



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

半月度
报告

金融与发展

海外观点

2021年/总第234期

目 录

世界热点

出口限制与食物短缺 3

导读：乌克兰和俄罗斯在全球主要农作物市场上至关重要。俄乌冲突对粮食价格和供应造成的破坏影响范围极广，不仅仅只是粮食净进口国受到波及。本文认为，各国政府所实施的出口限制措施使事情变得更加严重。仅仅是对小麦的出口禁令就导致世界小麦价格上涨了 7 个百分点（大约是所观察到的价格飙升的六分之一），并有可能引发乘数效应。本文认为，其他供应商必须提供充足的粮食供应保证。

欧洲应摆脱俄罗斯的能源 7

导读：在西方国家对俄罗斯实施制裁后，其造成的挑战是双向的。一旦俄罗斯切断对欧盟的天然气出口，欧洲的天然气和电力价格将居高不下。而就像欧洲容易受到天然气供给减少的影响一样，俄罗斯也特别容易受到石油收入下降的影响。一旦欧洲能够找到替代供应商并实现主要能源的多样化，莫斯科对乌克兰的入侵将使俄罗斯在欧洲石油和天然气市场上付出惨重代价。这两个弱点之间的权衡将决定事态的最终发展方向。

美国应没收俄罗斯资产用于乌克兰重建 9

导读：俄乌战争愈演愈烈，需要考虑战争结束之后乌克兰重建的资金来源。作者认为美国应该采取行动，援引法律以没收俄罗斯中央银行的资产。美国法律的一些古老条文有类似规定，但考虑到美国在俄乌战争中实际立场，作者认为美国国会及拜登总统更希望制定新立法来应对当前情况。

历史表明未来 24 个月出现经济衰退的可能性很大 13

导读：随着美联储本周将利率提高 0.25 个百分点，人们对央行实现经济软着陆的可能性进行了很多讨论。虽然实现经济软着陆在历史上非常罕见，但美联储主席杰罗姆·鲍威尔在 3 月初对国会议员们表示，他认为实现软着陆“很有可能”。美联储的最新预测以及费城联邦储备银行专业预测人员调查（SPF）的一致预测都支持了这一说法：在这两项预测中，明年通胀率将降至 3% 以下，失业率仍将低于 4%。为了检验这些预测的合理性，我们利用可追溯到 1950 年代的季度数据，并基于通胀和失业率的替代指标计算出了未来 12 个月和 24 个月内经济陷入衰退的可能性。我们发现，鉴于当前近 8% 的通胀水平和低于 4% 的失业率，历史证据表明未来一两年内经济衰退发生的可能性非常大。

美国历次经济大衰退：原因与持续时间 19

导读：美国经济衰退的历史表明，尽管过程很痛苦，但这是商业周期天然的一部分。在美国历史上，有 19 次值得关注的衰退。本文梳理了历次衰退的原因、持续时间、GDP 和失业率。

科技巨头的银行与监管反应 23

导读：科技公司是否应该被允许拥有银行？这个问题似乎是一个更广泛讨论的一部分，即非金融公司是否可以与银行关联。本专栏探讨了允许科技公司经营持牌银行的优点，并概述了它们在七个司法管辖区的状况和所处的监管环境。我们还提出了一些政策选择，从而帮助降低这些公司所感知到的风险，因为一些银行业的权威人士可能希望科技公司扩大它们的融资渠道，以及帮助提高消费者的收益。

经济理论

公共支持与碳税：来自法国的经验 29

导读：虽然许多经济学家支持碳税，但公众普遍都反对这一气候政策。本文研究了一组对法国 3000 位公民所做的调查数据，结果表明公众反对碳税是因为人们对碳税普遍持悲观看法。即使碳税政策极具进步性——政府将税收收入重新分配给家庭，大多数人也认为他们和低收入家庭会吃亏，而且他们认为碳税政策不能有效地减少排放。公共投资和标准有助于促进人们支持气候政策。

僵尸企业和 Covid-19 期间的支持措施 33

导读：世界各国政府采取了前所未有的措施来支持受 Covid-19 大流行影响的企业。本文重点关注意大利，研究这些措施最终在多大程度上使无生存能力但仍活跃的企业受益。作者发现，与正常企业相比，“僵尸企业”不太可能以补贴、延期偿还债务或政府担保贷款的形式获得公共支持，这表明疫情支持政策不会导致经济僵尸化。

住宅通胀：呈上升趋势 37

导读：近期，许多人认为随着商品行业供应瓶颈得到缓解，美国目前的高通胀将会降低。本专栏认为，尽管私营部门的实时指标大幅上升，但住宅服务通胀的衡量方式及住房市场的特征使其通胀在 2021 年保持了较低水平。这些过去的增长决定了 2022 年记录的住房通胀的上升。作者预测，住宅通胀将在 2022 年底达到峰值，但在 2023 年仍将保持高位，并可能对整体通胀产生重大影响。

出口限制与食物短缺

Alvaro Espitia, Simon Evenett, Nadia Rocha, Michele Ruta/文 李佳欣/编译

导读：乌克兰和俄罗斯在全球主要农作物市场上至关重要。俄乌冲突对粮食价格和供应造成的破坏影响范围极广，不仅仅只是粮食净进口国受到波及。本文认为，各国政府所实施的出口限制措施使事情变得更加严重。仅仅是对小麦的出口禁令就导致世界小麦价格上涨了7个百分点（大约是所观察到的价格飙升的六分之一），并有可能引发乘数效应。本文认为，其他供应商必须提供充足的粮食供应保证。编译如下：

乌克兰分别是世界上第一、第四和第五大葵花籽、玉米和小麦的出口国。乌克兰加上俄罗斯的小麦等产品的出口大约占世界出口的四分之一。俄乌战争扰乱了世界粮食市场的供应，对粮食产品的价格产生了很大的影响（Glauber and Laborde, 2022）。其他粮食生产国增加的出口只能部分弥补这一损失（Chepeliev et al., 2022）。在这种情况下，短视的政府干预会使糟糕的情况变得更糟，并在俄乌战争产生的严重经济后果上雪上加霜（Artuc 等人 2022, Federle 等人 2022, Langot 等人, 2022）。

本文在世界银行的贸易政策监测以及我们最近文章（Ruta 等人, 2022）的基础上，记录了自乌克兰战争开始以来食品市场上贸易政策激进主义行为，尤其是出口限制措施。本文首次对这些措施如何影响粮食价格进行了评估，尤其是对小麦的影响。如果政府在农产品贸易问题上沉溺于囚徒困境，全球粮食安全就会受到威胁。大型粮食出口国承诺避免保护主义升级则可以帮助平稳市场。

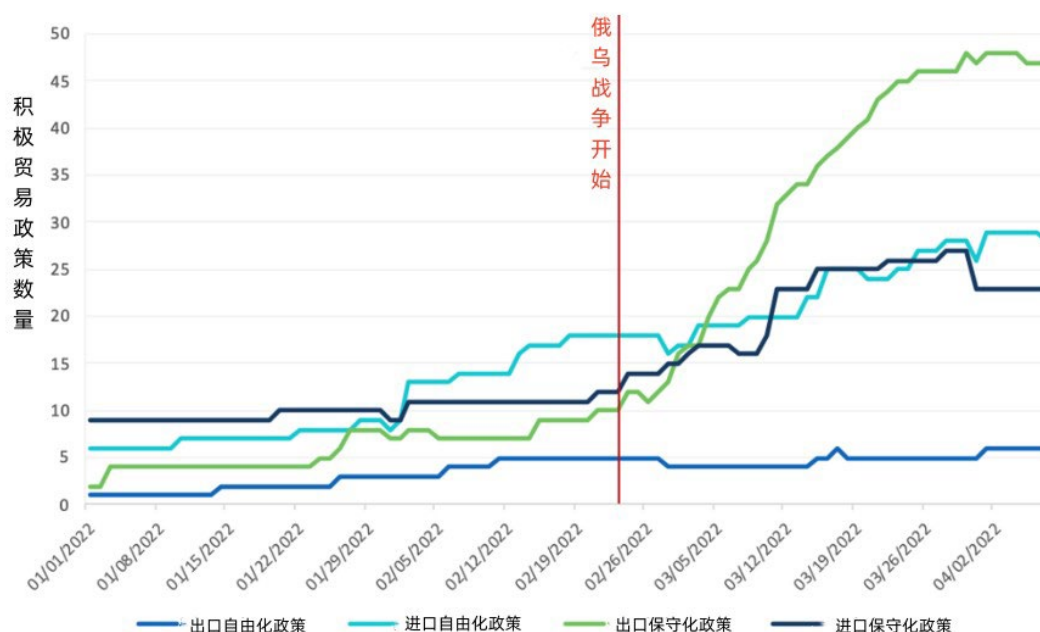
对粮食市场的贸易政策干预不断增加

全球粮食价格上涨通常会引起不同的政策反应，因为各国政府将试图保护国内市场免受价格上涨的影响。一些粮食进口国降低了进口限制并补贴消费，而一些粮食生产国则减少了出口。

在新冠疫情的早期阶段，许多国家积极利用贸易政策，在粮食供应可能短缺的情况下积极应对国内需求。尽管 2020 年初出口和进口措施激增，但形势趋于稳定，且主要是由对粮食短缺的恐惧而不是粮食市场的实际情况所驱动，贸易措施也趋于平缓。2021 年下半年和 2022 年初，在粮食价格上涨压力的推动下，政策积极性重新抬头，措施逐渐增多。

俄乌战争从根本上改变了这种情况（图 1）。俄乌冲突从 2 月 23 日开始，截止到 2022 年 4 月 7 日，总共实施或出台了 67 项新的贸易政策（87 项则包括补贴）。这种激增主要是新的出口禁令和出口许可要求（38 项），其次是进口禁令和进口配额（13 项）以及削减关税等进口改革（13 项）。

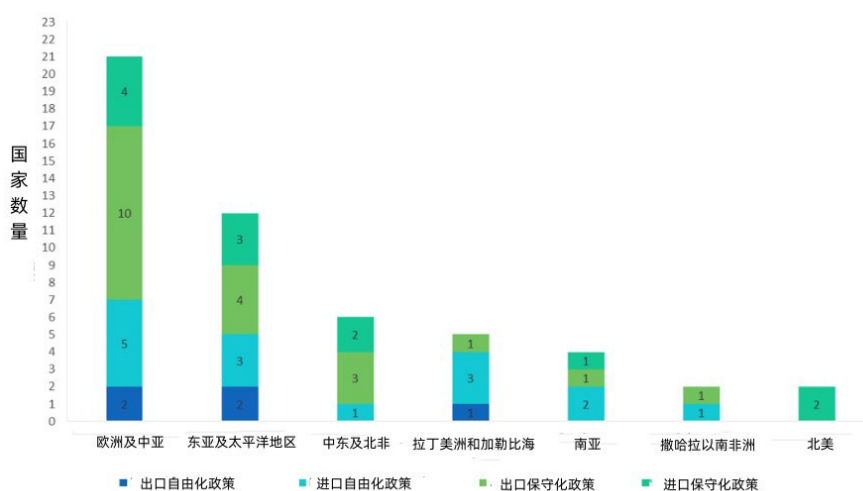
图 1 2022 年 1 月 1 日至 4 月 7 日期间生效的关于粮食和化肥的积极贸易政策数量



资料来源：作者使用了世界银行和全球贸易预警组织对必需品的贸易政策监测数据。

20 个国家对战争开始后出口管制的增加负有责任，特别欧洲和中亚国家（图 2）。在此期间实施的措施包括俄罗斯对欧亚经济联盟以外的国家实施的小麦、玉米和其他谷物的出口禁令，塞尔维亚实施的植物油、玉米和小麦的禁令，以及匈牙利实施的谷物出口许可要求。食品进口国也实施了出口控制，如阿尔及利亚对糖、面食、油和精米等消费品实施了禁令，埃及则对食用油、玉米和小麦的出口实施了禁令。

图 2 2 月 23 日至 4 月 7 日期间实施的粮食和化肥新贸易政策的区域分类



资料来源：世界银行和全球贸易预警的基本货物贸易政策监测。

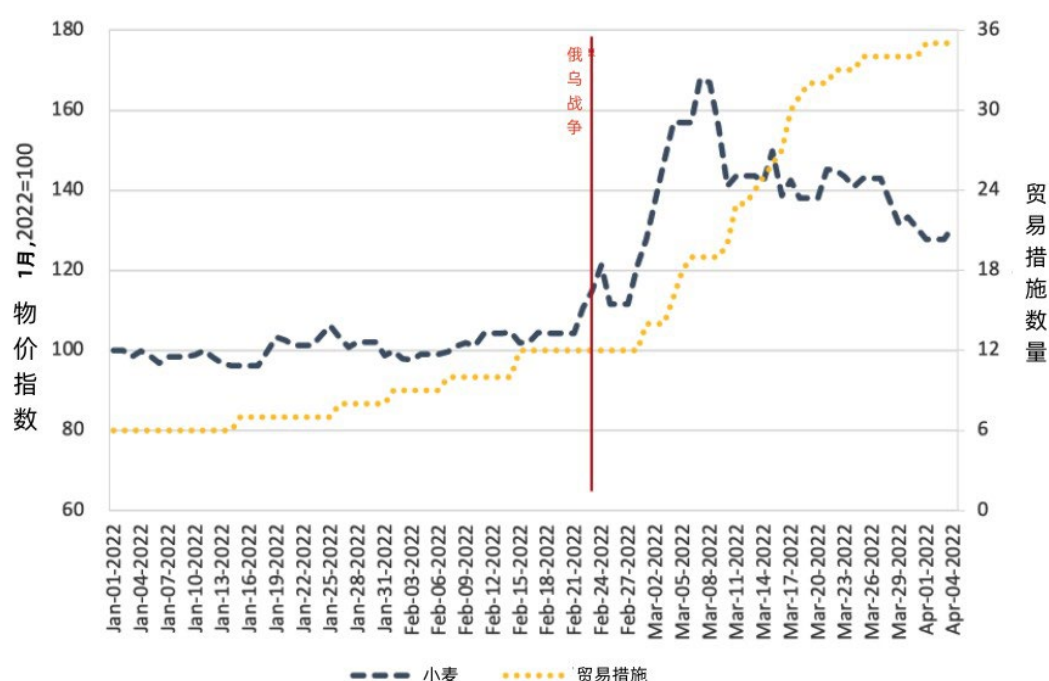
政策制定者已经采取了部分措施来缓解国家粮食市场的压力。自战争开始以来，除北美外，各大洲的 38 个政府都实施了有利于农业部门的支持措施，如为农民提供化肥补贴，并为消费者购买粮食提供补贴。例如，阿塞拜疆宣布拨出高达 4410 万美元的补贴，以弥补小麦和面粉产品的国内和国际价格的差异。

减少对粮食进口的限制，也是为了减少对国内价格的压力。自战争开始以来，世界各国已经采取了多项措施来减少或取消粮食和化肥的进口壁垒。例如，3 月 3 日，哥伦比亚将玉米、种子和树脂油等粮食产品的进口关税降至零。3 月 25 日，菲律宾政府将玉米配额内进口的关税从 35% 降至 5%。

贸易措施升级推动粮食价格上涨

对小麦和玉米等主食以及化肥的出口限制不断增加，加重了俄乌战争导致的粮食价格飙升（图 3），因为这些政策干预措施产生了乘数效应。出口限制通过减少向世界其他市场的供应来缓解国内粮食市场的压力。这些措施导致的世界物价飙升导致其他国家政府通过实施新的出口限制进行报复，进而导致价格进一步飙升。正如研究表明（Giordani 等人，2016 年），在 2008-11 年全球粮食危机期间，贸易干预使得世界粮食价格上涨了 13%，小麦价格上涨了 30%。

图 3 国际小麦价格和贸易政策措施



资料来源：资本智商公司商品价格统计以及世界银行和全球贸易警报对基本商品的贸易政策监测数据。

正如欧洲和中亚的政策反应所示那样，乘数效应似乎已经出现。这些贸易措施正在推动世界粮食价格上涨。俄罗斯和塞尔维亚、北马其顿等较小的出口

国在战争开始至 4 月 7 日期间实施的小麦出口禁令占了世界贸易的 16%，可以解释世界小麦价格上涨中的 7 个百分点（即大约是观察到的价格飙升的六分之一）。哈萨克斯坦是这种作物的一大生产国，它宣布对小麦出口实行配额，相对于 2019 年，其出口将减少 80%，这将世界小麦价格再推高近一个百分点。

这种价格影响本身在经济上是可观的，也可以引发进一步的政策积极性和未来的干扰。如果前五大小麦出口国中的任何一个禁止小麦出口，这些措施的累积效应将使世界小麦价格至少上涨 13%。如果其他国家作出反应，则涨幅会更大。进口方面的价格调节贸易政策和消费补贴将进一步放大对世界价格的影响。此外，一个市场的出口限制的影响会溢出到其他市场，使价格激增。在世界最大的棕榈油出口国印度尼西亚最近禁止棕榈油出口之后，仅次于乌克兰的第二大葵花油出口国俄罗斯也对葵花油（一种用于烹饪的棕榈油替代品）实施了出口限制。

粮食危机并不是不可避免的，需要出台措施增强信心

虽然战争对粮食市场造成的后果将难以控制，但更大的灾难性局面是可以避免的。像美国、加拿大、欧盟、澳大利亚、阿根廷、巴西这样的大型粮食产品出口国——它们总共占小麦、大麦和玉米等主要主食全球出口量的 50% 以上——可以发表明确的联合声明，表明它们不会限制主食的出口（Malpass, 2022）。确保这些关键商品的市场继续运作，有助于维护全球粮食市场的稳定——并且其效应将远远溢出这些市场。

本文原题为“Widespread Food Insecurity is not Inevitable: Avoid Escalating Food Export Curbs”。本文作者 Alvaro Espitia 是世界银行顾问，Simon Evenett 是圣加伦大学国际贸易教授，Nadia Rocha 是世界银行高级经济师，Michele Ruta 是世界银行首席经济学家。本文于 2022 年 4 月刊于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

欧洲应摆脱俄罗斯的能源

Steven Fries/文 薛懿/编译

导读：在西方国家对俄罗斯实施制裁后，其造成的挑战是双向的。一旦俄罗斯切断对欧盟的天然气出口，欧洲的天然气和电力价格将居高不下。而就像欧洲容易受到天然气供给减少的影响一样，俄罗斯也特别容易受到石油收入下降的影响。一旦欧洲能够找到替代供应商并实现主要能源的多样化，莫斯科对乌克兰的入侵将使俄罗斯在欧洲石油和天然气市场上付出惨重代价。这两个弱点之间的权衡将决定事态的最终发展方向。编译如下：

面对西方金融和经济制裁的压力，以及北约对乌克兰国防的支持，俄罗斯于 4 月 27 日停止了对波兰和保加利亚的天然气出口，表面上是因为他们拒绝支付卢布。尽管出口减少，但随着欧洲天然气价格飙升 20%，俄罗斯仍可从中受益，获得潜在的短期收入增长。欧洲的指数天然气供应合同通常采用过去一到六个月的平均市场价格。因此，事态的最新发展可能会加剧欧洲消费者受到的能源价格冲击，而俄罗斯几乎不会为此付出任何代价，这或许将会导致消费者向欧洲领导人施压，要求其放弃对俄罗斯能源的摆脱和对乌克兰的支持。

一旦欧洲能够找到替代供应商并实现主要能源的多样化，莫斯科对乌克兰的入侵将使俄罗斯在欧洲石油和天然气市场上付出代价。事实上，德国和波兰在 4 月 26 日宣布了一项石油运输协议，将通过格但斯克港向德国东部的两家主要炼油厂供应石油，这些炼油厂长期以来一直由苏联时代的德鲁日巴管道（友谊输油管道）供应。

但俄罗斯在短期内进一步削减欧盟天然气供应的潜在威胁，可能会削弱德国对欧盟禁运俄罗斯石油的潜在支持，尽管这种威胁是双向的。就像欧洲容易受到天然气供给减少的影响一样，俄罗斯也特别容易受到石油收入下降的影响。

这两个弱点之间的权衡将决定事态的最终发展方向。2019 年，在乌克兰爆发疫情和战争之前，石油占俄罗斯总出口的 40%，以及一般政府收入的 25%，而当时天然气还并非一个重要的收入来源。如果俄罗斯切断对德国的天然气供应，德国央行预计经济将急剧下滑，德国化学工业将遭受重大打击。

更普遍地说，俄罗斯进一步切断对欧盟的天然气出口（或者只是足够可信的威胁）将造成欧洲的天然气和电力价格居高不下（尤其在明年冬天），同时这也是对欧盟和北约凝聚力的一场考验。这是普京总统所能发挥的最强能量。

但时间可能不会站在普京一边。

随着 COVID-19 在疫苗接种不足的中国部分地区失控（可能会有更多城市封锁），大宗商品进口新兴经济体的经济压力，欧洲经济急剧放缓以及美国货币政策即将大幅收紧，俄罗斯对石油收入的依赖越来越严重。同时，虽然沙特

阿拉伯和阿尔及利亚等国拒绝了美国和欧洲要求立即增加产量的要求，但欧佩克（Organization of Petroleum Exporting Countries, OPEC）和非欧佩克国家的石油供应在今年和明年仍有望稳步增长。

在全球经济显著放缓和石油供应稳步增长的背景下，全球石油市场在今年达到平衡状态（只要不是过剩）的可能性正在逐渐增加。随着石油的稀缺性和风险溢价下降，可以预期油价将回落到长期边际供应成本的范围内，估计在每桶 60 至 80 美元之间。

在这种情况下，欧洲应该考虑迫使更多俄罗斯石油运出海的战略，因为西方的制裁实际上是对此类货物的处理“征税”，它们只能以极低的折扣吸引买家（目前约为每桶 35 美元）。如果俄罗斯大部分原油出口的价格为每桶 45 美元或更低，这对俄罗斯来说将是一次真正的经济和金融挫折，因此它也可能面临一个艰难的冬天。

欧洲必须增强对可能出现的能源变化的适应能力，以保持其决心和凝聚力。这意味着欧洲需要加倍努力开发替代俄罗斯的石油和天然气供应（包括美国和其他液化天然气供应商）并加快节能和摆脱化石燃料的步伐，同时通过有针对性的转移支付，为面临压力的家庭提供资金支持。

本文原题为“Is the Russia-Europe Energy Bind about to Unravel?”。本文作者 Steven Fries 于 2022 年 3 月起担任彼得森国际经济研究所（PIIE）的非常驻高级研究员，现任牛津大学新经济思维研究所的高级副研究员。本文于 2022 年 4 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

美国应没收俄罗斯资产用于乌克兰重建

Gary Clyde Hufbauer & Jeffrey J. Schott / 文 徐懿凡/编译

导读：俄乌战争愈演愈烈，需要考虑战争结束之后乌克兰重建的资金来源。作者认为美国应该采取行动，援引法律以没收俄罗斯中央银行的资产。美国法律的一些古老条文有类似规定，但考虑到美国在俄乌战争中实际立场，作者认为美国国会及拜登总统更希望制定新立法来应对当前情况。编译如下：

在乌克兰面临的残酷战争还在继续升级之际，考虑如何最终重建这个被摧毁的国家以及重建的资金来源并不算太早。一个明显的资金来源将会是俄罗斯中央银行、俄罗斯私人银行和俄罗斯寡头被美国、欧盟、英国和日本冻结的数千亿美元资产。美国官方应该首先采取行动，没收俄罗斯中央银行的资产，随后欧盟和日本将不得不效仿，来获得足够的资金用以支付乌克兰重建的首期款项。

目前的美国法律，一些古老的法条，不仅规定了冻结外国资产，而且还授权总统酌情没收和分配这些资产。然而，没收俄罗斯资产是非常严厉的制裁，国会应该指定具体的新立法，以显示美国的团结，并为总统的行动提供指导。国会正在审议的一项这样的法案名为《乌克兰重建资产扣押法案》（*Asset Seizure for Ukraine Reconstruction Act*）。如果国会通过，这种性质的法律将为美国总统拜登提供新的动力，让他既能为了乌克兰的利益而没收俄罗斯资产，又能敦促盟国同样这么做。这将为采取类似行动的欧洲人树立一个先例，尽管他们担心俄罗斯会以切断石油和天然气供应作为报复。

美国援引现行法律，没收和使用被冻结的资产，以造福于直接参与“武装敌对行动”的饱受战争蹂躏的国家的人民。在 2022 年 2 月，拜登总统签署了一项行政命令，帮助保存在美国持有的部分被冻结的阿富汗中央银行资产，用于向生活在塔利班统治下的阿富汗公民提供人道主义援助。华盛顿现在正考虑对冻结的俄罗斯资产采取类似措施以补偿乌克兰人民。但是，由于美国没有直接参与乌克兰的军事冲突，制定专门用于没收俄罗斯冻结资产、并使用收益来补偿乌克兰的新立法，比援引现有法律更好。

美国和其他七国集团（G7）官员冻结了与 2 月底入侵乌克兰有关的俄罗斯中央银行、其他银行和个人的资产，这似乎让俄罗斯中央银行的官员感到意外，毕竟针对一个主要央行的共同行动是前所未有的。近年来，为了保护俄罗斯经济不受美国制裁影响，俄罗斯央行一直在实现外汇储备多元化、减少对美元的依赖，但显然没有意料到欧洲和日本也会将他们作为行动目标。

俄罗斯中央银行超过一半的国际资产，在 2022 年初价值超过 6000 亿美元，已经被西方政府冻结（见下表）。据俄罗斯中央银行于 2022 年 4 月 11 日发布的未经核实的数据显示，美国机构持有的这些资产仅占俄罗斯中央银行总财产的 6%，即 2022 年初的约 390 亿美元。德国、法国和英国的银行总共持有 1800 亿美元的俄罗斯中央银行储备，日本也有 570 亿美元。德国的储备份额实际上从 2021 年 1 月的 11% 增加到 2022 年 1 月的 16%，这表明，俄罗斯总统普京认为，Nord Stream 2 天然气管道的开放可能将阻止德国支持对俄罗斯的制裁。

俄罗斯央行的资产有一半以上被冻结，但只有一小部分是美元资产

a. 按位置划分，2022 年 1 月的俄罗斯中央银行资产

	总资产份额	价值估算（十亿美元）
未被批准		
黄金（位于俄罗斯）	22%	\$131.5
中国	17%	\$103
其他	10%	\$62.1
批准		
德国	16%	\$96.2
法国	10%	\$60.7
日本	9%	\$57
美国	6%	\$39.2
英国	5%	\$31.3
奥地利	3%	\$15.3
加拿大	3%	\$16.5
合计		\$612.9

b. 按货币划分，2022 年 1 月的俄罗斯中央银行资产

总资产份额	货币
10%	其他
6%	英镑
11%	美元
17%	人民币
22%	黄金
34%	欧元

资料来源：俄罗斯中央银行，2021 年度报告（2022 年 4 月 11 日发布），链接 http://www.cbr.ru/about_br/publ/god/

两项没收外国资产的强有力的美国法律

1917 年的《与敌人贸易法》（Trading with the Enemy Act of 1917, TWEA）和 1977 年的《国际紧急经济权力法》（International Emergency Economic Power Act of 1977, IEEPA）体现了两项广泛的没收资产的法律权力。每一项都要求在没收扣押外国资产之前具备一些国际条件，但这些条件往往都能被满足。

TWEA 是在第一次世界大战期间颁布的，其赋予总统权力来阻止对外贸易、冻结外国资产、以及没收任何国家（不仅仅是交战国）的外国资产，“在战争期间”并按总统认为合适的方式处置这些资产。这项法律甚至被用于处理国内经济情况，比如 1933 年，罗斯福总统令人不解地援引 TWEA 法案宣布银行业休假。

TWEA 使得美国得以在第一次世界大战期间没收德国资产，在第二次世界大战期间没收德国、意大利和日本资产，并在 20 世纪 70 年代为美国对多个国家实施经济制裁提供了法律权威。自第二次世界大战以来，美国国会还没有正式地对任何国家宣战，但美国法案裁定，该法律适用于总统作为总司令在海外发动军事打击的情况。通俗地说，TWEA 的权力对总统总是可用的，因为美国一直在海外从事军事行动，无论是常规部队还是特种部队。

1977 年，卡特总统签署了旨在更新 TWEA 的 IEEPA。IEEPA 允许冻结国外资产，但不允许没收。1979 年，在伊朗革命分子占领美国大使馆并囚禁美国人质后，卡特利用 IEEPA 冻结了伊朗的资产（使伊朗和美国都无法获得这些资产）。随后，里根总统与伊朗达成协议，释放人质，并将被冻结的资产分配给美国和伊朗当局。

9-11 袭击后，国会通过了 2001 美国爱国者法案（USA PATRIOT Act of 2001），为 IEEPA 增加了新的授权，允许在发生“武装敌对行动”时没收交战国及其国民的资产，以及总统认为合适的处置方式。

美国总统布什在入侵伊拉克之前的 2003 年援引修订后的 IEEPA，利用伊拉克的资产“帮助伊拉克人民、协助伊拉克重建”，后来的订单扩大了这些资产的用途，以满足人道主义和重建的需要。

在没收阿富汗中央银行资产中使用 IEEPA 的做法更为复杂。塔利班于 2021 年 8 月接管阿富汗后，代表 911 受害者的律师寻求阿富汗中央银行的资产。一个有待决定的法律问题是塔利班是否控制了阿富汗中央银行。如果美国法院裁定证实，那么原告可以根据美国现行法律没收阿富汗中央银行的资产。与此同时，拜登总统已经援引了 IEEPA，将 35 亿美元的阿富汗中央银行的资产从原告诉讼中隔离出来，以便这笔资金可以用于对阿富汗公民的人道主义援助。

援引 IEEPA 来没收俄罗斯资产的障碍是，美国没有与俄罗斯“武装敌对”，俄罗斯也没有“攻击”美国。利用现有法律，拜登总统可能需要援引 TWEA 第

5（b）条来没收和处置俄罗斯资产。回顾一下，TWEA 规定每当美国在世界上某个地方参与敌对行动时，无论距离被没收的资产多么遥远，TWEA 权力始终存在。但是，由于 TWEA 是一项如此古老的法令，并且“战争”在其文本中被突出显著地写出，由于没收资产是一个极端的制裁，拜登总统可能更希望得到国会的新立法授权。

本文原题为 “The United States Should Seize Russian Assets for Ukraine’s Reconstruction”。本文作者 Gary Clyde Hufbauer 是彼得森国际经济研究所非常驻高级研究员，1992 年至 2018 年 1 月担任研究所雷金纳德·琼斯高级研究员；Jeffrey J. Schott 于 1983 年加入彼得森国际经济研究所，现为国际贸易政策和经济制裁方面的高级研究员。本文于 2022 年 4 月 21 日首刊于彼得森国际经济研究所（PIIE）官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

历史表明未来 24 个月出现经济衰退的可能性很大

Alex Domash, Lawrence H. Summers/文 王悦人/编译

导读：随着美联储本周将利率提高 0.25 个百分点，人们对央行实现经济软着陆的可能性进行了很多讨论。虽然实现经济软着陆在历史上非常罕见，但美联储主席杰罗姆·鲍威尔在 3 月初对国会议员们表示，他认为实现软着陆“很有可能”。美联储的最新预测以及费城联邦储备银行专业预测人员调查（SPF）的一致预测都支持了这一说法：在这两项预测中，明年通胀率将降至 3% 以下，失业率仍将低于 4%。为了检验这些预测的合理性，我们利用可追溯到 1950 年代的季度数据，并基于通胀和失业率的替代指标计算出了未来 12 个月和 24 个月内经济陷入衰退的可能性。我们发现，鉴于当前近 8% 的通胀水平和低于 4% 的失业率，历史证据表明未来一两年内经济衰退发生的可能性非常大。编译如下：

随着美联储本周采取行动加息 0.25 个百分点，人们对央行实现经济软着陆的可能性进行了大量讨论。虽然实现软着陆在历史上是非常罕见的，但美联储主席杰罗姆·鲍威尔在 3 月初告诉议员们，他认为实现软着陆“很有可能”。美联储的最新预测以及费城联邦储备银行专业预测人员调查（SPF）的一致预测支持了这一说法：在这两项预测中，下一年度的通货膨胀率将降至 3% 以下，失业率仍保持在 4% 以下。

为了检验这些预测的合理性，本文回顾了上世纪 50 年代以来的季度数据，并基于通胀和失业的替代指标计算了未来 12 个月和 24 个月内经济陷入衰退的可能性。我们发现，鉴于当前近 8% 的通胀水平和低于 4% 的失业率，历史证据表明未来一两年内出现经济衰退的可能性非常大。

表 1 显示了在未来 12 个月和 24 个月内发生衰退的历史概率，其计算基于对 CPI 通胀率和失业率的同期测量。结果表明，低失业率和高通胀率显著增加了未来 12 个月和 24 个月出现衰退的可能性。从历史上看，当季度平均通货膨胀率超过 5% 时，未来两年出现经济衰退的概率就会超过 60%，而当失业率低于 4% 时，未来两年出现衰退的可能性就会接近 70%。

自 1955 年以来，从来没有出现过一个季度的平均通货膨胀率超过 4% 并且失业率低于 5%，但在未来两年内没有出现经济衰退的情况。

表 1 利用 1955-2019 年的数据，基于不同水平的 CPI 通胀和失业率计算的经济衰退的历史
概率

	季度平均通胀率 高于：	季度平均失业率 低于：	未来四个季度 经济衰退 的可能性	未来八个季度 经济衰退 的可能性	季度数	美国经济最近一次 跨过门槛是什么时候？
仅通货膨胀	3%	#N/A	27%	48%	95	Q2 2021
	4%	#N/A	37%	59%	51	Q2 2021
	5%	#N/A	45%	62%	29	Q3 2021
仅失业率	#N/A	6%	25%	47%	142	Q2 2021
	#N/A	5%	31%	57%	83	Q4 2021
	#N/A	4%	42%	69%	26	Q1 2022
通货膨胀和 失业率	3%	6%	43%	75%	53	Q2 2021
	3%	5%	54%	85%	26	Q4 2021
	3%	4%	54%	85%	13	Q1 2022
	4%	6%	59%	89%	27	Q2 2021
	4%	5%	73%	100%	11	Q4 2021
	4%	4%	57%	100%	7	Q1 2022
	5%	6%	83%	100%	12	Q3 2021
	5%	5%	100%	100%	5	Q4 2021
	5%	4%	100%	100%	3	Q1 2022

注：对未来4个季度和8个季度经济衰退概率的计算不包括美国经济已经陷入衰退的季度。经济衰退是使用基于NBER的
美国经济衰退指标来定义的，从峰值之后到低谷。使用的通货膨胀指标是所有城市消费者的居民消费价格指数。

资料来源：通过 FRED 数据库获得的美国劳工统计局数据，作者计算。

上述结果并没有反映出我们选择使用 CPI 和失业率与选择其他衡量通胀和劳动力市场紧缺的替代指标得到的预测结果之间的差异。利用我们在之前的研究工作（Domash 和 Summers，2022）中提倡的职位空缺率来衡量劳动力市场紧缺程度，其结果表明未来 12 个月和 24 个月出现经济衰退的可能性更大。类似地，使用核心个人消费（PCE）通胀率或工资通胀率而不是 CPI 通胀率，也会得出相同的结论。这些结果包含在附录的表 A.1 和 A.2 中。

一些人可能会认为，这些表格中给出的历史数据夸大了经济衰退的可能性，因为近几十年来经济周期更加趋于稳定。出于这种担忧，为了最大限度地利用可用信息，我们使用 Probit 模型，基于当前的经济状况并控制时间趋势来预测未来衰退的概率。

表 2 给出了 Probit 模型的计算结果。2022 年第一季度未来 12 个月出现经济衰退的预测概率用蓝色突出显示，并且该预测概率在我们所有的模型设定中都非常高。在我们的基准模型中，我们使用四个季度的通胀截尾均值和失业率的一个季度滞后值作为我们的主要解释变量。考虑到衰退概率随着时间的推移而下降的可能性，我们还加入了包括时间趋势（第 2 列）和表示处于 1982 年之后数年的虚拟变量（第 3 列）的设定。我们发现，一旦控制了经济状况，经济周期更稳定的趋势就不会以任何显著的方式出现。最后，我们包括了一个说明经济是否进入经济扩张阶段超过 6 个季度的虚拟变量（第 4 栏），以及同时包含时间趋势和经济扩张虚拟变量（第 5 栏）的设定。

表 2 使用 1955-2019 年数据预测未来四个季度经济衰退概率的 Probit 模型

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
因变量：未来 4 个季度衰退的预测概率	基准模型	加入时间趋势	加入 1982 年后的 虚拟变量	加入经济扩张 的虚拟变量	加入时间趋势和 经济扩张 的虚拟变量
四个季度通货膨胀 截尾均值	0.26*** (0.050)	0.25*** (0.050)	0.25*** (0.052)	0.26*** (0.050)	0.25*** (0.050)
失业率的一个季度滞后值	-0.62*** (0.10)	-0.61*** (0.10)	-0.61*** (0.11)	-0.65*** (0.12)	-0.64*** (0.12)
时间趋势		-0.0033 (0.0056)			-0.0026 (0.0058)
1982 年之后数年的虚拟变量			-0.19 (0.24)		
经济进入经济扩张超过 6 个季度 的虚拟变量				-0.24 (0.37)	-0.20 (0.38)
常量	1.49*** (0.48)	1.57*** (0.50)	1.56*** (0.49)	1.87** (0.77)	1.87** (0.76)
变量数	230	230	230	230	230
拟合度	0.28	0.29	0.29	0.29	0.29
2022 年第一季度未来 4 个季度 出现经济衰退的预测概率	67%	61%	62%	66%	62%

注：基准模型设定仅包括CPI通货膨胀的4个季度的跟踪平均值和失业率的1个季度滞后值，第二个设定（第2列）还包括时间趋势，第三个设定（第三列）包括1982年以后时间段的虚拟变量，第四个设定（第4列）包括经济是否进入经济扩张超过6个季度的虚拟变量，第五个设定（第5列）包括时间趋势和经济扩张的虚拟变量。
这些回归不包括美国经济已经陷入衰退的季度。经济衰退是使用基于NBER的美国经济衰退指标来定义的，包括从峰值之后到低谷。

资料来源：通过 FRED 数据库获得的美国劳工统计局数据，作者计算。

表 3 给出了相同的模型，但是是将未来 8 个季度衰退的预测概率作为因变量。研究结果显示，考虑到目前的通货膨胀和失业率水平，未来两年出现经济衰退的可能性非常高。我们还使用二次模型重复上述分析，并发现在未来 4 个季度和 8 个季度出现了类似的衰退预测概率。

表 3 使用 1955-2019 年数据预测未来八个季度经济衰退概率的 Probit 模型

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
因变量：未来 8 个季度衰退的预测概率	基准模型	加入时间趋势	加入 1982 年后的 虚拟变量	加入经济扩张 的虚拟变量	加入时间趋势和 经济扩张 的虚拟变量
四个季度通货膨胀 截尾均值	0.35*** (0.058)	0.36*** (0.061)	0.34*** (0.060)	0.36*** (0.059)	0.37*** (0.061)
失业率的一个季度滞后值	-0.85*** (0.11)	-0.89*** (0.12)	-0.86*** (0.11)	-0.96*** (0.13)	-0.96*** (0.13)
时间趋势		-0.014** (0.0056)			-0.011** (0.0058)
1982 年之后数年的虚拟变量			-0.46** (0.22)		
经济进入经济扩张超过 6 个季度 的虚拟变量				-0.61* (0.31)	-0.43 (0.33)
常量	3.14*** (0.51)	3.78*** (0.60)	3.46*** (0.55)	4.20*** (0.78)	4.44*** (0.81)
变量数	230	230	230	230	230
拟合度	0.39	0.41	0.40	0.40	0.41
2022 年第一季度未来 8 个季度 出现经济衰退的预测概率	95%	89%	92%	96%	91%

注：基准模型设定仅包括 CPI 通货膨胀的 4 个季度的跟踪平均值和失业率的 1 个季度滞后值，第二个设定（第 2 列）还包括时间趋势，第三个设定（第 3 列）包括 1982 年以后时间段的虚拟变量，第四个设定（第 4 列）包括经济是否进入经济扩张超过 6 个季度的虚拟变量，第五个设定（第 5 列）包括时间趋势和经济扩张的虚拟变量。
这些回归不包括美国经济已经陷入衰退的季度。经济衰退是使用基于 NBER 的美国经济衰退指标来定义的，包括从峰值之后到低谷。

资料来源：通过 FRED 数据库获得的美国劳工统计局数据，作者计算。

下面的表 4 总结了在 5 个模型设定下未来 12 个月和 24 个月内发生经济衰退的预测概率。结果表明，未来几年出现衰退的可能性很高，而且这一结果在我们所有模型设定中都是稳健的。此外，调查结果并没有反映出我们选择使用 CPI 作为通货膨胀指标或失业率作为宽松指标与选择其他替代指标所得预测结果的不同之处。使用工资通胀而不是 CPI，会导致对发生经济衰退的预测概率升高，而使用核心个人消费（PCE）通胀率也会得到类似的预测结果。用职业空缺率（我们认为这是一个更好的宽松指标）取代失业率，也会导致对未来几年出现经济衰退的预测概率升高。

表 4 未来 12 个月和 24 个月发生经济衰退的预测概率汇总表

使用的模型	仅有通货膨胀率 和失业率	加入时间趋势	加入 1982 年后的 虚拟变量	加入经济扩张 的虚拟变量	加入时间趋势和 经济扩张 的虚拟变量
未来四个季度经济衰退 的预测概率	67%	61%	62%	66%	62%
未来八个季度经济衰退 的预测概率	95%	89%	92%	96%	91%

注：所有回归都使用 probit 模型，并包括 1955 年至 2019 年之间的所有非衰退季度。预测概率是在 2022 年第一季度利用 CPI 通胀的 4 个季度截尾均值和失业率的一个季度滞后值计算得出的。第二个设定（第 2 列）还包括时间趋势，第三个设定（第 3 列）包括 1982 年以后时间段的虚拟变量，第四个设定（第 4 列）包括经济是否进入经济扩张超过 6 个季度的虚拟变量，第五个设定（第 5 列）包括时间趋势和经济扩张的虚拟变量。
这些回归不包括美国经济已经陷入衰退的季度。经济衰退是使用基于 NBER 的美国经济衰退指标来定义的，包括从峰值期到低谷期。

资料来源：通过 FRED 数据库获得的美国劳工统计局数据，作者计算。

总而言之，我们在本报告中提出的证据表明，在一个快速增长的通胀经济中，实现经济软着陆是一件非常困难的事情。可以说，美联储唯一一次成功实现软着陆是在 1994-1995 年，当时美联储将利率提高了一倍至 6%，并能够在不引发衰退的情况下减缓经济增长。

但随着通胀率接近 8%，失业率低于 4%，美联储如今远远没有跟上形势，现在必须迎头赶上，来试图控制物价上涨。历史证据表明，当通货膨胀率像今天一样高并且失业率也如今天一样低时，未来一两年出现衰退的可能性就会非常高。此外，这些证据都不能解释最近与乌克兰战争有关的供应冲击，这只会进一步增加经济衰退的可能性。因此，我们认为美联储实现经济软着陆的可能性很低。

附录

表 A.1 使用 1960-2019 年的数据，基于不同水平的核心个人消费通胀率（PCE）和失业率计算的经济衰退的历史概率

	季度平均通胀率 高于：	季度平均失业率 低于：	未来四个季度 经济衰退 的可能性	未来八个季度 经济衰退 的可能性	季度数	美国经济最近一次 跨过门槛是什么时候
仅通胀率	3%	#N/A	23%	43%	77	Q2 2021
	4%	#N/A	26%	49%	47	Q4 2021
	5%	#N/A	26%	41%	27	Q1 2022
仅失业率	#N/A	6%	23%	42%	128	Q2 2021
	#N/A	5%	29%	54%	65	Q4 2021
	#N/A	4%	40%	68%	25	Q1 2022
通胀率和 失业率	3%	6%	42%	75%	36	Q2 2021
	3%	5%	43%	71%	14	Q4 2021
	3%	4%	33%	66%	12	Q1 2022
	4%	6%	45%	85%	20	Q4 2021
	4%	5%	63%	100%	8	Q4 2021
	4%	4%	57%	100%	7	Q1 2022
	5%	6%	57%	71%	7	Q1 2022
	5%	5%	#N/A	#N/A	0	Q1 2022
	5%	4%	#N/A	#N/A	0	Q1 2022

注：对未来4个季度和8个季度经济衰退概率的计算不包括美国经济已经陷入衰退的季度。经济衰退是使用基于NBER的美国经济衰退指标来定义的，从峰值之后到低谷。使用的通货膨胀衡量标准是不包括食品和能源的个人消费支出。

资料来源：通过 FRED 数据库获得的劳工统计局和圣路易斯联邦储备银行的相关数据，作者计算。

表 A.2 使用 1965-2019 年的数据，基于不同水平的工资通胀和失业率计算得出的经济衰退的历史概率

	季度平均通胀率 高于：	季度平均失业率 低于：	未来四个季度 经济衰退 的可能性	未来八个季度 经济衰退 的可能性	季度数	美国经济最近一次 跨过门槛是什么时候
仅通胀率	3%	#N/A	28%	51%	110	Q3 2021
	4%	#N/A	33%	55%	67	Q3 2021
	5%	#N/A	37%	66%	41	Q3 2021
仅失业率	#N/A	6%	24%	46%	115	Q2 2021
	#N/A	5%	30%	55%	64	Q4 2021
	#N/A	4%	40%	68%	25	Q1 2022
通胀率和 失业率	3%	6%	35%	63%	80	Q3 2021
	3%	5%	37%	63%	51	Q4 2021
	3%	4%	44%	65%	23	Q1 2022
	4%	6%	43%	70%	44	Q3 2021
	4%	5%	41%	62%	29	Q4 2021
	4%	4%	33%	60%	15	Q1 2022
	5%	6%	52%	91%	23	Q3 2021
	5%	5%	64%	100%	11	Q4 2021
	5%	4%	50%	100%	8	Q1 2022

注：对未来4个季度和8个季度经济衰退概率的计算不包括美国经济已经陷入衰退的季度。经济衰退是使用基于NBER的美国经济衰退指标来定义的，从峰值之后到低谷。使用的通货膨胀衡量标准是不包括食品和能源的个人消费支出。

资料来源：通过 FRED 数据库获得的劳工统计局和圣路易斯联邦储备银行的相关数据，作者计算。

本文原题为“History Suggests a High Chance of Recession over the Next 24 Months”。本文作者是 Alex Domash, Lawrence H. Summers。Alex Domash 是哈佛肯尼迪学院 Mossavar-Rahmani 商业与政府中心的研究助理。Lawrence H. Summers 是哈佛大学名誉校长，他在比尔·克林顿时期担任第 71 任美国财政部部长并在奥巴马时期担任美国国家经济会议（National Economic Council, NEC）主席。本文是 2022 年 3 月发表在哈佛大学肯尼迪学院 Mossavar-Rahmani 商业与政府中心上的研究文章。[单击此处可以访问原文链接。](#)

美国历次经济大衰退：原因与持续时间

Kimberly Amadeo/文 刘铮/编译

导读：美国经济衰退的历史表明，尽管过程很痛苦，但这是商业周期天然的一部分。在美国历史上，有 19 次值得关注的衰退。本文梳理了历次衰退的原因、持续时间、GDP 和失业率。编译如下：

美国经济衰退的历史表明，尽管过程很痛苦，但这是商业周期天然的一部分。国家经济研究局确定衰退何时开始和结束。

经济分析局（BEA）计算国内生产总值（GDP）——该指标用于定义衰退。劳工统计局报告失业率。失业率是一个滞后的经济指标，通常在衰退结束后达到顶峰。大多数雇主等到他们确定经济重新恢复后，才会雇用正式员工。

在美国历史上，有 19 次值得关注的衰退。

1、早期的重大衰退

这四次早期衰退的标志是联邦政府几乎无法阻止。衰退的严重性和不可预测性使政府开始重视中央银行建设。

- **1893 年：**雷丁铁路公司倒闭，进而导致其他铁路公司倒闭和股市崩盘。银行暂停现金支付，导致现金囤积和银行倒闭。
- **1873 年：**国家铁路系统的建设引发投机，导致美国最大的银行倒闭。此次衰退一直持续到 1879 年。
- **1857 年：**俄亥俄人寿保险信托公司纽约分公司挪用公款事件引发恐慌。当一艘载有黄金前往纽约的船沉没时，投资者对纸币失去了信心。企业无法支付工资，商业陷入停顿。
- **1797 年：**1797 年恐慌源于土地投机。美国第一银行和美国财政部长亚历山大·汉密尔顿增加货币供应量，导致了繁荣和萧条。

2、20 世纪的经济衰退

20 世纪有 12 次衰退。从技术上讲，大萧条是连续两次极严重的衰退。

- **1907 年：**“1907 年恐慌”从 1907 年 5 月持续到 1908 年 6 月。它是由投机者的损失蔓延到信托公司造成的。信托公司的经营行为与银行类似，但储备金较低。国会创建了联邦储备系统以防止崩溃。
- **1929-1938 年（大萧条）：**美国历史上最大的经济危机是两次密切相关的衰退。第一次衰退从 1929 年 8 月持续到 1933 年 3 月，其中 1932 年收缩了创纪录的 12.9%。第二次衰退从 1937 年 5 月持续到 1938 年 6 月。失业率在 1933 年达到 24.9%，并一直保持在两位数，直到二战开始。

几个因素共同导致了大萧条。美联储在 1928 年春季加息，并在经济衰退期间继续加息。1929 年的股市崩盘摧毁了企业和居民储蓄。中西部长达 10 年的干旱造成了摧毁农民的沙尘暴。

新政结束了第一次衰退，推动经济增长 10.8%。干旱结束后，第二次经济衰退结束，政府为二战增加了开支。

年份	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938	1939
增长率	-8.5%	-6.4%	-12.9%	-1.2%	10.8%	8.9%	12.9%	5.1%	-3.3%	8.0%
失业率	8.7%	15.9%	23.6%	24.9%	21.7%	20.1%	16.9%	14.3%	19.0%	17.2%

- **1945:** 这次衰退持续了八个月（2 月到 10 月）。这是二战复苏的自然结果。
- **1949:** 这场为期 11 个月的衰退始于 1948 年 11 月，一直持续到 1949 年 10 月（失业率达到 7.9% 的峰值）。此次衰退是由于美联储加息过快造成的。

GDP 增长	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
1949	-5.4%	-1.4%	4.2%	-3.3%

- **1953:** 衰退持续了 10 个月，从 1953 年 7 月到 1954 年 5 月。此次衰退是朝鲜战争后收紧货币政策导致的。直到 1954 年 9 月，也就是经济衰退结束四个月，失业率才达到 6.1% 的峰值。1953 年第三季度，GDP 收缩 2.2%，第四季度收缩 5.9%。1954 年第一季度收缩 1.9%。
- **1957:** 衰退从 1957 年 8 月持续到 1958 年 4 月。GDP 在 1957 年第四季度下降了 4.1%，然后在 1958 年第一季度收缩了 10.0%。失业率在 1958 年 7 月才达到 7.5% 的峰值。美联储的紧缩货币政策导致了经济放缓。
- **1960:** 这场衰退持续了 10 个月，从 1960 年 4 月开始，直到 1961 年 2 月结束。1960 年第二季度 GDP 下降 2.1%，第三季度增长 2.0%，但第四季度再次下降 5.0%。失业率在 1961 年 5 月达到 7.1% 的峰值。

注意：约翰·肯尼迪总统以刺激性支出结束了 1960 年的经济衰退。他的对手理查德·尼克松认为经济衰退让他在选举中付出了代价。

- **1970:** 这次衰退相对温和，持续了 11 个月——从 1969 年 12 月到 1970 年 11 月。失业率在 1970 年 12 月达到 6.1% 的峰值。经济在 1969 年第四季度收缩了 1.9%，在 1970 年第一季度收缩了 0.6%，在 1970 年第二季度增长了 0.6%，第三季度增长了 3.7%，但在第四季度下降了 4.2%。1971 年第一季度经济复苏，增长 11.3%。
- **1973-75:** 这场衰退持续了 16 个月，从 1973 年 11 月到 1975 年 3 月。欧佩克的石油禁运使油价翻了两番，但理查德·尼克松总统采取的政策行动也助长了衰退。

首先，尼克松实行工资-价格控制政策。这些政策将价格保持在过高水平，从而减少了需求。工资控制使工资过高，迫使企业裁员。其次，尼克松让美国脱离金本位制，以应对诺克斯堡的黄金挤兑，这导致了通货膨胀。黄金价格飙升，而美元价值暴跌。

结果是滞胀和五个季度的 GDP 负增长：1973 年第三季度 GDP 增速为-2.1%，1974 年第一季度为-3.4%，第三季度为-3.7%，第四季度为-1.5%，

1975 年第一季度为-4.8%。1975 年 5 月，也就是经济衰退结束两个月后，失业率达到了 9.0%的峰值。

- **1980-82:** 在此期间，经济遭受了两次衰退打击。第一次在 1980 年的前六个月。第二次持续了 16 个月，从 1981 年 7 月到 1982 年 11 月。此次衰退的原因是美联储通过提高利率来对抗通胀。这减少了企业支出。伊朗石油禁运减少了美国石油供应，推高了价格，也使经济形势恶化。12 个季度中，有 6 个季度 GDP 为负。最糟糕的是 1980 年第二季度，为-8.0%。失业率在 1982 年 11 月和 12 月升至 10.8%，且连续 10 个月高于 10%。

GDP 增长	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
1980	1.3%	-8.0%	-0.5%	7.7%
1981	8.1%	-2.9%	4.9%	-4.3%
1982	-6.1%	1.8%	-1.5%	0.2%

- **1990-91** 这场衰退持续了九个月，从 1990 年 7 月到 1991 年 3 月。它是由 1989 年的储蓄和贷款危机、高利率以及伊拉克入侵科威特造成的。1990 年第四季度 GDP 增速为-3.6%，1991 年第一季度为-1.9%。失业率在 1992 年 6 月达到 7.8%的峰值。

注意：事后看来，经济衰退更容易追踪。经济分析局（BEA）在每个季度初对 GDP 进行初步预测，然后在收到新数据时修正其 GDP 估计，这一过程通常在 7 月进行。一旦衰退已经开始，就很难纠正它。

3、21 世纪的经济衰退

21 世纪的第一个十年经历了三次衰退。每一个都比之前的更糟糕，但原因各不相同。

- **2001 年:** 2001 年的经济衰退持续了八个月（3 月-11 月）。它是由互联网业务的繁荣和随后的萧条引起的。千年虫（Y2K）恐慌部分造成了 2000 年的繁荣。公司购买了价值数十亿美元的新软件，因为他们担心 19 世纪末的旧系统在 20 世纪将无法使用。许多互联网公司被严重高估并失败了。9-11 袭击加剧了经济衰退。经济在两个季度收缩：第一季度收缩 1.3%，第三季度收缩 1.6%。失业率持续上升，2003 年 6 月达到 6.3%的峰值。
- **2008-2009 年:** 大衰退（The Great Recession）从 2007 年 12 月持续到 2009 年 6 月，是自大萧条以来持续时间最长的一次收缩。2007 年，次贷危机引发了一场全球银行信贷危机。到 2008 年，危机通过衍生品的广泛使用蔓延到整个经济。2008 年，GDP 连续三个季度萎缩，其中第四季度下降了 8.5%。失业率在 2009 年 10 月上升到 10%，滞后于经济衰退。得益于美国复苏和再投资法案，经济衰退于 2009 年第三季度结束（GDP 转为正数）。

GDP 增长	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
2008	-1.6	2.3	-2.1	-8.5
2009	-4.6	-0.7	1.5	4.3

- **2020 年经济衰退:** 2020 年的经济衰退是自大萧条以来最严重的一次。美国经济继上一季度下降 5.1%后，第二季度创纪录地收缩 31.2%。

2020 年 4 月，美国经济失去了惊人的 2050 万个工作岗位，失业率飙升至 14.7%，随后一直保持在两位数直到 8 月。疫情影响的不确定性还导致 2020 年股市崩盘。

美联储将联邦基金利率降至 0%，并承诺将维持到 2023 年。国会发放了数十亿美元援助。尽管经济在第三个季度增长了 33.8%，但仍不足以弥补早前的损失。

4、常见问题（FAQ）

- 美国经济衰退发生频率如何？

2007 年之前，衰退的平局持续时间约为 11 个月。大衰退持续了 18 个月。2020 年的经济衰退仅持续了两个月——有记录以来最短。

- 经济衰退（**recession**）和萧条（**depression**）有什么区别？

经济萧条比衰退持续时间更长，对经济造成的损害更大。大萧条持续时间长达数年，而衰退通常以月为单位。

本文原题为“History of Recessions in the United States——Causes, Length, GDP, and Unemployment Rates for Every U.S. Recession”。本文作者 Kimberly Amadeo 是美国和世界经济和投资专家，World Money Watch 网站总裁。本文于 2022 年 4 月刊于 the balance 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

科技巨头的银行与监管反应

Raihan Zamil and Aidan Lawson/文 母雅瑞/编译

导读：科技公司是否应该被允许拥有银行？这个问题似乎是一个更广泛讨论的一部分，即非金融公司是否可以与银行关联。本专栏探讨了允许科技公司经营持牌银行的优点，并概述了它们在七个司法管辖区的状况和所处的监管环境。我们还提出了一些政策选择，从而帮助降低这些公司所感知到的风险，因为一些银行业的权威人士可能希望科技公司扩大它们的融资渠道，以及帮助提高消费者的收益。编译如下：

过去的 10 年里，金融科技公司和大型科技公司开始在银行系统之外提供金融服务，其中几家最近获得了在亚洲、欧洲和美国经营银行的批准。这些发展受到例如移动设备的普及等长期趋势的支持，同时也受到了新冠疫情的推动。

科技公司属于寻求银行牌照的“非金融公司”范畴。在一些司法管辖区，银行业的当局传统上会限制某些非金融公司（如大型商业和工业企业）拥有一家银行。出于对潜在利益冲突、竞争问题、风险传播和系统性风险的审慎考虑，以及对集团进行广泛监督的能力，他们不鼓励此类从属关系（Acharya and Rajan 2020, Blair 2004, Wilmarth 2020）。

为什么一些审慎的监管机构会允许这些新类别的非金融公司——包括大型科技公司和金融科技公司——拥有银行？目前科技公司正在积极地寻求银行执照，这种背景与银行和大公司之间从属关系的监管担忧是否相关？银行业当局可以采取什么审慎的保障措施，以尽量减少可观测的风险，同时不损害科技公司的进入可能给社会带来的潜在好处？在最近的一篇论文（Zamil and Lawson, 2022）中，我们深入探讨了这些问题，并将这一讨论作为一个长期争论的一部分，即是否允许银行和商业企业在现代的数字环境中混合。

科技银行的收益和风险

与传统的非金融公司相比，科技公司通常更有能力实现一些当局提出的促进包容和竞争的政策目标。移动设备的普及，以及它们对先进技术和用户友好应用的部署，可以使科技公司接触到更广泛的一些未得到充分服务的消费者，并以更低的成本更高效地开展银行业务的各个方面。科技公司在评估消费者数据方面也可能有更多的渠道和更强的能力（Feyen et al., 2021）。这可能有助于评估借款人的信用等级，从而提供更好的产品来提高消费者的收益。

然而，一些科技公司可能会在以下五个风险维度上构成与传统非金融公司类似的风险。

- 利益冲突：银行可能被迫以更优惠的条件与科技公司的母公司或同一母公司控制的附属非金融企业进行交易，这可能会削弱银行的实力。

- **竞争：**大型非金融公司可能会利用其现有的客户基础、金融资源和市场力量来补贴其银行活动并获得市场份额，这可能会削弱正常的竞争。

- **风险蔓延和系统性风险：**非金融公司和银行之间的关系可能是这样的，一方的金融危机可能会导致另一方的危机，且有可能产生从金融部门到实体经济的溢出效应，或者反过来。

- **综合监管：**非金融公司拥有的银行可能是拥有多个子公司和附属机构的大型企业集团的一部分，这可能会给监管机构实施对全集团的监管带来挑战。

- **母公司支持：**在授权期间，监管机构需要考虑母公司向银行提供财务支持的能力。与商业非金融公司类似，科技公司的财务能力各不相同，有几家公司在扩大其数字影响力的同时，出现了持续的净亏损。

评估科技公司风险状况的框架

为了确定各类公司它们的风险特征，并帮助提供一些政策选择，我们将从事金融活动的科技公司分为三组，并根据五个风险因素将它们与商业和工业非金融机构进行比较（见表1）：

- “独立的金融科技公司”是指金融活动完全或主要通过其银行实体进行的公司。

- “多元化的金融科技公司”是指通过各种渠道从事更广泛金融服务的公司，包括母公司实体、其银行子公司和其他非银行子公司、合资企业和附属公司。

- “大型科技公司”是指在社交媒体、互联网搜索、软件、在线零售和电信等领域拥有核心非金融业务的公司，它们还将金融服务作为第二业务线（Financial Stability Board 2020）。

表 1 非金融公司和银行所有权——潜在风险

	Conflicts of interest	Competition	Contagion & systemic risk	Impediments to consolidated supervision	Parent company support
Stand-alone fintechs	Low Risk	Low Risk	Low Risk	Low Risk	High Risk
Diversified fintechs	Moderate Risk	Low to Moderate Risk	Moderate Risk	Moderate Risk	Moderate to High Risk
Big Techs	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	Low Risk
Commercial and industrial firms	High Risk	High Risk	High Risk	High Risk	

在科技公司中，大型科技公司的风险最高，其次是大型、多元化的金融科技公司（Carstens et al., 2021; Crisanto et al., 2021a）。这一评估是基于它们的组织结构的相对复杂性、金融和非金融业务的规模、专属用户网络的规模、数

据的丰富性和财务资源（这些因素合起来可能与内部银行产生复杂的联系）。这些属性会突出前四个风险维度的潜在监管问题。然而，与其他科技公司相比，大型科技公司有更大的市场空间，这使它们在为其银行实体提供金融支持方面具有更大的灵活性。

科技银行的监管环境

银行监管者主要以巴塞尔银行监管委员会发布的一套核心原则为指导，为银行的监管提供标准（Basel Committee on Banking Supervision 2012）。其中一项原则概述了银行的许可要求，要求监管机构规定最低资本水平，并评估申请人的所有权结构、治理、大股东和母公司提供财务支持的能力等问题。尽管银行监管者们的原则相似，但当局对技术所有的银行申请人适用不同的许可制度（见表 2）。

表 2 监管授权、许可制度和监管立场

	Supervisory mandate(s)	Licensing regime for tech-owned banks	Relative openness to tech-owned banks
Asian authorities⁴	Safety and soundness (S&S), financial inclusion, innovation	Digital bank license	Positive stance
European Union (EU)⁵	S&S	Same as all bank applicants	Neutral stance
United Kingdom (UK)	S&S, competition	Same as all bank applicants, but rules streamlined in 2016 to promote new entrants	Positive stance
United States (US)	Mainly S&S	Tech firms that engage in non-financial activities: ILC charter	Cautious stance
		Tech firms that engage in only financial activities: same as all bank applicants or ILC charter	Neutral stance

要求金融包容性、技术创新或竞争的当局似乎更倾向于向拥有技术的银行发放许可证。在这些司法管辖区中，一些已经开发了数字银行许可证（不同的亚洲司法管辖区），而其他则简化了他们的一般银行许可证流程以促进竞争（如英国）。在授权更狭隘地集中于“安全和稳健性”的司法管辖区，它们往往在政策上持中立态度（如欧盟），或在为科技银行发放许可证方面更为谨慎（如美国）。欧盟监管机构利用其现有的银行许可程序来评估拥有技术的申请人。在美国，只从事金融活动的金融科技公司可以申请传统的银行执照，但从事任何非金融活动的科技公司（如大型科技公司）必须获得“工业贷款公司”（ILC）执照。

表 3 提供了在选定司法管辖区拥有已批准或待审批银行许可证的科技公司的快照。

表 3 拥有已批准或待批银行执照的科技公司——所有权和主要业务线

	Bank	Parent (BT/DFT/SFT) ①②		Parent main lines of business
China③	MyBank	Ant Group	DFT	E-commerce/online retail
	WeBank	Tencent	BT	Tech/gaming and messaging
	XW Bank	Xiaomi	BT	Electronics/Communications
	Suning Bank	Suning.com	BT	E-commerce/online retail
	AiBank	CITIC/Baidu	BT	Internet search/advertising
	Jilin Yillion Bank	Meituan	BT	Food delivery, e-commerce/online retail
Hong Kong SAR④	Kincheng Bank	360 DigiTech	DFT	Digital consumer lending, loan facilitation
	Airstar Bank	Xiaomi	BT	Electronics/Communications
	Fusion Bank	Tencent	BT	Tech/gaming and messaging
	Ant Bank	Ant Group	DFT	E-commerce/online retail
	PAOBank	OneConnect	DFT	Cloud services, B2B solutions
Korea⑤	WeLab Bank	WeLab Holdings	DFT	Digital consumer lending, B2B solutions
	Kakao Bank	Kakao Corp	BT	Social media, information technology
	K Bank	KT Corp	BT	Telecommunications
	Toss Bank	Toss	DFT	Finance super app, payments, banking, insurance, investing
Singapore⑥	GXS Bank	Grab/Singtel	BT	Transportation & Communications
	TBD (not yet operational)	Sea Group	BT	E-commerce, gaming
	TBD (not yet operational)	Ant Group	DFT	E-commerce/online retail
EU	Net-m Privatbank 1891 AG	NTT Docomo	BT	Mobile Communications
	Rakuten Europe Bank S.A.	Rakuten	BT	E-commerce/online retail
	N26 Bank GmbH	N26, Inc.	DFT	Payments, IT and communications
	Revolut Bank UAB	Revolut	DFT	Payments, crypto, consumer loans
	Klarna Bank AB	Klarna Holding AB	DFT	Payments solutions for e-commerce firms
	PayPal (Europe) S.à r.l.et Cie,S.C.A.	PayPal Holdings	DFT	Payments, payments solutions for businesses
	Murmur Financial	Starling Bank	SFT	Banking
	TBD	Revolut	DFT	Payments, crypto, consumer loans
UK	TBD	PayPal Holdings	DFT	Digital payments, payments solutions
	Tandem Bank	Tandem Money	SFT	Banking
	Atom Bank		SFT	Banking
	Monzo Bank		SFT	Banking
	Cashplus		SFT	Banking
	Starling Bank		SFT	Banking
	Metro Bank PLC		SFT	Banking
	Chetwood Financial		SFT	Banking
US	Rakuten Bank America	Rakuten	BT	E-commerce/online retail
	TBD	Revolut	DFT	Payments, crypto, consumer loans
	Square Financial Services	Square, Inc.	DFT	Digital payments, business lending, payments solutions
	Mid-Central Savings Bank	Jiko Group, Inc.	DFT	Investment services
	Golden Pacific Bancorp	SoFi, Inc.	DFT	Personal finance, consumer lending, crypto
	LendingClub Bank	LendingClub	DFT	Consumer loans, securitization,
	NelNet Bank	Nelnet, Inc.	DFT	Student loan servicing and management
	Varo Bank, NA		SFT	Banking

可以说，美国的许可要求最为苛刻，而相对“技术友好”的亚洲当局，则旨在根据这些新进入者的结构和商业模式调整自己的许可要求。在各种数量和质量要求中，有一些规定值得注意：

- 旨在降低系统性风险的措施：所有司法管辖区都要求科技公司拥有的银行制定破产退出计划，而一些地区则对它们提出了更高的资本本金要求。美国禁止 ILC 特许银行与这家科技公司的母公司或其关联公司签订任何服务材料的合同。

- 综合监管：中国和中国香港要求拥有科技公司的母公司符合特定标准，将集团内的所有金融实体整合为一家金融控股公司，从而加强对整个集团的监管。

● 禁止董事会和高管人员的重叠：美国禁止母公司在 ILC 银行的董事会中占据多数席位，同时限制 ILC 银行聘用过去 3 年与科技母公司有关联的高管。这些措施，加上管理银行与其关联方之间交易的全面规则，可能有助于最大限度地减少利益冲突。

● 竞争：中国禁止拥有银行分支机构的大型科技公司滥用其市场力量或技术优势。根据韩国的规定，在过去 5 年里，任何违反反垄断规定的企业都不得拥有银行 10% 以上的股份。没有其他司法管辖区在其许可框架中有明确的与竞争相关的规定，但这些管辖区正在努力识别“主导”公司，并通过实施要求来解决竞争问题（Crisanto et al., 2021b）。

● 母公司的支持：虽然所有司法管辖区都会评估科技母公司对其银行子公司的财务支持能力，但只有少数司法管辖区要求母公司提供切实际的支持证据。中国要求科技母公司至少连续两年盈利，而美国则要求科技母公司和其主要股东通过抵押资产或获得信贷额度来证明对子公司的支持。

结论

科技公司进入银行系统可能会推进各种公共政策目标的实现，但它也带来了新的风险，且放大了旧的风险。新的风险——尤其是对大型科技公司和多元化金融科技公司而言——源自它们可扩展的商业模式，这种模式的前提是从它们庞大的专属用户群中提取数据，而这些数据可以在它们进入银行业时被加以利用。当银行与大型非金融公司有关联时，这些特点可能会加剧传统金融风险的担忧。此外，几家科技公司仍然没有盈利，这让人怀疑它们是否有能力支持自己的内部银行。

尽管当局实施了各种定性和定量的许可要求，但它们并不总是针对科技公司的风险特征。在大多数司法管辖区，当局旨在遵循“相同活动、相同风险、相同监管”的原则。然而，某些科技公司进行的相同的银行活动不一定会导致相同的风险（Restoy 2021）。这些发展要求当局在科技公司之间制定差异化的许可规则。

美国说唱歌手和音乐制作人 will.i.am 曾经说过：“杂志和网站是人们对嘻哈文化的看法的信息传递者，但它们实际上限制了嘻哈文化的发展。”科技公司进入银行业为监管当局提供了一个独特的机会，来掌控全球银行业的格局。但它们面临的挑战是，需要在制定与科技公司固有风险特征相称的银行许可要求和制定过于繁琐的规则以保护现有企业免受良性竞争的影响之间取得平衡，这是因为良性竞争可能会阻碍提供金融服务方面的技术创新。

本文原题为“Digital Giants At The Gate: Tech Ownership Of Banks And The Regulatory Response”。本文于 2022 年 5 月 3 日发布在 VoxEU 网站的经济政策研究中心模块上。本文作者是 Raihan Zamil 和 Aidan Lawson，前者是国际清算银行金融稳定研究所的高级顾问，后者是国际清算银行金融稳定研究所的前研究员。[单击此处可以访问原文链接。](#)

公共支持与碳税：来自法国的经验

Thomas Douenne, Adrien Fabre /文 熊春婷/编译

导读：虽然许多经济学家支持碳税，但公众普遍都反对这一气候政策。本文研究了一组对法国 3000 位公民所做的调查数据，结果表明公众反对碳税是因为人们对碳税普遍持悲观看法。即使碳税政策极具进步性——政府将税收收入重新分配给家庭，大多数人也认为他们和低收入家庭会吃亏，而且他们认为碳税政策不能有效地减少排放。公共投资和标准有助于促进人们支持气候政策。编译如下：

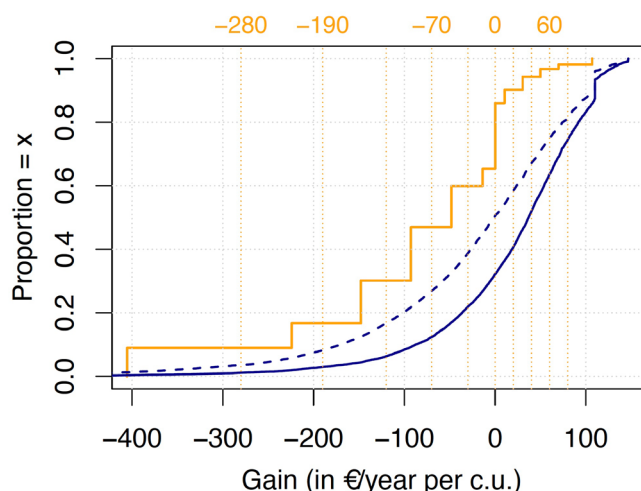
虽然 5000 名经济学家呼吁在美国和欧洲快速发展碳税，但公众普遍都反对这一气候政策（Carattini, Klenert, Hepburn ; 2018 年）。在法国，在“黄色背心”的抗议之后，政府放弃了其雄心勃勃的碳税计划。

为什么公民经常反对碳税？有两种常见的解释：一是由于缺乏利他主义，公民拒绝承担因缓解气候变化所带来的全部成本，二是他们不同意这些成本的分配方式。在一篇新论文（Douenne 和 Fabre 2022）中，我们认为还有第三种解释——即使人们预计会从碳税中受益，但他们对碳税政策效果持有的悲观看法会导致他们持反对意见。人们可从碳税中受益并不只是直觉。事实上，碳税本身通常是递减的，因为贫困家庭在污染产品上的支出占收入比更大。然而，由于他们在这些商品上的支出在绝对值上低于富裕家庭，因此将税收收入进行统一转移即可（一项被称为碳税和股息的政策），以此设计一项累进政策，并让大多数人过上更好的生活（Pizer 和 Sexton 2019 年、Douenne 2020 年、Paoli 和 van der Ploeg 2021 年）。

持有悲观的信念和公众对碳税的支持

本文评估了“黄背心运动”期间法国对碳税和股息的态度。我们在 2019 年 2 月/3 月创建了一项调查，共采访了 3000 多名法国民众。我们向受访者介绍这项预算中性的针对二氧化碳收取 50 欧元/吨的碳税和股息政策，同时告诉他们这一政策对能源价格的影响（例如每升汽油+0.11 欧元）以及每个家庭将获得的收入转移（每个成年人每年 110 欧元）。调查结果显示大部分人反对这项改革，只有 10%的受访者赞成，70%的人不接受。与“黄背心运动”前后的数据相比，这一拒绝水平非常高。“黄背心运动”前后的数据显示，约有一半的人口接受了未指明的碳排放税（ADEME, 2020）的增加。因此，我们的调查得出的第一个结论是，公众舆论可能非常不稳定，对当代事件的反应非常强烈。。

图 1 源自税收和股息净收益的客观（深蓝色）与主观（橙色）CDF



注：蓝色虚线代表完全非弹性支出情况下的客观收益分布。垂直的橙色虚线显示了主观收益的区间范围。

接下来本文展示了人们对政策持悲观态度。我们使用家庭预算调查数据进行估计，约 70% 的家庭将从该政策中受益（见图 1 中的蓝色实线）。在调查实验中，我们要求受访者预估他们将从改革中得到的收益或损失（我们分步骤进行，单独询问该政策对他们取暖和运输支出的影响）。只有 14% 的人认为他们将从改革中受益。仅仅是忽略价格弹性不能解释这种悲观情绪，因为受访者在另一个问题中正确地估计了价格弹性，如果受访者假设他们的支出是无弹性的，那么预期的净收益和实际净收益之间的差距仍然会很大。同样，受访者对该政策的分配结果和对环境的影响也持悲观态度。只有 20% 的人认为该政策将惠及贫困家庭，17% 的人认为该政策将有效减少污染和应对气候变化。

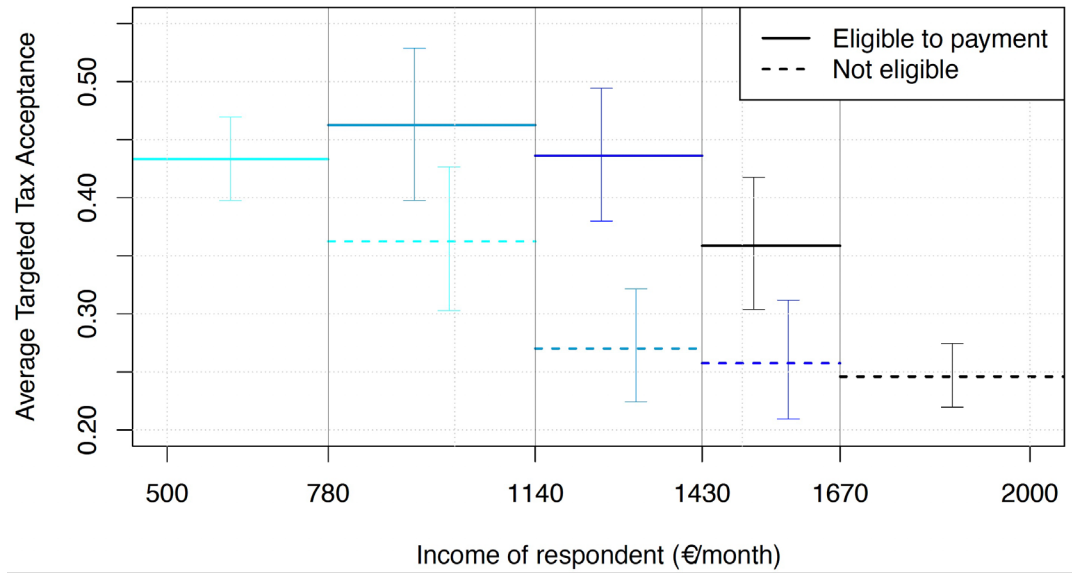
我们还发现，反对政策的人越多，他们就越悲观，而且信念和反对之间呈双向因果关系。一方面，当提供有关政策的新信息时，人们总是忽略积极的消息，看到消极的消息。这种现象在最初反对该政策或支持“黄背心运动”的人群中更为强烈，这与通过动机推理内生形成的信念是一致的。换句话说，人们越不喜欢这项政策，他们就越容易忽略有关它的积极信息。另一方面，我们的调查设计表明，信念也能决定人们支持政策与否。当人们确信自己会在经济上获益时，支持该政策的可能性提高了 50%。同样，当人们确信该政策将有效减少排放时，支持该政策的可能性会提高 40%。

为了获得因果效应，实验通过随机提供（或不提供）关于碳税有效性的科学共识的信息，可以对环境有效性的信念进行检验。我们通过两个独立的设计来检验关于个人收益的信念，这两个设计都会导致非常相似的结果。我们的首选设计使用了主要政策的变体，股息针对收入位于最底层的 20%、30%、40%

或 50% 的人群。每个受访者被随机分配一个变量，他要么有资格获得股息，要么没有资格获得股息。例如，第 35 号受访者。

收入分配的百分位有同等的机会被分配到针对底层 40%（他有资格）或 30%（不符合资格）的改革。这种随机分配产生了一种信念的外生变化，即对税收和目标股息的输赢的信念。在可信的假设下，控制收入和其他变量，资格仅通过对自身收益的信念影响接受度，我们的模糊回归不连续设计正确地识别了一个人在接受改革时失败的信念的因果效应。图 2 显示，对于有资格获得股息的人来说，对给定变量的接受度确实更高，即在收入资格阈值的左侧。

图 2 接受以收入为函数的税收和目标股息（因此有资格获得股息）以及变量的目标（每种变量一种颜色）



注：例如，在针对最低层 20% 的人群进行改革的过程中，符合红利条件的人群政策接受率为 43%，而不符合红利条件的接受率为 36%。

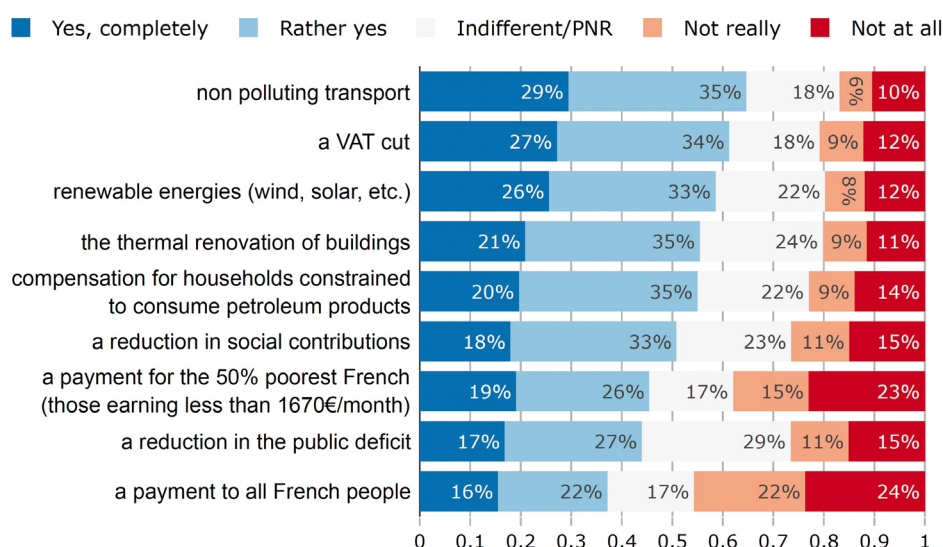
前文的分析结果可以解释围绕碳税提案的反对意见是如何逐步形成的。如果观点塑造信念，信念反过来又决定观点，那么人们对过去（不公平的）改革的悲观情绪可能会导致他们反对新的（公平的）政策。

雄心勃勃的气候政策议程

正如我们在一篇使用相同调查数据的配套论文（Douenne 和 Fabre 2020）所述，虽然许多法国人反对征收带有红利的碳税，但绝大多数人担心气候变化，并支持其他政策。本文的主要观点是，人们支持能带来共同利益（如减少空气污染）的措施，更喜欢规范或补贴而不是税收，并大力支持公共投资。针对这一偏好，一个自然解释是，人们倾向于成本最不显著的政策，尽管这些政策的成本效益可能较低（Levinson 2018）。尽管如此，通过提供化石燃料的替代品，

这些政策也可能解决改变习惯的关键障碍。事实上，我们发现改变习惯的一个关键障碍是缺乏公共交通等化石燃料的替代品。根据文献（如 Bergquist et al.2020），我们发现一揽子政策的累进性也是政策能否被接受的关键。

图 3 “你会赞成提高碳排放税吗?如果这些税收被用于……?”



这些观察结果为法国和欧洲成功脱碳指明了道路。首先也是最重要的一点是，发起一场信息运动，以增进人们对气候政策的理解——我们发现这与支持措施有着积极的联系——并表明欧洲绿色协议解决了人们的公平问题。其次，政府可以通过多种政策开发化石燃料的替代品：例如出台有利于公共交通、清洁车辆和隔热的投资、补贴和监管等（参见 Pisu 等人 2022 年对各种政策的评估）。最后但并非最不重要的一点是，欧盟委员会提议的碳定价的延长应该很快就能对这些政策起到补充作用，因为人们逐渐相信碳价格与股息的累进性，以及欧盟对公平脱碳的承诺。

本文原题为“Public Support for Carbon Taxation: Lessons from France”。本文作者是 Thomas Douenne, Adrien Fabre。Thomas Douenne 是阿姆斯特丹大学经济学助理教授，主要研究领域是环境经济学。Adrien Fabre 在苏黎世联邦理工学院读博士后，主要从事与气候变化相关的经济学研究。本文于 2022 年 5 月 1 日刊于 VOX EU 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

僵尸企业和 Covid-19 期间的支持措施

Marco Pelosi, Giacomo Rodano 和 Enrico Sette / 文 刘铮/编译

导读：世界各国政府采取了前所未有的措施来支持受 Covid-19 大流行影响的企业。本文重点关注意大利，研究这些措施最终在多大程度上使无生存能力但仍活跃的企业受益。作者发现，与正常企业相比，“僵尸企业”不太可能以补贴、延期偿还债务或政府担保贷款的形式获得公共支持，这表明疫情支持政策不会导致经济僵尸化。编译如下：

Covid-19 大流行引发了自二战以来最大的经济收缩，并促使各国政府采取前所未有的支持措施。企业受益于一系列广泛的计划，例如转移支付、股权注入、公共担保贷款和延期偿还债务等。有证据表明，这些经济措施有助于防止企业破产和倒闭的大幅飙升——疫情后破产或退出市场的企业数量少于往年。

一个关键问题是，这些措施最终在多大程度上也有利于无生存能力但仍活跃的企业（僵尸企业），从而改变了企业优胜劣汰和资源再分配的过程（Leaven 等 2020 年，Barnes 等 2021 年，Demmou 和 Franco 2021 年）。在最近的一篇论文（Pelosi 等 2022 年）中，我们通过研究意大利僵尸企业对相关支持措施的利用情况，实证评估了这一担忧。由于这些政策与其他主要发达国家采取的政策相似，我们认为该方法具有一定的外部有效性。

我们重点关注 2020 年 3 月至 5 月期间采取的三项主要措施：补贴（即给予符合条件的公司转移支付）、延期偿还债务和公共担保贷款计划。这些措施规模很大——截至 2021 年 3 月（样本期末），企业收到近 70 亿欧元转移支付，约 1500 亿欧元贷款得以延期偿还，银行已发行约 1500 亿欧元公共担保贷款。

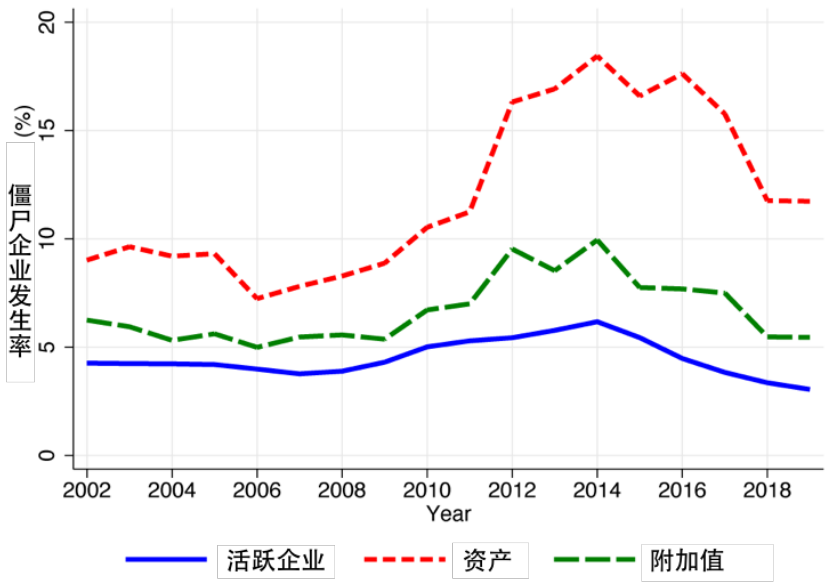
研究使用了企业资产负债表微观数据以及其接受意大利银行支持措施程度的数据。这些数据使我们能够：（1）根据危机前的资产负债表数据和广泛采用的标准来识别僵尸公司，以及（2）研究按企业状态分配 Covid-19 支持措施，同时考虑疫情对不同规模、行业和地区企业的不同影响。

文献使用僵尸企业的两个主要定义。第一个利用利息覆盖率来衡量企业的营业利润是否可以覆盖利息费用（Adalet McGowan 等，2018 年；Banerjee 和 Hoffman 2018 年，Andrews 和 Petroulakis 2019 年）。第二个依靠获得补贴信贷（Caballero 等 2008 年，Acharya 等 2019 年）。我们发现，与基于补贴信贷的定义相比，第一个定义在将生产率、流动性和资本化程度低以及违约概率（Z 值）较高的僵尸企业进行分类方面做得更好。此外，基于利息覆盖率的定义能够识别更有可能出现不良贷款（NPL）的借款人。因此，在整个分析过程中，我们使用基于企业利润的僵尸企业定义。

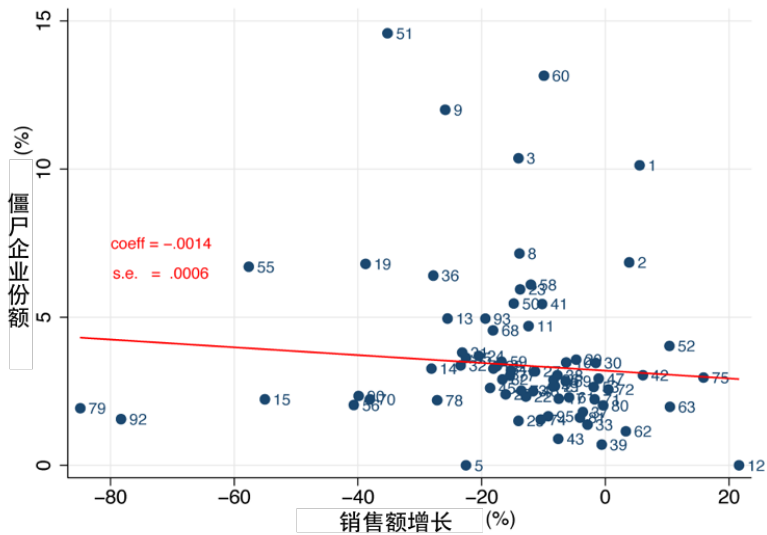
使用这个定义，我们发现在 2019 年底，僵尸企业约占所有企业数量的 3%（资产份额为 11%，附加值份额为 5.5%），并且在 2020 年经历了较大收入下降的行业中，僵尸企业的发生率更高（图 1）。有趣的是，这些数据与 Favara 等（2021 年）对美国的研究相同。

图 1 僵尸企业发生率

a)按指标份额



b)僵尸发生率和销售额增长

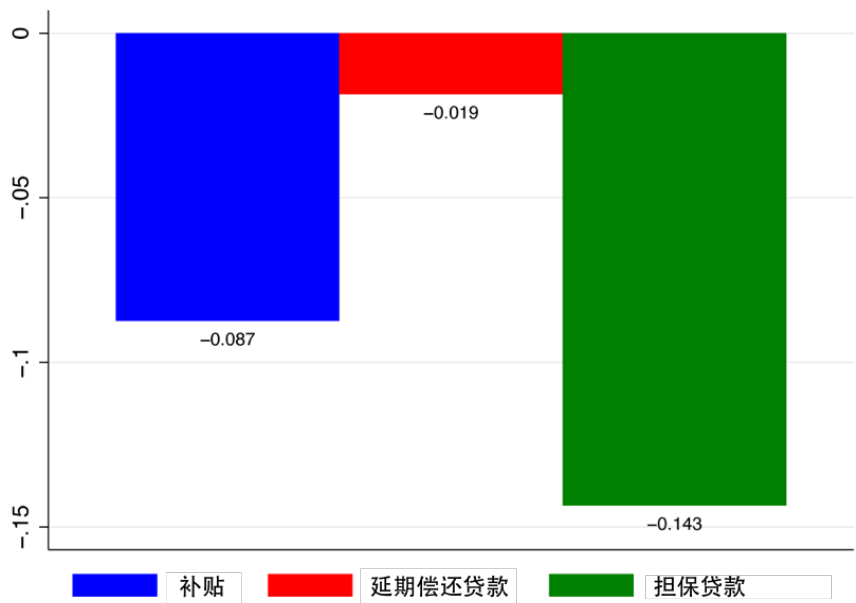


资料来源：作者根据 CERVED 和意大利经济和财政部的数据计算得出。

我们的主要发现是，僵尸企业获得公共支持措施的可能性低于正常企业（图 2）。具体来说，他们获得补贴的可能性降低了 8.7%，延期偿还债务的可

能性降低了 1.8%。此外，他们获得政府担保贷款的可能性降低了 14%，而那些获得贷款的僵尸企业其平均贷款额度比正常企业低 58%。最后，在获得担保贷款后，僵尸企业获得全额担保的可能性比正常企业高 12%。

图 2 僵尸企业获得支持措施



资料来源：我们对来自 CERVED、Anacredit、Tesoreria telematica、Mediocredito centrale 和 SACE 的数据进行的计算。

就补贴而言，僵尸企业获得较少取决于该措施的设计。如果企业收入在 2019 年 4 月至 2020 年 4 月期间下降了三分之一以上，则有资格获得补贴。由于僵尸企业收入水平相对较低，其在疫情期间不太可能遭受如此大规模的收入损失。事实上，在控制 2018 年至 2019 年收入增长的情况下，我们发现，对于 2019 年收入增长较高但仍是僵尸企业的公司而言，收到补贴的情况相似。

研究为什么僵尸企业不太可能获得债务延期和担保贷款支持并不那么简单。我们发现，僵尸企业对贷款延期偿还的利用程度取决于它们是否获得了担保贷款。没有获得担保贷款的僵尸企业比正常企业更有可能使用债务延期偿还政策。这一发现表明，僵尸企业将这两种措施视为替代品。

最后，僵尸企业获得的担保贷款少于正常企业。然而，在能够获得贷款的条件下，僵尸企业更有可能获得全额担保。虽然僵尸企业对信贷的需求可能较低，但它们获得廉价贷款以替代现有贷款的动机似乎很高。在银行方面，存在对比鲜明的激励。一方面，银行可能更愿意用担保贷款取代现有对僵尸企业的贷款，并将信用风险转移给政府。另一方面，银行通过担保贷款赚取的利息收入较低，而用担保信贷替代现有贷款会降低单位利润率。由于高风险企业的利

率差可能高于正常企业，因此这一渠道将激励银行向僵尸企业提供较少的担保贷款。此外，如果企业在借款时看起来过于虚弱，银行仍可能对“鲁莽贷款”承担责任。这可能会导致银行向僵尸企业提供的贷款比对正常企业的贷款要少。

我们需要承认两个问题。首先是其他措施（例如劳工休假计划或冻结破产程序）也有助于维持企业生存。其次，在疫情之前被归类为僵尸的企业在疫情后可能不再适用，反之亦然。然而，我们有理由认为，在新冠病毒冲击之前生产力和盈利能力较低、违约概率较高的企业（即我们认定的僵尸企业）在冲击之后也可能无法生存。

总体而言，我们的证据表明，与正常企业相比，僵尸企业得到补贴、贷款延期偿还和公共贷款担保等政策支持的可能性较低，表明支持措施不会导致经济僵尸化，这些发现与法国现有的结果一致（Cros 等，2021）。

本文原题名为“Zombie Firms and the Take-up of Support Measures During Covid-19”。本文作者 Marco Pelosi, Giacomo Rodano 和 Enrico Sette 均供职于意大利银行。本文于 2022 年 5 月刊于 VOX。[单击此处可以访问原文链接。](#)

住宅通胀：呈上升趋势

Marijn A. Bolhuis, Judd N. L. Cramer, Lawrence H. Summers/文 廖世伟/编译

导读：近期，许多人认为随着商品行业供应瓶颈得到缓解，美国目前的高通胀将会降低。本专栏认为，尽管私营部门的实时指标大幅上升，但住宅服务通胀的衡量方式及住房市场的特征使其通胀在 2021 年保持了较低水平。这些过去的增长决定了 2022 年记录的住房通胀的上升。作者预测，住宅通胀将在 2022 年底达到峰值，但在 2023 年仍将保持在高位，并可能对整体通胀产生重大影响。编译如下：

一些基本统计数据表明了住宅服务对整体通胀很重要。将住宅服务的两大业务——业主住宅等价租金（OER）和主要住宅租金——两部分加起来会占据个人消费支出价格（PCE）指数的 15% 左右，以及占据消费者价格指数（CPI）核心指标的近 40%，其中后者剔除了波动性较大的能源和食品价格（表 1）。¹ 这大约占到 CPI 中服务业部分的一半。

表 1 住房 PCE 与 CPI 权重份额的差异（%）

组成	指数			
	CPI	Core CPI	PCE	Core PCE
业主住宅等价租金	23.6	29.9	11.2	12.8
租金	7.4	9.6	3.6	4.1

资料来源：美国劳工统计局，美国经济分析局，作者计算得。

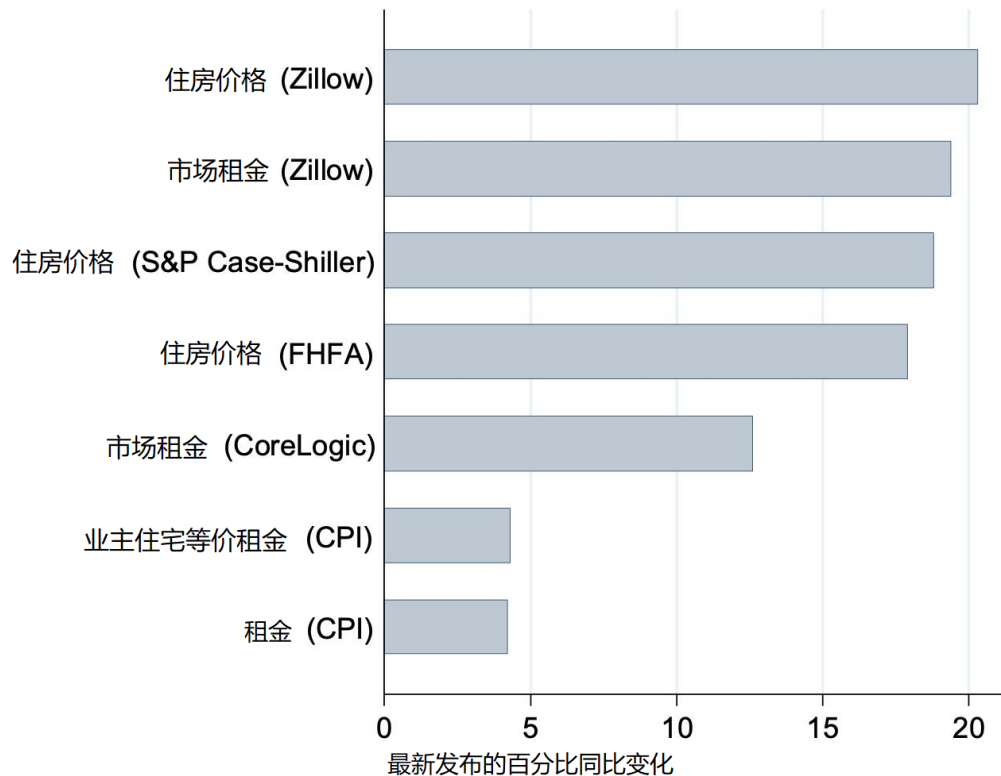
注：PCE 权重将随着新版本和修订而变化。

在截至 2022 年 2 月的 12 个月里，OER 衡量的住宅服务通胀仅为 4.3%，而同期不那么重要的租赁住房部分测算出的通胀为 4.2%。这些数字代表了最近的增长，但其似乎仍然与私营部门对当前房主和租房者生活成本变化的估计不相符。Zillow 的数据显示，同期房价上涨了 20.3%。截至 2022 年 1 月的 12 个月里，Zillow 观察到的租金指数上涨了 19.4%，CoreLogic 单户房屋租金指数（可能是 OER 一个特别好的领先指标）上涨了 12.6%（图一）²。

¹要了解更多关于指数差异的信息，以及最近对类似问题的讨论，请参阅经济顾问委员会的工作（Bernstein et al. 2021）。

² Glaeser 和 Gyourko（2009）表明，出租存量和自住存量存在显著差异，其中独户住宅在自住单位中更为普遍。Boesel 等人（2021 年）展示了 CoreLogic 单户房屋租金指数的效用，以及它如何更好地在疫情早期捕捉住房动态。

图 1 最新发布的住房成本指标的增长



资料来源：Zillow 房价指数，S&P CoreLogic Case-Shiller 房价指数，FHFA 房价指数，CoreLogic 单户住宅租金指数，Zillow 观察租金指数，业主住宅等价租金（CPI），主要住宅租金（CPI）。

注：图为最新发布的系列数据，用相对于 12 个月前的百分比变化表示。这一数字反映了 Bolhuis 等人（2022 年）文献发表以来的最新数据。S&P CoreLogic Case-Shiller，简称 S&P Case-Shiller，从 2021 年 12 月计起，FHFA 从 2021 年第四季度计起，CoreLogic 从 2022 年 1 月计起。其他系列从 2022 年 2 月计起。

这种明显差异的原因是，大多数房主和租户在 2021 年没有搬家。因此，尽管住房价格迅速上涨，他们也不必为住房支付现货价格。相反，许多人不得不支付他们今年早些时候签署的利率或他们几年前签署但被他们的房东或银行稍微修改过的利率。这些价格会与市场价格趋同，但滞后时间可能很长，而且趋同并不完全。

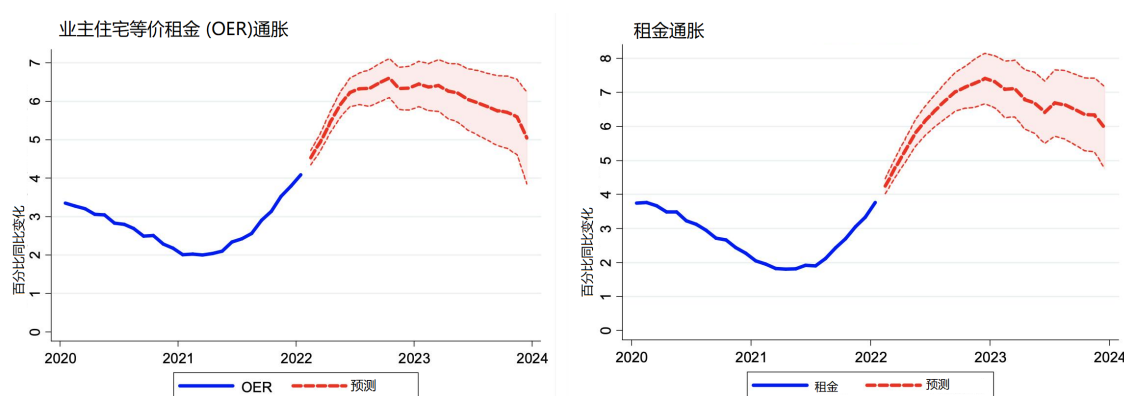
之前我们可能无法准确预测政府租金通胀的轨迹，但 Zillow 等公司关于租金要价的实时大数据和机器学习技术的出现，让我们能够更准确地预测变化。在最近的一篇论文（Bolhuis et al. 2022）中，我们对短期通货膨胀中住房部分进行了粗略估计。³

³布雷西亚（2021）、多马斯和周（2021）利用历史房价数据预测租金和 OER 通胀。我们

住房通胀预测

我们使用机器学习预测方法从过去的关系中推断，到 2022 年底，住房通胀可能会达到 6.5%至 7%之间（图 2）。这意味着住房将对 2022 年总体通胀产生重大影响，根据具体住房的权重不同，影响大小从对个人消费支出价格（PCE）的约 1 个百分点到对核心 CPI 的 2.6 个百分点不等。我们的估计表明，根据指数的选择不同，与 2021 年相比，2022 年房地产对整体通胀的贡献将比 2021 年高出 0.4 至 1.1 个百分点。我们相信，我们的估计是相对稳健的，因为它们的稳定性与数据系列的选择或预测技术无关。

图 2 预计 OER 和租金



资料来源：劳工统计局，CoreLogic 单家庭租金指数的私营部门租金数据，Zillow 房屋价值指数。作者计算得。

注：预测模型是一个的弹性区域，使用因变量的年同比增长率 24 个月滞后和 Zillow 房屋价值指数以及 CoreLogic 单户租金指数的年同比增长率的 24 个月滞后。虚线是基于样本预测误差的 95%置信区间。

在本文中，我们评估了两种情况下对核心通胀和总体通胀的总体影响。我们预测，即使 CPI 篮子的其他部分降回到 2%的目标，住房仍将推动核心 CPI 在 2022 年 12 月达到接近 4%的水平。我们还估计，即使二手车价格相对于整体 CPI 恢复到疫情前的水平，也无法抵消我们所预计的 2022 年出现的额外住宅服务通胀。

该模型包含了住房供应的领先指标，预计 2022 年 12 月 CPI 中 OER 和租金的加权通胀率为 8%。我们预测的这一增长反映出，鉴于历史关系以及自疫情开始以来房价的快速上涨，相对于本应得到的预测，供应的反应较为温和。我们

的分析显示，虽然房价往往领先于官方住房价格通胀，但私营部门的租金数据是近期住房价格通胀的更有力预测指标。

的模型表明，到 2022 年，新房供应的增长将放缓，使待售新房的供应量低于在上一个周期的峰值。

结论

在新冠肺炎时代，根据历史关系进行推断存在很大的不确定性。对住宅服务尤其如此，因为居家办公、家庭结构的变化以及供应瓶颈都影响了住房和租赁市场的双方。我们借此机会列出一些其他的可能会影响我们的预测的注意事项。

特别是对于续租者，各州和地方有不同的法律限制租金上涨。⁴虽然这些限制并不总是在所有司法管辖区都具有约束力，但它们可能会削弱我们的结果，因为房东可能无法像过去那样迅速适应现货价格。新提出的和现有的关于租金控制和暂停驱逐的法律也会使我们对 2022 年的估计过高。此外，尽管我们不认为瓶颈是成本上升的唯一原因，但它的缓解可能导致供应的强劲反应。如果建筑业对价格的反应存在非线性——随着价格以前所未有的速度上涨——那么价格下降的速度可能比我们预测模型所依据的数据还要快。另一方面，如果瓶颈持续到 2022 年，我们的估计可能会偏低，因为新的供应缺乏可能会加剧租金的强劲增长。同样，房价的强劲增长也可能导致潜在的新购房者离开房地产市场，继续留在租赁市场。这可能会使租赁市场走强，超出我们的预期，并导致测算的住宅服务通胀高于我们的预期。退一步说，我们的模型本身是根据私营部门住房和租金涨幅过去的数据进行校准的，这些过去的的数据不像目前的这么大。持续的前所未有的价格上涨也可能使我们的推论更容易出错。

尽管有这些限制性条件，但我们使用各种技术和数据集进行估计表明，住房对 2022 年服务业通胀和总体通胀的影响是显著的。以所有住房居住者的平均价格增长，而不是目前寻找住房的人相对于早期的平均价格增长作为衡量住房通胀的方式，决定了房地产市场过去的发展将导致 2022 年有记录的住房通胀增加。我们的研究结果表明，如果过去的关系持续到 2022 年，住房通胀可能会升至 6.5%至 7%之间，并对 2022 年的总体通胀产生重大影响，幅度在 1 个百分点至近 3 个百分点之间。尽管我们的预测显示，住宅通胀将在 2022 年底达到峰值，但我们预计到 2023 年它仍将保持高位。

⁴参见 Been et al. (2019)最近关于租金法规的过去、现在和可能的未来的讨论。

本文原题为“Residential Inflation: The Rise in the Pipeline”。本文作者 Marijn A. Bolhuis, 是国际货币基金组织（经济学家项目）的经济学家。他的主要研究兴趣是宏观经济学和机器学习预测。他曾是牛津大学、多伦多大学、阿姆斯特丹大学、格罗宁根大学和国际货币基金组织的访问学者和研究员。Judd N. L. Cramer, 哈佛大学讲师。Lawrence H. Summers 是查尔斯·W·艾略特大学教授，哈佛大学名誉校长。2009 年至 2011 年，他曾担任世界银行发展经济学副总裁兼首席经济学家、财政部负责国际事务的副部长、美国国家经济委员会主任，1999 年至 2001 年担任美国财政部长。他还担任彼得森国际经济研究所理事会副主席。本文于 2022 年 3 月刊于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

