



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258期

目 录

聚焦中国

限制在华美国投资新规很难执行	3
----------------------	---

导读：美国政府最近在寻求限制美国对华技术转让和投资，但该计划细节尚不明确，并可能导致很多问题，例如当前的管控手段很难面面俱到，管控范围的划分可能导致对中国影响有限，更重要的是美国的过度管制可能影响其他投资者对美信心，从而使其失去金融中心地位。因此，该举措需要缓步慎行，并不断通过数据来验证效果。

世界热点

美国经济概况	7
--------------	---

导读：纽约联邦储备银行研究部门编制的《美国经济概况》旨在提供当前经济和金融发展相关的全面概述，包括劳动力和金融市场，消费者和企业的行为以及全球经济。此外，概况还涵盖了一些特殊主题，例如商品价格走势、劳动力市场情况。本文的分析基于截至2023年5月10日的数据。

去美元化是否正在发生？	25
-------------------	----

导读：最近有很多关于美元失去全球主导地位的讨论。本专栏认为，尽管有证据表明美元在外汇储备中分配的份额有所下降，但有关美元不再是全球主导货币的报道则是严重夸大。美元份额下降背后的因素包括中央银行需要干预外汇市场和利率变化，但几乎没有证据表明是制裁产生了影响。美元很大程度上是在向非传统储备货币转变。

从硅谷银行的非受保存款挤兑中吸取教训	31
--------------------------	----

导读：对在破产的硅谷银行持有大量存款的现金充裕的公司的公共救助，清楚地表明，社会仍然受制于未受保的索赔权。本文建议，当资金流出规模变大时，通过闸门（即临时或部分暂停赎回）和浮动定价相结合，可以应对任何未受保存款的索赔权。这将确保企业获得所需的流动性，而不会造成资金流出升级，同时避免保证存款绝对安全。

国际金融与地缘政治	34
-----------------	----

导读：最近的事件，特别是美国及其地缘政治盟友对俄罗斯实施的金融制裁，以及美国和中国之间日益加剧的经济和政治紧张局势，凸显了地缘政治在塑造全球货币和金融关系中的作用。这些事态发展对未来的影响将取决于美中紧张关系如何发展。在下文中，我将考虑两种情况：现状情况和关系中断情况。前者将看到渐进的国际储备和金融资产更多从美元转向人民币。后者认为，国际金融体系将分化为以各自货币为中心的两个竖井，对全球经济产生极具破坏性的影响。

全球治理

欧盟面临的长期财政挑战 47

导读：自 2020 年以来，欧盟遭受了两次大的冲击，这给欧盟带来了新的财政挑战。新冠病毒大流行和俄乌冲突引发的后续价格冲击，导致更高的债务、更高的预期实际利率和更高的公共投资需求，从而增加了欧盟的长期财政压力。这份政策简报对这些影响进行了一些简单的定量评估，并讨论了政策建议。

瑞士信贷：过大而无法管理，太大而无法解决 62

导读：2023 年 3 月硅谷银行和瑞士信贷的挤兑再次引起了人们对银行业监管、清算和政府干预的关注。本专栏分析了瑞士信贷挤兑及其最终被瑞银(UBS)收购的细节。这凸显了官方声明与瑞士信贷和瑞士当局实施的措施之间的多重差异。此外，报告认为，2007-2009 年危机后采取的改革措施仍不足以解决系统性机构问题。展望未来，当局必须能够在失败风险变得过于严重之前迅速采取行动并实施纠正措施。

对地缘政治的思考 69

导读：最近地缘政治的概念在公共辩论中被广泛使用。本文主要探讨了这一概念在研究国际经济合作，特别是贸易和投资政策方面是如何演变的。本文从国际关系和国际政治经济学的角度，探讨 20 世纪初出现的这一概念的起源，并且梳理了这一概念是如何在冷战时期被主流理论边缘化的，尽管后来它被进攻性现实主义的理论家含蓄地接受了。然后，本文描绘了 20 世纪 90 年代政治经济的自由主义转向，以及随着市场一体化程度的提高，强权政治如何进一步退居幕后。直到 2000 年代，强权政治才慢慢回归。过去 10 年，学术界和政界都见证了地缘政治令人惊讶的复兴。本文描绘了这种新的地缘政治变体的轮廓，即超级大国竞争和经济民族主义的混合，并提供了一些关于决定论情景的危险和缓和未来地缘政治的方法的思考。

限制在华美国投资新规很难执行

Martin Chorzempa/文 申劭婧/编译

导读：美国政府最近在寻求限制美国对华技术转让和投资，但该计划细节尚不明确，并可能导致很多问题，例如当前的管控手段很难面面俱到，管控范围的划分可能导致对中国影响有限，更重要的是美国的过度管制可能影响其他投资者对美信心，从而使其失去金融中心地位。因此，该举措需要缓步慎行，并不断通过数据来验证效果。编译如下：

在要求明确对华经济和安全政策的压力不断增加的情况下，美国总统拜登的政府在最近几周派出了两名高级特使，在各种场合强调美国不寻求与中国“脱钩”。但是财政部长珍妮特·耶伦和国家安全顾问杰克·沙利文的演讲中留下了无数悬而未决的问题——最具体的是，华盛顿将如何在不警告合法投资者和扰乱世界贸易体系的情况下，限制对中国的技术转让和投资。

4月27日的布鲁金斯学会上，沙利文通过长篇大论重申了耶伦的评论，称华盛顿并不寻求阻碍中国的经济繁荣，只服务于保护美国的国家安全。他否认美国的目的是实施“技术封锁”，并“将制裁范围缩小在改变军事平衡的技术范围内”。但他援引外界对中国军事和政治野心的担忧，为以减少与中国贸易和投资活动为目的的制造新工具、加强旧工具的行为提供理由，因为这被视为对美国国家安全的威胁。

许多投资者和其他观察人士预计，沙利文和耶伦将给出一项新的、极具争议的工具有的细节，该工具将限制某些在中国具有重大国家安全影响的特定敏感技术领域的美国投资。他们对这些工具的描述含糊其辞，这一事实似乎反映出政府如何在平衡计划执行的限制措施与继续在中国投资中持有股份的私营部门的担忧之间面临挑战。

耶伦表示，新规则将“范围狭窄，目标明确”，这显然是为了安抚那些担心即将出台的命令可能会过度干涉，从而大幅扩大政府对美国公司海外活动的权力，使其处于竞争劣势的担心。

但为了避免重大意外后果，任何此类制度都需要精心设计，并专注于几项关键技术。应该增加一个更全面的数据分析模块，以加强对该制度在必要时可以涵盖的剩余风险的了解。理想情况下，计划中的声明既可以帮助安抚那些认为需要增加新的权力来限制美国在中国的投資的声音，也可以平息那些担心此举破坏美国商业的担忧。

要堵上的漏洞？

对中国投资的新限制，将是美中经济对抗升级的最新一轮攻势。比如，国会加强了美国外国投资委员会（Committee on Foreign Investment in the United States，CFIUS）的权利，并设立了审查某些美国公司海外投资的权力。但CFIUS只负责在美国的投资。

因此，国会在 2018 年对审查对美投资和控制商品和技术出口的制度进行了全面改革，主要为了解决对中国的担忧。特朗普政府还设立了新的权力机构，以阻止对与中国军方有关的公司的投资。更进一步，拜登政府去年 10 月宣布对中国敏感技术实施全面出口管制，切断了中国购买先进芯片和芯片制造设备的能力。

此外，拜登政府为《芯片法案》（CHIPS Act）建立了一个护栏，该法案限制被补贴者在中国的投资。特朗普在 2020 年发布的行政命令禁止美国个人和公司投资被美国财政部列入中国军事公司（CMC）名单的公司的公开交易证券，以确保美国资金不会支持中国的军事现代化。

正在部署的另一个工具是财政部“特别指定国家”名单上的金融制裁。与名单上的实体进行商业交易，可能会受到被全球大部分金融体系拒之门外的惩罚。到目前为止，它更像是一种很少用来对付中国的核武器，但现在出现了把它应用到华为这样的公司的提案。

美国商务部的出口管制并不监管资本流动本身，而是监管向外国个人转让的数据、蓝图、技术甚至专有技术。^[1]无论是在美国还是在国外。这些管制还禁止美国个人和公司帮助中国发展先进半导体。然而这一禁令并非面面俱到。在这份 CMC 名单中，私募股权对初创公司的投资未被触及，且以枚举实体名称方式形成的名单难免会挂一漏万。

界定对外投资一直具有挑战性。

拜登政府和国会两党小组难以就对外投资控制的目标、范围和设计达成共识。参议员 John Cornyn（R-TX）和 Robert Casey（D-PA）试图获得国会对他们提出的《国家关键能力防御法案》（National Critical Capabilities Defense Act，NCCDA）的支持，但该法案由于被担心措施过于宽泛而功亏一篑。到目前为止，拜登政府与私营部门和其他专家进行磋商的努力还没有结果。尚未有规则草案发布供公众辩论。

媒体报告暗示即将出台的行政命令将从小处着手，限制美国对先进半导体、量子计算以及与军事和监控相关的某些类型的人工智能的投资，但目前尚不清楚美国公司和个人哪些类型的投资可能受到新制度的影响。该命令必须说明是否会影响以下内容：

- 个人和基金对中国上市公司的投资。
- 风险资本和私募股权基金对初创企业的投资。这可能针对管理基金及其投资的普通合伙人，也可能针对许多自己投资但不管理基金的有限合伙人。
- 美国公司的直接投资，例如在中国的研发或生产设施，无论是独资还是与中国合作伙伴合资。
- 美国公司的子公司或外国公司的美国子公司采取的行动。

同样不清楚的是，该命令是否会列出直接禁止投资的行业，还是会成立一个类似于 CFIUS 的审查机构来批准、修改或拒绝交易。同样复杂的是什么是“美国人”，什么是“中国人”的问题，这些定义并不简单。美国公司在包括中国在内的世界各地都有子公司和合资企业，许多美国投资基金都在离岸金融中心注册，即使在纽约操作全局，依然是从世界各地的投资者那里筹集资金。中国公司也有大量的海外业务，中国公民可以成为硅谷创业团队的一部分。制定了该制度的前拜登政府官员彼得·哈勒尔（Peter Harrell）说，“新的政策、法律和资源问题”可能会带来巨大的“意外后果”。

美国政府最终必须决定，它主要关心的是资本的影响，还是专有技术/技术转让的影响。如果是资本，对中国的影响就小了。中国的风险投资业在 2019 年底管理约 2800 亿美元，而美国在 2019 年底为 4030 亿美元。最近一份安全和新兴技术中心（Center for Security and Emerging Technology）的报告发现，按价值计算，中国人工智能公司只有 37% 的融资轮次包括美国投资者。显然，中国的人工智能公司以及其他行业的科技初创公司并不依赖美国资本。^[2]

盟友的问题

美国基本上将是唯一拥有这样一个政权的国家。在经合组织国家中，只有韩国和日本有对外投资审查/限制制度，而且两者的目标范围都很窄。韩国的规定就像《芯片法案》的护栏一样，只适用于拥有“政府补贴研发的国家核心技术”的公司，而日本的行业清单只包括武器、皮革和毒品。欧盟虽然已经做出了制定对外管控政策的积极信号，但不太可能在短期内实施。

即使新制度开始时的范围很窄，但如果投资者为了规避新制度带来的风险或因为在中国投资的繁文缛节而逃离，对未来扩大的预期可能会危及美国作为金融中心的地位。^[3]

对美国投资的限制应该认识到，无论不让中国科技公司获得金融知识和国际认可可能带来什么安全收益，向美国人投资的在其技术领域处于或接近领先地位的中国科技公司学习的潜在利益都有可能将其抵消。对中国敏感技术的投资存在合理的担忧，而且有很好的理由站在道德立场上要求阻止美国投资者为中国的技术提供资金，因为这些技术会导致侵犯人权或军事现代化。不过，政策制定者应该意识到，这些控制措施的效果可能有限。以前对美国投资者的禁令提供了一个发人深省的例子。在其利用面部识别技术来分析中国的维吾尔人之后，美国将中国最大的人工智能公司之一商汤科技（SenseTime）列入 CMC 名单。尽管它已经在出口黑名单上了，但对美国投资者来说禁令只是导致商汤科技在香港 IPO 延期一周。当时中国不得不提高国有企业购买的股份，但交易甚至维持在原价进行。

耶伦的声明表明，为了避免意外后果，美国将从小规模开始，并收集数据，以了解美国投资进入中国敏感行业的程度和渠道，这是十分正确的举措。然后，这些数据可以为更仔细地诊断和投资筛选或禁止的定制设计提供信息。无论华盛顿做出什么决定，它的规则都可能重塑美国政府与其企业、投资者和世界的关系。

笔记

1. 永久居民不在此列。

2. 数据限制意味着 CSET 无法了解每个投资者在每轮融资中的份额。因此，按价值计算，美国投资者参与融资的比例为 37%，这一上限远远高于美国投资者的实际份额，因为 80% 有美国投资者参与的融资活动，中国或第三国投资者也提供了资本。只有 7% 的融资来自仅有美国投资者参与的融资。

3. 爱德华·M·格雷厄姆和大卫·M·马奇克在他们的书中发现了这个。在国家安全和外国直接投资方面，美国外国投资委员会（CFIUS）设立的最初几年催生了大量的申请，但在审查制度的界限变得更加清晰后，这些申请逐渐减少。

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5月10日的数据。编译如下：

一. 总览

1. 第一季度的产出。

- (1) 第一季度 GDP 增速放缓。
- (2) 消费和政府支出是增长的重要贡献者。
- (3) 库存投资严重拖累了经济增长，而固定投资支出基本不变。

2. 月度指标。

- (1) 3 月份消费者支出放缓，并且个人储蓄率上升。
- (2) 制造业活动在去年年底下跌后陷入停滞。
- (3) 房地产市场保持稳定。

3. 劳动力市场。

- (1) 4 月份就业增长稳健，并且失业率从非常低的水平继续下降。
- (2) 时薪的年度增速有所上升。

4. 通货膨胀。

- (1) 4 月核心 PCE 通胀的同比增速几乎没有变化。
- (2) 公寓租金高企继续放缓，同时二手车价格下跌也明显缓解。
- (3) 食品通胀有所缓解，能源价格指数也低于去年同期水平。

（一）2023 年第一季度产出略低于疫情前的趋势路径。

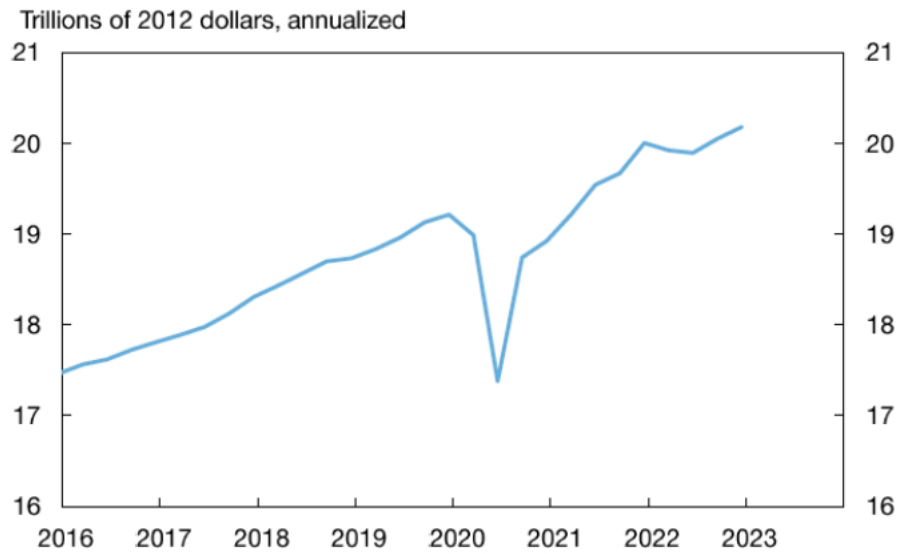
1. 自 2019 年第四季度以来，GDP 的年增长率为 1.6%。

(1) 在 3 月的经济预测摘要（SEP）中，对长期 GDP 增长率的预测中值为 1.8%。

(2) 3 月份蓝筹股调查预计，2025-2029 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 0.75%。

图 1 实际 GDP



数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）4 月份失业率下降。

1. 失业率从 3 月份的 3.5% 降至 4 月份的 3.4%。

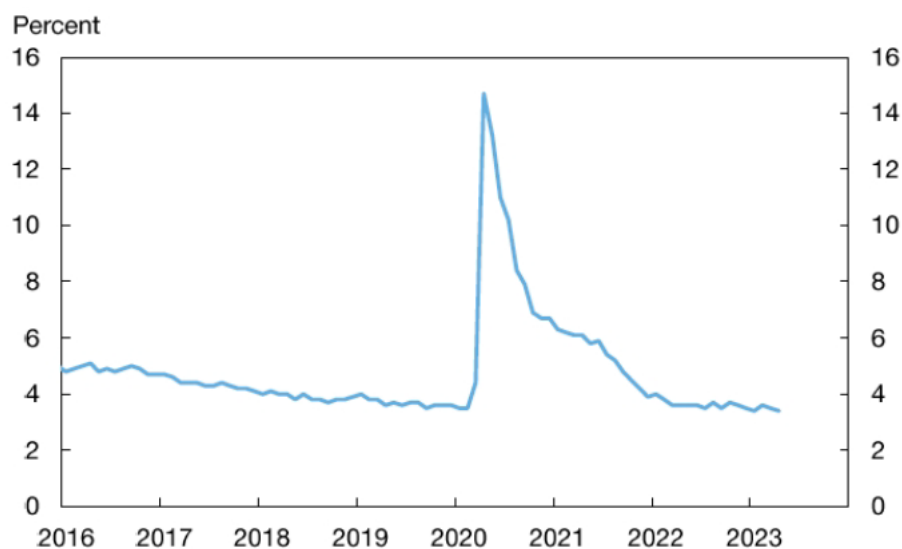
(1) 2022 年的平均失业率为 3.6%。

(2) 劳动力参与率保持不变，比 2019 年的平均水平低了 0.5 个百分点，但比 2022 年的平均水平高出 0.4 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



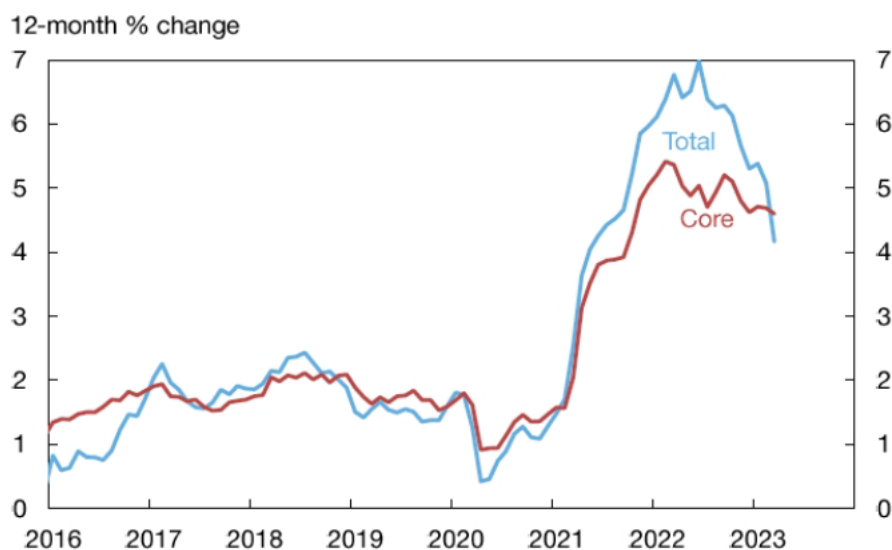
数据来源：美国劳工统计局（BLS）。

（三）3 月份 PCE 通胀有所下降。

1. PCE 通胀的同比增速从 2 月的 5.1% 降至 3 月的 4.2%。

- (1) 食品通胀从 10%降至 8%，同时能源通胀从 5%降至-10%。
- 2. 核心 PCE 通胀从 4.7%降至 4.6%。
 - (1) 核心商品通胀从 2.3%升至 2.5%。
 - (2) 核心服务通胀从 5.8%降至 5.5%。
- 3. 与六个月前相比，核心 PCE 通胀从 4.7%降至 4.3%（年率）。
 - (1) 核心商品通胀从 0.8%升至 0.9%。
 - (2) 核心服务通胀从 6.1%降至 5.3%。

图 3 个人消费支出平减指数



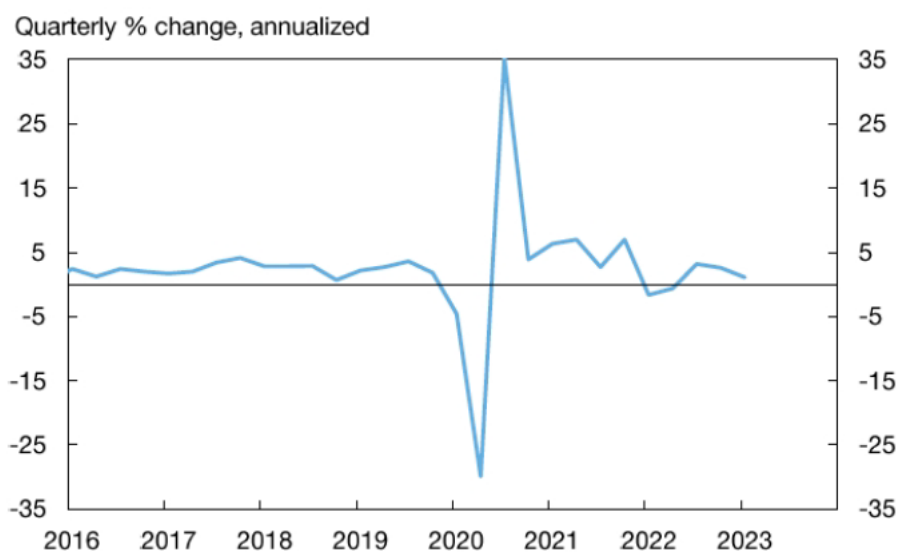
数据来源：经济分析局（BEA）。

二. 经济活动

（一）2023 年第一季度 GDP 小幅增长。

- 1. 第一季度 GDP 年化增长率为 1.1%，而 2022 年下半年 GDP 年化增长率为 2.9%。
 - (1) 四季度变化为 1.6%。
 - (2) 个人消费支出是第一季度增长的主要贡献者，库存投资则拖累了经济增长。
 - (3) 对国内私人购买者的最终销售（消费加上私人固定投资）在本季度稳步上升。
- 2. 第一季度，实际可支配个人收入（Disposal personal income, DPI）以 8.0% 的年率强劲增长。
 - (1) 实际 DPI 同比增长 3.4%。
 - (2) 个人储蓄率从第四季度的 4.0% 上升至第一季度的 4.8%。

图 4 GDP 增长



数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）制造业活动保持稳定。

1. 第一季度制造业指数与上一季度持平。

（1）该指数在 2022 年第二季度走高，在第四季度回落，并在 2023 年第一季度保持稳定。

2. 耐用品产量同比增长 1%，而非耐用品产量同比下降 1%。

（1）耐用品制造业的增长主要由汽车和飞机行业的大幅增长推动的。

（2）化学制品、石油产品和塑料制品的下降抑制了非耐用品生产。

3. 4 月 ISM 制造业指数仍处于较低水平。

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. 名义个人可支配收入的同比增速从2月份的8.5%下降至3月份的8.3%，而实际可支配收入的同比增速从3.2%升至4.0%。

(1) 社会保障收入增长11%，税收下降7%，二者都受到了1月份大规模通胀调整的提振。

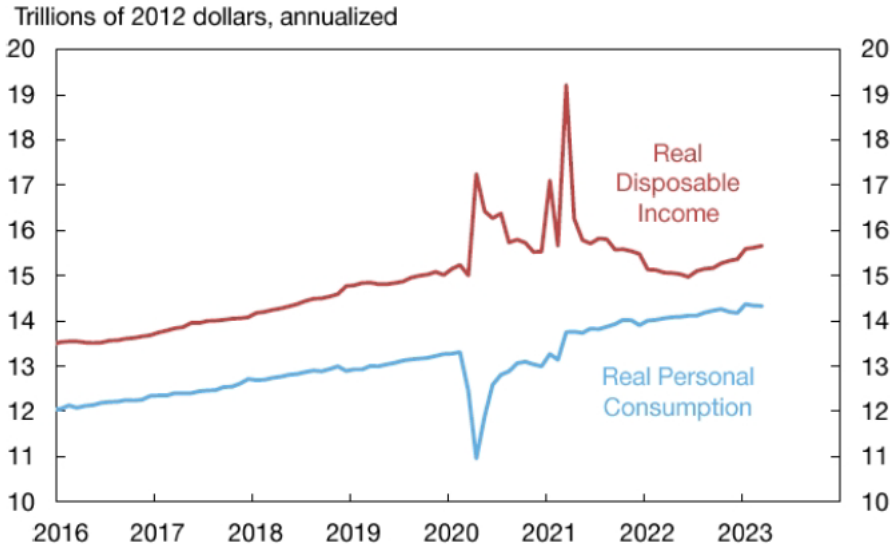
(2) 实际可支配收入仍低于其趋势增长路径。

2. 实际个人消费支出的同比增速从2月份的2.2%降至3月份的1.9%。

(1) 本月个人储蓄率上升至5.1%。

(2) 储蓄率略高于一年前的水平，但远低于疫情前9%的水平。

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）服务业支出增长放缓。

1. 实际商品支出的同比增速从2月份的1.2%放缓至3月份的1.0%。

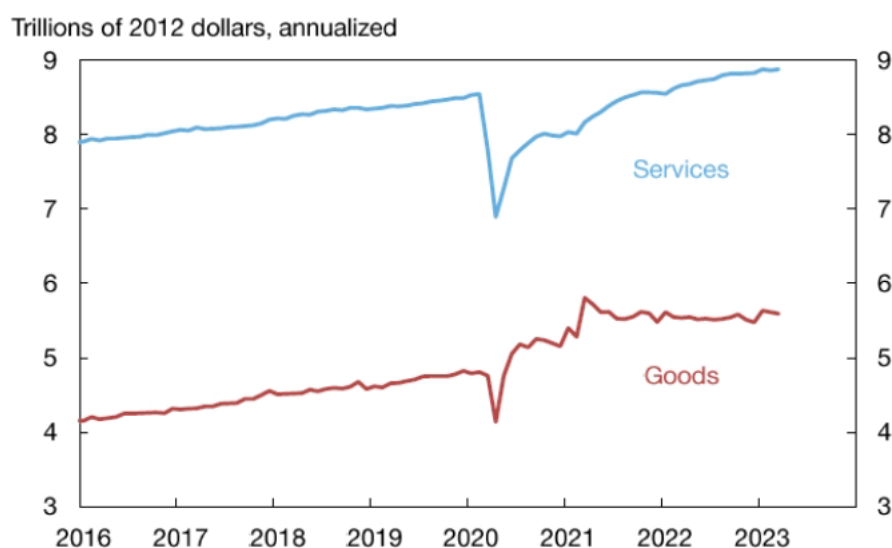
(1) 耐用品支出增长2.5%，同时非耐用品支出保持不变。

(2) 食品采购下降了2%，而汽油采购保持不变。

(3) 自2021年中以来，耐用品和非耐用品的支出基本保持不变。

2. 服务业实际支出的同比增速从2.8%降至2.4%，这在很大程度上是由于交通和娱乐服务的支出下降。

图 7 消费者支出



数据来源：经济分析局（BEA）。

四. 商业部门

（一）2023 年第一季度设备支出再次下降。

1. 实际商业设备支出在第一季度下降 7.3%（年率），是连续第二个季度下降。

（1）本季度设备支出使得 GDP 年化增长率下降了 0.4 个百分点。

（2）所有主要类别的支出都在下降，其中交通和“其他”类别的支出下降幅度最大。

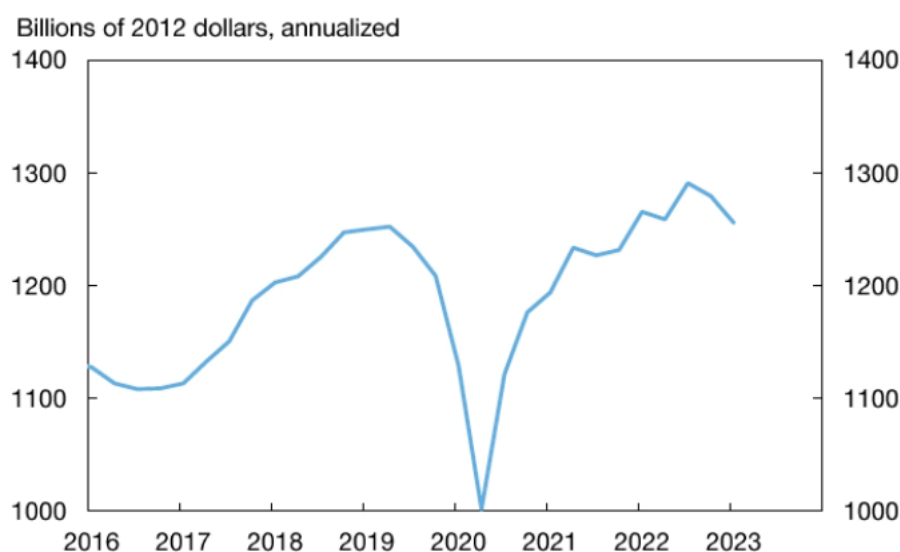
（3）设备支出同比下降 0.8%。

2. 资本货物订单在 3 月略微下降。

（1）名义订单量在 2022 年上半年呈上升趋势，但自 2022 年年中以来几乎保持不变。

（2）自 2022 年年中以来，资本设备价格持续快速上涨。

图 8 设备投资支出



数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）第一季度非住宅建筑支出上升。

1. 第一季度实际非住宅建筑投资支出以 11.2% 的年率大幅增长，连续第二个季度实现两位数增长。

（1） 本季度建筑投资使得 GDP 年化增长率上升了 0.3 个百分点。

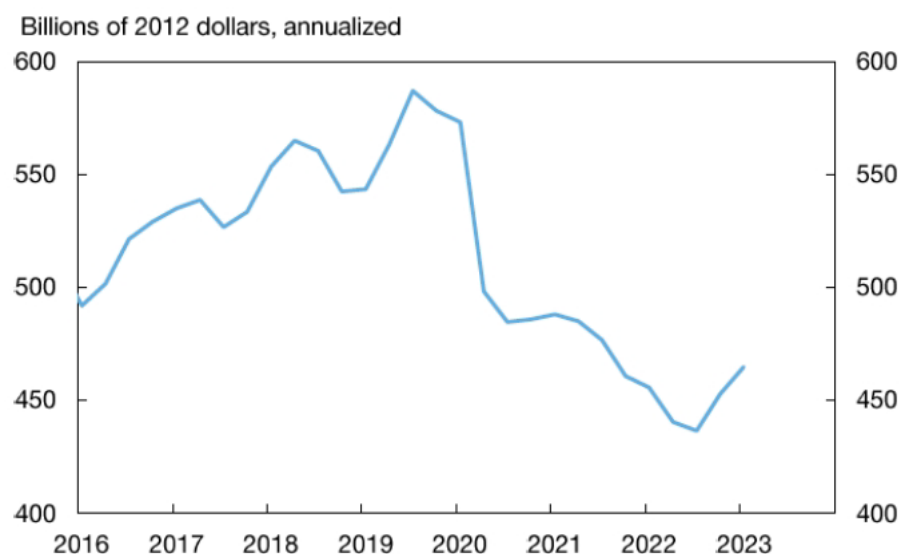
（2） 支出同比增长 2%，但与 2019 年第四季度相比仍下降 20%。

2. 在 2022 年下半年下降后，能源领域的支出在第一季度强劲增长。

（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 7%。

（2） 第一季度制造业的建筑支出再次强劲增长，比 2019 年第四季度的水平高出 12%。

图 9 非住宅建筑投资



数据来源：经济分析局（BEA）。

五. 房地产行业

（一）第一季度住宅投资支出下降。

1. 住宅投资支出下降，使得第一季度 GDP 的年化增长率下降了 0.2 个百分点。

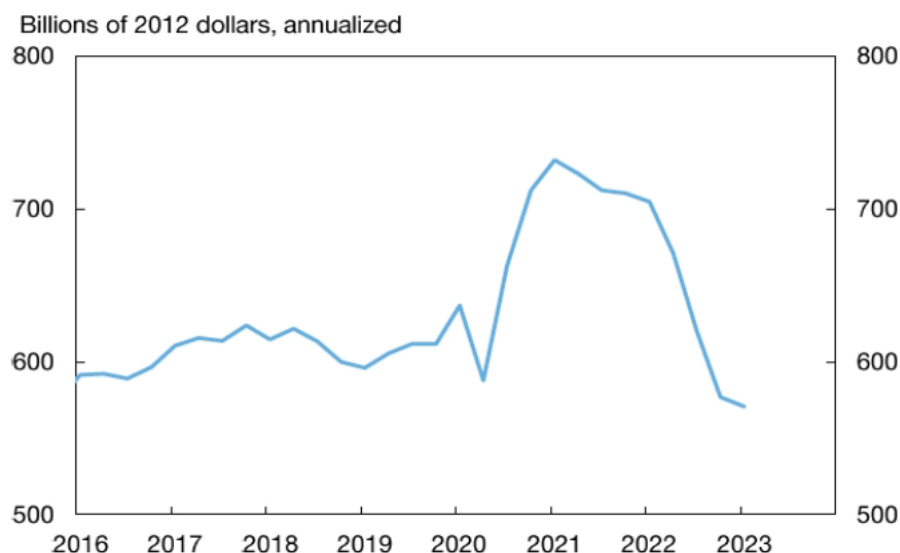
（1） 该季度的投资支出环比下降 4%（年率），并且同比下降 19%。

2. 独户住宅的投资环比下降 21%（年率），而多户住宅的投资环比上升 10%。

（1） 独户住宅的投资同比下降 27%，而多户住宅的投资同比上升 9%。

（2） 第一季度房屋开工量同比下降 17%，其中独户住宅下降 28%，多户住宅上升 6%。

图 10 住宅投资



数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）第一季度现房销售上升。

1. 独户住宅现房销量在第一季度环比增长 16%（年率）。

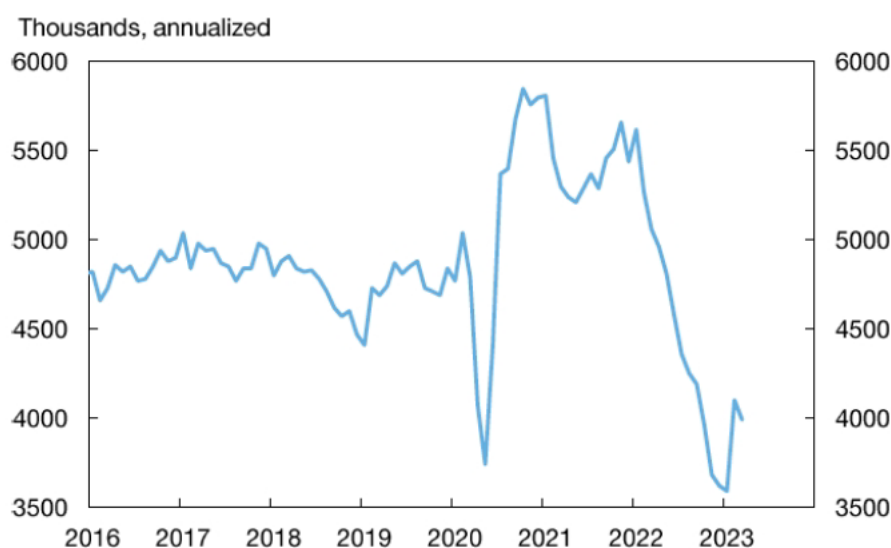
（1） 销售额比 2019 年平均水平低了 18%，较 2022 年第四季度下降的 21% 有所改善。

2. 独户住宅新房销量环比增长 41%。

（1） 销售额比 2019 年平均水平低了 5%，较 2022 年第四季度下降的 13% 有所改善。

3. 从 2022 年 6 月到 2023 年 2 月，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

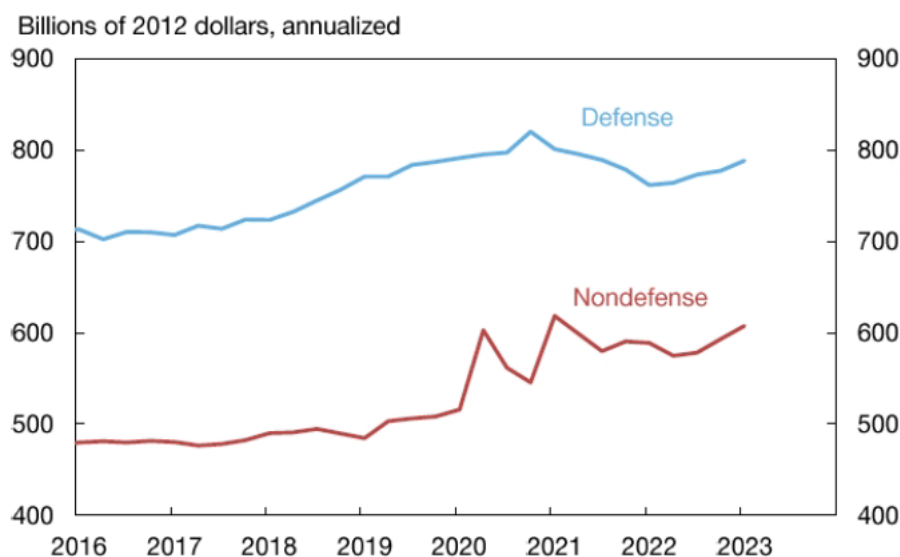
(一) 第一季度联邦支出增加。

1. 联邦政府支出为第一季度 GDP 的年增长率贡献了 0.5 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 0.2 个百分点。

2. 实际总支出高于去年同期水平。非国防支出和国防支出分别同比增长 3%和 4%。

图 12 美国联邦政府支出



数据来源：经济分析局（BEA）。

(二) 第一季度州和地方政府支出增加。

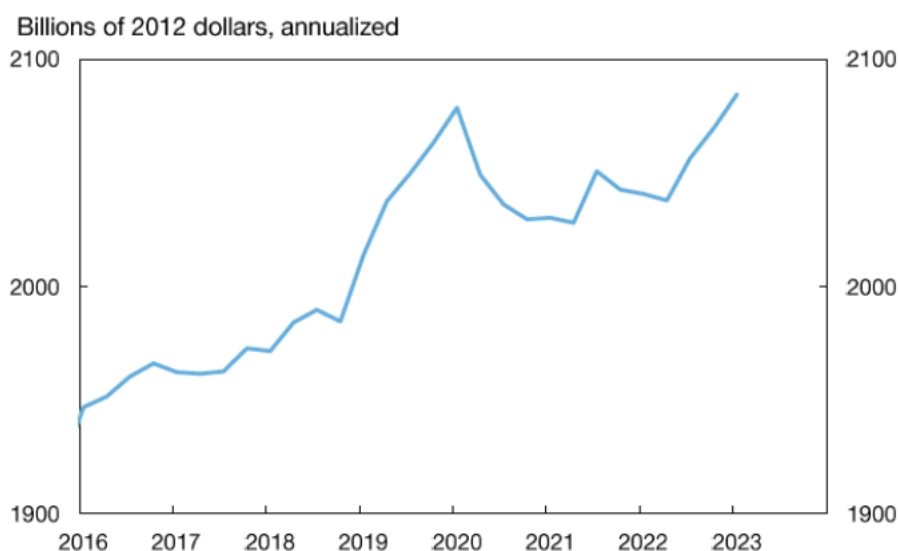
1. 实际州和地方政府支出为第一季度的 GDP 年化增长率贡献了 0.3 个百分点。

(1) 支出同比增长 2%。

2. 州和地方政府的消费支出相比上季度增长了 3%。

- (1) 消费支出同比增长 2%。
- 3. 投资支出环比增长 2%（年率），其中建筑支出下降 1%，设备采购增长 18%，知识产权产品支出增长 3%。
- (1) 投资总支出同比增长 3%。

图 13 州和当地政府支出



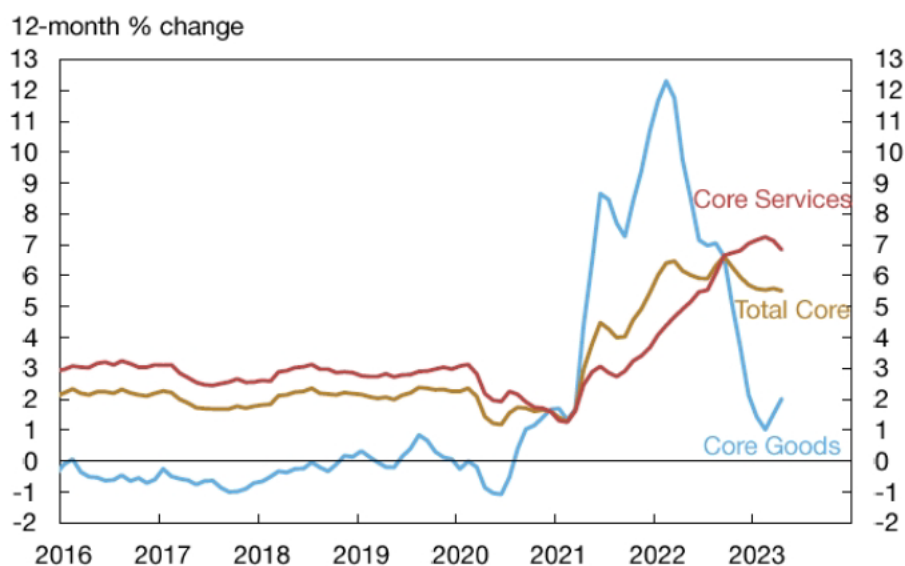
数据来源：经济分析局（BEA）。

七. 通货膨胀

（一）核心 CPI 通胀的同比增速略微下降。

- 1. 核心通胀的同比增速从 3 月份的 5.6% 降至 4 月份的 5.5%。
 - (1) 核心通胀率在过去四个月里一直保持稳定。
 - (2) 核心商品通胀从 1.5% 增至 2.0%，其中二手汽车的通胀从 -11% 增至 -7%。
 - (3) 核心服务通胀从 7.1% 降至 6.8%，其中公寓租金的通胀保持在 8.8% 不变。
- 2. 核心 CPI 在过去六个月增长了 4.8%（年率），高于 3 月份 4.7% 的增速。
 - (1) 核心商品通胀从 -0.8% 升至 0.9%，其中二手汽车通胀从 -20.4% 升至 -10.1%。
 - (2) 核心服务通胀从 6.6% 下降到 6.3%，其中租金通胀从 8.9% 下降到 8.3%。

图 14 核心 CPI 通胀率



数据来源：劳工统计局（BLS）。

（二）住房通胀保持高位。

1. 住房通胀的同比增速从3月份的8.2%降至4月份的8.1%。

(1) 主要住宅的租金通胀维持在8.8%不变，而业主等价租金的通胀则由8.0%上升至8.1%。

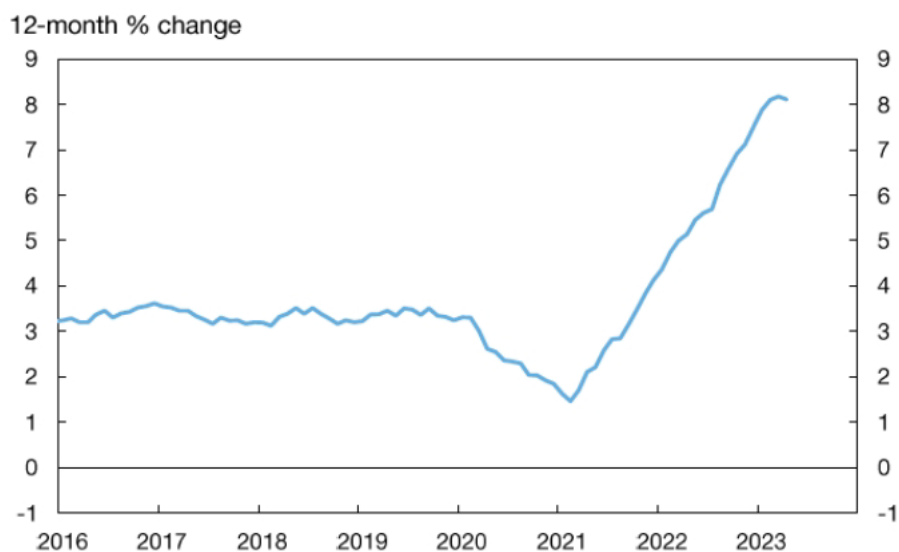
(2) 住宿通胀从7.3%降至3.3%。

(3) 在疫情爆发前的五年里，住房指数以每年3.3%的速度增长。

2. 与过去六个月相比，住房通胀从3月份的8.7%（年率）下降到4月份的8.1%。

(1) 租金通胀从8.9%降至8.5%。

图 15 CPI 通胀：住房



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 4 月增长了 25.3 万人，低于第一季度 29.5 万人的月度涨幅。

(1) 医疗保健业（+4 万人），专业和商业服务业（+4.3 万人），休闲和酒店业（+3.1 万人），金融活动（+2.3 万人）以及政府（+2.3 万人）的增幅最大。

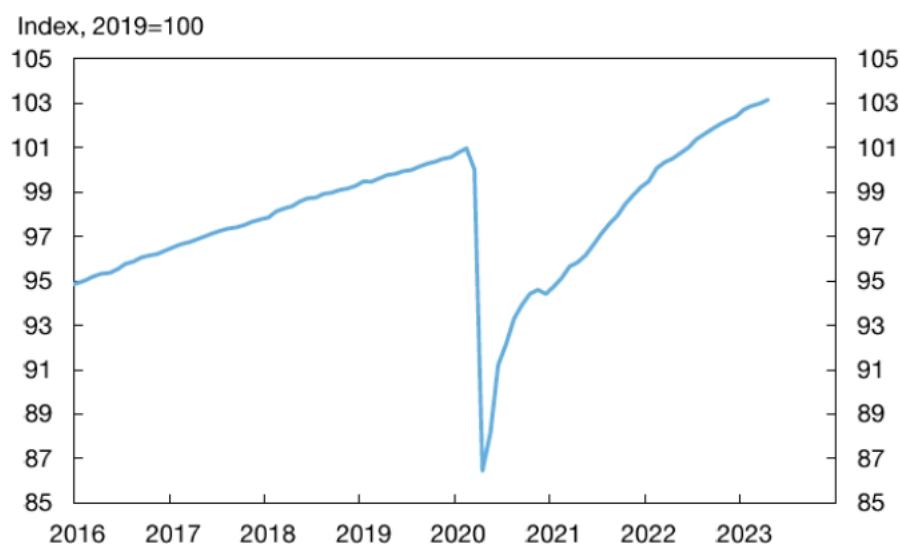
(2) 其他行业的就业人数基本保持不变。

2. 家庭调查的就业人口比率保持在 60.4%。

(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 0.4 个百分点，接近 2018 年的平均水平。

图 16 就业情况



数据来源：劳工统计局（BLS）。

（二）平均时薪增速上升。

1. 平均时薪的同比增速从 3 月的 4.3% 升至 4 月的 4.5%。

(1) 自 2022 年 3 月达到 5.9% 以来，工资的增速一直呈下降趋势。

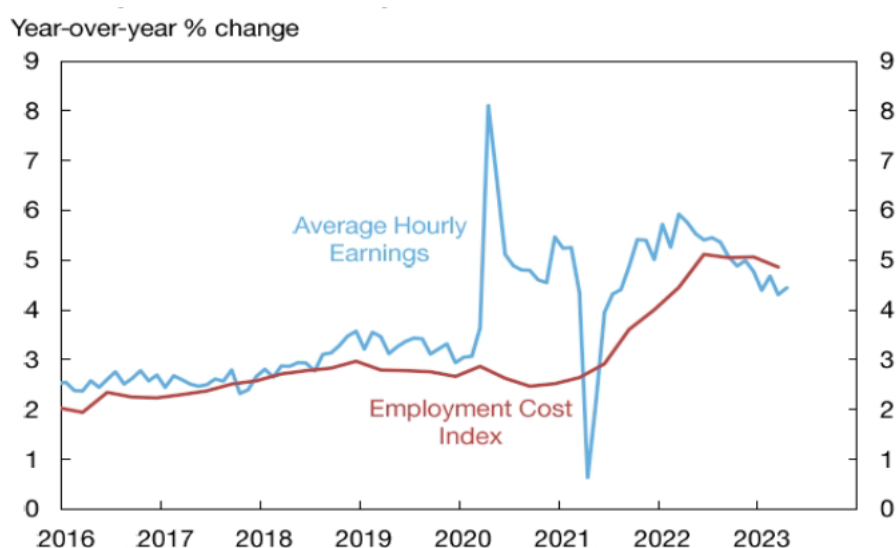
(2) 在过去六个月，工资的增速从 4.2%（年率）上升至 4.3%。

2. 就业成本指数的同比增速从去年 12 月的 5.1% 降至今年 3 月的 4.9%。

(1) 与过去六个月相比，该指数的增速从去年 12 月的 4.7%（年率）降至今年 3 月的 4.6%。

(2) 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）地区商业活动喜忧参半。

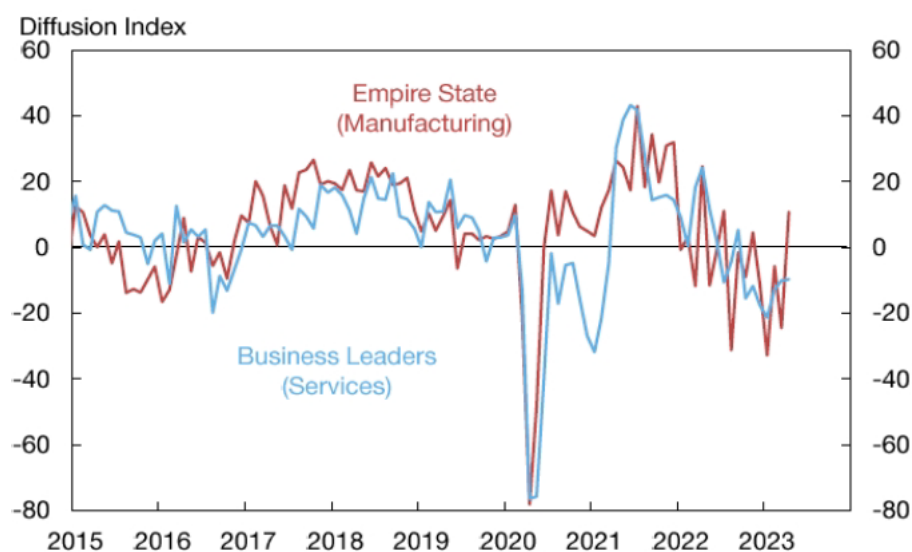
1. 根据 4 月份的地区商业调查，服务业活动继续小幅下滑，但制造业活动几个月来首次出现反弹。

(1) 帝国州制造业调查的整体指数（制造业企业）上升 35 个点至 10.8，这是自去年 11 月以来首次出现的正值。商业领袖调查的整体指数（服务业企业）稳定在-9.8。企业普遍认为在未来六个月情况将不会有改善。

(2) 服务业就业保持不变，制造业就业连续第三个月下降。这是两年来地区服务业就业首次没有增长。

(3) 价格上涨普遍放缓。

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）纽约南部就业增长强劲。

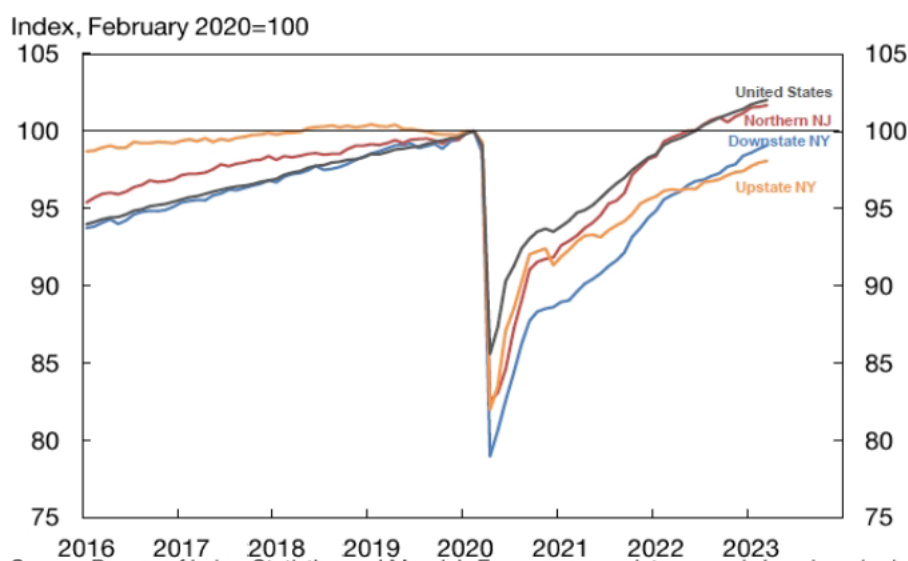
1. 3 月份，纽约州南部和波多黎各的就业持续强劲增长。

（1） 在过去的 12 个月里，纽约州南部的就业增长了 3.4%，新泽西州北部增长了 2.1%，康涅狄格州的费尔菲尔德增长了 1.7%，纽约州北部增长了 1.9%，而全国范围内的就业增长了 2.6%。

（2） 纽约州南部的就业率比疫情前水平低 0.9%，纽约州北部低 1.9%，费尔菲尔德的就业现在已经达到疫情前的水平，而新泽西州北部高出 1.7%，全国则高出 2.0%。

（3） 波多黎各 3 月份的就业同比增长 2.8%，比疫情前水平高出 7.0%。

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）净出口小幅推动了第一季度的经济增长。

1. 第一季度出口和进口均有所增长。

（1） 出口增长为 GDP 年化增长率贡献了 0.5 个百分点，而进口增长使得 GDP 年化增长率下降了 0.4 个百分点。

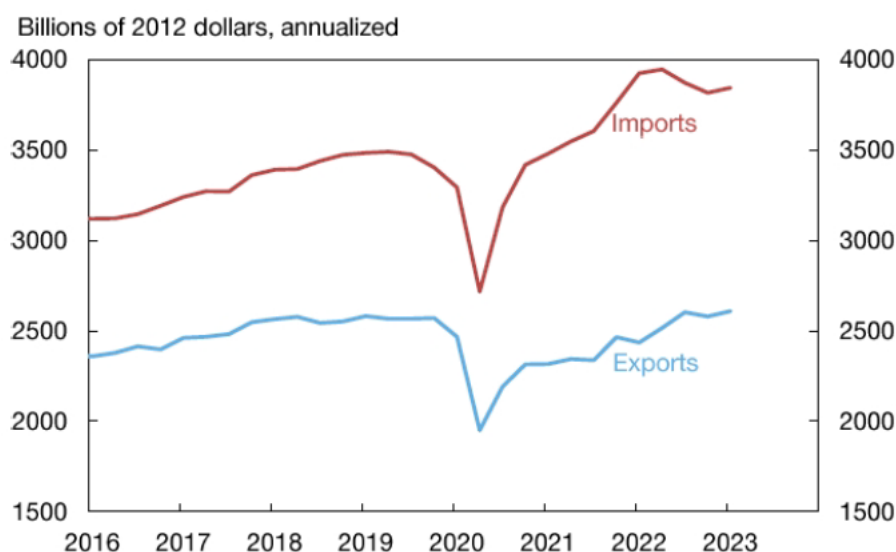
2. 出口在第四季度下滑后出现反弹。

（1） 食品、石油和消费品的出口增长被非石油工业用品和运输服务出口的下降部分抵消。

3. 进口在连续第二季度下降后出现增长。

（1） 汽车和消费品的增长被食品、工业用品和资本品进口的下降部分抵消。

图 20 商品和服务的进出口



数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）油价相对稳定。

1. 油价（以 WTI 原油为基准）从 3 月份的每桶 73 美元升至 4 月份的每桶 79 美元。

（1） 5 月初油价保持在 70 美元/桶附近。

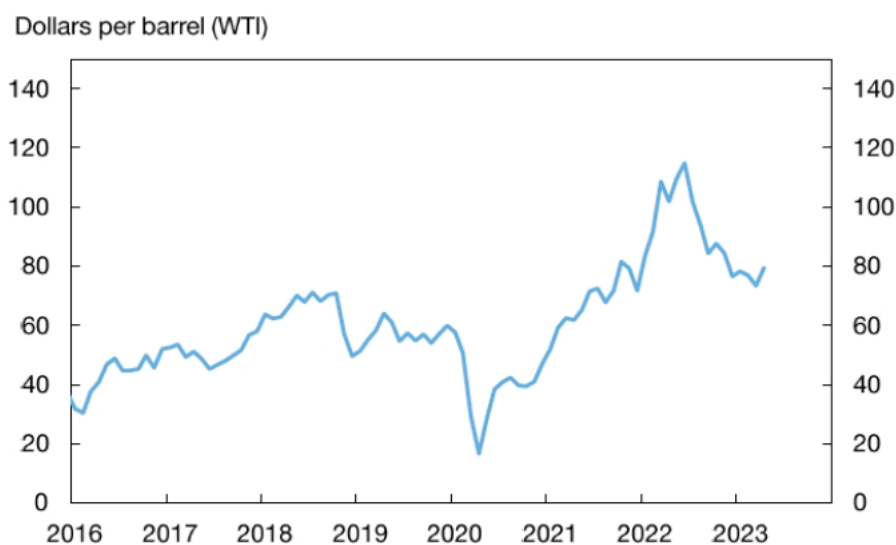
（2） 2021 年和 2022 年的平均油价分别为每桶 68 美元和 95 美元。

2. 美国能源部 5 月的预测显示，2023 年石油全球库存的增长速度将接近 2022 年的增长速度。

（1） 预计今年大部分消费增长将来自中国和亚洲其他地区。

（2） 美国、挪威、巴西和加拿大产量的增加预计将超过欧佩克（OPEC）和俄罗斯产量的下降。

图 21 原油价格



数据来源：能源信息管理局。

十一. 金融市场

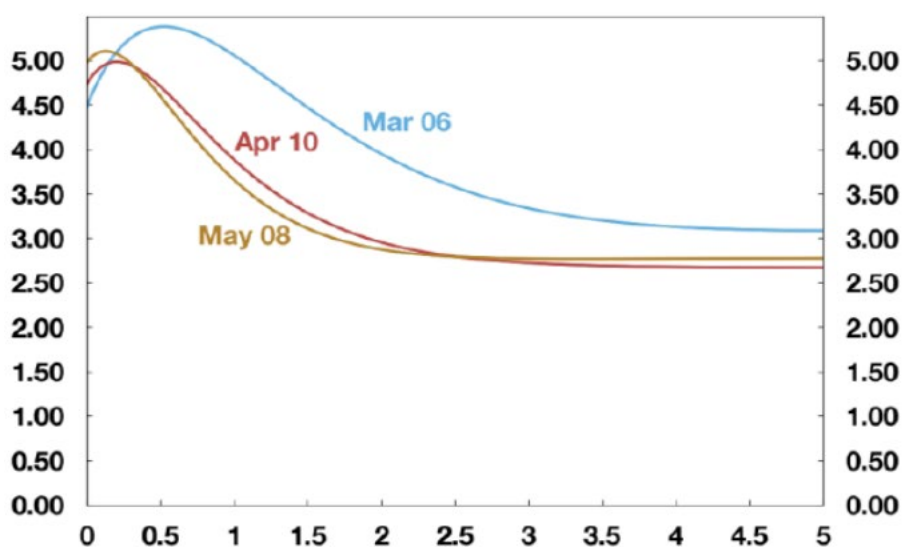
（一）联邦基金利率的隐含路径保持不变。

1. 2023 年 4 月 10 日至 5 月 8 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基本保持不变。大约两个月后，曲线将有一个向下的斜率。

2. 到 2024 年底，市场隐含的联邦基金利率预计降至 2.9%，低于联邦公开市场委员会（FOMC）自 2023 年 3 月以来的经济预测摘要（SEP）4.3%的中值。

3. 在 5 年期限内，市场隐含的联邦基金利率降至约 2.8%，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上升。

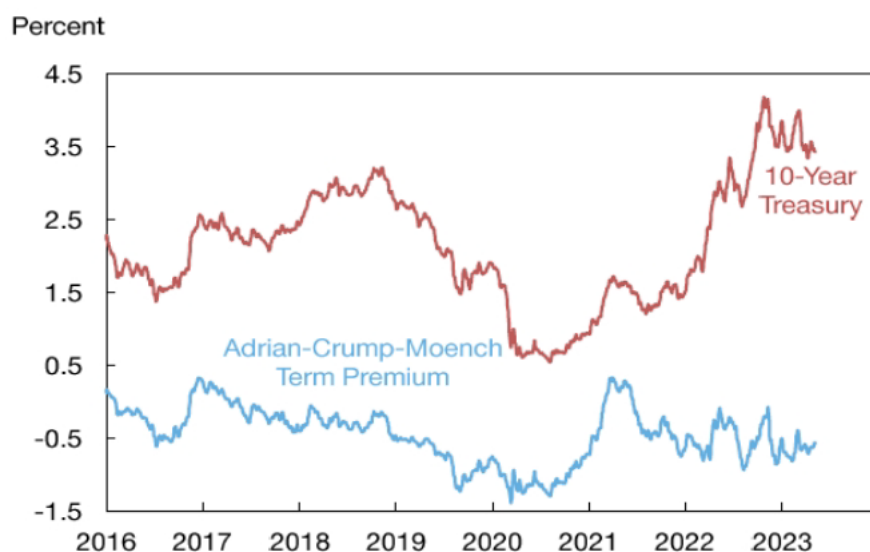
1. 2023 年 4 月 10 日至 5 月 8 日期间，10 年期美国国债收益率上升了 11 个基点至 3.52%。

（1） 疫情爆发前的五年里，收益率平均为 2.25%。

（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 4 月 10 日至 5 月 8 日期间，10 年期美国国债收益率上升主要是因为期限溢价的上升，远远抵消了预期利率路径下降的影响。

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）美国股价略微上升。

1. 以标准普尔 500 指数衡量的美国股价在过去一个月里保持稳定。

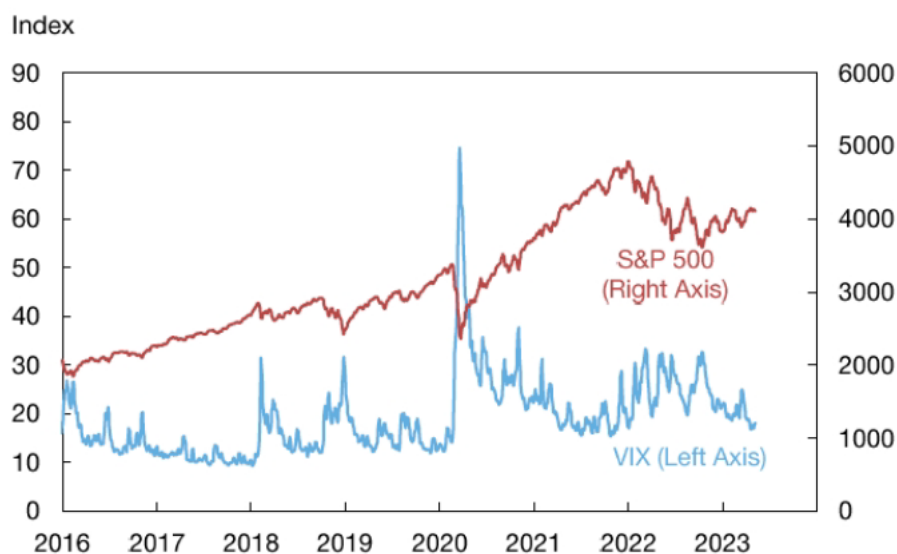
(1) 4 月 10 日至 5 月 8 日期间，标准普尔 500 指数上涨 1%，今年累计上涨 8%。

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 4 月 10 日的 19.0 下降至 5 月 8 日的 17.0。

(1) 该指数最近在 3 月 13 日达到 25.6 点的峰值。

(2) 在过去 12 个月，该指数的平均值为 23.7。

图 24 美国股市指数和波动率



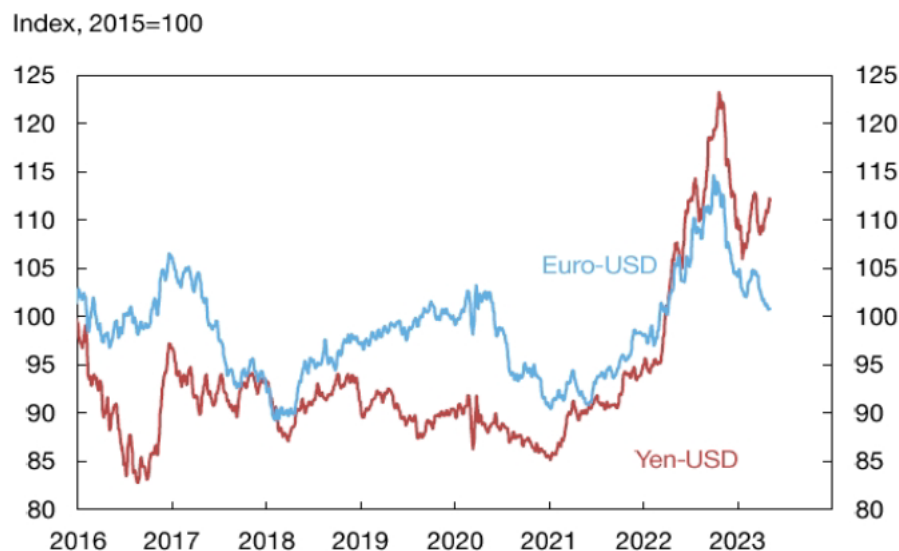
数据来源：S&P 和《华尔街日报》。

注：5 天移动平均值。

（四）美元汇率保持不变。

1. 2023 年 4 月 7 日至 5 月 5 日期间，美联储的美元贸易加权指数保持不变，自今年年初累计下降 2%。
2. 2023 年 4 月 7 日至 5 月 5 日期间，美元兑欧元下跌 1%，兑日元上涨 3%。

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

去美元化是否正在发生？

Barry Eichengreen/文 宋海锐/编译

导读：最近有很多关于美元失去全球主导地位的讨论。本专栏认为，尽管有证据表明美元在外汇储备中分配的份额有所下降，但有关美元不再是全球主导货币的报道则是严重夸大。美元份额下降背后的因素包括中央银行需要干预外汇市场和利率变化，但几乎没有证据表明是制裁产生了影响。美元很大程度上是在向非传统储备货币转变。编译如下：

最近有很多关于美元失去全球主导地位的讨论。本专栏认为，尽管有证据表明美元在外汇储备中分配的份额有所下降，但有关美元不再是全球主导货币的报道则是严重夸大。美元份额下降背后的因素包括中央银行需要干预外汇市场和利率变化，但几乎没有证据表明是制裁产生了影响。美元很大程度上是在向非传统储备货币转变。

“去美元化是真实的，而且正在迅速发生”，这是最近一个被广泛分享的视频帖子的开头。“美元份额从 2001 年的 73% 下降到 2020 年的 55%。自对俄罗斯实施制裁以来，美元份额从 55% 下降到 47%，现在去美元化的速度比过去 20 年快了 10 倍”。这段视频吸引了埃隆·马斯克（Elon Musk）这样的人物的注意，他在推特上写道：“如果你将货币武器化的次数足够多，其他国家就会停止使用它”。

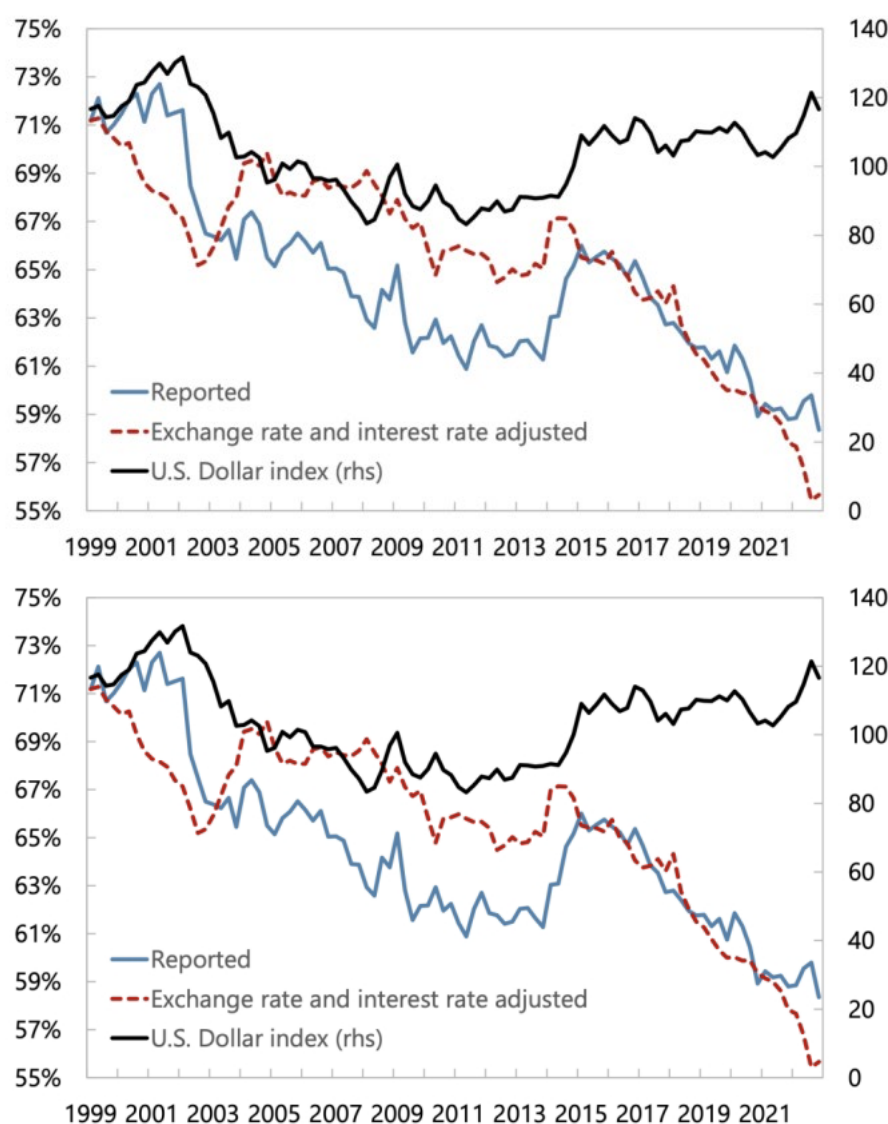
正如读者所知，这个问题并不新鲜。回答这个问题需要以事实为依据的冷静分析。根据国际货币基金组织最新的官方外汇储备货币构成（Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves, COFER）数据库，美元在 2022 年第四季度外汇储备中分配的份额是 58.4%，而不是 47%。这与 2021 年第四季度的 58.5% 相比几乎没有变化，这一数据是当时七国集团对俄罗斯实施金融制裁之前的最新 COFER 数据。

持怀疑态度的人反对说，这些数据被汇率变化扭曲了。美元在 2022 年前三季度走强，这可能推高了美元储备的价值和美元在外汇储备投资组合中的份额。

但央行为应对汇率变化会重新平衡其储备资产组合，这就限制了美元价值对份额的影响。因此，图 1 将报告的 COFER 份额与汇率调整后的份额进行了比较。

美元份额的下降在汇率调整后的数据中很明显，从 2021 年第四季度的 59% 下降到 2022 年第四季度的 57%。但这只是美元的衰退并不是崩溃。如图 1 所示，自 1999 年以来，经汇率调整后，美元在外汇储备中分配的份额平均每年下降 6/10 个百分点。从 2021 年第四季度到 2022 年第四季度下降的 2 个百分点是这个数字的三倍。但举几个例子，同样大幅度的下降在 2002 年、2005 年、2010 年和 2015 年都曾发生过。

图 1 美元在全球外汇储备中的份额和美元指数，1999-2022 年
(%；2006 年 1 月指数=100)



资料来源：Arslanalp 等（2022 年，更新）

美元所占份额下跌的潜在因素之一是各国央行干预外汇市场的需求。美元是最具流动性的干预单位，当中央银行进入市场购买其货币时，美元被广泛使用。因此，美元储备下降。一个突出的例子是 2015 年，当时作为美元储备最大持有国的中国经历了资本外流，并认为有必要进行干预。2022 年美元在外汇储备中所占比重的下降与新兴市场的汇率疲软同时发生，这也并非巧合。

另一个可能引起美元份额变动的机制是利率的变化，因为这会影响债券的市场价值，而外汇储备数据是以市场价值向COFER报告的。由于大多数外汇储备都是利率敏感资产，如果美元债券的利率上升幅度超过以其他货币计价的债券，人们可能会看到美元份额的下降。

零至五年到期的政府债券的总回报指数可用于衡量每个司法管辖区的利率贡献。总回报指数不仅反映了利息支付，还反映了债券投资组合因利率变动而

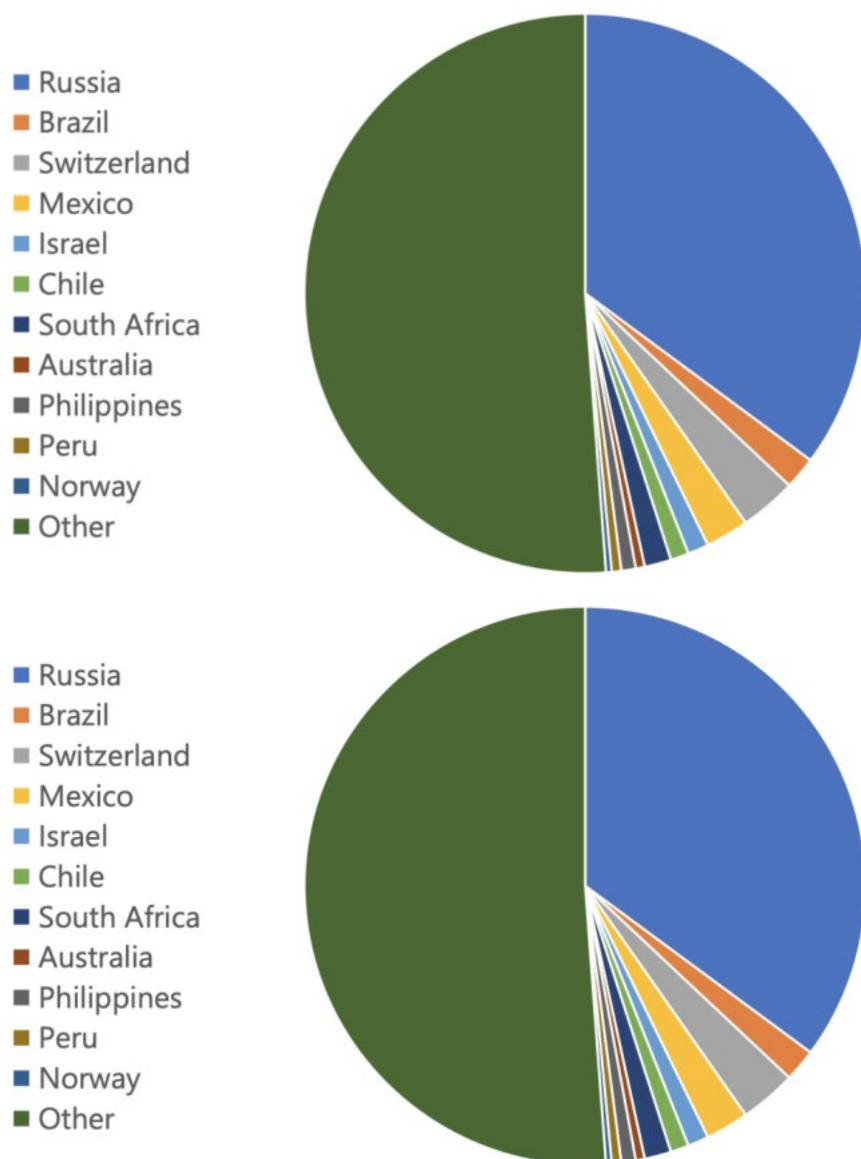
产生的资本收益。根据美国财政部国际资本（Treasury International Capital，TIC）的数据，零至五年期区间涵盖了官方投资者持有的大部分美国国债。图 1 再次显示，美元在外汇储备中分配的份额（现在已经汇率和利率调整后）一直在逐步下降。然而，再次强调，美元份额是逐渐下降的路径而并不是崩溃。

在各国央行逐步、持续地从美元转向其他货币的过程中，金融制裁是否会发挥作用？Arslanalp 等人（2022）利用 80 家中央银行的公开数据，研究了金融制裁对储备货币组合构成的作用。他们没有发现制裁对美元份额产生影响的证据。这并不奇怪，因为美国实施的制裁经常与其他国家协调一致，包括发行其他主要储备货币和国际货币的国家。因此，欧元、英镑和日元并没有成为那些担心“美元武器化”的政府和央行的避风港。

各国央行在寻求躲避制裁的避风港时，可能会转向两个方向，一是黄金，二是非传统储备货币。许多新兴市场央行一直在提高黄金在其外汇储备中所占的比重。这一趋势在 2022 年加速，这一年达到了 21 世纪以来各国央行最大的黄金净购买量。Arslanalp 等人（2023）分析过去的金融制裁对 180 个国家持有的官方储备中黄金份额的影响。他们发现，当前或前两年的制裁对黄金储备份额产生了统计上的显著影响。但量化效应很小——多边制裁的目标国家将黄金在其储备中的比例提高了约 4 个百分点。

为应对最近的金融制裁，另一个可以想象的外汇储备多元化方向是人民币，因为中国没有参与对俄罗斯的制裁。图 2 显示了截止 2022 年底对持有人民币储备的国家分布的最新估计。俄罗斯央行持有全球央行报告的所有人民币储备的近三分之一。俄罗斯的人民币储备数据无法更新，因为俄罗斯央行自 2021 年底以来就没有报告过储备构成。但由于该行的大部分其他货币储备自 2022 年初以来一直处于冻结状态，可以预计自那时以来储备构成不会发生重大变化。

图 2 在外汇储备中持有中国人民币的国家
(作为人民币总持有量的一部分，2022 年底)



注：图表显示了持有 10 亿美元或以上人民币储备资产的国家。菲律宾、俄罗斯和南非的数据分别为 2021 年 12 月、2021 年 12 月和 2022 年 3 月。

资料来源：国际货币基金组织外汇储备、国际货币基金组织储备数据和中央银行年度报告。

2022 年第四季度的 COFER 数据显示，人民币储备占全球总量的 2.7%。除去俄罗斯的份额，理由是该国面临特殊的金融和地缘政治环境，人民币的份额降至约 1.6%。这一相对较小的份额与其他央行一直在大规模转向人民币的说法并不一致。正如张（2023）所指出的，中国的国际交易资产和负债仅占全球总量的 4%。换句话说，中国仍然没有足够的资产和负债来构成美元的真正替代品。

另一种观点来自 Gopinath 和 Stein（2021）的著作，他们强调国际货币不同功能之间自我强化的互补性。作者认为，中央银行之所以持有美元储备，是因为在其国家管辖范围内的银行借入和借出美元，以及国内企业进行和接受跨境

美元支付。人民币在全球支付中的跨境使用仍然很少，约占跨境交易总额的 2%。显然，美元支持持续发挥全球作用的互补性，而人民币并不能提供类似的支持。关于贸易发票和跨境支付货币使用的研究表明，美元继续占据主导地位，欧元也在一定程度上占据主导地位。

那么，如果不是转向人民币，各国央行如何重新平衡其储备资产组合？从美元转向非传统储备货币的主要原因是韩元、挪威克朗、加拿大元、澳大利亚元和新加坡元。表 1 显示了这些非传统储备货币（包括人民币）在全球储备中所占份额的最新数据。

表 1 2021 年底外汇储备中分配的非传统货币

	in bil US\$	as % of Total
Total	1239	100%
Australian dollar	221	18%
Canadian dollar	287	23%
Chinese renminbi	337	27%
Swiss franc	21	2%
Other	372	30%
Korean won	127	10%
Swedish krona	50	4%
Singapore dollar	84	7%
Norwegian krone	51	4%
Danish krone	30	2%
New Zealand dollar	13	1%
Hong Kong dollar	18	1%

	in bil US\$	as % of Total
Total	1239	100%
Australian dollar	221	18%
Canadian dollar	287	23%
Chinese renminbi	337	27%
Swiss franc	21	2%
Other	372	30%
Korean won	127	10%
Swedish krona	50	4%
Singapore dollar	84	7%
Norwegian krone	51	4%
Danish krone	30	2%
New Zealand dollar	13	1%
Hong Kong dollar	18	1%

注：“其他”货币的规模是根据 2014 年 Arslanalp 和 Tsuda 的数据估算的。

资料来源：货币基金组织、COFER 和消费价格指数。

在某种程度上，向非传统货币的转向反映了这样一个事实，即在传统储备货币的利率接近于零或在某些情况下为负的时期，非传统货币提供了相对有吸引力的风险/回报状况。如今，在大多数情况下，利率已大幅回升至正值区间，因此值得思考的是，这种转向非传统储备货币的趋势是否会持续下去，或者相反，目前收益率为正的美元等传统储备货币是否会重新受到青睐。

借用马克·吐温（Mark Twain）的一句俏皮话，人们可能会说，有关美元消亡的报道被严重夸大了。

本文原题为“Is De-Dollarisation Happening?”。本文作者是 Barry Eichengreen 是加州大学伯克利分校的主席兼杰出经济学教授和政治学教授，是国家经济研究局的研究员和经济政策研究中心的研究员。本文于 2023 年 5 月 12 日刊发于 VoxEu 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

从硅谷银行的非受保存款挤兑中吸取教训

Enrico Perotti/文 刘铮/编译

导读：对在破产的硅谷银行持有大量存款的现金充裕的公司的公共救助，清楚地表明，社会仍然受制于未受保的索赔权。本文建议，当资金流出规模变大时，通过闸门（即临时或部分暂停赎回）和浮动定价相结合，可以应对任何未受保存款的索赔权。这将确保企业获得所需的流动性，而不会造成资金流出升级，同时避免保证存款绝对安全。编译如下：

对在破产的硅谷银行（Silicon Valley Bank，SVB）持有大量存款的现金充裕的公司进行公开救助，可能被视为给社会中的超级富豪阶层提供令人尴尬和不合时宜的礼物。尽管对所有其他银行征收资金税使救助计划合法化，但经验表明，社会仍然受制于未受保存款可能的索赔。

《巴塞尔协议 III》（Basel III）旨在通过充足的资本和流动性支持对中介机构进行监管，以确保银行机构的安全性。不幸的是，美国很快就撤销了这些监管，甚至对硅谷银行（SVB）、第一共和银行（First Republic）和签名银行（Signature Bank）等大型地区性银行也是如此。当企业存款人突然迅速取款时，这些银行面临崩溃或被接管。尽管最终原因是传统上对长期利率的投机行为和监管权力削弱造成的，但同期瑞士信贷（Credit Suisse）的破产表明，即使对受 Basel III 监管的银行来说，在对企业存款评估的低流动性风险权重方面也过于乐观了。现在需要一个结构性的解决方案。

Dewatripont 等（2023）审查了一些选项。尽管许多银行仍未满足当前的要求，但通过新的处置规范的结构性的解决方案，将在违约情况下扩大损失吸收能力，使其超出当前总损失吸收能力（total loss-absorbing capacity，TLAC）和自有资金和合格负债最低要求（minimum requirement for own funds and eligible liabilities，MREL）规范的水平。这种投资者自救不可避免地要求银行违约，但当局不愿采取预防性行动，承认任何银行困境，因为任何银行违约的迹象都可能自我实现。目前，预防性资本重组太容易受到未保险存款挤兑的影响。

巴塞尔协议 III 设想在银行持续经营的情况下，通过可转换债券（contingent convertible，CoCo）转换对银行进行资本重组，（Kashyap 等，2008；Hart & Zingales，2011），从而允许这种债务计为 AT1 资本。然而，事实上或设计上，持续经营转换从未被触发（Glasserman & Perotti，2017），因此所有的可转换债券债务都在违约时转换，直到瑞士将其 AT1 可转换债券全部转换。言下之意是，除非可转换债券可以“像瑞士一样”顺利转换以实现有序出售，否则它们不应被允许作为银行的一级资本，因为事实上它们只有在违约时才能转换（Perotti，2023a）。

第二种极端的解决方案是将公共保险扩展到企业存款（Heider 等 2023）。虽然过去的经验表明，存款保险的结构定价水平较低，且不具备风险敏感性，但据称这种方案将通过提高存款保险费来获得资金支持。根据 Dewatripont 等

(2023)的说法,“仅对企业 25 万美元或 10 万欧元以下的存款提供保护,意味着迫使它们面对不必要的风险,对于一些大公司来说,这几乎跟没有给他们提供保险一样——这可能会带来极高的经济代价。”然而,为企业存款提供全额保障的经济理由还远未明朗。硅谷银行的客户和大多数企业存款人持有大量超出当前运营需求的存款作为价值存储。公众并不迫切需要为企业现金储备提供全额保障。公司通过承担商业风险来赚取利润,并可以承担适度的价格风险以换取即时的流动性。尽管公司需要可靠的价值储存手段,但它们可以投资不承诺安全本金的货币市场基金(money market funds。MMFs)来实现这一目标(而且他们经常这样做)。商业股权投资者因承担风险而获得回报,并且已通过有限责任受到个人保护。相比之下,受保存款为社会提供了重要的基本安全保障。

显而易见的稳定性问题是,允许对企业或大额个人存款提供不设上限的担保是幼稚的,即使通过制定一些规则来平衡风险。经验表明,公共保险往往定价过低,助长了风险激励。过去几十年来,我们相信存款保险已经消除了挤兑,直到我们发现它刺激冒险行为,甚至比预期或已进行风险定价的更多。早期的证据来自采用存款保险的发展中国家更频繁的银行危机。

目前,确保私人储蓄安全的公共责任是通过向所有家庭提供限额的最低安全存款额来实现的。罗斯福政府创建了这种形式的存款保险,并在全球范围内复制,目的不仅仅是限制银行挤兑。这并不意味着要为企业安全创造一个不断扩大的公共责任。

从近期货币市场基金大规模赎回的监管经验中,可以得出一些有效的替代方案。MMF 作为大型的企业现金池,是企业存款的天然基准。他们提供两种类型的解决方案。第一种是在资金快速外流时实施“闸门”(临时暂停交易)。另一种是通过稳健的浮动定价机制对稀缺的流动性进行定价,以增加面值的折扣。这些解决方案可以满足工资发放等基本的流动性需求,但不承诺对公司现金余额提供 100%的公共支持。

在任何银行挤兑中,允许资金始终以面值流出,自然会稀释未提款人的利益。因此,一旦资金开始外流,所有存款人都有挤兑的动机。为了避免引发挤兑激励的升级,关键是要减缓和阻止资金快速外流。一个解决方案是以企业存款最低风险余额的形式设置资金外流闸门。Cipriani 等(2023)提议允许对于未受保的大额存款,除了一小部分(他们提议为 5%)外,其他在 30 天内支付——尽管其优先级低于滚存存款。

本专栏建议,当资金外流规模较大时,应对任何未投保的索赔权采用闸门(即暂时或部分暂停赎回)和浮动定价相结合的方法。这样将确保企业获得所需的流动性,而不会造成事态升级,同时也避免提供绝对安全的保障。只要挤

兑激励被流动性不足的适当定价所遏制，反映流动性冲击的资金外流就不会升级为全面挤兑。

在拟议的货币市场基金监管改革中，设想采取大额资金流出触发浮动定价的方法，以确保投资者认识到流动性风险并对其进行定价。这项改革旨在满足必要的流动性流出（如 2020 年 3 月），同时减少额外的挤兑激励以避免稀释。

如果保持当前的规范，公共当局将不得不一次又一次地支持任何对绝对安全和保证流动性的承诺，这远远超出了家庭或企业当前运营所需的范围。扩大公共保险将以过度创造保险承诺的代价来阻止挤兑，这是不合理的。一项扎实的改革必须认识到，超出交易需求的企业现金储备最好在货币市场基金结构下满足，这可以在银行内或外进行，其中挤兑激励由浮动定价和适当的闸门控制（Cipriani 等，2023）。强制浮动定价——美国证券交易委员会（Securities and Exchange Commission，SEC）针对 MMF 提出的关键提案，将为有需要的人保留获得流动性的渠道，同时通过抑制对极端稀释的自我实现的担忧来减少挤兑激励。

保护针对家庭和小企业对最低价值储存需求的安全价值储存的有限获取，似乎是一项自然的公共任务，尤其是因为它为中介提供了广泛而稳定的基础（Perotti，2023b）。公共政策还应保护企业获得可靠的现金储备。然而，在任何情况下，以可要求的条件保护公司现金的确切名义价值，都不符合基本的公共目的，而且会导致通胀和财政风险。存款保险是有上限的，同样的原则应适用于任何形式的私人索赔公共保险。

对于那些作为企业价值储存手段而不是基本支付所需的寻求安全的可要求债权，应该转移到货币市场基金或受非流动性定价影响的同等中介机构，或者根据调整后的条款继续作为银行存款。因为对于企业而言，可靠的商业流动性需要低价格风险，但不需要完美的安全性（Gorton，2017）。如果把两者混淆起来，就会导致经济学上的错误判断，并容易被特殊利益集团所滥用。此外，无限保险也将不可避免地代表着商业风险的社会化以及定价扭曲，基于这两个理由，它似乎不是一种合法的公共责任。

本文原题为“Learning from Silicon Valley Bank’s Uninsured Deposit Run”。本文作者 Enrico Perotti 是阿姆斯特丹大学的国际金融教授，同时也是欧央行 ESRB 咨询科学委员会成员，研究平台“可持续未来”的创始人和主任。本文于 2023 年 5 月刊于 Vox 官。[单击此处可以访问原文链接。](#)

国际金融与地缘政治

Barry Eichengreen/文 张丝雨/编译

导读：最近的事件，特别是美国及其地缘政治盟友对俄罗斯实施的金融制裁，以及美国和中国之间日益加剧的经济和政治紧张局势，凸显了地缘政治在塑造全球货币和金融关系中的作用。这些事态发展对未来的影响将取决于美中紧张关系如何发展。在下文中，我将考虑两种情况：现状情况和关系中断情况。前者将看到渐进的国际储备和金融资产更多从美元转向人民币。后者认为，国际金融体系将分化为以各自货币为中心的两个竖井，对全球经济产生极具破坏性的影响。编译如下：

介绍

经济学家将国际货币和金融安排视为促进商品和初级商品的互利交易，并有利于在国内外寻找有利可图的投资机会，而政治学家则将其视为政治构想，其设计反映了能够影响其运作的国家的利益。因此，1914 年前的金本位制使当时领先的商业、金融和军事强国英国能够根据当地需求调整国内和国际金融条件，同时提供大部分贸易信贷并在全球范围内广泛投资（Polanyi 1944，Eichengreen 1985）。布雷顿森林体系的设计包含了美国对稳定汇率、开放经常账户和美元的全球作用的重视，由于美国在第二次世界大战后拥有独特的金融和地缘政治影响力，它可以有效地将这些优先事项强加给世界大部分地区（Gavin 2007）。通过使调整机制更加对称和创建特别提款权以补充美元流动性来改革该体系的早期尝试，在政治和经济上都出现了分歧（Strange 1971）。最近，无论是 20 世纪末欧元的诞生，还是 21 世纪初人民币的国际化，都是为了取代以美元为中心的国际货币和金融体系，这些行为既有政治原因，也有经济原因——也就是说，在很大程度上是为了推进政府的政治议程（Frieden 2000）。这种地缘政治视角与经济学家的典型做法截然不同，经济学家通常会询问汇率变化和 international 货币体系的其他方面是否有助于贸易平衡和相关变量的调整，是否存在全球安全资产短缺，或者欧元区是否是最优货币区。

最近发生的事件，特别是美国及其地缘政治盟友对俄罗斯实体实施的金融制裁，以及美国和中国之间日益加剧的经济和政治紧张局势，使这些问题凸显出来。俄罗斯央行（Bank of Russia）已将剩余的储备资产从美元转向人民币。俄罗斯增加了人民币和中国跨境银行间支付系统（CIPS）的使用，作为纽约清算所（CHIPS）、清算所自动支付系统（CHAPS）和欧洲清算所的替代品。更普遍的是，制裁俄罗斯银行被认为预示着更广泛地使用金融手段来推进地缘政治目标。因此，即使是考虑到自己也可能在某个时候落入美国地缘政治圈内，各国政府也会对这种所谓的美元和美国银行系统的武器化感到担忧。因此，他们正在寻找美元储备和支付的替代方案或至少是补充方案。

因此，一系列并未明显与俄罗斯或西方结盟的国家与中国人民银行签署了建立海外人民币清算行、货币互换和本币支付的谅解备忘录。2022 年 11 月，中国与巴基斯坦和阿根廷达成了新的清算安排。去年年底，习近平主席访问了沙

特阿拉伯，讨论将该国对中国的石油出口支付款项转为人民币的可能性。2022年底，中国与海湾合作委员会举行峰会，承诺增加从海湾合作委员会国家进口石油和液化天然气，并对这一石油和天然气贸易进行人民币结算（Yee 2022）。今年 2 月，中国人民银行和巴西央行宣布了一项关于开设离岸人民币清算行的协议，以促进巴西的人民币清算。同样在 2 月，伊拉克中央银行宣布了一项计划，首次允许与中国的贸易直接以人民币结算，此前从中国的进口完全以美元融资。

可以肯定的是，这些担忧并不是刚刚出现的。从 1965 年的吉斯卡尔·德斯坦（Valéry Giscard d'Estaing）到 2009 年的周小川，政策制定者都对美元在国际金融中的主导地位以及这一地位赋予美国的影响力表示不安。学者们很早就意识到政治联盟影响着国际贸易的格局和方向，（Haim 2015；Eichengreen, Mehl and Chitu 2021）与央行外汇储备的货币构成（Eichengreen, Mehl and Chitu 2019）。尽管如此，最近的事件强调了这些联系。他们强调，中国正在努力创造一种替代以美元为基础的国际货币和金融体系，同时至少某些其他国家显然愿意与中国的这一平行体系休戚与共。

这些发展对未来意味着什么？答案将取决于美俄关系如何发展，更重要的是，取决于美中紧张关系如何发展。在下文中，我将考虑两种情况。首先是维持现状的情景。在这种情况下，美国和中国在中国台湾、半导体和人权问题上的紧张关系继续升温。拜登政府及其继任者维持特朗普时代对中国进口商品征收的关税，而中国同样维持其报复性关税。美国继续控制对中国的高端人工智能芯片、先进计算和半导体制造产品的出口，同时限制美国公司在中国投资生产高端双重技术产品的能力，而中国则以限制向美国出售高科技产品、稀土和其他产品作为报复。正如中国政府已经做的那样，两国将在世界贸易组织等场合挑战对方的措施。然而，尽管如此，两国之间的贸易仍将继续，而且它们仍将是彼此的第一或第二大贸易伙伴。美国政府实施的制裁仍将仅限于中国政府的特定机构和成员、中国人民解放军及其附属机构，而不是美国对俄罗斯政府和其他俄罗斯实体实施的更全面的制裁。

第二种情况是中美经济和金融彻底决裂。美国政府可能会得出结论，中国正在向莫斯科提供军事装备和其他形式的援助，使俄罗斯能够进一步对乌克兰发动战争。然后，美国将以二级制裁作为回应，冻结中国政府对其持有的美国国债和其他美元资产的使用权。（更准确地说，它将指示其他资产的保管人不要与中国同行做生意）。中国政府将采取报复措施，暂停美国银行和公司在中国的金融资产。在第二种情况的一个更极端的变体中，中国将入侵中国台湾，同时中国将采取行动削弱美国在该地区的军事能力。美国和中国实体之间的金

融交易将停止。两国之间的贸易将停止。全球经济的影响，以及作为本文重点的跨境货币和金融流动的影响，将是可怕的。

基础知识

众所周知，美元占通过环球银行金融电信协会（SWIFT）发送的跨境支付的 40%以上，而美国一些主要地缘政治盟友的货币欧元占另外的 40%。人民币可能是与环球银行金融电信协会（SWIFT）联合使用的第五大支付货币，但其在个人客户和个人发起的全球支付中所占的份额仍然只有 2%。显然，人民币是最重要的跨境支付工具，主要是对中国本身而言。根据中国人民银行的数据，2021 年中国 48%的跨境收支是以人民币进行的（包括 SWIFT 捕获的以及通过下文进一步讨论的其他平台实现的）。

同样，美元是全球出口的 40%的计价货币，而欧元占世界总量的另外 40%（Boz et al 2020）。相比之下，人民币在全球结算中所占的份额非常低。尽管数据不完整，但 Georgiadis、Le Mezo、Mehl and Tille 2021）将所有可获得相关信息的国家的中位数定在贸易的 1%左右。尽管俄罗斯一直在尽快加大人民币在出口结算中的使用，但人民币仍仅用于结算俄罗斯出口总额的 15%（Dulancy, Gershkovich and Simanovskaya 2023; Stognei 2023）。人民币约占外汇市场交易额的 5%，而美元则占全球货币互换交易总额的 88%。所有这些都表明，中国在推动人民币成为美元支付和计价货币的有意义替代品方面还有很长的路要走。

作为一种价值储存手段，人民币也落后于美元。对于央行来说，情况也是如此：美元仍是遥遥领先的主要储备货币，占全球已确认储备的近 60%。在撰写本文时，人民币的份额仍不到 3%。很大一部分人民币储备由一个国家持有，即俄罗斯，该国面临着特殊的地缘政治和金融环境（关于这一点，见图 1）。除去俄罗斯的部分，人民币在国际储备中的份额看起来就更不重要了。

对央行来说是这样，对投资者来说也是这样：中国的外部资产和负债虽然增长迅速，但按照美国和其他发达经济体的标准，相对于其 GDP 仍然非常低。中国仅占全球海外资产和负债的 4%，而其在全球贸易和全球 GDP 中的份额分别为 13%和 18%（Zhang 2023）。到 2021 年左右，中国的外部资产占 GDP 的 50%多一点，而美国为 150%，日本为 220%，德国为 300%，英国约为 500%。在这一指标上，中国甚至落后于墨西哥、巴西和南非。

在某种程度上，中国较低的外部资产和负债比率反映了其维持资本管制，这限制了居民和外国人对外部资产和负债的获取。尽管其中一些管制正在放松，但仍存在重大限制。中国继续限制所谓的自由投资者（对冲基金等）进入其证券市场，对养老基金和央行等相对稳定的投资者给予特权。这些措施限制了除养老基金和央行以外的非中国实体使用人民币以及中国银行和金融体系作为跨境交易工具的能力。

尽管如此，其他因素，如人均 GDP 水平低于发达国家，也可能导致中国相对较低的外部资产和负债比率。Zhang（2023）考虑了中国深化其金融市场和资本账户自由化的未来。她发现，根据经济发展水平相当的国家的经验，即使这样也只能将中国的外部资产提高到 GDP 的 80%左右，而主要发达经济体则为 150%至 300%。

在过去 15 年的大部分时间里，中国逐步放松了对内和对外金融投资的管制，正如所指出的那样，尽管这些努力在 2015 年遭遇了挫折，当时资本账户自由化在国内金融改革之前推出，导致股市崩盘引发资本外逃，并导致当局收紧政策（Eichengreen and Xia 2019）。中国在 2022 年春季和秋季出现了另一次大规模资本外流，因为投资者对 COVID 封锁对经济的负面影响、美中紧张局势和美元升值（反映了美联储的限制性政策）做出了反应。人们不禁要问，这种资本外流是否会再次导致中国官员暂停资本账户自由化的行动。尽管如此，总体方向是朝着更加开放的资本账户前进，这一点是明确的。

人民币“绝对主义者”认为，在中国取消剩余的资本管制之前，人民币无法获得重要的国际地位。这种绝对立场过于强硬。非居民可以通过向中国出口来获得人民币存款；当中国实体发放以人民币计价的贷款时，他们可以获得这些贷款，包括通过政府的“一带一路”倡议。然后，他们可以使用这些人民币余额从中国供应商那里购买商品，人民币是这些供应商的首选货币，并通过授权渠道（Eichengreen, MacCaire, Mehl, Monnet and NAEF 2022）购买中国金融资产。人民币离岸市场的存在意味着，不是获准在中国证券市场交易的合格境外机构投资者（QFII）的出口商，可以将这些余额出售给有人民币资金偏好和用途的 QFII。类似地，各国央行（其中许多是 QFII）可以从当地出口商和中国海外投资的接受者手中购买离岸人民币，并用这些人民币来获得在岸存款和证券，作为国际储备。俄罗斯人民币储备的大量积累就表明了这一事实。

另一个值得商榷的观点是，只有当中国像美国一样出现经常账户赤字时，人民币才能成为相应的国际货币和储备货币。这种观点认为，只有中国对世界其他地区的进口大于出口，外国人才能获得人民币余额，作为储备并进行支付。然而，正如普拉萨德（Prasad）和 Y（2012）等人所指出的，这一论点过分概括了美国的经验。虽然美国和英国长期存在经常账户赤字，但欧元区、日本或瑞士的情况并非如此，这些国家的货币也在国际上使用。这种“必须运行经常账户赤字”的论点将净流量和总流量混为一谈。在经常项目方面，从总流量的角度来看，只有一些非居民必须接受人民币支付，而其他人则必须以美元向中国支付，以使货币在外国人手中积累。同样，在资本账户方面，即使中国净购买外国资产，也可能有大量外国投资流入以人民币计价的证券和银行存款。

在支付方面，中国采取了两条路线：离岸和在岸。在海外，中国已指定其四大银行之一作为每个主要全球金融中心的官方清算行。寻求向中国供应商支付人民币的国内银行可以在官方清算银行开设代理账户，然后以符合中国银行监管和资本管制的方式将款项转入或转出中国供应商。就中国人民银行而言，它已经与外国央行进行了数十次双边货币互换谈判。因此，相关外国央行应该对承诺用人民币支付的国内银行和企业更加放松，因为央行将能够在货币短缺时期充当人民币的最后贷款人。

在国内，中国致力于发展本地人民币跨境支付的基础设施：2015 年建立的跨境银行间支付系统。CIPS 是一个实时总结算系统。金融机构可以直接参与，在这种情况下，它们在系统中保持一个账户，或者间接参与，在这种情况下，它们通过直接参与者进行交易。据最新统计，约有 75 个直接参与者（PBOC 2022）。这些银行主要是中国的银行，但据称也包括一些著名的全球银行，如汇丰银行、渣打银行、东亚银行、星展银行、花旗银行、澳新银行和法国巴黎银行（Eichengreen 2022）。直接参与者可以使用其人民币账户为其客户支付和接收款项，并代表其作为代理银行的间接参与者支付和接收款项。虽然按照 Fedwire 和纽约清算所（CHIPS）的标准，使用 CIPS 的交易较低，但它们增长迅速。目前，按价值计算，CIPS 仅清算通过纽约清算所的每日交易的 2%。与此同时，Jin（2022）报告称，2021 年交易数量增长了 50%，交易价值增长了 75%。

中国还采取了一些措施，鼓励人民币兑其他货币的交易。Zucker-Marques 和 Perfeito da Silva（2022）发现，离岸人民币清算银行的存在对于为外汇市场提供流动性和鼓励特定中心的交易非常重要。他们进一步发现，外汇市场直接报价的存在鼓励了人民币交易，而直接市场往往在有人民币需求的地方发展，以促进贸易。不出所料，国际清算银行三年一次的调查数据和电子经纪服务（EBS）的数据表明，人民币交易在亚洲最为活跃（Nabar and Tovar 2017）。

在国内，中国人民银行监管并大力参与外汇市场，以防止报价偏离央行每天开始营业时公布的参考汇率太远。截至 2021 年，共有约 750 家持牌外汇现货交易商、282 家持牌远期外汇交易会员和 25 家外汇做市商。中国当局将个人和公司的每日交易金额限制在 5 万美元。公司或个人必须向国家外汇管理局（SAFE）提出申请，才能汇出超过此金额的贸易资金。2022 年末，央行将交易时间延长至当地时间凌晨 3 点，以鼓励在岸市场的活动。

人们非常关注石油等大宗商品以人民币计价、交易和结算的可能性。为此，中国建立了原油、低硫燃油、棕榈油、铁矿石、用于制造聚酯和塑料瓶的对苯二甲酸、技术指规格的橡胶和铜的在岸人民币期货市场（PBOC 2022）。买卖这些商品的实体通常希望对冲未来的价格变化。人民币期货合约的存在，使他们能够在不必购买货币掉期的情况下这样做。

总之，通过中国银行系统实现的人民币支付取代通过美元。（和其他西方）银行系统的前景好坏参半。美元仍然是占主导地位的国际支付手段、记账单位和价值储存手段。它的主导地位是由其庞大的安装用户基础支撑的，这给寻求替代方案的公司、银行和政府带来了成本和协调问题，（Krugman 1984；Matsuyama, Kiyotaki and Matsui 1993）。国际货币的不同功能之间的互补性进一步维持了它的主导地位——企业希望以其出口发票和收款的相同货币借款，中央银行希望持有国内银行和企业在国外借款和付款时使用的相同货币作为储备（Gopinath & Stein 2021）。

目前，人民币在这些网络收益递增和互补性中的份额并不平等。作为一种外汇储备形式、贸易计价货币、跨境银行间支付结算工具、对冲货币风险的工具以及非居民投资者的价值储存手段，人民币远远落后于美元。与此同时，使用人民币以及中国银行和金融系统来执行这些功能的情况正在迅速增加。有人可能会问，由于担心美国的制裁，这一趋势现在是否会加速，从而促使人们寻找替代方案。

现状情景

本文回顾的理论和证据——以及历史记录——表明，国际货币和金融关系往往在没有第 4 节分析的重大经济和政治冲击的情况下逐渐演变。中国可能会继续投资于人民币支付基础设施，在外国金融中心建立更多的官方人民币清算银行，并与没有官方清算银行的国家谈判非正式清算协议。中国人民银行将扩大双边人民币互换，以鼓励外国央行授权本地银行和企业进行人民币借贷和支付。

与此同时，中国人民银行将继续建设 CIPS，特别是努力增强其本地信息传递系统，作为 SWIFT 的替代方案。尽管与 CHIPS 和美元相比，CIPS 和人民币可能在成本和便利性方面处于劣势，但考虑到后者的规模和范围要大得多，即使考虑到因地缘政治或其他争端而无法使用美元和美国银行系统的可能性很小，这些国家也会有动力通过 CIPS 和中国银行系统开展额外业务来为这种可能性购买保险。

在这种情况下，CIPS 和人民币将获得增量市场份额，但支付格局将基本保持不变。回想习近平主席去年年底访问沙特阿拉伯，并讨论了将该国对中国的石油出口支付转移到人民币的可能性。参观之后有许多激动人心的评论。但将沙特石油出口转为人民币意味着每年只需增加 6000 亿美元的人民币结算。它只会将人民币在全球支付中的份额从 2% 提高到大约 3%（Lo 2023）。它将把以人民币结算的全球石油贸易份额从 5.1% 提高到 5.8%，这是根据上海国际能源交易所（Shanghai International Energy Exchange）的数据，援引自 Borgen and Chen（2023）。

在这种情况下，CIPS 的额外使用也不太可能改变全球支付格局。假设 CIPS 清算的交易继续以每年 50% 的速度增长，就像 2021 年的情况一样，并且通过 CHIPS 和 Fedwire 的交易价值以每年 3%-5% 的速度增长，与美国名义 GDP 保持一致。然后，CIPS 将需要大约 15 年的时间才能在交易价值方面赶上美国清算所。此外，鉴于中国经济增长可能即将放缓，未来通过 CIPS 进行的交易将每两年增加一倍以上的假设是非常乐观的。

或者，寻求摆脱对美元和美国银行系统依赖的政府可以在离岸人民币中心进行支付。过去，离岸中心在维持全球货币的国际角色方面发挥了重要作用。最值得注意的是，20 世纪 50 年代在伦敦以及随后在其他离岸中心建立的欧洲美元市场，对于鼓励代理商继续持有美元存款并在美国利率受到严格控制的情况下将其用于支付非常重要。人们可以认为，美国历史上的这些管制措施与中国的管制措施有着类似的效果，后者使中国难以获得在岸人民币存款，并暗中限制了回报。

截至 2021 年底，香港的人民币存款余额约为 8500 亿元人民币（约 1300 亿美元），而其他离岸市场的存款则达到 6500 亿元人民币（约 1000 亿美元）。2021 年，海外清算银行清算了 468 万亿元人民币（约合 73 万亿美元）的支付（中国人民银行 2022）。相比之下，通过 CHIPS 结算的金额约为 360 万亿美元，通过 Fedwire 结算的金额约为 1,060 万亿美元。2019 年（流感爆发前）离岸人民币清算增长了 10%，2021 年增长了 27%（当时从 2020 年封锁中迅速恢复，在此期间离岸清算仅增长了 6%）。因此，尽管离岸清算是在岸人民币清算的有益补充，但即使以 10% 的长期增长率计算，离岸人民币支付也需要几十年才能开始与美元支付相匹敌。

2021 年四分之三的离岸支付在香港结算。最近影响香港的治理变化提出了一个问题，即香港是否会保持其作为领先离岸人民币中心的地位，如果不会，其他哪些中心（如果有的话）可能会承担其角色。Moosa、Li 和 Jiang（2016）使用全球中心的 Z/Yen 排名分析了金融中心地位的决定因素。他们发现，产权的力量发挥着重要作用，而最近的治理变革大大削弱了产权的力量。一些人继续为香港的人民币流动性池规模、外汇市场成交量以及通过股票和债券通进入在岸证券市场的优惠条件。

其他人则对产权和治理持怀疑态度。这些怀疑者注意到香港金融机构和专家的大批离去，其中许多人搬到了新加坡，在那里产权和治理都不是问题。2021 年中至 2023 年初，新加坡的外币存款增加了 1000 多亿美元，明显快于香港。2021 年，新加坡的管理资产增长了 15%，而香港仅增长了 2%。这并不全是因为新冠疫情：Riordan 等人提出 2023），一些银行甚至在新冠疫情之前就已经在新加坡扩张，以回应对 2020 年在香港实施的新证券法的担忧。近年来，中国

将香港作为一个培养皿，在将成功的金融产品和流程转移到国内之前，在这里安全地试验新的金融产品和流程。人们不禁要问，如果离岸人民币交易的更大份额发生在中国无法控制的香港以外的离岸中心，中国是否会继续支持离岸人民币交易的主导地位。

因此，在这一现状情景下，我们可能会看到人民币、中国银行体系和 CIPS 在全球支付和结算中发挥越来越大的作用。与此同时，美中之间持续的紧张关系可能会减缓人民币交易的增长，因为这种紧张关系会减缓双边贸易的增长，并导致美国银行和公司在依赖中国同行时三思而后行。这些紧张局势也凸显了美国将越来越频繁地诉诸制裁的可能性，这似乎是该国的倾向（图2）。如果是这样的话，这可能会鼓励其他国家通过美元的替代品、美国银行系统和芯片进行更多的支付，以防范制裁风险。在其他条件相同的情况下，这将导致基于人民币的交易增长更快。现代金融技术使两种货币更容易在市场之间流动，削弱了网络效应，为两种全球货币共存打开了空间（Eichengreen, Mehl and Chitu 2018）。因此，在维持现状的情况下，美元和人民币即使不一定平等，也可以作为竞争对手共存。

现代金融技术降低了转换成本，从而削弱了网络锁定效应，这一说法指向了另一种可能性，即银行、企业和政府在应对中美紧张局势加剧时，可能会寻求减少对美元和人民币的依赖。Han 等人（2023）认为，中国建设支付基础设施的动机不仅包括避免自身的制裁风险，还包括增强该国对其他国家实施金融制裁的能力。如果各国担心来自美国和中国的制裁风险，我们可能会看到更多的货币获得支付工具和储备形式的角色。Arslanalp、Eichengreen 和 Simpson-Bell（2022）的研究表明，随着非传统储备货币逐渐获得更大的储备货币角色，这一方向已经出现了一些变化。这些作者将这一趋势归因于以自动做市算法和自动流动性供应系统为特色的电子交易平台的兴起，使购买和交易这些货币变得更加容易。通过分析历史数据，他们没有发现制裁在这种向非传统储备货币多元化的过程中起到了什么作用——尽管这种情况今后可能会改变。

同样的趋势在付款方面似乎也很明显。2021 年春天，新加坡和泰国连接了他们的实时快速支付系统 PayNow 和 PromptPay，使两国参与银行的客户每天只需使用一个手机号码就可以转账高达 1000 新加坡元，这是世界上第一次这样的连接。2021 年底，马来西亚国家银行（Bank Negara Malaysia）和泰国银行（Bank of Thailand）将其林吉特-泰铢直接结算框架进一步扩大到所有居住在这两个国家的马来西亚人和泰国人，通过合格的商业银行进行支付，在这种情况下，只需扫描二维码即可。2022 年，五家东南亚央行签署了一项协议，将其快速支付系统相互连接起来，绕过了同时使用美元和人民币作为工具的需要。印度尼西亚在担任 20 国集团主席期间，成立了一个本币结算工作组，以确定监管

改革和提高认识，从而促进这些国家之间更多的本币结算。还可以举出其他当地货币结算的例子。其中一些直接结算协议是与中国签订的。但另一些则不涉及中国央行，这增加了支付（如储备）可能从两大经济体的货币和银行系统转移的可能性。

破裂的情况

美国和中国之间地缘政治和经济关系破裂的第二种情况必然更具推测性，因此不能以同样的详细程度来处理。

人们可以想到许多美中双边关系可能破裂的问题和事件。极端的例子是中国采取军事行动夺取台湾并将其与大陆“统一”，同时试图削弱美国在该地区的军事能力。中国可以决定向俄罗斯提供军民两用技术、军事硬件以及后勤和财政支持，用于其对乌克兰的战争。或者，中国可以通过高空气球、卫星或 5G 相关电信设备进行间谍活动和监视来挑衅美国。Rachman（2023）认为，如果中国认为与美国的竞争加剧是不可避免的，那么中国可能会冒险采取这样的措施。他表示，中国和俄罗斯领导人都将美国视为对其国家野心和政治制度的核心威胁，这意味着竞争将会加剧。这些行动中的任何一项都可能促使美国实施制裁，更糟糕的是，中国也会以同样的方式进行报复。

鉴于美国国会对中国的敌意，人们也可以想象这种破裂是由美国发起的行动促成的。美国可能会向台湾提供挑衅性的军事装备。它可能会增加航行和飞越中华人民共和国在南中国海和其他地方声称拥有主权的有争议领土的频率。它可以加倍努力，通过禁止出口所有类型的先进技术来阻碍中国经济的增长和技术进步，并鼓励其欧洲、日本和韩国盟友也这样做。中国可能会以制裁作为回应，更糟糕的是，导致美国采取报复行动。

任何此类对抗都将对国际贸易、多国公司的运作以及学术和科学交流产生灾难性影响，此外还会对国际金融产生影响。在不排除这些其他方面的重要性的同时，我在这里集中讨论所涉及的财政问题。

作为第一步，美国财政部可能会发布命令，指示美国银行暂停与中国同行的所有业务。中国银行（Bank of China）、交通银行（Bank of Communications）、招商银行（China Merchants Bank）和中国工商银行（Industrial and Commercial Bank of China）都是 CHIPS 的直接参与者，它们将被禁止通过该系统转移资金和清算支付。寻求支付和接收出口和投资款项的中国实体将不得不求助于 CIPS。同样，花旗（Citi）等直接参与 CIPS 的美国银行将被禁止通过该系统进行支付，同样也将不得不转向其他地方。

澳新银行（ANZ）和法国巴黎银行（BNP Paribas）等直接参与 CIPS、总部设在与美国关系密切的国家并由这些国家的居民持有多数股权的银行将会发生什么？这些银行可能会被其政府禁止与中国同行开展业务，无论是通过 CHIPS、

CIPS 还是其他平台，就像美国的亲密盟友禁止其银行与俄罗斯交易对手开展业务一样。因此，美国和中国银行系统之间的所有直接联系都将被切断。

最后，寻求在这场双边冲突中保持不结盟的国家的金融机构会发生什么？比较一下土耳其的情况，在当前俄罗斯和西方的冲突中，土耳其一直寻求保持不结盟。2022 年 9 月，在美国财政部的压力下，五家土耳其银行暂停使用俄罗斯的 MIR 清算和支付系统。2023 年 2 月，美国财政部官员布赖恩·纳尔逊（Brian Nelson）警告土耳其政府和土耳其公司增加对俄罗斯的化学品、微芯片和其他产品的出口（Spicer2023）。然而，这些事态发展并没有导致土耳其银行被禁止作为 CHIPS 的间接参与者，也没有导致美国银行被禁止与土耳其同行开展业务（在撰写本文时）。这个例子表明，可以想象，不结盟国家可以继续通过 CHIPS 与美国交易对手做生意，通过 CIPS 与中国交易对手做生意。在这种情况下，不结盟国家的银行将作为银行和专门与美国或中国系统做生意的国家之间的中介。

也就是说，中美对抗的风险将会更高。在与中国直接对抗的情况下，美国政府几乎肯定会威胁对继续通过 CIPS 进行支付和完成交易的不结盟国家的银行进行二级制裁。不结盟国家不能两全其美。他们将不得不选择参与其中一个金融体系。在这种情况下，美国和中国金融体系之间的直接和间接联系将被完全切断。

这是假设这种破裂情景中的金融交易是通过银行间市场进行的，就像今天的主要情况一样。一些人将数字货币（普通加密货币、稳定币和央行数字货币）作为替代方案，并认为银行间市场的地缘政治干扰将加速交易向其方向迁移。据报道，尽管实施了制裁，但比特币和 Tether 等加密货币仍被用来将资金转移出俄罗斯。

但这种规避代价高昂，因为交易在区块链上是公开可见的，这使得政府有可能追踪它们（国会研究服务 2022）。无论如何，2 万亿美元的加密市场规模太小，无法满足中国的金融需求。比特币区块链只能支持有限数量的交易，每秒 7 笔，而 Visa 等通过银行发行信用卡的公司每秒处理多达 24000 笔交易。因此，大多数交易都是通过 Binance 和现在臭名昭著的 FTX 等交易所进行的，在这些交易所中，支付可以进行汇总和净额结算。监管机构已经证明有能力取缔这类交易所的运营，甚至包括像 Binance 这样声称没有实体总部或注册国的交易所。因此，如果像 Binance 这样的公司被认为允许中国实体在国家之间转移资金，美国当局可能会禁止其在美国开展业务，并敦促该国的盟友采取类似行动。

因此，出于所有这些原因，普通的加密货币不会提供变通办法。尽管稳定币的波动性可能较小，但在这种情况下，它们会有许多相同的限制。

央行数字货币（CBDC）可能被认为是另一回事。这些通常运行在私人的、许可的区块链（或等效的加密平台）上，只有发行央行才能查看，这使得外国当局很难查看使用它们的交易。此外，还不存在市场规模的问题：中国人民银行已经试行了 CBDC，可以根据需要发行。

这是否会为被禁止访问外国银行和支付系统的国家和居民提供一种变通办法值得怀疑。在零售 CBDC 变体中，中央银行将向国外和国内的个人和公司提供数字钱包，他们将使用中央银行的专用技术在他们之间转移资金，而不涉及银行系统。但其他国家的政府可以在法律上禁止和数字上阻止公司和个人下载外国 CBDC 应用程序，就像他们现在禁止和阻止国内银行和个人与受制裁方做生意一样。他们可以威胁对其他没有这样做的国家进行二级制裁。

在批发 CBDC 变体中，中央银行将向获得许可的商业银行提供其数字货币，并可能选择其他支付提供商，这反过来将使其可供其客户使用。但是，同样，外国政府可以简单地禁止和阻止公司和居民与有问题的外国银行和支付提供商做生意，并威胁对未能这样做的国家进行二级制裁。在这种情况下，CBDC 不会成为游戏规则的改变者。

结论

美国和中国这两个最大的经济体之间的地缘政治紧张关系是 21 世纪世界的一个不可否认的特征。两国都将寻求塑造对自己有利的国际金融体系，并希望其他国家对他们的倡议做出回应。美国和中国究竟如何试图改变国际货币格局，以及其他国家如何应对，将取决于这些紧张局势如何发展。本文考虑了两种情况。首先，美中在贸易、知识产权、人权和国际安全方面的紧张关系持续升温。美国将寻求保持美元在全球金融体系中的主导地位，因为这为其提供了地缘政治杠杆，即实施有效金融制裁的能力。为此，美国应该明智地避免采取削弱美元吸引力的措施，比如因国会拒绝提高法定债务上限而暂停向美国国债持有者支付利息。

与此同时，中国将继续建设以人民币为基础、由中国银行主导的支付系统，并以其他方式促进人民币的国际使用。第三国将希望深化对这两个体系的参与，以规避不可预测的政治和经济事件对它们的影响。但作为关键货币，人民币仍远远落后于美元，正如中国的支付系统仍远远落后于纽约清算所一样。因此，寻求对冲经济和地缘政治风险的国家也可以采取措施增加本国和当地货币结算，同时持有邻国和其他较小国家的货币作为储备。金融技术的不断发展将促进这些努力。随着时间的推移，这些变化可能会变得显著。但如果以史为鉴，它们会逐渐发生，而不是不连续地发生。

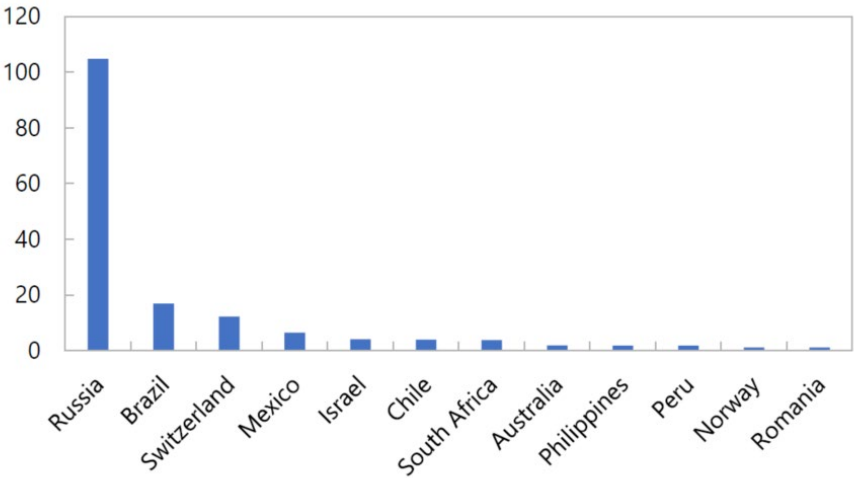
在第二种情况下，美中紧张关系爆发。制裁和报复将切断两国的金融体系，正如西方对俄罗斯的制裁在很大程度上切断了该国与欧洲和美国的金融联系。在

这种中美关系严重破裂的情况下，风险将会很高。北京和华盛顿特区将向第三国施压，要求它们通过自己的系统而不是对方的系统进行国际金融交易。他们将威胁对那些不遵守的国家进行二级制裁。全球货币和金融体系，乃至全球经济，将沿着地缘政治（如果不一定也是区域）的界线分裂成两个部分。很难想象各经济体能够顺利适应这一重大动荡。事实上，很难想象他们能够避免非常、非常严重的代价。我们必须希望美国和中国的政策制定者明白这一点，希望他们不要去那里。

图 1 持有人民币的国家

Figure 1. Countries Holding Renminbi Reserve Assets

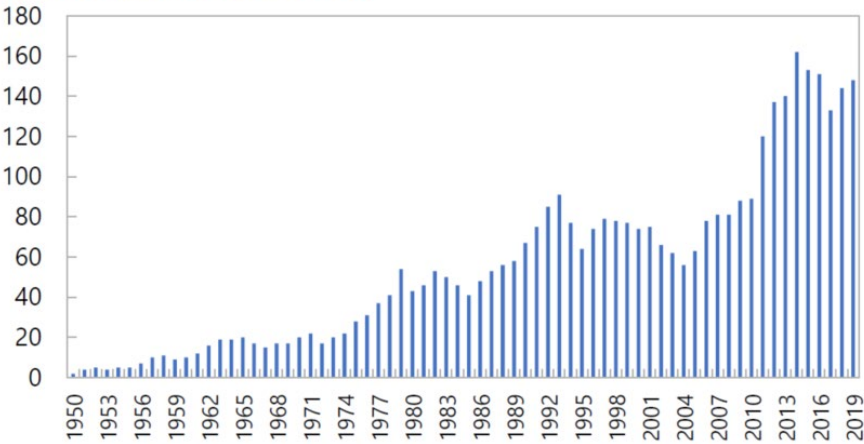
(in billion U.S. dollars, end-2021)



Sources: IMF COFER, IMF Reserve Data Teample, and central bank annual reports.
Note: The chart shows identified countries that hold more than US\$ 1 billion of RMB in reserve assets. Data for Israel, Philippines, and South Africa are for Mar 2022, Dec 2020, and Mar 2021, respectively.

图 2 美国施加金融制裁的频率 1950-2019 年

Figure 2. Frequency of Financial Sanctions Imposed by the United States 1950-2019



Sources: GSDB

本文原题为“International Finance and Geopolitics”。作者为 Barry Eichengreen。Barry Eichengreen 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。现任加州大学伯克利分校经济系 George C. Pardee and Helen N. Pardee 讲座教授，其主要学术兼职还包括美国艺术科学学院院长、美国国家经济研究局（NBER）研究员、经济政策研究中心研究员和德国基尔世界经济研究所研究员等。自 1979 年在耶鲁大学获得博士学位之后，Barry Eichengreen 教授曾在牛津大学、斯坦福大学、哈佛大学、芝加哥大学等国际著名院校和机构任教或从事科研工作，此外还担任过国际货币基金组织、亚洲开发银行、韩国银行等机构顾问的角色。本文于 2023 年 4 月发表，之后刊于 JCER 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

欧盟面临的长期财政挑战

Zettelmeyer, Grégory Claeys, Zsolt Darvas, Lennard Welslau, Stavros Zenios/文 宋海锐/编译

导读：自 2020 年以来，欧盟遭受了两次大的冲击，这给欧盟带来了新的财政挑战。新冠病毒大流行和俄乌冲突引发的后续价格冲击，导致更高的债务、更高的预期实际利率和更高的公共投资需求，从而增加了欧盟的长期财政压力。这份政策简报对这些影响进行了一些简单的定量评估，并讨论了政策建议。编译如下：

摘要

新冠病毒大流行和俄乌冲突引发的后续价格冲击，导致更高的债务、更高的预期实际利率和更高的公共投资需求，从而增加了欧盟的长期财政压力。这份政策简报对这些影响进行了一些简单的定量评估，并讨论了政策建议，内容如下。

首先，对于大多数欧盟国家来说，基本财政余额的长期增长在GDP的 0.5% 至 1.5%之间，才能抵消更高债务和更高预期实际利率。然而，由于先前存在的财政空间差异，当一些国家可能需要进行更大幅度的调整时，并非所有国家都能承担这样的调整。在我们有数据可以进行分析的 21 个欧盟国家中，有 14 个国家需要在 2025 年之前进行比计划中更多的调整。

其次，所需的额外财政调整看起来是可控的，尽管在某些情况下调整幅度很大。为了实现中期减债的基本收支结余，几个欧盟国家需要将基本收支结余提高到GDP的 2%以上，高于其 2025 年目标，但没有一个国家额外的财政调整需要超过GDP的 3%。

第三，市场数据表明，实际利率的未来走势非常不确定。与新冠病毒大流行之前的时期相比，较长期的预期实际利率上升了约 2 个百分点，但按实际价值计算，平均利率仍然较低，约为 1%。未来的发展取决于最初导致低利率的结构性因素是持续存在还是消失。尽管利率可能再次下降，但财政政策制定者在制定计划时不应假设这种下降。

第四，额外国防和气候方面的公共支出需求远远超过每年GDP的 1%。这些需求似乎尚未纳入当前的财政基线，因此将在上述调整的基础上进行。

为了确保财政调整不会因增长放缓而违背其目标，逐步进行财政调整至关重要。对于需要进行这种调整的国家来说，应在周期性条件允许的情况下尽快开始。

1.介绍

自 2020 年以来，欧盟遭受了两次大冲击：首先是新冠病毒大流行，然后是俄乌冲突引发的价格冲击（以下简称“战争冲击”）。这些冲击通过三个渠道给欧盟带来了新的财政挑战。首先，赤字和债务增加。其次，实际和预期的实际利率都受到了影响，因此公共借贷的成本也受到了影响。第三，震荡加速，从而

加了对特定领域的公共投资需求，特别是气候和国防方面。这就造成了一个两难境地：财政空间可能减少了，但公共投资需求却增加了。

我们试图通过提供一些简单的定量评估，为如何解决这一困境的相关讨论做出贡献。考虑到债务、增长预期和实际利率预期的变化，与 2019 年相比，财政前景恶化了多少？需要多少调整才能让债务走上下行轨道？欧盟各国财政空间的差异有多大？最近的加息是永久的还是暂时的？更高的公共投资需求，特别是在气候和国防方面，会在多大程度上增加额外的财政压力？最后，我们简要讨论了如何协调降低债务和适应更高公共投资的目标。

本文所使用的方法旨在（1）能够在不同时间和不同国家之间进行比较，以及（2）足够简单地明确是什么驱动了结果。因此，本文旨在补充——而不是取代——欧盟委员会（2023）和国家层面更详尽的分析。

我们的时间范围是中期和“长期”：大致是未来五到十年。我们没有考虑人口老龄化带来的长期挑战。这些问题增加了研究的复杂性，通常需要独特的解决方案，如养老金和医疗改革。

2. 新冠病毒大流行和战争冲击后的财政空间

图 1 显示了自 1993 年（《马斯特里赫特条约》签署后的一年）以来，欧盟国家和英国的公共债务分布和主要（非利息）财政平衡的演变情况。该图显示，对于处于债务中值或更低的欧盟国家，2022 年的债务水平并不特别高。事实上，它们略低于 1993 年的水平和 2010-12 年欧元危机后的水平。这些国家的基本赤字也不是特别大。然而，处于债务分布第 75 百分位的国家（即债务比率最高的四分之一国家）的债务比率处于历史高位。此外，这些债务水平比 20 世纪 90 年代初以来的任何时候都更加偏离中值。

然而，这些变化并不能清楚地说明自 2019 年以来财政前景发生了多大变化：

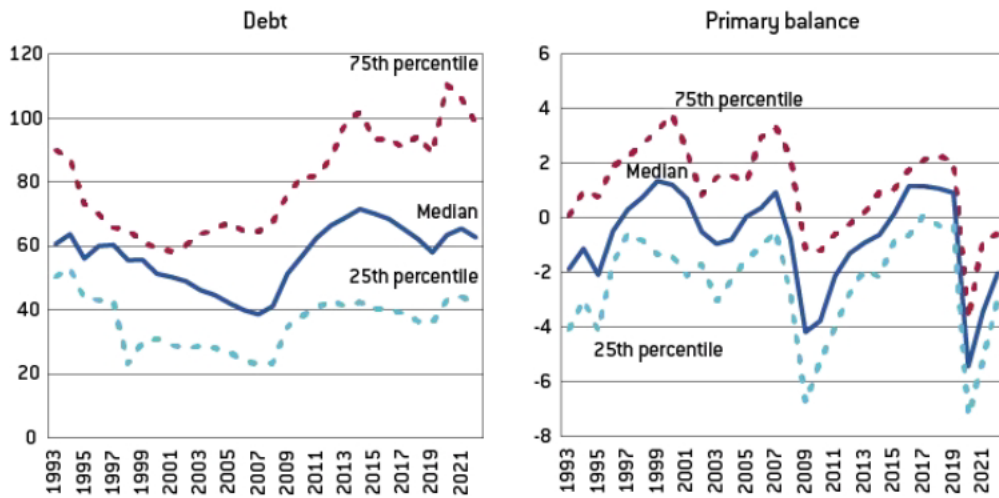
（1）最近债务和赤字的增加在某种程度上可能是自我纠正，因为生产继续从新冠病毒大流行期间的大幅下降中恢复，同时为应对大流行和能源冲击的临时支出到期。事实上，在 2021 年和 2022 年，基本收支反弹，债务占 GDP 的比重下降（也反映了意外通胀对名义 GDP 的影响）。

（2）当前的债务和基本赤字并没有反映出近期利率上升的影响。但只要这导致未来实际利率上升，就可能给未来的赤字和债务比率带来上行压力。

（3）最后，长期增长可能受到新冠病毒大流行、应对大流行的政策（如在国家恢复计划范围内进行的改革）和能源冲击的影响，但是净影响并不确定。

简言之：尽管人们会认为，由于新冠病毒大流行和战争冲击，财政前景已经恶化，但这种恶化的程度（甚至可能是迹象）并不清晰。为了更清楚地了解情况，人们需要研究长期财政压力的驱动因素。

图 1 1993-2022 年欧盟和英国的一般政府债务和财政收支占 GDP 的百分比



数据来源：Bruegel 基于国际货币基金组织 2023 年 4 月《世界经济展望》的数据。

注：左图显示了当前欧盟国家和英国的公共债务总额分布的演变，而右图显示了财政收支分布的演变。两者都以占国内生产总值的份额表示。中间的实线分别表示债务中位数和财政收支。顶部的红色虚线分别表示债务和财政收支分布的第 75 百分位，而底部的浅蓝色虚线表示第 25 百分位。财政收支定义为一般政府收入减去非利息支出。

2.1 2019-2023 年长期债务可持续性驱动因素的变化

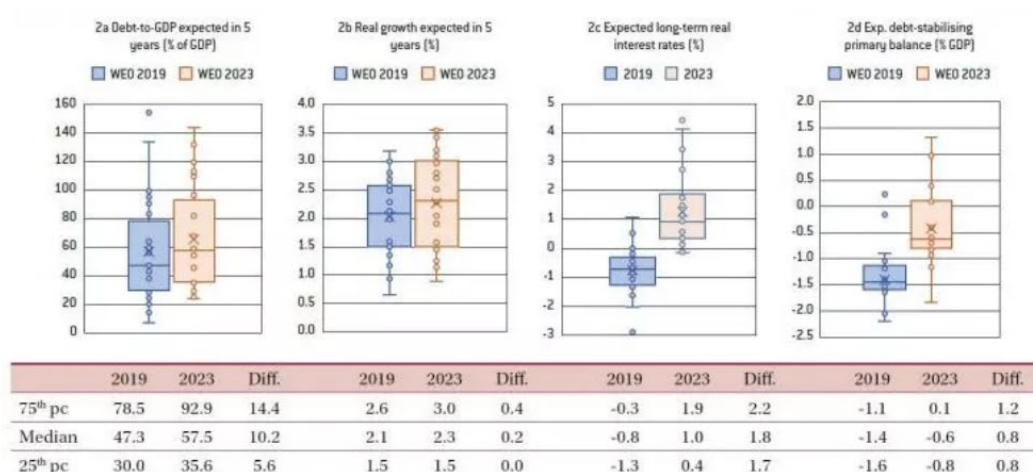
图 2 提供了自 2019 年以来债务可持续性的驱动因素如何变化的证据。为了确定流行病和能源价格冲击的长期影响，我们将 2019 年 10 月国际货币基金组织《世界经济展望》中的 2019 年未来五年预测与 2023 年 4 月《世界经济展望》中的未来五年预测进行了比较。对于实际利率，我们使用长期市场预期（定义和国家覆盖范围见图 2 的注释）。主要研究结果如下：

（1）欧盟五年预期债务/GDP 分布的中位数增加了 GDP 的 10 个百分点（图 2a）。与此同时，债务预计将变得更加分散，预期债务分布的第 25 百分位仅上升了 GDP 的 6 个百分点，而第 75 百分位几乎上升了 GDP 的 15 个百分点。

（2）较长期的预期增长并没有下降；如果说有什么不同的话，那就是今年预期的五年后增长略高于 2019 年（图 2b）。在增长分布的第 75 百分位，预期实际增长每年高出 0.4%。

（3）长期预期实际政府借款利率大幅上升了近 2 个百分点（图 2c）。尽管如此，它们的平均水平仍然很低，大约为 1%。此外，在大多数欧盟国家，实际预期借款利率和预期实际增长率之间的差异继续为负值。

图 2 欧盟财政压力的长期驱动因素，2019 年 10 月与 2023 年 4 月



数据来源：Bruegel 基于国际货币基金组织（2019 年 10 月和 2023 年 4 月世界经济展望数据库）和彭博。

注：根据国际货币基金组织 2019 年 10 月和 2023 年 4 月的《世界经济展望》，图 2a 和 2b 分别显示了债务/GDP 和实际增长的 5 年预期分布。例如，在图 2a 中，左框图显示了 2019 年 10 月预计的 2024 年债务/GDP 的分布，而右框图显示了 2023 年 4 月预计的 2028 年债务/GDP 的分布。

图 2c 分别显示了 2019 年 10 月和 2023 年 4 月预计的长期政府借款利率的分布，计算为 5 年、10 年、15 年和 20 年远期利率的平均值。按债务的原始期限结构加权，按五五通胀互换远期利率平减（所有欧元区国家使用相同的平减指数，因此假设没有欧元内部通胀差异）。

图 2d 显示了五年内预期的稳态债务稳定财政收支的分布，计算公式为 $pb^* = d \cdot (r - g) / (1 + g)$ ，其中 d 是图 2a 所示的 5 年预期债务， g 是图 2b 所示的 5 年预期增长， r 是图 2c 所示的长期预期实际利率。在每个图中，方框显示四分位间距（分布的第 25 至第 75 个百分点），方框内的线表示中位数，x 交叉线表示平均值。“胡须”代表分布的顶部和底部，不包括异常值（距离盒子两端超过盒子长度 1.5 倍的观测值）。图 2a 和图 2b 显示了所有欧盟国家和英国，而图 2c 和图 2d 仅显示了可获得远期利率数据的国家（不包括保加利亚、塞浦路斯、爱沙尼亚、立陶宛、卢森堡和马耳他）。

将所有这些因素放在一起的最简单的方法涉及“债务稳定财政收支”的概念，如图 2d 所示。假设经济处于稳定状态，也就是财政收支、总融资需求、实际利率和实际增长率保持不变，这是将债务稳定在特定水平所必需的财政收支。如果实际利率高于实际增长率，而财政收支为零，那么债务将比 GDP 增长更快，债务与 GDP 之比将上升。为了抵消这一点，稳定债务的财政收支需要处于盈余状态。相反，如果实际利率低于实际增长率，财政收支为零，那么债务增长将低于 GDP 增长，债务比率将下降。因此，稳定债务的财政收支必须是赤字。

图 2d及其下方的汇总表显示，稳定状态的债务稳定财政收支有所上升，但幅度不大：中位数和第 25 个百分位数上升了约 0.8 个百分点，第 75 个百分位数上升了 1.2 个百分点。例如，一个经济体以前可以承受占GDP约 1%的基本赤字，而不会看到其债务比率上升（因为其利率略低于其产出增长率），现在则需要将财政收支保持在约为零的水平才能实现同样的结果，因为长期实际利率的增长超过了产出增长率（实际利率再次下降的可能性将在下文进行研究）。

2.2 财政收支需要增加多少才能开始降低债务？

虽然图 2d所示的稳态债务稳定财政收支是比较一段时间内不同国家之间财政压力的便利指标，但它可能高估了目前稳定欧盟国家债务比率所需的财政收支，因为它假设从 2029 年开始，所有债务都以 2029 年的预期利率展期。事实上，只有一部分债务存量得到展期，而其余大部分债务将继续以与 2022 年之前的债务发行相对应的利率偿还，直到历史债务存量到期。

与此同时，稳定债务的财政收支（根据定义）低于债务下降所需的财政收支，这是《欧盟运作条约》第 126 条对所有债务超过 60%的国家的要求。

为了考虑平均利率对债务动态的影响，并说明如果要求债务下降而不仅仅是稳定的话，结果将如何变化，我们计算了与以下三种债务路径情景相对应的财政收支，并考虑了每个国家当前的债务结构：

（1）从长期来看，所有国家都需要稳定（即拉平）债务比率。

（2）对于 2029 年债务超过国内生产总值 60%的国家，要求在 2029 年至 2060 年期间债务比率每年至少下降国内生产总值的 0.5%（这意味着前几年下降得更快，见下文）。对于到 2029 年债务达到或低于 60%的国家，要求债务比率在长期内不增加（即持平或减少）。

（3）对于 2029 年债务超过国内生产总值 60%的国家，要求在 2029 年至 2060 年期间债务比率每年至少下降国内生产总值的 1%。对于债务低于 60%的国家，要求债务比率在长期内不增加。

假设从 2029 年开始，财政收支保持不变。在 2024 年至 2029 年期间，假设逐步调整至与各情景相对应的财政收支。

附录中的图A1 显示了相关的债务路径。值得注意的是，在所有长期需要降低债务比率的情景中，初始债务削减速度都比假设的长期债务削减速度要快 GDP 的 0.5%或 1%。例如，在要求债务比率长期每年下降GDP的 1%的情景中，希腊的债务比率最初将从 2028 年的 152%下降到 2033 年的 138%，即在 2029-2033 年期间平均下降GDP的 3%，而西班牙在 2029-2033 年期间的年均债务比率下降速度将为 1.5%，法国为 1.3%。意大利为 1.3%，比利时为 1.2%。

表 1 显示了与每个情景相关的财政收支，分别称为 $pb^*(0)$, $pb^*(0.5)$ 和 $pb^*(1)$ （前三列）。作为参考，还显示了每个国家在 2022 年稳定/趋同计划中的 2025 年结构性财政收支目标（第四列）。右边的三列分别显示了每个国家为达到 $pb^*(0)$,

$pb^*(0.5)$ 或 $pb^*(1)$ 所需的额外调整，这超出了现有的 2025 年目标。结果可总结如下：

首先，显示的大多数债务稳定/减少财政收支仍然是负数，而当它们是正数时，它们在一个范围内——高达GDP的 2%左右——这在历史上被证明是可行的，甚至在更长的时期内也是可行的。尽管如此，一个重要的警告适用：债务削减情景是为了说明性目的而选择的，而全面的债务可持续性分析可能意味着一些国家应该更有力地削减债务。

其次，对于所示的 22 个欧盟国家中的 9 个国家，2022 年稳定计划 ($pb25_sp$) 中设定的 2025 年财政收支目标不足以达到债务稳定 $pb^*(0)$ 。14 个国家不足以达到 $pb^*(0.5)$ ，16 个国家不足以达到 $pb^*(1)$ 。由于这项工作假设只有在 2029 年才能达到 pb^* ，因此这并不一定值得关注。尽管如此，在某些情况下，剩余的调整差距是相当大的。例如， $pb^*(1)$ 和 $pb25_sp$ 之间的差距在 8 个国家中超过GDP的 1.5%，在 4 个国家中超过GDP的 2%。

表 1 债务稳定/减少财政收支与 2025 年财政收支目标

Country 国家	pb*(0)	pb*(0.5)	pb*(1)	pb25_sp	pb*(0)- pb25_sp	pb*(0.5)- pb25_sp	pb*(1)- pb25_sp
Austria 奥地利	-0.84	0.05	0.62	0.60	-1.44	-0.55	0.02
Belgium 比利时	-1.26	-0.08	0.45	-1.20	-0.06	1.12	1.65
Croatia 克罗地亚	-0.44	-0.08	-0.08	-0.30	-0.14	0.22	0.22
Czechia 捷克	0.07	0.07	0.07	-1.80	1.87	1.87	1.87
Denmark 丹麦	-0.42	-0.42	-0.42	2.30	-2.72	-2.72	-2.72
Finland 芬兰	-0.61	0.07	0.73	-1.40	0.79	1.47	2.13
France 法国	-1.53	-0.46	0.10	-1.70	0.17	1.24	1.80
Germany 德国	-0.75	0.00	0.72	-0.40	-0.35	0.40	1.12
Greece 希腊	1.51	1.93	2.33	2.70	-1.19	-0.77	-0.37
Hungary 匈牙利	0.52	1.15	1.60	1.40	-0.88	-0.25	0.20
Ireland 爱尔兰	-0.60	-0.60	-0.60	1.90	-2.50	-2.50	-2.50
Italy 意大利	1.30	1.93	2.37	-0.30	1.60	2.23	2.67
Latvia 拉脱维亚	-0.96	-0.96	-0.96	-1.00	0.04	0.04	0.04
Netherlands 荷兰	-0.78	-0.78	-0.78	-2.80	2.02	2.02	2.02
Poland 波兰	0.43	0.43	0.43	-0.20	0.63	0.63	0.63
Portugal 葡萄牙	-0.54	0.08	0.68	1.70	-2.24	-1.62	-1.02
Romania 罗马尼亚	0.39	0.39	0.39	-1.40	1.79	1.79	1.79
Slovakia 斯洛伐克	-1.17	-0.24	-0.24	-0.80	-0.37	0.56	0.56
Slovenia 斯洛文尼 亚	-2.01	-0.70	0.58	-0.80	-1.21	0.10	1.38
Spain 西班牙	-0.12	0.55	1.05	-1.20	1.08	1.75	2.25
Sweden 瑞典	-0.49	-0.49	-0.49	2.10	-2.59	-2.59	-2.59

资料来源：Bruegel 根据欧盟委员会（2022A）、法国政府（2022）和《世界经济展望》2023 年 4 月的数据。

注：pb*(0)被定义为将长期稳定债务的财政收支，假设其从 2029 年起保持不变，并且截至 2023 年（包括 2023 年）的财政收支如《世界经济展望》中所报告的那样，而 2024-28 年财政收支是通过线性插值计算的。对于 2029 年债务比率超过 60%的国家，pb*(0.5) 类似地被计算为与 2029 年至 2060 年间债务率每年至少下降 GDP 的 0.5%相一致的财政收支，而 pb*(1) 是这些国家在 2029 年至 2060 年间债务率每年至少下降 GDP 的 1%的财政收支。这两条路径都意味着前几年的下降速度更快（见图 A1）。2029 年达到或低于 60%的债务比率的国家只要求在长期内不增加。pb25_sp 是 2022 年稳定和融合计划中的 2025 年结构性财政收支目标。

总结一下：由于新冠病毒大流行和战争冲击，债务压力大幅增加。这并不是因为债务本身的上升，而是因为更高的预期长期利率。这一结果在所有欧盟国家都是可控的，因为按照历史标准，使债务走上持续下降道路所需的财政调整是可行的。尽管如此，在一些国家，这种下降的速度可能不够快，不足以保护国家免受增长和利率的不利冲击。在大约一半的欧盟国家中，所显示的路径将需要调整，这远远超出了其 2022 年稳定和融合计划中已经规划的内容。

3.实际利率会保持在目前的预期水平吗？

如上一节所示，使用远期利率和基于市场的通胀预期计算的长期预期实际利率与新冠病毒大流行前的水平相比大幅上升。然而，近几十年来，远期利率的预测能力一直很低。

量化基准利率预测不确定性的一种可能方法是使用掉期期权以推导出概率。这种方法表明，欧元区名义利率水平的不确定性非常高，即使在 3 年期限内也是如此（图 3）。在 50%的概率下，投资者预计 10 年期欧元掉期利率——欧元区（名义）无风险利率的良好代表——将在 2026 年处于 1.9%至 3.7%的范围内。90%的概率下置信区间是巨大的，该利率将在 2026 年处于 0.1%至 6.2%之间。

图 3 10 年期欧元掉期利率、远期利率和期权隐含置信区间



资料来源：Bruegel 根据丹麦银行和彭博社 2023 年 3 月 31 日检索数据。

注：图表显示了 10 年期欧元掉期利率的历史和可能的未来价值，以百分比表示。10 年期欧元掉期利率反映了市场对未来 10 年平均短期名义利率的预期，因此可以解释为欧元区 10 年期无风险利率的良好代表（即使期限超过两年的欧元掉期相对于六个月欧元银行同业拆借利率有一个标准报价，因此需要少量的信贷成分，目前在 5-10 个基点左右波动）。深蓝色和浅蓝色阴影区域分别对应 50% 和 90% 的置信区间，这是根据 10 年期掉期利率的期权价格得出的风险中性概率定义的。

鉴于围绕名义市场利率预期的高度不确定性，这有助于反思长期实际利率背后的基本面可能对未来几年实际利率的可能走向意味着什么。在新冠肺炎爆发后的高通货膨胀和急剧货币紧缩之前，利率至少在 20 年内呈稳步下降趋势（图 3）。这种下降可以用经济主体的储蓄和投资行为（以及资金的供给和需求）以及对安全资产的需求来解释。

3.1 近几十年来利率下降的潜在驱动因素

在供应方面，在新冠肺炎疫情之前的几十年里，储蓄有所增加。一个简单的原因是更高的收入水平。这一趋势背后的另一个主要驱动因素是人口统计数据，特别是预期寿命的增加，这促使工人将更多的收入储蓄起来以应对更长的退休生活。在全球层面，对储蓄增加的第三种解释是伯南克 2005 年发现的“全球储蓄过剩”现象：一些新兴国家政府——特别是中国和石油出口国——由于依赖出口，同时在某些情况下，由于自 20 世纪 90 年代末以来的汇率干预，积累了巨额经常账户盈余。最后，自 20 世纪 70 年代末以来，发达国家不平等加剧，收入分配顶层的工资和资本收益增加，而收入分配下半部分的实际收入停滞不前，导致人口收入份额增加，但消费倾向降低。

在需求方面，发达经济体可能缺乏有利可图或足够安全的私人投资机会。原因之一可能是发达国家人口增长缓慢，可能导致未来对商品和服务的需求低迷，从而拖累当前的投资。其他因素也可能推动资本支出的下降：如耐用设备相对价格的下降；一个破碎的金融部门或者有错误动机的个人；管理层对公司内部投资的激励不足；生产率增长放缓（或奖励创新者的难度加大）；某些行业的垄断地位导致巨额租金和抑制增产；最后，主导产业的资本密集度降低。全球金融危机和欧元危机后公共投资的下降也是造成这种投资下降趋势的原因。

对安全资产的更大需求也在降低安全利率方面发挥了关键作用。首先，全球金融危机后通过的更严格的审慎监管要求金融机构持有更安全、流动性更强的资产，因此从结构上增加了对这类资产的需求。其次，全球储蓄过剩导致新兴市场国家持有的国际储备大幅增加，这些储备绝大部分投资于安全资产——即发达国家的主权债券。事实上，这可能是一种更普遍趋势的一部分，即储蓄可能集中在低风险活动投资倾向的储蓄者手中，这可能是因为这些低风险储蓄者可能更倾向于“名义安全”或流动性，而不是风险调整回报。

3.2 低利率时代结束了吗？

除了当前货币政策利率的急剧上升（随着通胀的消退，这种上升很可能会部分逆转）之外，一些基本趋势是否正在逆转，从而导致向更高实际利率的制度转变？

就储蓄而言，近年来一个主要变化是中国经常账户盈余的下降，从 2007 年占 GDP 的近 10% 下降到 2022 年的不到 2%。然而，在新冠肺炎疫情之前，利率似乎并没有对这一下降做出反应。这可能表明，全球储蓄过剩的作用（或者至少是中国的贡献）并不像以前认为的那样重要。

另一个潜在的变化可能来自人口统计。大多数国家生育率的下降和为应对预期寿命的增加而提高退休年龄，也可能抑制储蓄的增加。

由于金融监管要求，对安全资产的需求预计将保持高位。然而，有两个因素可能以相反的方向影响需求。首先，新兴经济体外汇储备的减少可能会降低对安全资产的需求。其次，在发达国家，低收入工人在强劲的劳动力市场中重新获得了议价能力（目前美国的情况就是如此）。这可以减少收入不平等，有利于消费倾向高的家庭。

有几篇论文尝试根据各种模型量化这些不同驱动因素的权重。例如，雷切尔（Rachel）和萨默斯（Summers）（2019）对 1970 年至 2017 年发达国家均衡实际利率下降 320 个基点的解释如下：生产率增长下降解释了利率下降 180 个基点，人口因素（即人口增长下降、退休时间延长、工作年限延长）解释了另外 180 个基点，不平等的加剧对实际利率产生了 70 个基点的拖累，而其他私营部门因素则解释了额外的 260 个基点。与此同时，政府债务的增加和社会保险计划的扩大实际上将利率推高了 360 个基点。

正如布兰查德（2023）所指出的，最难预测但也可能是最关键的变化是投资。未来几年，投资可能会由于很多原因大幅增加。气候变化可能带来根本性变化，因为减缓气候变化将需要私营和公共部门的巨额绿色投资。碳价格的大幅上涨可能导致需要迅速更换资产。为了适应更高的温度也将导致更高的投资需求（如水坝）。此外，新冠肺炎疫情和当前的地缘政治紧张局势正促使企业重新考虑其价值链的地理位置，并促使它们将部分活动回流以提高其弹性，这可能导致资本支出增加。公共投资也应增加，以应对各种新挑战（如绿色、国防、教育、数字、医疗保健等）。最后，在私营部门，新的投资机会也可能出现，例如，如果人工智能技术实现了其变革性突破。如果上述情况成为现实，这些不同的趋势将推动利率上升。

总之，可以想到利率可能永久高于新冠肺炎疫情前几年原因，但很难定量地评估这些因素的重要性。即使有很好的理由相信，在当前的通胀问题消退后，利率最终会回到新冠病毒大流行前的低点，但是利率下降的时间和程度的不确定性表明，财政决策者不应将其视为理所当然。相反，欧盟政策制定者应以市场预期底线为条件，使财政收支逐步接近（或者在高负债国家的情况下，

财政收支高于其债务稳定）其债务稳定的基本平衡。如果利率最终低于当前远期利率所建议的水平，政策制定者仍将能够调整他们的计划，并在几年内降低其财政收支平衡目标。

4.公共投资优先事项带来的财政压力

财政压力的另一个潜在来源可能是当前的支出计划未能充分考虑到紧迫的公共投资需求。我们简要强调三个优先事项领域：国防（完全是公共支出）、气候转型（由公共部门和私营部门分担，比例约为三分之一/三分之二）和数字转型（主要是私营部门，但需要一些公共资源）。

4.1 国防

2006年，北约各国国防部长同意至少将其国内生产总值的2%用于国防开支——这一承诺在2014年得到了加强，以应对俄罗斯与克里米亚和中东的动荡局势。支出低于2%的国家同意在十年内向2%的目标迈进。欧盟统计局2021年的数据显示，欧盟国防支出占GDP的1.3%，只有三个国家（希腊、拉脱维亚和爱沙尼亚）达到2%的门槛。北约报告的数据略高于欧盟统计局的数据（见附件图2），并表明波兰在2021年也高于2%。北约报告的2022年初步数据表明，2022年实际国防支出保持与欧盟名义GDP平均增长率相同的增长率。

尽管基准情景是当发达国家的通胀回落至目标水平时，实际利率将回到新冠肺炎疫情之前的水平，但在其替代情景中，国际货币基金组织试图量化各种可能趋势（如去全球化、降低不平等、能源转型、增加政府债务等）对均衡利率的影响，并发现如果这些趋势成为现实，其影响不可忽略。

国防开支可能会增加，因为几个国家已经宣布了雄心勃勃的计划以应对俄乌冲突。北约成员国现在可能会更认真地对待2%的军费开支要求。实现这一目标需要欧盟平均每年额外国防开支占GDP的0.7%。一些债务水平相对较高的欧盟国家将不得不增加高于欧盟平均水平的国防开支，因为葡萄牙的国防开支仅为0.8%，比利时为0.9%，西班牙为1.0%。2021年，意大利的国防开支占GDP的1.4%。然而，负债最多的欧盟国家希腊在2021年远远超过了2.8%的目标。

4.2 气候转变

虽然气候变化可以通过增长和借贷成本等多种渠道影响债务可持续性，但最直接的中期渠道是更高的公共投资需求。根据欧盟委员会的核心假设，与1990年相比，到2030年实现55%的温室气体减排需要每年平均增加3600亿欧元（按2015年价格计算）的能源和运输年度投资总额（公共和私人），约相当于欧盟年度国内生产总值的2个百分点。2030年之后需要更多的投资，才能在2050年前实现净零排放。此外，根据“欧洲能源重启”行动计划，在2027年前对俄罗斯化石燃料的依赖降至零，需要在2022-2027年投资2100亿欧元的成本（按当前价格计算），在2028-2030年再投资900亿欧元。

这一额外投资的很大一部分必须由公共部门提供资金。公共资金的份额可以通过适当的政府监管、税收政策和更高的碳价格来降低。然而，一些公共支出不能轻易地由私人投资替代，例如，在能源网络外部性无法适当定价的情况下。其他证明公共投资更为合理的例子是信息效率低下和尾部风险定价困难。

利用监管、税收和取消补贴来促进私人投资有其局限性。比如，从绿色转型的角度来看，与乌克兰战争有关的天然气和电力价格的大幅上涨应该受到欢迎，因为这为私营部门摆脱化石燃料消费创造了强大的激励。但欧盟各国政府都急于抑制能源价格上涨的影响。能源价格上涨存在政治限制，更严格的监管和补贴取消也是如此。

根据欧盟国家 2021-2030 年期间总体气候相关投资的国家能源和气候计划（包括税收优惠和补贴），公共部门在总气候投资中的份额约为三分之一。这意味着公共部门的资金应占国内生产总值的 0.6%左右、占GDP的额外气候投资需求的2%。Baccianti（2022年）的估计甚至更高，表明每年需要增加1.8%的公共投资。欧盟多年期财政框架的气候主流化和下一代欧盟（NGEU）的绿色部分只有助于填补资金缺口的一小部分。此外，NGEU将于 2026 年到期，因此目前从NGEU获得大量资金的欧盟南部和东部国家将不得不在 2026 年后寻找新的资源来维持其气候投资。

国际货币基金组织《世界经济展望》预测，欧盟总经济投资（包括私人 and 公共投资）预计将从 2022 年占GDP的 24.6%下降到 2028 年占GDP的 23.8%。虽然投资预测的组成部分尚不清楚，但当总投资率预计下降时，国际货币基金组织基线不太可能包括 2%的额外气候投资。

4.3 数字化转型

欧盟委员会估计数字化转型投资缺口为每年 1250 亿欧元，占GDP的 0.9%。这一资金需求的一部分必须由公共部门承担，例如实现欧盟 2030 年数字指南针中关键公共服务 100%在线提供目标的成本。公共部门可以在培养数字技能和数字包容性以及中小企业数字化等方面发挥重要作用。Darvas等人（2021 年）估计，NGEU只能弥补一部分投资缺口。一些公共债务高的国家在数字公共服务和数字技能方面排名将很差。

5.结论

我们的发现及其意义可以概括为四个要点。

（1）新冠病毒大流行和战争冲击通过三个渠道增加了欧盟的长期财政压力：更高的债务、更高的预期实际利率和更高的公共投资需求。对大多数国家来说，财政收支平衡所需的长期增长是国内生产总值的 0.5%至 1.5%。

为了量化更高债务和更高投资需求的财政影响，人们可以在将债务稳定在今天的水平所需的永久财政收支平衡与新冠病毒大流行之前稳定债务所需的财政收支平衡之间进行比较。财政支出平均增加了国内生产总值的 0.8%，在受影

响最严重的 25%的国家中，增加了国内生产总值的 1.2%至 2%。国防、气候和数字化转型的额外公共支出需求——似乎没有纳入财政基线，例如国际货币基金组织的财政基线——远远超过每年GDP的 1%。

（2）欧盟各国的财政空间差异很大，由于与新冠流行病相关的债务增加和预期实际利率上升，这些差异进一步扩大。

差异的一个解释是将各国为使其债务稳步下降而需要进行的财政调整与 2022 年稳定计划中已经规划的财政调整进行比较。在进行分析的 21 个国家中，有 14 个国家需要调整的幅度比它们目前计划到 2025 年调整的幅度更大——在某些情况下甚至要大得多。例如，要在 2060 年实现债务至少下降 1%（且前几年下降速度更快），除了计划在 2025 年之前进行的调整（或进行具有类似影响的提高经济增长的改革）之外，8 个欧盟国家需要调整超过GDP的 1.5 个百分点。

（3）但即使对于调整需求最大的国家来说，财政压力仍然是可控的，因为从历史标准来看，这些国家为使其债务走上稳步下降的道路而需要进行的调整似乎是可行的。

所需的财政调整在以下意义上仍然是可控的。首先，在本文所考察的说明性情景中，持续降低债务比率所需的最大“永久性”财政盈余约为GDP的 2%。第二，为了到 2029 年实现“永久性”财政盈余，随后在 2029-2060 年的每一年减少至少 1%的债务，一些国家到 2025 年需要在其调整计划之外进行的最大财政调整在国内生产总值的 2%-3%范围内。这在 5-6 年的时间内看起来是可行的。

然而，有两点需要注意。首先，为了应对可能出现的不利冲击，一些国家的基准减债路径可能需要比本文假设的路径更陡峭。只有全面的债务可持续性分析才能表明情况是否如此。其次，目前尚不清楚这些国家是否也有能力进行额外调整，从而为更高的公共投资提供资金（回答这个问题超出了本文的范围）。无论答案如何，都必须探索如何最有效地进行这一投资，包括在欧盟层面。

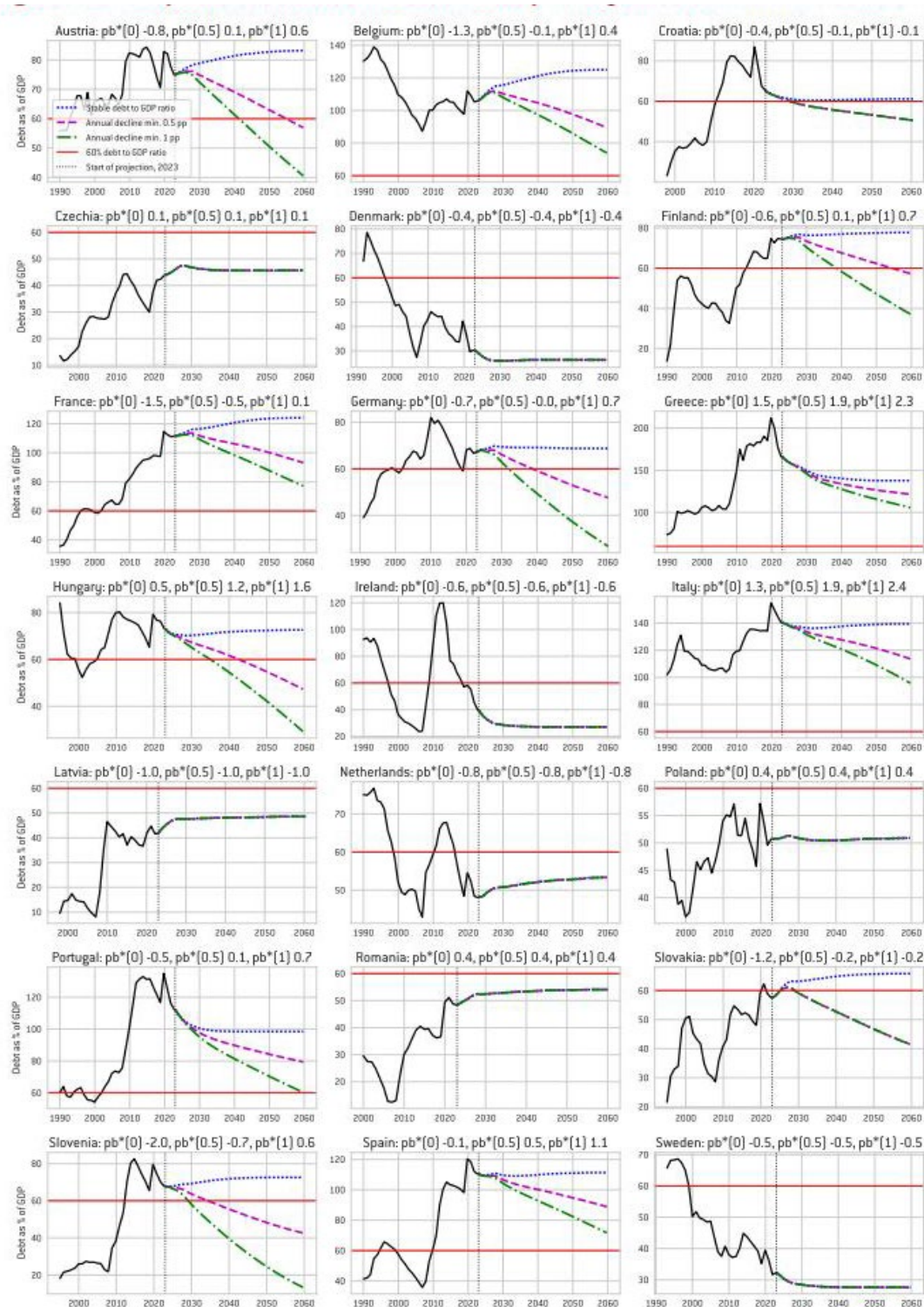
为了确保财政调整不会因放缓增长而违背其目的，必须逐步进行。这意味着它应该在周期性条件允许的情况下尽快启动。

（4）虽然实际利率在中期内仍有可能下降，但财政政策制定者不应制定假设这种下降的计划。

本文的主要定量研究结果基于当前市场对实际利率的预期。自 2019 年以来，这些数字增加了约 2 个百分点，尽管从历史标准来看仍然温和。这些数据的中位数水平约为 1%，而欧元区的最高水平约为 2%（欧元区以外的一些国家面临更高的利率）。市场表明，未来三年围绕名义利率的不确定性非常高。利率是保持在当前水平，还是再次下降，甚至进一步上升，取决于最初导致低利率的结构性因素是持续存在还是消失，这一点双方都有争论。因此，尽管利率有可能再次下降，但财政政策制定者不应制定假设这种下降的计划。

附录

图 A1 与表 1 所示估计财政收支有关的债务路径

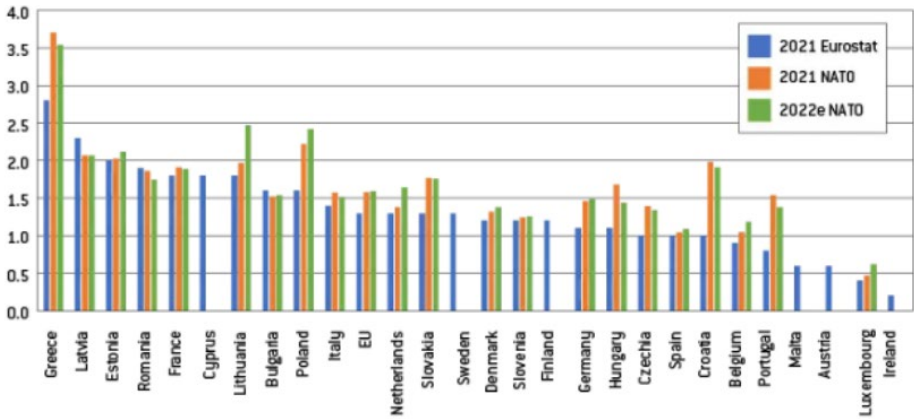


数据来源: Bruegel

注: 图A1描绘了不同基本平衡情景下的债务与国内生产总值比率预测。它们指的是从2029年开始不变的财政收支。每一种情景都是基于(1)截至2023年(含)的《世界经济展望》财政收支和债务数据,以及截至2028年(含)的名义GDP数据;(2)假设财政收支将从2023年的《世界经济展望》预测线性收敛到2029年以后的恒定财政收支。情景1(标题中

的 $pb^*(0)$ ，蓝色）设定 2029 年财政收支不变，以在 2060 年之前稳定债务比率。情景 2（标题中的 $pb^*(0.5)$ ，紫色）规定对于 2029 年债务比率高于 60% 的国家，该比率的最小年度下降幅度为 0.5 个百分点。情景 3（标题中的 $pb^*(1)$ ，绿色）规定这些国家每年下降 1 个百分点。在情景 2 和情景 3 中，2029 年债务比率等于或低于 60% 的国家的债务比率在长期内不得增加。这些预测基于主权债券数据、欧洲稳定机制和欧洲金融稳定基金债务数据和利息预测、欧洲央行短期借款数据、国际货币基金组织 2028 年增长预测以及市场对通货膨胀和利率的预期（见图 2 注释）。旧债的摊销和利率负担由基本盈余和新债发行提供资金。我们通过近似和复制每个国家的原始到期情况，并根据各自到期日和预测年份的预期市场利率增加利息成本，对发行和再融资成本进行建模。

图 A2 欧盟国家的国防开支（占国内生产总值的百分比）



资料来源：欧统局的“按职能分列的政府一般支出（COFOG）”[政府_10_a_支出海关_5665704]数据库；北约（2023a），表 3：国防支出占国内生产总值的份额（第 159 页）。注：2022e 是指北约报告的 2022 年预期值（2023a）。欧盟的北约数据是指截至 2022 年欧盟的 21 个北约成员国。根据欧盟统计局的数据，只有希腊、拉脱维亚和爱沙尼亚三个国家在 2021 年达到了国防支出占 GDP 的 2% 的承诺，而北约数据显示波兰也超过了目标。

本文原题为 “The Longer-Term Fiscal Challenges Facing the European Union”。本文作者 Jeromin Zettelmeyer 自 2022 年 9 月起担任勃鲁盖尔董事，此前是国际货币基金组织（IMF）战略和政策审查部副主任；Grégory Claeys 是高级研究员，研究领域包括国际宏观经济和金融、中央银行和欧洲治理；Zsolt Darvas 于 2013 年 9 月起被任命为高级研究员，研究方向包括宏观经济学、国际经济学、中央银行和时间序列分析；Lennard Welslau 是研究助理，研究方向是宏观经济学、国际经济学和应用计量经济学；Stavros Zenios 是塞浦路斯大学金融和管理科学教授，目前的研究重点是主权债务问题。本文于 2023 年 4 月 23 日刊于 bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

瑞士信贷：过大而无法管理，太大而无法解决

Anat Admati Martin Hellwig Richard Portes/文 廖世伟/编译

导读：2023 年 3 月硅谷银行和瑞士信贷的挤兑再次引起了人们对银行业监管、清算和政府干预的关注。本专栏分析了瑞士信贷挤兑及其最终被瑞银(UBS)收购的细节。这凸显了官方声明与瑞士信贷和瑞士当局实施的措施之间的多重差异。此外，报告认为，2007-2009 年危机后采取的改革措施仍不足以解决系统性机构问题。展望未来，当局必须能够在失败风险变得过于严重之前迅速采取行动并实施纠正措施。编译如下：

2023 年 3 月硅谷银行（Silicon Valley Bank）和瑞士信贷（Credit Suisse）的挤兑再次引起了人们对银行业监管、清算和政府干预的关注。本专栏分析了瑞士信贷（Credit Suisse）挤兑及其最终被瑞银（UBS）收购的细节。这凸显了官方声明与瑞士信贷（Credit Suisse）和瑞士当局实施的措施之间的多重差异。此外，报告认为，2007-2009 年危机后采取的改革措施仍不足以解决系统性机构问题。展望未来，当局必须能够在亏损风险变得过于严重之前迅速采取行动并实施纠正措施。编者注：本专栏是关于“金融系统近期压力的教训”的 Vox 辩论的一部分。

在 2023 年 3 月之前，银行挤兑似乎只具有历史意义。他们在 20 世纪 30 年代的大萧条中扮演了致命的角色，但存款保险的引入和央行作为最后贷款人的行动似乎解决了这个问题。在 2007-2009 年的金融危机中，主要是货币市场基金的挤兑和银行通过货币市场融资的崩溃。¹

相比之下，2023 年 3 月加州硅谷银行（Silicon Valley Bank, SVB）和瑞士信贷银行（Credit Suisse, CS）的挤兑则备受关注。硅谷银行的挤兑对提供美国中型银行的整体信息产生了系统性影响。同样，瑞士信贷（Credit Suisse）是金融稳定委员会（Financial Stability Board）认定的 30 家“全球系统性”机构之一。

许多经济学家认为挤兑源于银行的脆弱性，而这种脆弱性是银行业的基本特征，需要政府的支持。2022 年诺贝尔奖授予“关于银行和金融危机”的研究，发现“避免银行倒闭至关重要”。²在硅谷银行（SVB）和瑞士信贷（Credit Suisse）挤兑之后，许多人呼吁通过扩大存款保险和其他政府担保的覆盖范围来稳定银行。类似的呼吁在 2007-2009 年危机期间以及 2020 年 3 月开始的 COVID 危机期间再次出现。在这些危机中，政府担保和其他支持已经大大增加。

扩大政府担保的呼吁是错误的。硅谷银行和瑞士信贷的崩溃与戴蒙德（Diamond）和迪威格（Dybvig）（1983）在诺贝尔委员会认可的研究中所研究的那种脆弱性没有什么关系。在 Diamond-Dybvig 分析中，挤兑完全是由于存款人对彼此预言的自我证实。有关银行资产和其他负债价值的信息不起作用。³相比之下，则是由于相关公告提醒储户和其他投资者注意影响银行偿付能力的更深层次问题引发的。银行高管和监管者未能解决这些问题，必须成为任何政策讨论的出发点。

这两种情况有些不同。在本专栏的其余部分，我们将讨论瑞士信贷。硅谷银行将是另一个专栏的主题。

瑞士信贷的最后一次挤兑始于 2023 年 3 月 15 日星期三。当天，瑞士国家银行宣布瑞士信贷满足所有资本和流动性要求，并将提供高达 500 亿瑞士法郎的流动性支持。⁴这一声明并没有阻止人们逃跑。

3 月 19 日星期日，瑞士当局宣布，另一家瑞士大型银行瑞士联合银行（UBS）将以 30 亿瑞士法郎的瑞士联合银行股票收购瑞士信贷。此外，被监管机构视为另类一级股权（AT1）的某些瑞士信贷或有证券（“CoCos”）将被取消，而股权股东将保留 30 亿瑞士法郎。瑞士政府将向瑞银提供高达 90 亿瑞士法郎的第二次损失担保，以应对瑞士信贷资产的损失。这一担保将在瑞银首次承担 50 亿瑞士法郎的损失后生效。瑞士国家银行将向两家银行提供高达 1000 亿瑞士法郎的流动性支持，并由瑞士政府提供损失担保，此外还有针对抵押品的常规流动性准备金。银行的股东将无权对这些事项进行投票。政府动用了紧急行政权力来采取这些步骤。

这些行动提出了几个问题。首先，当局为何避免使用 2008 年后出台的那些被大肆吹嘘的决议程序？⁵总损失吸收能力（TLAC），包括股权、内部纾困证券和所谓的旨在吸收损失以避免政府救助的自救债务，达到 1100 亿瑞士法郎，几乎占报告总资产的 20%。消除股权和 AT1 证券，并将内部纾困债务转换为股权，从而重建偿付能力，本应是一件容易的事。在过去十年中，当局和许多经济学家声称，足够的总损失吸收能力将消除“大到不能倒”的问题，因此我们不会再看到救助。为什么没有使用总损耗吸收能力？

第二，当局是否认为瑞士信贷有偿付能力？如果他们认为银行只是遇到了纯粹的流动性问题，为什么央行最初提供的流动性支持如此有限？为什么当局最终采取了如此多的措施，而这些措施只有在存在严重的偿付能力担忧的情况下才是合理的，例如对瑞银（UBS）的二次亏损担保和对瑞士央行（Swiss National Bank）的财政支持，以及对 AT1 证券的减记？如果当局怀疑银行的偿付能力，为什么瑞士国家银行在 3 月 15 日试图通过一份所谓的令人放心的声明来阻止挤兑，同时宣布有限的支持？3 月 15 日的公告和 3 月 19 日采取的措施之间有些不协调。

关于第一个问题，瑞士财政部长和瑞士监管机构瑞士金融市场监管局（Finma）的负责人表示，银行清算是不合适的，因为瑞士信贷危机涉及“失去信任”和挤兑。⁶在制定银行处置规则时，为什么没有考虑信任损失？在回答这个问题之前，我们首先讨论致命的信任缺失。

失去信任通常是有原因的。尽管戴蒙德和戴维格的理论分析表明，仅仅因为每个存款人预计其他存款人会失去信任，信任就会消失，但在现实中，对银行失去信任通常是因为坏消息，而且是基于对银行偿付能力的严重担忧。

在这种情况下，瑞士信贷于 3 月 14 日发布的 2022 年年度报告(Credit Suisse 2023)是坏消息的主要传播者。这份报告显示，瑞士信贷集团的所谓合并账目与瑞士信贷集团控股公司的账目之间存在显著差异，后者显示的是运营公司的股权价值，而不是运营公司的资产价值。⁷ 由于运营公司的股权减记，控股公司出现了超过 240 亿瑞士法郎的巨额亏损。

这些股权头寸及其减记并未出现在公众讨论所关注的合并集团账目中。对于这些账目，管理层解释说，所有报告单位的“公允价值”都超过了其先前报告的账面价值，没有必要进行减记。管理层还解释说，如果客户继续流失，这一评估可能会改变。

审计员对账目的核证警告说，管理层未能设计一种良好的方法来评估估值错误的风险。管理层自己也承认“财务报告的内部控制是无效的”（P50）。

2022 年年报还给出了早些时候发生在 2022 年 10 月的储户和客户外流的数字。在 2022 年第四季度，存款减少了 1380 亿瑞士法郎，从 3710 亿瑞士法郎减少到 2330 亿瑞士法郎。瑞士信贷管理的资产从 2022 年 1 月 1 日的 1.6 万亿瑞士法郎降至 1.3 万亿瑞士法郎；其中 1000 亿瑞士法郎的下降发生在上个季度。这份报告没有传达出这种萎缩对瑞士信贷（Credit Suisse）的生存威胁。它草拟了一项重组战略，成本削减目标为 15%，预计重组成本为 29 亿瑞士法郎，这显然是不够的。2022 年，几乎没有削减任何成本。随着收入从 220 亿瑞士法郎降至 150 亿瑞士法郎，营业费用仅下降了 10 亿瑞士法郎，从 190 亿瑞士法郎降至 180 亿瑞士法郎。

瑞士信贷（Credit Suisse）管理层对该行危机的缓慢反应，证明了持续亏损的预测是合理的。在报告的账目中找到这些预期损失的痕迹。然而，如果没有实质性的战略改变，这样的损失肯定会导致破产。对于担心资金安全的储户来说，账户没有显示预期损失的事实是无关紧要的。在预期情况会变得更糟的情况下，逃跑似乎更安全。

这种担忧或许可以解释当局为何对瑞信是仅仅存在流动性问题，还是也存在偿付能力问题持矛盾态度。它们也可以解释为什么瑞银需要如此多的保护措施来防范潜在损失。但为什么当局没有更早或更有效地干预呢？

瑞士信贷的衰落更早就开始了。自 2014 年以来，瑞士信贷向美国和英国当局支付了巨额罚款。在 2021 年春季，瑞士信贷严重卷入了 Archegos 和 Greensill 的破产，仅 Archegos 就损失了 47 亿瑞士法郎。瑞士信贷发起的一项外部调查显示，其员工忽视了许多警告信号，并得出结论认为，这场灾难是由于“缺乏能力”和“风险文化薄弱”，员工优先考虑自己的奖金，而不是对银行风险的担忧（瑞士信贷 2021）。⁸ 这份报告显示，瑞士信贷的投资银行家经常违反规则和指示。

2022 年，瑞士信贷集团报告，除瑞士银行外，所有部门均出现运营亏损。从全年来看，其股价呈下降趋势。2022 年 12 月，瑞士信贷筹集了 39 亿瑞士法

郎的新股本，远远不足以弥补当年的损失。总体情况是无能和鲁莽。

对当局来说，这些发展提出了一个问题，即如何处理那些在市场上不成功的银行。在其他经济领域，失败的公司最终会离开市场。如果他们一开始就有足够的股本，这一过程可能需要时间，但在某个时候，债权人（尤其是银行）会建议他们改变策略，否则就会失去资金。市场退出是有用的，因为它们减少了资源的浪费。

对于银行来说，债权人太弱，也不协调，无法施加这样的影响。他们只能撤回资金，就像瑞士信贷（Credit Suisse）那样。如果政府担保消除了储户和其他银行债权人离开的动机，那么失败的经营活动所造成的资源浪费将会长期存在，最终以纳税人为代价。

监管机构倾向于将其干预限制在验证资本和流动性要求是否得到满足。巴塞尔规则的所谓第二支柱和相关法律允许更积极地干预，但监管机构通常不愿干预银行的活动。以瑞士信贷为例，在 2022 年秋季，监管机构警告该银行增加流动性缓冲，但他们似乎没有对该银行的巨额持续亏损做出反应，尽管这些亏损正在威胁其生存能力。2023 年 4 月 5 日，监管机构负责人宣布，干预银行的战略与监管机构无关（Amstad 2023）。

在同一份声明中，监管机构负责人还表示，所采取的措施比恢复和解决程序更可取，因为将损失强加给自救债务持有人可能会引发系统性危机。这一解释不仅与之前提到的缺乏信任是关键问题的说法不一致，也与处理“大到不能倒”问题的总损失吸收能力（TLAC）的说法也不一致。根据这种说法，纾困债务的持有者知道，他们可以在解决方案中分担损失，并且必须为这种损失做好准备，通过更高的承诺回报进行补偿。瑞士当局的声明和行动使这种说法无效。

我们之前已经警告过，自 2007-2009 年危机以来的银行处置改革是不可行的（Admati 2016, Hellwig 2014, Admati and Hellwig 2024 and forthcoming）。世界各国政府是时候抛弃这种幻想了，即自 2008 年以来进行的改革已经消除了“大而不能倒”的问题。⁹

现有的解决系统性机构问题的安排，在没有中断和没有救助的情况下，有几个致命的弱点。¹⁰ 首先，没有令人满意的机制来防止一旦启动清算或破产程序后出现按管辖界线划分的情况。这种分裂破坏了集团内法律上独立的子公司之间的业务整合，例如现金管理或 IT 系统。在瑞士信贷（Credit Suisse）的案例中，这家在伦敦具有系统重要性的衍生品子公司将面临严重风险。如果由一个单一的当局来管理决议，就可以避免分裂，但这种“单一进入点”的做法在政治上是不能接受的，因为这些国家的当局将不得不靠边站。

其次，现有规则很少规定在执行决议程序时为银行提供资金。瑞士当局在这方面的担忧是合理的，正如欧盟当局在 2017 年西班牙大众银行（Banco Popular Español）事件中所看到的那样。在美国，财政部可以提供贷款，而在英

国，英格兰银行可以在财政部批准和潜在支持的情况下使用其资金。然而，在欧元区 and 瑞士，没有提供资金。欧洲央行已明确表示，如果对偿付能力存有疑虑，他们就不能介入。

第三，在许多司法管辖区，有关财政支持的法律规定并不明确。¹¹ 在美国，如果财政部的贷款无法偿还，纳税人实际上就会介入。在瑞士，政府对瑞士联合银行（UBS）和瑞士国家银行（Swiss National Bank）的担保要求政府根据紧急状态法采取特别行政行动。¹² 瑞士的存款保险制度是以行业缴款的自我监管为基础的，没有财政支持。¹³

最后，当局可能没有处理银行处置所需的机构和人力资源。因此，2017 年意大利政府要求意大利联合商业银行（Banca Intesa）对维琴察人民银行（Banca Popolare di Vicenza）和威尼托银行（Veneto Banca）的不良资产进行清算。同样，瑞士当局更希望瑞银负责瑞士信贷，而不是自己处理清算事宜。¹⁴ 即使对瑞银来说，重组和部分关闭瑞士信贷的任务似乎也很艰巨。

瑞士信贷的案例表明，2008 年后试图消除“大到不能倒”问题的努力失败了。决策者、监管者、监督者和经济学家必须承认这一失败，并转向有效的改革。解决在多个管辖区进行系统性活动的机构的问题似乎无法解决。因此，也许我们不应该让金融机构在多个司法管辖区具有系统重要性。

过去 30 年中出现的大型银行规模庞大、异常复杂且不透明。瑞士信贷的 Archegos 或摩根大通（JPMorgan Chase）的“伦敦鲸”（London Whale）等事件表明，这些机构太大、太复杂，难以管理，对全球或国家的金融稳定也太危险。

15

鉴于不可能在不给金融体系或纳税人带来严重成本的情况下解散这些机构，因此必须避免接近破产的风险。因此，当局必须能够比瑞士当局更快地介入和干预。当他们仍然能够解决危险的事态发展，而不会立即造成偿付能力问题和挤兑时，他们应该立即采取纠正措施。¹⁶ 如果股本要求比目前高得多，这样做是可能的。

这种对更多股权的呼吁不仅仅是为了增加吸收损失的能力。许多经济学家认为，鉴于银行家对更高股本要求的抵制，某些类型的债务（清算前具有高触发点的可转换债券，清算中的总损失吸收能力）也可能吸收损失，而不是股本。这种债务融资是否有利于金融稳定是有争议的。¹⁷ 然而，我们在此讨论的是监管的治理及其对公司管理治理的影响。

面对不利的发展，主管和经理都会拖延。导致出现违反股本要求的损失时将要求监管机构介入，要求银行避免向股东支付款项，并筹集更多股本。如果这种干预发生在比银行目前所拥有的股本高得多的水平上，它不会自动引发对偿付能力的担忧，从而引发挤兑。¹⁸

增发新股将给股东和银行经理带来更大的下行风险，并阻止他们将风险转

移给他人。筹集股本的能力提供了一种基于市场的“压力测试”，这是一种关于市场对银行前景评估的证据，比目前监管机构使用的压力测试提供的信息更多。¹⁹ 需要承担更多的下行风险，而不仅仅是上行收益，这将使股东更有兴趣挑战有缺陷的管理策略。

笔记

[1] 有一些储户挤兑的案例，如英国的北岩银行和美国的华盛顿互惠银行。

[2] 见 2022 年经济科学奖新闻稿，2023 年 5 月 3 日访问。

[3] 在最简单的戴蒙德（Diamond）和戴维格（Dybvig）模型中，不存在总体不确定性，挤兑可以通过从未启动的存款保险计划来避免，或者通过允许暂停支付的私人合同来避免。在具有总体不确定性的模型中，私人契约不可能实现最优，但是，正如 Wallace（1988）所指出的，政府支持的存款保险之所以能够实现最优，只是因为它被允许以总体冲击作为其行动的条件，而私人当事人不能以此作为条件。该模型没有考虑 Admati 等人(2018)探讨的几个治理冲突和承诺问题，例如，这些问题与银行业高度相关。

[4] 值得注意的是，他们并没有说瑞士信贷有偿付能力或不太可能倒闭。

[5] 见 FINMA，《恢复和解决》，2023 年 4 月 29 日访问。

[6] 参见 NZZ 于 2023 年 3 月 25 日对瑞士财政部长 Karin Keller-Sutter 和 FINMA 负责人 Marlene Amstad 的采访（德语）。

[7] 根据国际财务报告准则（IFRS）会计规则，合并账目报告亏损 73 亿瑞士法郎，而根据瑞士民法，控股公司的账目报告亏损超过 240 亿瑞士法郎，权益从 420 亿瑞士法郎增加到 220 亿瑞士法郎。这与合并集团账目形成对比，在合并集团账目中，股本从 440 亿瑞士法郎增加到 450 亿瑞士法郎。尽管国际财务报告准则下的合并账目被视为理解集团经济状况和前景的关键，但控股公司的账目在某些法律背景下是相关的，包括对偿付能力的法律评估。

[8] 直到 2023 年 2 月，FINMA 才对格林西尔事件进行了调查，调查结果也很严厉。

[9] 最近，金融稳定委员会（2021 年）对改革给出了适度乐观的评估。我们对此并不乐观。赫尔维格（2021）对金融稳定委员会的报告做出了批评性的回应。

[10] 布鲁内蒂（2023）提出了同样的问题，并呼吁要么进行改革以使解决方案发挥作用，要么收缩大型银行。我们的评估是，在不损害金融稳定或不让纳税人付出代价的情况下解决问题是无法实现的。

[11] 在美国，联邦存款保险公司（FDIC）的损失将通过债权人追回和行业征税来支付，但如果这些资金来源不够，纳税人无论如何都会进来，因为国库无法得到偿还。在欧盟，来自成员国的公共资金可以在内部纾困证券被取消后使用，但欧元区的一些成员国可能没有足够的财政能力。

[12] 瑞士议会拒绝将这一行政行为转化为法律，但这一拒绝没有实质性影响。

[13] 见瑞士存款保险，2023 年 5 月 2 日查阅。

[14] 当摩根大通（JPMorgan Chase）在 2023 年 5 月 1 日被允许收购美国第一共和银行（First Republic Bank）的大部分业务时，同样的论点似乎占了上风。摩根大通已经违反了限制任何一家银行拥有超过 10% 的存款的规定。早在 2008 年，这一考虑就促使摩根大通成为华盛顿互惠银行（Washington Mutual）的收购者。

[15] 关于这些问题的更详细讨论，见 Admati 和 Hellwig（2024）。

[16] “迅速纠正行动”是 1991 年《联邦存款保险公司改进法案》（FDICIA）赋予 FDIC 的任务。

[17] 关键讨论见 Wang（2023），以及 Admati and Hellwig (2024)。在瑞士信贷（Credit Suisse）的案例中，无论是可转换债券还是内部纾困债券，都没有避免动用纳税人资金的需要。此外，AT1 证券的减记对全球可转换债券市场产生了强烈的传染效应。Wang（2023）对可转换债券转换或减记时的金融稳定风险进行了广泛的讨论。

[18] 应迫使银行通过筹集新股本而不是去杠杆化来达到增加的股本要求（Admati et al. 2018）。有关此主题的更多资料，请参阅《银行业过度杠杆和风险研究》。

[19] 如果银行资产的市场价值超过其负债，银行可以在市场上筹集任何数量的股本。见 Admati et al. (2013, note 21)。

本文原题为 “Credit Suisse: Too Big to Manage, Too Big to Resolve, or Simply Too Big?”。作者 Anat Admati 是斯坦福大学商学院的金融和经济学教授。Martin Hellwig 就职在马克斯·普朗克集体商品研究所。Richard Portes 是 CEPR 经济政策研究中心的创始人和名誉主席，也是《经济政策》杂志的联合创始人。本文于 2023 年 5 月刊于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

对地缘政治的思考

Manfred Elsig/文 熊春婷/编译

导读：最近地缘政治的概念在公共辩论中被广泛使用。本文主要探讨了这一概念在研究国际经济合作，特别是贸易和投资政策方面是如何演变的。本文从国际关系和国际政治经济学的角度，探讨 20 世纪初出现的这一概念的起源，并且梳理了这一概念是如何在冷战时期被主流理论边缘化的，尽管后来它被进攻性现实主义的理论家含蓄地接受了。然后，本文描绘了 20 世纪 90 年代政治经济的自由主义转向，以及随着市场一体化程度的提高，强权政治如何进一步退居幕后。直到 2000 年代，强权政治才慢慢回归。过去 10 年，学术界和政界都见证了地缘政治令人惊讶的复兴。本文描绘了这种新的地缘政治变体的轮廓，即超级大国竞争和经济民族主义的混合，并提供了一些关于决定论情景的危险和缓和未来地缘政治的方法的思考。编译如下：

1. 地缘政治的起源

地缘政治回来了。近年来，这一概念在更广泛的学术界重新出现，并成为公共话语中的流行词。“地缘政治”一词在 19 世纪末被引入时，其最初的含义集中于研究将国家看作一种空间现象所起的作用。研究内容主要侧重于权力、地理和领土之间的相互作用。地理学家和政治学家都在倡导一项研究议程，以更好地理解地理的影响和民族国家对权力的追求。许多早期的工作后来受到了严厉的批评，因为它明显依赖于地理因素如何决定国家行为并使之合法化。麦金德的“心地”和后来豪斯霍费尔的“生存空间”等相关概念为扩张主义、帝国主义和战争提供了论据。在那个时代，政治学家和地理学家往往无法与政策制定界保持足够的距离，因为后者正在为推行扩张主义和攻击性政策寻找论据。此外，许多早期作家后来因其种族主义观点而受到批评，这些观点在他们当时的作品中也有所体现。

由于扩张主义政策和两次世界大战，地缘政治学作为一个研究领域被否定并退居幕后。一些关于地缘政治的原创作品被驳回。然而，在冷战期间，早期研究议程的一些要素在著名的现实主义著作中重新出现。特别是，所谓的进攻性现实主义者为扩张性政策提供了合法性，并为霸权行为提供了理由。在两极世界秩序时期，东西方冲突以及意识形态和地理上的分歧形成了国际合作和经济决策的基本原理。例如，乔安妮·戈瓦（Joanne Gowa）和爱德华·曼斯菲尔德（Edward Mansfield）（1993 年）在他们的著作中指出，在 20 世纪的大部分时间里，联盟是贸易流动强度和模式的关键预测指标，系统性因素（两极与多极）对自由贸易联盟至关重要。

2. 冷战时期地缘政治学的复兴？

冷战结束后，一份名为《地缘政治学》的新的政治科学期刊重新出现，该期刊主张对领土、边界和主权等旧概念进行后现代解释。正如大卫·纽曼所写“……地缘政治作为一门学科，在二战结束后的三四十年里从被排斥在许多学术话语之外，到今日经历了一次重大的复兴”不同的表达和描述强调背离旧的研究方法的地缘政治如雨后春笋般涌现，如“新地缘政治”或“批判地缘政治”。

然而，一个新的跨学科研究项目却未能在国际经济合作的主导领域——国际政治经济学（IPE）——确立自己的地位。在 20 世纪 70 年代和 80 年代，对政治和市场的研究主要有三种范式：马克思主义、自由主义和现实主义。很能说明问题的是，罗伯特·吉尔平（Robert Gilpin）多年来在国际政治经济学（IPE）领域的主要教科书中，没有一处提到地缘政治，就好像这种概念不存在一样。大卫·莱克（David Lake）等其他作者在他们的著作中描述了三个流行的研究项目，它们与 20 世纪 80 年代研究领域的大范式相一致，即依赖理论（新马克思主义）、霸权稳定理论（现实主义）和对国内政治和游说作用的日益关注（自由主义）。因此，在贸易和投资的政治经济学中，关于地缘政治的最具批判性的工作并不突出。

3.自由主义方法在冷战后占主导地位

在 20 世纪 80 年代末和 90 年代初，自由主义方法中对利益集团和自由机构的关注开始主导学术研究。在开放经济政治（OEP）的标签下，美国学者研究了新古典主义经济学和国际贸易理论的基本假设，并将这些假设与更明确的政治变量相融合。它创建了占主导地位的分析工具包，以分析 1990 年代新兴的经济外交格局。主流政治经济学不愿直接参与地缘政治的新工作，只有越来越少的现实主义作家继续关注权力的作用，以及领土如何塑造政府的经济战略，特别是自由贸易如何产生安全外部性。总体而言，根植于新古典主义贸易理论的自由主义方法导致国家和外交政策利益在解释国际经济结果方面的作用下降。基于利益的解释占主导地位，国内和国际机构在解释经济政策结果方面的作用突出。特别是，在冷战期间对理解经济决策的制定至关重要的安全问题和联盟政治，越来越与经济决策领域脱钩。人们普遍认为，贸易和投资模式主要是由竞争和创新形成的，而安全制度的运作与市场分离，并正在失去直接的相关性。

自由主义国际政治经济学在 OEP 的标签下占据主导地位，当然是由经济一体化和不断变化的市场结构驱动的，简而言之，是由现实驱动的。但是，国际经济法也支持这一进程，并促进自由主义的做法。从 1960 年代起，国际机构（关贸总协定、货币基金组织、世界银行）开始协助市场走向自由化，1980 年代起，在优惠贸易协定及一系列投资协定的支持下，市场进一步实现自由化，西方发达国家的公司利用了市场机会。运输成本的降低、国际贸易规则的统一、信息和通信技术（ICT）的进步，以空间距离衡量的“地理”正变得越来越不重要。人们宣布了通信和市场的“距离之死”。市场壁垒减少的一个合乎逻辑的结果是，企业越来越多地在全球范围内开展业务，任务和生产流程的外包是理查德·鲍德温所称的分拆过程中竞争加剧的结果。冷战的结束加速了这些进程，以前封闭的市场的开放创建了区域价值链和全球价值链。

1990 年代中期以来实施的世贸组织规则进一步加强了法治和全球市场的可预测性，同时还遏制了许多保护主义的诱惑。尽管很难用经验来衡量，但在

2008 年和 2009 年的经济和金融危机期间，WTO 与 IMF、20 国集团(G20)和其他机构似乎驯服了保护主义冲动。这种自由规范、更多的全球竞争和更低的价格的混合，使强权政治退居幕后。

所谓的商业和平假设为进一步实现经济一体化提供了基本假设。伊曼努尔·康德（Immanuel Kant）的观点是，国家之间的贸易越多，发生战争的可能性就越小。受其兄弟民主和平理论的启发，有人认为，随着市场一体化的加强，发生战争的可能性会降低。这一论点基于这样一种观点，即参与冲突关系对所有相关经济体都是有害的。冲突中的自我伤害将超过战争的潜在收益。随着全球价值链的加强和所谓的“中国工厂”效应，即所有主要经济体都在中国大陆生产零部件和成品，这一想法得到了进一步的认可。人们普遍认为，如果市场因军事冲突而发生扭曲，经济增长将受到严重损害。尽管商业和平假设在很大程度上通过国与国之间低水平的冲突得到了证实，但其与内部战争和国内冲突有关的经验记录充其量也是好坏参半。随着经济一体化的推进，和平红利越来越不明显。

4.重新出现的权力斗争——旧的地缘政治回来了吗？

今天，我们看到了自由世界秩序的倒退，越来越多的人呼吁去全球化。冷战结束后，一批低收入发展中国家首先对越来越多地就市场一体化达成的自由共识提出批评，因为它们认为融入世界经济有困难，并担心分配方面的损失。特别是国际金融组织对 1997 年亚洲金融危机的政策反应，导致发达国家越来越怀疑是否有必要紧缩过，以及是否有必要在放松管制和私有化的同时实行自由化。自 1990 年代末以来，发达国家的批评意见逐渐演变，一方面是对导致分配效应的去工业化和结构性变化的担忧，另一方面是对全球贸易和投资的环境影响导致“污染天堂”的日益担忧，都加剧了这种批评。最后，特别是在美国，再分配的选举效应变得更加明显和政治化。再加上所谓的“中国冲击”（一项实证研究，记录了中国市场一体化的直接影响以及前高薪行业工资和收入的恶化），这些转变开始主导美国近几届政府的贸易和投资政策。

中国竞争的加剧和保障高薪工作的需要，似乎主导了新地缘政治的演变轮廓。因此，这种现代形式不那么像老式地缘政治，但反映了两种形式的结合：一种是经济民族主义，以抵御外国竞争；另一种是以中国作为美国主要挑战者的超级大国的竞争观念。今天的地缘政治处理这两个重叠的挑战，因此混合了两种类型或现实主义的国际政治经济学。它受到占主导地位的以国际关系为中心的版本的影响，其中霸权稳定理论仍在回响，同时还受到一种更具民族主义色彩的重商主义版本的影响，后者安抚与进口竞争行业有关的重要利益集团。尽管罗伯特·吉尔平在他后来的著作中仍然避免使用“地缘政治”一词，但他清楚地推测，政治是 21 世纪世界经济的重要塑造者。他推测如下：全球经济的性质将受到美国、西欧、日本、中国和俄罗斯等主要经济大国的安全和政治利益以

及它们之间关系的强烈影响。这些大国几乎不可能将全球经济产品的分配以及经济力量对其国家利益的影响完全交由市场决定。经济效率和国家野心都是 21 世纪全球经济的驱动力。

直到最近，地缘政治一词才受到越来越多的关注。支持者认为，经济政策制定需要通过以国家安全问题为中心的现实主义棱镜进行重新评估。正如罗伯特·吉尔平所说，国际贸易和投资合作在很大程度上也服务于安全目标。在这场辩论中经常被遗忘的是，与安全相关的政策，特别是美国经济政策的制定，已经存在了很长时间。例如，自 20 世纪 70 年代中期以来，美国一直依靠投资筛选来保护安全相关部门和基础设施。美国外国投资委员会（CFIUS）成立于 1975 年，旨在管理和监督具有潜在安全影响的外来投资。20 世纪 70 年代的石油危机和中东地区不断增加的投资推动了这一进程。随着日本工业的复苏，日本的投资也开始激增。在贸易领域，自 20 世纪 60 年代以来，与安全有关的措施一直在实施，1962 年《贸易扩展法》第 232 条为调查“数量或情况可能损害国家安全”的进口提供了法律依据。最后，在 2001 年中国加入世贸组织之前，中美贸易最惠国待遇每年都会在国会讨论。

随着中国作为贸易大国和军事大国地位的上升，美国国内要求对中国采取更强硬立场的声音逐渐增多。从奥巴马政府时期开始，该政策的目标是在未来大型贸易协定的规则制定中孤立或排斥中国。美国也越来越多地在世贸组织对中国提起诉讼。在特朗普政府时期，这种对抗变得更加直接和明显。特朗普政府决定以关税形式实施单边贸易措施。结果，中国采取了报复措施。双方的直接对话仅促成了一项只反映美国利益的中美贸易协议。该协议主要侧重于管理贸易，迫使中国在特定领域购买更多美国产品，而美国关注的其他一些问题（国有企业、强制技术转让）则被推迟到尚未开始的第二阶段。

5.众多的冲击和危机以及国家安全的复苏

除了中美两国之间日益紧张的关系（这符合现实主义国际关系理论的一些套路），我们还看到了保护市场免受零和博弈因素驱动的竞争的趋势。重商主义和经济民族主义思想都推动了保护主义政策激励，并支持对自由经济秩序的强烈反对。英国的脱欧运动（Brexit）在很大程度上也受到民族主义担忧的推动，这种（错误的）观点认为与欧洲的贸易是一场零和游戏，并将英国经济从不必要的监管中解放出来。这些叙述与关于收回控制权和主权的论述重叠。英国脱欧无疑削弱了欧盟在经济政策制定中的国际角色。

由于这些不同的发展和系统性变化还不够彻底，在过去几年中，贸易体系因重大健康危机（COVID 19）和俄罗斯侵略战争而进一步削弱。它们都对食品、化肥、能源到个人防护设备、疫苗和基本药品等国际市场的供求产生了重大影响。这两个意料之外的冲击都进一步推动了民族主义和基于权力的议程。特别是，他们呼吁扩大国家安全概念的定义，并主张国家在预防和管理危机方面发

挥更大的作用。贸易中的国家安全问题通常考虑的是指保护战略基础设施和部门不受外国所有（和控制），以及生产足够数量的关键产品和服务的能力。然而，危机导致各国扩大其潜在活动，将追求国家安全利益作为合法的政策目标。随着经合组织（OECD）和 20 国集团（G20）政府为许多受影响的行业纾困，政界越来越期望通过加强国内工业和技术基础来防止未来的危机。突然之间，各国政府开始关注那些似乎对国家竞争力和应对未来经济危机至关重要的国家龙头企业和行业。在美国，特朗普政府的重点是钢铁和铝，而即将上任的拜登政府也关注半导体等技术。欧盟最近紧随其后，宣布了一项新的绿色工业计划。

其中一些措施已经在世贸组织受到质疑，专家组认为美国的措施不符合世贸组织的精神和法律。尽管做出了这些决定，但美国在其回应中明确表示，它不会遵守专家组的调查结果，而世贸组织作为一个机构，在界定什么符合美国国家利益方面没有明确表态。这遵循了自特朗普政府以来不尊重国际贸易法的普遍做法，因为美国继续抵制世贸组织争端解决机制的正常运作。如果没有一个全球性的仲裁机构，世贸组织成员如何运用国家安全考虑来执行贸易政策就不再有一个检查，特别是考虑到这是一种变相的保护主义。更普遍的是，地缘政治抱负目前无需担心全球化鼎盛时期达成的全球贸易规则。

6.新的“支撑”难题和积木建筑

政治圈最初呼吁提高生产网络和全球价值链的弹性，主要是受到对外包流程不满和带回就业机会的动机的推动。特朗普政府已经积极倡导将回流作为应对生产网络冲击的解决方案。行政当局要求必须减少贸易赤字，必须在新协定的支持下积极管理贸易流动，其中包括重新谈判《北美自由贸易协定》。在拜登政府执政期间，谈判经典类型的贸易优惠贸易协定（PTAs）的尝试基本上停止了。此外，通过补贴、基础设施项目以及气候措施，使美国工业对国际投资更具吸引力。政府继续含蓄地呼吁回流。

此外，“近岸”和“友岸”的概念也受到了政策圈的关注。所有这些术语在经济外交中都是相当新颖的，这些呼吁在多大程度上导致企业行为的实际变化，还有待观察。如果我们关注友邦，拜登政府已经测试了一些新的和广泛的倡议，这些倡议反映了为志同道合的国家俱乐部创造平台的目标。第一次是在 2021 年底组织了一次“虚拟”民主峰会，旨在解决威权主义的危险，这一进程由国务院推动。第二个是 2022 年 2 月启动的印度-太平洋战略，随后于 2022 年 5 月创建了印度-太平洋经济框架（IPEF），其中涉及贸易主题（包括供应链）、脱碳、基础设施、税收和打击腐败。

虽然 IPEF 的贸易部分遵循奥巴马的战略，即参与亚太地区不断增加的贸易和投资机会，并将中国排除在外，但其他领域是拜登政府战略的一部分，以倡导气候政策，投资基础设施，避免逃税和不公平的税收竞争。

创建志同道合的平台和俱乐部，背后的逻辑是什么？这是在建立实际的区块吗？华盛顿特区最近提出的许多倡议表明，我们已经在进行一些街区建设活动。尽管三个主要贸易大国（美国、欧盟和中国）彼此之间都没有经典的贸易协定，但它们一直在制定一系列在数量、范围和方法上各不相同的经济条约。就美国而言，这在很大程度上集中于北美和南美，并在东亚采取了一些额外的市场准入办法。欧盟在全球建立了最大的优惠贸易区网络之一，是贸易大国中最不具体的区块建造者，而中国则寄希望于其丝绸之路计划，该计划以基础设施为主导，并建立了重要的依赖关系。此外，中国还得以参与区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）协议。这些不同的方法与一系列新的巨型区域协定重叠，这些协定也是由亚太国家（CPTPP）和非洲国家（AFCFTA）推动的，它们排除了主要贸易大国的参与。

7. 欧盟对地缘政治驱动的经济政策的不安

然而，美国和中国主导的倡议和潜在的区块定位的轮廓变得越来越明显，欧盟一直被夹在中间，并一直在追求一种混合战略。欧盟通常不愿在贸易政策中使用强制手段。大多数时候，欧盟将自己视为一个不情愿的贸易大国，倾向于有意投射软实力和民间力量。这是欧盟本身的经验和欧盟委员会管理成员国之间的贸易关系并试图输出其规范和价值观的结果。这种出口规范的推广并不是由硬实力政治驱动的，而是由投射软实力和稳定所驱动的多边主义。然而，超级大国之间的竞争促使欧盟（EU）反思如何在贸易政策上也能更加自信。这反映在欧盟最近关于其贸易战略的声明中，即主张“开放的战略自主权”。该战略的标题已经描述了欧盟面临的潜在紧张局势。它在推动开放和自由贸易的同时，也渴望通过使用更具强制性的工具来更积极地捍卫其价值观和利益。一个例子是欧洲议会积极推动的外国直接投资审查新战略。

欧盟也希望继续与中国开展贸易，而不受美国要求其将业务转回欧盟的压力的限制。尽管如此，欧盟和美国一样，对中国经济的组织方式和受国家（和党）影响的方式，以及多年来强制技术转让的方式感到担忧。此外，欧盟工业在相当长的一段时间内一直表示担心，欧盟非常依赖某些产品，如稀土，这可能会导致不断增长的工业面临严重的竞争劣势。与此同时，欧盟的目标是追求其自主贸易政策，不受美国过于直接的影响。然而，美国越来越多地对欧洲企业实施制裁，显示出单独行动的局限性。这是向前发展的平衡之举。

作为对欧盟批评的回应和走自己的路的信号，美国已经开始加强与其跨大西洋伙伴的贸易和技术合作。美国政府的目标是努力促进和组织在技术进步和协调对华活动的方法上保持一致。贸易和技术理事会（TTC）目前是监管互动的主要平台，其议程正在不断演变。然而，美国也在与荷兰等单一欧盟国家合作，在芯片生产方面实施自己的出口管制制度，继续试图不仅与中国脱钩，而且组织中国的获得关键技术。

8.武器化的相互依赖：新地缘政治研究是决定性的吗？

尽管出现了许多新的术语和概念，但政治学家安德鲁·法雷尔（Andrew Farrell）和安德鲁·纽曼（Andrew Newman）的贡献是一次罕见的尝试，他们试图提供理论构建模块，以更好地理解市场中产生权力不平衡的演变网络的类型。他们在一份国际安全期刊上发表的文章中，为更好地分析理解经济制裁如何变得更加突出，以及它们如何在高度关联和一体化的市场结构中发挥作用奠定了一些基础。他们的“武器化相互依赖”概念表明，过去只有少数行业（如能源）才有的相互依赖，今后将变得更加普遍。特别是，他们认为“在货币、商品和信息流通的国际网络结构中，对中心节点拥有政治权力的国家具有独特的地位，可以将成本强加于他人。”他们进一步表示，随着“适当的国内机构”的存在，他们可以将网络武器化，以收集信息或切断经济和信息流动，发现和利用漏洞，迫使政策改变，并阻止不必要的行动。”

到目前为止，这项研究计划所缺乏的是更好地理论化，然后测试主要大国将贸易武器化的条件，并对网络中的重要节点进行战略监督。此外，我们应该更多地关注可能成为武器化贸易障碍的因素，以免使这成为一种决定论的政策方针。正如关于地缘政治的原理一样，存在着一个明显的危险，即关于建立集团和相互依存的武器化的新贡献被用于政策战略。关于如何在经济合作领域遏制单边强权政治，需要做更多的工作。

需要一组中等强国在提供另一种加强国际经济法的说法方面发挥重要作用，这些国家正在从国际经济合作中受益，对它们来说，建立集团的设想是偏离现状的重大消极举措。这个由“多边主义和法治之友”组成的新团体需要更积极地介入大国（特别是美国）留下的真空。正如邓肯·斯尼达尔（Duncan Snidal）的工作所设想的那样，一组国家可能在某种程度上取代霸权提供公共产品，从而继续投资于国际体系的管理。一个很好的例子是，最近建立的替代性和临时性争端解决制度（MPIA）是在志同道合的人之间延续该制度的一种方式。MPIA规定了一个两级争端解决系统，类似于旧的世贸组织系统，设有一个正常运作的上诉机构。

第二个值得关注的群体将是新兴的大型经济体。印度、巴西和南非等地区大国目前正处于观望状态，试图在不断变化的地区之间进行仲裁，并试图像欧盟一样，开辟出自己的道路，在这些地区之间进行无摩擦的贸易。这种务实的做法可能会缓和封锁，也会让强国回到谈判桌上。然而，正如我们在全球民主国家中所看到的那样，各国政府必须相信基于规则的国际体系的优点，该体系在很大程度上促进自由价值观。然而，如果政府在竞选中坚持民族主义立场，一旦掌权，就试图通过增加专制行为来削弱民主，那么国际经济法的前景将进一步削弱，务实战略可能会转变为现实政治型的外交政策方针，从而给全球贸易和投资带来更多不确定性。

本文原题为“Reflections on Geopolitics”。本文作者 Manfred Elsig 是伯尔尼大学的世界贸易学院的教授。本文为 2023 年 2 月发表的工作论文。[单击此处可以访问原文链接。](#)

