



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264期

# 目 录

## 世界热点

美国经济概况 .....	3
--------------	---

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 8 月 10 日的数据。编译如下：

世界贸易阴云笼罩 .....	19
----------------	----

导读：根据基尔贸易指标（Kiel Trade Indicator）的最新数据，6 月份世界贸易略有增长，主要来自中国贸易的支撑。中国逐渐摆脱 2022 年冬天的贸易低谷，以当前价格计算的 3 月份商品出口比以往任何国家都多。此外，德国和欧盟延续了近几个月的疲软阶段，但在本月初这种悲观局面并未得到证实。巴拿马运河的低水位再次导致港口航运拥堵加剧。编译如下：

后疫情时代美元的国际角色 .....	22
--------------------	----

导读：本文探讨了美元在国际货币体系中的地位，以及可能对其主导地位造成威胁的因素。文章分析了美元在全球贸易、金融市场和外交政策中的作用，同时也讨论了其他货币的潜在崛起。虽然美元仍然是全球储备货币的主导者，但中国等国的经济发展和政治决策可能会对其地位产生影响。编译如下：

## 聚焦中国

拜登新的对华境外投资限制是明智的妥协，但存在进一步收紧的可能性 .....	34
---------------------------------------	----

导读：美国财政部近日提出新的外资投资中国审查制度，针对中国军事技术发展敏感领域实施严格监管。新规主要聚焦于芯片设计、人工智能等少数领域，大部分美国对华投资不受影响。这表明拜登政府谨慎应对中美经济关系，避免全面“脱钩”，而采取有针对性的“降风险”政策。新规较早的出口管制更加重点和谨慎，基本避免了过于宽泛化的监管可能带来的弊端。尽管如此，由于国会和舆论压力，最终形成的政策可能会更加严格。文章指出，此举可能对中国资本和技术发展造成一定影响，但澄清了美国政策取向，有利于中美经济领域发展更加稳定、可预期的关系。编译如下：

中国的崛起与主权债务减免的重塑 .....	37
-----------------------	----

导读：本文探讨了中国作为世界上最大的发展中国家双边债权人的角色及其与西方主导的多边机构的互动。这篇文章揭示了围绕将中国纳入集体债务减免机制的挑战，审视了美国和多边机构为应对四十年前的债务危机而采用的债务减免方法，并展示了自 20 世纪 80 年代末以来全球债务治理的重大转变。同时，本文揭示了银行运营机制背后的商业原理，从而试图理解中国对西方主导的债务减免框架的谨慎态度。编译如下：

## 经济理论

### 主权债务重组主要驱动因素和机制 ..... 50

导读：本报告讨论了与主权债务重组有关的主要问题。主权债务重组是一个复杂的问题，包含多种方案和复杂的利益取舍。“债务减记”（即减少债务面值）并不是唯一可以考虑的选项，延长还款期限、降低利率等选项及其组合可被视为替代措施。编译如下：

### 当外资流入突然停止时，哪些部门会继续发展？实证分析 ..... 58

导读：本文分析了部门实际总增加值（Real Gross Value Added, RGVA）在外资流入突然停止前后的动态变化。研究表明：贸易部门尤其是制造业在突然停止期间比非贸易部门面临更大的损失，但它们引领着衰退后的复苏，部分原因是受益于突然停止期间本国货币的贬值。建筑和专业服务是在突然停止期间受到最严重伤害的非贸易部门，而信息和通信以及金融服务在事件发生后也增长放缓，然而这种放缓只是回到了长期增长趋势上。编译如下：

### ChatGPT 与企业投资策略 ..... 63

导读：公司的投资政策是其公司增长和总体波动的关键影响因素，但并非预测未来投资所需的所有信息都是现成的，而且商业调查的成本高得惊人。本文表明，ChatGPT 可用于提取公司层面对未来投资决策的预期，其生成的投资评分为未来投资提供了增量预测能力。而且这种方法可以扩展到其他公司政策，为研究人员和决策者提供了一个通用工具。编译如下：

# 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8月10日的数据。编译如下：

## 一. 总览

### 1. 第二季度的产出。

- (1) 第二季度 GDP 增长稳健。
- (2) 服务业的消费者支出、州和地方政府支出以及固定投资是增长的重要贡献者。
- (3) 住宅投资支出和净出口略微拖累了经济增长。

### 2. 月度指标。

- (1) 随着耐用品购买量的激增，6月份的消费者支出比上月有所增长。
- (2) 实际可支配收入增长略微增长。
- (3) 自2022年年中达到峰值以来，房价一直保持稳定。

### 3. 劳动力市场。

- (1) 7月份工资增长略有放缓，并且失业率略微下降。
- (2) 自今年年初以来，就业人口比率一直保持稳定。
- (3) 时薪的年度增速连续第四个月保持不变。

### 4. 通货膨胀。

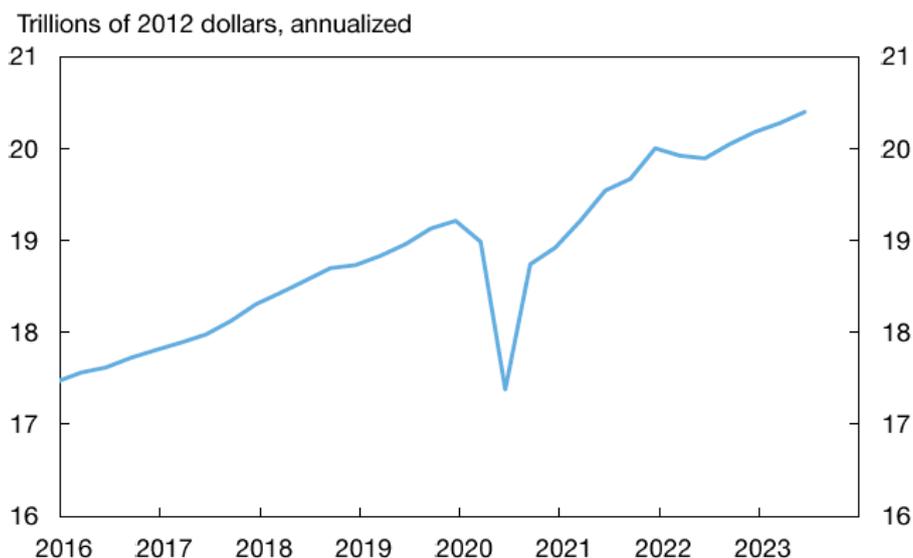
- (1) 7月，核心CPI通胀的同比增速下降，其中核心商品降幅较大，而核心服务降幅较小。
- (2) 租金通胀继续放缓，但仍然在较高水平。
- (3) 新车价格自1月份以来一直保持稳定，二手车价格已连续三个月保持不变。

#### (一) 2023年第二季度产出略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1.7%。

- (1) 在6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) 3月份蓝筹股调查预计，2025-2029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，那么当前第二季度的GDP水平将比预期水平低了0.5%。

图 1 实际 GDP

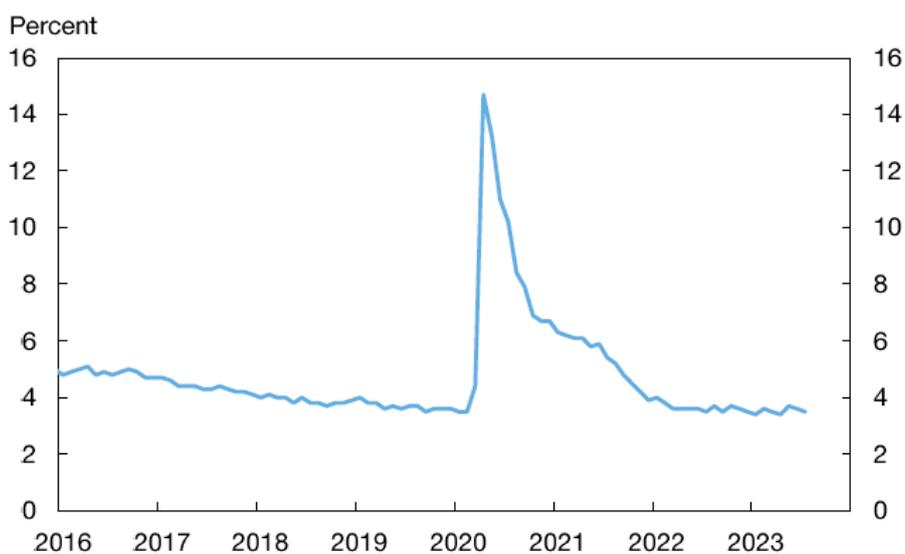


数据来源：经济分析局（BEA）。

**(二) 7 月份失业率下降。**

1. 失业率从 6 月份的 3.6% 降至 7 月份的 3.5%。
  - (1) 2022 年的平均失业率为 3.6%。
  - (2) 劳动力参与率保持不变，比 2019 年的平均水平低了 0.5 个百分点，但比 2022 年的平均水平高出 0.4 个百分点。
2. 失业率低于长期正常水平。
  - (1) 2 月份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。

图 2 失业率



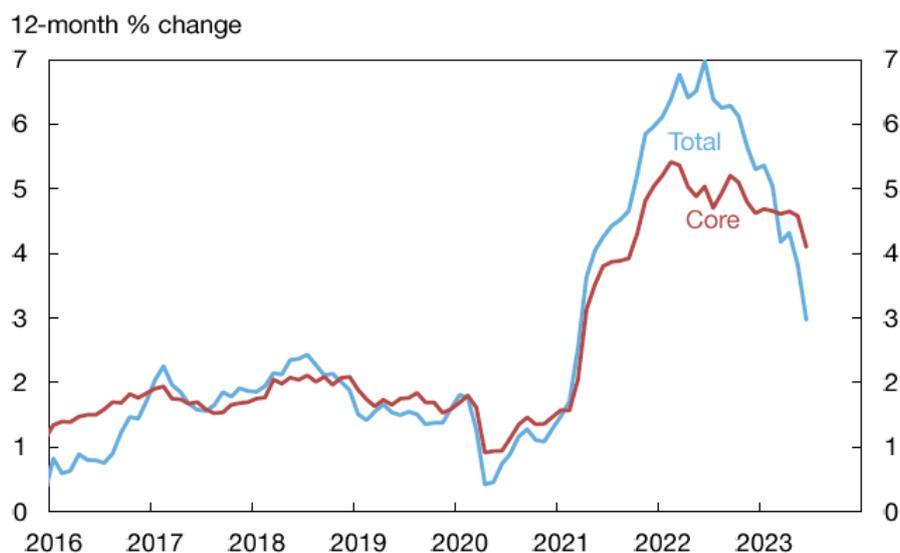
数据来源：美国劳工统计局（BLS）。

**(三) 6 月份 PCE 通胀的同比增速下降。**

1. PCE 通胀的同比增速从 5 月的 3.8% 降至 6 月的 3.0%。

- (1) 食品通胀从 5.8% 降至 4.6%，同时能源通胀从 -13.3% 变至 -18.9%。
- 2. 核心 PCE 通胀从 4.6% 降至 4.1%。
  - (1) 核心商品通胀从 2.5% 降至 1.7%。
  - (2) 核心服务通胀从 5.3% 降至 5.0%。
- 3. 与六个月前相比，核心 PCE 通胀从 4.6% 降至 4.1%（年率）。
  - (1) 核心商品通胀从 2.7% 降至 2.5%。
  - (2) 核心服务通胀从 5.2% 降至 4.7%。
  - (3) 食品通胀从 1.9% 降至 0.8%。

图 3 个人消费支出平减指数



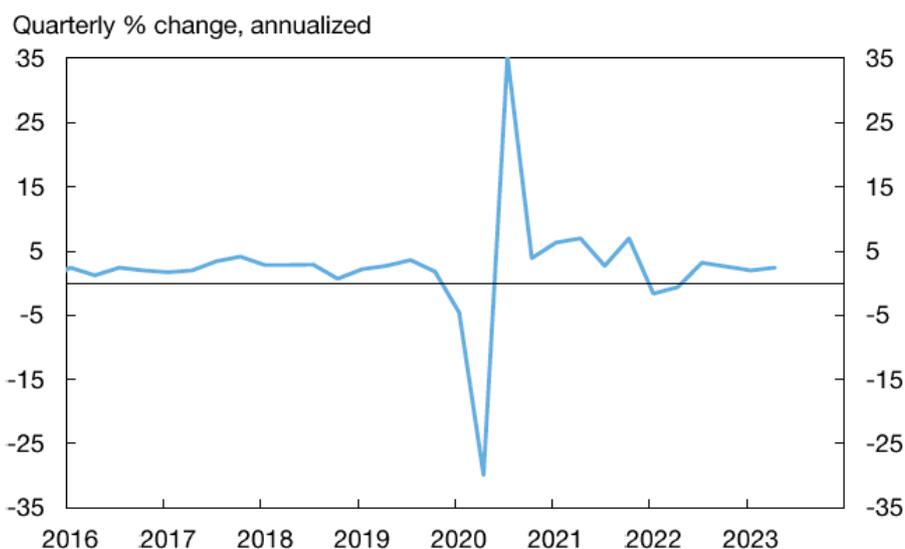
数据来源：经济分析局（BEA）。

## 二. 经济活动

### (一) 2023 年第二季度 GDP 增长稳健。

- 1. 第二季度 GDP 年化增长率为 2.4%，高于第一季度 2.0% 的增速。
  - (1) 四季度变化为 2.6%。
  - (2) 消费者支出、企业固定投资和政府支出都是第二季度增长的主要贡献者。
  - (3) 对国内私人购买者的最终销售（消费加上私人固定投资）的增速接近 GDP 的增速。
- 2. 家庭收入增长强劲，因为第二季度实际个人可支配收入（disposable personal income, DPI）以 2.5% 的年率增长。
- 3. 实际 DPI 的四季度变化为 4.1%。
- 4. 个人储蓄率从第一季度的 4.3% 上升到第二季度的 4.4%。

图 4 GDP 增长

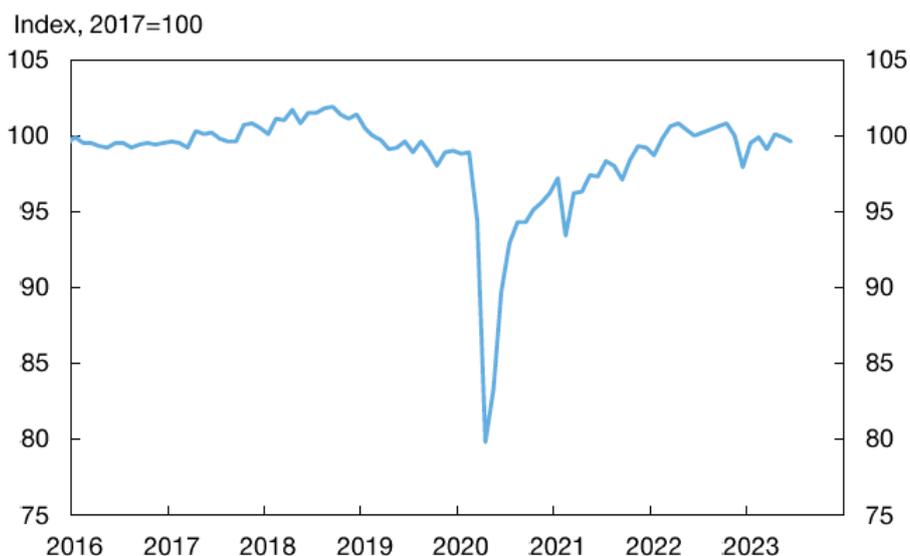


数据来源：经济分析局（BEA）。

**（二）制造业活动略低于去年同期水平。**

1. 第二季度制造业指数的环比年化增长率为 1.5%。
  - (1) 该指数在 2022 年第二季度走高，在第四季度回落，到 2023 年为止基本保持不变。
2. 第二季度制造业同比下降 0.5%。
  - (1) 耐用品产量增长了 0.4%，而非耐用品产量下降了 1.2%。
  - (2) 汽车行业是一个例外，其产量增长了 10%。

图 5 制造业指数



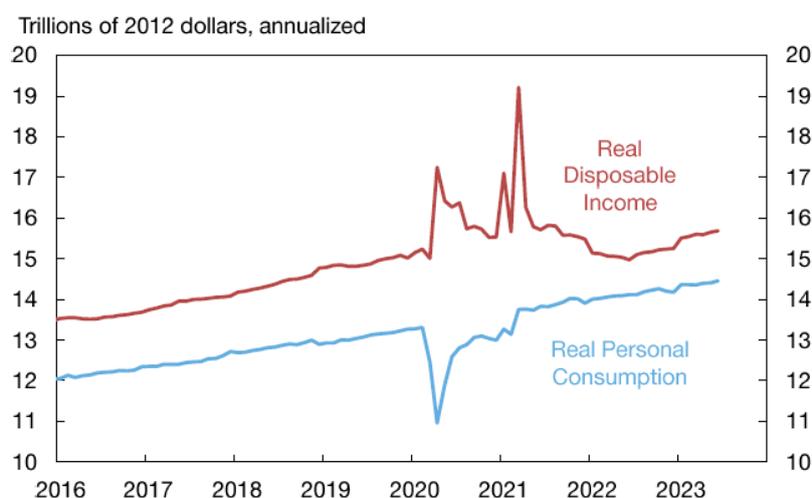
数据来源：美国联邦储备委员会。

**三. 家庭**

- （一）实际可支配收入的增速上升。**

1. 名义个人可支配收入的同比增速从5月的8.1%降至6月的7.9%，而实际可支配收入的同比增速从4.0%升至4.7%。
  - (1) 实际可支配收入环比增长2.2%。
2. 实际个人消费支出的同比增速从5月的2.2%增至6月的2.4%。
  - (1) 实际支出的环比年化增速为4.7%。
  - (2) 个人储蓄率从5月的4.6%降至6月的4.3%。
  - (3) 2022年和2023年上半年的平均储蓄率分别为3.6%和4.4%。
  - (4) 储蓄率远低于疫情前9%的水平。

图6 个人可支配收入和消费

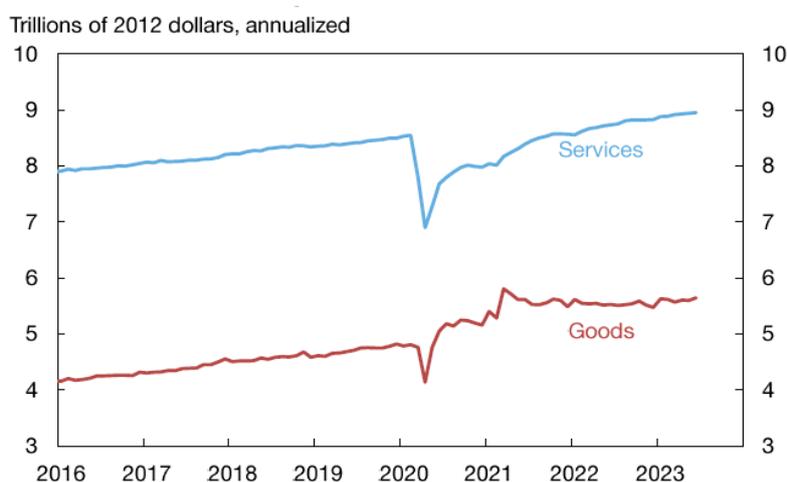


数据来源：经济分析局（BEA），美国联邦储备委员会。

### （二）商品支出的增速上升。

1. 实际商品支出的同比增速从5月的1.5%增至6月的2.1%。
  - (1) 耐用品支出增长5%，同时非耐用品支出增长1%。
  - (2) 新车购买增长5%，而二手车购买下降13%。
  - (3) 食品购买下降1%。
2. 服务业实际支出的同比增速从5月的2.6%降至6月的2.5%。

图7 消费者支出



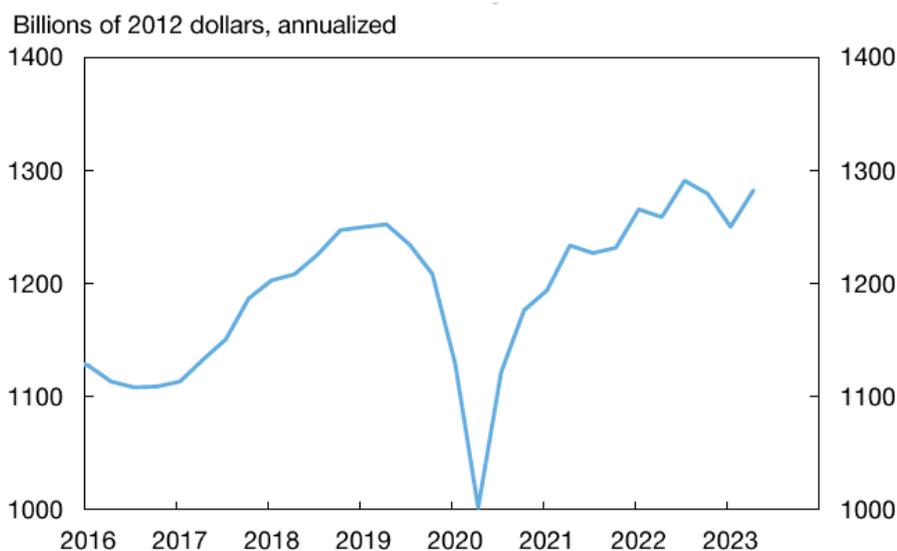
数据来源：经济分析局（BEA）。

## 四. 商业部门

### （一）2023 年第二季度设备支出反弹。

1. 实际商业设备支出在前两个季度下降后，在今年第二季度以 10.8% 的年率增长。
  - (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) 运输设备支出激增是第二季度支出反弹的主要贡献者。
  - (3) 设备支出同比增长 1.9%。
2. 资本货物订单在 6 月略微上升。
  - (1) 名义订单量自 2022 年年中以来有小幅增长。
  - (2) 尽管最近增速有所放缓，但自 2022 年年中以来，资本设备的价格一直在快速上涨。

图 8 设备投资支出



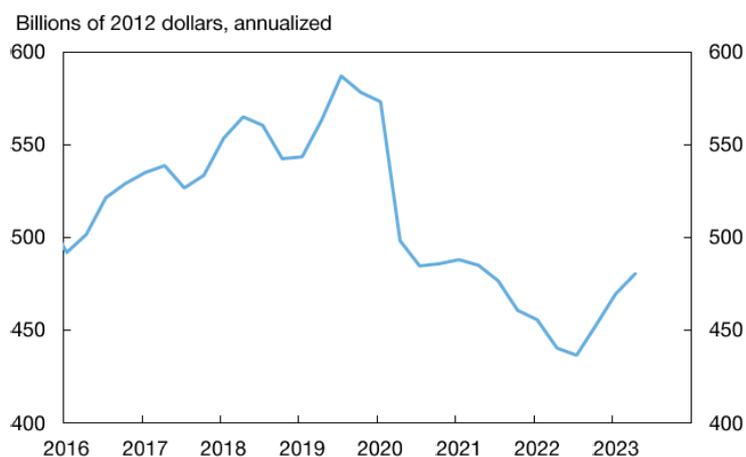
数据来源：经济分析局（BEA）。

### （二）第二季度非住宅建筑支出上升。

1. 第二季度实际非住宅建筑投资支出以 9.7% 的年率大幅增长，这是它连续第三个季度实现增长。
  - (1) 本季度建筑投资使得 GDP 年化增长率上升了 0.3 个百分点。
  - (2) 支出同比增长 9.1%，但与 2019 年第四季度相比仍下降 17%。
2. 第二季度，制造业的建筑支出再次强劲增长，在过去一年中增长了 50% 以上。
  - (1) 这些建筑支出比 2019 年第四季度的水平高出 40%。

- (2) 采矿勘探、竖井和油井方面的支出在第二季度有所下降，比 2019 年第四季度的水平低 16%。

图 9 非住宅建筑投资



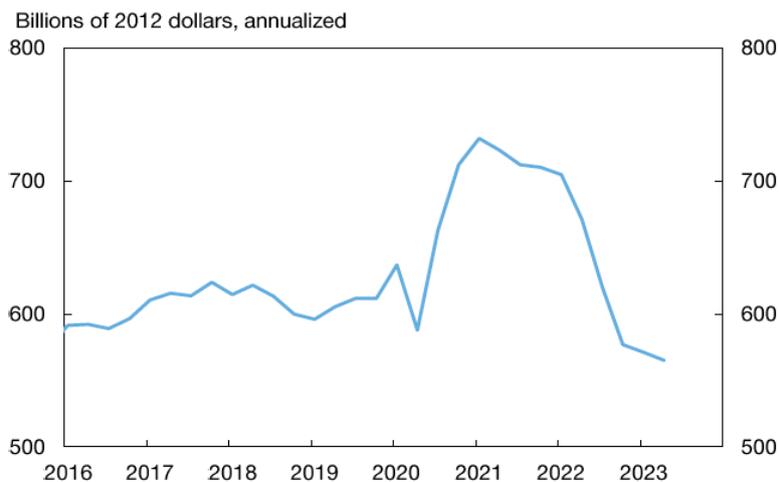
数据来源：经济分析局（BEA）。

## 五. 房地产行业

### （一）第二季度住宅投资支出下降。

- 住宅投资支出再次下降，使得第二季度 GDP 的年化增长率下降了 0.2 个百分点。
  - 该季度的投资支出环比下降 4%（年率），并且同比下降 16%。
- 新住宅的投资在本季度没有变化，下降主要来自“其他”类别，包括房屋装修和代理人佣金。
  - 独户住宅的投资支出同比下降 25%，而多户住宅的投资同比上升 12%。
  - 第二季度房屋开工量同比下降 12%，其中独户住宅下降 14%，多户住宅下降 6%。

图 10 住宅投资

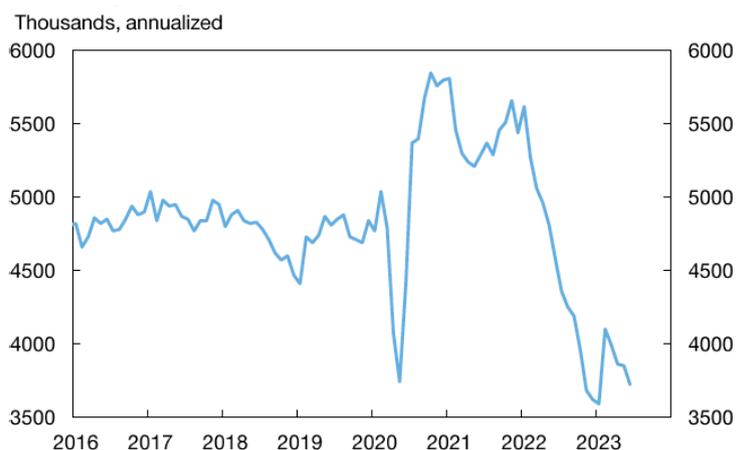


数据来源：经济分析局（BEA）。

### （二）现房销量同比下降。

1. 独户住宅现房销量在第二季度同比下降 20%。  
(1) 销售额比 2019 年平均水平低了 20%。
2. 独户住宅新房销量在第二季度同比增长 15%。  
(1) 销售额与 2019 年平均水平持平。
3. 独户住宅现房的价格在 2022 年 6 月达到峰值，并且截至 2023 年 4 月一直保持稳定。

图 11 现有房屋的销售量



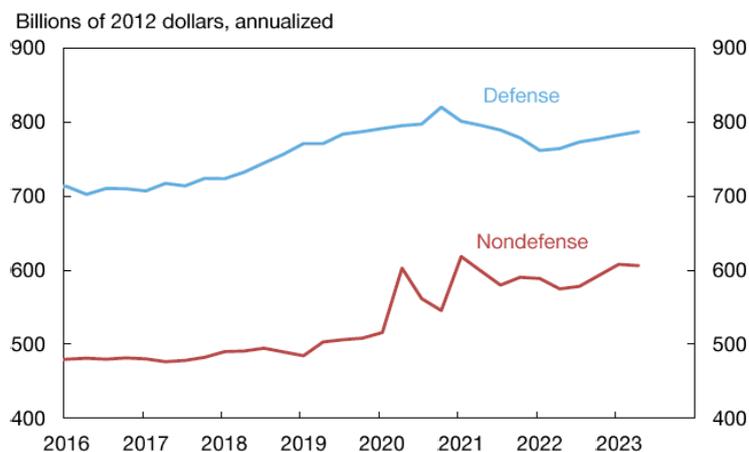
数据来源：人口普查局，全国房地产经纪人协会。

## 六. 政府部门

### (一) 第二季度联邦支出略有增加。

1. 联邦政府支出对第二季度 GDP 增长的贡献很小。  
(1) 第二季度联邦支出增长 0.9% (年率)，其中国防支出增长 2.5%，非国防支出下降 1.1%。  
(2) 联邦支出的小幅增长对第二季度 GDP 增长的贡献不到 0.1 个百分点。
2. 实际总支出比去年同期水平高出 4.1%。国防支出和非国防支出分别同比增长 3.0%和 5.5%。

图 12 美国联邦政府支出

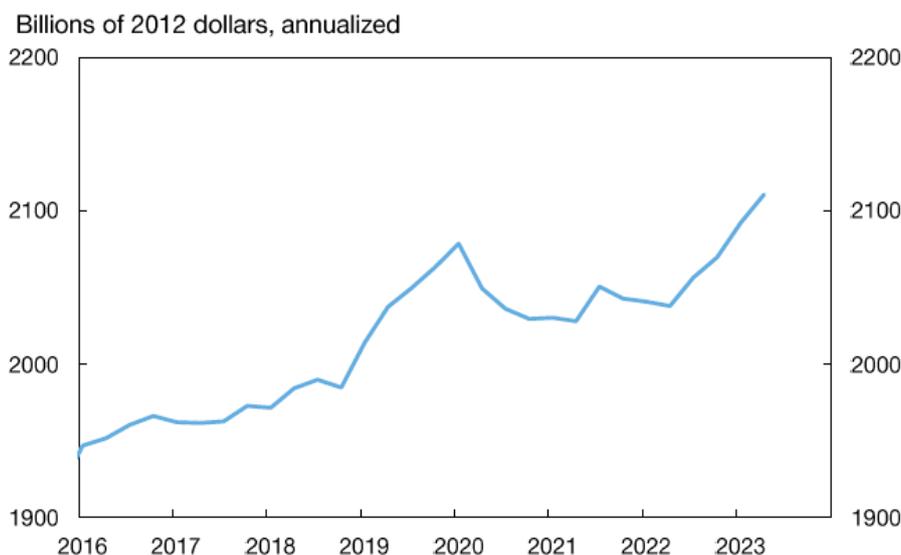


数据来源：经济分析局 (BEA)。

## (二) 第二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二季度的 GDP 年化增长率贡献了 0.4 个百分点。
  - (1) 第二季度支出环比增长 4%，并且同比增长 4%。
2. 州和地方政府的消费支出相比上季度增长了 3%。
  - (1) 消费支出同比增长 2%。
3. 投资支出环比增长 9%（年率）。
  - (1) 投资总支出同比增长 9%。

图 13 州和当地政府支出



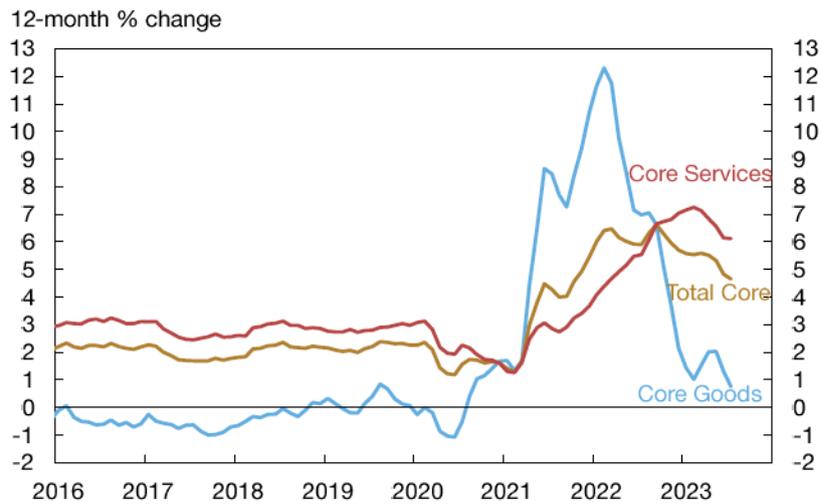
数据来源：经济分析局（BEA）。

## 七. 通货膨胀

### (一) 核心 CPI 通胀的同比增速下降。

1. 核心通胀的同比增速从 6 月份的 4.8% 降至 7 月份的 4.7%。
  - (1) 核心商品通胀从 1.3% 降至 0.8%，其中二手汽车的通胀从 -5.2% 变至 -5.6%。
  - (2) 核心服务通胀从 6.2% 降至 6.1%，其中公寓租金的通胀从 8.3% 降至 8.0%。
2. 核心 CPI 在过去六个月增长了 4.1%（年率），低于 6 月份 4.6% 的增速。
  - (1) 核心商品通胀从 2.6% 降至 1.8%，其中二手汽车通胀从 5.3% 升至 6.6%。
  - (2) 核心服务通胀从 5.4% 下降到 5.0%，其中租金通胀从 7.2% 下降到 6.5%。

图 14 核心 CPI 通胀率

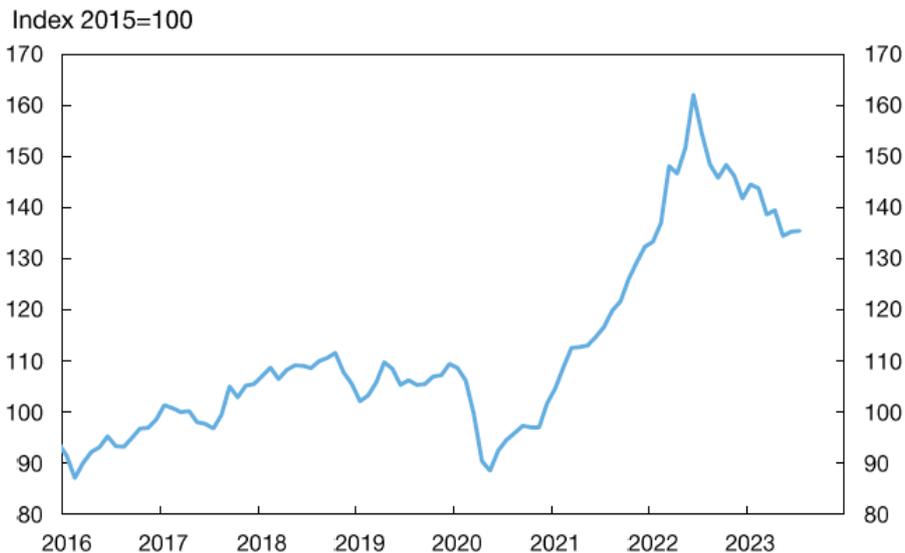


数据来源：劳工统计局（BLS）。

**（二）能源价格指数较去年同期下降。**

1. 7 月份 CPI 中的能源部分同比下降 12%。
  - (1) 汽油价格同比下跌 20%，公用事业天然气价格下跌 14%，而电价上涨了 3%。
2. 能源指数较 2019 年平均水平高出 32%。
  - (1) 汽油指数较 2019 年的水平高出 37%，天然气指数高出 31%，同时电力指数高出 27%。
  - (2) 相比之下，天然气和电力的价格在 2014 年至 2019 年期间基本保持不变。

图 15 CPI 通胀：能源



数据来源：劳工统计局（BLS）。

**八. 劳动力市场**

**（一）就业增长稳健。**

1. 非农就业人数在 7 月增长了 18.7 万人，低于 2023 年前六个月 27.0 万人的平均涨幅。

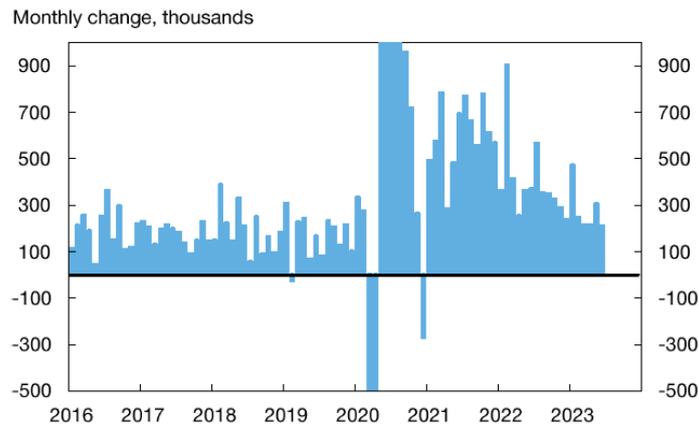
(1) 医疗保健业 (+8.7 万人) 的增幅最大，而政府 (+1.5 万人)，金融活动 (+1.9 万人)，批发贸易 (+1.8 万人) 以及休闲和酒店业 (+1.7 万人) 的增幅相对较小。

家庭调查显示，16-64 岁人群的就业人口比率从 72.4% 下降至 72.1%。

(2) 该比率在 2022 年的均值为 71.3%。

(3) 该比率较 2019 年的平均水平高出 0.7 个百分点。

图 16 就业情况



数据来源：劳工统计局 (BLS)。

### (二) 平均时薪增速保持不变。

1. 7 月份平均时薪的同比增速保持在 4.4%，接近前四个月的增速。

(1) 工资增速在 2022 年 3 月达到 5.9% 的峰值。

(2) 过去 6 个月，工资增速从 4.2% (年率) 上升至 4.4%。

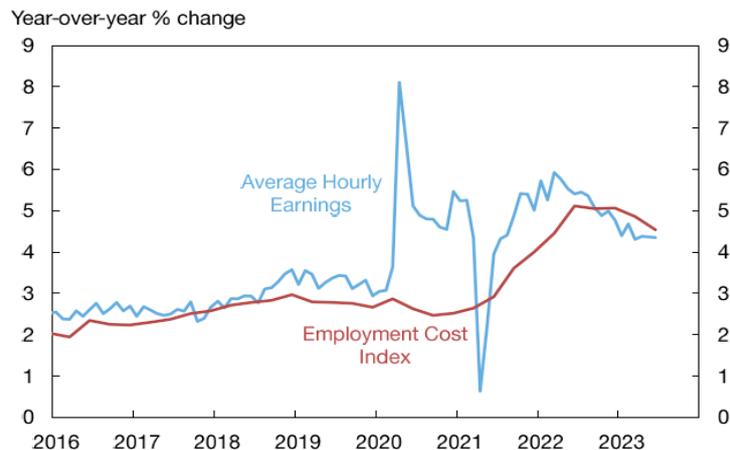
(3) 2019 年第四季度，工资同比增长 3.2%。

2. 就业成本指数的同比增速从今年 3 月的 4.9% 降至今年 6 月的 4.5%。

(1) 与过去六个月相比，该指数的增速从 4.9% (年率) 降至 4.2%。

(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



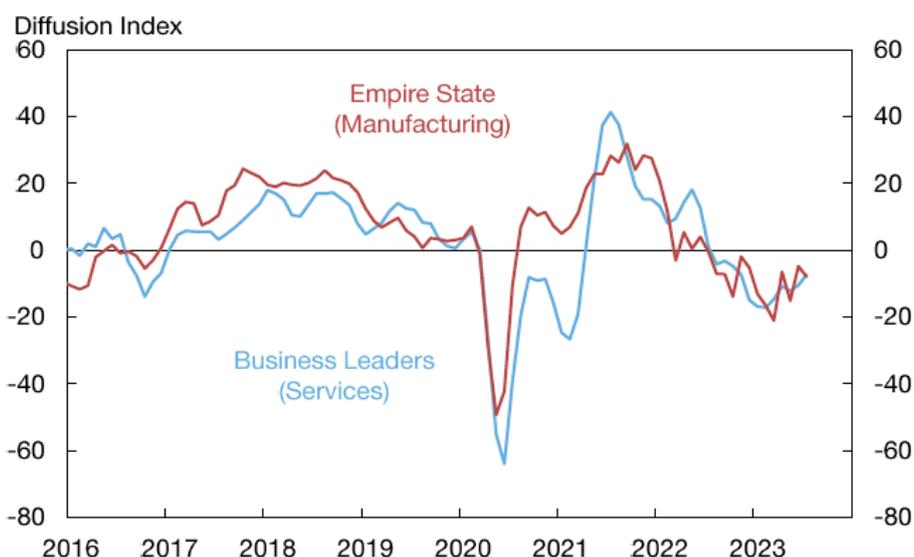
数据来源：劳工统计局（BLS）。

## 九. 地区发展

### （一）7月份地区商业活动保持稳定。

1. 根据7月份的地区商业调查，制造业和服务业活动基本保持不变。
  - (1) 帝国州制造业调查的整体指数（制造业企业）下降6个点至1.1，商业领袖调查的整体指数（服务业企业）上升5个点至0。
  - (2) 制造业就业自1月以来首次小幅上升，同时服务业就业略有增长。
  - (3) 制造业的价格上涨继续放缓，但服务业没有。在帝国州制造业调查中，自2022年初达到峰值以来，支付价格指数现在已经下降了近70点，接收价格指数下降了50多个点至接近零的水平。

图 18 纽约联邦储备银行帝国州制造业调查

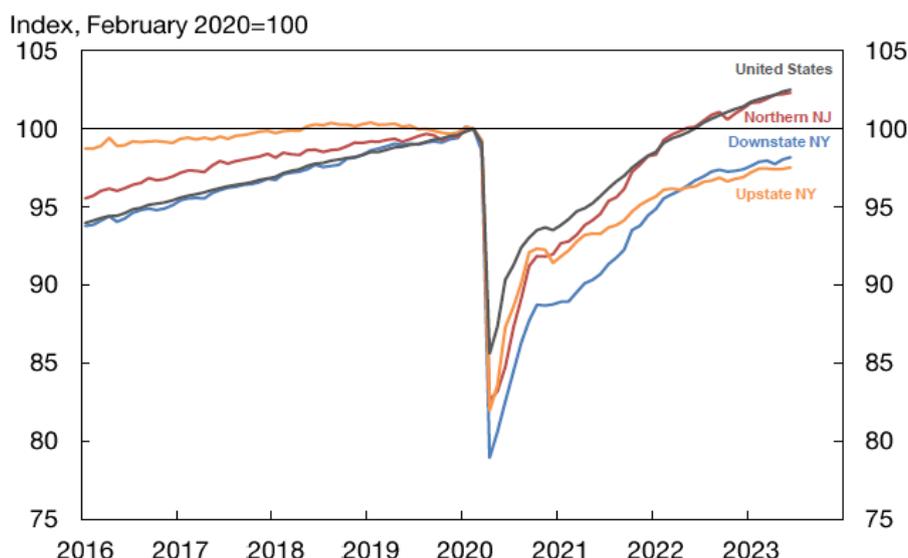


数据来源：纽约联邦储备银行。

### （二）6月纽约就业增长放缓。

1. 6月份，纽约的就业增长仍然缓慢，但新泽西州北部和波多黎各的就业继续强劲增长。
  - (1) 在过去的12个月里，纽约州南部的就业增长了1.5%，纽约州北部增长了1.32%，新泽西州北部增长了2.2%，康涅狄格州的费尔菲尔德增长了1.9%，而全国范围内的就业增长了2.5%。
  - (2) 纽约州南部的就业率比疫情前水平低1.8%，纽约州北部低2.5%，而费尔菲尔德的就业比疫情前水平高出0.5%，新泽西州北部高出2.3%，全国则高出2.5%。
  - (3) 波多黎各6月份的就业同比增长3.5%，比疫情前水平高出7.8%。

图 19 地区就业趋势



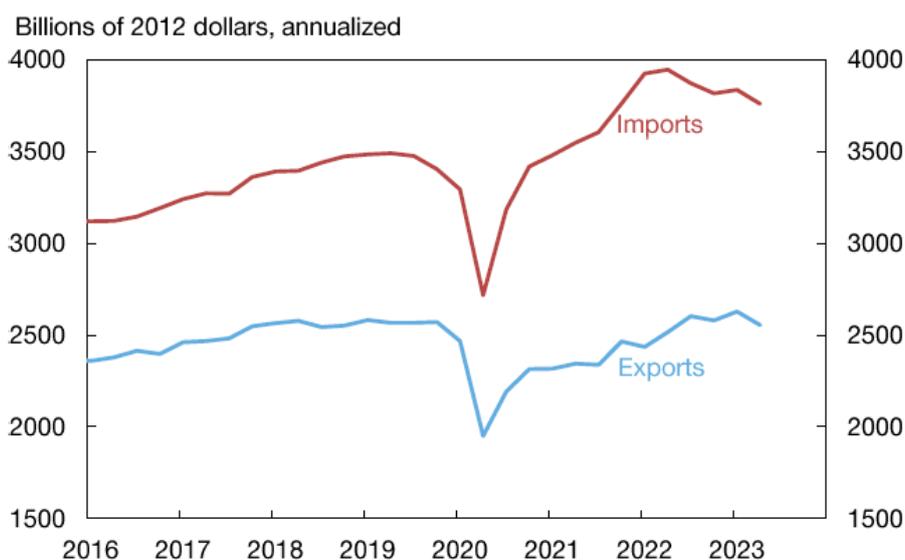
数据来源：美国劳工统计局和穆迪经济网，纽联储的工作人员对这些数据进行了早期校准。

## 十. 国际进展

### (一) 净出口略微拖累第二季度产出增长。

1. 第二季度出口和进口均有所下降。
  - (1) 出口下降使得 GDP 年化增长率下降了 1.2 个百分点，而进口下降为 GDP 年化增长率贡献了 1.2 个百分点。
2. 自 2022 年第三季度以来，出口基本保持不变。
  - (1) 食品、石油和消费品的销售额在本季度大幅下降。
3. 自 2022 年第二季度以来，进口呈下降趋势。
  - (1) 石油和非耐用消费品的采购在本季度大幅下降。

图 20 商品和服务的进出口

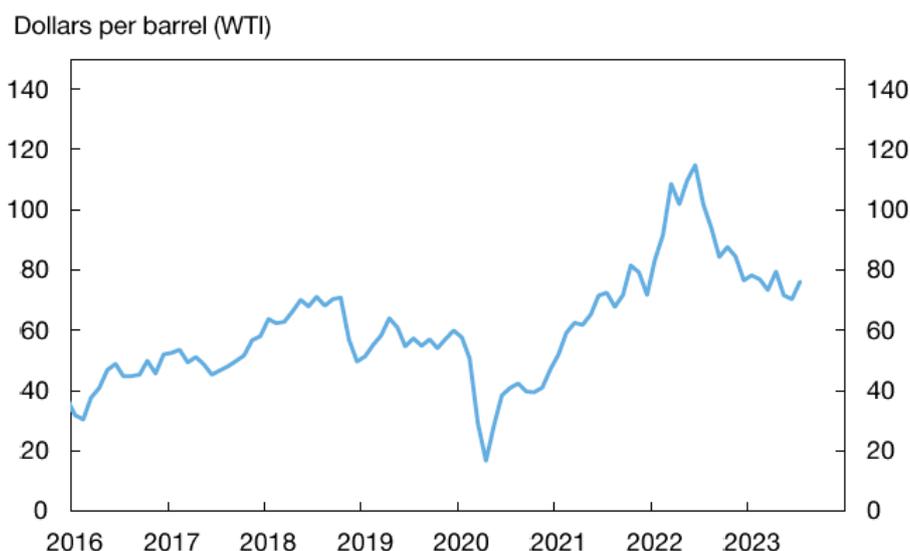


数据来源：经济分析局（BEA）。

### (二) 油价上升。

1. 油价（以 WTI 原油为基准）从 6 月份的每桶 70 美元升至 7 月份的每桶 76 美元。
  - (1) 8 月初油价保持在 80 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 8 月的预测显示，全球库存将在 2023 年下半年收紧，在很大程度上抵消上半年的增长。
  - (1) 预计 2023 年大部分消费增长将来自中国和亚洲其他地区。
  - (2) 今年全球产量预计将小幅上升，美国、挪威、巴西和加拿大产量的增加将被欧佩克（OPEC）产量的下降抵消。

图 21 原油价格



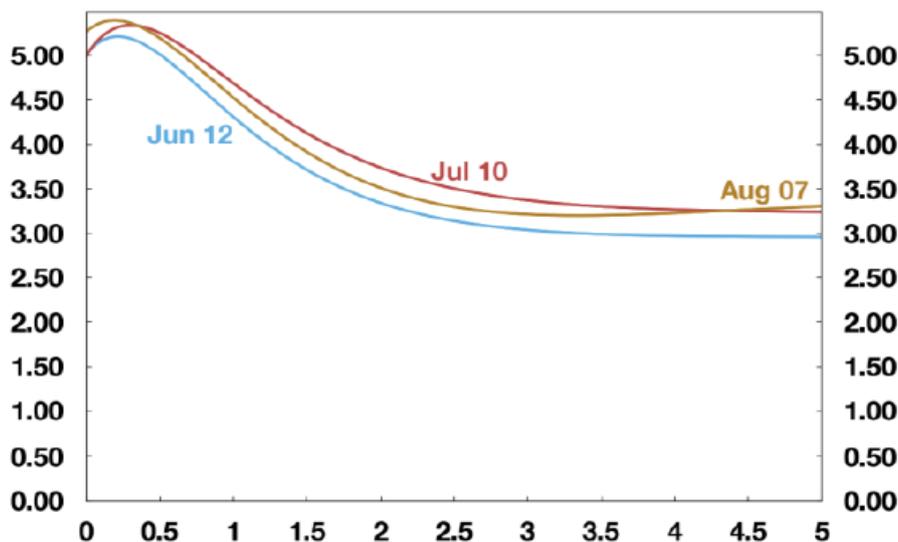
数据来源：能源信息管理局。

## 十一. 金融市场

### （一）联邦基金利率的隐含路径保持稳定。

1. 2023 年 7 月 10 日至 8 月 7 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有小幅变化，其中 4 个月以下和大于 4.5 年期限的略微上升，而 4 个月至 4.5 年期限的略微下降。大约三个月后，曲线将有一个向下的斜率。
2. 到 2024 年底，市场隐含的联邦基金利率预计约为 4.1%，低于联邦公开市场委员会（FOMC）自 2023 年 6 月以来的经济预测摘要（SEP）4.6%的中值。
3. 在 5 年期限内，市场隐含的联邦基金利率约为 3.3%，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



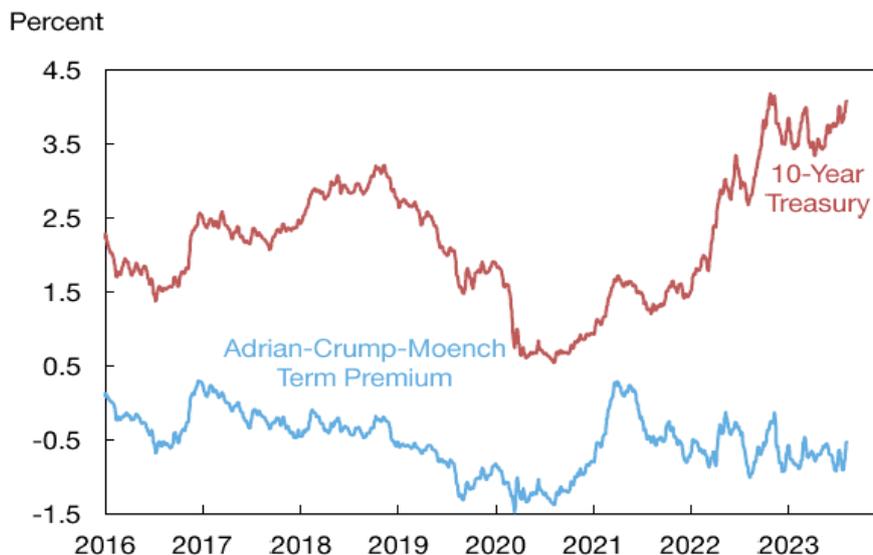
数据来源：纽约联邦储备银行计算；彭博财经有限公司。

注：估计使用 OIS 报价。

### （二）10 年期美国国债收益率上升。

1. 2023 年 7 月 10 日至 8 月 7 日期间，10 年期美国国债收益率上升了 8 个基点至 4.00%。
  - (1) 2020 年、2021 年和 2022 年的收益率均值分别为 0.89%、1.44%和 2.95%。
  - (2) 根据 Adrian-Crump-Moench 期限结构模型的估计，2023 年 7 月 10 日至 8 月 7 日期间，10 年期美国国债收益率上升主要是因为预期利率路径和期限溢价均小幅上升。

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。

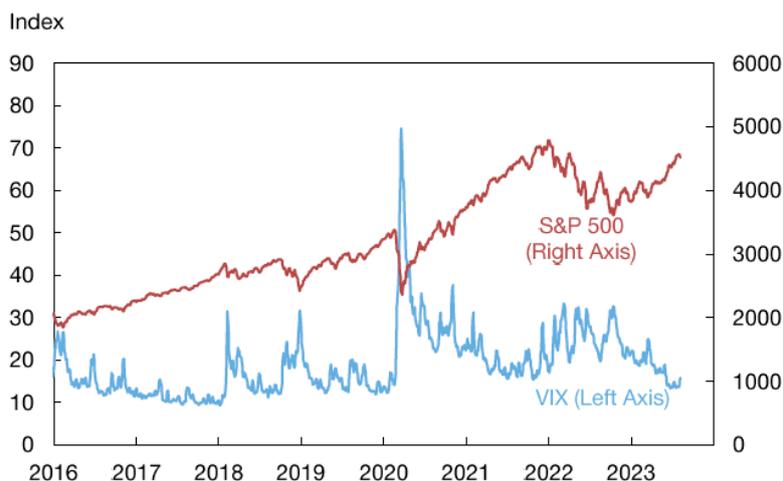
注：5 天平均移动值。

### （三）美国股价上升。

1. 以标准普尔 500 指数衡量的美国股价在过去一个月里有所上升。

- (1) 7月10日至8月7日期间，标准普尔500指数上涨2.5%，今年累计上涨18%。
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7月10日的15.1上升至8月7日的15.8。
  - (1) 该指数最近在3月13日达到26.5点的峰值。
  - (2) 在过去12个月，该指数的平均值为20.8。

图 24 美国股市指数和波动率



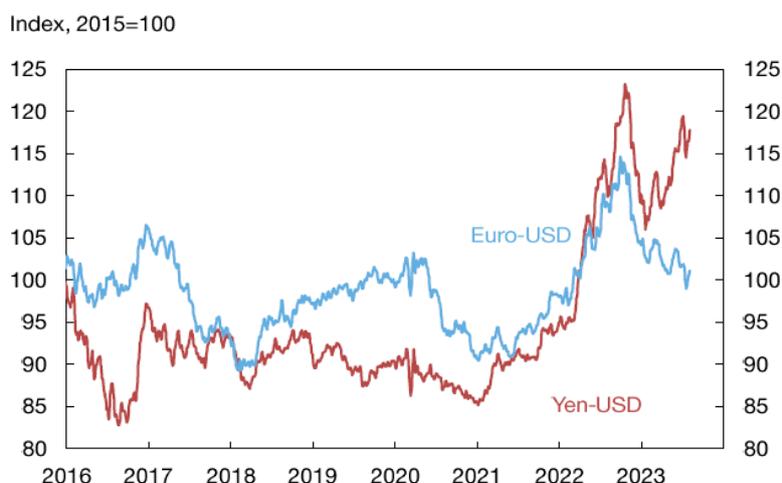
数据来源：S&P 和《华尔街日报》。

注：5天移动平均值。

#### （四）美元汇率保持不变。

1. 2023年7月7日至8月4日期间，美联储的美元贸易加权指数保持不变，今年累计下跌2%。
2. 2023年7月7日至8月4日期间，美元兑欧元上涨1%，兑日元下跌1%。

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

---

## 世界贸易阴云笼罩

---

Kiel Institute / 文 王琬婷 / 编译

导读：根据基尔贸易指标（Kiel Trade Indicator）的最新数据，6 月份世界贸易略有增长，主要来自中国贸易的支撑。中国逐渐摆脱 2022 年冬天的贸易低谷，以当前价格计算的 3 月份商品出口比以往任何国家都多。此外，德国和欧盟延续了近几个月的疲软阶段，但在本月初这种悲观局面并未得到证实。巴拿马运河的低水位再次导致港口航运拥堵加剧。编译如下：

最新的基尔贸易指标数据更新显示，7 月份全球贸易（经价格和季节影响调整后）较 6 月份大幅下降 1.6%。

就德国而言，出口（-0.4%）和进口（-1.2%）的基尔贸易指标值均为赤字。欧盟的出口（-1.6%）和进口（-1.5%）的赤字额更大。

基尔贸易指标的负责人 Vincent Stamer，说：“经济衰退牢牢控制着欧洲。在过去的十年里，对于经济实力最强的德国和法国来说，商业情绪在 2020 年的新冠疫情中变得更糟糕，如今的贸易数据反映了这一点。”

“巴拿马运河因出现低水位而受到的限制对欧洲整体来说几乎无关紧要，因为贸易路线并没有非常重要。在北海发生的事故不会使海上交通受到任何限制。”



### 中国作为出口市场的重要性下降

在重点国家中，降幅最大的是美国出口（-3.7%），同时美国进口（-0.8%）也是负增长。

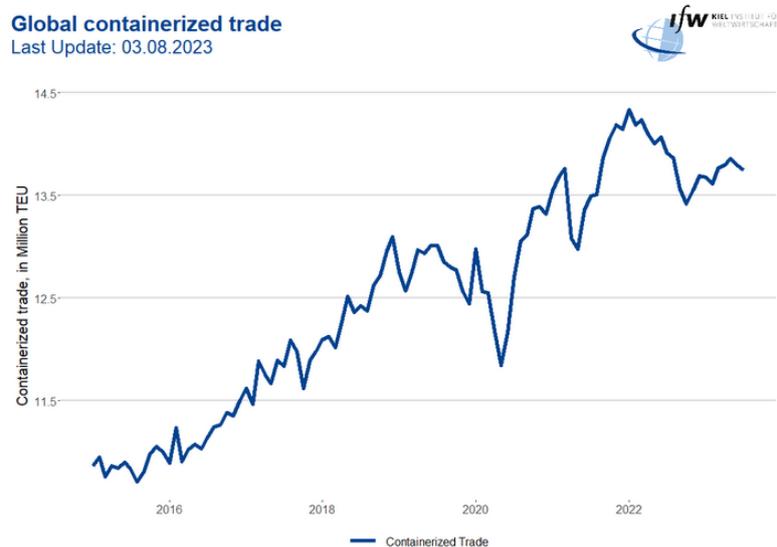
Stamer 说：“与欧洲相比，北美的企业信心正显示出触底迹象，因此尽管 7 月份的贸易数据同样不佳，但美国的前景从根本上来说是更好的。”

中国的贸易在经历了近几个月的上升趋势后出现了倒退，出口（-1.6%）和进口（-0.7%）都出现了衰退。Stamer 说：“经通胀调整后，中国从世界各地进口的商品明显少于 2021 年的繁荣时期。”

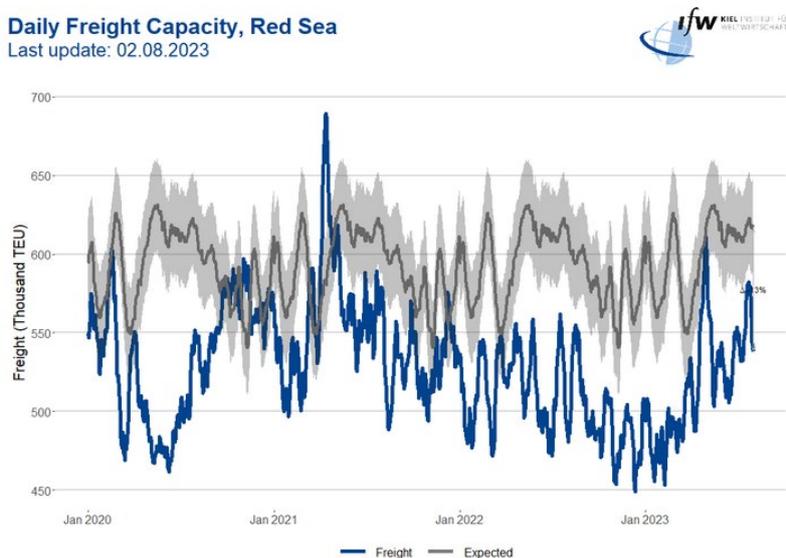
今年上半年，中国在德国出口中的份额从去年的 7.0% 下降到今年的 6.2%。美国是德国出口最重要的单一客户国，占德国出口的近 10%。

### 世界海洋活动减少

世界海洋活动略有下降，这与 7 月份疲软的贸易数据相吻合。标准集装箱运输量降至 1370 万左右，比 5 月份的中期高点低 1%，现在比 2022 年春季的历史高点低 4%。



集装箱船的拥挤度略有下降，欧洲和亚洲之间最重要的海上贸易航线——红海的货运量减少了约 5 万个标准集装箱，比预期减少了约 13%。



基尔贸易指标的下次更新将于 8 月 8 日（无媒体信息）和 9 月 7 日（有媒体信息）发布 8 月贸易数据。

更多关于 75 个国家和地区的基尔贸易指标和预测的信息，请访问 [www.ifw-kiel.de/tradeindicator](http://www.ifw-kiel.de/tradeindicator) .



### 关于基尔贸易指标

基尔贸易指标估计全球 75 个国家和地区、欧盟和整个世界贸易的贸易流量（进口和出口）。具体而言，估计数涵盖 50 多个国家以及欧盟、撒哈拉以南非洲、北非、中东和新兴亚洲等地区。它基于对船舶运动数据进行实时评估。基尔研究所（Kiel Institute）编写的一种算法使用人工智能来分析数据，并将船舶运动转化为价格和与前一个月相比的季节性调整增长数据。

我们每月更新两次数据。20 号左右（无新闻稿）为当月和下月，5 号左右（有新闻稿）为上月和当月。

全球有 500 个港口记录了抵港和离港船只。此外，还分析了 100 个海区的船舶动态，并根据吃水信息得出集装箱船的有效利用率。国家与港口之间的相互关系可以用来进行预测，甚至对没有自己深海港口的国家也是如此。

与以前的领先贸易指标相比，基尔贸易指标使用时间更早、更全面，依赖于使用大数据的独特大型数据库，并且相比之下具有较低的统计误差。基尔贸易指标的算法使用机器学习，因此预测的质量随着时间的推移而不断提高。

---

本文原题为“World trade clouds over”，是 2023 年 8 月 7 日基尔世界经济研究所（Kiel Institute For The World Economy）发布的一则新闻。Kiel Institute For The World Economy 是德国境内的经济研究所，主要任务是为世界经济的紧迫问题研究可行的创新解决方案。该研究所为政界和商界及国际社会提供决策建议，并将经济决策相关的重要信息及时传达给公众。作为世界经济研究的重要门户，该研究所拥有由国内专家和国际专家组成的庞大网络，他们的研究成果被直接或间接地用于基尔研究所的研究与咨询活动中。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 后疫情时代美元的国际角色

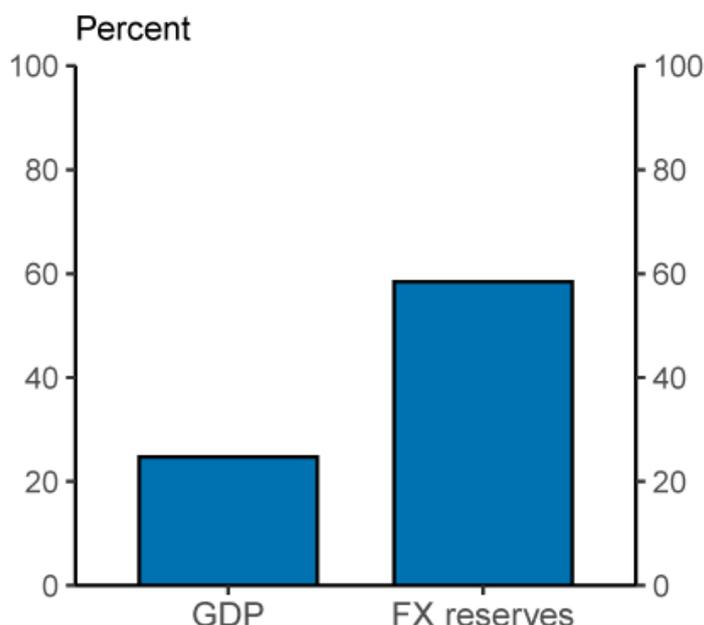
Carol Bertaut, Bastian von Beschwitz, Stephanie Curcuru/文 刘林东 / 编译

导读：本文探讨了美元在国际货币体系中的地位，以及可能对其主导地位造成威胁的因素。文章分析了美元在全球贸易、金融市场和外交政策中的作用，同时也讨论了其他货币的潜在崛起。虽然美元仍然是全球储备货币的主导者，但中国等国的经济发展和政治决策可能会对其地位产生影响。编译如下：

在上世纪的大部分时间里，美国经济的规模和实力、贸易和资本流动的稳定性以及强大的产权和法治一直支撑着美元在全球经济中的卓越地位。因此，美国金融市场的深度和流动性是无与伦比的，而且有大量极其安全的美元计价资产供应。

美元的作用在后疫情时代重新受到关注，部分原因是美国在入侵乌克兰后加强了对俄罗斯的制裁。2 我们审查了美元在国际储备中的使用、作为锚定货币的使用以及在国际交易中的使用。3 我们发现，美元仍然是主导货币，从国际储备的使用量和其他方面相对于美国占全球 GDP 的份额来看，美元发挥着巨大的国际作用（见图 1）。根据我们的指数结合各种因素，美元的国际使用量在过去 5 年中基本没有变化。事实上，它甚至在金融创新领域发挥着巨大的作用，例如成为稳定币（Stablecoin，一种加密货币）的主导锚。也就是说，本文末尾讨论了对美元主导地位构成挑战的几个可能来源。

图 1.2022 年美国占世界 GDP 比重与美元占国际储备比重



注：2022-Q4 年美国占 2022 年名义世界 GDP 份额与美元在全球披露外汇储备中所占份额的比较。按当前汇率计算。

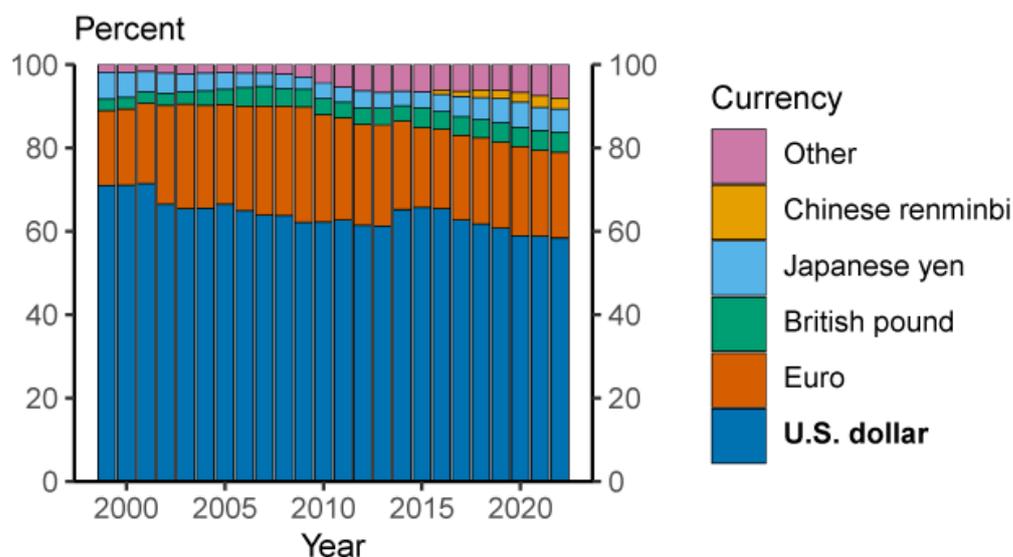
资料来源：货币基金组织；国际货币基金组织世界经济展望数据库。

### 人们对美元作为价值储存工具普遍充满信心

货币的一个关键功能是作为一种价值储存工具，可以在未来保存和取回，而不会显著损失购买力。衡量一种货币作为价值储存手段的信心有一个指标是其在官方外汇储备中的使用情况。如图 2 所示，美元占 2022 年已披露的全球官

方外汇储备的 58%，远远超过包括欧元（21%）、日元（6%）、英镑（5%）和人民币（3%）在内的所有其他货币。它在 2022 年几乎没有变化，这表明美国在俄乌战争后对俄罗斯的制裁目前尚未导致储备的重大重新分配。尽管如此，美元占外汇储备的比例已低于 2000 年的 71%，因为外汇储备经理在其投资组合中增加了一系列较小的货币，包括澳元和加元。即使出现这种下降，到目前为止，美元仍是占主导地位的储备货币。

图 2 外汇储备

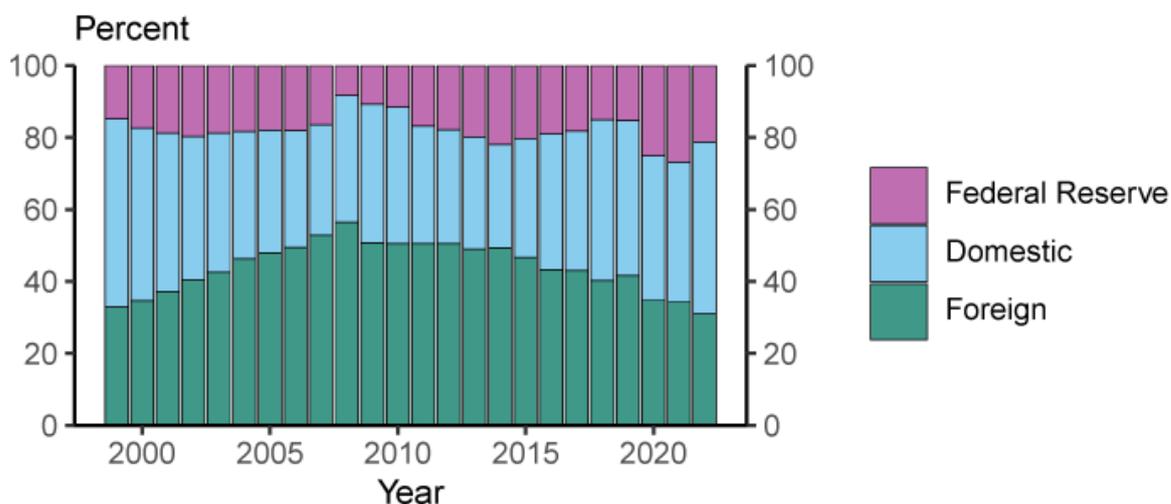


注：全球披露外汇储备的份额。按当前汇率计算。数据为年度数据，从 1999 年到 2022 年。图例条目按图形顺序从上到下显示。人民币在 2015 年第二季度之前为 0。

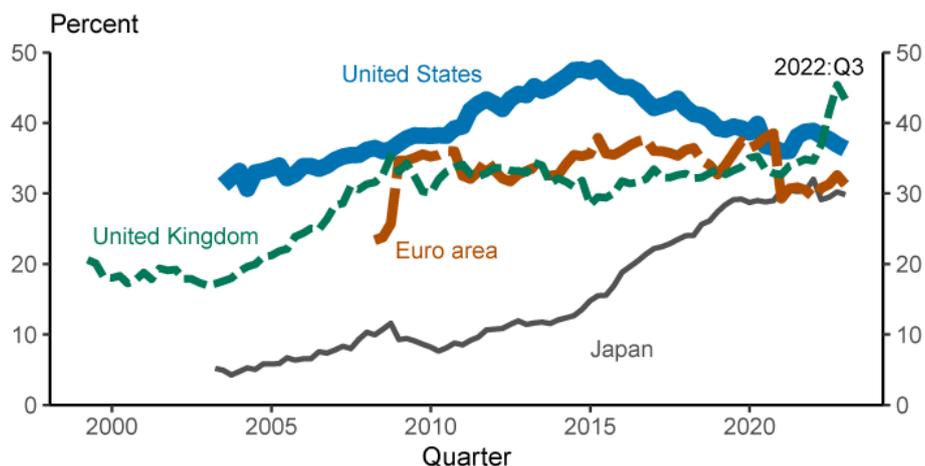
资料来源：国际货币基金组织

这些官方美元储备的大部分是以美国国债的形式持有的，非美国的官方和私人投资者对此都有很高的需求。截至 2022 年底，7.4 万亿美元或 31% 的流通国债由非美国投资者（包括官方和私人投资者）持有（见图 3A），48% 由国内私人投资者持有，21% 由联邦储备系统持有。尽管非美国投资者持有的美国国债份额从 2014 年的近 50% 有所下降，但目前非美国持有的美国国债份额与欧元区、日本和英国的外国持有份额大致相当（如图 3B 所示）。

图 3 非美国持有的政府债务  
3A 持有有价美国国债



3B. 外国持有的一般政府债务证券份额



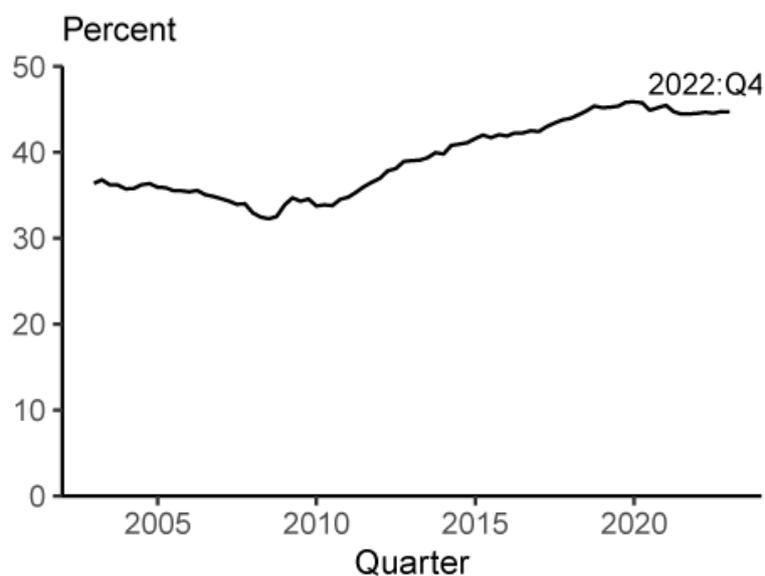
注：图 3A 图例条目按从上到下的图形顺序显示。图 3B 不包括国内中央银行的持有量。欧元区内部持有的欧元区债务证券被视为国内持有。一般政府债务证券包括地方、州和国家债务证券。图 3A。数据为年度数据，从 1999 年一直延续到 2022 年。2022 年数据截至第三季度。图 3B 数据按季度提供，从 1999 年第一季度到 2022 年第三季度。

资料来源：美联储美国金融账户，表 L.210。国际清算银行债务证券统计；世界银行/国际货币基金组织季度外债统计（QEDS），通过 Haver Analytics 访问；英格兰银行；日本银行；欧洲中央银行；联邦储备委员会；董事会工作人员计算。

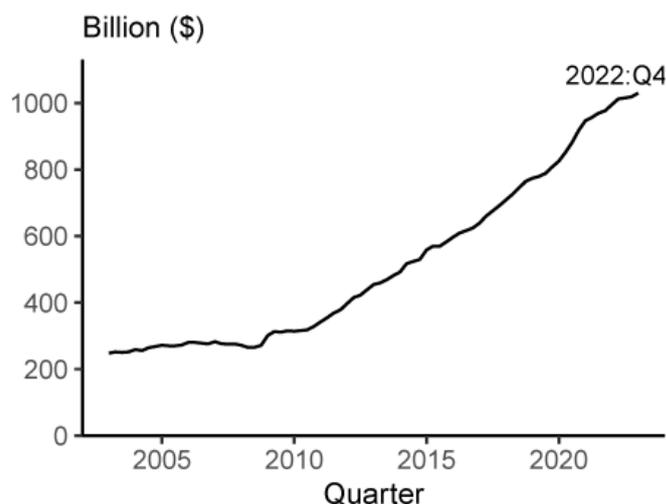
外国投资者也持有大量纸币。如图 4 所示，国外持有的美元纸币的价值在过去二十年中有所增加，无论是绝对价值还是作为流通纸币的一部分。美国联邦储备委员会（Federal Reserve Board）工作人员估计，截至 2022 年底，非美国人持有的美元纸币超过 1 万亿美元，约占流通美元纸币总量的一半。

图 4 外国持有的美元纸币

4A 美元纸币份额



4B 美元现钞金额



注：外国人持有美元纸币的确切数额不详，这很可能是一个保守估计。见 Judson（2017）。数据按季度提供，从 2002 第四季度到 2022 第四季度。

资料来源：美联储美国金融账户，表 L.204。影响准备金余额的因素（H.4.1），表 1；美联储工作人员计算。

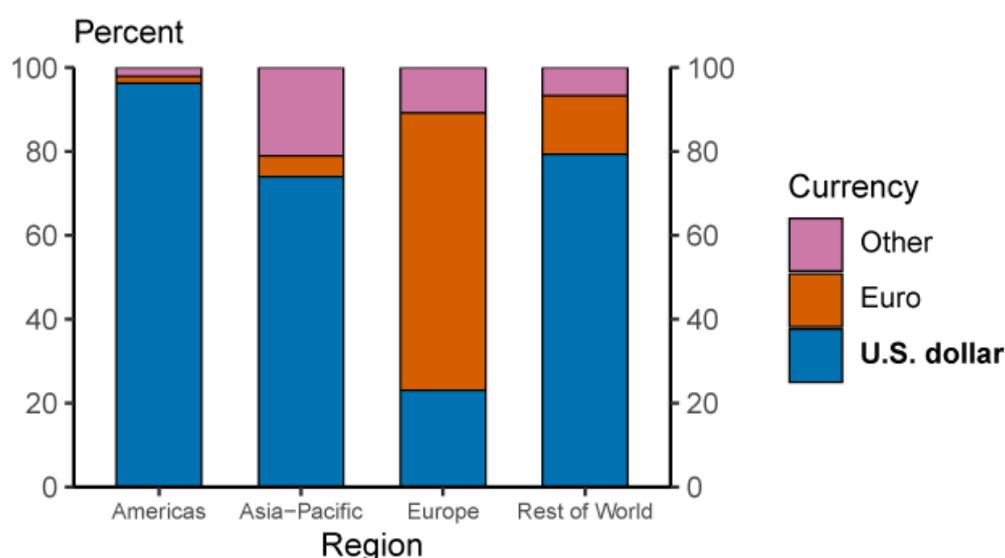
此外，许多国家通过限制其货币相对于美元的波动以利用美元作为价值储存手段的有效性——换句话说，将其作为锚定货币。正如 Ilzetzki、Reinhart 和 Rogoff（2020）所强调的，美元作为锚定货币的使用在过去二十年中有所增加。他们估计，2015 年世界 GDP 的 50% 来自货币与美元挂钩的国家（不包括美国本身）。相比之下，欧元在世界 GDP 中所占的份额仅为 5%（不包括欧元区本身）。此外，与 Ilzetzki 等人 2015 年的原始样本相比，这种锚定几乎没有

改变。一个例外可能是人民币从美元重新锚定到一篮子货币。然而，美元和与美元挂钩的货币占这个篮子的 50%以上，因此人民币对美元的变化仍然有限。

### 美元在国际交易和金融市场中占主导地位。

货币的国际作用也可以通过其作为交易媒介的用途来衡量。最近关于全球贸易和国际金融交易的货币构成的几项研究突出了美元在国际上的主导地位。美元是全球贸易中使用频率最高的货币。图 5 显示了美元在全球贸易发票中所占的份额。在 1999-2019 年期间，美元占美洲贸易发票的 96%，占亚太地区的 74%，占世界其他地区的 79%。唯一的例外是欧洲，欧元以 66%的比例占据主导地位。

图 5 出口发票份额



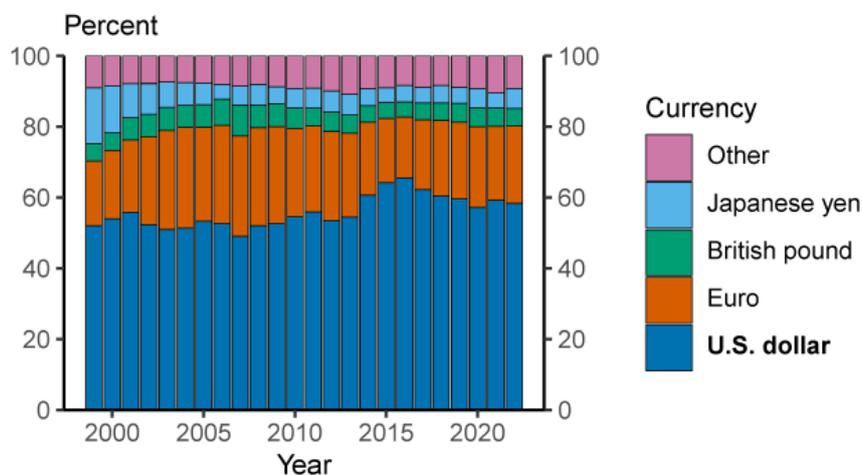
注：出口发票的年平均币种构成（如有数据）。数据从 1999 年到 2019 年。区域是国际货币基金组织定义的区域。图例条目按图形顺序从上到下显示。欧洲的价值包括欧元区内的贸易。

资料来源：国际货币基金组织贸易方向；中华人民共和国台湾省中央银行；Boz 等人(2020)；董事会工作人员计算。

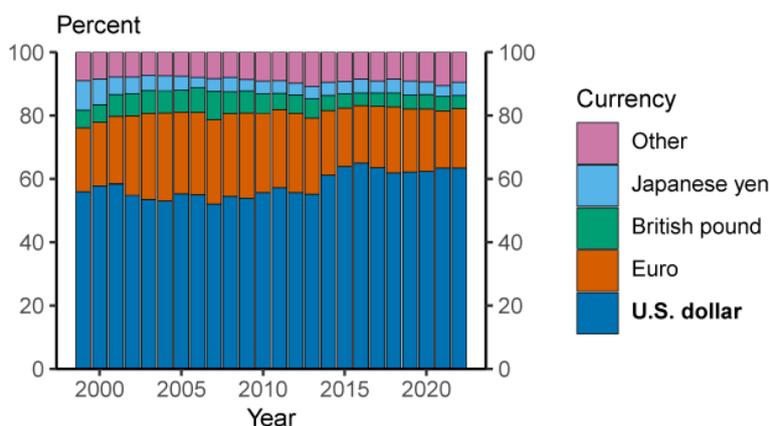
在某种程度上，由于美元作为交易媒介的主导地位，它也是国际银行业的主导货币。如图 6 所示，大约 60%的国际和外币债权（主要是贷款）和负债（主要是存款）以美元计价。自 2000 年以来，这一比例一直保持相对稳定，远高于欧元的比例（约 20%）。

图 6 国际和外币银行债权和负债的份额

6A. 债权



6B 负债



注：跨国界或以外币计价的银行债权和债务份额。银行债权和负债仅指贷款和存款，包括回购协议。不包括对相关银行办事处和中央银行的债权和负债。也不包括欧元区内的跨境债权和负债。按现行汇率计算。数据为年度数据，从 1999 年到 2022 年。图例条目按图表顺序从上到下显示。

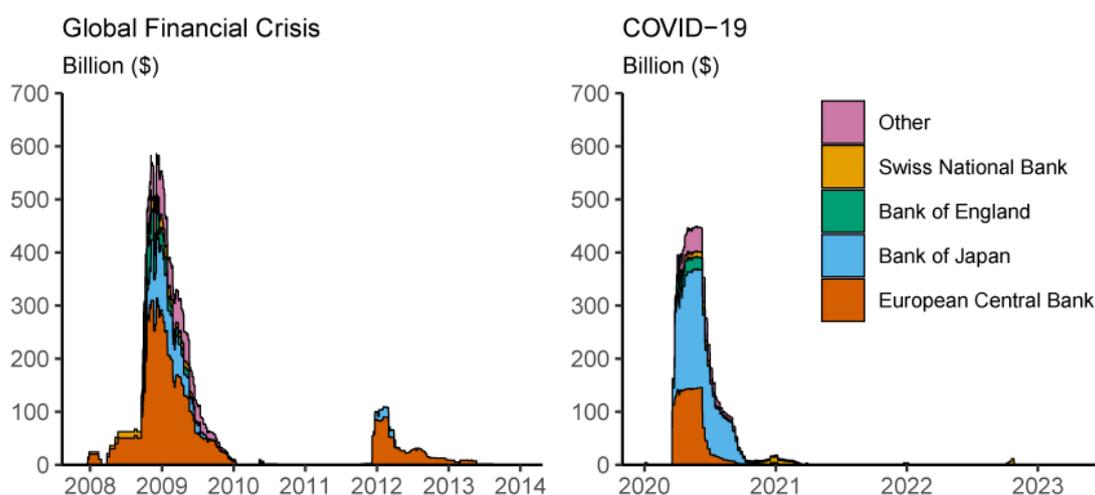
资料来源：国际清算银行地方银行统计；董事会工作人员计算。

由于危机期间对美元融资的需求特别高，外国金融机构可能难以获得美元资金。作为回应，美联储推出了两项计划，以缓解危机引发的国际美元融资市场紧张，从而减轻紧张对国内外企业和家庭信贷供应的影响。为了确保美元融资在 2008-2009 年金融危机期间仍然可用，美联储与几家外国央行推出了临时互换额度，其中一部分在 2013 年成为永久性互换额度。在 2020 年 3 月的新冠疫情危机期间，美联储增加了常备互换额度的操作频率，并引入了与其他交易对手的临时互换额度。美联储还推出了回购工具，可供在纽约联邦储备银行拥有账户的外国和国际货币当局（FIMA）使用，该工具于 2021 年成为永久性工具。2023 年 3 月和 4 月，互换额度操作的频率再次临时增加，以缓解与瑞士当局干预瑞士信贷业务相关的市场压力。

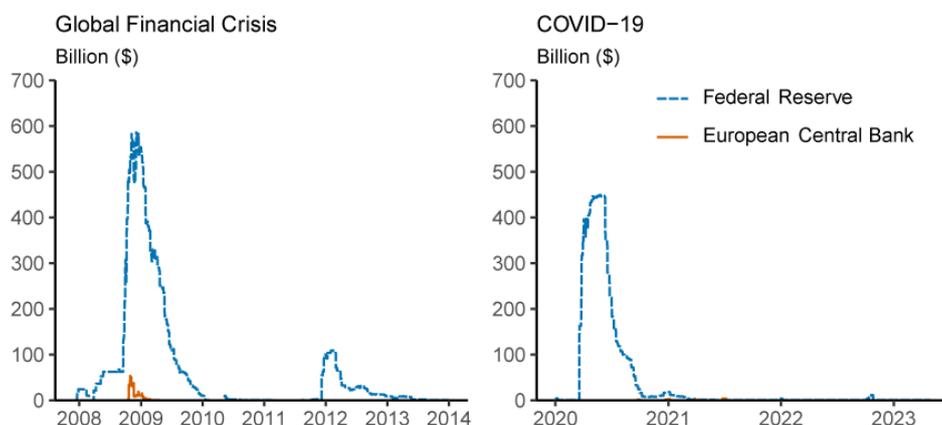
互换额度和 FIMA 回购工具都增强了美元作为全球主导货币的地位，因为获得批准的用户知道，在危机中他们可以获得稳定的美元资金来源。互换额度在 2008-2009 年金融危机和 2020 年 COVID-19 危机期间被广泛使用，未偿付总额分别达到 5850 亿美元和 4500 亿美元（见图 7A）。虽然其他中央银行也设立了互换额度，但欧洲中央银行和其他中央银行提供的非美元计价互换额度很少使用（见图 7B）。这一事实突显出，美元融资在许多国际活跃银行的运营中是多么重要。

图 7 中央银行互换额度

7A 交易对手中央银行提供的美联储互换额度



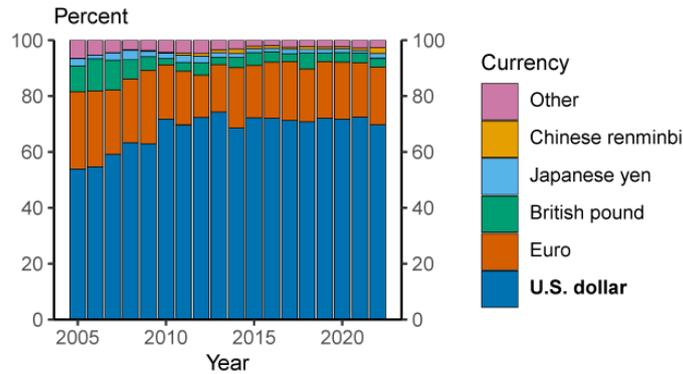
7B 美联储和欧洲央行互换额度条款



注：在图 7A 中，图例条目按图形顺序从上到下显示。美联储对英格兰银行、日本银行和其他中央银行的互换额度准备金在 2008 年 9 月之前为 0 或接近 0。对瑞士国家银行的准备金在 2008 年 3 月之前为 0 或接近 0。对瑞士国家银行和英格兰银行的准备金在 2009 年 6 月之后为零或接近零。图 7B 包括欧洲中央银行在新冠疫情期间的互换额度和回购准备金。按现行汇率计算。数据为每日数据，全球金融危机期间为 2007 年 12 月 1 日至 2013 年 12 月 31 日，COVID-19 期间为 2020 年 1 月 1 日至 2023 年 4 月 30 日。在 2008 年 10 月之前和 2009 年 2 月之后，欧洲央行（ECB）的互换额度准备金为 0（或接近 0，以十亿美元为单位）。资料来源：纽约联邦储备银行；欧洲中央银行。

发行外币债务——公司以本国货币以外的货币发行的债务——也由美元主导。自 2010 年以来，以美元计价的外币债务比例一直保持在 70% 左右，如图 8 所示。这使得美元远远领先于欧元，后者的比例为 21%。

图 8 外币债务发行份额

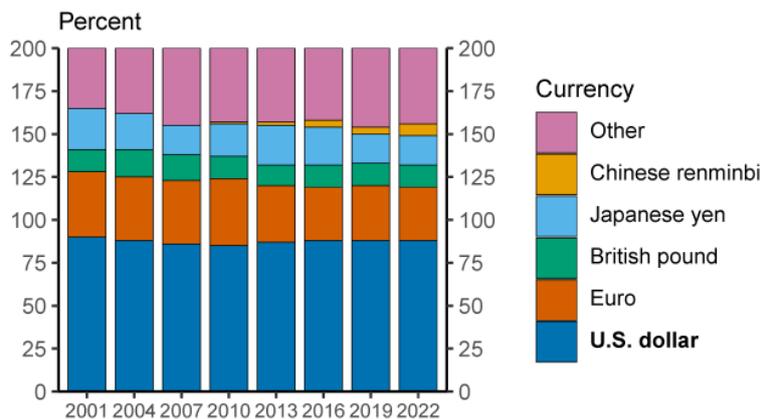


注：外币债务以相对于发行公司所在国（而非发行地）的外币计价。按当前汇率计算。数据为年度数据，从 2005 年到 2022 年。图例条目按图表顺序从上到下显示。2005 年中国人民币为 0。

来源：路孚特；董事会工作人员计算。

对美元的众多需求来源也反映在外汇（FX）交易中美元的高份额上。国际清算银行的 2022 年三年期中央银行调查显示，2022 年 4 月，约 88% 的全球外汇交易为美元买卖。这一比例在过去 20 年中一直保持稳定（图 9）。相比之下，欧元在 31% 的外汇交易中被买入或卖出，相比 2010 年的峰值 39% 有所下降。

图 9 非处方外汇交易所占份额



注：按当前汇率以净额计算。百分比总和为 200%，因为每笔外汇交易都包括两种货币。图例条目按图形顺序从上到下显示。中国的人民币在 2007 年之前是 0。

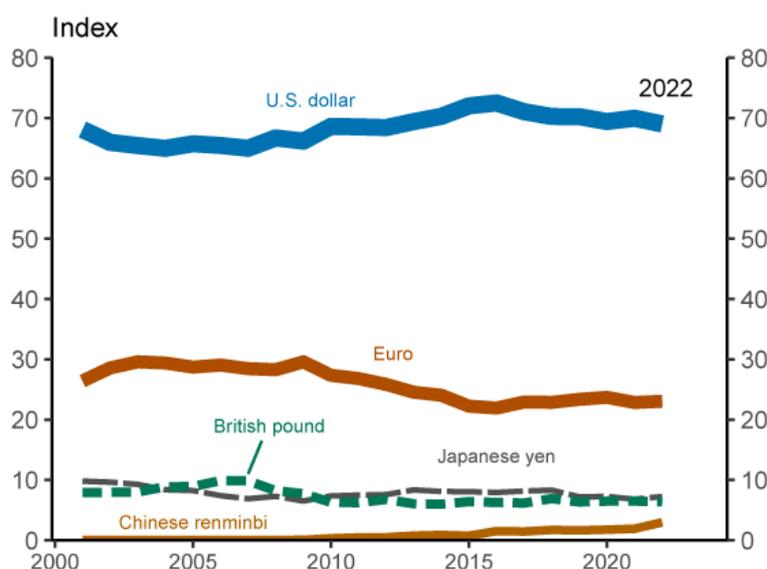
资料来源：国际清算银行三年一度的外汇和场外衍生品市场中央银行调查。

**总体而言，美元的主导地位在过去 20 年中一直保持稳定。**

对过去二十年全球美元使用情况的回顾表明，美元的作用占主导地位且相对稳定。为了说明这种稳定性，我们构建了一个国际货币使用的综合指数。该

指数计算为有时间序列数据的五种货币使用情况衡量指标的加权平均值：官方货币储备、外汇交易量、未偿还外币债务工具、跨境存款和跨境贷款。我们在图 10 中显示了国际货币使用情况的指数。自 2010 年以来，美元指数水平一直稳定在 70 左右，远远领先于所有其他货币。欧元的价值次高，约为 23，其价值也保持相当稳定。虽然人民币的国际使用量在过去 20 年中有所增加，但它的指数水平仅为 3 左右，甚至落后于日元和英镑，分别为 7 和 6。

图 10 国际货币使用指数



注：指数是每种货币在全球披露的外汇储备（25%权重）、外汇交易量（25%）、外币债务发行（25%）、外币和国际银行债权（12.5%）以及外币和国际银行负债（12.5%）中所占份额的加权平均值。由于我们的外币债券发行数据仅在 2005 年才提供，因此我们将 2005 年的价值填充到前几年。

资料来源：国际货币基金组织；国际清算银行三年一度的外汇和场外衍生品市场调查；路孚特；国际清算银行位置银行统计；董事会工作人员计算。

### 美元的地位在短期内似乎不太可能下降

近期对美元主导地位的挑战似乎有限。在现代历史上，主要的货币转换只有一个例子——美元取代英镑。美元在与第一次世界大战相关的金融危机后崛起，然后在 1944 年布雷顿森林协议后巩固了其国际地位（Tooze 2021，Eichengreen and Flandreau 2008，Carter 2020）。

然而，从长远来看，挑战美元国际地位的风险更大，最近的一些变化有可能促进其他货币的国际使用。

几位评论员认为，美国及其盟友在俄乌战争后对俄罗斯实施的制裁可能会降低美元作为储备货币的吸引力，因为地缘政治对手担心依赖美元作为储备货币，可能会受到美国的潜在制裁威胁。然而，Weiss（2022）记录了外国政府持有的安全美国资产中约有四分之三已经由与美国有某种军事联系的国家持有。此外，欧元、日元和英镑等其他主要储备货币都是由美国的亲密盟友发行的，

这些盟友也参与了对俄罗斯的制裁。因此，地缘政治对手没有很多有吸引力的美元替代品。

欧洲一体化程度的提高是另一个可能的挑战来源，因为欧洲联盟是一个庞大的经济体，拥有相当深厚的金融市场、普遍自由的贸易以及强大而稳定的机构。在新冠疫情危机期间，欧盟开始发行前所未有的联合支持债务，到 2023 年 5 月达到约 4000 亿欧元。虽然这对欧盟来说是一个很大的数额，但与超过 20 万亿美元的美国国债相比仍如九牛一毛。但如果财政一体化取得进展，并为欧盟债券发展出一个巨大的流动性市场，欧元作为储备货币在未来可能会变得更具吸引力。通过加强欧盟主权债务市场基础设施和引入数字欧元，这种一体化可能会加速。此外，如果企业和主权绿色金融继续增长，欧元在企业和主权绿色金融中的突出作用可能会提高其国际地位。然而，即使有更多的财政一体化，仍然存在的政治分离将继续造成政策不确定性。

挑战美元主导地位的另一个来源可能是中国的持续快速增长，中国是目前世界上最大的出口国，尽管其进口额落后于美国（国际货币基金组织贸易统计方向，2021-Q2）。按购买力平价计算，中国 GDP 已经超过美国 GDP（国际货币基金组织《世界经济展望》，2021 年 7 月），并可能在本世纪 30 年代超过美国名义 GDP。然而，由于中国的人口正在减少，预测者通常认为中国经济增长不会超过美国经济增长的 30%。这种规模的差异可能不足以克服更广泛使用人民币的重大障碍。重要的是，人民币不能自由兑换，中国资本账户不开放，投资者对中国机构的信心相对较低（Wincuin, 2019）。这些因素都使得人民币对国际投资者缺乏吸引力。为了克服这些缺陷，中国最近加大了推广人民币计价的力度。例如，它与巴西达成了一项协议，允许中国和巴西公司用本国货币而不是美元结算贸易。它还在与沙特阿拉伯讨论用人民币为石油贸易定价的可能性。外界分析人士普遍认为，这些协议只是象征性的，最多是为人民币未来的潜在使用奠定基础。

支付格局的变化也可能对美元的主导地位造成挑战。例如，私营部门和官方数字货币的快速增长可能会减少对美元的依赖。消费者和投资者偏好的变化，加上新产品的可能性，可能会改变感知成本和收益的平衡，足以克服一些有助于维持美元领导地位的惯性。尽管如此，技术进步也有可能巩固美元的主导地位。例如，大约 99% 的稳定币市值与美元挂钩，这意味着加密资产实际上以美元交易为主。

总之，如果没有任何大规模的政治或经济变化损害美元作为价值储存手段或交易媒介的价值，同时增强美元替代品的吸引力，美元在可预见的未来可能仍将是世界上占主导地位的国际货币。

---

本文原题为“‘The International Role of the U.S. Dollar’ Post-COVID Edition”。作者 Carol Bertaut, Bastian von Beschwitz, Stephanie Curcuru 均为美联储委员会工作人员。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 拜登新的对华境外投资限制是明智的妥协，但存在进一步收紧的可能性

Martin Chorzempa / 文 安怀雨 / 编译

导读：美国财政部近日提出新的外资投资中国审查制度，针对中国军事技术发展敏感领域实施严格监管。新规主要聚焦于芯片设计、人工智能等少数领域，大部分美国对华投资不受影响。这表明拜登政府谨慎应对中美经济关系，避免全面“脱钩”，而采取有针对性的“降风险”政策。新规较早的出口管制更加重点和谨慎，基本避免了过于宽泛化的监管可能带来的弊端。尽管如此，由于国会和舆论压力，最终形成的政策可能会更加严格。文章指出，此举可能对中国资本和技术发展造成一定影响，但澄清了美国政策取向，有利于中美经济领域发展更加稳定、可预期的关系。编译如下：

在与中国的投资关系引发国家安全担忧之际，拜登政府于 8 月 9 日宣布了一项新提议的制度，以审查并禁止一些可能帮助中国发展军事技术的美国对华投资。政府公开表示，不赞成广泛的“脱钩”议程，而是采取更为聚焦的“降低风险”策略，在双边关系中设置“小院高墙”的管控。这一最新举措与该战略非常吻合。过于宽泛的制度可能带来灾难性的后果：不断膨胀的官僚机构和政府权力将使拥有国际业务的美国投资公司陷入繁文缛节，在与国外同行的竞争中处于不利地位。正如早些时候 PIIE 关于对外问题的博客所述，考虑到中国庞大的可用资本和美国政府限制对华投资和技术转让的强大工具，新规对中国的影响可能微乎其微。

### 并非广泛脱钩

谢天谢地，财政部新规下的政策避免了广泛脱钩的恶果，实现了谨慎而明智的平衡，以期经受公众舆论的考验。在最终版本生效之前，对投资者来说没有任何变化，财政部尚未阻止或解除新的交易，而是仅仅要求提供新交易的信息以收集数据。相反，该提案向公众提出了关键的“如果”问题，以完善最终将实施的内容。美国外国投资委员会（Committee on Foreign Investment in the United States, CFIUS）可以审查任何针对美国公司的投资，而与此不同的是，财政部新规只适用于“相关国家”，目前只包括中国大陆、中国香港和中国澳门。配合谨慎的豁免条款，应可将波及美国盟友和其他国家的影响最小化。财政部未感迫切的一个原因是，投资者已经开始习惯在对中国敏感行业的投资上变得更加谨慎。

拟议中的新规将对华投资进行了相对简单的分类，仅依据被投企业的活动是否隶属于三个敏感行业。某些类型的投资将被禁止（范围很窄），其他投资允许在报告要求下进行（范围仍然很窄），大多数投资将保持不受新的要求限制。几乎所有在中国境外的投资，甚至绝大多数在中国境内的投资，都属于后一类。这种简单明了的界限将会使该项目、直属机构及其成本保持精简，而美国外国投资委员会（CFIUS）对构成威胁的标准要宽泛得多，而且必须对其办公

桌上的每一项投资进行漫长的、资源密集型的逐案审查。该提议关注的是可能会给被投资方带来其他好处的资本，不仅限于金钱，因为管理经验和网络渠道等优势也可能增强中国在国家安全方面的关键能力。

### **新规影响有限**

新条例仅适用于股权融资和可转换为股权的债务，以及可能涉及创建该命令所涵盖行业的中国实体的绿地投资和合资企业。它将“豁免”一系列交易，如技术许可或销售或购买材料（这将受到出口管制的管辖），以及母公司与其在中国的现有子公司之间的常规资本流动，即使在所涉及的行业也是如此。

如果新规仅作有限变更便付诸实施，对实际投资流动的影响可能非常小。首先，一家中国公司开发的技术和商品对美国投资者来说是有限的。第一个技术类别仅适用于半导体电子设计自动化（EDA）工具、先进半导体设计、半导体制造设备、芯片制造和先进封装，阈值与众所周知的 2022 年 10 月 7 日发布的出口管制相重叠，其中阻止美国资本和专业知识和中国围绕现有管制进行创新的理由非常明确。第二，量子领域仍是一个新兴类别，与安全问题联系紧密，但迄今为止商业应用有限，在风险投资总额中占比极小。人工智能（AI）的追踪要棘手得多，但投资 AI 标准很高，但仅限于专门或主要用于军事、大规模监控或情报应用的软件。

其次，即使是行政命令中提出的通知制度也比较狭隘。关键在于，该提案不太可能抑制投资，因为它建议在交易结束后 30 天内发出事后通知，而不是要求预先通知，后者可能导致财政部在投资完成前提出质疑。通知要求仅适用于半导体，涵盖了 2022 年 10 月 7 日出口管制中未涉及的大多数芯片相关技术投资。就人工智能而言，通知涵盖了专门或主要用于更多应用的人工智能，包括面部识别（由于其在新疆等地的使用，因此有理由敏感）和机器人系统的控制，但乍看似乎并不影响自动驾驶车辆等领域。财政部似乎明显无意为在中国的投资设立一个繁琐、广泛的报告要求。

第三，在大多数情况下，该提案豁免了对上市公司投资的禁止和通知，（这些投资已经被另一机构所涵盖）、指数基金和风险资本中的有限合伙人投资，只要这些是真正的少数股权被动投资。这些豁免都有意义，因为这些投资不太可能造成行政命令所关心的专业知识外流。然而，新条例确实适用于美国公司的子公司和美国人。这将使美国风险投资者即使在境外组建资金也属于其管辖之下。但如果美国人回避投资决定，拥有美国高管的外国公司在某些情况下也可以进行被禁止的投资。新条例还允许美国公司完全收购中国公司在境外和相关行业的资产或子公司。

第四，该提案包括一项关键条款，确保其仅影响极少数非中国企业的美国投资。如果一家公司的子公司既是中国的，又涉及敏感行业，那么只有当其收

入、运营费用、资本支出或净收入的50%以上来自这些子公司时，该公司才属于该制度的适用范围。例如，韩国芯片公司，如果通过中国子公司生产40%的芯片，其投资不会被禁止（直接投资中国子公司会被禁止）。对一家中国大型企业集团进行投资，如果其只有小规模自动驾驶汽车芯片设计业务，也不会被纳入管控范围。如果没有这一条款，就几乎不可能确定对一家庞大的中国企业集团或拥有一些中国业务的非中国公司的投资是否应受到牵连。然而，财政部需要对中国的措施保持警惕，比如敏感行业和非敏感行业的公司之间的虚假合并，旨在稀释收入份额使其低于50%的门槛。该命令禁止任何“规避[或]以规避为目的的行为”，而利用这一漏洞的投资者将自食其果。

需要注意的一点是，申报机制要求提供大量有关投资者、交易和被投资方的信息，包括在中国高度敏感的信息：“产品、服务、研发、商业计划，以及与相关国家的商业和政府关系。”该提案试图确保这些信息的保密性。但公司会有合理的担忧，担心这些信息是否会让他们在国会遭受非议或者被未来的政府利用。

### **积极的提议，而前景晦暗未明**

与新规极端的潜在风险相比，目前最坏的情况似乎已经避免。财政部和白宫应当为他们的细致工作获得赞扬。然而，许多旨在保持政权极致精准的元素已经作为漏洞备受非议，国会事实上很有可能采取行动落实更广泛的制度。

就目前而言，美国在这一举措上仍属孤例，尽管七国集团已同意“设计应对外国投资风险的适当措施对于补充现有政策至关重要”，英国和欧盟亦在考虑各自的新提案。尽管美国在风险资本方面占主导地位，但如果保持单边控制，效果将极为有限。尽管如此，这一妥协对于未来可能扩大而非收缩范围的政策做出了良好开端。希望在最终提案及其未来使用中都能保持平衡。

---

---

本文原题为“Biden's New Outbound Investment Restrictions with China are a Sensible Compromise, but Further Tightening is Likely”。作者为 Martin Chorzempa。Chorzempa 自 2021 年 1 月起担任高级研究员，他于 2017 年作为研究员加入彼得森国际经济研究所（PIIE）。在德国担任富布赖特学者和德国银行协会研究员期间，他获得了金融创新方面的专业知识。他曾在北京从事金融自由化研究，先是作为卢斯学者在北京大学中国经济研究中心工作，后在中国领先的独立智库中国金融四十人论坛（cf40）工作。本文于 2023 年 8 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

---

## 中国的崛起与主权债务减免的重塑

MUYANG CHEN /文 刘莹仪 / 编译

导读：本文探讨了中国作为世界上最大的发展中国家双边债权人的角色及其与西方主导的多边机构的互动。这篇文章揭示了围绕将中国纳入集体债务减免机制的挑战，审视了美国和多边机构为应对四十年前的债务危机而采用的债务减免方法，并展示了自 20 世纪 80 年代末以来全球债务治理的重大转变。同时，本文揭示了银行运营机制背后的商业原理，从而试图理解中国对西方主导的债务减免框架的谨慎态度。编译如下：

中国已成为世界上发展中国家最大的双边债权国。这引出了一个问题：中国如何与西方主导的管理主权债务减免的多边机构，即监督各国财政平衡的国际货币基金组织（IMF）、监管中低收入地区多边发展融资的世界银行和协调官方双边债权人债权重组的巴黎俱乐部相处？在新型冠状病毒大流行的时代，全球债务飙升将中国推到了债务减免的前线，并进一步增加了围绕将新兴债权人纳入全球债务治理的讨论的紧迫性。

多边机构不断努力与中国接触希望其遵守集体债务减免的现有规则，却未能成功塑造中国的行为。2016 年，当中国在杭州主办 G20 峰会时，中国表示有兴趣与巴黎俱乐部进一步合作，这提高了人们对中国可能正式加入巴黎俱乐部的期望。然而，自那以后中国没有在这方面采取任何行动。2020 年 4 月，在疫情的背景下，20 国集团宣布了暂停偿还债务倡议（DSSI），将大多数低收入国家到期的官方债务偿还推迟到 2020 年年底，而后到 2021 年年底。六个月后，G20 启动了债务处理共同框架，将中国与巴黎俱乐部债权人一起纳入集体债务减免。中国政府官员一再表示，中国在 G20 框架下延长了大量债务时限。然而，多边机构认为中国对共同框架的反应相当“保守”，不断敦促中国更多地参与并加快向发展中国家提供债务减免。

现有分析从两个方面解释了中国的行为。一些人认为，中国正在搭国际主权债务机制的便车。当同一债务人欠多个债权人时，任何债权人都可以从其他债权人的债务减免中受益，因此有搭便车的动机。巴黎俱乐部和布雷顿森林机构（国际货币基金组织和世界银行）的监管便是限制这种搭便车的集体机制。因此，在某种意义上，非参与方债权人在利用参与方。然而，这一解释并没有具体说明不同债权人所青睐的是不同债务减免办法，而这些不同的办法对于理解它们在现有框架中的位置至关重要。第二种解释是，中国正在挑战发达工业经济体制定的规则，实行一种与传统债权人不同的特殊债务减免方式。通过西方官方双边债权人通常不提供的抵押贷款，中国的银行正在实施所谓的“债务陷阱”外交，获得自然资源作为抵押，并获得对债务人的政治影响力，从而增加中国的全球影响力。然而，抵押贷款是商业银行的一种常见做法，而中国的银行并不是第一家这样做的银行。这表明，我们有必要进一步讨论新兴债权人和传统债权人如何区别对待主权债务。

本文通过将中国当前的债务减免方法与美国以及多边机构在 20 世纪 80 年代债务危机期间和之后的债务减免方法进行历史比较，进行相应讨论。四十年前的危机之所以重要，有两个原因。首先，国际主权债务制度的现行规则、规范和做法是作为传统债权人对 1980 年代开始的全球债务的反应而形成的。第二，正如以下分析所示，中国政策制定者专门研究了这一历史事件，并试图从传统债权人的经验中吸取教训。因此，研究历史对于理解当前的发展中国家债务重组浪潮至关重要。

通过比较的视角，文章发现，到 20 世纪 80 年代末，美国从使用新货币方法（对现存项目持续再融资、重新安排和重组）过渡到了减记方法。大约在同一时间，西方公共债权人和多边机构也开始改变策略，越来越愿意接受债务豁免。与此同时，中国主要采用以商业为导向的新货币方法。因此，新兴债权人一直在恢复西方私人银行曾经通行的做法，从而削弱了 20 世纪 80 年代末形成的国际主权债务机制。

这篇文章做出了经验、概念和政策方面的讨论。首先，它详细介绍了中国和传统债权人如何以相似或不同的方式进行债务减免，并展示描述了这两种方法。中国目前的做法与西方私人银行在 20 世纪 80 年代采用的做法大致相同，这一发现质疑了中国以其独特的做法与西方竞争的普遍看法。

其次，本文实证分析了中国发展金融的诞生，并更细致地讨论了中国崛起如何影响西方主导的国际秩序和全球治理。虽然在国有制体制下，但中国的金融机构仍很大程度上遵循一种商业逻辑：反对由财政收入补贴的减记，倾向于利用市场工具来解决债务问题。因此，中国的崛起是在复兴西方的旧做法，而不是简单地挑战西方主导的规则。

第三，文章阐明了将中国纳入集体债务减免机制的争论。传统债权人将中国政策性银行等同于西方官方双边债权人，并因此敦促中国提供更慷慨的债务待遇。本文揭示了这些政策性银行运行机制背后的商业理性，从而解释了中国对西方主导的债务减免框架的谨慎态度。

以下各节由此展开：第一部分讨论了对于中国与多边机构在主权债务问题上纠纷的解释。第二部分考察了四十年前美国和多边机构为应对债务危机而采取的债务减免措施。这一节特别侧重于新货币方法和减记方法之间的辩论，说明了自 1980 年代末以来全球债务治理的重大转变。第三部分考察了中国如何实施类似于西方私人银行的商业导向的新货币方法，以及这种中国做法对多边机构的影响。最后一部分讨论了中国债务减免方式的潜在变化。

### **中国崛起与主权债务减免的全球治理**

随着中国成为发展中国家的主要债权国，中国崛起对全球主权债务减免治理的影响越来越受人关注。关于中国如何与西方主导的多边机构（即国际货币基金组织、世界银行和巴黎俱乐部）互动的讨论已经开始。一些观察家认为，

中国正在搭国际主权债务机制的便车，这需要集体机制来限制债权人利用彼此的债务减免：如，巴黎俱乐部要求其成员国的官方双边债权人共享信用信息并共同决定债务是否减免；国际货币基金组织（IMF）和世界银行（World Bank）的监管限制商业债权人搭多边机构债务减免的便车。这一观点解释了为什么任何非参与者都可能不愿意加入集体债务减免，但没有具体说明不同的债权人所青睐的不同债务减免办法，而这些不同的办法对于理解它们在现有框架中的位置至关重要。

其他观察人士表示，中国一直在通过实践其独特的债务减免手段来挑战现有的全球债务治理规则，寻求成为规则制定者而不是规则接受者。这一观点从属于一个更大的观点：即中国在 21 世纪的“不自由”崛起挑战了以美国为首的基于规则的自由国际秩序。这一论点的证据如中国的银行在其合同中包含“不加入巴黎俱乐部”条款。这些条款规定，欠中方的条款不应与欠巴黎俱乐部债权人的债务一同被处理。此外，中国的银行有时要求借款人抵押未来的应收款项（如原材料出口收入）作为贷款的还款，这可能使中国能够跳过相对于传统债权人的还款“优先队列”。其他分析强调了这种抵押贷款的地缘政治影响，将其视为中国的“债务陷阱外交”。这种观点认为，中国正在寻求攫取资源，并发挥对发展中国家的政治影响力。然而，抵押贷款是商业银行的一种常见的金融做法，而中国的银行并不是第一家这样做的银行。发展中国家有几十年抵押资源从传统债权人那里获得贷款的经验：事实上，这是导致 1980 年代债务危机的因素之一。这表明，如果中国确实正在制定自己的规则，我们有必要进一步研究中国在债务减免方面与西方债权人有何不同。

关于拉丁美洲为主的 1980 年代发展中国家债务危机文献阐述和对比了减免债务的新货币办法和减记办法。其背后的逻辑是：如果有更多的时间和资金，负债国最终会纠正其财政状况并偿还债务。后一种办法也被称为减债、取消债务、债务豁免、注销或减记。这一方法意味着取消全部或减少部分贷款本金。其基本逻辑是，如果借款人欠债太多（用克鲁格曼的话说则是如果借款人处于“债务拉弗曲线”的错误一侧），债权人就会从现有贷款面值的一定程度减少中受益。然而，官方双边和多边债权人的债务豁免一直存在争议。这种做法涉及国家干预，即其涉及使用政府收入（通过预算拨款或会员国捐款）帮助债务国摆脱商业融资。下一节会针对此进行更详细阐述，并解释主流债务减免的方法如何从美国和全球主权债务减免治理从反对任何形式的削减逐渐过渡到接受债务豁免。

最新的实证研究表明，尽管中国的主要银行是国有银行，中国已经表现出对商业导向的新货币方法的偏好而非干预性的减记方法。中国已经取消了只占其海外发展融资的一小部分的以政府收入为资本的零利率对外援助贷款，但坚持不取消占绝大部分的银行贷款。这些贷款虽然常常重组，但很少有利率的调

整或本金的减少。中国的债务重组实践似乎与私人债权人的一致，更多地关注流量处理而不是大量减少本金。最近的这些发现与关于中国海外贷款的新发现一致，后者强调了中国国有银行运行机制背后的商业理性。银行不仅支持国家的政策需要，也支持中国企业对商业利益的追求。他们采用了各种金融工具来增加项目的信誉，使后者能够以基于市场的方式获得资金。此外，他们将周期性衰退视为获得廉价资产和利用长期商业机会的机会。

本文通过论证和概念化反映在国有银行债务减免机制中的“商业理性”，推进了对中国发展金融的紧急研究，有助于对国家在中国政治经济中的作用进行更广泛的讨论。中国国有银行更喜欢使用市场方法来解决债务问题，而不是注销债务。后者涉及直接的国家干预——用政府收入进行救助。这一观点的形成更细节地探讨了中国与西方主导的规则之间到底是如何互动的：中国不是用“不自由”的做法来挑战“自由”的国际规则，而是实际上一直在振兴西方私人银行的旧做法，从而削弱了自 20 世纪 80 年代末以来形成的当前国际主权债务制度。

### **走向债务减免：全球债务治理的转型**

几十年来，西方债权人倾向于再融资、重新安排债务和各种市场方法（如证券化、回购和债转股）来减免发展中国家的债务。直到 1989 年左右，在对拉丁美洲债务危机进行了多年的政策辩论之后，他们才广泛接受了债务减免。美国对危机的反应总体上经历了三个阶段：1982-84 年的联合贷款，国际货币基金组织动员商业银行继续为现有债务融资；1984-88 年的“菜单方法”，债权人利用市场工具重组债务；以及 1989-93 年的布雷迪计划（Brady Plan），该计划包含了向债务豁免的重大转变。

拉美债务危机始于 1982 年，当时墨西哥无力偿还美国商业银行在 20 世纪 70 年代向发展中国家提供的大量贷款。在石油冲击的背景下，墨西哥等石油出口国以资源作抵押，从国际资本市场借款，为国内工业发展提供资金，这导致了墨西哥积累了大量不可持续的债务。作为对墨西哥延期偿付的回应，国际货币基金组织指导商业银行重新安排偿还本金的时间，并为支付利息进行再融资。1980 年代初的债务困扰大多被视为流动性问题。当时的想法是，如果给债务人更多的时间和金钱，他们最终将能够偿还债务。然而，国际货币基金组织引导的非自愿贷款并没有增加商业银行的自愿贷款。人们开始意识到，需要改变这种做法。1984 年，偏向债务减免而不是进一步融资的计划开始在美国政府之外流传。

然而，美国政府并没有立即转向债务豁免。在 1980 年代中期，它仍然反对任何涉及直接削减的债务减免计划。1985 年上任的财政部部长詹姆斯·贝克

（James Baker）提出了一项被称为“贝克计划”（Baker Plan）的协同贷款强化战略。这为私人银行的新贷款设定了目标，并要求债务国进行长期结构性改革。大约在同一时间，出现了一种更加基于市场的债务减免方法——“菜单方法”。

这一办法包括债务-股本互换、证券化和回购等一系列金融选择，提供了在不减少债务的情况下解决债务问题的可能性。墨西哥、巴西、智利和阿根廷根据此制定了债转股方案。1986-1987年期间，金融工程可以解决债务问题是主流观点。

然而，持续的新增贷款和基于市场方法的债务重组并没有减轻拉丁美洲的债务困境。1987年2月，当时拉丁美洲最大的债务国巴西宣布无限期暂停支付它欠外国贷款人的利息。巴西的禁令刺激了市场的一系列反应。1987年5月，美国花旗银行（Citibank）提高了针对发展中国家贷款的贷款损失准备金，许多其他私人银行也很快跟进，这表明债务困境的总体水平并没有改善。与此同时，基于市场方法的新计划不断出现。1987年12月，摩根担保信托公司

（Morgan Guaranty Trust Company）为向墨西哥提供未偿还贷款的银行提供了将贷款转换为贴现债券的机会，这些贴现债券的偿还由美国财政部的零息债券担保。摩根-墨西哥交易离债务削减更近了一步，因为它既是基于市场的，也是干预性的。一方面，它涉及到贷款到债券的转换；另一方面，财政部的信用增级确保了投资者购买这些债券的信心。这一计划成为布雷迪计划的基础。

1989年3月，新任财政部部长尼古拉·布雷迪提出了一项与其前任大不相同的债务减免办法。这一办法的基础是预期所有银行贷款都将按市场条件偿还。布雷迪计划呼吁商业银行进行“减记”，同时将贷款转换为债券，并得到国际货币基金组织/世界银行的金融支持。该计划中提供的选项菜单包括贴现债券、平价债券、债转股、回购和新贷款。墨西哥是1989年第一次布雷迪式重组的对象，在这次重组中，商业银行有三种选择：（1）将贷款转换为新发行的30年期债券，其本金将被贴现（也称为贴现债券）；（2）将贷款转换为与贷款面值相同的债券（平价债券），按贴现利率支付利息；或（3）在随后四年内向墨西哥发放新的贷款，额度为其对墨西哥中长期风险敞口总额的25%。根据前两种选择，墨西哥偿还布雷迪债券将由美国财政部发行的零息债券

（ZeroCoupon）担保。墨西哥购买零息债券将得到国际货币基金组织（IMF）和世界银行（World Bank）资金的支持，并由第三方托管。换句话说，布雷顿森林机构和美国财政部支持商业银行进行贷款到债券转换。

对于美国为何在20世纪80年代末改变其债务政策，现有的分析提供了几种解释。主要因素可能包括：（1）石油价格暴跌，使借款人无法获得更多以石油为抵押的贷款；（2）借款国的谈判策略-墨西哥当选总统卡洛斯·萨利纳斯·德戈塔里为削减债务进行了谈判；（3）新的美国财政部团队追求一种不同于其前任的债务方法。无论哪个因素直接导致了转型，正式承认债务减免是美国债务豁免方法的重要组成部分是一个充满争论的，艰难而渐进的过程的结果。私人债权人反对减记，因为他们不愿承担损失，但持续融资未能缓解债务困扰。美

国政府的干预对于促进商业银行和债务国之间的妥协至关重要。政府提高了雷迪债券的信誉，确保债券到期时全额支付，这使该计划更受银行欢迎。

大约在同一时间，一直在通过巴黎俱乐部论坛调整发展中国家债务的官方双边债权人也认识到，新货币办法不会从根本上解决问题，并随即开始进行一系列改革。官方双边债权人的减记一直是有争议的，因为它们本质上是以债权国政府的财政收入为资本的救助，而债权国政府用援助预算来弥补国家出口信贷机构发生的损失。然而，20世纪80年代末，巴黎俱乐部接受了债务豁免。1988年10月，巴黎俱乐部债权国同意执行多伦多条件，该条件首次提出部分取消负债最重国家所欠的债务。多伦多条件的纳入是巴黎俱乐部历史上的一个转折点，因为它开始了该论坛从收债人向提供救济者的转变。巴黎俱乐部一直单独执行“传统条件”，根据这些条件，贷款按适当的市场利率重新安排偿还期限。1990年代，巴黎俱乐部继续采用休斯顿条件（1990）、伦敦条件（1991）、那不勒斯条件（1994）和里昂条件（1996），不断提高债务处理的慷慨程度，扩大了有资格享受减让性条件的债务人的范围。

自1990年代以来，多边金融机构——具有债务偿还最优先级别的债权人——也向接受债务豁免过渡。1996年，货币基金组织和世界银行发起了重债穷国倡议，向30多个完全依靠开发协会援助的国家提供债务减免。

欧洲债务和发展网络（Eurodad）和2000年千禧年运动促成了这一转变。2005年，布雷顿森林机构制定了多边债务减免倡议，以进一步促进重债穷国倡议。在这一框架下，国际货币基金组织、世界银行和非洲开发基金将为完成重债穷国进程的国家提供赠款或减免符合条件的债务。2006年，在巴黎俱乐部成立50周年之际，以色列银行行长、国际货币基金组织前第一副总裁斯坦利·费希尔（Stanley Fischer）说，多年来，巴黎俱乐部保护了国际货币基金组织和世界银行的高级地位，也没有要求它们减免债务。这种做法的逻辑相当简单：一般来说，基金组织和世界银行提供新的资金。然而这一原则现已遭到破坏。

在多边机构债务减免办法发生变化的同时，全球债务治理的事前威慑机制出现了。这一机制限制私人债权人向现有债务人提供新的贷款。公共债权人和多边机构的赠款和债务减免基本上由债权人/捐助国政府的税收提供资金，这鼓励了私人债权人不劳而获地搭便车，或如世界银行在2006年所说，“提供了非优惠贷款的交叉补贴贷款人”。2005年，为阻止轻率融资并限制搭便车，国际货币基金组织和世界银行引入了新的债务可持续性框架。该方案通过评估低收入国家的债务可持续性和确定债务负担门槛来约束这些国家的借款。2006年，世界银行推出了非优惠借款政策。它通过规定向这些国家分配援助的数量/条件来约束国际开发协会国家从商业债权人那里借款。这一基金组织/世界银行主导的威慑机制的一个结果是，私人银行开始限制其对低收入国家面向发展的项目的非减让性融资，否则它们将违反规则。事实上，自20世纪80年代末以来，西

方私人银行一直在发展中国家实施一种新的金融形式。布雷迪计划激励他们购买政府债券而不是提供直接贷款，这促进了新兴市场债券市场的崛起。

### 中国的做法：具有商业理性的国家债权人

尽管转型后的全球债务治理限制了低收入国家的商业贷款，但中国自 2000 年代以来一直在解决这一问题。到 2021 年，中国持有全球低收入国家官方双边债务总额的 40% 以上（表 1）。

表 1: 到 2021 年低收入国家的公共债务和公共担保债务存量，以百万美元计

**Table 1: Public and publicly guaranteed debt stocks of low-income countries by 2021, in US\$ million**

	<i>World</i>	<i>China</i>	<i>China as % of world</i>
Official creditors	117,635.50	21,771.60	19
Multilateral	66,765.10	n.a.	n.a.
Bilateral	50,870.40	21,771.60	43
Private creditors	21,801.70	2,214.90	10
Bondholders	5,822.70	n.a.	n.a.
Commercial banks and others	15,979.00	2,214.90	14

Source: The World Bank, 'International Debt Statistics', <https://datatopics.worldbank.org/debt/ids/regionanalytical/lic/counterpartarea/730>, and author's calculation.

中国的双边发展融资通常由以下三个来源之一提供：（1）国家官方援助机构，即中国国际发展合作署（CIDCA）；（2）两家政策性银行，即中国进出口银行（China Exim）和国家开发银行（CDB）；（3）大型国有商业银行，如中国工商银行、中国银行、中国建设银行。

中国国家开发银行和中国进出口银行一直是中国的主要全球债权人。2009 年至 2017 年间，这两家银行的海外贷款总额为每年 300 亿至 700 亿美元，远远超过中国政府的对外援助（双边赠款和无息贷款），后者 2009 年至 2019 年间每年仅为 18 亿至 30 亿美元。尽管为国有，银行主要通过是在资本市场上发行债券或从客户那里吸收存款来筹集资金，而不是从中国政府那里获得常规预算资金。中国进出口银行的优惠贷款中，只有很小一部分是由预算收入补贴的。中国国有商业银行在海外融资中发挥着越来越重要的作用。然而，截至 2019 年，它们的外币贷款余额总额仍远低于政策性银行（见图 1）。中国已经取消了政府资助的对外援助贷款（占其海外发展融资总额的比例相对较小），但没有取消占绝大部分的国有银行贷款。

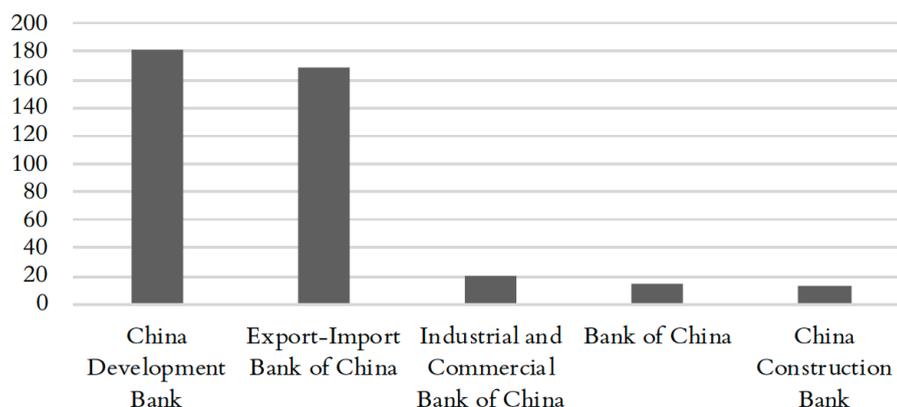
表 2:按机构和资金来源分列的中国双边开发融资类型

Type of finance	Agency	Source of funding
Foreign aid: grants and interest-free loans	China International Development Cooperation Agency	Government budgetary revenue
Policy-bank lending	China Development Bank	Self-raised funds
	Export-Import Bank of China	Self-raised funds; government subsidy for concessional loans
Commercial bank lending	Industrial and Commercial Bank of China, Bank of China, China Construction Bank, among others	Self-raised funds

就像西方私人银行在 20 世纪 80 年代所做的那样，中国的政策性银行强烈抵制债务豁免。应对新型冠状病毒疫情的债务政策辩论反映了这一立场。2020 年，时任中国进出口银行行长的胡晓炼公开表示，“债务暂停……既不是减少债务，也不是免除债务。人们不应利用（疫情）损害中国的利益并利用中国。”虽然世界银行寻求在 2020 年将国家开发银行纳入 DSSI，但中国认为该银行是商业贷款机构，不应被纳入。事实上，两家政策性银行的“商业性”，特别是国家开发银行，在中国的语境中经常被强调。一些中国学者甚至认为，中国国家开发银行“本质上是一家商业银行”。这一立场与形成于 20 世纪 80 年代后的官方双边债权人应提供慷慨的债务待遇的“常识”截然不同。

图 1:截至 2019 年按贷款机构划分的中长期外币贷款余额，单位：亿美元

Figure 1: Medium- and long-term foreign-currency loan balances by 2019 by lending institution, in US\$ billion



Source: *Almanac of China's Finance and Banking 2020*.

政策性银行对债务削减的厌恶以及中国政府背后的支持可以追溯到中国银行成立之初：中国市场化金融改革的产物。中国的改革开放始于 1978 年，当时实行的是国家主导的信贷分配体系，在该体系下，中国人民银行（当时中国唯

一的“银行”）指导着几乎所有经济活动的融资。在那之后，中国创建了金融机构，并利用市场工具为工业发展提供资本。1979年至1984年间，中国建立并振兴了四家专业银行，为不同领域的经济活动提供资金。1988年成立了6家专业投资公司，承担国家对重点行业的投资。尽管这些制度创新的初衷是将信贷配置方式从支出转变为贷款和投资，从而提高国有资本的使用效率，但专业金融机构未能将政策性项目和商业性项目区分开来，导致战略性行业的国有企业产生了大量不良贷款。为了解决这个问题，政府成立了三家政策性银行——国家开发银行，中国进出口银行和中国农业发展银行来接管四家专业银行的政策服务项目。这是为了使专门银行能够专注于面向商业的项目，并以财政上可持续的方式运作。专业银行从此成为国有商业银行。专业投资公司被纳入新成立的国家开发银行。从一开始，开发银行的一项主要任务就是清理遗留的不良贷款。

中国解决不良贷款的方法不是债务豁免，而是市场工程。1999年，政府启动了压缩国有企业不良资产的进程，成立了四家金融资产管理公司

（FAMCs）：信达、东方、长城和华融以实施债转股。金融资产管理公司承担了原债权人的不良贷款，成为与债务相关的国内工业项目的股权持有人，并被允许将股权转让或转售给其他包括原国有的企业投资者。1999年，信达从国家开发银行收购了608亿元人民币的不良贷款，成为165家国有企业项目的权益持有人。国家开发银行对其剩余的755亿元人民币不良贷款进行了债转股，这些不良贷款大部分是中国主要工业冠军企业所欠。一些国有企业拒绝还款，希望国家开发银行最终会勾销他们的债务。毕竟，它是一家“国有银行”。然而，国开行拒绝债务减免。到2003年，该银行对202个项目提起诉讼，向拟赖账企业追偿18.95亿元。1997年至2003年间，其不良贷款率（不良贷款占贷款总额的比例）从42.65%降至1.34%。国开行对其在利用市场工具缩减不良贷款方面取得的成就感到非常自豪，并被普遍认为是三家政策性银行中在这方面最成功的一家。部分由于其在追求财务可持续性方面的进步，国家开发银行现在构成了中国金融监管体系中的一个独特类别，被归类为“开发性金融机构”，而其他两家政策性银行则被归类为“政策性金融机构”。

与国家开发银行不同，中国进出口银行获得预算收入，以补贴其在优惠贷款中所占的小份额，因此被认为不太“商业化”。它作为参与DSSI的官方双边债权人的地位是明确的。然而，与国家开发银行一样，中国进出口银行也在努力减少对政府财政援助的依赖。2006年，中国进出口银行开始开展所谓的“自营”（而非“国营”）业务，即利率由市场决定而不是由政府收入补贴。这使得该银行能够利用从商业上可行的项目中获得的利润来弥补为政策服务的、利润较低的项目的损失。2008年，中国进出口银行首次实现盈利。目前，非补贴自营业务占银行总业务的主要份额。事实上，1978年后中国金融发展的主流叙事一直

是“市场化”。所有国有银行，包括政策性银行和商业银行，以及大型国有企业都需要降低其运营对预算收入的依赖。因此，通过财政救助解决破产问题将违背国有银行的经营理念，即国有银行正在寻求增强自身的财务可持续性，并将逆转中国国家主导的市场化进程。

中国处理国内地方政府债务破产的方式也证明了类似的商业逻辑。自上世纪 90 年代末以来，国开行日益成为中国地方政府基础设施项目的主要融资方。中国国家开发银行帮助地方政府创建地方政府融资平台（LGFV），抵押地方政府未来的土地和财政收入，使他们能够利用国有资产，不仅从银行本身，而且从在中国国内资本市场运作的各种金融机构借款。这导致 2000 年代地方政府融资平台债务（或隐性地方政府债务）飙升。2007 年开始的全球金融危机后，债务扩张加速。这背后的原因是中国政府启动了 4 万亿元人民币的财政刺激方案以重振经济，激励银行大规模放贷。随着中国政策制定者一方面寻求控制债务水平和破产率，另一方面保持地方经济增长，地方政府融资平台债务的扩大引发了多年的政策辩论：地方政府可以在多大程度上使用金融工具为基础设施发展提供资金？

2014 年，中国通过了修订后的《预算法》，其中特别赋予了地方政府发行债券的权力。由此，中国商业银行购买了大部分债券，为地方政府将融资平台债务与债券互换，继续从国内资本市场借款开辟了渠道。除了拓展新的融资来源，地方政府和当地融资平台还积极寻求与其主要债权人进行债务重组。作为许多基础设施项目的主要融资方，国开行在协调债权人方面发挥了主导作用。报道最多的国开行债务重组案例之一。这一案例可能与山西交通控股集团

（Shanxi Transportation Holding Group）的高速公路项目有关。2019 年，国家开发银行与几家大型商业银行联合，共同将地方政府融资平台的 2337 亿元人民币债务转换为利率较低的长期贷款。2020 年，湖北省和甘肃省地方政府融资平台的债务重组实施了同样的金融计划。这些互换背后的逻辑与 20 世纪 80 年代初美国银行的债务减免方法相同：有了更多的时间和资金，债务人最终将能够偿还贷款。尽管越来越多的人怀疑和批评这些互换只会推迟问题，而不是解决问题，但减记方法尚未得到实践。毕竟，创建地方政府融资平台的目的是利用市场驱动的手段为财政收入无法单独提供资金的项目提供资金，从而加速地方经济增长。债务减记将涉及以预算收入为资本的救助，这与中国国内发展融资的基本原理相矛盾。

政策性银行的国际金融活动也反映了同样的道理。中国最具争议的做法是其对发展中国家的抵押贷款。深入讨论的案例包括 2007 年国家开发银行向委内瑞拉提供的石油抵押贷款，以及 2004 年中国进出口银行向安哥拉提供的石油抵押贷款。一方面，中国的海外国际贷款是其国内融资的延伸：从 20 世纪 90 年代末开始，国开行就在中国地方政府的项目中已经提前演习了该计划，只不过

直到 21 世纪初才在国外实施。另一方面，抵押贷款反映了中国可能会用怎样的方法效仿国际惯例。例如，日本在上世纪 70 年代向中国提供以石油为抵押的贷款，为中国东北油田的开发提供资金，为中国提供了如何实施这种金融计划的启示。中国政府官员在安哥拉发表的回忆录表明，早在中国的银行进入安哥拉之前，东道国政府就一直在抵押石油出口以获得国际融资，是东道国政府推出了贷款换石油计划。事实上，非洲和拉丁美洲资源丰富的国家已经广泛实施抵押贷款，以便从西方商业银行借款。无论中国是在效仿其国际前辈还是在将其国内实践全球化，在当今时代提供抵押贷款使政策性银行与众不同，因为西方私人银行在 20 世纪 80 年代末的转型后普遍缩小了对发展中国家的抵押贷款规模。

政策性银行的另一个显著特点是它们对发展中国家债务减免采取的新货币办法。例如，自 2013 年现任总统乌戈·查韦斯（Hugo Chávez）去世以来，委内瑞拉在向国家开发银行偿还部分石油支持债务方面遇到了困难，随后国内政治发生了变化。中国债权人没有立即退出市场，而是直到 2017 年继续向委内瑞拉提供新的贷款，并多次暂停偿还本金。这些债务处理既是委内瑞拉政府为获得中国持续的金融和政治支持而讨价还价的结果，也反映了政策性银行对债务减免的偏好，印证了金钱和时间可以解决流动性问题的假设。卡普兰（Kaplan）和彭福（Penfold）将政策性银行贷款视为长期耐心资本，尽管他们认为持续的再融资已使银行陷入“债权人陷阱”。

同样，中国继续向斯里兰卡提供新的资金，该国是极具争议的汉班托塔港项目的所在地。该港口在 2000 年代得到中国进出口银行的财政支持，经常被引用为中国实施“债务陷阱”外交的证据。2017 年，中国大型国企招商局集团从斯里兰卡港务局手中收购了该港口项目的部分所有权。股权投资带来了 11.2 亿美元的现金，使斯里兰卡政府向非中国债权人偿还部分债务。在新冠疫情期间，中国于 2020 年 3 月签署了一项协议：国家开发银行将向斯里兰卡提供 5 亿美元的融资贷款。斯里兰卡对外资源部于 2021 年 4 月宣布，5 亿美元将在很短的时间内支付。2021 年 8 月，国家开发银行与斯里兰卡政府签署了另一项信贷协议。这一次是 20 亿元人民币。2022 年 7 月，《华盛顿邮报》报道称，斯里兰卡收到了 2020 年，中国提供的 30 亿美元的“宽松信贷”，以帮助偿还现有贷款。中国新增资金背后的理由让人想起 20 世纪 80 年代初的观点。在与作者的一次访谈中，一位政策银行官员将当前的全球债务描述为“本质上是一个流动性问题”，就像四十年前人们对拉丁美洲债务危机的看法一样。

然而，中国新资金的细节往往不被披露。因此，这种资本的优惠程度仍然是未知的。此外，中国的银行倾向于评估项目的信誉，而不是主权借款人的信誉。由于这一原因，它们不要求债务国进行经济改革以获得金融支持。这意味着，如果中国的新资金不够优惠，它将削弱当前由布雷顿森林机构领导的债务

监督机制，该机制评估和监测主权借款人的信誉和负债情况，并对非优惠借款设置上限，以控制商业债权人的搭便车行为。

### 结论与展望

与最广泛接受的假设相反，中国的国有银行更倾向于依靠市场工程的商业导向的新货币方法，而不是涉及财政救助的干预主义的债务减免方法。通过这种方式，中国不只是挑战西方主导的规则，而是随着债权人从私人银行到官方双边和多边债权人越来越接受债务豁免重振西方以前的做法从而削弱自 20 世纪 80 年代末以来形成的国际主权债务制度。

与此同时，中国在实践新货币策略方面已经到了一个分水岭，面临着与其前任曾经面临的情景类似的情景。对发展中国家债务危机的评级下降，以及越来越多的债务人要求重新谈判合同，已经把中国推到了不得不考虑传统债权人在转型前难以回答的同样问题的地步：新资金是否最终会带来偿付能力，以及减记对于缓解债务危机是否必不可少。

近期的政策讨论似乎暗示，中国新增海外贷款的规模将进一步下降，自 2017 年左右以来，中国新增海外贷款的规模一直在萎缩。在 2021 年底的“一带一路”倡议第三次研讨会上，国家主席鼓励中国企业优先考虑“小而美”的项目，更加谨慎地控制风险，避免进入债务的“混乱和危险的地带”。同样，中国央行在 2022 年建议，应阻止向“风险利润不匹配”的项目提供抵押贷款。防止债务人过度抵押。这些声明表明，未来中国可能会提供较少的贷款来支持高风险的大型项目，而将为具有更大社会影响的小型项目提供资金。

与此同时，与过去相比，中国最近在与传统债权人合作解决全球债务问题方面表现出更积极的态度。2022 年年中，中国和法国在共同框架下共同主持了赞比亚官方债权人委员会的会议讨论债务重组。这被解读为一个积极的信号，表明中国正在与传统债权人合作，为债务减免设定一个模式，尽管中国是否允许其银行进行减记，又会减到什么程度仍是未知数。

事实上，中国的政策制定者和智囊团都很清楚 20 世纪 80 年代末的历史事件，即传统债权人在债务减免方面从提供新资金转变为减记方式，并吸取了美国的布雷迪计划的经验，以应对其当前的挑战。然而，大多数正在进行的讨论主要是低估了布雷迪计划面向市场的一面，即贷款向债券的转换，而不是干预性的债务削减。

2021 年，中国央行金融研究所所长周成军提出了债务减免的“上海模式”。认识到布雷迪计划是将墨西哥的债务转换为由美国政府担保的流动债券的“成功经验”，周认为中国可以采用同样的方法，即债务国政府购买中国政府发行的债券，并将其抵押在国际市场上发行离岸人民币债券。作为金融中心，上海应该在促进贷款转债券和人民币国际化方面发挥带头作用。然而，周明确排除了布雷迪计划中的“剃头”方法：“尽管削减债务可以在很大程度上塑造中国作为一个

负责任的全球主要参与者的形象，但这往往会导致巨大损失，甚至产生道德风险：如果债务人知道我们的立场（我们可能会勾销他们的债务），他们可能会拒绝还款。”

2022年4月，中国领先的智库——中国社会科学院（CASS）提出了一个类似的机制，专注于债务到债券的转换。根据该建议，多边金融机构（如国际货币基金组织）向债务人提供优惠融资；债务人将此类融资用于购买零收益的中国政府债券或政策性银行债券；零收益债券作为债务人在国际市场上发行离岸人民币债券的抵押品。然后，债务人用通过发行债券筹集的资金来交换他们欠中资银行的旧贷款。与周的建议一样，中国社会科学院的建议强调减记将引道德风险。同时，基于市场的债务-债券转换将缓解债务压力，并保持一定的流动性水平，使中国的贷款结构更加透明，并推进人民币国际化。

这些政策建议表明，即使中国与传统债权人更紧密地合作，放弃新货币策略，它也可能不会立即接受减记策略，也不会遵守国际主权债务机制的现有规则。中国在该机制上的“搭便车”或许可以部分解释这一现象，因为拟议解决方案的运作需要多边金融机构为购买政府担保债券提供金融支持。然而，支撑中资银行运营机制的商业逻辑可能更为重要，这一逻辑使它们不愿进行债务减免。国有银行的债务削减需要财政收入的救助，这与改革开放后支撑中国经济转型的市场化理念背道而驰。为解决国家财政拨款不足的财政问题而设立的，在清理不良贷款方面，中国国有银行自然更喜欢市场而不是政府救助，也不希望逆转近几十年来取得的进展。换句话说，尽管随着中国向债务人提供的非减让性融资减少，中国对当前国际主权债务机制的削弱可能会减速，但中国不太可能完全遵守多边金融机构自20世纪80年代末以来建立的规则。

因此，西方政策制定者必须耐心地让中国主要债权人（尤其是国开行）参与集体债务机制。尽管中国可能会继续取消以政府收入为资本的无息贷款，但因为国有银行贷款占中国海外发展融资的绝大部分，中国仍不愿取消国有银行贷款。西方债权人经过三十多年的斗争，充满了政策辩论和争议，才接受债务豁免作为主权债务减免的主流方法。作为全球债务治理的后来者，中国在进行平行转型时可能会采取极其谨慎的立场。

---

本文原题为“China’s rise and the reshaping of sovereign debt relief”。本文作者为 MUYANG CHEN，为北京大学国际关系学院国际发展的助理教授，研究和教学方向在于发展、政治经济学和国际关系，关注中国的金融发展如何影响全球秩序。本文于2023年发表于 *International Affairs*。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

# 主权债务重组主要驱动因素和机制

Risto Nieminen with Mattia Osvaldo Picarelli/文 熊春婷 / 编译

导读：本报告讨论了与主权债务重组有关的主要问题。主权债务重组是一个复杂的问题，包含多种方案和复杂的利益取舍。“债务减记”（即减少债务面值）并不是唯一可以考虑的选项，延长还款期限、降低利率等选项及其组合可被视为替代措施。编译如下：

## 1. 债务重组的理论框架

学者们进行了几项研究，以确定重组公共债务的最佳方式（减少债务账目价值或延长债务期限）。他们认为重组是有用的，因为它为债务国提供了救济，并为结构性改革赢得了财政空间（即减少了债务积压问题）。

在 1988 年的一项研究中，克鲁格曼比较了债权国可以采取的两种策略：提供新的贷款（以较低的利率）或降低账面价值（“减值”）。最佳选择是根据债务人情况确定的，以便提供正确的还款激励，而不是不必要地减记（即减少价值）债权人的债权。

莱因哈特（Reinhart）和特雷贝施（Trebesch）在 2015 年的研究中重点关注了 1980-1990 年代以及一战后时期（1920-1930）的重组。将“债务减记”（即布雷迪计划和 1934 年的普遍违约）与延长到期期限的措施（即 1931 年胡佛延期偿付和 1986 年贝克计划）进行比较，结果发现“债务减记”干预在国内生产总值增长率方面为债务国带来了好处。

关于债务重组对经济增长率方面的影响，Forni 等人研究了 1970 年至 2010 年间重组程序的影响。他们在 2016 年做的研中重划分了“坏”和“好”的重组（即“允许国家退出违约期的重组”和低债务水平的重组）。总体而言，他们观察到，在重组事件之后，债务国的增长率下降，除非是与增长率提高相关的“良好”重组。

2016 年，皮卡雷利提供了一个新的理论模型，比较了“减值”、延长期限和有条件额外贷款之间的策略。这个模型为债权国（从偿还债务的角度）和债务国（从增长的角度）提供了最佳选择。

## 2. 关键重组概念

俄罗斯和阿根廷的重组程序表明，诉讼频繁，债权人之间的协调问题（极有可能，由于债券持有人数量众多）总是意味着拖延和效率低下。为了解决这一问题，这两个国家已经使用了监管主权债务重组的“契约方法”。该方法需要新的债务合同中引入集体行动条款或集体行动条款，规定启动和谈判重组过程的程序和条件。特别是，目前体现在国际债券中的这些条款允许合格的大多数债权人修改债券的财务条件。这样就可以克服债权人协调问题，并促进债务重组进程。

最近，“法定方法”得到了广泛的讨论。在公司部门，已经建立了处理公司违约的破产程序（即美国法律中的第 11 章关于破产的阐述）。然而，主权国家

仍然缺乏类似的方法。希腊的情况突出表明，因此有必要在这一领域制定更具体、更详细的工具，以便主权国家能够有序违约（而不是无序违约）。为此，学术界和政界的争论目前主要集中在引入潜在的主权债务重组机制来应对主权债务危机。

### 3.重组是如何进行的？

重组过程可以以几种形式实施：主要区别在于一致行动和基于市场的解决方案。降低面值（即“债务减记”）、延长到期日、降低利率和利息支付宽限期都是一致行动的例子；基于市场的解决方案的例子包括债务回购和债务互换（例如，用低固定利率债务置换浮动利率债务）。

在表 2 中，描述了基线情况（即没有债务重组的情况）的计算。为了简化计算，做了以下假设：一笔 20 年到期的子弹贷款（一种在还款期末支付本金的贷款方案），面值为 1000 欧元，年利率为 2%（利息在每年年底支付）。如果不考虑时间贴现，这笔 1000 欧元贷款意味着债务人需要在第 20 年支付 1000 欧元的本金，20 年内每年支付 20 欧元的利息。假设考虑 20 年贴现期且贴现率为 2%，那么债务人在第 20 年偿还的 1000 欧元本金的贴现额为 672.97 欧元，20 年期间每年支付的利息总额的贴现额为 327.03 欧元。

表 1:

time	1	2	...	19	20	SUM
payment	20	20	...	20	1 000 (principal) + 20 (last year interest)	1 000 (principal) + 400 (cumulated interest)
PV (2 %)	19.61	19.22	...	13.73	672.97 (principal) + 13.46 (last year interest)	672.97 (principal) + 327.03 cumulated interest
PV (5 %)	19.05	18.14	...	7.91	376.89 (principal) +7.54 (last year interest)	376.89 (principal) + 249.24 cumulated interest

资料来源：EPRS 计

表 3 展示了不同选项对债务偿还现值的影响。第一个选项通过对面值进行 20%的“减值”来提供救济。这意味着在第 20 年时，债务国必须偿还 800 欧元而不是 1000 欧元，按现值计算相当于 538.38 欧元（2%贴现率）。

第二个选项是延期 10 年。在此情况下，1000 欧元的最终付款将在第 30 年发生，按现值计算相当于 552 欧元（2%贴现率）。

第三个选项包含两个假设。一是用于计算利息支付的利率从 2%降至 1%，此假设下本金和利息总额的贴现值为 844.69 欧元；二是债务国有五年宽限期（在此期间不支付利息），此假设下本金和利息总额的贴现值为 922.14 欧元（2%贴现率）。

最后一个选项是包含多种减债方案的组合，即还款期延长 10 年、增加 10 年宽限期且利率降至 1%。此假设下本金和利息总额的贴现值为 685.21 欧元（2%贴现率）。

表 2:

PV in euro	PV (2 %)			PV (5 %)		
	Total	Principal	Interest	Total	Principal	Interest
Baseline case	1 000	672.97	327.03	626.13	376.89	249.24
Haircut (20 %)	800	538.38	261.62	500.91	301.51	199.39
Maturity extension 10 years	1 000	552.07	447.93	538.83	231.38	307.45
Lower interest rate	844.69	672.97	171.72	507.65	376.89	130.76
Grace period t1-t5	922.14	672.97	249.17	551.82	376.89	174.93
Maturity extension 10years+ lower interest rate (1 %) + grace period t1-t10	686.21	552.07	134.14	307.88	231.38	76.51

资料来源：EPRS 计算

上述例子表明，重组可以在不减少债务本金（或面值）的情况下进行。

重组过程分为不同的阶段：

**(1) 公告：**该过程通常在违约事件发生后开始（违约后重组），但也有先发制人的重组情况（通常是陷入困境的债务国要求重组）。发布公告的时机很重要，可以避免信息泄露和出现市场投机行为，这可能会推动市场价格波动，危及重组进程。一旦做出决定，可以进行迅速沟通以减少不确定性和猜测性。

**(2) 谈判：**这是一个漫长的过程，可能持续数月或数年，通常意味着债务国的调整计划。在这一阶段，需要对债务国的债务及其特点进行评估。

国内债务持有人和国外债持有人之间存在着重要的区别。前者是指欠债务国本国居民（家庭、金融部门）的债务；而后者是指欠外国居民的债务。国内债务的重组可能会对债务国的金融部门产生负面影响。这就是为什么在某些情况下，重组只涉及国家总债务的一部分。2007 年的伯利兹和 1998 年的厄瓜多尔就是这种情况，债务国仅对其外债进行了重组。

主权债务重组有几种谈判方法（图 3）。其中最为重要的是：1) 伦敦俱乐部和 2) 巴黎俱乐部。第一个用于私人债权人（如银行和债券持有人）的重组过程，而第二个用于公共债权（如官方债权人）。

图 1：不同债权人的主权债务重组方式

Sovereign Debt Restructuring by Type of Creditor					
<i>Creditor</i>	Commercial Banks	Bondholders	Bilateral (Governments)	Multilateral (World Bank, IMF)	Suppliers, Trade Creditors
<i>Restructuring Vehicle</i>	London Club (Creditor Committees)	Exchange Offers	Paris Club	Preferential Treatment; Restructuring only for poorest countries	Ad hoc

数据来源：Das 等人（2012）。

(3) **债务置换**：在谈判结束时，制定重组要约，并由债权人决定是否接受或拒绝。在接受债权人方面，通常必须达到一个最低限度，才能继续进行重组。

#### 4. 潜在成本和收益

表 3：重组流程的潜在收益和成本

Debtor (a)		Creditors (b)	
Benefits	Costs	Benefits	Costs
Reducing debt overhang	Moral hazard	Avoiding default	Credits losses
Reduce uncertainty	Reputational and other costs	Reduce uncertainty	

资料来源：EPRS

##### 4.1 缓解债务过剩问题

从债务人的角度来看，债务过剩意味着高水平的债务降低了在特定国家投资的动力。换句话说，债务被视为对经济的（未来）税收：债务越高，必须支付的（未来）税收就越高。从公司的角度来看，高税率意味着利润减少，而利润减少又意味着投资回报减少，从而降低了投资的积极性。因此，公司推迟和/或减少投资，最终影响国家的增长率和前景。这种投资的减少，反过来又会影响运营商的经济情绪，最终可能导致长期的低投资和低活动。从公民的角度来看，高负债意味着未来税收增加和/或社会福利减少——再加上企业活动减少——就业减少。

文献中研究了两种不同的影响：直接影响和间接影响。直接效应是指债务对投资的影响，而间接效应是指债务与增长之间的联系。为了解释债务与增长之间的联系，人们发现了不同的阈值。人们认为，如果债务与 GDP 的比率大于特定阈值，则债务会对未来的 GDP 增长率产生负面影响。

债务过剩理论也可以在主权背景下考虑。在这种情况下，可以说，高债务水平降低了努力解决债务可持续性问题的债务国采取必要的调整政策（如结构性改革）的动力。这类改革代价高昂（政治上和财政上——至少在短期内），收益只会在一段时间后才会出现，而且往往难以实施。然而，改革对于维持适当的 GDP 增长水平是必要的（假设债务与 GDP 之比已经超过了一定水平）。

从债权人的角度来看，实施结构性改革可能是有益的，原因有两个。首先，结构性改革可能导致金融市场的积极反应，减少危机期间的潜在动荡。其次，结构性改革的实施可以增加债权人对债务国风险敞口的市场价值，因为其违约风险概率将会降低。因此，为了加快债务国的结构转型，考虑将债务削减作为欧盟工具箱内的宏观工具之一可能是有益的。

##### 4.2 不确定性

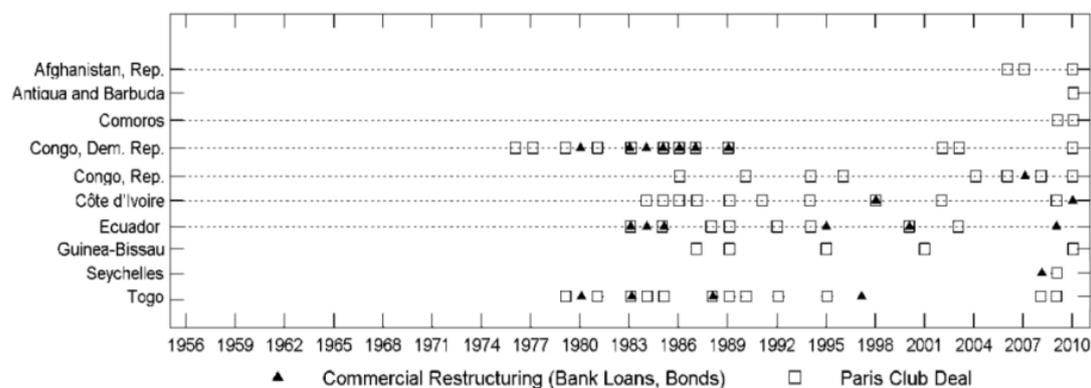
债务减免可能会减少不确定程度，从而产生积极的结果。事实上，大量的未偿债务给政府未来的政策带来了不确定性，因为需要履行偿债义务。因此，经济主体将倾向于推迟其投资决策。债权人对债务国的风险敞口的市场价值将减少，因为高度不确定性可能意味着违约风险增加。在这方面，债务减免措施将有助于恢复金融市场的正常状况（即市场不喜欢不确定性）。特别是，它将避免债务国违约，以及由此给债权国带来的所有负面后果和成本（例如，市场困境、阿根廷违约造成的延迟付款）。

### 4.3 道德风险

a) 从理论上讲，高负债国家在其债务变得不可持续时有两种选择：宣布违约和/或重组债务（第二种选择需要债权人的同意）。过去发生过几次违约和重组事件。

过去的经验表明，在违约的情况下，债权人需要很长时间才能获得偿还，而且收到的金额很低（因为货币贬值和/或高通胀）。这是债权人可能倾向于重组过程的主要原因。与债务国达成协议，就偿还债务的新数额和条件达成协议，与违约选择相比，可能带来更高的回报。债务重组也可能是债务国的优先选择。事实上，它使债务人有可能避免/减轻违约的全部费用，否则债务人将不得不承担这些费用（详见下文）。

图 2：债务重组系列事件-最近十个案例摘录



数据来源：Trebesh (2011) - 债务重组事件的完整列表。

由于债务重组似乎是主导战略（而不是违约），对未来重组的预期可能导致债台高筑的债务国积累更多的债务。在这种情况下，债务国进行（未来增长所必需的）结构改革的动力可能会减弱，并可能出现某种恶性循环。正如 Das 等人在 2012 年所阐述的（图 4），随着时间的推移，许多国家经历了反复的债务减免干预，这种模式可能与“调整”（即进行结构性改革）动力不足所导致的结构调整缓慢有关。

从债权人的角度来看，只有当债权人能够相信重组交易才是有意义时，重组才是有意义的（无论是否有任何潜在的未来利益）。

### 4.4 声誉和其他成本

在经济文献中，声誉成本、市场排斥、借贷成本、制裁、贸易禁运、资产没收（国外主权资产）都是债务国在违约情况下可能遭受的成本的例子。可以说，其中一些成本可能会影响债务国，即使是以较轻的形式进行债务重组。

#### 4.4.1 声誉成本

可以考虑两种声誉成本：

（1）市场排斥：在债务重组后，债权人可能拒绝购买债务国的债券。债权人对债务国施加这种惩罚。2013年，克鲁塞斯（Cruces）和特雷贝施（Trebesch）证明了市场排斥与减值规模之间的正相关关系：减值规模每增加1%意味着债务国的市场排斥概率增加2.4%。

（2）借贷成本：债权人可能在债务重组后购买债务国的债券，但要求溢价（即更高的利率，以补偿未来违约或其他重组的风险）。2013年，Cruces和Trebesch发现，与没有债务重组的债务人相比，更高的利差与获得更多的债务减免有关。

#### 4.4.2 贸易制裁

债权人可能决定减少与债务国的国际贸易，或在债务重组后实施制裁。这可能有两个原因：1）是因为债权人想“惩罚”债务国；2）是因为债务国在重组后的可靠性如此之低，以至于债权人宁愿避免发生贸易关系。

#### 4.4.3 银行系统

如果国内银行持有大量未偿债务，债务重组可能因减值而危及国内银行系统。金融机构需要通过使用资本缓冲、增加资本或缩减资产负债表规模来弥补会计损失。这可能导致国内贷款利率上升和（或）国内贷款减少，进而对整个经济产生负面影响。

### 4.5 信用损失

i) 接受重组协议意味着债权人将遭受债务国付款减少的损失。就公共部门债权人而言，债务减值可能会加剧政治紧张局势。

## 5. 过去的经验

在历史上，欧元区曾发生过几次主权债务重组事件（图4）。对部分案例的讨论如下。

### 5.1 德国

第二次世界大战后，德国从1953年的重大债务减免（伦敦债务协议）中受益，这有助于其战后增长，创造了财政空间，降低了借贷成本并使通货膨胀正常化。

### 5.2 布雷迪计划

1990年代，许多欠发达国家都遇到了债务问题。布雷迪计划一方面减少了债务，另一方面要求债务国进行结构性改革。该计划对许多国家来说是成功的，

特别是因为它恢复了资本流入，并使债权国和债务国金融市场的股票市场升值。

### 5.3 俄罗斯

1998年，俄罗斯拖欠了从苏联继承的债务。1999年与债权人达成了一项重组协议，将债务重组与资本控制结合起来。投资者损失了41%至55%的原有债权。（1998年5月，俄罗斯政府债券收益率为47%）。

### 5.4 阿根廷

继2001年违约后，阿根廷于2005年1月就债务重组（820亿美元）达成协议。该协议意味着偿还面值30%的债务，并延长到期日。2010年晚些时候，对那些没有参加第一次协议的国家（尽管有些人坚持）进行了第二次重组。

### 5.5 希腊

在2010年第一次救助之后，希腊在2012年3月经历了主权债务历史上最大的重组操作（超过其2012年GDP（约1910亿欧元）的50%）。对私人债权人的负债削减超过50%，并且期限延长。自2010年以来，希腊总共获得了各国家机构提供的总计约2000亿欧元新优惠贷款。

## 6. 欧洲主权债务重组机制

欧洲没有监管主权债务重组的总体框架——无论使用何种形式的重组。

最初，主权债务重组机制（SDRM）的想法是由安妮·克鲁格（Anne Krueger）在2002年阿根廷违约后提出的，目的是确保有序重组和降低债务成本。也讨论了这一想法。德国议会经济专家2016年，他提出了一个“两步走”机制来处理债务危机。2010年，格罗斯提议引入欧洲货币基金组织。有人认为，引入主权重组机制可能有助于避免一个国家的财政困境（通过蔓延效应）损害整个欧洲联盟的稳定。特别是，提前确定救助程序将有利于降低不确定性水平。一个定义明确的重组过程应该锚定市场参与者的预期，从而减少过度的市场反应（即波动）。

根据格罗斯的提议，作为调整措施/结构改革（即“有条件支持”）的交换，基金组织应为陷入困境的欧元区成员国提供金融支持。这将避免债务国的道德风险，否则债务国可能有动力继续积累新的债务。

一个有争议的方面是该基金的融资机制。根据最初的提议，违反马斯特里赫特标准的国家应为该基金提供资金。事前，这将激励对财政规则的尊重，但事后，可能被视为一种助长周期性波动的措施，这将导致处于财政金融压力下的国家要求捐款，从而使其处境恶化。

2012年，欧洲议会（European Parliament）讨论了一项机制，为成员国提供稳定经济形势和偿还债务的时间。讨论是在“两包”立法程序的背景下进行的。一项新的规则将授权委员会将处于违约边缘的国家置于法律保护之下，以在解决其问题时提供更多的清晰度、稳定性和可预测性。一旦受到这种保护，一个

国家就不能被宣布违约，其债权人需要在两个月内告知委员会，贷款利率将被冻结。然而，这一概念并未纳入最终立法。

## 7.结论

缺乏欧盟层面的透明主权债务重组框架可能会带来更高的额外成本。作为欧盟金融稳定管理工具的一部分，主权债务重组可以成为欧盟工具箱的一部分。正如一个简化的例子所表明的那样，有几项措施可以实施，从而为在不可持续的债务水平上挣扎的债务国提供债务减免。因此，“债务减记”（即减少债务面值）并不是唯一可以考虑的选择。不同的选择（及其组合）可被视为按现值向债务国提供债务减免的替代措施。

债务重组行动需要辅之以适当的措施，以尽量减少道德风险。同样重要的是，债务国应采取措施，恢复公共财政的长期可持续性，从而将未来重组的风险降至最低。

---

---

本文原题为“Sovereign debt restructuring Main drivers and mechanism”。本文于 2017 年 2 月 5 日刊于 European Parliament 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

---

## 当外资流入突然停止时，哪些部门会继续发展？实证分析

István Kny、Miklós Vry/文 宋海锐/编译

导读：本文分析了部门实际总增加值（Real Gross Value Added, RGVA）在外资流入突然停止前后的动态变化。研究表明：贸易部门尤其是制造业在突然停止期间比非贸易部门面临更大的损失，但它们引领着衰退后的复苏，部分原因是受益于突然停止期间本国货币的贬值。建筑和专业服务是在突然停止期间受到最严重伤害的非贸易部门，而信息和通信以及金融服务在事件发生后也增长放缓，然而这种放缓只是回到了长期增长趋势上。编译如下：

### 一、介绍

随着金融自由化步伐的加快和金融一体化的加强，外资在全球实体经济活动融资中的作用越来越重要。自 20 世纪 70 年代以来，国际资本流动的自由化大大促进了全球经济增长，但也增加了经济体对外国资本流入潜在逆转的脆弱性。近几十年来，几次金融危机使人们注意到，外国资本流入的突然停止可能不仅对金融部门，而且对实体经济部门都会造成严重损害。这种突然停止是外国资本流入大规模的超预期逆转。它们最早出现在 20 世纪 70 年代末的石油危机之后，并在 20 世纪 90 年代开始引起相当大的关注，当时由于墨西哥龙舌兰危机（1994 年）、阿根廷外债危机（1995 年）、亚洲金融危机（1997 年）和俄罗斯金融危机（1998 年），一些新兴经济体的资本流入突然停止。2008 年的全球金融危机清楚地表明，这种突然停止不仅仅是发展中经济体存在的现象，像欧盟的几个成员国这样的发达经济体也必须面对突然停止的风险。Eichengreen 和 Gupta 指出，2002 年后，这类突然停止事件的群聚发生变得更加明显，这表明外资流入的突然停止不再只是区域性现象，而是很容易在全球范围内传播。在冠状病毒大流行期间，也可以观察到由于宏观经济不确定性的大幅且意外增加所引发的其他外资流入突然停止的例子。近年来，在克里米亚入侵（2014 年）和俄乌冲突（2022 年）期间，政治不确定性和制裁的增加导致俄罗斯和乌克兰之间的资本流入突然停止。

许多实证研究分析了外资流入突然停止的特征。一些研究旨在找出造成经济特别容易受到这类突发事件影响的最重要因素，并尝试用不同的解释变量来预测这类事件发生的概率。如国内负债美元化的高比率、相对于贸易品需求的巨额经常账户赤字、对全球高风险和传染的认知、相对于贸易部门的大规模非贸易部门、外国资本流入的激增、国家借贷利率的高度波动以及外部过度借贷等因素都已被证明会增加外资流入突然停止所面临的风险。Cavallo 和 Frankel 指出，贸易开放程度越高，外资流入突然停止造成冲击的概率就越低。

另一类实证研究调查了外资流入突然停止的后果。这类突然停止导致 GDP 增长显著下降和实际汇率贬值是文献中的一个有力发现。Guidotti 等人表明，外资流入突然停止后的衰退随着国内负债美元化的高比率而加深，但因贸易的高度开放和浮动汇率制度而得到缓解。根据 Rothenberg、Warnock 以及 Cavallo 等

人的研究结果，资本流入总额下降导致的资本净流入突然下降比资本流出总额增加导致的资本净流入突然下降更具破坏性，并导致更剧烈的实际贬值。

上述论文关注的是外资流入突然停止的宏观层面后果，而没有分析突然停止前后不同经济部门的异质性动态。本文的目标是通过寻找以下问题的答案来填补这一空白：有没有可能找出比其他行业更容易受到突然停止影响的行业？我们能否找到能够帮助经济适应这种突然停止的部门？如果是，是什么因素使得它们得以缓解负面影响？是否有比其他部门更能适应这种突然停止的部门结构？通过回答这些问题，我们希望能够为产业政策的辩论做出贡献，并在关于不同部门结构的经济体对资本流入突然停止的不同弹性方面提供一些新方向。

我们应用事件研究方法来描述外资流入突然停止前后不同部门的典型动态。首先，基于有关资本流入总额的季度金融账户数据，我们在许多国家发现了外资流入突然停止事件。在每个观察事件下，我们确定一个事件窗口，该窗口由事件开始前后的 10-10 个季度以及突然停止的季度组成。使用具有事件固定效应的面板回归，我们估计了在突然停止（即短期）和随后几个季度（即中期内），各经济部门的实际总增加值（Real Gross Value Added, RGVA）增长率与事件前平均值的差异程度。

根据我们的主要结果，建筑业在突然停止期间下降幅度最大，专业服务和工业部门（尤其是制造业）增长率的下降幅度也很大。另一方面，在突然停止期间，公共部门、房地产活动和农业的增长率与事件发生前的平均值没有显著差异。总的来说，贸易部门的增长率下降幅度大于非贸易部门，然而两个部门都经历了显著的放缓。这与 Tornell 等人提出的墨西哥微观证据一致。根据该理论，贸易部门的企业比非贸易部门的企业更依赖外国资本融资。

我们发现与突然停止期间相比，外资流入突然停止后与突然停止前趋势增长率的偏差较小。特别是工业和制造业以及整个贸易部门突然停止后的增长率显著高于其停止前的平均增长率。尽管工业是短期内最艰难的行业之一，但事实证明，工业将引领经济从突然停止的衰退中复苏。只有两个部门在突然停止后的增长率明显低于之前：信息和通信部门以及金融部门。它们也是整个非贸易部门在突然停止发生后增长率显著下降的原因。

我们还发现，所有部门都经历了显著的反弹效应：在外资流入突然停止期间，一个部门的总增加值（Gross Value Added, GVA）与其长期趋势路径之间的负差距较大，而在该事件之后，部门增长率显著提高。这一现象在工业特别是制造业尤其明显。因此，整个可贸易部门也受益于突然停止导致的国内货币贬值：在与更剧烈的实际贬值相关的事件中，这些部门的总增加值增长率下降幅度明显较小，事件后的增长率也是如此。

我们进行了两种稳健性分析。首先，由于我们的样本中一半左右的外资流入突然停止事件来自 2008 年全球金融危机（global financial crisis, GFC）前

后，我们对那些不是来自 GFC 时期的事件的子样本以及 GFC 事件的子样本进行了主要回归。我们在 GFC 子样本中的定性结果与全样本相同，但定量结果表现出更大的部门增长率变化。在非 GFC 样本中，我们发现相似的定性结果，但显著性水平较低，点估计值较小。

在我们的第二个稳健性分析中，我们使用部门产出缺口作为因变量进行主要回归。一个部门的产出缺口是以其 GVA 与其霍德里克-普雷斯科特趋势路径（Hodrick-Prescott）的偏差百分比来衡量的。这项分析旨在确定在突然停止之前，某些部门是否有不可持续增长，如果是的话，在突然停止期间和/或之后的放缓是否只是对其可持续增长路径的修正。我们发现，除农业和公共部门外，所有部门在突然停止之前的增长都是不可持续的。工业，尤其是制造业，以及可贸易部门在突然停止期间显著低于其趋势路径，甚至在事件结束后仍低于趋势路径，但由于事件后增长率显著较高，其实际和趋势 RGVA 之间的差距开始缩小。最不利的调整发生在非贸易部门，原因是于建筑、房地产活动、专业服务以及艺术和娱乐的动态变化。在突然停止期间，它们会回落到趋势增长路径上，但随后会进一步下跌，在事件发生后显著低于其长期增长路径。

据我们所知，只有两篇论文旨在评估了类似部门层面突然停止的事件的影响。最接近我们的研究是由 Craighead 和 Hineline 进行的。作者研究了围绕经常账户逆转的部门调整，与我们的结果一致，他们发现建筑业在此类事件后遭受的损失最大，而制造业是发达国家受影响第二严重的部门。他们的研究表明，与投资相关的部门，如建筑业，面临着最严重的损失，这与一个典型的事实是一致的，即在 GDP 的支出端组成部分中，投资在经常账户逆转后下降幅度最大。他们还发现，在发展中国家，非贸易部门比贸易部门遭受的损失更大。然而，他们发现发达国家的情况正好相反，在这些国家，可贸易部门必须面临更严重的损失。

我们的研究与 Craighead 和 Hineline 的研究在以下几个方面有所不同。首先，我们围绕外资流入突然停止而不是经常账户逆转来研究部门调整，前者最适合根据金融账户而非经常账户的总资本流入观测值进行监测。其次，我们使用了不同的样本。这在一定程度上是因为我们能够收集有关国际资本流动和部门增加值的最新数据。更重要的是，虽然他们关于年度部门 RGVA 的数据来自格罗宁根增长和发展中心的 10 个部门数据库，但我们采用季度观测，这增加了我们研究结果的稳健性，这得益于更多的观察以及对突然停止前后部门动态的更精确测量。尤其是，季度数据的使用使我们能够明确区分突然停止期间和之后的部门调整。第三，我们研究了本国货币的实际贬值如何影响突然停止前后的部门调整。最后，我们不仅使用部门 GVA 的增长率作为因变量，还使用部门产出缺口作为因变量，这使我们能够研究部门在突然停止之前是否倾向于以不

可持续的方式增长，以及部门在突然停止前后的放缓是否只是对其可持续增长路径的修正，或者低于该可持续增长路径。

Cowan 和 Raddatz 的另一篇论文在部门层面研究了外资流入突然停止的后果。但作者只考虑了制造业中的部门，发现那些更容易受到外部融资影响的部门和那些在突然停止后扩大出口能力较弱的部门遭受了更大的损失。生产耐用品的行业也是如此。我们的结果很好地补充了这些结果。

## 二、结论

本文探讨了在广义生产部门层面上，以实际总增加值的增长率衡量的在外资流入突然停止前后经济活动的动态。外资流入突然停止被定义为资本流入的大幅和意外下降，以及总 GDP 增长的下降。样本受到季度真实（和名义）GVA 数据可用性的限制，包括 64 次突然停止事件，其中约一半发生在 2008-2012 年全球金融危机期间。

在给出一个合成的突然停止的“平均”结果后，我们对面板回归模型进行了估计，从而详细梳理出部门调整过程。基线模型包含一个表明突然停止的时间段的哑变量，以及一个事件后的哑变量。我们还研究了促进或影响部门调整的潜在渠道：总体实际汇率和部门衰退的深度对事件后调整的影响。稳健性检查包括将样本分为全球金融危机事件和非全球金融危机事件，并使用部门产出缺口作为因变量。

根据我们的主要结果，建筑业、专业服务业和工业部门，尤其是制造业，在突然停止期间的增长率下降幅度最大。总体而言，贸易部门的增长率降幅大于非贸易部门，但两大部门都经历了显著放缓。在突然停止之后，我们发现可贸易的工业部门引领经济从衰退中复苏，因为工业（特别是制造业）和整个可贸易部门的突然停止后平均增长率显著高于其突然停止前平均增长率。信息和通信、金融服务和非贸易总量在突然停止后的增长率明显低于之前。

工业、制造业和整体贸易部门的突然停止后增长率显著较高，这是由突然停止前后的本币贬值以及促进这些严重受损部门在事件后向长期增长道路增长的反弹效应所支撑的。

通过将我们的样本限制为与全球金融危机无关的突然停止，我们发现了与全样本相似的模式，但测量的变化较小，持续性较差，并且不太显著。建筑业和金融服务业的重大损失最大。我们的 GFC 子样本反映了全样本结果，以部门增长率衡量的变化较大。

通过将部门产出缺口作为因变量，我们发现，在大多数部门中，突然停止之前往往是不可持续的增長。我们可能在信息和通信以及金融服务这两个高增长行业发现了有利的调整过程。它们都在突然停止的过程中回到了长期增长路径。在统计意义上看并没有经历显著的负产出缺口，但在经济意义上，它们衡量的事件后负产出缺口并非微不足道。除农业和公共部门外，其他部门在突然

停止期间或之后都经历了显著的负产出缺口。在我们的事件观察窗口内，工业、制造业、贸易和企业以及贸易部门的差距正在缩小，而其他部门的差距正在扩大。

我们的研究结果具有重要的政策意义。研究表明，再工业化政策可能是一把双刃剑，可以使经济对外资流入的突然停止更有弹性。工业部门可以在经历了突然停止的经济衰退后引领经济的复苏进程。然而，当外资流入突然停止时，他们对外国资本的高度依赖使他们成为受损最严重的行业之一。这也意味着政策制定者在改变一个经济体的产业结构时面临着权衡。增加非贸易部门的份额可能会使经济更能抵抗突然停止的冲击，但这可能会阻碍其在事件发生后从衰退中复苏。我们的研究结果可能也暗示了高增长部门的重要性，如信息和通信以及金融服务，以确保在外资流入停止后快速向经济长期可持续增长路径上修正。我们的研究表明，在统计意义上，无论是在突然停止期间还是之后，这些部门似乎都没有经历显著的负产出缺口。然而，值得注意的是，事件发生后的负产出缺口的大小在经济层面上是不可忽略的。最后，我们的结果也可以被解释为支持浮动汇率制度的论据，因为在这种汇率安排下，假设价格粘性在短期内产生类似的浮动名义汇率和实际汇率的变动，贸易部门只能从本国货币的实际贬值中受益。然而，决定汇率制度是一个更复杂的选择，需要考虑更多的方面。

我们的工作主要是描述性的，仍然有许多潜在的未来研究领域。首先也是最重要的是，收集更多的数据来涵盖较近期的事件将是有益的。这方面的主要制约因素是以季度频率计算的部门增加值。使用年度数据并没有取得成效，因为它有一个严重的缺点，即突然停止的时间往往不是很长，而且年度频率掩盖了我们在季度水平上发现的许多动态。此外，我们希望调查部门调整动态是否随着时间的推移而发生变化，特别是在商业服务越来越容易交易的情况下。数据可用性是回答这些额外问题的主要制约因素，这应该是未来研究的优先事项。

---

本文全文原题为“Which Sectors Go On When There Is a Sudden Stop? An Empirical Analysis”，作者 István Kónya 和 Miklós Váry 就职于布达佩斯科维努斯大学经济研究所；本文发表于 2023 年 6 月的经济和区域研究中心经济研究所 KRTK-KTI 工作文件。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## ChatGPT 与企业投资策略

Manish Jha, Jialin Qian, Michael Weber & Baozhong Yang/文 申劭婧/编译

导读：公司的投资政策是其公司增长和总体波动的关键影响因素，但并非预测未来投资所需的所有信息都是现成的，而且商业调查的成本高得惊人。本文表明，ChatGPT 可用于提取公司层面对未来投资决策的预期，其生成的投资评分为未来投资提供了增量预测能力。而且这种方法可以扩展到其他公司政策，为研究人员和决策者提供了一个通用工具。编译如下：

对未来的预期对经济波动起着核心作用。美联储最近的加息周期在很大程度上是以更高借款利率的形式，通过提高外部融资成本来冷却总需求

而商业调查是用来了解公司未来投资计划的标准工具，调查人员为了接触到有代表性公司的实际决策者，往往需要付出高昂的调查成本。本文认为，学者和政策制定者都可以通过利用以 ChatGPT 为代表的人工智能最新发展成果，在企业信息披露和与分析师的通话中推测出企业的信念和计划。

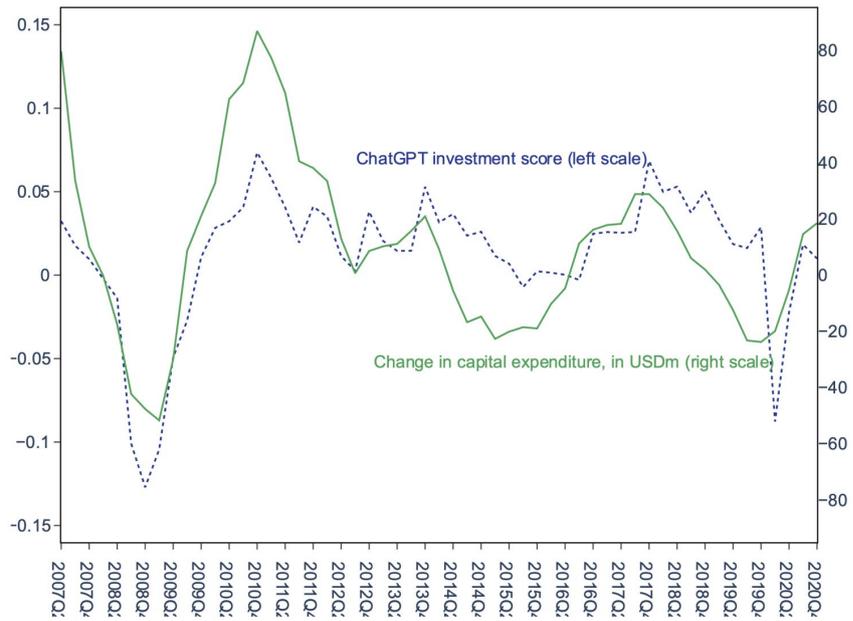
企业决策者必须了解公司政策，才能做出明智的决策。考虑到投资政策是企业增长和总量波动的关键，而投资总量是 GDP 中波动最大的部分，这一点尤其如此。新古典 Q 理论认为托宾 Q (Tobin's Q) 可以作为一个描述企业的投资机会和政策的充分统计量 (Hayashi, 1982)。然而，由于信息和资本市场摩擦，包括管理者私人信息在内的 Q 以外的变量可能对未来投资具有预测能力。

不幸的是，管理信息通常不适用于所有公司，尽管各种调查（如杜克大学/美联储首席财务官调查和世界大型企业联合会首席执行官调查）可以提供可获取且有用的部分公司的信息。在最近的一篇论文 (Jha et al. 2023) 中，我们利用 ChatGPT 的功能解决了这个问题。ChatGPT 是一种由 OpenAI 公司开发的高级人工智能模型，它能够处理冗长而复杂的问题，并提供详细的专家级回答。使用 ChatGPT，我们提取了公司层面上企业对未来投资政策的预期，并回答了以下问题：ChatGPT 能否帮助理解企业政策？它提取的投资政策是否为未来投资提供了超出现有指标（如托宾 Q 或现金流）的增量信息？以及这些信息如何影响资产价格和回报？

我们的样本包括 2006 年至 2020 年间来自 3878 家独立公司的 74586 份电话会议记录。这些记录包含了包括公司经理对其公司未来资本支出的信念和预期在内的有价值信息。使用 ChatGPT，我们提取了未来投资增加和减少的定量评估，并构建了公司层面的 ChatGPT 投资评分。

我们从几个方面验证了这一方法。首先，我们将得出的投资评分与杜克大学首席财务官调查 (Duke CFO Survey) 的反馈进行比较，该调查涵盖了我们的样本中一部分公司的预期资本支出。结果显示，ChatGPT 投资得分较高的公司也在调查中获得认可，CFO 们表示有意在未来 12 个月内增加投资。其次，我们观察到样本中的平均投资得分与未来资本支出随时间的变化趋势相似 (图 1)。

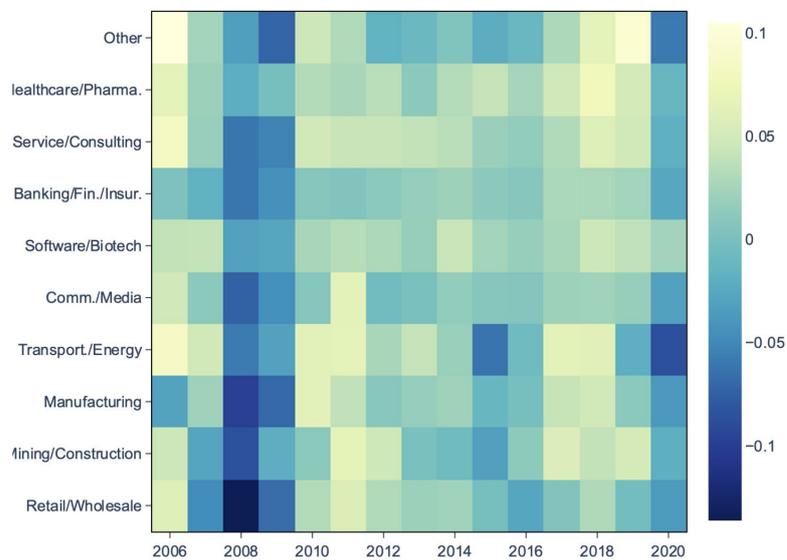
图 1 ChatGPT 投资评分与已实现投资



注：该图绘制了平均季度 ChatGPT 投资得分和平均未来四个季度资本支出变化的时间序列。

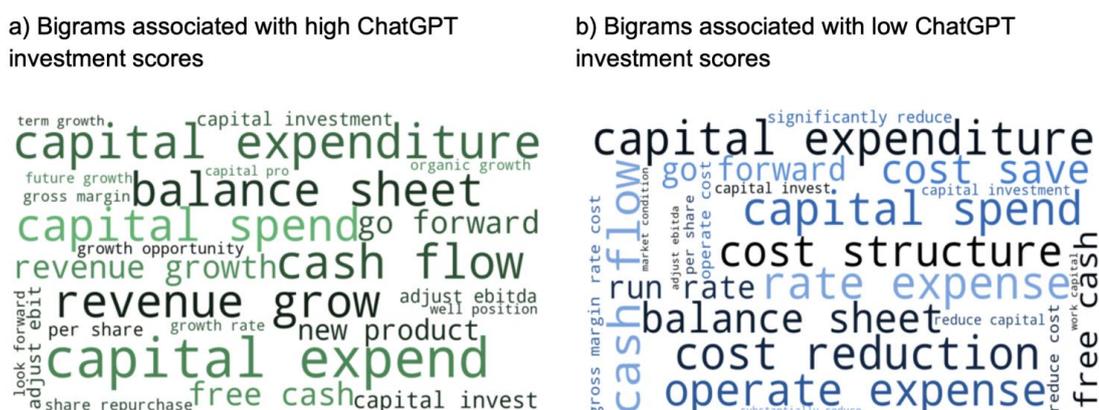
第三，行业层面的平均投资得分呈现出与经济重大变化相一致的模式。例如新冠疫情期间，对软件/生物技术行业公司的预计投资会增加，而对许多其他行业预计投资会减少（图 2）。

图 2 跨行业的 ChatGPT 投资评分



最后，我们要求 ChatGPT 提供支持其投资评分决策的电话会议记录摘录，提供的结果展现出可用于解释的短语和句子。例如，图 3 展示的与高低投资分数相关的最常见的短语与增加或减少投资的管理计划一致。

图 3 解释 CHATGPT 投资评分



然后，我们研究了基于人工智能的新型投资评分对公司层面未来已实现投资的预测能力。我们发现，当控制了托宾 Q 和其他公司层面的投资预测指标时，ChatGPT 投资评分为未来投资提供了增量预测能力。

投资得分每增加一个标准差，电话会议后一个季度的资本支出就增加 0.034 个标准差，约为资本支出对总 Q 的相应敏感度的三分之二。其中，总 Q 是托宾 Q 的扩展指标，包括了无形资产（Peters & Taylor, 2017）。这种关系是数据的一个稳健特征，并且在保持恒定的滞后资本支出并加入公司和时间固定效应后也成立，这表明投资评分考虑了从管理层私人信息和未来预期中得到的新的增量信息。

投资评分的显著预测能力持续了长达 9 个季度，突出了基金经理预期的长期性。此外，ChatGPT 投资评分不仅可以预测未来的实物投资，还可以预测包括无形投资、研发以及短期和长期总投资在内的其他形式投资。

此外，我们还探讨了 ChatGPT 投资评分与预期股票收益之间的关系。基于投资的资产定价理论（Liu et al. 2009）预测，预期收益较低的公司会投资更多，因为他们采用了较低的最低预期回报率，导致更多投资项目具有正的净现值。因此，我们预计预期投资高的股票将经历较低的未来股票回报。我们的测试证实了这一假设：ChatGPT 投资评分与随后一个季度的原始回报率和因素调整后的异常回报率显著负相关。与投资类似，回报可预测性也持续长达九个季度。

除投资政策外，我们还研究了该方法是否适用于其他公司政策，如股息支付和雇佣政策。结果发现，对于同一组公司来说，基于 ChatGPT 的预期公司政策与从杜克大学首席财务官调查反馈中获得的预期政策之间存在很强的相关性，这表明，该方法可以应用于更广泛的公司政策。

总的来说，本文做出了几个关键的贡献。首先，本文阐述了投资和 Q 之间的关系，尽管托宾 Q 和投资之间的紧密联系早已在理论上得到证明（Hayashi, 1982），但其实证关系一直很弱。我们基于人工智能的投资评分为公司未来的

投资机会提供了新的信息，补充了托宾 Q 和总 Q，这可以帮助研究人员和监管机构更好地了解企业投资及其对经济的影响。

其次，本文属于可以让管理者学习如何进行投资和其他公司决策（Chen et al. 2007）的反馈文献。我们的研究表明，这种联系的反方向也很重要：即市场也可以向经理人学习。

第三，本研究与调查和期望文献有关。调查是研究人员在标准数据集无法提供充分信息时的有力工具。我们的方法可以对现有的调查结论进行补充，根据多个样本公司的高管计划和会议讨论生成衡量标准，并为研究人员提供一套新的工具和数据。

最后，我们的方法使得文本分析更上一层楼。研究人员通常利用文本分析来分析非结构化文本信息，例如情绪的水平 and 程度（Hanley & Hoberg, 2010; Loughran & McDonald, 2011）等。最近，他们已经开始使用 ChatGPT（Lopez-Lira & Tang, 2023, Kim et al., 2023）。本研究显示，ChatGPT 可以帮助提取如未来的公司政策等的复杂概念的信息，此外，这样的信息是可解释的，因为人类在做决定时可以阅读和理解 ChatGPT 给出的论点。

总之，本文证明了使用先进的人工智能模型（如 ChatGPT）来提取公司对未来公司政策（特别是投资决策）的信念和计划的价值。ChatGPT 投资评分提供了超越传统指标的见解，为未来投资及其对资产价格和回报的影响提供了增量预测能力。这种方法可以扩展到其他公司政策，为研究人员和决策者提供了一个通用工具。随着人工智能技术的不断进步，其与经济研究的整合有望带来更深入的见解，促进更好的决策过程。

---

本文原题为“ChatGPT and Corporate Policies”，作者 Manish Jha 是佐治亚州立大学的助理教授，Jialin Qian 是佐治亚州立大学的博士候选人，Michael Weber 是芝加哥大学的助理教授，Baozhong Yang 是佐治亚州立大学的助理教授。本文于 2023 年 8 月 11 日刊于 VOX 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



**CAMF**

中国资产管理人论坛  
CHINA ASSET MANAGER FORUM