



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

半月度
报告

金融与发展

海外观点

2021年/总第215期

目 录

世界热点

关于 TIPS 的更新与讨论..... 3

导读:D'Amico, Kim 和 Wei(2018)使用无套利期限结构模型,将 1990-2013 年期间的 TIPS 通胀补偿分解为三部分:通胀预期、通胀风险溢价和 TIPS 流动性溢价。该模型还将名义收益率或远期利率分解为四部分:预期实际短期利率、预期通胀、通胀风险溢价和实际长期溢价。本文更新并扩展了从 1983 年到现在的更长时期的估计。在回顾了模型的一些基本内容之后,我们讨论了长期通胀补偿与风险情绪代理指标和油价的相关性,并将我们的模型隐含的长期通胀预期和均衡实际利率的估计与其他文献中的估计进行了比较。

商业化合同: 欧洲对低碳技术部署的支持 13

导读:许多有助于欧盟在 2050 年实现净零排放经济体的技术已经被证明是可行的,但在商业上还不能与现有的化石燃料技术相竞争。因为碳价格不够高,也不稳定,没有足够的私人投资支持低碳技术的部署。商业化合同作为一种临时措施,可以为低碳项目消除因碳价格不确定而带来的风险,将私人投资增加到社会最优水平。应推动商业化合同在欧盟层面拍卖,与国家层面的拍卖相比,这将产生更激烈的竞争,带来更有效的结果,并有效防止欧盟单一市场的分裂。

中国能缓解美国新一轮经济制裁的影响吗 25

导读:中国借鉴欧洲反美国单边制裁的做法颁布了《阻断外国法律与措施不当域外适用办法》等阻断规则。本文将中国新颁布的阻断规则与欧洲试图削弱美国在域外执行制裁的努力进行了比较,解释了“在中美双边关系紧张的背景下,为什么尽管中国和欧洲的措施有相似之处,但中国的规则可能会被完全不同地应用,并产生完全不同的后果”。当中国的新阻断规则全面生效时,在中国开展业务的外国公司可能会被直接卷入这种紧张关系中,无论跨国公司做出何种选择,中西方之间经济联系进一步瓦解的压力都在增加。

IIF 每周洞察: 更好的对话, 更好的投资者关系..... 34

导读:良好和有效的投资者关系可以帮助投资者更好地了解债务动态,从而减轻债务压力与蔓延。而债务透明度是有效的投资者关系的基石,提高债务透明度有助于投资者评估主权债务国的经济政策,也帮助主权债务国改善其债务管理框架。缺乏债务透明度是新兴市场和低收入国家面临的一个重大问题,会阻碍国际资本的流入。需要加强债务人与债权人之间的对话,通过积极的双向沟通从而减少信息不对称。

中美贸易冲突期间，美国对中国的逆差发生了什么变化？..... 40

导读：自 2018 年开始，美国对从中国进口的商品多次加征关税，随后美国对华贸易逆差显著缩小，根据美国的贸易数据也支持了这一结果。而中国的数据却讲述了一个截然不同的故事：到 2020 年底，双边贸易逆差几乎升到了历史高点。这是为什么呢？我们发现，美国数据中记录的赤字下降很大程度上是由成功规避美国关税的努力而推动的，我们预计 2020 年关税收入将损失 100 亿美元。

美国工人的离职率过高..... 45

导读：美国工人的离职率创历史新高，尽管职位空缺也处于历史高位，但大量失业者并没有返回工作岗位。

什么是通胀预期？为什么它们很重要？..... 50

导读：通胀预期是人们、消费者、企业、投资者对未来物价上涨的预期。它之所以重要，是因为实际的通胀在一定程度上取决于我们的预期。如果每个人都预计明年物价会上涨 3%，企业也会希望物价上涨 3%，工人也会预计同样幅度的上涨。所以在其他条件相同的情况下，通胀预期上升一个百分点，实际通胀率也会上升一个百分点。

关于 TIPS 的更新与讨论

Don Kim, Cait Walsh 和 Min Wei/文 李佳欣/编译

导读：D'Amico, Kim 和 Wei(2018)使用无套利期限结构模型，将 1990-2013 年期间的 TIPS 通胀补偿分解为三部分：通胀预期、通胀风险溢价和 TIPS 流动性溢价。该模型还将名义收益率或远期利率分解为四部分：预期实际短期利率、预期通胀、通胀风险溢价和实际长期溢价。本文更新并扩展了从 1983 年到现在的更长时期的估计。在回顾了模型的一些基本内容之后，我们讨论了长期通胀补偿与风险情绪代理指标和油价的相关性，并将我们的模型隐含的长期通胀预期和均衡实际利率的估计与其他文献中的估计进行了比较。编译如下：

1. 引言

名义国库券和可比期限的通货膨胀保值债券(TIPS)之间的收益率差——通常称为“盈亏通膨率”或“通货膨胀补偿”——经常被用作市场参与者对通货膨胀预期的实时指标。然而，政策制定者和市场参与者也认识到，二者之差是一个不完美的衡量方式，因为它包含其他可能导致通胀补偿和市场参与者的真实通胀预期二者之间拉开差距的因素。

在最近发表的一篇论文(D'Amico, Kim 和 Wei (DKW), 2018)中，D'Amico 和本文两位作者使用无套利期限结构模型，将 1990-2013 年期间的 TIPS 通胀补偿分解为三部分：通胀预期、通胀风险溢价和 TIPS 流动性溢价。该模型还将名义收益率或远期利率分解为四部分：预期实际短期利率、预期通胀、通胀风险溢价和实际长期溢价。

在本文中，我们更新并扩展了从 1983 年到现在的更长时期的估计。样本包括了在沃尔克反通胀之后长期通胀预期显著下降的时期，这可能有助于确定通胀和通胀预期的动态变化。在回顾了模型的一些基本内容之后，我们讨论了长期通胀补偿与风险情绪代理指标和油价的相关性，并将我们的模型隐含的长期通胀预期和均衡实际利率的估计与其他文献中的估计进行了比较。

2. 对 DKW 模型的简要回顾

DKW 模型是一种无套利期限结构模型，其名义收益率、实际收益率和通胀预期均假定为服从正态分布的潜在因素的线性函数。该模型具有“最大灵活性”，即模型的参数是最一般的形式，可以满足计量经济学中给定的假设。该模型允许 TIPS 收益率偏离“真实”的实际收益率。这个微分，我们称之为“提示流动性溢价”，它主要反映了 TIPS 相对于名义国债的低流动性，被建模为常见的名义和实际产量的潜在变量和另一个独立于常见影响的潜在变量的一个仿射函数。

根据标准经济理论，名义收益率和实际收益率可以分解为：

名义收益率=实际收益率+预期通胀+通胀风险溢价; (1)

实际收益率=预期平均未来实际短期利率+实际期限溢价，(2)

其中，通胀风险溢价和实际期限溢价分别是债券投资者为承担通胀风险和实际利率风险而要求的额外补偿。名义远期利率和实际远期利率可以用同样的方法分解。

在模型中，由于 TIPS 的流动性溢价，TIPS 的收益率通常超过“真实”实际收益率(或与名义收益率一致的实际收益率)：

TIPS 收益率=实际收益率+ TIPS 流动性溢价。(3)

因此，通货膨胀保值债券的通胀补偿(IC)——定义为名义收益率减去通货膨胀保值债券收益率——可以分解为三个部分，

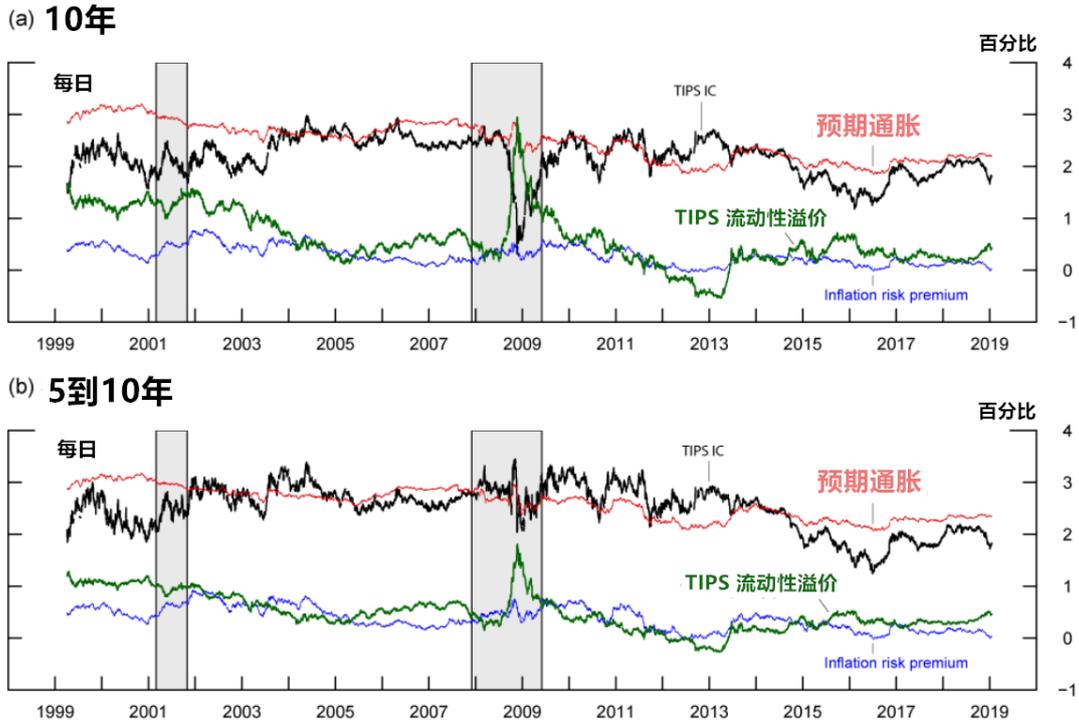
TIPS IC =预期通胀+通胀风险溢价- TIPS 流动性溢价。(4)

TIPS IC 偏离预期通胀有两个原因：非零通胀风险溢价或非零 TIPS 流动性溢价。第 1 项通胀风险溢价是名义债券投资者为承担通胀风险而要求的额外补偿，其价值取决于通胀与实际经济活动的协方差。一般认为，这一溢价在上世纪 70 年代和 80 年代是正的，而且相当大，当时投资者更担心滞胀局面，即高通胀伴随着低增长，但最近几十年似乎已下降甚至达到负值的水平，投资者越来越关注低通胀与低增长相关联的结果

相比之下，TIPS 流动性溢价与通胀风险无关，而是反映了导致 TIPS 收益率与真实实际收益率之间出现差距的因素。TIPS 首次推出时，这一溢价很高，因为 TIPS 过了一段时间才受到投资者的欢迎。在 2008-2009 年金融危机期间，由于投资者逃离流动性较差或风险较高的工具，转而寻求安全性高、流动性强的名义国债，这一溢价再次飙升。除了 TIPS 相对于名义国债的流动性较低外，这一溢价也可能反映了 TIPS 相对于名义国债的供需失衡，以及与名义国债市场相比，购买并持有 TIPS 的投资者更集中。

继 DKW 之后，我们用每周的名义收益率数据、TIPS 收益率数据和季节性调整后的 CPI 月度数据来估计模型，并辅以通胀和 3 个月国库券收益率的调查预测，以解决如利率等持续时间序列相关的小样本问题。为了扩大估计范围，我们使用了 1983 年 1 月至 2018 年 5 月的名义国债收益率和调查预测。

图 1 通货膨胀补偿分解



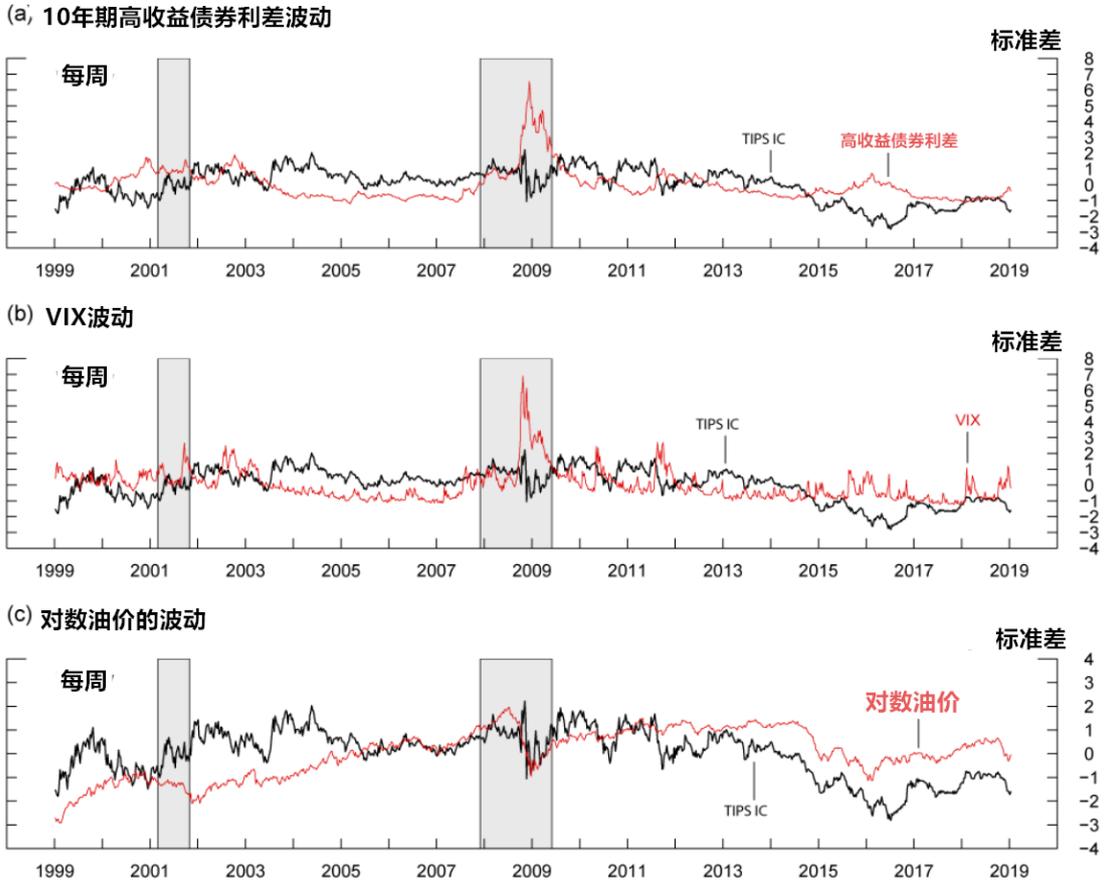
数据来源: D'Amico, Kim 和 Wei(2018), 由作者更新。

图 1 的上、下两部分显示了基于更新的 DKW 模型和式(4), 10 年和 5-10 年 TIPS IC 分解后的 3 个组分。通货膨胀保值债券(TIPS)的通胀补偿波动相当大, 即便是在市场参与者和政策制定者经常寻找较长期通胀预期信号的 5- 10 年期, 其波动性也远高于模型隐含的通胀预期。模型隐含的通胀风险溢价和 TIPS 流动性溢价的变化遵循前面概述的模式。

3. 长期 IC 与市场情绪和油价的关系

较长期的 TIPS IC 不仅会大幅波动, 而且往往会与反映市场情绪变化的变量共同波动。例如, 图 2 显示了 5-10 年期 IC 与高收益(HY)公司债利差(图上面部分)或 VIX(图中间部分)之间的明显负相关关系。自 2014 年以来, 长期的 TIPS IC 似乎也随着油价的上涨而上涨, 2014 年下半年和 2018 年末, IC 和油价都显著下降。

图 2 5-10 年 TIPS 通胀补偿与市场情绪代理指标或油价之间的波动



注：所有数据均已标准化，即减去均值后再除以标准差。(c)中的通货膨胀补偿序列与(a)和(b)中的序列相同，但以不同的垂直比例绘制。

数据来源：彭博资讯；董事会人员估计。

这些视觉印象被表 1 的 A 部分所证实，该部分一方面显示了 TIPS IC 及其模型隐含成分的周变化，另一方面显示了 1999 年以来的完整样本的两种情绪代理指标和油价之间的两两相关性。IC 的变化与 HY 价差和 VIX 的变化负相关，与油价的变化正相关。相关性在危机后时期(Panel C)较高，而在危机前时期(Panel E)较低。当风险情绪出现显著变化时，IC 与 HY 价差和 VIX 的共同运动似乎更高。从 B 和 D 可以看出，当 VIX 波动超过一个标准差时，VIX 和 IC 在数周内的相关性在量级上远远大于在完整样本和危机以来相应的无条件相关性。

表 1 5-10 年期 TIPS IC 与情绪指标变量和油价的相关性

	无条件相关性				条件相关性			
	IC	IE	IRP	LP	IC	IE	IRP	LP
	Panel A: 全样本 (1999-现在)				Panel B: 全样本 (1999-现在)			
HY 价差	-0.33	-0.27	-0.37	0.27	-0.4	-0.22	-0.28	0.48
VIX	-0.22	-0.12	-0.21	0.16	-0.35	-0.17	-0.33	0.22
油价	0.18	0.16	0.14	-0.19	0.36	0.3	0.29	-0.11
	Panel C: 危机后 (2009.07-现在)				Panel D: 危机后 (2009.07-现在)			
HY 价差	-0.53	-0.59	-0.67	0.12	-0.65	-0.74	-0.81	0.28
VIX	-0.35	-0.31	-0.38	0.17	-0.52	-0.55	-0.64	0.24
油价	0.25	0.19	0.24	-0.32	0.43	0.4	0.47	-0.41
	Panel E: 危机前 (1999-2008.07)				Panel F: 危机前 (1999-2008.07)			
HY 价差	-0.31	-0.3	-0.49	-0.01	-0.31	-0.25	-0.43	0.06
VIX	-0.01	-0.03	-0.12	-0.06	-0.02	-0.01	-0.16	-0.07
油价	0.06	0	-0.08	-0.27	0.14	0.03	-0.02	-0.2

注：表为每周变化的相关性。石油价格的相关性是用对数石油价格的变化来计算的。“条件相关性”是指 VIX 的周变化幅度大于各自样本的一个标准差时的相关性。

数据来源：彭博社、董事会员工估计。

风险情绪指标和长期 IC 之间的相关性可能来自两个渠道。首先，风险情绪的恶化通常伴随着下行风险增加的感知。如前所述，近几十年来，市场参与者似乎将较低的通胀与实体经济增长较低的国家联系在一起。其结果是，对下行风险增加的看法可能会压低通胀风险溢价和 TIPS IC 的预期通胀。其次，风险情绪恶化通常与强劲的避险资金流入名义国债有关。对名义国债需求的增加将推高名义国债相对于 TIPS 的价格，从而导致更高的 TIPS 流动性溢价。表 1 的模式与这两种效应是一致的：模型隐含的通胀预期与通胀风险溢价负相关，而 TIPS 流动性溢价与 HY 价差、VIX 正相关。

长期 IC 与油价之间的正相关关系更令人费解。食品和能源价格是（总）消费物价指数的一部分，因此预期短期 IC 和油价之间存在一定的相关性是很自然的，但长期 IC 的共同波动背后的机制尚不清楚。2014 年 2 月和 2018 年末，当油价和 IC 均显著下跌时，似乎这些油价下跌中的很大一部分是由石油供应过剩

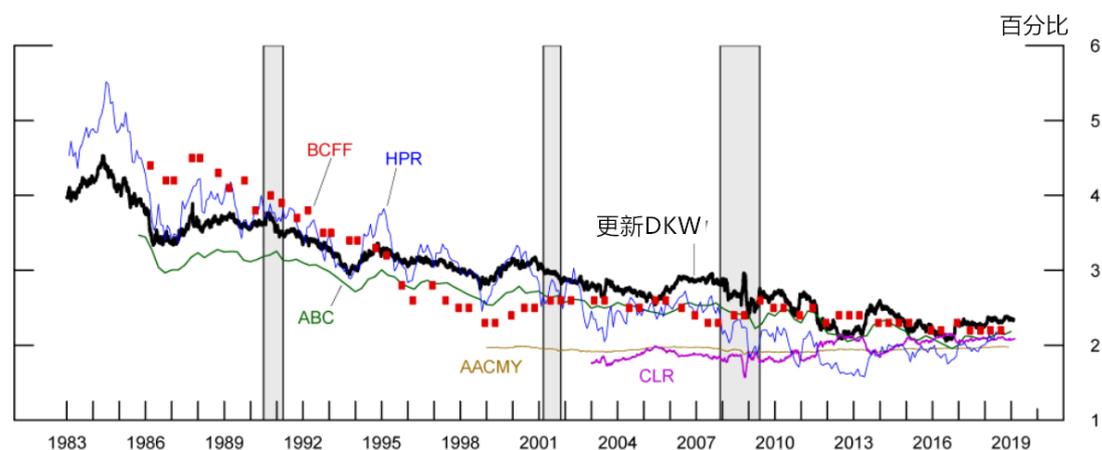
造成的。但对全球需求减弱和风险情绪恶化的担忧也可能是油价下跌的原因之一。如果我们仅使用 VIX 移动超过一个标准差（即风险情绪发生重大变化的几周）时的观察值来计算油价和更长期限 IC 的相关性，则油价和 IC 相关性的的大小几乎翻了一番，如表 1 所示（例如，1999 年当前样本中的值从 0.18 变为 0.36），这表明，共同因素，如风险情绪，可能造成了这两个变量的变化。

4. 长期通胀预期(π^*)

投资者、政策制定者和研究人员都对较长期的通胀预期非常感兴趣。如上所述，我们很自然地认为，债券价格是由有前瞻性的市场参与者设定的，价格中包含了预期的信息，但我们有必要进行一些建模以区分 TIPS IC 的其他组成部分。图 3 中的黑线是根据更新后的 DKW(2018)模型对 1983 年以来 5-10 年通胀预期的估计。

美联储系统的其他研究人员，包括 Abrahams、Adrian、Crump、Moench 和 Yu(后文 AACMY, 2016)，Ajello、Benzoni 和 Chyruk(后文 ABC, 2012)，Christensen、Lopez 和 Rudebusch(后文 CLR, 2010)，以及 Haubrich、Pennacchi 和 Ritchken(后文 HPR, 2012)，还开发了期限结构模型，可用于生成通胀预期的实时指标。除了名义国债收益率和通胀，HPR 模型使用的是通胀互换，而不是 TIPS 收益率。AACMY 和 CLR 模型使用 TIPS 收益率，其中 AACMY 模型将 TIPS 流动性溢价作为可观察流动性指标的函数，而 CLR 忽略了 TIPS 较低的流动性，并排除了较早的 TIPS 样本。ABC 模型在估算中既不使用通胀互换，也不使用 TIPS。

图 3 期限结构模型对未来 5-10 年通胀预期的估计



注：BCFF 是蓝筹财务预测调查的(约)5-10 年 CPI 通胀预测。ABC 估计每季度报告一次。HPR 估计数每月报告一次。AACMY、CLR 和更新 DKW 估计数每天报告一次。

数据来源:Abrahams, Adrian, Crump, Moench 和 Yu (2016);Ajello, Benzoni 和 Chyruk (2012); Christensen, Lopez 和 Rudebusch (2018);Haubrich, Pennacchi 和 Ritchken (2012);蓝筹财务预测;D'Amico, Kim 和 Wei(2018)由作者更新。

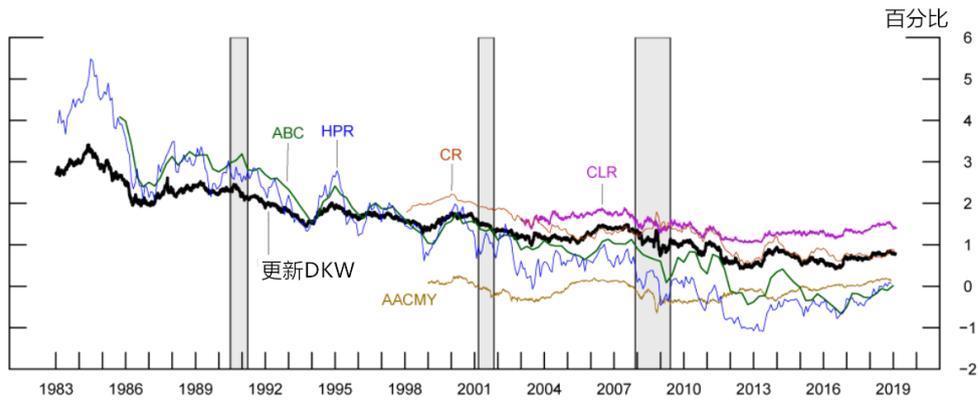
从图 3 中可以看出,不同模型对长期通胀预期的估计可能有很大差异。在整个数据期间, AACMY 的测量实际上是不变的。截止到 2011 年, CLR 指标也非常稳定。相比之下,我们的测量和 ABC 和 HPR 测量显示出更高的变动性以及自 1980 年代初以来的显著下降趋势,这与蓝筹财务预测(BCFF)对未来 5-10 年通货膨胀的调查预测一致。在过去的十年中,这三种方法显示出非常相似的变化,尽管更新 DKW 和 ABC 方法略高于 HPR 方法。随着时间的推移,这些估计的范围已经缩小,目前 CPI 通胀从 2% (AACMY)到 2.4%(更新 DKW)不等,考虑到两种通胀指标之间的水平差异后, PCE 通胀约为 1.7%到 2.1%。

人们可能会将 AACMY 指标的极度稳定视为市场较长期通胀预期已非常稳定的证据。然而,在我们看来,明显的稳定性更可能反映了小样本问题,这是期限结构模型的实现中经常遇到的问题;因此,该模型中(预期的)通货膨胀的持续性很可能被低估,因此,不到 5 年通货膨胀预期就会恢复到其长期平均水平,而在这一时间范围之外几乎没有变化。

5. 长期均衡实际利率(r^{LR})

该模型可以揭示的另一个有趣的变量是未来 5-10 年的预期实际短期利率,这可以被视为衡量长期实际联邦基金利率(r^{LR})均衡水平的一个指标,定义为一旦经济冲击的暂时性影响减弱,与以其潜在经济运行相一致的利率。图 4 将我们的 r^{LR} 估计与上述讨论的其他期限结构模型(AACMY、ABC、CLR 和 HPR)以及 Christensen 和 Rudebusch (CR)(2017)开发的实际期限结构模型(仅使用 TIPS 收益估计)进行了比较。各个模型的 r^{LR} 估计范围相当广泛,比图 3 中所示的通胀预期范围要宽得多。自上世纪 90 年代末以来, AACMY 指标一直徘徊在零附近,有近一半的时间处于负值区域,在危机爆发前低于所有其他指标。另一方面, CLR 测量提供了自 2003 年以来大部分样本范围的上限,目前为 1.4%。我们的测量在水平和变量方面最接近 CR 测量。

图 4: 来自期限结构模型的 r^{LR} 估计

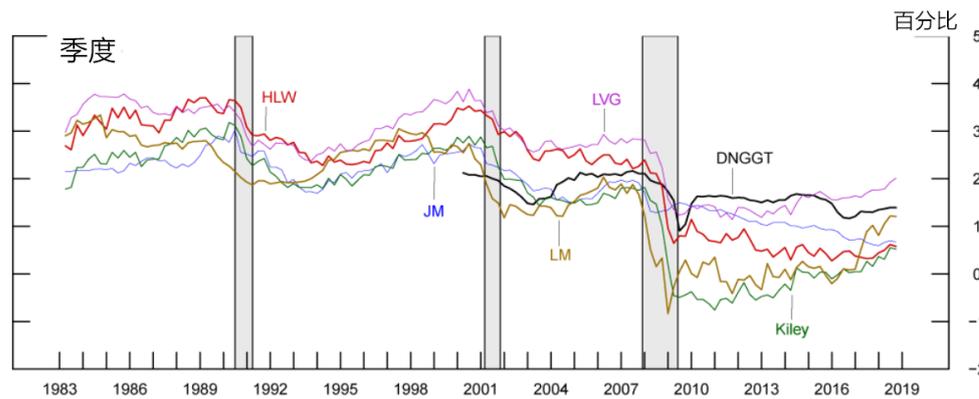


注: AACMY、CLR 和更新 DKW 估计值以每天的频率报告。CR 和 HPR 模型每月报告一次。ABC 模型每季度报告一次。

数据来源: Abrahams, Adrian, Crump, Moench 和 Yu (2016); Ajello, Benzoni 和 Chyruk (2012); Christensen, Lopez 和 Rudebusch (2010); Christensen 和 Rudebusch (2017); Haubrich, Pennacchi 和 Ritchken (2012); D'Amico, Kim 和 Wei (2018) 由作者更新。

对 r^{LR} 的估计也可以从宏观模型中获得, 其中时间序列方法可以从宏观经济序列(如通货膨胀、利率和产出)的共同运动中推断 r^{LR} 。图 5 绘制了联邦储备系统的研究人员构建的几个这样的测量方法——del Negro、Giannone、Gianonni 和 Tambalotti(后文 DNGGT, 2017)、Holston、Laubach 和 Williams(后文 HLW, 2017)、Johannsen 和 Mertens(后文 JM, 2016)、Kiley(2015)、Lewis 和 Vazquez-Grande(后文 LVG, 2017)、Lubik 和 Matthes(后文, LM, 2015)。除了 JM 之外, 所有模型都显示, 在 2008-2009 年金融危机前后, r^{LR} 显著下降。

图 5 宏模型对 r^{LR} 的估计

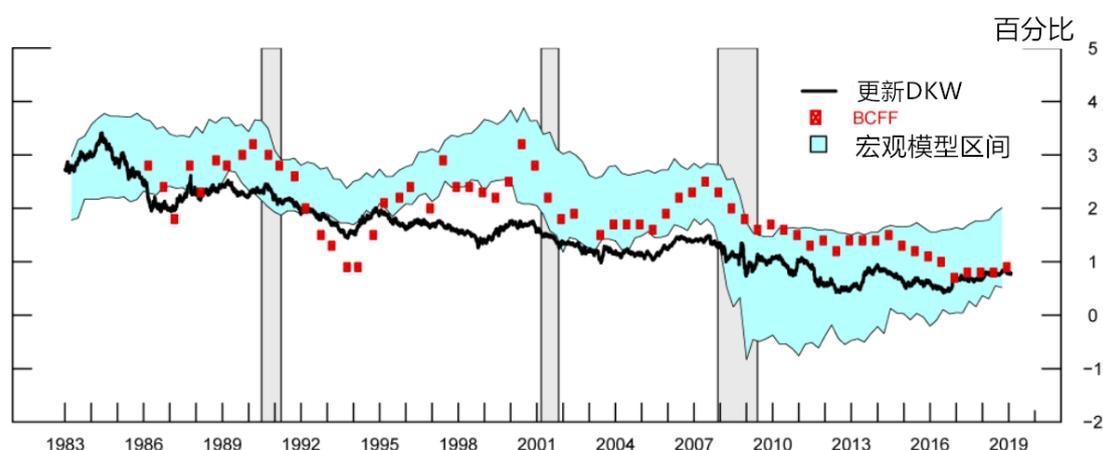


注: 所有的模型估计都是季度的, 并且是经过筛选的估计(与平滑的估计相反)。

数据来源: Del Negro 等人(2017); Holston, Laubach 和 Williams (2017); Johannsen 和 Mertens (2016); Kiley (2015); Lewis 和 Vazquez-Grande (2017); Lubik 和 Matthes(2015)。

图 6 显示了我们的度量和一个基于调查的度量，背景是这些基于宏观模型的估计的范围。与图 5 中的 JM 度量类似，我们的模型表明，在过去的几十年里 r^{LR} 的下降趋势更加平缓。自金融危机以来，我们的衡量标准一直处于宏观模型估计的范围内，但在危机前的大部分年份里，我们的衡量标准低于这一范围的下界。近年来，我们的测量方法与调查隐含的测量方法很接近，但从上世纪 80 年代中期以来的较长时间跨度来看，我们的测量方法偏低。

图 6 来自 DKW、宏观模型和 BCFF 调查的 r^{LR} 估算



注: BCFF 为蓝筹财务预测调查所隐含的中性实际利率。其计算方法为 5-10 年期预期联邦基金利率减去 5-10 年期预期 CPI 通胀之差。蓝色阴影区域显示了图 5 中宏观模型估计的范围。数据来源: D'Amico, Kim 和 Wei(2018), 由作者更新;蓝筹财务预测;Del Negro 等人(2017); Holston, Laubach, 和 Williams (2017); Johansen 和 Mertens (2016);Kiley (2015); Lewis 和 Vazquez-Grande (2017);Lubik 和 Matthes(2015)。

图 5 和图 6 中的所有指标都有一个共同的特点，即目前的 r^{LR} 低于 1990 年代和金融危机之前的平均值，这意味着在当前的紧缩周期内决策者可能不必将利率提高到与过去紧缩时期相同的水平。尽管如此， r^{LR} 目前的估计范围仍相当大，介于 0.5%至 2%之间，这凸显出谨慎评估最新数据以评估货币政策立场的重要性。此外， r^{LR} 的估计似乎因建模和实现选择的不同而有很大差异。尽管某些选择可能比其他选择更合理，但重要的是要记住，最终决定名义和 TIPS 债券市场价格的预期和风险态度相当复杂，模型只是收益率曲线和经济行为的近似表示。因此，在解释 r^{LR} 估计或模型的任何其他输出结果时，始终需要保持谨慎。

6. 数据发布

从本文开始，我们将提供截至前一个月最后一个营业日的 5 年期、10 年期和 5-10 年期名义国债收益率和通胀补偿的模型分解的每月更新。一般来说，我们会尽量在每月第四个工作日上午 10 点以后发布更新后的数据。因为这是一项研究成果，而不是一个官方的统计发布，它可能会被延迟发布、修改或改变估计方法。

最新的评估报告将以 CSV 文件的形式发布在 URL <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/DKW-updates.csv> 上。截至本文发布，1983 年 1 月 3 日至 2021 年 6 月 30 日期间的每日数据已上传。

本文原题为“Tips from TIPS: Update and Discussions”。本文作者 Don H. Kim 是联邦储备系统的理事会高级顾问。本文于 2019 年 5 月刊于联邦储备系统的理事会官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

商业化合同：欧洲对低碳技术部署的支持

Ben McWilliams and Georg Zachmann /文 薛懿/编译

导读：许多有助于欧盟在 2050 年实现净零排放经济体的技术已经被证明是可行的，但在商业上还不能与现有的化石燃料技术相竞争。因为碳价格不够高，也不稳定，没有足够的私人投资支持低碳技术的部署。商业化合同作为一种临时措施，可以为低碳项目消除因碳价格不确定而带来的风险，将私人投资增加到社会最优水平。应推动商业化合同在欧盟层面拍卖，与国家层面的拍卖相比，这将产生更激烈的竞争，带来更有效的结果，并有效防止欧盟单一市场的分裂。编译如下：

1. 摘要

许多有助于欧盟在 2050 年实现净零排放经济体的技术已经被证明是可行的，但在商业上还不能与现有的化石燃料技术相竞争。没有足够的私人投资支持低碳技术的部署。这主要是因为碳价格不够高，也不稳定。应用低碳技术有很多好处，但私营企业并没有考虑到。其中包括随着时间的推移，降低全行业成本，以及欧盟发展低碳技术对全球气候都有益处，并且这些技术之后还可以出口。但当前欧盟对低碳技术的投资水平低于最优水平。

商业化合同作为一种临时措施，可以为低碳项目消除因碳价格不确定而带来的风险。这些合同的目的是将私人投资增加到社会最优水平。合同将通过拍卖进行分配，按项目商定在固定期限内减排的固定价格。根据减少的碳排放总量，每年向投资者提供已商定碳价格与欧盟实际碳价格之差的补贴。只要欧盟的碳价格较低，投资者将获得更多补贴，以确保其竞争力。

合同将在欧盟层面拍卖。与国家层面相比，这将产生更激烈的竞争，带来更有效的结果，并有效防止单一市场的分裂。合同每年将向主要工业排放部门提供约 30 亿至 60 亿欧元的补贴，但随着欧盟碳价格上涨和低碳技术在不补贴的情况下也变得具有竞争力，这一数额将会逐渐减少。

2. 引言

为了大幅降低脱碳成本，最好的解决方案是为投资者提供一个与设想的脱碳途径相对应的可预测的碳价格。这将使低碳技术组合与目前使用的高碳技术在竞争中处于平等地位。然而，迄今为止，欧盟的碳价格一直非常不稳定，而且仅凭其自身可能不足以支持所有低碳技术的长期投资，从而有效地实现净零排放。

碳价格过低的问题源自政治经济原因，政策制定者出于对竞争力或社会问题的担忧，不允许价格上涨。在过去的 15 年里，碳价格在每吨 0 到 50 欧元之间波动。这一水平足以逐步淘汰煤炭发电，转而使用天然气发电，但由于价格既不够高也不够稳定，企业不必再进行其他投资。随后在部署新技术方面的投资不足意

意味着投资者没有尽快从经验中吸取教训，而欧盟脱碳对全球脱碳的好处也不能尽早实现。

因此，有必要出台政策提高欧盟的碳价格，因为慢慢等待碳价格达到足够高水平将导致资本周转过慢，欧盟无法实现其气候目标。无论在国家还是在欧盟层面，政策制定者都应认识到需要出台相关政策。本文认为，一种具有成本效益的方法应基于以下原则：为低碳投资项目，提供足够高的具有长期确定性的碳价格。这应该通过欧洲层面的透明竞争来实现，这样既可以降低脱碳成本，又可以防止以国家为重点的计划扰乱欧盟单一市场。在这本《政策贡献》中，我们概述了商业化合同（一种差价碳合同）的案例，以说明这种透明的竞争。

3. 商业化合同

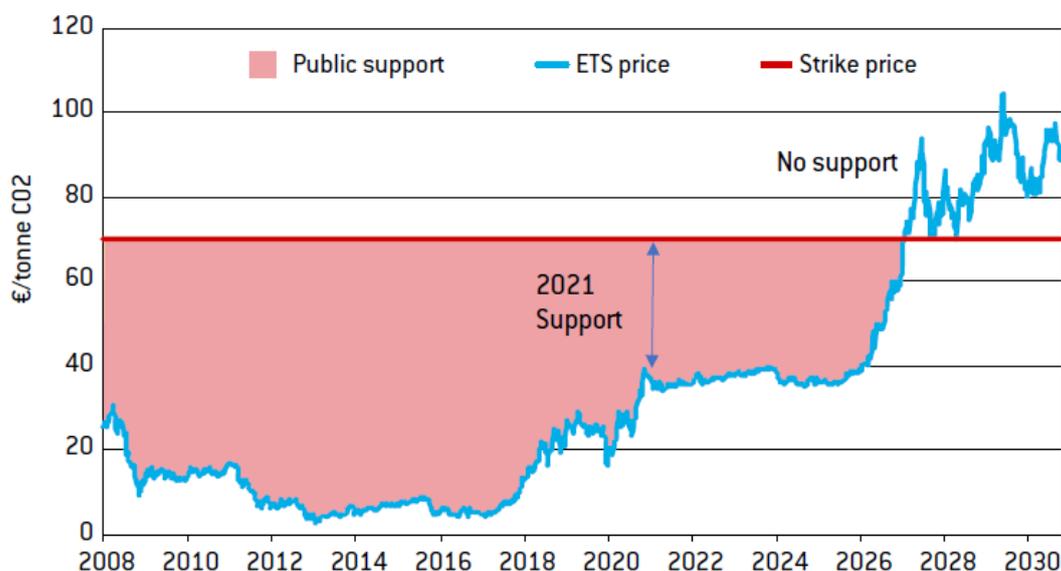
(1) 商业化合同是什么？

我们使用商业化合同这一术语来指代类似于 Richstein (2017) 所详述的一种碳差价合同 (carbon contracts for difference, CCfD) 的工具。在 CCfD 中，一个私人买家和一个公共卖家在一个固定的时期内商定一个固定的碳价格。将商定的价格与实际碳价格进行比较。如果实际价格低于商定的价格，则由公共卖方向私人买方补足差额。如果实际价格高于约定价格，买方将差额退还给卖方。与 CCfDs 不同的是，在商业化合同中，当碳价格高于商定价格时，私人买家不需要还钱。

商业化合同可以为低碳项目消除因碳价格不确定而带来的风险。这类合同将用于在演示阶段被证实的技术（即在技术上可行），但由于缺乏资金或不利的市场条件而尚未能够在商业市场上获得竞争力。技术越接近商业化，金融风险就越大，越成为应用的主要障碍 (Vogl 等, 2021)。

商业化合同将在政府(或公共机构)和负责低碳项目的私人投资者之间签订。该合同保证在一定期限内为他们的低碳项目提供一个固定的碳价格(执行价格)。潜在的项目投资者将参加一场拍卖，以确定一个公平的执行价格，该价格在理论上能使低碳投资盈利。每吨碳排放量所需的支持量以欧盟排放交易系统的平均价格与执行价格之间的差额进行计算(图 1)。因此，当碳排放交易体系(ETS)价格较高时，公共支持量就会减少。当 ETS 价格超过执行价格时，将不再提供公共支持。项目减少的碳排放量是通过比较该项目单位产出的排放量与平均工业运营相同产出的基准排放量来计算的。

图 1 商业化合同



数据来源：Brugel。

以一家低碳钢铁厂为例，它获得了一份为期 20 年的商业化合同，执行价格为每吨二氧化碳 70 欧元。由于前期资本投资，该低碳钢铁厂的投资者获得了减排的碳价格保证。这家钢铁厂每年都要记录它生产了多少吨钢材（如 100 万吨）。把每吨钢材的生产排放量与欧盟初级钢材生产的基准平均排放量进行比较。这一差额乘以总产量即为该工厂有资格获得支持的年度减少碳排放量。如果每吨钢铁能减少 2 吨二氧化碳，相对于钢铁业的基准碳排放量，那么可以避免的二氧化碳排放量将达到 200 万吨。每年的补贴为 ETS 平均价格与 70 之间的差额乘以 200 万吨减排碳。例如，如果在此期间 ETS 的平均价格为 40，那么工厂将获得当年 $70 - 40 = 30 * 200$ 万吨 = 6000 万欧元的补贴。

这样就消除了项目的碳价格风险。只要执行价格设定在一个适当的水平，前期的私人投资就变得更有吸引力。

(2) 为什么需要商业化合同？

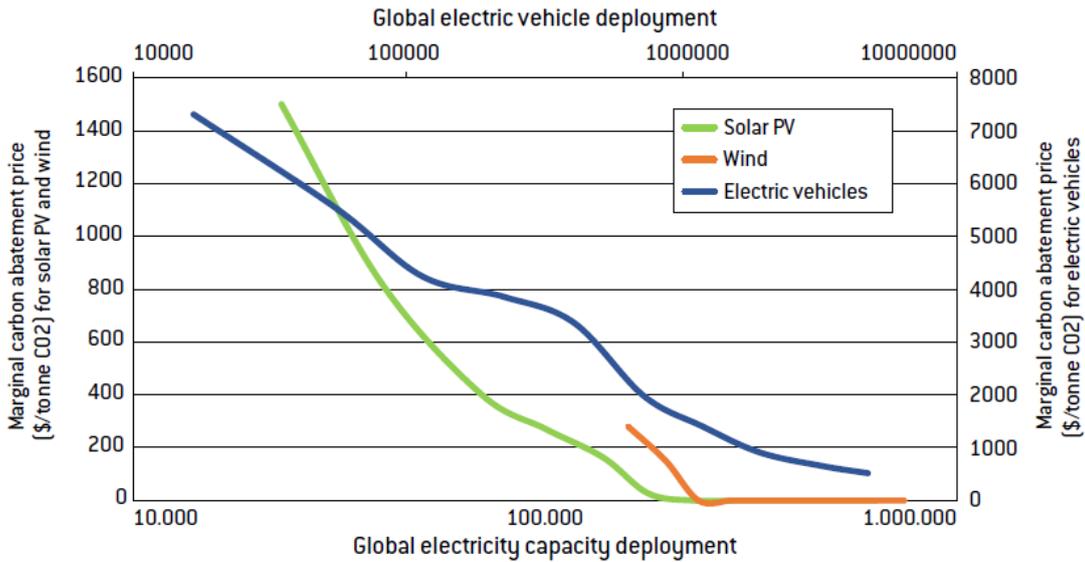
将低碳技术转化为可行的方案，对社会有许多正向溢出效应，但这些溢出效应并不能直接转化为投资者的利润。因此，企业在低碳技术开发上的投资低于社会最优水平。私人投资不足有四个原因，这可以作为政府干预市场的理由。

第一个原因是后发优势。虽然先驱公司承担了推出低碳技术的全部风险，但一些非常有价值的副作用，例如证明其商业潜力、展示如何降低成本、开发新的价值链以及开发一个新的动能系统（例如充电），都可能泄露给竞争对手，他们

则能够从中挑选最有效的元素，然后以比先驱者更低的成本提供更好的产品。因此，有必要实施公共补贴，以支持这些首批投资于低碳技术的投资者。

第二个原因是，低碳技术的早期应用带来的成本下降具有很高的社会价值。由于技术、经济创新和规模效应，一个行业生产的产品越多，成本就越低（图 2）。如果成本下降幅度足够大，学习曲线开始时新技术产生的超额成本将远远小于当新技术超过现有技术时节省的成本。低碳技术有很多这样的例子。例如，可再生发电技术在 2010 年的运营中，原则上要求碳价格超过 400 欧元/吨。在公共政策的大力支持下，无论什么碳价格，该技术都具有竞争力。如果政策制定者只是等待碳价格来推动可再生发电技术的应用，那么直至今今天它们可能离商业化还差得远。市场失灵的原因在于，当个人投资者还不能与现有技术形成竞争时，他们并没有足够的动机为早期低碳技术部署做出贡献。欧盟要想继续实现 2050 年净零排放的目标，就必须从今天开始，在许多低碳技术进行投资并取得进展。要做到这一点，就需要政府的支持。

图 2 电动汽车和可再生发电技术的全球学习曲线



注：Lazard LCOE 分析用于比较太阳能和风能与联合循环燃气电厂的价格。太阳能部署数据来自欧洲太阳能发电公司。风力部署数据来自全球风能理事会（GWEC）。电动汽车部署数据来自国际能源署（IEA）。电动机价格数据来自 Statista，彭博社 NEF 编辑。一台 50 千瓦时的电动机价格相当于一台 2 升的内燃机。电力数据始于 2009 年，电动汽车数据始于 2010 年。图为年度数据。

数据来源：Brugel。

第三个原因是，业界不相信决策者会允许碳价格淘汰高碳技术。由于政策制定者面临背弃碳定价计划的政治压力，未来碳价格水平仍存在相当大的不确定

性。竞争力和社会关注对可接受的碳价格施加了政治约束，也就是说，如果决策者担心碳价格具有太大的社会或政治影响，他们可能会在某个时候进行干预。欧盟内部的干预是可行的，因为政策制定者有许多工具来影响企业支付的 ETS 价格，比如保持免费配额，包括外国配额，调整发放的许可证数量等。因此，目前的碳价格并不能完全反映未来配额的最优水平，市场也不能为投资者提供长期指导。单靠碳市场并不能为低碳投资者提供必要的对冲措施，来应对未来碳价格过低的风险，而低碳投资依赖于碳价格来提高与现有技术的竞争力。

最后，只有在低碳技术产品也能找到足够大的出口市场的情况下，欧盟对低碳技术的投资才有商业意义。由于许多第三国没有相关气候政策为低碳技术提供优惠，与高碳技术相比，欧盟公司只有在欧盟有足够大的市场来支付（甚至过度补偿）一项技术的减排潜力的情况下，才会投资于低碳技术的应用，而该技术一旦具有竞争力，就可以在全球范围内部署。除了出口利益外，通过推出新的低碳技术，欧盟以外的国家也可能随之推进减排技术，带来可观的公共利益。可再生能源技术的例子表明，欧盟的公共政策可以对全球气候政策产生巨大的积极影响。

(3) 为什么商业化合同是部署支持的重要补充？

与其它低碳政策（例如前期资本补贴、优惠市场、公共采购、碳标准）相比，商业化合同使得部署支持更有针对性。

过去五年中，包括英国和法国在内的一些国家，支持可再生能源发电部署的政策纷纷转向差价合同。可再生能源合同类似于商业化合同，但使用的是电力而不是碳执行价格。各国已转向差价合同的事实表明，这是一种有吸引力的政策选择。

从历史上看，将新兴技术的成本与现有技术的成本挂钩是加快转换的一种方式。例如，欧洲天然气行业在成长为自身的流动性市场之前，数十年来一直依赖于油价指数化。虽然性质不同，但商业化合同的目的也是向投资者保证，他们的前期资本投资将产生安全的长期回报。

商业化合同的吸引力来自以下五个方面。首先，补贴水平随着碳价格调整。随着碳价格上涨，补贴就会减少。考虑到碳价格可能会随着时间的推移而上升，这就避免了重大的“遗留”（锁定）成本问题，而是平稳趋向于第一个最佳解决方案：所有部门实行单一碳价格（Edenhofer 等，2021）。这项政策还会预先增加投资，考虑到当前的低利率环境以及应对 COVID-19 经济危机需要刺激性支出，这是非常有益的。与此同时，保证长期支持对市场的发展至关重要。

第二，通过消除碳价格风险，改善项目整体融资条件。偿还的确定性增加，使项目能够增加债务在整个项目融资中相对于股权的份额。债务的成本更低，这降低了资本成本，从而在良性循环中降低了盈亏平衡的碳价格(Richstein, 2017)。

第三，由于合同可以拍卖，该工具有助于产生竞争性的市场结果。可以在欧盟层面设计一个拍卖方案，以解决大多数国家的产业气候政策分割欧盟单一市场的问题。

第四，该政策可被视为一种重要的承诺手段。较低的碳价格将成为公共资产负债表上的负担，因此，政府将明确希望提高碳价格。这将发出强烈的市场信号。

最后，这项政策在政治上具有吸引力，因为资金量可以明显转化为减少的碳排放量。

(4) 哪里需要商业化合同？

商业化合同在投资需要大量前期资本成本的情况下非常有用，这些投资的回报取决于碳价格，因为对排放权的支付在竞争对手的可变成本中占很大份额。这对于需要大型生产场所的重工业产业来说是普遍情况。出于此原因，国内外的文献大多集中在基础工业材料上，包括钢铁、水泥、铝和氨等化工原料。此类合同在氢战略中也有突出作用。

原则上，商业化合同的概念可以用于各个部门。例如，投资于清洁燃料交换技术（如热泵或电动汽车）的家庭可以获得可变补贴，以确保清洁燃料（如电力或氢气）总是比被替代的化石燃料便宜。这很大程度上取决于碳价格。然而，在本政策贡献中，我们侧重于使用商业化合同来减少 ETS 所涵盖的工业碳排放量。

4. 设计商业化合同

商业化合同或类似计划，已经成为政治辩论的一部分，相关计划正在制定中。荷兰的 SDE++ 方案严格来说并不是商业化合同，但它有许多元素可以说明如何设计此类方案（如信息框 1）。德国则致力于在其氢战略（BMWI, 2020）下运行试点项目，并且其环境部正在制定一项 CCfD 工业脱碳计划（BMU, 2021）。欧盟委员会（2020）在其氢气战略中也提到了商业化合同的必要性。此外，在其更新的工业战略中，欧盟委员会表示，它正在考虑提出一种碳差价合同的欧洲方法，作为修订后的 ETS 指令的一部分（欧盟委员会，2021）。

商业化合同可以用不同的方式设计。设计方法将对支持的效率和效果、技术获得资金的途径，以及对成本和收益的分配都产生重大影响。在下一节中，我们将讨论关键的设计元素，重点关注它们所隐含的利益权衡。我们的讨论涉及三大领域：政治范围、分配过程和技术范围。

信息框 1：荷兰的 SDE++ 方案

荷兰实行的 SDE++ 方案本质上类似于商业化合同。SDE++ 是 SDE+ 的后续方案，SDE+ 方案从 2013 年开始实施。SDE+ 方案专门用于支持可再生发电项目，而自 2020 年以来，SDE++ 方案已向更广泛的技术开放，这些技术有助于减少温室气体排放，包括低碳热、可再生气体、低碳制氢和碳捕获与储存。

该方案提供的运营补贴相当于低碳技术成本与交付产品市场价格之间的差额。各个项目在 SDE++ 合同的拍卖中竞争。一个项目每年获得的经营性补贴取决于产品的长期价格和产量。根据排放因子对不同技术进行排序，使得不同的技术都能够公平竞争。最终的结果是，能够以最低成本减少排放的技术得到了补贴。该计划旨在每年提供多达 30 亿欧元的补贴。

数据来源：荷兰经济事务和气候政策部（2020 年）。

（1） 政治范围

是否应在国家或欧盟层面组织合同？

首先要考虑的是商业化合同是否会在国家或欧洲层面上发行或拍卖。本文认为欧洲层面更可取，因为这将增加行业的竞争压力，带来更有效的结果。相反，如果合同是在国家层面设计的，它们将对内部市场的完整性构成重大威胁，因为欧盟国家可能利用这些工具给予其国内产业不公平的优势。

在欧洲层面设计的明显障碍是政治。各国政府强烈捍卫其产业政策，如果通过欧洲机构向其它欧盟国家的竞争企业分配巨额资金将会遭到抵制。此外，各国在低碳产业重组方面的步伐也各不相同。在一些国家，围绕商业化合同的讨论已经逐渐成熟；而在其他国家，却还没有真正开始。进一步，与进展较快的国家相比，在脱碳进展较慢的国家，碳减排成本较低的项目所占比例可能更高。在以减排成本为基础的拍卖中，来自发展较慢国家的项目将更有竞争力。

可以考虑折中方案。各国可以联合发行商业化合同。富裕国家可能热衷于以这种方式开始。随着时间的推移，各国可以申请加入发行集团。或者，如果最初在国家层面组织，可以设想建立双边联系，使其他国家能够参与。例如，如果德国率先着手建立一个合同方案，可能会向比利时发出参与邀请。随着时间的推移，始于国家层面的体系应该演变并扩展到欧洲层面。

谁来支付补贴？

为商业化合同提供资金的收入来源将取决于地理组织。在国家一级，资金可以来自国家预算。如果在欧盟层面运作，资金可能来自欧盟预算。或者，可以通

过拍卖 ETS 排放许可证建立一个基金。尽管 ETS 的收入经常被指定用于每一项新的投资计划，但将其用于低碳部署方案是合适的，符合 ETS 的精神。

创新基金是欧盟最早设立的低碳技术示范融资工具之一。创新基金的收入来自 2020 年至 2030 年期间拍卖的 4.5 亿 ETS 配额。在政策起草期间，预计这一数额约为 100 亿欧元，但考虑到目前的碳价格，预算可能是这一数额的两倍。创新基金证明，利用 ETS 收入资助低碳项目在政治上是可行的。商业化合同可以与创新基金结合使用。例如，项目可以从创新基金资助的示范阶段，发展到通过合同提供资金支持。

ETS 价格的波动可能会引起一个问题。当收入取决于 ETS 许可证时，价格波动意味着以欧元表示的年收入是不确定的。同时，商业化合同所需的年度补贴也将取决于 ETS 价格。当碳价格较低时，ETS 拍卖所得低收入也较低，而商业化合同要求提供的资金却更多。然而，年度补助需要确定性。为了降低这一风险，欧洲投资银行可能要承担平滑收入的任务。

(2) 分配过程

商业化合同应如何发行？拍卖是首选吗？

无论地理范围如何，商业化合同都应通过竞争过程进行分配。这将涉及低碳项目的投标问题。一个项目投标的核心应该是执行价格，或者说是项目要求的保证碳价，以便进行商业运作。分配的核心部分应该是拍卖制度：执行价格越低，出价就越有吸引力。行业和政策制定者之间存在信息不对称，拍卖作为一种机制可以从中发挥作用。业界更了解脱碳的真正成本，可以通过拍卖来揭示他们的真正偏好。然而，除了执行价格外，还有一些注意事项。

商业化合同的目的是刺激低碳创新，以实现 2050 年净零排放目标。因此，只应支持与此相适应的项目。例如，发电厂基于更高效燃烧煤炭的技术提交投标，就不应该被考虑。

应优先考虑为易于复制和降低未来成本的项目提供资金（即学习曲线显著陡峭的项目）。对于关注全球行动的欧盟气候政策制定者，应将这一条款扩展到全球层面。也就是说，如果项目是基于更容易在世界各地复制的技术，那么就应该被优先选择。例如，小型模块化产品的成本往往比大型非模块化产品的成本下降得更快（Neij, 2008）。项目还必须明确做好商业化的准备，这意味着它们至少应该在规划方面表现出一定的成熟度。

在第一个申请阶段，可以根据这些潜在的更定性的资格点来评估项目，而尚未考虑执行价格。对于通过第一次评估的项目，在第二个申请阶段，项目将按照承诺的执行价格进行竞争。虽然项目将提交所要求的执行价格，但合同将根据结

算价格或与获得补贴的边际生产者商定的执行价格来签订。而事前的最高执行价格可以限制承诺的公共支持量。

合同持续多久？

合同需要覆盖足够长的期限，以补偿前期资本投资的风险。这取决于技术，较大可能是在 10-20 年的范围内。例如，德国环境部计划与工业签订为期 10 年的碳差价合同 ('Klimaschutzverträge')，而许多可再生能源支持系统的运行期限为 20 年。考虑到碳价格可能会上涨，不一定每年都需要分发补贴。

新的商业化合同应多久拍卖一次？

频繁的拍卖（如每年）将有助于缓解信息不对称问题，因为行业偏好将被频繁披露和更新。然而，在需要大型资本项目的行业，每年进行拍卖可能过于频繁，同时市场的萎缩可能会导致年度投标大幅波动。此外，也可能需要某种形式的招标，方便政府与提供大量资本的个人投资者就商业化合同进行双边谈判。如果鼓励全欧洲范围内的竞争，这种情况就不太可能发生。

(3) 技术范围和差异化

如何设计拍卖计划，为实现净零排放所需的所有行业和技术提供有效支持？

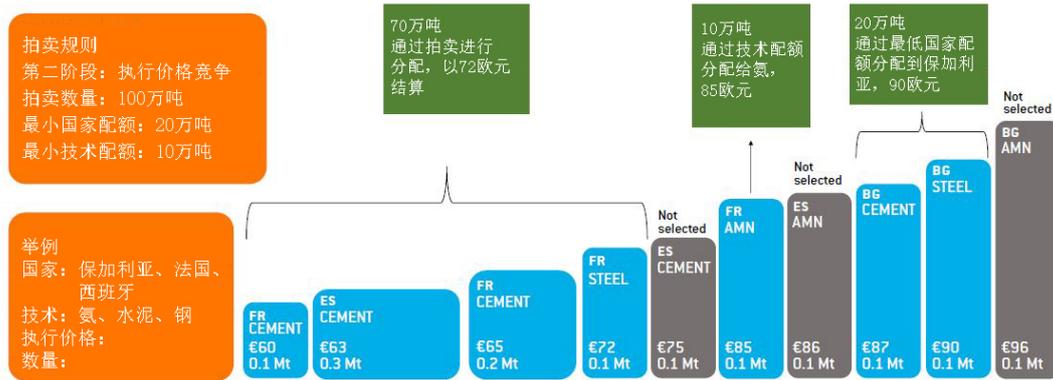
允许 ETS 覆盖的每种技术的项目在单一拍卖中竞争，不太可能有效。无论在行业内部还是行业之间，处于不同成熟阶段的技术需要不同的执行价格。因此，单一的拍卖制度将导致过度支持某一特定年份最廉价的碳减排技术。虽然从静态的角度来看，这可能看起来很有吸引力，但它忽略了支持未来所需的一系列技术的好处。

可再生能源电力市场通过对不同技术方案举行拍卖来解决这一问题。一场拍卖针对的是预期执行价格较低的技术，另一场拍卖针对的则是预期价格较高的技术。商业化合同也可以采用类似的方法。但这其中存在效率和弹性之间的权衡。更少的技术分类能给当今更高效的技术带来大量支持。更多的技术分类（即更多的 pots）将引发更广泛的技术支持，可能会创造更大的弹性，但由于决策者拥有不完善的信息，效率会偏低。

结果是许多拍卖技术都获得了一定数量的公共支持，并以减少的碳吨数来计价。然后，一个项目的出价将与同一类别中的其他项目进行比较。这些分类可能直接对应某个部门，例如水泥或氨，或者是多行业技术的组合。例如，类似的行业可能会被分为一类，然后按成熟的技术（较低的执行价格）和不太成熟的技术进一步分组。

Fabra 和 Montero (2020) 提出, 这些分组的拍卖技术不需要采取事先分别拍卖的形式。相反, 可以设计一个包含所需技术的最低限额的通用拍卖。这样, 如果技术中立的竞争能够有效地提供一系列的支持, 那么系统就会发挥作用。否则, 最低限额将迫使在许多技术上都提供一些支持。在欧洲层面, 还可以为个别国家建立最低限额, 以便每个国家都至少从该计划获得最低数量的支持 (图 3)。

图 3 欧盟商业化合同拍卖的例子



数据来源: Brugel。

5. 欧洲解决方案

实施商业化合同的最佳办法是建立一个协调欧盟进行项目选择和资助的制度。投标应该由欧盟各国的低碳项目提交。评估将由欧洲气候、基础设施和环境执行机构等欧盟机构采用上一节详述的两步方法进行。

在欧洲层面上分配合同将带来更大的竞争和更有效的结果。有更多公司能够参与投标, 因此可以在保持竞争的同时对资金支持进行大量技术分类。这也额能防止欧盟单一市场分裂。

(1) 项目选择的协调框架

项目选择框架将包括:

- 确定哪些技术符合商业化合同的条件。这些项目应该是符合净零目标的低碳项目, 并且可以在整个欧盟 (最好是全世界) 进行复制。
- 基于 EST 的数据, 将各种技术进行分组。设计必须是动态的, 以便随着边际减排成本信息的逐步披露而作出反应。
- 事先决策提供给每个技术组的合同类型, 包括最高执行价格、分配给每个组的最大支持量。而合同期限等要素可能对于所有技术组都是统一的。

如果政治因素阻碍了整个欧洲范围内合同的发行，对于我们所讨论的备选方案（国家俱乐部、双边联系）来说，一个协调框架仍然是至关重要的。在这种情况下，有必要建立一个协调框架，以便促进各国的计划随时间趋于一致。在一个整体框架内，各国可以自由发行自己的合同，不受国家援助限制。其中各国协调设计技术分组以确保公平竞争尤为重要。

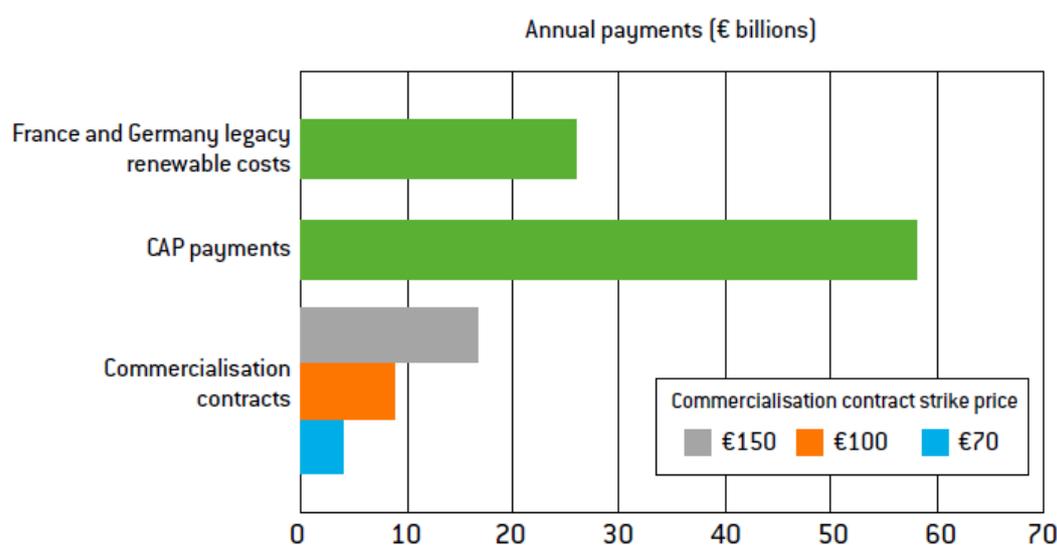
（2） 欧洲基金

除了协调之外，还需要欧洲层面提供资金。事实上，一个欧盟范围内的商业化合同基金每年应分配 30 亿至 60 亿欧元（或占欧盟 27 国 GDP 的 0.0003%）用于工业排放。这可以看作创新基金的延伸或改革。

商业化合同应该是一种暂时的产业支持形式。一旦部署达到某个阈值，就能触发足够的学习曲线，再加上不断上涨的碳价格，新的部署就不需要补贴了。在下面的计算中，我们取 20% 作为所支持的新技术的必要市场渗透率的粗略估计。这与先前文献中的估计一致，如 Sartor 和 Bataille（2019）。为了计算年度支持水平，我们假设碳价格固定为 45 欧元/吨。图 4 比较了分别以 70 欧元、100 欧元和 150 欧元/吨的价格为低碳生产过程提供商业化合同以取代所有工业排放中 20% 的现有装置所需的欧盟年度支持量。

这些数字在很大程度上是一个上限，因为并非所有的工业排放都是可以支持的。与法国和德国支持可再生能源电力的持续遗留成本以及欧盟层面的年度共同农业政策（CAP）支付相比，这一政策的成本低很多。

图 4 年度支持比较



数据来源：Brugel。

一种可能性是在国家层面共同集资。可以设计一个方案，在欧洲层面进行竞争，但当国内项目获胜时，相关欧盟国家同意提供一部分融资（如 40%）。

(3) 实施时间表

根据之前的计算，我们概述了欧盟在未来十年实施商业化合同的一个时间表：

- 制定一项新政策需要一个学习过程。商业化合同的一个核心困难是缺乏关于不同行业减排的成本信息。首次拍卖可分为两个独立的技术组：成熟技术和欠成熟技术，最高执行价分别为 70 欧元/吨和 100 欧元/吨。欧盟委员会将决定哪些技术可以在哪个组内竞争。
- 在 2022 年，第一次拍卖会可能为每组签发 500 万吨碳减排合同，即每年分别为成熟和不成熟技术组分别提供 125 万吨和 275 万吨的支持。
- 在随后的几年里，拍卖将分配更多公共支持。由于拍卖设计揭示了行业偏好（边际减排成本），欧盟委员会可以将技术进一步分组。

最初的目标可以从 2024 年开始，每年额外分配 10 亿欧元的资金。或者，可以采取拍卖的形式，每隔一年提供 20 亿欧元的补贴。到 2030 年，年度最高运营补贴将达到每年 60 亿欧元左右（加上 2022-2024 年发放的所有补贴）。根据目前约 45 欧元的碳价格，这将是一个上限。事实上，到最终发布此类合同时，ETS 价格可能已经上涨。因此，年度运营补贴可能会大幅降低。

本文原题为 “Commercialisation Contracts: European Support for Low-Carbon Technology Deployment”。本文作者 Ben McWilliams 在 Bruegel 担任气候和能源政策领域的研究分析师。作者 Georg Zachmann 则于 2009 年 9 月加入 Bruegel，主要关注能源和气候变化领域，致力于研究欧洲排放交易体系、欧洲电力市场和欧洲可再生能源政策问题。本文于 2021 年 7 月 1 日刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中国能缓解美国新一轮经济制裁的影响吗

Mary E. Lovely, Jeffrey J. Schott /文 桂平舒/编译

导读:中国借鉴欧洲反美国单边制裁的做法颁布了《阻断外国法律与措施不当域外适用办法》等阻断规则。本文将中国新颁布的阻断规则与欧洲试图削弱美国在域外执行制裁的努力进行了比较,解释了“在中美双边关系紧张的背景下,为什么尽管中国和欧洲的措施有相似之处,但中国的规则可能会被完全不同地应用,并产生完全不同的后果”。当中国的新阻断规则全面生效时,在中国开展业务的外国公司可能会被直接卷入这种紧张关系中,无论跨国公司做出何种选择,中西方之间经济联系进一步瓦解的压力都在增加。编译如下:

一. 引言

历届美国政府都采取了经济制裁,尤其是金融制裁,以惩罚伊朗、朝鲜、俄罗斯和其他美国敌对国家的不良行为。通常,美国官员会对目标施加经济压力,迫使美国境外的个人和公司停止与美国制裁名单上的国家进行交易,否则他们将面临严厉的惩罚。欧洲各国政府已制定了阻断法规,禁止遵守美国对其国民实施的这种治外法权制裁,但成效有限。大多数公司宁愿放弃在受美国制裁的目标国家的业务,也不愿冒着失去进入美国市场的风险。

中国正在借鉴欧洲反制裁的做法,中国商务部于2021年1月9日发布《阻断外国法律与措施不当域外适用办法》;随后,全国人民代表大会于6月10日颁布了新的《反外国制裁法》,进一步加强这些行政措施¹,其目的在于消除外国对中国公民“无理”实施的制裁或其他措施的影响。这些规定允许政府官员发布命令,禁止公司遵守这些无理制裁的规定。

新规实质上迫使企业在进入中国市场和进入美国市场之间做出选择,在两个方向上的任一选择都可能受到另一方的惩罚。即使中国从未援引其新阻断规则,它们的存在也给在中国做生意的跨国公司带来了新的风险。

中国外交部长王毅明确表示,中国打算“坚决反对非法的单边制裁”²。由于另一方遵守单边制裁的法律而使其蒙受损失的中国公司可以向中国法院提起赔偿诉讼。由于阻断规则适用于外国公司的中国子公司,在华经营的外国公司可能因遵守美国制裁而被起诉,或面临其他反制措施。

新规对“不当”的定义相当宽泛,这赋予了中国商务部很大的自由,其可以命令中国企业不遵守那些限制中国实体正常业务运营的外国法律。阻断规则尚未

¹ 这些规定补充了中国政府采取的一系列行动,以阻止个人或企业遵从外国政府损害中国利益的治外法权措施。相关法案包括中国于2020年10月发布的《不可靠实体清单规定》和2020年3月实施的禁止中国境内当事人单方面参与外国民事、刑事调查的法律。

² 据《南华早报》报道,王毅于2021年4月4日对中国官方媒体发表了上述讲话。

被调用，实施规则也尚未发布，但这种广泛的自由度表明，如果情况需要，它们的适用范围可能相当广泛。阻断规则不仅可以用来阻止美国对第三国的制裁适用于中国公民，也可以用来阻止美国对中国个人和实体的主要制裁。随着《反外国制裁法》的通过，这种威胁变得更加明显；中国的反制措施现在可以用来阻止包括出口管制在内的所有遵循美国制裁的措施，这大大复杂化了美国试图扩大其司法管辖范围的努力。

本文将中国的新规与欧洲试图削弱美国在域外执行制裁的努力进行了比较。在中美双边关系紧张的背景下，我们解释了为什么中国和欧洲的措施有相似之处，但中国的规则可能会被完全不同地应用，并产生完全不同的后果。数十年来，软弱的外国回击能力使得单边制裁仍是美国经济治国方略中相对有力的工具，但中国的阻断规则标志着现状发生了重大变化。我们认为，在海外经营的跨国公司越来越容易被美国的制裁（包括出口管制）和中国的反制措施牢牢夹在中间。这些压力进一步加剧了日益严重的中美贸易摩擦，而这些摩擦已经在推动全球供应链的重组。

二. 美国制裁的域外适用

制裁对美国政策制定者的吸引力在于，他们能够惩罚目标个人和实体，而对美国利益似乎没有什么负面溢出效应³。制裁是美国作为世界警察所挥舞的“大棒”，领导着国际社会打击古巴、伊朗、利比亚、叙利亚和俄罗斯等“流氓政权”。当盟友不支持此类行动时，美国官员往往单独行动，对目标国家的个人和实体实施单边制裁。所谓的主要制裁措施有效地禁止美国公民与指定公司和个人开展业务，并冻结他们在美国的资产。

即使是单方面实施的美国制裁也适用于制裁对象，还适用于制裁对象的海外客户、金融公司、保险公司和供应商，从而增强了制裁的有效性。美国在域外实施制裁加剧了被制裁对象的痛苦，将他们与国际商业伙伴和供应商隔离开来。美国法律要求对非美国公民实施所谓的二级制裁，非美国公民必须停止与列入美国特别指定国民和被禁止人员名单（SDN）的人做生意，否则将面临美国的惩罚和制裁。鉴于 SDN 名单现在有 1500 多页，其中包括 6000 多个名字，外国公司必须花费大量资源用于自我执行美国的制裁。

美国二级制裁的乌云笼罩着非美国公民与一级制裁目标之间的商业关系，这已促使一些国家实施阻断法规，禁止其管辖范围内的公司遵守美国的制裁措施。

³ Schott（2021）提出了制裁对政策制定者的吸引力以及实施制裁的机制。

但是到目前为止，这种对域外制裁的反应并不是美国进行决策的主要影响因素，因为这些阻断措施很少被使用。

三. 长期存在但毫无效果的欧洲阻断规则

几十年来，欧洲各国政府颁布法律法规以阻止美国二级经济制裁的域外适用，该制裁主要针对欧洲公民在美国司法管辖范围之外从事业务。这些所谓的阻断性法律中最突出的是英国在 20 世纪 80 年代发布的《贸易利益保护法》和欧盟委员会在 20 世纪 90 年代发布的相关法律（2018 年 6 月更新）。新的欧盟法规包含在成员国法律中，只适用于欧盟法规附件中列出的少数美国法律法规。

英国和欧盟的阻断法律旨在阻止美国对苏联以及后来对古巴、伊朗、利比亚、俄罗斯和叙利亚采取的单边措施适用于继续与美国制裁对象做生意的欧洲公司⁴。根据美国法律，如果欧洲公司不遵守美国限制其与 SDN 名单上的公司进行商业交易的制裁，它们可能会受到罚款和包括被列入美国 SDN 名单的其他惩罚。欧盟的阻断规则规定禁止欧盟公民遵守美国的具体制裁措施，要求受美国制裁影响的人在 30 天内通知欧盟委员会，并允许欧盟人员在欧盟法庭上赔偿因美国制裁而造成的损失。此外，欧盟法律禁止在欧盟法院执行美国法院对欧盟公民发出的判决。

欧盟的政策最初是对美国 1996 年颁布的《古巴自由与民主团结法案》（更为人知的是《赫尔姆斯-伯顿法案》）的回应⁵。根据法律规定，美国官员放弃了对欧盟公民的制裁——包括美国原告可以对那些走私已被没收的古巴财产的外国人进行起诉的私人诉讼权（第三章）——直到特朗普政府宣称这一豁免于 2019 年 5 月 2 日失效。然而，从那以后，美国官员仍没有对持有古巴财产的欧盟人员采取行动。

欧洲法律并没有在实质上改变导致欧洲公司自愿遵守美国二级制裁的权衡行为。欧盟的个人和企业可能会提起诉讼，以收回因违反制裁而招致的成本。它们也可以就未追回的损失向有关成员国要求赔偿。然而，欧盟当局很少要求受影响的企业发出通知，而且似乎不愿为不遵守制裁规定的企业提供补贴。此外，执行是每个成员国的责任；而大多数国家都没有通过法律，允许对违反欧盟阻断规定的行为进行执法。因此，欧盟的阻断法对改变欧洲公司的行为没有多大作用。

⁴ 有趣的是，美国最近根据《马格尼茨基全球人权问责法》对俄罗斯实施的制裁并不包括在欧盟的封锁规定之内。

⁵ 欧盟官员最初根据世界贸易组织（WTO）的争端解决程序对《赫尔姆斯-伯顿法》提出仲裁，但后来在美国取消制裁后暂停了此案。

欧盟公司自愿放弃与美国制裁目标的业务，而不是冒着被驱逐出美国市场并可能因不遵守美国制裁而面临处罚的风险。

目前，一宗涉及欧盟阻断规定的案件正在审理中。受到美国制裁的伊朗银行德国分行提起诉讼，指控德国电信违反了阻断规则，为遵守美国的制裁而终止了与这家伊朗银行的合同。德国法院于 2020 年 3 月将此案提交给欧洲法院。在 2021 年 5 月，欧洲法院法务官 Gerard Hogan 就该案件发表了意见，认为终止合同违反了欧盟阻断规则的第 5 条（该意见对欧洲法院没有约束力）。

欧洲法院预计将在 2021 年底就此案做出裁决，但不太可能解决或澄清在遵守欧盟或美国政策之间左右为难的欧盟公民的处境。Hogan 总结称，“欧盟的阻断法规是一种非常生硬的工具，旨在消除美国制裁在欧盟内部产生的侵入性域外效应。这种‘绝育方法’将不可避免地带来损失……这是欧盟立法机构未来可能希望考虑和思考的问题。”从本质上讲，Hogan 似乎是在说欧盟的监管是行不通的。如果欧洲法院同意他的观点，欧盟将不得不修改监管规定，或使其与美国的政策保持一致，以防止出现针对遵守美国制裁的欧盟公民的大量诉讼。

四. 中国的新阻断规则：具有中国特色的“欧洲措施”

中国的新阻断规则已经在许多方面效仿欧盟法规，对遵守美国制裁要求的企业构成威胁（见表 1 的比较）。与欧盟法规类似，受影响的中国公民（个人和公司）被要求在 30 天内将外国禁止或限制其与其他国家正常商业关系的措施通知指定的政府机构（中国的阻断规则第五条，见图 1）。欧盟和中国的阻断措施都为受制裁影响的各方提供了向因遵守外国制裁措施而损害其利益的另一方公司索赔的途径。两者都规定了对遵守制裁措施一方的民事处罚，并建立了一种逐案审议遵守情况的机制。

尽管在许多方面与欧洲的阻断规则类似，但中国的规则在一些重要方面与欧盟模式不同。首先，虽然与欧盟的规则类似，但中国的规则并不局限于对抗美国的具体行动。它原则上覆盖了任何在域外针对中国公民的外国法规，这些法规无理地禁止或限制了中国公民与第三国公民的正常业务（第二条）。例如，当美国公司终止与在美国 SDN 名单上的企业有业务往来的中国公民的商业关系时，阻断规则可以适用；当美国或其他外国公司停止向中国出口属于其自身出口管制或美国要求的再出口管制产品时，阻断规则同样可以适用。在中国投资、受中国法院管辖的外国公司最有可能受到索赔或其他处罚。

然而，阻断规则的一个重要特点是，它们不适用于联合国安理会（UNSC）授权的制裁或中国参与的国际协议。因此，如果中国公司的行为违反了联合国安

理会决议，那么他们在与朝鲜做生意时得不到保护。美国 SDN 名单上约 30% 的中国名字都是因涉及对朝鲜的制裁（见表 2）。

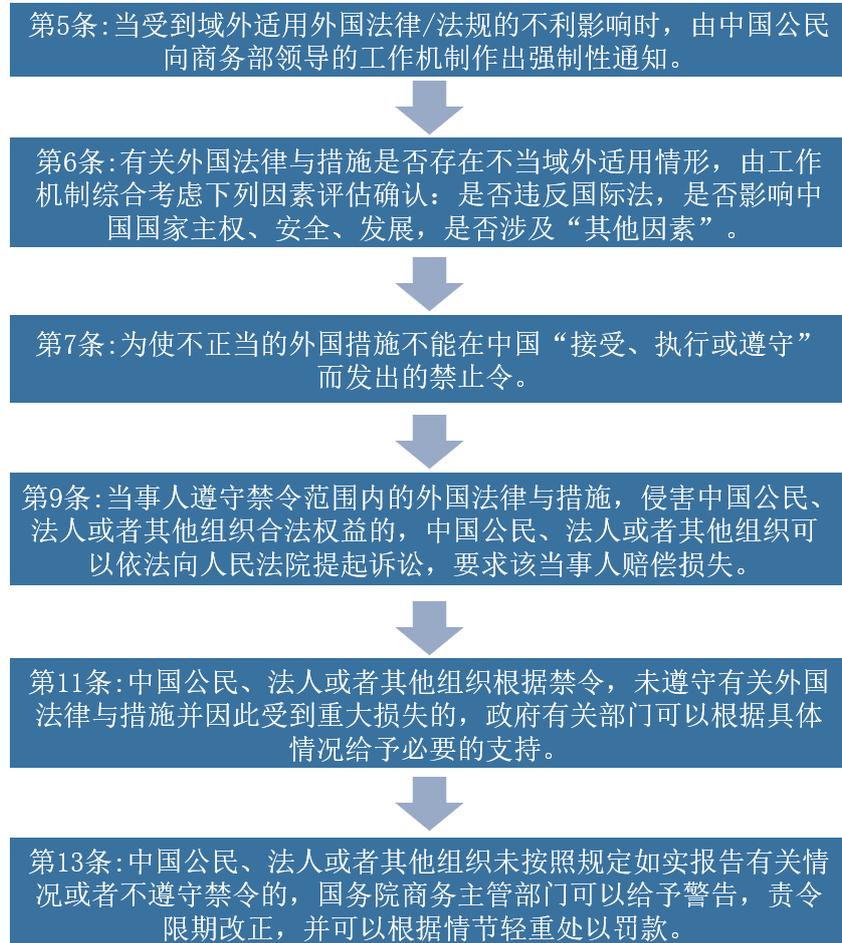
表 1 欧盟与中国阻断制裁措施的比较

	欧盟	中国
监管法规	（欧盟）第 2271/96 号理事会条例，保护第三国通过的立法以及基于该立法或因此而采取的行动不受域外适用的影响。欧洲议会，1996 年 11 月 22 日。附件于 2018 年 6 月 6 日更新。这就是所谓的“封闭性监管”。	《阻断外国法律与措施不当域外适用办法》，中国商务部，2021 年 1 月 9 日。这被称为“阻断规则”。 2021 年 6 月 10 日，全国人大通过了《反外国制裁法》。
立法动机	阻止美国对涉及古巴、伊朗等国家的欧盟实体实施二级制裁。	无效化以治外法权为基础“无理实施”的美国或其他制裁。
立法目的	阻止部分美国法律法规的域外适用，这些美国法律法规禁止或限制欧盟公民、欧盟居民和在成员国注册的公司与美国制裁目标的第三国或地区进行交易。	阻止外国实施禁止中国经营者（公民、法人和其他组织）与第三国或地区进行交易的法律和措施的域外适用。
覆盖范围	仅适用于附件中所列的美国法律法规。	适用于“无理禁止或限制”中国公民与第三国进行正常业务的域外适用的外国法律或措施。
适用范围	禁止直接或间接遵守附件中所列的美国法律。只包括从事“欧盟和第三国之间的国际贸易和（或）资本流动和相关商业活动”的人员。	对“不当”的宽泛定义，使中国商务部有充分的自由，可以发布“禁止令”阻止中国企业遵守外国“无理实施”的法律法规。
豁免情形	如果公司能够证明遵守规定将严重损害自身或欧盟的利益，则可向欧盟委员会申请豁免。	如果外国措施与“中国参与的国际协议”一致，则阻断规则就不适用。中国公民也可以向商务部申请具体的豁免。
通知义务	利益直接或间接受到所列制裁影响的人士必须在 30 天内通知欧盟委员会。	因域外适用外国法律或措施而影响其利益的，应在 30 日内通知中国商务部。
法律救济	美国法院发布的与所列制裁有关的判决在欧洲法院不可执行。使欧盟人员能够获得因实施所列制裁而造成的损害赔偿。可以采取没收和出售资产的形式收回成本。	受影响的各方可在国内法院对因遵守外国法律进行制裁而受益的一方提起诉讼。法院可以要求并强制要求赔偿损失。
政府补偿	受害方可就未追回的损失向有关成员国政府要求赔偿。	有关政府部门可以提供必要的支持，以减轻不遵从制裁造成的损失的影响。

注：欧洲法规作为每个成员国国内法的一部分具有广泛的适用性。

数据来源：欧洲议会研究服务中心（2018）； WilmerHale（2021）。

图 1 中国阻断制裁规则流程图



资料来源：《中华人民共和国商务部令（2021年1月9日）第1号《阻断外国法律与措施不当域外适用办法》。

其次，中国法规的适用是在中国法律和经济体制的背景下进行的。尽管阻断规则的第13条只是简单地指出那些不通知或不遵守政府阻断规则的人可能面临罚款，但由于很少有中国公司愿意与政府监管机构作对，该指令变得更有说服力。与欧洲同行不同，受到影响的中国企业可能会强制要求通知。

最后，与欧盟企业相比，中国企业自愿遵守美国制裁的商业理由要弱得多。虽然一些中国企业从对美销售中获得了相当大的市场份额，但与欧洲不同，中国国内市场总体上看太重要了，以至于中国企业不会有意违背国内阻断规则。通过遵守阻断规则，他们将得到中国法院保护，免受竞争对手伤害，并可能根据阻断规则第九条得到补偿。

五. 外国在华分支机构是否会因遵守美国制裁而受到惩罚

新的阻断规则加剧了跨国公司在华子公司所面临的经营环境不确定性。外商投资企业注册为中国法人，显然受到新规保护，在面对美国法律的域外适用时，它们处于进退两难的境地。如果它们遵守中国法规并拒绝执行美国的制裁，它们将面临失去美国市场的风险，同时面临美国的处罚和罚款。如果它们遵守美国的制裁，拒绝与美国所针对的中国公司打交道，它们就有可能失去进入中国市场的机会。

对于在中国运营的一些公司来说，违反新的阻断规则的代价可能是相当重大的。美国子公司平均 83% 的销售额直接销往中国市场⁶。这些销售可能会因违规而受到损害，因为它们面临着中国罚款和处罚的风险，还可能被中国法院起诉以获得损害赔偿。事实上，由于损害赔偿可以通过没收资产来获得，如果不遵守中国的阻断规则，外国公司在中国的资产可能会被没收。

重要的是，中国的新规可能被用来惩罚在华经营的外国公司，因为它们是美国针对中国主要目标的制裁。**阻断规则是否适用于出口管制**

中国将如何实施其阻断规则尚不得而知，但肯定会受到中美关系整体热度的影响。这些规则为官僚主义和司法自由裁量权的适用留有很大空间。事实上，由于适用于“任何在域外适用于中国公民、无理禁止或限制与第三国公民进行正常业务的外国法规”，这些规则可能会使美国扩大出口管制管辖权的行动复杂化。

自 2017 年以来，数十家中国企业被添加到美国商务部的实体名单中，该名单由美国商务部工业和安全局（BIS）编制和维护。一些公司被列入该机构的名单，因为它们与中国军队和安全保障部队有已知或可疑的联系，并为了促进美国国家安全和人权目标的实现。这份名单包括中国政府发展计划的核心企业，涵盖华为及其附属公司、中芯国际半导体制造有限公司（SMIC）和其他技术相关公司。

根据美国法律，美国商务部的实体名单是一个针对外国公司的官方目录⁷，美国人在没有政府指定的许可证的情况下为名单中的实体提供商品或服务是非法的。美国还试图强迫非美国公司限制与名单上的公司进行交易。通过《外国直接产品规则》（FDPR），美国可以限制那些不自愿遵守美国限制的外国公司获得某些美国商品和服务。美国在 2020 年援引《外国直接产品规则》规定，如果

⁶ 有关在华经营的美国外国子公司在华商品和服务销售情况的信息，来自美国经济分析局。参见 Lovely（2019）。

⁷ 有关实体清单和美国扩大出口管制的详细信息，请参见 Bown（2020）。

外国芯片制造商继续向中国华为销售美国制造的半导体制造设备和基于美国软件的设计工具，就限制它们进入美国⁸。

《外国直接产品规则》推动美国出口管制的域外适用。它迫使使用美国技术的用户进行选择，要么继续获得美国商品和服务，要么继续向某些主要的中国客户销售。天平是否将向美国倾斜，取决于中国选择多积极地实施其新的阻断规则。不难想象，一家在华经营的外国科技公司会被美国的二级制裁和中国反制裁的命令所左右⁹。为了避免与任何一个国家发生冲突，国际供应商可能会将美国技术从其生产过程和供应链中剔除。尽管中国在这方面尚未采取任何行动——例如，中国台湾积体电路制造股份有限公司（简称台积电）尽管遵守了美国的出口限制，但其并未被提及——但这种情况的可能性推动了技术脱钩。

六. 国际贸易和投资的利害关系不断升级

尽管所有在中国注册的公司（包括外国子公司）都受到这些阻断规则的限制，但对于可能向中国市场销售产品的外国公司，目前尚不清楚该法案将如何施行，这给服务中国客户的公司带来了不确定性，也表明中国希望使用这种工具，但尚未决定如何积极地使用它。

鉴于新法规所包含的不确定性，对于国际企业来说，拒绝遵守中国阻断规则的代价基本上是未知的。不遵守该规则会不会导致其完全被排除在中国国内市场之外，或者实际代价会更低？将被征收何种程度的罚款和罚金，地方法院又将如何积极追讨？

因此，随着美国走上一条对中国官员、公民和企业（工业企业和金融企业）实施更多制裁的道路，这一道路会造成更严重的附带伤害。美国新出台的限制措施引发了中国消费者对部分外国公司的广泛抵制，因为这些外国企业批判欧美制裁所针对的中国政策。

美国似乎也即将出台新的出口管制措施。2021年4月，拜登政府最终决定将7家中国企业加入美国商务部的实体名单，因为它们采购了美国原产地的商品用于建造超级计算机，以支持中国的军事现代化。这是新一届美国政府首次将中国企业加入“实体名单”。针对“实体清单”的增加，中国外交部发言人表示，中国将采取“必要的反制措施”维护中国企业的合法权益，但没有具体说明可能

⁸ 有关美国对半导体行业出口管制的更多细节，请参见 Bown（2021）。

⁹ 中国法规并未明确限定可能面临民事损害赔偿要求的当事人是仅限于中国当事人，还是包括位于中国的外国机构。正如美富律师事务所（Morrison Foerster）在一份客户警告中指出的那样，中国法院可能会执行针对海外被告在中国的子公司或资产的判决。参见 Morrison Foerster 于 2021 年 1 月 20 日发表的《中国商务部的新封锁规则给中外企业带来了新的风险》。

采取的行动。跨国公司在应对美国新行动可能带来的后果时，无法从过去的经验中找到可以借鉴的方法。

当中国的新阻断规则全面生效时，在中国开展业务的外国公司可能会被直接卷入到这种紧张关系中。它们会把中国子公司与其他业务隔离开来，还是选择其中一个市场？无论跨国公司做出何种选择，中西方之间经济联系进一步瓦解的压力都在增加。

本文原题为“Can China Blunt the Impact of New US Economic Sanctions? ”，2021年6月刊于《POLICY BRIEF》。本文作者 Mary E. Lovely 是彼得森国际经济研究所高级研究员，雪城大学麦克斯韦公民与公共事务学院经济学教授和梅尔文 A. 艾格斯学院学者。作者 Jeffrey J. Schott 是彼得森国际经济研究所的高级研究员。[单击此处可以访问原文链接。](#)

IIF 每周洞察：更好的对话，更好的投资者关系

Emre Tiftik , Paul Della Guardia, Sonja Gibbs/文 倪佳文/编译

导读：良好和有效的投资者关系可以帮助投资者更好地了解债务动态，从而减轻债务压力与蔓延。而债务透明度是有效的投资者关系的基石，提高债务透明度有助于投资者评估主权债务国的经济政策，也帮助主权债务国改善其债务管理框架。缺乏债务透明度是新兴市场和低收入国家面临的一个重大问题，会阻碍国际资本的流入。需要加强债务人与债权人之间的对话，通过积极的双向沟通从而减少信息不对称。编译如下：

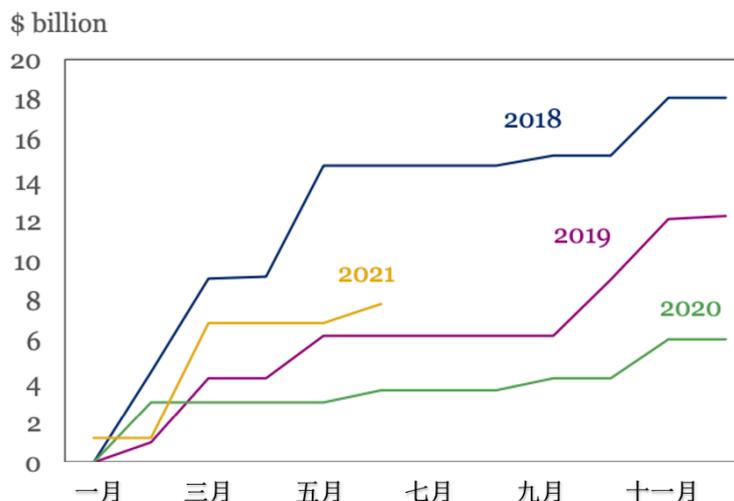
摘要

第一、良好的投资者关系需要更高的债务透明度，支持定期的、有意义的债务人-债权人对话。第二、获得及时、准确和清晰数据的机会有限，可能会阻碍资本流向发展中国家，而债务透明度的提高与借款成本的降低和主权信用等级的提高有关。第三、在违约情况下，公平的债务重组要求债务人和债权人之间积极分享信息。

对话的价值

COVID-19 危机凸显了有效的投资者关系对确保稳定的资本流动和公平的债务重组的重要性。尽管全球金融条件宽松，但自从新冠暴发以来，符合 DSSI 资格的国家进入国际债务市场的机会有限。2020 年欧洲债券发行总额仅为 60 亿美元，与 2018/19 年的平均 150 亿美元相比大幅下降（图表 1）。2020 年发行量的缩减与主要新兴市场经济体在较低成本和有利期限的支持下，近期欧洲债券发行量的回升形成鲜明对比。这些不同的结果很可能其中一部分原因是由于沟通存在缺口。例如，在去年 DSSI 实施的早期阶段，不清楚要求偿债减免的主权国家是否需要私营部门的参与。在此期间，许多有资格获得 DSSI 的国家考虑到投资者的偏好，决定取消或推迟发行欧洲债券，尽管它们实际上并未要求暂停偿债。与投资者更好的沟通或许会有所帮助。正如《国际投资基金会投资者关系最佳实践汇编》中所述，主权投资者关系办公室（IROs）在市场不确定性加剧的时期发挥着特别重要的作用。有效的主权投资者关系管理可以帮助投资者更好地了解政策目标和前景，及时、充分地回应投资者的询问，帮助投资者更好地了解债务动态，从而帮助减轻债务压力与蔓延。

图表 1: DSSI 国家进入欧洲债券市场的机会在过去一年有所改善, 但仍然受到抑制



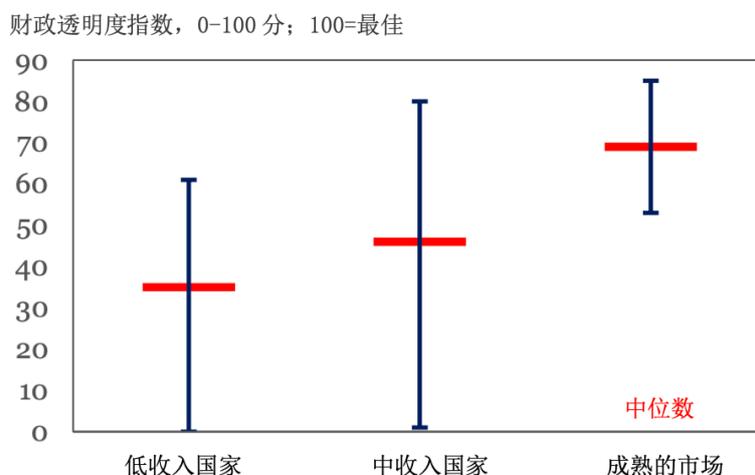
来源: IIF, 彭博社

透明度的阴影

债务透明度是高效和有效的投资者关系的基石, 是对各种定性信息的评估。从多个官方来源获得公共债务数据和可靠信息是对债务人债务达到适当程度的清晰度的关键先决条件。透明度还需要认定并接触相关决策者, 这有助于投资者评估主权借款人的经济政策。这种参与反过来又成为接收反馈的重要途径, 这也帮助主权债务国改善其债务管理框架。

尽管随着时间的推移, 许多新兴市场的透明度有所改善, 但重大数据缺口依然存在, 并继续给许多国家当前和未来的财政政策带来不确定性。根据国际预算伙伴关系的开放预算指数 (OBI), 在中低收入国家, 获取有关主权国家如何筹集和使用公共资源的可靠信息的渠道有限, 并且存在着显著的国家间差异 (图表 2)。随着投资者越来越多地将气候变化和其他 ESG 因素置于其投资组合配置决策的中心, 对确保 ESG 因素数据和政策透明度的要求也越来越高。

图表 2：缺乏债务透明度是许多新兴市场和低收入国家面临的一个重大问题



来源：IIF, OBI

透明度促进资本流动

债务管理缺乏透明度会阻碍国际投资的流入，并加剧近年来停滞的新兴市场和低收入国家资本流动的波动性（图表 3）。鉴于过去十年中对债务流动性的依赖日益增加（图表 4），债务透明度对于新兴经济体和发展中经济体实现资本流动稳定性比以往任何时候都更为重要。通过积极的双向沟通，加强债务人与债权人之间的对话可以减少信息不对称，信息不对称会助长投资者的负面看法并阻碍资本流动。有证据表明，增加债务透明度可以显著降低借贷成本，并提高新兴市场/低收入国家债务证券对外国投资者的吸引力。公共财政管理透明度的提高也与更高的主权信用评级有关：OBI 透明度的一个标准差的提高与主权评级的半个等级的提高有关。

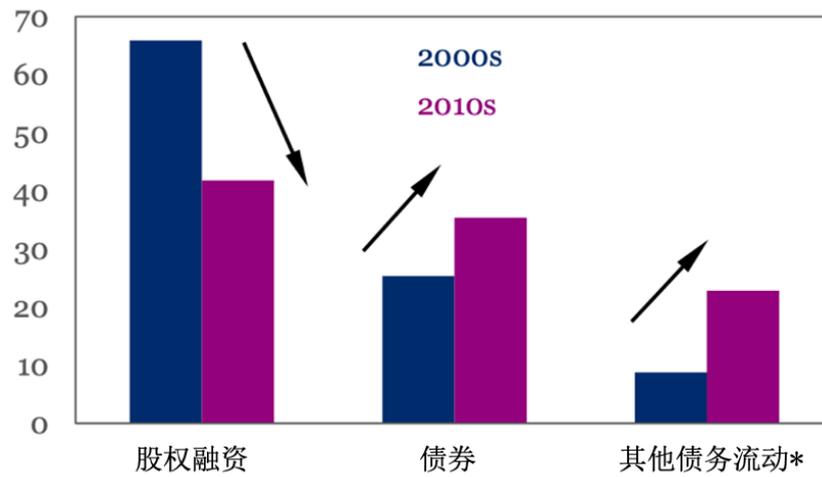
图表 3：新兴市场资本流动停滞不前



来源：IIF

图表 4：但对债务流动的依赖已出现激增

流入新兴市场/低收入国家资本总额的百分比（中国除外）

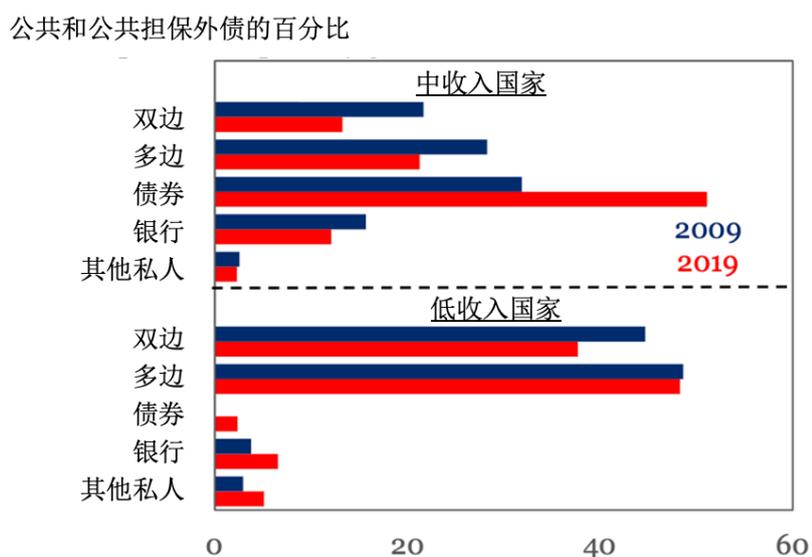


来源：IIF；*跨境银行贷款、贸易信贷等。

债权人在压力期间的参与

有效的投资者关系还需要积极的债权人与债务人对话，特别是在违约情况下，以帮助谈判顺利、快速地进行（表格 1）。鉴于许多发展中国家迅速变化的债权人（图表 5），债权人委员会应充分代表和反映这些不同贷款人的利益，以促进谈判进程。

图表 5：中低收入国家债权人的变化——对私人债权人的更多依赖



来源：IIF, 世界银行

表格 1: 主权债券违约	Default Date	Currency	Status
	Jan-99	FC	resolved
Pakistan	Jan-99	FC	resolved
Indonesia	Mar-99	FC	resolved
Dominican Republic	Apr-99	LC	resolved
Suriname	Jan-00	LC	resolved
Indonesia	Apr-00	FC	resolved
Argentina	Nov-01	FC, LC	resolved
Indonesia	Apr-02	FC	resolved
Paraguay	Feb-03	FC	resolved
Uruguay	May-03	FC	resolved
Cameroon	Sep-04	LC	resolved
Grenada	Dec-04	FC	resolved
Venezuela	Jan-05	FC	resolved
Grenada	Jan-05	LC	resolved
Dominican Republic	Feb-05	FC	resolved
Belize	Dec-06	FC	resolved
Grenada	Dec-06	LC	resolved
Seychelles	Aug-08	FC	resolved
Ecuador	Dec-08	FC, LC	resolved
Jamaica	Jan-10	FC, LC	resolved
Greece	Feb-12	FC, LC	resolved
Belize	Aug-12	FC	resolved
Grenada	Oct-12	FC	resolved
Greece	Dec-12	FC, LC	resolved
Jamaica	Feb-13	FC, LC	resolved
Grenada	Mar-13	FC, LC	resolved
Cyprus	Jun-13	FC, LC	resolved
Argentina	Jul-14	FC	resolved
Ukraine	Sep-15	FC	resolved
Mozambique	Apr-16	FC	resolved
Republic of Congo	Aug-16	FC	resolved
Mozambique	Jan-17	FC	resolved
El Salvador	Apr-17	FC, LC	resolved
Belize	May-17	FC	resolved
Republic of Congo	Aug-17	FC	resolved
El Salvador	Oct-17	FC, LC	resolved
Venezuela	Nov-17	FC	ongoing
Barbados	Jun-18	FC	resolved
Barbados	Aug-18	LC	resolved
Argentina	Aug-19	FC, LC	resolved
Argentina	Dec-19	FC	resolved
Argentina	Jan-20	LC	resolved
Lebanon	Mar-20	FC	ongoing
Argentina	Apr-20	FC	resolved
Ecuador	Apr-20	FC, LC	resolved
Suriname	Jul-20	FC	ongoing
Belize	Aug-20	FC	resolved
Zambia	Oct-20	FC	ongoing
Suriname	Nov-20	FC	ongoing
Zambia	Mar-21	FC	ongoing

Source: S&P, Moody's, IMF, IIF; *Belize extended consent solicitation deadline in early June to June 11 for coupon deferral

本文原文名为“IIF Weekly Insight: Better Dialogue, Better Investor Relations”。本文作者 Emre Tiftik 担任 IIF 可持续发展研究总监。作者 Paul Della Guardia 则于 2018 年 6 月加入 IIF，作为金融经济学家，主要关注宏观经济、金融市场、可持续发展等领域。本文于 2021 年 6 月 17 号刊登在 Institute of International Finance (IIF)。单击此处可以访问原文链接。

中美贸易冲突期间，美国对中国的逆差发生了什么变化？

Hunter L. Clark 和 Anna Wong /文 母雅瑞/编译

导读：自 2018 年开始，美国对从中国进口的商品多次加征关税，随后美国对华贸易逆差显著缩小，根据美国的贸易数据也支持了这一结果。而中国的数据却讲述了一个截然不同的故事：到 2020 年底，双边贸易逆差几乎升到了历史高点。这是为什么呢？我们发现，美国数据中记录的赤字下降很大程度上是由成功规避美国关税的努力而推动的，我们预计 2020 年关税收入将损失 100 亿美元。编译如下：

2018 年以后，贸易收支差额出现了前所未有的变化

在 2018 年之前的 10 年里，美国报告的对华双边贸易逆差平均比中国报告的对美贸易顺差高出大约 950 亿美元，这种差距几十年来一直为正。然而，随着 2018 年中美贸易冲突的爆发，这一统计差距显著缩小，甚至在 2020 年出现了逆转，如下图左面板所示。这种缩小几乎完全是由美国报告的美国从中国的进口增长率，以及中国数据显示的中国对美国的出口之间的统计数据不一致而导致的。因此，如右图所示，2020 年中国对美国的出口报告首次超过了美国对中国的进口报告。此后，“贸易数据差额”是指美国报告的对中国的进口减去中国报告的对美国的出口。

图 1 贸易冲突中双边贸易差额消失



传统意义上，造成中国与贸易伙伴贸易差额的主要因素有三个。其中最著名的、也是美国传统上最重要的一项贸易是通过香港进行的贸易，在美国的进口统计中，原产中国的转口货物被报告为来自中国大陆，但在中国大陆对美国的出口中却没有显示出来。然而，将香港的贸易纳入这一分析并没有改变图表所示的基本情况。

在中国的贸易中被广泛研究的另外两个因素包括：为应对增值税(VAT)政策的变化而虚报中国出口产品，以及为逃避关税而虚报进口统计数字。可能导致美中贸易数据差距变化的其他的、可能不那么重要的因素包括，通过第三国进行贸易以避免贴上“中国制造”的标签，因为在“中国制造”标签下，各国统计部门对美国进口产品的来源国判断可能存在分歧；从事独立贸易的公司虚报；或者中国企业试图通过夸大出口数据来规避中国的资本管制。

考虑到美国对中国大幅度提高关税，而中国则以全面的增值税政策作为回应，虚报贸易以避税似乎是与之高度相关的原因。从美国方面来看，似乎很明显，美国进口商面临着减少关税的某种激励，他们可能会利用中国供应商提供的低价发票，想方设法地少报从中国进口的商品价值。毕竟，如下图蓝线所示，美国对中国加征关税，将中国的平均关税从 2018 年年中的 3% 提高到了 2020 年 9 月的 17.5%，这已经是最高法定税率了。

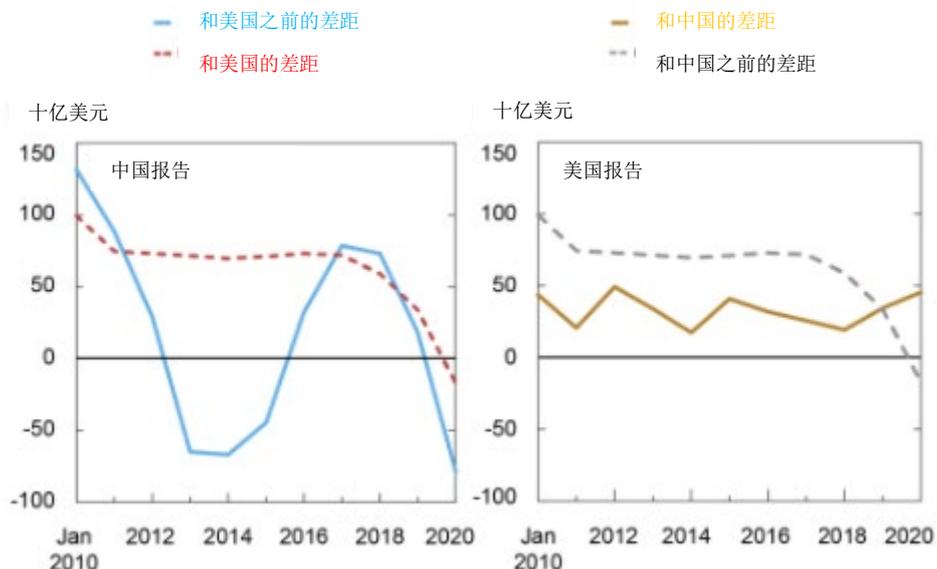
中国增值税政策的作用还不太清楚，而且相当复杂（更多细节在我们的相关注释中）。简而言之，与大多数国家不同的是，中国没有完全退还出口增值税，这意味着中国实际上征收了出口税，相应地，出口商面临着少报出口的某种激励。这些退税率因产品类别而不同，历史上中国曾进行过调整，从而达成影响宏观经济或产业政策的目的。较高的增值税退税率（换句话说，较低的出口税率）减少了开低价发票的诱因。此外，长期以来，既在国内销售又在海外销售的公司都会被认为是使用了通过虚报出口来获取增值税退税的非法避税行为；当退税率提高时，这些计划的价值也会随之提高。事实上，作为对美国关税行动的回应，中国采取了四波大幅提高退税率（低出口税率）的措施，如下图红线所示。因此，零增值税出口产品的份额从 2017 年的 5% 大幅增加到了 2019 年底的 50% 左右。这些增值税政策变化的效果是，通过减少开低价发票和直接高报货价，鼓励中国增加报告出口价值。

图 2 贸易税发生了重大变化



因此，我们认为，有合理的理由预计，进出口误报模式将出现变化，这两种模式至少可以解释贸易数据缺口的部分变化。总体贸易平衡流动实际上与这种观点是一致的。由于中国增值税退税的变化同样适用于所有中国出口的目的地，因此中国报告的与美国的贸易数据差额所观察到的变化也应适用于其他中国出口的伙伴国。下左图显示确实如此。另一方面，美国对中国的关税上调是双边的，所以美国报告的贸易数据差额的变化在很大程度上应该只是美中双边现象。下右图证实了这一点，灰色虚线与左边面板的红色虚线相同，而金色线显示了美国与世界其他国家贸易的计算数据差额没有与美中变化匹配的趋势。

图 3 关税和出口税扭曲了美国与中国的贸易平衡

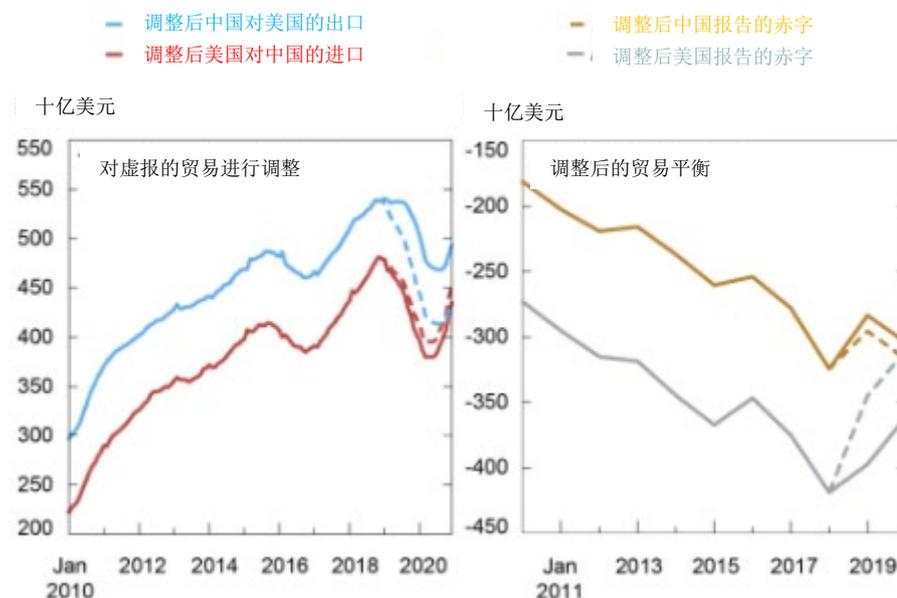


虚开发票效应的量化与贸易差额的调整

为了量化这些影响，我们考虑了四类商品行为的差异。也就是说，我们研究的是受增值税退税、美国关税、两者影响、或两者都不影响的商品。通过这种方式，我们估计贸易数据差额的减少有 17%是由规避美国关税的努力造成的，13%是由增值税退税率的变化造成的。按价值计算，这些估计的数字可以解释，到 2020 年底，中美贸易数据差额减少 880 亿美元的原因：(1)漏报 550 亿美元；(2)虚报或少报 120 亿美元；(3)其他 200 亿美元。

决定应在何处对虚报进行调整，无论是在美国报告的数据中、还是在中国报告的数据中，都需要一定程度的判断。考虑到美国征收关税的行政程序，我们做出了一个合理的假设，即避税很可能是向美国海关边境保护局少报中国进口产品，而不是中国海关报告的数据失真。因此，美国报告的从中国进口的价值需要增加 550 亿美元。增值税退税率的变化增加了出口多报和/或减少了少报，这一影响几乎肯定会在中国当局报告的数据中体现出来。因此，我们从报告的中国对美出口中减去 120 亿美元。这些调整如下左所示。

图 4 误报可以解释很大程度上的差异



一旦我们对美国和中国报告的数据进行这些调整，两个系列之间的贸易数据差额看起来就更类似于历史差距。中美双边贸易逆差是缩小了还是保持在历史水平？事实上，似乎是它确实有所缩小，但没有达到美国报告的数据所显示的那种程度（见上右图）。因此，很明显，贸易冲突对美国与中国双边贸易平衡的影响要比最初看到的美国数据小得多。

最后，通过这些计算，我们可以估算出在美国边境少报的进口可能减少了多少美国关税收入。关税从 2017 年的 350 亿美元增加到了 2020 年的 660 亿美元。根据我们对漏报进口的估计和对这些商品的估计税率，2020 年由于漏报进口，可能损失了大约 100 亿美元的关税收入。

本文原题为“[What Happened To The U.S. Deficit With China During The U.S.-China Trade Conflict?](#)”。本文作者是 Hunter L. Clark 和 Anna Wong，Hunter L. Clark 是纽约联邦储备银行研究和统计集团的助理副总裁。Anna Wong 是美国联邦储备委员会(Board of Governors of the Federal Reserve System)的首席经济学家。本文于 2021 年 6 月 21 日发表在纽约联邦储备银行的网站上。单击[此处](#)可以访问原文链接。

美国工人的离职率过高

Jason Furman & Wilson Powell III /文 徐懿凡/编译

导读：美国工人的离职率创历史新高，尽管职位空缺也处于历史高位，但大量失业者并没有返回工作岗位。编译如下：

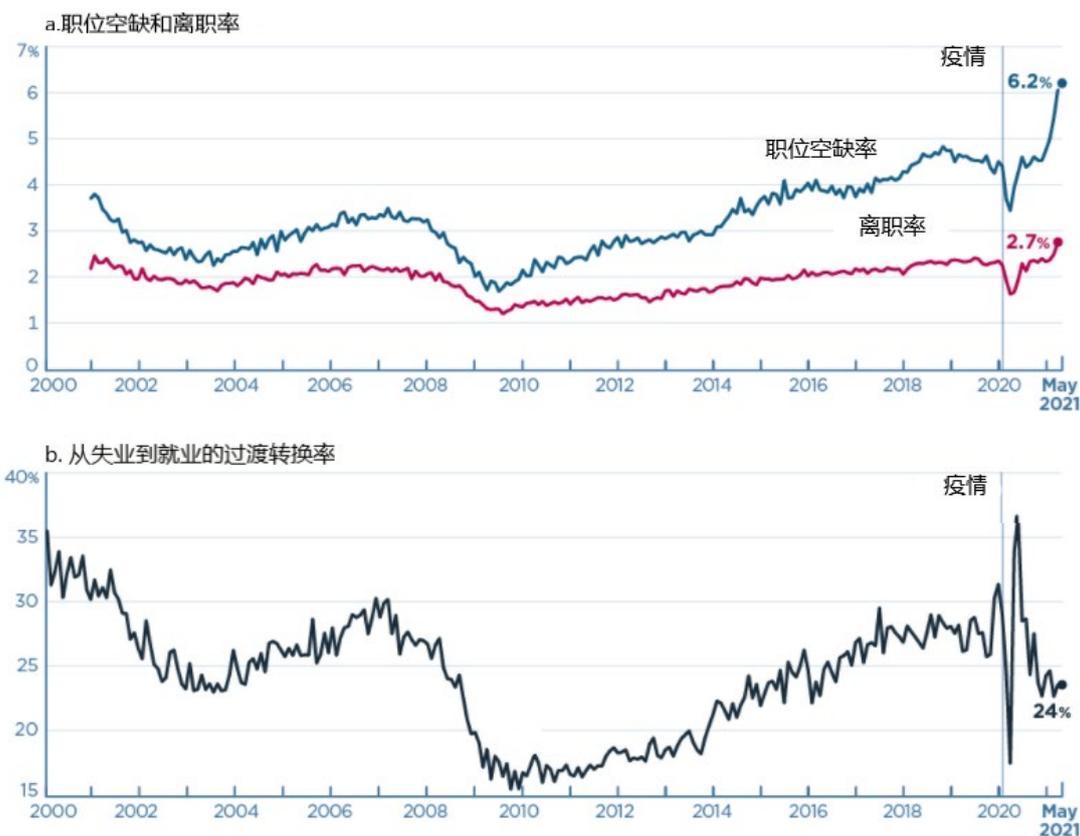
过去三个月，美国劳动力市场平均每月新增就业岗位 54.1 万个。通常状况下这是一个较快的增速水平，但考虑到新冠疫情夺走了近千万就业且当下仍存在创纪录的空缺岗位，这一增速仍低于预期。没有达到预期就业增长的主要原因是失业工人返回就业状态的转换比率处于低位——考虑到整体劳动力市场（大量空缺岗位的存在），失业返岗水平本应处于或接近历史最高水平。同时，工人的离职率也创历史新高——但是，正如下文所解释的，在劳动力市场大量职位空缺的背景下，这种情况是符合预期的。

失业状态转变到就业状态的顺利过渡可能受到若干因素干扰，其中许多因素相互作用，包括找到工作所需的时间、疫情的持续影响、接种疫苗的速度、失业保险覆盖面扩大等。好消息是，大部分干扰因素可能都是暂时的，考虑到整体经济体的力量，如果人们从失业转换到就业状态的过渡速率重返预期，那么就业岗位增长可能会上升到每月 75 万或更多。

从就业机会可以看到劳动力市场非常火爆

美国劳工统计局（BLS）报告称，截至 2021 年 4 月底，美国就业机会达到了创纪录的 930 万个，职位空缺率达到 6.0%。据 Indeed Hiring Lab，五月份职位空缺进一步增加，导致预计职位空缺率达到 6.2%（见图一）。登记职位空缺和过去三月折合年率为 4.5%的名义平均时薪增长（一个因为工人结构变化可能低估了真实增长率的数据）表明，虽然经济体远没有达到充分就业的状态，但是主要原因并不是因为劳动力需求不足。

图 5 创纪录的职位空缺数量并没有让人们像预期的那样迅速返回工作岗位



注：职位空缺率是指职位空缺占就业人数加上职位空缺数量总和的百分比。离职率是指整个月离职人数占总就业人数的百分比。从失业到就业的转换率是指上月失业人数占当月就业人数的百分比。该数据显示，2021年4月的离职率为2.7%。2021年5月的职位空缺是根据 Indeed Hiring Lab 职位的增长来估计的。

数据来源：BLS；Indeed Hiring Lab；作者的计算。

离职率创历史新高并不奇怪

通常情况下，劳动力市场火爆的另一个标志是，员工有信心离职，因为他们知道自己能够找到新的更好的工作——要么是直接过渡到新工作，要么经历很短暂的休整。四月份，有2.7%的工人离职，这是劳工统计局历史上记录的最高数据。但这并不奇怪，事实上，如图2所示，这一数据几乎与我们所预测的完全相同。职位空缺越多，离职也越频繁发生。（通常情况下，失业率越低，离职率越高——但目前这种关系并不成立，因为更多的证据来自当前就业不足的供给驱动。）

图 6 当有更多的职位空缺时，工人倾向于更有信心离职



注：职位空缺率是指职位空缺占总就业人数加上职位空缺的百分比。离职率是指整个月离职人数占总就业人数的百分比。蓝线是 2000 年 12 月到 2020 年 2 月的对数-对数趋势线。

数据来源：BLS；作者计算。

可能还有其他的干扰因素。有证据表明，从就业到失业（包括辞职和被解雇）状态的转变比正常情况下要大。有一些报告记录了人们提前退休、重新思考自己职业轨迹、从疫情带来的暂时工作中离开、因为想获得失业保险所以故意辞去工作等等（注意，失业保险一般无法为离职的人提供，但疫情期间，一些离职的人可以获得失业保险）。但这些都太不太可能是主要原因，主要原因仍然很简单，就是当以空缺岗位为衡量的工作机会充足时，工人们往往更有信心离职去找更好的工作。

在各个行业，预测离职率相对于实际离职率也不是在每个行业中都一样明显。零售贸易、运输、仓储和公共事业的实际离职率略有上升，采矿伐木业、商业服务方面的离职率略低于预期，在休闲娱乐和酒店业方面基本与预测一致，如表所示。

表 1 基于总非农业工作职位空缺率计算的 actual 和预测离职率，2021 年 4 月

行业	实际值	预测值	差距（百分点）
非农业	2.7	2.8	0.0
采矿和伐木业	1.8	3.0	-1.2
建筑业	2.4	2.7	-0.3
批发贸易	1.8	1.9	-0.1
零售业	4.3	3.9	0.4
交通、仓储和公共事业	3.3	2.5	0.8
信息业	1.9	1.9	0.0
金融活动	1.5	1.7	-0.1
商业活动	3.4	3.8	-0.4
教育和健康服务	2.4	2.2	0.2
休闲和酒店业	5.3	5.3	-0.1
其他服务	2.6	2.4	0.2
政府	0.9	1.0	-0.1

注：职位空缺率是指职位空缺占总就业人数加上职位空缺的百分比。实际离职率是指整个月的离职人数占每个行业总就业人数的百分比。预测的离职率是基于每个行业的离职率对 2000 年 12 月至 2020 年 2 月的总非农业职位空缺率的对数-对数回归。差距是基于未取整值计算的。

数据来源：BLS；作者计算。

最重要的事情是人们没有因为工作退出失业状态

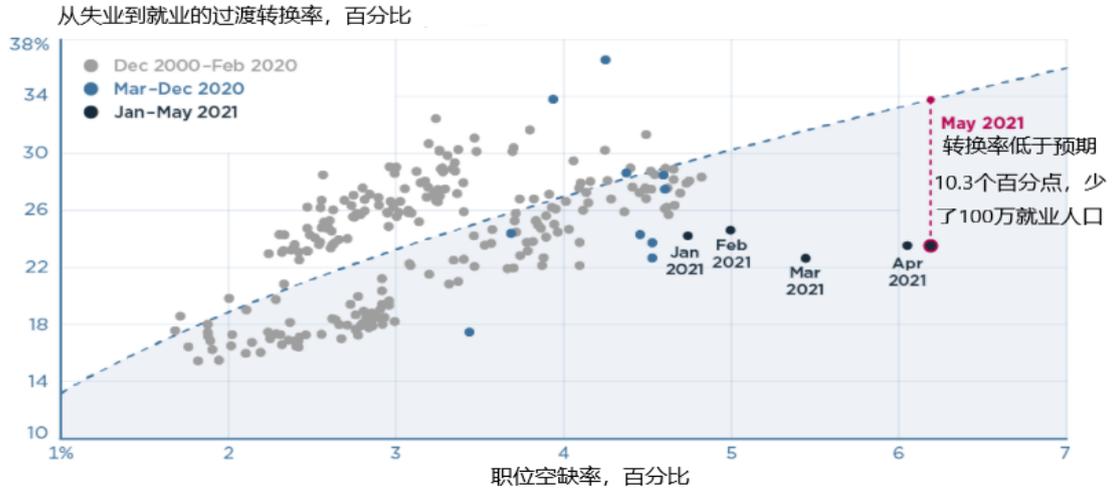
在一个典型的正常情况下的月份里，26%的失业者找到了工作（但由于很多人仍保持失业状态，所以失业人数的净减少远远低于总失业数）。

自 2020 年 9 月以来，从失业过渡到就业状态的工人比率一直低于正常情况，最近为 24%，过去 9 个月大部分时间都在这个水平附近。这是值得引起注意的，因为通常人们会认为，随着就业机会的增加，失业到就业的过渡转换率会上升，事实上，当前的过渡转换率相当于正常状态下 3%的职业空缺率所对应的水平，而目前的职业空缺率是 6%。

总的来说，根据职位空缺率和过渡转换率之间的历史关系，可以预测，2021 年 4 月失业者中有 34%会在 2021 年 5 月转向就业状态，导致每个月新增 100 万从失业状态找到工作的人口（图 3）。考虑到相对于其历史值来说如今的职业空缺率是如此之高，人们可能不想简单地理解这种关系，另外考虑到在极端样本值下，相关关系有可能会减弱。但至少，转换率应该在 29%这个水平（对应岗

位空缺历史记录值的 80%分位水平)。即使在这个更温和的预测水平上,每月也会有 50 万人从失业过渡到就业。

图 7 在如此多的职位空缺背景下,从失业状态脱离的工人数少于预期



注: 职位空缺率是指职位空缺占总就业人数加上职位空缺的百分比。从失业到就业的转换率是指上月失业人数占当月就业人数的百分比。2021 年 5 月的职位空缺是根据 Indeed Hiring Lab 职位的增长来估计的。蓝线是 2000 年 12 月到 2020 年 2 月的对数对数趋势线。

数据来源: BLS; Indeed Hiring Lab; 作者计算。

从失业到就业的过渡转换率下降了 5 到 10 个百分点, 对此有几个可能的解释, 原因可能在过去 9 个月内发生了变化。旧金山联邦储备银行的经济学家尼 Nicolas Petrosky-Nedeau 和 Robert Valletta 估计, 在 2020 年失业保险对找工作影响的基础上(不包括额外的失业保险或疫情特殊计划)估计, 额外每周 300 美元的失业保险可以减少 3.5% 的找工作概率。其他原因包括持续的疫情、某些地区疫苗接种的滞后、照顾儿童以及人们可能正在花时间更广泛地反思当前工作学习的状态。几乎所有这些解释对未来几个月更快的就业增长来说都是好消息——预期速度可以很容易就达到每月 75 万个或更多的新增就业岗位。

最大的不确定性来自于是否以及什么时候所有的空缺职位都能被填满, 或者由于最后剩下的空缺职位往往很难被发现、工人因为提前退休或其他因素完全退出劳动力市场、企业会拥有更少的工人和更高的生产力水平等因素导致的经济表现未达预期。

本文原题为“US Workers are Quitting Jobs at Historic Rates, and Many Unemployed are Not Coming Back Despite Record Job Openings”。本文作者 Jason Furman 是彼得森国际经济研究所(PIIE)非常驻高级研究员, 于 2017 年 1 月加入, 同时也是哈佛大学肯尼迪学院和哈佛大学经济系的教授; 作者 Wilson Powell III 是 PIIE 的研究分析员。本文于 2021 年 6 月 28 日首刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

什么是通胀预期？为什么它们很重要？

Tyler Powell、David Wessel/文 张子萱/编译

导读：通胀预期是人们、消费者、企业、投资者对未来物价上涨的预期。它之所以重要，是因为实际的通胀在一定程度上取决于我们的预期。如果每个人都预计明年物价会上涨 3%，企业也会希望物价上涨 3%，工人也会预计同样幅度的上涨。所以在其他条件相同的情况下，通胀预期上升一个百分点，实际通胀率也会上升一个百分点。编译如下：

美联储为何关心通胀预期？

美联储的职责是最大限度的维持就业和通胀的稳定。它将通胀稳定定义为年平均 2% 的通货膨胀率。为实现这一目标，美联储正在努力将通胀预期“固稳定在 2% 左右。如果所有人都预期美联储将实现 2% 的通胀率，那么当通胀率暂时攀升至该水平以上（例如由于油价上涨）或暂时降至该水平以下（由于经济衰退）时，消费者和企业的反应就不会太明显。然而，由于美联储已经有一段时间没有达到 2% 的目标，一些美联储官员开始担心通胀预期可能偏离了目标。

美联储前主席伯南克在 2007 年的一次讲话中解释了锚定通胀预期的重要性：“锚定通胀预期可能会发生变化，这取决于经济发展和货币政策行为。本文使用“锚定”这个术语来表示其它数据的不敏感性。举个例子，如果公众经历了一段高于长期预期的通胀期，但他们对通胀的长期预期却没有怎么变化，那么通胀预期就有了很好的锚定。另一方面，如果公众对短期内高于预期的通胀作出反应，大幅提高了通胀预期，那么预期的锚定性就很差。”

央行对通胀预期的关注也反映了从 20 世纪 60 年代末开始，学界对通胀预期的重视，因为通胀往往被认为与失业之间紧密相连。由于上世纪 70 年代和 80 年代持续的高通胀，通胀预期变得不稳定。随着实际通胀上升，工资价格螺旋上升。这一周期表现为：高通胀推高通胀预期，导致工人要求增加工资，以弥补购买力的预期损失。当工人赢得工资上涨时，企业会提高价格以适应工资成本的增加，从而推高通货膨胀。工资价格螺旋上升意味着，当通胀预期上升时，即使失业率居高不下，也很难降低通胀。

如何衡量通胀预期？

跟踪通胀预期的主要方法有三种：对消费者和企业的调查、经济学家的预测以及与通胀相关的金融工具。

例如，密歇根大学的调查中就有这样一个指标，他们会询问家庭预期在未来的一年，五年，十年中价格会变化多少。纽约联邦储备银行也进行过类似的调查。

图 1 密歇根大学通胀预期

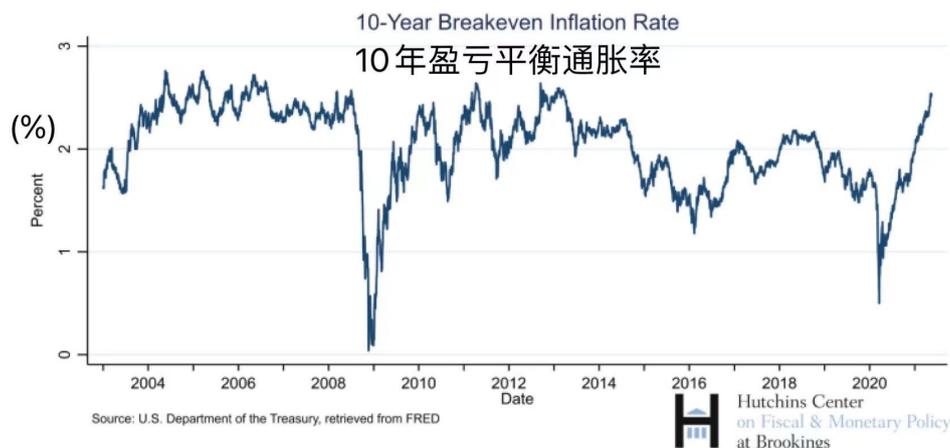


密歇根大学在对消费者的调查中发现，近年来通胀预期约为 2.5%，超过了央行的目标。这似乎表明，消费者预计未来十年通胀率将高于目前趋势。然而消费者也认为实际通胀率高于官方数据。因此，分析师关注的是这些调查的趋势，即消费者预期的通胀速度是上升、下降，还是保持稳定，而不是预期的通胀水平。

专家预测调查（SPF）显示了专业的经济预测者对政府两大通胀指标：消费者价格指数（CPI）和个人消费支出平减指数（PCE）的前景。

此外还有一个广泛使用的，基于市场得到的通胀预期指标：10 年盈亏平衡通胀率。它的计算方法是将 10 年期美国国债名义收益率与 10 年期美国国债通胀保护证券（TIPS）的收益率进行比较。后者的收益率与 CPI 的变化挂钩，所以两者之间的差接近于市场的通胀预期。如果投资者预期通胀率上升，他们将购买 10 年期 TIPS 而非国债，从而压低 TIPS 收益率，推高盈亏平衡利率。同样来自国债利差的一个类似指标是 5 年-5 年远期通胀预期率。这是对从五年后开始算起的五年间通胀的估计。与盈亏平衡率一样，它也是通过比较 TIPS 收益率和美国国债名义收益率来计算的。然而，这些基于市场的指标并不能称之为完全的指标，因为它们将真实的通胀预期与风险溢价补偿结合起来了。

图 2 10 年盈亏平衡通胀率



美联储的经济学家最近创建了共同通胀预期指数（CIE），该指数综合了 21 个通胀预期指标，包括消费者调查、市场和经济学家预测的数据。美联储副主席理查德克拉里达在一次演讲中表示，他将通过关注 CIE 来评估美联储是否实现了稳定物价的目标。如图表所示，以这一指标衡量的通胀预期似乎相当稳定，接近美联储 2% 的目标。

图 3 美联储共同通胀预期



美联储如何影响通胀预期？

最简单的方法是利用其货币政策工具实现并维持 2% 左右的通胀率。然而，美联储也可以通过阐述未来打算如何使用货币政策工具来实现 2% 的目标来让大家相信。

为此，美联储于 2020 年 8 月修改了货币政策框架。宣布正打算用 2% 以上的通胀抵消 2% 以下的通胀，这种方法被称为平均通胀目标（AIT）。在旧的框架下，如果通胀率低于 2% 的目标，美联储承诺在不弥补通胀缺口的情况下，努力

让通胀率回到目标水平。这一变化表明，在通胀率一度低于目标水平之后，美联储将接受甚至鼓励未来通胀率高于 2% 的时期，从而抑制通胀预期的下降。

为什么美联储担心通胀预期降得太低？

当通胀预期固定在目标时，美联储更容易将通胀率控制在 2%。如果通胀预期从 2% 下降，通胀率也可能下降。在极端情况下，这一过程会增加通货紧缩的风险，通货紧缩是一种破坏性的经济状况，在这种情况下，价格会随着时间的推移而下降，而不是上升。

美联储担心低通胀预期的另一个原因是，低通胀预期与利率密切相关。在确定贷款价格时，贷款人和投资者要考虑贷款期限内的预期通货膨胀率。名义利率是贷款人将获得的实际利率与预期通货膨胀率之和。当名义利率非常低时，美联储为对抗衰退的降息空间就更小了。

美联储主席鲍威尔在宣布新框架时对此进行了解释：“低于预期水平的通胀可能导致较长期间内通胀预期的下降，而这反过来又会拉低实际通胀率，导致通胀率和通胀预期不断下降的恶性循环。为了使美联储不破坏通胀稳定的同时，支持就业，稳定的通胀预期至关重要。但如果通胀预期低于 2% 的目标，利率将同步下降。那么一旦经济到了低迷时期，为促进就业而降息的空间会缩小，从而削弱通过降息稳定经济的能力。我们已经在其他经济体中看到了诸多次这样的现象，而且我们正在极力避免”

本文原题为“WHY ARE INFLATION EXPECTATIONS IMPORTANT?”。本文作 Tyler Powell、David Wessel 是哈钦斯财政和货币政策中心分析师及高级研究员。本文于 2020 年 11 月刊于 BROOKINGS 官网。[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