



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

半月度  
报告

# 金融与发展

## 海外观点

2022年/总第235期

# 目 录

## 世界热点

大选金融学与选举结果 ..... 3

导读：世界各地的民主国家已经开始进行改革，以创造公平的选举竞争环境。本专栏文章研究了竞选金融监管规定对法国地方选举的影响。作者发现，这些金融规定，特别是国家对竞选支出的报销政策，可以在不降低选举代表性的情况下，创造公平竞争环境、帮助新晋参选人。

美国经济概况 ..... 7

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2022年5月11日的数据。

新冠疫情中的供应链中断和通货膨胀 ..... 29

导读：在新冠疫情期间，生产价格指数(PPI)通胀出现了大幅度上升，并且，这种通胀的上升在各行业间存在差异。平均而言，制造业受到的冲击比服务业更严重。制造业内部这种通胀的上升也存在很大的异质性。是什么因素导致了生产价格指数的快速上涨和行业异质性的加剧？

## 聚焦中国

价值链断裂：东西方脱钩的长期影响 ..... 34

导读：（1）欧盟和中国之间的经济脱钩将使两个经济体的收入分别永久性减少 0.8% 和 0.9%。（2）俄罗斯与美国及其盟友脱钩将对俄罗斯(-9.7%)的实际收入产生更严重的长期影响，比对美国和盟国 (-0.2%) 严重得多。（3）成本分配不均的原因主要在于，与美国及其盟国相比，俄罗斯的经济重要性较低，且美国与其他国家的联盟会增加对其伤害。

（4）东欧国家将受到更大影响，因为它们与俄罗斯经济的相互联系更为紧密。（5）如果"东方"（即金砖四国）和"西方"（美国及其盟国）之间完全脱钩，这两个国家集团的收入将分别减少 3.9%和 1.3%。

中国房地产行业危机对中国和欧元区的影响 ..... 39

导读：近几十年来，中国的房地产和建筑业一直是经济增长的主要引擎，如今更是在经济中扮演着重要角色。这种增长很大程度上是由债务推动的，开发商的债务攀升至前所未有的水平。在去年官方收紧行业融资后，房地产市场有所降温。2021 秋，一波房地产开发

商陷入金融困境，整个行业面临沉重的压力。去年 12 月，恒大和佳兆业两大开发商离岸债务违约。本文研究了中国房地产和建筑行业现状，以及行业危机是否有可能蔓延到整个国民经济和欧元区。虽然对欧元区金融部门的直接影响将会很小，但中国房地产行业的问题可能会广泛蔓延到国内实体经济，从而增加国际上的不确定性。在此情况下，对欧元区的间接影响可能会较为严重。

## **当中美关系紧张时：亚洲实体部门和金融部门的国际溢出效应 . . . . . 51**

导读：本文考察了 2000 年至 2020 年间源自中美两国的货币政策冲击对亚洲发达经济体和新兴经济体的实体部门和金融部门溢出效应。本文利用结构面板向量自回归方法，发现亚洲经济体整体上更容易受到中国货币政策冲击的影响，而不是美国货币政策。主要原因是亚洲区域间贸易一体化程度高，这与以往研究结果一致。然而，尽管主流文献强调了美国货币政策在全球和亚洲金融市场冲击传导中起主导作用，但我们发现，亚洲发达经济体的利率对中国货币政策冲击的反应更具持久性。此外，在股票市场和汇率方面，新兴亚洲经济体更容易受到来自中国的冲击。随着中国金融账户的逐步开放，亚洲金融市场与中国金融市场的同步上升，贸易和区域价值链的间接影响也在加强。

## 大选金融学与选举结果

Nikolaj Broberg, Clemence Tricaud, Vincent Pons & Vestal McIntyre/文 徐懿凡/编译

导读：世界各地的民主国家已经开始进行改革，以创造公平的选举竞争环境。本专栏文章研究了竞选金融监管规定对法国地方选举的影响。作者发现，这些金融规定，特别是国家对竞选支出的报销政策，可以在不降低选举代表性的情况下，创造公平竞争环境、帮助新晋参选人。编译如下：

长期以来，金钱对政治的影响一直是颇具争议性的话题。

美国尤其如此，美国用于联邦选举的开支在 20 年内增加了两倍多，从 2000 年联邦选举周期的 46 亿美元增加到 2020 年的 144 亿美元（按 2020 年通货膨胀调整）。但即便是在竞选开支少得多的欧洲，也一直有关于金钱是否会扭曲选举的担忧。Cagé 和 Dewitte（2022）表明，尽管过去的 150 年间英国的实际支出下降了，但选举支出和获胜之间的相关性却增强了。

一个多世纪以来，特别是自 20 世纪 60 年代以来，世界各地的民主国家都在进行改革，以创造公平的选举竞争环境。包括巴西和英国在内的一些国家已经设定了强制性的支出上限。其他国家，包括加拿大、法国、意大利和韩国，则将开支上限和竞选开支公开报销两种举措进行结合——这是一种可能降低资源充足的候选人的开支、但会增加资源匮乏的候选人的开支的想法。美国使用一种有更大回旋余地的系统：总统候选人（以及 14 个州的州职位候选人）既可以选择遵守支出限制并获得一定数额的报销，也可以选择遵守并不放弃公共资金支持。2008 年，奥巴马成为首位选择不使用公共资金的总统候选人，以便可以没有限制地支出竞选资金。此后，所有民主党和共和党的总统候选人都这么做了。

**但是，这些政策会产生什么影响呢？**

理论文献对竞选筹资提出了两个一般的、相反的预测（见 Stratmann, 2005）。一些研究表明，更高的支出可以发出候选人素质更高的信号，并让对选民决策起到至关重要影响的信息能够更广泛的传播（Prat, 2002; Coate, 2004）。其他一些研究表明，更高的支出会给拥有更多资源的候选人带来不公平的优势，让他们赢得选举，即使候选人本身的质量并不高或不能更好代表选民偏好（Iaryczower & Mattozzi, 2012; Pastine & Pastine, 2012）。与这一文献相一致的是，人们担心不加管制地使用竞选资金可能会导致非常浪费的军备竞赛，并为富有的个人和利益集团夺取民主进程提供便利（Baron, 1994; Grossman & Helpman, 1996）。

虽然很多论文研究了候选人的竞选支出如何影响他们获胜的机会（Bekkouche & Cagé, 1994），但关于金融监管规定的因果影响的证据较少。实际上，这些规定通常是在国家层面指定的，限制了可用于可信估计的差异性。最近两篇采用准实验设计的论文发现，在巴西（Avis et al., 2002）和英国（Fournaies, 2021），竞选支出上限降低了在位优势、增加了选举竞争性。

这些研究阐明了支出上限的影响，但迄今为止，没有实验或准实验研究证明国家报销竞选支出这一机制的影响。这是一个特别令人感兴趣的领域，因为报销政策可能被认为是最雄心勃勃的、得到广泛实施的减少金钱对选举影响的手段。

在一篇新研究中，我们三个人（Broberg, Tricaud & Pons）研究了竞选金融规定对法国地方选举的影响（Broberg et al., 2022）。使用断点回归（RDD），我们考察了刚好高于 9000 居民这一人口阈值的选区，在这一阈值上，支出上限和报销政策生效，并将这一地区与刚好低于该阈值的选区进行比较，后者没有支出上限和报销政策，但其他规定与高于人口阈值的地区相同。结果表明，竞选中的金融规定——特别是报销开支政策——可以提高竞选公平、并大大降低在位者的优势。

### **竞选规定有影响，是支出上限还是报销政策带来的？**

法国的地方政府包括负责不同治理区域的不同选举委员会。部门议会负责文化、地方发展、社会援助、教育、住房、交通和旅游。这些议会由被称为州（cantons）的地方选区的个人代表组成。在每个选区，得票最多的候选人如果获得超过半数的选票，就会在第一轮中获胜——否则，在第一轮中票最多的两名候选人将进入第二轮，其他所有超过一定得票率门槛的候选人也将进入第二轮。

自上世纪 90 年代以来，所有人口超过 9000 人的选区都对部门议会的选举设置了竞选支出上限，但上限取决于选区的规模。支出上限是必须严格执行的，违反者可能面临牢狱之灾。

支出上限适用于竞选活动的总开支（包括支持者的捐款），但报销只适用于候选人的个人支出。这意味着，所有候选人（或所有有望获得至少 5% 选票的候选人）可以用自己的钱支付到上限的一半，并获得报销补偿。候选人可以花更多的钱——要么用自己的钱，要么用选民的捐款——但他们不会得到报销，并且总花费必须低于上限。

我们发现，在法国的部门议会选举中：

1. 支出上限和报销政策让选举更具竞争性。候选人总数并未受此政策影响，但任何候选人获得多数选票并在第一轮选举中获胜的几率将下降 10.9 个百分点。

2.这些规定使那些在过去的选举中失败以及刚登上政治舞台的新人受益。之前的选举亚军获胜的机会增加了 5.2 个百分点，而从未参加过选举的人赢得选举的机会增加了 9.2 个百分点。总体而言，现任连任的可能性下降了 14.5 个百分点。这些结果可能来自于，现任者更少可能参与连任竞选，而之前失败的挑战者更有可能再次参选，并且连任者更少可能——挑战者更多可能——获得连任竞选的胜利（如果参与竞选）。

3.竞选结果的极化和代表性并不受金融规定的影响。使用左右政治倾向的衡量标准，我们没有发现更极端的候选人会成功，也没有发现获胜者不能代表选民的政治偏好。

4.左翼候选人从这些规定中获益最多。这与事实是一致的，在实行报销规定之前，左翼候选人得到的私人捐助不到右翼候选人的一半，因此报销政策对他们而言价值更大。

这些影响是明显的，但影响是由支出上限还是报销规定造成的？观察这些规定是如何形成的，会给我们一些关于这个问题的答案。

1990 年，居民人数在 9000 人以上的选区引入了竞选支出上限，但直到 1995 年才报销竞选支出政策才出台（居民人数 9000 人以上的选区也是如此）。这就给了我们一个机会，来单独观察 1992 和 1994 年的选举中支出上限带来的影响。

我们在研究这些选举时，并没有发现任何支出上限带来的影响，这表明主要的影响是由候选人竞选支出报销政策而不是支出上限政策驱动的。在我们的研究中，我们根据 1995 年报销政策出现前后竞选人的资金来源组成差异，来进一步研究以支撑我们的判断。

#### **关于选举改革的一个更微妙的观点**

我们还研究了这些规定对于法国市级选举（法国地方治理的最低一级）的影响，发现没有任何效果。这有几个潜在的原因。市级选举采用名单制度，选民并不是从个人候选人中产生，而是从名单中选择，包括市长候选人和市议会候选人。名单投票制度和其他比例制度在欧洲很常见。他们试图确保政党在政府中代表权与其在人口中的比例成正比，从而给予小政党在美国所缺乏的支持。在美国，在上述提到的部门选举中，多数选举（也称为赢者通吃制度）是非常普遍的。

在法国市级选举的名单制度中，竞选费用可以在名单成员之间分摊，因此，其他候选人带来的资源可能会减少公共资金发挥作用的范围。此外，在任者可以邀请盟友和竞争对手加入他们的名单，这使他们处于一个更强大的地位，以承受政党要求他们退出竞选的压力。

总之，我们表明，至少在法国地方制度中，竞选金融规定，特别是报销支出政策，可以在不降低选举代表性的情况下，提高竞争公平性，帮助新人。我们的结果说明，政策带来的影响对于在美国常见的多数选举比对议会制中更常见的比例选举更成立。

我们的研究结果呼吁对报销政策进行更多的研究，以更好地理解在什么情况下最有效。考虑到设置支出上限所带来的复杂性——通常很难确定什么样的上限会限制资源充足的候选人，使其足以帮助外部人士——报销政策在减少金钱在选举中的影响方面的潜在能力是非常有趣的话题。

在美国这样的国家，一个选举周期过后，很快就会为下一个选举周期筹集资金——在法国，获得甚至是非金钱资源都是激烈辩论的主题——对于不同的国家来说，更深入地了解哪种规定可以帮助建立公平的竞争环境，可能最终会加强民主。

---

本文原题为“Campaign Finance Rules and their Effects on Election Outcomes”。本文作者 Nikolaj Broberg 是欧洲大学研究所移民政策中心的副研究员，Clemence Tricaud 是加州大学洛杉矶分校安德森管理学院经济学助理教授，Vincent Pons 是哈佛商学院的副教授，Vestal McIntyre 是耶鲁大学经济增长研究所的资深撰稿人和通讯专家。本文于 2022 年 5 月 8 日首刊于 VoxEU 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

# 美国经济概况

newyorkfed/文 薛懿/编译

导读：纽约联邦储备银行研究部门编制的《美国经济概况》旨在提供当前经济和金融发展相关的全面概述，包括劳动力和金融市场，消费者和企业的行为以及全球经济。此外，概况还涵盖了一些特殊主题，例如商品价格走势、劳动力市场情况。本文的分析基于截至2022年5月11日的数据。编译如下：

## 一. 总览

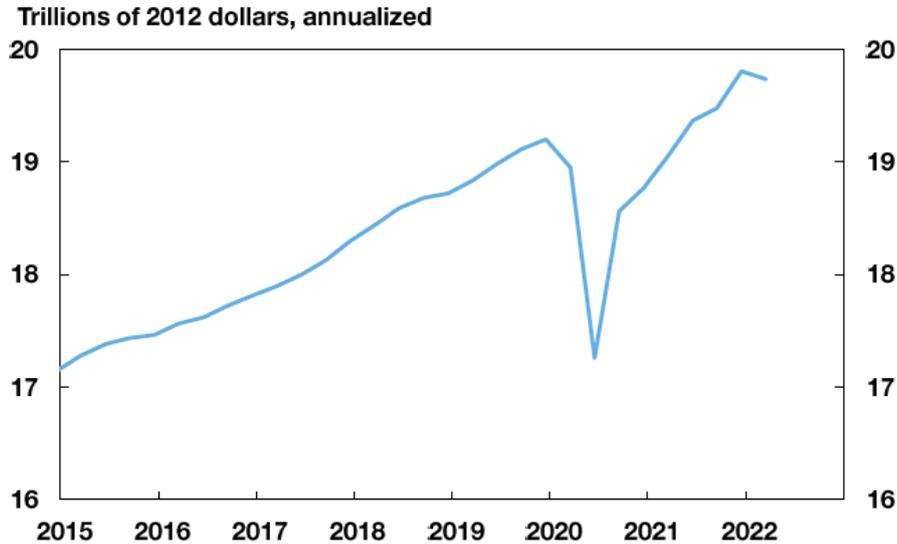
- 时薪增速放缓，实际可支配收入继续呈下降趋势，并且储蓄率下降。
- 第一季度 GDP 下降。
  - 下降主要是由于存货投资和净出口的拖累。
  - 消费者购买以稳定的速度增长，其中服务支出增长而商品支出几乎不变。
  - 企业在设备上的支出有所增加。
- 3月份实际可支配收入再次下降。
  - 该水平低于其趋势增长路径。
  - 实际消费支出接近其趋势增长路径，但自从10月份以来一直以较慢的速度增长。
  - 储蓄率比疫情前水平低一个多百分点。
- 4月份，就业人数继续以稳定的速度增长，并且失业率几乎不变，就业人口比略微下降。
- 第一季度，月度核心个人消费支出（PCE）放缓，虽然CPI数据显示4月份有所回升。
- 10年期美国国债收益率上升，同时短期利率的预期路径走高。标准普尔500指数在过去一个月内下跌，自今年年初以来也呈大幅下降的趋势。市场隐含的联邦基金利率路径有所上升。

### （一）2022年第一季度产出低于疫情前的趋势水平。

1. 自2019年第四季度以来，GDP年增长率为1.2%。
  - (1) 在3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，2024-2028年期间的年平均增长率为2.0%。
  - (3) 如果自2019年第四季度以来，GDP增速接近长期预测值，那么当前一季度的GDP水平将比预期水平低了1.5%。
2. 失业率低于长期正常水平。

- (1) 4 月份 3.6%的失业率低于蓝筹股调查对 2024-2028 期间平均失业率 3.8% 的预测，低于 SEP 对长期失业率 4.0%的预测中值。
- (2) 4月的劳动力参与率比疫情前的水平低了 1 个多百分点。

图 1 实际 GDP

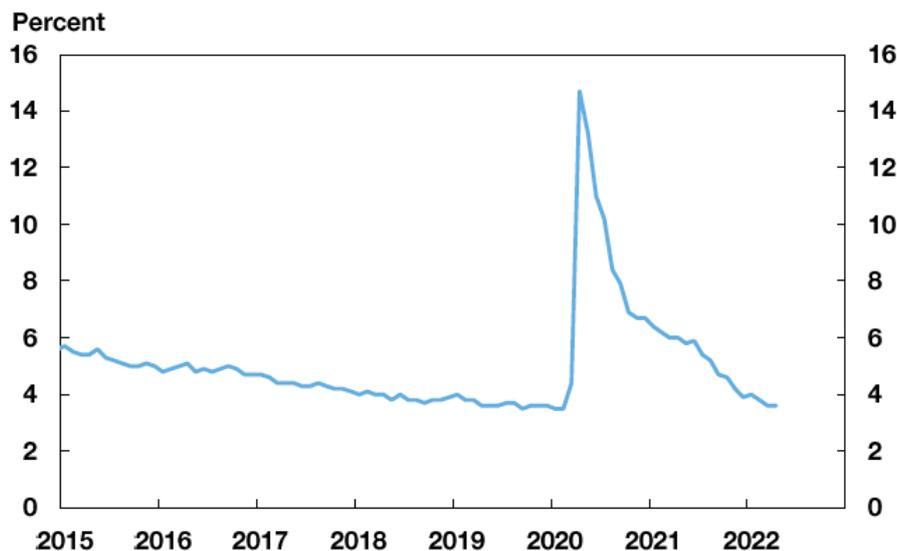


数据来源：经济分析局（BEA）。

(二) 失业率仍保持不变。

- 4 月份失业率保持在 3.6%不变，同比下降 2.4 个百分点。
- 劳动力参与率下降 0.2 个百分点至 62.2%，下降的主要原因是 55 岁以上的男性。
- 在经历第一季度的强劲增长之后，家庭调查对就业的估计下降了，这使得该估计更符合企业调查的工资数据。

图 2 失业率

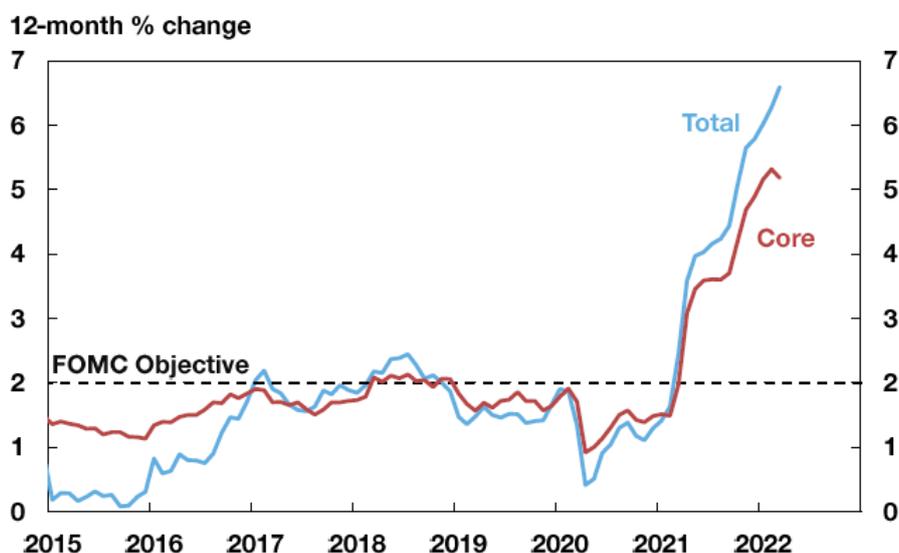


数据来源：美国劳工统计局（BLS）。

### (三) 3 月份 PCE 通货膨胀率进一步上升。

- PCE 通胀从 2 月份的 6.3% 升至 3 月份的 6.6%。
  - (1) 食品价格上涨 9.2%，同时能源价格上涨 33.9%。
- 核心 PCE 通胀从 5.3% 降至 5.2%。
  - 耐用品通胀从 11.0% 下降至 10.2%。
  - 二手车通胀从 40.8% 降至 33.5%。
- 核心 PCE 指数的环比年化增长率为 3.6%，而月平均年化增长率从第四季度的 6.0% 降至第一季度的 4.3%。

图 3 个人消费支出平减指数



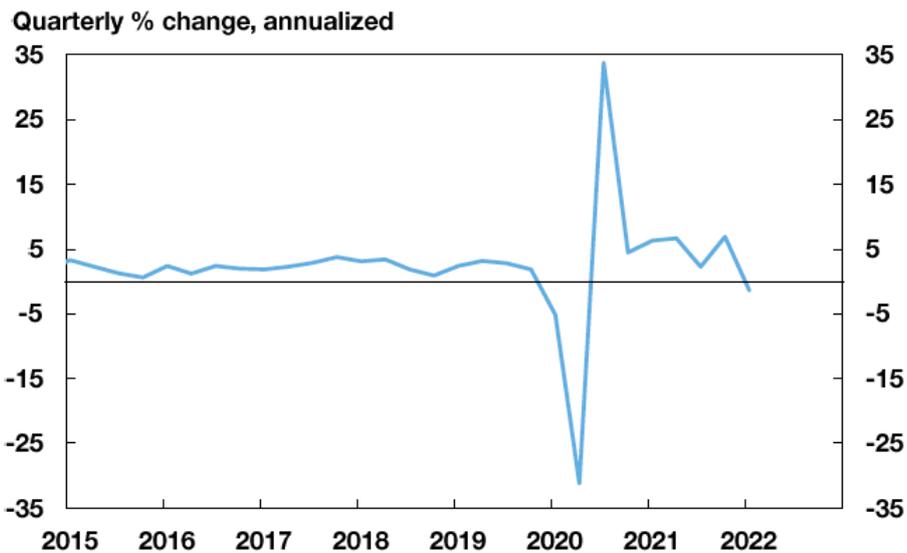
数据来源：经济分析局（BEA）。

## 二. 经济活动

### (一) 2022 年第一季度 GDP 下降。

- 第一季度 GDP 的年化增长率为 1.4%，较第四季度 6.9% 的增长率有大幅下降。
  - 尽管出现了下降，GDP 同比增长 3.6%。
  - 由于进口激增，出口下降，净出口成为 GDP 下降的主要原因。
  - 消费者支出稳健增长，同时企业设备支出强劲增长。
- 第一季度，个人实际可支配收入以 2.0% 的年率下降，这是连续第四次下降。
  - 这一下降反映了转移性收入的下降和高通胀。
  - 个人储蓄率为 6.6%，低于疫情前 7.5% 左右的水平。

图 4 GDP 增长

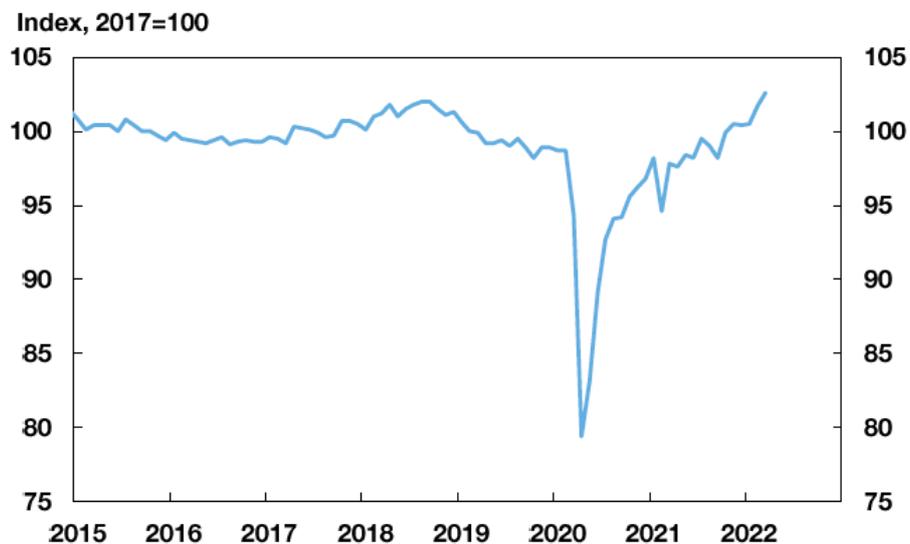


数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）3 月份制造业活动再次大幅增多。

- 制造业指数的环比增速在 2 月份上涨 1.2%后，在 3 月份又上涨了 0.9%。
  - 耐用品行业的表现好于非耐用品行业。
  - 总体指数比疫情前的水平高出 4.0%。
  - 第一季度环比增长 1.3%。
- 汽车行业的制造业指数在 2 月份下降了 4.6%后，在本月反弹了 7.8%。
  - 第一季度的指数与去年第四季度持平。
- 4 月份 ISM 制造业指数处于温和增长的水平。
  - 这些数据揭示出持续的成本压力。

图 5 制造业指数



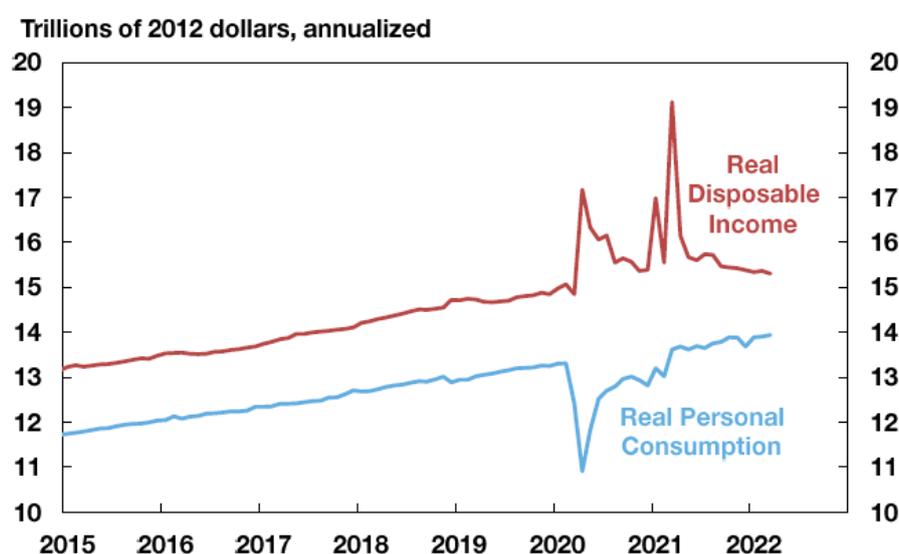
数据来源：美国联邦储备委员会。

### 三. 家庭

#### (一) 实际可支配收入继续呈下降趋势。

- 3 月份实际可支配收入环比下降 0.4%，而名义个人收入增长了 0.5%。
  - 名义薪酬上涨 0.5%，经营者收入上涨 0.8%，而个人转移收入下降 0.3%。
  - 收入同比下降 11.6%，薪酬同比增长 10.6%，经营者收入同比增长 5.3%，而转移收入同比下降 51.5%。
  - 自 7 月份以来，除其中一个月之外，实际可支配收入一直在稳步下降，低于其趋势增长路径。
- 实际个人消费支出在 3 月份上涨 0.2%，购买力同比增长 2.3%。
  - 消费者支出在第一季度增长了 2.7%（年率），接近其趋势增长路径。

图 6 个人可支配收入和消费

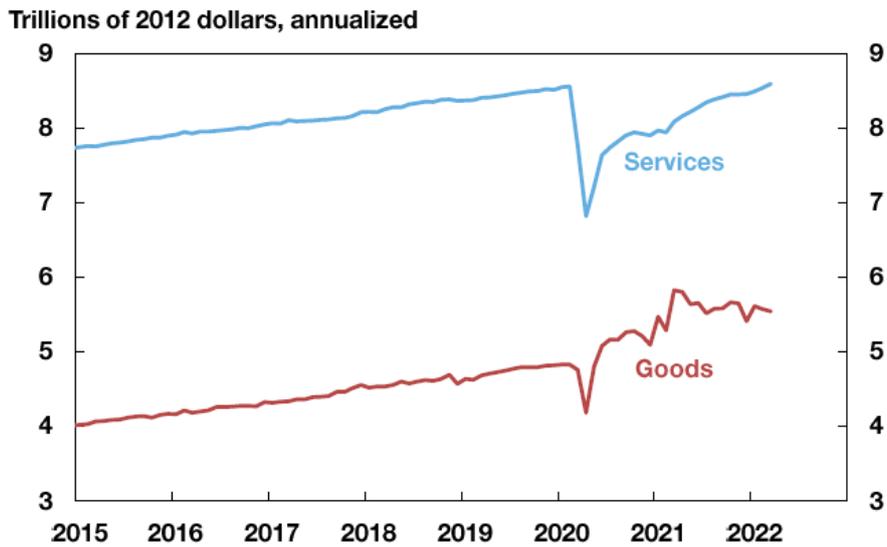


数据来源：经济分析局（BEA），美国联邦储备委员会。

#### (二) 3 月消费者支出转向服务业。

- 实际商品支出在 3 月份下降了 0.5%。
  - 第一季度的商品支出与 2021 年第四季度持平，其中对耐用品的支出增长，对非耐用品的支出下降。
  - 汽车和娱乐用品的购买增加，而家具、服装、食品和汽油的购买下降。
  - 商品总支出比其趋势增长路径高出 10%。
- 服务业的实际支出环比增长 0.6%。
  - 与 2021 年第四季度相比，服务支出在第一季度增长了 4.3%（年率）。
  - 服务支出比其趋势增长路径低 5%，其中在娱乐、医疗和公共交通方面的支出明显不足。

图 7 消费者支出



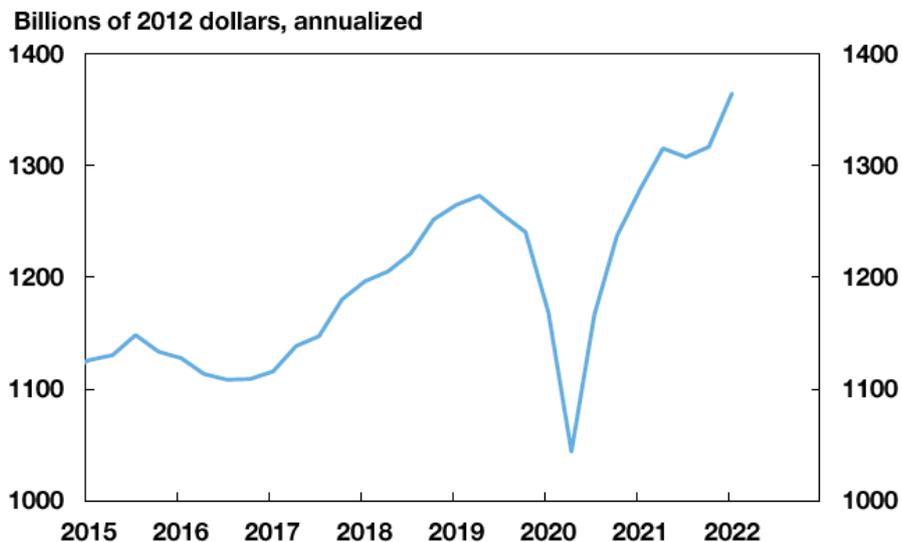
数据来源：经济分析局（BEA）。

#### 四. 商业部门

##### （一）2022 年第一季度设备支出稳健上升。

- 在经历了两个疲软的季度之后，实际商业设备支出在第一季度以 15.3% 的年利率快速增长。
  - 本季度设备支出为 GDP 年化增长贡献了 0.8 个百分点。
  - 信息、工业和其它设备类别的强劲增长抵消了运输设备类别的下降。
  - 设备支出同比增长 6.8%。
- 资本货物订单在 2 月份下降后，在 3 月份大幅反弹，并保持在高位。
- 虽然 3 月份的增长在一定程度上反映了价格的上涨，但这也表明设备支出强劲。

图 8 设备投资支出

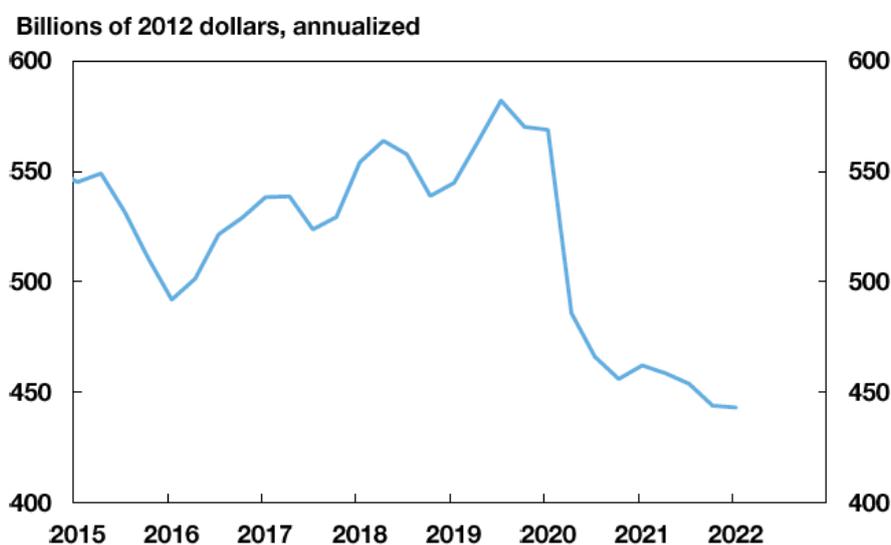


数据来源：经济分析局（BEA）。

## （二）第一季度非住宅建筑支出下降。

1. 实际非住宅建筑投资支出在第一季度以 0.9% 的年率下降。
  - (1) 这一小幅下降对 GDP 年化增长率几乎没有影响。
  - (2) 非住宅建筑支出同比下降 4.1%，自 2019 年第四季度以来下降了 22%。
2. 相反，能源领域的支出水平是个例外，因为这是它连续增长的第六个季度。
  - (1) 但与 2019 年第四季度相比，采矿勘探、竖井和油井方面的支出仍下降了 15%。
3. 截至 3 月的非住宅建筑月度数据显示，该行业开始略微好转。

图 9 非住宅建筑投资



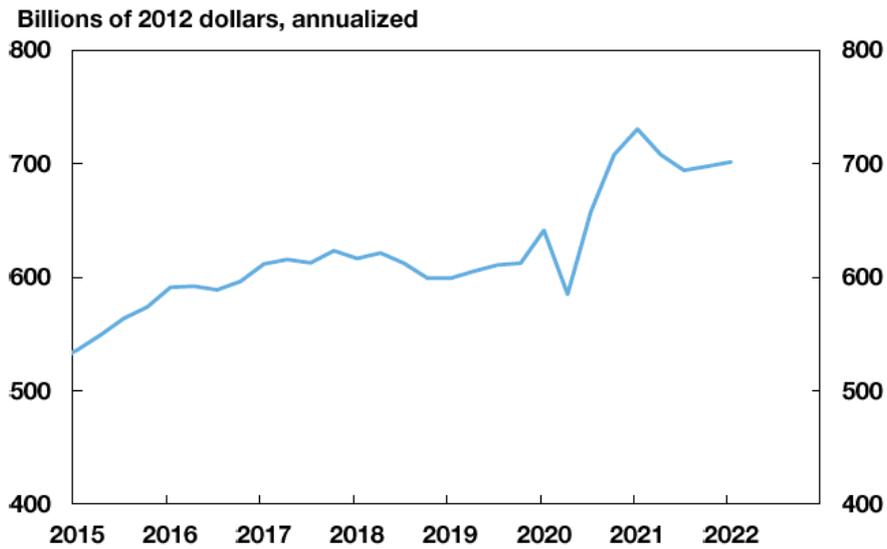
数据来源：经济分析局（BEA）。

## 五. 房地产行业

### （一）第一季度住宅投资支出仍保持高位。

- 住宅投资几乎与第四季度持平，比 2019 年第四季度的水平高出 15%。
- 自从 2020 年底以来，独户和多户住宅的投资表现都很强劲。
  - 与 2019 年第四季度相比，独户住宅投资和多户住宅投资分别增长了 25 和 23%。
  - 住房改善和设备方面增长缓慢，抑制了整体住宅投资支出的增长。
- 2 月和 3 月的房屋开工数据显示，2022 年第二季度支出出现一些上升趋势。

图 10 住宅投资



数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）3 月份房屋销售下降。

1. 由于 2 月和 3 月的独户住宅现房销量下降，第一季度的水平下降了 2%。
  - (1) 第一季度的销售额比 2019 年第四季度高出 13%。
2. 第一季度的独户住宅新房销量上涨 7%，但在 3 月份大幅下降。
  - (1) 第一季度的销售额比 2019 年第四季度水平高出 12%。
3. 房价似乎已经平稳。
  - (1) 今年 3 月，独户住宅现房的销售价格中值同比上涨 15%，较 2019 年第四季度上涨 40%。
  - (2) 不过，2022 年第一季度的水平大致与 2021 年第三季度持平。

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) 第一季度联邦实际支出大幅下滑。

1. 联邦政府实际支出使第四季度 GDP 的年增长率下降了 0.3 个百分点后，又使第一季度 GDP 的年增长率下降了 0.4 个百分点。

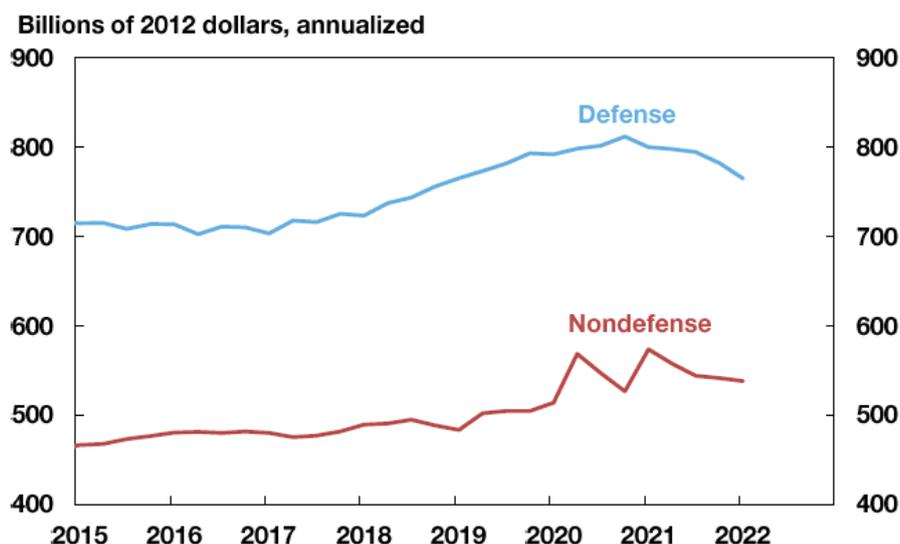
(1) 支出同比下降 5.2%，是自从 2013 以来的最大降幅。

(2) 与薪酬保障计划相关的开支的结束和国防开支下降 4.4%是下降的关键因素。

2. 对一季度 GDP 的拖累主要来自国防支出。

(1) 国防支出使 GDP 年增长率下降了 0.3 个百分点，而非国防支出拖累了 0.1 个百分点。

图 12 美国联邦政府支出



数据来源：经济分析局（BEA）。

### (二) 第一季度州和地方政府支出下降。

• 实际州和地方政府支出使 GDP 年化增长率下降了 0.1 个百分点。

➤ 支出较 2019 年第四季度的水平高出 0.5%。

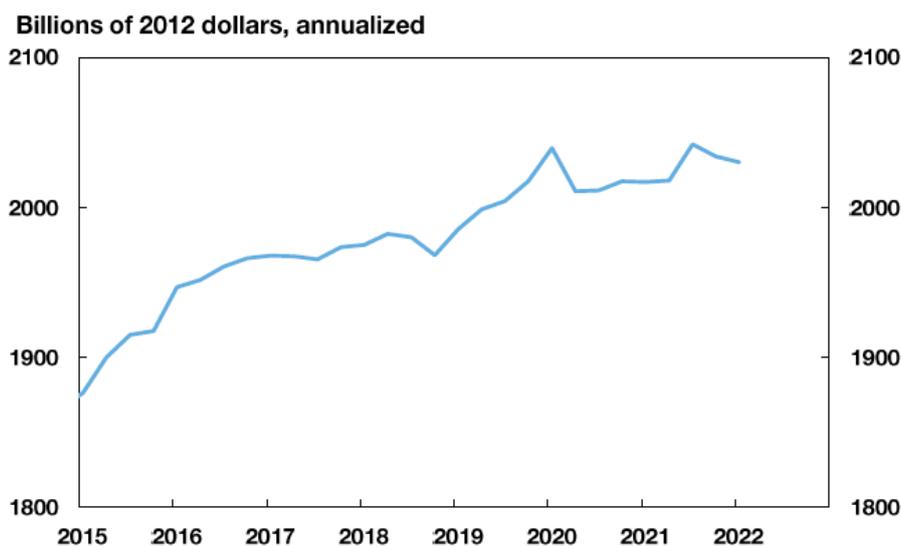
• 州和地方政府的消费支出较上一季度高出 0.3%。

➤ 消费支出较 2019 年第四季度高了 2%。

• 投资支出下降了 2%，建筑支出 4% 的下降抵消了设备采购 4% 的增长和知识产权产品 1% 的增长。

➤ 与 2019 年第四季度相比，投资总支出下降了 7%，同时建筑支出下降了 12%。

图 13 州和当地政府支出



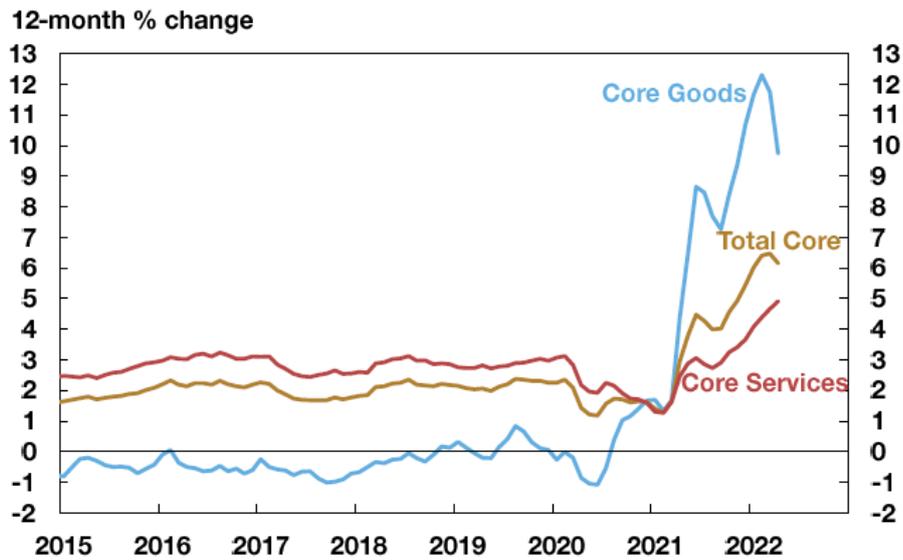
数据来源：经济分析局（BEA）。

## 七. 通货膨胀

### （一）4 月份核心 CPI 通胀上升。

1. 核心 CPI 在 3 月份上升 0.3% 后，又在 4 月份上升 0.6%（年率为 7.0%）。
  - (1) 2021 年第四季度和 2022 年第一季度的月平均变化率分别为 0.6% 和 0.5%。
  - (2) 核心商品的月度通胀率为 0.2%，低于第四季度 1.0% 的均值和第一季度 0.3% 的均值。
  - (3) 核心服务价格的月度通胀率达到 0.7%，高于第四季度 0.4% 的均值和第一季度 0.5% 的均值。
2. 核心通胀率的同比增速从 6.4 降至 6.1%。
  - (1) 核心商品通胀从 11.7% 降至 9.7%。
  - (2) 核心服务通胀从 4.7% 升至 4.9%。

图 14 核心 CPI 通胀率

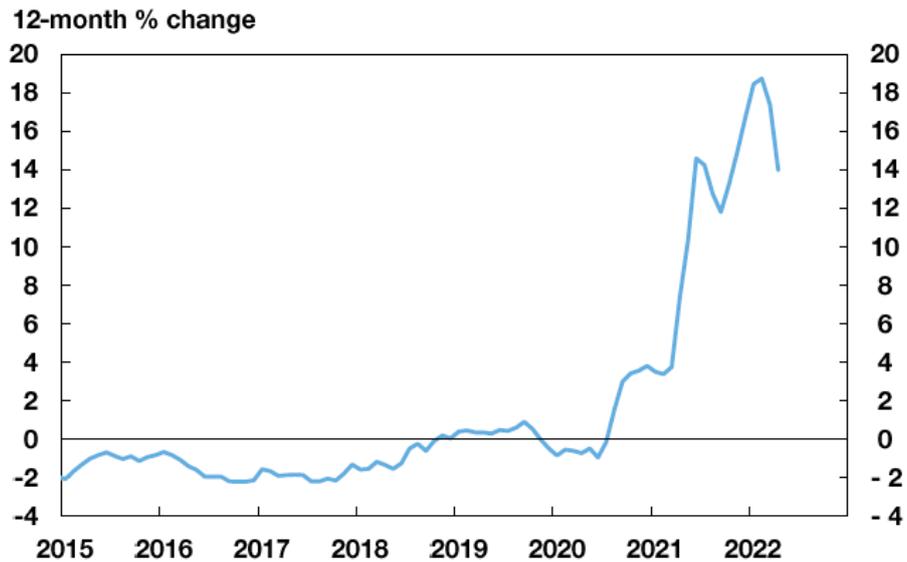


数据来源：劳工统计局（BLS）。

**（二）4 月份耐用消费品价格不变。**

1. CPI 的耐用品分类指数在 3 月份下降 0.9%后，在 4 月份保持不变。
  - (1) 该指数同比增长 14.0%。
  - (2) 在疫情开始之前，价格往往以 1-2%的速度下降。
2. 主要的异常值是二手车的价格指数，尽管近几个月下降了 4%，但该指数同比上涨了 23%。
  - (1) 新车的价格指数上涨了 13%。
3. 家居用品价格同比上涨 11%，娱乐用品价格上涨 4%，信息技术产品价格下跌 5%。

图 15 CPI 通胀：耐用品



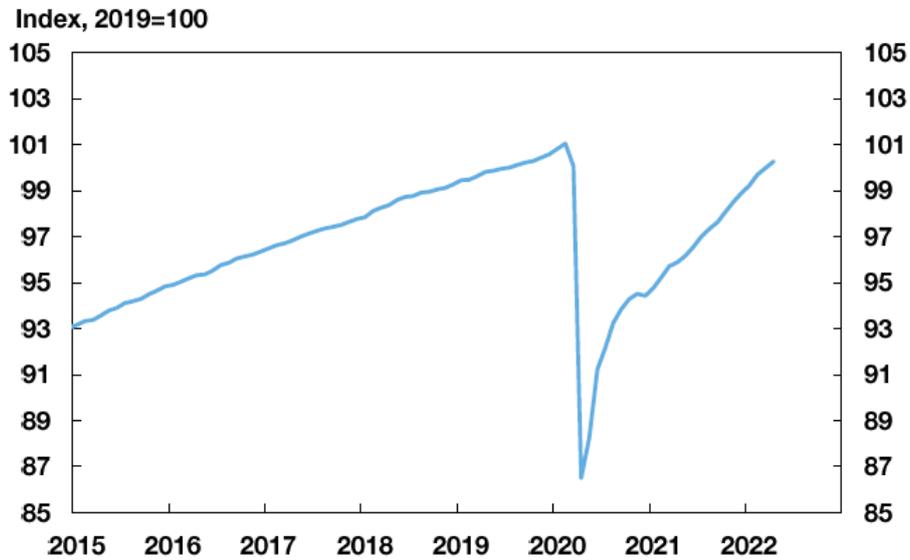
数据来源：劳工统计局（BLS）。

## 八. 劳动力市场

### （一）4 月份就业增长稳健。

- 非农就业人数在 4 月增长 42.8 万人。
  - 2022 年前 4 个月的就业平均增长 51.8 万人。
  - 就业人数同比增加 660 万（5%），但仍比疫情前水平低 120 万（1%）。
  - 职位空缺继续上升，3 月份的水平比 2020 年 2 月高出 430 万。
- 家庭调查的就业人口比率下降了 0.1 个百分点至 60.0%，同比增长 2.1 个百分点，但仍比疫情前水平低了 1.2 个百分点。

图 16 就业情况

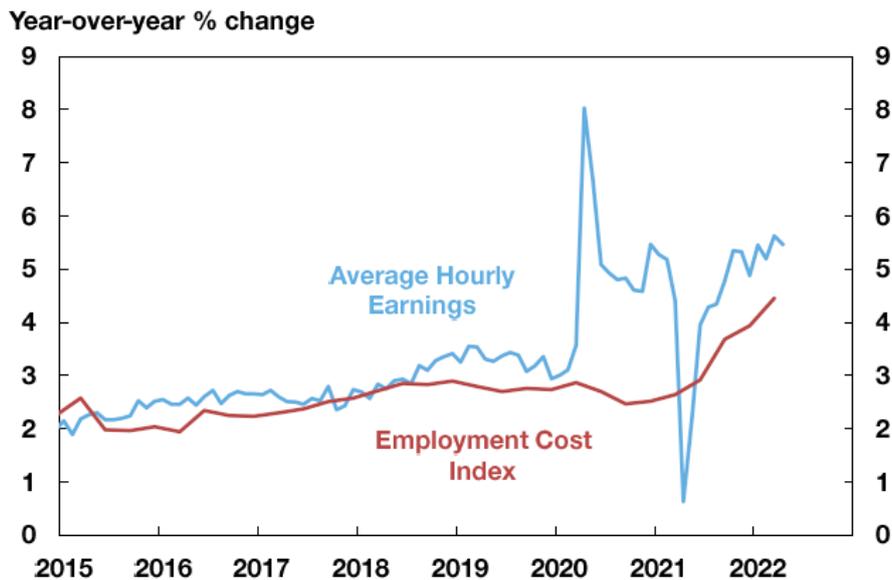


数据来源：劳工统计局（BLS）。

(二) 4 月份时薪增速放缓。

- 4 月份平均时薪环比增长 0.3%。
  - 该水平低于第四季度（0.5%）和第一季度（0.4%）的月平均值。
  - 时薪同比增长 5.6%
- 3 月份的就业成本指数（Employment Cost Index, ECI）在过去三个月内上升了 5.6%（年率），比去年 12 月高出 4.0%。
  - 该指数在 3 月份同比上升 4.6%。

图 17 平均时薪和就业成本指数



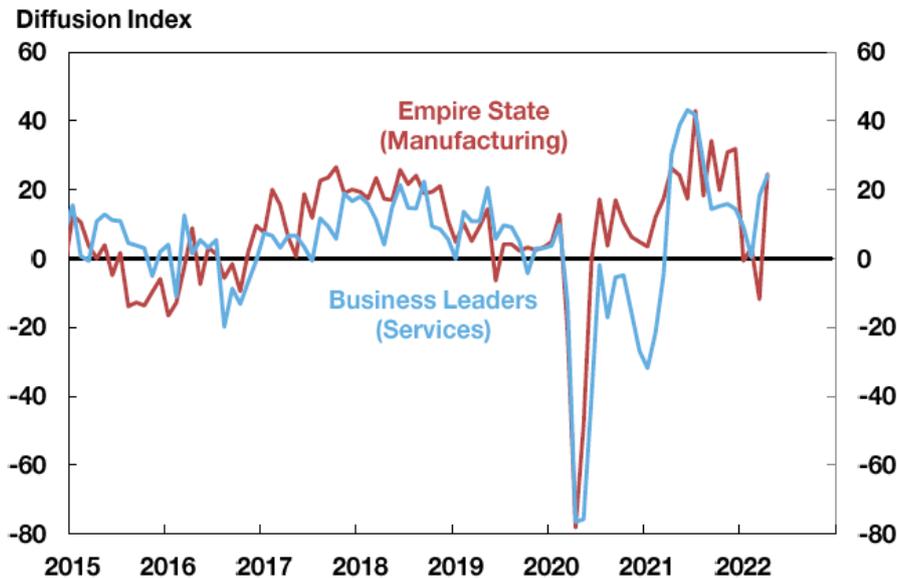
数据来源：劳工统计局（BLS）。

## 九. 地区发展

### (一) 地区调查显示，4 月份经济稳步增长。

- 4 月份的商业调查显示，制造业和服务业的活动都强劲增长。
  - 在经历了三个月的低迷之后，帝国州制造业调查的整体指数（制造业企业）飙升了 36 个基点，至 24.6。然而，就业增长却有所放缓。
  - 商业领袖调查的整体指数（服务业企业）上升了 6 个基点，达到 24.2。同时，就业增长稳健。
  - 供给短缺在这两个行业仍然普遍存在。

图 18 纽约联邦储备银行调查:当前状况

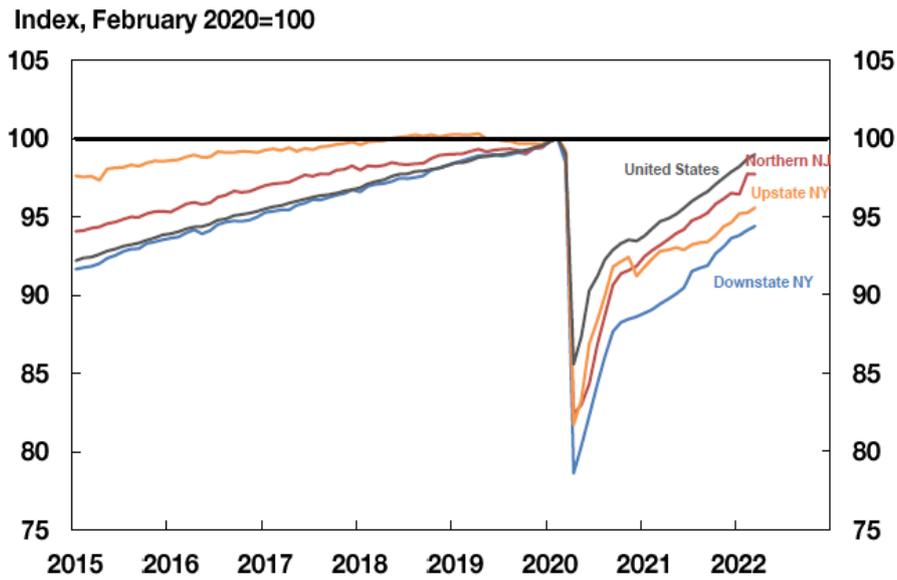


数据来源：纽约联邦储备银行。

### (二) 部分地区就业增长强劲。

1. 3 月份，纽约州南部和新泽西州北部的就业增长超过了全国，但纽约州北部的表现不如全国。
  - (1) 在过去的 12 个月里，纽约州南部的就业率增长了 5.5%，新泽西州北部增长了 4.8%，康涅狄格州的费尔菲尔德增长了 3.6%，纽约州北部增长了 3.0%，而全国范围内的就业增长了 4.5%。
  - (2) 纽约州南部的就业率比疫情前水平低 5.6%，纽约州北部低 4.4%，新泽西州北部低 2.3%，费尔菲尔德低 2.9%，而全国的就业缺口为 1.0%。
  - (3) 波多黎各 3 月份的就业率同比增长 5%，比疫情前水平高出 2.7%。

图 19 地区就业趋势



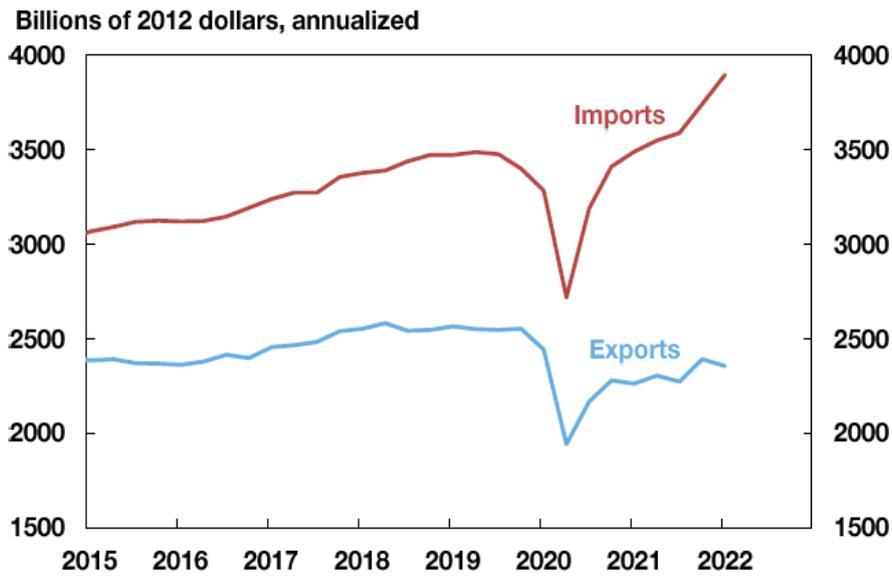
数据来源：美国劳工统计局和穆迪经济网，纽约联邦储备银行的工作人员对这些数据进行了早期校准。

## 十. 国际进展

### (一) 净出口大幅拖累第一季度的经济增长。

- 第一季度进口增长而出口下降。
  - 出口和进口分别使 GDP 年化增长率降低了 0.7 和 2.5 个百分点。
- 出口仍低于疫情前水平。
  - 食品、石油和非耐用消费品导致了销售额的下降。
  - 由于国外旅游业仍然低迷，服务出口仅有小幅上升。
- 进口远远超过了疫情前的水平。
  - 耐用消费品占进口增长的 70%，同时资本品和汽车也强劲增长。

图 20 商品和服务的进出口

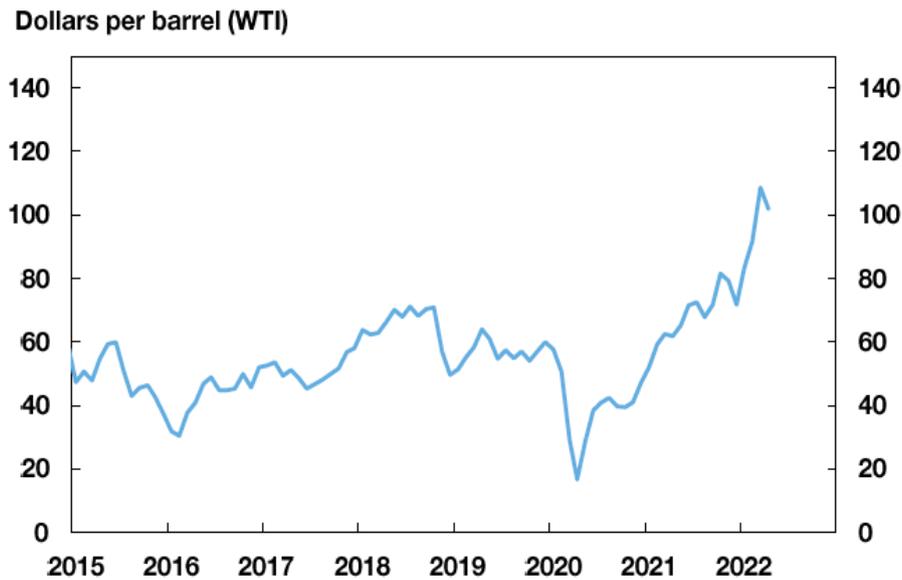


数据来源：经济分析局（BEA）。

#### （二）4 月份油价下降。

1. 油价（以 WTI 原油为基准）从 3 月份每桶 108 美元降至 4 月的每桶 102 美元。
  - (1) 自从俄乌战争爆发，油价一直在上涨。
  - (2) 原油市场已基本稳定，5 月初的油价接近 4 月份的平均水平。
2. 美国能源部 4 月份预测，从 2020 年第二季度到 2023 年底，石油产量和需求将实现平衡。
  - (1) 全球库存预计将继续吃紧，这将对价格下行压力形成限制，并鼓励市场波动。
  - (2) 该预测假设俄罗斯石油产量的下降被美国和欧佩克石油产量的增加所抵消。

图 21 原油价格



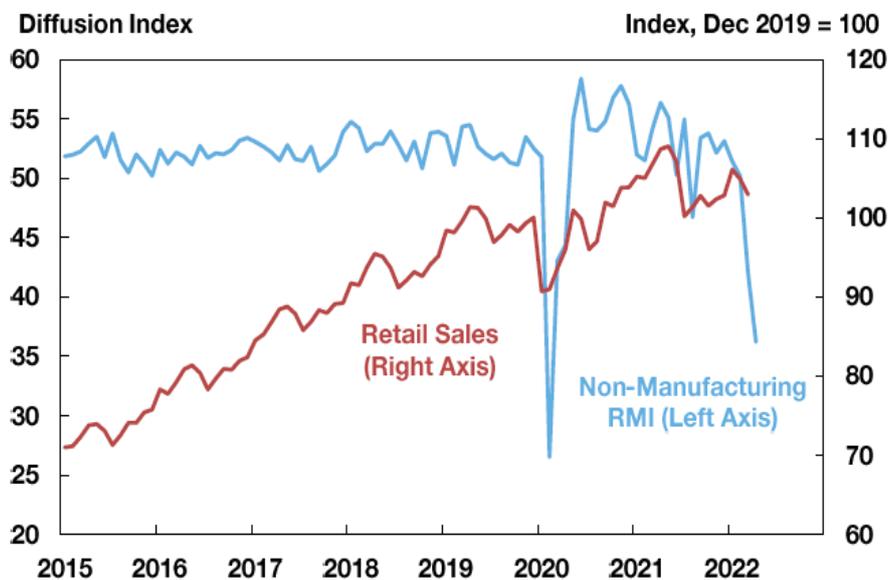
数据来源：能源信息管理局。

## 十一. 中国

### (一) 中国的数据显示经济放缓。

1. 中国严格的封锁措施抑制了消费者支出和服务业活动。
  - (1) 实际零售额在 3 月份下降 15%（年率），而服务采购经理人指数跌至 2020 年 2 月以来的最低水平。
2. 工业生产、出口和房地产行业等其他指标也说明中国经济疲软。
  - (1) 除了疫情限制，住房建筑商还面临着紧张的财务状况。
  - (2) 基础设施投资得到了政府刺激计划的支持。

图 22 中国：零售销售额和服务 PMI

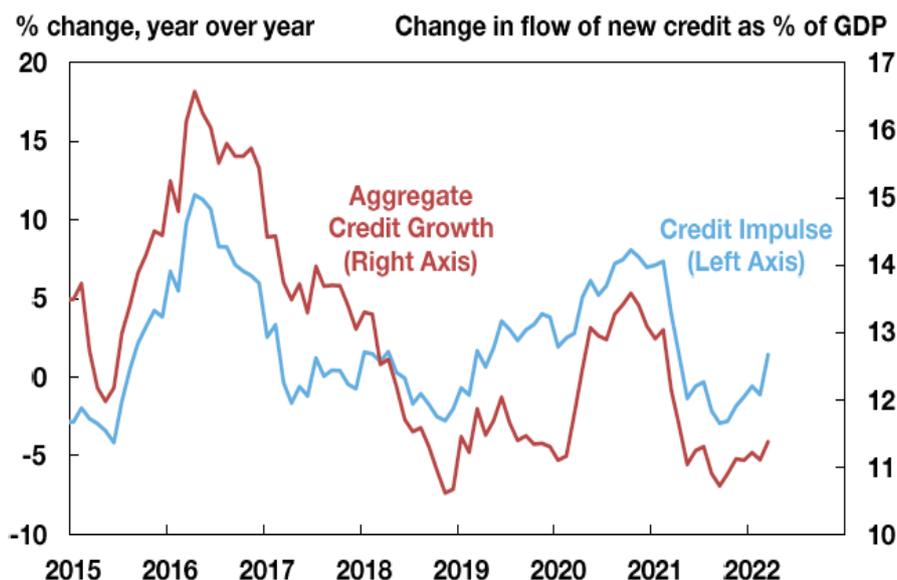


数据来源：S&P 全球、财新和国家统计局（通过 Haver 和 CEIC），经由作者计算。

## （二）信贷增长加快。

1. 支持经济的政策促进了信贷增速的回升。3 月份，信贷总量同比增长 11.4%。
2. 这些政策包括为基础设施项目发行更多地方政府债券，针对中小企业的定向贷款计划，以及适度放宽房地产相关贷款限制。
3. 信贷脉冲（新增信贷变化量占 GDP 的百分比）已从 2021 年第三季度的-3.0% 增至第一季度的 1.5%。因此，信贷脉冲的计算与经济增长相关。

图 23 中国：信贷和信贷脉冲



数据来源：中国人民银行、CEIC、纽约联邦储备银行工作人员估计。

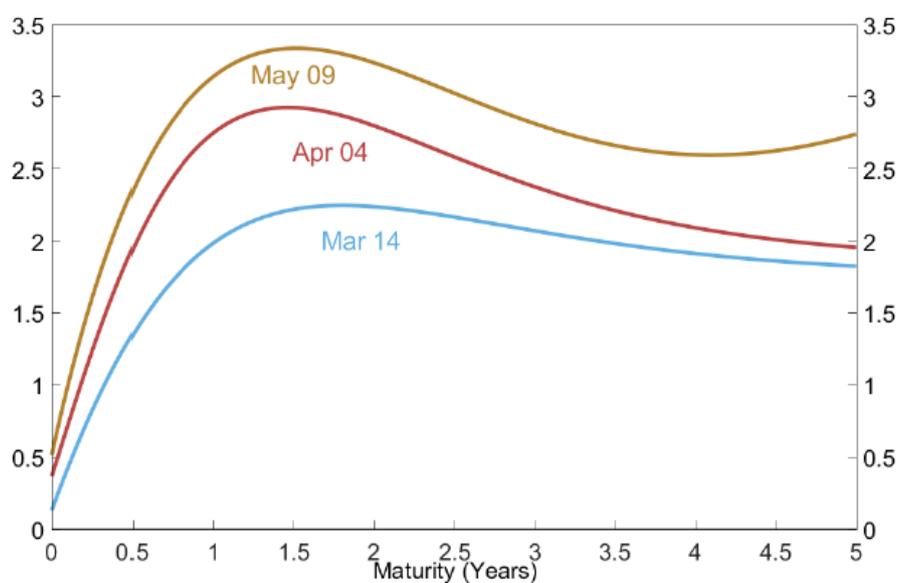
注：信贷总量和脉冲计算中包括地方政府债券，不包括股票发行、中央政府债券和冲销。

## 十二. 金融市场

### （一）联邦基金利率的隐含路径上升。

- 2022 年 4 月 4 日至 5 月 9 日期间，隔夜指数掉期（OIS）利率所隐含的联邦基金利率预期路径对于所有期限的债券均有所上升。
- 到 2023 年底，市场隐含的联邦基金利率约为 3.4%，高于联邦公开市场委员会（FOMC）自 2022 年 3 月以来的经济预测摘要（SEP）2.8%的中值。
- 在 5 年期限内，市场隐含的联邦基金利率约为 2.7%，高于 SEP 的长期联邦基金利率中值 2.4%。

图 24 预期联邦基金利率



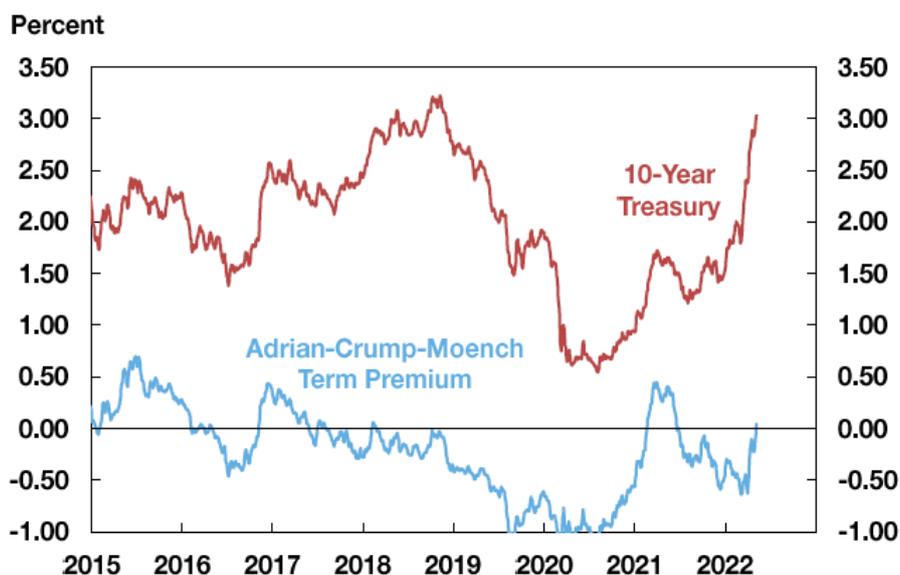
数据来源：纽约联邦储备银行计算；彭博财经有限公司。

注：估计使用 OIS 报价。

### （二）10 年期美国国债收益率走高。

1. 在 5 月 9 日，10 年期美国国债收益率为 2.99%，比 4 月 4 日高出 57 个基点。
  - (1) 2020 年 1 月的收益率均值为 1.81%。
  - (2) 2020 年、2021 年和 2022 年前四个月的收益率均值分别为 0.92%、1.51% 和 2.17%。
  - (3) 根据 Adrian-Crump-Moench 期限结构模型的估计，4 月 4 日至 5 月 9 日期间，10 年期美国国债收益率走高主要是因为预期利率路径和期限溢价均有所上升。

图 25 10 年期美国国债和期限溢价



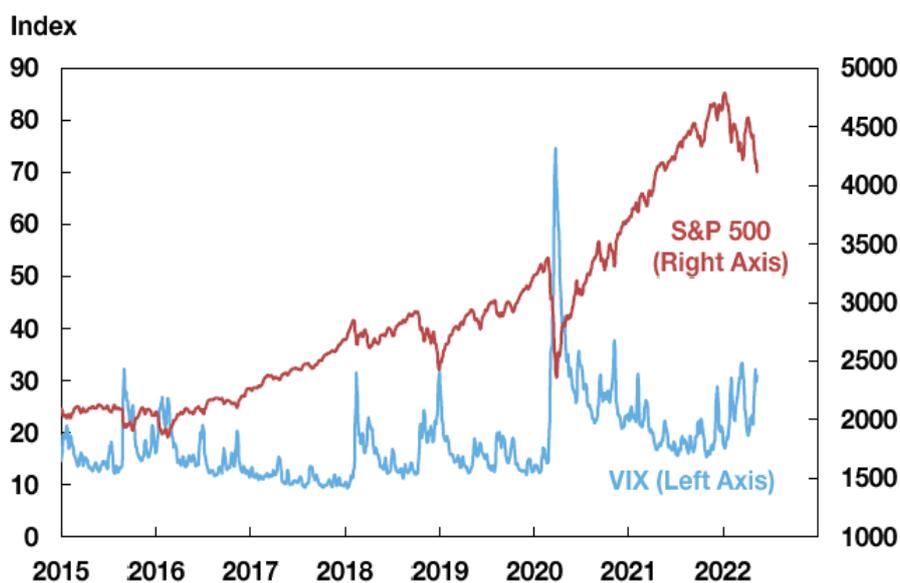
数据来源：纽约联邦储备银行和联邦储备委员会。

注：5 天平均移动值。

### （三）美国股价下降并且市场波动率上升。

2. 与 4 月的平均水平相比，以标准普尔 500 指数衡量的美国股价在 5 月 9 日下跌了 8.4%。
  - (1) 截至 5 月 9 日，标准普尔 500 指数今年累计下跌了 16%，此前该指数在 2021 年上涨了 29%。
3. 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 4 月份的 24.4 升至 5 月 9 日的 33.8。
  - (1) 从 2000 年至今，VIX 指数的中值为 17.9。

图 26 美国股市指数和波动率



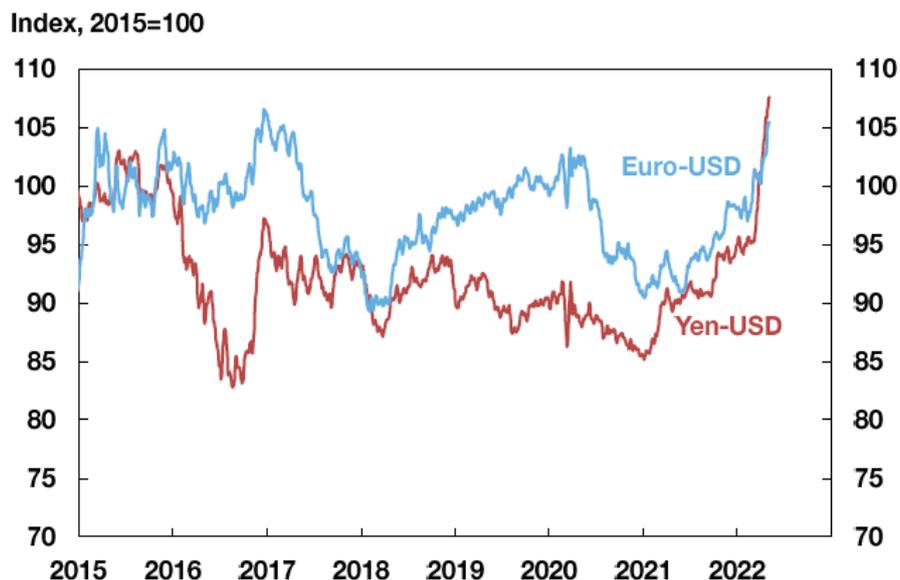
数据来源：S&P 和《华尔街日报》。

注：5 天移动平均值。

#### （四）美元升值。

1. 5 月 6 日的美元贸易加权指数较 4 月平均水平上升了 2.3%。
2. 该指数较 2021 年的平均水平上涨了 6%。
3. 与 4 月平均水平相比，5 月 9 日美元兑欧元和日元分别上涨 2.3%和 3.1%。

图 27 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 2022 年 5 月刊于 newyorkfed 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 新冠疫情中的供应链中断和通货膨胀

Ana Maria Santacreu, Jesse LaBelle /文 母雅瑞/编译

导读：在新冠疫情期间，生产价格指数(PPI)通胀出现了大幅度上升，并且，这种通胀的上升在各行业间存在差异。平均而言，制造业受到的冲击比服务业更严重。制造业内部这种通胀的上升也存在很大的异质性。是什么因素导致了生产价格指数的快速上涨和行业异质性的加剧？编译如下：

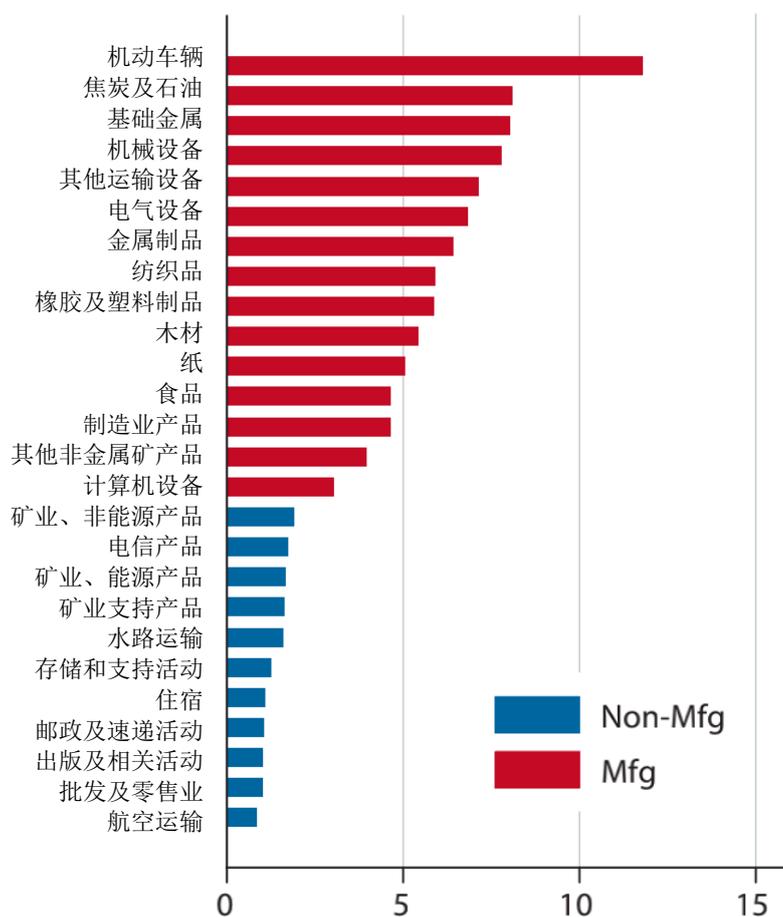
在新冠疫情期间，生产价格指数（PPI）通胀——即生产者投入成本的变化——出现了大幅度上升，并且，这种通胀的上升在各行业间存在差异。平均而言，制造业受到的冲击比服务业更严重。制造业内部这种通胀的上升也存在很大的异质性：焦炭、石油、基础金属和木制品的价格涨幅最高，而计算机设备和其他运输设备的价格涨幅最低（见图 1）。是什么因素导致了生产价格指数的快速上涨和行业异质性的加剧？作者 Santacreu 和 LaBelle 在他们为《圣路易斯联邦储备银行评论》撰写的 2022 年文章中详细探讨了这个问题。本文总结了他们的主要发现，研究了未来面临的供应链和生产价格指数通胀的挑战。

### 供应链中断在多大程度上导致了通货膨胀？

新冠疫情的特点是消费结构发生了转变——从服务转向了耐用品。这是一个重要的转变，因为耐用品的生产涉及到复杂的全球价值链：企业根据来源国的比较优势，在不同的生产阶段中去往世界各地采购必要的中间产品。在新冠疫情期间，疫情危机的全球性以及随后在世界范围内实施的遏制疫情传播的政府政策（如劳动力短缺、航运危机和区域封锁）使企业难以扩大生产以满足快速增长的需求，导致出现了生产瓶颈、交货时间长、价格上涨的压力。

图 1 2021 年 1 月至 11 月外国的平均生产瓶颈暴露状况和生产价格指数通胀

A. 外国生产瓶颈暴露状况



## B.生产价格指数通胀, 百分比

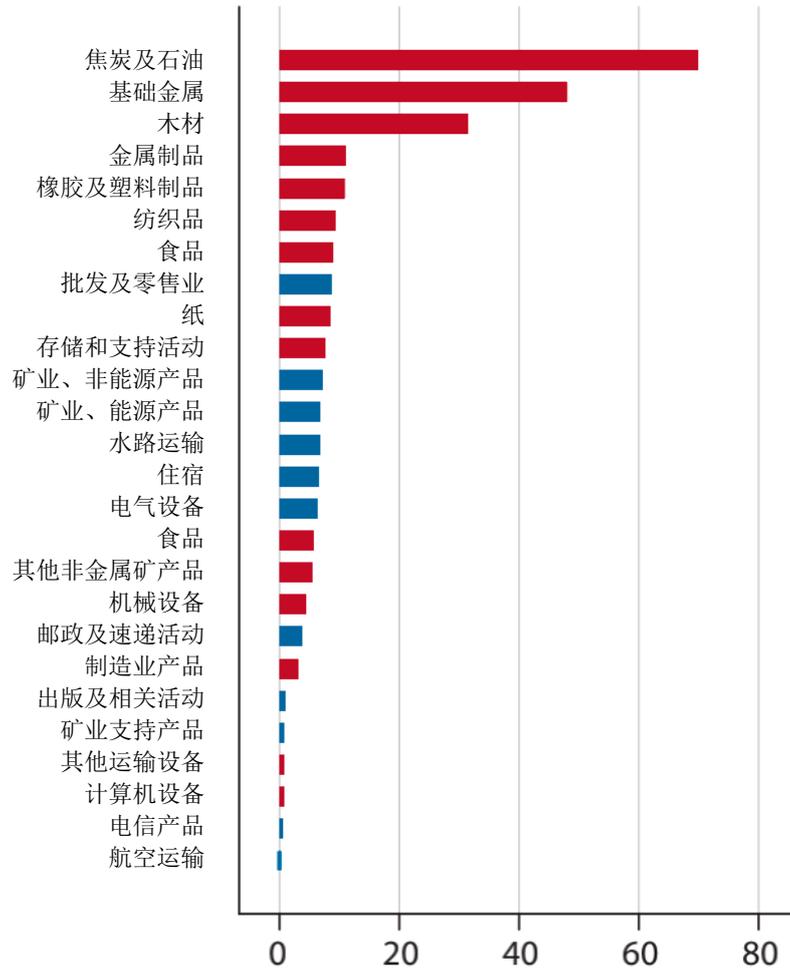
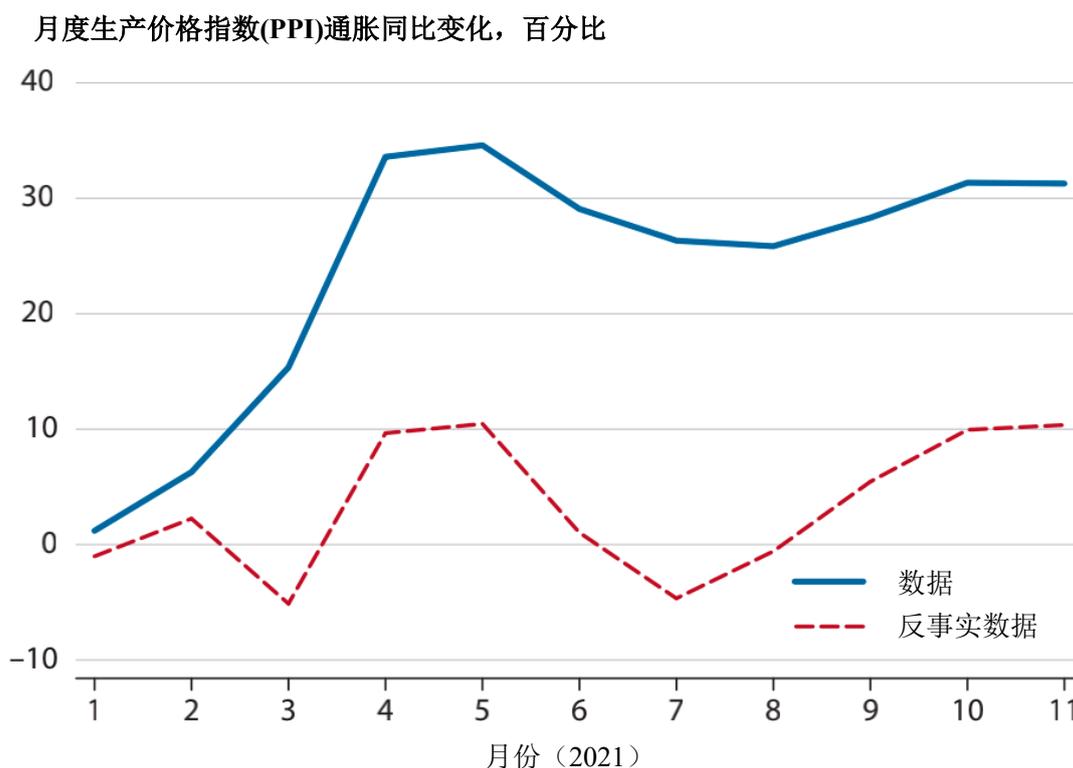


图 2 2021 年 1 月至 11 月制造业的同比生产价格指数(PPI)通胀和反事实数据对比



Santacreu 和 LaBelle (2022) 量化了这些供应链中断对生产价格指数 (PPI) 通胀的影响程度，分析了国内外生产瓶颈的影响如何在全球价值链中进行传播。对于美国的 26 个行业，他们构建了一个衡量 2021 年 1 月至 11 月之间国内外供应链中断风险的指标。他们对生产瓶颈的衡量标准来自于标普全球的采购经理人指数，该指数捕捉了与上月相比，未完成的新订单数量和供应商交货时间是增加、减少还是保持稳定。然后，他们将这一指标与各国工业投入的份额相结合。根据这一指标，那些有很大一部分投入来自延迟时间长或存在较大生产瓶颈的国家的行业，可能容易受到外国供应链中断的影响。

“在新冠疫情期间，供应链中断导致生产价格指数 (PPI) 大幅上涨。”

图 1 中的面板 A 显示了美国各行业的这种暴露量化的结果。制造业比服务业受到的影响更大，同时，受影响最大的是汽车、焦炭和石油，以及基础金属。图 1 中的面板 B 显示，总体而言，在 2021 年 1 月至 11 月期间，受国外生产瓶颈影响最大的行业也经历了更高的生产价格指数 (PPI) 通胀涨幅。例如，焦炭和石油行业，以及基础金属行业分别是第二和第三大暴露最严重的行业，它们也是生产价格指数 (PPI) 涨幅最高和第二高的行业。

在更正式的计量经济学分析中，Santacreu 和 LaBelle (2022) 在衡量国内和国外对供应链中断的风险敞口时，对他们样本中的每个美国行业 2021 年 1 月至

11 月的月度生产价格指数（PPI）同比变化进行了回归（控制了不变的行业特征变量）。他们的主要发现如下：

- （1）平均而言，制造业比服务业更容易受到外国生产瓶颈的影响；
- （2）制造业的生产价格指数（PPI）涨幅高于服务业；
- （3）与国内生产瓶颈相比，国外生产瓶颈对生产价格指数（PPI）通胀的影响更为重要；
- （4）供应链中断对生产价格指数（PPI）通胀有延迟影响，在生产瓶颈暴露的一个月后达到峰值。

最后，作者利用这些结果进行了粗略的计算，他们提出了以下问题：如果 2021 年全球的生产瓶颈表现与 2019 年一致，那么，2021 年的生产价格指数（PPI）通胀会有什么不同的变化？图 2 显示，就行业子集而言，2021 年 1 月的生产价格指数（PPI）通胀将下降 2 个百分点，11 月将下降 20 个百分点。因此，在新冠疫情期间，供应链中断是生产价格指数（PPI）通胀的一个重要来源。

#### **未来的挑战是什么？**

供应链中断似乎正在慢慢缓解：供应正在增加从而满足需求，港口延误的情况正在改善。然而，未来仍有一些挑战。俄罗斯入侵乌克兰期间实施的制裁给能源价格带来了额外的压力，导致航运改道，加剧了未来供应链中断的不确定性。

这些过去的供应链中断和当前的担忧（例如，对俄罗斯实施的制裁，以及中国进行的与新冠疫情相关的区域封锁）导致企业将重新考虑其全球采购战略，包括将生产过程进行部分回流，在供应商之间实现完美的多元化，并增加关键商品的库存。然而，重组供应链的代价高昂：它打破了与现有供应商过去建立的关系，同时与新供应商建立关系的成本很高，而且一些投入只针对一个或几个国家。因此，重组供应链可能导致行业在供应链中断时更有弹性，但这可能是以生产成本的增加为代价。

---

本文原题为“Supply Chain Disruptions And Inflation During COVID-19”。本文于 2022 年 5 月 12 日发布在圣路易斯联邦储备银行网站的经济研究板块上。本文作者是 Ana Maria Santacreu 和 Jesse LaBelle。前者是高级经济学家，后者是研究助理。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

# 价值链断裂：东西方脱钩的长期影响

Gabriel Felbermayr, Hendrik Mahlkow and Alexander Sandkamp/文 李佳欣/编译

导读：(1) 欧盟和中国之间的经济脱钩将使两个经济体的收入分别永久性减少 0.8%和 0.9%。(2) 俄罗斯与美国及其盟友脱钩将对俄罗斯(-9.7%)的实际收入产生更严重的长期影响，比对美国和盟国 (-0.2%) 严重得多。(3) 成本分配不均的原因主要在于，与美国及其盟国相比，俄罗斯的经济重要性较低，且美国与其他国家的联盟会增加对其伤害。(4) 东欧国家将受到更大影响，因为它们与俄罗斯经济的相互联系更为紧密。(5) 如果"东方"（即金砖四国）和"西方"（美国及其盟国）之间完全脱钩，这两个国家集团的收入将分别减少 3.9%和 1.3%。编译如下：

## 引言

2022 年 2 月 24 日俄罗斯入侵乌克兰，这使得俄罗斯和西方国家之间的关系被推到了一个新的低点，并引发了一连串的经济制裁和反制裁措施。保护主义政策使得双方价值链完全脱钩，俄罗斯成为一方，而欧盟、美国及其盟友成为另一方。

然而，除了能源贸易之外，俄罗斯是大多数西方政治国家的一个相对较小的贸易伙伴。例如，在 2021 年，欧洲最大的经济体德国的进口中只有 2.8%来自俄罗斯（Destatis, 2022）。与其他国家脱钩，如中国（2021 年占德国进口的 11.8%），将对欧盟的长期繁荣构成更大的威胁。鉴于中国在乌克兰危机的背景下对俄罗斯的宽松立场，以及存在大量贸易摩擦的背景下，中国和西方政治国家之间的脱钩变得越来越有可能。

我们最近的文章（Felbermayr 等人，2022）分析了政治上的西方（即欧盟、美国及其盟友）和东方（首先是俄罗斯和中国）之间经济脱钩的长期影响。通过揭示双方之间不断升级的长期贸易战的真实成本，我们发现这和政治决策者具有高度的相关性。具体来说，我们调查了四种不同的情况。

1. 欧盟和中国脱钩。
2. 美国及盟友与俄罗斯脱钩。
3. 美国及盟友与俄罗斯只在能源部门（石油、天然气、煤炭和石油产品）脱钩。
4. 美国及盟友与金砖四国（巴西、俄罗斯、印度和中国）脱钩。

我们的分析有助于目前厘清关于与俄罗斯脱钩的经济影响。最值得注意的是，Bachmann 等人（2022）模拟了俄罗斯停止向德国出口能源的短期影响，发现这样的断供会使德国的 GDP 减少 0.5%至 3%。我们的文章补充了他们的研究结果，调查了在能源领域与俄罗斯脱钩（情景 3）的长期影响。以及与俄罗斯的全面脱钩（情景 2）情况。此外，我们还模拟了欧盟和中国之间脱钩的影响

（情景 1，类似于 Felbermayr 等人，2020），以及“西方”（美国、欧盟和盟国）和“东方”（金砖四国，情景 4）之间的脱钩。

## 方法论

本节对所采用的方法进行了简短的概述。详情请参考 Felbermayr 等人（2022）。我们使用 Caliendo 和 Parro（2015）提出的国际贸易可计算一般均衡模型来研究不同制裁和脱钩方案对贸易和福利的影响。该模型量化了双边贸易壁垒变化对 141 个国家 65 个部门的影响，涵盖了全球 98% 的经济活动。它可以量化直接和间接的贸易影响，如贸易转移和实际收入影响。

我们使用全球贸易分析项目（GTAP）数据库的最新版本（Aguilar 等人，2019）来校准模型。GTAP 的优势在于它不仅包含更高的部门分辨率，而且比世界投入产出数据库（WIOD）等包含更多国家。与 WIOD（Bachmann 等人使用，2022 年）相比，GTAP 还具有独立的化石资源部门，如石油、天然气和煤炭，这些部门在与俄罗斯的贸易中发挥着重要作用。因此，该模型不仅基于广泛的部门和国家之间的详细投入-产出联系数据，而且特别适合于分析能源部门与俄罗斯脱钩的情况。

在模型中，情景 1、2 和 4 中的脱钩是通过非关税壁垒（NTB）的翻倍来实现的。这大大减少了贸易，但并没有完全断绝。情景 3 研究了美国及其盟国对俄罗斯的能源禁运，化石燃料部门（石油、天然气、石油产品和煤炭）的非关税壁垒增加到一个极高水平，使美国盟国和俄罗斯之间在这些部门不再有贸易。

## 结果

### 情景 1：欧盟与中国脱钩

本政策简报中分析的四种情况的模拟结果见下表。如栏 1 和栏 2 所示，中国和欧盟之间的相互脱钩（情景 1）将几乎完全消除双边贸易。此外，对欧盟从中国进口的产品设置贸易壁垒，会增加欧盟从世界其他地区的进口（栏 6），但减少了出口（栏 4）。这是因为阻断了欧洲公司与中国廉价中间投入的联系，增加了生产成本，从而降低了它们的竞争力。此外，欧盟对中国产品的需求下降导致人民币贬值，进一步降低了欧盟出口相对于中国出口的竞争力。另一方面，中国现在对世界其他国家的出口增加了（栏 3），因为中国的出口商转向了其他市场，但进口却减少了（栏 5）。这一变化的部分原因是人民币的实际贬值，这使得中国的商品和服务更具竞争力。

对中国从欧盟进口的产品设置壁垒，其效果正好相反。然而，鉴于欧盟对中国的双边贸易逆差，欧盟进口壁垒的影响占主导地位，导致上述模拟结果。总体而言。两个经济体的出口都在下降（第 7 和第 8 栏）。中国和欧盟之间的

脱钩将使两个经济体的实际收入分别减少 0.9%和 0.8%（第 9 和第 10 栏）。对欧盟来说，这相当于损失 1130 亿欧元年收入（相对于 2021 年的 GDP）。

表1: 与西方脱钩的贸易和收入的变化 (%)

脱钩情况	双边贸易		对欧盟出口		对欧盟进口		总出口		福利	
	东 (1)	西 (2)	东 (3)	西 (4)	东 (5)	西 (6)	东 (7)	西 (8)	东 (9)	西 (10)
情况1: 欧盟-中国	-96,21	-97,7	2,25	-0,49	-2,22	2,27	-13,56	-10,81	-0,92	-0,78
情况2: 美国及盟友-俄罗斯	-96,36	-97,69	58,79	-0,06	-9,09	1,9	-45,21	-5,72	-9,71	-0,17
情况3: 美国及盟友-俄罗斯 (能源)	-56,69	-26,82	56,08	-0,46	-22,56	8,35	-19,5	-1,98	-6,62	-0,096
情况4: 美国及盟友-金砖国家	-95,72	-97,42	16,1	-0,46	-10,82	8,35	-54,75	-41,41	-3,86	-1,32

注：福利变化可以解释为实际收入的变化。“西”是指欧盟（情景 1）或美国、欧盟及其盟国（情景 2 至 4）。“东”是指中国、俄罗斯或金砖四国，取决于情景。

资料来源：Felbermayr 等人，2022 年，自己计算和说明。

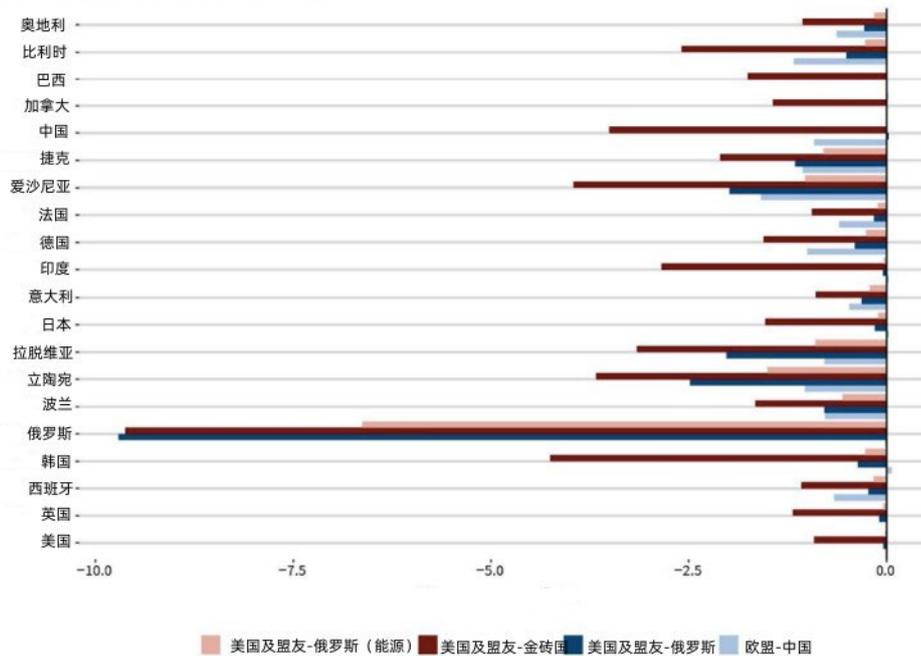
### 情景 2：美国及盟友与俄罗斯脱钩

在其他情况下发生的机制与情况 1 相同，但程度却大不相同。俄罗斯与美国及其盟国之间的贸易战（情景 2）将对俄罗斯造成巨大的经济损失，使实际收入减少 9.7%（栏 9）。相比之下，美国及其盟国将保持相对不受伤害的平均水平（-0.2%，栏 10）。然而，收入的下降是不均匀的。如图 1 所示，与俄罗斯经济密切相关的东欧国家受到的影响最大（立陶宛的影响高达 2.48%）。平均而言，欧盟的实际收入下降了近 0.4%。相比之下，中国将从俄罗斯的贸易战中略微受益，其从俄罗斯的进口几乎翻倍，并实现 0.2%的实际收入增加。总的来说，我们可以清楚地看到，相对经济规模对于最大化政治对手的福利损失和最小化本国的损失都很重要。

### 情景 3：美国及盟友与俄罗斯脱钩（能源）

第三种情况是探究美国及其盟国对俄罗斯实施能源脱钩的影响。这意味着俄罗斯向美国及其盟国出口的所有煤炭、天然气、石油和石油产品被完全取消。表 1 中也列出了结果（情景 3）。毫不奇怪，俄罗斯会增加对世界其他地区的出口（栏 3）。然而，这不能完全弥补来自西方国家的需求减少，因此，俄罗斯的总出口下降了 19.5%（栏 7），收入下降了 6.6%（栏 9）。

图1: 东方与西方脱钩的福利变化



备注：福利变化可以解释为实际收入的变化。

资料来源：Felbermayr 等人，2022 年，自己计算和说明。

另一方面，西方国家只受到轻微的影响，收入平均下降 0.1%（栏 10），这一数字似乎令人惊讶。即使是对俄罗斯有着强烈能源依赖的德国，其收入也仅将下降 0.3%（图 1）。这一下降幅度甚至小于巴赫曼等人（2022）估计的 0.5% 的下限。他们的估计与我们的估计的关键区别在于，我们调查的是长期影响，而不是能源脱钩的短期影响。相反，我们的结果显示，从长期来看，能源脱钩对欧盟来说成本相对较低。

#### 情景 4：美国及盟友与金砖四国脱钩

假设美国及其盟友与金砖四国之间脱钩，那么情景 4 是最升级的一种。一方是美国及其盟友，另一方是金砖四国。这两个国家集团之间的贸易量很大（例如，金砖四国占德国进口的 16%，占该国出口的 11%，Destatis 2022 年），因此，脱钩会对东西方都产生强烈的影响。表 1（情景 4）中也总结了模拟结果。金砖四国（-3.9%，栏 9）和美国及其盟国（-1.3%，栏 10）的实际收入都会大幅下降。此外，福利的下降将是不均匀的，受影响最大的是俄罗斯（-9.6%）、马耳他（-6.3%）、中国台湾（-4.4%）和韩国（-4.3%，图 1）。在这种情况下，德国的收入将下降 1.6%，欧盟平均下降 1.3%。

#### 结论

中国与欧盟和美国之间持续的紧张关系最终可能撕裂对经济增长有重要贡献的全球价值链。最近，俄罗斯在乌克兰的战争证明国家之间的经济关系可以

迅速破裂。为了帮助人们更好地了解这些行动的真正影响，本文提出了经济脱钩将对贸易和实际收入产生的影响的模拟结果。

“东方”和“西方”之间的脱钩将大大减少所有相关国家的实际收入。在最极端的情况下，美国及其盟国的收入将永久下降 1.3%，而金砖四国收入平均下降 3.9%。俄罗斯和西方之间脱钩将使俄罗斯的收入减少 9.7%，西方国家将只遭受平均 0.2%的损失。

我们的结果为政策制定者提供了两个参考。首先，冲突伙伴的经济规模分布越不均匀，贸易限制对目标国的危害越大。因此，让更多的国家加入到制裁中来会增加对俄罗斯的经济造成的损害。第二，至少从长期来看，美国及其盟友的平均成本相对较低。然而，这种制裁的短期影响，特别是对能源部门的影响还存在很大程度的不确定性。

就俄罗斯事件而言，经济脱钩可能是西方所拥有的防止未来矛盾升级的最佳选择手段。即使它不能阻止目前的乌克兰战争，也能防止未来的矛盾升级。然而，更一般地，模拟结果证实了经济直觉的判断。故意用贸易壁垒分割世界会减少所有相关国家的收入，因此决不能轻率行事。

---

本文原题为“Cutting through the Value Chain: The Long-Run Effects of Decoupling the East from the West”。本文作者 Gabriel Felbermayr 是世界经济研究所总裁，Hendrik Mahlkow 是基尔世界经济研究所研究员，Alexander Sandkamp 是基尔世界经济研究所研究员。本文于 2022 年 4 月刊于 IFO 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

# 中国房地产行业危机对中国和欧元区的影响

Juuso Kaarevirta, Eeva Kerola 和 Riikka Nuutilainen /文 刘铮/编译

导读：近几十年来，中国的房地产和建筑业一直是经济增长的主要引擎，如今更是在经济中扮演着重要角色。这种增长很大程度上是由债务推动的，开发商的债务攀升至前所未有的水平。在去年官方收紧行业融资后，房地产市场有所降温。2021 秋，一波房地产开发商陷入金融困境，整个行业面临沉重的压力。去年 12 月，恒大和佳兆业两大开发商离岸债务违约。本文研究了中国房地产和建筑行业现状，以及行业危机是否有可能蔓延到整个国民经济和欧元区。虽然对欧元区金融部门的直接影响将会很小，但中国房地产行业的问题可能会广泛蔓延到国内实体经济，从而增加国际上的不确定性。在此情况下，对欧元区的间接影响可能会较为严重。编译如下：

## 摘要

近几十年来，中国的房地产和建筑业一直是经济增长的主要引擎，如今更是在经济中扮演着重要角色。这种增长很大程度上是由债务推动的，开发商的债务攀升至前所未有的水平。在去年官方收紧行业融资后，房地产市场有所降温，2021 秋，一波房地产开发商陷入金融困难，整个行业面临沉重的压力。去年 12 月，恒大和佳兆业两大开发商离岸债务违约。本文研究了中国房地产和建筑行业现状，以及行业危机是否有可能蔓延到整个国民经济和欧元区。虽然对欧元区金融部门的直接影响将会很小，但中国房地产行业的问题可能会广泛蔓延到国内实体经济，从而增加国际上的不确定性。在此情况下，对欧元区的间接影响可能会较为严重。

**关键词：**中国，风险，房地产行业，建筑业，经济，经济增长

## 1、引言

房地产和建筑业在中国经济中的重要性在过去十年中急剧上升。2008 年全球金融危机之前，中国经济主要由出口驱动。为了应对随之而来的外需急剧下降，中国转向了国内刺激计划——主要表现为大型建筑项目（通过银行贷款融资）。房地产和建筑业对经济产出的贡献急剧增加——中国的债务与 GDP 之比也是随之飙升。2012 年，中国设定了一个过于雄心勃勃的目标，即到 2020 年将实现实际 GDP 比 2010 年翻一番。建筑和房地产行业在刺激经济增长中发挥了重要作用。如今，中国的房地产和建筑业在经济活动中占了很大的比重。然而，与此同时，这一行业和整个中国经济都在迅速积累债务，加剧了与该行业相关的风险。

长期以来，中国的大规模基建和相关的债务快速增长引起了全球关注，尤其是许多项目的可行性受到质疑。空荡荡的公寓、整栋住宅楼，甚至鬼城都很常见。建设的唯一目的经常是为了实现地方政府领导人的短期政治目标——一年

度经济增长和职业晋升。从过去经验看，其他迅速积累债务的国家随后都面临经济困难甚至危机。尽管中国的大部分债务是国内债务，许多国际观察人士还是担心中国债务狂潮的影响。与工资中值相比，中国最大城市的房地产价格已经攀升到天文数字，对价格大幅调整的担忧只是在最近几年才有所增加。

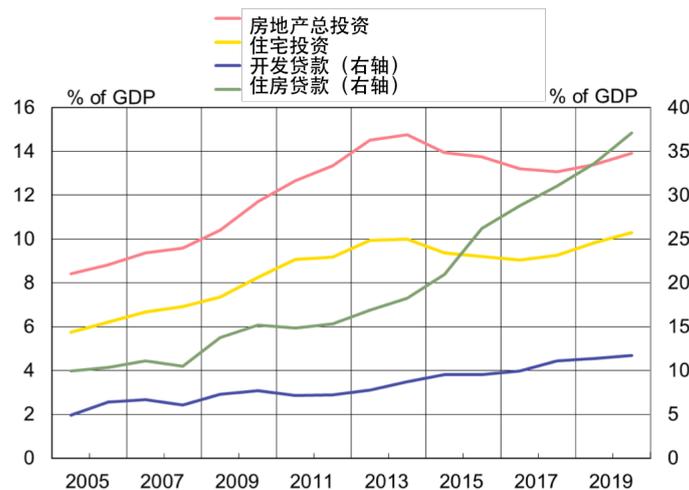
中国政府去年开始积极干预房地产和建筑行业的债务风险。然而，政府整顿市场的努力已将一些中国最大的开发商推向崩溃边缘。此外，2021 年秋季，房地产销售和建设开始放缓，房价也有所下跌。尽管政府试图平息局势，以确保两家企业的问题不会构成系统性风险，但现在看来整个行业都面临着沉重的压力。

本文研究了中国房地产和建筑业对经济的重要性、当前形势以及危机对中国实体经济和欧元区的可能影响。第 2 节和第 3 节探讨了房地产和建筑行业在中国经济中的作用，以及最近该行业实施的“三条红线”的含义。随后的专栏突出了开发商的财务状况及其最近的支付困难。第 4 节考察了中国房地产和建筑业的问题可能会如何蔓延到实体经济。第 5 节探讨了可能对欧元区和世界其他地区造成的溢出效应。第 6 节为结论。

## **2、房地产业对中国经济的重要性**

2000 年至 2019 年间，房地产企业数量翻了四番，这一行业作为雇主的重要性也有所增加。根据 Rogoff 和 Yang 的研究（2021 年），2017 年中国房地产和建筑行业雇佣了约 18% 的城市劳动力。房地产企业的固定资产投资在 2014 年达到峰值，接近 GDP 的 15%（图 1）。去年这一比例仍在 14% 左右，近四分之三的房地产行业投资用于住宅。根据相关衡量标准，中国的房地产和建筑业创造的 GDP 约占 GDP 总额的 15% 至 30%。开发贷款和住房贷款约占银行贷款总额的 30%，二者在 GDP 中的总份额已增至近 50%。

图 1 房地产行业投资和银行贷款占 GDP 的相对份额



数据来源：CEIC 和 BOFIT。

在短短 20 年内，住房支出占家庭消费的比例从 10% 上升到 25%。超过 90% 的城市居民居住在自己拥有的住房中，约 80% 的家庭资产被房地产所束缚。投资机会和社会安全网的缺乏迫使家庭投资于住房——长期以来，人们一直认为这是一种安全的赌注。事实上，2018 年 66% 的新购房者已经拥有一套住房，22% 的购房者已经拥有两套或两套以上的住房（Rogoff 和 Yang，2021 年）。

多年来，廉价资金让开发商得以大举借贷。开发商最大的资金来源是在建住宅买家的首付款。一些开发商还通过销售资管产品筹集资金（特别是向中小投资者和自己的职工销售），以及将其业务扩展到房地产之外的领域。

中国房地产与地方政府活动直接相关。例如，近年来土地使用权出让收入有时占到地方政府收入的三分之一。高 GDP 增长目标促使地方政府领导人倾向于通过大规模房地产开发项目刺激经济增长，确保自身职业发展。多年来，中央政府一直设法解决房价不断上涨和房地产行业不断增加的债务问题。政府已经采取相应措施。重塑经济结构的政策目标将重点从基建和投资转向消费和服务。然而，迄今为止，任何朝着这一方向的举措，一旦被视为威胁短期经济增长，就都以失败告终。

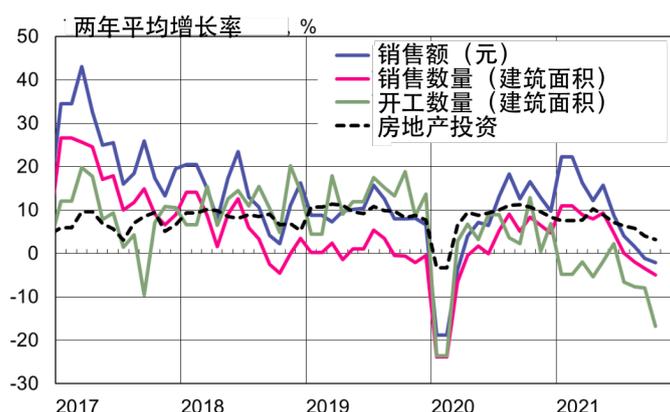
### 3、房地产行业融资收紧促使风险暴露

2017 年，习近平总书记指出“房子是用来住的，不是用来炒的。”随着中国经济从 2020 年上半年的新冠疫情衰退中迅速反弹，在中国领导人看来，解决房地产部门债务问题的时刻终于到来了。相对于中国的工资水平，住房价格——尤其是在中国最大城市——飙升至世界最高水平。疫情期间，家庭实际收入增长也出现了下滑。此外，降低住房成本与习主席最近强调的共同富裕目标也是一致的。

2020年8月，政府对开发商实施了三项债务规定。根据“三条红线”的规定，净债务与股本之比不得超过100%；资产负债率不得超过70%上限（不包括按合同出售项目的预付款）；现金与短期借款比率不得低于1。违反红线规定的开发商将面临资金短缺局面。2021年1月，银行业也出台了类似的限制，限制房地产和住房贷款在贷款存量中的份额。每家银行房地产和住房贷款的最大份额取决于其规模。大型国有银行房地产贷款余额占总贷款余额之比上限为40%，其中个人住房贷款占比上限30%左右。相比之下，小型农村银行的贷款比率要小得多，分别为12.5%和7.5%。融资渠道的限制增加了开发商对销售收入的依赖。

随着中国房地产市场降温以及住宅销售数量下降，一些开发商推迟向分包商及其员工支付款项，并暂停了在建项目。2021前十个月，以建筑面积衡量的新建住宅数量同比下降近8%，与2019年同期相比下降10%。10月，以建筑面积衡量房地产销售数量同比下降22%，两年平均下降5%（图2）。

图2 近年来，新开工和已完工住宅销售有所下降



资料来源：NBS，CEIC 和 BPFIT。

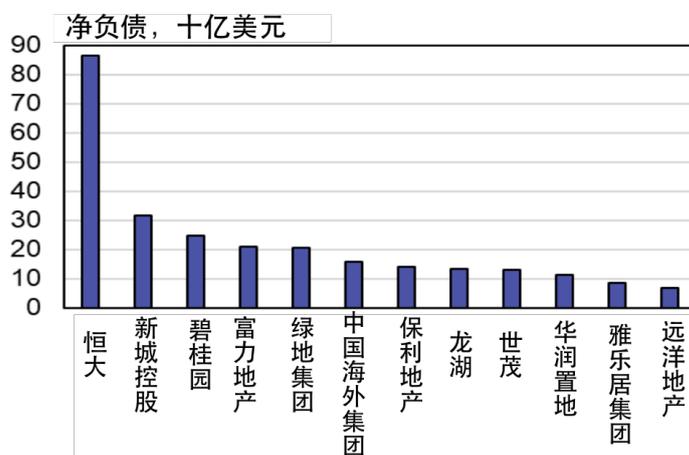
### 专栏：恒大等开发商的债务困境

2021年9月，恒大未能支付到期离岸债券利息，中国房地产行业问题开始成为国际头条。恒大去年是中国最大、负债最多的开发商（图3），控制着约4%的市场份额。在政府制定了限制其融资渠道的“三条红线”指导方针后，该公司的问题进一步恶化。恒大作为一家在香港联交所上市的私营企业，是通过借入资金来实现高增长的极端案例。它甚至将业务多元化到建筑业以外的领域，包括电动汽车制造、医疗保健、保险和广州足球俱乐部。

恒大的总负债超过2万亿元（3000亿美元），其中有息债务约为5700亿元（860亿美元，略低于中国国内银行贷款余额的0.4%）。信用评级机构标准普尔（S&P）估计，6月份国内银行对恒大的直接和间接敞口约为4000亿元人民币（600亿美元）。这些负债似乎并未高度集中在某一家或某几家银行。盛京

银行（香港上市，恒大控股）是风险最大的银行之一，因为它为其控股股东提供资金。8 月和 9 月期间，恒大将其在该银行的股份剥离给沈阳市政府。比起银行贷款风险，更令人担忧的是恒大的信托贷款。

图 3 中国负债最多的开发商



资料来源：路透社基于路孚特数据和 BOFIT 整理。截至 2021 年 9 月的情况。

恒大已成功出售了部分股权，但仍不足以弥补其财务困境。省级政府在确保建设项目完工方面发挥了积极作用，这样预付了首付款的居民就不会无家可归，分包商也能够得到付款。公司资产和债务重组，以及资产剥离，大多是在闭门情况下进行的，公开的信息很少。

恒大在 12 月拖欠了国际债务——未能在 30 天宽限期内支付其子公司于 11 月 6 日到期的 8300 万美元息票。惠誉是第一家将该公司评级下调为限制性违约的国际评级机构，尽管公司在错过付款期限后的几天内未正式宣布违约。11 月，该公司仍设法避免了正式违约，在 30 天宽限期到期之前，支付了 9 月和 10 月到期的外债息票。恒大及其两家子公司对国际贷款人的负债总额约为 190 亿美元。12 月的违约可能会引发恒大所有离岸债券的交叉违约。违约发生后，该公司表示已经成立风险管理委员会来评估和管理其财务状况。委员会的许多成员来自政府部门。

对在岸融资的打击也影响了其他负债累累的开发商，同时市场动荡限制了他们发行离岸债务的能力。研究公司 Capital Economics 计算出，大部分开发商债务仍然以国内银行贷款的形式存在。它们约占所有开发商债务的三分之二（约占中国 GDP 的 11%，见图 1）。在国内银行贷款之后，第二大债务类别是在岸债券和信托贷款（各相当于 GDP 的近 2%）。2021 第三季度，离岸债券约占开发商总债务的 9%（约相当于 GDP 的 1%）。

彭博社报道，截至 10 月底，中国开发商共发行了 2070 亿美元的美元债券，约占中国企业发行的所有美元债券的四分之一。大多数开发商的美元债券被归

类为高收益债券或垃圾债券。它们大多由大型投资基金持有。标准普尔报告称，2019 年至 2021 年 10 月发行的债券中，64%流向了基金管理人，16%流向了商业银行，12%流向了私人银行。

最近，中国建筑商拖欠美元债券的情况有所增加。彭博社估计，今年的违约金额约为 37 亿美元，占中国所有离岸支付违约金额的三分之一以上。10 月份，离岸违约增加，包括中国地产集团违约 2.26 亿美元、花样年华控股违约 2.06 亿美元、新城控股违约 2.46 亿美元以及当代置业违约 2.5 亿美元。鑫苑地产发行了 2.05 亿美元 10 月份到期的债券，用于购买 2023 年到期的新债券。11 月，阳光城集团对 6.7 亿美元到期债券进行战旗，以避免自身违约。奥园对 2.35 亿美元债务延期付款，但在 12 月，标普仍将其降级为选择性违约。12 月初，阳光 100 加入了外债外债的行列，违约金额为 1.79 亿美元。

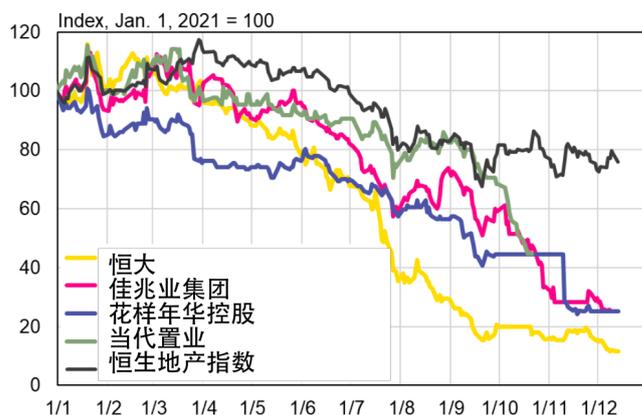
12 月，佳兆业未能支付 4 亿美元到期债券，并被惠誉降级为限制性违约。佳兆业早些时候曾向投资者提出，他们将当期到期债券延期至 2023 年，以此来度过当前的偿付能力危机。投资者拒绝了这一提议，在没有就延期付款达成一致意见的情况下，佳兆业似乎也交叉拖欠了其外债。

2015 年，佳兆业成为第一家外债违约的中国开发商。拥有国际信用评级的中国开发商已经拖欠了大约 20 多笔美元债券。其中约一半是今年发生的。恒大恒大（持有中国企业发行的所有离岸美元债券的 2%）和苦苦挣扎中国华融国有资产公司持有中国企业发行的大部分离岸债券。在所有开发商中，佳兆业是第二大美元计价债务（120 亿美元）发行人。惠誉报告称，佳兆业和花样年华控股超过一半的有息债务是外国债务。

今年，陷入困境的开发商债券和股票价格大幅下跌，特别是在香港——许多中国开发商在香港上市（图 4）。中国大陆的房地产板块股指跌幅较小。国际信用评级机构已主动降低这些公司的信用评级，同时撤销了一些公司的评级。

外国投资者担心，陷入困境的中国企业将更优先偿还其国内债务，因为对他们来说，保持中国大陆资金畅通比让离岸市场的债权人满意更为重要。恒大违约后，央行行长易纲保证，将依法保障债权人的权利。尽管如此，国际债券持有人必须接受未来还有漫长的重组。

图 4 香港上市开发商的股价在过去一年中稳步下跌



资料来源：Macrobond 和 BOFIT。

并非所有开发商的情况都是如此糟糕。根据公司财务报表，大型开发商的平均状况比去年有所改善。自去年以来，违反政府“三条红线”的公司数量有所下降（图 5）。

图 5 负债最多的开发商设法根据“三条红线”进行改进（违规数量）

	1H2020	1H2021
1 恒大	3	3
2 碧桂园	1	0
3 万科	1	0
4 绿地集团	3	1
5 保利地产	0	0
6 融创集团	3	0
7 龙湖	0	0
8 华润置地	0	0
9 中国海外集团	0	0
10 新城控股	1	0
11 世茂集团	1	0
12 华夏幸福	3	2
13 绿城	1	0
14 金地集团	0	0
15 旭辉集团	1	0
16 金茂	2	0
17 广州富力	3	2
18 奥园集团	1	1
19 雅乐居集团	1	1
20 佳兆业集团	2	0
至少一次违约，合计	15	6

资料来源：星展银行，Capital Economics，BOFIT。

#### 4、房地产业问题可能对中国经济增长带来广泛影响

房地产行业困境将如何影响中国整体经济增长？大致来说，影响渠道包括：1) 直接影响金融市场，2) 直接影响实体经济，3) 增加不确定性。

房地产行业融资成本上升和 market 价值下降将对金融市场产生直接影响。在最坏情况下，投资者恐慌情绪会蔓延到其他行业——对外国投资者来说，会蔓延到所有中国企业。利率上升和抵押品价值缩水将进一步限制企业获得所需融资，并加深企业的困境。去年夏天，中国人民银行公布了银行业压力测试结果。

在该测试中，即使房地产行业不良贷款大幅增加，也不会对银行业构成系统性威胁——尽管某些小银行可能面临较大挑战。

房地产行业问题也可能直接影响实体经济。房地产和建筑行业是一个重要的雇主，并且大量依赖的分包商链。在最坏的情况下，可能会对就业和收入产生巨大影响，导致国内需求大幅萎缩。此外，土地使用权需求和价格的下降将导致地方政府收入的崩溃。

金融市场的波动、房价的调整以及对就业的影响都会增加不确定性。信心的丧失在私营部门最为明显。家庭将不再热衷于增加消费，企业也会犹豫是否进行新的投资。由于中国大部分家庭财富都与住房有关，房价大幅下跌将加剧家庭不满。不断加剧的社会动荡可能会产生不可逆的后果。对金融市场而言，对政府失去信心将导致金融家们质疑国有企业隐性担保是否存在。对于利润最低的公司，融资渠道将枯竭，加剧他们的困境。

国际投资银行最近发布了对中国房地产行业放缓影响的估计。摩根大通估计，如果房地产投资下降 5%，GDP 增速将下降 0.6-0.7 个百分点。相应地，房价下跌 1%将使家庭消费增长下降 0.2 个百分点。在高盛给出的负面情景中，土地使用权的出售和新住房开工将下降 15%，而住房价格将下降 5%。这将使 2022 年的 GDP 增长率下降 1.4 个百分点。

值得注意的是，中国政府有大量工具可以用来干预市场。例如，当局通过各种购买计划直接应对金融市场的波动，通过政府行动补偿潜在的信贷损失，通过对银行（尤其是国有银行）下达指令来增加贷款。此外，当局还有很大的回旋余地，尤其是在货币政策方面。尽管公共部门财政在疫情期间有所削弱，且据国际货币基金组织估计，未来几年公共部门赤字将保持在 GDP 的 15% 左右，但大部分公共债务仍由国内持有。

即使政府有相当可观的供给决定权，私人需求也很难被强迫。因此，当局如何向家庭和私营企业表明不确定性正在消退，对于避免市场恐慌极为重要。如果购房者、商品供应商、小投资者和储户面临潜在损失，政府极有可能进行干预。政府也可能不会为违约公司的管理层和投资人、机构投资者或外国债权人提供纾困（至少不会完全纾困）。

## **5、中国房地产行业问题可能影响欧元区**

中国房地产行业对欧元区的直接金融威胁将通过开发商债务违约以及由此产生的信贷损失实现。全面了解中国建筑业的股权关系是非常重要的，因为开发商经常通过其子公司发行债券，其中一些子公司位于离岸避税天堂。欧元区参与者对中国房地产行业的直接投资似乎相当有限，大多数投资都是通过大型投资基金进行的。

尽管缺乏与全球市场的直接金融联系，为大规模传染提供了缓冲，但如果中国房地产行业风险蔓延到实体经济，并且该国经济增长大幅放缓，可能会对欧元区和世界其他地区产生重大影响。

建筑业急剧放缓将立即影响到生产建筑用原材料、机械、设备和技术的国家。一段时间后将影响将投资品。不确定性的增加和就业疲软将导致中国的私人消费萎缩，这可能会影响全球对中国的消费品出口。中国除了是世界上最大的出口国之外，还是仅次于美国的世界第二大进口国。

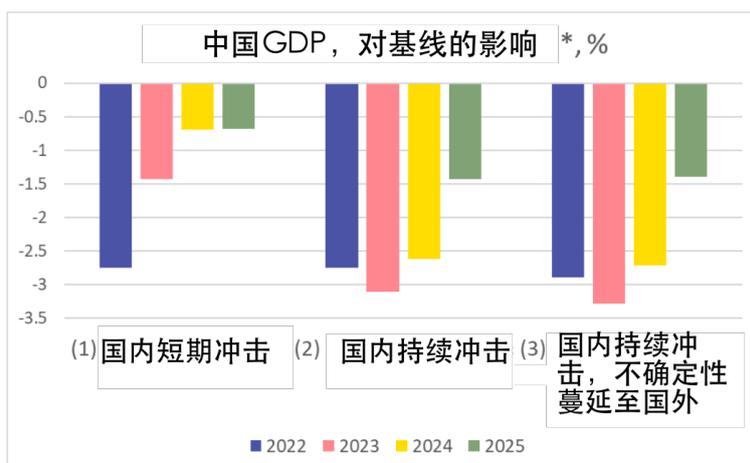
在本节的分析中，我们使用了国际货币基金组织（IMF）开发的全球综合货币和财政（GIMF）模型。为了模拟房地产行业的风险，我们假设中国经济面临三种风险冲击：企业风险溢价急剧上升（风险溢价冲击），固定投资下降（投资冲击），家庭不确定性增加（偏好冲击）。我们考虑三种情景。在第一种情景下，中国迅速解决了房地产和建筑行业问题。冲击影响持续了大约一年。它们是暂时的，不会传播到国外。在第二种情景下，政府需要更长的时间来稳定局势。冲击影响持续了三年，但仍局限于中国经济。在第三种情景下，冲击影响持续三年，不确定性蔓延到世界其他地区。

我们假设在所有情景下，中国的固定资产投资在第一年（2022 年）比基线水平下降了近 9%，消费下降了 4%，对外借款的风险溢价上升了近两个百分点。在此冲击规模下，中国 GDP 在第一年收缩，约为国际货币基金组织 2021 年 10 月《世界经济展望》（WEO）预测值的一半，该报告预计中国在 2022 年的 GDP 增长率为 5.6%。

在第一种情景下，中国 GDP 在短暂冲击之后于 2024 年恢复至低于基线 0.5% 的水平（图 6）。在第二种和第三种情景下，政府需要更多的时间来控制局势，且冲击持续时间更长。在这两种情况下，三年后 GDP 增长仍将比基线低 2.5%。

在考虑这些结果时，请注意 GIMF 模型最初是用 2008 年全球金融危机之前的数据进行校准的。自 2008 年危机以来，中国在全球经济，特别是全球贸易中的比重显著增加。因此，模型产生的结果应该被视为一种下限。事实上，与其他模型相比，此前使用 GIMF 模型对中国进行模拟的结果偏低。

图 6 三种冲击情景对中国 GDP 增长的影响



资料来源：芬兰银行计算。

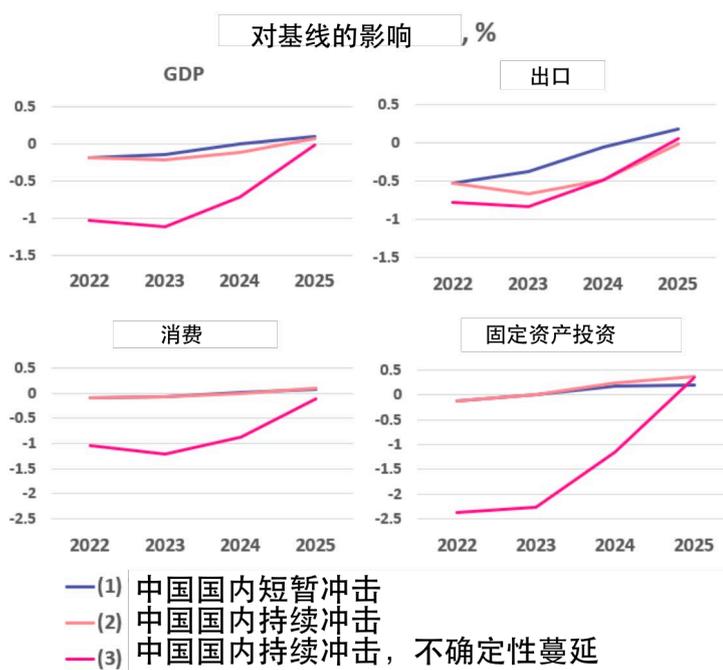
\*使用国际货币基金组织 2021 年《世界经济展望》中的基线标准。

这对欧元区意味着什么？在第一种和第二种情景下，对欧元区的影响似乎相对较小。甚至中国 GDP 增长的持续放缓（第二种情景）的情况下，在接下来的两年中，欧元区 GDP 增长也不低于基线的 0.2%（图 7）。2022 年，出口收缩了 0.5%，且在第二种情景下到 2025 年才会回到基线。即使中国的国内冲击是持续的，也不会对消费或固定资产投资产生重大影响。

然而，在第三种情景下，影响要大得多。第三种情景假设中国的经济问题将在世界其他地区产生不确定性（这是合理的）。在此情景下，未来两年欧元区 GDP 增长将比基准线低约 1%，出口将下降 0.8%。根据 IMF 的最新预测进行调整后，2022 年欧元区 GDP 增速从 4.3% 降至 3.2%，出口增速从 5.4% 降至 4.6%。不确定性的增加对消费和固定资产投资的影响最大。未来三年消费将比基线低约 1%，固定资产投资将在未来两年降低近 2.5%。

总体来看，我们可以说，在所有三种情况下，中国增长放缓直接影响欧元区的出口。该模型显示，在风险没有扩散到中国以外其他地区的情况下，欧元区固定资产投资、消费以及 GDP 所受到的影响微乎其微。如果风险扩散，2022 年中国 GDP 增速减半将使欧元区 GDP 增速下降约 25%。

图 7 三种情景对欧元区的影响



资料来源：芬兰银行计算。

## 6、结论

中国经济增长正在降温。2021 第三季度，GDP 环比增速下降至 0.2%，固定资产投资对同比增长的贡献为负值——这十分反常。月度数据显示，10 月和 11 月国内经济增长继续放缓。经济放缓涉及多个行业，但自从官方介入处理过度债务以来，对于经济十分重要的房地产行业困境不断加深。房屋销售量正在迅速萎缩，住宅价格下降，新开工房屋数量也在下降。

中国官方立场是，个别开发商的问题是可控的，不会构成系统性风险。然而另一方面，有明显迹象表明，房地产行业的困境已经从个别开发商蔓延到了整个行业。这种情况大大增加了风险。尽管官方尚未对“三条红线”指导下的建筑业贷款做出让步，但他们必须权衡考虑党的其他经济目标。事实上，中国决策者的首要目标是持续的经济增长——也许更重要的是保持稳定。最近的新闻报道表明，中国官方已经在执行债务规定时，对国有开发商给予一些空间，一些城市已经采取行动，通过放松对购房者的限制来支持住房销售。尽管如此，官方尚未在公开层面提及对该行业更广泛的支持措施。

尽管降低房地产部门负债和对房价进行调控的目标是合理的，但掌控当前局势并非易事。与许多国家的政府不同，中国政府有更多的工具通过影响经济参与主体。在这方面最重要的是政府对银行业的控制。然而问题的最终关键在于，中国人是否相信他们的政府有能力应对这些问题。作为一个非民主国家，中国的决策者有强大的动机来防止局势失控。然而，只要房地产整体都面临困

难，政策失误的可能性就会继续增加（例如，可能会错误判断形势或错误地安排政策响应的的时间）。考虑到企业财务报告的准确性和完整性、企业经营的复杂性，尤其是政府部门经济统计数据的质量存在不确定性，失误的风险被放大。评估经济状况很困难，从而制定必要的政策措施也变得复杂。

如果中国房地产行业陷入危机，将通过多个渠道影响国内经济。建筑活动将迅速收缩，失业率上升，银行不良贷款存量增加，消费者需求受损。对官方处理经济问题的能力失去信心，将进一步加剧不确定性。危机将直接影响建筑用原材料需求和世界大宗商品价格。尽管欧元区资金只有少量流向了中国企业，但中国是世界第二大经济体，也是欧洲企业的重要市场。如果不确定性在国际上蔓延，中国经济放缓最会制约欧元区增长。

---

---

本文原题为“China's Real Estate Sector and the Impacts of its Possible Disorder on Chinese Economy and the Euro Area”。本文作者 Juuso Kaaresvirta, Eeva Kerola 和 Riikka Nuutilainen 供职于芬兰银行新兴经济研究所（BOFIT）。本文于 2021 年 12 月刊于 BOFIT 政策简报。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

# 当中美关系紧张时：亚洲实体部门和金融部门的国际溢出效应

John Beirne, Nuobu Renzhi, and Ulrich Volz / 文 熊春婷/编译

导读：本文考察了 2000 年至 2020 年间源自中美两国的货币政策冲击对亚洲发达经济体和新兴经济体的实体部门和金融部门溢出效应。本文利用结构面板向量自回归方法，发现亚洲经济体整体上更容易受到中国货币政策冲击的影响，而不是美国货币政策。主要原因是亚洲区域间贸易一体化程度高，这与以往研究结果一致。然而，尽管主流文献强调了美国货币政策在全球和亚洲金融市场冲击传导中起主导作用，但我们发现，亚洲发达经济体的利率对中国货币政策冲击的反应更具持久性。此外，在股票市场和汇率方面，新兴亚洲经济体更容易受到来自中国的冲击。随着中国金融账户的逐步开放，亚洲金融市场与中国金融市场的同步上升，贸易和区域价值链的间接影响也在加强。编译如下：

## 一、本文简介

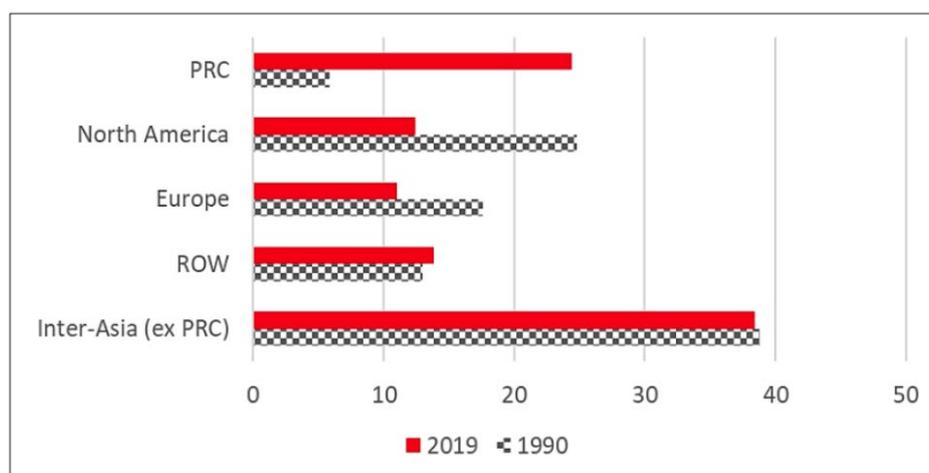
新兴经济体面对发达经济体（主要指美国）金融溢出效应的敏感度，尤其是在危机期间，是国际金融文献中一个经典话题。美国是全球最大的经济体，同时美元作为全球储备货币，在国际贸易结算和投资中占主要地位，因此美国的货币政策是影响全球金融市场状况的主导力量，这点不难理解（例如，Obstfeld 2020）。尽管如此，中国在过去十年左右的时间里迅速崛起为全球经济和金融大国，其货币政策对全球实体部门和金融部门产生不可估量的溢出效应。近期 Miranda-Agrippino Nenova, Rey (2020) 指出，美国货币政策冲击通过金融渠道影响全球经济，而中国货币政策冲击通过国际贸易、大宗商品价格和全球价值链影响其他国家。本文基于这一分析，深入调查了亚洲发达经济体和新兴经济体对外部金融溢出效应的敏感度，识别了货币政策不确定性冲击，并对 2000 年至 2020 年期间中美两国的实体部门和金融部门的溢出效应进行了实证检验。鉴于亚洲各国的多样性（既有发达经济体，也有新兴经济体），我们选择研究货币政策冲击在亚洲国家的溢出效应。

在过去 30 年里，亚洲的贸易一体化稳步增长，中国在其中的作用愈加突出。1990 年至 2019 年，中国与亚洲其他国家的贸易大幅增长，分别占全球贸易的 6% 至 25%。相比之下，亚洲与美国之间的贸易份额在此期间有所下降（见图 1）。另一方面，中国与亚洲其他国家之间的进出口总额大约是其与美国的进出口的两倍。这表明中国冲击通过贸易渠道传向亚洲其他国家（见附录中的图 A1）。

投资者通过利用国外与美国的利差进行套利交易，激活了资本流动作为传导机制的金融渠道。中国的资本流动受到管制较大，不过与亚洲其他国家相比，中国的资本流入和流出较大。全球金融危机后，由于中国逐渐放开资本账户，且利率高于美国，中国出现净资本净流入，而在过去 20 年中，中国的股票回报率与其他亚洲市场的股票回报率呈现出越来越高的相关性（如 Arslanalp et al.

2016)。因此，尽管中国主要通过贸易渠道影响亚洲其他地区，但越来越多的证据表明，中国和别国之间的直接金融联系也在不断增长。

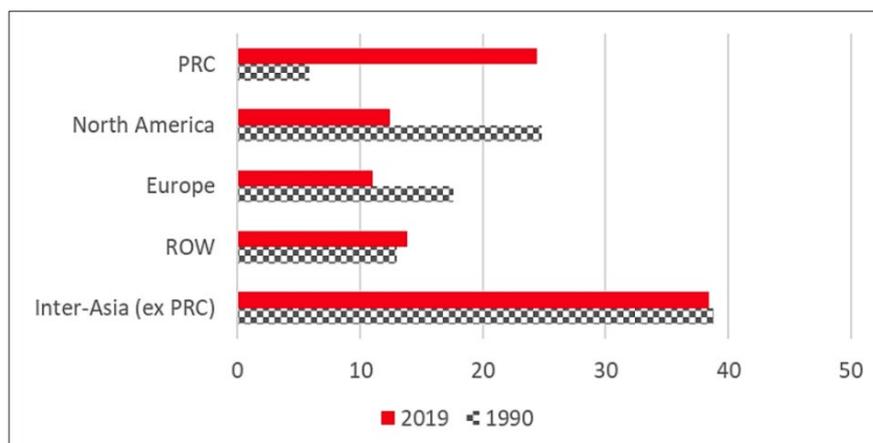
图 3 亚洲贸易一体化



注：图 1 报告了按地区划分的贸易总额(出口加进口)的份额。

来源：国际货币基金组织贸易统计数据。

图 4 亚洲贸易一体化



注：该图根据每日数据，使用亚洲（不包括中国）股市指数的简单平均值，报告了中国和美国股市指数的相关性。

资料来源：彭博社。

与贸易一体化不同，从历史上看，亚洲在全球层面上的金融一体化程度高于区域层面(例如，Kim, Lee 和 Shin 2008; García-Herrero, 伍尔德里奇和杨 2009)。部分原因是因为一些亚洲经济体拥有巨额经常账户盈余。

就金融一体化而言，图 2 描绘了中国与亚洲其他地区股票收益之间的相关性不断上升，与 2019 年美国股票收益与亚洲（不包括中国）股票收益之间的相关性相似。此外，虽然中国的全球组合投资资产和负债水平远低于美国

(Miranda Agrippino、Nenova 和 Rey 2020)，但随着时间的推移，从亚洲流入中国的组合投资流入显著增加（见附录图 A2）。这表明，中国与亚洲其他国家之间的直接金融联系日益重要，中国对一些关键市场的影响比其他市场更大。本文其余部分的结构如下：第 2 节概述了相关文献；第 3 节描述了数据和方法；第 4 节讨论了实证结果；最后，第 5 节得出结论。

## 二、相关文献

本文对全球实体部门和金融一体化以及及其溢出效应传递方面的文献做出了贡献。早期研究这些问题的学者往往只关注发达经济体，特别是在 1987 年美国股市崩盘等重大危机事件之后（例如，Hamao、Masulis 和 Ng 1990 年；金和瓦德瓦尼 1990 年；Schwert 1990）。随着新兴经济体的金融市场变得更加发达，学者们转向研究新兴经济体股市之间的冲击传递（例如，Bekaert 和 Harvey 1997；Bekaert, Harvey 和 Ng 2005）以及成熟经济体和新兴经济体之间股市的冲击传递（例如，Bekaert et al. 2010）。以亚洲为例，在 1997 年亚洲金融危机之后，许多论文通过研究亚洲股票市场去分析金融传递效应（例如，Ng 2000；Tay, Zhu 2000；李和罗斯 2008）。这些早期论文表明，发达经济体（尤其是美国）金融市场的发展推动了金融冲击在全球范围内传播。近期研究也强调了美国在影响全球市场方面的重要作用。Bagliano 和 Morana（2012）发现，美国金融冲击的实际影响通过资产价格传递到国外。Georgiadis（2016）指出，美国货币政策冲击在全球层面产生了显著的产出溢出效应，其规模取决于贸易和金融一体化水平、法律上的金融开放度、汇率制度、金融市场发展程度、劳动力市场僵化、产业结构、参与全球价值链。

本文还涉及与全球金融周期相关的文献（Rey 2013），这些文献表明，与 VIX 指数有关的全球因素会导致资产价格波动和国家间资本流动。此外，有研究表明美国货币政策是全球金融周期的主要驱动力（Bruno 和 Shin 2015）。Miranda-Agrippino 和 Rey（2020）强调，鉴于美元在国际货币体系中的主导地位，美国是金融溢出效应的主要传递者。Jorda 等人（2019）在一项关于金融周期同步的研究中发现，全球股票市场风险偏好的波动与美国的货币政策密切相关，特别是对实行固定汇率制度的经济体而言。Habib 和 Venditti（2019）提供了进一步的证据，表明更开放和严格盯住汇率的经济体最容易受到资本流动带来的全球风险的影响。

美国经济及其货币政策的发展是 1930 年以来的大萧条及之后的金融危机主要原因，但是近年来中国经济逐渐发展并开始冲击美国的全球霸主地位。一些文献论述了中国及其货币政策在亚洲其他地区乃至全球宏观经济和金融发展中所起的重要作用。Miranda-Agrippino, Nenova 和 Rey（2020）研究了中美两国货

币政策冲击的全球传导，即美国货币政策通过资产市场和资本流动在全球传递，也发现中国的货币政策冲击通过对全球价值链、国际贸易和大宗商品价格的影响在全球传递。Belke, Dubova 和 Volz（2018）调查了主要发达经济体和中国对亚洲新兴经济体的债券收益溢出效应，发现尽管中国在区域经济和全球经济中占据重要地位，但其债券市场的国际溢出效应似乎有限。他们将这一结果归因于对证券投资流动的全面控制。Kozluk 和 Mehrotra（2009）的早期研究考察了中国货币政策冲击对东亚和东南亚经济体的影响，发现了一些实际溢出效应的证据，产出和通胀对中国货币扩张做出了积极和显著的响应。

近期也有许多学者开始研究中国在全球层面的一体化。方等人（2021）研究了中国和其他 G7 发达经济体的溢出效应。他们发现虽然中国对全球金融市场的影响随着时间的推移而增加，但 G7 对中国的溢出效应仍然大于中国的溢出效应。这与之前那些强调美国在影响全球金融状况方面的主导地位的文献一致。Zhou、Zhang 和 Zhang（2012）表明，随着时间的推移，亚洲金融市场的相互依存度越来越高，中国股市发挥着重要作用。此外，Mwase 等人（2016 年）指出，由于中国在大宗商品和国际贸易中的中心地位，中国在全球层面的影响力较大。此外，这些作者报告说，中国金融市场发展的外部影响与新兴亚洲的外汇市场和商品出口国的关系最为密切，但是这些外部影响的幅度明显小于来自美国的影响。

Arslanalp 等人（2016）发现，自 2007、2008 年全球金融危机以来，中国对其他亚洲经济体的金融溢出效应有所增加，并且在中国更高水平的贸易一体化中更为明显。在最近的工作中，艾哈迈德等人（2019 年）强调，中国大量的非金融企业债务和地方政府债务可能对全球金融市场（包括新兴市场经济体）产生负面影响，而金融渠道特别是股票市场发挥着重要作用。此外，作为冲击传递者的金融渠道可能会因为真正的干扰而被激活，就像在 2015-2016 年的“中国恐慌”事件中发生的那样，当时对中国增长前景的担忧引发了全球股市的紧张局势。艾哈迈德等人（2019）发现，总体而言，中国与国外之间的直接金融联系可以通过投资者情绪表现出来。

Yang、Yu 和 Ma（2019 年）研究了中国金融业的国际溢出效应，指出中国拥有世界第二大股票市场，而中国四大国有银行位居前 10 位。他们发现，在金融压力时期，中国金融部门对货币政策的反应特别灵敏，中国金融机构的系统性是向国外传导的重要渠道。更具体地说，他们得出的结论是，日本的金融业与中国的金融业尤其相互关联。尽管中国的股市可能会出现波动，但 Carpenter、Lu 和 Whitelaw（2015 年）指出，过去十年的金融改革有助于加强外部金融一体化，中国股市的发展也开始影响美国的企业盈利能力和风险定价。

### 三、数据和方法论

本节将描述检验亚洲的实体部门和金融部门面对来自美国和中国的货币政策冲击时会有何反应所采用的数据与方法。通过使用 2000 年 1 月至 2020 年 12 月的月度数据，我们估计一个结构面板向量自回归（VAR）模型，对期间的 11 个亚洲经济体（中国香港，印度，印尼，日本，大韩民国，马来西亚，菲律宾，新加坡，台北,中国，泰国和越南）进行估计。我们将样本分成两个子面板——亚洲经济体和亚洲新兴经济体。本文的核心是检验面对来自中国和美国的货币政策冲击时，亚洲发达经济体和新兴经济体的实体部门和金融部门的反应。

亚洲实体和金融部门的变量包括实际国内生产总值的增长率；经常账户余额占国内生产总值的比例；消费者价格指数（CPI）；短期利率；股票价格；实际有效汇率；资本流动波动性；净资本流动（相对 GDP）。附录中的表 A1 提供了我们使用的所有变量及其来源的详细信息。

我们构建面板 VAR 模型，其简化形式为：

$$Y_{i,t} = A(L)Y_{i,t-1} + \alpha_i + \mu_{i,t}; i = 1, \dots, N \quad (1)$$

$$B^{-1}Y_{i,t} = B^{-1}A(L)Y_{i,t-1} + B^{-1}\alpha_i + \epsilon_{i,t}; i = 1, \dots, N \quad (2)$$

本文的目的是研究中美两国的货币政策对亚洲实体部门和金融部门的溢出效应。因此，本文还需识别货币政策冲击这一变量。本文使用外部工具变量（Stock 和 Watson 2018）来识别货币政策冲击，公式（2）中的 B 表示包含识别信息的参数矩阵，该变量源于 Klein 和 Linnemann（2021）的文章。我们假设外部工具变量与货币政策冲击相关，但与其他冲击无关。对于美国，我们使用 Bu、Rogers 和 Wu（2021）的新货币政策冲击系列作为外部工具变量，这是联邦公开市场委员会（FOMC）公告日所有货币政策行动的一个汇总变量。这一外部工具变量不仅能稳定地架起常规和非常规政策机制之间的桥梁，而且能把美联储的信息传递效应排除在外——该信息会影响市场预期，且相对不可预测。

想准确识别中国的货币政策冲击极具挑战性。主要原因是中国人民银行同时使用多种货币政策工具，包括存款准备金率、央行贷款利率和货币供给（Reade 和 Volz 2012;坎伯和莫汉蒂 2018）。因此，简单地选择一个外部变量很难准确地衡量中国货币政策冲击。为了反映中国兼顾数量目标和价格目标的货币政策，本文遵循“影子政策利率”的概念（Wu and Xia 2016），使用货币供应量和估计的自然利率来构建影子政策利率（Xu and Jia 2019）。我们将货币当局的泰勒型规则作为影子政策利率在单独递归中识别 VAR，进而得到货币政策

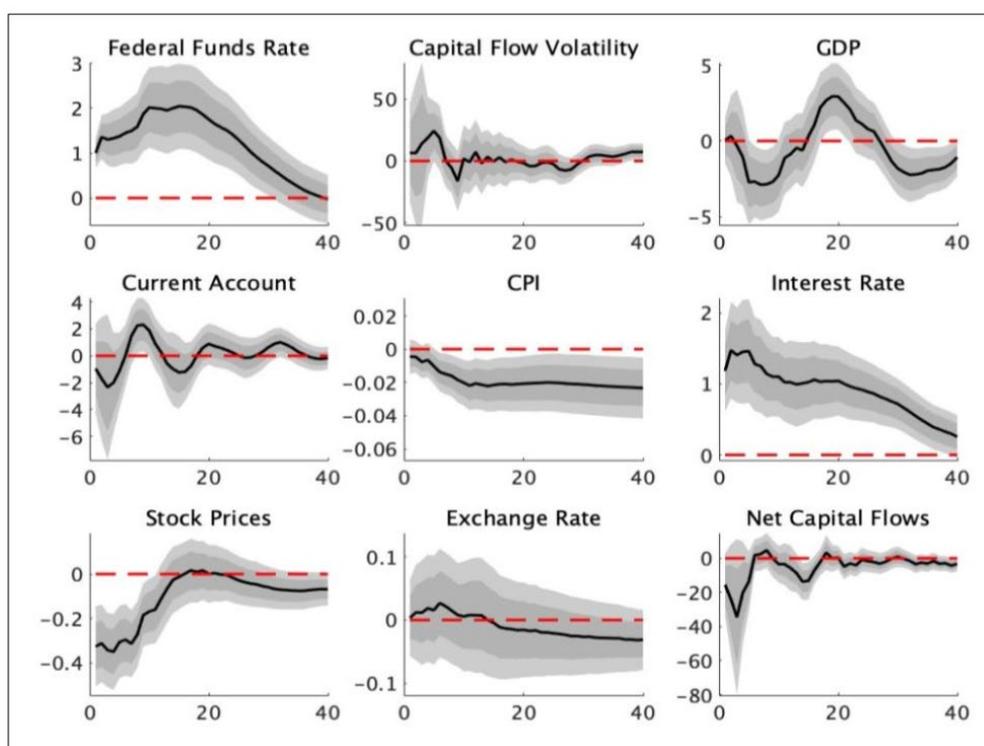
冲击序列（Christiano, Eichenbaum, and Evans 1999）。我们还检查了用于识别中美两国货币政策冲击的外部工具变量强度，发现强度很高。

#### 四、实证结果

##### 4.1 基本结果：中国和美国的货币政策冲击

图 1 至 4 显示了面对来自中美两国货币政策的冲击，亚洲发达经济体和新兴经济体的实体和金融是如何反应的。虽然讨论的重点是对亚洲经济体的经济传递效应，但为了说明所施加的冲击的规模、方向和持续时间，本文还展示了美国联邦基金利率和中国政策利率（视情况而定）的反应。图 3 显示了美国货币政策冲击对亚洲发达经济体的溢出效应。

图 5：亚洲发达经济体面对美国货币政策冲击的反应

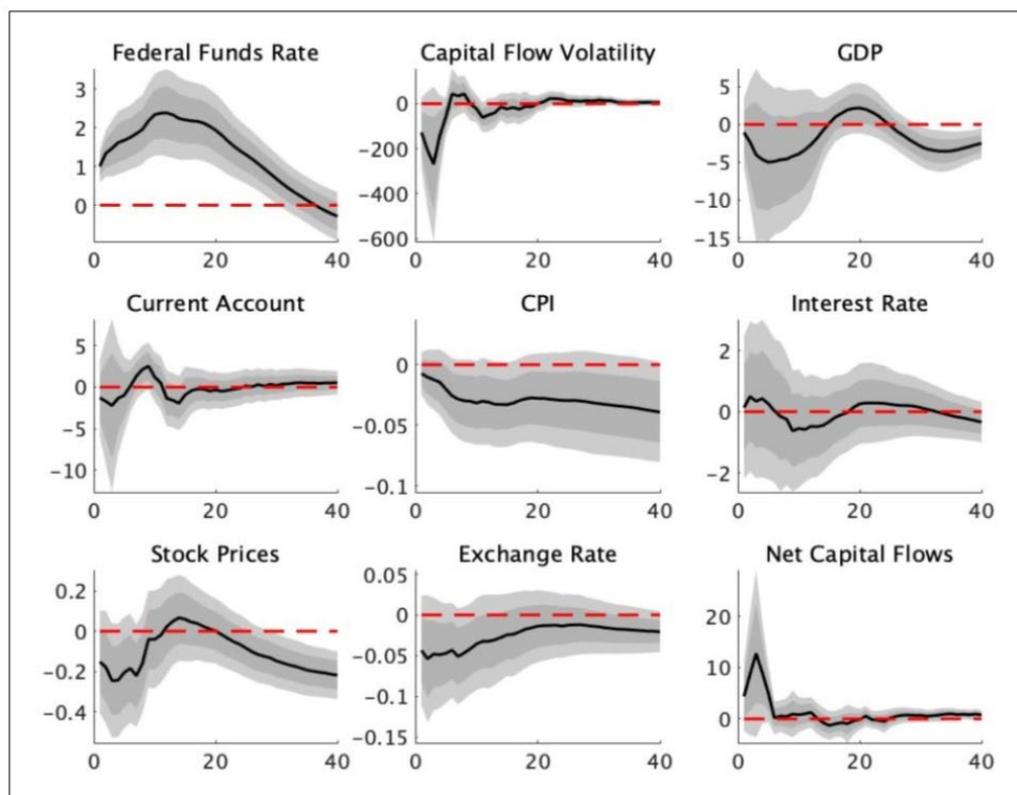


注：该图报告了 68%和 90%置信区间的中间值。纵轴单位为百分数，横轴单位为月数。

图 3 主要展示了美国货币政策冲击对亚洲发达经济体的影响。在大约前 20 个月的时间里，亚洲发达经济体对美国货币政策冲击的反应幅度与冲击本身成正比。这意味着美国金融市场与亚洲发达经济体金融市场之间存在很强的关联性，不过随着时间的推移，反应强度将大幅下降。股市方面，美国货币政策冲击在 18 个月后才会对亚洲发达经济体产生具有统计学意义的抑制效应，再过 18 个月后，这种效应才会基本消散。资本流动方面，美国加息将导致亚洲发达经济体资本净外流，这与预期一致，但这种影响在 6 个月后变得不显著。资本流动波动率方面，美国货币政策冲击的影响大约在 6 个月后就消失了。实际汇

率方面，美国货币政策冲击对实际汇率的影响微乎其微。这可能与汇率的基本水平有关，在汇率被高估的地方，汇率对收紧的货币政策冲击具有更大的弹性（例如，Aizenman、Binici 和 Hutchison 2016）。就实际溢出效应而言，在美国货币政策收紧的冲击之后，亚洲发达经济体的 CPI 持续大幅下降，而 GDP 增长和经常账户余额则随着时间动态变化，其变化趋势不明确。图 4 显示了美国货币政策冲击对亚洲新兴经济体的溢出效应。

图 6：亚洲新兴经济体面对美国货币政策冲击的反应

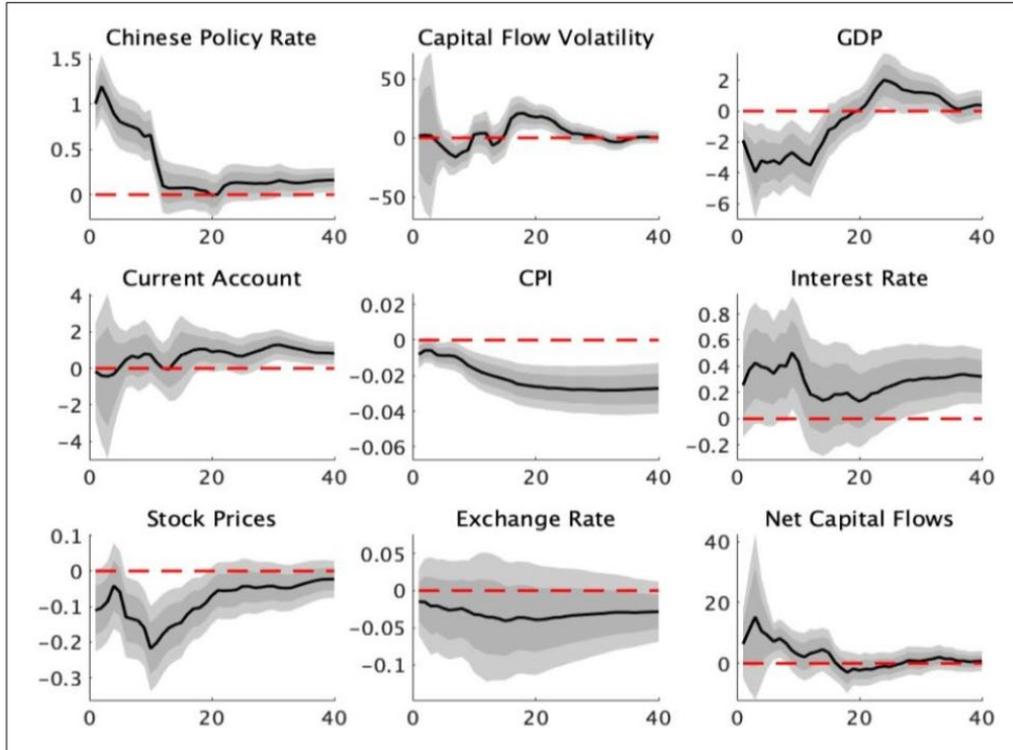


注：该图报告了 68%和 90%置信区间的中间值。纵轴单位为百分数，横轴单位为月数。

与亚洲发达经济体的情况不同，面对美国货币政策冲击的收紧，亚洲新兴市场的当地短期利率没有表现出统计学上的显著反应。实际汇率方面，有一定程度的贬值，不过贬值幅度不大。对汇率贬值程度的影响不大也可能与长期的均值回归特性有关。资本流动方面，与亚洲发达经济体不同，资本流动波动性最初下降，净资本流入在冲击后的短时间内上升，然后不受影响。这一结果与预期相反，一种可能的解释是，亚洲新兴市场国家相对于美国的实际利息更高，资本账户因此受到保护。股市方面，尽管新兴市场受到一定的负面影响，不过影响远小于发达经济体。此外，股票市场仅在前 6 个月做出反应，然后逐渐消失。实体部门方面，几乎没有证据表明，美国货币政策冲击会传导至亚洲新兴经济体的 GDP 或经常账户。然而，一部分证据表明，美国收紧货币政策会导致

亚洲新兴市场的通胀受到抑制。美国货币冲击对亚洲新兴市场通货膨胀的影响与亚洲发达经济体的影响大致相似，但统计学上不显著。图 5 显示了中国货币政策冲击对亚洲发达经济体的溢出效应。

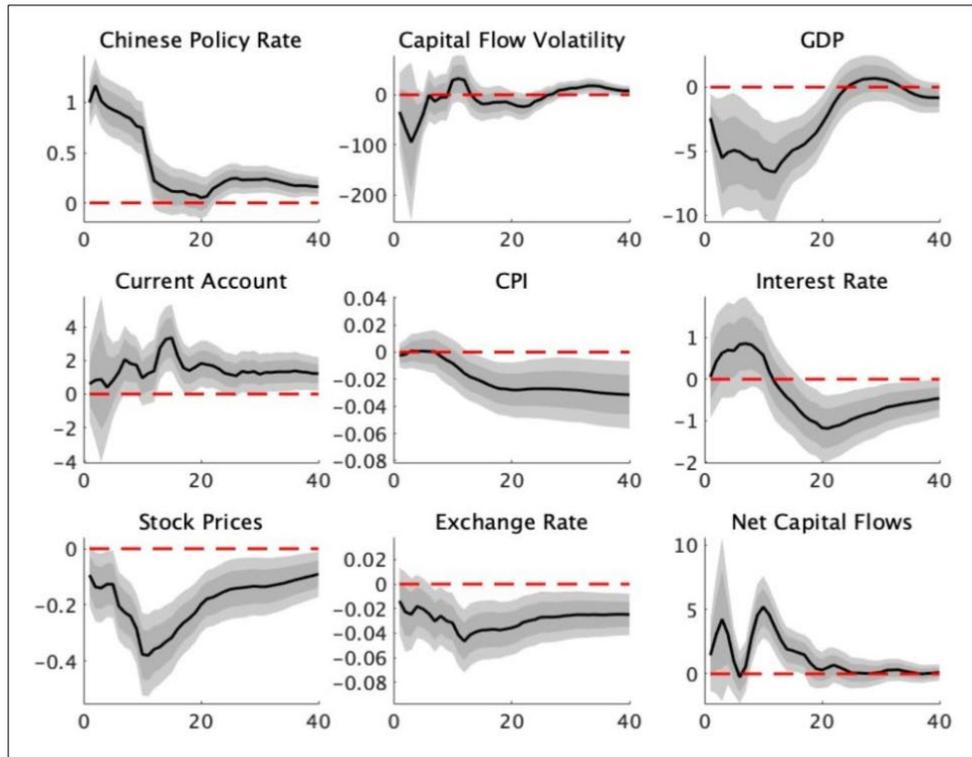
图 7：亚洲发达经济体面对中国货币政策冲击的反应



注：该图报告了 68%和 90%置信区间的中间值。纵轴单位为百分数，横轴单位为月数。

如果中国收紧货币政策，亚洲发达国家的短期利率将持续上升。尽管那些利率水平较高的国家面对美国冲击的反应在最初阶段更为强烈，但这种影响会随着时间的推移而减弱。相比之下，面对中国货币政策冲击，这些国家的反应表现出持续性。中国冲击对股票价格有显著的负面影响，并且这种影响比美国的冲击持续时间更长。由于中国的资本账户受到更多限制，净资本流动几乎不受影响。汇率方面，无明显变化。实体部门方面，冲击持续且显著地压低了 CPI，而 GDP 增速在 20 个月左右后才回到基线水平。另一方面，经常账户余额变化不大，在较长时期内略有上升。图 6 显示了中国货币政策冲击对亚洲新兴经济体的溢出效应。

图 8：亚洲新兴经济体面对中国货币政策冲击的反应



注：该图报告了 68%和 90%置信区间的中间值。纵轴单位为百分数，横轴单位为月数。

如果中国收紧货币政策，亚洲新兴市场的利率在 18 个月后大幅下跌，而汇率在受到冲击后立即大幅持续下跌。这与中国收紧货币政策对人民币升值的影响是一致的，其中贸易和区域价值链的密切联系是重要的传导渠道。资本流动受到的影响在统计学上大多不显著。股价方面，亚洲新兴经济体比发达经济体受到的负面影响更大，也比受到来自美国的冲击影响更大。实体经济方面，中国的货币政策冲击显著降低了 GDP 增长和 CPI。此外，经常帐户的反应是正向但不显著的，其影响只有在较长时期内才具有统计意义。

亚洲新兴经济体的股市受到中国货币政策冲击的影响比美国更大，无论是从对冲击的反应规模还是从统计意义上来看均是如此。如前所述，中国股市与亚洲其他地区股市的关联度越来越高。亚洲新兴经济体似乎特别容易受到来自中国的投资者情绪变化的影响。本文的研究结果表明，中国的证券投资敞口，贸易联系和直接金融联系都发挥了重要作用。Miranda-Agrippino、Nenova 和 Rey（2020）发现，美国货币政策冲击主导了全球金融溢出效应，但在亚洲未必如此。亚洲新兴市场的股价和汇率面对中国的货币政策冲击的反应更强烈、更持久。亚洲发达国家的利率面对中国货币政策冲击的反应也更具持久性。此外，中国的货币政策冲击也更显著的影响亚洲的产出，考虑到亚洲区域间高水平的贸易往来和供应链联系，这是可以预期的。这些研究结果与

Miranda Agrippino、Nenova 和 Rey（2020）的研究结果一致，即：中国的货币政策冲击所带来的溢出效应比美国的货币政策冲击更普遍。

#### 4.2 稳健性检验：中国和美国货币政策不确定性的冲击

本文考察了美国和中国的货币政策不确定性冲击对亚洲发达经济体和新兴经济体的溢出效应。对于美国，我们从贝克-布鲁姆-戴维斯的 MPU 指数中获得月度货币政策不确定性指数（以下简称 MPU 指数），该指数采用了贝克、布鲁姆和戴维斯（2016）开发的方法。对于中国，我们使用的是 Huang and Luk（2020）的 MPU 指数。本文将这两个 MPU 指数都更新到 2020 年 12 月。

附录中的图 A3 到 A6 分别显示了亚洲发达国家和新兴国家的实体变量和金融变量对中美两国货币政策不确定性冲击的响应。货币政策的不确定性传递不同于基准冲击的动力，特别是在利率反应方向方面，这与货币政策冲击的发现一致。我们的结果表明，与美国相比，亚洲股市尤其容易受到中国货币政策不确定性上升所带来的溢出效应的影响。此外，亚洲新兴市场受到的影响更为明显。总体而言，与货币政策冲击相比，汇率面对 MPU 冲击的反应更为温和。此外，我们发现，亚洲新兴经济体资本流动的波动率对来自中国和美国的 MPU 冲击都特别敏感，且中国的冲击影响更持久。

#### 五、结论

本文研究了中美两国的货币政策冲击对亚洲新兴经济体和发达经济体的实体部门和金融部门的溢出效应。文献广泛记录了历史上美国货币政策在海外冲击传递方面的占主导地位，这表明美元扮演者全球储备货币和安全港的作用。然而，近年来，中国对全球金融市场的影响变得更加突出，特别是在 2015-16 年的“中国恐慌”时期，当时对中国增长前景的担忧引发了股市下跌，并蔓延到全球其他国家。我们的研究表明，亚洲新兴经济体更容易受到中国而非美国的货币政策冲击所引发的股市和汇率脆弱性的影响，这反映出中国在亚洲地区货币和金融领域的影响力日益增强。此外，对于亚洲发达国家而言，中国货币政策冲击对利率的影响比美国货币政策冲击更深远。而且，与主流文献及预期一致，亚洲经济体更容易受到来自中国的实体经济溢出效应的影响。最后，如果采用另一个衡量金融传递性的指标——中美两国货币政策的不确定性进行研究，结论与本文结论大致相同。

我们的论文阐明了亚洲经济体与美国在实体和金融方面的脱钩。随着中国的溢出效应逐渐增强，亚洲经济体对中国宏观经济发展的依赖性也在提高。

---

---

本文原题名为 “When the United States and the People’s Republic of China Sneeze: International Real and Financial Spillovers in Asia”。本文作者是 John Beirne, Nuobu Renzhi 和 Ulrich Volz。John Beirne 是日本亚洲开发银行研究所的研究员。Nuobu Renzhi 是首都经济贸易大学助理教授。Ulrich Volz 是英国伦敦大学亚非学院可持续金融中心主任、经济学教授，同时担任德国发展研究所高级研究员。本文发表于 2021 年 11 月，为亚洲开发银行研究所（ADBI）的工作论文。[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