



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

2022年/总第238期

# 目 录

## 世界热点

### 为什么（几乎）没有人预见到通货膨胀的到来？ ..... 3

导读：我们常用的标准经济模型都没有成功预测到当前美欧正在经历的高水平通货膨胀。作者指出，这是由于线性菲利普斯曲线固有的局限性，即使失业率处于极低水平，其都无法预测到高通胀结果。在疫情背景下，我们可以尝试取消劳动力市场中介，直接探索需求与通胀间的关系。不仅如此，由于各地区具体情况并不相同，决策者应根据实际制定合理的通胀目标。

### 供给和需求如何推动通胀 ..... 15

导读：一年多以来，美国的通胀率一直远高于美联储设定的 2% 的通胀目标。将基础数据从个人消费支出价格指数中分离出来，将其分为供给驱动和需求驱动两类，结果显示，目前通胀水平的上升一半是由供给造成的，而需求约占三分之一，其余部分则原因不明。尽管人们普遍预计供应中断将在今年有所缓解，但这一结果仍存在高度不确定性。

### 另一场缩减恐慌会冲击新兴市场吗？ ..... 20

导读：近期，美国国债收益率持续走低引起了一些市场震荡，在新兴市场尤其如此。但当下我们有了比 2013 年更安全的市场现状，人们更应该关注的是免疫接种速度缓慢导致疫情后恢复乏力；商品价格上涨导致通货膨胀；以及仅仅恢复疫情前时代的低增长率的经济战略。

### 当前与过去通胀比你想象的更接近 ..... 22

导读：1983 年之前，人们用消费者价格指数（CPI）对美联储政策的机械式响应来衡量美国的住房通胀率，这人为的导致了 CPI 处于高峰值后又迅速下降。为了更好的理解当前通胀率已上升至 40 年来最高点的背景，本专栏展示了总体 CPI 指数和核心通胀率的新的历史数据序列，这些数据序列更符合战后时期的支出份额。通过这些数据序列，作者发现目前的通胀水平远比官方系列数据所显示的更接近过去的通胀峰值。

### 《暂停偿债计划》国家风险前瞻 ..... 27

导读：暂停偿债计划（Debt Service Suspension Initiative, DSSI）于去年 12 月结束，它在新冠肺炎冲击期间为发展中经济体提供了财政喘息空间。政府债务的偿还正在恢复，但大多数 DSSI 受益国仍处于复苏阶段。一些国家的经济因俄乌冲突而变得更加脆弱。那么，我们是否应为 DSSI 的逐步退出感到懊悔？本文（i）概述了 DSSI 国家未来几年的外债动态，（ii）强调了由此产生的预算和市场操作方面的挑战，以及（iii）强调了主要的宏观经济风险。

## 构建非洲流动性和稳定性机制 ..... 33

导读：非洲国家面临着债务高企、资金流量下降、增长放缓等严峻的金融压力和不断增长的需求，低信誉度和流动性风险会增加融资成本，并转化为偿付能力问题。本文主张建立非洲流动性和稳定机制（ALSM），这一机制有助于保护非洲主权国家免受重大市场波动和避免对风险的误判。

## 针对俄罗斯的出口管制正在发挥作用，中国也在遵守制裁..... 36

导读：在俄罗斯入侵乌克兰后，对其作出的经济制裁旨在永久削弱其发动战争的能力。出口限制和制裁正在侵蚀俄罗斯的经济和军事，俄罗斯的进口量大幅下降，不仅是来自制裁联盟国家的进口下降，而且来自拒绝采取制裁措施的国家，尤其是来自中国的进口量也在下降。

## 商业政策和法规如今正分割数字经济..... 40

导读：最新的数字经济政策清单于 2018 年发布。自那以后，官员们开始超速行动，单方面采取行动规范和促进数字活动。一份新的报告根据 15000 多项国家法令的最新清单，评估单边决定的政策是否正在沿着国家和地区的界线分裂数字经济。

## 6 月 21 日更新分析集装箱拥堵情况..... 43

导读：基尔贸易指标估计了全世界 75 个国家和地区的贸易流量（进口和出口），以及世界贸易的整体情况。该指标估计国家与世界其他地区的单边贸易流量。基尔贸易指标在每个月的 5 号和 20 号左右更新。

## 乌克兰对于欧盟扩容意味着什么 ..... 47

导读：当欧盟领导人在 6 月 23 日至 24 日的峰会上讨论乌克兰的申请时，其真正的问题是欧盟应该成为一个什么样的俱乐部。

# 为什么（几乎）没有人预见到通货膨胀的到来？

Jason Furman/文 郭子怡/编译

导读：我们常用的标准经济模型都没有成功预测到当前美欧正在经历的高水平通货膨胀。作者指出，这是由于线性菲利普斯曲线固有的局限性，即使失业率处于极低水平，其都无法预测到高通胀结果。在疫情背景下，我们可以尝试取消劳动力市场中介，直接探索需求与通胀间的关系。不仅如此，由于各地区具体情况并不相同，决策者应根据实际制定合理的通胀目标。编译如下：

美国和欧洲都正在经历这一代以来最快的通货膨胀。官方和民间部门预测者使用的标准经济模型都没有预见到这两个经济体的高通胀。这一失败不仅应该带来对模型的重新评估，而且应该增加我们的不确定性意识和对未来通胀轨迹的关注。特别是在当今复杂多变的环境下，决策者做出决策时，不应过于依赖新冠疫情前几十年来趋于成熟稳定的统计关系。在这种情况下，决策者既需要重新思考基本的经济学原理——例如，通胀将以更快的速度显著地改变工资和价格，工资-价格的传导效率也可能更高——因此也需要扩大置信区间以反映更大的不确定性。

具体而言，具有锚定预期的线性菲利普斯曲线无法预测 2021 年的通胀，由于曲线构建的原理，菲利普斯曲线几乎永远无法预测高通胀。即使实施大规模的财政刺激计划，将失业率降至 1%这一可能低得不能再低的水平，预计通胀率仍将保持在 3%以下。在另一个模型中，财政刺激可以预测名义（而非实际）需求，实际产出可以上升但不会超过其短期潜力，而通胀是两者之间的差异，通过取消劳动力市场中介，该模型可以更好地理解 2021 年的超常通胀。

尽管都低估了通货膨胀，但大西洋两岸的具体情况不同，美国的通货膨胀比欧洲高得多，而欧洲的国内生产总值复苏则更加落后。欧洲的政策应该避免被美国的最新发展和消息所左右。

## 1. 当主要预测者预测低通胀时，他们在想什么？

了解 2022 年及以后通胀可能的轨迹，有助于理解美国和欧洲为何在 2021 年出现如此严重的通胀。这一分析基于美国的经验。许多相同的教训和要点也适用于欧洲环境——尽管所有这些教训和要点的适用程度都较低。

如表 1 所示，主要私人部门或官方部门的预测者都没有预测到 2021 年通胀的到来，也没有反映在市场价格中。所有预测者似乎都使用相对标准的乘数来分析财政扩张对实际 GDP 的影响，然后使用相对平坦的线性菲利普斯曲线和锚定预期来模拟实际 GDP 和失业率对通胀的影响。考虑到菲利普斯曲线斜率的估计值从大约 0.1 变化到大约 0.3，不可能从这种设置中产生太多的膨胀。即使失

业率降至历史上最低的 1%，而自然失业率为 4%，结果也只会是 2.3%至 2.9%的通胀率。锚定预期的线性菲利普斯曲线根本无法解释 2021 年的通胀，也无法解释通胀率在一段时间内和不同国家之间的变化，这些变化比任何松弛差异都要大得多。

通过一个典型的乘数模型，我们可以理解为什么线性世界观产生了它所做的预测。图 1 显示了领先预测公司 IHS Markit 在 2020 年 12 月做出的 GDP 预测。然后在 2020 年 12 月和 2021 年 3 月通过的 2.8 万亿美元财政援助的基础上加上两组乘数：经济顾问委员会过去使用的正常乘数（CEA；2009，2014）和低乘数效应，后者受到国会预算办公室与新冠肺炎相关的非药物干预措施的抑制（CBO；2020a）<sup>1</sup>。图 2 根据经济委员会描述的 GDP 增长和就业增长之间的关系，将 GDP 数字机械地转化为失业数字（2009）。在正常乘数的情况下，这导致了 2021 年第一季度失业率为 1.1%这一经济上荒谬的预测，这表明这一方法出了问题——我将回到这个话题。<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> 累计四个季度的正常乘数为：公共投资支出 1.44，个人减税 0.66，国家财政救济 0.98，对直接受影响个人的援助 1.44，营业税优惠 0.08。累计四个季度的低乘数为 0.66 用于增加失业，0.44 用于恢复退税，0.59 用于对州和地方政府的直接援助，0.07 用于营业税规定，0.27 用于工资保护计划。

<sup>2</sup> 在现实中，没有预测者预测到这样的失业率，事实上，几乎所有预测者都预计到 2021 年底失业率仍将高于 Covid-19 之前的失业率。然而，大多数预测者确实预计到 2021 年底 GDP 将高于疫情之前的趋势。这一差异通过隐含或明确的生产率增长（GDP 增长和就业增长之间的残差）暂时大幅增长的预测来弥补。例如，IHS Markit 对 2021 年第四季度 GDP 的预测在 2019 年 12 月至 2021 年 6 月期间增长了 5.4%。

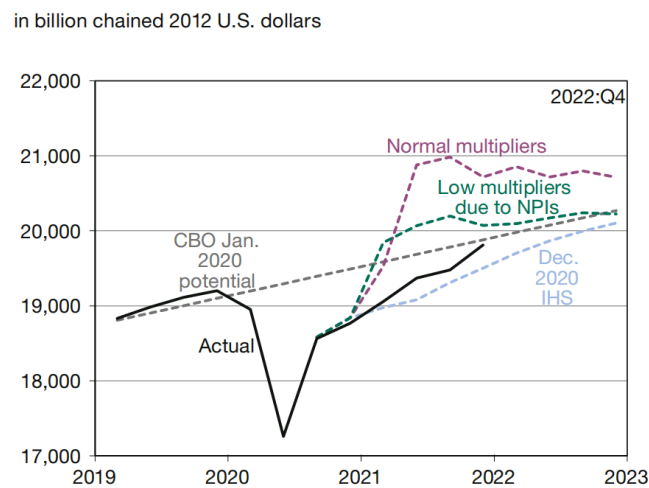
表 1 2021 年（第四季度/第四季度）通胀预测

	Measure	Q1	Q2	Q3	Actual
Survey of Professional Forecasters	Core PCE	1.8%	2.3%	3.7%	4.6%
Federal Open Market Committee	Core PCE	2.2%	3.0%	3.7%	4.6%
Congressional Budget Office	Core PCE	1.5%		2.4%	4.6%
Federal Reserve Bank of New York DSGE	Core PCE	1.4%	2.2%	3.8%	4.6%
OECD	Core CPI		3.0%		5.0%
International Monetary Fund	CPI*		2.3%		7.0%
Market-based	CPI	2.7%	2.9%		6.7%

注：\*国际货币基金组织（IMF）的预测为十二月/十二月.DSGE：动态随机一般均衡，OECD：经济合作与发展组织，PCE：个人消费支出，CPI：消费者价格指数。核心指标不包括食品和能源。

数据来源：所列组织；作者的计算

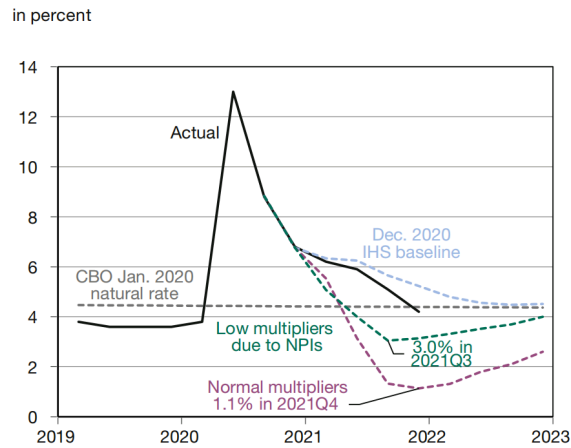
图 1 2020 年 12 月和 2021 年 3 月财政刺激对实际 GDP 的估计影响



注：NPIs：非药物干预。基于 CEA 的正常乘数（2009，2014）；基于 CBO（2020a）的低乘数。

数据来源：CBO；IHS Markit；CEA；经济分析局，Mac-Robond；作者的计算。

图 2 2020 年 12 月和 2021 年 3 月财政刺激对失业率的估计影响

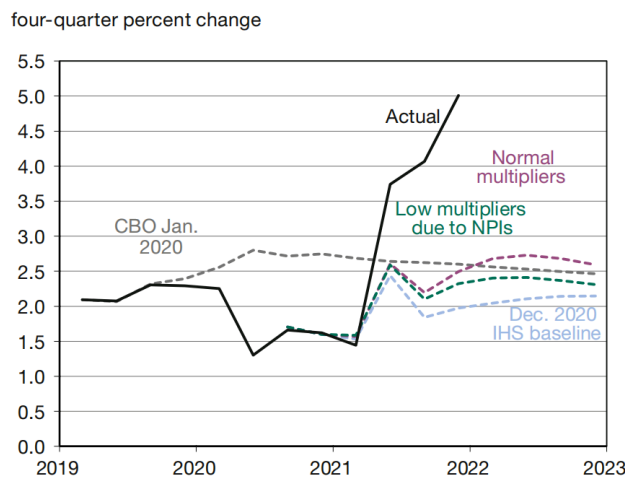


注：NPIs：非药物干预。基于 CEA 的正常乘数（2009，2014）；基于 CBO（2020a）的低乘数。  
数据来源：CBO；IHS Markit；CEA；劳工统计局，作者的计算。

即使是低得令人难以置信的失业率，如果使用传统的方法，也不会转化为很大的通货膨胀。例如鲍尔等人（2021）估计菲利普斯曲线的斜率为-0.17——即失业率每下降一个百分点，通胀率就会上升 0.17 个百分点。图 3 显示了基于菲利普斯曲线预测的通货膨胀。（注意，菲利普斯曲线方法无法解释美国和欧元区的通胀差异，事实上，我们可以预测欧洲的通胀更高，因为那里的就业更高。）

总之，使用主流模型的预测者应该感到紧张，因为在没有任何判断调整的情况下，他们的模型预测的 GDP 远高于其实际潜力且失业率低得难以置信。然而，无论做出何种调整，这些模型仍然不会预测到多少通胀——因为这些模型中再多的失业率下降也不会产生多少通胀。

图 3 2020 年 12 月和 2021 年 3 月财政刺激对核心 CPI 通胀的估计影响



注：NPIs：非药物干预。基于 CEA 的正常乘数（2009，2014）；基于 CBO（2020a）的低乘数。  
数据来源：CBO；IHS Markit；CEA；鲍尔等人（2021）；劳工统计局；作者的计算。

## 2. 如果不是线性的菲利普斯曲线，那么所有的通胀都来自哪里？

一般的菲利普斯曲线是：

通货膨胀=预期通货膨胀- $\theta$ \*（失业率-自然失业率）+误差项

关于通货膨胀增加的讨论是围绕这个等式的不同项来进行的。

### （1）正误差项：供给冲击与新冠肺炎偏好变化

一种可能性是，我们所看到的通胀反映了误差项——本质上是发生在经济模型之外的不可预见事件，没有通过总需求或劳动力市场传导至通胀。这可能是一部分原因，但也可能只是一小部分。误差项的一些主要来源包括：

新冠肺炎的 Delta 和 Omicron 变体的出现。经济重新开放的放缓通常被认为是 2021 年下半年通胀高于预期的一个原因。但随着人们在上半年接种疫苗，经济的快速重新开放也被认为是当时快速通胀的一个原因。虽然这两种说法都似乎说得通，但似乎不太可能同时成立。新冠肺炎的复苏可能提高了耐用品价格，但降低了服务和汽油价格。净效应是不明确的，但新冠流行初期的证据表明，这更可能是负面的，而不是正面的，因为首先，2020 年的第一波新冠肺炎降低了通胀。第二，通货膨胀的时间一般是在经济重新开放之后，首先在美国经济重新开放时上升，然后在欧元区经济较晚重新开放时上升。这表明，新冠病毒传播的净效应是抑制通胀，如果没有 Delta 和 Omicron 变体，通胀甚至会更高。即使不正确，Delta 和 Omicron 变体也不太可能有很大的积极影响。

服务到商品的转变。误差项的另一个来源可以被称为“品味转变”：例如，人们在健身房感到不安全，所以他们不会支付健身房会员费，而是购买了健身自行车。在某种程度上，商品供应比服务供应更缺乏弹性，这将增加通货膨胀。然而，这个理论有两个问题。首先，商品支出的增加似乎更多是整体需求水平的结果，而不是品味变化的结果——2021 年春季的商品支出要比 2020-21 年冬季高得多，这是因为新冠肺炎病例数较低且在下降，而 2020-21 年冬季的病例数较高且在上升。此外，美国的商品和服务支出均高于欧洲（尽管到 2021 年底，两个经济体的服务支出已基本趋同）。这表明，是经济影响、支付和其他财政支持推动了商品支出，而不是口味的转变。其次，尽管商品的供给曲线似乎比服务的供给曲线更缺乏弹性，但如果从商品到服务的转变较少，仍会出现一些额外的服务通胀。因此，商品-服务的转变在很大程度上是误差项的一部分。

供应链中断。毫无疑问，供应链中断在一定程度上解释了通胀的上升，最明显的是微芯片以及租赁车队交易和二手车销售的动态。这推动了汽车和零部件价格的大幅上涨，为 2021 年的核心个人消费支出（PCE）通胀贡献了 1.1 个百分点。但许多所谓的供应链问题实际上是需求的大幅增长与相对缺乏弹性的供应之间的冲突。结果是更高的价格和更大的数量。例如，美国港口并未中断，



事实上，处理量比 2019 年增加了 18%。然而，这不足以满足需求——因此，价格和数量都有所增加。

“辞职潮”，即劳动力参与率仍处于低水平。这是美国特有的低劳动力参与比例因素。它可能通过减少供应起到了加剧通胀的作用。但它也减少了需求，因此对通胀的净影响尚不清楚，也不太可能很大。此外，辞职潮对通胀的影响取决于与其他财政支持的相互作用。这可能会在 2021 年初发挥更大的作用，因为许多没有工作的人可以获得足够的失业保险来维持他们的消费直到 2021 年 9 月。然而，现在人们重返工作岗位可能会增加供应和需求。

## (2) 更陡峭的菲利普斯曲线或更紧张的劳动力市场

预测通胀和实际通胀之间的部分脱节可能与菲利普斯曲线中的松弛项有关。一些看似合理的修改可能最多会增加约一个百分点的通胀率，弥补部分缺口，但不是全部。

更陡峭的菲利普斯曲线——低失业率有可能转化为比 Ball 等人（2021）估计的 0.17 个百分点更大的通货膨胀。估计菲利普斯曲线的斜率有许多困难，更有效的货币政策和锚定通胀预期可能会造成菲利普斯曲线比看起来更平坦的统计假象。Hazell 等人（2022）通过使用关于失业和通货膨胀之间关系的国家级数据来解决这些问题，找到一个接近 0.3 的系数。然而，即使如此，也不会产生太大的通货膨胀，更不会像美国经历的大约 5% 的通货膨胀那样。

暂时较高的自然速率或速度限制。新冠爆发前的自然失业率为 3.5%，2021 年的自然失业率可能更高，尤其是上半年，因为人们需要时间才能找到工作，滞后现象暂时提高了自然失业率，疫情本身暂时扰乱了人们的就业，失业保险降低了人们的就业意愿。或者，可能存在一个“速度限制”，即在不引发通胀的情况下，就业能以多快的速度改善（可以将其建模为一个只会缓慢下降的短时性较高的自然率；Turner, 1995 年）。然而，这些变化并不能增加多少通胀，因为它们受到菲利普斯曲线本身的相对平坦度的限制——即使 5% 的自然利率加上菲利普斯曲线 0.3 的斜率，也只能产生不到 0.5 个百分点的额外通胀。

其他衡量经济疲软的指标显示劳动力市场趋紧。失业率是衡量松弛程度的标准。但在 2021 年，职位空缺和离职率双双飙升，表明劳动力市场比失业率所显示的要紧张得多，尤其是在今年早些时候。一些证据表明，失业与职位空缺和离职的比率都比失业率更能预测通货膨胀，使用它们将增加更多的通胀预测。（Furman and Powell, 2021; Domash and Summers, 2022）<sup>3</sup>

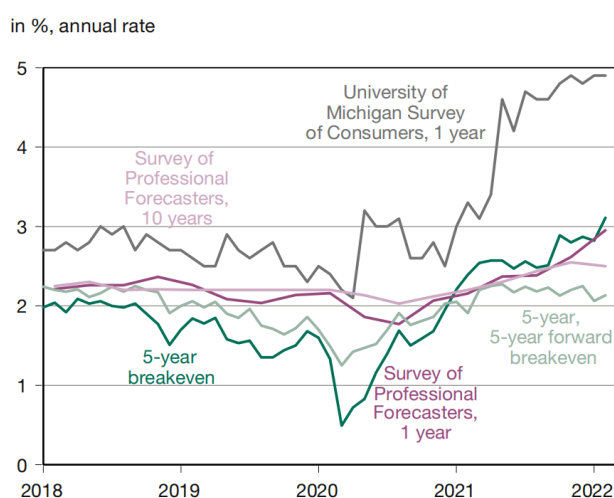
---

<sup>3</sup> 在 Furman 和 Powell（2021）报告的预测模型中，他们发现预测核心 CPI 的调整后 R<sup>2</sup> 对于作为解释变量的离职为 0.47，对于失业与职位空缺的比率为 0.45，失业率为 0.35，青壮年

### (3) 更高的预期通胀

坚持本节开头描述的线性菲利普斯曲线模型，对近期通胀的最后一种可能的解释是预期通胀上升。这也不是一个令人满意的解释，因为预期通胀的上升大多是在价格和工资上涨之后，而非之前，而且预期的上升幅度相对较小。2020 年底，金融市场对未来五年的通胀预期非常低，从 2020 年 12 月开始大幅上升，但仅略高于正常水平（见图 4）。从 2021 年 1 月开始，消费者确实大幅提高了他们的短期通胀预期。然而，如表 1 所示，预测者的行动全年都远远落后于通胀本身。此外，大多数预测模型都纳入了长期（而非短期）通胀预期，而这一预期通常全年保持稳定。（Reifschneider and Wilcox, 2022）

图 4 通胀预期



数据来源：费城联邦储备银行，专业预测者调查；Macrobond；密歇根大学；作者的计算。

### 3. 菲利普斯曲线是非线性的吗？

从上述线性菲利普斯曲线参数的合理范围来看，产生一些额外的通货膨胀确有可能，但这些变化并不能合理地解释 2021 年的所有通货膨胀。此外，这些变化中有许多是临时的，实际上可能并不正确。因此它们都没有提供特别令人满意的解释。

要理解线性菲利普斯曲线在这种情况下的局限性，请考虑一种更为极端的策略。想象一下，2019 年每个家庭都有 100000 美元。使用线性菲利普斯曲线的经济学家不会预测很高的通胀，因为该政策无法将失业率降至 0% 以下，因此紧张的劳动力市场（菲利普斯曲线纳入需求的唯一方式）不会使通胀率增加超过一个百分点。但显然，预测这一政策只会导致 3% 的通胀是荒谬的。

---

(25-54 岁) 就业率为 0.22。

分析这一思想实验——以及 2020 年和 2021 年实施的不那么极端的实际政策——的更好方式是通过一个高度非线性的模型。有一些证据表明，菲利普斯曲线本身是非线性的（e. g. Nalewaik, 2016; Fair, 2021; Forbes et al., 2021）。但许多其他研究发现，菲利普斯曲线中的任何非线性都是不稳健或不稳定的，最好使用线性曲线（e. g. Marcellino, 2008）。此外，即使是标准的非线性菲利普斯曲线也难以接受这样一个事实，即尽管失业率在正常范围内，但我们以前从未见过核心个人消费支出（PCE）通胀以这种方式上升。此外，这并不是一种特别令人满意的事前预测方法——非线性菲利普斯曲线并不是一种预测通胀差异的好方法，而这种通胀差异是将假设的直升机空投从每个家庭 10 万美元增加到 100 万美元所导致的。

一个更好的模型是省去对需求对劳动力市场和劳动力市场对通胀的影响进行建模这种间接步骤，而是直接从名义需求到通胀搭建模型。

#### 4. 财政刺激支持名义需求，而非实际需求

大多数用于开发财政乘数的微观经济学研究实际上着眼于名义上的边际消费倾向等参数——为此提出这样的问题：——“如果你给人们 100 美元，他们的名义支出会增加多少？”（e.g. Parker et al., 2013; Sahm et al., 2012）。这为思考 2021 年的通胀提供了一个简单的三步框架：

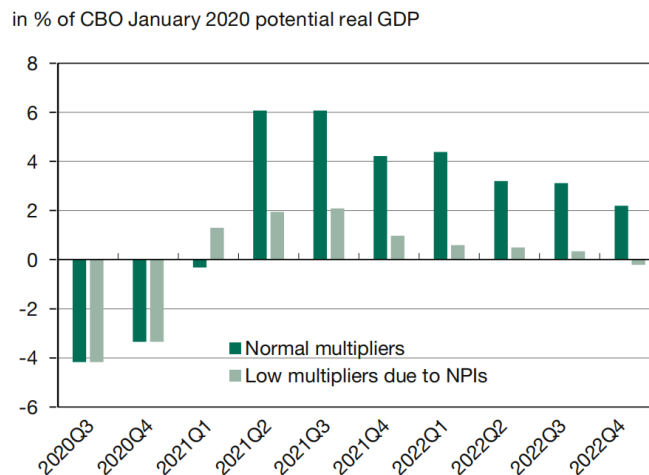
- 1) 使用乘数来预测名义 GDP。
- 2) 使用根据疫情的影响向下调整的经济生产能力来预测实际 GDP。也就是说，假设财政支持能够增加实际生产的数量是有限的。
- 3) 价格上涨是残余项。

通过查看标准乘数模型对产出相对于潜力的预测（见图 5），可以看出这种方法对 2021 年美国通货膨胀的影响，这只是显示图 1 中报告的乘数计算结果的另一种方式。这表明，根据乘数，预计产出将比疫情前预测的 2021 年第四季度的潜力高出约 1% 至 4%。考虑到移民减少和死亡人数过多导致人口减少，投资减少导致资本存量减少，新冠肺炎疫情仍在扰乱生产，以及美国的收入支持政策（如失业保险和经济刺激支票）导致劳动力供应持续减少，即使达到疫情前的潜力预测也很困难。另一方面，考虑到他们假设自然失业率为 4.4%，而 3.5% 是完全合理的（CBO, 2020b），疫情前对潜在失业率的预期低了大约一个百分点，这似乎是有道理的。考虑到这些抵消效应，假设经济能够以疫情前预测的潜力水平生产是一个合理而可能的上限假设——在通胀基线预期的基础上留下大约一到四个百分点的额外通胀。<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> 有两点需要注意。如果没有 2020 年 12 月和 2021 年 3 月的两轮财政支持，通胀的基线预

图 5 乘数估计与疫情前潜力



注：NPIs：非药物干预。基于 CEA 的正常乘数（2009，2014）；基于 CBO（2020a）的低乘数。  
数据来源：CBO；IHS Markit；CEA；作者的计算。

### 5. 这对通胀的前景意味着什么

模拟名义需求和实际供应对于预测 2022 年和 2023 年的通胀不太有用。几乎可以肯定的是，财政和货币支持的减少将减缓名义需求的增长。同样有把握的是，随着经济接近其潜在实际 GDP，增长也将放缓。在线性菲利普斯曲线的背景下，低水平的劳动力市场疲软表明 2022 年的通胀高于 2021 年，但可能增加通胀的误差项（如供给冲击）可能在 2022 年变为零甚至负值。这将导致通胀相对于 2021 年下降。

要评估的最棘手的问题是通胀预期。Reifschneider 和 Wilcox（2022）的模型主要基于对未来十年通胀的专业预测，而这些预测一直是稳定的。但在当前背景下，短期通胀预期可能更具相关性，并且似乎正在成为工资和价格设定的一部分（Furman，2022）。

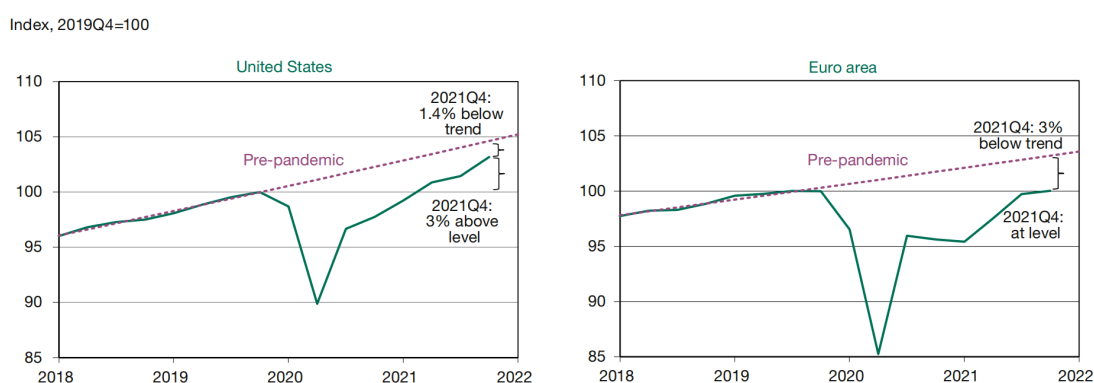
总而言之，2022 年的核心通胀率可能低于 2021 年。然而，在几种力量推动通胀走高的情况下，最终仍可能在 3.5%至 4.5%的范围内，这取决于所使用的衡量标准。此外，2023 年的通胀将超过 2022 年的通胀是有可能的，例如，由于汽车供应过剩，2022 年的商品价格出现了异常大的一次性下降。

### 6. 美国与欧洲的异同

期可能低于 2%。例如，IHS Markit 在其 2020 年 12 月的基线中预计 2021 年第四季度/第四季度的核心个人消费支出为 1.8%。另一方面，人们可能从 2020 年的转移支付和当年减少的消费中获得了足够的超额储蓄，以便在疫情消退时为高于正常水平的支出提供资金，在这种情况下，给他们额外的钱会产生非常低的边际消费倾向。在这种情况下，乘数可能接近低端，但它将增加的潜在基线通胀可能接近上限。

欧洲的情况与美国有所不同。因为 GDP 增长一直较弱，通胀也没有上升那么多，而欧洲明显较小的财政反应可能至少是造成这种差异的部分原因。当新冠肺炎疫情袭来时，美国和欧元区的国内生产总值都迅速下降，随后随着限制的放松，国内生产总值出现部分反弹。然而，如图 6 所示，无论从绝对意义上还是相对于疫情前的趋势而言，美国的 GDP 复苏都更加强劲。因为美国经历了大规模的劳动力退出和部分劳动力回归，尽管美国的就业情况落后于欧洲，但美国 GDP 的强劲复苏已经实现。平均工作时间的增加和美国相对于欧洲生产率的暂时提高弥补了两者之间的差距。

图 6 实际国内生产总值



注：基于 2018 年第一季度至 2019 年第四季度对数线性回归的大流行前趋势

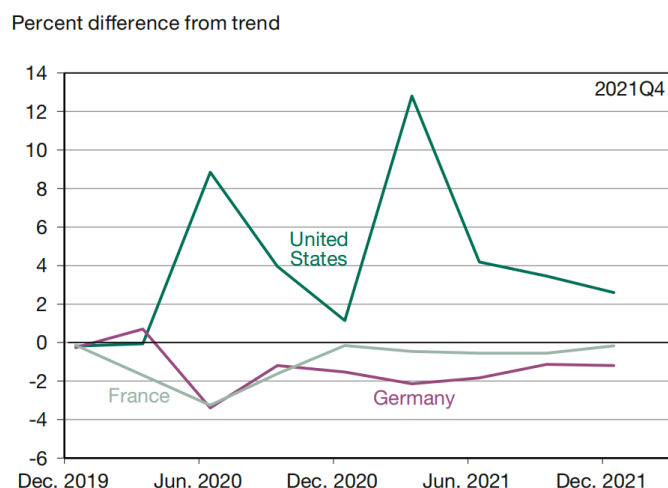
数据来源：经济分析局；Eurostat；Macrobond；作者的计算。

我们很难对美国和欧洲的财政应对措施的规模进行有意义的比较，因为二者在如何描述和衡量财政刺激方面存在差异。事后分析赤字和债务的作用也是有限的，特别是当德国的赤字数字似乎反映了宏观经济上毫无意义的费用，这些费用增加了 2021 年的赤字和债务，使其更容易满足未来几年的债务刹车。通过比较主要经济体的个人可支配收入轨迹，可以看出美国的财政支持比欧洲的财政支持大得多。德国和法国成功地保护了个人可支配收入，即使在大规模经济收缩的情况下，也与之前的趋势接近，但与美国个人可支配收入的大幅增长相比，这根本不算什么，如图 7 所示。美国刺激计划的其他方面可能也比欧洲主要经济体更大，例如，美国有一个针对中小型企业规模大得多但针对性较弱的赠款计划，称为工资保护计划。美国个人可支配收入增加的结果是，美国的消费，尤其是商品消费，大大超过了欧洲的消费。

更大的财政支持和更快的美国 GDP 复苏步伐的另一面是美国更高的通胀，如图 8 所示。美国和欧洲受到了不同的供给冲击。在美国，二手车价格的上涨是一个更大的问题，因为它们在美国的消费组合中占了更大的比例，但欧洲受到了天然气现货价格更大幅度上涨的冲击。欧洲在 2020 年的通胀率也较低，部

分原因是临时增值税减免影响了通胀率，并随着其经济在 2021 年走向正常化，经历了更大的基数效应。总体而言，美国的核心通胀率远高于其 2% 的目标趋势，而疫情以来欧洲地区的核心消费者价格协调指数（HICP）年增长率仍略低于 2%。

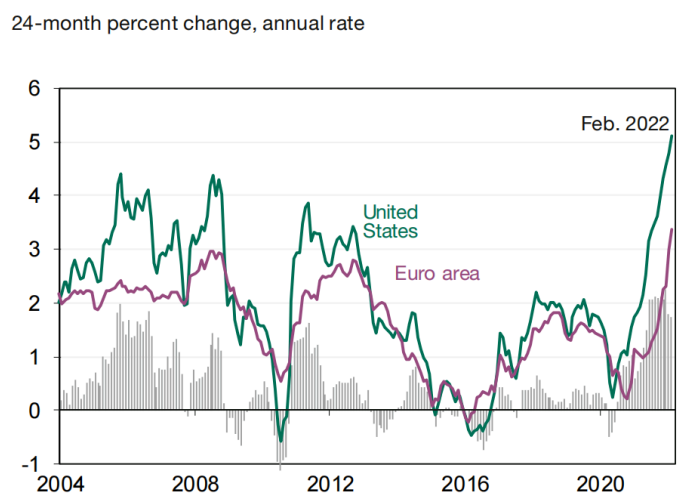
图 7 可支配收入相对趋势



注：基于 2018 年第一季度至 2019 年第四季度对数线性回归的疫情前趋势。美国的可支配个人收入，法国的调整后家庭可支配收入（包括独资企业），德国的根据养老金权利变化调整后的家庭可支配收入（支出概念）。

数据来源：经济分析局。联邦统计局；国家统计和经济研究所；Macrobond；作者的计算。

图 8 HICP 通货膨胀



注：HICP：消费者价格协调指数；对美国 2022 年 1 月和 2 月的估计。

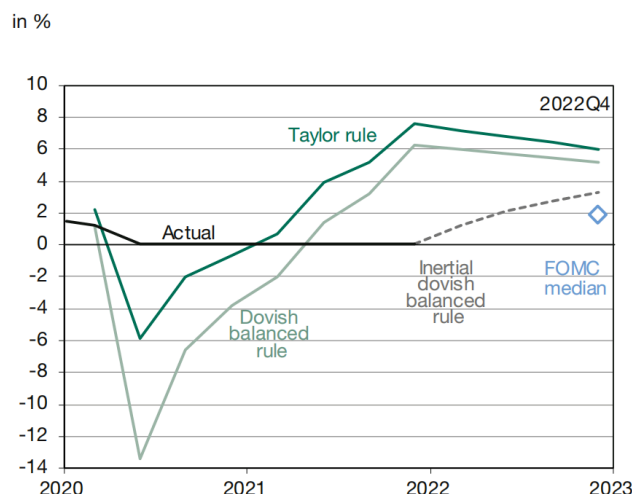
数据来源：Eurostat；劳工统计局；Macrobond；作者的计算。

## 7. 美欧应如何应对

预测通胀很难，理解如何应对通胀更难。如图 9 所示，联邦公开市场委员会对其自身利率路径的预期比泰勒式规则的鸽派版本要温和得多。考虑到实体

经济和金融市场反应中的许多不确定性、对经济的财政支持迅速减少以及避免衰退风险的愿望，这可能是对政策的适当预期。但这与以往执行政策的方式相去甚远。

图 9 联邦基金利率和政策规则



注：图中显示了泰勒式规则的三个版本。“泰勒规则”使用泰勒（1993）规则的通货膨胀权重 0.5，产出缺口权重 0.5，自然实际联邦基金利率为 0.5%，自然失业率为 4.0%。“鸽派平衡规则”将产出缺口的权重提高至 1.0，将自然实际联邦基金利率降至 0.0%，将自然失业率降至 3.5%。“惯性鸽派平衡规则”与“鸽派平衡规则”相同，只是它将 20%的权重放在这个公式上，80%的权重放在上一期联邦基金利率的数值上。基于 2022 年 3 月联邦公开市场委员会经济前景摘要的通胀和失业预测。

数据来源：纽约联邦储备银行、联邦储备系统管理委员会、劳工统计局和经济分析局 via Macrobond；克利夫兰联邦储备银行；作者的计算。

欧洲离通胀目标更近，离产出目标更远。此外，俄罗斯入侵乌克兰对欧洲的经济影响可能要严重得多。因此，对于欧洲央行（ECB）在收紧货币政策方面应该更有耐心，给经济更多复苏空间，并为俄罗斯入侵的溢出效应提供更多缓冲。

尽管在这两个经济体中，控制通胀和稳定预期至关重要，但央行行长们也需要考虑改变通胀目标本身。考虑到均衡利率的下降，一个更高的目标，比如 3%，将比目前的 2%给决策者更多的空间。当前时刻可能会变成实现这一新目标的机会。但即使将通胀率保持在 3%，尤其是在美国，也将是一个挑战。

---

本文原题为“Why did (Almost) no One See the Inflation Coming?”。本文作者 Jason Furman 就职于哈佛大学和美国华盛顿特区彼得森国际经济研究所。本文于 2022 年刊于 *Intereconomics* 第 57 卷。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---



## 供给和需求如何推动通胀

Adam Hale Shapiro/文 薛懿/编译

导读：一年多以来，美国的通胀率一直远高于美联储设定的 2% 的通胀目标。将基础数据从个人消费支出价格指数中分离出来，将其分为供给驱动和需求驱动两类，结果显示，目前通胀水平的上升一半是由供给造成的，而需求约占三分之一，其余部分则原因不明。尽管人们普遍预计供应中断将在今年有所缓解，但这一结果仍存在高度不确定性。编译如下：

在 2020 年春疫情开始爆发之际，通胀迅速下降，之后在 2021 年初又急剧回升，增至远高于美联储设定的平均 2% 的长期目标的水平。研究人员和政策制定者指出供给和需求都是导致高通胀的原因。例如，Barnichon 和 Shapiro（2022）展示了劳动力短缺等供给相关因素的影响，而 Barnichon, Oliveira 和 Shapiro（2021）以及 Jordà 等（2022）显示了与疫情相关的财政救助导致需求增加的重要性。正如美联储主席 Powell 最近在接受采访时表示，美联储能控制的就是需求，我们的政策无法影响供给……因此，能否实现软着陆，可能取决于我们无法控制的因素（Marketplace 2022）。

在本文，我量化并且跟踪了供给和需求相关因素对个人消费支出（PCE）通胀的影响。与 Mahedy 和 Shapiro（2017）以及 Shapiro（2022）所用方法类似，我通过支出类别来估计通胀率。我将 PCE 分类为供给驱动型和需求驱动型两类。若给定月份非预期的数量变化与非预期的价格变化走向相同，则被归类为需求驱动型；若非预期的数量和价格变化是相反方向的，则为供给驱动型。这种方法估计了供给和需求驱动因素对通胀逐月变化的影响。为了帮助监测这些变化，旧金山联储推出了一个新的供给和需求驱动的 PCE 通胀数据页面，每月更新数据。

我的分析显示供给和需求都是造成当前高通胀水平的因素。对于当前通胀的同比增速和疫情前水平的差距，供给因素可以解释一半左右，而且这种影响还在上升，同时需求因素可以解释三分之一，而这些影响最近似乎在减弱。其余则是一些不能被明确分类为供给或需求的因素。供给因素的巨大影响表明在劳动力短缺、生产限制和运输厌恶问题得以解决以前，通胀压力不会完全消退。尽管人们普遍预计今年供给中断将有所缓解，但这一结果仍存在高度不确定性。

### 区分供给和需求因素

该分析使用了 PCE 指数中的 100 多种商品和服务类别。对于每个月的数据，我将价格由于需求变化而变化的类别和价格由于供应变化而变化的类别分开。此处的依据是简单的微观经济学理论：需求曲线的变化使得价格和数量沿着向上倾斜的供给曲线向同一方向移动，这意味着价格随着需求的增加而上涨。供



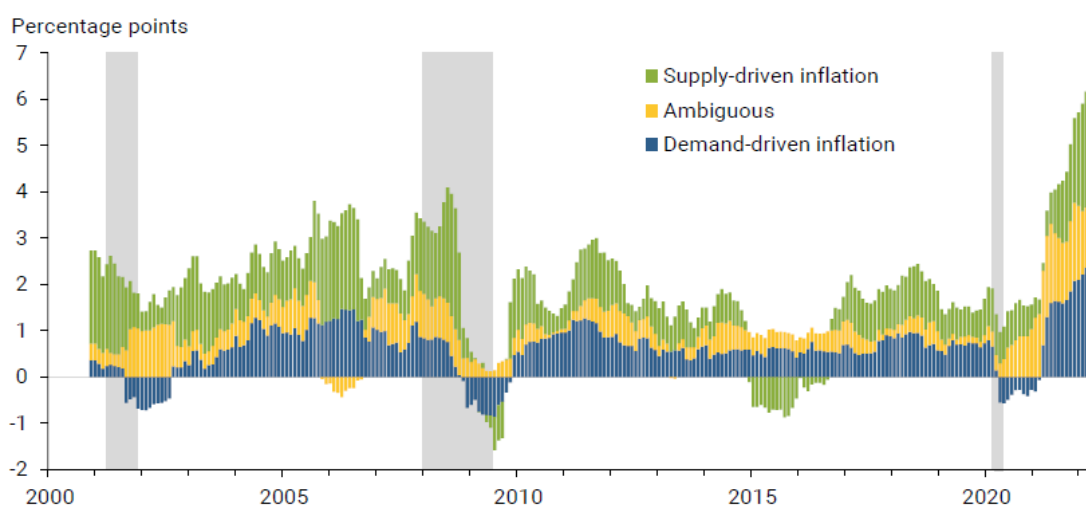
给曲线的变化使得价格和数量沿着向下倾斜的需求曲线向相反的方向移动，这意味着当供给下降时，价格会上涨。

对于每个月的数据，我估计每个类别价格和数量的变化。重要的是，要将价格和数量变化中的非预期成分分离出来，而不是简单的变化本身。这是因为价格和数量通常延续现有趋势。这些可预期的趋势成分不太可能代表需求或供给的变化，而是反映了更长期的因素，如技术进步、相对工资的生活成本调整或人口老龄化等人口变化。

提取每个类别每月价格和数量变化的非预期成分是一个迭代的过程。我对价格和数量进行了 10 年窗口的滚动回归。例如，第一个窗口开始于 1988 年 1 月，第一个时期的个人消费支出数据有详细的水平，并且结束于 1997 年 12 月。这产生了 1998 年 1 月价格和数量的预测值，然后我将其与同月的实际价格和数量值进行比较。如果价格和数量的实际值都高于或都低于预测值，则在 1998 年 1 月该类别被称为需求驱动型。如果实际值和预测值之间的差异具有相反的符号，则该类别在该月被标记为供给驱动型。如果价格或数量的实际值与预测值足够接近，在统计上的差异为零，则该类别在该月被标记为不明确。然后我将数据窗口向前滚动一个月，重复这个过程。我每个月都重复这个过程，直到我到达最后一个数据窗口，对于这篇文章来说，最后一个窗口从 2012 年 5 月开始，到 2022 年 4 月结束。

食品和家用产品，如餐具、亚麻制品和家用纸制品的价格经常因供给因素而发生变化。汽车相关产品、二手车和电力等类别的价格经常因需求驱动而发生变化。然而，对过去两年的数据进行评估可以发现，疫情发生后，一些产品类别经历了需求和供给冲击。具体而言，2021 年和 2022 年由供给导致价格变化异常频繁类别包括疫情期间已知供给受限的产品，如新汽车、燃料和维修服务。在此期间由需求导致价格变化异常频繁的类别包括许多家用消费品，例如家具、服装、玩具、视频设备和炊具，以及因疫情关闭后重新开放的服务，如餐馆和博物馆。

图 1 供给驱动和需求驱动对 PCE 通胀同比增速的贡献



注：数据在“供给和需求驱动的 PCE 通胀数据”可用。灰色阴影表示 NBER 的衰退日期。

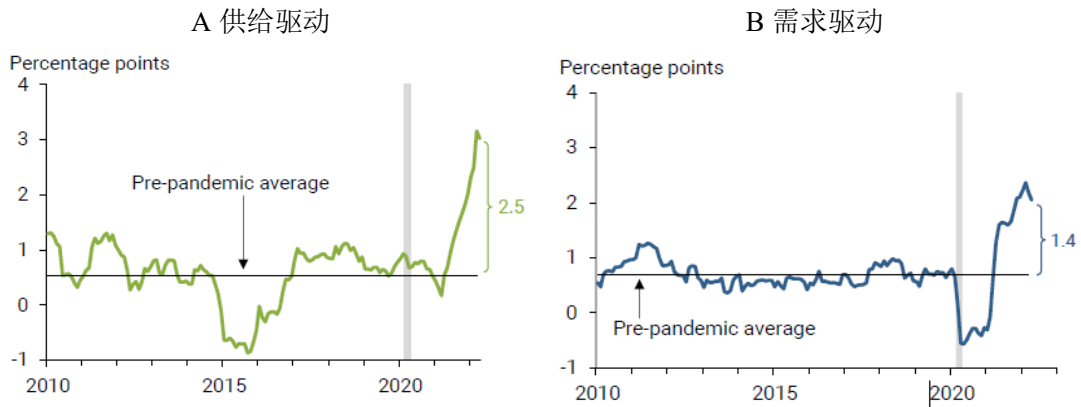
图 1 显示了 1998 年至 2022 年期间，供给驱动因素（绿色）和需求驱动因素（蓝色）对 PCE 总通胀的同比增速的贡献。黄色部分显示了 PCE 通胀不明确的部分，既没有被标记为需求驱动，也没有被标记为供给驱动。计算对月度通胀贡献度的方法是，将某一特定类别的价格变化乘以该类别在 PCE 中的最新权重。需求驱动型、供给驱动型和模糊类别的每月贡献度为该类别中所有项目贡献的总和。需求驱动型和供给驱动型通胀的贡献度为过去 12 个月的月度贡献之和。这产生了一个系列，可以直接与 PCE 通胀的同比增速进行比较。

随着时间的推移，图形的变化显示出一些直观的动态。需求驱动因素对 PCE 通胀的贡献在衰退期间下降。2001 年 9 月 11 日之后航空旅行的崩溃被确认为需求驱动，2014 年和 2015 年能源价格的急剧下降被确认为供给驱动。

### 疫情期间通胀的驱动因素

为了探究是供给还是需求因素导致了当前的高通胀，我将当前由供给和需求驱动的通胀与疫情前 10 年的平均水平进行了比较。疫情之前，PCE 平均通胀率为 1.5%，远低于 2022 年 4 月 6.3% 的水平。图 2 将最近的通胀驱动因素和 2010-2019 年的平均水平进行了展示。A 图比较了供给驱动型因素的贡献，而 B 图比较了需求驱动型因素的贡献。供给驱动因素对通胀的贡献度较疫情前的平均水平高出 2.5 个百分点，而需求驱动因素高出 1.4 个百分点。对于当前通胀的同比增速与疫情前水平 4.8 个百分点的差距，供给驱动因素可以解释一半多一点，需求驱动因素可以解释三分之一，未分类的其它因素解释了剩余的差异。

图 2 供给驱动和需求驱动因素对 PCE 通胀的贡献



注：灰色阴影表示 NBER 的衰退日期。

对核心 PCE 通胀（剔除历史上波动较大的食品和能源类别）进行同样的计算，结果有些类似。不同的是，供给和需求因素各自解释了核心通胀水平上升的一半左右。具体而言，对于当前核心 PCE 通胀的同比增速与疫情前平均水平 3.3 个百分点的差距，供给和需求驱动因素分别解释了 45%。月度结果可在数据网页上查看<sup>5</sup>。

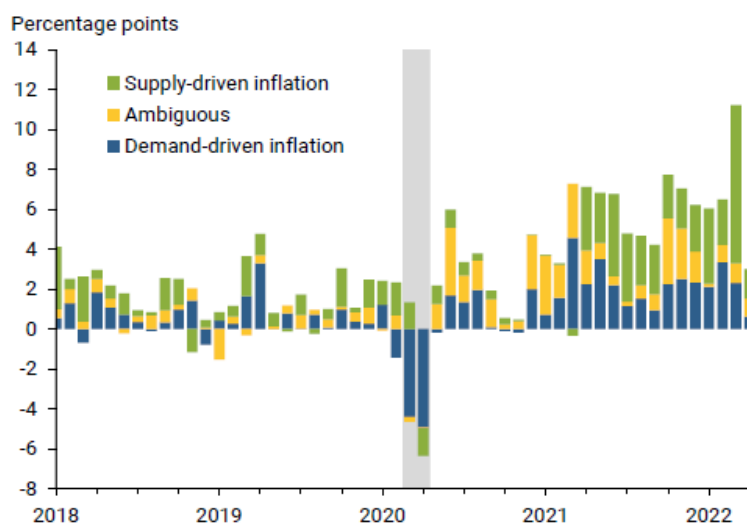
最后，我对折成年率的 PCE 通胀的月度变化率进行了估计。这提供了在疫情期间供求因素如何影响通货膨胀的更高频率的描绘。图 3 对过去五年的通胀情况进行了分解，显示了构成图 1 所示的 12 个月变化的 1 个月变化情况。

疫情初期通货膨胀率下降是由于需求因素减少，而 2021 年 3 月通货膨胀率飙升主要是由于需求驱动因素增加。在此期间，与疫情相关的公共卫生政策开始重新开放经济，此外 2021 年 3 月颁布的美国救援计划进一步刺激了需求因素。由于与 Delta 变种相关的 COVID-19 感染开始增加，这些因素在 2021 年夏季开始放缓，但随着 Delta 变种消失，需求在秋季重新出现。

与此同时，供给因素在 2021 年 4 月开始增多，这表明经济重新开放的反应略有延迟。自此，供给驱动的通胀一直居高不下，最近还在升高。这种升高是由于粮食和能源供给中断，包括与入侵乌克兰有关的供给中断。

<sup>5</sup> 数据页：<https://www.frbsf.org/economic-research/indicators-data/supply-and-demand-driven-pce-inflation/>

图 3 对 PCE 通胀月度变化率（折合成成年率）的贡献



注：灰色阴影表示 NBER 的衰退日期。

## 结论

本文的分析表明，供给因素对当前 PCE 通胀水平上升负有一半以上的责任。这在一定程度上反映了劳动力持续短缺以及疫情和俄乌战争导致的全球供给中断所造成的供给限制。虽然需求因素在 2021 年春季发挥了重要作用，但它们对近期的高通胀只做出了三分之一左右的贡献。此外，不能明确分类的其它因素也发挥着重要作用。

这些结果显示，近期通胀上升的原因中，需求以外的因素约占三分之二，突显出当前经济面临的一些风险。由于供给冲击会提高价格并抑制经济活动，供给相关因素的普遍存在增加了进入低增长和高通胀时期的风险。这种风险在很大程度上取决于劳动力短缺和全球供给中断的持续时间。尽管人们普遍预计今年供给中断将有所缓解，但这一结果存在高度不确定性。

---

本文原题为 “The Decoupling of Russia: European Vulnerabilities in the High-Tech Sector”。本文作者 Adam Hale Shapiro 是旧金山联储经济研究部，主要研究方向为产业组织、宏观经济和医疗保健。本文于 2022 年 6 月刊于 FRBSF 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 另一场缩减恐慌会冲击新兴市场吗？

Otaviano Canuto/文 申劭婧/编译

导读：近期，美国国债收益率持续走低引起了一些市场震荡，在新兴市场尤其如此。但当下我们有了比 2013 年更安全的市场现状，人们更应该关注的是免疫接种速度缓慢导致疫情后恢复乏力；商品价格上涨导致通货膨胀；以及仅仅恢复疫情前时代的低增长率的经济战略。编译如下：

7 月初，美国 10 年期国债收益率跌至四个月来的最低水平，股市也因担心今年对经济增长的乐观预期不会得到证实而下跌。不过，普遍的观点是近期通胀的飙升是暂时的，这将使美联储能够在未来某个时候平稳地缩减其资产负债。

本月的市场事件可以部分追溯到今年 2 月和 3 月，当时美国长期利率上升，市场预期美联储可能很快开始收紧货币政策。随着美国总统拜登推出大规模财政计划，人们对通胀和经济过热产生了新的担忧。十年期美国国债收益率从低于 1.2% 适时上涨至接近 1.8%，然后在本月企稳并回落至之前的水平。

尽管在制定政策的联邦公开市场委员会（FOMC）6 月的会议后出现了一些紧张情绪，因为当时一些 FOMC 成员采取了更为强硬的态度，但美联储仍然通过承诺在开始缩减其每月债券购买计划之前给予充分的提前通知来保持市场冷静。从那时起，利率以显著的速度下降。

但新兴市场仍存在不确定性，其中大部分因 2 月至 3 月的恐慌以及随之而来的美国市场利率上调而遭受资本外逃。尽管这些资金外流已经逆转，但美联储改变策略的可能性依旧存在，这让我们是否正在走向另一场像 2013 年一样震撼全球市场的“缩减恐慌”仍悬而未决。

回想当年 6 月，时任美联储主席本·伯南克（Ben Bernanke）曾暗示 FOMC 可能很快就会开始放慢购债速度。这一声明在不知不觉中引发了一波加息浪潮和新兴市场的资本外逃。

当时，“脆弱五国”——南非、巴西、印度、印度尼西亚和土耳其——经常账户赤字很高，对外国资本流入的依赖性很强。多年来，他们受益于美国超宽松货币政策的溢出效应，导致投资者在新兴市场寻求更高的收益率。当伯南克提出逐步收紧货币政策的可能性时，投资者一度感到恐慌。

新兴市场的另一轮资本外流发生在 2018 年 5 月，当时美联储确实开始减持资产；但随着美国债券市场的抛售和美元升值，这种逐渐减少的趋势在 2019 年停止。这一次，“脆弱五国”已剩下土耳其和阿根廷两国，它们都由于其大量外币债务而出现经常账户的高赤字，并极易受到汇率波动的影响。

接下来让我们回到今年。根据国际金融协会的数据，2月至3月的市场恐慌足以导致流入新兴市场的非居民投资组合大幅减少。尽管这些损失在接下来的三个月中得到了部分弥补，但对“缩减恐慌 2.0”的担忧在未来两年仍非常突出，尤其是如果美联储开始采取看起来比目前预期更快的收紧速度。

但重要的是要记住，现在不是 2013 年了。当时，脆弱五国经常账户赤字平均占 GDP 的 4.4%左右，而今天仅为 0.4%。此外，近年来流入新兴市场的外部资源远没有 2013 年爆发前几年那么大。实际汇率也没有像当时那样被高估。除土耳其外，脆弱五国的外部融资需求总额占外汇储备的比例大幅下降。

另外两个缓解因素也值得考虑。首先，如果更强劲的经济增长推动美国利率上升，一些新兴市场的积极贸易联系可能有助于抵消任何负面的金融溢出效应。其次，可以合理假设美联储这次将提供更合适的“信号”，从而将再次发生恐慌事件的风险降至最低。

许多新兴经济体的“双赤字”问题如何？人们不能忽视这样一个事实，即新兴市场去年遭遇大量资本外流，而它们的财政赤字因疫情而上升。但是，尽管发生了新冠危机，新兴市场通常能够依靠国内投资者，在某些情况下，依靠中央银行来为其更大的财政赤字融资。而从 2020 年下半年开始，一些新兴市场的非居民购买政府证券又开始回升。

诚然，由于可能仍需要发行一些外币计价证券，与改变外汇流动相关的风险并未完全消除。哥伦比亚和智利等国家的美元债务水平仍然相对较高，在一些新兴市场，投资组合流入对于财政赤字融资仍然至关重要。但归根结底，新兴市场面临的更大风险在别处。与其担心又一次缩减恐慌，我们应该更关注免疫接种速度缓慢导致疫情后恢复乏力；商品价格上涨导致通货膨胀；以及仅仅恢复疫情前时代的低增长率的经济战略。

---

本文原题为“Will Another Taper Tantrum Hit Emerging Markets?”。本文作者 Otaviano Canuto 是布鲁克林基金会全球经济和发展项目的非常驻资深研究员。本文于 2022 年 7 月 15 日刊于布鲁克林基金会官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 当前与过去通胀比你想象的更接近

Marijn A. Bolhuis, Judd N. L. Cramer, Lawrence H. Summers /文 熊春婷/编译

导读：1983 年之前，人们用消费者价格指数（CPI）对美联储政策的机械式响应来衡量美国的住房通胀率，这人为的导致了 CPI 处于高峰值后又迅速下降。为了更好的理解当前通胀率已上升至 40 年来最高点的背景，本专栏展示了总体 CPI 指数和核心通胀率的新的历史数据序列，这些数据序列更符合战后时期的支出份额。通过这些数据序列，作者发现目前的通胀水平远比官方系列数据所显示的更接近过去的通胀峰值。编译如下：

随着美国对通胀的担忧加剧，人们对月度消费者价格指数（CPI）更加关注。截至今年 5 月，CPI 指数在过去 12 个月里增长了 8.6%，这是自 1981 年以来的最高年增长率。这可能还不是峰值，因为交易员预计这一比率将在未来四个月内增长到 9% 左右。这是一个令人担忧的数字，不过它仍然远远低于 1980 年 3 月官方公布的峰值 14.8%。为了思考当前紧缩的通胀动态和货币政策，经济学家正重新审视沃尔克时代的通胀和此前的通胀上升时期（Reis 2021, DeLong 2022, Ha et al. 2022）。在最近的一篇论文（Bolhuis et al. 2022b）中，我们指出了测量方法中的重要差异，以此告诫人们不要进行快速比较。在 1983 年 1 月之前，用总体 CPI 指标去测量房屋拥有成本使得之前的 CPI 通胀指标峰值仿佛是被人为的推高（特别是沃尔克时代）。使用现代方法去估计 1983 年之前的 CPI 指数一方面说明当前的通货膨胀，特别是核心通货膨胀，更接近之前的峰值。另一方面还表明，过去人们用 CPI 对美联储利率政策的机械式响应来衡量住房通胀率。因此，减缓通货膨胀的计划不能依赖于与 1983 年之前的 CPI 指数进行比较。

尽管历史上的 CPI 通胀看起来更类似于今天的调整，但我们强调了与沃尔克时期的一些重要差异。由于一些原因，今天的问题更容易解决。最重要的是，在 1970 年代后期，预期的长期通胀率接近两位数（Hazell et al. 2020）。目前的预期通胀率水平较为稳定（Krugman 2022），这表明及时采取措施能更好的解决通胀问题。此外，我们强调的主要问题不会影响美联储首选的衡量通胀的指标，即个人消费支出价格指数（PCE 指数，Wilcox 2022）。PCE 指数中较低占比的住房份额也能解释当前的 CPI 指数为何会更快地回归趋势（Bolhuis et al. 2022a）。

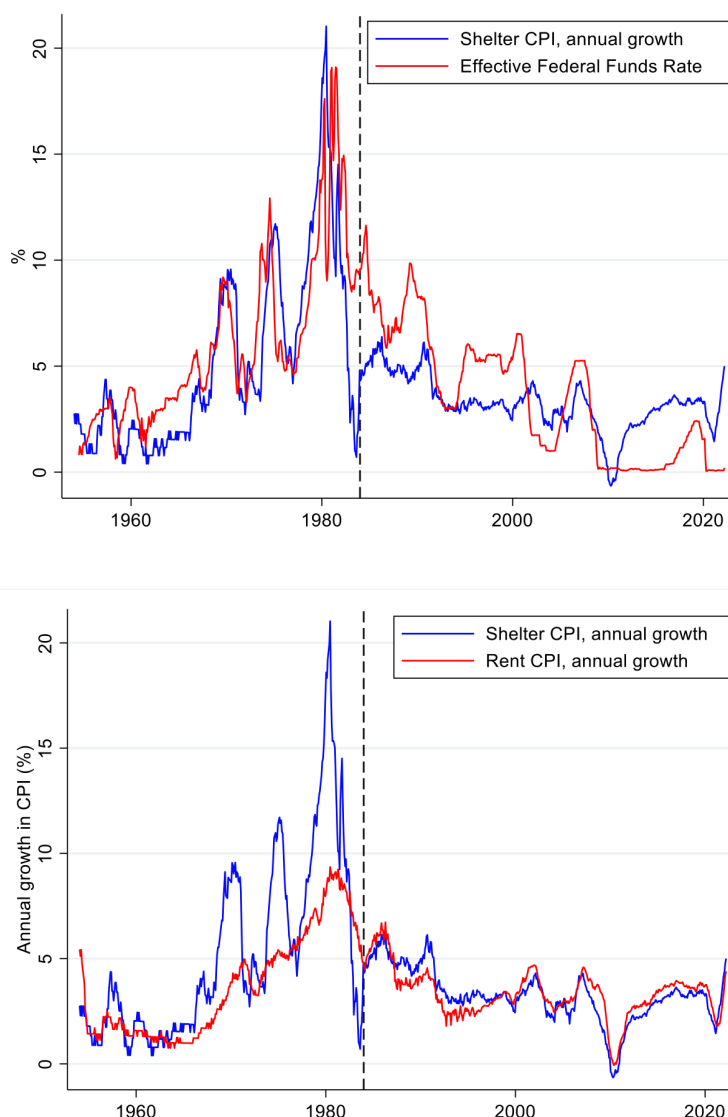
### 1、衡量通货膨胀：住房的作用

住房既是消费品，也是投资。1953 年至 1983 年间，劳工统计局（BLS）在评估住房拥有成本时并未将其与 CPI 指标分开。它制定了一项衡量指标，通过输入房价、抵押贷款利率、财产税和保险以及维护成本来捕捉了房主的支出变化。该指标比租金更能反映利率变化和房价波动。这种方法产生了一个易波动



的住房价格序列，如图 1 所示。1982 年 12 月，这一有缺陷的指标在总体 CPI 指标中占比为 26.1%。由于联邦基金利率对抵押贷款利率的影响，这些住房成本也直接受到美联储政策的影响。在 1967-1969 年、1972-1974 年和 1977-1981 年的紧缩周期中，住房通货膨胀急剧增加，但当紧缩步伐放缓时，住房通货膨胀急剧下降。

图 1 1954 年—2022 年的住房 CPI 通胀指数和联邦基金利率



资料来源：BLS 劳工局。

注：与 12 个月前相比的变化百分比。OER 自 1983 年 2 月开始发生变化。

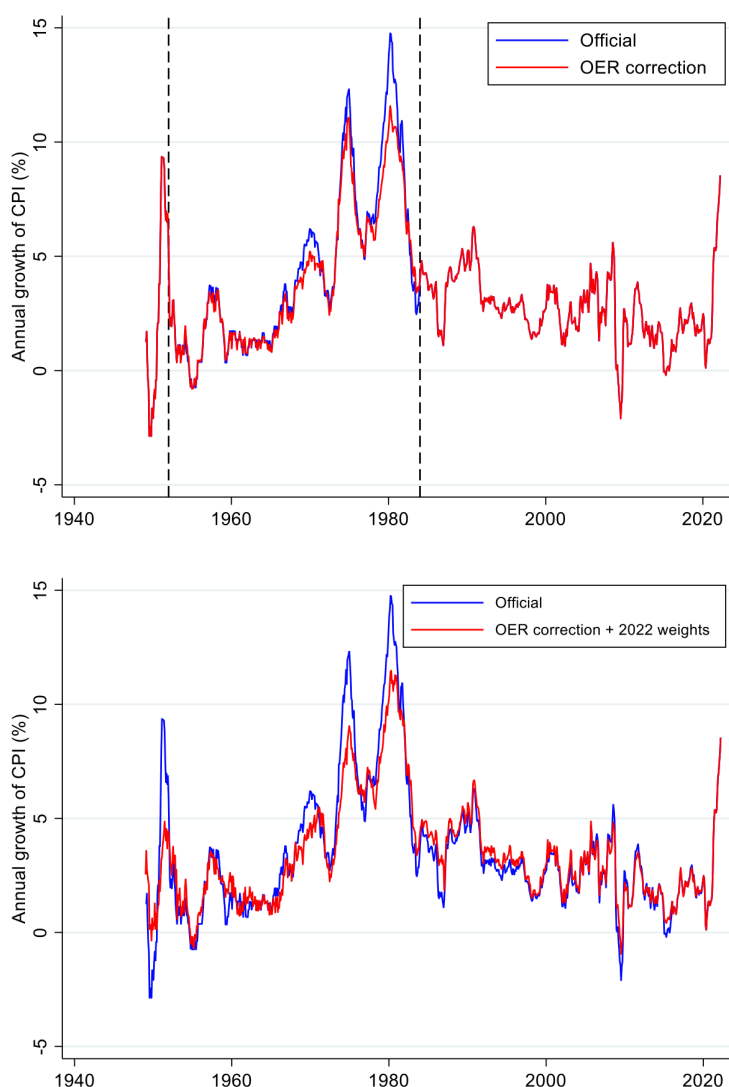
1983 年，经过十年的内部辩论，劳工统计局用业主的等价租金指数（以下简称 OER 指数）替换房屋所有权成本。通过估算房主在租赁市场上的房屋收益，劳工统计局剔除了住房的投资收益，以分离自住业主对住宅服务的消费。自 1983 年进行这一改变以来，住房 CPI 指数的波动性小了很多，与租金 CPI 指数



的相关性要高得多（图 1 的底部面板数据）。利用战后公开的 BLS 数据，我们重新估计总体 CPI 和核心通胀率，可以更好地进行跨期比较。

我们的数据集包含 32 个部分，覆盖了自 1946 年以来约 90% 的总体 CPI。我们构建了三种测量通货膨胀率的方法，如图 2 所示。首先，我们复制官方公布的总体 CPI 和核心 CPI 通胀率。然后，我们通过使用 CPI 租金数据序列估算 OER 指数来调整 1983 年之前的 CPI 通货膨胀率。最后，为了评估 CPI 不同组成部分波动率的差异性对总体通胀的重要性，我们创建了第二版本的 CPI 序列估计值，在整个时期内该序列使用 2022 年的权重，并使用估计的 OER 指数去调整 1983 年以前的数据。

图 2 官方的和估计的总体 CPI 指数



资料来源：BLS 劳工局。

注：与 12 个月前相比的变化百分比。OER 自 1983 年 2 月开始发生变化。左边：1983 年以前的 OER 指数估计值取代住房所有成本。右边：1983 年以前的 OER 指数估计值取代住房所有成本，且数量权重固定在 2022 年的水平

## 2、对比通货膨胀周期

我们的估计表明，目前的通胀率比官方 CPI 数据更接近其他周期的峰值。在表 1 中，我们使用估计值将当前的通货膨胀动态与三个通货膨胀周期进行比较，发现官方总体 CPI 的年增长率达到峰值，高于目前的 8.6%。通常认为沃尔克时代通货膨胀率的峰值（1980 年 3 月）为 14.8%，如果将住房所有成本调整为 OER 时，该峰值仅为 11.6%。当使用 OER 指数衡量通胀时，同月核心 CPI 的增长率从 12.5% 下降到 6.7%。这些巨大差异既反映了 OER 指数在 CPI 指数中所占权重很大，特别是在核心 CPI 中，也反映了 OER 指数的估计值比住房所有成本的峰值低。

表 1 过去和今天的通胀周期

		Headline CPI			Core CPI		
		Official	Today's basis	Today's basis and weights	Official	Today's basis	Today's basis and weights
1949-54 <sup>a</sup>	Start	-2.9	-2.9	0.1	0.4	-0.2	0.3
	Peak	9.4	9.4	3.3	7.2	6.9	5.0
	End	-0.7	-0.7	-0.5	-0.4	-0.4	-0.6
	Reflation	12.3	12.3	3.2	6.8	7.1	4.7
	Disinflation	10.1	10.1	3.8	7.6	7.3	5.6
1972-76 <sup>b</sup>	Start	2.7	2.4	2.2	2.8	2.2	2.1
	Peak	12.3	11.0	9.1	11.7	9.5	7.8
	End	4.9	5.1	5.9	6.1	6.3	6.1
	Reflation	9.6	8.6	6.9	8.9	7.3	5.7
	Disinflation	7.4	5.9	3.2	5.6	3.2	1.7
1978-83 <sup>c</sup>	Start	6.5	5.7	5.6	6.5	5.0	4.9
	Peak	14.8	11.6	11.4	13.6	9.1	9.8
	End	2.5	3.4	3.4	3.0	4.3	3.6
	Reflation	8.3	5.9	5.8	6.1	4.1	4.9
	Disinflation	12.3	8.2	8.0	10.6	4.8	6.2
Today <sup>d</sup>	Start	0.1	0.1	0.1	1.2	1.2	1.2
	Peak	8.6	8.6	8.6	6.5	6.5	6.5
	Reflation	8.4	8.4	8.4	5.3	5.3	5.3
	Disinflation (to 2% target)	6.6	6.6	6.6	4.5	4.5	4.5

资料来源：BLS 劳工统计局，作者计算。

我们的估计还表明，过去的通货膨胀周期看起来比今天更不稳定，原因是过去临时性商品成分所占权重更大。例如，在 20 世纪 50 年代初，食品和服装在总体 CPI 指数中占比接近 50%。由于朝鲜战争导致供应短缺，这些商品的增长率飙升至 10% 以上，随后总体通胀率在一年内从 9% 降至 2%。现在食品和服

装仅占整体 CPI 权重的 17%。该指数见证了从临时性商品成分占比大到波动性较小的服务业商品占比大的转变，“粘性”行业在 CPI 中的权重全面增加（Bryan 和 Meyer 2010）。当前的测量方法使住房通胀特别具有粘性（Bolhuis et al. 2022a）。测量方法的这种变化导致对不同 CPI 指标进行比较变得更复杂。

我们再次注意到，自 2000 年以来，美联储首选的通胀衡量指标是 PCE 价格指数，该指数一直被用来衡量租金通胀水平，而且没有受到我们所研究的住房问题的影响。尽管存在不足之处，劳工统计局最近报告称，集体谈判协议覆盖超过 200 万工人，他们的工资与 CPI 挂钩。CPI 指数还影响了近 8000 万人的收入，包括：4780 万社会保障受益人，410 万军人和联邦公务员退休和幸存者，以及 2240 万食品券领取者。在美国，CPI 还被用作几乎涉及每个美国家庭的无数其他合同的输入。通过这种方式，CPI 低于预期可能会在 CPI 和 PCE 中实现自我强化，因为通胀需要更长的时间才能退出体系。此外，我们注意到公众和记者倾向于通过 CPI 来了解当前的通胀状况。我们可能不再考虑 CPI 和 PCE 通胀对未来形成长期通胀预期的作用，但是也不能完全忽略 CPI 的作用。

### 3、本文关于通胀的要点

由于 1983 年前后衡量住房通胀的方式存在差异，过去的通胀周期看起来更加不稳定，并且对美联储的政策反应更敏感。我们强调三个要点。首先，我们的观察结果表明，与直接比较通货膨胀率相比，当前的通货膨胀制度更接近 1970 年代后期的通货膨胀制度。校正后的估计结果表明，核心 CPI 通胀率目前处于 1979 年的水平。其次，我们认为从 Paul Volcker 在 1980 年代初公布的 CPI 通货紧缩数据中去分析货币紧缩的影响是错误的。若采用今天的衡量方法，Paul Volcker 时期的核心 CPI 通货紧缩率要小很多。按照 1980 年代的速度，若使用修正后的估计，今天的总体 CPI 大约需要三年时间才能回到 2%。最后，许多评论者表示，货币政策通过住房发挥作用——过去一直如此。一旦利率稳定，住房通胀就会机械地暴跌。今天，鉴于其他地方讨论的住房通胀滞后结构（Bolhuis et al. 2022a），住宅服务可能会严重阻碍总体通胀率特别是核心通胀率的下降。即使房价不再以两位数的速度上涨，这对美联储来说也是个棘手的问题。

---

本文原题为“Past and Present Inflation are More Similar than You Think”。本文作者是 Marijn A. Bolhuis, Judd N. L. Cramer, Lawrence H. Summers。Marijn A. Bolhuis 是 IMF 组织的经济学家（经济学家项目），其主要研究方向为宏观经济学和机器学习预测。Judd N. L. Cramer 是哈佛大学经济学讲师。Lawrence H. Summers 是 Charles W. Eliot 大学的教授，同时也是哈佛大学名誉校长。本文于 2022 年 6 月 22 日刊于 VOX EU 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 《暂停偿债计划》国家风险前瞻

Charles Albinet/文 刘铮/编译

导读：暂停偿债计划（Debt Service Suspension Initiative, DSSI）于去年 12 月结束，它在新冠肺炎冲击期间为发展中经济体提供了财政喘息空间。政府债务的偿还正在恢复，但大多数 DSSI 受益国仍处于复苏阶段。一些国家的经济因俄乌冲突而变得更加脆弱。那么，我们是否应为 DSSI 的逐步退出感到懊悔？本文（i）概述了 DSSI 国家未来几年的外债动态，（ii）强调了由此产生的预算和市场操作方面的挑战，以及（iii）强调了主要的宏观经济风险。编译如下：

### 1、2022 年，关键的一年

**DSSI 受益国今年将面临“双重打击”**。事实上，他们将不得不履行“常规”的债务偿还，此外，还必须偿还早先根据 DSSI 暂停偿还的债务<sup>6</sup>。这种“双重打击”在 2022 年还不算严重，因为只需要偿还在 2020 年 4 月至 2020 年 12 月期间暂停的债务（32 亿美元<sup>7</sup>）。然而，在 2023 年和 2024 年，偿还金额将包括 2021 年暂停偿还的 97 亿美元，这一数量相当大-每年偿还超过 30 亿美元或这些国家 GDP 的 0.2%<sup>8</sup>。

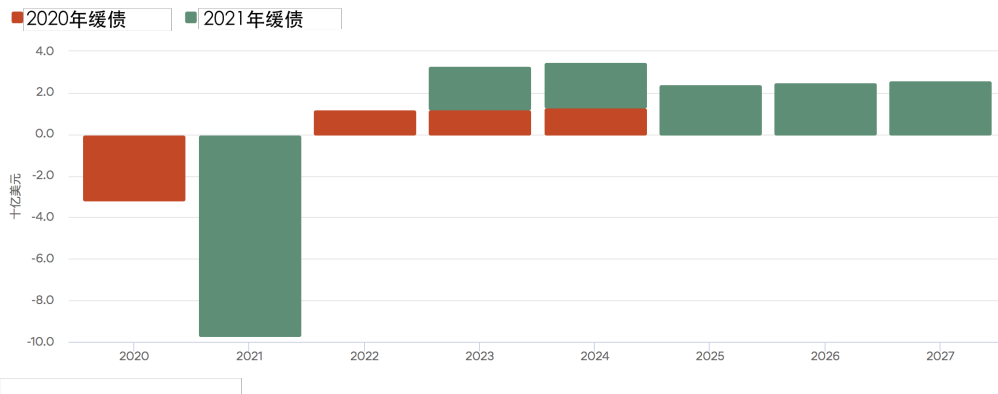
---

<sup>6</sup>根据 G-20 建议的重新安排条款，2020 年暂停偿还的债务将于 2022 年开始偿还，2021 年暂停偿还的债务将于 2023 年开始偿还。

<sup>7</sup>根据 G-20 公报（2022 年 2 月），2020 年 4 月至 2021 年 12 月期间有 129 亿美元暂停偿还，其中，根据世界银行（2022 年 4 月），2020 年暂停了 32 亿美元。

<sup>8</sup>基于一项债务可持续性分析。在符合 DSSI 的 73 个国家中，有 6 个国家因世界银行数据库（基里巴斯、马绍尔群岛、密克罗尼西亚、南苏丹、图瓦卢）或 IMF WEO 数据库（阿富汗）中数据缺失而被排除在外。

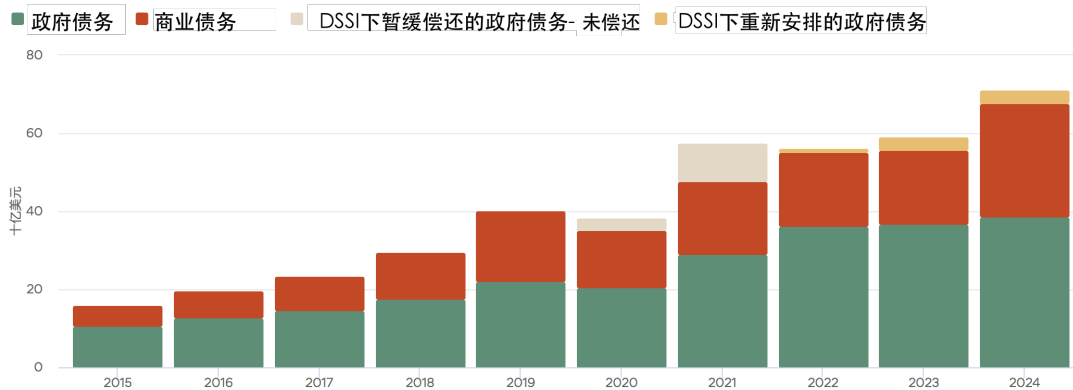
图 1 DSSI 的净影响在 2022 年是温和的，但在接下来的几年里会上升<sup>9</sup>



数据来源：G20, FDL

距离“危险地带”还有两年时间。根据目前的预测，偿债额将继续上升直到 2024 年。2022 年，外债偿付额（560 亿美元）将高于危机前的水平（2019 年为 400 亿美元）——主要原因是优惠性债务偿债额的增加（160 多亿美元）。我们预计这一趋势将加速，到 2023 年增至 590 亿美元，2024 年增至 710 亿美元。原因之一是大多数 DSSI 国家享受优惠债务来源。然而，一些国家严重地依赖短期商业债务。此外，一些国家（如巴基斯坦），2021 年举借的债务将对 2024 年的还款产生重大影响。

图 2 预计 2024 年外债还本付息（尤其是对私人债权人的偿还）将猛增



数据来源：G20, 世界银行, FDL

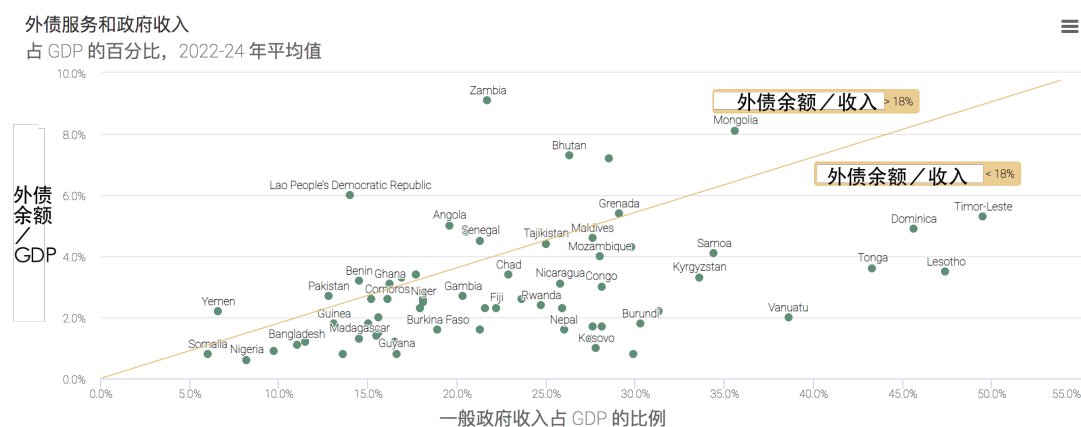
## 2、少数国家的债务紧张可能会加剧

<sup>9</sup>按照 G-20 建议的重新安排条款对 2020 年 4 月至 2021 年 12 月期间暂停的 129 亿美元债务进行估算：假设在 2020 年 4 月至 2020 年 12 月期间暂停的 32 亿美元债务将在 1 年宽限期后的 3 年内偿还；假设在 2021 年 1 月至 2021 年 12 月期间暂停的 97 亿美元债务将在 1 年宽限期后的 5 年内偿还。

偿债总额掩盖了几个国家的困境。将上述外债偿付情况分析与各国宏观财政表现相结合，我们确定了可能面临偿债挑战的 DSSI 国家。这些挑战可能会影响他们的预算以及市场再融资业务。

对于一些主权国家而言，外债偿付将越来越多地影响预算分配。主权国家是否能够调动足够的财政收入对于保持公共债务的可持续性至关重要。从这个角度来看，DSSI 国家之间差异很大。15 个国家的外债偿付额将占其财政收入的 18% 以上——这是一个很大的份额。而且，与危机前水平（2019 年）相比，2022-2024 年间，有 10 个国家的外债偿付与收入之比平均增加超过 10 个百分点（也门、老挝、赞比亚、不丹、科摩罗、佛得角、索马里、蒙古、几内亚比绍、马尔代夫、东帝汶）。

图 3 15 个国家的债务偿付将过度拖累公共财政



不包括：阿富汗；基里巴斯；马绍尔群岛；密克罗尼西亚；南苏丹；图瓦卢

数据来源：IMF（2022 年 4 月 WEO），世界银行（2021 年 10 月 IDS），FDL

此外，外债再融资也可能对一些国家构成挑战。2023 年，5 个主权国家（安哥拉、科特迪瓦、加纳、尼日利亚和巴基斯坦）的对外商业债务本息偿还将超过 10 亿美元，到 2024 年将有 9 个国家（加上孟加拉国、埃塞俄比亚、肯尼亚和赞比亚）。并且，当我们把目光转向国际市场债务，2023 年或 2024 年将有 6 个国家（埃塞俄比亚、洪都拉斯、肯尼亚、蒙古、尼日利亚、巴基斯坦）面临超过 5 亿美元的欧洲债券本金偿还。

表 1 未偿还债券国家的再融资时间表

国家	2022	2023	2024	2025	2026	2027
安哥拉	-	-	-	1500	-	-
贝宁	-	-	205	205	205	-
喀麦隆	-	-	-	750	-	-
科特迪瓦	55	55	195	348	55	55
多米尼克	1	0	17	0	15	0
埃塞俄比亚	-	-	1000	-	-	-
加纳	-	-	-	-	2250	750
格林纳达	11	11	11	11	11	10
洪都拉斯	-	-	500	-	-	700
肯尼亚	-	-	2000	300	300	300
老挝	34	120	11	340	46	119
马尔代夫	250	100	-	-	-	-
蒙古	1599	500	600	-	600	-
尼日利亚	300	500	-	1118	-	1500
巴基斯坦	1000	-	1000	500	-	1500
卢旺达	-	400	-	-	-	-
塞内加尔	-	-	396	-	1227	-
圣卢西亚岛	0	0	0	-	-	-
圣文森特和格林纳丁斯	1	1	0	-	-	-
塔吉克斯坦	-	-	-	-	-	500
赞比亚	750	-	1000	417	417	
合计	4001	1687	6936	5488	5124	

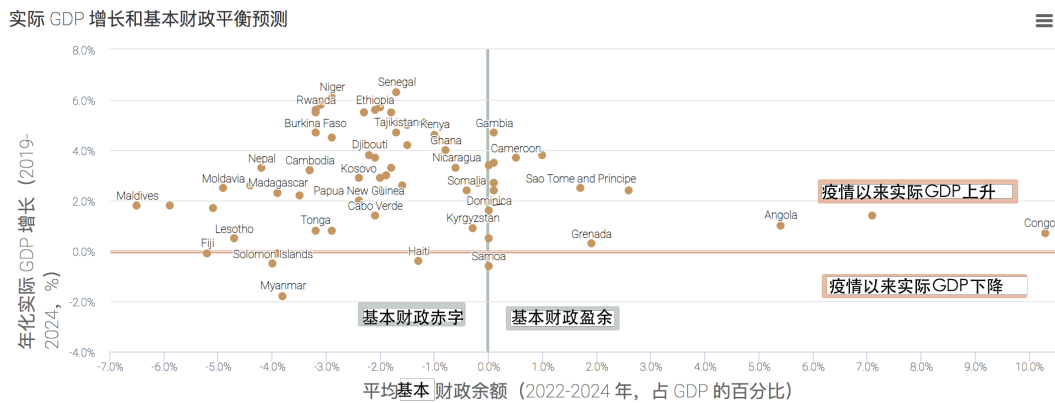
### 3、宏观前景

与其说直接风险是由偿债负担驱动，不如说是由宏观经济前景下行风险驱动。

经济活动正在迅速恶化。根据 2022 年 4 月国际货币基金组织《世界经济展望》（WEO）预测，在其分析的 67 个 DSSI 国家中，有 8 个国家到 2023 年将无法恢复其 2019 年（危机前）的实际 GDP 水平。19 个国家的年均增长率将低于 1%。截至 2022 年 6 月，这些预测可能过于乐观，因为发展中国家正在经历食品和能源价格冲击、更高的利率以及中国几个城市因新冠疫情而封锁的后果。

许多国家财政状况依然脆弱。在 73 个 DSSI 国家中，有 33 个国家预计 2024 年的基本余额将低于 2019 年。50 个国家将在 2022-24 年出现基本财政赤字。增加收入是一个长期问题，但也随着 COVID-19 危机而恶化——IMF 预计 2023 年政府收入占 GDP 的份额将低于 2015-19 年平均水平。

图 4 DSSI 国家面临的两大宏观挑战：低增长和财政失衡



不包括：阿富汗；基里巴斯；马绍尔群岛；密克罗尼西亚；南苏丹；图瓦卢（无 IMF WEO 预测数据）

未呈现：东帝汶（2022-24 年平均基本财政余额占 GDP 的 -45.8%；2019-24 年实际 GDP 年增长率为 0.2%）；圭亚那（0.3%；28.7%）

数据来源：IMF，2022 年 4 月 WEO

结果：基本的债务动态模型显示，在 IMF2022 年 4 月设定的情景下，债务还本付息仍然可控，但风险偏向下行。一些国家正在失去在市场上融资的能力，最近的全球冲击也给经济活动和财政表现带来下行压力。因此，应密切监测债务可持续性风险。



---

本文原题为“RISKS ON THE HORIZON FOR DSSI COUNTRIES”。本文于 2022 年 6 月刊于 Finance for Development Lab 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

# 构建非洲流动性和稳定性机制

BRENDAN HARNOYS-VANNIER/文 宋海锐/编译

导读：非洲国家面临着债务高企、资金流量下降、增长放缓等严峻的金融压力和不断增长的需求，低信誉度和流动性风险会增加融资成本，并转化为偿付能力问题。本文主张建立非洲流动性和稳定机制（ALSM），这一机制有助于保护非洲主权国家免受重大市场波动和避免对风险的误判。编译如下：

## 一、融资挑战

COVID-19大流行和乌克兰战争使非洲国家面临债务高企、资金流量下降、增长放缓等严峻的金融压力。与此同时，应对气候变化挑战、以及确保人人享有健康、教育和可持续基础设施的需求不断增加。

财政拮据是这些挑战的核心。由于官方发展援助停滞不前，非洲国家转向代价高昂的债券市场，面临着全球流动性风险。低信誉度和流动性风险会增加融资成本，并可能转化为偿付能力问题。随着新时代逐渐到来，机构预测非洲将出现一波又一波的债务危机。

虽然偿付能力问题必须通过充分的重组来解决，但这些索赔可能会以牺牲流动性相关问题为代价来解决，例如危机期间的风险溢价过高。事实上，平均而言，非洲的风险溢价往往确实是过高的，原因有三。

首先，由于缺乏后盾，非洲金融市场仍然面临风险蔓延。其次，虽然有必要通过提高收入调动和支出效率来提高信誉，但对非洲风险的看法被夸大：也就是说在同样基本面上，市场往往需要更高的利率。第三，出口仍然集中在大宗商品上，并受到高度波动的影响。对冲这些风险代价高昂，这就使得大宗商品出口国难以应对全球需求的起伏。

这不应分散人们对储蓄低、财政挥霍和低收入调动的注意力。在某些情况下，各国还应通过采用并更好地实施财政规则来加强治理体系。同时，对于基本面强劲的国家来说，屏蔽各国的流动性脆弱性，对于扩大这些国家的政策空间是必要的。

国际货币基金组织的支持是重要的，但仍然带有政治耻辱感，这使得各国不愿请求援助。与其他地区相比，非洲大陆没有区域金融安排。这是一个长期存在但尚未实现的项目。非洲大陆的政治领导人正在恢复行动，这项建议的目标是为这种区域金融安排提供可能的具体工具。

## 二、适应非洲特点的区域金融安排

在我们与经济研究论坛联合编写的第一份报告中，我们主张建立四个机制，这些机制组合在一起将形成一个名为“非洲流动性和稳定机制”的项目：

(1) 非洲经委会的流动性和可持续性机制，也就是一个特殊目的工具，可以提供回购（短期贷款），以换取非洲主权债务抵押品，从而解决非洲债券市场流动性不足的问题。这个流动性和可持续性机制旨在引入更大的流动性，并降低整个非洲大陆的政府借贷成本。该机制允许投资者通过可持续投资产生流动性，从而有助于为市场带来深度和流动性。

(2) 商品套期保值机制，使各国能够防范全球商品市场的波动。通常，商品生产商会通过在未来的市场上以给定的价格出售来锁定高价。这是有代价的：未来的买家要求存入资金，称为追加保证金，当价格上涨时，以确保商品可以交付。对于流动性差的国家，这些追加保证金能过于昂贵。因此，我们建议该机制利用其 AAA 评级来保证追加保证金，从而允许针对价格下跌的远期滚动保险。

(3) 信用增级机制，其作用是稳定现有债务存量。它将通过提供滚动利息支付担保来做到这一点（效仿 1980 年代和 1990 年代拉丁美洲布雷迪债券的例子）。这将降低担保债券的市场融资成本，并确保具有高流动性的同质资产类别。由于具有优先债权人地位，非洲流动性和稳定性机制（ALSM）将限制其损失风险。

(4) 债务重组便利化机制，通过在债务重组时提供现金“甜味剂”来促进债务重组谈判，并确保更多的私人投资者参与。通过以固定价格（提前固定以避免所谓的“回购”或市场游戏）买断边际债权人，这种流动性线将减少重组谈判的长度和成本。

### 三、确保可持续性

非洲流动性和稳定性机制要求在财务上是可持续的，这需要几个先决条件。

首先，它不应低估偿付能力风险的程度。为避免损失，它应确保各国通过与其他国际机构合作制定一套偿付能力标准，从而走上可持续的财政道路。它还发展出自己的监测能力，类似于亚洲昌迈倡议多边化的东盟+3 宏观经济研究办公室（AMRO）职能。信用增级机制尤其如此，因为该机制将面临国家风险。该机制还可以要求在收入调动能力太低时提高收入调动能力的承诺，包括进行强有力的改革。

第二，通过以信托基金的形式设立，由一个机构主办，最好是一个从优先债权人地位中受益的泛非机构，可以减轻这一问题。ALSM 贷款的资历将确保如果发生违约，该机构将获得偿还。因此，担保不会是对私人债权人的救助。

第三，它应由非洲国家和外部捐助者签署，包括额外提款权的借出。发达国家重新调配的实际努力仍然落后于承诺，而这样一项文书将是一个有效的渠道，只要它是由特别提款权规定的持有者主持的，或者从长远来看将要获得这

一地位的。为确保适当的问责制和独立性，ALSM 应由代表成员国和国际官方财政捐助者的董事会管理。

ALSM 不会是银子弹，但它将保护非洲主权国家免受重大市场波动和对风险的误判。此外，它可以成为协助各国改善财政治理和收入调动的重要工具。随着世界变得越来越不确定，投资需求可能会随着利率的上升而上升，这样一个培育更深入、更稳定金融市场的机构至关重要。

---

---

本文原题名为“[For an African Liquidity and Stability Mechanism](#)”。本文作者为 BRENDAN HARNOYS-VANNIER。本文于 2022 年 6 月 30 日刊于 FDL (Finance For Development Lab, 金融促进发展实验室) 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

---

## 针对俄罗斯的出口管制正在发挥作用，中国也在遵守制裁

Martin Chorzempa/文 宋海锐/编译

导读：在俄罗斯入侵乌克兰后，对其作出的经济制裁旨在永久削弱其发动战争的能力。出口限制和制裁正在侵蚀俄罗斯的经济和军事，俄罗斯的进口量大幅下降，不仅是来自制裁联盟国家的进口下降，而且来自拒绝采取制裁措施的国家，尤其是来自中国的进口量也在下降。编译如下：

在俄罗斯入侵乌克兰后，对其作出的经济制裁旨在永久削弱其发动战争的能力。俄罗斯很容易受到军事相关零部件出口限制的影响，因为其许多零部件来自国外。同时，大多数国家拒绝加入由美国领导的实施制裁和出口管制的联盟，这给俄罗斯在零部件、技术和货币方面留下了一个巨大的潜在漏洞。

形势复杂多变，但有证据表明，出口限制和制裁正在侵蚀俄罗斯的经济和军事。俄罗斯的进口量大幅下降，不仅是来自制裁联盟国家的进口下降，而且令人惊讶的是，来自拒绝采取制裁措施的国家，尤其是中国的进口量也在下降。中国是欧盟之后导致俄罗斯进口下降的第二大因素，尽管中国国家主席习近平承诺与俄罗斯进行无限制的合作；中国媒体的亲俄倾向；以及 5 月在小约瑟夫·R·拜登（Joseph R. Biden Jr.）总统访问东京期间，与俄罗斯一道向日本附近地区派遣了轰炸机以显示团结。

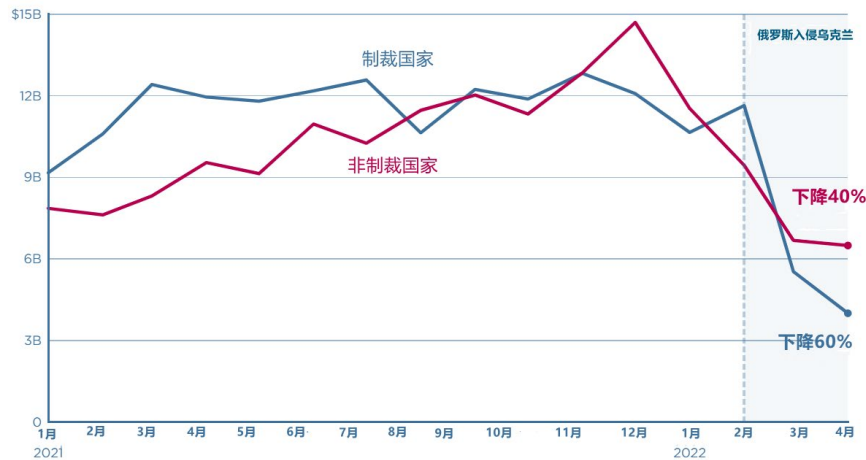
然而，俄罗斯的进口量依然很大。事实证明，有必要采取强有力的行动，例如二次制裁，以确保美国的技术和货物不会被转用于造福俄罗斯的军事行动。

### 一、制裁对尚未实施制裁的国家具有约束力

能源价格上涨意味着，尽管欧洲实行禁运，但俄罗斯的石油和天然气客户众多，因此有大量资金流入，用于购买其他国家愿意出售的任何商品和服务。如果俄罗斯能够使用这些资金从非制裁国家获得其战争和经济所需的组成部分，“回填”将削弱制裁的大部分效力。

如果俄罗斯从非制裁国家大规模进口，人们预计这种情况将保持稳定，俄罗斯将利用制裁国家留下的漏洞不断增加来自非制裁国家的进口量。俄罗斯已停止报告其进口量数据，但 2021 年占到俄罗斯总进口量约 90% 的 54 个国家的出口数据显示，没有“回填”的证据（图 1）。自入侵以来，制裁国家对俄罗斯的出口较 2021 年下半年平均水平下降了 60%。然而，值得注意的是，非制裁国家对俄罗斯的出口也下降了 40%，这加剧了俄罗斯国外购买能力的下降。自入侵乌克兰以来，样本中只有三个国家（以色列、乌兹别克斯坦和巴西）在一个月对俄罗斯的销售额高于 2021 下半年的平均水平，而且增幅很小。

**图 1 对俄罗斯的制裁也损害了其与非制裁国家的贸易**  
**制裁和非制裁国家向俄罗斯出口，数十亿美元，2021 年 1 月至 2022 年 4 月**



注：制裁国家是指自 2022 年 4 月起对俄罗斯出口实施制裁的国家。下降是指 2022 年 4 月出口量比 2021 年第三季度和第四季度的平均水平下降。

数据来源：中华人民共和国海关总署、欧统局和国家来源。

## 二、关注中国做什么，而不仅仅是说什么

到目前为止，中国是最重要的潜在回填来源国。2021 年，中国为俄罗斯提供了四分之一的进口量，出口金额达 730 亿美元，超过了任何其他国家。中国谴责制裁，并宣布将与俄罗斯保持正常的经济关系。根据联合国商品贸易统计数据库，中国是俄罗斯经济和可能的军事投入的关键供应商，2020 年提供了俄罗斯 57% 的半导体和 20% 的集成电路进口量。许多先进的半导体被送往中国进行封装，可能会从那里被重新运回到俄罗斯。美国官员意识到这一可能性，并警告中国不要利用这一潜在漏洞来帮助俄罗斯。

正如我在 PIIE 的一些同事在 3 月份预测的那样，中国出口商似乎已经将违反出口管制和制裁的风险内化了。根据美国出口管制和制裁法，违反向俄罗斯出售敏感商品禁令的中国公司可能无法获得关键技术、商品和货币（所有主要储备货币发行国都已加入制裁）。中国的行为反映了这种风险（图 2）。自入侵以来，中国对俄罗斯的出口与 2021 年下半年相比下降了 38%，与非制裁国家的平均水平持平。

中国遵守西方制裁的一个令人信服的因素是，外国跨国公司占中国出口的一半。这些公司需要与全球经济接轨，并且大概不是在听从中国政府的命令，而是在接受处于制裁国家的自己公司总部的命令。入侵后出口下降的原因中，外国公司与中国公司的占比难以进行分类，但很明显，外国跨国公司并不是唯一的驱动因素。中国银联拒绝与受到制裁的俄罗斯银行合作，甚至连被西方指控得到中国军方支持的被列入黑名单的中国科技巨头华为也缩减了在俄罗斯的

业务。

另一个因素也很清楚：新型冠状病毒封锁并不是这种下降的驱动因素。自入侵以来，中国的整体出口仅比去年下半年下降 8%；它对俄罗斯的出口下降了近五倍。可以肯定的是，公开信息可能会遗漏秘密行动，但获得机密信息的人士报告称，他们没有看到中国有任何系统性地逃避制裁或在军事上支持俄罗斯的行动。

然而，中国并没有停止与俄罗斯的贸易。如图 2 所示，中国的进口量已飙升至历史新高。毫不奇怪，这些进口中有近 80%是石油和天然气，西方的制裁制度将其排除在外，以防止全球能源价格进一步飙升。事实上，尽管欧盟言辞强硬，但入侵后欧盟从俄罗斯进口的石油产品超过了中国从俄罗斯的总进口量。

图 2 即使没有正式制裁，中国对俄罗斯的出口也大幅下降，但从俄罗斯的进口正在迅速增长

中国与俄罗斯的贸易额，数十亿美元，2021 年 1 月至 2022 年 5 月



数据来源：中华人民共和国海关总署

### 三、制裁有效吗？

对俄罗斯施加的这种限制具有累积效应。俄罗斯的一些军事储备似乎已经用完，机器需要更换零件或需要国内不可能有的外国技术专家。正如世界各地的供应链所发现的那样，缺少一个小部件可能会导致整条装配线关闭。一些知名分析人士断言，进口下降意味着制裁正在“扼杀”俄罗斯经济。

进口总量的下降给俄罗斯带来了巨大的痛苦，证据表明，外国技术和零部件的不可获得性正在影响俄罗斯芯片、导弹、坦克、汽车、飞机等的维护、供给以及未来发展。俄罗斯经济部预计 2022 年国内生产总值将收缩 12.4%。

然而，尽管俄罗斯是 38 个制裁国家经济火力的目标，但俄罗斯的经济并未崩溃，其货币已经复苏（尽管卢布市场很难说是正常的），尽管有所下降但进

口量仍然很高。问题在于俄罗斯是否能获得继续战争和保持尖端产业发展所需的资源。俄罗斯在应对制裁、掩饰其购买行为以及通过阴暗中介方面有着丰富的经验。这些变通办法要在全经济范围内取得成功将面临重大障碍。但是芯片很难控制：正如看过电影《逝者》的人都知道的那样，一百万美元的军用芯片可以很容易地走私到一个小行李箱中。

有限的 5 月出口数据表明，巴西、越南和中国等国对俄罗斯的出口略有反弹。这可能是卢布恢复和稳定的结果，卢布改善了俄罗斯的贸易条件。也可能是厌恶风险的公司此前超过制裁要求停止了与俄罗斯的更多业务。现在既然他们了解了哪些类型的商品、付款方式和运输方式没有违反规定，一些公司可能会恢复部分出口。因此，贸易的增加不一定意味着制裁正在受到破坏。

#### 四、没有银子弹

任何制裁战略的主要目标都是改变目标国家的行为。显然，制裁和出口管制的威胁并没有阻止普京的入侵，制裁和出口管制的实施并没有迫使他坐上谈判桌，没有阻止他的军事行动，也没有瓦解他的政权。因此，一个关键的教训是，制裁本身并不能迫使战争结束。我的 PIIE 同事们发现，从历史上看，旨在实现重大政策改变或在军事上削弱目标的制裁只有三分之一取得了适度的成功。而且很难评估制裁在多大程度上影响了战局。一个温和的成功案例似乎是，就像在过去的战争中对战线后的工厂进行“战略轰炸”一样，制裁使得俄罗斯更换被乌克兰军队拿走的设备变得更加困难，而乌克兰则获得了新的顶级军事物资。

尽管对石油和天然气给予了豁免，但多边制裁产生了重大影响，剥夺了俄罗斯无法轻易替代的数十亿进口。它们的有效性突出了另一个教训：控制必须是多边的才能有效，因为在当今全球化的世界中，转向另一个供应商是很容易的。但毫无疑问，制裁取得的一个关键成功是，中国和其他希望为俄罗斯纾困的国家发现，这样做很难，因此谨慎的做法是不去尝试。

---

本文原题为“Export Controls Against Russia are Working—with the Help of China”。本文作者 Martin Chorzempa 是 PIIE 高级研究员。本文于 2022 年 6 月 27 日刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---



# 商业政策和法规如今正分割数字经济

Simon Evenett 和 Johannes Fritz/文 桂平舒/编译

导读：最新的数字经济政策清单于 2018 年发布。自那以后，官员们开始超速行动，单方面采取行动规范和促进数字活动。一份新的报告根据 15000 多项国家法令的最新清单，评估单边决定的政策是否正在沿着国家和地区的界线分裂数字经济。编译如下：

## 一、引言

随着越来越普遍的数字技术重新连接我们的社会，各国政府正在采取不同的方法来监管和在某些情况下促进数字领域发展（Global Commission on Internet Governance 2016；O’Hara and Hall 2018；UNCTAD 2021）。虽然各国政府采取了一些联合措施（Nemoto and Lopez Gonzalez 2021；TAPED 2022），但大多数政策干预都是单方面的，没有与其贸易伙伴结盟，而且往往也没有内部结盟（也就是说，政策仅仅由监管部门单独制定）。

虽然最近有学者收集了特定监管领域的有用政策干预清单（Cory and Driscoll 2021，Ferracane and van der Marel 2021），但上一次在数字领域方面国家行动全面清单是在四年前发布的（ECIPE，2018）。这使得政策制定者在监管和培育数字领域的过程中是盲目的。

这是一个糟糕的公共决策处方。国内政策不一致与国际监管分歧可以并存。碎片化的互联网和全球数字经济剥夺了用户的选择，削弱了创新动力，加剧了政府之间的贸易紧张，并增加了发生无数危机的风险。然而，事实上事情的立场究竟是什么？一份新报告利用新证据评估政策选择是否正在分化全球数字经济，该证据来自《数字政策预警》（the Digital Policy Alert）和《全球贸易预警》（the Global Trade Alert）方面的独立政策监测举措（Evenett and Fritz 2022）。

## 二、数字碎片化的概念以及政策和监管的作用

“碎片化”（fragmentation）一词的负面含义可能对于一些贸易经济学家来说并不熟悉。对他们而言，“碎片”是指将生产过程分割成位于不同经济体的多个阶段，从而形成国际或全球价值链。在数字领域，“碎片化”是指将国家市场与全球市场脱钩或阻止数据或数字技术跨境部署的政策的形式和后果。受专家和商人言论的启发，Drake et al.（2016）将数字经济的“数字碎片化”描述为“互联网（处于）分裂或分裂成松散耦合的连接岛屿的某种危险中”。

本报告聚焦于商业政策和监管选择给数字经济带来的碎片化风险。除了明显的歧视性政策选择外，各国对同一数字活动的监管方式也可能存在差异。当（a）一些国家没有被普遍认为有必要监管数字领域的法律，或（b）不同司法管辖区与管辖数字领域的特定法律类别相关的法律条款存在重大差异时，就会

出现这种监管异质性。

### 三、填补证据空白

我们对影响数字领域的政策及其跨境影响采取了全面视角，考虑了整个供应链：影响支持数字经济的上游活动（如稀土开采）、中游活动（如关键半导体部门以及硬件和软件部门的发展）和下游活动（如平台业务和向客户数字化交付）的政策决定。

通过两份广泛的公共政策干预清单《数字政策预警》和《全球贸易预警》，我们勾画了以 G20 国家和欧盟成员国为重点的全球数字领域政策前景。本报告提供了有关法律和监管发展的证据，如与数据治理、内容审核和差别征税有关的证据，以及有关诉诸贸易和投资政策变化和补贴政策的信息，以便提供一个全面的视角。本报告使用了超过 15,000 项政策和监管发展的信息。

### 四、高度活跃日益多样化的政策格局轮廓

主要发现如下：

1.自 2020 年初以来，各国政府对数字行业进行了过度监管。

- 自 2020 年初以来，欧洲和 G20 国家政府共采取了 1731 项法律和监管措施。其中 55%的措施已经转化为国家行动，41%的项目正在筹备中。

- 三个最活跃的监管领域是数据治理、在线内容审核和竞争执法。

- 求助于监管的步伐正在加快。2020 年第一季度有 71 项监管进展，2022 年第一季度为 217 家。

2.监管异质性日益增强，造成了越来越大的数字碎片化风险。

- 随着中国、欧盟、印度、俄罗斯和美国朝着不同的方向发展，数据存储、使用和传输的规则引起了特别的关注。

- 针对在线内容审核的不同监管方式正在出现，包括要求删除发布在互联网上的材料。

3.过去十年的商业政策发展在国家数字部门之间树立了越来越多的壁垒。

- 目前，全球三分之一的数字经济商品贸易面临市场准入障碍。

- 根据所实施的改革措施中存在的歧视比例，在过去十年中，数字经济部门对外国公司的歧视是全球商品贸易总体歧视的两倍。

4.在数字经济领域，尤其是在半导体领域，正在爆发补贴竞争。

- 纵观各个行业，各国倾向于用数字贸易壁垒取代补贴。在 COVID-19 之后，随着各国政府更多地诉诸贸易和投资壁垒，公共财政的整合可能会导致更多的数字碎片化。

5.由于没有全球性的策略指导决策者和监管者，数字领域迅速发展的单边国家行动仍然缺乏协调，在从企业税收到竞争执法等多个话题上加剧了贸易紧

张，并阻碍了企业跨境部署数字技术。

## 五、碎片化并非不可避免：这是前进的方向

数字碎片化已经发生。从我们报告中记录的贸易和投资壁垒来看，这是显而易见的。严格地说，在与数字经济相关的行业中，向企业慷慨发放的数千笔补贴并没有分化市场。然而，各国政府倾向于在补贴和数字贸易壁垒之间进行替代，这意味着 COVID-19 大流行后的财政紧缩增加了进一步数字分裂的风险。

由于《数字政策预警》记录了大量的监管政策公告，数字碎片化的潜力更大。至少需要仔细监测相关的法律和监管发展。

随着巨头之间的竞争加剧，政府将从制定一些规则中受益。一个风险是，政策分歧会成为国与国之间紧张关系的根源。另一个风险是，跨境商业关系带来的好处被以地缘政治的名义扔给了贪婪者。在官员们设计塑造和促进数字领域的方法时，这些跨境关系是他们面临的现实的一部分。

监管数字领域的权利没有受到质疑。相反，人们担心的是，如果在如何设计监管和执行方面没有某种程度的统一，新兴的数字碎片化将变得根深蒂固，并将付出沉重的代价，单边治理行动的风险越来越明显。

一些政府已经认识到，有必要对数字领域的政策进行更大的调整。与本世纪头十年相比，区域贸易协定的电子商务章节现在包含了更广泛的条款。然而，这些条款并没有解决构思拙劣的单方面国家行动造成的所有形式的跨境损害。世贸组织的进展也参差不齐，例如就电子商务达成一项多方协议的有价值尝试仍在进行中。最近，很多精力都花在了阻止倒退上，即反对结束世贸组织暂停对电子传输征收关税的呼吁。

展望未来，虽然有充分的理由就数字经济发展新的多边协议，但可以通过一些替代组合取得进展。例如，调整数字政策是最近宣布的“印太经济框架”（IPEF）工作计划的重要组成部分，它是欧盟-美国贸易和技术理事会活动的核心。

由于这是一项全球性挑战，必须找到方法，让发展中国家的专家和官员参与审议和规范的形成。不可避免的是，这将涉及到解决企业部署数字技术的动机以缩小数字鸿沟，以及其他紧迫的数字任务。这种审议应以单边政策的选择和后果以及合作备选方案的证据为依据，这方面仍需进行大量研究。

---

本文原题为“Commercial Policies and Regulations Now Fragment the Digital Economy”。本文作者 Simon Evenett 是圣加伦大学国际贸易教授、CEPR 研究员，Johannes Fritz 是圣加伦贸易繁荣基金会首席执行官。本文于 2022 年 6 月刊于 Vox CEPR 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 6月21日更新分析集装箱拥堵情况

Vincent Stamer/文 李佳欣/编译

导读：基尔贸易指标估计了全世界 75 个国家和地区的贸易流量（进口和出口），以及世界贸易的整体情况。该指标估计国家与世界其他地区的单边贸易流量。基尔贸易指标在每个月的 5 号和 20 号左右更新。编译如下：

表 1 数据更新：2022 年 7 月 6 日

2022*		
	出口	进口
德国	- 0.1 %	+ 2.5 %
欧盟	- 0.5 %	+ 0.8 %
美国	+ 3.2 %	+ 1.1 %
中国	+ 1.7 %	+ 4.0 %
俄罗斯	+ 0.3 %	- 5.8 %
总贸易	+ 0.4 %	

注：每月更新，根据价格和季节进行了调整。

根据最新的基尔贸易指标数据，与上月相比，6月份全球贸易呈现出略微积极的趋势。然而，全球运输的中断，如挪威海船舶拥堵和红海货运量的急剧下降都阻碍了欧洲贸易。俄罗斯的港口显示出一种日益增长的趋势，即与欧洲的贸易减弱，而与亚洲的贸易反弹。北海的集装箱船拥挤情况继续存在，并有上升趋势。上海和浙江近海的排队数量也在增加。

“目前，还不知道集装箱运输拥挤状况何时结束。虽然过去也曾在上海外海观察到排长队现象，但这对北海来说是非常不常见的。对于德国和欧盟来说，这主要影响到海外贸易，特别是与亚洲的贸易，例如从那里运送消费电子产品、家具或纺织品。”

“相比之下，北美洲的情况有所改善。疫情引起的对消费品的高需求增长已经放缓，洛杉矶港口外的拥堵已经化解。这缓解了运输短缺，因此，从亚洲到北美西海岸的运费自年初以来已经下降了近一半。相反，从亚洲到北欧的运输成本仍然是两年前的六倍”，施达姆说。

图 1 船舶数据



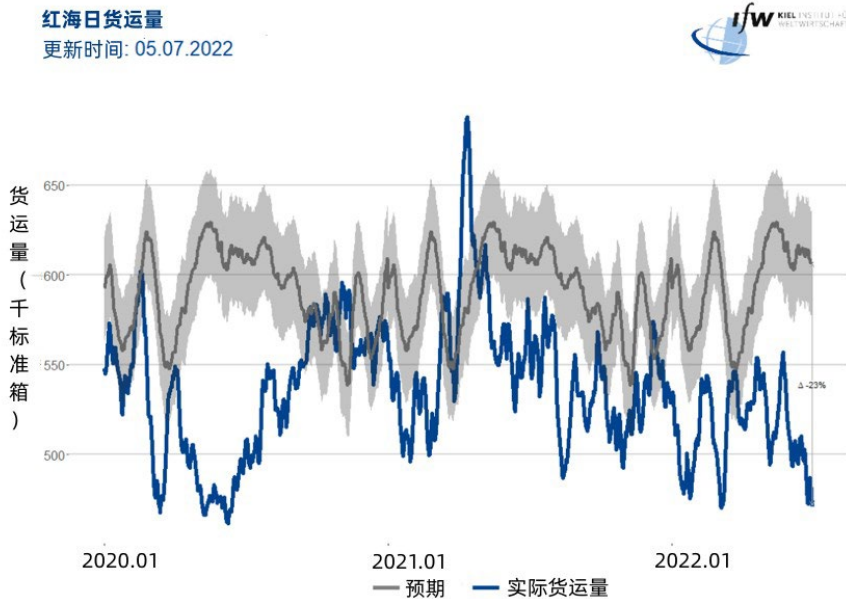
该图显示了全球集装箱船货运能力的百分比，由于距离全球主要港口 500 公里以内的海域拥堵而被束缚，无法装卸。计算是利用实时船舶位置数据进行的，并考虑到了集装箱船技术上可能的最大容量。区域包括乔治亚州和南卡罗来纳州（萨凡纳港和查尔斯顿港），加州（洛杉矶/长滩港和圣地亚哥港），香港和广东（香港、盐田、深圳和广州港），上海和浙江（特别是上海、宁波-舟山），北海（荷兰、比利时、德国和英国的北海港口）。

图 2 静止船舶上的货运



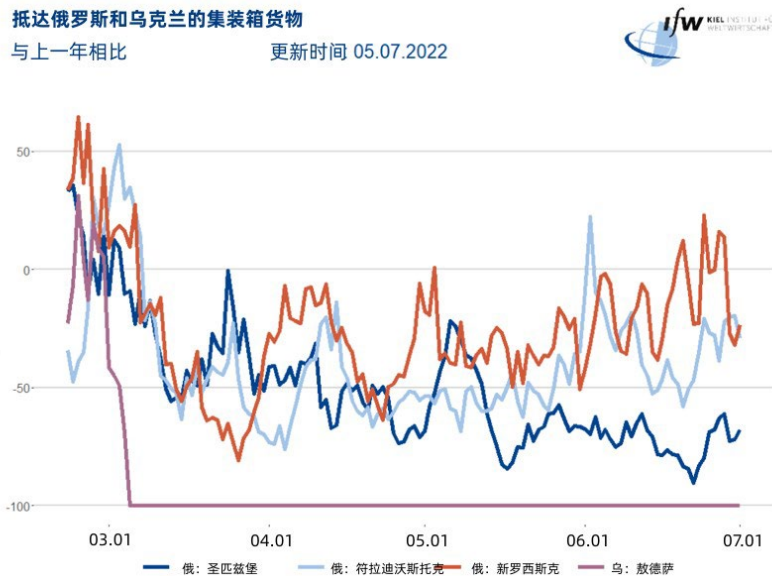
该图显示了在等待的集装箱船上的货物比例。利用实时的全球船舶位置数据进行计算，并利用了船舶吃水信息。

图 3 红海日货运量



该图衡量了红海和苏伊士运河每天的集装箱船的总运力。由于红海的特殊地理位置，这里的航运反映了欧洲和亚洲之间的贸易活动。预期值是由 2017 年至 2019 年的平均值计算出来的，使用过去的增长率按比例计算到 2020 年和 2021 年。

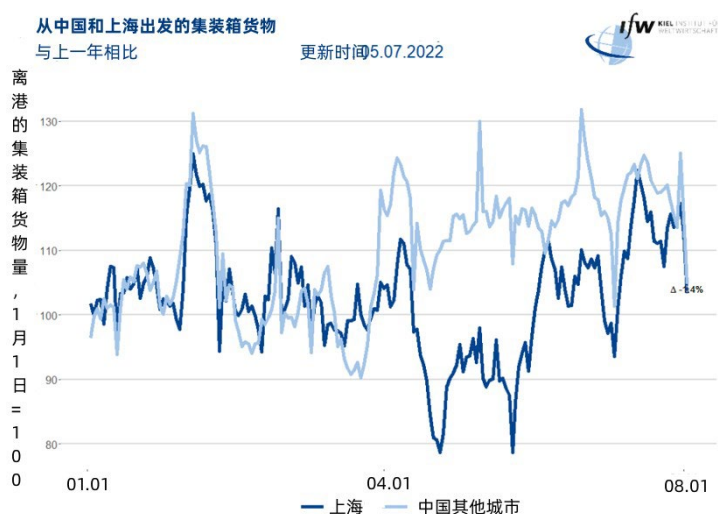
图 4 抵达俄罗斯和乌克兰的集装箱货物



该图显示了俄罗斯三个最大的集装箱港口（波罗的海的圣彼得堡、黑海的新罗西斯克以及太平洋的符拉迪沃斯托克）和乌克兰最大的港口敖德萨与前一年相比到达的集装箱负荷。贸易量的减少是乌克兰战争和针对俄罗斯的行动的结果。该计算方法采用了集装箱船的船位数据，并考虑到了船舶的尺寸和吃水。



图 5 从中国和上海出发的集装箱货物



该图分别测量了上海港和中国其他港口的离港集装箱装载量，并将其与年初的数据进行了比较。中国港口的整体趋势作为上海港的基准，说明了由于上海的封锁，离港货物的减少。计算采用了集装箱船的船位数据，并考虑了船舶的尺寸和吃水。

### 关于基尔贸易指标

基尔贸易指标估计了全世界 75 个国家、欧盟和世界贸易整体的贸易流量（进口和出口）。具体来说，估算涵盖了 50 多个单独的国家以及欧盟、撒哈拉以南非洲、北非、中东或新兴亚洲等地区。它是基于对船舶流动数据的实时评估。在基尔研究所编程的算法使用人工智能来分析数据，并将船舶移动转化为与前一个月相比经季节性调整的名义增长数字。

我们每月更新两次数据。当月和下个月的数据在 20 日左右（无新闻发布），上个月和本月的数据在 5 日左右（有新闻发布）。

全球 500 个港口的到港和离港的船舶都有记录。此外，还分析了 100 个海区的船舶流动情况，并从吃水信息中得出集装箱船舶的有效利用率。国家-港口的关联性可用于预测，即使是没有自己的深海港口的国家。

与以前的主要贸易指标相比，基尔贸易指标更早出现，更全面，依靠独特的大数据库，使用大数据，而且相比之下统计误差很低。基尔贸易指标的算法采用机器学习，因此预测的质量随着时间的推移不断提高。

---

本文原题为“Kiel Trade Indicator”。本文作者 Vincent Stamer 是基尔研究所研究员。本文于 2022 年 7 月刊于 IFW 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---



## 乌克兰对于欧盟扩容意味着什么

HMaria Demertzis/文 廖世伟/编译

导读：当欧盟领导人在 6 月 23 日至 24 日的峰会上讨论乌克兰的申请时，其真正的问题是欧盟应该成为一个什么样的俱乐部。编译如下：

2022 年 4 月初，乌克兰总统弗拉基米尔·泽连斯基警告说，安全可能是乌克兰未来十年最大的问题。他补充说：“我们将成为一个有自己面孔的‘大以色列’，以后，我们不会感到惊讶，在所有机构、超市、电影院，都会有携带武器的人。”尽管乌克兰无疑将在当前战争结束后保持战时经济的某些方面，但它已经在考虑如何实现一个增长和复苏的经济了。这并不意味着要重建过去，而是要进行现代化和改革。

因此，毫不奇怪，乌克兰的欧盟成员资格在这一进程中起到了重要作用，为非常紧迫的改革和巩固国家的民主制度提供了动力。

另一方面，对于欧盟而言，它是否能够以对乌克兰产生实质性影响的速度应对进一步扩大，这一点也不清楚。这就是为什么有人主张以其他形式提供更大的帮助，超越目前的欧盟-乌克兰联盟协议，而不是欧盟成员资格。

反对乌克兰加入欧盟的理由有两种。

第一个原因与乌克兰本身无关，而是与所谓的“扩大疲劳”有关。反对的理由是，管理一个不断扩张的欧盟变得非常困难，因为各国的经济发展水平、甚至机构质量都不相同。这种反对意见反映了人们对欧盟未能真正吸收最后一波扩张浪潮的担忧。还不应忘记，西巴尔干半岛地区的一些国家正准备加入，但仍远未满足必要的要求。

第二个原因与乌克兰有更直接的关系：欧盟的扩大现在已经具有地缘政治意义。中国的崛起将世界带入了一个更激烈的经济竞争而非合作的状态。乌克兰战争加深了地缘政治分歧，迫使欧盟以多种方式加强其全球作用。

欧盟国家将在数月内，而不是数年内，打破对俄罗斯能源的依赖。他们将在军事力量上投入更多，并以几个月前还无法想象的方式重新考虑军事联盟——例如，瑞典和芬兰想要加入北约。然而，对这一切至关重要的是欧盟和俄罗斯之间的中长期关系。

俄罗斯会继续是一个看起来令人不安的东方邻国吗？还是两国能够和平共处？所有人都认为，随着欧洲重新武装起来，乌克兰在这一关系中的作用将至关重要。但并非所有人都同意，乌克兰成为欧盟正式成员最符合欧盟的利益。一些人将其视为欧盟和俄罗斯之间的缓冲地带。另一些人则认为，乌克兰作为正式成员国是对俄罗斯更安全的制衡力量。

欧盟担心变得无法管理是正确的。还有一个合理的担忧是，扩大规模不利于更深入整合的能力。让更多的国家加入，会让那些想要更紧密合作的国家更加困难，甚至根本不可能。这种紧张局势产生了以不同速度前进的想法。

尽管欧盟试图接受以多种速度推进的想法，但它绝不能忘记，乌克兰有权选择自己的归属。乌克兰希望加入欧盟，证明欧盟是一个值得效仿的价值观体系。每一个要求加入的国家都会得到这种认可，但乌克兰现在的处境是，它不能承受不支持任何一方的后果，否则它将不复存在。它申请加入欧盟不仅仅是为了加入一个俱乐部，更是为了生存而战。

当欧盟领导人在 6 月 23 日至 24 日的峰会上讨论乌克兰的申请时，真正的问题是欧盟应该成为一个什么样的俱乐部。

作为一个由志同道合的国家组成的俱乐部，从内部管理无疑会更容易一些。但这也会加深观点上的分歧，这将使与非志同道合者的合作变得更加困难。

或者，它可以是一个影响力范围，认识到全球问题不能仅通过与志同道合者接触来解决。全球问题，从气候变化到核裁军，意味着有更多的需要与那些不同想法的人接触。这样一个俱乐部需要重新思考和创新，如何整合其日益多样化的成员。它将会是一个值得加入的俱乐部。

---

本文原题为“Ukraine and What it Means for European Union Enlargement”。本文作者 Maria Demertzis 是 Bruegel 的副主任，在 2022 年 7 月至 8 月期间担任临时主任。她曾在欧盟委员会和荷兰央行的研究部门工作。她还曾在美国哈佛大学肯尼迪政府学院和英国斯特拉斯克莱德大学担任学术职务，并获得经济学博士学位。她在国际学术期刊上发表了大量文章，并定期为欧盟委员会和荷兰央行的政策机构提供政策建议。本文于 2022 年 6 月刊于 Bruegel 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