



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257期

目 录

聚焦中国

中国日益增长的地缘经济影响力对欧盟的影响：解决绿色转型中的关键依赖问题	3
---	---

导读：中国已成为欧盟的主要贸易伙伴，但欧盟与中国的关系在过去十年中逐渐恶化。欧盟对中国供应的严重依赖在新冠肺炎大流行期间变得明显，这使双方贸易关系进一步复杂化。当前欧盟对华政策缺乏协调和团结，各国、各机构和各经济部门之间都存在分歧，这使得欧盟很难对中国制定统一的战略。本文研究了这些问题，并提出欧盟和奥地利可以采取的政策建议，以减少欧盟在其绿色转型的关键投入供应方面对中国的依赖，并最大限度地降低其经济的脆弱性。

2022-2023 年的金融不稳定性：原因、风险与应对	13
-----------------------------------	----

导读：2022 年和 2023 年期间，金融市场面临着几次金融稳定的破坏。这些事件凸显了银行和衍生品市场的脆弱性。本专栏认为，虽然每个扰动都是独立的，但它们由包括通胀上升、利率上升以及个人错误等几个因素联系在一起。在金融稳定性减弱的时期，恐慌可能会造成一场自我实现的危机。当局必须迅速果断地采取行动，同时每一次危机尤其是较大的危机都需要独特的解决办法。

全球治理

交易税对房地产市场的影响	19
--------------------	----

导读：房地产交易税是世界各国税收制度的共同特点，也是政府收入的重要来源，但其成本越来越受到政策制定者和经济学家的关注。本文使用 2006 年至 2018 年间多伦多住房销售和租赁交易的数据集，研究高房产交易税对家庭决策（包括拥有或租赁房产的选择）和房东投资决策的影响。高交易税增加了租赁房产的需求，同时降低了住房拥有率和房主的流动性。

去美元化	23
------------	----

导读：4 月 13 日，巴西总统卢拉·达席尔瓦（Lula da Silva）在上海新发展银行的演讲中说：“每天晚上我都会问自己，为什么所有国家的贸易都要以美元为基础。”大会东道主中国可能会非常愿意接受这样一个基本观点，即尽管卢拉的声明在其他方面被夸大了，但美元不再是世界首选货币的时候到了。

世界热点

对俄罗斯的制裁将使其本已糟糕的经济前景更加恶化 25

导读：美国、欧盟和其他反对俄罗斯对乌克兰发动战争的国家对俄罗斯实施的制裁已经开始损害其经济，并将在长期内进一步削弱。俄罗斯毕竟是世界第九大经济体，也是能源和其他原材料的重要供应国，因此任何认为仅靠制裁就能立即让俄罗斯垮台并停止战争的想法都是错误的。

企业如何应对经济制裁 30

导读：尽管使用制裁作为政治工具的情况大幅增加，但人们缺乏公司层面对制裁作出反应的证据。这使得政策反应具有挑战性。本专栏回顾了最近的文献和国际证据，特别是来自波罗的海地区的证据。研究结果揭示了受制裁经济体调整的因果影响。

中国日益增长的地缘经济影响力对欧盟的影响：解决绿色转型 中的关键依赖问题

Olga Pindyuk/文 宋海锐/编译

导读：中国已成为欧盟的主要贸易伙伴，但欧盟与中国的关系在过去十年中逐渐恶化。欧盟对中国供应的严重依赖在新冠肺炎大流行期间变得明显，这使双方贸易关系进一步复杂化。当前欧盟对华政策缺乏协调和团结，各国、各机构和各经济部门之间都存在分歧，这使得欧盟很难对中国制定统一的战略。本文研究了这些问题，并提出欧盟和奥地利可以采取的政策建议，以减少欧盟在其绿色转型的关键投入供应方面对中国的依赖，并最大限度地降低其经济的脆弱性。编译如下：

摘要

尽管中国已成为欧盟的主要贸易伙伴，但欧盟与中国的关系在过去十年中逐渐恶化。例如，贸易争端、对投资者的不平等待遇、知识产权转让摩擦以及人权问题等都证明了这一点。欧盟对中国供应的严重依赖在新冠肺炎大流行期间变得明显，这使双方贸易关系进一步复杂化。在地缘经济竞争加剧以及可能与中国脱钩的背景下，绿色转型问题至关重要，因为欧盟严重依赖中国，中国占全球稀土元素开采量的约60%，占全球锂和钴加工量的约60%-65%占全球稀土元素加工量的近90%。

当前欧盟对华政策缺乏协调和团结，各国、各机构和各经济部门之间都存在分歧。这使得欧盟很难对中国制定统一的战略。本文研究了这些问题，并提出了我们对欧盟和奥地利可以采取的政策建议，以减少欧盟在其绿色转型的关键投入供应方面对中国的依赖，并最大限度地降低其经济的脆弱性。例如，欧盟应该促进矿产供应的安全。其中最重要的行动是根据《关键原材料法案》制定产业政策，以实现稀土和其他关键材料供应的多样化，与国际合作伙伴合作开展关键矿物回收和替代的联合创新项目，以及绿色金融和清洁能源标准的国际协调。对于奥地利政府来说，定期对该国对中国的依赖进行批判性评估，并提高奥地利公司对相关地缘政治和地缘经济风险的认识至关重要。

介绍

欧盟与中国之间的经济关系一直在稳步发展。中国已成为欧盟第三大出口目的地和最大的进口来源。2021年，中国占欧盟外部商品出口的8.3%，占欧盟外部商品进口的16.6%，分别高于2002年的2.8%和6.4%。成员国与中国的贸易关系非常多样化（见图1），捷克、波兰、斯洛文尼亚和德国最依赖中国作为进口来源——分别占商品进口总额（包括欧盟内部）的16.5%、14.8%、12.9%和12%。中国占欧盟成员国商品出口的最高份额——2021年为7.6%。奥地利对中

国贸易的依赖程度低于大多数其他欧盟成员国——2021年中国仅占奥地利出口的2.9%和进口的4.3%。

图 1 2021 年中国在商品进出口中所占份额，%



资料来源：联合国商品贸易统计数据库。

然而，总体数字并不能说明全部情况。Covid-19 大流行表明，欧盟在许多关键产品上依赖中国。中国限制病毒传播的措施严重扰乱了全球价值链，严重损害了依赖中国进口的欧盟企业。纺织品、电气设备和电子产品是最依赖中国进口的。中国是世界上最大的活性药物成分生产国，特别是阿司匹林等低成本药物，而欧盟依赖中国对这些产品的供应。

在奥地利，几项关键技术从中国进口尤其重要，如人工智能、大数据以及安全技术，中国进口份额分别超过 30%和 40%。考虑到中国通过欧洲单一市场的间接进口，这一比例可能会更高。例如，德国约占奥地利进口口罩的一半，但这些产品似乎来自中国。相反，中国似乎在某些特定产品类别上依赖于奥地利，在这些产业里奥地利企业已成为国际领导者，即所谓的隐形冠军。例如，奥地利的人造纤维出口占中国这类产品进口总量的一半以上。

尽管一些欧盟成员国担心中国的人权记录及其在南海和东海的领土主张，但欧盟更关注中国巨大市场所提供的商业机会，因此比起美国，在将中国视为战略威胁这方面步伐更慢。然而，在过去十年中，欧盟与中国的关系已经恶化，贸易问题上的争端就证明了这一点，如中国廉价钢铁向欧洲市场倾销，以及对中国企业的不公平补贴。欧盟认为，在中国的欧盟投资者没有得到监管机构与对待国内企业相同的待遇。在向中国转让知识产权的问题上双方一直存在摩擦，中国一直寻求获得西方技术，并以此作为进入中国市场的代价。因此，2019 年 3 月，欧盟委员会在一份指导欧洲理事会讨论的文件中提到，中国不仅是“与欧盟目标紧密一致的合作伙伴”，也是“推动替代治理模式的系统性竞争对手”。

新冠病毒大流行凸显了欧盟的脆弱性，同时加剧了欧洲与中国的争端。美中关系在欧盟的外交政策中也一直扮演着重要角色。“脱钩”的概念在应对新出现的风险中越来越受欢迎，这些风险包括技术领先地位和工业竞争力被由中国政府支持的中国公司夺走，以及中国极具影响力的行动破坏国际自由秩序和颠覆民主政治。

中国既是合作伙伴，又是竞争对手，这一问题在绿色转型中表现得最为明显。如果没有中国的主要贡献，实现全球气候目标是不可能的。然而，在如何分担调整负担的问题上，欧盟和中国之间存在许多意见分歧。在这方面，特别是在绿色技术方面，欧盟对中国有着严重的依赖。

中国继续拒绝实施碳排放上限，并在最近几年增加了煤炭消费量。中国对欧盟的碳边界调整机制持批判态度，这是欧盟到 2050 年将碳排放减少到零的战略的核心部分。该协议于 2022 年 12 月 18 日最终确定，预计将由欧洲理事会领导人正式同意，并在 2026 年生效前由欧洲议会纳入欧盟法律。但中国将其视为向发展中国家输出气候转型的成本。

欧盟很可能会在中国问题上采取不像过去那么开放的统一立场。然而，鉴于经济一体化程度很高，与中国脱钩将对欧盟的经济产生负面影响。由于俄乌冲突，加速绿色转型的需要

使欧洲更容易受到脱钩的负面影响，因为欧盟严重依赖中国供应的绿色转型所需的关键原材料。

本文研究了这些问题，并提出了我们对欧盟和奥地利可以采取的政策建议，以减少欧盟在其绿色转型的关键投入供应方面对中国的依赖，并最大限度地减少清洁能源价值链的脆弱性。

欧盟与中国：合作与竞争并存的变化中关系

欧盟与中国的关系已经复杂了一段时间，在 2019 年 5 月的欧盟对华战略中中国被同时定义为经济竞争者、系统性对手和谈判伙伴。最近，随着中国的强制性贸易行为（如对立陶宛采取的措施）、中国内地对香港人权的态度、中国对待维吾尔族的方式以及中国对俄罗斯在乌克兰战争的暗中支持，与中国的竞争方面已成为人们关注的焦点。中国带来的竞争也对德国和欧洲工业构成了挑战。中国正在成为高科技领域的主要竞争者，其“中国制造 2025”产业政策旨在抓住关键价值链中的大部分环节。这自然也对奥地利产生了非常重要的影响，德国是奥地利的主要贸易伙伴，奥地利企业作为中欧制造业核心的一部分，已经高度融入了德国供应链。

美中关系在欧盟的外交政策考虑中扮演着重要角色。近年来，中国日益成为美国国家安全和外交政策关注的焦点。2022 年 10 月 7 日发布的新出口管制是

旨在遏制中国发展先进技术的最重要政策。美国商务部工业和安全局（Bureau of Industry and Security, BIS）解释说，新的限制是考虑到先进计算半导体、使用此类半导体的计算机和半导体制造设备对“实现军事现代化，包括发展大规模杀伤性武器（weapons of mass destruction, WMD）和侵犯人权”的影响。出口管制将切断中国获得最先进的半导体和超级计算机技术的渠道，这是两国朝着全球经济脱钩的方向迈出的又一步。

美国正推动其欧洲盟友对中国采取更强硬的立场，因为美国试图利用其在乌克兰问题上的立场，为其在印度洋-太平洋地区与中国的对抗争取更多北约国家的支持。欧盟面临的一个问题是，尽管在意识形态上更接近美国，但它在中国有重大的经济利益，且似乎并不认为中国是一个“生存威胁”。

最近，北约首次将中国列为其战略重点之一。北约表示，它试图通过控制关键技术和工业部门、关键基础设施以及战略物资和供应链来颠覆基于规则的国际秩序。中国利用其经济杠杆和强制政策建立战略依赖，并挑战西方集团的“利益、安全和价值观”。

鉴于该地区面临的地缘政治和地缘经济挑战，这些事态发展迫使欧盟重新评估其与中国的关系。欧盟已经搁置了 2020 年 12 月 30 日达成的中国和欧盟之间的全面投资协定（Comprehensive Agreement on Investment, CAI）的正式批准，并引入了几个所谓的自主工具来对抗中国经济模式的负面影响，特别是国家和共产党的巨大作用。其中包括欧洲层面的投资筛选、2021 年 2 月重新启动欧盟贸易政策，并重点关注执行、协调的欧盟产业政策（如 2022 年 2 月的《欧洲芯片法案》）、欧盟的连接战略，以及它的数字战略等，所有这些都表明欧盟希望更好地与中国竞争。

欧盟外交部门最近准备的一份文件将中国视为一个潜在接触领域有限的全面竞争者，并建议欧盟对中国采取更强硬的态度。该文件建议，欧盟应与美国更紧密地合作，加强其网络和混合威胁防御，使其供应链多样化从而远离中国，并深化与其他印太大国的关系。

然而，到目前为止，欧盟对华政策缺乏协调和团结，鹰派和鸽派之间的分歧继续使其复杂化。分歧在整个国家、机构和经济部门间广泛存在，这使得欧盟很难制定统一的战略。对德国总理奥拉夫·肖尔茨（Olaf Scholz）最近访问中国的批评，就是这种缺乏团结的例证。德国和整个欧盟的许多人认为，肖尔茨将德国的短期商业利益置于战略考虑和欧盟团结之上。此外，即使是鸽派政府也难以协调其立场。法国总统埃马纽埃尔·马克龙（Emmanuel Macron）最近未能说服政府组织联合访华。

欧盟成员国之间分歧的另一个例子是 5G 安全工具箱，欧盟于 2020 年达成一致，通过采取一系列措施以减少欧盟对未来电信网络“高风险供应商”的依赖（主要针对中国公司华为）。值得注意的是，德国对华为 5G 无线接入网络设备的依赖甚至超过了对其 4G 网络的依赖。在奥地利，华为的潜在安全风险问题并没有产生太大影响，该国正在利用中国供应商扩大其 5G 网络。

这一分歧的最新例子是德国同意允许中国国有中远海运港口有限公司购买德国最大港口汉堡集装箱码头 24.9% 的股份，这家公司是世界领先的港口和码头运营商之一。肖尔茨在 2022 年 11 月初访问北京之前，就不顾德国六个部委的抗议，推动了该交易的完成。德国六个部委声称，该收购“不成比例地扩大了中国对德国和欧洲交通基础设施的战略影响力，以及德国对中国的依赖”，而中国自己不允许德国参与中国港口。欧盟委员会也警告德国政府不要批准这项投资交易，它认为如果德国允许投资，有关该公司的敏感信息可能会落入中国手中。

欧盟很可能会在中国问题上采取不像过去那么开放的统一立场。然而，鉴于欧盟和中国之间的高度经济一体化，这也带来了重大的经济风险。这需要在奥地利和欧盟内部进行更严肃的讨论。到目前为止，欧盟只有少数几个国家进行了大量的公开讨论，并在政策层面采取了协调一致的行动，以了解和解决与依赖有关的问题。在包括奥地利在内的许多其他国家，公共讨论一直很活跃，但尚未转化为广泛的政策参与。

中国在欧盟绿色转型中的关键作用

在竞争加剧和可能与中国脱钩的背景下，绿色转型问题至关重要。应对气候危机和管理能源转型对欧盟和中国都至关重要。此外，这场危机的任何妥善解决方案都需要涉及中国和欧盟（以及美国）。

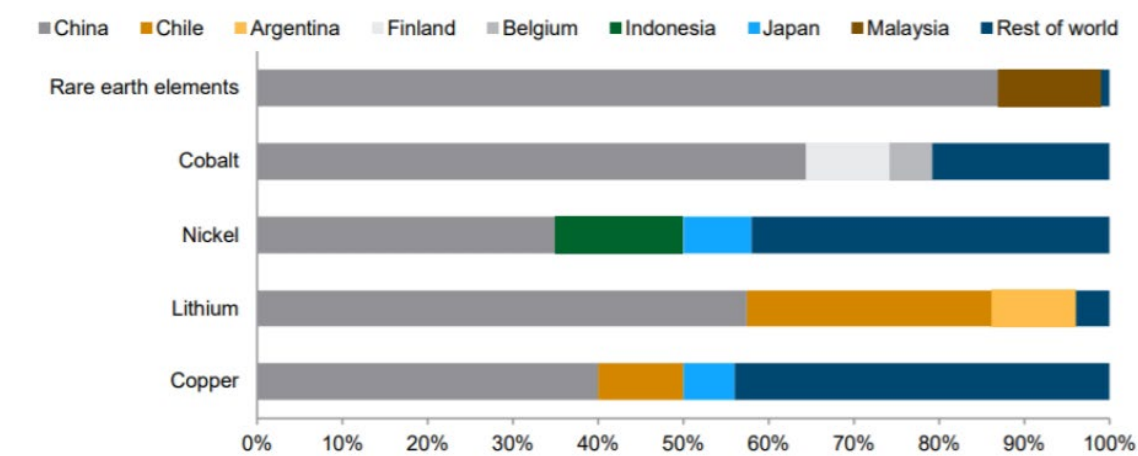
然而，在应对俄乌冲突而加速这一转变的过程中，欧盟很可能最终会比现在更加依赖中国。新冠病毒大流行和俄乌冲突凸显了依赖单一关键投入供应的危险——无论是医药产品、计算机芯片还是能源方面。俄罗斯是欧盟的主要化石燃料供应国，当欧盟被迫经历突然的脱钩时，这种依赖的代价变得非常明显。

加速绿色转型通常被视为危机的一线希望，这将有助于结束对俄罗斯作为能源供应国的依赖，并应对气候变化影响。然而，它将导致对绿色技术中使用的许多矿物的需求迅速增加，例如太阳能光伏工厂和风力发电场的建设，以及电动汽车的制造。一辆常规的电动汽车所需的矿产资源是传统汽车的六倍，陆上风力发电厂所需的矿产资源是燃气发电厂的九倍。国际能源署估计，实现《巴黎协定》的目标意味着到 2040 年清洁能源技术的矿物需求将翻两番。锂的

需求增长最快，到 2040 年将增长到目前水平的 40 倍以上，其次是石墨、钴和镍（约为目前水平的 20-25 倍）。

因此，与俄罗斯的能源脱钩将带来一个新的、可能更大的挑战，即对中国的高度依赖，中国负责全球约 60%的稀土元素开采，这是绿色技术的关键投入。加工业务的集中程度甚至更高，中国约占加工锂和钴的 60%-65%，占加工稀土元素的近 90%（见图 2）。在欧盟列为关键的 30 种原材料中，有 19 种主要从中国进口。这份清单包括镁和稀土，中国占欧盟供应的 98%。

图 2 全球选定矿物的加工量，按国家所占份额百分比



来源：国际能源机构。

尽管中国仅占全球所有锂离子电池原材料供应的 23%，但其在电池级原材料化工生产中的主导地位占全球总产量的 80%。就锂离子电池而言，中国在 2021 年占全球产量的 73%。中国在太阳能电池板制造阶段（从多晶硅生产到电池板本身）的份额超过 80%。

这种对中国的依赖使欧盟的矿产资源面临自然灾害和地缘政治发展的风险。此前已有先例，中国利用其在稀土供应方面的主导地位向政治对手施加压力。例如，中国宣布禁止向两家美国国防承包商出口稀土，即 F-35 战斗机制造商洛克希德马丁公司（Lockheed Martin Corp）和全球最大的导弹制造商雷神科技公司（Raytheon Technologies Corp），后者已获美国批准为台湾导弹防御系统提供维护服务。

德国商业日报《商报》（Handelsblatt）的一篇报道称，中国工业和信息化部专家在 2021 年 1 月就是否停止向美国出口稀土进行了讨论。如果中国想利用稀土对欧洲企业施加压力，欧洲也可能面临类似的局面。中国还可以减少原材料出口，以满足其不断增长的国内需求。

为保障欧洲的绿色转型，获得更多多样化的关键原材料至关重要。尽管欧洲有许多稀土元素矿床，但国际能源机构指出，采矿项目在发现后平均需要 16 年以上的时间才能投入生产。此外，矿产资源的生产和加工引起了各种环境和社会问题：

（1）加工稀土元素通常会产生有害废物，如重金属和放射性物质，这些物质可能会泄漏到地下水中，造成重大的健康和安全问题，包括死亡，就像中国的情况一样。采矿和加工需要大量的水，通过酸性矿山排水、废水排放和尾矿的处置会造成污染风险。矿石质量下降可能导致采矿废物大量增加，并可能造成大规模的环境灾难（例如，巴西的布鲁马迪纽大坝坍塌）。

（2）采矿给土地覆盖带来重大变化，可能对生物多样性产生不利影响。土地使用的变化可能导致社区的迁移和濒危物种栖息地的丧失。

（3）缺水是矿产资源开发的主要障碍，铜和锂对水的需求特别高。

中国如何在绿色能源价值链中取得主导地位

在过去十年中，中国是可再生能源技术的最大投资者。为了确保直接获得中国缺乏的资源，中国企业投资外国矿山，如在刚果开采钴和在南非开采铂。除了控制关键原材料的供应链外，中国的主导地位还得益于宽松的监管，这使得中国忽视环境成本并支付低工资。

中国电动汽车行业的崛起与一系列产业政策措施密切相关。特别是，中国政府将发放补贴与限制外国制造的汽车和电池的市场准入结合起来：

（1）消费者补贴与当地生产挂钩，这促进了西方公司向中国竞争对手转让核心电动汽车技术。

（2）中国将外国电池公司排除在国内市场之外，以帮助国内企业提升价值链。而电动汽车电池是电动汽车最有价值的部分，占附加值的 35%-50%。

（3）中国通过在金属精炼、电池级化学品生产以及阴极和阳极制造方面建立强大的能力，从而在锂离子电池制造方面占据主导地位，建立了对电动汽车供应链的重要控制。

欧盟和奥地利如何降低其清洁能源供应链的脆弱性？

由于认识到原材料供应的风险，汽车生产商已开始转向与矿商直接交易。在这样做的过程中，他们有两个主要目标：一是确保廉价的供应来源，二是确保符合道德和排放标准。在尝试直接参与关键原材料的开采和加工方面，特斯拉（Tesla）一直是最积极的西方汽车制造商。梅赛德斯-奔驰（Mercedes-Benz）已与矿商签署了一份承购协议，并已开始建设自己的加工设施。该协议承诺购买未来产出，以帮助供应商筹集资金。拥有标致（Peugeot）和菲亚特（Fiat）品牌的恒星集团（Stellantis）和通用汽车（GM）都是投资早期矿业公司的公司。

加强生产者和消费者之间的国际合作对于提高稀土供应链的弹性和稳健性非常重要。然而，如果没有政府层面的相关政策，这些尝试不太可能是最有效的解决方案。鉴于预计需求的快速增长，产量需要大幅增加，而这些产量需要在更高的环境标准下生产。

欧盟可以采取一些行动来促进矿产供应的安全：

（1）重要的是在欧盟层面制定统一的矿产资源政策，以解决对中国原材料日益增长的依赖，欧盟委员会在这方面发挥着更重要的作用。欧盟委员会主席乌尔苏拉·冯德莱恩（Ursula von der Leyen）于2022年9月宣布了一项新的立法提案，即《关键原材料法案》（Critical Raw Materials Act）。欧盟需要进一步发力，根据该法案制定产业政策，这可能需要放宽其主要补贴计划“欧洲共同利益重要项目”下的一些国家援助规则，以增加对采矿业的投资——就像在《欧洲芯片法案》中采取的措施一样。

（2）为了实现稀土和其他关键材料供应的多样化，欧盟需要确保矿产供应投资的强劲增长，同时考虑到稀土生产和加工的挑战。最近宣布的欧洲主权基金对于维持成员国之间的公平竞争环境至关重要，因为成员国没有相同的财政空间，该基金有助于降低对未来技术和工业生产能力的投资风险，并维护单一市场的完整性。为使基金有效，必须给予足够的预算资源。其设计应允许对关注欧盟矿产资源安全的明确项目提供直接和快速的预算支持。应对所有项目的环境和社会影响进行审查，包括与采矿和加工有关的排放、废物和水管理不当产生的风险以及工人安全不足产生的影响。

（3）欧盟应与国际合作伙伴，特别是日本、加拿大和美国合作，在关键矿物的回收和替代研究方面进行投资。这类研究应该发生在太阳能电池板、风力涡轮机和电池接近其使用寿命并导致废物量呈指数级增长之前。金属回收有可能成为二次供应的重要来源，但迄今为止，许多对绿色转型至关重要的矿物和金属还没有达到相当大的水平。二次供应发展的主要障碍包括来自初级供应的竞争、信息不足和有限的废物收集。由于金属市场的全球性，国际合作对于回收发展至关重要。如果单方面颁布旨在刺激二次供应需求的政策，这些政策可能只会导致用途的地域变化，而不是市场供应的变化。此外，可能需要国家或区域之间开展合作，通过了解市场存量、成本和动态来提高市场透明度。随着电动汽车在汽车总存量中所占份额的增长（预计到2040年将达到50%），回收潜力将变得更加重要，未来预计废旧电池将大量涌入，并可能带来严重的废物管理挑战。

（4）将中国完全排除在关键矿产资源供应链之外既不可能，也不可取。相反，欧洲政策制定者需要在管理中国相关风险和必要时继续与中国供应商合作

之间取得平衡。绿色金融和清洁能源标准的国际一致性是合作的一个关键领域。环境技术标准可确保互操作性，最大限度地降低成本，并可帮助技术创新更容易地进入市场。

（5）扩大与美国的对话可以支持当前行业在促进联合创新合作上的努力，而非诉诸补贴竞争。这可能会增加中国企业的替代市场参与者，从而保持国际竞争力，并有助于避免对中国的过度依赖。这一对话的重点可能包括中国已经领先的领域，如电池技术，或者欧盟已经在大力投资创新的领域，如绿色氢气。

（6）最后且最重要的是，提高公众对此类项目在能源部门转型中所做贡献的认识。由于当地社区的反对，在欧盟启动采矿项目的尝试曾多次失败。当地活动人士阻止了瑞典唯一的欧洲重稀土金属矿床的开采、西班牙西部和葡萄牙中部锂矿的运营，以及罗马尼亚一座铜矿的开采。

就奥地利而言，除了欧盟层面的政策外，国家政府还可以采取一些措施来降低其经济对中国的脆弱性。

（1）应定期对该国对中国的依赖进行严格评估，以最大限度地减少奥地利的地缘经济脆弱性。应该就与中国接触的战略选择进行公开对话，如5G安全风险、投资筛选机制和中国媒体所有权。

（2）政府应提高公司对地缘政治和地缘经济风险的认识，并鼓励公司层面更好地进行风险管理。公司需要使其供应来源多样化，并提高其生产链的复原力，政府可以通过各种形式的公私合作在这方面给予协助。

（3）可以利用公私伙伴关系或其他形式的激励措施来进一步促进技术发展，使奥地利成为全球经济舞台上具有重要战略意义的参与者。

（4）在这一领域取得成功的例子是位于萨尔茨堡北部的IMS Nanofabrication和EV Group两家公司，它们生产先进半导体制造所必需的设备。这类公司的存在加强了奥地利在与竞争对手打交道时的地缘经济地位。

（5）在绿色过渡期间，可以采取一些措施来减少对关键材料的需求。例如，通过增加公共交通和自行车的使用来降低对私人车辆的需求就是这样一种措施。最近的一项调查显示，57%的奥地利人使用公共交通而不是开车——略低于欧盟61%的平均水平，且明显低于其他一些欧盟成员国（匈牙利76%、西班牙75%、斯洛伐克72%、保加利亚71%）。这表明以可持续的方式改善城市流动性的空间很大。2021年10月推出的全国气候车是朝着正确方向迈出的一步，该车票在全国范围内提供几乎无限制的公共交通使用，且全年只需一张票。下一步，必须进一步提高公共交通服务的可用性和质量，特别是在奥地利南部交通网络密度较低的地区。奥地利也有空间增加自行车的使用，因为目前只有约8%的人认为自行车是他们的主要交通方式，而荷兰为41%、瑞典为21%、德国为15%。这

将需要对高质量的自行车基础设施进行新的投资，并开展关于每天骑自行车的好处的宣传活动。

本文原题名为 “Implications of China's Growing Geo-Economic Influence for the EU: Addressing Critical Dependencies in the Green Transition”。本文作者是 Olga Pindyuk 是维也纳国际经济研究所的经济学家，本文于 2023 年 3 月刊发。[单击此处可以访问原文链接。](#)

2022-2023 年的金融不稳定性：原因、风险与应对

Timo Löyttyniemi/文 宋海锐/编译

导读：2022 年和 2023 年期间，金融市场面临着几次金融稳定的破坏。这些事件凸显了银行和衍生品市场的脆弱性。本专栏认为，虽然每个扰动都是独立的，但它们由包括通胀上升、利率上升以及个人错误等几个因素联系在一起。在金融稳定性减弱的时期，恐慌可能会造成一场自我实现的危机。当局必须迅速果断地采取行动，同时每一次危机尤其是较大的危机都需要独特的解决办法。编译如下：

2022 年和 2023 年期间，金融市场面临着几次金融稳定的破坏。这些事件凸显了银行和衍生品市场的脆弱性。本专栏认为，虽然每个扰动都是独立的，但它们由包括通胀上升、利率上升以及个人错误等几个因素联系在一起。在金融稳定性减弱的时期，恐慌可能会造成一场自我实现的危机。当局必须迅速果断地采取行动，同时每一次危机尤其是较大的危机都需要独特的解决办法。

在银行业，除了个别银行的问题外，管理层所犯的错误会产生重大的外部影响。因此，有必要对银行业务进行监管，并由银行监管机构对银行的风险进行监控。由于这些监管，银行危机很少发生。然而，系统性风险与银行业务模式的结构相关。此外，数千家银行中总有一家可能面临难以承担的风险，这可能导致整个行业的不确定和问题。

伯南克等人（2019）建议，解决危机的最佳方案是首先预防危机。每一次危机，即使处理得很好，也会给经济留下一些不利的影响。此外，危机解决者必须随时准备好必要的政策工具。盖特纳（2014）提出了几个应该牢记的原则。首先，他引用了“白芝浩学说”，即中央银行以足够高的利率向有优质抵押品的银行系统提供足够多的流动性（Bagehot 1873）。第二，他强调需要为非银行金融部门建立紧急融资机制。第三，他认为，在严重的金融危机中，国家可能不得不承担与危机相关的风险。由于私人资本无法充分调动，因此政府可能需要提供担保。在金融危机期间，扩大存款保护是大西洋两岸迈出的关键一步。

他将金融危机比作战争并引用所谓的“鲍威尔主义”，认为战争只能作为最后的手段。如果面临不可抗力，则应使用货币和金融稳定工具来应对，甚至可能需要长时间使用政策工具。最后，盖特纳建议，应该允许弱小的参与者破产，同时允许最强大的参与者和机构在危机后变得更加强大。

金融稳定委员会（Financial Stability Board, FSB）于 2011 年制定了“关键属性”原则（2014 年修订），该原则已成为全球制定危机解决架构的指南。根据欧盟使用的原则，如果满足三个条件，当局可以通过政策工具来解决银行危机。第一个条件是银行的破产风险（“破产或可能破产”）。对于参与国最大

的银行，要由欧洲央行的银行监管机构和欧盟的权威单一决议委员会共同进行评估。第二个条件是有“公共利益”的行为。公共利益是否存在的最终评估由监管当局作出。第三个条件是在没有当局帮助的情况下，“没有替代方案”可以解决危机。这些条件中的每一个都必须在欧盟当局使用政策工具之前得到满足。如果其中任何一项缺失，地方当局可允许危机银行进入清算程序。

1.金融不稳定事件

金融不稳定是指某一事件对金融市场或金融机构造成的实际或预期威胁，如果公共当局不进行干预，可能会导致问题。最近的不稳定事件是由形势、更广泛的主题和个人错误混合起来的。每个事件和危机都是独一无二的，因此尽管可以概括起来讨论，但必须保持谨慎。莱因哈特（Reinhart）和罗格夫（Rogoff 2009）在他们的著作《这次不一样》中强调了多个方面。霍尔姆斯特伦（Holmström 2015）指出，危机是一种信息事件，在这种事件中，事态从通常最理想的“无人过问”状态转变为信息需求增加的阶段。戴蒙德（Diamond）和迪布维格（Dybvig 1983）已经证明了存款保险对银行业的好处，同时这一理念已成为一个关键要素。

表1描述了2022-2023年期间威胁到金融稳定的事件。其中许多是孤立的情况，同时许多是相互联系的。这不仅仅是关于危机的普遍原因和因素；它们中的每一个都涉及个别公司的错误，而这些错误不能归咎于其他公司。每一次金融稳定危机都可能是毁灭性的。如果没有公共当局的干预，它们中的每一个都可能把当前的金融体系搞得天翻地覆。

表 1 2022-2023 年的金融不稳定事件

时间	事件	主题	区域	潜在威胁
2022年2月	俄罗斯危机	俄罗斯/制裁 银行 货币	俄罗斯	银行危机 货币贬值
2022年2月/3月	欧洲的俄罗斯 银行（瑞士银 行欧洲股份公 司和2个子公司	俄罗斯/制裁 银行	欧洲	银行危机
2022年8月	能源公司危机	能源价格 衍生品	欧洲	能源公司流动性 衍生品 中央结算对手方
2022年9月	英国养老基金 危机	利率 负债驱动投资 (Liability Driven Investment, LDI) 衍生品	英国	养老基金流动性 衍生品 中央结算对手方
2022年11月	LTX加密货币 危机	加密货币	巴哈马群 岛	可能的相互联系
2023年3月	Slivergate银行	加密货币 银行	美国	银行挤兑 银行业危机
2023年3月	硅谷银行 (SVB)	利率 银行	美国	银行挤兑 银行业危机
2023年3月	美国签字银行 (Signature Bank)	银行 加密货币	美国	银行挤兑 银行业危机
2023年3月	第一共和银行 (First Republic Bank)	银行	美国	银行挤兑 银行业危机
2023年3月	瑞士信贷银行 (credit suisse bank)	银行	瑞士	银行挤兑 银行业危机

表2使用欧盟BRRD指令（2014）建立的一般分类，从金融稳定的角度描述了2022-2023年的一些事件。根据这一分类，金融机构使用政策工具解决的条件是：（1）破产或可能破产，（2）符合公共利益，（3）没有替代解决方案。如果满足这些条件，当局可能会根据欧盟立法，使用危机解决工具来应对危机。该框架主要用于说明性目的，尽管这些事件只有少数是欧盟地区的银行。因此，该表可作为评估危机严重程度和所用解决方法的参考框架。

表2有助于了解危机解决工具在危机中的使用范围，以及在多大程度上需要国家和中央银行的干预。总之，可以说，解决工具是在明确的情况下使用的。然而，很多时候某些工具可能不会被使用。此外，当局、国家和中央银行可以使用其他可用手段创建解决方案。

表 2 2022 年和 2023 年美国 and 欧洲银行危机评估

时间	银行	私人解决方法 (预防性的)	(1) “破产或可能破产”	(2) “符合公共利益”	(3) “没有替代解决方案”	解决	政府支持 / 决定	中央银行支持 / 资助	私人解决方法 (过去的)
							公共部门行动	公共部门行动	
2022.3.1	瑞士银行 (Sberbank) 欧洲股份公司		×		×				
2022.3.1	瑞士银行 (Sberbank) 克罗地亚和斯洛文尼亚		×	×	×	×			出售
2023.3.8	Slivergate 银行	逐步缩减							
2023.3.10	硅谷银行 (SVB)		×	×	×	×	×	×	悬而未决
2023.3	英国硅谷有限公司		×			×			汇丰银行 (HSBC) 报价
2023.3.12	美国签字银行 (Signature Bank)		×	×	×	×	×	×	悬而未决
2023.3.16	第一共和银行 (First Republic Bank)	来自 11 家银行的 300 亿美元存款		×					
2023.3.19	瑞士信贷		×	×			×	×	瑞银 (UBS 报价)

注：欧盟金融机构处置框架与其他司法管辖区不同，因此，在比较事件的某些特征时，表中使用的分类仅用于说明目的。事件和使用的工具也受到具体财务协议和环境的影响。

最显性的银行危机是硅谷银行（Silicon Valley Bank，SVB）的倒闭，其总资产为2120亿美元。联邦存款保险公司（Federal Deposit Insurance Corporation，

FDIC）宣布将于2023年3月10日星期五接管硅谷银行。FDIC是美国存款保险机构，其使命是确保存款安全，因此首先创建了一家过渡银行。联邦存款保险公司、美联储和美国财政部决定在2023年3月12日运用系统风险例外原则，以保护硅谷银行和签字银行（Signature Bank）的所有存款，后者总资产为1110亿美元。这使得他们可以例外突破存款担保最多不超过25万美元的基本原则。美联储还允许某些无风险资产在用作融资抵押品时按面值估值。

在美国，上一次大型银行倒闭是在2008年，当时华盛顿互惠银行（Washington Mutual Bank）被当局接管。美国银行系统每年都会出现问题银行，在过去的五年里，每年都有40到60起问题案件提交给联邦存款保险公司。自2008年金融危机以来，问题银行的数量有所减少。自2008年以来，没有出现过像硅谷银行这样大规模的问题。因此，硅谷银行的倒闭是罕见的事件。

在瑞士，瑞士信贷在2023年3月中旬面临严重问题，其总资产为5310亿瑞士法郎。解决方案是通过瑞银（UBS）提供的一揽子方案、政府决策和中央银行融资。作为解决方案的一部分，其AT1债券被减记。

2.主要经验教训

上述事件对金融稳定构成威胁，因此必须加以防范。事件的每一链条都有可能单独造成严重问题，这需要当局、政府和中央银行的干预，以迅速且适当地确保金融稳定。这些措施的有效性只能随着时间的推移和从长远的角度来评估。危机的核心是银行体系和衍生品市场存在的脆弱性。

银行系统的解决机制是有效的，但具体情况可能需要包括政府和中央银行行动在内的量身定制的解决方案。当局干预的这三个最大的危机案例需要美国和瑞士的政府和央行做出具体的紧急决定。欧元区从这些案例中得到的关键教训是，需要为解决方案提供重要的政府支持安排和资金准备，以保障金融稳定。欧元区和美国目前的框架已经确定，如果发生损失，这些损失将由该行业承担。

如有必要，应当审查和修订规则和监管实践，以确保其有效性。德瓦特里庞（Dewatripont）等人2023年提出了制定解决框架的必要性。银行系统的当前架构需要重新评估和修订，以解决系统漏洞。基于从危机中吸取的教训，必须对衍生品市场的改革进行审查和更新。下一次危机尽管可能与以往的危机相似，但也将是独一无二的，而且每一次危机的解决方案都会有所不同，特别是在影响更大的危机中。无论规则是否改变，金融市场都会根据过去的事件调整自己的行为，这意味着下一次危机将会有所不同。

本文原题为“Financial Instability in 2022-2023: Causes, Risks, and Responses”。本文作者 Timo Löyttyniemi 是芬兰国家养老基金首席执行官。本文于 2023 年 4 月 28 刊于 VoxEU 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

交易税对房地产市场的影响

Lu Han, Liwa Rachel Ngai & Kevin Sheedy/文 薛懿/编译

导读：房地产交易税是世界各国税收制度的共同特点，也是政府收入的重要来源，但其成本越来越受到政策制定者和经济学家的关注。本文使用 2006 年至 2018 年间多伦多住房销售和租赁交易的数据集，研究高房产交易税对家庭决策（包括拥有或租赁房产的选择）和房东投资决策的影响。高交易税增加了租赁房产的需求，同时降低了住房拥有率和房主的流动性。编译如下：

房地产交易税是世界各国税收制度的共同特点，是政府税收收入的重要形式和财政工具。在英国，房地产交易税被称为土地印花税（以下简称“印花税”）。在 2021-2022 财年，印花税产生了 140 亿英镑，约占税收总额的 2%。自 2008 年以来，印花税税率已修订 13 次，通常是作为反周期财政政策一揽子计划的一部分来刺激住房交易的工具，特别是在 2008 年全球金融危机和疫情爆发前后。

然而，政策制定者和学术研究人员越来越担心房地产交易税的基本成本。两个突出的例子是澳大利亚政府的《亨利税制检讨报告》（Henry Review）（Henry 等，2009）和英国政府的《莫里斯评估》（Mirrlees Review）（Mirrlees 等，2010）。两者都发现，由于流动性降低和与从价税有关的扭曲，交易税的成本很高。这些报告建议进行改革，用地价税或住房消费税取代交易税。

经济学家利用澳大利亚、加拿大、芬兰、德国、英国和美国的数据证实了这些发现。大多数研究都集中在交易税对流动性、交易量或房价的影响。一些研究还计算了每单位税收收入中交易税的福利成本（关于福利效应的研究结果，见 Maattanen & Tervio，2020）。这些损失完全是由于交易减少和房主流动性降低对集约边际的影响而造成的。然而，关于交易税对家庭保有权选择的影响，人们知之甚少。过去 30 年的文献在很大程度上忽视了这一点，直到 Porteba（1992）指出“要发现最终的行为效应，需要仔细研究税收参数如何影响每个家庭是租房还是买房的决定，以及根据保有权消费多少住房的决定”。

我们最近的论文（Han 等，2022）的目的是通过家庭的集约边际决策（搬家和交易决策）和广延边际决策（拥有或租赁的决策）以及房东的投资决策，全面了解交易税对住房市场的影响。这些决策不仅决定了所有权市场内部的流动性，而且还决定了所有权和租赁市场之间的财产分配，从而决定了住房拥有率。

我们首先利用 2006 年至 2018 年间大多伦多地区（the Greater Toronto Area，GTA）多重挂牌服务记录中的住房销售和租赁交易的独特数据集。这些数据使我们可以观察业主自住和租赁市场，并区分“购房出租”投资者和业主自住者的购买行为。2008 年，多伦多市推出了一项新的市级交易税，在加拿大被称为土地转让税（Land Transfer Tax，LTT），实际税率为房地产价格的 1.3%。重要的是，新的税收只覆盖多伦多市，而不包括大多伦多的其他部分，因此可以通过比较新 LTT 处理前后社区和未处理社区的住房交易和房主流动性来估计税收的影响。

我们发现了新 LTT 的三个新效应：

- 更高的“购房出租”交易和更低的“购房自住”交易，尽管两者的税收相同
- 较低的销售租赁比和房价租金比
- 自住业主保留房产的时间更长，出售房产的时间也更长。

前两项调查结果表明，人们正在转向租赁市场，这与多伦多最近的住房拥有率下降相一致。销售时间更长的发现表明，LTT 与搜索摩擦相互作用，导致购房自住的交易下降。

我们通过开发一个搜索模型来联合分析房地产所有权和租赁市场来解释这些事实。家庭选择参与哪个市场，需要支付进入所有权市场的信贷成本。将拥有住房的成本与其收益进行比较，会导致租赁市场的“买方”做出进入的决定。在“卖出”方面，“购房出租”的投资者可以自由进入。均衡住房拥有率与家庭和投资者的行为一致。

在所有权市场内，出售房产所需时间的来源可以分解为两种类型的搜索摩擦：第一，买家找到潜在理想房屋所需的时间，这是由市场上买家和卖家的比例决定的；第二，潜在买家和房子之间的匹配程度，这只有在观看时才能发现。匹配程度是一个受偶然变化影响的持久变量，它代表了使特定财产不太适合特定家庭的生活事件。当匹配程度低于均衡阈值时，自住业主决定搬迁。家庭在一生中会多次决定搬家。因此，选择成为自住者而不是租房者意味着在每次搬家时都要支付新的 LTT。这阻止了一些潜在的购房者支付信贷成本进入所有权市场，因此他们仍然是租房者。

投资者还面临着支付更高的 LTT，这降低了购买房产的回报。然而，房东不需要因为房客搬走而再次交易。这意味着投资者的交易需求低于自住者。因此，虽然 LTT 对租赁市场的供应也有直接的负面影响，但这种影响相对租赁需求的增长更小。虽然税率更高，但更高的 LTT 导致房价租金比下降，足以吸引

更多的购房出租投资者。投资者从自住者手中购买房产导致住房拥有率下降。

“购房出租”的购买和租赁增加，而自住业主的购买减少，这与经验证据一致。

在所有权市场中，较高的 LTT 使现有自住业主更能容忍较差的匹配质量，因此家庭在房产中停留的时间更长。由于与房产的匹配程度具有一定的持久性，家庭可以通过在购买房产时要求更高的匹配程度来减轻搬迁增加的税收成本，从而减少未来搬迁的需要。买家越挑剔，卖家在市场上的平均停留时间就越长。

该模型阐明了交易税对福利影响的两个方面，这两个方面与其积极预测密切相关。

首先，由于“购房自住”下降和“购房出租”上升，租赁和所有权市场的房产错配产生了新的影响，即一些信誉良好的家庭被迫进入租赁市场。

其次，所有权市场内存在两种效应，即更长的迁移时间和更长的出售时间。较长的搬迁时间代表了一种传统的“锁定”效应，这会导致自住业主之间的产权分配不当。另一方面，更长的出售时间意味着新匹配的自住业主享有更好的初始匹配程度，但也意味着他们必须支付搜索成本，并且在更长的等待时间内还是无法获得足够的匹配程度。当该模型校准到多伦多市场时，我们发现新的 LTT 产生的福利损失相当于其增加的收入的 113%，这比以前忽略租金与自有利润的研究结果要大得多。在整个市场上，这种扭曲意味着 60% 的收入损失。租赁和所有权市场的扭曲分别导致 14% 和 40% 的税收损失。

我们考虑从住房中增加税收的两种替代方法。首先，对“购房出租”的投资者征收更高的税，抵消了投资者从同等税率的税收制度中获得的隐性优势。这提高了投资者的进入门槛，并通过保持住房拥有率来减少整个市场的福利损失。然而，有一个重要的警告：进一步增加对“购房出租”投资者的税收以提高住房拥有率，最终将导致巨大的福利成本，因为信用不佳的家庭由于缺乏出租房产而被迫进入所有权市场。财力雄厚的投资者在提供无需支付信贷成本的住房方面发挥着重要作用。

第二种选择是《亨利税制检讨报告》和《莫里斯评估》提出的更高的住房消费税。正如对“购房出租”的投资者征收更高的税一样，增加住房消费税消除了投资者相对于自住房主的隐性税收优势，因为所有房主都必须支付更高的税，而这与他们的交易频率无关。这种替代税在所有权市场内部以及整个租赁和所有权市场中的影响可以忽略不计，因此导致的福利效应也可以忽略不计。

本文原题为 “The Effects of Transaction Taxes on Housing Markets”。本文作者 Lu Han 威斯康星大学麦迪逊分校商学院城市和房地产专业的讲座教授，其主要研究方向为房地产市场微观结构、抵押融资、城市经济与产业组织。Liwa Rachel Ngai 是经济政策研究中心（CEPR）、德国劳动经济研究所（IZA）的研究员，以及宏观经济研究中心（CfM）的成员。研究领域涵盖经济增长理论、劳动力市场和住房市场，重点关注结构转型、跨技能、性别和国家的时间配置、搜索摩擦导致的住房市场波动。Kevin Sheedy 是伦敦政治经济学院经济学讲师。本文于 2023 年 5 月刊于 CEPR 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

去美元化

Maria Demertzis/文 廖世伟/编译

导读：4月13日，巴西总统卢拉·达席尔瓦（Lula da Silva）在上海新发展银行的演讲中说：“每天晚上我都会问自己，为什么所有国家的贸易都要以美元为基础。”大会东道主中国可能会非常愿意接受这样一个基本观点，即尽管卢拉的声明在其他方面被夸大了，但美元不再是世界首选货币的时候到了。编译如下：

4月13日，巴西总统卢拉·达席尔瓦（Lula da Silva）在上海新发展银行的演讲中说：“每天晚上我都会问自己，为什么所有国家的贸易都要以美元为基础。”大会东道主中国会非常愿意接受这样一个基本观点，即尽管卢拉的声明在其他方面被夸大了，但美元不再是世界首选货币的时候到了。

20世纪70年代末，85%的世界外汇储备以美元计价。这一优势在20世纪80年代下降了一半，然后在世纪之交稳步上升到70%。自那以后，欧元在世界市场上占据了一些份额。但它丝毫没有挑战美元的地位，在过去23年里，美元的外汇储备只逐渐减少了10%左右，达到了60%的水平。美元-欧元-英镑-日元-其余货币在全球外汇储备中所占的百分比分别约为60-20-5-5-10。

在入侵乌克兰之后，许多人认为，俄罗斯央行资产的冻结是美元主导地位的转折点。这改变了持有外汇储备的保险价值，因为世界各国的央行现在被迫为其资产被扣押和冻结的可能性做准备。这必然意味着减少持有制裁国的货币，即美元（可能还有欧元）。

俄罗斯入侵乌克兰一年多以来，美元是否已经失去了领导地位？

国际货币基金组织的最新数据显示，美元在2022年分配储备中的份额保持在59%左右。然而，与2021年底记录的金额相比，2022年底持有的所有储备减少了8%。鉴于其在总储备中的相对重要性，大部分下降来自美元贬值9%。但同样，欧元储备下降了9%，所有其他主要货币也是如此（瑞士法郎除外，它出现了大幅增长）。

美元并没有失去其相对重要性，但随着各国央行在2022年购买的黄金达到20世纪50年代以来的最高水平，对所有外汇储备的需求都有所下降。现在判断这是否是一个长期趋势可能还为时过早。无论如何，美元的主导地位不仅仅体现在其持有的外汇储备上。全球一半以上的贸易以美元开具发票，一半的跨境贷款以美元发行。美元在所有经济活动中的使用方式必须发生重大变化，才会失去其现有地位。

在全球范围内使用美元的偏好不仅是因为这种货币的质量，还因为它提供了便利支付的基础设施和法律确定性。现在美元的这种吸引力受到了正在发生的结构性变化的挑战。

目前，由于制裁，希望与俄罗斯保持经济联系的国家不再能够使用美元（或欧元）。最近，孟加拉国选择用人民币结算解决俄罗斯将要建造的核电站的付款问题。类似的付款困难迫使普京要求用卢布支付欧盟在 2022 年购买的天然气，尽管合同大多以欧元或美元签订。

对于美元将失去领导地位的观点，最常见的反对理由是没有可信的替代方案。就支付而言，各国不得不寻找替代支付基础设施，使它们能够继续与受制裁的国家进行经济活动。一旦这些基础设施建成并投入使用，恢复使用美元的门槛将会提高。

中央银行数字货币（CBDC）目前在 114 个国家处于发展阶段，这可以促进脱离美元的过渡，因为它们有望成为跨境（批发）支付的一场革命。任何两个中央银行都可以用自己的货币结算它们之间的支付，而不必依赖于相应的大银行或美元的结算系统。

目前，CBDC 的主要动机是改善国内支付而不一定是跨境支付的国家运营。建立 CBDC 的全球标准是这场革命发生的必要条件，但离现实还很远。但许多国家的央行正准备推出本国货币的数字等价物，尽管许多司法管辖区这样做的动机非常不同。

制裁的后果之一是，它迫使被制裁者寻求替代办法。由于无法使用美元迫使各国转向其他地方，巴西中央银行正在非常积极地探索如何构建用于跨境批发支付的数字货币。卢拉总统晚上的想法在白天付诸行动。

本文原题为“De-Dollarisation”。作者 Maria Demertzis 是 Bruegel 的高级研究员和佛罗伦萨欧洲大学研究所跨国治理学院的兼职经济政策教授。本文于 2023 年 4 月刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

对俄罗斯的制裁将使其本已糟糕的经济前景更加恶化

Elina Ribakova/文 张丝雨/编译

导读：美国、欧盟和其他反对俄罗斯对乌克兰发动战争的国家对俄罗斯实施的制裁已经开始损害其经济，并将在长期内进一步削弱。俄罗斯毕竟是世界第九大经济体，也是能源和其他原材料的重要供应国，因此任何认为仅靠制裁就能立即让俄罗斯垮台并停止战争的想法都是错误的。编译如下：

美国、欧盟和其他反对俄罗斯对乌克兰发动战争的国家对俄罗斯实施的制裁已经开始损害其经济，并将在长期内进一步削弱。俄罗斯毕竟是世界第九大经济体，也是能源和其他原材料的重要供应国，因此任何认为仅靠制裁就能立即让俄罗斯垮台并停止战争的想法都是错误的。

俄罗斯经济的表现好于 2022 年春季的预测。其国内生产总值收缩了约 2%¹ 远低于 8.5% 的期望收缩值²，主要是因为新冠疫情后的强劲复苏，欧洲对俄罗斯能源的依赖下降缓慢，石油和大宗商品价格飙升，出口收入过高，以及俄罗斯部分重建价值链的能力，这有助于经济最初经受住制裁的考验。

然而，从中期来看，俄罗斯将继续受到潜在增长疲软的影响。制裁本身并不能打败俄罗斯，但可以切断包括军事在内的高科技投入，并削弱俄罗斯的潜在增长。制裁将加深俄罗斯长期投资不足、生产率增长缓慢和劳动力短缺的前景。反对俄罗斯对乌克兰发动战争的国家应该继续施加压力。

俄罗斯经济在后疫情时代的强劲复苏和高商品价格的支持下进入 2022 年，但后来由于制裁而收缩。

2022 年俄罗斯的经济收缩了 2.1%。俄乌战争之前，预计俄罗斯经济将增长 2.5% 至 3.5%。在一定程度上，政府支出和公共支持的固定投资(尽管官方统计数据可能有些夸大³) 在支持 2022 年俄罗斯经济方面发挥了至关重要的作用。尽管经济不确定性上升，企业利润下降，但 2022 年私营部门投资增长也很强劲。

在俄罗斯全面入侵乌克兰和随后的制裁之后，俄罗斯经济最初得以维持，原因是：(1) 石油和大宗商品价格上涨带来的意外之财，(2) 俄罗斯堡垒战略——在 2014 年制裁之后，过度积累储备以使俄罗斯经济免受外部冲击的政策；(3) 熟练的政策反应；(4) 俄罗斯有能力部分重建其供应链。

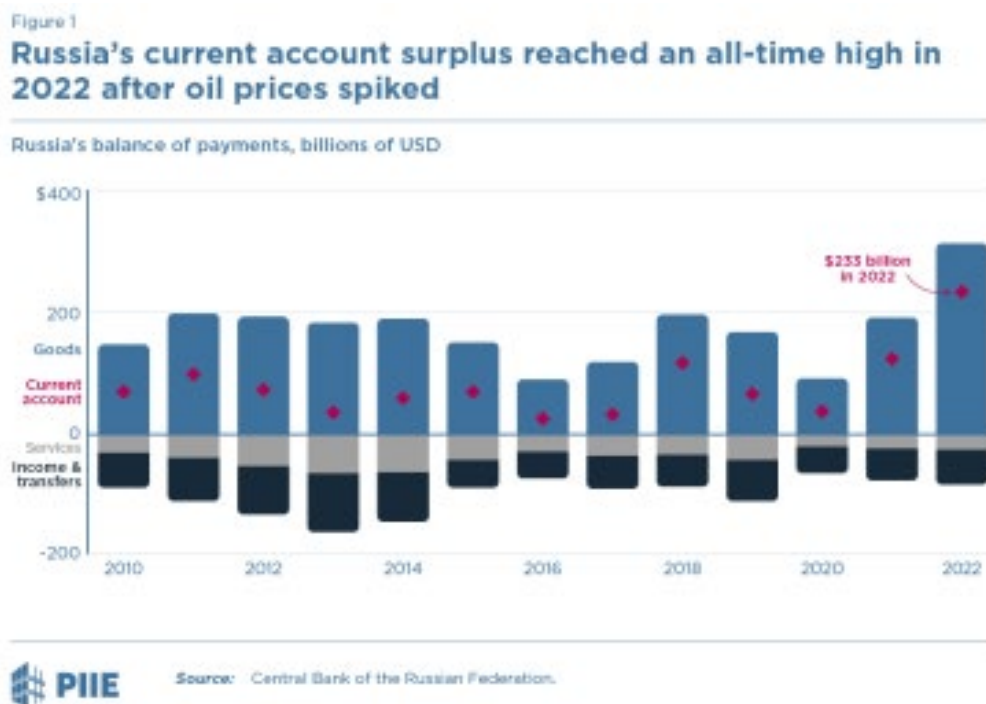
¹ GDP 估计并不能说明全部问题。高频指标表明国民账户中存在不一致。

² 国际货币基金组织 (IMF) 预测 2022 年 4 月将收缩 8.5%。

³ 设备和机械进口相对于投资支出似乎偏离了其典型的相关性，这可能是由于重建价值链的困难，但仍对投资增长的规模提出了质疑。

俄罗斯在 2022 年经历了一次显著的积极贸易条件冲击（图 1）。因此，其经常账户盈余 2022 年超过了 2300 亿美元，创历史新高，几乎是 2021 年纪录（1220 亿美元）的两倍。此外，资本外流并没有对卢布和经济造成压力，因为俄罗斯为了应对制裁而实施了资本管制。

图 1 油价飙升后，俄罗斯的经常账户盈余在 2022 年达到历史最高水平



由于油价上涨，俄罗斯的石油出口（转到中国、印度、土耳其和其他友好国家）在 2022 年 3 月至 12 月增加了 350 亿美元。虽然出口量在战争后立即收缩，但在夏季恢复。就全年而言，石油和石油产品的出口量仅略有减少。

俄罗斯经历了非凡的能源横财，石油和天然气收入比 2021 年增长了 28%⁴。即便如此，非石油和天然气赤字(总赤字减去石油和天然气收入，衡量商品出口国财政立场的指标)增加了近 3 个百分点，达到 GDP 的 8.9%，因为石油和天然气收入不足以支付 26% 的支出增长，包括军事、国防和反制裁措施，以及 10% 的养老金和社会支出指数化。

俄罗斯从主权财富基金国家财富基金(NWF)中拨出近 500 亿美元，用于弥补预算赤字，并在入侵后国内和国外债务市场关闭时支持陷入困境的企业。在 NWF 剩余的 1500 亿美元中，约 45% 没有流动性，不能轻易用于预算。除了使用 NWF 资金外，财政部还发行了创纪录的 3 万亿卢布(440 亿美元)国内债券，

⁴ 包括在 2022 年最后一个季度对俄罗斯天然气工业股份公司一次性征税 1.2 万亿卢布。

主要是浮动利率。俄罗斯的银行基本上是仅存的买家，目前其资产中约有 10% 是俄罗斯政府债券。

俄罗斯堡垒战略——2014 年制裁后的经济隔离政策——以及巧妙的政策反应也有助于保护 2022 年初的经济。作为回应，俄罗斯总统弗拉基米尔·普京 (Vladimir Putin) 越来越多地要求他的政府技术官僚和企业具备更高的专业性和危机应对态度。2008 年，为了捍卫卢布，俄罗斯损失了超过 2000 亿美元的外汇储备⁵，但最终以失败告终。此后，俄罗斯决定从 2012 年开始转向更灵活的汇率和通胀目标。

在 2014-15 年油价暴跌和金融制裁之后，俄罗斯加快了通胀目标制的步伐，并清理了银行系统，在严厉的支出削减之后，财政部在 2016 年实施了一项财政规则，将油价超过每桶 40 美元所产生的能源收入留在特别储备基金中。

尽管俄罗斯堡垒战略取得了成功，但过度关注储备积累以及相应的过于紧缩的宏观经济政策组合也导致经济增长减速，到 2022 年可能只有 1.5% 至 2%。

俄罗斯的出口意外之财使其企业得以重建被制裁、出口管制和自我制裁切断的价值链。在俄罗斯制裁的背景下，自我制裁是指公司选择限制其在俄罗斯/与俄罗斯的业务，尽管不是被迫合法地这样做。中国、香港、土耳其以及独立国家联合体 (CIS)、中东和北非 (MENA) 地区的部分国家已经介入，向俄罗斯提供其无法再从反战国家联盟获得的商品。

2023 年的前景更具挑战性

出口收入预计将在 2023 年减少，减少的收入可能会被用于战争和镇压国内反对派，从而减少支持其经济的资源。

然而，由于 2022 年末开始的财政支出增加，2023 年第一季度可能会出现一些增长⁶。此外，根据俄罗斯国家统计局 (Rosstat) 的最新数据，私人投资放缓，消费者支出有所恢复，但在俄罗斯人秋季动员参加乌克兰战争之后，消费者正在谨慎地将更高比例的储蓄转移到短期存款和现金中。

经常账户流入可能会进一步下降，主要原因是欧盟的禁运和七国集团 (G7) 对购买原油和石油产品设定的油价上限。欧洲现在也在以超出大多数人预期的速度远离俄罗斯的天然气。尽管 2022 年俄罗斯的总经常账户盈余达到历史最高水平，但从 2022 年第二季度的 772 亿美元下降到 2022 年第四季度的 375 亿美元，并进一步下降到 2023 年第一季度的 186 亿美元。

⁵ 2008 年 7 月至 2009 年 1 月底。

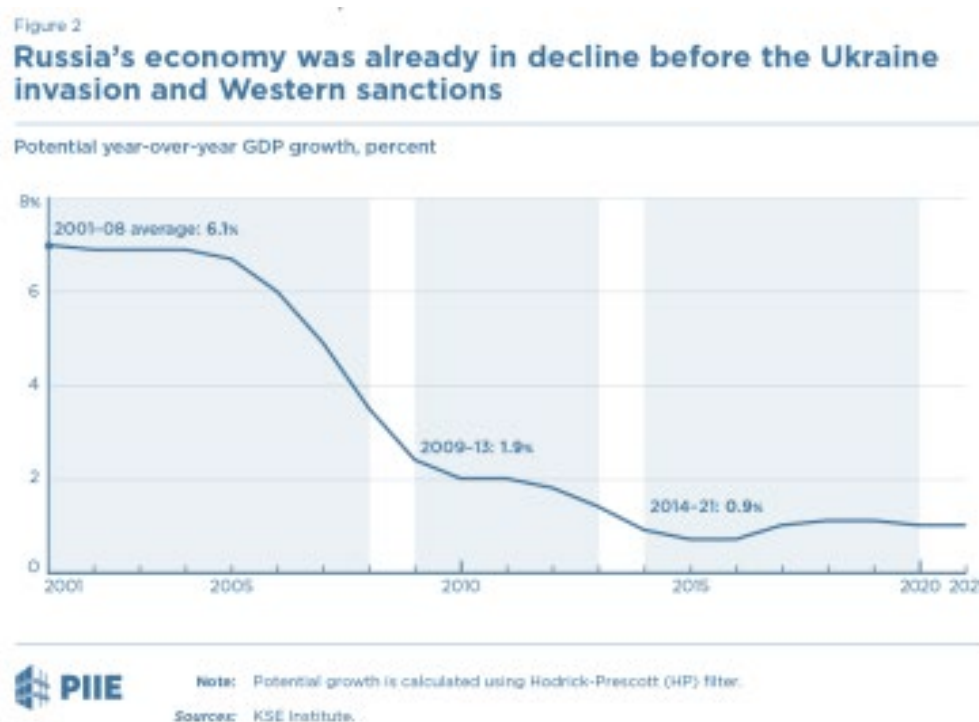
⁶ 国际货币基金组织 (IMF) 的《2023 年世界经济展望》(2023 World Economic Outlook) 预测，2023 年的增长率为 +0.7%。

财政部报告称，2023 年第一季度的财政赤字为 2.4 万亿卢布（约 300 亿美元），比 2023 年的目标高出 80%，原因是石油和天然气收入同比下降 45%，而战争相关支出大幅增加。这是继 2022 年 12 月出现 4 万亿卢布（约 570 亿美元）的历史性高额赤字之后的又一次赤字。财政部表示，2023 年第一季度的部分赤字是为了减少典型的后装支出。尽管如此，很难相信俄罗斯将在 2023 年实现仅占 GDP 2% 的预算赤字目标。

俄罗斯的长期增长潜力本来就不大，制裁将进一步削弱这一潜力

制裁无疑加剧了俄罗斯现有的长期投资不足、人口挑战和低生产率，这些问题可以追溯到 2022 年之前。早在战争开始和制裁实施之前，俄罗斯的潜在增长前景就一直黯淡。图 2 显示了潜在增长率的持续下降，到 2022 年将降至 1% 左右。本世纪头十年是俄罗斯迅速融入全球市场、大宗商品价格上涨的时期。但在全球金融危机之后的几年里，增长未能恢复。在 2014 年俄罗斯夺取克里米亚控制权后实施制裁后，该指数下跌了一半。

图 2 俄罗斯经济在俄乌战争和西方制裁之前就已经处于下降趋势



除了石油和天然气开采、服务业、农业和化工生产，俄罗斯一直遭受长期投资不足的困扰，特别是在过去十年(见图 3 中的红色条形图)。

随着国家的触角进一步延伸到“战略性”经济部门，工业现代化和多样化进展甚微。俄罗斯倾向于支持国有企业的政府项目，导致国有企业在各个领域占据主导地位，并进一步依赖能源出口。2019 年新冠疫情凸显了俄罗斯最近一

次失败的政府管理的医疗改革。出口管制将继续削弱多元化的能力，尤其是在非能源出口导向型行业。由于战争和俄罗斯对异见人士的镇压，虽然只有大约 6% 的外国公司离开了俄罗斯，大约 40% 的公司正在撤离的过程中，但大多数公司都缩减了业务规模，并将继续面临与俄罗斯脱离关系的压力。所有这些因素都将进一步拖累本已低迷的生产率增长。

大规模的战争动员限制了劳动力供应，引发了俄罗斯联邦中央银行对通货膨胀的担忧。到 2022 年底，失业率降至 3.7%（2021 年底为 4.3%）。移民已达到历史最高水平，仅在 2022 年就有约 130 万人离开（图 4）。甚至在俄乌战争之前，俄罗斯的年轻人和受过高等教育的人就在国外寻找机会；随着战争和动员，这一趋势加快了。这种情况在信息技术专家中尤为严重，迫使俄罗斯政府从恳求和威胁转向提供补贴抵押贷款，以吸引他们留下来。

总之，随着战争持续下去，看不到尽头，俄罗斯的经济挑战只会恶化。但是反对战争的国家不能放松他们的压力。

本文原题名为“Sanctions against Russia will worsen its already poor economic prospects”。作者为 Elina Ribakova。Elina Ribakova 自 2023 年 4 月以来一直是彼得森国际经济研究所的非常驻高级研究员。她也是布鲁格尔大学的非常驻研究员、国际事务项目主任和基辅经济学院外交政策副院长。本文于 2023 年 4 月发表，之后刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

企业如何应对经济制裁

Povilas Lastauskas, Aurelija Proškutė, Alminas Zaldokas, Mathias Juust, Janis Berzins/文 熊春婷
/编译

导读：尽管使用制裁作为政治工具的情况大幅增加，但人们缺乏公司层面对制裁作出反应的证据。这使得政策反应具有挑战性。本专栏回顾了最近的文献和国际证据，特别是来自波罗的海地区的证据。研究结果揭示了受制裁经济体调整的因果影响。编译如下：

在当前地缘政治紧张、去全球化和贸易战的动荡时期，各国政府越来越多地使用经济制裁和公司抵制来影响彼此的行动。其中一些制裁直接针对特定的外国公司或经济部门，这些公司或部门的产品需求意外下降，因此必须调整其组织活动的方式。另一些则通过直接的合同和间接的产业联系受到间接影响。在本专栏中，我们将阐明受制裁经济体调整的因果影响。

尽管使用制裁作为政治工具的情况大幅增加，但我们缺乏公司层面对制裁作出反应的证据。这也使得政策应对具有挑战性。我们开始回顾最近的文献和国际证据。然后，我们对最近几篇基于波罗的海地区的论文进行了回顾。特别是，这些文件研究了 2014 年 8 月欧盟因俄罗斯吞并克里米亚而对俄罗斯实施制裁后，俄罗斯是如何应对欧盟进口的作出反制裁。由于出口商与基本经济条件无关而失去了进入重要外国市场的机会，这篇论文恰好提供了一个清晰的自然实验，以得出政策影响。

1. 制造商的调整机制

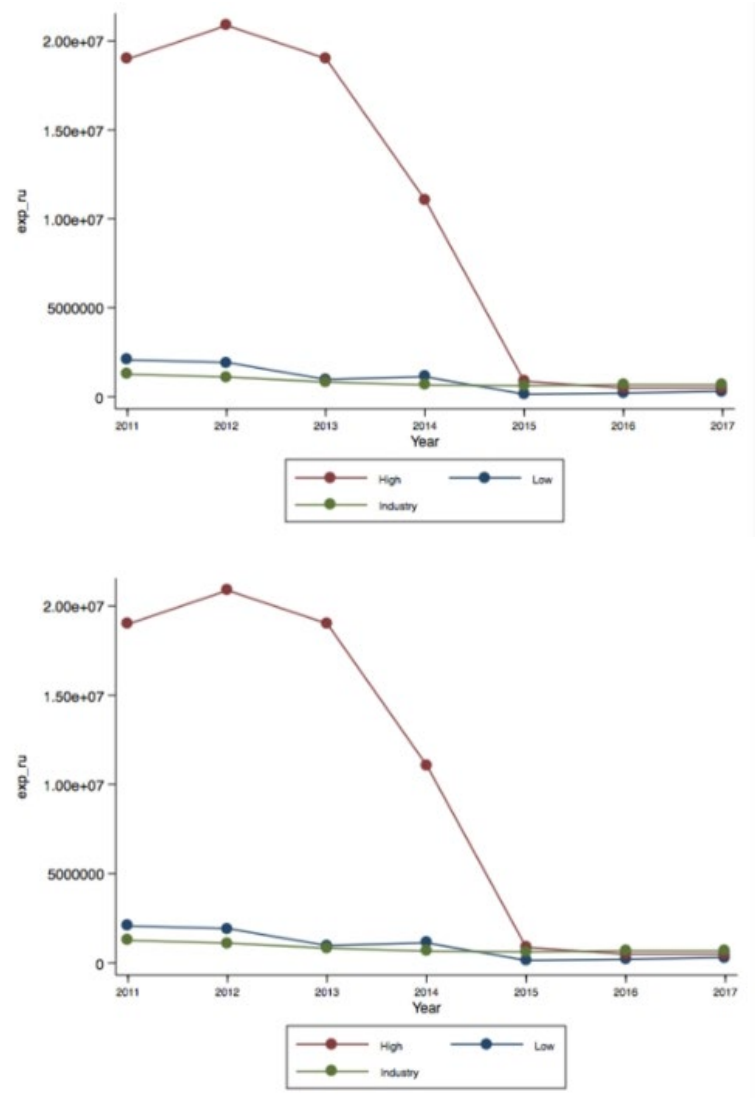
Belin 和 Hanousek (2019, 2021)、Dong 和 Li (2018)、Crozet 和 Hinz (2016, 2020) 以及 Chowdhry (2022A, 2022B) 等人曾从宏观经济影响的角度分析了俄罗斯经济反制裁的这一特殊事件，其中包括 2014 年 8 月禁止从欧盟进口。类似地，Hausmann (2022) 和 Latipov (2022A, 2022B) 评估了 2022 年入侵事件后的制裁。

除了量化总体宏观经济影响外，其他一些研究还聚焦于企业等个体主体对制裁的反应，这有助于更好地理解量化冲击传递机制，并理解它们如何在宏观经济层面聚合。例如，在分析对一般贸易（需求）冲击的公司调整时，Bricongne 等人 (2012) 发现，企业规模和信贷约束的存在是企业调整模式的关键定义特征。Haidar (2013, 2017) 发现，如果企业能够参与贸易转移，贸易制裁的影响可以得到缓解。相反，Crozet 和 Hinz (2016) 发现几乎没有贸易转移的证据，也没有伙伴国风险或公司规模增加的影响。而克罗泽 (Crozet) 和欣茨 (Hinz) (2016) 指出，企业对信贷融资贸易的依赖是直接和间接受制裁产品和企业贸易下降的主要原因。有趣的是，Crozet 和 Hinz (2020) 发现影响

与俄罗斯进行国际交易的国家风险增加。此外，Crozet 等人（2021A，2021B）强调了以前在受制裁国家的出口经验和为“危机国家”服务的专业化的重要性，作为面对贸易禁令的额外阻力因素。

除了这些关于宏观经济影响和哪些公司能够更好地进行调整的文献外，关于受影响公司的内部调整机制和这些调整的微观经济基础的经验证据相当缺乏。为此，在最近的一篇论文（Lastauskas et al.2023a）中，我们三人调查了从事禁运产品贸易的公司如何适应突然、意外和最终长期的经济制裁（图 1 描述了冲击的相对规模）。主要调整幅度包括劳动力和资本调整以及出口向其他地区市场转移。这种调整可能相互影响，并涉及很大程度的异质性，因为企业受到不一致的调整成本和需求冲击持久性预期的影响。

图 1 食品制造企业对俄罗斯的出口总额



注：红线代表 2013 年前对俄罗斯出口风险敞口较高的公司（对俄罗斯的出口占收入的 10% 以上）；蓝线代表 2013 年前对俄罗斯出口风险敞口较低的公司（对俄罗斯出口占收入的

2%-10%)；绿线分别代表经济中所有剩余食品制造或批发公司的平均值（对俄罗斯的出口占收入的不到 2%）。

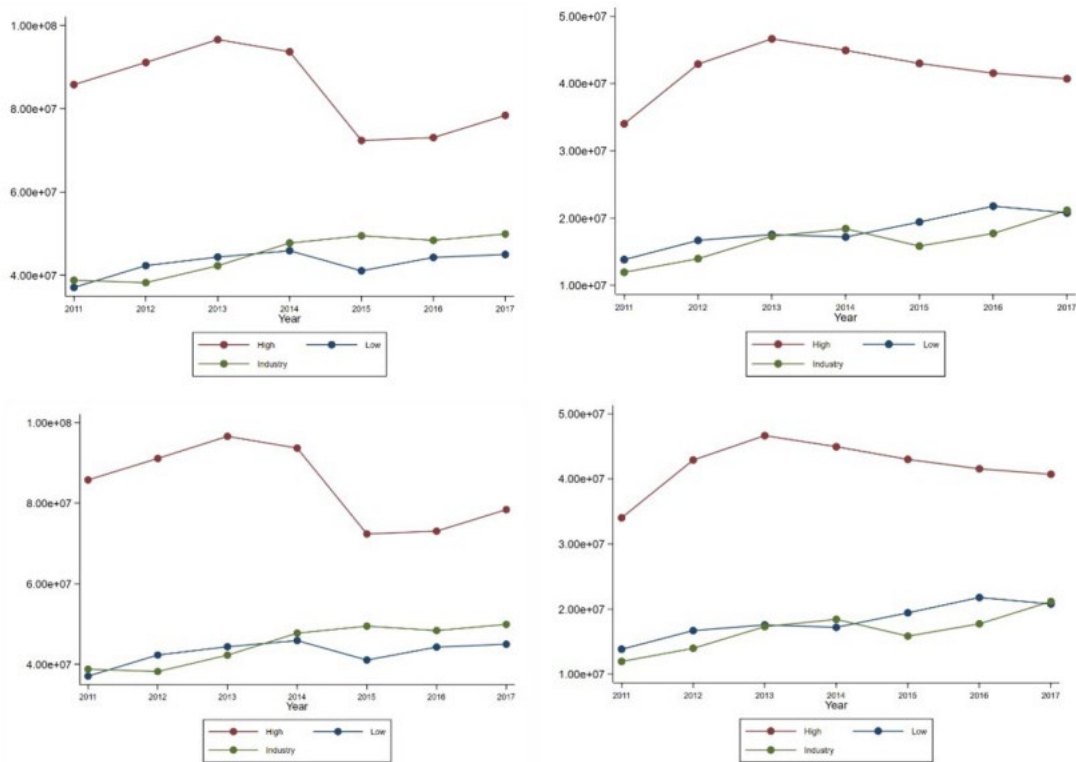
使用三重差异估计量，我们分析了来自食品制造商的产品层面（8 位 HS 产品代码）数据，并将其与海关数据合并。我们认为受影响的企业是那些在 2013 年向俄罗斯出口被禁食品的企业，并比较了受俄罗斯出口禁令影响的企业和对照组企业在禁令后（2014-2017 年）和禁令前（2011-2013 年）的企业层面的反应。这些对照组公司也是类似规模的食品制造商和出口商，即从事向俄罗斯以外国家出口产品的公司。因此，这些对照组公司不受俄罗斯出口禁令的直接影响。

我们发现，在俄罗斯贸易禁令之后，受影响的食物制造商经历了兼职就业人数的立即下降，全职就业人数的延迟下降，以及资本投资的向下调整。例如，一家在禁令前被禁出口产品在其销售额中所占比例为 6.69% 的公司，其兼职员工数量比禁令前样本平均值减少了 67%，全职员工数量比禁令前样本平均值减少了 6.6%。受影响的制造商也经历了投资下降。与此同时，该企业对世界其他地区的出口增加，这一影响减轻了就业调整的必要性。我们在 Helpman（2010）等人的基础上建立了一个简单的模型，发现食品制造企业的兼职员工数量快速减少后，其全职员工数量和投资也会降低，即调整是补充性的而不是替代性的。

2.制裁只是坏消息吗？分销商和间接受影响的公司

除了研究制裁对制造商的直接影响外，了解其他公司如何因与直接受影响公司的关系而受到影响也很有意义。在后续论文（Lastauskas et al.2023b）中，上述三位作者证明，制裁对直接接触禁运产品的食品制造商的负面影响会对贸易中间商（批发商部门）产生积极的需求效应，如图 2 所示。那些交易受制裁产品的批发商对冲击做出了积极的反应，这与直接受影响制造商的早期研究结果形成了鲜明对比。这一令人惊讶的结果是因为批发商有能力将市场进入成本分散到更多的出口市场，并对那些受制裁冲击最大、已用尽其他调整办法，而且向其他市场出口经验有限的生产商起到了减震器的作用。

图 2 受俄罗斯进口禁令影响的两个行业的销售收入：制造业（左）和批发业（右）



注：红线代表 2013 年前对俄罗斯出口风险敞口较高的公司（对俄罗斯的出口占收入的 10% 以上）；蓝线代表 2013 年前对俄罗斯出口风险敞口较低的公司（对俄罗斯出口占收入的 2%-10%）；绿线分别代表经济中所有剩余食品制造或批发公司的平均值（对俄罗斯的出口占收入的不到 2%）。

Juust (2021, 2022) 进一步强调了直接出口产品的批发商和生产商之间的区别，他使用爱沙尼亚行政数据调查了 2013 年向俄罗斯出口非禁运商品的爱沙尼亚出口商如何适应 2014-2018 年俄罗斯市场的经济冲击。与 Lastauskas 等人 (2023A) 的研究相类似，受制裁的企业包括所有对俄罗斯的出口商，而对照企业在制裁前期间是除俄罗斯以外的出口商，与受制裁企业出口市场数量和每名员工的附加值等企业特征方面相匹配。

实证结果证实，俄罗斯需求冲击对批发商和直接出口商的贸易影响不同，因为批发商通常比直接出口商更成功地将贸易流从俄罗斯转移到其他市场。首先，直接出口商的公司产品出口下降幅度大于批发商。其次，风险敞口中等（占俄罗斯冲击前出口总量的 33%-66%）或高（66%-100%）的批发商设法增加了其对俄罗斯以外市场的企业层面出口总量，即其通过产品和市场转换进行了适应。

Juust (2021, 2022) 与 Lastauskas (2023b) 的研究结果一致，强调了运作良好的中介机构吸收不利制裁影响的重要性，即使是间接受影响的公司（即在

冲击前出口非禁运产品的公司）也是如此。Juust（2021，2022）深入研究的另一个维度是生产率——这些论文发现，在受影响的企业中，初始生产率水平较低的企业通常经历了更大的出口收缩。此外，冲击后生产率低的直接出口商的出口业绩比生产率低的批发商更差，这再次表明直接出口产品的生产商需要承担更高的固定市场准入成本。这一发现为我们提出一些政策含义奠定了基础。

一项相关研究考察了对需求冲击的调整如何取决于企业的所有权结构。Berzins 等人（2023）通过使用国家补贴支持申请的详细数据，研究私营企业在应对时间范围不确定的需求冲击时的解雇做法，以支付不可避免的固定成本，并在缓解挪威新冠冲击后与就业相关的成本的降低。结果表明，所有权类型显著影响企业对冲击的反应。在控制组企业中，所有权集中的企业（家族企业）比所有权分散的企业更少地通过休假和解雇员工来应对需求冲击。这些公司减轻了需求冲击对就业的总体影响，在经济中起到了缓冲作用。这些发现与理论声誉模型是一致的。

3.政策含义

总之，这项综合工作强调了研究意外冲击和干预的直接和间接影响的重要性。直接受影响的企业需要流动性缓冲、灵活的劳动力市场监管、易于进入的替代市场，以及对不可避免的固定成本的支持。换言之，开放经济体需要更加灵活的劳动法规，允许一系列不同的工作合同。另一种方式是从国际角度来看待这个问题：减少制裁的影响是通过放松对政治结盟国家的公司的贸易政策来寻求政策协调。不断萎缩的全球贸易可能需要在联盟内部进行更强烈的贸易再分配。

此外，如本专栏所示，缓解调整的一种方法是拥有一个运转良好的批发部门。生产率对其成功影响较小，对直接贸易商的影响更大。主要的政策优先事项包括帮助生产者提高生产力和使进入外国市场的方式多样化，包括直接和间接出口。

本文原题为“[How Firms Adjust to Economic Sanctions](#)”。本文作者 Povilas Lastauskas, Aurelija Proškutė, Alminas Zaldokas, Mathias Juust, Janis Berzins。Povilas Lastauskas 是伦敦玛丽女王大学应用宏观经济分析助理教授，剑桥大学霍默顿学院经济学拜会研究员，其主要研究领域包括全球化、贸易冲击、制裁和政策对企业、家庭和总体经济的影响。他尤其对量化经济政策的溢出效应感兴趣。Aurelija Proškutė 是立陶宛银行应用宏观经济研究部的负责人，其研究重点包括企业动态和生产力、国际贸易以及微观对宏观的影响。Alminas Zaldokas 是香港科技大学(科大)金融学副教授，其研究重点包括企业决策在金融和产品市场之间的相互作用。他还特别研究了与企业创新投资、企业间串通安排的形成以及促进 ESG 实践相关的企业财务决策。Mathias Juust 是塔尔图大学经济与工商管理学院的博士生，其主要研究方向为贸易冲击与贸易政策的动态效应。Janis Berzins 是金融经济学家，其主要研究领域为公司治理、公司融资和投资组合管理。本文于 2023 年 5 月刊于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

