

新冠肺炎疫情 冲击下的全球经济与对中国的挑战

佟家栋 盛 斌 蒋殿春 严 兵 戴金平 刘 程

南开大学经济学院几位教授从全球宏观经济、价值链、数字经济、国际投资、国际金融市场等不同视角就新型冠状病毒肺炎（新冠肺炎）疫情在全球蔓延对中国以及世界经济的影响及对策进行了分析。

疫情的蔓延性冲击对世界经济的挑战与中国的应对

佟家栋（南开大学经济学院教授、经济学院学术委员会主任）

在世界经济处于长期低迷状态并竭力寻求增长动力之时，新冠肺炎疫情以惊人的速度在全球蔓延，给世界经济带来强烈的负面冲击。这种经济运行过程中的外部冲击，加上一些次生冲击，使全球经济动荡下滑，不确定性演变成确定性下行，乃至经济衰退。

（一）蔓延性外部冲击的挑战

首先，全球价值链面临全面挑战。自20世纪90年代中期以来，经济全球化的重要特征就是全球价值链的形成和扩展。以跨国公司为主导的全球生产、全球投资、全球贸易，以及全球化资源配置不断拓展，形成了全球价值链。生产企业将产品的生产过程按照各地理区域生产要素的不同优势，将生产的各个环节和各个阶段布局在不同的国家和地区，形成生产、贸易、金融的全球化。全球价值链不断扩大。全球的中间产品贸易已经占到全球贸易总额的60%左右。2008年的金融危机和此后低迷的经济复苏过程，牵动了国际经济保护主义，刺激了民粹主义的兴起，逆全球化成为一股强劲的趋势。本次疫情蔓延打断了已经倍受质疑的全球价值链，可能引发全球价值链的逆向发展。寻求产品的自给自足将成为一些国家可能的选择。第二次世界大战结束后，欧洲人切身感到粮食不能自给自足的教训，坚持出台关于农业生产的干预政策。欧盟现在仍在实施的共同农业干预政策是确保欧洲各国粮食供应的保护性产业政策。本次医用物资在各国的暂时短缺可

能激发各国在疫情结束后某种程度的产业保护政策。法国总统马克龙在一次演讲中明确指出：“这次疫情表明，我们不能将抗疫物资的生产寄托在别国的身上！”因此，疫情结束后，可能要面对全球价值链迅速萎缩的挑战。这种挑战，可能比应对暂时的外部冲击带来的问题更加严峻。

其次，我们将面临全球对外直接投资萎缩和投资结构重构的挑战。伴随发达国家的经济发展，从经济发展与产业结构升级的规律看，发达国家国内制造业空心化，产业结构逐步向第三产业、高科技服务业转型升级。结果是，发达国家的产业结构趋向服务化，或新型第三产业化。本次疫情表明，中国已经成为“世界工厂”，“中国制造”逐步成为全球的习惯。但是，疫情前期中国制造业的突然停顿，使跨国公司及其母国切身感到相互依赖程度过强带来的危险。因此，外来冲击可能促使投资者及其母公司重新考虑将制造业分布多元化。从分工模式上，更多倾向于企业内分工，将全部生产过程掌握在企业内部。

再次，中美经济政治关系面临挑战。本次疫情的初期，美国大有幸灾乐祸的心态。美国商务部长罗斯甚至表示，对中国的疫情冲击可以给美国带来机会。而在本国疫情恶化之后，美国又对中国污名化。人们有理由担心，本次疫情的冲击可能使两国的产业联系进一步松懈，甚至滑向脱钩！

最后，经济体制机制面临重新权衡的挑战。在本次应对疫情的过程中，中央政府统一领导的经济体制机制展现了极大的优越性。因此，西方各国政府和国民都深刻反思，认为自由放任的经济体制机制过于分散，过于各自为政，难以应对大规模的外部冲击。蔓延性疫情冲击在相当程度上考验，甚至是凸显了这个事实，即有干预的市场经济制度也难以应对全球性蔓延的疫情冲击。因此，西方各国将深刻反思其体制机制的局限性，从而进行制度调整，并向政府加强管控与市场经济有效结合方向予以转变。

（二）中国在后疫情和疫情后的机遇

在蔓延性外部冲击过程中和疫情结束之后，中国并非只是面临挑战，我们还要看到其中所蕴含的重要机遇。

第一，中国作为负责任大国的“软实力”大幅提升的机遇。本次疫情蔓延性冲击，凸显了中国作为负责任大国力图通过自身的经济休克来打好疫情全面战、阻击战的能力。在运行过程中，中国从中央到地方的高效执行力并取得良好成绩的现实，证明了中国现行的体制机制在应对突发性、蔓延性外部冲击时的优越性。从国际角度看，中国在有效解决了自身冲击的基础上，主动伸出援助之手，

帮助意大利、西班牙、伊朗、日本、韩国等国家，体现了大国的担当，展现了“患难之际见真情”的可靠朋友的形象。这些作为无疑为中国疫情之后与各国开展经济政治等方面的合作奠定了良好的基础。根据美国经济学家安德鲁·罗斯的观点，一国的经济实力不仅包括该国的经济总量、全球金融控制力、全球贸易实力等硬实力，还包括各国在经济决策中的领导力、国际经济合作中的可靠性，以及与其他国家合作的平等与便利等。根据他的计算，美国自特朗普执政以来，国家的软实力下降了30%。^[1]相信中国在本次国际联合抗疫中，乃至以后，软实力将有比较大的提升，进而有助于创造一个良好的国际经济发展环境。

第二，中美两国加强合作、共同解决人类面临问题的机遇。在当今人类面临严重的蔓延性外部冲击下，中美两国的合作将有助于增强全球抗击疫情的信心，良好的技术合作将有助于争取美国普通大众的理解和支持。尽早结束疫情，不仅符合全球的利益，也符合中国可持续发展的利益。因此，让合作的阳光驱散疫情的阴霾应该成为我们的重要出发点，也是难得的历史机遇。

第三，中国调整产业结构，向高技术、先进通信、网络经济、医疗卫生系统产业、现代服务业等爬升的机遇。本次疫情蔓延充分体现了中国“制造大国”的形象，也在一定程度上展现了中国正在朝制造强国转变的潜力。在面对蔓延性外部冲击的过程中，全球经济可能面临重大的调整。对于中国而言，这是承接高科技产业、先进通信技术产业、高技术含量服务业、医疗保障器械生产与租赁行业、电子商务等的重要机遇。因此，政府为保持或刺激经济复苏推出的政策措施要在设计“新基建”的同时，为产业结构的转型升级奠定良好的基础。

第四，中国需求结构从外需型转向内需型的机遇。伴随全球经济的蔓延性停顿，中国面临严重的外部需求不足，许多厂家的订单大幅度减少。因此，中国的需求结构转向内需不仅是必要的，而且是被迫的，有助于增强中国经济的反弹或复苏。

第五，集中精力干好自己的事情、深化经济体制改革和推动扩大对外开放的机遇。由于中国率先走出疫情冲击，在恢复和发展经济方面中国成了全球的引领者。但是，应该清醒地看到，我们还面临着体制机制建设、完善社会主义市场经济的艰巨任务。进一步对外开放是中国经济持续发展、由经济实力大国走向经济实力强国的战略，也是排除各种干扰的选择。集中精力干好自己的事情，有助于

[1] Andrew, K. Rose, “Agent Orange: Trump, Soft Power, and Exports”, NBER Working Paper No. w25439, National Bureau of Economic Research, 2019.

我们迎接疫情后全球经济政治关系的重大调整。

COVID-19对全球价值链的冲击及政策启示

盛斌（南开大学经济学院院长、跨国公司研究中心研究员）

全球价值链（Global Value Chain, GVC）是21世纪国际生产体系最显著的特征，它使各国经济之间的互联互通与相互依存变得更加紧密，但同时也增强了由此而导致的全球系统性风险。当前正在全球蔓延的新型冠状病毒肺炎（COVID-19）给本已低迷的世界经济造成全方位和严重的冲击，其中GVC就是一个关键的作用渠道。

（一）全球价值链受COVID-19冲击的特点

GVC受到自然灾害、地缘政治、经济金融等因素的外部冲击已早有先例，典型案例包括2008年全球金融危机导致的“贸易大崩溃”，2011年日本大地震和海啸以及泰国洪灾引发的全球汽车、电子等行业的供应链中断。但相比之下，COVID-19对GVC的冲击具备以下特点。

首先，COVID-19直接冲击实体经济，并主要针对人。2008年次贷危机爆发的主要原因是由于经济泡沫破灭而导致的市场流动性大失血，虚拟经济的资金链断裂是最主要的表现，因此，在应对政策措施上，主要是向市场注入巨量流动性（像美国的“量化宽松”货币政策）以解决“钱”的问题，从而实现经济与金融稳定。而COVID-19则从冲击实体经济开始，特别是旅游、航空运输、零售等服务业以及复杂制造业（汽车、电子产品等），进而触发金融市场动荡。实体经济供应链断裂是病毒危机的最主要表现，因此，在应对措施上，主要是加强医疗救助和疫情防控以解决“人”的问题。

其次，COVID-19冲击具有极强的传染性，导致在GVC体系内的多元交互影响。尽管之前日本、泰国的自然灾害也造成了全球半导体、计算机、精密仪器设备、汽车等制造业的供应链贸易中断，但这些冲击毕竟只是发生在非常有限的国家和地区，随着灾后重建与产能恢复，负面影响逐步消除。此外其他国家还可以通过寻求替代供应商的方式在短期内化解短缺问题。相比之下，COVID-19的传播性极强，全球主要国家和地区无一幸免，由于它们之间存在复杂的价值链关联，因此许多行业的GVC都会遭到破坏。

最后，COVID-19冲击引发多种形式的贸易保护主义，加剧对GVC数量与价格的双重压力与风险。自然灾害冲击对全球贸易政策环境几乎没有影响，金融危

机使一些国家出于保护就业与国内市场的考虑采取了进口贸易限制措施，但也主要针对最终产品。随着 COVID-19 的暴发与蔓延，许多国家先是关闭边境、停航停运或禁止进口贸易。最近，贸易保护又进一步扩展到出口贸易，由于担心全球的资源紧缺，许多国家启动对医疗物资、粮食、矿产品、能源等的出口管制。这使得 GVC 不但要面临断裂的威胁，而且还将推动全球重要原材料和工业中间品的价格上涨，进一步严重损害 GVC 体系。

（二）COVID-19 怎样冲击全球价值链？

GVC 的特点是产品与服务的多阶段细分、多工序或任务、多国生产、多国销售，由此会形成大量中间品（包括原材料、半成品、零部件、资本品和服务外包等）在全球范围内的多次跨境流动。世界贸易组织（WTO）统计数据显示，进入 21 世纪以来，中间品贸易占全球贸易的比重平均约占 60%，在经济一体化程度最高的欧洲，其比重甚至高达 80%。^[1]因此，COVID-19 对 GVC 的冲击主要是通过各国之间中间品贸易的渠道展开的。具体来说，包括以下三个效应，即“关联效应”“牛鞭效应”和“二元边际效应”。

首先，一个国家在 GVC 中扮演的角色包括两个关联部分：一是向其他国家出口提供中间品；二是从其他国家进口需求中间品。前者我们称之为“前向参与”，后者为“后向参与”。^[2]如果该国发生较严重的疫情而其他国家无疫情，则在前向参与上它对其他国家造成 GVC 供给冲击，在后向参与上对其他国家造成 GVC 需求冲击。相反，如果该国无疫情而其他国家疫情严重，则在前向参与上其他国家对它造成 GVC 需求冲击，在后向参与上其他国家对它造成 GVC 供给冲击。如果全球疫情严重，冲击将是交互式的。

其次，由于市场不确定性与经营策略需要，在价值链中上游的供应商往往维持比其下游厂商更高的库存水平，以应付订货需求的不确定性，因此越往价值链上游其生产与订货偏差就越大，这种由需求变异放大而导致的现象称之为“牛鞭效应”。因此，COVID-19 疫情导致的下游市场需求萎缩将通过这种乘数效应进一步加大上游供应商的生产、供应、库存管理和市场营销风险，从而导致 GVC 贸

[1] WTO, IDE-JETRO, OECD, RCGVC-UIBE, World Bank, *Global Value Chain Development Report*, 2017.

[2] 从生产角度看，全球或一国的 GDP 可被分解为纯国内生产、传统贸易生产、简单 GVC 和复杂 GVC 四个部分的附加值。其中，纯国内生产指生产被本国市场吸收的最终品的附加值，传统贸易生产指生产出口最终品的附加值，简单 GVC 指生产出口并被进口国直接吸收（一次跨境）的中间品的附加值，复杂 GVC 指生产出口到进口国后又返回本国或再出口到第三国（至少两次跨境）的中间品的增加值。简单和复杂 GVC 之和构成了中间品出口附加值，它占 GDP 的比率为“前向参与度”。类似的，从使用角度看，可将全球或一国的最终产品的附加值分解为上述四个部分，中间品进口附加值占最终产品总值的比率为“后向参与度”。

易严重的波动与混乱。

最后，一国的出口增长可分解为“集约边际”（intensive margin）和“广延边际”（extensive margin），即“二元边际”，其中前者指出口贸易额的增长中来源于规模与数量的部分，而后者指新的出口产品种类或者出口目标国的变更所引起的贸易额波动的部分。对2008年金融危机期间的贸易波动数据分析表明，GVC贸易的调整变化主要是集约边际，表现为危机发生后在原有种类与市场基础上出口数量的大幅度萎缩，而短期的经济下行周期冲击对广延边际的影响较小。^[1]这种情形在COVID-19冲击下也会发生。

（三）COVID-19对全球价值链的冲击程度^[2]

第一，分析COVID-19对世界范围内GVC的短期影响。根据对外经贸大学GVC数据库的测算^[3]，2017年全球GDP中GVC出口附加值（简单与复杂GVC之和）比例为13%。根据国际货币基金组织（IMF）的预测，在新冠肺炎2020年上半年得到控制的假设（情景1）下，全球经济预期增长率将下调0.5%，而在2020年全年流行的假设（情景2）下，全球经济预期增长率将下调1.5%。由此，COVID-19将导致全球GVC出口附加值下降0.065%（情景1）和0.195%（情景2）。如果进一步结合全球GVC出口附加值占总出口的比例（2017年为58%），基于上述情景假设，全球出口总额将分别下降0.11%和0.34%。^[4]

第二，分析COVID-19对中国GVC的短期影响。经测算，2017年中国GDP中GVC出口附加值比例为8%。结合IMF和麦肯锡公司的预测^[5]，在前述情景1和2下，中国经济预期增长率将分别下调1.32%和2.18%，由此，COVID-19将导致中国GVC出口附加值下降0.106%（情景1）和0.174%（情景2）。进一步结合中国GVC出口附加值占总出口的比例（2017年44%），基于上述情景假设，中国的

[1] 盛斌、吕越：“对中国出口二元边际的再测算：基于2001—2010年中国微观贸易数据”，《国际贸易问题》，2014年第11期，第25—36页。

[2] 这部分内容中全球GVC生产分解数据来自WTO, IDE-JETRO, OECD, RCGVC-UIBE, World Bank, *Global Value Chain Development Report*, 2019；中国的相关数据来自王岚与蒋庚华副教授提供的测算，在此表示感谢。

[3] 对外经贸大学全球价值链数据库指标体系及数据库参见：<http://rigvc.uibe.edu.cn/sjzlk/sjk/76970.htm> [2020-04-05]。

[4] 这里的量化预测由于没有考虑全球国际直接投资（FDI）的下降而可能会低估新冠肺炎给GVC带来的负面影响。联合国贸易和发展会议（UNCTAD）发布的最新监测报告显示，新冠肺炎的暴发和扩散将使2020年全球FDI下降5%~15%（视疫情发展情况的不同情境假设）。参见联合国贸易和发展会议：“新冠肺炎疫情对全球投资的影响”，《全球投资趋势监测报告》（Investment Trends Monitor 中文版），2020年3月。

[5] McKinsey & Company, *Covid-19: Facts and Insights*, March 9, 2020, <https://nps.com.au/wp-content/uploads/2020/03/COVID-19-Facts-and-Insights-February-28-2020-McKinsey.pdf> [2020-04-03]。

出口总额将分别下降0.24%和0.39%。

第三，短期内复杂GVC生产受COVID-19的冲击比简单GVC生产更为严重。这主要是因为复杂GVC贸易涉及中间品在全球的多次跨境，在疫情全球蔓延的情况下会显得更加脆弱。根据测算，2017年简单GVC和复杂GVC占全球GDP的比重分别为7.3%和5.5%，中国的相应比率分别为4.9%和3.3%。当前，复杂GVC的主要部门——电子通信产品（如手机）、交通运输设备（如汽车、飞机）、精密仪器等技术复杂产品的制造行业受到的冲击最严重，它们也是预期利润下降幅度最大的部门。^[1]

第四，短期内COVID-19对具有不同GVC特征的行业和国家的影响程度也是不同的。总的来说，技术与知识密集度越高的行业或国家的GVC后向参与度越高，前向参与度越低。^[2]由此，对制造型行业（尤其是高端与复杂制造）和国家（如中国、日本、德国、韩国等），COVID-19对GVC的影响以中间品供给冲击（后向参与）为主；对资源型行业、国家和地区（如加拿大、澳大利亚、俄罗斯、中东地区）以中间品需求冲击（前向参与）为主；而对创新型行业和国家（如美国、英国等）两种冲击则兼而有之。

第五，短期内COVID-19对区域价值链的中心国家的冲击影响最大。当前，GVC网络形成以中国、德国、美国为中心的亚洲、欧洲、北美洲三大区域价值链。从中间品供给角度（前向关联）看，中国和美国是简单GVC网络的中心国家，而美国和德国是复杂GVC网络的中心国家。从中间品需求角度（后向关联）看，美国和德国分别是简单GVC和复杂GVC网络的中心国家。^[3]三国既是中间品的主要提供者，也是中间品的主要需求者，因此三国的疫情发展与防控对稳定全球的供应链体系具有极其重要的影响。

第六，作为全球第二大经济体与贸易大国，中国疫情的防控与逐步复工生产对GVC具有积极而重大的意义。根据WTO的统计数据，中国出口与进口中间品占全球的相应比重分别为12.3%和14.5%，均位居全球第一位。^[4]许多国家和地区

[1] UNCTAD, “Global Trade Impact of Covid-19 Epidemic”, *Trade and Development Report Update*, March 4, 2020.

[2] World Bank, “World Development Report”, 2020, <https://www.worldbank.org/en/publication/wdr2020/2020-04-03>.

[3] WTO, IDE-JETRO, OECD, RCGVC-UIBE, World Bank, *Global Value Chain Development Report*, 2019.

[4] WTO, “World Trade Statistical Review”, 2019, https://www.wto.org/english/res_e/statis_e/wts2019_e/wts19_toc_e.htm[2020-04-03].

高度依赖从中国大陆进口工业中间品，尤其体现在电子通信、汽车、机械和纺织等行业。中国大陆的减产对越南、韩国、日本、中国台湾、泰国、印度尼西亚、马来西亚、新加坡等亚洲国家和地区的冲击将最为严重。此外，中国的经济与贸易形势也关系到以石油、天然气、矿产品与农产品为主要出口产品的中东、拉丁美洲、中亚和北美洲等国家的GVC出口。^[1]

第七，从中长期看，经受GVC中断的短期冲击后，价值链的地区转移与国内替代将会发生。对GVC的附加值分解表明，2008年金融危机之后，全球和中国的GVC出口附加值所占比重虽有短暂的恢复，但在总体上保持了下降趋势。这意味着国内价值链近年来迅速发展，其原因既有新兴经济体国内市场规模扩大、国内产业升级、技术创新与发达国家再工业化等主动因素，也有全球贸易保护主义和外部冲击所导致的价值链重组等被动因素。此次COVID-19疫情可能会重现或加剧价值链“国内化”的这一中长期趋势，从这个角度说，这反而是中国深化发展完整、高效和安全的国内价值链体系的一次重要机遇。

（四）寻求全球价值链高效和安全管理的应对之策

从国家角度看，GVC为优化资源配置、促进要素分工和提升生产率提供了有利条件；从企业角度看，准时制（Just-in-time）生产和精益化供给（lean supply）节约了成本和创造了利润。^[2]但是，COVID-19使人们再一次意识到GVC的局部干扰或崩溃将很快导致整个生产体系的失灵。

当前，各国需加强政策协调与合作，通过经济救助与刺激方案实现经济稳定，克服恐慌预期，防止生物危机演化成为经济危机。深化国际合作也将是预防“病毒保护主义”最好的疫苗。对此，二十国峰会（G20）应当承担全球责任并发挥领导作用。果断的金融救助与信贷计划是防止GVC断裂的重要举措。尚有财政空间的国家应通过减税、扩大支出与转移支付的方式帮助企业渡过难关，这对参与GVC的中小企业显得尤为重要。要避免针对疫情的过度贸易限制与反应，更要警惕对传染病的隔离加剧逆全球化倾向，遏制全球病毒保护主义的蔓延。特别是针对药品、医疗器械等抗疫物资的生产应保持进口贸易自由化与便利化，放宽出口管制，通过GVC贸易实现规模化和专业化的收益，使人民能够享受低价、高质和多种类选择的福利。此外，确保作为全球供应链支柱的物流网络

[1] 根据UNCTAD COMTRADE数据计算与分析得出。

[2] OECD, *Interconnected Economics: Benefiting from Global Value Chains*, 2013, <https://www.oecd.org/sti/ind/interconnected-economics-GVCs-synthesis.pdf>[2020-04-03].

顺畅和持续运作也十分重要。

在中长期内，一是发挥数字经济对加强GVC高效管理的重要作用。疫情期间，各国的经验充分表明数字贸易与电子商务为维持基本生产、消费与贸易发挥了极其重要而独特的作用。COVID-19冲击无疑将进一步刺激和提升未来数字经济产业的发展，特别是通过跨境交付方式增强服务贸易在GVC中的作用与地位。数字化产品、数字化传输、数字化平台可以更加有效与便捷地解决贸易在时间与空间的分离问题，为中间品服务贸易（如设计、研发、咨询、管理、专业服务 etc）提供更灵活的选择。这同时也可以部分抵消实体经济制造业价值链“去全球化”带来的影响。

二是加强对GVC的风险管理。从国际层面上看，需要提高对GVC的认识与系统性风险评估。可以考虑由WTO承担这一工作职责，将监控全球贸易稳定纳入其日常功能范畴。通过与其他国际组织（如联合国贸易和发展会议，UNCTAD）的合作，建立先行指标体系与报告制度进行预警，在危机发生后组织贸易与投资政策协调，并对各国采取的贸易与投资措施进行合规性监控，在必要时通过与国际货币基金组织的合作来加强在贸易融资方面的应急计划，从而援助脆弱国家。

从国家层面来看，外部冲击可能会进一步促使一些国家在总体战略上考虑价值链离岸生产与外包的回流，从而致力于加强建立强健的国内产业链与价值链体系，特别是在那些具有重要战略性但又严重依赖少数外国供应商的行业。此外，虽然政府不能轻易与武断地干预微观企业的存货或贸易决策，但可以从国家供应链安全的角度考虑制订一个最低储备计划，就像石油、粮食等安全保障一样。在这方面，美国政府曾于2012年1月制订与实施了《全球供应链安全国家战略》，以确保货物有效和安全流动，并试图建立一个富有弹性的供应链体系，其中战略重点是全球交通与通信等基础设施。

从企业层面来看，COVID-19将迫使企业在未来的GVC管理中更好地平衡成本节约和风险分散的战略。跨国公司需要重新规划与思考未来的库存管理、战略储备、物流运输规划、供应商在地理与数量上的多元化、上下游产能协调等战略与商业方案，从而增强供应链的韧性，以应对未来新的外部冲击可能带来的新挑战。同时，企业也将修订GVC脆弱性评估方案以及应急对策方案，以适应此次COVID-19所带来的更加真实的情景。

新冠肺炎疫情与中国数字经济对外投资：影响和展望

蒋殿春（南开大学跨国公司研究中心研究员）

突发的新冠肺炎疫情，给人们生活带来了翻天覆地的变化。依靠网银、网购、外卖、在线问诊购药、线上娱乐、网络课堂等方法，人们能够在满足基本生活需要的条件下居家隔离，保护自身和社会的安全；管理部门依靠数据分析等手段，追踪定位疑似病人及接触者，用无人机等现代工具监控违法行为。可以说，发达的数字经济是中国在疫情期间能够贯彻执行严格的管控措施、实现社会平稳过渡的坚实基础。

中国是数字经济大国。数字经济是典型的知识经济和技术经济。由于数字技术发展和更迭迅速，吸纳国外技术资源用以补充国内的自主研发，在中国数字经济发展中起到了非常重要的作用。获取国外技术最重要的渠道，便是对外投资，包括并购、风险资本（VC）和私募股权（PE）投资等形式。2019年，中国投资者在海外数字经济领域的并购、PE和VC投资便分别达到130.66亿美元、407.76亿美元和624.40亿美元。^[1]此次疫情对中国数字经济行业对外投资造成了什么样的影响？未来发展前景如何？笔者认为，疫情的影响可分两个阶段进行分析：第一阶段，疫情暴发至2月底，这个阶段疫情主要在国内发展，截至2月29日国内累计确诊79968例，海外确诊6349例；第二阶段，3月1日开始至今，这个阶段海外疫情快速蔓延，但国内疫情基本上得到控制。

（一）第一阶段：国内疫情的冲击

新冠肺炎疫情的突然暴发，打乱了国内股权投资者的投资节奏。虽然第一例病例出现在2019年底，但2020年1月下旬才引起公众的高度关注。从那时到2月底，新冠肺炎疫情主要还只是一个国内和区域性事件，对亚洲以外的其他国家影响甚微。在这个时期，中国对外投资受到的影响主要来自国内投资方，而接受投资的国外企业的业务并未受影响，其收益和资本退出预期没有受到干扰。对于中方投资机构而言，首先受到的最大冲击是资金募集能力下降。疫情快速在国内蔓延以及全国性的严格隔离管控措施使得绝大多数行业陷入停摆，企业和个人投资者面临很多困难，在投资方面更趋谨慎，并大幅减少投资预算。一些之前拟定的项目也可能被搁置。在这方面，小型投资的VC或PE机构受到的影响最大。其

[1] 考虑到有三分之一以上的投资交易未公布金额，因此这些数据可能被低估。

次，由于旅行限制等原因，计划好的现场尽调或访问难以实现，投资节奏被迫放缓甚至停止，之前一些已谈妥的投资计划也可能无法及时交割。最后，社交受限还造成投资企业与潜在被投资企业间交易成本增大，造成前者项目储备不足。

不过，由于潜在投资标的在海外，这一阶段基本不受国内疫情的影响，其投资价值没有发生明显的变化。因此，虽然部分项目会因上述各种原因被搁置或延迟，但除非投资方本身遭遇重大的募资困境，已确定的投资计划一般不会因国内疫情冲击而被随意撤销。因此，笔者认为，这一阶段疫情对中国海外数字经济投资的影响相对有限，而且由于投资交割滞后于与之相关的商务活动等原因，这种有限的影响也不会在前两个月的投资数据中得到充分体现。

（二）第二阶段：海外疫情的影响

2020年3月国内疫情基本上得到控制，新增病例主要来自境外输入。但是，疫情却在全球迅速蔓延，特别是在西方国家的传播速度惊人，欧洲和美国成为疫情中心。第二阶段的海外疫情对中国数字经济对外投资的影响会更大。

从中国数字经济对外投资的东道国分布来看，美国是中国数字经济领域对外投资最多的国家，每两笔投资中至少就有一笔投向了美国。美国和中国是世界上最大的两个数字经济巨头，两国的数字经济资本化价值之和占据了全球数字经济市场总价值的90%。^[1]同时，美国又是世界上数字经济技术研发最为强劲、初创企业和VC最为活跃的地区。

但美国笼罩在严重的病毒阴影中，这对全球VC和PE投资都是沉重的打击。一方面，初创企业本来就没有显著的收益，其生存和发展严重依赖于后续的融资，对宏观经济和金融市场的变化非常敏感；另一方面，疫情及伴随的隔离管控对实体经济的打击毫无疑问会掐断部分流向一级投资市场的资本。因此，初创企业将面临自身业务受困和融资渠道萎缩的双重夹击。不少处于天使和种子期的项目遭遇夭折危险，处于B轮以后的企业虽然获得进一步融资的可能性较大，但也可能被迫重新估值或接受更为苛刻的融资条件。在并购市场，最大的影响仍然来自商务活动停止降低了并购者与潜在标的企业的接触机会，新增并购案例将骤减；对于已经开始的并购计划，虽然完全终止的可能性也存在，但更多可能是根据双方的情况进行再谈判，一般而言并购方将占据更多的优势。

鉴于中国国内疫情在3月以后已基本得到控制，各地已逐步开始复工，投资能力可望早于世界其他地区得到恢复。从这个角度而言，海外疫情对中国对外

[1] UNCTAD, *Digital Economy Report 2019*, United Nations Publications, New York, 2019.

投资具有一定的正面影响。

从中国数字经济对外投资的行业分布来看，主要集中在线上行业，如软件定制、金融科技、大数据、电子商务和网络安全等。在疫情中，线上领域的企业业务受冲击相对较小，一些行业反而可能因为人们许多活动转向线上而获益。虽然短期内这些行业可能受到各国宏观经济恶化的拖累，但中长期的趋势对这些行业的发展是有利的。

（三）前景展望

短期内恐慌会进一步发酵并打击脆弱的投资信心，导致国际投资整体继续下滑。数字经济的对外投资也难以幸免。中长期看，疫情的全球蔓延给全球的数字经济投资带来了重大的跳跃发展机遇。

由于国内已基本上控制住了疫情蔓延，各地已在逐步复工，中国数字经济在全球市场的份额将会进一步扩大；数字经济中的线上产业对外投资有可能在2020年底前率先复苏，但线下领域的投资恢复可能需要更长时间。一方面，目前国外许多数字企业和项目在疫情影响下面临极大考验，其中不少企业因估价下滑将逐步呈现投资价值，这给国内股权投资者提供了难得的投资机会；另一方面，经过两个多月疫情的洗礼，数字经济的刚需得以凸显和扩大，国内投资者对数字经济的投资将更为坚定。当然，是否能抓住海外有价值的投资机会，关键还是看国内经济的恢复速度，因为这在很大程度上决定了国内募资能力。

（四）对策建议

首先，结合国家新出台的“新基建”发展战略，进一步升级国内数字经济基础建设，促进产业数字化进程。

其次，为初创和中小企业提供必要的支持，使其正常支付信贷、租金和工资。中小企业本身抗风险能力弱，初创企业更是处于创新阶段，收益都很小，在疫情冲击后会面临生存危机。鉴于初创和中小企业通常未被纳入“新基建”等国家重大战略，故亟需政府进行定向的专门救助，从而维持经济的创新活力。

最后，新冠肺炎疫情的全球蔓延进一步推升了近年来抬头的民族主义和逆全球化倾向，特别是中美经贸冲突及两国政治关系危机可能进一步恶化，这会阻碍两国乃至全球未来的数字经济发展。在这种背景下，国内企业要并购美国的目标企业，可与当地企业联合并购，从而降低非经济因素的影响。此外，也应当重视在欧洲和东亚地区进行投资的机会。

新冠肺炎疫情冲击下的全球国际直接投资及其对中国的影响

严 兵（南开大学跨国公司研究中心研究员）

（一）受新冠肺炎疫情影响，2020年全球国际直接投资大幅下降已成定局

联合国贸易和发展会议（UNCTAD）在2020年1月份《全球投资趋势监测》中预测2020年全球国际直接投资（FDI）将保持稳定水平，并可能增长5%。但突如其来的疫情阻断了FDI的复苏之路，2020年3月初UNCTAD第一次改变了对2020年全球FDI的趋势预测，认为如果疫情能够在2020年上半年得到控制，那么全年FDI会下降5%，而如果影响全年，则可能出现15%的降幅。这一预测显然过于乐观。基于疫情发展态势，UNCTAD在3月底发布的报告中调整了预测，认为全球国际直接投资将下滑30%~40%，一季度跨境并购减少70%。因此，2020年度全球FDI创2008年金融危机以来的新低将是大概率事件。

对全球国际直接投资造成不利影响的不仅仅是新冠肺炎疫情。首先，美国挑起的与诸多国家的贸易摩擦和地缘政治冲突不确定性将对全球投资信心造成影响。其次，以美国和欧盟为首的发达经济体普遍加强了对外国直接投资的审查和监管，以窃取技术、盗取数据、威胁国内市场公平竞争等理由，对外国投资者实行准入限制和不合理调查。在此背景下，进行海外投资活动尤其是并购交易的投资者已趋于谨慎，此态势的延续将造成海外并购等直接投资活动进一步下滑。最后，全球宏观经济下行的既定事实将打击企业进行生产性绿地投资的积极性。

（二）新冠肺炎疫情对中国对外直接投资的影响

总体上看，决定中国企业“走出去”的是趋势性的因素，疫情即使延续，其影响也只是加速了这一趋势而不是逆转。实际上，在疫情之前，中国对外直接投资（OFDI）已经出现了放缓的趋势。从国内来看，2016年底中国政府加强了对企业对外直接投资真实性、合规性的监管，导致2017年中国对外直接投资同比下降19.3%。从国际来看，欧美国家对于中国海外投资的审核和限制正变得日益严厉。

这些影响因素在2020年不会出现大的逆转。在全球价值链收缩和全球跨境投资持续低迷的情况下，2020年中国企业对外投资额将大概率继续下降。此外，在国内目前这样的经济基本面下，中国的经济可能会出现阶段性的“内向发展”，原因在于稳增长需要大量投资，疫情后更是如此。这时政府适当引导收缩

对外投入的资源、暂缓经济“走出去”的步伐，也是顺理成章的预期。

因此，2020年中国OFDI的调整是内在需求，疫情只是使得降幅增大，但在全球FDI大幅下降的背景下，中国OFDI的表现可能反而会优于全球。理由如下：一是，国内疫情得到有效控制、复工复产稳步进行，境外投资企业的国内母公司基本恢复运营；二是，从境外投资目的地分布来看，目前全球疫情最严重的十个国家在中国2018年底的对外投资存量中所占的比重合计只有6.77%；三是，“一带一路”倡议的进一步推动，一系列重大经贸谈判的完成，为企业“走出去”提供了国际制度支持。

（三）中国企业“走出去”要注意的问题

第一，高度重视全球价值链的变化趋势，“走出去”的短期目标还是融入而不是打造自身价值链。新冠肺炎疫情的暴发，无疑将进一步加速全球价值链重塑进程。有以下几点值得企业关注：日韩贸易争端将对全球科技供应链产生冲击；中美贸易摩擦在短期内或将推动中国劳动密集型产业价值链转移；以美国为首的发达国家提出的“再工业化”口号，不仅强调制造业回流，还强调发展高附加值制造业，从而通过新的“工业革命”带来全球经济话语权。此外，受此次疫情的影响，跨国公司在进行全球投资时，不会再主要以成本为中心来规划和布局供应链，而是促使产业链围绕区域中心进行融合，通过“短链”革命来应对供应链风险，这将影响全球价值链的布局 and 重塑。

第二，高度重视境外经贸合作区的作用。目前纳入国家统计局范围的境外园区建有113家，笔者的研究团队收集的园区数量超过200家，园区分布在58个东道国。境外经贸合作区已经成为企业“集体出海、抱团取暖”、有效规避风险的投资平台，能够提供各种投资便利和投资优惠。而且，当发生突发事件，境外经贸合作区可以为海外企业在第一时间建立防火墙。随着全球疫情的发展，这一点优势将更加凸显。而且，目前看来，中国境外园区所在东道国受疫情的影响相对较轻，截至3月底，58个园区东道国中，未发生疫情的国家有4个，确诊人数为个位数的国家有11个，两位数的国家有17个。这说明企业应当继续投资境外园区，同时政府需要尽快再次出台鼓励投资境外园区的相关政策。

我们是否正在经历一场国际金融危机?^[1]

戴金平（南开大学跨国公司研究中心研究员）

全球性新冠肺炎疫情无疑是一个巨大的黑天鹅事件，疫情的暴发和扩散对全球资本市场带来重创。资产价格波动的幅度堪比20世纪30年代大危机和2008年国际金融危机。为了防止流动性危机爆发并演化为全面金融危机，世界各国已经展开了历史上罕见的金融干预行动。那么，这是一场什么性质的金融动荡？要回答这个问题，我们需要判断主要国家的债务和金融泡沫化程度是否触碰了债务通缩机制，或者是否到达明斯基的危机时刻。

评判债务负担的指标一般包括宏观杠杆率及宏观杠杆周期偏离、债务偿还负担及周期偏离，进一步可细分为私人部门、家庭部门和政府部门债务水平及偿债负担。评价金融泡沫化水平的指标一般包括房地产价格及周期偏离、股票市场市盈率、信用利差水平等。一个更加综合的办法是测度金融周期，并评估当前金融形势处于周期的哪一个阶段。若是处于金融周期上行加速阶段，则认为杠杆泡沫化程度高；若处于金融周期下行阶段，则认为金融正在去杠杆，发生金融危机的概率不高。

（一）世界主要国家的金融周期

笔者借鉴古德哈特和霍夫曼金融形势指数（FCI）的测度方法^[2]，参考博里奥关于金融周期指标的描述^[3]，测度了涵盖信贷与房地产价格等低频波动指标的世界主要国家（美国、英国、日本、加拿大、德国、法国、意大利和中国）的金融周期。

笔者发现，当前欧元区主要国家和日本的金融周期处于上行阶段，已经脱离了历史均值区域，而美国、加拿大和英国则分别于2006年和2007年掉头下行进入周期下行阶段。中国的金融周期与世界主要发达国家的金融周期波动存在显著差异，2016年第四季度金融周期掉头下行进入下行区域，目前在零均值之下。

[1] 本研究是国家社科重点研究课题“我国金融周期对短期经济周期波动的影响研究”（项目编号：ZX20180248）的中期研究成果。

[2] Goodhart, C. and Hofmann B., “Asset Prices, Financial Conditions and the Transmission of Monetary Policy”, Conference on Asset Prices, Exchange Rates, and Monetary Policy, Stanford University, 2001.

[3] Borio, C., “The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?”, BIS Working Papers, No. 395, 2012.

无论是金融周期上行阶段，还是金融周期下行阶段，世界主要国家的金融形势都没有处于金融泡沫区或者严重泡沫区。美国、英国、加拿大和中国都在零均值之下，德国、法国、意大利和日本处在周期上行阶段，脱离了零均值区域，但并没有达到金融泡沫化水平。

金融周期的测度包含了对债务杠杆水平和资产价格泡沫化程度的度量，是关于金融形势的综合评估。如果我们观测具体的债务杠杆、偿债压力以及资产价格，得出的结论与周期显示的基本一致。

（二）新冠肺炎疫情冲击下流动性危机的爆发与演化

世界主要国家基本上不存在严重的金融泡沫化状况，对于这些国家而言，在新冠肺炎疫情冲击下，基本上不会产生过度债务触发型的金融危机。那么流动性危机触发型的金融危机是否会爆发？

从2月20日新冠肺炎开始扩散到世界其他国家，至3月24日这一个多月的时间里，几乎所有的资产价格都出现了不同程度的下跌。在此期间，美国纳斯达克指数下跌了36%，多伦多300指数下跌了36%，日经225指数下跌了30%，英国富时100下跌了34%，法国CAC40下跌了39%，德国DAX指数下跌了39%。2月20日至3月30日，纽约商业交易所（NYMEX）原油价格下跌了63%。多国的股票市场和期货市场出现数次熔断，国债价格也出现一定幅度的下跌，在美国甚至触发熔断。富时世界国债指数（美元计价）从3月6日的1056点下跌至3月18日的980点，跌幅超过7%。黄金价格也出现一定程度的回调。资产价格暴跌幅度之大、速度之快、暴跌资产范围之广，已经说明出现了流动性危机。美元指数于3月9日跌至94.63点之后上行，到3月19日达到103点，上行了8.8%，非美元货币汇率齐跌。全球出现了严重的美元流动性危机。

针对流动性引发的金融动荡，最好的举措是央行介入，迅速提供流动性，防止流动性危机深化，并阻断流动性危机向债务危机传导的路径。事实上，以美联储为代表的全球中央银行以及各国政府都采取了大尺度的货币宽松和经济救助政策。各国大尺度的流动性救助计划和财政救助计划实施之后，全球资产价格迅速反弹，金融市场结束了流动性紧缩，短期来看成功阻止了流动性危机的爆发，阻断了流动性紧缩向债务危机的传递。

鉴于新冠肺炎疫情的严重性，各国还在进一步加强防控手段和措施。2020年世界经济衰退的风险很大，国际金融市场依然十分脆弱，尤其是经济金融体系较为脆弱的发展中国家面临的问题更为严重。全球央行对于金融市场流动性的呵

护、各国财政对经济的救助和刺激计划，还会保持相当长的时间。

（三）结论与政策建议

根据以上分析，笔者得出如下结论。

第一，2020年新冠肺炎疫情冲击下的全球金融市场动荡是全球金融形势良好状况下巨大自然灾害引发的金融市场剧烈波动，是一场外生冲击引发的流动性危机。

第二，针对流动性危机，以美国为首的各国中央银行已经采取了大尺度、不断强化的应急性量化宽松货币政策。短期来看，已经控制了全球流动性危机，并成功阻断了流动性危机向债务危机的转化，避免了全面金融危机的爆发。

第三，新兴市场国家在遭遇疫情冲击的同时，还遭受资本外流的冲击，发生货币危机的概率较高。鉴于此，美国已经通过货币互换计划和海外央行回购工具向世界释放大量美元流动性，平抑美元指数上行和美元流动性紧缩的局面。目前全球市场美元流动性危机得到一定程度的缓解。

第四，新冠肺炎疫情的严重性已经超出预期，目前仍然在全球迅速扩散，疫情尚未得到有效控制。2020年全球经济衰退是大概率事件。经济衰退对金融体系形成负反馈影响，会恶化金融机构和非金融机构的资产负债表，提升偿债压力，进一步对金融体系形成巨大压力，因此，发生金融危机的概率依然较大。

基于此，笔者认为，无论是财政救助措施，还是经济刺激政策，抑或是宽松货币政策，都应该保持强化状态。

疫情下的美国金融市场动荡：成因与走向^[1]

刘程（南开大学经济学院副教授、APEC研究中心研究员）

此次全球金融市场动荡虽然在2020年初新冠肺炎疫情期间集中爆发，但早在2019年8月，相继出现的美国国债收益率曲线倒挂和国债回购市场紊乱等罕见现象，业已昭示了本轮危机的严重性。尽管美联储在2019年9月即入场干预，并在疫情危机触发后的第一时间连续推出了多轮针对性极强的巨量市场救济举措，但冰冻三尺非一日之寒，市场信心短期内难以恢复至危机前水平。近十年来全球低利率和风险定价钝化所导致的市场结构扭曲，通过多种渠道催生了债务及权益

[1] 本文系教育部基地重大项目“国际经贸规则重构对中国参与亚太区域合作和全球经济治理的影响及对策研究”（项目编号：17JJDGJW013）的中期研究成果。

市场的巨大泡沫。而危机在极短时间内对流动性的猛烈吞噬藉由全球美元系统加速它的蔓延和恶化。因而，深刻理解近十年来的金融市场扭曲和全球美元循环系统的脆弱性，对人们认知和判断本轮危机的成因和走向至关重要。

2008年金融危机后，主要发达经济体的货币监管当局以前所未有的严厉姿态整顿了大型金融机构。沃尔克法则（Volcker Rule）对银行在自营、衍生品、资产证券化和大宗商品等方面的业务进行了全方位的限制；《巴塞尔协议III》也细致入微地针对银行资本、流动性做出了一系列要求（甚至细致到银行持有的房地产加总头寸约束）；金融稳定监管委员会（FSOC）将全球系统性重要银行的总损失吸收能力（TLAC）推升至极高的位置。在一系列高压监管举措之下，银行类机构的风险出现了显著下降。

然而，大型金融机构资产负债表指标的整固，并非通过经济有机增长带来的利润提升，而是以全球主要货币当局（美联储、欧洲央行、英格兰银行和日本银行）的巨额量化宽松（QE）为代价。由此导致的长期低利率（甚至负利率）环境使金融市场又逐步衍生出了相互交织的两类新型扭曲。一方面是由廉价债务所驱动的，对股票回购与高杠杆债务投资偏好的刺激；另一方面则是整个市场对金融资产真实风险定价能力的钝化和丧失。在全球经济低增长的大背景下，二者共同催生了全球美元权益及债务市场近十年来的繁荣泡沫，同时也不可避免地埋下了风险的种子，直至由疫情刺激所触发的多米诺骨牌效应。风险由商品市场到债券市场，由高收益债向投资级债券，再到国债市场依次传导爆破，并最终倾泻至景气长达十年之久的股票市场。

廉价债务助推的泡沫产生，突出体现在美国股票回购市场和债券市场。传统上，上市公司回购股票的原因主要是向市场发出股票被低估的信号，希望投资者重新评估公司的价值，以及通过减少市场上流通的股票数量，提高每股收益，从而推高股价。近年来，美股谷歌、苹果、微软等高市值大公司由于盈利丰厚同时缺乏投资机会，纷纷选择回购股票，促使股价持续上涨。2009年次贷危机以来，美股回购总规模持续上升，成为除公司自身盈利能力外，推动美股长期牛市的一个重要原因。标准普尔500公司在2010—2019年间的股票回购总额高达惊人的5.3万亿美元，其中2018年创下8300亿美元的历史峰值（相当于标普500总市值的3.6%）。公司回购超过了各类机构和散户投资，成为市场上股票需求的最大来源。这也导致了标普指数与公司回购规模之间的正向相关性日趋显著，走势高度吻合。

然而相当部分的股票回购资金并非来源于企业盈利^[1]，而是来自低利率催生的高额债券市场融资。换言之，过去十年间，很多公司在通过债务杠杆的财务效应（债务对权益的置换）推高股价^[2]，这使得疫情下的经济衰退风险给美股带来了双重打击。一是经济衰退下的业绩下滑冲击；二是大规模回购资金断流引发的股价下跌冲击。

受廉价资金推动的泡沫还包括债券市场。2008年后，得益于降息和量化宽松带来的低利率，美国企业发行了大量的债券。企业债券规模占GDP的比重从2007—2008年的37%升至2019年的45%；美国企业部门的杠杆率在2019年三季度末达到了75.3%，也超过了2008年的峰值。而且债务筹集的资金并没有用在扩大再生产、产生利润和现金流上，实际偿债能力下降，企业部门存在过度融资的状况，一旦利率上行或融资出现困难，积累的存量债务就容易产生风险。此外，从结构上看，投资级债券中BBB级（投资级中最低级别）占比极高，表明企业评级存在潜在高估风险。

高收益债市场是本轮危机的核心引爆点之一。高收益债原本是资质较差企业的融资来源，但受低利率环境的驱动，越来越多的资金涌入这个原本风险较高的领域，并人为扭曲了风险溢价。本轮危机无疑迅速刺破了这一明显泡沫化的市场。事实上在整个债券市场出现整体动荡之前，高收益债风险溢价早在2019年初即显示出走阔迹象，9月的联储回购干预部分平抑其波动后，在2020年1月，高收益债风险溢价再次快速扩张，其危机的“金丝雀效应”也又一次应验。^[3]甚至在联储3月下旬连续推出三轮救市举措后，虽然国债及AAA级债券市场迅速稳定下来，但高收益债市场则毫无企稳迹象，利差的飙升甚至超过2008年金融危机巅峰时的水平。

本轮危机的另一个鲜明特征在于市场风险主体的结构变化。2008年金融危机始于次级贷款市场，表现为私人部门高杠杆爆破最终摧毁了提供融资的银行资产负债表。而2008年后，受制于《多德—弗兰克法案》和《巴塞尔协议III》的约束，银行部门不得不大幅收缩表内杠杆业务，总债务由居民部门向企业部门转

[1] 经过数年股市繁荣，2019年美国企业的总利润却仍停留在2014年的水平，而企业利润占GDP的百分比仍停留在2005年的水平。

[2] 美联储金融调查数据显示，2010—2019年，美国非金融企业债券净融资额年均约2600亿美元，而企业股票净融资额年均约-4180亿美元。债务置换权益十分突出。

[3] 此处比喻煤矿安全警报中的金丝雀效应。高收益债利差是美股风险溢价（ERP）的一个代理指标，走势往往领先于股票市场。

移，融资来源也由银行部门逐步转移至非银部门（货币基金、对冲基金、共同基金和保险养老基金等非银金融机构）。这也使得本轮危机的传导路径和冲击的部门与上次有所不同。故而自3月中旬开始，以美联储为代表的各国货币当局的救助措施也集中于对各级债券市场主交易商及非银机构的流动性纾困及救助。

美联储和美国财政部在本轮危机中推出的救市举措总体而言非常及时，也极具针对性。但如前文所述，本次疫情下的金融市场动荡事实上是对之前十余年全球金融市场由低利率、低增长和高杠杆扭曲所造成的累积风险的一次总释放，很难复制2008年仅通过全面债务保释平缓度过危机的前例。一方面美国总债务规模（政府、企业加居民部门）已经达到GDP的245%，远高于2008年时的水平，这意味着通过债务杠杆腾挪换取时间的政策潜力已经很低；另一方面，危机的本质根源于主要经济体长期增长前景的低迷。不改变这一现实，再多的货币、财政刺激和债务兜底，都无法从根本上解决问题，而只会将风险在各个市场间转移，并最终累积到不可控的地步。如果仔细审视日本和欧盟过去多年的救市措施和债务结构变化，会发现今天的美国事实上正走在日本化和欧洲化的路上，甚至更加危险。因为日本和欧盟都是经常账户长期盈余的经济体，有庞大的净海外投资头寸（NIIP）可做缓冲。而美国则恰好相反，本已高企的净海外投资债务使其进行财政赤字货币化的潜在空间更为有限。

最后让我们将视线拉回到本轮危机，预计疫情共将引发两到三轮金融冲击：首先是由疫情直接触发的多米诺流动性枯竭及资产火线抛售（fire sale）冲击，目前已基本平息；其次则是由疫情造成的实体经济需求与供给两方面同时萎缩，导致金融资产重定价，这一冲击目前还在进展当中；最后，由于全球疫情蔓延的不同步性，部分疫情较早得到控制的经济体，可能还会遭受因连续的外部不确定性所带来的负面冲击。而与以往的危机类似，美国国债期限息差、TED和美元指数等仍会成为本轮金融危机拐点的前瞻指标。■

（责任编辑：邱静）