



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

2023年/总第254期

目 录

世界热点

美国经济概况	3
--------------	---

导读：纽约联邦储备银行研究部门编制的《美国经济概况》旨在提供当前经济和金融发展相关的全面概述，包括劳动力和金融市场，消费者和企业的行为以及全球经济。此外，概况还涵盖了一些特殊主题，例如商品价格走势、劳动力市场情况。本文的分析基于截至 2023 年 3 月 10 日的数据。

2023 年粮食安全的全球进展：黑海协议不是唯一“游戏”	21
------------------------------------	----

导读：随着俄乌冲突对农作物生产和运输的影响逐渐显现，在整个 2022 年粮食的不安全全都是人们最关心的问题。外交手段起到了一定作用，但在俄乌冲突暂时无法结束的情况下，本专栏利用 2022 和 2023 年度小麦收成的预测，为俄罗斯在世界小麦市场上的影响力及其将小麦武器化的动机提供证据。明年的小麦大丰收将增强俄罗斯对世界小麦市场的影响力。与拒绝延长黑海谷物倡议相比，俄罗斯提高出口税对世界小麦价格的影响更大。

聚焦中国

五年贸易战，中国持续缓慢地与美国出口脱钩	25
----------------------------	----

导读：贸易战对中美贸易产生了一定的影响。美国对中国的出口在特朗普时期的贸易战中遭受重创，并且中国正在逐步将一些外国商品的采购从美国转移。此外，由于美国新的出口管制政策和新冠疫情的影响，其服务业出口也大幅下降。尽管 2022 年美国对中国农产品出口创下历史新高，但其中大部分是由于价格上涨和全球粮食不安全等原因，而非发货量增加。文章指出，中美贸易关系依然面临挑战，双方都在试图实现进出口的多样化。

中国这次的金融监管体制改革是否有所不同？	38
----------------------------	----

导读：中国 3 月份宣布的金融监管架构重组与之前的改革一样似乎是渐进式的，而非激进式的。然而，这不会解决困扰中国金融体系的主要挑战，这一挑战与监管架构的具体选择无关，而是与尚未完成的从国家主导型金融体系向市场主导型金融体系的转型有关，也与中国共产党无处不在的角色给金融公司的良好公司治理和监管机构的独立性制造了障碍有关。政治当局，有时甚至是监管机构自己直接干预金融机构的资金和信贷配置决策，偶尔会导致风险控制和风险管理的失败。两位作者认为，中国改革者应该致力于更清晰、更严格的责任划分，让金融公司管理金融成本和风险，监管者专注于各自的公共政策使命。

全球治理

渡过全球金融周期..... 52

导读：对于希望避免资本波动的新兴市场经济体来说，渡过全球金融周期已成为紧迫的问题。本文认为，强有力的法治制度在应对全球金融冲击对新兴市场的影响、逆周期政策的反应及其有效性方面发挥着关键作用。新兴市场经济体通常会在事前进行代价高昂的部门改革，以增强制度实力，保护其经济不受全球金融状况变化的影响。只依赖事后的政策，并不能让其免受全球冲击的影响。

欧元区外围成员国的荷兰病..... 55

导读：本文分析了文献中对 20 世纪 90 年代中期以来欧元区外围成员国经济表现欠佳的解释。一个关键因素是荷兰疾病式的传播机制，因为欧元的使用导致资本流入冲击。这导致外围经济体的生产结构发生结构性转变，不再偏向生产技术先进的制成品。因此，外围成员国专注于非贸易部门以及低技术和劳动密集型贸易商品部门，这在很大程度上解释了外围国家经济增长缓慢、生产率增长缓慢和宏观经济失衡加剧的原因。

实时发展世界中的前瞻性政策..... 73

导读：恢复物价稳定是美联储的重要职责之一，也是美国人民的期望。实现这一目标需要时间和对经济状况的全面了解。政策制定者必须对实时发展的经济做出反应，并为未来的经济状况做好准备。以下内容摘自旧金山联邦储备银行（FRBSF）行长 3 月 4 日在普林斯顿大学格里斯沃尔德经济政策研究中心的讲话。

美国经济概况

newyorkfed/文 薛懿/编译

导读：纽约联邦储备银行研究部门编制的《美国经济概况》旨在提供当前经济和金融发展相关的全面概述，包括劳动力和金融市场，消费者和企业的行为以及全球经济。此外，概况还涵盖了一些特殊主题，例如商品价格走势、劳动力市场情况。本文的分析基于截至2023年3月10日的数据。编译如下：

一. 总览

1. 第四季度的产出。

- (1) 第四季度 GDP 增长强劲。
- (2) 消费和库存投资是增长的重要贡献者。
- (3) 住宅投资支出严重拖累了经济增长，而私人非住宅投资支出基本不变。

2. 月度指标。

- (1) 消费者支出在 11 月和 12 月经历下降后，随后在 1 月份有所回升。
- (2) 实际可支配收入在 1 月份大幅增长，这得益于对社会保障和纳税等级的通胀调整。
- (3) 1 月份制造业活动有所上升。
- (4) 1 月份房屋开工量相比去年同期大幅下降。

3. 劳动力市场。

- (1) 2 月份工资稳健增长。
- (2) 失业率从很低的水平开始回升。
- (3) 2 月份时薪的同比增速有所增加，但仍低于去年 12 月份的水平。

4. 通货膨胀

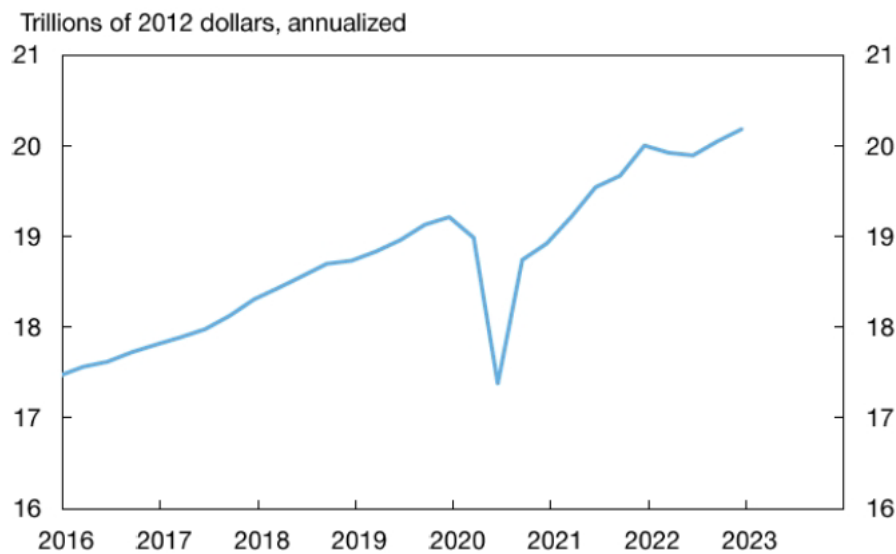
- (1) 1 月核心 PCE 通胀的同比增速有所上升。
- (2) 住房通胀仍处于高位。
- (3) 食品通胀放缓，但价格明显高于疫情前水平。

(一) 2022 年第四季度产出略低于疫情前的趋势路径。

1. 自 2019 年第四季度以来，GDP 的年增长率为 1.7%。

- (1) 在 12 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) 10 月份蓝筹股调查预计，2024—2028 年期间的年平均增长率为 1.9%。
- (3) 如果自 2019 年第四季度以来，GDP 增速接近长期预测值，那么当前四季度的 GDP 水平将比预期水平低了 0.5%。

图 1 实际 GDP



数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）2 月份失业率上升。

1. 失业率从 1 月份的 3.4% 升至 2 月份的 3.6%。

（1） 2022 年的平均失业率为 3.6%。

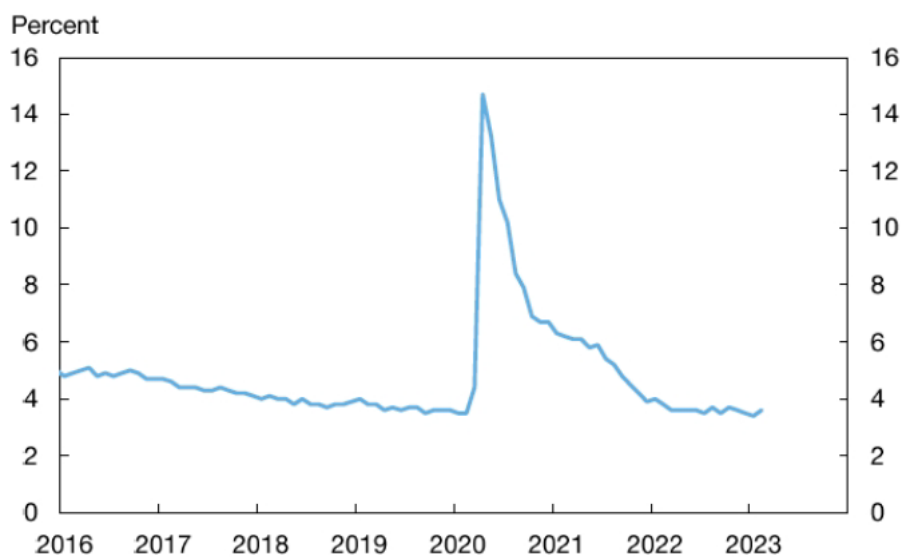
（2） 劳动力参与率上升，比 2019 年的平均水平低了 0.6 个百分点。

（3） 25-54 岁人群的劳动参与率比 2019 年的平均水平高出 0.6 个百分点，而 55 岁及以上人群的劳动参与率比 2019 年的平均水平低了 1.8 个百分点。

2. 失业率低于长期正常水平。

（1） 2 月份的失业率低于蓝筹股调查对 2024-2028 期间平均失业率 4.2% 的预测，也低于 SEP 对长期失业率 4.0% 的预测中值。

图 2 失业率

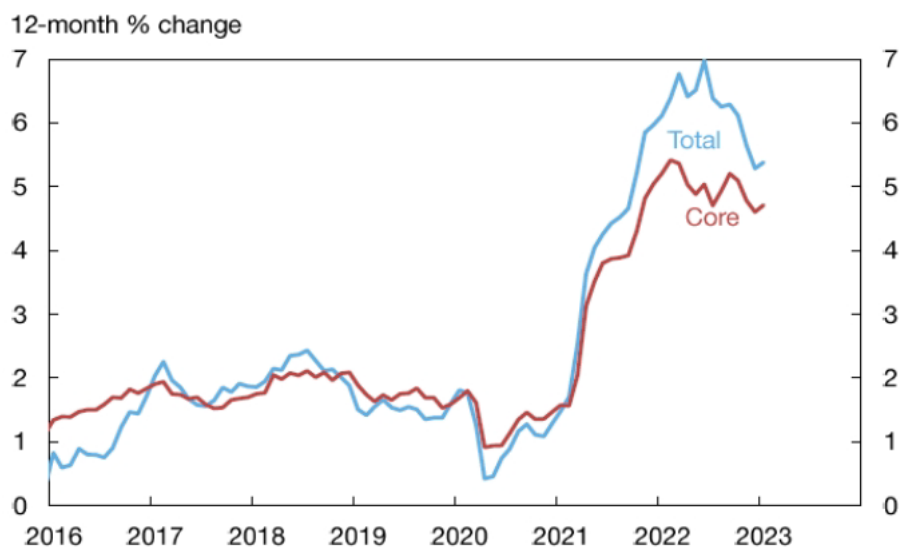


数据来源：美国劳工统计局（BLS）。

（三）1 月份 PCE 通胀有所上升。

1. PCE 通胀的同比增速从 12 月的 5.3% 升至 1 月的 5.4%。
 - (1) 12 月的通胀率是从 11 月的 5.0% 上升达到的。
 - (2) 食品价格上涨 11%，同时能源价格上涨 10%。
2. 核心 PCE 通胀从 4.6% 升至 4.7%。
 - (1) 核心商品通胀从 3.4% 降至 2.8%。
 - (2) 核心服务通胀从 5.1% 升至 5.4%。
3. 与三个月前相比，核心 PCE 通胀从 3.6% 升至 4.8%（年率）。
 - (1) 核心商品通胀从 -1.6% 升至 0.7%。
 - (2) 核心服务通胀从 5.6% 升至 6.3%。

图 3 个人消费支出平减指数



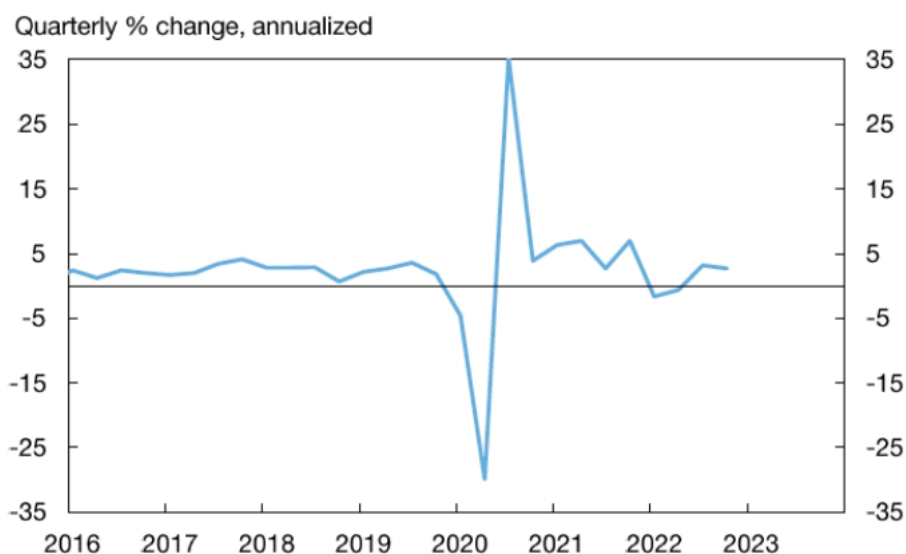
数据来源：经济分析局（BEA）。

二. 经济活动

（一）2022 年第四季度 GDP 稳步增长。

1. 在第三季度以 3.2% 的年增长率增长后，GDP 在第四季度以 2.7% 的速度增长。
 - (1) 由于在上半年下降，2022 年 GDP 仅同比增长了 0.9%。
 - (2) 库存投资和个人消费支出是第四季度经济增长的主要原因。
 - (3) 对国内私人购买者的最终销售（消费加上私人固定资产投资）在本季度略有上升。
2. 第四季度，实际可支配收入（DPI）以 4.8% 的年增长率强劲增长。
 - (1) 2022 年实际 DPI 下降 1.4%。
 - (2) 个人储蓄率从第三季度的 3.2% 上升到第四季度的 3.9%。

图 4 GDP 增长

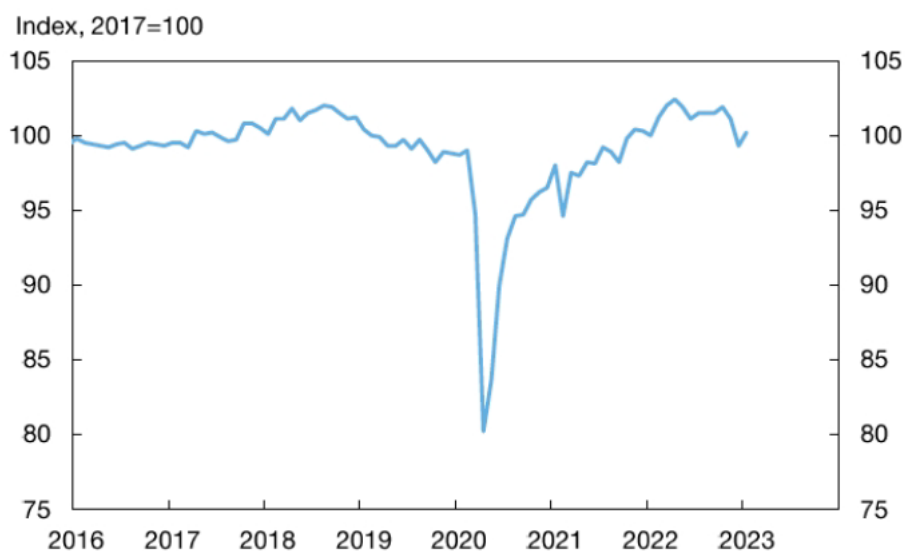


数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）制造业活动上升。

1. 制造业指数在 12 月份下降后出现反弹，在 1 月份环比上升 12%（年率）。
 - (1) 在过去三个月，该指数下降了 6%。
 - (2) 该指数与去年同期相持平。
2. 在过去三个月，耐用品和非耐用品的产量均有所下降。
 - (1) 耐用品制造业下降了 8%（年率），同时非耐用品制造业下降了 5%。
3. 2 月 ISM 制造业指数稳定在较低水平。

图 5 制造业指数



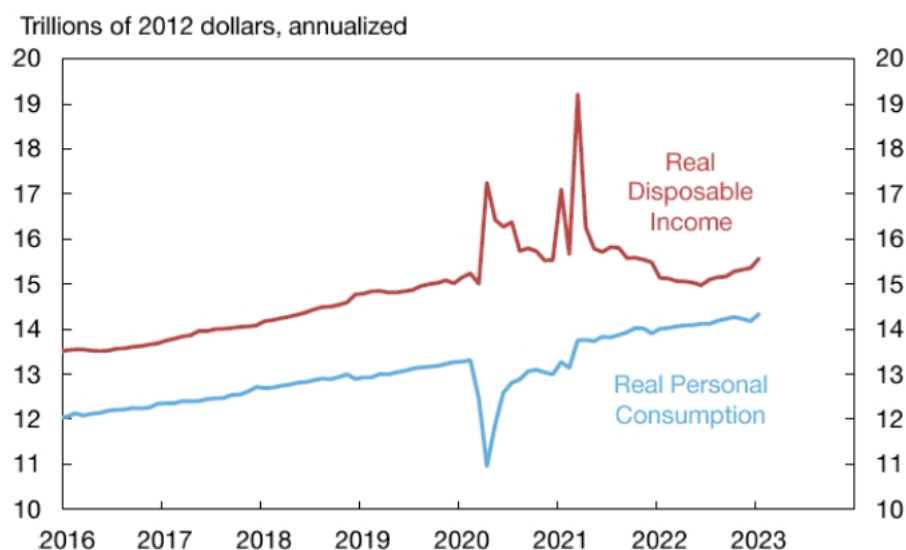
数据来源：美国联邦储备委员会。

三. 家庭

（一）实际可支配收入上升。

1. 1 月份名义个人收入同比上涨 6.4%，同时实际可支配收入同比增长 2.8%。
 - (1) 名义收入环比增长 7%，同时实际可支配收入环比增长 18%。
 - (2) 针对社会保障缴费和税收等级的通胀调整是可支配收入提高的主要原因。
2. 1 月份实际个人消费支出同比增长 2.4%。
 - (1) 个人储蓄率从 12 月的 4.5% 升至 1 月的 4.7%。
 - (2) 疫情前，储蓄率接近 9%。

图 6 个人可支配收入和消费

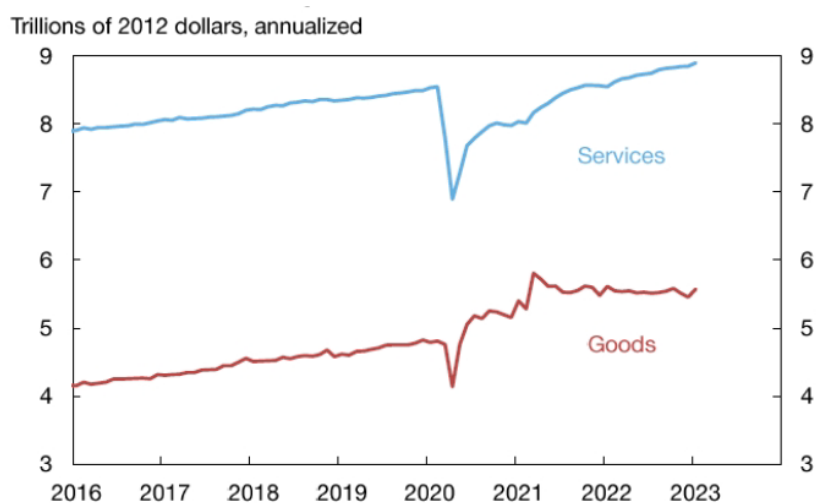


数据来源：经济分析局（BEA），美国联邦储备委员会。

（二）过去一年商品支出有所下降。

1. 实际商品支出在 1 月份同比下降 1%。
 - (1) 耐用品支出增长 0.5%，而非耐用品支出下降 1.4%。
 - (2) 食品采购下降了 6%，其中谷物和烘焙食品的销售下降了 9%，鸡蛋下降了 56%。
 - (3) 与三个月前相比，商品销售额增长了 2%（年率），其中耐用品采购的增加抵消了非耐用品的下降，这在很大程度上是由于汽油。
2. 服务业的实际支出同比增长 4%。销售额比三个月前高出 3%（年率）。

图 7 消费者支出



数据来源：经济分析局（BEA）。

四. 商业部门

（一）2022 年第四季度设备支出下降。

1. 在第三季度强劲增长之后，实际商业设备支出在第四季度下降 3.2%（年率）。

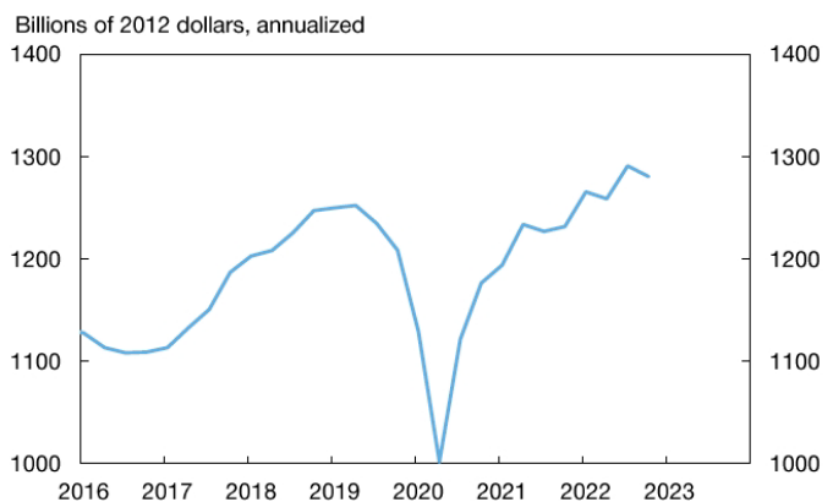
- (1) 本季度设备支出使得 GDP 年化增长率下降了 0.2 个百分点。
- (2) 信息处理类别的支出大幅下降，抵消了运输类别的大幅增长。
- (3) 设备支出同比增长 4%。

2. 资本货物订单在 1 月有所上升。

(1) 名义订单量在 2022 年上半年呈上升趋势，但在下半年的大部分时间里几乎保持不变。

(2) 资本设备价格在 2022 年下半年持续快速上涨。

图 8 设备投资支出



数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）第四季度非住宅建筑支出上升。

1. 在经历了前六个季度的下滑之后，实际非住宅建筑投资支出在第四季度以 8.5% 的年率大幅增长。

(1) 本季度建筑投资使得 GDP 年化增长率上升了 0.2 个百分点。

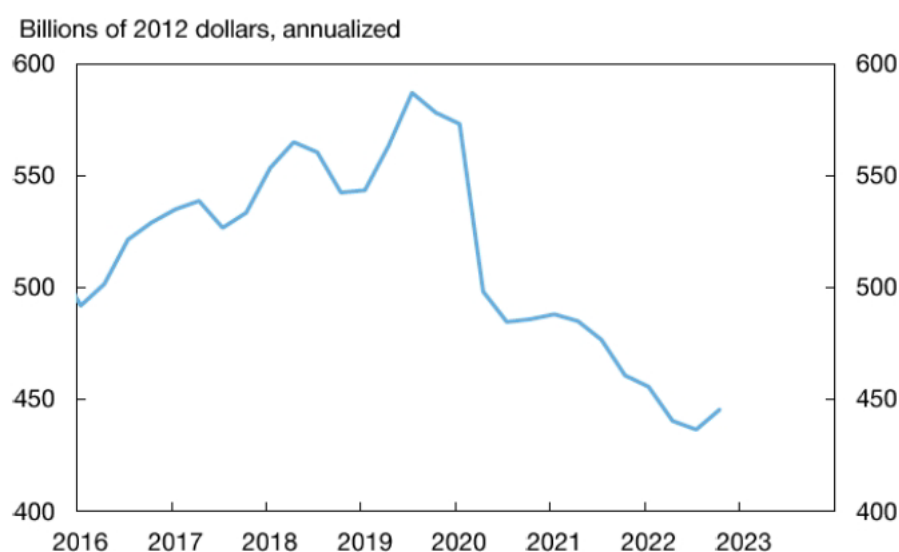
(2) 支出同比下降 3.3%，自 2019 年第四季度以来下降了 23%。

2. 在第三季度下降后，能源领域的支出在第四季度有所上升。

(1) 与 2019 年第四季度相比，采矿勘探、竖井和油井方面的支出下降了 11%。

(2) 第四季度，制造业的建筑支出迅速增长。

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）第四季度住宅投资支出下降。

1. 住宅投资支出大幅下降，使得第四季度 GDP 的年化增长率下降了 1.2 个百分点。

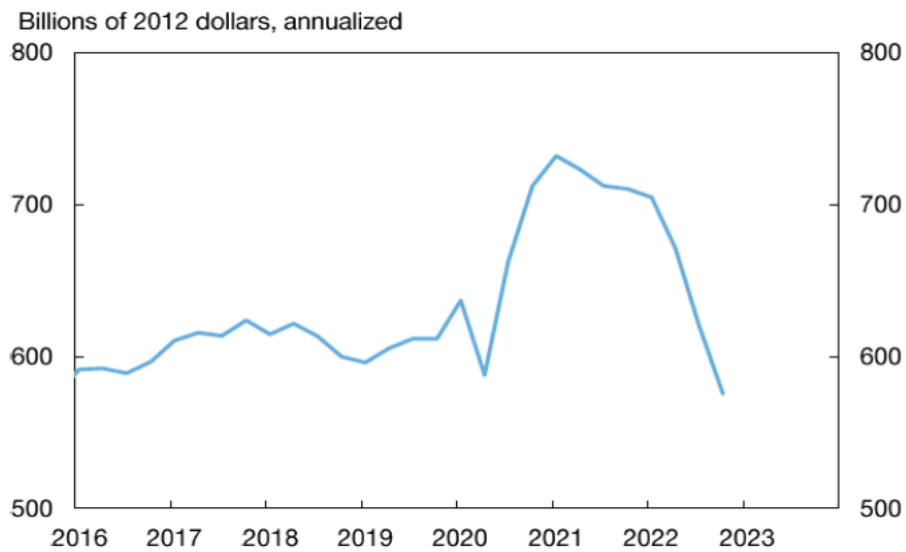
(1) 该季度的投资支出环比下降 26%（年率），并且同比下降 19%。

2. 独户住宅的投资环比下降 38%（年率），而多户住宅的投资环比上升 43%。

(1) 独户住宅的投资同比下降 22%，而多户住宅的投资同比上升 5%。

(2) 1 月份房屋开工量同比下降 21%。

图 10 住宅投资



数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）现房销售下降至非常低的水平。

1. 第四季度的独户住宅现房销量较第三季度低了 40%（年率）。
 - (1) 第四季度的销量同比下降 32%。
 - (2) 1 月的销量同比下降 36%。
2. 第四季度的独户住宅新房销量反弹，较第三季度高出 14%。
 - (1) 第四季度的销量同比下降 21%。
 - (2) 1 月的销量同比下降 19%。
3. 与 6 月份的峰值相比，12 月份独户住宅的价格下降了 3%。

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

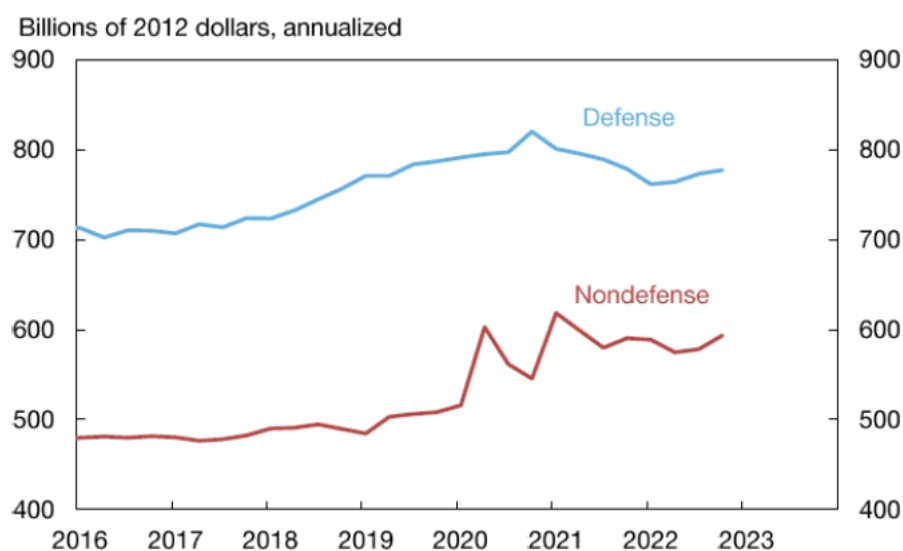
（一）第四季度联邦支出增加。

1. 联邦政府支出为第四季度 GDP 的年化增长率贡献了 0.4 个百分点。

(1) 非国防支出和国防支出分别为经济增长贡献 0.3 和 0.1 个百分点。

2. 实际支出接近去年同期水平。第四季度，非国防支出同比增长 0.5%，而国防支出下降 0.2%。

图 12 美国联邦政府支出



数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）第四季度州和地方政府支出增加。

1. 实际州和地方政府支出为第四季度的 GDP 年化增长率贡献了 0.3 个百分点。

(1) 支出同比增长 1%。

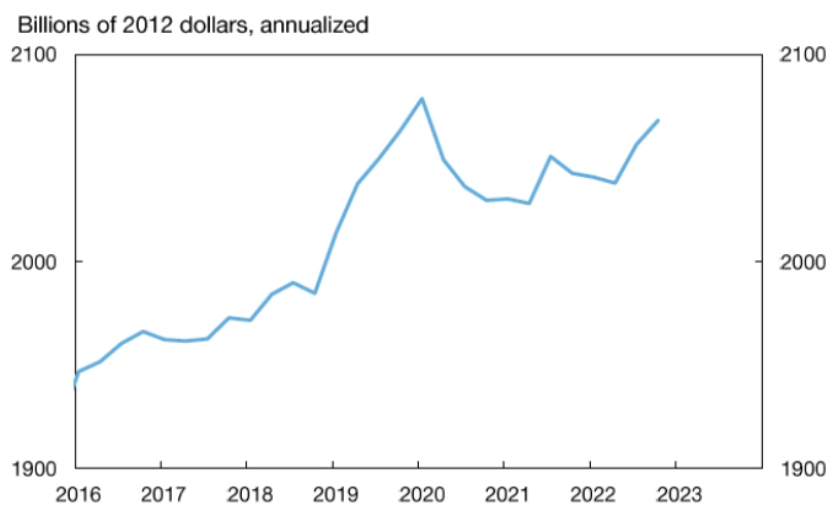
2. 州和地方政府的消费支出相比上季度增长了 2%。

(1) 消费支出同比增长 1%。

3. 投资支出环比增长 5%（年率），其中建筑支出增长 5%，设备采购增长 1%，知识产权产品支出增长 8%。

(1) 投资总支出与去年同期持平。

图 13 州和当地政府支出



数据来源：经济分析局（BEA）。

七. 通货膨胀

（一）核心 CPI 通胀的同比增速略微放缓。

1. 核心通胀的同比增速从 12 月份的 5.7% 降至 1 月份的 5.6%。

(1) 核心商品通胀从 2.2% 降至 1.3%，其中二手汽车的通胀从 -9% 降至 -12%。

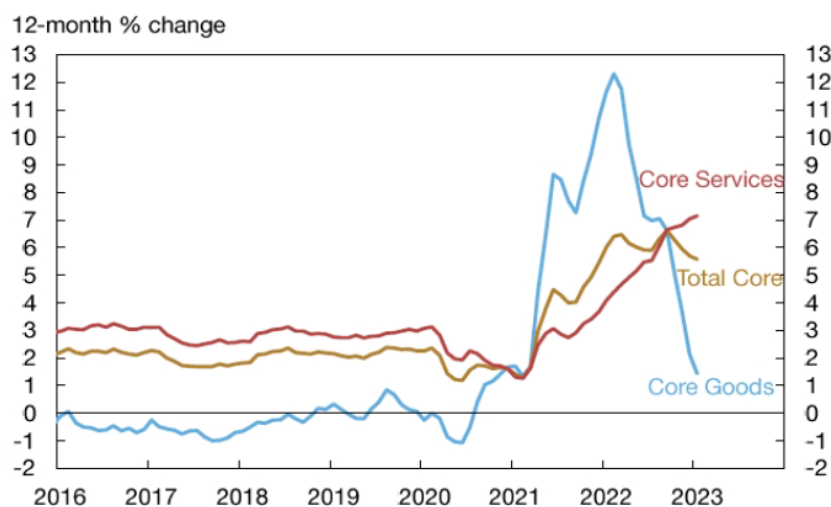
(2) 核心服务通胀从 7.0% 升至 7.2%。

2. 核心 CPI 在过去三个月增长了 4.6%（年率），高于 12 月份 4.3% 的增速。

(1) 核心商品通胀从 -2.1% 升至 -1.2%。

(2) 核心服务通胀从 6.6% 上升到 6.8%。

图 14 核心 CPI 通胀率

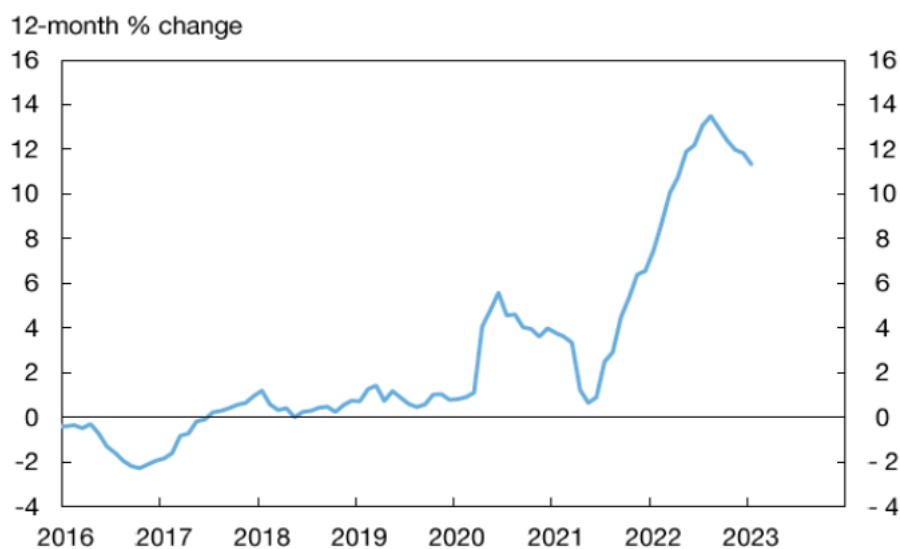


数据来源：劳工统计局（BLS）。

（二）食品通胀仍然居高不下。

1. 1 月份 CPI 中的家庭食品部分同比上涨 11%。
 - (1) 不过，通胀的环比年化增长率从 12 月的 6.0% 降至 1 月的 5.1%。
 - (2) 相比之下，在疫情之前的十年里，价格平均以 1% 的速度上涨。
2. 谷物和烘焙产品的价格同比上涨 16%，肉类上涨 2%，同时乳制品上涨 14%。
3. 家庭食品指数较 2019 年平均水平高出 25%。

图 15 CPI 通胀：食品



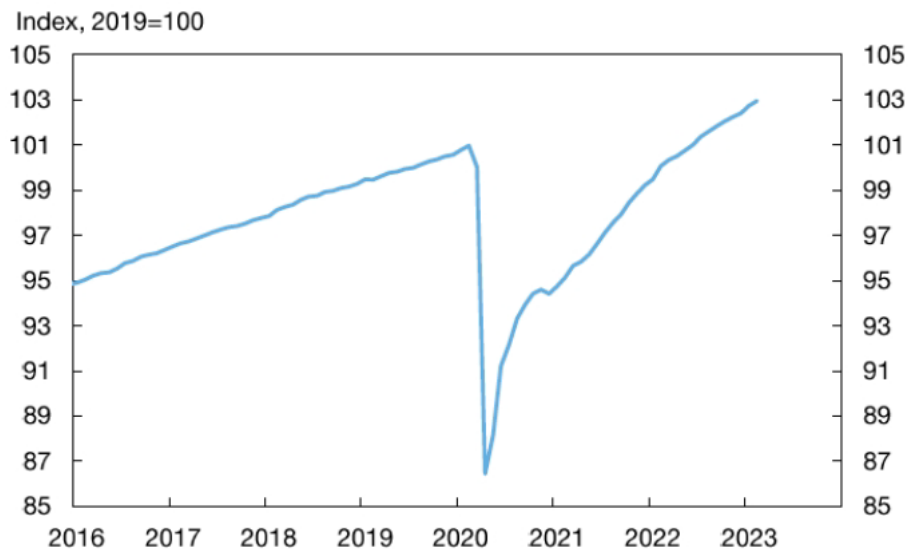
数据来源：劳工统计局（BLS）。

八. 劳动力市场

（一）就业增长稳健。

1. 非农就业人数在 2 月增长了 31.3 万人，其中休闲和酒店业（+10.5 万人），医疗保健业（+6.3 万人）以及专业和商业服务业（+4.5 万人）的增幅最大。
2. 家庭调查的就业人口比率上升至 60.2%。
 - (1) 在 2022 年期间，这一比率一直保持在 60% 左右的狭窄区间内。
 - (2) 该比率较 2019 年的平均水平低 0.6 个百分点。
 - (3) 25-54 岁人群的比率比 2019 年的平均水平高出 0.5 个百分点，而 55 岁及以上人群的比率比 2019 年的平均水平低了 1.8 个百分点。

图 16 就业情况



数据来源：劳工统计局（BLS）。

（二）平均时薪增速有所上升。

1. 平均时薪的同比增速从 1 月的 4.4% 上升至 2 月的 4.6%。

- (1) 工资的同比增速在第四季度为 4.9%。
- (2) 在过去三个月，工资的增速从 4.4% 下滑至 3.6%。

2. 从 9 月到 12 月，就业成本指数以 4.0% 的年率增长。

- (1) 这与 6 月至 9 月 5.1% 的年率相比有所下降。
- (2) 12 月该指数同比上涨 5.1%。
- (3) 相比之下，该指数在 2019 年第四季度的同比增速为 2.7%。

图 17 平均时薪和就业成本指数



数据来源：劳工统计局（BLS）。

九. 地区发展

（一）地区商业活动继续下降。

1. 根据 2 月份的地区商业调查，制造业和服务业活动均出现下滑，但速度低于 1 月份。

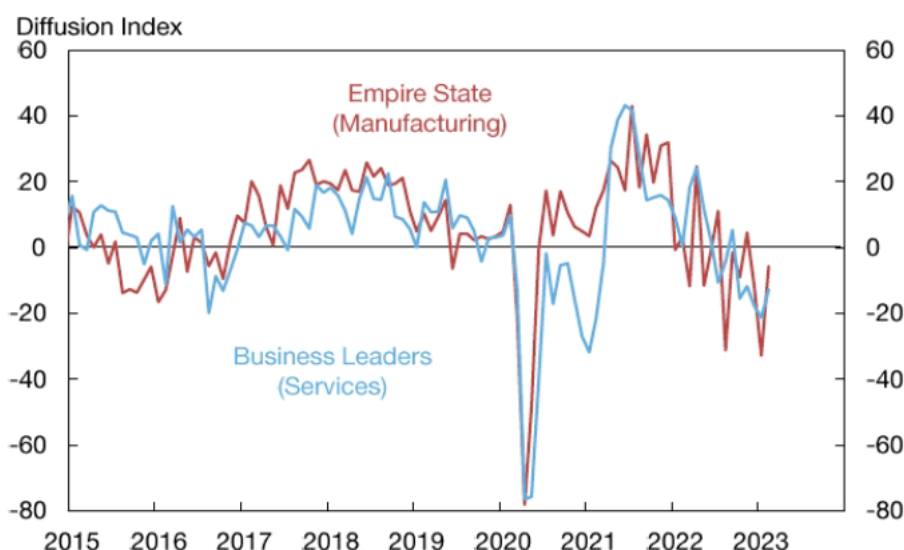
（1） 帝国州制造业调查的整体指数（制造业企业）上升 27 个点至-6，商业领袖调查的整体指数（服务业企业）上升 9 个点至-13。

（2） 自疫情早期以来，制造业的就业首次出现下降，而服务业的就业略有上升。

（3） 投入品和销售品的价格在放缓几个月后开始回升，特别是在制造业。

（4） 企业普遍认为在未来六个月情况将略有改善。

图 18 纽约联邦储备银行帝国州制造业调查



数据来源：纽约联邦储备银行。

（二）纽约北部就业增长依然疲软。

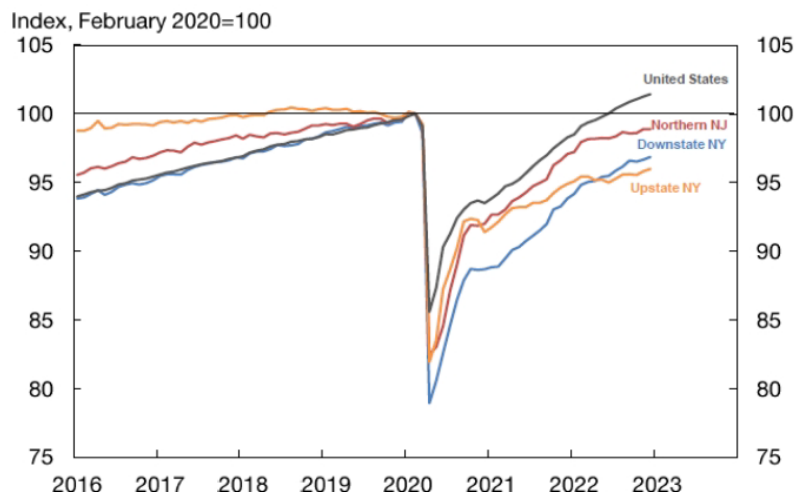
1. 12 月份，纽约州南部和波多黎各的就业持续强劲增长，但纽约州北部的增长仍然相当缓慢。

（1） 在过去的 12 个月里，纽约州南部的就业增长了 3.2%，新泽西州北部增长了 1.9%，康涅狄格州的费尔菲尔德增长了 2.3%，纽约州北部仅增长了 1.2%，而全国范围内的就业增长了 3.0%。

（2） 纽约州南部的就业率比疫情前水平低 3.1%，纽约州北部低 4.0%，新泽西州北部低 1.1%，费尔菲尔德低 0.7%，而全国则高出 0.8%。

（3） 波多黎各 21 月份的就业同比增长 3.7%，比疫情前水平高出 6.3%。

图 19 地区就业趋势



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

十. 国际进展

（一）净出口推动了第四季度的经济增长。

1. 第四季度出口和进口均有所下降。

（1） 出口下降使得 GDP 年化增长率下降了 0.2 个百分点，而进口下降为 GDP 年化增长率贡献了 0.7 个百分点。

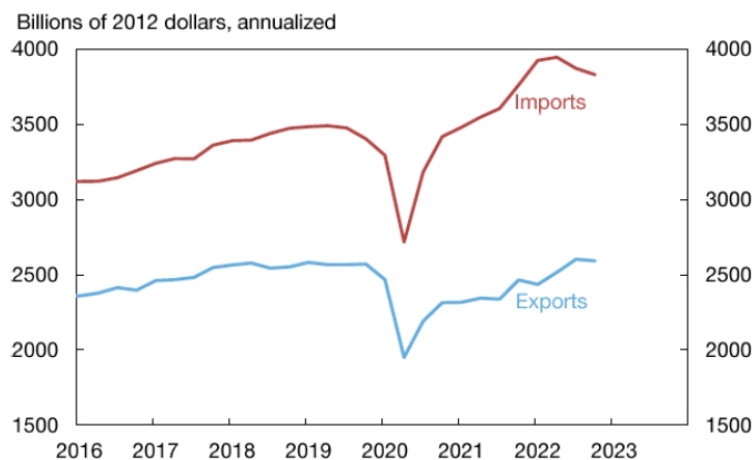
2. 在第二和第三季度大幅增长后，出口在第四季度出现回落。

（1） 食品、工业用品和消费品的出口下降被运输和旅行服务业的增加部分抵消。

3. 这是进口连续第二季度下降。

（1） 消费品再次大幅下降拉低了总进口量，而耐用工业用品和资本货物的降幅更小。

图 20 商品和服务的进出口



数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）油价保持稳定。

1. 油价（以 WTI 原油为基准）从 1 月份的每桶 78 美元略微降至 2 月份的每桶 77 美元。

（1） 3 月初油价保持在 80 美元/桶附近。

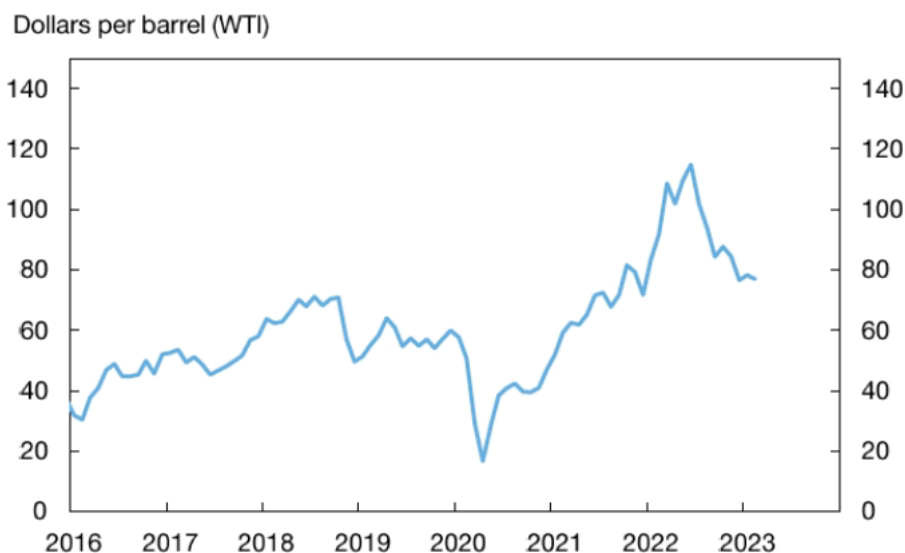
（2） 2021 年和 2022 年的平均油价分别为每桶 68 美元和 95 美元。

2. 美国能源部 3 月份的预测显示，2023 年石油全球库存的增长速度将接近 2022 年的增长速度。

（1） 预计 2023 年的消费和生产的增长都将放缓。

（2） 预计今年的大部分产量增长将来自美国，而大部分消费增长将来自中国。

图 21 原油价格



数据来源：能源信息管理局。

十一. 金融市场

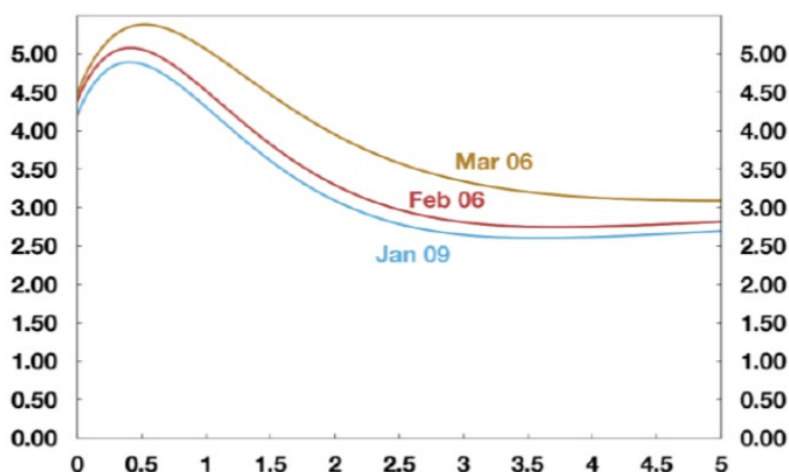
（一）联邦基金利率的隐含路径上升。

1. 2023 年 2 月 6 日至 3 月 6 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都小幅上升。大约六个月后，曲线将继续向下倾斜。

2. 到 2024 年底，市场隐含的联邦基金利率预计升至 4.1%，等于联邦公开市场委员会（FOMC）自 2022 年 12 月以来的经济预测摘要（SEP）4.1%的中值。

3. 在 5 年期限内，市场隐含的联邦基金利率升至约 3.1%，高于 SEP 的长期联邦基金利率中值 2.5%。

图 22 预期联邦基金利率



数据来源：纽约联邦储备银行计算；彭博财经有限公司。

注：估计使用 OIS 报价。

（二）10 年期美国国债收益率走高。

1. 2023 年 2 月 6 日至 3 月 6 日期间，10 年期美国国债收益率上升了 35 个基点，仍远高于 2013 年至 2019 年期间的平均水平。

- (1) 2020 年 1 月的平均收益率为 1.76%。
- (2) 2020 年、2021 年和 2022 年的收益率均值分别为 0.89%、1.44%和 2.95%。

(3) 根据 Adrian-Crump-Moench 期限结构模型的估计，2023 年 2 月 6 日至 3 月 6 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上升。

图 23 10 年期美国国债和期限溢价



数据来源：纽约联邦储备银行和联邦储备委员会。

注：5 天平均移动值。

（三）美国股价下降。

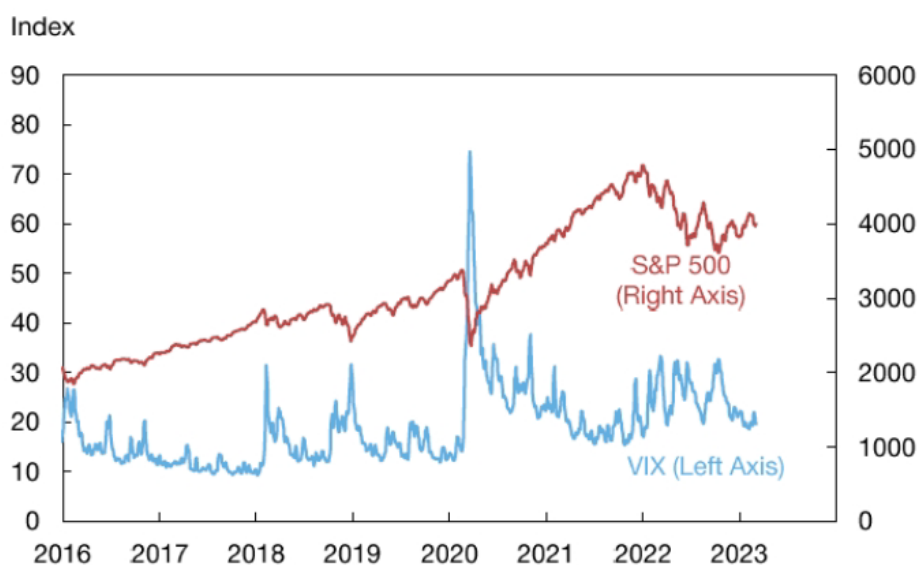
1. 2023 年 2 月 6 日至 3 月 6 日期间，以标准普尔 500 指数衡量的美国股价下降了 2%。

(1) 标准普尔 500 指数在 2021 年上涨 28%后，在 2022 年期间下跌了 19%。

2. 以芝加哥期权交易所波动率指数（CBOE Volatility Index）衡量的期权隐含股市波动率从 2 月 6 日的 19.4 下降至 3 月 6 日的 18.6。

(1) 从 2000 年至今，VIX 指数的中值为 18.2。

图 24 美国股市指数和波动率



数据来源：S&P 和《华尔街日报》。

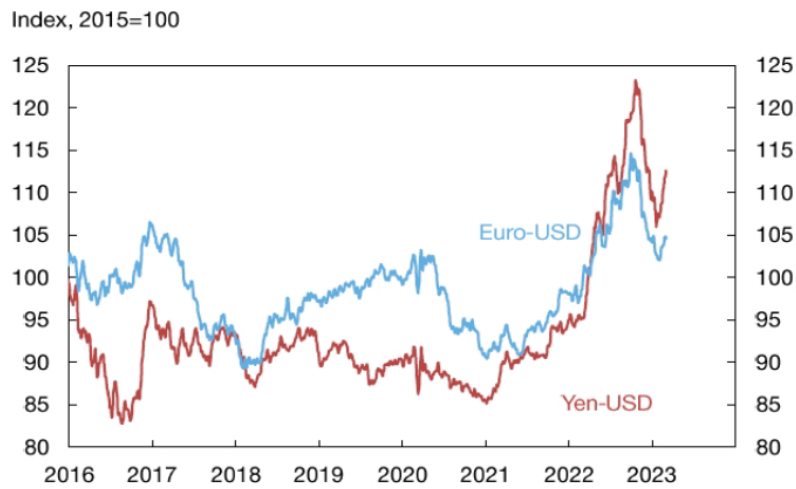
注：5 天移动平均值。

（四）美元升值。

1. 2023 年 2 月 3 日至 3 月 3 日期间，美联储的美元贸易加权指数上升 2%。

2. 2023 年 2 月 3 日至 3 月 3 日期间，美元兑欧元上涨 2%，兑日元上涨 5%。

图 25 美元汇率



数据来源：联邦储备委员会。

注：5 天平均移动值。

本文原题为“U.S. Economy in a Snapshot”。纽约联储银行是组成美联储的 12 家地区联储银行之一，其设立目的亦是為了维护经济、金融体系的安全、公正和活力。《美国经济概况》汇编了纽约联邦储备银行的研究和统计小组工作人员的观察结果。本文于 2023 年 3 月刊于 newyorkfed 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

2023 年粮食安全的全球进展：黑海协议不是唯一“游戏”

Simon Evenett, Marc Muendler/文 熊春婷/编译

导读：随着俄乌冲突对农作物生产和运输的影响逐渐显现，在整个 2022 年粮食的不安全都是人们最关心的问题。外交手段起到了一定作用，但在俄乌冲突暂时无法结束的情况下，本专栏利用 2022 和 2023 年度小麦收成的预测，为俄罗斯在世界小麦市场上的影响力及其将小麦武器化的动机提供证据。明年的小麦大丰收将增强俄罗斯对世界小麦市场的影响力。与拒绝延长黑海谷物倡议相比，俄罗斯提高出口税对世界小麦价格的影响更大。编译如下：

随着俄乌冲突对作物生产和运输的影响逐渐显现，粮食不安全在整个 2022 年都是人们最关心的问题（Deininger 等人，2023 年，Glauber 2023 年，Abay 等人，2023 年）。外交手段起到了一定作用：签署黑海协议重启乌克兰的粮食出口（2023 年）。国际组织加强了对食品出口管制的监督，并呼吁政府采取限制措施（世界银行等，2022 年，粮农组织等，2022 年）。尽管有政治呼吁，但全球贸易警报显示，去年各国实施了 180 项新的农产品出口限制措施，同时实施了 233 项放开进口的措施。

2023 年情况如何呢？乌克兰的武装冲突还没有结束的迹象。如果黑海协议在 3 月中旬不能延期，将会有什么危险？如果莫斯科在 2023 年将小麦出口武器化呢？在本专栏中，我们使用了著名的 2022 年 12 月专家对 2022-2023 年度小麦收成的预测数据，展示了俄罗斯对世界小麦市场影响程度大小，并提供了其欲将小麦武器化的证据。

一、目的和手段

俄罗斯政府有三种手段将小麦出口武器化。

1.十多年来，俄罗斯对小麦出口实施了出口禁令、出口税和出口配额。这些政策是俄罗斯农业贸易管理方法的一部分。根据全球贸易预警数据库，仅去年一年，俄罗斯 99 次调整农产品出口政策。

2.俄罗斯可能会拒绝续签黑海临时协议。在撰写本文时，俄罗斯正在为此争取交换条件。当俄罗斯暗示其可能在 2022 年 11 月初退出该协议时，芝加哥期货交易所的小麦期货价格上涨了 5.8%。一旦续签协议，期货价格会略下跌 2%。

3.自 2009 年以来，俄罗斯一直通过克里姆林宫拥有的贸易公司 UGC 来干预小麦市场。为了从世界市场上保留粮食储备，UGC 购买国内种植的小麦作为储备。据路透社报道，UGC 向克里姆林宫提出，到 2024 年购买 300 万吨小麦。2022 年 7 月，俄罗斯农业部宣布购买了 100 万吨小麦。

分析俄罗斯将小麦出口武器化的潜在动机，主要包括以下 2 条：

1.俄罗斯需要为俄乌冲突筹集资金。对俄罗斯军事开支的估计各不相同，但都在数百亿美元的范围内。在其他收入面临风险之际，对数十亿美元小麦出口征收的税收为入侵乌克兰提供了资金。

2.仅仅是封锁乌克兰出口的威胁，就会减少乌克兰农民的收入，打消他们为未来季节种植的积极性，从而对基辅政府的收入产生连锁反应，从而影响其为军事行动提供资金的能力。

二、2023 年对小麦产量的预测值将出现重大变化

俄罗斯将小麦武器化对世界市场和粮食安全的破坏程度将取决于俄罗斯无法控制的因素，包括全球小麦收成的规模。事实上，去年全球小麦价格没有失控，更多是因为好运气，而不是好政策。Glauber 等人（2022）指出，2022 年上半年阿根廷和巴西可将小麦出口增加 660 万吨。美国农业部预计未来可能不会这么好运了（2022a, 2022b）。2022 年 12 月美国农业部最新预测如下：

1.全球小麦产量停滞不前（从 2021 年第 2 季度的 7.793 亿吨降至 2022 年第 3 季度的 7.806 亿吨）；

2.主要小麦种植国的小麦产量下降，包括：乌克兰减少 1250 万吨、阿根廷减少 970 万吨、欧盟减少 390 万吨；

3.相反，以下国家小麦产量将提高：俄罗斯增加 1480 万吨、加拿大增加 1110 万吨、哈萨克斯坦（增加 220 万吨，巴西、中国、伊朗、土耳其和英国各增加 100 万至 200 万吨。

要了解这些预测，我们来回顾一下：在冲突之前（2020 和 2021 年期间）俄罗斯占世界小麦出口的 19.2%。我们预测，在没有任何小麦贸易武器化的情况下，俄罗斯将提供今年世界小麦出口的 22.8%（Evenett and Muendler 2023）。同样，美国农业部（2022b）预测这一比例为 20.4%。相比之下，制裁俄罗斯的国家的石油净产量预计只会增长 0.9%。如果俄罗斯在 2023 年不再在世界市场上出口额外的小麦，西方市场的小麦就无法轻易取代它。

三、模拟俄罗斯对世界小麦市场的影响力

为了具体说明问题，我们将美国农业部的预测值剔除了每个主要小麦出口国的潜在产量（生产率）变化，并模拟了俄罗斯在 2022 年第三季度对全球小麦市场的影响力（Evenett and Muendler 2023）。我们考虑了俄罗斯封锁乌克兰小麦出口的不同比例，以及俄罗斯决定将减少一半的小麦出口的情形。模拟结果显示了俄罗斯联邦对世界小麦价格的影响力，以及莫斯科对粮食安全（主要是发展中国家的粮食安全）构成的威胁。

例如，如果俄罗斯政府打算减少 1/4 的小麦出口，世界市场则减少 1080 万吨小麦总供应。相比之下，如果俄罗斯阻止乌克兰在黑海的所有小麦运输，只

会导致俄罗斯自身出口的小幅增加，而从其他供应国的大量运输对世界市场的小麦总供应几乎没有影响（Evenett and Muendler 2023）。因此，不应将俄罗斯在黑海运输方面的友好外交误认为是其对整个小麦市场的善意。

我们还研究了潜在出口税收制度，以评估俄罗斯操纵世界小麦市场的动机。例如，俄罗斯的出口税收制度降低了俄罗斯 1/4 的小麦出口，为俄罗斯政府带来的税收收入几乎相当于俄罗斯小麦行业 1/3 的增加值。当然，由此造成的市场扭曲也给俄罗斯整个经济造成了巨大的损失，比俄罗斯小麦行业 1/3 增加值还要多。但在战时经济中，与克里姆林宫可以直接利用的出口税收收入相比，这种损失可能微不足道。

以下是我们模拟中与政策相关的关键发现（Evenett 和 Muendler 2023）：

1. 鉴于对小麦产量的预测，无论俄罗斯允许乌克兰在黑海运输多少小麦，世界市场上的小麦都将比俄乌冲突前多 250 万吨，这限制了 2023 年小麦价格的上涨。即使是对乌克兰小麦近乎全面的黑海运输禁令，进口国小麦价格中值也会提高 4.2%。但是采购模式是这样的，例如菲律宾、印度尼西亚和突尼斯的小麦价格将上涨 27% 以上。

2. 如果俄罗斯将出口税提高到足以使其小麦出口减少 1/4，并且南北半球的农民在一年内对此政策干预做出反应，那么世界小麦进口将总计减少约 200 万吨，因为相互竞争的出口商只能部分弥补俄罗斯小麦出口的损失。在这种情况下，小麦进口国要多支付 5.2% 的价格。在没有出口限制的情况下，克里姆林宫征收的出口税相当于俄罗斯小麦产业增加值的 29.7%。

3. 如果俄罗斯进一步提高出口税，使其小麦出口减少一半，那么小麦进口总量将下降 340 万吨，小麦进口价格的中位数将比俄乌冲突前高出 9%。孟加拉国和尼日利亚目前面临的小麦价格涨幅分别为 14% 和 11%，高于中位数，而俄罗斯政府的税收收入占俄罗斯小麦行业增加值的 55.6%。

四、我们需要更全面的监测

俄罗斯政府正为其在乌克兰的军事行动筹措资金，将小麦出口武器化的对俄罗斯的吸引力将会提高。明年更大的收成将增强俄罗斯对世界小麦市场的影响力。与拒绝延长黑海谷物倡议相比，俄罗斯提高出口税对世界小麦价格的影响将更大。如果俄罗斯将出口武器化，几个人口众多的发展中国家将面临风险——现在可能会有应急融资提供帮助。俄罗斯小麦种植者也将成为武器化的受害者，减少了他们种植的动力。

外国政府和国际组织不仅应该监控俄罗斯出口税的变化，还应该监控俄罗斯政府从本国农民手中购买小麦的情况。可以想象，俄罗斯可以储备大量小麦，

然后与那些迫切需要养活本国人口的国家展开“小麦外交”。黑海协议很重要，但就全球粮食不安全而言，它并不是唯一的“游戏”。

本文原题名为“Food Security in 2023: the Black Sea Deal isn’t the Only Game in Town”。本文作者 Simon Evenett 和 Marc Muendler。Simon Evenett 是圣加伦大学国际贸易教授 国际贸易与区域经济研究员，CEPR 研究员，全球贸易预警协调员。Marc Muendler 是加州大学圣地亚哥分校经济系教授。其研究领域包括国际贸易、国际金融和发展经济学。本文于 2023 年 3 月刊于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

五年贸易战，中国持续缓慢地与美国出口脱钩

Chad P. Bown 和 Yilin Wang / 文 张丝雨 / 编译

导读：贸易战对中美贸易产生了一定的影响。美国对中国的出口在特朗普时期的贸易战中遭受重创，并且中国正在逐步将一些外国商品的采购从美国转移。此外，由于美国新的出口管制政策和新冠疫情的影响，其服务业出口也大幅下降。尽管 2022 年美国对中国农产品出口创下历史新高，但其中大部分是由于价格上涨和全球粮食不安全等原因，而非发货量增加。文章指出，中美贸易关系依然面临挑战，双方都在试图实现进出口的多样化。编译如下：

美国和中国之间的口水战今年已经升级，特别是自中国间谍气球事件以来，国务卿安东尼·布林肯（Antony Blinken）被迫取消了计划已久的 2 月北京之行。但最近有报道称，美中贸易关系在 2022 年达到了“创纪录的水平”，这表明世界上两个最大经济体的所谓经济“脱钩”时代还没有到来。

然而，这一被广泛报道的数据具有误导性。美国对中国的出口在 2018—19 年唐纳德·特朗普总统（Donald Trump）发起的贸易战期间遭受重创，目前仍在继续受挫。中国现在正在将一些外国商品的采购从美国转移出去。双方都同样担心：对方会突然将贸易流动武器化——以安全的名义切断进口或出口。为了抢占先机，双方现在都在试图实现进出口的多样化。

自 2018 年以来，中国便逐渐脱离美国出口，同时开始征收关税以回应特朗普的贸易对抗。特朗普总统和习近平主席在 2020 年 1 月宣布休战，当时中国承诺在两年内将美国的进口增加 2000 亿美元。由于种种原因，中国没有实现其承诺的目标。2021 年，美国对中国的出口才勉强达到贸易战前的水平。

2022 年最新公布的数据显示，美国出口逐渐落后于同样向中国市场销售的外国同行。美国曾经的主要制造业出口——如汽车和波音飞机——几乎都消失了。由于美国新的出口管制政策，半导体行业的销售在 2022 年出现下滑，而且可能难以恢复。美国服务业出口也在新冠疫情期间大幅下降，至今仍未恢复。

即使在美国出口表现看似良好的领域——2022 年美国对中国农产品出口创下历史新高——也出现了令人担忧的迹象。农业的大部分收益并不是发货量增加的结果，而仅仅是价格上涨和与俄乌战争有关的全球粮食不安全的担忧。此外，中国买家正转去寻求其他供应商，而美国农业部门的出口仍然高度依赖中国市场。

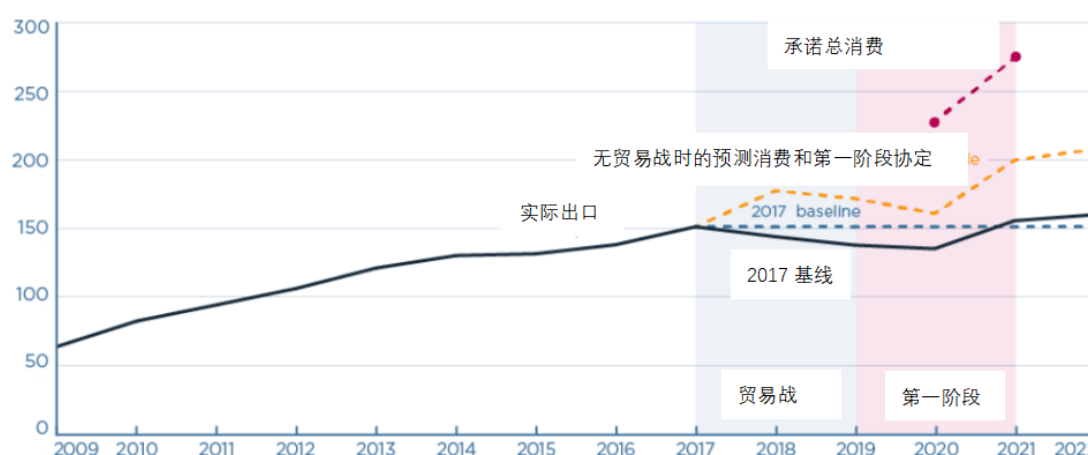
当然，中美贸易在面临挑战的同时，也曾相互依存、互惠互利。事实上，美国对中国出口是双边关系继续恶化的另一个体现。

2022 年美国对华商品和服务出口滞缓

2018—19 年的美中贸易战对美国对华出口造成了破坏（图 1）。美国出口下降的原因有很多。其一是特朗普总统对超过 3000 亿美元的中国出口产品征收关税，中国对此实施报复性关税。其二是特朗普总统的关税导致投入成本上升，特别是针对企业所需的零部件所征收的关税，降低了美国商品的竞争力。

图 1 美国对中国的出口持续陷入困境

第一阶段协议所涵盖的美国对中国出口的商品和服务，十亿美元，2009-22



注：2017 年的基线是指 2017 年的出口值，根据第一阶段的协议，该出口值将扩大两千亿美元。“购买承诺”所涵盖的产品和服务类别载于《美利坚合众国和中华人民共和国经济贸易协定》附件 6.1。对于 2018 年至 2022 年，“在没有贸易战和第一阶段协议的情况下的预测购买量”是根据中国对第一阶段协议所涵盖的货物和服务的总进口量的增长来预测美国的出口。

来源：作者根据美国人口普查和经济分析局的美国出口数据以及国际贸易中心（贸易地图）和中国海关的中国进口数据构建。

2020 年 1 月，特朗普总统与中国签署了著名的“第一阶段”协议，该协议呼吁贸易战休战，但双方的关税几乎都被保留了。该协议部分承诺，2020—21 年期间，中国将在 2017 年的基线水平上，以规定的数额额外购买 2000 亿美元的美国商品和服务。最终，中国没有购买特朗普贸易协议中额外的 2000 亿美元美国出口产品。

2022 年，美国对中国的出口仅略有改善。严格来说，它们的规模是“有史以来最大的”——因为它们比 2017 年贸易战前的水平更大（图 1），并且从 2021 年开始温和增长。¹但这句话没有什么实际意义。即使每年出口量保持不变，只要有哪怕很小的通货膨胀，出口的名义价值每年都会达到新的高度。

¹ 为了与第一阶段采购承诺进行比较，这一数字仅反映了第一阶段协议所涵盖的产品。购买承诺未涵盖 2017 年美国对华出口的 27%。在图 1 中包括未覆盖产品不会改变任何关键比较

一个有意义的比较方式是考察美国对中国的出口相对于其预测水平的情况，如果它们 在 2018—22 年期间每年的增长率与中国从世界的进口相同的话。²这将美国与国际同行出口到中国的表现进行了比较——不仅是在贸易战期间，而且还伴随着新冠疫情的冲击（以及中国的零疫情限制）的特殊性质，这对中国经济增长以及 2020—22 年的进口需求产生了严重的负面影响（2020 年中国 GDP 增长仅为 2.2%，2021 年为 8.4%，2022 年仅为 3.0%）。这一比较还考虑了通货膨胀因素。

2022 年，美国对中国的出口比这一趋势低 23%。这一比较揭示了潜在的第二个问题——随着时间的推移，差距可能会扩大。2020 年（即第一阶段协议的第一年），美国出口仅落后 16%，但 2021 年差距扩大到 22%，情况变得更糟。

请注意最后一个比较——特朗普总统承诺中国将根据其第一阶段协议购买的出口：尽管购买承诺于 2021 年底到期，但 2022 年美国对中国的出口仅达到第二年（2021 年）承诺的 58%——比 2021 年美国 57% 的出口表现略有改善。

没有迹象表明美国的制成品出口将回到贸易战前的轨迹。

美国对中国的制成品出口在贸易战后不仅没有恢复，现在还显示出恶化的迹象（图 2）。这一点很关键，因为在贸易战之前，制造业占美国对华商品和服务出口总额的 44%——是贸易战前商业的最大组成部分。³2022 年，这一比例降至 41%。

的定性性质。美国对华出口未覆盖产品见附表。

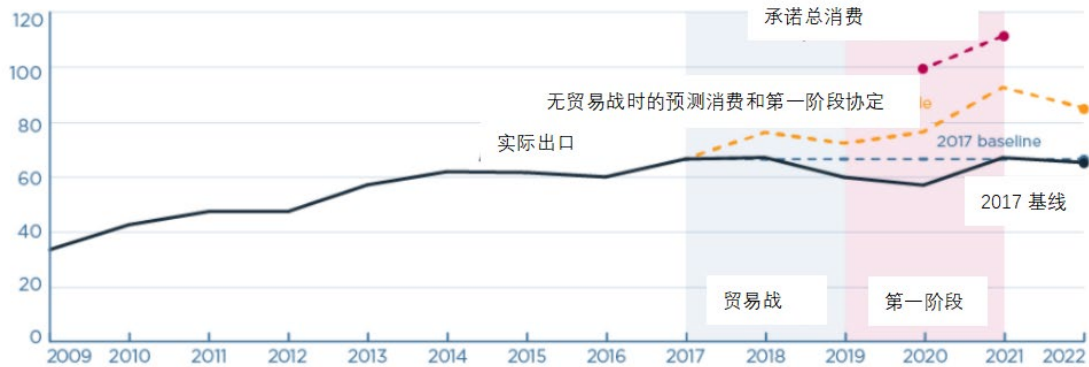
² 这不是中国从世界其他地方进口的。由于贸易转移，这将人为地夸大 2018-19 年的数字——即中国对从美国进口的商品征收关税，将一些购买转向从世界其他地区进口。

³ 这反映了第一阶段协议中采购承诺所涵盖的制成品与采购承诺所涵盖的所有货物和服务的关系。

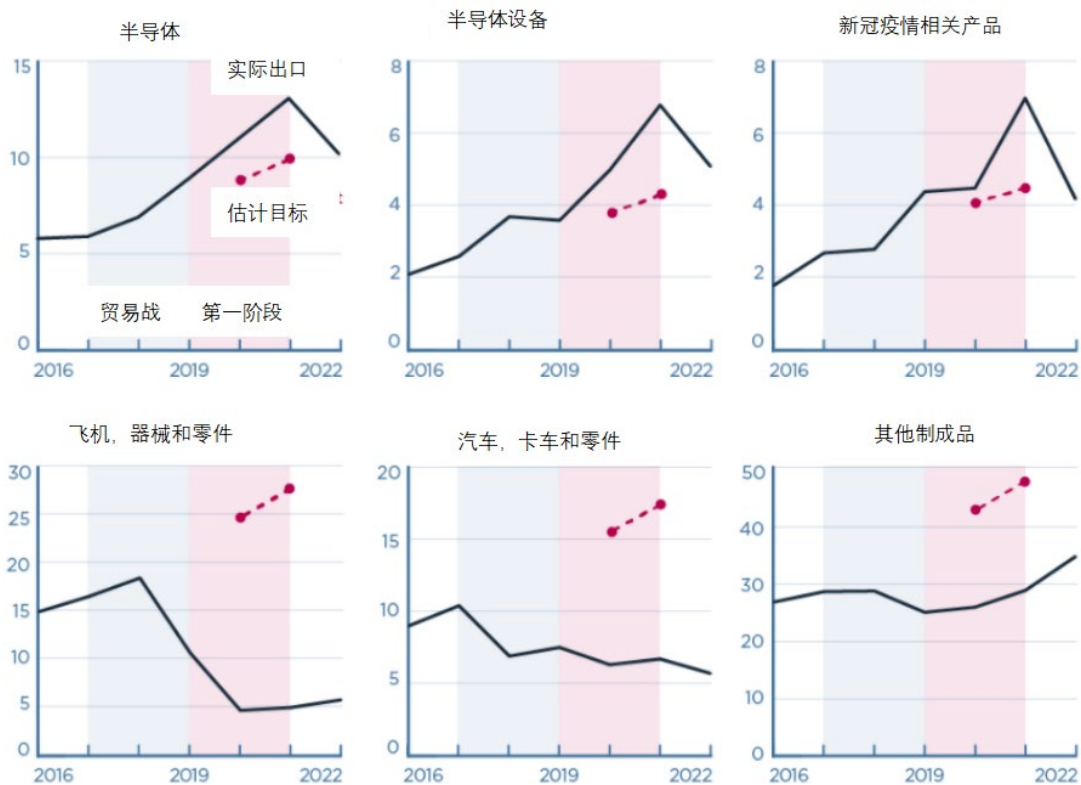
图 2 美国对中国出口制成品情况恶化

第一阶段协议所涵盖的美国对中国出口的制成品，十亿美元

a. 所有制成品，2009-22



b. 制成品子类别，2016-22



注：2017年的基线是指2017年的出口值，根据第一阶段的协议，该出口值将扩大379亿美元。“购买承诺”所涵盖的产品和服务类别载于《美利坚合众国和中华人民共和国经济贸易协定》附件6.1。对于2018年至2022年，“在没有贸易战和第一阶段协议的情况下的预测购买量”是根据中国对第一阶段协议所涵盖的货物和服务的总进口量的增长来预测美国的出口。

来源：作者根据美国经济分析局的美国出口数据，和中国商务部的中国进口数据构建。

2022 年，美国对中国的制造业产品销售比 2021 年下降了 3%，现在再次低于贸易战前的水平。（诚然，2022 年中国从世界各国进口的制成品也下降了 8%。）因此，2022 年美国对中国的制成品出口比预期增长低 23%，而中国从世界各国进口这些产品的增长率与预期增长率相同。

半导体行业是 2022 年美国制成品出口下降的一大来源（图 2B）。半导体和半导体制造设备是 2020—21 年制造业为数不多的亮点之一，甚至超出了第一阶段协议的预期。原因有很多，首先是新冠疫情以及向远程工作、学校和休闲环境的转变，推动了人们对电子产品的高需求。2022 年，全球对个人电脑和智能手机等半导体产品的需求因新冠疫情而增加。另一个原因是，人们担心美国对半导体和设备的出口管制开始生效，导致了 2020—21 年的囤积行为。值得注意的是，鉴于美国 2022 年 10 月公布的新的严格出口管制，美国半导体和半导体设备对中国的销售可能会继续下降。

2022 年，美国新冠疫情相关医疗用品的出口也下降了 40%。其实近年来，该行业的销售额高于预期，部分原因是新冠导致需求增加。

汽车和飞机也是 2022 年几乎没有复苏迹象的行业，即使它们的基数很低。在贸易战之前，这两个部门是最大的制造业出口部门。当面对 2018 年与关税相关的成本时，像特斯拉这样的汽车制造商将其生产迁出美国，以保持与中国消费者的接触。不过，美国对中国的汽车出口一直没有恢复。

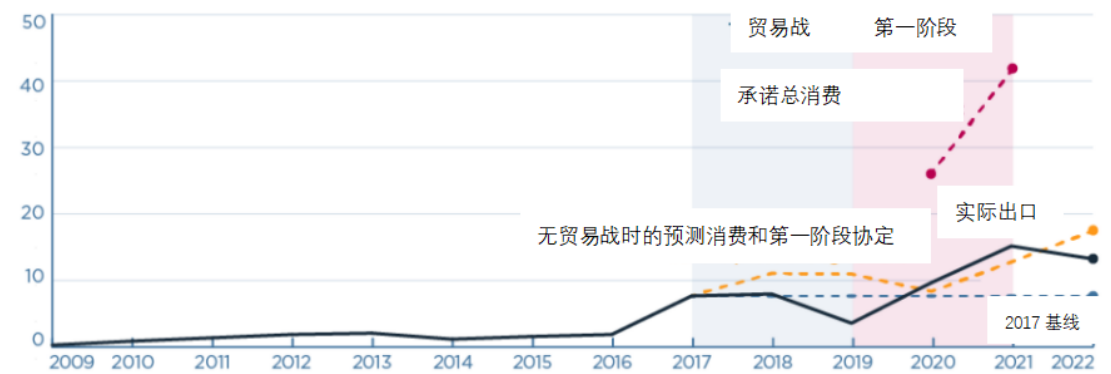
波音 737Max 机型发生两起坠机事件后，美国对中国的飞机出口在 2019 年大幅下降，这一行业同样没有复苏迹象。（2023 年 1 月，中国的航空公司又开始飞行其 737MAX 飞机）。虽然，中国的国有航空公司过去一直在波音（Boeing）和欧洲的空中客车（Airbus）之间进行飞机采购，但中国在 2022 年 7 月和 9 月宣布自己的空客飞机采购总额大约为 400 亿美元的，其中波音的购买受到了限制，波音公司去年表示“地缘政治分歧继续制约美国飞机出口”。中国甚至在 9 月因向台湾出售武器而制裁了波音公司国防部的一名高管。出于依赖性的担忧，以及观察了 2022 年 2 月俄乌战争爆发时西方国家如何对向俄罗斯商业航空机队出口飞机零部件和服务实施制裁后，中国在购买波音产品时可能尤为犹豫。

贸易路线随着俄罗斯对乌克兰的战争而重新调整，美国对中国的能源出口大幅下降。

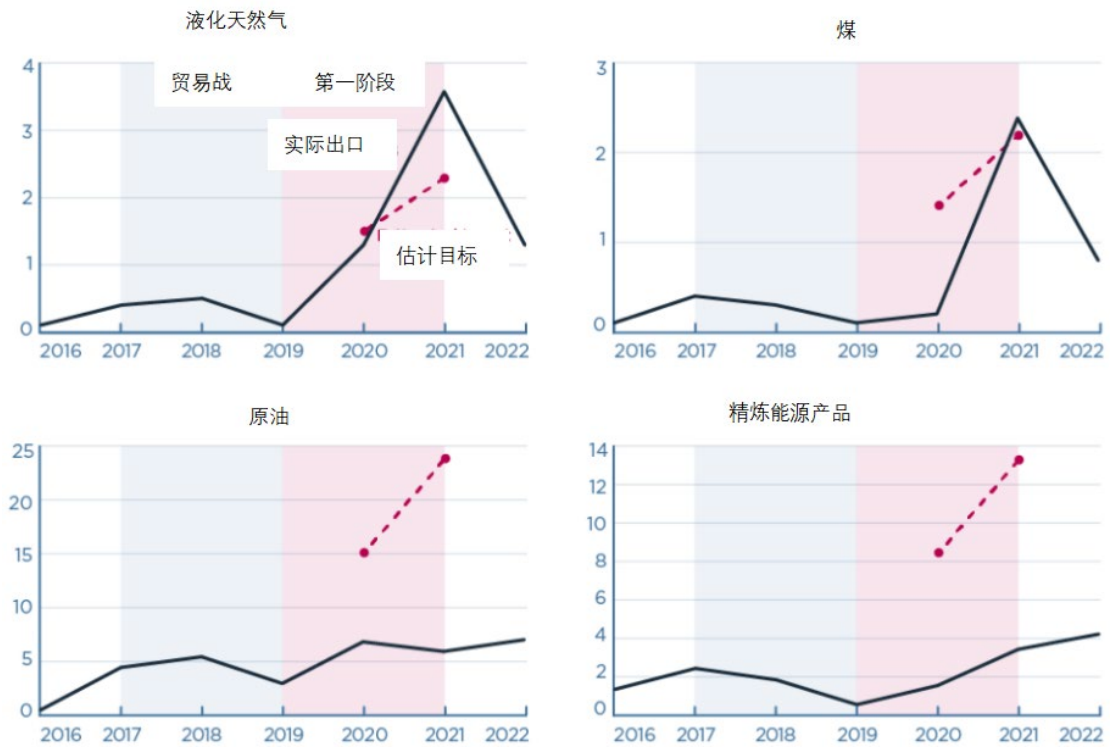
尽管世界能源价格飞涨，2022 年美国对中国的能源出口价值从 2021 年的峰值水平下降了 13%（图 3）。尽管美国对中国的出口没有实现第一阶段协议规定的 2020—21 年的购买承诺，但与贸易战前的水平相比，美国对中国的出口已

经大幅增加。2022 年的下降在一定程度上反映了两国为应对俄乌战争导致的能源贸易流动，而进行的重新定位。

图 3 2022 年美国对中国的能源出口发生反转
第一阶段协议所涵盖的美国对中国的出口能源，十亿美元
所有能源商品，2009-22



能源商品子类别，2016-22



注：2017 年的基线是指 2017 年的出口值，根据第一阶段的协议，该出口值将扩大 524 亿美元。“购买承诺”所涵盖的产品和服务类别载于《美利坚合众国和中华人民共和国经济贸易协定》附件 6.1。对于 2018 年至 2022 年，“在没有贸易战和第一阶段协议的情况下的预测购买量”是根据中国对第一阶段协议所涵盖的货物和服务的总进口量的增长来预测美国的出口。

来源：作者根据美国人口普查的美国出口数据，以及国际贸易中心（贸易地图）和中国海关的中国进口数据构建。

2022 年，西欧国家面临能源短缺，原因是俄罗斯将其能源供应武器化——限制对欧洲的天然气管道销售，作为对其支持乌克兰的惩罚——以及西方对俄罗斯煤炭和石油进口的限制，作为制裁方案的一部分。与此同时，美国越来越多地将其出口能力转向供应其欧洲盟友，而不是中国。美国对欧盟和英国的原油、煤炭和液化天然气（LNG）出口量分别同比增长 46%、64%和 145%。2022 年，美国对中国的原油、煤炭和液化天然气出口量分别下降了 13%、77%和 77%（见附录表格）。

因此，美国向中国出口的液化天然气和煤炭的价值大幅下降（图 3，面板 B），而原油出口仅略有上升，尽管这三种商品的价格都高得多（附录表）。2022 年，中国将其能源来源转向俄罗斯——由于对欧洲市场的销售减少，其出口能力得到释放——以及马来西亚（石油）、卡塔尔（液化天然气）和蒙古（煤炭）等国家。2022 年，中国开采的煤炭比前一年增加了 11%，这是自 2005 年以来最大的年度增幅。

美国对华服务出口继续表现不佳

美国对中国的服务出口在 2020—21 年大幅下降，主要是由于新冠疫情的影响，并在 2022 年陷入困境（图 4）。2019 年之前的几年里，旅游占美国对中国服务出口的一半以上。2020—21 年，旅游和商务旅行下降到 2019 年水平的 10% 以下，因为中国在很大程度上仍与世界隔绝。2020—21 年，美国的教育服务出口——在美国高校学习中国学生数量——也有所下降。美国的金融服务和知识产权收费出口也低于 2019 年的水平，尽管这两个领域是第一阶段协议其他部分的法律承诺所涉及的，因此出口增长是可以预期的。

图 4 新冠疫情影响美国对中国的服务出口，仍未恢复

第一阶段协议所涵盖的美国对中国的出口服务，十亿美元，2009-22



注：2017 年的基线是指 2017 年的出口值，根据第一阶段的协议，该出口值将扩大 379 亿美元。“购买承诺”所涵盖的产品和服务类别载于《美利坚合众国和中华人民共和国经济贸

易协定》附件 6.1。对于 2018 年至 2022 年，“在没有贸易战和第一阶段协议的情况下的预测购买量”是根据中国对第一阶段协议所涵盖的货物和服务的总进口量的增长来预测美国的出口。

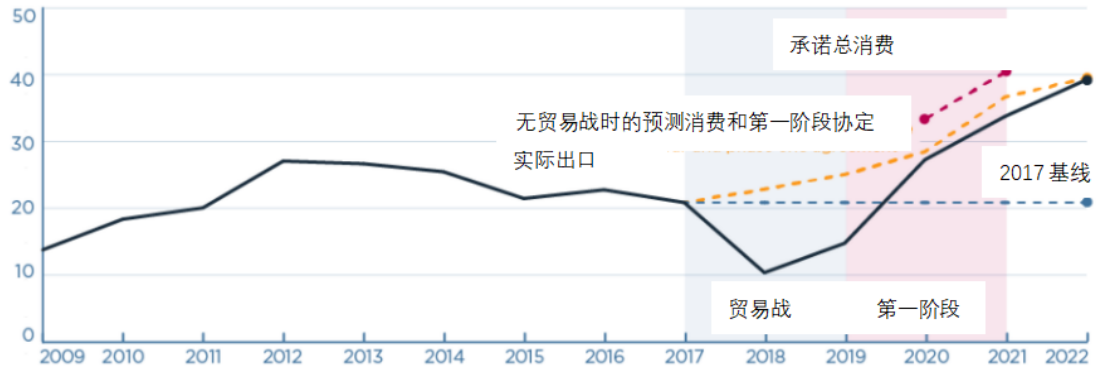
来源：作者根据美国经济分析局的美国出口数据，以及中国商务部的中国进口数据构建。

总体而言，2022 年美国对中国的服务出口仅比 2021 年高出 7%。它们仍比 2017 年的水平低 25%，甚至比 2018—22 年中国从美国以及从世界各地的进口服务的预测水平低 24%。美国经济分析局（Bureau of Economic Analysis）将于 2023 年 7 月发布数据，届时才能知道哪些美国出口服务行业在 2022 年表现不佳。

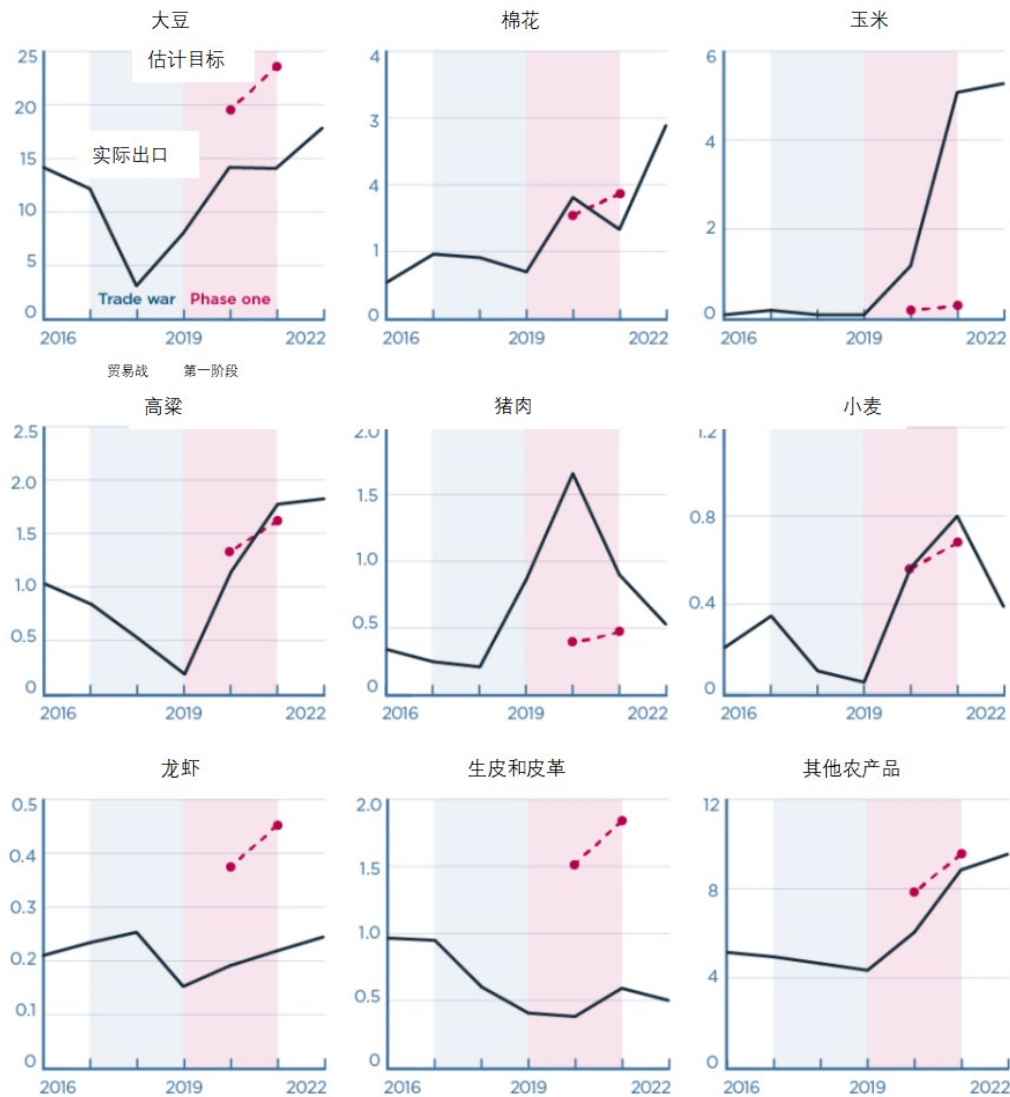
在大宗商品价格上涨的推动下，农业出口价值大幅增长

2022 年美国对华出口的一线希望仍然是农业。由于多种因素（包括俄乌战争）导致全球价格上涨，美国对中国的农产品出口比 2021 年高出 16%（图 5）。

图 5 美国对中国的农业出口是 2022 年的一线希望
 第一阶段协议所涵盖的美国对中国的出口农业，十亿美元
 所有农产品，2009-22



农产品子类别，2016-22



注：2017 年的基线是指 2017 年的出口值，根据第一阶段的协议，该出口值将扩大 320 亿美元。“购买承诺”所涵盖的产品和服务类别载于《美利坚合众国和中华人民共和国经济贸易协定》附件 6.1。对于 2018 年至 2022 年，“在没有贸易战和第一阶段协议的情况下的预测购买量”是根据中国对第一阶段协议所涵盖的货物和服务的总进口量的增长来预测美国的出口。

来源：作者根据美国人口普查的美国出口数据，以及国际贸易中心（贸易地图）和中国海关的中国进口数据构建。

美国的大豆出口——两国贸易中最具经济意义的农产品——增长了 27%（图 5B），价格增长了 14%，数量增长了 11%（见附录）。⁴美国农业部将全球大豆价格上涨归因于南美的干旱（阿根廷和巴西是其他主要大豆供应国）、相关产品的出口禁令（如印度尼西亚的棕榈油）以及俄乌战争。美国的棉花出口同样较高，2022 年的价格和数量都较高。部分原因可能是中国纺织部门希望从国外采购棉花，以遵守美国对使用新疆棉花的产品的禁令。据报道，中国还补充了国家棉花储备。

尽管出口量下降，但价格上涨也导致 2022 年美国玉米出口价值增加。美国高粱出口价值基本持平。

并非所有农产品在 2022 年都表现良好。随着中国国内生产从非洲猪瘟对国内猪群的影响中恢复过来，美国猪肉出口下降了 42%（中国进一步减少了进口）。尽管价格上涨，但 2022 年美国的小麦出口也大幅下降，龙虾等产品以及皮毛也未能从贸易战期间糟糕的出口表现中反弹出来。

美国农民和中国消费者的依赖关系可能正在分化。

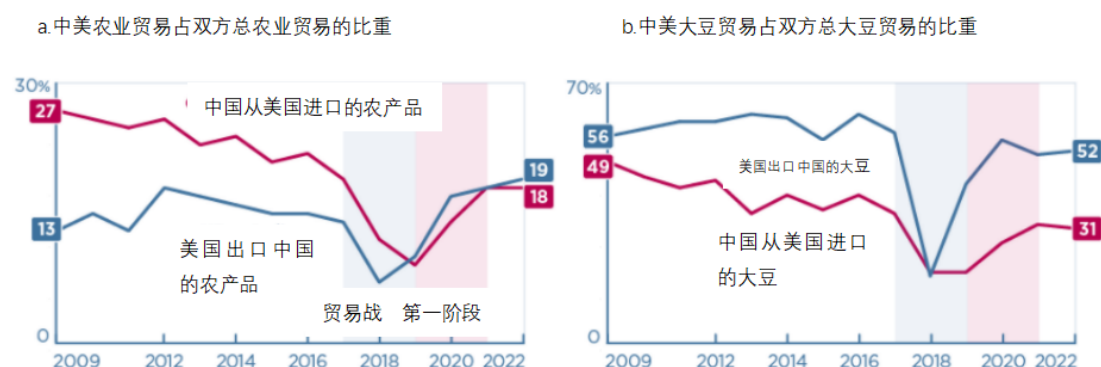
随着美国和中国之间外交关系的恶化，双方似乎都越来越热衷于减少对对方的经济依赖。就美国出口而言，大部分削减似乎已经实现。美国已经失去了出口飞机和汽车的能力，其自身的一些政策决定（如出口管制）正在限制高端半导体制造设备等产品的销售。美国的能源销售正转向欧洲，而中国正从俄罗斯采购。服务贸易需要大量的人与人之间的互动，而政治紧张局势使这种互动变得越来越困难。

剩下的就是农业了，美国和中国的结果之间的差异正在显现。随着时间的推移，美国农民的出口销售变得更加依赖中国市场（图 6）。唯一的例外是 2018—19 年的毁灭性贸易战，中国对大豆和其他农产品征收报复性进口关税，美国农民不得不接受数百亿美元的联邦补贴。

⁴ 中国海关数据显示，2022 年中国进口美国大豆的价值增加了 13%，数量减少了 8%。

2022 年，美国对世界的农业出口总额中，超过 19% 出口到中国，高于 2017 年的 14% 和 2009 年的 13%。就价值而言，大豆是对中国最重要的出口作物。这种依赖有所缓和，但仍然很高。⁵2021—22 年贸易战之前，超过 50% 的大豆出口到中国，这一数字在某些年份甚至会高于 60%。

图 6 中国逐渐摆脱对美国农民的依赖，但美国对中国出口的依赖性仍然很高



注：农产品类别载于《美利坚合众国和中华人民共和国经济贸易协定》附件 6.1。定义为美国对中国的农产品（大豆）出口占美国对世界农产品出口总额的比重，以及中国从美国进口的农产品（大豆）占中国从世界进口的农产品的比重。

来源：作者根据美国人口普查局的美国出口数据，以及国际贸易中心（贸易地图）和中国海关的中国进口数据构建。

与此同时，中国买家可能会减少对美国的依赖。2021—22 年，中国从美国进口的农产品占总进口量的比例仅为 18%，低于 2016 年的 22% 和 2012 年的 26%。2021—22 年，从美国进口的大豆仅占总进口量的 31% 至 32%；贸易战之前，这一比例往往超过 40%。中国一直在努力减少对各种来源进口大豆的依赖。2021 年底，中国农业部将扩大国内大豆生产定为 2022 年追求“粮食安全”的主要政治目标。（当然，面对与气候有关的冲击的增加——例如，严重的风暴、洪水、干旱——采购的地理集中度的增加可能会使中国的进口变得失去保障）。

政策制定者应谨慎解读相关证据

尽管贸易水平“创历史新高”，但仔细观察美国的出口数据，会发现中国与其脱钩的额外证据。虽然这只是贸易关系的一方，但最近美国从中国的进口也呈现类似的情况。通过贸易，这两个经济体正倾向于避免直接相互依存。

这对政策的全面影响是复杂的。在生产或消费的地理集中度过高的情况下，某些产品的多样化可能会带来一些好处。在这些极端情况下，减少直接依赖可

⁵ 2022 年，大豆占美国对华农产品出口总量的 46%（以第一阶段协议中购买承诺所涵盖的产品衡量）。

能会限制一个国家在未来通过限制（武器化）贸易流动，以实现某些非经济目标的能力。

但这样做也需要付出成本。首先是建立新供应商或寻找新消费者的费用。其次，在非必要的情况下停止双边接触，可能会降低分散风险的能力，最终增加本国或第三国遭受冲击的风险。

最后，对于大宗商品而言，降低双边相互依存度的效果可能有限。如果美国和中国仍然开放与世界其他国家的贸易，一方的冲击仍可能通过其与第三国贸易传播的价格变化间接影响另一方。

美中贸易关系无疑正在发生变化。政策制定者的任务是确保这种变化最终变得更好。

表 1 2022 年美国对华出口价格、数量和价值年度变化，按商品分类

	价格（单位价值）， 百分比	数量，百分比	值，百分比
能源产品			
液化天然气	59.2	-76.6	-62.8
煤炭	48.7	-76.7	-65.3
油	32.4	-12.9	15.3
精制产品	NA	NA	13.4
农产品			
大豆	14.0	11.0	26.6
棉	29.1	69.0	118.2
玉米	20.7	-13.9	4.0
高粱	17.3	-12.3	2.9
猪肉	17.5	-50.1	-41.4
小麦	58.7	-67.4	-48.3
龙虾	28.4	-12.1	12.9
生皮和毛皮	NA	NA	-14.3
其他农业	NA	NA	8.2
NA=数据不详			
来源：美国国际贸易委员会（USITC）			

本文原题为“Five Years into the Trade War, China Continues its Slow Decoupling from US Exports”。作者为 Chad P. Bown 和 Yilin Wang。Chad P. Bown 自 2018 年 3 月起担任 Reginald Jones 高级研究员，于 2016 年 4 月加入彼得森国际经济研究所，担任高级研究员。除此之外，Bown 曾在白宫经济顾问委员会担任国际贸易和投资的高级经济学家，最近在世界银行担任首席经济学家。Yilin Wang 于 2021 年 7 月加入彼得森国际经济研究所，担任研究分析员，曾在约翰霍普金斯大学高级国际研究学院（SAIS）获得了国际经济和中国研究的硕士学位，专业是定量方法和经济理论。本文于 2023 年 3 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中国这次的金融监管体制改革是否有所不同？

Martin Chorzempa and Nicolas Véron/文 廖世伟/编译

导读：中国3月份宣布的金融监管架构重组与之前的改革一样似乎是渐进式的，而非激进式的。然而，这不会解决困扰中国金融体系的主要挑战，这一挑战与监管架构的具体选择无关，而是与尚未完成的从国家主导型金融体系向市场主导型金融体系的转型有关，也与中国共产党无处不在的角色给金融公司的良好公司治理和监管机构的独立性制造了障碍有关。政治当局，有时甚至是监管机构自己直接干预金融机构的资金和信贷配置决策，偶尔会导致风险控制和风险管理的失败。两位作者认为，中国改革者应该致力于更清晰、更严格的责任划分，让金融公司管理金融成本和风险，监管者专注于各自的公共政策使命。编译如下：

中国领导人习近平主席对中国政府和经济施加更多控制的决心面临着一个新的目标：全面改革金融监管体制，该体制监管着一个由银行、非银行机构、影子银行构成的高度复杂的网络以及地方、中央政府和党内机构相互竞争的利益。

正如中国领导人所承认的那样，中国经济很难恢复到过去几十年的增长速度。这些困难早在疫情之前就存在了，包括房地产行业低迷、私人投资疲软、消费需求疲软以及地方政府财政状况恶化。面对这些和其他问题，中国领导层正在考虑如何优化国家和党组织及其在金融监管中的作用等更深层次的问题。¹五年前，中国的金融监管架构进行了重组，将负责银行和保险的机构合并为中国银行保险监督管理委员会（CBIRC），并赋予中国人民银行（PBOC）在金融监管方面更大的作用。2023年3月7日，国务院机构改革方案正式发布，明确撤销原银保监会，组建国家金融监督管理总局。在中国共产党（CCP）的领导下，可能很快会考虑进一步的监管整合。²

¹ 中共中央政治局召开会议，决定召开中国共产党第二十届中央委员会第二次全体会议，新华社，2023年2月21日

² Woo et al. (2023)。在过去二十年中，自1997年以来，大约每五年召开一次全国金融工作会议，进行了类似的金融部门改革(Qiu and Jourdan 2017)。在这个周期中，全国金融工作会议预计将在2022年召开，但尚未召开(Wei and He 2022)，这一决定是在全国人民代表大会的年度会议上宣布的。

金融监管是一项多方面的公共政策任务，涉及多个目标，其中最突出的是金融稳定（应对系统性风险）、金融消费者保护（应对信息不对称）和金融市场信用（应对欺诈和犯罪行为）。即使在不具有中国政党主导特征的政权中，实现这些不同的、有时相互不协调的任务也很困难，而金融监管架构的选择，在具有金融监管任务的公共实体或监督者³中谁负责做什么，这在许多司法管辖区一直是一个激烈辩论的问题⁴，通常是在金融危机之后。

这份政策简报旨在通过介绍其他国家司法管辖区的经验为讨论提供信息，这些管辖区可作为比较参考点，特别是那些金融部门庞大而复杂的国家。它还旨在向中国以外的读者介绍中国金融部门的演变和政策发展。它侧重于监管架构，没有全面考虑当前金融稳定面临的挑战和中国的金融服务政策改革。报告认为，尽管金融体系需要改革，但目前没有必要对监管架构进行根本性的改变。

在过去的四十年里，经济增长迅猛，金融部门变得更加复杂，而中国共产党（CCP）在政府、监管机构和大多数金融公司的所有组织结构中所起到的无处不在的作用又加剧了这一复杂性。改革金融监管体系以避免重要银行倒闭和整个系统的不稳定是一项持续的挑战，迄今为止，中国当局的应对措施总体上是有效的，同时在很大程度上与适用的国际金融监管标准保持一致。

理论上而言，中国目前的金融监管架构相对于美国和欧盟更为精简，因为后者的金融监管架构由于繁重的历史和政治遗留问题而极其复杂。中国最近宣布的改组，与之前监管架构的变化一样，似乎是渐进式的，而不是激进式的。然而，它不会解决困扰中国金融体系的根本挑战，这些挑战与监管架构的具体选择无关，而是与中国共产党和国家过度干预有关，以及中国共产党主导的治理体系导致的监管独立性缺失有关。

尽管私营金融公司不断增长，但中国的银行体系仍由少数几家中央政府持有多数股权的大型机构主导。同样，几家规模较大的保险公司都是中央国有企业。许多大型证券公司都是混合所有制企业，国有实体持有大量股份。政党国

³ “监管机构”和“监管者”经常被用作这个领域的同义词。我们将他们称为监督者，符合国际惯例，同时认识到他们制定具有约束力的规则（狭义的“监管”）的权力范围和性质在不同司法管辖区有很大差异。在一般适用的法院命令破产框架之外，对某些破产金融公司的行政解决原则上是一项独立于监管和监督的任务，在过去的 10-15 年里，这项任务在多个司法管辖区得到了重视。“监督”在本文中偶尔被用作简写，包括监督和解决。

⁴ 我们使用“司法管辖区”是指在单一法律制度下的领土实体因此，就英国而言，这里不考虑英国皇家属地；就中国而言，这里不考虑香港或澳门(更不用说台湾)；就欧盟而言，这里也不考虑丹麦、法国和荷兰的海外国家和领土。不包括丹麦、法国和荷兰等海外国家和地区（指欧盟）。

家体制对资本和信贷分配决策施加高压指令，受制于政治或政府的优先事项或偏袒。一些中国学者明确批评这一制度反映了过度的国家干预（e.g., Huang 2022）。

这些特征有可能与金融监管的正常功能发生冲突，比如为银行和保险公司制定最低资本要求、清理破产或倒闭的借款人、确保遵守监管规定、进行压力测试，以及制定保护投资者的披露规则。

1、中国的金融部门和当前的监管架构

在邓小平开始改革时代之前，中国的金融业起点是计划经济下的所谓单一银行体系，在这种体系中，中国人民银行集中央银行、监管机构和垄断性商业银行于一体（Lardy 1998）。

中国的金融部门具有独特的特点，已经变得非常庞大和复杂。

自 1978 年以来，几家商业银行被从中国人民银行剥离出来，其他银行和金融公司也被允许成立，因此中国现在有一个非常庞大和复杂的金融部门，从大多数指标来看都是世界上最大的。如图 1 所示，就总资产而言，中国的银行体系是世界上最大的，超过了欧元区，也远远超过了美国。⁵就总市值而言，中国的公开股票市场仅次于美国。中国的债券市场也已成为世界第二大债券市场，仅次于美国，超过日本和欧元区。⁶

在过去的四年里，世界上资产总额最大的四家银行都是中国的：中国工商银行、中国建设银行、中国农业银行和中国银行。⁷许多规模较小的中国银行，其中一些以国际标准衡量是非常大的，拥有多元化的股东结构，包括公共和私营部门实体。

同样，几家规模较大的保险公司都是中央国有企业，平安保险（Ping An）是个明显的例外，它是一家私营企业。⁸几家最大的证券公司，如中信证券和海通证券，是混合所有制企业，国家实体持有大量股份，但不是大部分股权。

国家对金融部门的高度所有权和干预是中国金融体系的一个显著特征，包括通过中国共产党参与管理的相关机制。国家和中国共产党通过所有权、人事任命等渠道施加影响，所有这些都使金融监管复杂化。党和国家以多种方式干

⁵ 由于美国银行发行和分销大量以资产为基础的证券，而不是将其保留在资产负债表上，因此以总资产衡量，美国银行业的总规模明显小于欧元区和中国的同行。

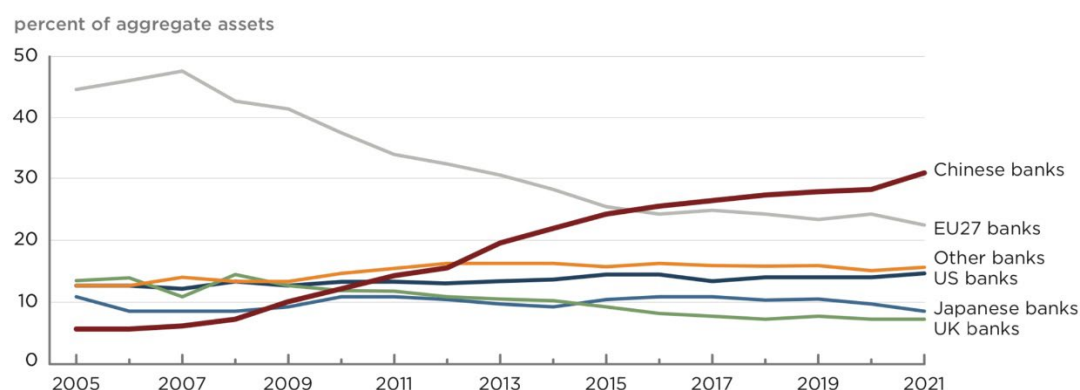
⁶ 包括主权债券、次主权债券、机构债券和公司债券。参见国际资本市场协会，《债券市场规模》（截至 2020 年 8 月）。

⁷ 《银行家》，世界银行年度 1000 强排名。

⁸ 深圳市政府是其最大股东之一，但持股比例仅为个位数。

预金融公司的运营管理，既通过详细的监管，也通过对资本和信贷分配决策的直接引导（或严厉的指导）。

图 1 2005—2021 年全球总资产前 100 家银行的地理分布



资料来源:《银行家》杂志,世界银行年度 top 1000 排名, <http://www.thebanker.com/Top-1000>, 以及作者的计算。

中共中央组织部是任命大型国有银行高管的主要机构。这些高管同时担任副部长级的政府官员 (Heilmann 2005), 他们的职业生涯经常在国有金融公司和监管机构之间循环。例如, 现任中国银行业最高监管官员郭树清曾在 2005 年至 2011 年期间担任建行董事长, 他的继任者从领导中国人民银行反腐败机构过渡到担任建行董事长。

当然, 其中一些特征并不完全是中国独有的。国家会选择其持有多数股权的银行的高管, 这是很自然的。包括美国在内的许多国家都存在政府和金融行业之间的“旋转门”。金融抑制和定向信贷都不是中国独有的。尽管如此, 国有金融机构在中国的作用要比世界上任何其他大型金融管辖区都大得多, 而中国共产党在几乎其他任何地方都没有类似的功能。

中国金融领域的复杂性部分是由于自 20 世纪 80 年代以来, 随着新型私人金融公司的出现, 包括资产管理公司、租赁公司、P2P 借贷平台、专业保险公司等等, 中国的创业精神突飞猛进。

四大国有银行不再占据主导地位, 在全球 1000 家最大银行中, 从 2002 年占有总资产的 95% 下降到 2022 年的 56%。⁹ 在 2022 年的排名中, 其他 16 家中国银行拥有不同的股权结构, 其中一半的总部位于北京或上海以外的地方。截至 2021 年底, 规模最小的宁波银行拥有超过 3160 亿美元的资产, 相当于美国第 12 大银行。

⁹ 《银行家》, 世界银行年度 1000 强排名, 以及作者的计算。

与美国和欧盟一样，但与世界上几乎任何其他司法管辖区不同的是，中国现在有多个金融中心。除了大型银行和其他国有金融巨头的总部设在北京之外，还有上海，上海是股票市场的中心，这里有许多总部位于其他地方的银行的大型分支机构；深圳，最具活力的创业融资和风险投资中心；香港尽管近年来地位有所下降，但仍是国际金融的主要场所；大连是中国主要期货交易所和大宗商品市场的所在地，这只是其中最突出的例子。相比之下，在第二大司法管辖区（中国、欧盟和美国除外），单一的金融中心占据主导地位，如日本东京、英国伦敦、加拿大多伦多、澳大利亚悉尼¹⁰、韩国首尔和瑞士苏黎世。

中国金融监管制度的演进与挑战

近几十年来，中国的金融规则制定越来越符合相关的国际标准。根据《国际财务报告准则》（IFRS）的司法管辖区概况，“中国的国家标准与《国际财务报表准则》基本一致，中国已承诺至少让一些国内公司采用《国际会计准则》进行报告，尽管没有完成这一过程的时间表。”全球约有 120 个司法管辖区，包括欧盟在内的国家允许或要求对国内上市公司采用《国际财务报告准则》。美国继续使用其国家会计框架，即公认会计原则（GAAP）。中国也采用了巴塞尔银行监管委员会（Basel Committee on Banking Supervision）定义的国际标准，并在所有五个类别中被视为“合规”（最高评级），而欧盟在基于风险的资本类别（可以说是最重要的一类）中被认定为“实质上不合规”，在其他四类中的三类中“基本合规”。¹¹

中国政府于 1992 年成立了中国证券监督管理委员会（CSRC），1998 年成立了中国保险监督管理委员会（CIRC），2003 年成立了中国银行业监督管理委员会（CBRC）。这种“一行三会”的模式涉及不同类型的金融公司和市场的专门监管机构，中央银行中国人民银行有时扮演协调角色。2015 年，中国成立了一家存款保险机构，最初由中国人民银行直接托管（Desai 2016），自 2019 年起委托给中国人民银行子公司存款保险基金管理有限公司（Yujian, Yuzhe, and Jia 2022）。

影子银行的兴起，例如理财产品和同时从事贷款业务的信托，尤其是在 2008 年之后，模糊了监管之间的界限，并引发了反思。国际货币基金组织（IMF 2017，第 34 页）在其最新发布的关于中国的金融部门评估项目报告中发现，“风险监督受到监管架构的阻碍，可能会在功能性监管中留下重大空白”，

¹⁰ 尽管澳大利亚四大银行中有两家的总部设在墨尔本。

¹¹ 根据国际财务报告准则基金会的司法管辖区概况和巴塞尔委员会的监管一致性评估计划报告。

并激励监管套利。履行相同职能但采取不同形式的金融公司可能面临截然不同的监管要求和监督。

自国际货币基金组织（IMF）的报告发布以来，中国当局已采取措施遏制影子银行的风险，打击银行表外贷款等一些监管套利行为，但仍难以跟上一些金融业的发展步伐。在线 P2P 借贷说明了监管权限由金融公司的类型决定的监管架构的缺陷。大多数 P2P 借贷平台实际上是伪装成科技公司的地下银行（Chorzempa 2018）。没有一个监管机构被授予对 P2P 行业的明确权力，而且 P2P 行业已经达到了巨大的规模，在这个时候，没有人愿意碰它，因为他们可能会因为最终的崩溃而受到指责。中国官员估计，在 2019 - 2020 年当局关闭整个 P2P 行业时，涉及 5000 万投资者，约有 8000 亿元人民币（1.15 亿美元）未偿还。¹²

长期以来，人们普遍认为中国保监会被保险行业裹挟，2017 年，中国保监会主席项俊波因腐败被捕。保监会未能监管风险行为，比如出售伪装成保险的风险短期投资，导致大型保险公司高调倒闭，要求政府以巨大的代价介入并努力重组它们（例如，2018 年初的安邦保险集团）。

为了改善金融当局之间的协调，在 2017 年全国金融工作会议之后，中国成立了金融稳定与发展委员会（FSDC），由副总理（刘鹤）领导，他的级别高于监管机构的负责人，并由中国人民银行主办一个小型秘书处。2018 年 3 月，中国巩固了金融监管架构，将中国保监会并入中国银监会，组建中国银行保险监督管理委员会。银监会的一些与整体金融稳定和系统重要性金融机构相关的决策职能被中国人民银行接管。在那一轮改革中，中国证监会基本未受影响（Che et al. 2018）。

即使在这些改革之后，监管失灵依然存在。2019 年 5 月，内蒙古的包商银行被有关部门接管，随后进入破产程序，这是 20 年来中国首家破产的银行。有关部门指责包商集团的控股股东明日集团（Tomorrow Group）通过向与母公司（Hongyuran and Wei 2020）有关联的公司放贷，将其视为“存钱罐”，该集团创始人肖建华在一起腐败调查中被卷入。在辽宁锦州银行（Bank of Jinzhou）、山东恒丰银行（恒丰银行）以及其他几家规模相对较小的地方金融机构的严重问题中，这种在同一实体集团内发放的贷款（即所谓的关联方贷款）和腐败也发挥了作用。为了应对监管金融集团的挑战，中国人民银行创建了金融控股公

¹² 彭博社 2020 年 8 月 14 日报道，中国的 P2P 贷款清理留下了 1150 亿美元的损失。

司制度，于 2020 年 11 月生效，根据该制度，它在集团层面监管控制银行或多家金融公司的公司，或超过一定金融资产门槛的公司。¹³

尽管成立了金融稳定委员会，但缺乏有效的协调，尤其是中国证监会与中国人民银行以及中国银监会之间的协调，但在最后一刻取消蚂蚁集团的首次公开募股（IPO）中发挥了作用。在中国证监会批准蚂蚁金服 IPO 时，中国人民银行和银监会尚未决定一个稳定的机制来监管蚂蚁金服。蚂蚁金服是一家复杂的金融科技公司。当蚂蚁集团的规模和商业模式所带来的风险在上市后期被披露时，有关部门选择了匆忙取消 IPO。可以说，一种更有效的方法是让中国证监会与中国人民银行和中国银监会协调，以确保他们批准其授权下的公司的首次公开募股（Chorzempa 2022, page 219）。

协调挑战不仅是一个横向的、中央政府之间的挑战，也是一个纵向的、中央政府和地方政府之间的挑战，以及人民银行、银监会和证监会之间的挑战，以及它们在北京的总部和地方办事处之间的挑战。虽然银行和保险公司都由中国银监会监管，但其他不受中国证监会监管的金融机构通常由省级和（或）省级以下的金融服务局监管。¹⁴传统上，这些公司包括小额贷款公司、地方资产管理公司和融资租赁公司，但最近还包括通过互联网提供全国性服务的金融科技公司。地方层面监管的这类非银行金融机构的崛起给监管带来了挑战，因为地方监管机构缺乏有效监管这类机构活动的权威和能力。

在中国，用于金融监管的资源普遍不足（至少在中央层面），加剧了这些挑战。国际货币基金组织指出（2017, page 39; also Figure 11 on page 40），“监管资源不足以充分监督一个庞大而复杂的金融系统，需要大量增加”，而且没有迹象表明这一缺点在最近几年得到了实质性的解决。

2、其他司法管辖区的经验

中国金融业的特殊性需要有针对性的政策和监管架构。中国没有理由复制国外的任何模式，但了解其他司法管辖区的相关经验可以为中国的政策辩论提供有用的信息，哪怕只是为了避免重蹈其他地方的覆辙。过去，中国官员在考虑改革时曾征求意见并研究外国模式，包括英国和美国的模式（Price and Lim 2016）。

多种金融监管架构

¹³ 中国金融控股公司抑制系统性风险的新规，惠誉评级评论，2020 年 10 月 14 日。

¹⁴ “省”在这里是指任何直属中央政府的中国大陆领土，即 22 个省，也包括直辖市（北京、重庆、上海和天津）和自治区（广西、内蒙古、宁夏、西藏和新疆）。

大多数国家负责监管金融公司和市场的专门公共机构只有几十年的历史 (Hotori, Wendschlag, and Giddey 2021), 因此, 与中国从国外寻求启示的其他政策领域相比, 这些国家在这方面积累的相对经验缺乏深度。例如, 德国在 1994 年才设立了证券监管机构, 比中国证监会成立晚了两年。

一个常见的分类确定了三个主要的原型:

- 部门监管架构 (也称为机构或职能), 其中独立的机构对银行、保险公司和证券公司进行监管。这是中国金融监管架构的主要组织原则。
- 综合监管架构需要一个单一的机构来负责大多数或所有的监管角色, 就像日本金融服务局 (FSA) 或德国联邦金融监管局 (BaFin) 的情况一样。¹⁵
- “双峰”架构将旨在降低系统性风险和维护金融稳定的审慎监管与旨在减轻信息不对称、保护储户、投资者和其他金融服务消费者以及整个系统完整性的业务行为监管区分开来。¹⁶澳大利亚、比利时、荷兰、南非和英国都在双峰架构下运行。在英国, 英格兰银行是审慎监管的高峰期, 而金融行为监管局是商业高峰期。

现实总是比任何这样的分类法所能捕捉到的更复杂, 并且每个类别都有重大的变化, 这取决于导致其被采用的具体情况。这三种原型的交叉点是央行参与金融监管, 这是一个与中国相关的问题, 因为之前关于架构的辩论包括将监管纳入到中国央行之下的建议 (Wei 2016)。

在部门框架内, 银行监管机构由中央银行或其直接管辖的机构担任, 这是常见的, 但并不普遍。在大多数双峰辖区 (澳大利亚除外), 审慎监管机构隶属于央行。综合监管国家差异较大; 综合监管机构要么是央行本身 (如匈牙利、爱尔兰、俄罗斯、新加坡), 要么是一个单独的机构 (如德国、日本、韩国、瑞士)。一些国家在中央银行和综合监管机构保持相互独立的银行审查渠道 (如日本), 而另一些国家则组织了劳动分工 (如德国, 德国央行执行大部分的业务银行监管, 这为联邦金融监管局的决策提供了依据¹⁷)。

在最近几家银行倒闭后, 清算成为中国的热门话题, 这是另一个不同之处。创建专门的处置机构, 从而避免了在如何处理破产银行方面经常被描述为“建设性的模糊, 只是最近才在美国以外的大多数司法管辖区进行, 美国联邦存款

¹⁵ 联邦金融监管局是联邦金融监管机构 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) 的缩写, 该机构于 2002 年由多个公共机构合并而成。

¹⁶ 本文中的“双峰”一词是由 Michael Taylor (1995 年) 创造的, 现在被广泛使用 (Godwin and Schmulow 2021)。

¹⁷ 德意志联邦银行, 与联邦金融监管局合作, 于 2023 年 2 月 7 日访问。

保险公司（FDIC）于 1934 年为此目的而成立。在大多数情况下，银行清算权被授予主要的银行监管机构，例如，德国的联邦金融监管局，日本的 FSA（与国家存款保险公司联合），以及英国审慎监管局（英格兰银行的一部分）。主要的例外情况是拥有联邦存款保险公司的美国，欧盟（如下所述）。

中国的基准及其局限性

由于中国金融体系的庞大规模和复杂性，在金融监管架构问题上，最有意义的比较对象是美国和欧盟（或欧元区）。¹⁸对于监管架构讨论的某些方面，日本和英国也可以提供有用的参考点；然而，这两个国家的金融体系都较小，它们复杂的金融活动绝大多数都发生在一个地方，分别是东京和伦敦，这比中国、美国和欧盟要简单得多，在这些国家，金融中心之间的竞争在某种程度上与相应地方政府之间的竞争有关。其他司法管辖区通常太小，无法进行直接比较，因此没有太大的相关性。

美国和欧盟金融监管架构的一个共同特征是相当复杂，在划分和重叠领域也面临相应的挑战，从表面上看，这比中国要大得多。

在美国，有四个联邦审慎监管机构负责存款金融公司：美联储、联邦存款保险公司和货币监理署（OCC）负责银行，国家信用合作社管理局（NCUA）负责单独的信用合作社系统。联邦存款保险公司是银行的决议机构，而 NCUA 是信用合作社的决议机构。此外，每个州都有自己的自治银行监管机构，尽管在实践中与联邦同行进行了大量协调。美国没有联邦保险监管机构：即使是大型全国性保险公司也只受到州一级的监管。美国证券交易委员会（sec）对证券市场拥有广泛的监管权限，但它必须与商品期货交易委员会（cftc）共同管理衍生品市场，这种分工是历史遗留下来的，实际上并没有明显的合理性。¹⁹对于公共资助的专业金融机构、反洗钱监督和宏观审慎监督，有单独的监管机构。因此，美国的监管架构有许多部门架构的要素，但要复杂得多。

在欧盟，成员国（国家）层面的安排要比美国州层面的安排差异大得多，更不用说中国的省级层面了。首先，欧洲中央银行（ECB）是大多数成员国的中央银行，但不是所有成员国的中央银行，²⁰ 大多数成员国在不同的模式下有

¹⁸ 由于英国将于 2020 年脱欧，欧元区几乎以任何标准衡量都代表着欧盟金融部门的绝大多数。例如，自 2020 年初以来，欧元区一直占欧盟银行资产总额的十分之九以上，而英国在欧盟期间这一比例不到四分之三(see ECB Consolidated Banking Data series)。

¹⁹ 有关美国监管架构的更详细概述，请参阅 CRS(2020)。

²⁰ 27 个欧盟成员国中有 7 个国家仍然使用自己的货币。在这些国家中，保加利亚正走在采用欧元的道路上，但尚未确定最终日期。采用欧元的 20 个欧盟成员国没有独立的货币政策；这些国家的央行作为独立机构参与了以欧洲央行为中心的欧元体系。

几个金融监管机构。欧元区的 20 个国家，加上保加利亚，在过去 10 年里将银行监管集中在单一监管机制（SSM）中，该机制将欧洲央行作为中央决策机构和各自的国家银行审慎监管机构结合在一起。²¹对于这些国家而言，总部位于布鲁塞尔的单一决议委员会（SRB）在大型银行的清算中发挥着核心作用，但并非唯一作用。如果不是通过法院下令的破产程序，银行联盟中的小型银行以及其他欧盟国家的所有银行都由国家决议机构解决（Gelpern and Véron 2019）。另外三个欧盟级别的部门机构负责协调监管，分别针对银行、保险和养老金以及证券和市场；然而，除了有限的例外情况外，他们不是金融监管机构，这使得他们的名字在一定程度上具有误导性。²² 欧盟也正在建立一个中央反洗钱机构。

不同安排的优点和缺点

评估监管框架的相对性能是极其困难的。监管的直接成本和行政负担不应被忽视，但不能成为主要的评估标准，因为涉及的政策结果要大得多。可以说，最重要的作用是避免金融不稳定，并在其发生时减轻其影响。但金融危机并不频繁，而且往往是由不可能完全理清的多种因素引起的。至于企业行为监管，量化指标本质上是模糊的：例如，违规罚款数量的增加可能是由于更广泛的违规（坏的）或更严格的监管（好的）或两者兼而有之。

这一领域曾出现过一些潮流，现在回想起来往往显得很不幸。例如，在 2000 年代，许多司法管辖区遵循 1998 年的决定，将英国金融服务管理局建立为一个综合监管机构，这一举措现在被广泛认为是错误的，英国在 2011 年改变了这一决定，转而采用双峰框架。而针对美国以外的银行的特别决议机制是最近才出现的，在很大程度上仍未得到检验，尽管欧元区银行业联盟的主要缺陷已经很明显（Restoy, Vrbaski, and Walters 2020）。

每个原型的优点和缺点都是众所周知的。行业监管提供了明显的法律明确性和技能专业化，但由于部门边界的模糊，尤其是衍生品和其他风险转移技术等金融创新，以及多元化金融集团的出现，削弱了这种监管。此外，一个纯粹的部门框架可能难以提供有效的商业行为监管，因为通常情况下，人们认为需要权衡审慎的目标。

²¹ 关于银行部门政策的超国家一体化，即银行联盟，see, e.g., Teixeira (2020)

²² 这三个机构分别是欧洲银行管理局(EBA)，欧洲保险和职业养老金管理局，以及欧洲证券和市场管理局(ESMA)，它们统称为欧洲监管机构(ESAs)。ESMA 有一些直接的监管任务，例如对非欧盟国家的中央对手方、信用评级机构和交易存储库进行监管。作者之一(Véron)是 DTCC 数据存储库(爱尔兰)的独立非执行董事，这是一个由 ESMA 直接监督的交易存储库。

综合监管表面上消除了重叠和差异，因为所有东西都放在一个屋檐下，但它必须管理不同文化带来的不同类型的监管任务。特别是，审慎监管的自由裁量风险评估与商业监管更基于规则的合规思维形成了鲜明对比。这些任务要么在综合结构中被有效地分开，从而产生各自“竖井”，要么被集中在一起，至少有一项重要任务可能被忽视，造成灾难性后果。人们普遍认为，由于对金融稳定风险缺乏足够的关注，英国金融服务管理局未能履行其审慎职责，导致了北岩银行（Northern Rock）、苏格兰皇家银行（Royal Bank of Scotland）和其他英国银行在 2007 年和 2008 年陷入脆弱或无法生存的困境。

双峰方案受到许多学者和独立观察家的青睐，但它并不能消除协调问题，因为相同的金融公司受到多个机构的监管，这些机构的要求可能不一致（Blackwell 2023）。此外，审慎和商业行为挑战之间存在许多联系，这使得两者之间的区别经常存在争议。例如，金融犯罪或误导性地分销高风险储蓄产品属于违反商业行为，但它们也可能对金融稳定产生重大影响。

将银行审慎监管置于央行还是其他机构的问题同样存在争议。央行和银行监管之间存在协同作用，特别是在流动性政策和金融稳定分析方面，但这两个角色之间也存在潜在的利益冲突。例如，一家同时也是银行监管机构的央行，可能会倾向于采取过度宽松的货币政策，以减轻银行体系中明显的弱点，在极端情况下，是为了掩盖自己的监管失误。英国在这个问题上绕了一圈，在 20 世纪 90 年代末将英国金融服务管理局 FSA 从英格兰银行（Bank of England）分离出来，然后在 2010 年代初重新整合英格兰银行的审慎监管。在欧盟，欧洲央行 2001 年大力支持货币政策和银行监管之间的协同作用，最初因欧洲银行管理局（EBA）的成立而被否决，最终在 2012—2014 年 SSM 的建立中被证明是正确的。美国维持着一种混合模式，联邦储备系统在审慎监管银行方面发挥关键作用，但远非唯一参与其中的机构。

至于决议机构，将其与主要监管机构分开（尽管有“备用”监管机构，就像美国联邦存款保险公司和欧盟 SRB 的情况一样），在消除监管机构在采取行动前等待太长时间的不当激励（“监管容忍”）方面具有显著优势。但这种分离也增加了组织的复杂性和跨部门协调的需要。

一种令人厌倦的观点是，任何框架都注定会在某些时候出现不足，监管架构改革是对不可避免的监管失败的政治反应。然而，这种观点并不完全符合历史记录。在许多情况下，监管架构的改变不仅仅是因为监管者的失败，还因为某些有害的监管激励措施需要结构性纠正。例如，英国金融服务管理局（FSA）被双峰架构取代，欧元区国家对银行的审慎监管被 SSM 取代，这两项决定都是在 2010 年代初做出的。相反，在一些案例中，监管机构表面上未能履行其审慎

使命，但随后并未对架构进行重大改变。例如，荷兰在 2008 年至 2012 年发生一系列银行倒闭后，没有改变采用双峰框架的做法。在 2007—2008 年所谓的次贷危机之后，美国只采取了渐进式的架构改革，主要是取消了有污点的储蓄机构监管局（Office of Thrift Supervision），并将其职能转移到货币监理署（OCC）。美国金融危机调查委员会（2011, page xviii）在其 2011 年 1 月的里程碑式报告中指出：我们不接受监管机构缺乏保护金融体系的权力的观点。他们在许多领域拥有足够的权力，但他们选择不使用它。

美国和欧盟金融监管架构是中国最相关的两个基准司法管辖区，其上述复杂性带来了细微的教训。看待这一问题的一种方法是认识到行政和政治上的惰性，并观察到在这两个大型司法管辖区精简监管架构一直具有极大的挑战性。另一种观点是，至少保留监督架构的某些特征对可预测性和问责制是积极的，从上到下对现有结构的破坏可能会损害可预测性，因此弊大于利。

表 1 总结了一些选定的大型司法管辖区的主要金融监管任务，并进行了简化。它突显出美国和欧盟框架的复杂性，相对于中国，日本和英国更是如此。如上所述，中国不太可能采用像日本和英国那样精简的监管架构，但它可以致力于避免美国和欧盟框架复杂得多的情况。

表 1 中国、美国、欧盟、日本和英国的部分金融监管责任

Jurisdiction	Bank prudential supervision	Bank resolution	Insurance prudential supervision	Payment services providers	Securities market and asset management supervision	Financial consumer protection
China	CBIRC under PBOC policy direction	Under review; includes PBOC and local authorities	CBIRC under PBOC policy direction	Mostly local authorities	CSRC	All central and local authorities
United States	Federal Reserve System, OCC, FDIC, NCUA for credit unions, state authorities	FDIC for banks, NCUA for credit unions	State authorities	Mostly state authorities	SEC, CFTC, state authorities	SEC, CFPB, state authorities
European Union	ECB in euro area (within SSM), national authorities elsewhere	SRB in euro area, national authorities, court-ordered processes	National authorities	National authorities	National authorities, with limited role for ESMA	National authorities
Japan	FSA, with parallel capacity at Bank of Japan	FSA, Deposit Insurance Corporation of Japan	FSA	FSA	FSA	FSA
United Kingdom	Bank of England	Bank of England	Bank of England	FCA	FCA, Financial Reporting Council	FCA

注：CBIRC=中国银行保险监督管理委员会；CFPB=消费者金融保护局；商品期货交易委员会；ECB=欧洲中央银行；FDIC=联邦存款保险公司；FSA=金融服务机构；NCUA=国家信用合作社管理局；OCC=货币监理署；PBOC=中国人民银行；SEC=证券交易委员会；SSM=单一监督机制

3、中国的政策考虑

中国的金融监管架构应符合其金融部门的具体情况和更广泛的政策体系。在所有不同的监管任务之间，没有理论上明确划分的教科书架构能与中国当局在金融监管方面面临的所有挑战相匹配。在金融体系不那么复杂的小国运行良好的精简框架，在中国未必能发挥良好作用。相反，在规模和复杂程度相当的

司法管辖区中，美国和欧盟都有许多监管机构，它们都没有为如何在中国组织金融监管提供特别合适的模板。

在考虑到国际环境的同时，由本国金融体系的变化驱动的这种渐进和量身定制的适应，在很大程度上是中国近几十年来修改其监管架构的方式。从3月7日宣布的情况来看，最新发展也遵循了同样的模式。2018年的改革使中国的框架更加精简，正如双峰概念最初的支持者所指出的那样，它代表着中国向采用双峰结构又迈进了一步（Taylor 2021, page 31）。中国最近在影子银行监管方面取得的成就，从维持金融稳定的情况下关闭 P2P，到降低银行表外贷款的风险，也表明现有机制可以应对不同类型金融机构和市场面临的监管挑战。

一个成熟的双峰架构可能会更好，但应该指出的是，消费者保护任务的相应加强将构成中国政策制定者过去观察到的优先事项的重大政策转变。进一步将所有金融监管整合到中国人民银行，成为一个单一的综合监管机构，并不能解决已明确的协调挑战。管理这样一个庞大而笨拙的组织，负责如此多经常相互竞争的任务，将不可避免地导致一些任务被削弱，就像本世纪初英国金融服务管理局的情况一样。令人怀疑的是，这样的设置是否能让各部门比之前中国央行和银监会之间的协作实现更好地协调。

重大架构重组也会产生短期负面影响，特别是在这个节骨眼上，因为它会增加与经济和金融领导层即将换届、增长前景不明朗以及房地产行业持续压力相关的本已高度的不确定性。设计一个新的体系结构，实现它，并完成相应的转换可能需要几年的时间。除了3月7日宣布的改革之外，一项即将到来的变化可能会出现，有报道称，可能会有一个新的中国共产党伞式组织来监督所有现有机构，但还不具体，无法自信地评估它可能如何干扰这些机构的监督授权，并改变激励措施，以提高监督的一致性和有效性（Zhai and Wei 2023）。

这并不是要低估中国金融监管机构面临的挑战的严重性。如第一节所述，这些问题包括受监管实体（如寡头银行）的主要治理问题、不同机构或单一大机构内不同部门之间的业务协调、责任划分不够明确导致风险规避和推卸责任、腐败以及在中国共产党为中心的体制下实现良好的公司治理和监督独立的根本困难。这些都没有明确地与监管架构原型中的特定选择联系在一起，无论是部门的、双峰的还是综合的。相反，为了应对这些挑战，中国应该努力在一个总体稳定的监管架构内改善其金融监管的运作。

明确现有主管及其内部各个部门的职责和责任是当务之急。中国金融部门之间存在太多相互竞争且不明确的责任划分，这给推卸责任和逃避责任留下了太多空间。在发生监督失败的情况下，应该能够明确地确定故障发生的位置。具体到银行清算，美国和欧盟的经验都强调了一个中央化、可预测系统的巨大

优势，在这个系统中，即使是在小银行倒闭的情况下，也由一个机构负责决策（Gelpern and Véron 2019）。中国当局已经发布了新的《金融稳定法》（Financial Stability Law）草案，最终版本可能会在今年晚些时候通过。²³虽然这一文本代表了对现状的潜在进展，但它仍然暗示着“决议厨房里的厨子太多了”。无论决议机构是嵌入中国人民银行还是中国银监会，还是作为一个新的独立机构设立，它都应该属于且只能属于一个中央机构，以避免监管上的容忍，并在应对未来危机时最大化效率，即使只是在地方层面，危机也不可避免地会发生。

在中国目前的架构中，统一的国家监管机构（中国人民银行、中国银监会和中国证监会）的主导作用，比更为分散的美国和欧盟安排有一些优势，这符合一个在公平竞争环境中运行的综合金融体系的目标，并阻止企业在不同的地方监管机构之间进行监管套利。不幸的是，中国将解决问题的明确责任交给地方当局，从而危及这一优势，即使此举可能有助于挽回局面或是权宜之计。本着这一精神，可以对金融稳定法草案进行修订，在中央政府监管的金融机构被确定将倒闭或可能倒闭时，赋予中央政府更明确的专属责任。

中国金融部门政策面临的主要挑战仍然是尚未完成的从国家主导向市场化导向的金融体系的转型，以及中国共产党无处不在的角色为单个金融公司的良好公司治理和监管机构的独立性制造了障碍。在许多情况下，政治当局，有时甚至是监管机构自己直接干预金融机构的资金和信贷配置决策，偶尔会导致风险控制和风险管理的失败。中国的改革者应该致力于更清晰、更严格的责任分工，让金融机构管理金融成本和风险，监管机构只专注于各自的公共政策任务。除了最近宣布的增量调整外，不需要对当前的监管架构进行重大调整。

本文原题为“Will China’s Impending Overhaul of its Financial Regulatory System Make a Difference?”。本文作者 Martin Chorzempa 是 PIIE 高级研究员，德国富布赖特学者和北京大学中国经济研究中心卢斯学者。作者 Nicolas Véron 是 PIIE 高级研究员。本文于 2023 年 3 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

²³ 中国遏制传染风险的新金融稳定法，惠誉评级，2023 年 2 月 2 日

渡过全球金融周期

Andrea Ferrero、Maurizio Michael Habib、Livio Stracca 和 Fabrizio Venditti/文 孔祥奕/ 编译

导读：对于希望避免资本波动的新兴市场经济体来说，渡过全球金融周期已成为紧迫的问题。本文认为，强有力的法治制度在应对全球金融冲击对新兴市场的影响、逆周期政策的反应及其有效性方面发挥着关键作用。新兴市场经济体通常会在事前进行代价高昂的部门改革，以增强制度实力，保护其经济不受全球金融状况变化的影响。只依赖事后的政策，并不能让其免受全球冲击的影响。编译如下：

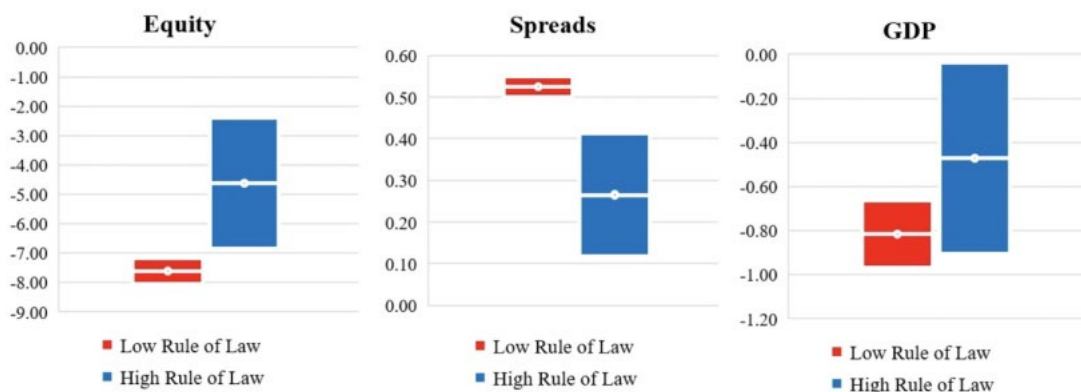
渡过全球金融周期是新兴市场经济体非常关注的问题。全球金融市场是新兴市场经济体的重要资金来源。金融全球化推动了投资组合多元化，由风险厌恶情绪的变化（Ward et al. 2018）和美国货币政策（Rey, 2013；Miranda-Agrippino 和 Rey, 2020）推动，导致各市场风险资产价格之间的相关性越来越高。

新兴市场经济体的政策制定者面临着内部和外部稳定的权衡。一方面，应该确保国家从资本流动中获益。另一方面，需要保护本国经济不受全球资本流动和资产价格波动的影响。渡过全球金融周期的政策很多，但不同方法的使用场景和有效性因国家和时间而不同（Mano and Sgherri, 2020）。

本文在全球金融冲击对新兴市场经济体的影响方面，制度质量及其与宏观审慎政策、资本管制、货币政策和外汇干预等逆周期政策的关系发挥着关键作用。我们分析了 1995 年至 2022 年期间 22 个新兴市场的股市、债券息差和 GDP 面对全球金融冲击的反应，并根据世界银行制定的全球治理指标对各国进行排名。研究得到了以下主要结论：

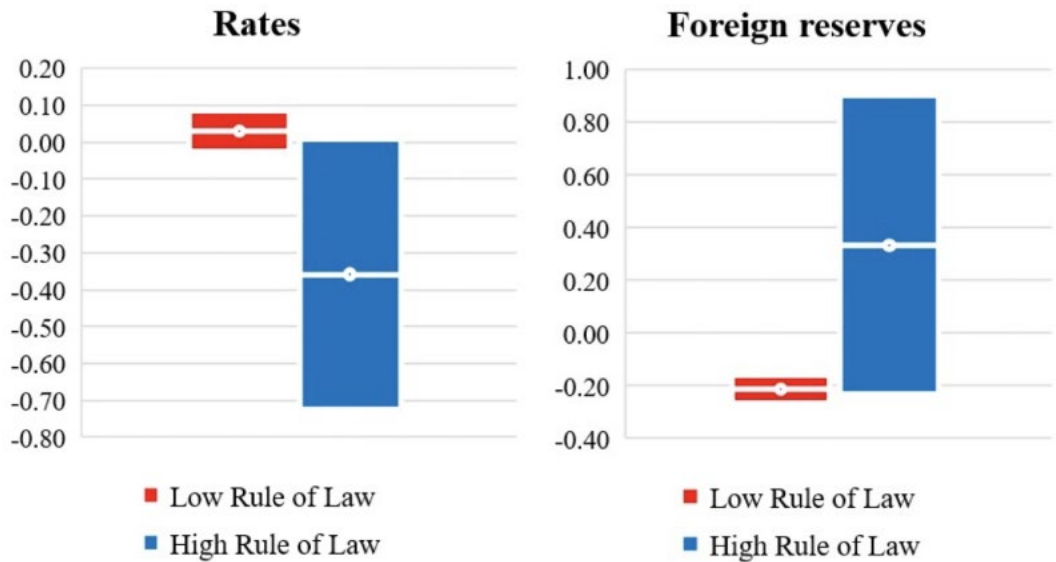
第一，负向的全球金融冲击对制度完善的国家危害较小。图 1 绘制了法治程度高、低两组国家的股价、利差和 GDP 对全球金融冲击的反应。法治程度高的国家，股价和 GDP 的下降、利差的增加相对较小。

图 1



第二，在负向全球金融冲击之后，制度较为稳定的经济体放松货币政策，以减轻对经济的负面影响，同时不会耗尽外汇储备。相反，在制度相对较弱的国家，政策制定者被迫提高利率并干预外汇市场（图 2），试图遏制汇率贬值和外资外逃，进一步收紧该国的金融状况。

图 2



这些结果与 Kalemli-Ozcan（2020）的发现一致，即全球投资者的风险认知、制度框架和宏观经济政策在新兴市场经济体中紧密交织在一起。他们认为，信用较低的国家，宏观经济政策会对全球投资者的风险感知产生不利影响，并导致弄巧成拙的结果。我们用实证证实了这种直觉。

实证分析的结果提出了一个有趣的困境。新兴市场经济体可以在事前进行代价高昂的结构性改革，以加强制度保护其经济不受全球金融状况变化的影响。另一种选择是，新兴市场经济体可以不再事前改革，只依赖事后的逆周期政策，尽管在国际金融状况恶化时，它们对全球冲击的抵抗力较弱。

我们用债务受限的新兴市场经济体的经典模型，阐明了这种权衡。经济中的私营部门既可以借入本币，也可以借入外币，但要受到抵押品限制，而抵押品的限制取决于禀赋的价值。由于购买力平价无法维持，实际汇率的波动会影响抵押品的价值，并产生货币的外部性。在正常时期，抵押品约束松弛，宏观经济稳定。危机发生时国际投资者对该国经济偿还债务的能力失去信心，抵押品约束突然变得具有约束力。由于部分债务以外币计价，加上新兴市场经济体在受到全球金融冲击后实际汇率贬值，该国的借贷能力进一步受到侵蚀。

事前改善国内法治使国际投资者更愿意接受以本国货币计价的债务，将会限制实际汇率贬值对危机中借款金额的负向冲击。新兴市场经济体事后在危机期间干预外汇市场以维持本币汇率，也可以达到类似的结果。该模型表明，结

构性政策和逆周期政策是相互替代的。因此，逆周期政策事后更有效的国家，在事前加强其制度框架的动机更低。我们工作为 IMF 的建议提供了合理解释，即与事后逆周期政策相比，应优先加强法治制度建设。

本文原题名为“Leaning Against the Global Financial Cycle”。本文作者 Andrea Ferrero 是牛津大学经济学教授，Maurizio Michael Habib 是欧洲中央银行经济学家团队负责人，Livio Stracca 是欧洲中央银行副总干事，Fabrizio Venditti 是意大利银行事业部主管。本文于 2023 年 3 月刊于 VoxEU。[单击此处可以访问原文链接。](#)

欧元区外围成员国的荷兰病

João Alcobia 和 Ricardo Cabral / 文 杨茜/编译

导读：本文分析了文献中对 20 世纪 90 年代中期以来欧元区外围成员国经济表现欠佳的解释。一个关键因素是荷兰疾病式的传播机制，因为欧元的使用导致资本流入冲击。这导致外围经济体的生产结构发生结构性转变，不再偏向生产技术先进的制成品。因此，外围成员国专注于非贸易部门以及低技术和劳动密集型贸易商品部门，这在很大程度上解释了外国国家经济增长缓慢、生产率增长缓慢和宏观经济失衡加剧的原因。编译如下：

1.引言

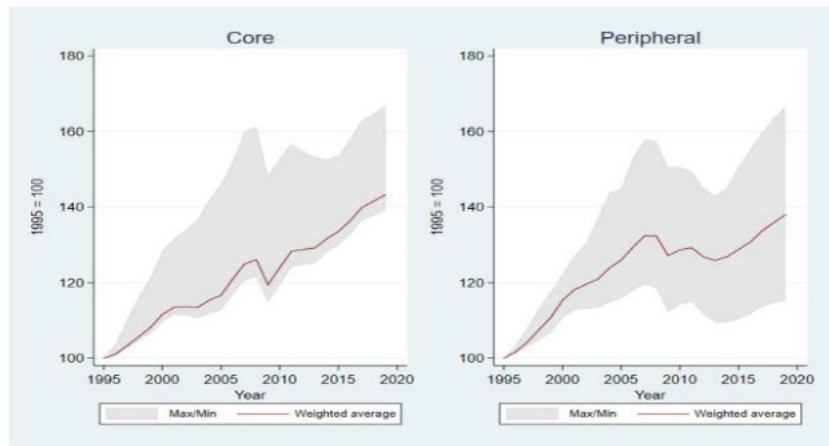
单一货币被认为是增加欧元区经济增长和私人投资以及促进成员国之间经济趋同的重要工具（欧盟委员会，1990）。

然而，越来越多的作者（例如，Eichengreen, 2010; Hafele 和 Gräbner, 2020; Gräbner 等, 2020; Simonazzi、Ginzburg 和 Nocell, 2013）则认为欧元未能实现这一目标，并导致经济分化加剧。另一种观点认为欧元可能解释或至少促成了意大利、葡萄牙和希腊等国几十年来最糟糕的经济表现。本文试图解释欧元区外围成员国经济表现不佳的原因。

在单一货币和经济与货币联盟启动前后的几年里，欧元区经济体取得了相当大的增长，1995-2007 年间的实际年均增长率为 2.3%。然而，2010—2012 年的欧元危机表明，欧元区头十年的快速增长可能是不可持续的。这是外围成员国私营部门债务泡沫和核心成员国压制工资的重商主义战略的副产品（特别是德国）（Storm 和 Naastepad, 2016; Flassbeck 和 Lapabitsas, 2013）。

2012-2016 年间，欧元区经济放缓对外围成员国的影响更大，这些国家在 2011—2013 年期间经历了短暂的衰退，并在 2007—2018 年期间经历了经济停滞，实际 GDP 仅在 2017 年超过了 2007 年的峰值（图 1）。最后，外围成员国之间的经济不对称扩大。意大利和希腊的经济表现非常糟糕。

图 1 外围成员国和核心成员国的实际 GDP（1995=100）



来源：Ameco 和作者自己的计算

1995-2010 年间，外围经济体经常账户赤字持续存在，从而累积了净外债，国际净投资状况不断恶化。

本文分析了可能解释这一时期外围成员国表现不佳的几种假设。其中包括这些经济体外部价格竞争力的恶化（Shambaugh, 2012），这些经济体面临的技术差距（Botta, 2014），或缺乏宏观经济政策工具来应对这些经济体的（临时）不对称冲击（例如，de Grauwe 和 Ji, 2018; Barba 和 de Vivo, 2013; Beneito 和 Cháfer, 2020）。

本文的主要论点是，除了上述文献中确定的解释外，外围成员国长期表现不佳的主要原因是，鉴于外围成员国的生产结构，在汇率被高估的情况下采用欧元所产生的类似荷兰病的效应，这导致其生产结构发生不利的结构性转变，生产率增长路径明显下降。（Batavia 和 Nandakumar, 2016）

本文认为，荷兰病综合症并非源于特定商品出口带来的贸易收益，而是源于 20 世纪 90 年代中期以来发生的外国资本流入（Batavia 和 Nandakumar, 2016）。这些外部金融资本的流入可能导致两个重要影响。首先，非贸易品价格上涨，导致这些经济体的实际汇率升值（“支出效应”）。第二，越来越多的经济激励措施将生产要素重新分配给非贸易部门（“资源流动效应”）。

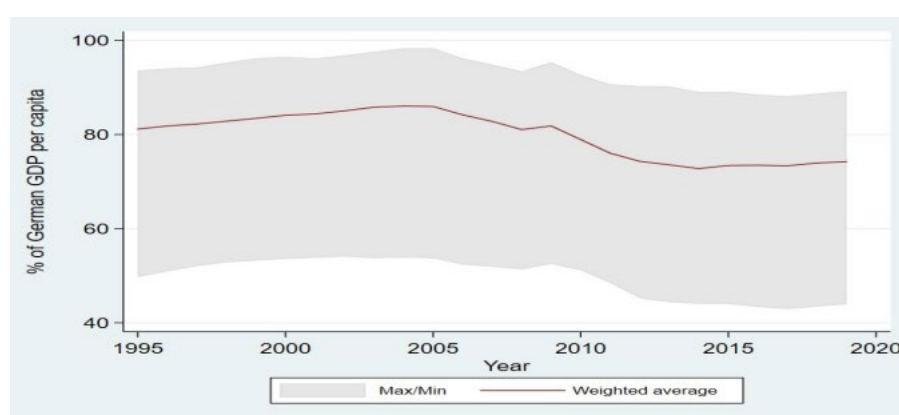
因此，本文的贡献在于表明，具有不同生产结构的经济体使用欧元触发了荷兰疾病的传播机制，导致对不同经济体的专业化状况产生不对称影响，并使外围成员国经济分化和表现糟糕。本文组织如下。第 2 节描述了这一问题，即自 20 世纪 90 年代中期以来，欧元区外围成员国相对于欧元区更具国际竞争力的成员国（核心成员国）表现不佳。第 3 节介绍了文献中存在的几种解释这些经济体表现不佳的原因。第 4 节对外围成员国经济表现不佳的理论进行解释。第 5 节为本文的主要结论。

2.外围成员国表现不佳

欧元区外围成员国和核心成员国之间的差距早于单一货币的引入，这一点可以从各种社会经济指标中得到证明，即实际人均 GDP、实际人均 GDP10 年平均年增长率和经济复杂性指数。然而，更重要的是，欧元的引入导致了这些指标轨迹出现差异，这支持了欧元区外围成员国相对于核心成员国宏观经济表现不佳的假设。

例如，关注实际人均 GDP 指标，核心成员国和外围成员国之间仍然存在相关差距（图 2）。此外，从 2007 年（大衰退爆发的一年）到 2019 年，前者的增长速度超过了后者。

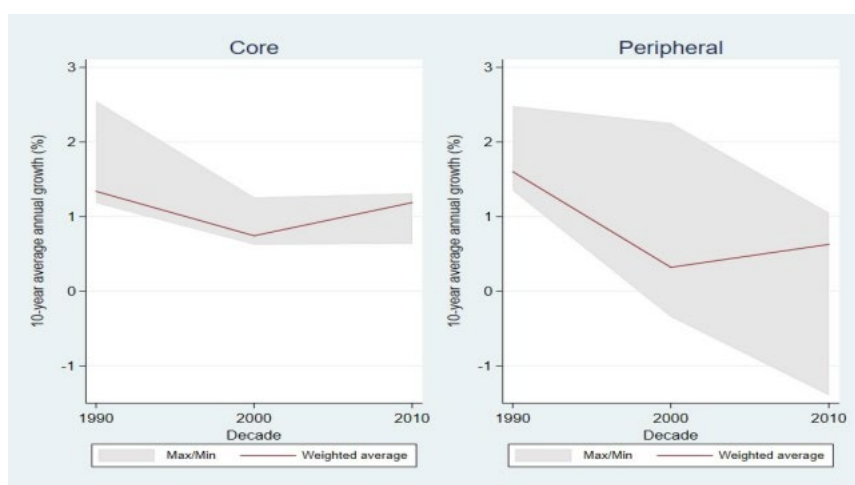
图 2 欧元区外围成员国人均实际 GDP（德国=100）



来源：Ameco，以欧元计算的人均国内生产总值；作者计算。

尽管外围成员国在 20 世纪 60 年代至 70 年代期间与德国趋同，但从 20 世纪 80 年代起，外围成员国的人均 GDP 不再与德国趋同。此外，2000 年代观察到的经济趋同是短暂的，它取决于资产价格泡沫的存在（Buendía, 2020；Holinski、Kool 和 Muysken, 2012）。外围成员国似乎受大衰退（2007—2009 年）和欧元危机（2010—2012 年）的影响最大，因为其实际人均 GDP 增长率比核心成员国下降得更多（见图 3）。

图 3 外围和核心成员国人均实际 GDP10 年平均年增长率（%）

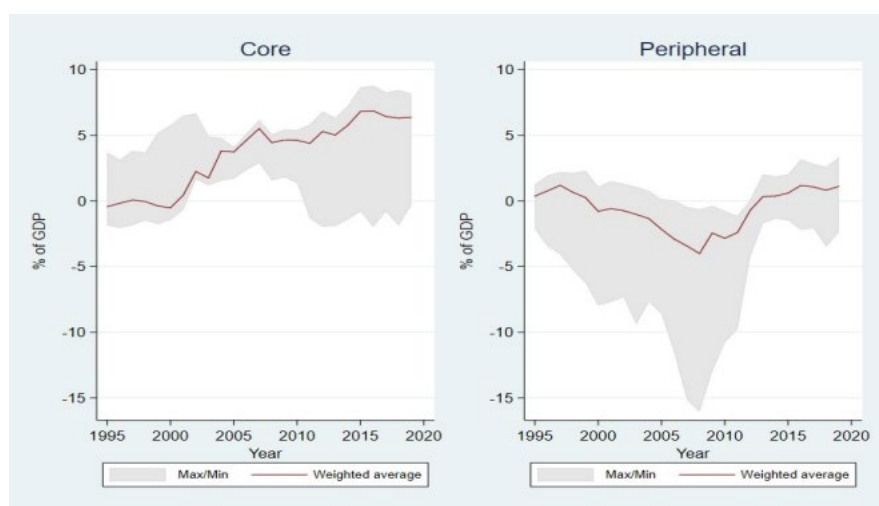


来源：Ameco；作者自己的计算。

从 1990 年代中期开始，欧元区外围成员国开始报告经常性和巨额经常账户赤字。随着这种情况的发生，核心成员国的盈余趋于增加（图 4）。外围经济体的经常账户余额表现是由货物的显著恶化推动的，而服务的盈余增长（旅游部门出口增加）只是部分改善了这一状况。

欧元推出后，核心成员国的经常账户余额显著改善，而外围经济体的经常账户余额在 2008 年之前显著恶化，这就提出了一个问题，即单一货币在多大程度上促成了这一结果（Pérez-Caldentey 和 Vernengo,2012）。2007—2009 年大衰退和 2010—2012 年欧元危机导致欧元当局在外围经济体采取财政紧缩计划，导致这些经济体经常账户余额明显改善。

图 4 核心和外围成员国经常账户余额（占 GDP 的百分比）

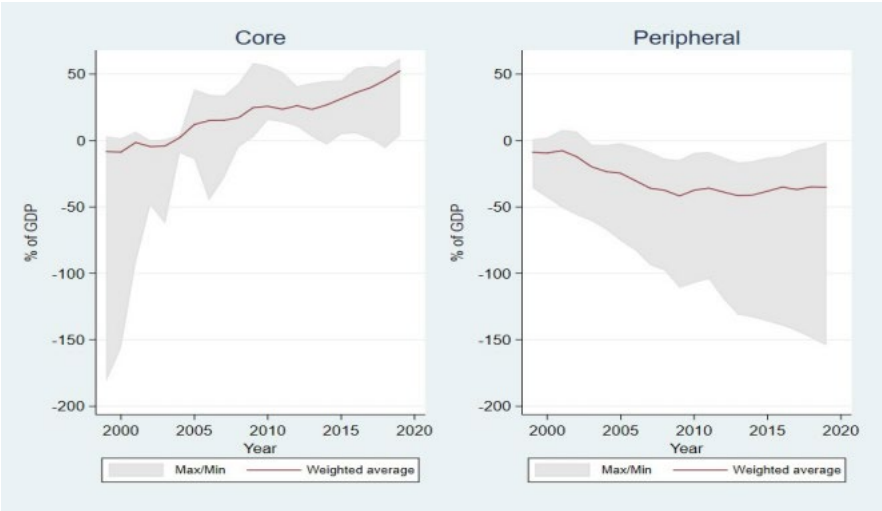


来源：Ameco；作者自己的计算。

外围成员国的巨额经常性经常账户赤字和核心成员国不断增长的外部盈余对净国际投资头寸的演变产生了明显影响——图 5。

尽管相关性不是因果关系，但图 5 清楚地说明了这样一个事实，即欧元区很可能由于单一货币而成为一个债权人—债务人货币联盟，核心成员国从债务人（负 NIIP）转向债权人，外围成员国从几乎平衡的状态转变为高负债状态。因此，不仅外围成员国经济表现不佳，而且这种经济表现不佳伴随着不断增加的外债和负债，而核心成员国则成为净债权国。

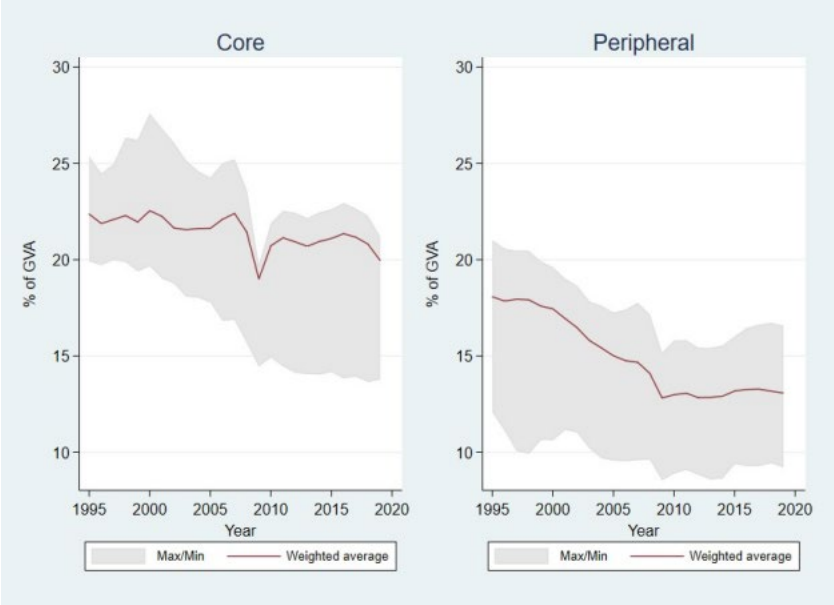
图 5 核心和外围成员国净国际投资头寸（占 GDP 的百分比）



来源：欧洲统计局；作者自己的计算。

最后，外围成员国的制造业份额下降幅度明显大于核心成员国（图 6），尽管前者在此期间的增长略低于核心成员国。

图 6 核心和外围成员国工业产出（占总增加值的百分比，GVA）

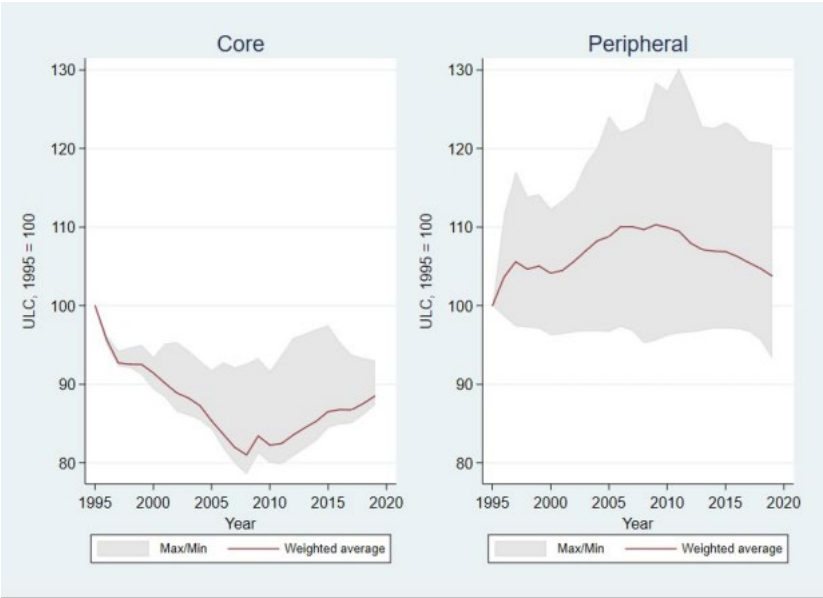


来源：世界银行；作者自己的计算。

图 7 说明了这样一个事实，即欧元的推出伴随着外围成员国相对于核心成员国的单位劳动力成本的相对和绝对恶化，核心成员国的加权平均单位劳动力

成本到 2019 年下降到其 1995 年价值的 88%，而外围成员国则增长到 1995 年价值的 104%，与 1995 年相比，核心成员国与外围成员国的单位劳动力成本演变差异为 17 个百分点，尽管后者从 2010 年起采取了紧缩计划。

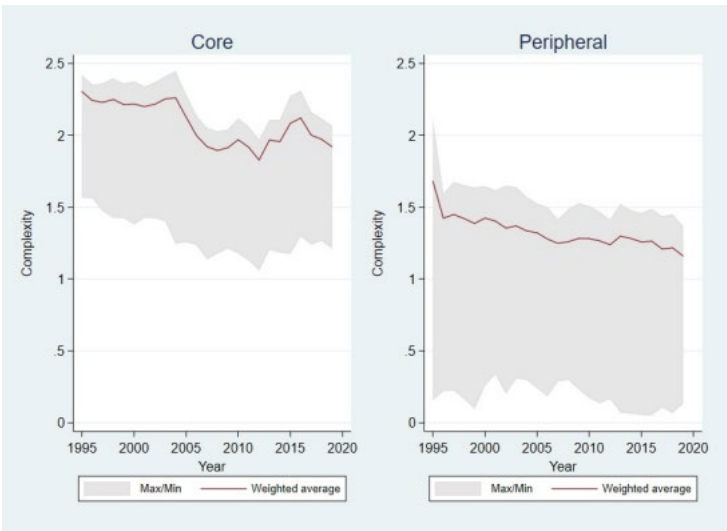
图 7 核心和外围成员国的实际单位劳动力成本（1995=100）



来源：Ameco；作者计算。

经济复杂性指数显示，外围成员国生产的商品技术复杂度远低于核心成员国（图 8）。它进一步表明，外围成员国制造业产品的技术复杂性稳步恶化。

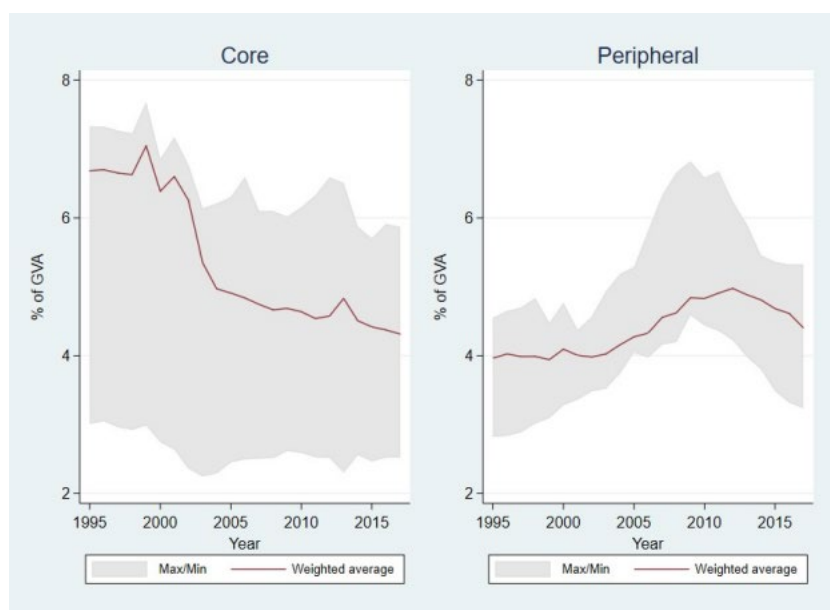
图 8 核心和外围成员国经济复杂性指数



来源：经济复杂性图集（经济复杂性观察站）；作者计算。

图 9 表明，这两组国家金融服务总增加值的趋势发生了变化。在外围成员国中，这一经济活动的重要性略有增加，而在核心成员国中，其重要性明显减少。

图 9 金融服务的核心和外围总增加值（占总增加值的百分比）



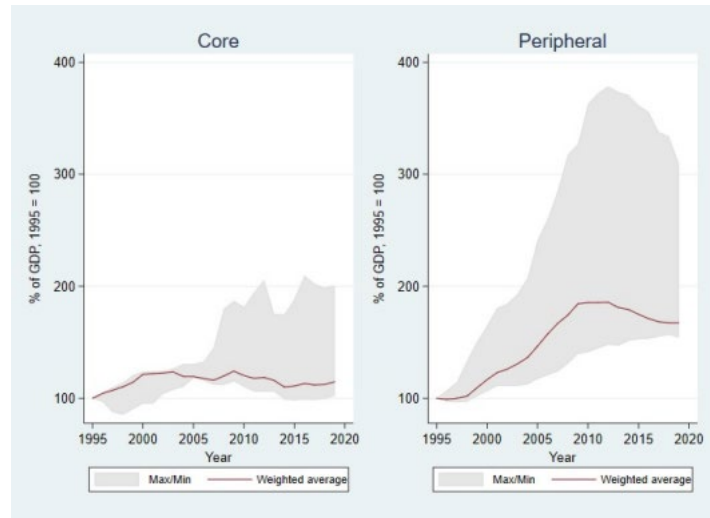
来源：EU Klems; 作者计算

外围成员国和核心成员国的私营部门债务也有类似的差异（见图 10）。

就核心成员国而言，私人债务与 GDP 的比率保持相对稳定，显示出与金融服务总增加值的演变类似的模式。就外围成员国而言，私人债务占 GDP 的上升趋势非常显著（特别是在大衰退之前），希腊的私营部门债务占 GDP 的比例几乎增加了两倍。

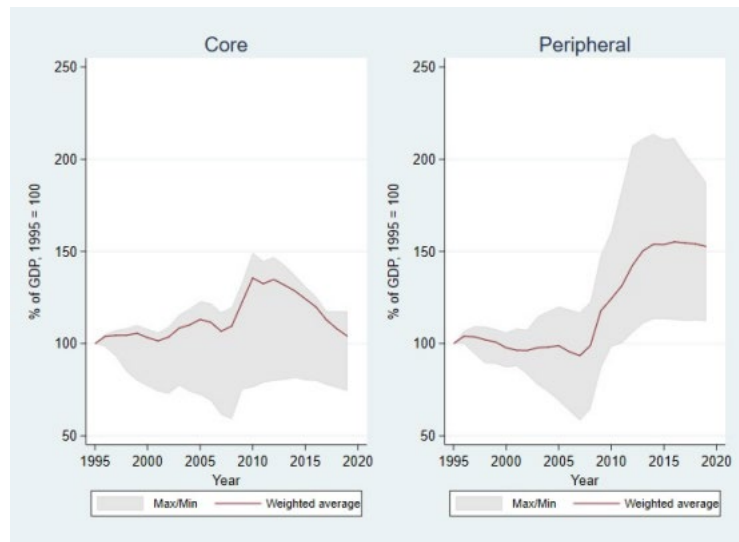
因此，外围经济体在 1995 年至 2020 年期间经济表现不佳的同时，私人和公共债务与 GDP 的比率增长更快，净国际投资头寸显著恶化，约占 GDP 的 -41.7%。核心成员国的平均净国际投资头寸提高到约占 GDP 的 52.4%，私人和公共债务与 GDP 的比率保持大致稳定。其中一个影响因素来自欧元区内的经常账户流动和国际收支核算恒等式。外围成员国的净借款需求，由公共和私营部门借款产生，有助于提高核心成员国的净借贷能力，这反过来又有助于在其他条件不变的情况下降低核心成员国的公共和私人借款需求。因此，资金流动的积累解释了外围成员国私人和公共债务与 GDP 比率的增长以及净外债水平的增长（更负的 NIIP）——见图 4、5、10 和 11。这一效应的镜像是核心成员国的私人和公共债务下降以及净国际投资头寸增长。

图 10 核心和外围成员国私人非金融部门债务（占 GDP 的百分比）



来源：Ameco；作者计算。

图 11 核心和外围成员国公共债务（占 GDP 的百分比）



来源：Ameco；作者计算。

总之，我们认为本节提出的不同经济指标与核心成员国和外围成员国之间经济差异的观点是一致的，更重要的是，支持外围成员国经济表现不佳的论点。本文其余部分试图解决的研究问题成为解释外围成员国相对（和绝对）经济表现不佳的原因。

3.文献综述

在单一货币出现之前，大量文献预测欧元区前景不佳（Feldstein, 1997; MacDougall, 1977; MacDougall, 1992）。更重要的是，在欧元推出后，成员国之间日益扩大的经济差异激发并推动了越来越多的文献试图理解和解释其原因。

相对于核心成员国的表现，欧元区外围成员国的经济表现不佳可能是由多种因素驱动的。本文确定并总结了五个主要的解释性论点和文献流派。

第一类文献认为，这种差异可以用单位劳动力成本增长率的差异来解释。根据一些作者（如 Shambaugh, 2012）的观点，外围成员国的结构性差异是由其外部价格竞争力的恶化造成的，外围成员国单位劳动力成本的增长速度远远快于核心成员国的单位劳动力成本，特别是在 2010 年欧元危机爆发之前。

Felipe 和 Kumar（2014）认为，这一指标的差异并不一定意味着外围成员国出现了强劲的工资增长，因为在 1980 年至 2007 年间，劳动力占 GDP 的比重基本保持稳定，甚至有所下降。Piton（2017a）认为，外围成员国的单位劳动力成本增长是由这些国家的非贸易部门扩张造成的。由于这些部门不受国际竞争的影响，企业拥有更大的市场力量来影响价格，这促使这些部门的单位劳动力成本更剧烈地增长（Felipe 和 Kumar, 2014; Piton, 2017a; Gaulier 和 Vicard, 2012）。20 世纪 90 年代中期以来，外围成员国的消费者价格指数上升速度快于核心成员国。对此，一种可能的解释是巴拉萨—萨缪尔森效应（Balassa, 1964; Belke、Schnabl 和 Zemanek, 2009; Van der Schaar, 2019），即生产率水平较高和生产率增长率较高的国家往往会经历较高的国内价格水平和较高的通货膨胀率。贸易品部门的高生产率增长导致贸易品部门的工资增长更高。由于部门之间存在劳动力流动，劳动力从贸易部门向非贸易部门的流动也会影响非贸易部门的工资增长率。由于非贸易部门的生产率增长空间较小，非贸易部门的工资增长率往往会引发国内物价上涨。根据 Mamede（2020）的研究，一些外围成员国（特别是希腊和葡萄牙）在 20 世纪 90 年代经历了一段生产率增长快于核心成员国的时期，这导致了国内通胀的正差异。

第一类文献的一个子集集中于单位劳动力成本的差异对这些经济体日益增长的实际汇率失调的作用。Bresser-Pereira 和 Rossi（2015）认为，欧元区内部统一货币演变的差异导致的国内汇率失调是外围成员国负面表现的主要决定因素。

虽然宏观经济学的共识是汇率水平可能与解释长期经济增长无关，但这一立场最近发生了变化，因为实证文献表明，汇率高估对增长具有负面的长期影响。

事实上，Rodrik（2008）认为，有竞争力的汇率有助于克服阻碍贸易部门扩张的市场和制度失灵，是促进结构变革所必需的。这种影响对发展水平较低的国家更为重要。

Baldwin（1988）在这一领域做出了开创性的贡献，他的结论是，暂时高估的汇率可能会产生滞后效应，从而对出口产生永久性的负面影响。具有竞争力的实际汇率会产生直接影响，特别是使商品生产更加多样化，因为它使更多种类的商品在国内生产变得更加有利可图（防止进口增加）。

汇率高估的另一个（间接）影响是对利润率和生产性投资水平的负面影响（Barbosa Filho 等，2011）。此外，它还将通过减少出口和增加替代国内生产的进口，对企业的产能利用率产生不利影响。利润挤压对资本积累水平产生负面影响，因为留存收益影响自筹资金，此外，企业能够获得外部融资——这是支持资本积累的必要条件（Lima, 2010; Missio 和 Jayme, 2012）。

Oreiro（2016）认为，有竞争力的实际汇率的好处超过了短期内对净出口的积极影响。通过实现规模收益，出口增加，产生动态外部效应，并溢出到经济的其他部分。这些在实践中学习的做法对经济具有积极的经济和技术外部性，需要时间来发展和传播。因此，对实际汇率的高估将限制这些积极影响，影响经济的生产专业化，从而影响长期增长路径。

最后，Guzman, Ocampo 和 Stiglitz（2018）认为，具有竞争力水平的实际汇率为企业运营创造了更有利的环境，允许企业有更大的误差幅度来应对不确定性，并赚取收入来支持固定成本。因此，这有利于新的贸易商品部门的发展，以及在实践中学习的部门，上述文献主要论证实际汇率在竞争水平上的重要性。

因此，欧元区国内汇率的失调导致进口增加和出口减少（与“竞争性”国内汇率的情况相比），从而导致经常账户赤字的出现以及外围成员国私人和公共部门债务过高。国内汇率失调的另一个症状是加剧了欧元区成员国之间的生产不对称。核心成员国加强了技术水平和附加值较高的制造业生产专业化，而外围成员国则将其生产能力专门用于非贸易部门。

Jeong、Mazier 和 Saadaoui（2010）估计了维持内部和外部平衡的国内汇率，得出的结论是，2008 年，欧元对大多数外围成员国（葡萄牙、西班牙、希腊、法国、意大利）被高估，而对核心成员国（比利时、奥地利和德国）被低估。

第二类文献关注欧元区的制度和架构缺陷，这些缺陷对成员国的经济产生了不对称的影响。

Whyte（2010），Simonazzi, Ginzburg 和 Nocella（2013）认为，欧元区存在某些功能障碍，即缺乏纠正自 2000 年代头十年以来影响成员国经济的外部失衡的机制。作者认为，德国巨大的外部盈余并不是特别强大的外部竞争力的结果。德国劳动力市场改革导致工资增长放缓，总需求增长放缓，并对德国欧元区贸易伙伴的经济和社会表现产生负面影响（Stockhammer 和 Sotiropoulos, 2014）。特别是，德国开始出现经常性和非常大的经常账户盈余，占 GDP 的 6%至 9%。如此大规模的外部盈余是历史反常现象，即使对德国也是如此（Behringer, van Treeck 和 Truger, 2020 Gräbner 等，2020）。

自 2000 年代第一个十年以来，欧元区保持了经常账户平衡，外围成员国的外部赤字与核心成员国的外部盈余大致对称。根据 de Grauwe（2013b）的数据，

2000-2012年间，德国的经常账户盈余（1922亿欧元）与希腊、意大利、葡萄牙和西班牙的经常账户赤字总和大致相同。

Tabellini（2016）认为欧元区应该进行改革，即通过增加联邦预算的权重，建立反周期财政转移以使成员国的财政政策能够应对系统性金融危机，以及制定更严格的财政规则以确保成员国的财政纪律。这些政策将有助于减少经济不稳定并促进各经济体之间的趋同（例如，de Grauwe 和 Ji, 2018; Barba 和 de Vivo, 2013; Beneito 和 Cháfer, 2020）。这些经济学家认为，欧洲货币联盟的一个核心问题是缺乏应对各国（临时）不对称冲击的工具。这导致不同的发展，即外部失衡（即一组国家的外部赤字和其余国家的外部盈余）。由于缺乏这种工具，赤字国不得不实施对增长和失业产生负面影响的内部贬值政策（以纠正这些外部失衡）。这些不对称冲击对外围成员国产生了更大的负面影响。

Barba 和 de Vivo（2013）认为，货币区只有在允许特定地区持续存在经常账户失衡的情况下才可行（即没有国际收支限制）。作者指出，欧元区和美国之间的重要区别在于联邦预算的权重。就美国而言，联邦总支出和收入都约占国民总收入的 20%。就欧盟而言，联邦总收入和支出仅占国民总收入的 1%。

因此，就美国而言，联邦层面存在相关的税收和支出数额，使得在存在相关外部失衡的情况下，各州之间可以重新分配资金，因此，美国各州的（外部）债务水平不会出现不可持续的指数债务轨迹。相比之下，在欧元区，由于税收是由各个国家征收的，国家之间的再分配是很小，也不重要。

由于欧元区没有财政一体化，即没有提供大量资金用于地区或地方层面应对不对称冲击的联邦部分，因此不应将其视为最优货币区（Kenen, 1969; Mundell, 1961）。

最后，de Grauwe（2013b）对欧洲货币联盟的第二个问题提出了警告，即金融性质的问题。欧洲货币联盟的成员国以其无法控制的货币发行公债。因此，它们无法保证能够将公共债务展期，从而更容易受到投机危机的影响。de Grauwe 和其他作者指出，由于这一限制，在 2010—2012 年欧元危机期间，欧元区政府被迫实施顺周期财政紧缩政策以及劳动力和产品市场改革，以减少借贷需求，错误地期望重获金融市场的信心（Flassbeck 和 Lapabitsas, 2013; Perez 和 Matsaganis, 2018）。

Gasparotti 和 Kullas（2019）使用综合控制方法来确定哪些国家从欧元的创建中受益和损失，指出欧洲货币联盟具有不对称的影响。在 1999 年至 2017 年期间，他们估计德国和荷兰是受益最多的国家（与反事实情况相比，人均+23116 欧元和+21003 欧元）。相比之下，葡萄牙，法国和意大利是成本最高的国家（分别为人均 40604 欧元，55996 欧元和 73605 欧元）。

Perotti 和 Soons (2020) 同样认为, 由于市场价格和贸易流的调整速度快于工资、生产率和生产结构, 欧元导致了持续的隐性和不可见的再分配效应。Perotti 和 Soons 认为, 欧元导致欧元区外围成员国的实际汇率升值和核心成员国的实际汇率贬值。作者的结论是, 由于欧元是通过实际汇率传导率进行隐性税收转移的体系, 那么它应该通过显性税收转移制度来补偿 (从富裕和更具国际竞争力的经济体, 即核心成员国到贫穷和国际竞争力较低的经济体, 即外围成员国)。

第三类文献认为, 价格竞争力或工资竞争力指标缺乏解释力, 侧重于非价格竞争力指标的重要性。例如, 有一些证据 (Ban 和 Adascalitei, 2020; Bierut 和 Kuziemska-Pawlak, 2017) 指出, 这一指标的显著恶化并没有阻碍国际市场出口份额的增加。也就是说, 众所周知, 这一价格竞争力指标——实际汇率——没有考虑到结构变化, 即特定部门权重的变化或生产质量的提高, 是经济表现不佳或过高的不完美且经常有偏见的预测指标。

事实上, 文献中明确指出, 在某些情况下, 价格竞争力下降最严重的国家正是出口市场份额增加最多的国家。这被称为卡尔多悖论 (Kaldor, 1978)。

因此, 非价格竞争力也可能是部分原因。所谓南北模式的一个基本前提是, 南方国家远离技术前沿, 例如, 由于劳动力的教育水平、基础设施的质量、企业的资本化水平以及特定经济体的生产结构构成方面的差异 (Verspagen, 1991)。因此, 南方国家的企业无法以“最先进”的技术水平运作。这意味着它们的商品质量较低和/或技术强度较低 (Verspagen 和 Wakelin, 1993)。

虽然欧元区外围成员国可被视为发达经济体, 因此在南北模式中不能完全与南方欠发达国家进行比较, 但类似的非价格竞争力机制同样可以解释欧元区外围成员国相对于核心成员国的经济表现不佳。几个指标, 如经济复杂性指数 (Hidalgo 和 Hausmann, 2009) 表明, 平均而言外围成员国企业的技术水平远低于核心成员国企业, 特别是德国 (Botta, 2014)。由于这些国家专门生产技术水平低的商品, 产品差异化的空间较小, 因此外部竞争力在更大程度上取决于价格竞争力, 从而取决于 (低) 工资。

欧元区外围成员国的问题源于其生产相对于德国缺乏竞争力, 即类似于“中等收入陷阱”的情况, 即与发展中国家 (即中国和印度) 相比, 它们在价格上没有竞争力, 但无法在质量上竞争 (Rodrik, 2016; Storm 和 Naastepad, 2015; Felipe 和 Kumar, 2014)。

出于这个原因, 考虑到各方面因素降低工资以恢复竞争力不是一个解决办法, 这里不详细讨论。特别是, 即使更低的工资会带来更高的价格竞争力, 在

其他条件不变的情况下，这是一个值得怀疑的命题，它仍然需要大幅降低生活水平（相对于中国和东方国家），而这在政治上是不可行的。

一个相关的观点是，欧元区（和欧盟）的外部冲击对外围成员国的影响比例更大。特别是，随着欧盟扩大到东欧国家和中国加入世界贸易组织，工业单位从欧元区外围成员国迁走的趋势（以及新的工业外国直接投资的减少）显著恶化。工业企业迁离外围成员国也对这些国家生产结构的技术水平产生了负面影响，对这些经济体构成了不利的经济冲击（Botta 和 Tippet,2020；Hafele 和 Gräbner,2020；Mamede 2015）。东欧国家加入欧盟和中国加入世贸组织可能（在我们看来是错误的）被解释为外生冲击。然而，这些冲击是不对称的，考虑到这些经济体在加入时的生产结构，对外围成员国的影响更大。同样，进出口的技术水平可以通过技术密集度对长期出口增长率的影响来解释经常账户失衡。Missio 和 Jayme（2012）、Soukiazis、Muchová 和 Leško（2017）以及 Romero 和 McCombie（2016）发现，巴西和欧洲技术密集型部门的出口具有较高的收入弹性，即对全球需求相对更敏感，而对出口价格变化相对不敏感。

这样，由于欧洲外围成员国的经济结构在技术上不够先进，在 2000 年代中期欧元升值后，它们在经济上受到的影响可能更大，因为它们的对外竞争力对出口价格的变化更为敏感。

第四类文献认为，在规模经济、范围经济和网络经济的背景下，经济差异的解释在于初始发展的不同阶段。Aglietta（2012）认为，发展水平不同的经济体日益一体化往往会加剧这些差异，而不是导致经济体之间的趋同。这种情况发生的机制是 Verdoorn 定律，即由于报酬递增（特别是在制造业），产出增长和劳动生产率增长之间存在正相关关系（Verdoorn,1949）。通过这种方式，具有较高初始技术水平和较高初始经济增长水平的国家将能够保持自我维持的增长动力，从而加剧经济体之间的差距。

因此，根据这些文献，欧元区的经济差异是经济和技术发展水平显著不同的国家在没有重大财政转移的情况下融入不完全货币联盟的结果（de Grauwe 2013b; Gräbner 等，2020）。

第五类文献关注的是被误导的欧元区或国家经济政策的影响。特别是欧元区预算政策对外围成员国经济发展的差异化影响。这些经济体的财政紧缩，首先是《稳定与增长公约》，特别是在欧元危机爆发后，可能导致技术差距的扩大（Botta, Tippet 和 Onaran,2018）。首先，由于失业增加（特别是长期失业），它对人力资本产生了不利影响，预计会丧失劳动技能。另一方面，在私人投资下降的时期，往往在资本密集积累时期出现的技术外溢不再发生。最后，调整计

划与自然公共垄断企业以低价私有化有关，对这些经济体的整体效率具有负外部性（Hudson,2021）。

4.荷兰病：因果渠道

除了第 3 节讨论的各种可能的解释之外，本文认为，在采用欧元之后，可能还存在一种额外的传导机制——一种荷兰式的金融疾病——这是导致外围成员国经济分化的关键因素。荷兰病假说是通过所谓的核心模型（Corden 和 Neary,1982;Corden,1984）建立的。开发这种经济模式是为了提供对 20 世纪 60 年代荷兰在发现天然气田并随后出口这种商品后突然发生的去工业化过程的解释。

该模型由一个小型开放经济体组成，其中有三个部门：蓬勃发展的贸易品部门、滞后的贸易品部门和非贸易品部门。在发达经济体中，这些部门通常占 GDP 的 60%以上。假设前两个部门的价格是在（完全）竞争的国际市场上确定的。该模型进一步假设生产要素（资本和劳动力）在该经济体各部门之间完全流动，各部门之间的工资最初是相等的。

荷兰病核心模型表明，天然气出口收入（蓬勃发展的贸易品部门的出口）导致（i）非贸易品价格上涨，导致这些经济体的实际汇率升值（“支出效应”），以及（ii）生产要素从滞后的贸易品部门向非贸易部门再分配（“资源流动效应”）。

因此，荷兰病假说认为，来自繁荣的贸易品部门的大量资本流入改变了一个经济体的生产结构，使非贸易部门的比重增加。

虽然荷兰病模型的结果是商品部门繁荣的结果，但在其他情况下，这种类似荷兰病的传播机制可能是存在的。例如，Palma（2019）认为，荷兰病也可能由其他类型的资本流入引起，如外国直接投资、移民汇款、旅游收入、投机性资本流入或出口商品价格的相关变化。

Batavia 和 Nandakumar（2016）的论文对欧元区外围成员国经济表现不佳的可能解释进行了分析，他们认为欧元的采用通过类似荷兰病的传播机制导致了这些经济体的结构性变化，因为欧元加剧了外国资本流入，并促进了外围成员国的金融化（Rodrigues, Santos 和 Teles,2016）。

荷兰病的疾病传播机制可能特别强，因为名义汇率在 1995 年至 1998 年期间处于一个区间，而且从 1999 年起不可逆转地固定下来。

在这种情况下，根据国际收支恒等式，任何资本流入都导致经常账户逆差（资本账户流出），从而导致资本流入接收国的净借款需求增加。

主要的宏观经济调整变量之一是商品贸易差额。如果资本流入冲击足够大，它很可能通过增加商品进口和减少商品出口来传导，这对经历大量资本流入的

成员国的贸易商品部门产生负面影响，正如荷兰病模型所预测的那样（Corden 和 Neary,1982;Corden,1984）

事实上，在 1995 年至 2012 年期间，与核心成员国金融服务权重的变化相比，外围成员国金融服务占总增加值的相对份额（Krippner（2005）认为这是金融化的关键指标）显著增加（图 9）。

1990 年代，欧元区创始成员国的金融市场一体化加剧，《马斯特里赫特条约》确定 2004 年 1 月之后禁止限制资本流动和跨境支付，以及统一银行业的谨慎监管规则，通常是按照最小的共同点，这在实践中转化为金融体系的自由化。

此外，由于汇率风险消除，外资从欧元区核心国家流向外围成员国，以利用利差。外国资本的流入大大降低了欧盟内部的利差（Blanchard 和 Giavazzi,2002）。如果分配给贸易部门，外国资本流入可能是有益的。然而，由于与贸易部门相比，非贸易部门不面临国际竞争，外国资本流入非贸易部门，损害了对贸易部门的投资，因为金融部门对非贸易部门的信贷被认为风险较低（Felipe 和 Kumar,2014;Piton,2017a）。关于资本流入为何流向非贸易部门，文献给出了各种可能的解释。首先，由于欧洲外围国家的信贷市场不发达，银行无法向可贸易部门放贷，因为已经存在抵押品限制（Reis,2013）。由于非贸易部门的担保水平更高，信贷倾向于流向这些部门。

此外，外部资本流入引起的信贷扩张导致资产价格上涨，特别是金融和房地产（Aliber 和 Kindleberger,2015）。结果，非贸易部门企业的资产负债表被“人为地”膨胀，这促进了进一步的融资以及资本和劳动力向这些部门的进一步转移（Botta, Yajima 和 Porcile,2022）。这样，资金流动有助于增加非贸易部门的预期投资回报。前两种情况是资源流动影响的例子。

根据 Gopinath 等（2017）的说法，由于资本流入流向净资产较高的公司（不一定流向生产率最高的公司），它导致了生产资源的错误分配，对这些国家的生产力产生了负面影响。

Benigno 和 Fornaro（2014）认为，外国资本流入通过产生过剩资金，有助于利率下降，对信贷需求和经济总需求水平产生积极影响。

然而，低利率效应并没有同等地传导到贸易部门和非贸易部门。虽然对贸易品需求的增加可以通过进口货物来满足，但对于非贸易品来说，这是不可能的。满足需求增长的唯一途径是将生产资源转移到这一部门。另一方面，Dornbusch（1983）认为，外国资本流入也会影响这两个部门的相对价格，因为随着实际利率的下降，总需求增加，这反过来又会对非贸易品的价格产生积极影响。Gaulier 和 Vicard（2012）同样指出，总需求冲击不仅对非贸易商品和服

务的交易量（如建筑业繁荣）有积极影响，而且对其价格（如房地产泡沫）也有积极影响，因为供应具有粘性。

相比之下，小型开放经济体的总需求冲击对贸易商品价格的影响微乎其微，因为这些商品的价格是由国际层面的外部因素决定的。

如上所述，外部资本流入促进了欧元区利率的趋同。外围成员国的实际利率下降幅度更大，同时实际收入增加，经济主体信心增强（经济增长强劲时期的结果），这是对私人投资和私人消费的重要刺激，信贷供应和信贷需求的显著增长促进了私人投资和私人消费。这一事实可能导致这些经济体的非贸易商品和服务的价格显著增长（Piton, 2017b）。

此外，外围成员国实际利率的降低导致公共利息支出大幅减少。因此，欧元区外围成员国政府受益于其财政空间的大幅增加（Lane, 2006），它们利用这些空间来促进主要可自由支配公共支出的增加。Froot 和 Rogoff（1991）认为，公共非利息支出的大部分增加倾向于提高非贸易商品的相对价格，因为这种支出集中在非贸易部门。

早期文献认为，非贸易部门在解释欧元区实际汇率的波动方面作用很小（Engel, 1999; Chari、Kehoe 和 McGrattan, 2002）。

然而，随后对经合组织和欧元区国家的研究得出结论，非贸易部门相对价格的变化对实际汇率有很大影响，并且可以解释该指标变化的 50%（Burstein, Eichenbaum 和 Rebelo, 2006; Comunale 和 Hessel, 2014）。有几种宏观经济模型表明，贸易和非贸易商品之间相对价格的变化也会影响汇率，并产生相关的宏观经济影响（Obstfeld 和 Rogoff, 2000, 2007; Ruscher 和 Wolff, 2009）。

因此，非贸易品相对价格的上涨将导致汇率高估，对出口部门施加额外压力，特别是那些更依赖价格竞争力的部门（它鼓励非贸易部门的专业化，如建筑或房地产）。

Benigno 和 Fornaro（2014）认为，外国资本流入往往导致经常账户余额恶化，伴随着非贸易部门（主要是建筑部门）就业和产出的稳步上升，这转化为生产率增长停滞不前。作者将这种效应称为“财政资源诅咒”。

其他文献强调了这样的论点，即贸易部门，特别是制造业的生产率增长潜力更大（例如，Szirmai, 2012; Tregenna, 2009; Rocha, 2018; Rodrik, 2016）。

Botta、Yajima 和 Porcile（2022）实证分析了资本流入（首先是证券投资和外部贷款）的影响，并认为受援经济体可能遭受类似荷兰金融疾病的传播机制。来自国外的资本流入将导致商品生产的技术水平下降，资源向非贸易商品转移，特别是技术密集型贸易商品的生产恶化。对于发展水平较低的经济体来说，这种影响尤其强烈。即使金融繁荣在时间上是有限的，它们也会促进技术倒退，

导致生产率增长率和可贸易商品部门的相对规模放缓。最终，外部流入会损害生产结构的复杂程度，从而增加经济体对外部冲击的脆弱性。

在考虑外国资本流入导致的“荷兰病”时，我们最初可以专注于证券投资，因为它们的短期状况和流动的快速逆转。然而，Lartey（2011）发现，在金融更加开放的经济体中，外国直接投资流量的增加，即使其对贸易商品部门的新投资也会加剧荷兰病，因为这会导致更大程度的实际汇率升值。

5.结论

本文旨在了解自 20 世纪 90 年代中期以来欧元区外围成员国经济表现不佳的原因。

本文认为，对外部价格竞争力恶化和汇率高估的短期和长期宏观经济不利影响的传统解释有局限性，因为它们没有考虑到结构变化，即部门比重的变化或生产质量的提高。

其次，外围成员国的企业由于质量或技术强度较低，无法在“最先进”的技术水平上运营。

因此，这些经济体可能处于类似于“中等收入陷阱”的情况，即它们与发展中国家相比没有价格竞争力，而且也无法在质量上竞争。

对这些经济体表现不佳的第三种解释是，它们经历了不对称冲击，由于经济和货币联盟缺乏应对（临时）不对称冲击的工具，赤字国不得不实施内部贬值政策来纠正这些外部失衡，这对经济增长和就业产生了不利影响。

最后，有人认为，欧元的使用导致了荷兰病效应，引发了外国资本流入，导致外围成员国的实际利率大幅下降。这导致外围经济体生产结构的永久性变化。本文确定了资本流入导致非贸易商品价格上涨的渠道（“支出效应”），同时也促进了生产要素向非贸易部门重新配置的经济激励（“资源流动效应”）。

本文提出的荷兰金融疾病理论认为，在使用欧元之后，外国资本流入，即使是以外国直接投资的形式流入新的贸易商品部门——这只是外国直接投资总体水平的一小部分，主要用于收购具有市场支配力量甚至自然垄断的现有非贸易部门企业——通过非贸易商品部门的扩张和贸易商品部门的收缩解释了经济表现不佳的原因。

这种荷兰病效应很可能非常严重，因为欧元名义汇率对前一种货币的不可撤销意味着，鉴于国际收支核算恒等式，任何外生和不对称的外国资本流入冲击都必然导致经常账户和（或）资本账户流出，其主要传导渠道很可能是贸易品差额和贸易品制造部门。因此，采用欧元后资本流入水平过高将导致外围成员国贸易商品制造业部门加速收缩，从而降低这些国家的生产率增长潜力。因此，这一影响可能是外围成员国自采用欧元以来经济表现不佳的主要解释因素。

本文原题名为 “The Dutch Disease of the Euro Area Peripheral Member States”。本文作者 João Alcobia 和 Ricardo Cabral 都来自里斯本大学。本文于 2023 年 1 月刊于 REM 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

实时发展世界中的前瞻性政策

Mary C. Daly/文 申劭婧/编译

导读：恢复物价稳定是美联储的重要职责之一，也是美国人民的期望。实现这一目标需要时间和对经济状况的全面了解。政策制定者必须对实时发展的经济做出反应，并为未来的经济状况做好准备。以下内容摘自旧金山联邦储备银行（FRBSF）行长 3 月 4 日在普林斯顿大学格里斯沃尔德经济政策研究中心的讲话。编译如下：

这些天我被问到的最频繁的问题是，美联储接下来会做什么？

我明白人们很担心。通货膨胀率很高，联邦公开市场委员会（FOMC）已采取积极的政策行动来降低通货膨胀率。但对这一行动各界反应不一，有人担心这会使经济陷入衰退，也有人担心行动力度还不足。

对于大多数人来说，这增加了很多不确定性，也扑灭了他们立即寻找答案的冲动。下次会议，下个数据发布，下次市场更新……全天候的经济和金融新闻都无济于事。

但实现我们的既定目标需要时间和更广阔的视野。作为政策制定者，我们必须对实时发展的经济做出反应，并为未来的经济状况做好准备。

所以今天，我将做的事情是将眼光从当下移开，谈谈疫情之前的通货膨胀情况，现在的情况，以及两者对未来的意义。

过去的世界

要了解未来的通货膨胀会如何演变，我们必须首先了解疫情之前的情况。那么，让我从这里开始。

在新冠疫情和当前的高通胀之前，世界截然不同。美联储和大多数其他中央银行面临的长达十年的主要挑战，是努力使通货膨胀率达到目标，而不是将其压低。

巨大的结构性力量是罪魁祸首。尤其值得注意的是人口老龄化，它正在影响工业国家和发展中国家的劳动力和储蓄率（联合国，2022；Jones，2022）。全球生产率增长也在放缓，影响了投资需求（Fernald 等，2017；Fernald & Li，2022）。这些事态发展共同导致趋势增长放缓和实际利率下降，并对通胀施加了稳定的下行压力（Carvalho, Ferrero & Nechio，2017；Jordà等，2019）。经济和政策讨论开始关注长期滞胀——一种持续且低于预期的经济增长缓慢，或没有增长的状态（Summers，2014；Gordon，2015；Eggertsson, Mehrotra & Summers，2016）。政策制定者最关心的是低中性利率、零利率下限以及通胀持续低于目标的风险

美国的通胀挑战很明显（图 1）。尽管大衰退后货币政策持续宽松，但在 98 个月（2012 年 1 月至 2020 年 2 月）中有 84 个月（约 86% 的时间），年度个人消费支出（PCE）通胀率仍低于 2%。在同一时期，联邦基金利率几乎有一半时间被设定在接近零的水平，并且在整个时期里都低于 2.5%（当前对中性利率的估计）。

图 1 2012 年 1 月至 2023 年 1 月的总体 PCE 通胀



资料来源：经济分析局，FRBSF 工作人员计算；12 个月的利率。灰色阴影表示 NBER 衰退日期。

这种环境最终提供了一些优势，即美国经济能够持续高于潜在增长的估计，且失业率能够在不刺激通胀的情况下降至接近历史水平。

但它也伴随着风险。也就是说，通胀在繁荣时期将无法达到目标，而在衰退时期将进一步下降。最终这会影响预期，缩小货币政策空间并加剧现有的结构性下行通胀压力（Amano, Carter & Leduc, 2020; Diwan, Leduc & Mertens, 2020）。日本持续的通货紧缩凸显了这一挑战，它促使美联储和许多其他中央银行积极努力使通胀达到目标。它还促使对可以可靠地实现这一目标的政策目标和工具进行审查。

这是新冠疫情之前看似无法改变的经济格局。

然后当然，一切都变了。

新冠疫情冲击

我们都知道这个故事。当新冠疫情来袭，经济变得步履蹒跚。美联储降息、购买长期资产并开设贷款机构，所有这些都是为了帮助经济渡过最糟糕的时期。美国财政代理人也采取了同样激进的行动。

这些努力是前所未有的。他们在一定程度上奏效了。美国经济增长回升，需求激增，劳动力市场开始复苏。然而供应链却反应迟缓。到 2021 年初，价格压力开始增加——首先是在受疫情直接影响的几个部门，然后是更广泛的领域，因为强劲的需求和有限的供应之间的失衡蔓延到了整个经济领域。到 2021 年秋天，通货膨胀率居高不下，而且还在上升。

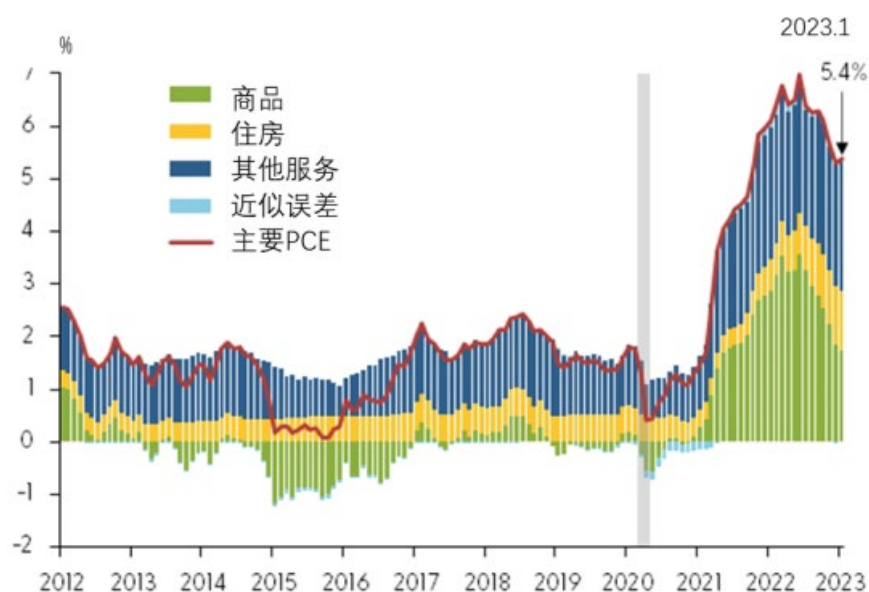
该图表从各维度展现了通货膨胀的变化（图 1）。在低通胀时期平均每年约 1.4% 的数字之后，PCE 通胀从 2021 年 2 月至今飙升至平均 5.8%——这是平均通胀的四倍。简而言之，在一年内，通货膨胀率从持续低于我们 2% 的目标上升到超过一代人未见的水平。

作为回应，美联储从持续宽松的立场转向快速收紧政策，首先通过前瞻性指引，然后通过常规加息。自去年 3 月以来，FOMC 每次会议都上调联邦基金利率，累计已上调 4.5 个百分点。这是 40 年来最快的货币政策收紧步伐。可以捕捉到基金利率变动的更广泛的金融市场状况，联邦公开市场委员会的前瞻性指引以及美联储资产负债表的缩减甚至收紧了更多（Choi 等，2022）。

鉴于通胀数据上升的幅度和持续性，这种紧缩虽然明显，但仍然是适当的。更高的利率有助于抑制需求增长，使其与供应保持一致（Shapiro, 2022）。这种再平衡有助于降低通胀压力（Hazell 等，2022; Jørgensen & Lansing, 2021; 2023）。

这就是我们所看到的（图 2）。经济一直在逐渐放缓，通胀也紧随其后。自 2022 年 6 月以来，整体通胀一直在放缓，从 7% 左右的高位回落至 1 月份的 5.4%。

图 2 主要 PCE 通胀的分解（12 个月利率）



资料来源：经济分析局，FRBSF 工作人员的计算。灰色阴影表示 NBER 衰退日期。

这是个好消息，表明政策正在发挥作用，并且随着供应的改善，正在努力减少推高通胀的供需失衡。

但这项工作远未完成。总体通胀仍远高于目标，通胀的每个组成部分（商品、住房和其他服务）的贡献仍远高于其历史趋势（图 2）。此外，数据还很不稳定。最近的 PCE 数据就是一个很好的例子。在经历数月的下滑后，1 月总体和核心通胀均在 12 个月的基础上回升，月度通胀率以七个月来的最快速度上升。这表明我们所需要的通货紧缩势头还远未确定。

综上所述，显然我们还有更多工作要做。为了彻底摆脱将这一高通胀事件，可能有必要进一步收紧政策，并维持更长时间。

但恢复价格稳定是我们的使命，也是美国人民的期望。因此，FOMC 仍然在坚定地实现这一目标。

当我们朝着这个目标努力时，还必须考虑的我们马上要进入的世界。一旦疫情冲击完全消退，通胀压力将如何？我们会回到中央银行努力使通胀达到目标的世界吗？还是疫情留下了更持久的印记，以至于通胀压力现在呈上升趋势，我们必须努力遏制它们？

答案尚不清楚。但问题是一定会存在的。我们必须开始思考。

一条未知的道路

为此，让我们从已知的开始。我们知道是什么力量推动了疫情前的通胀趋势，也知道是什么力量在推动由疫情引发的持续通胀飙升。而我们不知道的是，在疫情结束后它们将如何演变和相互作用，或者这种新的趋势对潜在通胀意味着什么。

因此，我要提出四件我认为对我们未来的通胀路径可能很重要的事情——四件部分可以，甚至完全抵消过去通货紧缩趋势的事情。

一是全球价格竞争的减弱。如果公司决定将其部分或全部国外生产设施回流，成本和价格可能会继续上涨。我与一些商界领袖的谈话表明，其中一些已经发生。但彻底改造已经很完善的生产网络是一项重大任务，这一趋势将走多远还有待观察。然而有一件事是明确的。全球化一直是美国过去商品通货紧缩的主要驱动因素（Guerrieri, Gust & López-Salido, 2010）。全球竞争减少的趋势可能意味着商品行业的通胀加剧，以及未来整体通胀的压力更大。

影响未来通胀的另一个潜在因素是国内持续的劳动力短缺。劳动参与率在疫情期间急剧下降，而且恢复缓慢，尤其是 55 岁及以上的工人。这些事态发展加剧了由老龄化导致的目前已显著下降的工作参与度（Hornstein & Kudlyak, 2019; Montes, Smith & Dajon, 2022）。如果找工作的工作年龄成年人比例不会大幅上升，移民流动也不发生重大变化（Duzhak, 2023），劳动力参与率将继续下降，工人短缺将持续存在，至少在近期和中期内这将推高工资并最终推高价格。

随着企业向绿色经济转型，对新流程和基础设施进行投资，通胀压力也可能上升。因为企业增加对可再生能源和节能技术的投资过程中，它们可能会将部分转型成本转嫁给消费者，从而推高通胀。投资需求的增加至少在短期和中期内可能会提高中性利率，从而降低零利率下限的重要性以及随之而来的通胀下行压力（Daly，2021）。但长期中性利率的传统模型并未将其与向绿色经济转型等因素联系起来（Laubach & Williams，2003）。

最后——这是我作为政策制定者最关心的问题——通胀预期可能会发生变化。迄今为止，这些预期——尤其是从长期来看——一直保持稳定，并且很好地稳定在美联储 2% 的目标附近（Armantie 等，2022）。换句话说，到目前为止通胀心理没有改变，公众对美联储实现其价格稳定使命能力的信心依然完好。但通胀维持在高位的时间越长，就越有可能削弱信心。而高通胀一旦深入人心，就很难改变。

任何或所有这些因素都可能影响通货膨胀的自然倾向，以及维持价格长期稳定所必需的货币政策方法。

当然，最难的是了解这些因素中的每一个将在何时如何演变，或者相对于人口老龄化和生产率增长缓慢的强大拉力来说，它们将产生什么样的推力。如果这些疫情前的趋势重新成为主导的结构性力量，那么我们降低通胀的努力将因经济的自然特征而得到加强。但是，如果旧的趋势因素被其他新的影响所掩盖，并且通胀压力开始上升而不是下降，那么政策可能需要采取更多措施。

我们不知道趋势会怎样。但我们确实知道，在继续缓解持续通胀冲击的同时，我们需要努力收集数据，进行研究，以阐明可能的前进道路。这是审慎的决策。我们既要着眼于今天，又要着眼于明天。

政策制定的双重性

这个原则实现起来并不容易。当事情困难重重而你身处其中时，很容易陷入当下——今天的数据发布和最新的预测如此之多，以至于我们忘记了展望未来，评估和想象未来会怎样。

但政策制定需要这个过程。这次疫情及其冲击波总有一天会完全消散。我们必须做好准备。

因此，在今天结束之际，我将回到我开始时提出的问题：美联储下一步将做什么？

我的回答是：我们将致力于完善现有的经济，并为即将到来的经济状况做好准备。这就是此刻的要求。谢谢。

本文原题名为“Forward-Looking Policy in a Real-Time World”。本文作者 Mary C. Daly 是洛杉矶联邦储备银行的主席。本文于 2023 年 3 月刊于洛杉矶联邦储备银行（FRBSF）官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

