

# 全球智库半月谈

中国新的金融监管改革是否足以应对挑战？

持续存在的原罪

来自硅谷银行和瑞士信贷的金融监管启示

人工智能对劳动力影响的高层视角

美联储导致了银行业危机吗？

通胀持续和银行动荡给全球经济蒙上阴影

突破债务上限后果很严重

本期编译

郭子怡

廖世伟

申劭婧

王悦人

薛懿

张丝雨

曾一智

（按姓氏拼音排序）

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究室

《全球智库半月谈》是由中国社会科学院世界经济与政治研究所的全球宏观经济研究室和国际战略研究组承担的编译项目，每半月定期发布。所有稿件均系网络公开文章，由项目组成员依据当前热点编译组稿。

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究组

<b>顾问</b>	张宇燕			
<b>首席专家</b>	张斌		姚枝仲	
<b>团队成员</b>	曹永福	美国经济	陆婷	欧洲经济
	冯维江	日本经济	熊爱宗	新兴市场
	徐奇渊	中国经济	杨盼盼	东盟与韩国
	肖立晟	国际金融	李远芳	国际金融
	常殊昱	跨境资本流动	顾弦	大宗商品
	陈博	大宗商品	吴海英	对外贸易
	崔晓敏	对外贸易	熊婉婷	金融政策
	王地	宏观经济	张寒堤	科研助理

国际战略研究组

<b>组长</b>	张宇燕			
<b>召集人</b>	徐进		<b>协调人</b>	彭成义
<b>团队成员</b>	李东燕	全球治理	袁正清	国际组织
	邵峰	国际战略	徐进	国际安全
	薛力	能源安全	欧阳向英	俄罗斯政治
	黄薇	全球治理	冯维江	国际政治经济学
	王鸣鸣	外交决策	高华	北约组织
	卢国学	亚太政治	王雷	东亚安全
	彭成义	中外关系	徐秀军	全球治理

田 慧 芳	气候变化	李 燕	俄罗斯政治
任 琳	全球治理	丁 工	发展中国家政治

联系人：曾一智 邮箱：[zengyizhi@mail.bnu.edu.cn](mailto:zengyizhi@mail.bnu.edu.cn)

电话：(86)10-8519 5775 传真：(86)10-6512 6105

通讯地址：北京建国门内大街 5 号 1544 邮政编码：100732

免责声明：

《全球智库半月谈》所编译的文章，仅反映原文作者的观点，不代表编译者、版权所有人或所属机构的观点。

## 目 录

### 聚焦中国

#### 中国新的金融监管改革是否足以应对挑战? ..... 6

导读：中国金融部门政策的主要挑战仍然是尚未完成从国家主导的金融体系向以市场为基础的金融体系的转型，以及政府党派对金融公司的良好治理和监管机构的独立性所造成的障碍。政治当局，有时是监管机构本身直接干预金融公司的资本和信贷分配决策，偶尔会导致风险控制和风险管理的失败。中国的改革者应该致力于更清晰、更严格的责任分工，让金融公司管理机会和风险，让监管者专注于各自的公共政策责任。除了最近宣布的增量调整外，不需要对当前的监管架构进行重大调整。

### 全球治理

#### 持续存在的原罪 ..... 22

导读：尽管许多新兴市场国家的情况已经有所改善，但“国际原罪”（以外币计价的外债）仍然是新兴市场的一种持久现象。尽管一些中等收入国家已经成功地发展了本币主权债务市场并吸引了外国投资者，但它们仍然通过与当地养老基金和其他居民投资者的交易来对冲其货币风险。其结果是改变了新兴经济体内部货币错配的轨迹，但并没有消除它们。其他国家则是通过限制外部借贷来限制原罪，为了追求稳定而放弃宝贵的投资机会。我们记录了这些变化趋势，分别对区域、全球总量以及国家案例进行研究。本文结论认为仍有理由采取国际举措来解决低收入和中等收入经济体的货币风险，以便它们能够更充分地利用经济发展机会。

#### 来自硅谷银行和瑞士信贷的金融监管启示 ..... 59

导读：硅谷银行（Silicon Valley Bank）和瑞士信贷（Credit Suisse）的破产暴露了我们在监管金融体系方面的失败。本文认为，目前在金融体系中暴露的问题之所以出现，是因为金融当局一直在试图达成不可行的目标：在控制通胀和保持金融稳定的同时保持增长。当下最好的办法是专注于减震和控制道德风险，而不是缓冲和风险衡量方法。

#### 人工智能：如何从劳动生产率的提高中获得最大收益 ..... 63

导读：随着时间的推移，人工智能应该会提高生产力。配合正确的政策，这种刺激可以发生得更快，且持续时间更长。

#### 人工智能对劳动力影响的高层视角 ..... 67

导读：一项跨大西洋的研究对工作场所的人工智能提出了正确的建议，但要将这些建议付诸实践还需要工作。

## 世界热点

### 美联储导致了银行业危机吗? ..... 72

导读：本文关注“美联储是否导致银行业危机？”这一问题，重点分析了2022年期间利率的大幅提高是否导致了危机。作者认为利率上升的根本原因是宽松的货币政策，并提出调整银行系统和货币政策应该同时进行。

### 通胀持续和银行动荡给全球经济蒙上阴影 ..... 74

导读：根据彼得森国际经济研究所2023年春季《全球经济展望》的分析，预计2023年和2024年美国 and 欧洲的经济增长将低于趋势。需求和产出比预期更具弹性韧性。尽管许多国家的通货膨胀似乎已经见顶，但仍然很高。因此，美联储和许多其他央行将继续维持紧缩的财政状况。此外，银行系统进一步动荡的可能性增加了经济活动所面临的负面尾部风险。

### 突破债务上限后果很严重 ..... 76

导读：本文讨论了突破债务上限和政府关门之间的区别，以及突破债务上限的潜在后果。债务上限限制了财政部可以借多少钱来资助政府运作，而当国会未能通过拨款法案并导致一些政府运作停止时，政府就会关门。本文章认为，突破债务上限的后果可能比政府关门严重得多，可能导致美国债务违约，引发金融市场动荡，并可能引发经济衰退。文章还指出，将债务上限作为预算谈判的筹码，可能会削弱全球对美国经济的信心，并产生长期的负面影响。

### 本期智库介绍 ..... 81

## 中国新的金融监管改革是否足以应对挑战？

Martin Chorzempa & Nicolas Véron / 文 廖世伟 / 编译

导读：中国金融部门政策的主要挑战仍然是尚未完成从国家主导的金融体系向以市场为基础的金融体系的转型，以及政府党派对金融公司的良好治理和监管机构的独立性所制造的障碍。政治当局，有时是监管机构本身直接干预金融公司的资本和信贷分配决策，偶尔会导致风险控制和风险管理的失败。中国的改革者应该致力于更清晰、更严格的责任分工，让金融公司管理机会和风险，让监管者专注于各自的公共政策责任。除了最近宣布的增量调整外，不需要对当前的监管架构进行重大调整。编译如下：

有效的金融监管对维护金融稳定和健康的金融体系而言至关重要。中国领导层已将金融风险列为核心优先事项，并在 2023 年 3 月批准的改革中重新分配了监管职责，创建了一个新的监管机构，该机构将从中央银行、银行和保险监管机构以及证券监管机构接管部分职责。其目的是，改变金融监管架构（谁在金融监管中做什么）将使中国的体系更加有效和稳定。在这份政策简报中，我们认为，这种渐进式改革无法解决中国在金融监管有效性方面所面临的核心问题。

我们简要介绍了中国庞大而复杂的金融体系，包括大型国有银行（其中一些是全球资产规模最大的银行）、证券市场和其他金融中介机构。由于大型金融集团、风险转移技术和基于互联网的金融的兴起，不同类型的活动和机构之间的传统划分已经变得模糊。2018 年中国监管架构的改革并没有消除明显的缺陷，包括未能有效监管金融集团、金融科技和地区银行。

然后，我们对中国金融监管架构可参照的全球基准进行了调研，包括美国和欧盟。至少在理论上，中国的监管体系已经比这两个最具可比性的同行更加精简。与他们一样，中国的监管体系并不完全对应教科书上的三种监管模式：部门监管、双峰监管或综合监管。

最终，中国金融监管架构的有效性受到国家通过其他渠道对金融体系的过度干预的影响，包括通过政府党派独特而广泛的影响力，这阻碍了监管独立性，并使其难以建立对监管失败的问责制。

虽然最近宣布的改革可能会改善监管机构之间的协调难题，但新的准综合监管机构内部、中央各部门之间以及它们与地方分支机构之间的协调仍将是一项挑战。

### 1. 中国金融体系改革迫在眉睫

中国国家主席对中国政府和经济施加更多控制的决心面临着一个新的挑战，即彻底改革金融监管体系。该体制监管着一个由银行、非银行机构、

影子银行构成的高度复杂的网络，其中还涉及地方、中央政府和党内机构的利益竞争。

正如中国领导人所承认的那样，中国的经济增长很难继续保持在过去几十年的水平<sup>1</sup>。这些困难在疫情爆发前就已存在，包括房地产行业衰退、私人投资疲软、消费者需求疲弱和地方政府财政状况恶化。面对这些挑战，中国领导层正在思考更深层次的问题，即如何优化国家和党组织及其在金融监管中的作用<sup>2</sup>。

在最近宣布的改革之前，中国的金融监管架构在五年前进行了重组，将负责银行和保险的机构合并为中国银行保险监督管理委员会（CBIRC），并赋予中国人民银行（PBOC）更大的金融部门监管职能。2023年3月7日，宣布了一项新的改革，CBIRC更名为国家金融监管局（NFRA），接管了以前属于其他机构的部分职权。未来还有可能有进一步的监管整合动作。

金融监管是一项多层面的公共政策任务，具有若干目标，最突出的是金融稳定（解决系统性风险）、金融消费者保护（解决信息不对称问题）和金融市场诚信（解决欺诈和犯罪行为）。

本文的目的是为与中国有关的讨论提供信息，并向读者介绍其他国家的经验，特别是那些拥有庞大而复杂的金融部门的司法管辖区。本文还旨在让中国以外的读者了解中国金融部门的演变和政策发展。整个报告侧重于监管架构，没有全面考虑当前金融稳定面临的挑战和中国的金融服务政策改革。本文认为，尽管中国的金融体系需要改革，但目前没有必要对监管架构进行根本性的改变。

在过去的四十年里，中国经历了巨大的经济增长，中国的金融部门变得更加复杂，而中国共产党在政府、监管机构和大多数金融公司的所有组织结构中所起到的无处不在的作用又加剧了这一复杂性。改革金融监管体系以避免重大银行倒闭和全系统不稳定是一项持续的挑战，中国当局对此挑战的应对措施迄今普遍有效，同时在很大程度上与国际金融监管标准保持一致。

理论上，中国目前的金融监管架构比美国和欧盟的金融监管架构更加精简，而美国和欧盟的金融监管体系由于历史和政治遗留问题而过于复杂。中国最近宣布的改组，与以往监管架构的变化一样，似乎是渐进的而不是激进的。然而，它不会解决阻碍中国金融体系的根本挑战，这些挑战与监管架构的具体选择无

---

<sup>1</sup> 例如见 Alicia García-Herrero, “李克强的告别指出就业是中国的主要问题” First Glance, 7 March 2023, Bruegel, <https://www.bruegel.org/first-glance/li-keqiangs-farewell-points-employment-chinas-major-problem>.

<sup>2</sup> 新华社, “中共中央政治局召开会议, 决定召开中共二十届二中全会”, 2023年2月21日 [http://www.news.cn/2023-02/21/c\\_1129383755.htm](http://www.news.cn/2023-02/21/c_1129383755.htm).

关，而是与中国共产党和国家的过度干预以及中国共产党主导的治理体系导致的缺乏监管独立性有关。

尽管私营金融公司有所增长，但中国的银行体系仍由中央政府持有多数股权的少数几家大型机构主导。同样，几家较大的保险公司也是中央国有企业。许多最大的证券公司都是混合所有制企业，国有实体持有大量股份。政党国家体制对资本和信贷分配决策施加高压指令，导致后者受制于政治或政府的优先事项或偏袒。一些中国学者批评该体系存在过度的国家干预<sup>3</sup>。这些特征有可能与金融监管的正常职能发生冲突。例如，为银行和保险公司制定最低资本要求、清理破产或已破产的借款人、确保监管合规、进行压力测试以及制定保护投资者的披露规则等。

## 2.中国的金融部门和当前的监管架构

在邓小平开启改革时代之前，中国的金融业起点是计划经济下的所谓单一银行体系，即由中国人民银行来承担中央银行、监管机构和垄断商业银行的所有职责（Lardy, 1998）。

### 2.1 中国的金融部门具有独特的特点，已经变得非常庞大和复杂

自 1978 年以来，几家商业银行从中国人民银行中分离出来，并允许创建其他银行和金融公司，导致中国现在拥有一个非常庞大和复杂的金融部门，从大多数指标来看都是世界上最大的。就总资产而言，中国银行体系是世界上最大的，领先于欧元区，也远远领先于美国（图 1）<sup>4</sup>。就总市值而言，中国的债券市场也已成为世界第二大债券市场，仅次于美国，超过日本和欧元区。<sup>5</sup>

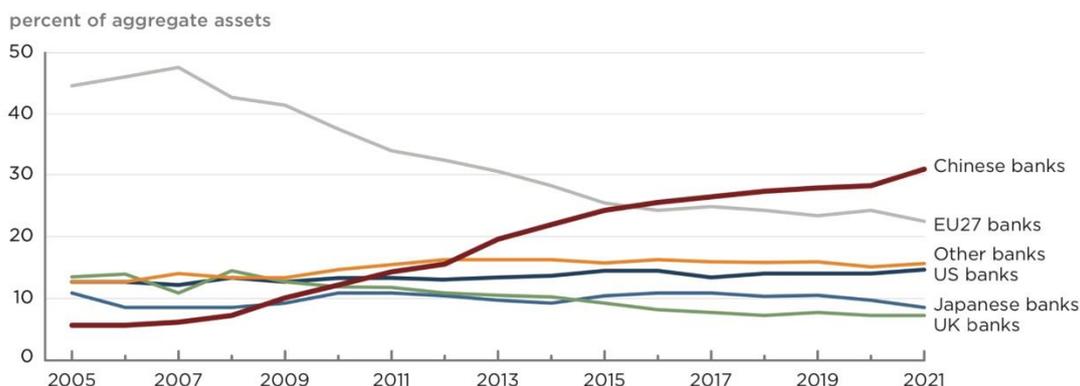
---

<sup>3</sup> 例如，见黄益平，“在 2022 年 CF40 金融改革报告发布会上的发言”，2022 年 4 月 25 日。  
<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1731083143092731084>。

<sup>4</sup> 由于美国银行发行和分销大量以资产为基础的证券，而不是将其保留在资产负债表上，因此以总资产衡量，美国银行业的总规模明显小于欧元区和中国的同行。

<sup>5</sup> 包括主权债券、次主权债券、机构债券和公司债券。参见国际资本市场协会，《债券市场规模》（截至 2020 年 8 月）。

图 1 2005-2021 年全球总资产规模排名前 100 的银行的地理分布



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

自 2019 年以来,全球总资产最大的四家银行都是中国的:中国工商银行、中国建设银行、中国农业银行和中国银行<sup>6</sup>。许多规模较小的中国银行——其中一些以国际标准衡量规模非常大——拥有多样化的股东结构,包括公共和私营部门实体。

同样,几家较大的保险公司都是中央国有企业,但平安是一个重要的例外,它是一家民营企业<sup>7</sup>。中信证券(Citic Securities)和海通证券(Haitong)等几家最大的证券公司都是混合所有制企业,国有实体持有大量股份,但不是大多数股权。

国家对金融部门的高度所有权和干预是中国金融体系的一个显著特征,这使得金融监管更为复杂。政党和国家以多种方式干预金融公司的运营管理,既包括人事任免和股权持有,也包括具体监管,还涉及对资本和信贷分配决策的直接影响(或严厉指导)。

中央组织部是任命大型国有银行高管的主要机构。这些高管兼任副部级政府官员(Heilmann, 2005),职业生涯中经常在国有金融公司和监管机构之间打转。可以肯定的是,其中一些特征并不完全是中国独有的。国家选择其持有大多数股权的银行的高管是很自然的。政府和金融业之间的“旋转门”在包括美国在内的许多其他国家都存在。金融抑制和定向信贷都不是中国独有的。尽管如此,国有金融机构在中国的作用要比世界上任何其他大型金融管辖区都大得多,而其他任何地方都没有类似影响力的政府党派。

<sup>6</sup> 《银行家》,世界银行年度 1000 强排名。

<sup>7</sup> 深圳市政府是其最大股东之一,但持股比例仅为个位数。

中国金融行业的复杂性，部分源于上世纪 80 年代以来中国企业家精神的大爆发，当时出现了新型的私营金融公司，包括资产管理公司、租赁公司、个人对个人的贷款平台（P2P）和专业保险公司。四大国有银行不再占据主导地位。在全球 1000 家最大银行中，四大国有银行占中国银行总资产的比例从 2002 年的 95% 下降到 2022 年的 56%。<sup>8</sup>在 2022 年的排名中，其他 16 家中资银行的股权结构各不相同，其中一半的总部位于北京或上海以外的地方。最小的宁波银行截至 2021 年底拥有超过 3160 亿美元的资产，相当于美国第 12 大银行。

与美国和欧盟一样，但与世界上几乎任何其他司法管辖区不同的是，中国现在拥有多个金融中心。除了大型银行和其他国有金融巨头的总部所在地北京外，这些城市还包括：上海，它是股票市场的中心，这里有许多总部位于其他地方的银行的大型分支机构；深圳，最具活力的创业融资和风险投资中心；香港，尽管近年来地位有所下降，但仍是国际金融的主要场所；大连是中国主要的期货交易所和商品市场所在地。相比之下，在第二大司法管辖区（除中国、欧盟和美国外），一般都是单一金融中心占主导地位，如日本的东京、英国的伦敦、加拿大的多伦多、澳大利亚的悉尼<sup>9</sup>、韩国的首尔和瑞士的苏黎世等。

## 2.2 中国金融监管制度的演进与挑战

近几十年来，中国的金融规则制定已经与相关国际标准有了实质性的趋同。特别是我国会计准则与国际财务报告准则基本一致。中国也采用了巴塞尔银行监管委员会确定的国际标准。在后一点上，中国比欧盟更好地与国际公认的准则保持一致。就前者而言，中国比美国更一致，美国保持着纯粹的国民核算框架<sup>10</sup>。

中国政府于 1992 年成立了中国证券监督管理委员会（证监会），1998 年成立了中国保险监督管理委员会（保监会），2003 年成立了中国银行业监督管理委员会（CBRC）。这种“一行三会”模式涉及不同类型金融公司和市场的专业监管机构，中央银行，即中国人民银行，有时会发挥协调作用。2015 年，中国成立了存款保险机构，最初由中国人民银行直接托管（Desai, 2016），自 2019 年起委托给中国人民银行子公司——存款保险基金管理有限责任公司<sup>11</sup>。

---

<sup>8</sup> 《银行家》，世界银行年度 1000 强排名，以及作者的计算。

<sup>9</sup> 尽管澳大利亚四大银行中有两家的总部设在墨尔本。

<sup>10</sup> 根据国际财务报告准则基金会的司法管辖区概况和巴塞尔委员会的监管一致性评估计划报告。欧盟已被认定在后一项计划的基于风险的资本类别（可以说是最重要的）中“严重不合规”，并在其他四个类别中的三个类别中“基本合规”。相比之下，中国在所有五个类别中都被视为“合规”（最高评级）。

<sup>11</sup> 吴宇剑、张宇哲、贾丹妮，《中国人民银行设立存款保险基金管理公司》，财新全球，

影子银行的兴起，例如理财产品和同时从事贷款业务的信托，尤其是在 2008 年之后，模糊了监管“竖井”之间的界限，并引发了反思。国际货币基金组织（IMF，2017，第 34 页）在其最近发布的关于中国的金融部门评估计划报告中发现，“风险监督受到监管架构的阻碍，该架构可能在功能性监管中留下重大空白”，并刺激监管套利。履行相同职能但采取不同形式的金融公司可能面临截然不同的监管要求和监督。

自国际货币基金组织的报告发表以来，中国当局已采取措施遏制影子银行的风险，打击银行表外贷款等一些监管套利行为，但却难以跟上一些金融部门的发展步伐。在线 P2P 贷款说明了监管架构的缺陷，在这种架构中，监管机构由金融公司的类型决定。大多数 P2P 贷款平台实际上是伪装成科技公司的地下钱庄（Chorzempa，2018）。没有一家监管机构被赋予对 P2P 细分市场的明确权力，该细分市场发展到了巨大的规模，在这一点上，没有人愿意触及它，并冒着被指责为最终内爆的风险。中国官员估计，在 2019-2020 年当局关闭整个 P2P 行业时，有 5000 万投资者参与其中，约有 8000 亿元人民币（1.15 亿美元）未偿还。<sup>12</sup>

长期以来，人们普遍认为中国保监会被保险业裹挟。2017 年，中国保监会主席项俊波因腐败被捕。保监会未能监管高风险行为，比如出售伪装成保险的高风险短期投资，这导致大型保险公司高调倒闭，需要政府以巨大的成本和努力介入重组（比如 2018 年初的安邦保险集团）。

在 2017 年全国金融工作会议之后，中国成立了金融稳定与发展委员会（FSDC），由副总理（刘鹤）担任主席，其级别高于监管机构的负责人，并由中国人民银行主办了一个小型秘书处，以改善金融当局之间的协调。2018 年 3 月，中国整合了其金融监管架构，将中国保监会并入，组建中国银行保险监督管理委员会。中国人民银行接管了 CBIRC 与整体金融稳定和具有系统重要性的金融机构相关的部分决策职能。中国证监会在那一轮改革<sup>13</sup>中基本未受影响。

即使在这些改革之后，监管失灵依然存在。2019 年 5 月，内蒙古的包商银行被有关部门接管，随后进入破产程序，这是 20 年来中国首家破产的银行。当

---

2022 年 5 月 30 日，<https://www.caixinglobal.com/2019-05-30/pboc-sets-up-deposit-insurance-fund-management-company-101421410.html>。

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

<sup>13</sup> Pan Che, Fran Wang, Wu Hongyuan 和 Wu Xiaomeng, “中国将合并银行和保险监管机构”，财新全球，2018 年 3 月 13 日，<https://www.caixinglobal.com/2018-03-13/china-to-merge-banking-insurance-regulators-101220713.html>。

局指责其控股股东明日集团将宝钢当作“存钱罐”，向与母公司<sup>14</sup>有关联的公司提供贷款。明日集团的创始人肖建华在一次腐败调查中落马。在辽宁锦州银行、山东恒丰银行以及其他几家规模相对较小的地方金融机构的一系列严重问题中，在同一实体集团内发放的贷款行为(即所谓的关联贷款)和腐败扮演了重要角色。

为了应对监管金融集团的挑战，中国人民银行于 2020 年 11 月创建了金融控股公司制度，通过该制度，中国人民银行在集团层面监管控制银行或多家金融公司或超过一定金融资产门槛的公司<sup>15</sup>。

尽管成立了金融稳定委员会，但缺乏有效的协调，尤其是中国证监会与中国人民银行以及中国银监会之间的协调，但在最后一刻取消蚂蚁集团的首次公开募股中发挥了作用。蚂蚁集团是一家复杂的金融科技公司，在中国证监会批准其首次公开募股上市时，中国央行和中国证券投资基金监督管理委员会尚未决定对其实施稳定的监管制度。当蚂蚁集团的规模和商业模式所带来的风险在发行后期暴露出来时，当局选择匆忙取消发行。换个角度看，一种更有效的方法是让中国证监会与中国人民银行和中国银监会协调，以确保有关公司的上市行为能够得到他们的批准和授权(Chorzempa 2022, page 219)。

协调挑战不仅是一个横向的、中央部门之间的挑战，也是一个纵向的、中央政府和地方政府之间的挑战，以及人民银行、银监会和证监会之间的挑战，以及它们在北京的总部和地方办事处之间的挑战。虽然银行和保险公司都由中国银监会监管，但其他不受中国证监会监管的金融机构通常由省级和（或）省级以下的金融服务局监管。<sup>16</sup>传统上，这些公司包括小额贷款公司、地方资产管理公司和融资租赁公司，但最近还包括通过互联网提供全国性服务的金融科技公司。地方层面监管的这类非银行金融机构的崛起给监管带来了挑战，因为地方监管机构缺乏有效监管这类机构活动的权威和能力。<sup>17</sup>

在中国，分配给金融监管的资源普遍不足，至少在中央层面是如此，这加剧了有关挑战。国际货币基金组织（2017 年，第 39 页；另见第 40 页图 11）指

---

<sup>14</sup> 吴红玉然、韩伟，“中国如何防止地方银行危机滚雪球”，财新环球，2020 年 8 月 17 日。  
<https://www.caixinglobal.com/2020-08-17/cover-story-how-china-kept-baoshang-from-setting-off-domino-effect-101593346.html>。

<sup>15</sup> 中国金融控股公司抑制系统性风险的新规，惠誉评级评论，2020 年 10 月 14 日。

<sup>16</sup> “省”在这里是指任何直属中央政府的中国大陆领土，即 22 个省，也包括直辖市（北京、重庆、上海和天津）和自治区（广西、内蒙古、宁夏、西藏和新疆）。

<sup>17</sup> “省”在这里是指任何直属中央政府的中国大陆领土，即 22 个省，也包括直辖市（北京、重庆、上海和天津）和自治区（广西、内蒙古、宁夏、西藏和新疆）。

出，监管资源“不足以充分监督一个庞大而复杂的金融体系，需要大幅增加”。没有迹象表明这一缺陷自那时以来得到了实质性的解决。新的改革实际上可能会使情况变得更糟，因为它们涉及对监管人员和其他公务员的大幅减薪，这可能会阻碍人才的吸引和保留，并为监管俘虏和腐败创造更多的渠道。

### 3. 其他国家和地区的经验

中国金融业的特殊性需要有针对性的政策和监管架构。中国没有理由复制国外的任何模式，但了解其他司法管辖区的相关经验可以为有关中国的政策讨论提供有益信息，哪怕只是为了避免重复在其他地方犯下的错误。中国官员过去在考虑改革时曾征求意见并研究外国模式，包括英国和美国的模式<sup>18</sup>。

#### 3.1 金融监管架构的多样性

在大多数国家，负责监管金融公司和市场的专门公共机构只有几十年的历史（Hotori et al, 2021），因此，与中国从国外寻求启示的其他政策领域相比，这些国家在这面积累的相对经验缺乏深度。例如，德国在中国证监会成立两年后，于1994年才设立证券监管机构。

各国的金融监管架构通常可以分为三个类型：

- 部门式监管架构（也称为机构或职能），即由独立机构对银行、保险公司和证券公司等进行监管。这是中国金融监管架构的主要组织方式。
- 综合式监管架构需要一个单一的机构来负责管理所有监管角色，例如日本金融服务局（FSA）或德国联邦金融监管局（BaFin）。<sup>19</sup>
- “双峰”式监管架构的核心是把旨在降低系统性风险和维护金融稳定的审慎监管与旨在减轻信息不对称、保护储户、投资者和其他金融服务消费者以及整个系统完整性<sup>20</sup>的业务行为监管进行区分。澳大利亚、比利时、荷兰、南非和英国都在双峰架构下运行。在英国，英格兰银行是审慎监管核心，而金融行为监管局是商业行为监管的核心。

然而，现实总是比任何这样的分类法所能捕捉到的更复杂，每个类别都有很大的变化，这取决于导致其被采用的环境。这三种模式的交叉点是央行对金

---

<sup>18</sup> Michelle Price 和 Benjamin Kang Lim, “中国向英国征求关于建立金融超级监管机构的意见”，路透社，2016年5月15日，<https://www.reuters.com/article/us-china-regulator-britain/china-asks-britain-for-advice-on-creating-financial-super-regulator-idUSKCN0Y6003>。

<sup>19</sup> BaFin 是联邦金融监管局是联邦金融监管机构（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht）的缩写，该机构于2002年由多个公共机构合并而成。

<sup>20</sup> 本文中的“双峰”一词是由 Michael Taylor（1995年）创造的，现在被广泛使用（Godwin and Schmulow 2021）。

融监管的参与，这是一个与中国相关的问题，因为之前关于架构的辩论包括将监管纳入中国人民银行<sup>21</sup>的建议。

在部门式监管架构中，银行监管机构由中央银行或其直接管辖的机构担任。这种设计很常见、但并不普遍。在大多数双峰监管地区（但在澳大利亚），审慎监管局隶属于中央银行。采用综合式监管架构的国家差异较大：综合监管机构可以是中央银行本身（如匈牙利、爱尔兰、俄罗斯、新加坡），也可以是独立机构（如德国、日本、韩国、瑞士）。一些国家的中央银行和综合监管机构之间保持相互独立的银行审查渠道（如日本），而另一些国家则组织了分工。例如，在德国，德国联邦银行执行最具操作性的银行监管，为联邦金融监管局的决策提供信息。<sup>22</sup>

在最近的银行倒闭事件之后，清算成为中国的一个热门话题，这是一个额外的差异。创建专门的处置机构可以避免在如何处理破产银行方面被描述为“建设性的模糊”。这种做法最近才在美国以外的大多数司法管辖区被采用。在美国，1934年就为此目的建立了联邦存款保险公司(FDIC)。

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

### 3.2 中国的参考对象及其局限性

由于中国金融体系的庞大规模和复杂性，就金融监管架构而言，最有意义的参考对象是美国和欧盟（或欧元区）<sup>23</sup>。在监管架构讨论的某些方面，日本和英国也可以提供有用的参考。然而，这两个地区的金融体系都较小，复杂的金融活动几乎都集中在一个地方，即东京和伦敦。在这些国家，金融中心之间的竞争在某种程度上与相应地方政府之间的竞争有关。其他司法管辖区通常太小，无法进行直接比较，因此没有太大的相关性。

美国和欧盟金融监管架构的一个共同特点是，它们相当复杂，并面临划定和重叠领域的相关挑战——从表面上看，这种挑战比中国大得多。

---

<sup>21</sup> 魏玲玲，“中国最新的市场控制计划涉及央行”，《华尔街日报》，2016年7月14日，<https://www.wsj.com/articles/china-takes-aim-at-regulatory-overhaul-1468507534>。

<sup>22</sup> 德意志联邦银行，与联邦金融监管局合作，于2023年2月7日访问。

<sup>23</sup> 由于英国将于2020年脱欧，欧元区几乎以任何标准衡量都代表着欧盟金融部门的绝大多数。例如，自2020年初以来，欧元区一直占欧盟银行资产总额的十分之九以上，而英国在欧盟期间这一比例不到四分之三 (see ECB Consolidated Banking Data series)。

美国有四个负责监管存款类金融公司的联邦审慎监管机构：美联储、联邦存款保险公司（FDIC）和货币监理署（OCC）负责监管银行，国家信用合作社管理局（NCUA）负责监管独立的信用合作社系统。FDIC 是银行的决议机构，NCUA 是信用合作社的决议机构。此外，美国每个州都有自己的银行监管机构，尽管在实践中需要与联邦监管机构进行大量协调。美国没有联邦保险监管机构，即使是大型全国性保险公司也只受到州一级的监管。美国证券交易委员会（SEC）对证券市场拥有广泛的监管权限，但它必须与商品期货交易委员会（CFTC）共同管理衍生品市场，这种分工是历史遗留下来的，实际上并没有明显的合理性<sup>24</sup>。对于公共资助的专业金融机构、反洗钱和宏观审慎等监管职责，美国都有单独的监管机构。因此，美国的监管架构有许多部门式监管架构的特征，但要复杂得多。

在欧盟，成员国层面的安排比美国的州层面变化更大，更不用说中国的省层面了。首先，欧洲中央银行（ECB）是大多数但不是所有欧盟国家的中央银行。<sup>25</sup>其中的大多数国家在不同的模式下有几个金融监管机构。在过去十年中，欧元区的 20 个国家与保加利亚一起将银行监管集中在一个单一监管机制（SSM）中，该机制把作为中央决策机构的欧洲中央银行与各自的国家银行审慎监管机构结合在一起。<sup>26</sup>对这些国家来说，总部位于布鲁塞尔的单一处置委员会（Single Resolution Board）在处置大型银行方面发挥着核心但并非唯一的作用。美国证券交易委员会（SEC）对证券市场拥有广泛的监管权限，但它必须与商品期货交易委员会（CFTC）共同管理衍生品市场，这种分工是历史遗留下来的，实际上并没有明显的合理性。其他三个欧盟级别的部门机构分别协调对银行、保险和养老金以及证券和市场的监管。然而，除了有限的例外，他们不是金融监管机构，这使得他们的名字在一定程度上具有误导性<sup>27</sup>。此外，欧盟也正在建立一个中央反洗钱机构。

---

<sup>24</sup> 有关美国监管架构的更详细概述，请参阅 CRS(2020)。

<sup>25</sup> 27 个欧盟成员国中有 7 个国家仍然使用自己的货币。在这些国家中，保加利亚正走在采用欧元的道路上，但尚未确定最终日期。采用欧元的 20 个欧盟成员国没有独立的货币政策；这些国家的央行作为独立机构参与了以欧洲央行为中心的欧元体系。

<sup>26</sup> 关于银行部门政策的超国家一体化，即银行联盟，see, e.g. Teixeira (2020)

<sup>27</sup> 这三个机构分别是欧洲银行管理局(EBA)，欧洲保险和职业养老金管理局，以及欧洲证券和市场管理局(ESMA)，它们统称为欧洲监管机构(ESAs)。ESMA 有一些直接的监管任务，例如对非欧盟国家的中央对手方、信用评级机构和交易存储库进行监管。作者之一(Véron)是 DTCC 数据存储库(爱尔兰)的独立非执行董事，这是一个由 ESMA 直接监督的交易存储库。

### 3.3 不同监管架构的优点和缺点

评估不同监管架构的相对有效性是极其困难的。不应忽视监督的直接成本和行政负担，但这些也不能成为最主要的评估标准，因为政策结果的重要性要比政策成本的重要性大得多。可以说，监管机构最重要的作用是避免金融不稳定，并在发生金融不稳定时减轻其影响。但是，金融危机并不会频繁发生，而且危机往往是由不可能完全理清的多种因素引起的。至于企业行为监管，量化指标本质上是模糊的。比如，违规罚款数量的增加可能是由更广泛的违规行为（坏）或更严格的处罚（好）造成的，或者两者兼而有之。

这一领域曾出现过一些潮流，但现在回想起来，这些潮流往往显得很不幸。例如，在 2000 年代，一些司法管辖区遵循 1998 年的决定，将英国金融服务管理局（FSA）设立为综合监管机构，这一举措现在被广泛认为是错误的，而英国在 2011 年改变了这一决定，转向了双峰框架。美国以外的银行特别决议制度是最近的发展，在很大程度上仍未得到检验，尽管欧元区银行联盟的主要缺陷已经很明显（Restoy et al, 2020）。

每个原型的优点和缺点都是众所周知的。行业监管表面上提供了法律上的明确性和技术上的专业化，但行业界限的模糊（尤其是因为衍生品和其他风险转移技术等金融创新）以及多元化金融集团的出现，削弱了这一点。此外，一个纯粹的部门框架可能难以提供有效的业务行为监督，如果存在与审慎目标之间的权衡，这是经常发生的情况。

综合监管表面上消除了重叠和差异，因为一切都在一个屋檐下，但它必须管理不同文化带来的不同类型的监管任务。特别是，审慎监管的自由裁量风险评估与业务行为监管得更加基于规则的合规思维形成了鲜明对比。它们要么在综合结构中被有效地分开，从而产生各自“竖井”，要么被集中在一起，可能至少有一个重要的责任被忽视，从而造成灾难性的后果。人们普遍认为，英国金融服务管理局（FSA）未能履行其审慎职责，因为它对金融稳定风险缺乏足够的关注，导致北岩银行（Northern Rock）、苏格兰皇家银行（RBS）和其他英国银行在 2007 年和 2008 年陷入脆弱或无法生存的困境。

双峰方案受到许多学者和独立观察人士的青睐，但它并不能消除协调问题，因为相同的金融公司受到多个机构的监管，这些机构的要求可能不一致。<sup>28</sup>

---

<sup>28</sup> 诺曼·布莱克韦尔（Norman Blackwell），“认真反思英国金融监管的时机已经成熟”，《金融时报》，2023 年 1 月 11 日。<https://www.ft.com/content/441049e4-facc-4d73-a21f-6c47a698fb11>。

此外，审慎和商业行为挑战之间有许多联系，这使得两者之间的区别往往存在争议。例如，金融犯罪或高风险储蓄产品的误导性分销是违反商业行为的行为，但它们也可能对金融稳定产生重大影响。

由中央银行还是由其他机构对银行进行审慎监管的问题也同样存在争议。中央银行和银行监管之间存在协同作用，特别是在流动性政策和金融稳定分析方面，但这两个角色之间也存在潜在的利益冲突。例如，同时也是银行监管机构的中央银行可能会采取过度宽松的货币政策，以减轻银行系统的明显弱点，在极端情况下，可能会掩盖其自身的监管失误。英国在这个问题上兜了一大圈，在 20 世纪 90 年代末将 FSA 从英格兰银行分离出来，然后在 2010 年代初将审慎监管重新并入英格兰银行。在欧盟，欧洲央行（ECB）（2001 年）强烈主张货币政策和银行监管之间的协同作用，最初因欧洲银行管理局（European Banking Authority）的成立而被否决，最终在 2012-2014 年 SSM 的建立中被证明是正确的。

美国维持着一种混合模式，其中联邦储备系统在对银行的审慎监管中发挥着关键作用，但远不是唯一的参与机构。

至于处置机构，将其从主要监管机构中分离出来（尽管有“后备”监管机构，如美国联邦存款保险公司和欧盟单一处置委员会），在消除监管机构在采取行动前等待太长时间的“不当激励”（“监管容忍”）方面具有显著优势。但这种分离也增加了组织的复杂性和跨部门协调的需要。

一种令人厌倦的观点是，任何框架都必然会在某个时候被发现存在缺陷，而监管架构的改革是对不可避免的监管失败的政治反应。然而，这一观点并不完全符合记录。在许多情况下，监管架构的改变不仅仅是因为监管者的失败，还因为某些有害的监管激励措施需要结构性纠正。例如，2010 年代初，英国金融服务管理局（FSA）被双峰架构（Twin-Peaks Architecture）取代，欧元区国家审慎银行监管被单一监管机制（SSM）取代。相反，在一些案例中，监管机构表面上未能履行其审慎授权，但架构随后并未发生重大变化。比如，荷兰在 2008—2012 年间发生了一系列银行倒闭事件后，并没有改变其采用的双峰框架。美国在 2007—2008 年所谓的次贷危机后只采取了渐进式的架构变化——主要是取消了有问题的储蓄管理局（Office of Thrift Supervision），并将其职能移交给货币监理署（OCC）。美国金融危机调查委员会（2011, page xviii）在其 2011 年 1 月具有里程碑意义的报告中指出：我们不接受监管机构缺乏保护金融体系的权力的观点。他们在许多领域都有足够的力量，但他们选择不使用它。

美国和欧盟金融监管架构是与中国最相关的两个基准司法管辖区，它们的上述复杂性提供了微妙的教训。看待这一问题的一种方式认识到行政和政治

上的惰性，并观察到这两个大型司法管辖区的监管架构的精简工作极具挑战性。另一种观点是，至少监督架构的某些特征的持续存在对可预测性和问责制是积极的，而对现有结构的自上而下的破坏可能弊大于利，因为它破坏了可预测性。

表 1 总结了选定的大型司法管辖区的一些关键金融监管任务，并进行了大量简化。它凸显了美国和欧盟框架的复杂性，相对于中国而言是如此，相对于日本和英国而言更是如此。正如我们所注意到的，中国不太可能有益地采用像日本和英国那样精简的监管架构，但它可以致力于避免美国和欧盟框架的复杂性。

表 1 中国、美国、欧盟、日本和英国的部分金融监管责任

	银行审慎监管	危机处置	保险审慎监管	支付服务提供商	证券市场与资产管理监管	金融消费者保护
中国	在中国人民银行的政策指导下的中国银保监会	正在重新规划：包括中国人民银行和地方政府	在中国人民银行的政策指导下的中国银保监会	主要是地方政府	中国证监会	所有中央和地方政府
美国	联邦储备系统、货币监理署（OCC）、联邦存款保险公司（FDIC）；国家信贷联盟行政署（NCUA）、各州层面的监管机构	针对银行：联邦存款保险公司（FDIC）；针对信用合作社：国家信贷联盟行政署（NCUA）	州政府	主要州政府	美国证券交易委员会（SEC）、美国商品期货交易委员会（CFTC）、州政府	美国证券交易委员会、消费者金融保护局（CFPB）、州政府
欧盟	单一监管机制（SSM）下的欧洲央行在欧元区、其他国家的当局	欧元区的单一处置委员会（SRB）、各国当局、遵循法院命令程序	国家当局	国家当局	各国当局，欧洲证券和市场管理局（ESMA）也发挥一定作用	国家当局
日本	金融服务机构，日本银行拥有平行监管能力	金融服务机构、日本存款保险公司	金融服务机构	金融服务机构	金融服务机构	金融服务机构
英国	英格兰银行	英格兰银行	英格兰银行	金融行为管理局	金融行为管理局、财务报告委员会	金融行为管理局

注：中国为最新改革前。

#### 4. 中国的政策考虑

中国的金融监管架构应与其金融部门的具体情况和更广泛的政策体系相对应。从理论上讲，没有哪种教科书架构能够清晰地划分所有不同的监管任务，与中国当局面临的所有金融监管挑战相匹配。在金融体系不太复杂且体量较小的国家能够运作良好的简化框架，在中国不一定能很好地运作。相反，在规模和复杂程度相当的司法管辖区中，美国和欧盟都有多个监管机构，对于如何在中国组织金融监管，这两个国家都没有提供特别有用的模板。

在考虑到国际环境的同时，由本国金融体系的变化驱动的这种渐进和量身定制的适应，在很大程度上是中国近几十年来修改其监管架构的方式。2018 年的改革使中国的框架更加精简。正如双峰概念的最初提出者所指出的，它“代表了在中国采用双峰结构的又迈进了一步”（Taylor 2021, page 31）。中国最近在影子银行监管方面取得的成就，从维持金融稳定的情况下关闭 P2P，到降低银行表外贷款的风险，也表明现有机制可以应对不同类型金融机构和市场面临的监管挑战。

然而，2023 年 3 月宣布的措施是否会进一步提高监管效率还有待观察。一个成熟的双峰架构无疑是可取的，但应该指出的是，消费者保护任务的相应加强将对过去观察到中国决策者的优先事项提出一个重大政策反思。进一步将所有金融监管整合到中国人民银行、使其作为一个单一的综合监管机构的做法并不能解决协调方面的挑战。管理这样一个庞大而笨拙的组织，承担如此多且相互竞争的责任，将不可避免地导致一些责任被削弱，就像 21 世纪初英国金融服务管理局（FSA）所发生的那样。与中国人民银行和中国银保监会之间的做法相比，由个别部门统领全局的机构设置是否能够实现更好的协调是值得怀疑的。

对组织架构进行重大调整也可能会带来短期的负面影响，尤其是在这个节骨眼上。这些调整可能会增加与中国经济和金融领导层换届、增长前景不明朗以及房地产行业持续压力相关的高度不确定性。搭建新的组织架构并完成相应的过渡可能需要几年的时间。

这并不是要低估中国金融监管机构所面临的挑战。如第 1 节所述，这些问题包括受监管实体（如寡头银行）的主要治理问题；不同机构之间或单一大型机构内不同部门之间的业务协调问题；责任划分不够明确所导致的风险规避和责任推卸问题；贪污腐败问题；以及在目前政党框架下同时实现良好的公司治理和监督独立性的根本困难。所有这些都与监管架构类型的特定选择（部门式、双峰式还是综合式）没有明确联。相反，为了应对这些挑战，中国应该努力在一个总体稳定的监管架构内提高其金融监管结构的运作能力。

明确现有主管及其内部各个部门的职责和责任是当务之急。中国金融部门主管部门之间有太多相互竞争和不明确的任务，这为推卸责任和避免责任留下了太多的空间。如果发生监控故障，应能够明确识别故障发生的位置。具体到银行危机处置问题，美国和欧盟的经验都突出了一个集中的、可预测的系统的巨大优势。在这个系统中，一个单一的机构负责决策，即使是在小银行倒闭的情况下(Gelpert and Véron 2019)。在3月初宣布监管改革之前，中国当局发布了一份金融稳定法草案，该草案可能在2023年晚些时候以修订后的形式通过<sup>29</sup>。虽然与现状相比，该文本代表了潜在的进步，但它仍然暗示着“决议厨房里的厨子太多了”。无论决议机构是隶属于中国人民银行还是隶属于新的国家金融监管机构，或者是作为一个新的、独立的机构创建，它都应该属于一个且只属于一个中央机构，以避免监管真空，并最大限度地提高应对未来危机的效率。

在中国目前的架构中，统一的国家监管机构(中国人民银行、中国银监会和中国证监会)发挥主导作用，这比更为分散的美国和欧盟模式更有优势，并且符合一个在公平竞争环境中运行的综合金融体系的目标，有助于阻止企业在不同地方监管机构之间进行监管套利。对中国来说，通过将解决问题的责任明确分配给地方政府来破坏这一优势不是一个好的选择，即使此举可能有助于挽回局面或者是一种权宜之计。本着这一精神，应予以修订金融稳定法草案，以更明确地赋予中央当局在处置其监管的金融机构时的专属责任，尤其在这些金融机构即将倒闭或可能倒闭的情况下。

中国金融部门政策的主要挑战仍然是从国家主导的金融体系逐步转向以市场为基础的金融体系，以及如何实现良好公司治理和确保监管机构的独立性制。政治当局的干涉，有时是监管机构本身直接干预金融公司的资本和信贷分配决策，偶尔会导致风险控制和风险管理的失败。中国的改革者应该致力于更清晰、更严格的责任分工，让金融公司管理金融机会和风险，让监管者专注于各自的公共政策责任。除了最近宣布的增量调整外，不需要对当前的监管架构进行重大调整。

---

本文原题为“Will China’s New Financial Regulatory Reform be Enough to Meet the Challenges?”。本文作者 Martin Chorzempa 是 PIIE 高级研究员，德国富布赖特学者和北京大学中国经济研究中心卢斯学者。作者 Nicolas Véron 是 PIIE 高级研究员。本文于 2023 年 3 月刊于布鲁盖尔 (Bruegel) 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

<sup>29</sup> 中国遏制传染风险的新金融稳定法，惠誉评级，2023 年 2 月 2 日

## 持续存在的原罪

Barry Eichengreen, Ricardo Hausmann, Ugo Panizza/文 王悦人/编译

导读：尽管许多新兴市场国家的情况已经有所改善，但“国际原罪”（以外币计价的外债）仍然是新兴市场的一种持久现象。尽管一些中等收入国家已经成功地发展了本币主权债务市场并吸引了外国投资者，但它们仍然通过与当地养老基金和其他居民投资者的交易来对冲其货币风险。其结果是改变了新兴经济体内部货币错配的轨迹，但并没有消除它们。其他国家则是通过限制外部借贷来限制原罪，为了追求稳定而放弃宝贵的投资机会。我们记录了这些变化趋势，分别对区域、全球总量以及国家案例进行研究。本文结论认为仍有理由采取国际举措来解决低收入和中等收入经济体的货币风险，以便它们能够更充分地利用经济发展机会。编译如下：

### 引言

新兴市场经济体的金融脆弱性造成了许多人类苦难和经济痛苦。难怪几十年来，特别是自 20 世纪 80 年代拉美债务危机以来，其一直受到研究关注。

但对金融脆弱性的简单解释是建立在公共部门过度借贷的基础上的，其中隐含的假设是新兴市场无法控制财政支出。这种解释也是不完整的，因为新兴市场遇到的债务水平按照发达国家的标准来看是低的。因此，需要进一步的假设来理解这一现象。

第一种假设是，新兴市场比发达国家的信用更低。如果出于某种原因，他们对财政可持续性的承诺不那么可信，市场就会更快地预期违约和通胀的意外情况。因此，这些国家将面临更高的利率和更加紧张不安的投资者。这一假设引起了经济学家的共鸣，特别是来自发达国家的经济学家，他们倾向于认为，如果新兴市场和发展中国家陷入困境，这些国家本身必须承担责任。但这些假设没有解释为什么新兴市场的可信度会系统性地低于发达国家。这种论证上的空白反过来意味着没有提供关于新兴市场国家可以做些什么来摆脱困境的指导（见 Calvo, 1988）。

第二种假设考虑的是新兴市场表现出的“浮动恐惧”（Calvo & Reinhart, 2002）。由于这些国家不允许汇率波动、帮助其吸收冲击，它们将自己暴露在汇率失调的情况下，导致汇率危机而非平稳调整。然而，是什么导致了这种对浮动的恐惧，这个问题仍然悬而未决。一个可能的答案是，它们的货币政策缺乏可信度，导致汇率变动对价格的高传递效应，这使得更灵活的汇率代价高昂且不可取。但这个答案只会让我们再次回到前面的问题，即可信度问题是缺乏解释的。

第三种假设关注的是国家资产负债表上的货币错配（Goldstein & Turner, 2004）。如果一个国家有净外汇敞口，那么它就更容易受到危机的影响。经济

不景气将导致货币贬值，从而提高偿债成本，而更高的偿债成本又会导致货币进一步贬值，形成恶性循环。但是，这个解释也只是回答了这个问题的一部分。货币错配只是一个政策错误，还是有更深层次的原因？

25 年前，我们提出了另一种解释。我们认为，金融脆弱性的核心原因是国家无法用本国货币为其外债计价，我们将这种现象称为“原罪”。我们发现这种现象太普遍了，以至于无法仅靠这些国家负面的货币和金融历史表现来解释。当然，许多有通胀和违约历史的国家都有原罪，但其他许多货币和金融历史表现相对良好的国家也有原罪。我们的研究表明，一个国家以本国货币向国外借款的能力与其经济规模之间存在唯一稳健相关性。我们推测，这反映了投资者需求的结构（国际投资者对以小国货币计价的债券缺乏兴趣）和流动性问题，而不是一个国家自身历史的特殊性。

我们证明了这种结果的影响是深远的。不能以本国货币发行外债与浮动恐惧、需要持有额外的国际储备、产出和资本流动的高波动性以及信用评级较低有关。此外，存在这一问题的国家采取的是顺周期而非逆周期的财政和货币政策。Hausmann、Panizza & Stein（2001）的研究表明，浮动恐惧与原罪密切相关，而与汇率传递无关。Flandreau & Sussman（2005）指出，原罪是高度持续的，自 19 世纪中叶以来几乎没有改变。

在过去的四分之一世纪里，更多的政府成功地发行了以本国货币计价的国际债务，还有更多外国投资者参与了以本币计价的债券市场（Carstens & Shin, 2019; Hofmann、Shim & Shin, 2020; Hofmann、Shin & Shim, 2021; Shin & Von Peter, 2022）。这些观察反过来提出了重要的研究问题。例如，这些变化是否是由于社会保障改革推动了养老基金的建立和发展、进而大大改善了这些市场的流动性？更可信的通胀目标制是否降低了单边货币风险并促进了外国参与？Hausmann & Panizza（2011）在十多年前评估过这个问题。他们的研究表明，由于货币错配的减少，也由于国际储备的积累，一些国家在减少原罪方面取得了一定的进展，在实施反周期的宏观经济政策方面也取得了相当大的进展。

在本文中，我们评估了原罪这一主题在近 25 年以来的变化。我们的研究表明，在大多数发展中国家，这种模式依然存在。新兴市场经济体（这里定义为能够进入国际金融市场的中等收入国家，这些国家往往被列入主要的新兴市场债券指数）在向国际投资者发行本币计价的政府债券方面取得了巨大进步。相比之下，低收入国家则没有取得什么进展。因此，低收入国家进行货币风险对冲是有必要的。此外，新兴市场和发展中国家发行本币债券在 2008—2011 年期间达到顶峰。这既是新兴市场世界快速增长的时期，也是发达国家央行为应对全球金融危机而将利率降至零的时期，这些变化都有利于鼓励投资者转向以其

他国家货币计价的债券。我们的数据显示，这些变化趋势有不可忽视的一部分后来被逆转了。

在考虑原罪的决定因素方面，我们之前的结论仍然有效。国家总体规模仍然是决定原罪大小最有力的因素。与大国相比，小国发行本币债务并将其出售给外国投资者的难度要大得多。有证据表明，薄弱的政策机制和治理能力是这种模式背后的一个原因，但这种证据较为有限。这表明，国际金融市场的结构性问题，而不仅仅是个别新兴市场和发展中国家当前和过去的问题，在这一现象中扮演了重要角色。这一结论反过来也表明，系统性的解决方案可以发挥作用，比如加强国际机制可以帮助这些国家更好地对冲其货币风险。

### 相关文献

围绕新兴市场的货币错配、债务计价及其原因和后果等问题，已经形成了大量的文献。概括地讲，这些文献可以分为三类：造成货币错配和债务以外币计价的原因、对经济和金融稳定的影响以及债务发行趋势。

关于货币错配的文献可以追溯到 Eichengreen & Hausmann (1999)、Eichengreen、Hausmann & Panizza (2007) 以及 Goldstein & Turner (2004)。Eichengreen 及其合作者强调发展中国家特别是发展中小国在发行以本币计价的国际债券方面的困难和发行以外币计价债务的风险。Goldstein & Turner 则指出了可能限制外币计价债务发行的政策措施及其相关风险。

近期，Hale、Jones & Spiegel (2020) 的研究指出，发行人的通胀历史和全球金融状况是限制发行本币债务能力的因素。Han (2022) 强调了当地资本市场深度和发展的重要性。Romero、Vargas、Cardozo & Murcia (2021) 与 Arslanalp、Drakopoulos、Goel & Koepke (2020) 讨论全球经济状况的重要性，并在他们的案例中强调了跟踪摩根大通新兴市场指数的追踪基金的作用。Ottonello & Perez (2019) 以及 Bassetto & Galli (2019) 强调了通胀风险。Engel & Park (2018) 在一个理论模型中指出，货币政策可信度较低的国家主要以外币借款作为货币可信度的替代。Lee (2022) 提供的证据表明，汇率波动（与货币政策波动有关，但也可能取决于其他因素）会激励新兴市场主权国家发行以外币计价的债券。Gegenfurtner (2021) 强调了国家规模是决定主权债务货币构成的重要因素，小国依赖于外币发行。Ballard-Rosa、Mosley & Wellhausen (2022) 强调了政治方面的因素：他们分析了 240000 笔一级市场交易的数据，得出的结论是右翼政府选择外币计价作为减轻货币风险的一种方式（束缚央行的手脚），而左翼政府更喜欢以本币计价，这有利于更灵活地使用货币政策。

关于风险，一些研究提供了进一步的证据，即不利的贸易条件冲击、经济紧缩和汇率贬值会使以外币计价的债务无法偿还，限制市场准入，导致违约，

并给国内经济和金融体系造成严重问题。Carstens & Shin（2019）以及 Shin & Von Peter（2021）提醒，以本国货币计价并不一定能使新兴市场摆脱这些风险。他们的结论是，外国投资者承担的汇率风险，使得他们的投资组合决策对全球经济状况更加敏感，这也意味着，新兴市场本身对全球经济状况也更加敏感。讽刺的是，他们的结论是认为本币债券对全球经济状况很敏感，而外币计价债券则因为违约风险对本地经济状况很敏感——这与长期以来的观点正好相反。

大量文献强调并记录了外国投资者在本币债券市场中的顺周期行为。Fonay（2022）分析了一个由七个拉丁美洲国家组成的汇总子图数据。他通过对外国投资者股票和控股权的利差进行回归，表明当本地货币预期贬值时，外国持股会提高收益率利差，但当本地货币预期升值时会降低利差。Bertaut、Bruno & Shin（2022）提供了补充证据，证实专门的新兴市场共同基金比其他投资者表现得更顺周期。Hofmann、Patel & Wu（2022）一致认为，本币计价不是寻求海外借款的国家的灵丹妙药。货币错配风险只是转移给了全球贷款人，而他们倾向于对货币波动做出强烈反应。全球金融环境趋紧可能会限制这些贷款人购买债券，甚至会将金融紧缩传导至“良性”新兴市场。Carstens & Shin（2019）得出了类似的结论，即本币外债只是将货币错配风险问题转移给了外国贷款人。他们认为，根本问题在于国内金融市场的深度不足，以及缺乏大规模的国内投资者基础。这些因素加在一起，使得国际贷款机构难以对冲汇率风险。

有相当多的文献记载了近年来中等收入新兴市场本币债券市场的增长情况，同时强调外国投资者的大量参与，以及企业部门特别是在发行以本币计价的外部债务时面临的困难。Burger、Warnock & Warnock（2012）对本世纪初以来的发展进行了早期研究，他们记录了本币债券市场的扩张过程。他们发现，在宏观经济稳定性得到改善和债权人权利得到加强的国家，这些市场的扩张规模最大。国际货币基金组织/世界银行在2016年给出了官方跟进报告，其中指出外国投资者在这些本币市场中的持续重要性。

随后的文献分为国别分析和跨国分析。Rossini、Montoro & Luna（2020）研究了秘鲁的案例。促进秘鲁本币债券市场发展的因素包括：制定通货膨胀目标、创建政府债券二级市场、坚实的宏观经济基本面、信用评级提高以及全球金融危机后充裕的全球流动性。市场参与者主要是非居民投资者、养老金和国内银行。非居民投资者的参与度随着时间的推移而变化，并与商品价格和资本流动周期有关。Romero、Vargas、Cardoso & Murcia（2020）考虑了哥伦比亚的情况。它们记录了外国投资者对于本币债券购买的增加。这增加了市场流动性，降低了借贷成本，但也提高了本地金融状况对全球因素，特别是新兴市场债券指数（Emerging Market Bond Index, EMBI）波动的敏感性。

在横截面或子图方法的一个例子中，Shin & Von Peter（2021）使用国际清算银行公布的 25 个新兴市场的国际清算银行（Bank for International Settlements, BIS）政府债券统计数据来记录新兴市场主权国家对外币计价债券的依赖下降。Du & Schreger（2017）考虑了 14 个较大的新兴市场，研究发现主权国家越来越多地以本币向外国借款，但私营部门继续以外币借款。如下文所示，在评估这些调查结果时，必须注意到，较大的中等收入国家的模式可能不会延续到较小的低收入国家。

Vankatesh & Hiremath（2021）构建了 2008-2018 年期间 22 个新兴市场的货币错配指标：他们发现货币错配持续存在。这些与国家大小、通货膨胀波动和汇率贬值正相关，而与有限的债务敞口、良好的货币和财政政策、机构质量和出口开放性呈负相关。Aizenman、Jinjarak、Park & Zheng（2020）考虑了 1970-2018 年期间 8 个主要新兴市场的主权债券发行。数据显示，新兴市场本币债券的规模比外币债券小，期限比外币债券短。他们得出的结论是，新兴市场更有可能在货币走强且实行通胀目标制的情况下发行本币债券。然而，在全球金融危机之后，其中的一些相关性有所减弱。

Mizen、Packer、Remolona & Tsoukas（2021）重点关注那些试图以本币计价的方式长期借款的新兴市场企业所面临的持续困难。他们将这方面的困难归因于市场不发达（缺乏当地市场流动性和投资者多样性）以及缺乏经验（研究显示“经验丰富”的借款人更容易获得这种借款）。Han（2022）得出了类似的结论。他利用手工收集的 16 个新兴市场的数据，追踪了新兴市场外债的货币构成和相关工具（股票、债务、外国直接投资）的变化。他还记录了整体外币负债敞口的下降，同时发现企业部门仍存在相当大的货币错配。

新冠疫情是一种分析本币债券市场稳定性的压力测试或自然实验。因此，近期的文献探讨了新兴市场债券发行如何应对新冠危机，当时许多政府借债以缓冲经济和公共卫生影响。Shin（2021）的研究表明，在危机开始时，外币计价债券的利差仅短暂上升，但本币债券的利差上升并保持高位。Venkatesh & Hiremath（2021）发现，在新冠疫情爆发后，由于政府被迫求助于外币融资，一些拉丁美洲和中欧新兴市场的货币错配实际上有所增加。金融稳定委员会（2022）显示，在危机开始时，一些新兴市场经历了外币债券市场的急剧外流，那里的动荡蔓延到了当地市场。这再次强调了专门新兴市场投资基金的购买和销售的顺周期性，与上文引用的 Romero、Vargas、Cardozo & Murcia（2021）以及 Arslanalp、Drakopoulos、Goel & Koepke（2020）的研究结果一致。

只有相对有限的文献分析了“国内原罪”的决定因素，“国内原罪”被定义为居民持有的以外币计价的政府债券份额，这些债券通常期限长且利率固定。

Mehl & Reynaud (2005) 根据国家资料汇编了 33 个国家的数据集。他们发现，当通胀高企、债务与 GDP 之比升高、收益率曲线倒挂、国内投资者基础狭窄时，“国内原罪”会变得比较严重。他们的结论是，各国需要在多个方面解决这一问题，采取稳健的宏观经济政策，提供有吸引力的长期收益率，并扩大国内投资者基础。Borensztein et al. (2004) 讨论了新兴经济体国内债务构成的一些决定因素，强调了宏观经济政策和投资者基础规模的作用，但没有提供正式的统计分析。Borensztein et al. (2008) 通过关注一组拉丁美洲国家得出了类似的结论。

最后，一小部分文献考虑了国际投资组合的货币对冲。Schittman (2010) 指出，对单一和多国债券投资组合中的货币风险敞口进行对冲，可以显著降低德国、日本、英国和美国投资者的回报波动性。Alfaro、Calani & Varela (2021) 分析了智利的外汇衍生品交易。他们表示，金融对冲主要由大公司使用，并且公司为较长期限的合同支付显著更高的溢价。在秘鲁的案例中，Rossini, Montoro & Luna (2020) 的研究表明，非居民投资者通过非衍生远期对冲其本国货币主权债券头寸，这一做法也有助于外汇衍生品市场的发展。

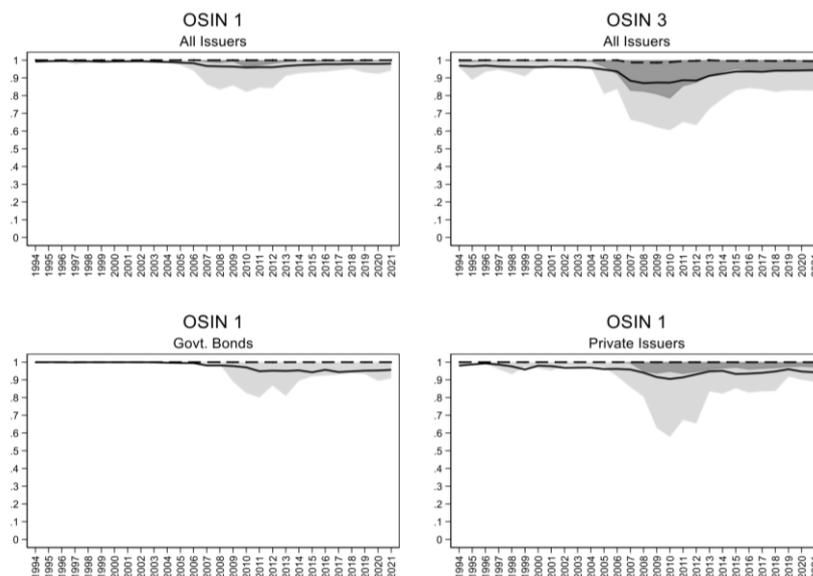
### 衡量原罪

Eichengreen 等人 (2005a、2005b 和 2007) 提出了两种基于证券发行数据的国际原罪衡量方法。第一种衡量原罪的方式是计算国家  $i$  在  $t$  年发行的外部债券总额中以非本国货币计价的外部债券的占比，对应表达式为：

$$OSIN\ 1_{i,t} = 1 - \frac{\text{Securities Issued by Country } i \text{ in Currency } i}{\text{Securities Issued by Country } i}$$

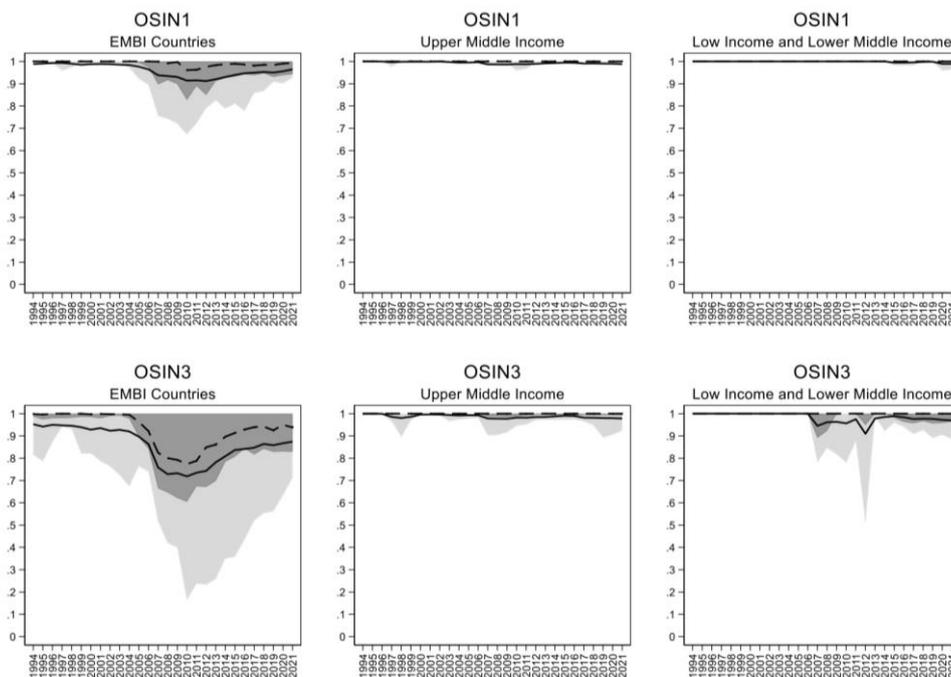
图 1 左上方的子图描述了在 85 个新兴经济体和发展中国家的非平衡子图数据中 OSIN 1 变量的变化轨迹。它表明，中位数国家的债务 100% 是以外币发行的，这一点在 1994 年至今的观察期间没有改变。当考虑平均值时，我们发现外币债务的份额在 95% 和 99% 之间。即使是处于第 25 百分位数水平的国家，以本国货币计价的外部债券比例也从未超过 4%。如果我们关注在整个分布中处于第 10 百分位数水平的国家，我们会发现一小部分国家从 2007 年开始能够以本国货币发行 10% 至 20% 的外部债券。这部分国家的原罪指数在 2010 年触底 82%，然后在 2013 年回到 92%。图 1 的底部子图显示，私人发行人的原罪水平低于官方发行人。

图 1a 原罪指数的变化轨迹（1994-2021）



注：四个板块绘制了 85 个新兴和发展中经济体样本的各种原罪指数的中位数（虚线）、平均值（实线）、第 25 分位数值（深色阴影区）和第 90 分位数值（浅色阴影区）的变化轨迹。上方子图使用的数据包括所有的债券和票据，下方子图的数据只包括政府（左下角）和私人部门（右下角）发行的债券和票据。

图 1b 按国家组别划分的原罪指数的变化轨迹（1994-2021）



注：六个子图分别绘制了属于 EMBI 指数的国家（第一列）、不属于 EMBI 指数的中高收入国家（中间列）以及中低收入国家（最后一列）的 OSIN1 指数（第一行）和 OSIN3（第二行）的中位数（虚线）、平均值（实线）、25 分位值（暗色阴影区域）和 90 分位值（浅色阴影区域）的演变情况。

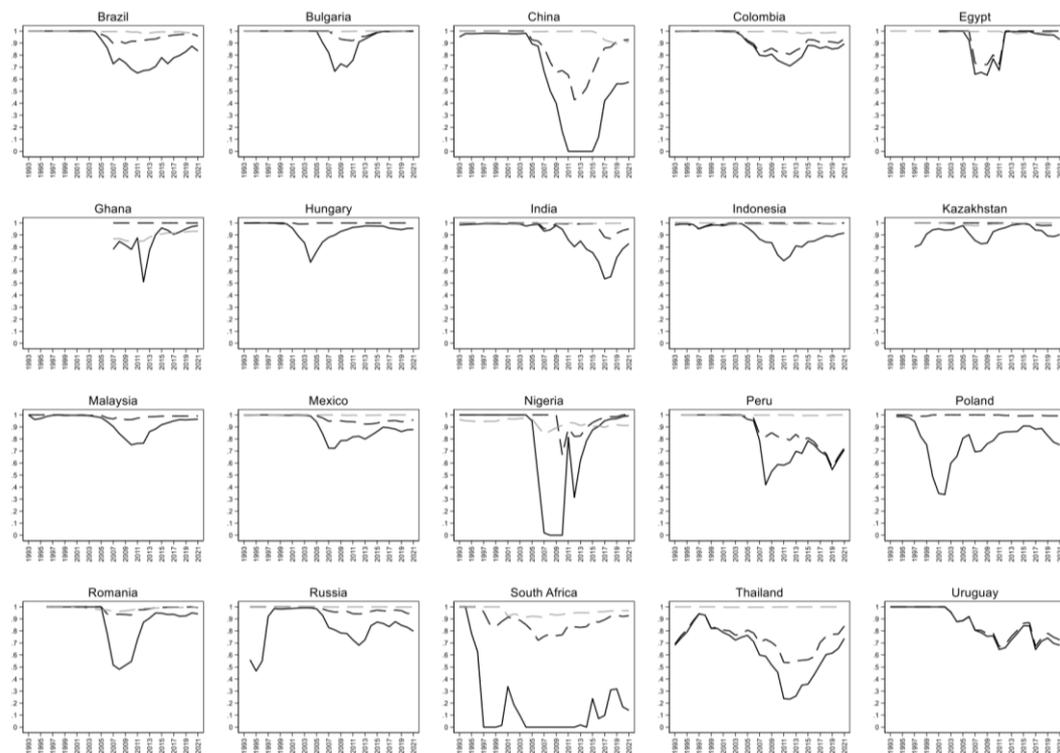
图 1 中的 OSIN 1 指数至少有三个限制。首先，它没有考虑到各国可能使用衍生工具来对冲货币风险。其次，它以有价证券为基础，不包括其他类型的外债。第三，国际债券的数据可能无法跟踪国内发行但由非居民购买的债券。

就第一个问题而言，Eichengreen et al. (2005a、2005b 和 2007) 认为如果有市场参与者愿意承担货币风险，一个国家更有可能对其外汇头寸进行对冲。因此，国家  $i$  以货币  $i$  形式发行的证券总额不重要，重要的是以货币  $i$  形式发行的证券总量，不管是谁发行的。Eichengreen et al. (2005a、2005b 和 2007) 也认识到，以某一个国家货币计价的证券发行总额不能超过这个国家所发行的证券总量。因此，他们将原罪的另一种指标定义为：

$$\text{OSIN } 3_{i,t} = \text{Max}\left(1 - \frac{\text{Securities Issued in Currency } i}{\text{Securities Issued by Country } i}, 0\right)$$

图 1a 的右上图显示，与第一种度量原罪的方式一样，OSIN 3 的中位数在整个样本中一直保持在接近 1 的水平。一个最典型的新兴和发展中经济体往往没有以本国货币发行国际债券的历史记录。我们发现，OSIN 3 的平均值通常高于 90%。平均而言，原罪在 2007-2012 年期间略有减少，这是许多新兴经济体快速增长和获得广泛市场准入的时期。但即使在此期间，该指数也从未低于 87%（在 2015-21 年期间，该指数回到了 94%）。即使是在分布中处于第 10 百分位数水平的国家的取值也从未低于 63%。

图 2 部分经济体中原罪指数的变化轨迹



注：图中绘制了用国际清算银行数据计算的 OSIN 1 指数（黑色虚线）、用世界银行数据计算的 OSIN 1 指数（灰色虚线）和所有新兴和发展中经济体的 OSIN 3 指数（黑色实线）的演变，这些经济体在任何时间点的 OSIN 3 值都低于 0.8。

在我们的样本中，有 20 个国家的 OSIN 3 指数在任何时间点都低于 0.8。图 2 显示了这 20 个国家的 OSIN 1 和 OSIN 3 指数的变化轨迹。这里有两件事值得注意。

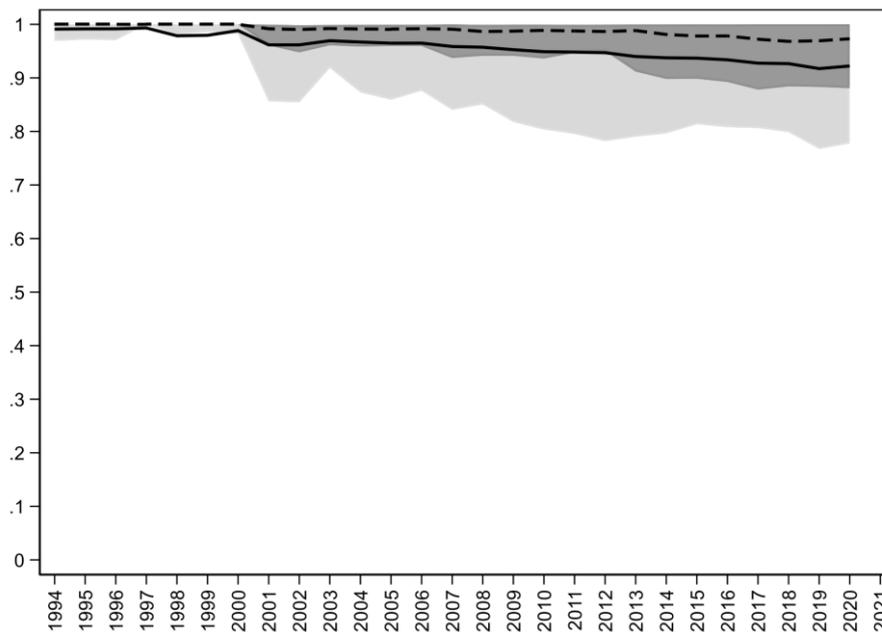
首先，在图 2 所示的国家中，超过一半的国家的 OSIN 1 指数从未低于 0.9。大多数“原罪赎回”案例都是体现在 OSIN 3 指数的变化上。这表明在这些国家（包括图 2 中的所有东欧和中欧国家，以及除中国和泰国以外的所有亚洲国家），原罪赎回完全或几乎完全是由非居民的债券发行驱动的。

其次，对大多数国家来说，以本币计价的债券发行量在 2008-11 年左右达到顶峰。秘鲁和乌拉圭是仅有的两个在过去 8-10 年中赎回过程没有逆转的国家（我们将在后文进一步讨论这些情况）。

一种划分数据的方式是在新兴市场指数中的新兴市场、其他中高收入新兴市场以及中低收入经济体之间划分。我们在图 1b 中分别显示了三组经济体的 OSIN 1 和 OSIN 3 指数取值变化。我们看到，在这一时期的中期，原罪的减少主要集中在 EMBI 国家。相比之下，其他中等收入国家和低收入国家的 OSIN 1 或 OSIN 3 几乎没有变动。

第二个问题是目前的研究只使用证券数据来构建原罪指数。建立一个包括银行贷款在内的原罪指数是复杂的，因为关于这些债务的货币构成的数据有限。一种可能性是使用世界银行国际债务统计（International debt statistics, IDS）的数据来估计所有公共债务和公共担保（Public and Publicly Guaranteed, PPG）债务的货币构成。IDS 报告了以美元、欧元（在欧元诞生之前，IDS 报告了以德国马克和法国法郎计价的债务数据）、日元、英镑、瑞士法郎、特别提款权、多种货币和“其他货币”计价的 PPG 外债份额的数据。假设所有以“其他货币”计价的 PPG 债务都以本国货币计价，我们可以获得包括债券和贷款（但仅限于 PPG 债务）的原罪指数的下限。这些值应被视为下限，因为一些国家发行的债务既不是他们自己的货币，也不是世界银行列出的货币之一。例如，南非的几个国家以南非兰特和人民币借款。中亚和东亚的几个国家以人民币和俄罗斯卢布借款。

图 3 利用世界银行数据计算的原罪（1994-2021）

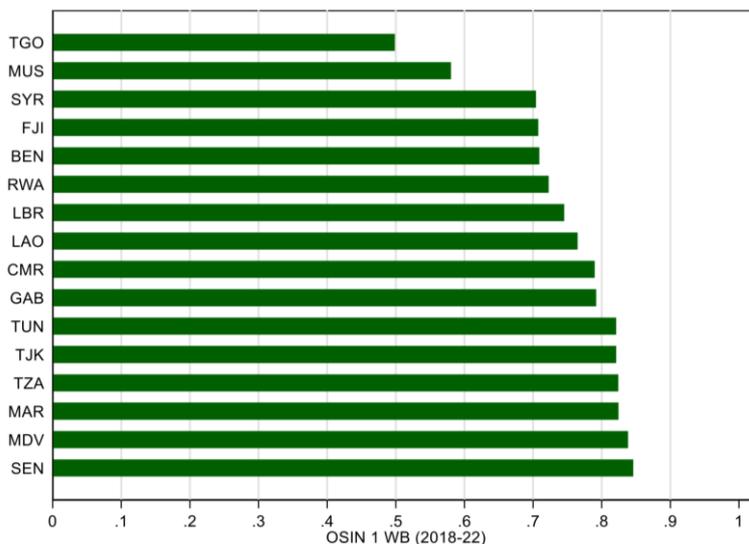


注：该图描绘了在“其他货币类别”是指本国货币的假设下，利用世界银行 IDS 数据计算出的 OSIN 1 指数的中位数（虚线）、平均值（实线）、25 分位值（深色阴影区域）和 90 分位值（浅色阴影区域）的变化轨迹。

图 3 显示了基于世界银行 IDS 数据所计算的原罪指数的变化轨迹。趋势与图 1 相似，但有一个明显的例外：世界银行的数据表明，对原罪的赎回比 BIS 的数据所显示的更为持久。对此的一种解释是已经提到的事实，即我们正在捕捉的是原罪的下限。例如，一些非洲国家现在大量借入人民币，但由于世界银行的数据将人民币贷款归入“其他货币”类别，而我们将这些贷款归类为本国货币。另一种解释是，使用证券的原罪指数是基于债券发行的，而使用世界银行数据的原罪指数是基于未偿债券和贷款的。由于它基于存量而不是流量，该指数更具持久性。

虽然用世界银行关于 PPG 债务总额的数据计算的原罪指数的总体趋势与用国际清算银行证券计算的指数的总体趋势相似，但这两个指数在国家一级的相关性基本为零。部分原因是上述人民币、南非兰特和卢布贷款。通过将这些贷款错误地归类为本地贷款，基于世界银行数据的指数导致几个国家的数值偏低，我们怀疑这些国家不能以本地货币借款（图 4）。

图 4 利用世界银行数据计算的原罪（部分经济体，2018-2022）



注：该图描绘了利用世界银行 IDS 数据计算的所有指数值低于 0.85 的国家在 2018-2022 年 OSIN 1 的平均值。

外债的官方定义侧重于债权人的居住地。国际清算银行、欧盟统计局、国际货币基金组织、经合组织、巴黎俱乐部、联合国贸发会议和世界银行联合出版的《外债统计：编制者和使用者指南》指出：在任何时候，外债总额是指一个经济体的居民欠非居民的、需要债务人在未来某个时间点支付本金和/或利息的实际流动负债，而非或有负债的未偿金额。这个官方定义从理论上讲是有道理的，因为它侧重于居民和非居民之间的资源转移，并衡量国际风险分担的程度。然而，这种以居住地为基础的定义很难适用于可交易证券。只有少数新兴和发达经济体能够在一级市场上跟踪其证券购买者的居住地，并跟踪二级市场的情况。他们通过定期调查或因为中央银行与证券保管人密切合作来做到这一点。但大多数发展中国家并没有识别其债券最终持有者的工具。

世界银行关于外债的数据是基于世界银行的债务人报告系统（Debtor Reporting System, DRS），该系统利用发行政府收集的数据。如果这些政府不报告非居民持有的国内发行债券的信息，那么 IDS 数据将高估原罪。例如，考虑图 2 中的浅灰线，它们表明，对于大多数国家（如哥伦比亚、秘鲁、南非和泰国），使用世界银行数据建立的指数仍然接近于 1，即使来自 BIS 的国际证券数据报告了大量以当地货币计价的证券。我们怀疑这些是在当地市场发行并由非居民购买的证券，而这些证券并不包括在世界银行的国际债务统计中。

然而，衡量原罪的另一个来源是 Arslanalp & Tsuda（2014）的数据集。该数据集记录了 2004-21 年期间多达 22 个新兴市场发行的政府证券的货币和持有人结构。作者引用了国际货币基金组织和世界银行的季度外债统计数据、国际

货币基金组织的政府财政统计数据和国际金融统计数据以及各国资料。由此产生的数据库信息很丰富，但有两个问题，一是时间期限（仅从 2004 年开始）和国家数量的覆盖面有限，二是只提供了政府债券的信息。实际上，该数据库所包括的国家都是较大的中等收入经济体，我们在图 1a 中标出了它们的独特行为。

Arslanalp & Tsuda 数据可用于计算反映以本国货币借款能力的两种指标。一种是非居民持有的外币政府债务占非居民持有的政府债务总额的比例。第二个是外币政府债务占公共债务总额的份额。第一个衡量标准与上述的 OSIN 1 衡量标准相类似。第二种方法使我们能够评估居民购买本币债务的倾向（这可以被视为捕捉到了国内原罪，定义为居民持有的以外币计价的中央政府债券的份额）。因此，这些指标可用于评估外国投资者参与政府债券市场的总体情况。

图 5 比较了 OSIN3 与使用 Arslanalp & Tsuda 数据计算的原罪指数的逐国演变。虽然 OSIN3 的数值往往较高（如前所述），但对大多数国家来说，这两个指数是一起变化的。事实上，这两个指数在国家之间和国家内部都有密切的相关性（表 1 第 1 栏）。

表 1 不同原罪指数之间以及原罪与非居民外债份额的相关性

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	OSIN AT	OSIN AT	OSIN3	OSIN AT	OSIN3
	<b>Pooled OLS</b>				
OSIN3	0.678*** (5.136)				
DSIN		0.779*** (12.484)	0.147*** (3.798)		
NRES				0.535*** (5.952)	0.268*** (3.593)
Constant	0.0291 (0.257)	0.480*** (24.242)	0.830*** (99.520)	0.430*** (10.047)	0.709*** (26.062)
R-squared	0.087	0.241	0.047	0.094	0.041
	<b>Country FE</b>				
OSIN3	0.455*** (2.630)				
DSIN		0.259 (1.018)	0.301*** (3.047)		
Ext Debt				-0.384 (1.714)	0.0509 (0.822)
Constant	0.219 (1.490)	0.563*** (13.799)	0.805*** (50.949)	0.730*** (9.959)	0.770*** (44.253)
N. Obs	312	310	310	310	385
R2	0.093	0.024	0.079	0.055	0.002
N. Countries	19	19	19	19	22

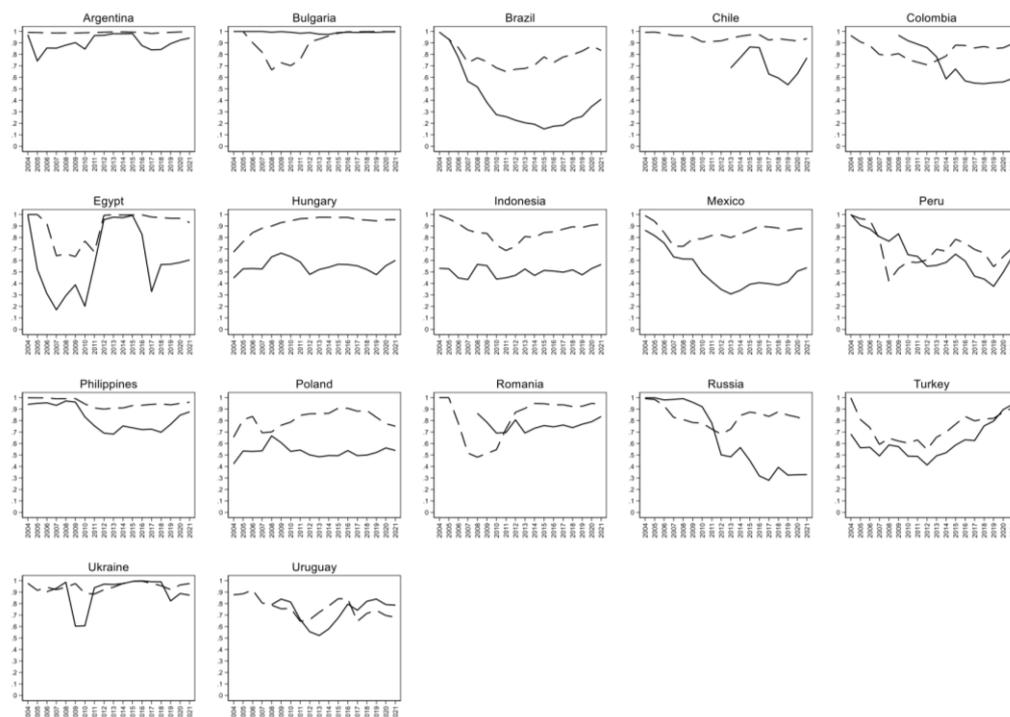
Robust t statistics in parenthesis, \*  $p < 0.10$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$

注：本表显示了使用 Arslanalp & Tsuda 数据计算的国内原罪指数（OSIN AT）和 OSIN 3 之间的相关性，以及这两个原罪指数分别与使用 Arslanalp & Tsuda 数据计算的国内原罪指数（DSIN）、非居民持有的中央政府债券份额（NRES）两个指数之间的相关性。

图 5 和图 6 显示了使用 Arslanalp & Tsuda 数据计算的各国原罪指数的变化轨迹，以及根据相同数据构建的国内原罪指数和外债份额指数。虽然基于 Arslanalp-Tsuda 的原罪指数与国内原罪和外债份额之间存在很强的跨国相关性（表 1 顶部子图第 2 列和第 4 列），但这些变量的国内相关性在统计上并不显著（表 1 底部子图第 2 列和第 4 列）。相反，OSIN 3 和国内原罪之间存在显著的

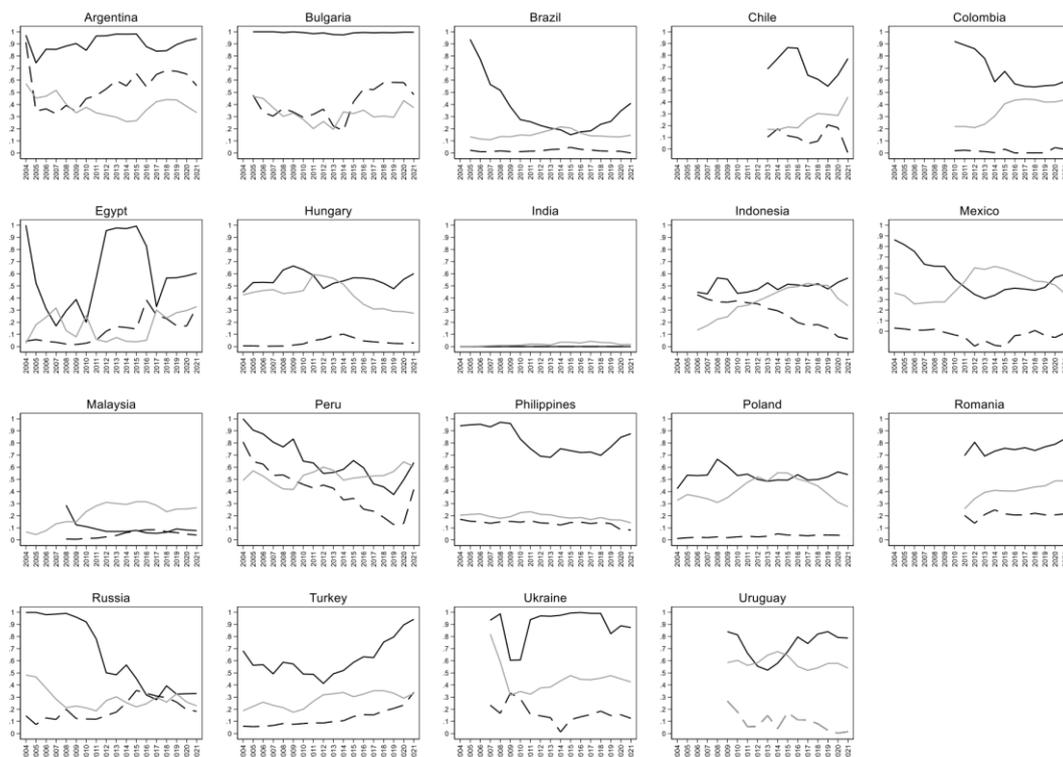
跨国和国内相关性（表 1 第 3 列）。当我们只考虑国家内部的变化时，OSIN 3 和外债份额之间的相关性反而不明显（表 1 底部子图的第 5 列）。

图 5 用 BIS 债券数据与 Arslanalp & Tsuda 的中央政府债务数据分别计算的国际原罪指数



注：上图显示了用 BIS 数据计算的 OSIN3（黑色虚线）和用 Arslanalp & Tsuda 数据计算的非居民持有的中央政府证券的外币债务份额（黑色实线）。

图 6 国际原罪、国内原罪和外债份额（利用 Arslanalp & Tsuda 的数据）



注：该图描绘了非居民持有的中央政府债券的外币债务份额（黑色实线）、居民持有的中央政府债券的外币债务份额（灰色实线），以及非居民持有的中央政府债券的份额（黑色虚线）。

### 原罪的驱动因素

Eichengreen et al. (2005a, 2005b 和 2007) 研究得出的关键信息是原罪与政策和制度指标无关，唯一与之密切相关的变量是国家规模（用 GDP 总量来衡量）。在下文中，我们估计了一组回归，旨在检验当我们使用新的更新数据时，该结果是否仍然成立。

出于三个原因，我们只关注新兴和发展中国家，与 Eichengreen et al. (2005a、2005b 和 2007) 不同，他们考虑的是所有国家。首先，政策讨论集中在这一组国家。其次，我们希望确保我们的结果不是简单地由富国和穷国的比较所驱动。第三，许多发达经济体体现在属于欧元区，而界定共同货币区成员的原罪并不简单（见 De Grauwe, 2011; Dell'Erba, Hausmann & Panizza, 2013）。

我们首先在不同时间段根据与 Eichengreen et al. (2005a、2005b 和 2007) 相同的国家特征对 OSIN 3 进行回归。具体来说，我们计算了三个五年期（2005-2009年、2010-14年和 2015-19年）的平均值，然后也计算新冠疫情期（2020-21年）的平均值。我们将原罪与人均收入的对数、债务与 GDP 的比率、GDP 的对数、按 GDP 计算的对私营部门的信贷、法治指数、通胀对数和贸易开放度进行回归。

表 2 的第 1-4 栏显示，在 1% 的置信水平下，GDP 总量在统计上总是显著的，并且与原罪负相关。这是 Eichengreen et al. (2005a、2005b 和 2007) 的关键结论：较大的国家能够更好地以本币借款。值得注意的是，原罪与国家规模之间的负相关性并不是由中国和印度这两个原罪水平较低的大国驱动的：从样本中剔除这两个国家，所有结果仍然是稳健的。

表 2 原罪的驱动因素

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	2005-09	2010-14	2015-19	2020-21	All years	All years
Ln(GDP PC)	0.010 (0.38)	0.009 (0.50)	0.012 (0.83)	-0.001 (-0.09)	-0.037* (-1.91)	-0.219* (-1.96)
Debt/GDP	0.001 (0.29)	0.001 (1.43)	0.001 (1.00)	-0.001 (-0.06)	0.001 (1.08)	0.001 (0.80)
Ln(GDP)	-0.043*** (-4.83)	-0.053*** (-5.67)	-0.034*** (-4.80)	-0.027*** (-3.89)	-0.041*** (-4.75)	0.106 (1.39)
Pric Cr/GDP	-0.001 (-0.38)	-0.003** (-2.14)	-0.002** (-2.03)	-0.001* (-1.82)	-0.001 (-0.56)	0.001 (0.46)
RoL	-0.019 (-0.64)	-0.013 (-0.35)	-0.017 (-0.60)	-0.035 (-1.16)	-0.002 (-0.08)	0.007 (0.24)
Ln(INFL)	0.030 (1.37)	-0.007 (-0.37)	-0.005 (-0.48)	-0.030** (-2.16)	0.001 (0.04)	-0.001 (-0.11)
OPEN	0.040 (0.82)	0.063 (1.14)	0.034 (0.70)	0.061 (1.52)	-0.004 (-0.12)	0.002 (0.05)
Const.	0.950*** (3.73)	1.118*** (7.61)	1.044*** (11.59)	1.172*** (9.59)	1.399*** (8.54)	2.275*** (3.66)
R2	0.25	0.45	0.40	0.31	0.15	0.24
N Obs.	60	76	80	68	1,211	1,211
Sample	Cross-Section (period average)				Panel (annual data)	
Country FE	No	No	No	No	No	Yes
Estimation	OLS	OLS	OLS	OLS	RE	FE

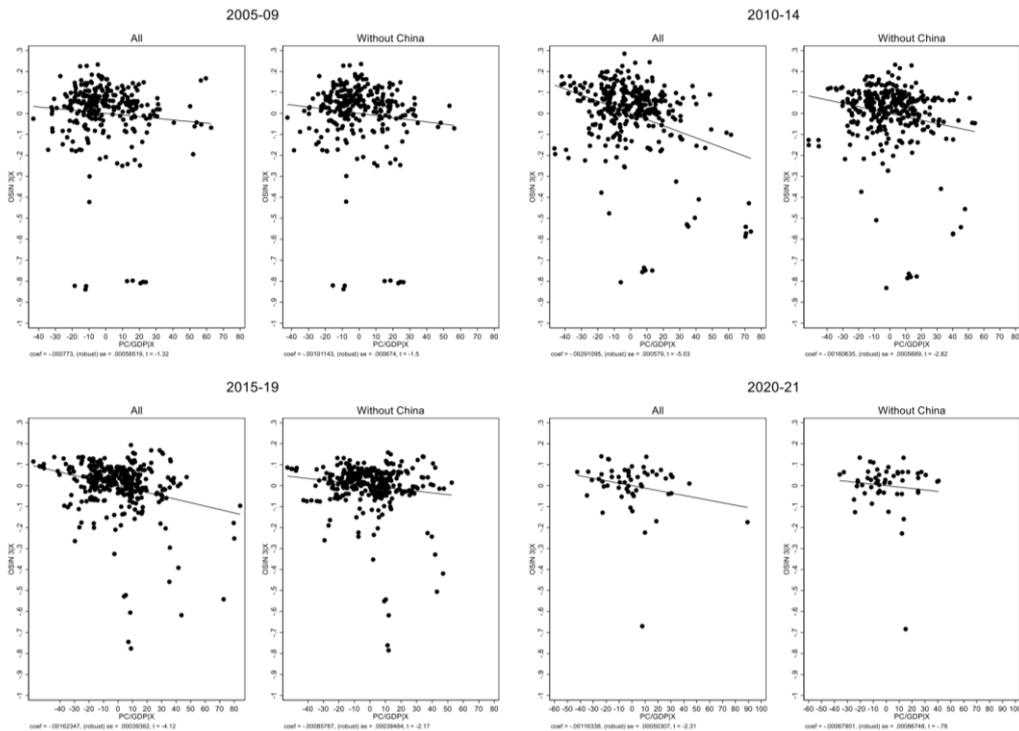
Robust *t* statistics in parentheses \*  $p < 0.10$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$

注：本表展示了一组回归结果，其中因变量是 OSIN 3，自变量分别是人均 GDP 的对数（Ln（GDP PC））、公共债务与 GDP 之比（Debt/GDP）、总 GDP 的对数（Ln（GDP））、对私营部门的信贷占 GDP 的比例（Pric Cr/GDP），以及法治指数（RoL）、对数通货膨胀（Ln（INFL））和贸易开放度（OPEN）。第 1-5 列报告各期平均值的横截面估计值，第 6-7 列报告了使用年度子图数据的估计值。

还有两个变量至少在某些回归中与原罪显著相关。首先，有一些证据表明，金融体系规模较大的国家（以对私营部门的信贷与 GDP 之比来衡量）更有可能发行以本国货币计价的外部债券。其次，通胀与原罪指数存在负相关关系。

第一个结果与 Tirole（2003）的观点有关，即外币贷款是由承诺问题驱动的，而承诺问题有可能通过建立一个大型的国内金融市场来解决。一个巨大的国内市场提供了一个由本地货币债务持有人组成的国内选区，他们将惩罚使货币贬值和侵蚀债务价值的政府。虽然 Eichengreen et al.（2005b）发现原罪和国内金融部门的规模之间没有统计学上的显著相关性，但表 1 发现 2010 年以后的一些经验证据可能支持这种说法。然而，图 8 显示，这一结果完全是由中国推动的，因为中国拥有庞大的（垄断）市场和广泛的本币发行。当把中国从样本中剔除后，对私营部门的信贷和原罪之间的关联性在统计上就不再显著。

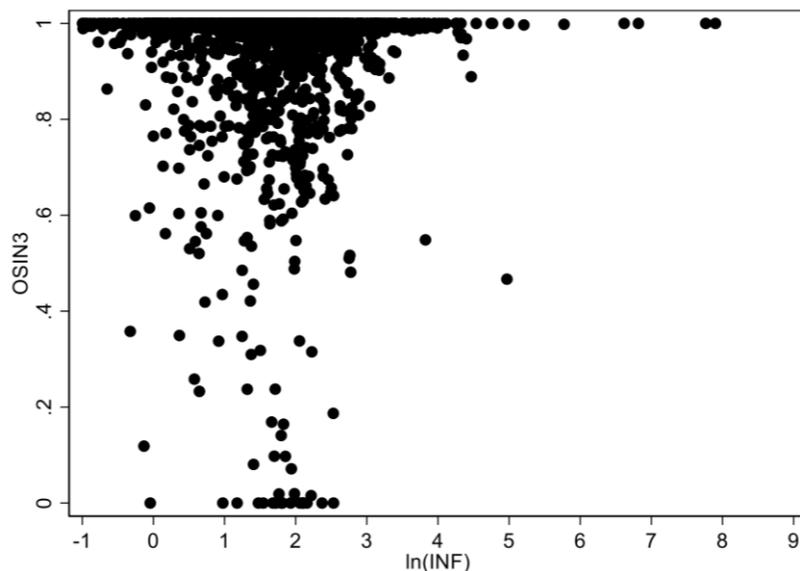
图 7 原罪与私营部门的信贷



注：这些数字显示了 OSIN 3 与私营部门信贷/GDP 的偏相关关系（控制了表 2 中的所有变量）。标有“**All**”的图表再现了表 2 第 1-4 列的回归结果，标有“**Without China**”的图表显示了当我们将中国从样本中剔除后估计同一回归的结果。

第二个结果将通胀与本币发行联系起来，这与货币可信度假说相悖：它意味着通胀较高的国家更有可能获得以本币计价的国外借款。然而，这一结果主要是由南非推动的，并且是新冠疫情时期所特有的。一般来说，通货膨胀与原罪之间没有密切关系。图 7 显示，不存在哪个国家通胀水平很高而原罪水平很低。这表明，货币的可信度是摆脱原罪的必要条件，但可能不是充分条件。图中显示，有许多国家的通胀水平较低，而原罪水平较高。

图 8 原罪与通货膨胀



注：该图使用所有新兴和发展中经济体的年度数据绘制了 OSIN 3（纵轴）和对数通货膨胀率（横轴）。

表 2 的第 5 和第 6 列使用了 1995-2021 年期间的非平衡子图数据。当我们在没有国家固定效应（第 5 列）的情况下估计模型时，我们仍然发现总体经济规模与原罪之间存在强烈的负相关关系，人均 GDP 与原罪之间也存在边缘显著的负相关关系，而其他变量都不具有统计学上的显著性。当我们将国家固定效应包括在内时，大多数变量都变得不显著（只有人均 GDP 仍存在边缘显著性）。这并不奇怪，因为国家规模是由人口增长和人均 GDP 增长率驱动的。人口增长是一个缓慢变动的变量，与国家固定效应高度相关。因此，当我们将国家固定效应包括在内时，唯一剩下的可变性来源是人均 GDP 的变化。

表 3 显示了当我们使用 Arslanalp & Tsuda（2014）关于非居民持有的中央政府债券（第 1 列和第 2 列）和居民持有的中央政府债券（第 3 列和第 4 列）的货币构成数据构建原罪指数时的结果。当我们关注国际原罪而不包括国家固定效应时，我们发现通常的结果是较大国家的原罪水平较低。我们还发现，较好的制度（以法治指数衡量）与较低的原罪水平相关（表 3 第 1 列）。有些令人惊讶的是，人均收入与原罪呈正相关。然而，这一结果完全是由印度推动的，因为相对于样本中的其他国家，印度的人均收入较低，原罪水平也较低。当我们控制国家固定效应（第 2 列）时，我们发现我们感兴趣的变量中没有一个与国际原罪显著相关。

表 3 原罪的驱动因素（利用 AT 数据）

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Non-Residents		Residents	
Ln(GDP PC)	0.128** (2.12)	0.372 (1.07)	0.0729 (0.0507)	0.189 (0.287)
Debt/GDP	-0.001 (-0.79)	-0.000 (-0.23)	0.0006 (0.001)	0.001 (0.002)
Ln(GDP)	-0.194*** (-5.09)	-0.409 (-1.34)	-0.102*** (0.027)	-0.201 (0.266)
Pric Cr/GDP	-0.003* (-1.69)	-0.003 (-1.30)	0.0006 (0.001)	0.0007 (0.001)
RoL	-0.235** (-2.23)	-0.329 (-1.09)	-0.203*** (0.046)	-0.232*** (0.060)
Ln(INFL)	0.030 (1.47)	0.032 (1.61)	0.0073 (0.011)	0.009 (0.013)
OPEN	-0.137 (-1.32)	-0.261 (-1.51)	-0.164** (0.068)	-0.214** (0.074)
Const.	1.410*** (3.07)	0.806 (0.58)	0.640 (0.516)	0.283 (1.087)
Obs.	271	271	271	271
R <sup>2</sup>	.61	.25	.14	.15
Sample	Panel (annual data)			
Country FE	No	Yes	No	Yes
Model	RE	FE	RE	FE

*t* statistics in parentheses \*  $p < 0.10$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$

注：本表展示了一组回归结果，其中因变量是使用 AT 数据计算的原罪指数，自变量分别是人均 GDP 的对数（Ln（GDP PC））、公共债务与 GDP 之比（Debt/GDP）、GDP 总额的对数值（Ln（GDP））、对私营部门的信贷与 GDP 之比（Pric Cr/GDP）、以及法治指数（RoL）、对数通货膨胀（Ln（INFL））和贸易开放度（OPEN）。

当我们考虑原罪的国内部分并且不控制国家固定效应时，我们得到了和往常一样的结果，即较大的国家具有较低的原罪水平，而且与国际原罪的情况一样，制度质量与原罪负相关（表 3 第 3 列）。在这里，我们还发现了贸易开放度与原罪之间的负相关关系。当我们纳入国家固定效应时，我们发现国家规模和国内原罪之间的相关性不再具有统计意义，但制度和贸易开放度仍然显著。虽然贸易开放度的结果是由阿根廷驱动的（当我们将阿根廷从样本中剔除时，开放度在固定效应回归中不再显著），但法治指数的结果不是由任何特定国家驱动的。

总之，关于总体国际原罪和非居民持有的政府债务的货币构成的最新数据证实了 Eichengreen et al.（2005b）的原始结果：唯一与以本国货币向国外借款的能力稳健相关的变量是国家规模。我们详细讨论的第 6 节中有几个国家能够逃脱原罪，但这些仍然是例外情况。

关于国内原罪的数据也表明，国家规模很重要。然而，在这种情况下，我们发现制度的重要作用，这种作用在控制国家固定效应时是稳健的。

因此，我们的回归证实了 Eichengreen et al. (2005b) 原始工作中最引人注目的发现之一：财政基本面（以债务与 GDP 之比等指标衡量）和货币可信度（以平均通胀率衡量）与各种原罪指标之间并不存在稳健的相关性。

### 原罪的后果

Eichengreen et al. (2005a, 2007) 研究得到的另一个关键信息认为原罪对宏观经济政策的实施具有重要影响。其中，Eichengreen et al. (2005a, 2007) 表明，存在原罪的国家不太可能实行浮动汇率制。因此，这些国家在开放资本账户的情况下缺乏货币独立性，他们的信用评级也较低。

如上一节所述，我们使用更新的数据重新评估这些结果。对于汇率制度，我们使用 Ilzetki et al. (2019) 的数据，并使用一个取值在 1（没有单独的法定货币或硬挂钩）和 13（完全浮动汇率制度）之间的指数对国家进行分类。考虑到因变量的序数性质，我们使用有序 Logit 模型来研究汇率制度的驱动因素。

和以前一样，我们从基于 5 年平均值的横截面回归开始，并将汇率弹性指数与原罪、人均 GDP 的对数、外债与 GDP 之比、公共债务与 GDP 之比和贸易开放度进行回归。原罪是唯一与汇率制度密切相关的变量。正如 Eichengreen et al. (2005a 和 2007) 所说，我们发现较高的原罪值与汇率制度的浮动性之间存在呈负相关（表 4 第 1 列）。

表 4 原罪和汇率制度（横截面回归）

	(1) 2005-09	(2) 2010-14	(3) 2015-19	(4) 2020-21
OSIN3	-6.467*** (-3.44)	-6.488*** (-4.01)	-8.816*** (-3.94)	-13.900*** (-4.30)
Ln(GDP PC)	0.162 (0.51)	-0.213 (-0.89)	-0.125 (-0.51)	-0.345 (-1.39)
Ext Debt/GDP	-0.012 (-1.49)	-0.000 (-0.05)	0.001 (0.20)	-0.002 (-1.01)
Debt/GDP	0.014* (1.90)	-0.002 (-0.28)	-0.004 (-0.52)	-0.001 (-0.17)
OPEN	-0.060 (-0.08)	-0.421 (-0.61)	-0.032 (-0.04)	0.895 (1.33)
Obs.	61	77	77	76
Model	OLogit	OLogit	OLogit	OLogit

*t* statistics in parentheses  
\*  $p < 0.10$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$

注：本表展示了一组回归结果，其中因变量是衡量汇率制度的数字指标（更高的值对应更灵活的汇率制度），自变量是 OSIN3、人均 GDP 的对数（Ln（GDP PC））、公共债务与 GDP 之比（Debt/GDP）、外债与 GDP 之比（Ext Debt/GDP）和贸易开放度（OPEN）。

当我们使用没有固定效应的子图数据时，我们仍然发现原罪与浮动汇率的存在负相关，外债水平和贸易开放度也是如此。令人惊讶的是，我们发现较富裕的国家不太可能实行浮动汇率制（表 5 第 1 列）。相比之下，公共债务水平似乎并不重要。为了进一步探究，我们将样本分为属于 EMBI 指数的国家（第 2

列) 和不属于 EMBI 指数的国家 (第 3 列)。汇率弹性与人均收入之间的相关性在第一组国家中为正, 在第二组国家中为负。贸易开放度的情况正好相反。第 2 列和第 3 列的回归还表明, 公共债务水平与 EMBI 国家的汇率弹性呈正相关, 而对不属于该指数的国家则无关紧要。

表 5 原罪和汇率制度 (子图数据回归)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
OSIN3	-5.999*** (-15.22)	-2.159*** (-5.28)	-17.674*** (-10.56)	-1.443 (-1.41)	-1.666 (-1.57)	14.247 (0.85)
Ln(GDP PC)	-0.142*** (-2.68)	0.915*** (8.74)	-0.447*** (-6.66)	-0.831 (-1.32)	-0.186 (-0.26)	-3.151** (-2.32)
Ext Debt/GDP	-0.004*** (-3.23)	-0.026*** (-7.50)	-0.003** (-2.11)	-0.005 (-0.61)	-0.001 (-0.04)	-0.008 (-1.61)
Debt/GDP	0.002 (1.04)	0.025*** (6.47)	-0.001 (-0.29)	0.019 (1.10)	0.051 (1.61)	-0.010 (-0.60)
OPEN	-0.399*** (-2.78)	-1.212*** (-5.23)	0.720*** (3.73)	-1.156 (-0.61)	-2.469 (-1.48)	4.245 (1.09)
Obs.	1492	603	889	852	475	377
R <sup>2</sup>	.05	.09	.05	.04	.08	.24
Sample	Panel (annual data)					
Countries	All	EMs	Non-EMs	All	EMs	Non-EMs
Country FE	No	No	No	Yes	Yes	Yes
Model	OLogit	OLogit	OLogit	OLogit	OLogit	OLogit

*t* statistics in parentheses

\*  $p < 0.10$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$

注: 本表显示了一组回归结果, 其中因变量是衡量汇率制度数字指标 (更高的值对应更灵活的汇率制度), 自变量是 OSIN3、人均 GDP 的对数 (Ln (GDP PC))、公共债务与 GDP 之比 (Debt/GDP)、外债与 GDP 之比 (Ext Debt/GDP) 和贸易开放度 (OPEN)。

表 5 的最后三列显示, 前面的结果完全是由截面变化引起的。当我们估计包括国家固定效应的模型时, 我们没有发现任何与汇率制度显著相关的变量。接下来, 我们使用 Arslanalp & Tsuda 的中央政府债券数据集计算的国际和国内原罪指数来检验前面的结果是否稳健。表 6 前两列的结果在性质上与表 5 第 2 列和第 5 列的结果相似。这并不奇怪, 因为如上所述, Arslanalp & Tsuda 数据集中的大多数国家都是 EMBI 指数的一部分。然而, 令人欣慰的是, 使用不同数据来源得出的两种衡量原罪的方法在应用于类似的国家样本时得出了相似的结果。

表 6 原罪和汇率制度（AT 数据）

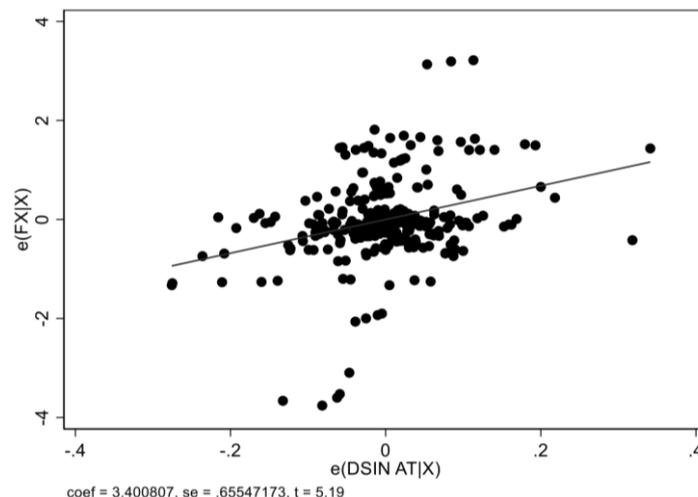
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Non-residents		Residents	
OSIN AT	-2.460*** (-5.55)	-0.920 (-0.43)	-5.781*** (-6.60)	17.037*** (3.35)
Ln(GDP PC)	1.880*** (9.75)	-0.162 (-0.08)	1.702*** (8.91)	0.682 (0.37)
Ext Debt/GDP	-0.047*** (-8.42)	-0.027 (-1.21)	-0.051*** (-9.08)	-0.027 (-1.29)
Debt/GDP	0.018*** (3.06)	0.057 (1.19)	0.011* (1.89)	0.038 (0.62)
Obs.	289	198	287	198
R <sup>2</sup>	.16	.03	.17	.21
Country FE	No	Yes	No	Yes
Model	OLogit	OLogit	OLogit	OLogit

*t* statistics in parentheses  
\*  $p < 0.10$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$

注：本表显示了一组回归，其中因变量是衡量汇率制度的数字指标（更高的值对应更灵活的汇率制度），自变量是用 AT 数据计算的非居民持有政府债券的原罪指数（第 1 和 2 列）和居民持有政府债券的原罪指数（第 3 和 4 列）、人均 GDP 的对数（Ln（GDP PC））、公共债务与 GDP 之比（Debt/GDP）以及外债与 GDP 之比（Ext Debt/GDP）。

表 6 的最后两列关注国内原罪（居民持有的以外币计价的中央政府债券份额）。不包括国家固定效应的回归与使用非居民债券持有量衡量原罪的回归基本相同（比较第 1 列和第 3 列）。然而，即使我们控制了国家固定效应，国内原罪与汇率弹性也有很强的相关性。点估计表明，国内原罪值越高，汇率越灵活。图 9 显示了国内原罪与汇率弹性的偏相关关系。虽然存在一些有影响力的观察结果（俄罗斯、印度、印度尼西亚和秘鲁），但排除这些国家中的任何一个，结果都是稳健的。

图 9 国内原罪与汇率弹性



注：这些数字显示了用 AT 数据计算的国内原罪和汇率弹性之间的偏相关关系（控制了表 6 第 4 列中的所有变量，使用包含固定效应的 OLS 估计）。

最后，我们探讨了原罪与以主权评级衡量的信誉之间的联系。我们使用范围在 1（选择性违约）和 18（AAA）之间的数值和有序 Logit 模型。当我们包括全部国家样本（表 7 第 1 列）和 EMBI 指数中包括的国家（第 2 列）时，OSIN 与获得高评级的可能性呈负相关关系。这一模式对于包括国家固定效应的回归（第 4 列和第 5 列）也是稳健的。但对于非 EMBI 国家，原罪与信用评级之间的相关性在统计上并不显著（第 3 和第 6 列）。公共债务和外债水平都与信用评级呈负相关。这并不出人意料，因为信用评级机构经常援引债务比率作为其决策的理由。然而，外债在固定效应回归中并不显著。这表明评级机构实际上更关注其他（未指明的）国家特征。即使在不包括国家固定效应的模型中，OSIN 对于非 EMBI 国家也不显著（见第 3-6 列）。

表 7 原罪和信用评级

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
OSIN3	-2.834*** (-9.13)	-1.378*** (-4.05)	-0.331 (-0.25)	-4.970*** (-2.64)	-4.465** (-2.24)	-4.445 (-0.88)
Ln(GDP PC)	0.995*** (16.36)	1.136*** (11.06)	1.171*** (14.18)	1.746*** (3.66)	2.146*** (3.02)	1.146* (1.87)
Debt/GDP	-0.027*** (-14.27)	-0.016*** (-4.66)	-0.033*** (-13.86)	-0.065*** (-7.55)	-0.055*** (-2.70)	-0.065*** (-6.80)
Ext Debt/GDP	-0.004*** (-3.49)	-0.008*** (-3.39)	-0.001 (-1.21)	-0.003 (-0.65)	-0.011 (-0.69)	-0.002 (-0.39)
Obs.	1440	641	799	1406	636	770
R <sup>2</sup>	.1	.09	.11	.32	.39	.25
Sample	Panel (annual data)					
Countries	All	EMs	Non-EMs	All	EMs	Non-EMs
Country FE	No	No	No	Yes	Yes	Yes
Model	OLogit	OLogit	OLogit	OLogit	OLogit	OLogit

*t* statistics in parentheses \*  $p < 0.10$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$

注：本表显示了一组回归，其中因变量是衡量信用等级的数字指标（更高的值对应更高的评级），解释变量是 OSIN3、人均 GDP 的对数（Ln（GDP PC））、公共债务与 GDP 之比（Debt/GDP）以及外债占 GDP 的比重（Ext Debt/GDP）。

当我们使用利用 Arslanalp & Tsuda 数据计算的原罪指数时，我们发现在不包括国家固定效应的模型中，国际原罪和信用评级之间没有显著的相关性（表 8 第 1 列）。然而，当我们控制国家固定效应时（第 2 列），原罪与信用评级之间的负相关关系变得显著。和前文一样，我们发现人均 GDP 与信用评级呈正相关，而债务水平与信用评级呈负相关。

表 8 原罪和信用评级（AT 数据）

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Non-residents		Residents	
OSIN AT	-2.853 (1.56)	-3.104*** (-7.15)	-11.98** (2.20)	-7.093*** (9.14)
Ln(GDP PC)	1.257 (0.88)	1.001*** (5.55)	1.630 (1.22)	0.694*** (4.37)
Debt/GDP	-0.066** (2.20)	-0.431*** (-3.15)	-0.058 (1.26)	-0.042*** (7.22)
Ext Debt/GDP	0.014 (0.82)	-0.002 (-0.46)	0.011 (0.79)	0.004 (1.01)
Obs.	1,005	307	1,003	305
R2	0.17	0.08	0.27	0.12
Country FE	No	Yes	No	Yes
Model	Ologit	Ologit	Ologit	Ologit

*t* statistics in parentheses \*  $p < 0.10$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$

注：此表展示了一组回归，其中因变量是信用评级的数值度量（值越高对应评级越高），解释变量是用 AT 数据计算的非居民持有政府债券的原罪指数（第 1 和 2 列）以及居民持有政府债券的原罪指数（第 3 和 4 列），人均 GDP 的对数（Ln（GDP PC）），公共债务与 GDP 之比（Debt/GDP），以及外债占 GDP 的比例（Ext Debt/GDP）。

就国内原罪而言，我们发现较高的原罪水平总是导致较低的信用评级（表 8 第 3 列和第 4 列），当居民坚持持有外币计价债务时，评级机构的反应显然是负面的。在第 4 列的固定效应回归中，我们还发现人均收入与信用评级之间通常存在正相关关系，而债务水平与信用评级之间通常存在负相关关系。

总之，基于 BIS 证券和世界银行数据的最新原罪数据，以及基于 Arslanalp & Tsuda 数据的中央政府债务构成数据，都证实了 Eichengreen et al.（2005a 和 2007）的早期结果，即原罪与较不灵活的宏观经济政策和较低的可信度有关。

### 案例研究

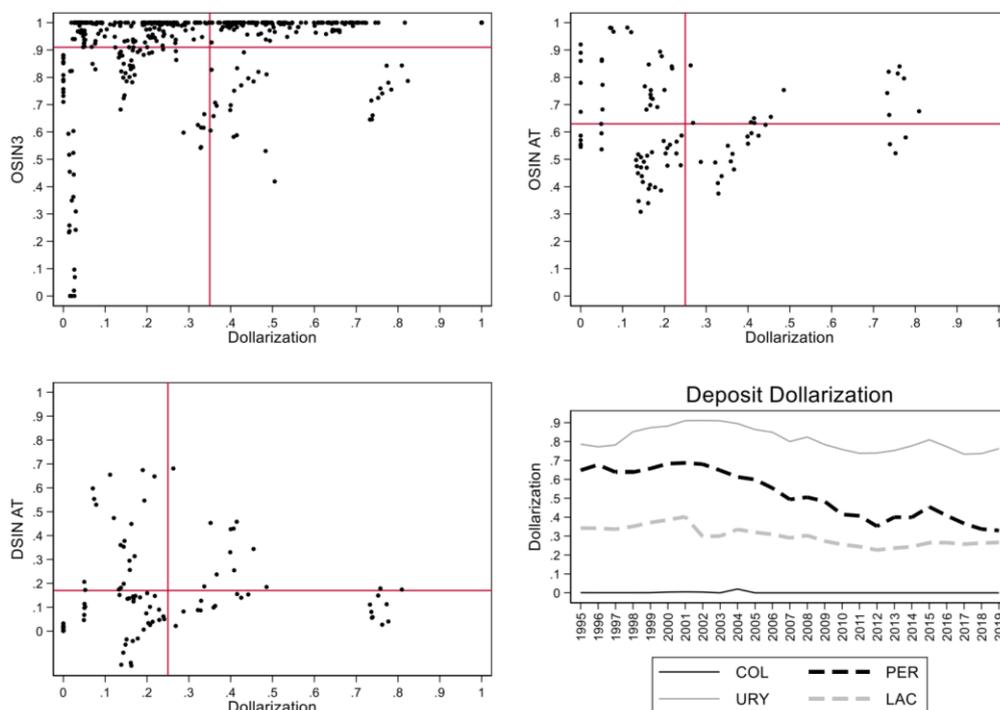
近几十年来，哥伦比亚、秘鲁和乌拉圭这三个拉丁美洲国家在减少原罪方面至少取得了一些进展。问题是，这种进展在现实中有多大。如下所示，乌拉圭最终将外币债务置换成了指数化（就政府债券而言）和短期（就公司而言）的本币债务。秘鲁在向外国投资者提供长期、固定利率的本币债务方面较为成功，但只能通过积累大量低利率国际储备来向非居民投资者保证汇率的稳定性，并且需要限制外部借款规模。

此外，非居民投资者倾向于使用远期合约对冲本国货币风险敞口，而国内养老基金则承担对冲的另一方。换句话说，目前还不清楚秘鲁是否在某种意义上已经摆脱了原罪。尽管哥伦比亚在发行本币债券方面取得了进展，并被纳入摩根大通 GB-EM-Global 指数，但正如我们在本节后面所显示的，他的国际原罪仍然很严重。

乌拉圭和秘鲁更令人感兴趣，因为它们能够向非居民投资者发行本币债券，同时国内美元化程度也很高。具有讽刺意味的是，外国投资者似乎比居民更信

任当地货币。为了说明这一点，图 10 的前三个子图显示了横轴上的存款美元化和纵轴上的三个原罪指数之间的关系。垂直线和水平线表示所有国家年度的美元化和原罪的平均值。

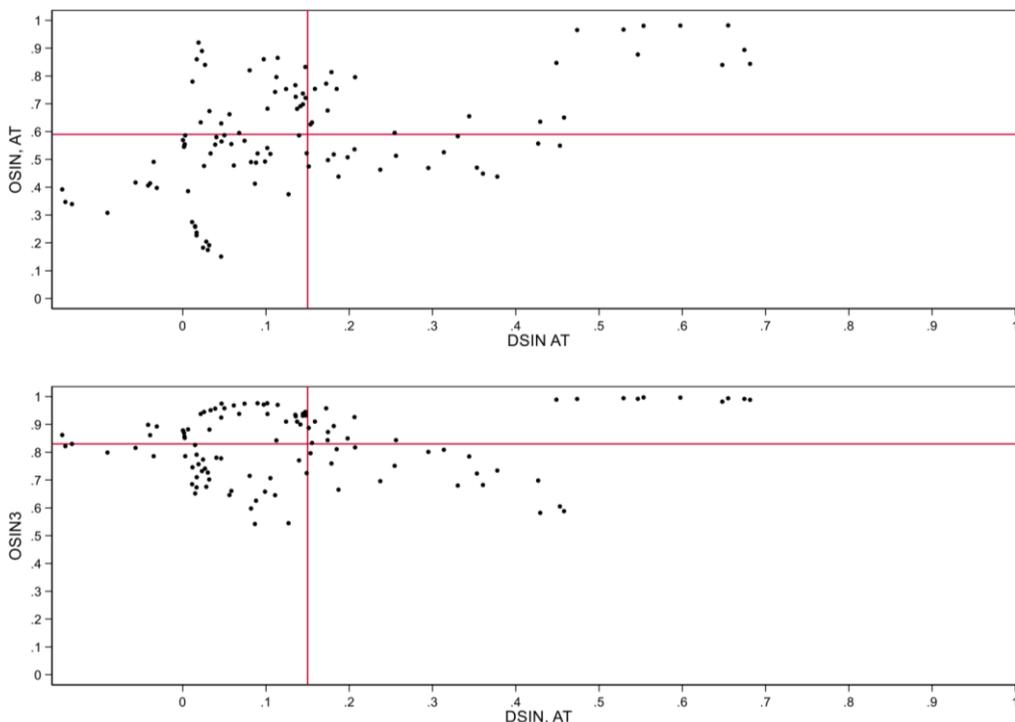
图 10 原罪和存款美元化



注：该图的前三个子图显示了存款美元化（定义为外币银行存款占银行存款总额的比例）与三个原罪指数（用 BIS 债券数据计算的 OSIN3，用 AT 数据计算的国际原罪，以及用 AT 数据计算的国内原罪）之间的关系。纵线和横线显示的是美元化和原罪的平均数值。每个点代表一个国家年份，但只有阿根廷、哥伦比亚、秘鲁、南非和乌拉圭被标明。右下角的子图显示了哥伦比亚（黑色实线）、秘鲁（黑色虚线）、乌拉圭（灰色实线）以及阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和乌拉圭（灰色虚线）的（未加权）平均值的存款美元化演变。

右下方的子图显示了哥伦比亚、秘鲁和乌拉圭存款美元化的演变。秘鲁和乌拉圭是仅有的两个国内美元化高于平均值而国际原罪值低于平均值的国家，这是使用国际清算银行以及 Arslanalp & Tsuda 数据计算的（图 10 的顶部子图）。秘鲁的存款美元化和国内原罪水平也很高（使用 Arslanalp & Tsuda 数据计算），而乌拉圭的美元化水平很高，但国内原罪水平低于平均水平（图 10 左下子图；另见比较国内和国际原罪的图 11）。

图 11 国内和国际原罪



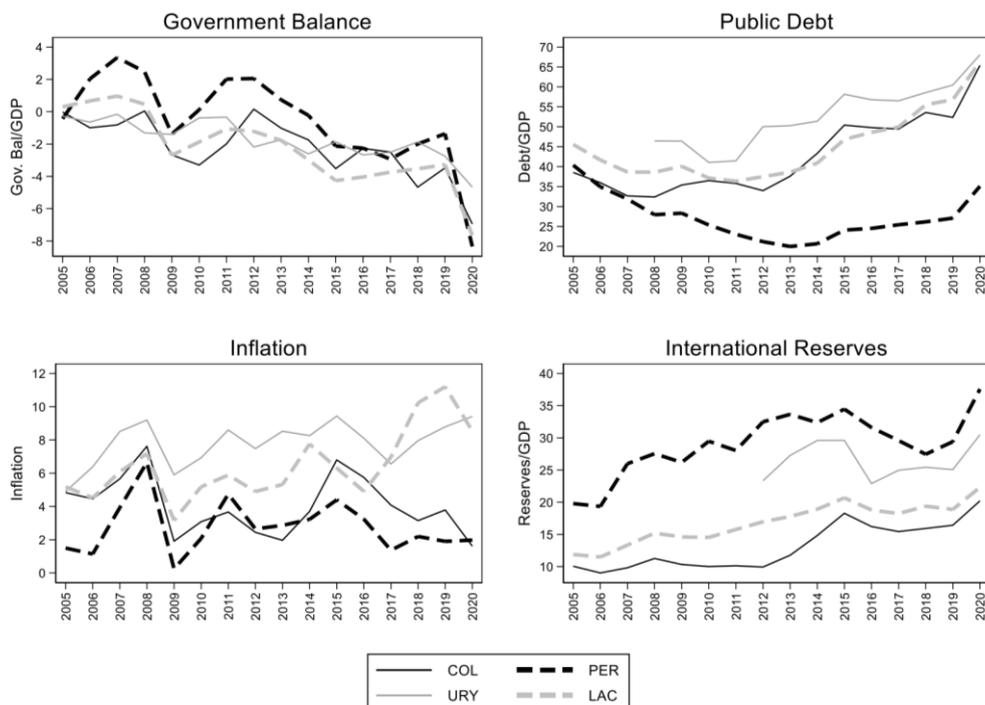
注：该图的两个板块显示了国内原罪（用 AT 数据计算的原罪）与用 AT 数据（上子图）和 BIS 债券数据（下子图）计算的国际原罪之间的关系。纵线和横线显示的是国内和国际原罪的平均数值，每个点代表一个国家年份，但只有阿根廷、哥伦比亚、秘鲁和乌拉圭被标出。

增加本国货币在乌拉圭政府债务中的份额是该国 2002 年债务危机后实施的明确战略的一部分。旨在降低货币错配引起的金融脆弱性的关键行动包括：建立给予比索存款特权的存款保险计划、降低比索存款的准备金要求、采取公共债务管理政策，重点是通过创建指数债务工具来增加比索债务的权重和开发比索收益率曲线（Licandro & Licandro, 2010）。随后采取的举措包括公共债务管理办公室和中央银行协调努力深化比索市场，并通过欧洲清算银行加强非居民的准入（Labat & Licandro, 2021）。

这些政策在增加公共和私营部门的美元债务份额方面取得了成功，但在提高货币可信度（见图 12 左下图）、减少存款美元化（图 10 右下图）和创造长期固定利率比索债务市场方面却不太成功。虽然乌拉圭政府发行的本币债务比例接近 50%，但只有不到 10% 的乌拉圭债务是以本币和固定利率发行的（图 13）。换句话说，这些政策结束了用外币借款换取指数化（就政府债券而言）和短期（就公司而言）本币债务的交易。这表明，要有效解决原罪问题，不仅

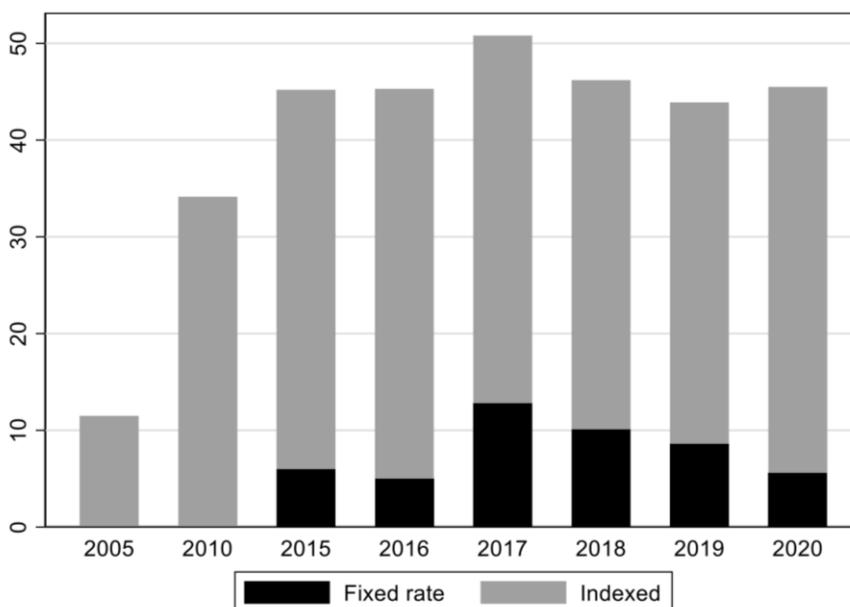
需要采取措施促进本地市场发展，还需要维持健全、稳定和有信誉的宏观经济政策，两者结合起来并不是一项简单的任务。

图 12 部分拉美经济体的基本情况



注：四个子图显示了哥伦比亚（黑色实线）、秘鲁（黑色虚线）、乌拉圭（灰色实线）以及阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和乌拉圭的（非加权）平均值的政府预算余额/GDP 的变化（左上子图）、公共债务/GDP 的变化（右上子图）、通货膨胀（左下子图）、国际储备/GDP 的变化（右下子图）。

图 13 乌拉圭本币债务的构成



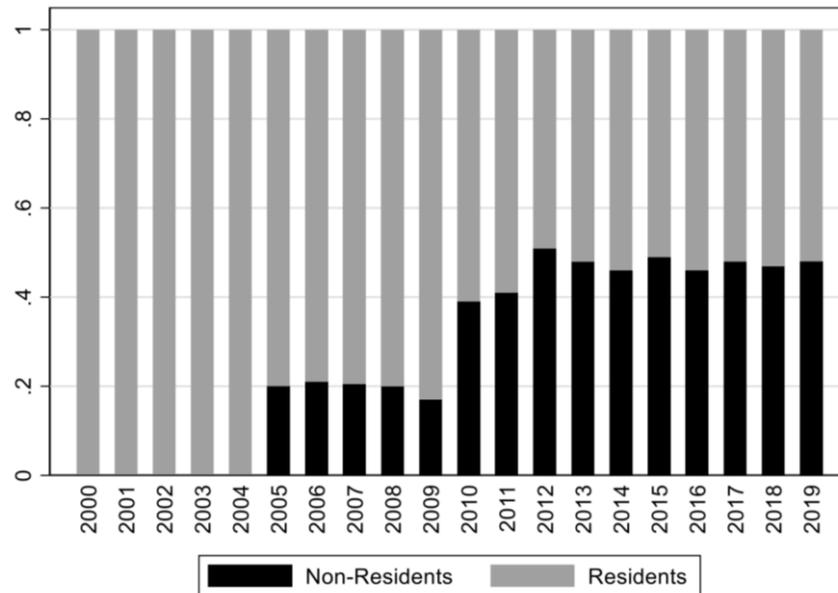
注：该图显示了已发行的本币政府债务的份额，分解为通货膨胀指数化和价格指数化债务（灰色条形图）以及固定利率债务（黑色条形图）。

秘鲁于 2003 年开始发行本币固定利率债券（Buoni del Tesoro Poliannuali，BTP）。与乌拉圭不同，秘鲁通过实施政策，使其能够从发达经济体的低利率和充足的全球流动性中受益，并积累了大量外汇储备，从而成功地培育了对其名义的、长期的本币债券的国际需求（Rossini et al., 2020）。这一方针的一个关键支柱是健全的宏观经济政策，这带来了财政盈余、公共债务的快速减少（部分原因是与高商品价格相关的高 GDP 增长）、低通胀和大量的国际储备（图 12）。宏观经济政策更加稳定是秘鲁区别于乌拉圭的一个因素。与这种稳定相关的是促进外汇储备积累的盈余，储备的存在有助于使外国投资者确信汇率的稳定，这是他们愿意持有本币债券的前提条件。但这种储备积累是有代价的，因为美元和其他外汇储备的利率低于政府债券的利率。还要注意的，秘鲁在“节制”（限制新借款，从而使债务与 GDP 之比大幅下降）方面所做的工作，与其在弥补原罪方面所做的工作一样多。换言之，目前尚不清楚，如果它进一步进行外部借款，它是否能够成功地以当地货币向外国投资者发行更多的政府债券。

秘鲁方针的第二个支柱包括实施旨在使经济去美元化和建立本币债券固定收益市场的政策。2013 年，中央银行启动了一项信贷去美元化计划，对外币存款实施比本币存款更高的准备金要求，并在银行美元贷款超过中央银行设定的阈值时进一步增加准备金要求（Castillo et al., 2016; Contreras et al., 2019; Armas Rivas et al., 2021）。另一个工具是建立回购机制，允许银行使用其外汇储备获得以本币计价的长期中央银行资金，然后通过新贷款或转换旧美元贷款来使银行贷款去美元化（Castillo et al., 2016）。

就证券而言，2003 年财政部开始实施的做市商计划促进了本币债券市场的发展。该计划的目标是建立一个以本币计价的公共债务市场，从而促进国内资本市场的发展（Rossini et al., 2020）。该计划的重点是发行本币主权债券（上述 BTP），并促进 BTP 的二级市场交易活跃。该计划实施后，以本币计价的债券在公共债务总额中的份额从 2003 年的不到 5% 增加到 2020 年的 65% 以上。同期，名义债券的平均期限从 1.4 年增加到 13 年以上，2010 年开始发行 30 年期债券，2014 年开始发行 40 年期债券（Rossini et al., 2020）。现在这些债券中有近 50% 由外国投资者持有（图 14）。

图 14 非居民投资者在秘鲁 BTP 市场的参与情况

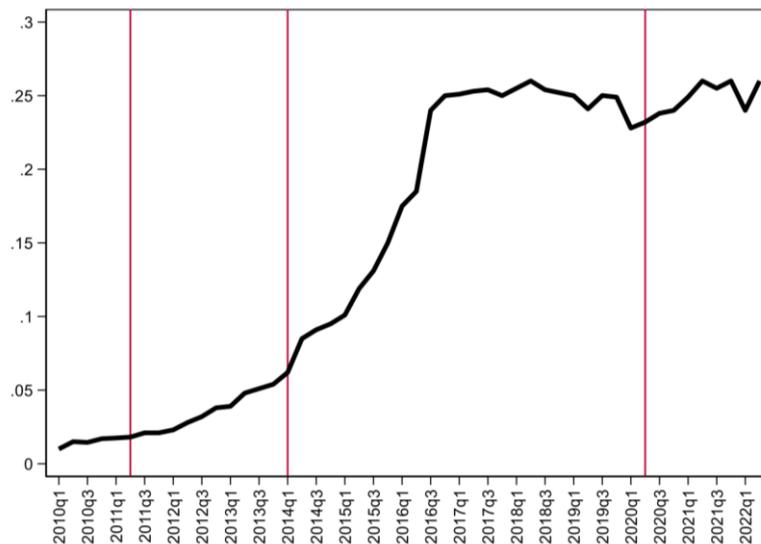


注：该图显示了非居民投资者在秘鲁 BTP 市场所占的份额（黑色）。

虽然做市商计划在培育活跃的本币债券市场和吸引外国投资者方面取得了成功，但该计划并未明显加强国际风险分担。外国投资者的参与在很大程度上受到全球资本流动和商品价格的影响（正如 Carstens & Shin（2019）的原罪回归假说以及 Hofmann et al.（2022）所指出的）。此外，非居民投资者倾向于通过远期合约对冲其本币敞口，而国内养老基金则作为对冲的另一方。事实上，非居民投资者创造的美元流动与国内养老基金之间似乎存在很强的负相关性（Rossini et al., 2020）。因此，秘鲁实际上继续承担与以前相同的货币风险。

与秘鲁和乌拉圭不同，哥伦比亚从未出现过高水平的存款美元化。然而，直到 2014 年，名义比索计价债券市场的外国参与度仍然很低（低于 5%）。然后在 2014 年开始增加，在 2016 年达到峰值 25%（图 15）。尽管如此，哥伦比亚的绝大多数外国政府债务仍然是外币计价或短期债务（如图 10 所示，原罪仍然很严重）。

图 15 非居民投资者持有的哥伦比亚比索债券



注：该图描绘了非居民持有的以比索计价的名义债券的占比。第一条垂直线标志着哥伦比亚的评级升至投资级，第二条垂直线显示哥伦比亚在 GB-EM-全球多元化指数中的权重增加，第三条垂直线显示标普将哥伦比亚的债务评级降至次投资级。

外国投资者对哥伦比亚本币债券市场的参与增加，部分原因是良好的基本面（尽管有些令人惊讶的是，哥伦比亚升级到投资级和随后降级到垃圾级似乎并没有对外国投资者的参与产生很大影响），部分是由外国投资组合收益税的减少和简化推动的（Vargas et al., 2019）。然而，Romero et al.（2021）表明，非居民参与哥伦比亚债券市场增加的关键驱动因素是摩根大通于 2014 年 3 月宣布，哥伦比亚在新兴市场本币债券指数（GB-EM-Global Diversified）中的权重将从 3.9% 增加到 8%。在 2014 年前后，跟踪该指数的基金金额约为 2200 亿美元。根据 Romero et al.（2021）的说法，权重的增加预计会导致约 90 亿美元的资金流入（大约是 2200 亿的 4%），这与实际的资金流入相近。根据这一观察，共同基金（包括跟踪基金）是哥伦比亚政府本币债券中最重要的一类外国投资者（Murcia, 2022）。

虽然哥伦比亚在该指数中的权重增加导致大量资金流入，但该权重的连续减少似乎并没有产生重大的负面影响。权重的减少和 2021 年评级下调并未导致外国投资者参与度的突然下降，这表明外国投资者在本币市场的参与存在一定的粘性。

与其他国家一样，外国投资者对本币债券市场的参与增加，需要中央投资更多的国际储备（Vargas, Cardozo & Villamizar, 2019）。这种昂贵的投资是必要的，以确保当局有足够的美元流动性来干预市场，并在外国投资者逃离的

情况下避免过度的破坏性汇率波动。此外，需要有足够的国际储备作为缓冲，以保证汇率的充分稳定，首先要让外国投资者能够进入市场。

拉丁美洲以外的一个有趣的例子是南非。南非拥有非洲大陆最大的金融部门和国内债券市场。它是撒哈拉以南非洲地区少数几个在本地债券市场拥有大量外国投资者的国家之一（Esser et al., 2016）。

外国投资者对境外兰特计价债券市场的参与可追溯到 1997 年，当时南非政府开始在欧元兰特市场发行债券。然而，离岸市场上以兰特计价的债券的最大发行人不是南非国民。相反，对南非政府发行的兰特债券感兴趣的外国投资者倾向于在国内市场购买这些债券。

国际清算银行的国际债券发行数据显示，OSIN 3 指数的取值大大低于 OSIN 1。我们的数据表明，南非国民在国际上发行的兰特计价债券往往少于其他国家国民（包括国际组织）发行的兰特计价债券。这些债券大多由国际组织或设在发达经济体（特别是德国和荷兰，见表 9）的国内金融机构发行。

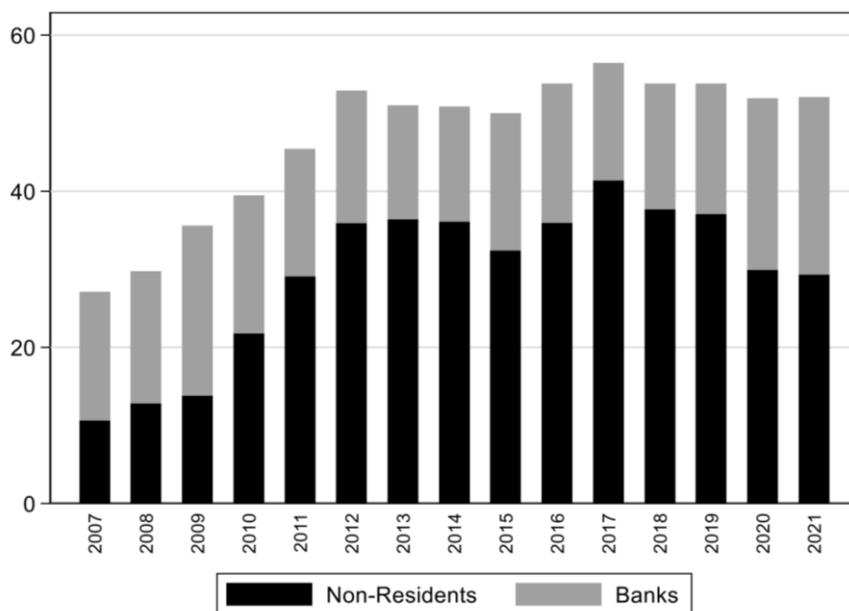
表 9 非南非国民在国际兰特债券发行中的占比

	Corporates	Fin. Inst.	Int.Org	Pub. Sect.	Total
<b>Period 1995-2010</b>					
Australia	0.00%	0.06%	N/A	0.00%	0.06%
Finland	0.00%	0.79%	N/A	0.10%	0.89%
France	0.00%	0.37%	N/A	0.00%	0.37%
Germany	0.97%	11.84%	N/A	0.64%	13.45%
Int. org.	N/A	N/A	63.15%	N/A	63.15%
Italy	0.00%	1.28%	N/A	0.00%	1.28%
Japan	0.00%	1.97%	N/A	0.00%	1.97%
Netherlands	0.00%	8.37%	N/A	0.00%	8.37%
Norway	0.00%	1.44%	N/A	0.03%	1.48%
Saudi Arabia	0.00%	0.11%	N/A	0.98%	1.09%
Sweden	0.00%	2.88%	N/A	0.14%	3.02%
Switzerland	0.00%	0.23%	N/A	0.00%	0.23%
UK	0.00%	1.52%	N/A	0.00%	1.52%
USA	0.19%	1.37%	N/A	0.00%	1.56%
Oth. Countries	0.00%	0.76%	N/A	0.80%	1.56%
<b>Total</b>	<b>1.17%</b>	<b>33.00%</b>	<b>63.15%</b>	<b>2.68%</b>	<b>100.00%</b>
<b>Period 2011-2021</b>					
Australia	0.00%	1.03%	N/A		1.03%
Finland	0.00%	1.21%	N/A	0.69%	1.89%
France	0.00%	3.14%	N/A	0.04%	3.18%
Germany	0.07%	6.84%	N/A	0.84%	7.75%
Int. org.	N/A	N/A	53.78%	N/A	N/A
Italy	0.00%	0.00%	N/A	0.00%	0.00%
Japan	0.00%	2.09%	N/A	0.00%	2.09%
Netherlands	0.00%	10.36%	N/A	0.11%	10.47%
Norway	0.00%	0.73%	N/A	0.67%	1.39%
Saudi Arabia	0.00%	0.47%	N/A	0.92%	1.39%
Sweden	0.00%	2.09%	N/A	0.81%	2.90%
Switzerland	0.00%	3.53%	N/A	0.00%	3.53%
UK	0.00%	4.80%	N/A	0.00%	4.81%
USA	0.00%	3.31%	N/A	0.00%	3.31%
Oth. Countries	0.00%	2.08%	N/A	0.39%	2.48%
<b>Total</b>	<b>0.07%</b>	<b>41.68%</b>	<b>53.78%</b>	<b>4.47%</b>	<b>100.00%</b>

注：公共部门包括国有企业和金融机构。

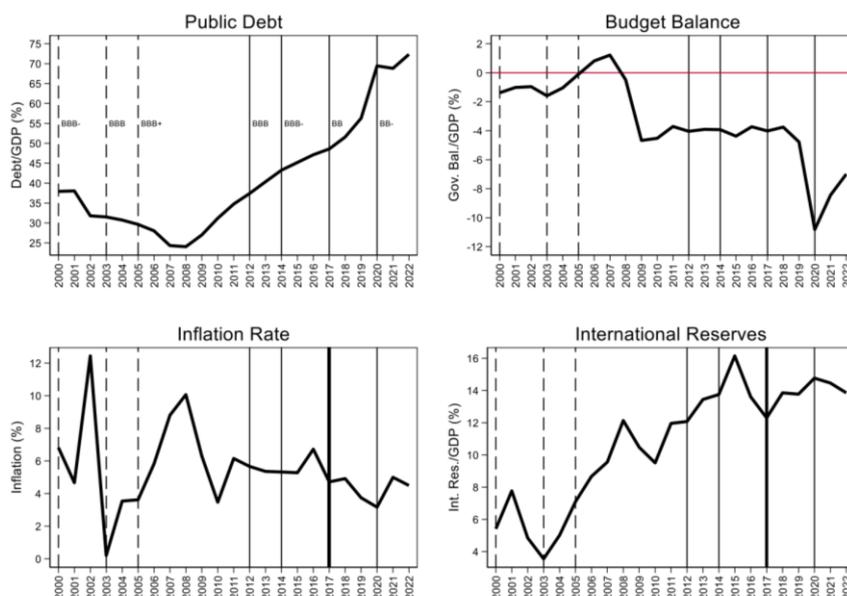
如前所述，非居民在固定利率政府债券的在岸市场中发挥着重要作用（图 16）。外国投资者在该市场的份额从 2007 年的约 10% 增加到 2017 年的峰值 41%。在基本面恶化和一系列评级下调的情况下，非居民的参与增加是由有利的全球金融条件推动的（图 17）。外国投资者参与离岸市场使得南非的外币政府债券占比从 2008 年的约 16% 降至 2018 年的 7%（外币债券的占比目前略高于 10%），并延长了国内政府固定利率债务的平均期限。

图 16 南非国内政府债券的持有者



注：该图显示了非居民（黑色）和南非银行（灰色）持有的以本币计价的地方政府债券的比例。市场上的其他大型参与者（没有在图中报告）是养老基金，他们持有 20% 到 30% 的未偿还国内债券，保险公司和其他金融机构持有 20% 到 25% 的国内政府债券。

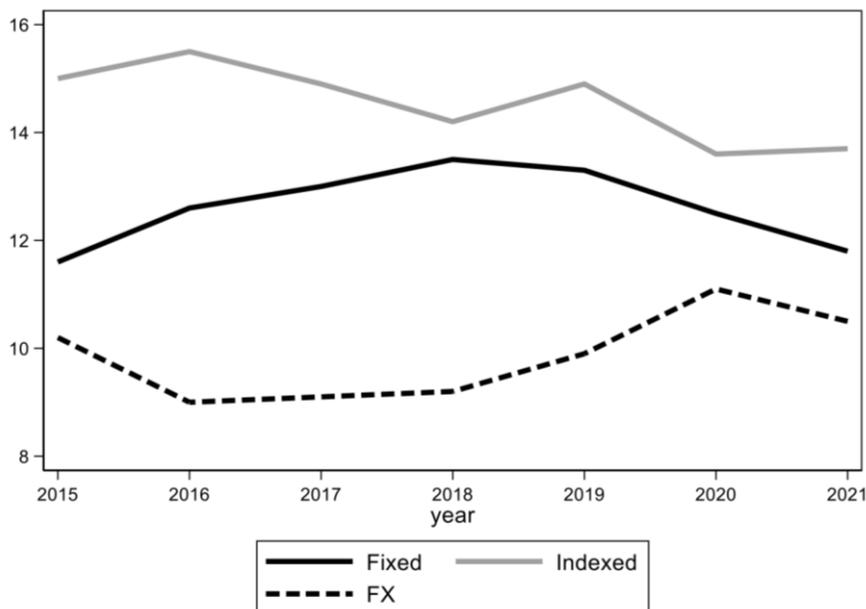
图 17 南非的基本情况



注：四个子图绘制了债务与 GDP 之比、政府收支与 GDP 之比、通货膨胀和国际储备与 GDP 之比的演变。虚线竖线表示评级升级（2000 年升至 BBB-，2003 年升至 BBB，2005 年升至 BBB+），实线竖线表示评级下调（2012 年降至 BBB，2014 年降至 BBB-，2017 年降至 BB+，然后降至 BB，2020 年降至 BB-），加粗的竖线表示南非获得两次评级下调并失去投资级地位的年份。

南非在 2017 年失去投资级地位后，外国对地方政府债券市场的参与度下降。2017 年评级下调后，本币固定利率政府债券的平均期限也有所下降（图 18）。尽管近期出现了这些趋势，外国投资者仍然是当地货币固定利率债券的最大持有者，这些债券的平均期限仍远高于 10 年（2008 年约为 8 年）。

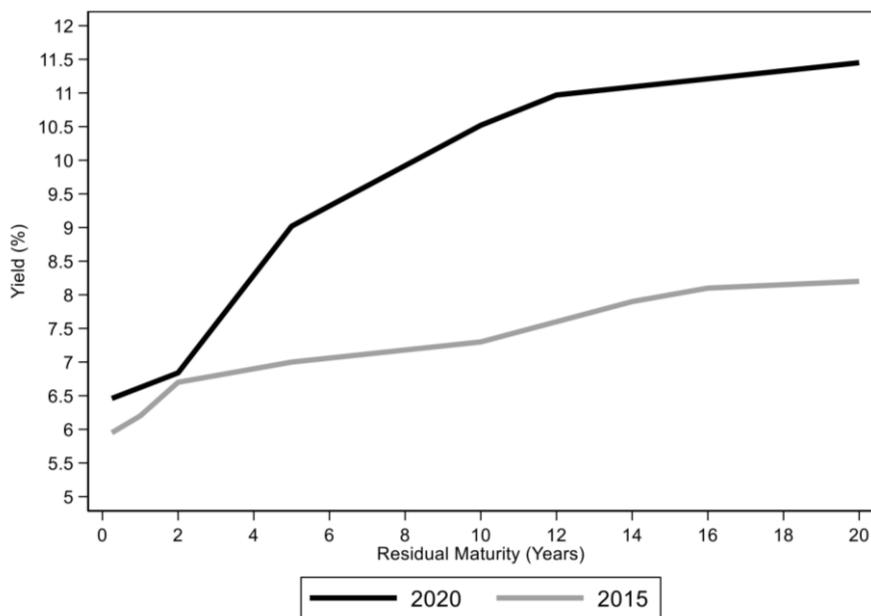
图 18 南非政府债券的平均期限



注：黑色实线绘制以本国货币计价的固定利率南非政府债券和短期债券的平均到期日，灰色实线绘制以本国货币计价的通货膨胀指数化南非政府债券的平均到期日，灰色虚线绘制以外币计价的南非政府债券的平均到期日。

尽管对兰特借款的依赖使南非政府能够限制与货币错配相关的风险，但它也带来了较高的事前利率。长期本币债券的情况尤其如此，因为基本面恶化与本币收益率曲线的陡峭化有关（如图 17 所示）。3 年期和 10 年期债券之间的收益率差异从 2015 年的约 100 个基点上升到 2020 年的 500 个基点以上（如图 19 所示）。长期利率的上升，加上外币债券利差的增加，产生了严重的财政后果，因为它使利息支付从 2008 年占政府收入的 7% 增加到 2019 年占政府收入的 12%（Hausmann et al., 2022）。

图 19 南非固定利率本币政府债券收益率曲线



注：该图绘制了 2015 年（灰线）和 2022 年（黑线）南非本币政府债券的收益率曲线。

我们可以从南非的经验中得到两个教训。第一个教训与本币债券离岸市场的作用有关。目前，很少有新兴市场国家（特别是非洲大陆）的实际或潜在市场规模能与南非相比。因此，许多国际投资者不太可能为进入这些市场支付必要的固定成本。另一种选择是走间接路线：由本国国民和高评级的非本国国民发行本币债券的做法，可以激发出投资者对以这些新兴市场货币计价的债券的初始偏好，从而直接吸引他们进入在岸市场。

第二个教训与权衡有关。虽然南非成功地吸引了外国投资者进入其国内市场，但当基本面恶化时，大量的国内货币借贷依然面临高利率和财政成本巨大的问题。

#### 低收入经济体和政策措施

虽然中等收入经济体取得了一些进展，但低收入经济体获得以当地货币计价的外部资金的机会仍然非常有限。几乎所有的本币资金都来自本地，这对私营部门获得信贷产生了负面影响。对于需要外部资金来弥补资金缺口的国家来说，本地资金是无用的。

除此之外，世界银行、国际开发协会和其他多边开发银行的几乎所有官方贷款都以外币计价。国际金融机构（International Financial Institutions, IFIs）以美元贷款是有充分理由的。审慎的做法不允许他们承担货币风险，因此本国货币计价的贷款必须有本国货币计价的借款支持。理论上，国际金融机构应该能够以比其客户更低的利率借款，因为后者存在更高的信用风险，但在现实中却

很少出现这种情况。多边开发银行似乎在外币借贷方面具有比较优势，在这方面唯一重要的是信用风险。

虽然多边金融机构在发行以其借款国货币计价的债券方面似乎没有优势，但它们在开发新的指数工具方面可能具有优势。Eichengreen et al. (2007) 以及 Eichengreen & Hausmann (2005) 建议，世界银行和其他多边开发银行可以发行以实际（即与通货膨胀率挂钩）新兴市场货币指数计价的债券，并利用所得资金向其客户提供与通货膨胀率挂钩的本地货币贷款。这种政策有两个优点：（一）它将允许多边机构以当地货币借贷（尽管与价格挂钩），而无需承担货币风险；（二）它可以创造一个可供其他类型的发行人利用的市场。尽管 Eichengreen & Hausmann (2005) 指出，本币指数债券具有理想的风险-回报特征，并且该提议已在几个高级别论坛上进行过讨论，但多边金融机构尚未在这方面采取实际行动。

Hausmann & Rigobon (2003) 针对国际开发协会 (International Development Association, IDA) 贷款（以及更广泛的优惠贷款）提出了类似的建议。这些作者首先认识到，虽然世界银行下属的国际复兴开发银行以美元贷款，因为它以美元发行其大部分债务，但 IDA 的资金主要来自财政转移和世界银行集团的留存收益，因此可以以任何货币贷款。他们建议 IDA 应该用与通货膨胀率挂钩的国内货币贷款，并指出这不会对预算产生很大的影响。他们认为，这种投资组合实际上可以比以美元计价的投资组合产生更高的回报。Bachiochi & Missale (2015) 使用 VaR 模型进行了定量分析，并证实本地货币贷款将有利于 IDA。考虑到所有这些政策建议，多边机构没有尝试可能的方法来减少与其贷款相关的货币风险有些让人费解。

Kapoor et al. (2021) 建议，可以通过建立多边国际货币基金来减轻发展中国家借款人面临的货币风险。根据他们的设想，多边国际货币基金是一个具有优先债权人地位的多边机构，其使命是通过在尚不存在私人市场的地方提供货币和期限的双向市场，支持创建货币风险市场。他们认为，多边国际货币基金将起到催化剂的作用，吸引更多的私营部门，从而带来额外的对冲能力和多样性，并最终促进国内货币债券市场的发展。根据 TCX 基金 (The Currency Exchange Fund) 的经验，Kapoor et al. (2022) 估计，他们设想的基金可以轻松抵消高达 75% 的风险敞口，并且可以通过多样化来管理剩余风险。

Perry (2009) 更进了一步，建议多边开发银行承担货币风险。他认为这样做不会对像世界银行这样的机构产生负面的影响，因为这些机构可以在各国之间分担货币风险。

具体就区域开发银行而言，一个替代办法是将货币风险转移给能够实现全球多样化的基金。例如，TCX 基金对冲可以让区域开发银行实现全球多样化的好处，也可以让像国际开发协会这样的机构在有限的国家中尝试当地货币贷款。Perry（2009）描述了与 TCX 基金可能的互换如下：

TCX 基金将接受主要由其客户（前三年仅由其股东）发起的硬通货交易的外汇风险敞口，通过为受益人提供相同期限的掉期和远期交易，将其转换为国内货币。原始客户将保留信用风险，因此 TCX 将只保留货币风险，尽管它计划通过现有的衍生品市场分散一些风险，但它希望通过基金的全球化来在最大程度上实现风险的分散化。TCX 估计，与单一货币风险相比，以发展中国家本国货币为基准的全球基金平均可以降低 75% 的风险。区域开发银行和其他投资者将保证以其在 TCX 的股权投资的三到四倍的资金参与投资（一些投资者将通过深度次级债务工具参与）尽管初始规模不大，但 TCX 有可能对当地货币市场较小且基本上是短期债务的中小型国家产生重大影响。（Perry, 2009, 45-46）

正如 Perry 所预测的那样，TCX 确实发展迅速。自成立以来，TCX 已为 3500 多个私营部门外部贷款业务提供了货币对冲工具。在 2020 年，TCX 的目标是总金额约 30 亿美元的外汇掉期。它筹集了额外的资本，以在 2022 年将其掉期投资组合总额增加到 70 亿美元以上，从而成为低收入国家货币的做市商。

建立这种市场的一个障碍是，低收入国家的债务管理能力有限。它们的债务管理人可能没有充分认识到含有保险成分的本币工具的成本和收益（Paesani & piga, 2010）。他们可能害怕被狡猾的投资银行家骗去发行复杂而昂贵的工具。一个对策是加强地方债务管理能力，使债务管理者能够更好地理解和评估不同借款选择的成本/风险权衡。无论如何，在与不以盈利为动机的多边金融机构打交道时，能力有限不应成为障碍，这些机构可能（就开发协会而言）以补贴利率提供一种（或有限的菜单）具有透明规则的本国货币工具。

即使在没有扭曲的情况下，公平的货币溢价通常也会包含未来大幅贬值的可能性。这类似于购买保险，就其本质而言，意味着在经济繁荣时期必须支付保费。一个有远见的、仁慈的决策者会看到，在适当定价的情况下，溢价正好补偿了货币风险，并且为了风险规避会选择更安全的本币债务，而只关心当前的短视决策者则会忽视他们不再执政时可能发生的负面事件。如果像往常一样，汇率调整的可能性随着时间的推移而增加，短视的政策制定者会发现相对于短期风险而言本币债务溢价很高，并因此选择外币债务。这种选择将获得较低的利率，但会让未来的政府面临汇率风险。同样，多边金融机构可以通过向决策者和公众明确解释本币债务带来的保险福利，从而减轻可能的政策失败。因此，在成员国之间宣传债务管理最佳做法将是发展本币工具的必要条件。

---

本文原题为“Yet it Endures The Persistence of Original Sin”。作者 Barry Eichengreen, Ricardo Hausmann, Ugo Panizza。Barry Eichengreen 是加州大学伯克利分校的经济学和政治学特聘教授，也是国家经济研究局的副研究员和经济政策研究中心的研究员。Ricardo Hausmann 是哈佛大学增长实验室的创始人和主任，也是哈佛大学肯尼迪学院的国际政治经济学实践型教授。Ugo Panizza 是日内瓦国际关系及发展高等学院的经济学教授，也是国际货币和银行研究中心（International Centre for Monetary and Banking Studies, ICMB）的主任以及欧洲经济政策研究中心（Centre for Economic Policy Research, CEPR）的副主席。本文是 2022 年 11 月发表于哈佛大学国际发展中心的研究文章。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 来自硅谷银行和瑞士信贷的金融监管启示

Jon Danielsson, Charles Goodhart//文 郭子怡/编译

导读：硅谷银行（Silicon Valley Bank）和瑞士信贷（Credit Suisse）的破产暴露了我们在监管金融体系方面的失败。本文认为，目前在金融体系中暴露的问题之所以出现，是因为金融当局一直在试图达成不可行的目标：在控制通胀和保持金融稳定的同时保持增长。当下最好的办法是专注于减震和控制道德风险，而不是缓冲和风险衡量方法。编译如下：

硅谷银行（SVB）和瑞士信贷（Credit Suisse）本不应走向倒闭。用时任英格兰银行行长兼金融稳定委员会主席马克·卡尼（Mark Carney）的话说，“在过去十年中，G20 金融改革修复了导致全球金融危机的潜在危机”（Carney 2017）。

2000 年后的 G20 金融改革建立在现代监管理念的基础之上。其理念是，所有重要的风险都得到了识别和衡量，这些信息可供银行和金融当局用来确定适当的风险水平。银行和监管机构可以很容易地作出风险策略调整。如果我们追求更高的增长，就应降低对银行的资本要求，就像我们在 2020 年 3 月所做的那样；如果风险太高，就向银行要求更高的流动资本水平，就像我们在 2008 年之前所做的那样。风险在其中起着关键作用，因为资本数量与银行风险直接相关。

瑞士信贷和硅谷银行的案例对现代监管理念提出了挑战。虽然有许多因素在共同作用，但在这里我们想重点关注金融政策的三重困境。第一，经济应该增长，或者至少必须避免衰退。第二，通胀需要接近 2% 的目标。第三，金融稳定性要高。

金融监管——包括巴塞尔协议 III 在内的微观监管和宏观审慎监管——在实现这些目标方面发挥着关键作用。问题是它们不能同时实现。因此，当局需要选择当下更偏好的，因此出现了三难选择。

这一冲突在 2008 年全球危机后的十年中并不明显，因为在该阶段这三个目标是同步的。金融政策通过量化宽松和低利率促进了经济增长，使通胀接近目标水平，且呈现出较高的金融稳定性。但那只是幻觉。

旨在帮助经济增长的宽松货币政策使得金融体系依赖于低利率。银行调整业务以适应低利率环境并不被视为一个问题，因为只有在利率上升的情况下，它们才会面临困难。因此，要使货币政策合理，一个必要条件是通胀永远不会上升。这是对永远持续的低通胀和低利率的押注，类似于卖出一份深度价外且期限长达数十年的看跌期权以应对通货膨胀。

货币政策保持宽松的时间越长，系统性风险就越大，同时对货币创造和低利率的依赖也越来越大。虽然这些问题并不完全是隐藏的，但私营部门很难发

现它们，因为会计信息没有披露细节。然而，当局掌握了所有数据，可以查明问题所在。

宽松货币政策的最终后果是破坏了第三个目标，即金融稳定。这本不应该成为一个问题，因为当局所要做的就是通过筹集资金来控制风险。问题在于，在经济表现不佳时增加资本，就像现在这样，会导致衰退。高度的金融稳定与经济增长目标是相互冲突的。

金融监管的现代哲学将金融当局置于一个没有万全之策的困难境地。如果我们想让经济增长达到第一个目标，我们就必须忽略其他两个目标。首先，通过将融资成本保持在低位，限制利率上升，并抬高通胀。其次，将贷款成本保持在可轻松承受的水平，这意味着银行流动资本必须保持在低水平，银行杠杆必须保持

在高水平，这会加剧系统性风险。如果想达到第二个目标，即与通胀作斗争，我们最终会陷入衰退，因为贷款变得过于昂贵。金融稳定性也因为银行的资本状况受到侵蚀，从而阻碍增长，甚至导致衰退。如果想要实现第三个目标，通过提高银行资本水平来支撑金融稳定，那么贷款将变得过于昂贵，导致增长受到限制、经济陷入衰退。

所有这一切都是可以预见和避免的，这主要是因为同一机构的住房法规和货币政策应促进这两个政策领域的合作，帮助金融政策的设计者找出政策框架中的弱点。虽然当局忽视这三个政策目标可能相互冲突的原因有很多，其中当然也有重要的政治原因，但现代监管理念的失败是一个主要原因。

金融当局面临两个关键问题。首先，金融体系实际上是非常复杂的，即使当局成功地识别了大量风险和风险所在的领域，风险仍然可能在其他领域出现。金融当局没有办法有效地识别和管理所有风险。这样做将使金融监管变得非常繁重，以至于银行将无法再充当储户和投资者之间的中介机构。

第二个问题是，一般来说，金融风险无法被正确衡量。几年前，我们提出了风险计量器（Danielsson, 2009）的概念，这是一种神奇的装置，一旦它深入华尔街的内部，就能为我们提供准确的风险测量。问题是风险指标并不存在，因为不可能直接衡量大多数金融风险。我们只能通过它给世界留下的影响来推断，比如价格波动。为了将这些波动转化为风险，我们需要一个模型。既然有无限多的候选模型，那么同样的风险就有无限多的替代衡量指标，其中许多指标在事前都是同样合理的。

这两个问题意味着现代金融监管理念并不健全。它基于这样一种理念，即金融当局和银行在风险识别和衡量所承担的风险量之间保持良性反馈。就像风险经理办公室的温度计一样，让他们将温度稳定在 21℃。这种良性反馈循环存

在的必要条件是，金融体系不是无限复杂的，当局能够识别一切可能发生的风险，并且风险计量器不仅存在，而且要像温度计一样准确。

瑞士信贷和硅谷银行的案例清楚地表明，这两个条件都没有得到满足。这就是为什么 2008 年后的监管政策是失败的。这就引出了我们应该对此做些什么的问题。

最明显和最有可能的选择将是简单地加强现有的监管框架、收紧约束和增加银行资本。虽然这也许能够立即平息市场危机，但也会使金融中介成本更高，减少对至关重要的中小企业部门的贷款，甚至导致衰退。这充其量只是一个非常短期的解决方案，从长期来看将增加系统性风险。

我们可以把金融交给市场，像对待经济中的其他公司一样对待银行。但这在政治上是不可行的，因为当下一次危机发生时，政府将在民众的压力下采取行动，它将不得不介入，正如历史上多次证明的那样。因此，当局最好为可能发生的情况做好准备，这意味着我们不能把银行留给市场。

我们也可以考虑改变监管框架，或许可以要求银行持有 100% 的活期存款准备金，并将到期的资产与负债相匹配。尽管这将防止出现瑞士信贷（Credit Suisse）和瑞士银行（SVB）类似的情况，但它也将使金融中介变得非常昂贵，因此会导致高度衰退。

我们还可以着眼于技术。新的系统可能会建立在中央银行数字货币（CBDC）的基础上，比目前设想得更加深远。我们都可以持有中央银行发行的法定货币代币。这将确保完美的流动性，银行类似于科技公司，监管着分散化的金融体系——即所谓的 Web5 和 Defi。这可能是一个不错的解决方案，但这是个长远大计，需要几十年才能实施，而一个尚未解决的关键问题是，我们不希望央行参与贷款决策。

我们提出两个备选方案。首先，不要像现行的监管理念那样从风险缓冲的角度来考虑监管金融体系的问题，相反，要从吸收冲击的角度来处理这个问题。当冲击发生时，如何最好地吸收它们？目前的监管使银行成为冲击放大器，因为它们通过标准化的风险衡量技术来协调预期，并通过强制缓冲来协调行动。这意味着，在实践中，当冲击到来时，系统内的机构以同样的方式对其作出反应，所有人同时买入或卖出，这是冲击放大背后的基本机制。

解决办法是使金融体系的机构更加多样化。然后，当冲击来临时，一些银行买进，而另一些银行卖出，总体上制造了随机噪音。实现这一目标很简单，因为

这只是一个调整法规的问题。鼓励不同的商业模式，而不是强调风险和缓冲。应该积极鼓励微观监管机构接纳具有不同商业模式的新进入者，甚至比现

在更多。这将迅速提高系统的减震能力，并带来额外的好处，即为银行客户提供更便宜、更好的定制服务，从而促进经济增长（更多详情见 Danielsson 2022）。

此外，银行是有限责任公司，其管理者在形势好的时候获得奖金，同时受到保护，不受不利因素影响，由此产生的道德风险很容易解决。我们不能回到维多利亚时代之前的做法，即所有人都承担无限责任，因为这意味着银行永远无法从外部获得股权资本。但我们没有理由不要求银行高级管理层承担多重责任，就首席执行官而言，还可能承担无限责任。如果高级管理层在银行倒闭时面临真正严重的损失，那么就不需要大量的限制性监管了。

我们现在在金融体系中看到的问题，包括硅谷银行和瑞士信贷的破产之所以出现，是因为金融当局一直在试图完成不可能的事情：在控制通胀和保持金融稳定的同时保持增长。

接下来的问题是，金融监管应该如何应对当前的市场动荡和不断上升的长期系统性风险。虽然有可行的解决方案，如减少道德风险、增加冲击吸收能力和采用新技术，但我们仍然可能会从中获得别的失败经验。金融当局将对当前的方法加倍下注，实施更严格的监管和更高的资本水平，这最终将损害经济并增加系统性风险。

---

本文原题为“[What Silicon Valley Bank and Credit Suisse Tell us about Financial Regulations](#)”。本文作者 Jon Danielsson 是伦敦政治经济学院系统性风险中心主任，Charles Goodhart 是伦敦政治经济学院金融市场组名誉教授。本文于 2023 年 3 月 25 日发表于 VoxEU 的金融监管与银行（Financial Regulations and Banking）专栏。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 人工智能：如何从劳动生产率的提高中获得最大收益

Georgios Petropoulos /文 申劭婧/编译

导读：随着时间的推移，人工智能应该会提高生产力。配合正确的政策，这种刺激可以发生得更快，且持续时间更长。编译如下：

过去十年中，尽管包括机器学习和人工智能（artificial intelligence，AI）在内的新型高效通用数字技术快速发展，但劳动生产率增长却逐渐放缓。这种放缓形成了一个悖论，即是否意味着寄希望于这些技术改变社会、改善人们生活的潜力是错误的？Petropoulos 和 Kapur（2022）为跨大西洋未来工作专家组（Transatlantic Expert Group on the Future of Work）撰写的一篇文章讨论了这一悖论背后的原因，并就如何最大限度地利用人工智能提高生产力和经济增长提出了政策建议。

首先，Brynjolfsson 等人（2021）指出，人工智能生产力悖论存在更深层次的原因。人工智能是一种渗透到许多经济领域的通用技术。具有这种广泛影响面的类似技术包括蒸汽机、电力和计算机。这些技术的一个共同特点是，每一种技术在引进后都需要数年时间才能在生产率统计数据中看到成效。例如，美国工厂引入电力后，生产力停滞了 20 多年。只有当经理们使用分布式机械（一种通过电力实现的技术）重新发明了生产线之后，生产率的攀升才姗姗来迟。每一种通用技术都需要开发出足够的补充性创新和完成了需求调整之后，才能对生产力产生影响。

就人工智能而言，这些补充性创新涉及无形资本。公司需要重新思考他们的商业模式，管理者需要学习数字时代的专业知识，工人需要重新培训与这些新技术的互动，同时也需要补充性的网络应用程序和软件的支持。没有这些补充性的创新，人工智能很难提高生产力。因此，随着时间的推移，人工智能对增长的影响将分为两个不同的阶段：一个是无形资本被创造和积累的初始阶段，然后才是生产力的繁荣。

人工智能带来的生产力繁荣是可以预期的，但这并不意味着在等待它发生的时候可以无所事事。我们需要仔细考虑哪些政策将有助于繁荣阶段更早到来，并持续更长时间。适当的政策框架应找出并解决实现人工智能带来经济和社会效益的瓶颈。

## 人工智能瓶颈

一个瓶颈与企业的财务约束有关。Acemoglu 等人（2022）指出，不采用人工智能最常见的原因是管理人员发现在其商业模式和生产功能中使用人工智能技术非常昂贵。

因此，政府应优先制定具体政策，以使得在不妨碍创新者激励的情况下，最大限度地发挥知识溢出效应。传统上，知识溢出一直是政府政策干预的中心目标。在强有力的知识产权制度保持高创新价值的背景下，旨在更广泛传播人工智能技术的政策可能有利于建立实现生产力繁荣阶段所需的无形资产。Becker（2015）和 Bloom 等人（2019）说明了人工智能投资的研发税收抵免如何能够很好地实现这一目标。

许多国家都为研究和开发提供激励措施，例如允许对纳税额进行额外扣除。然而，各国的措施在慷慨程度上有所不同。Bloom 等人（2019）总体估计后得出结论，从长远来看，研发的税收价格下降 10% 将导致研发量至少增加 10%。因此，人工智能税收抵免可以促进这些技术的传播，并有助于无形资产的大量积累，以达到能使经济走上生产力繁荣道路的临界数量。

第二个瓶颈是衡量人工智能影响的方法。具体而言，我们需要更适合的衡量人工智能对生产力贡献的新框架（Brynjolfsson & Petropoulos, 2022）。如果只考虑以正价提供的有形商品和服务，那么当前的衡量标准（如 GDP）是不够的。在数字经济中，许多无形的商品和服务都是免费提供给消费者的。这些商品和服务可以增加消费者的福利，创造就业机会和利润。此外，人工智能决策和预测的进步可能会为经济增长带来前所未有的新机遇。

同时，我们还需要关注人力资本供应的政策，特别是管理人员和人工智能人才的培训。管理者应该更加熟悉人工智能的实际影响，以便为工作内容的重组做出贡献，使其朝着人工智能机器人和劳动力互补的模式发展。这对于避免过度自动化的风险非常重要。正如埃隆·马斯克（Elon Musk）所说：“是的，特斯拉的过度自动化是一个错误。准确地说，是我的错。人类被低估了”。有一种风险是，管理者选择过度投资于自动化技术，而这些技术并不能提高多少生产率，同时忽视了以合理的方式结合劳动力和人工智能资本对生产率可以带来的提升。在投资人工智能的同时，管理者应该从根本上改变他们对公司应该如何调整工作环境的看法，这样员工就可以通过使用人工智能机器来提高效率。在工业生产和提供生产任务时，需要采取以人为中心的方法，以便充分利用技术的好处。

获得有能力的人工智能人才是其中重要的一部分。工人和人工智能系统之间的互补性要求工人接受良好有关如何与人工智能机器互动的培训，以最大限度地提高生产过程的效率。

然而，人工智能人才目前非常集中在少数几家超级明星公司。Wang 等人（2021）使用了 2010 年 1 月至 2020 年 6 月 Lightcast 的美国在线职位发布数据，发现顶级雇主对包括人工智能、机器学习、自然语言处理、云计算和大数据在内的前沿技术技能的需求占总需求的很大比例。在过去十年中，超过四分之一人工智能技能的职位空缺是由前十大雇佣相关人才的公司发布的。更“传统”的信息技术技能的相应集中百分比仅为 6.9%。广泛采用人工智能以最大化知识溢出，从而最大化社会效益要求较小的企业能够聘请人工智能专家，这将有助于他们对无形资产进行补充投资，以获得这些利益的公平份额。

### 市场力量失灵

除了教育和培训，中小企业技能短缺的另一个原因与大公司市场力量的增强有关（Philippon, 2019）。这导致只有一小部分公司从人工智能技术中获得了大部分人才和利益，从而巩固了他们在市场中的地位。

解决人工智能相关市场中的市场权力失灵问题需要把市场监管、竞争政策和劳动力市场政策结合起来（Parker 等，2022）。市场监管应制定基本的经营原则，使特定企业即使在其对手的生产成本、产品和服务质量没有更高效的前提下，也不会拥有不公平的竞争优势，即不能在损害竞争对手的情况下实现增长。竞争政策应确保这些监管原则得到执行，使反托拉斯当局能够及时干预并获得相关信息，以便对市场不当行为事件进行评估。劳动力市场政策应该具有灵活性，允许人工智能人才在不同公司之间流动，但政策也应该给予工人足够的社会保护。

与此同时，雇佣合同应该进行调整，以给工人提供终身学习的机会，因为在人工智能时代，技能会迅速贬值。为了跟上相关技术发展，不同的工作有不同的培训需求。在设计在职培训时，应考虑到职业特点以及这些特点如何随技术而动态演变。

Deming 和 Noray（2020）的研究结果是惊人的。他们研究了改变工作技能对美国大学毕业生职业收入的影响，发现所有领域的大学毕业生都经历了快速的收入增长。然而，计算机科学、工程和商科等学科的毕业生虽然在进入劳动力市场时的相对收入优势最大，但随着时间的推移迅速下降。技术密集型专业的工资增长放缓，与他们更快地退出特定职业相吻合。这意味着，为了延长技术密集型的职业生涯，对人力资本的投资不应止步于进入劳动力市场之时，而

需要继续投资于终身学习和培训，这一要求随着数字技术渗透到越来越多的部门和职业而越发明确。

人工智能作为一种通用技术，有望影响我们生活的方方面面。要从中获得显著的经济和社会效益，需要定义一个多层面的政策工具包。如果这能够促进以人为中心的方法，就将促进人工智能的广泛采用，增加创新、竞争力和社会福利。

---

本文原题名为“Artificial Intelligence: How to Get the Most From the Labour-Productivity Boost”。本文作者 Georgios Petropoulos 是 Bruegel 的访问学者。本文于 2023 年 3 月 9 日刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 人工智能对劳动力影响的高层视角

J. Scott Marcus /文 薛懿/编译

导读：一项跨大西洋的研究对工作场所的人工智能提出了正确的建议，但要将这些建议付诸实践还需要工作。编译如下：

美欧贸易与技术委员会（The EU-US Trade and Technology Council, TTC）是一个成立于2021年的论坛<sup>1</sup>，在经历了特朗普时代的创伤之后，一直寻求在技术和贸易政策方面实现欧盟-美国关系的积极重置。最初由十个不同的工作组组成，都未与劳工问题产生过交集。然而，最近，TTC开始解决劳工政策及其与数字化、自动化、人工智能和更广泛的技术发展之间的关系。目前TTC有两个主要进展：创建贸易和劳工对话<sup>2</sup>，其首次会议于2022年9月20日举行，以及关于人工智能对欧盟和美国劳动力未来的影响的联合研究（TTC, 2022）于2022年12月5日发布。

这份报告并没有深入探讨欧盟或美国在人工智能方面的公共政策，因为它与劳动力有关。它只是顺便提到了拟议的欧盟人工智能法案<sup>3</sup>，完全没有提到拟议的欧盟平台工人指令<sup>4</sup>的算法管理部分，并且也只是简要提到了美国创建人工智能“权利法案”的倡议<sup>5</sup>。尽管如此，这份报告还是很重要的，因为它代表了跨大西洋政府层面观点的可能趋同。它有助于在一系列具有挑战性的问题上建立建设性和合作性的基调。出于这些原因，有必要仔细研究该报告。

这份报告由欧盟委员会（European Commission）和美国经济顾问委员会（US Council of Economic Advisers）共同撰写，其公开目标是“综合美国和欧盟的观点以及两国的学术研究，重点关注与政策制定者相关的影响”。它提供了欧盟和美国对人工智能（AI）和机器学习（machine learning, ML）接受程度的大背景，并详细反映了人工智能和机器学习的潜在好处和潜在威胁。该报告的核心包括两个部门的案例研究，在这两个部门中，人工智能已经发挥了重要作用：（1）招聘和人力资源；（2）仓储及相关物流。在此，我们对报告进行了总结，并对其影响进行了反思。

<sup>1</sup> See [https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/stronger-europe-world/eu-us-trade-and-technology-council\\_en](https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/stronger-europe-world/eu-us-trade-and-technology-council_en).

<sup>2</sup> See [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_22\\_7441](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_22_7441).

<sup>3</sup> See <https://digital-strategy.ec.europa.eu/en/policies/european-approach-artificial-intelligence>.

<sup>4</sup> See [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_21\\_6605](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_21_6605).

<sup>5</sup> See <https://www.whitehouse.gov/ostp/ai-bill-of-rights/>.

### 美国和欧盟采用人工智能

在美国，很少有公司采用人工智能；然而，受到人工智能影响的工人比例比公司数量所显示的要大得多，因为采用人工智能的美国公司往往规模更大、更年轻（而且通常由更年轻、受教育程度更高、经验更丰富的所有者领导）。用途包括将 AI/ML 应用于业务流程、机器视觉（从图像中自动提取数据）和自然语言处理。信息、专业服务、管理和金融部门的采用率较高，但在零售贸易、运输和公用事业部门的采用率也高于平均水平。

欧盟的大公司应用人工智能的可能性也更高。人工智能最常用于自动化工作流程，作为机器学习和分析书面语言的基础。聊天机器人是一个不断成长的应用程序。人工智能在金融、教育、卫生和社会工作中的应用最多，而机器人技术主要用于制造业。

### 采用 AI/ML 的好处和风险

AI/ML 的好处和应用范围现在已经变得显而易见。举个例子，该报告指出，在招聘过程中，人工智能可以起草职位描述，将职位要求与申请人的技能相匹配，并过滤掉不合适的申请人。越来越有可能将 AI/ML 应用于曾经被认为只有人类才能执行的任务，包括在许多情况下传统上由高技能人员执行的任务。自然语言处理和计算机视觉的进步使新的应用成为可能。企业也在寻求扩大规模，降低成本，以做出更好的决策。

该报告的作者询问了人工智能文本和散文写作应用程序 GPT-3 对人工智能社会风险的看法。它确定了四个方面：失业、不平等、安全风险和道德问题。许多人类专家也有同样的担忧，但有些人可能会发现更多。

一个明显的风险是，AI/ML 可能会减少所需的工人数量。即使工人总数保持稳定或增加，所需的技能也可能因 AI/ML 以及自动化其他方面所带来的变化而发生改变。该报告认为，虽然在 1945 年至 20 世纪 80 年代期间，所有工人都倾向于从技术变革中受益，但在随后的几十年里，大部分利益都流向了高技能工人。AI/ML 的出现可能标志着一个新阶段的到来，在这个阶段中，不仅中低技能水平的工作受到新技术的威胁（这一点多年来已经很明显，见 Brekelmans & Petropoulos, 2020），而且高技能工人的工作也会受到冲击。

根据越来越多的研究，该报告指出，使用 AI/ML 提高工人效率（在工作场所相关的 AI 文献中称为增强效应）与使用 AI/ML 取代工人（在文献中称为自动化效应）之间存在紧张关系。即使创造新工作岗位的速度与减少工作岗位的速度保持平衡（这是可能的，但不确定）许多职业所需的技能肯定会发生变化。

### 案例研究 1: AI/ML 对招聘和人力资源的影响

AI/ML 技术的出现几乎对招聘过程的所有方面都产生了巨大影响。AI/ML 可以帮助起草职位描述，筛选资格，以避免在不合适的情况下浪费候选人和潜在雇主的时间，对有潜力的候选人进行经过科学验证的测试和评分，并以人力资源专家无法企及的速度将职位列表与资格相匹配。

对于申请人来说，人工智能同样可以促进求职，并可能使申请人意识到其才能可能会被应用到新的和意想不到的地方。

但 AI/ML 并没有取代对人类专业知识的需求。如果说有什么不同的话，那就是它转移了焦点，使人类技能在不容易实现自动化的高价值活动中变得尤为重要，比如谈判最终的工作机会和说服理想的候选人接受工作机会。

一个巨大的担忧是，扩大使用 AI/ML 可能会在招聘过程的几乎每个阶段都引入偏见。机器学习算法（可能）给出一个公平和干净的数学过程的外观，但同时仍然表现出偏见（TTC，2022）。这方面的例子已经可见<sup>6</sup>。系统偏差可能是 AI/ML 的基础训练数据中固有的。即使是无意的，也可能存在各种形式的偏差。

### 案例研究 2: AI/ML 对仓储和物流的影响

随着制造业向准时制生产方式（just-in-time）转变、零售业现代化以及更广泛地向全球化价值链转变，仓储已从一种平平无奇的活动转变为一种核心活动，在发达经济体的劳动力市场和总增加值中发挥着重要作用。

TTC（2022）对德国、法国、意大利、西班牙、荷兰和美国的增加值和经通胀调整的收益进行的分析表明，增加值往往比收益增长得更快——换句话说，企业（及其股东）比工人更多地占用了生产率提高带来的收益。可能的原因包括：（1）工人在该部门（如工会）的代表性下降；（2）该行业目前所需的相对低技能工人的相对可替代性；（3）公司使用算法监控来提高工人生产率的能力提高，而工人或公众对算法功能的了解有限。

事实上，该报告将越来越多地使用侵入性算法监控（Nurski & Hoffman，2022）本身视为一个重大的公共政策问题。

另一个可能具有重大意义的因素是，在这一领域，有充分的理由相信自动化效应（即工人的替代）比增强效应（在不减少工人数量的情况下提高工人的生产力）更普遍。这本身就意味着工人议价能力的下降。

---

<sup>6</sup> Jeffrey Dastin, 'Amazon scraps secret AI recruiting tool that showed bias against women', Reuters, 11 October 2018, <https://www.reuters.com/article/us-amazon-com-jobs-automation-insight-idUSKCN1MK08G>.

### 对报告结论的思考

报告只确定了少量可能的政策干预措施，而且只在高层进行了讨论，但就其本身而言，这些建议是明智的：

(1) 投资于培训和工作转换服务，以便受人工智能冲击最严重的员工能够有效地转换到他们的技能和经验最适用的新职位。

(2) 投资于监管机构，以确保人工智能系统对工人是透明和公平的。

(3) 鼓励开发和采用有益于劳动力市场的人工智能。

一段时间以来，为应对各种形式的自动化，对现代化、灵活的工作培训的需求是显而易见的（Petropoulos et al, 2019）。报告中没有提到，但同样明显的是，从传统教育转向终身学习可能是必要的。美国和欧盟面临的一个挑战是，教育责任在很大程度上分别下放到州和成员国一级，而且往往还进一步下放，这意味着在推动一致、连贯和有效的总体政策变化方面存在挑战。除此之外，技术变革的速度目前可能大于额外教育和培训系统所能适应的速度。此外，变化的速度使得人们很难确切知道未来可能需要哪些技能。

加强监管能力可能是一项具有挑战性的工作。此外，欧盟和美国在这方面的分歧可能最为明显。该报告的作者特别关注解决招聘算法中的偏见，以及减少工作场所的过度电子监控，但这些可能只是一个开始，最终必将引发更广泛的讨论。在欧盟和美国之间，以及在欧盟和美国内部，自动化决策和侵入性算法监控的零碎方法和不同做法的风险都很大（Aloisi & De Stefano, 2023）。

在鼓励开发和采用有利于劳动力市场的人工智能方面，报告确定了三种方法：促进研究、使用公共采购和调整激励措施，以鼓励企业更加重视帮助工人提高生产力，而不是通过自动化手段取代他们。

这些都是明智的建议，但也仅限于此。研究是对 AI/ML 给劳动力带来的许多挑战做出满意回应的必要条件，但不是充分条件，并且公共采购也是如此。第三种方法，即对公司的激励措施，可能是至关重要的。正如报告所指出的那样，挑战……“包括促进削减成本的企业商业模式，税收和监管领域的经济扭曲增加了企业使用劳动力相对于使用资本的成本，甚至私营企业的‘研究人员的愿望’，他们对开发更适合自动化的人工智能分支感到兴奋和有动力。就自动化和增强人工智能技术的平衡而言，所有这些渠道都可能将社会推向一种不良的平衡”。

换句话说，正如在仓储行业案例研究中已经看到的那样，公司可能更倾向于削减工作岗位，而不是提高员工的工作效率。报告对企业激励措施的观察大体上是正确的，但要将这些思考转化为有效的实践，还需要做大量的工作。

---

本文原题为“A High-level View of the Impact of AI on the Workforce”。本文作者 J. Scott Marcus 是布鲁塞尔欧洲与全球经济实验室（Bruegel）的高级研究员，也是电子通信政策和监管政策方面的独立顾问。研究领域涉及经济学、政治学/公共管理、政策分析和工程学。本文于 2023 年 3 月刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 美联储导致了银行业危机吗？

Scott Sumner/文 曾一智 / 编译

导读：本文关注“美联储是否导致银行业危机？”这一问题，重点分析了 2022 年期间利率的大幅提高是否导致了危机。作者认为利率上升的根本原因是宽松的货币政策，并提出调整银行系统和货币政策应该同时进行。编译如下：

“美联储导致了银行业危机吗？”这个问题可能有几种解释：一是美联储的宽松监管是否导致银行过度冒险？二是 2022 年期间利率的大幅提高是否导致了危机？

我在这里重点关注第二个问题，也即 2022 年期间利率的大幅提高是否导致了危机？当然，这个问题本身就非常模糊。是美联储的紧缩货币政策还是宽松货币政策，导致利率大幅上升，影响了银行的资产负债表？

在我看来，新费雪主义模型是思考这一问题的最佳方式——正是宽松货币引发了银行业危机。市场利率变动有两个组成部分：一是自然利率或均衡利率的变化，二是自然利率与市场利率之间差距的变化。我估计，大约 90% 的利率变动来自自然利率或均衡利率的变化，大约 10% 的利率变动来自自然利率和市场利率之间差距的变化。

2021-2022 年，美联储采取了大规模扩张性货币政策，导致名义国民生产总值（Nominal Gross Domestic Product, NGDP）增长过快。NGDP 的快速增长将自然利率推得更高。从这个意义上，可以说美联储导致了不利于银行资产负债表的高利率环境。美联储在 2022 年将其目标利率提高了 400 多个基点，这主要反映了自然利率的上升，而自然利率增长本身反映了之前宽松货币政策导致 NGDP 更快的增长。

美联储一旦造成了 NGDP 的快速增长，他们除了大幅提高政策利率（联邦基金期货目标）之外几乎没有其他办法。一些人认为美联储在 2022 年加息过快，但如果他们慢慢加息，通胀和 NGDP 增长反而会加速得更快，自然利率也会升得更高，最终美联储将被迫采取更高的利率政策。也就是说银行业危机本来可能会更严重。

许多讨论因对这一问题的概念混淆不清而受到影响，即缺乏对自然利率变化与美联储根据自然利率而调整的政策利率之间区别的理解。有些人似乎不明白，问题在于过度的货币刺激，而不是过度的货币紧缩。因此，正确的反事实因果不是将 2022 年的加息从 400 个基点缩减到 200 个基点左右，适当的政策应该是在 2021 年加息 200 个基点，这样 2021 年和 2022 年的 NGDP 增长就会低得多，这样美联储就不必在 2022 年加息这么高。

换句话说，如果你总是努力让 NGDP 回到 4% 的趋势线，自然利率将保持在更低的水平，银行资产负债表的问题也会减少。

从理论上讲，利率快速上升可能是由于费雪效应或收入效应（NGDP 快速上升）或货币紧缩（政策利率相对于自然利率上升）。在这种情况下，利率上升主要是由于 NGDP 快速增长，即宽松货币政策。你不能通过限制利率低于均衡水平来解决这个问题，就像你不能通过租金上限来解决住房问题一样。

当人们将危机归咎于利率上升时，是在从价格变化进行推理，而他们需要更具体地分析。2022 年的货币政策是太松还是太紧？我认为货币政策是太松了，利率上升是一个问题，但在更基本的层面上，导致利率上升的原因才是根本问题——也就是宽松货币政策。

还有一点：当我将银行业问题归咎于不稳定的货币政策时，我只是在讨论这一个因素。一个运行良好的银行系统（比如加拿大）可以经受住 NGDP 的不稳定性，而美国没有运转良好的银行体系。在我们的体系中，NGDP 的不稳定性造成了周期性的银行危机。如果我们修复银行系统，也可以调整货币政策，那为什么不两个都解决呢？

---

本文原题为“Did the Fed Cause the Banking Crisis?”。作者为 Scott Sumner。Scott Sumner 是乔治-梅森大学梅卡图斯中心货币政策的 Ralph G. Hawtrey 荣誉主席。他也是本特利大学的名誉教授和独立研究所的研究员。Scott Sumner 专门研究货币政策、国际黄金市场在大萧条中的作用，以及宏观经济思想的历史。本文于 2023 年 3 月刊于 Econlib 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 通胀持续和银行动荡给全球经济蒙上阴影

Karen Dynan/文 廖世伟/编译

导读：根据彼得森国际经济研究所 2023 年春季《全球经济展望》的分析，预计 2023 年和 2024 年美国 and 欧洲的经济增长将低于趋势。需求和产出比预期更具弹性韧性。尽管许多国家的通货膨胀似乎已经见顶，但仍然很高。因此，美联储和许多其他央行将继续维持紧缩的财政状况。此外，银行系统进一步动荡的可能性增加了经济活动所面临的负面尾部风险。编译如下：

根据彼得森国际经济研究所 2023 年春季《全球经济展望》的分析，预计 2023 年和 2024 年美国 and 欧洲的经济增长将低于趋势值。

需求和产出比预期更具弹性。尽管许多国家的通货膨胀率似乎已经见顶，但仍然很高。因此，美联储和许多其他央行将继续维持紧缩的财政状况。此外，银行系统进一步动荡的可能性增加了经济所面临的负面尾部风险。

2023 年全球 GDP 将增长 2.9%，2024 年增长 3.1%。2023 年美国 GDP 预计比 2022 年增长 1.3%，2024 年预计增长 1.0%。美国核心个人消费支出（PCE）通胀率将从 2022 年四季度的 4.8% 放缓至 2023 年四季度的 3.9%，2024 年四季度为 3.2%。

在美国，即将到来的数据强于预期，消费者仍有被压抑的需求和（总体而言）必要的融资资金。美国劳动力需求有所缓解，但幅度不大。与此同时，美国通胀率仍远高于美联储的目标。高通胀继续给经济、个人和家庭带来成本压力：尽管许多工人在过去一年中获得了高于正常水平的工资增长，但许多行业的平均时薪的增长幅度都低于物价上涨幅度。

随着银行对存款外流、更严格的监管和可能的监管变化做出反应，最近多家银行的倒闭、被迫出售和流动性紧缩可能导致信贷条件收紧。这种紧缩的程度很难衡量和预测，但它可能只会对经济活动产生适度的额外拖累——因此，美联储可能仍需要进一步加息 25 个基点，以将通胀降至其目标水平。

根据现有信息，美国出现低于趋势水平的经济增长和失业率有所上升的可能性比出现衰退的可能性更大。但由于银行间进一步蔓延的可能性、额外通胀冲击的可能性以及实现软着陆的内在困难，风险倾向于下行。

紧张的金融状况也将制约许多其他发达经济体今明两年的经济增长。不过，欧洲似乎在今年冬天躲过了一场衰退，其未来前景比几个月前更加光明。英国预计将落后于其他发达经济体，鉴于其面临更大的通胀挑战，今明两年将出现非常低或负增长。

主要新兴经济体的增长前景各不相同。中国正在反弹，因为它从新冠肺炎疫情大流行的封闭中重新开放，以及来自房地产行业的拖累逐渐减弱。在印度，改革将提振经济活动。相比之下，高利率和结构性问题将继续拖累巴西的经济活动，而俄罗斯将继续承受入侵乌克兰的后果。

---

本文原题为“Persistent Inflation, Banking Turmoil Cloud Global Economic Outlook”。本文作者 Karen Dynan 自 2017 年 3 月起担任彼得森研究所非常驻高级研究员，现为哈佛大学经济系实践教授。2014 年至 2017 年，她在美国财政部担任负责经济政策的助理部长和首席经济学家。本文于 2023 年 3 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 突破债务上限后果很严重

Lucas Rengifo-Keller/文 张丝雨 / 编译

导读：本文讨论了突破债务上限和政府关门之间的区别，以及突破债务上限的潜在后果。债务上限限制了财政部可以借多少钱来资助政府运作，而当国会未能通过拨款法案并导致一些政府运作停止时，政府就会关门。本文章认为，突破债务上限的后果可能比政府关门严重得多，可能导致美国债务违约，引发金融市场动荡，并可能引发经济衰退。文章还指出，将债务上限作为预算谈判的筹码，可能会削弱全球对美国经济的信心，并产生长期的负面影响。编译如下：

2023年1月19日，美国财政部长珍妮特·耶伦告诉国会，美国已经达到目前的债务上限 31.381 万亿美元。为了继续支付账单，政府开始采取“非常措施”。但当政府用尽这些措施并耗尽现金时（大约在 2023 年夏末），政府不得不借入更多的钱，否则会没有足够的收入来支付账单，包括偿还现有债务，从而可能导致债务违约。

为了恢复财政部的借贷能力，小约瑟夫·R·拜登总统坚持要通过一项“干净”的法案，在不削减开支的情况下提高债务上限。然而，众议院议长凯文·麦卡锡和众议院共和党多数派一直拒绝配合，并希望削减开支。截至 3 月中旬，僵局仍在持续。

关于债务上限和政府关门的政治辩论会让公众感到困惑。这本初级读物旨在阐明债务上限和政府关门之间的区别，并强调当前形势为何如此令人担忧。

美国历史的大部分时间几乎未曾想过和债务上限对抗的事，但如今这已成为美国政治的一个特征。仅仅几十年前，债务上限的调整还只是例行公事。但美国政治的日益两极化，使得债务上限成为了政治边缘政策的有力武器——等到最后一刻才提高债务上限。过去的 13 年里，国会和白宫因为债务上限而至少针锋相对了十次。值得注意的是，1995-1996 年、2011 年、2013 年和 2021 年，都于最后一刻才达成协议。此外，还有许多预算纠纷导致了政府关门事件。

政府官员担心，公众可能会将政府关门与债务上限危机混为一谈，认为悬而未决的债务上限僵局只会让一些政府停止运作，暂时造成不便，最终迫使议员们妥协以挽救局面。

但是，如果在财政部用完其锦囊妙计——所谓的 X 日期之前——未能提高债务上限，将会产生比政府关门更严重的经济后果（见视频）。最令人担忧的情况是，政府无法按期支付现有美国债务的利息和本金，因为政府已经没有足够的现金来支付这些款项。此类支付违约将会损害联邦政府在金融市场中的地位，并降低美国债务在全球金融市场参与者眼中的可信度。全球金融市场可能陷入不确定性和混乱状态，带来未知和无法预测的后果。

这种损害可能会持续很长一段时间，提高联邦政府未来的融资成本，也可能挤占军队、社会保障和医疗保险的可用预算资金，以及所有联邦机构的运营。

在 X 日期之前未能提高债务上限，与政府关门不同。政府关门发生是指当联邦政府持续运营的年度经费耗尽，而国会没有及时更新的情况。确实，政府关门让美国纳税人付出了高昂的代价，并导致了一些混乱，最长的一次关门发生于 2018-19 年，共持续了 35 天，但联邦政府最近并没有出现重大的债务违约。

### 什么是政府关门？

美国宪法明确规定，国会掌握“财政大权”；也就是说，联邦政府只能花国会拨来的钱。像任何其他法案一样，支出措施必须同时通过参众两院，并由总统签署才能成为法律。国会每年都会为 10 月 1 日开始的每个财政年度进行复杂的“拨款”程序。

如果 12 项拨款法案中的某些或全部法案未能按时签署成为法律，国会可以通过一项名为“持续决议”的临时措施来延长拨款并防止政府关门。但是，如果连“持续决议”也未能通过，或者新的财政年度期满时没有国会拨款新资金，联邦政府的部分部门可能会经历“资金中断”，从而导致众所周知的“政府关门”。

除了某些狭义的“必要职能”外，所有未在拨款法案中列明的所有政府职能都将在资金耗尽时停止运作。受影响的政府机构和部门被迫缩减活动或完全关闭非必要业务，让员工停薪留职，直到拨款恢复。通常来说，国家安全、执法和紧急医疗等基本职能会继续运作，但国家公园和博物馆等服务会暂时关闭。政府关门的持续时间取决于政府达成支出协议所需的时间。

在美国的早期年代，预算程序是零散的，国会为多个机构制定了大量预算。从 20 世纪 20 年代初开始，总统全面负责联邦预算。1921 年的预算和会计法案建立了行政预算程序，但没有直接改变国会制定收支决策的程序。立法和行政部门之间的冲突在 20 世纪 70 年代中期达到顶峰，当时民主党控制的国会希望花费的预算超过比理查德·尼克松总统愿意花费的预算。这些争斗导致了 1974 年国会预算和扣留控制法案，该法案赋予了国会制定预算优先事项的权利，但保留了总统否决支出法案的权利。我们今天看到的美国预算程序源于这些法案。

自 1977 年以来，已经发生过 20 次持续了一天或更长时间的拨款失误。这导致政府在 20 世纪 80 年代初才开始关门，当时吉米·卡特总统向美国司法部长本杰明·西维莱蒂寻求制度上的法律明确性，后者得出结论认为政府机构在资金缺口期间没有合法的运营手段。1980 年西维莱蒂发表意见之前的拨款中断并未对政府运作产生重大影响：政府机构往往会在中断期间继续运作，并期望资金会在未来恢复。

但自西维莱蒂 1980 年的裁决以来，至少已经发生了 10 起资金短缺导致相关政府部门停止运作的情况。很明显，政府机构的第一次关门发生在 1980 年 5 月 1 日，当时联邦贸易委员会（FTC）不得不暂时关闭其业务，因为国会在一场争议中暂停拨款，争议的焦点在于 FTC 是否在调节业务方面出现越权情况。这场对峙持续了一天。

尽管具有破坏性且代价高昂，但关门事件并不是灾难性的。国会预算办公室估计，由于国会拒绝为唐纳德·特朗普总统的边境墙提供资金，2018-19 年的政府关门持续了 35 天，给美国政府带来了约 30 亿美元的损失。但政府关门从未导致联邦政府无法偿还债务，因此也没有对政府的借贷成本或信誉产生明显影响。

### 什么是债务上限？

债务上限是对财政部通过向世界各地的投资者出售国债所能借入资金的上限。在这方面，宪法也赋予国会“以美国的信用借款”的权力。因此，就像任何其他法案一样，参众两院必须都通过一项法案，才能对债务上限做出任何修改，然后必须签署该法案才能生效。立法者可以将债务限额提高到一个特定的数额，也可以将其暂停直到某一日期。每当联邦政府出现赤字时——自 2001 年以来，就像共和党和民主党总统执政时那样——它必须借贷以继续履行其财政义务。

值得注意的是，债务上限与国会通过法律授权支出和拨款的能力无关，提高债务上限也不会授权新的未来支出。债务上限只控制财政部为已经由国会授权并由总统签署成为法律的支出决策筹集资金的能力。

根据财政部的说法，自 1960 年以来，国会已经 78 次采取行动永久提高、临时延长或修改债务上限的定义——有 49 次是在共和党总统任期内，29 次在民主党总统任期内。其中包括了过去的二十年里 20 次提高债务上限。最近一次提高是在 2021 年 12 月，拜登总统签署的法案将其提高到 31.381 万亿美元。一旦 2023 年 1 月达到这一上限，财政部就开始使用各种会计技术，如动用储备资金，即所谓的“非常措施”以履行其所有财政义务。

这种手忙脚乱的做法只能在短期内解决问题。当财政部在 X 日期前耗尽其现金和非常措施，且如果债务上限仍未提高，联邦政府将失去任何支付账单和为其运营提供资金的手段，其收入只能覆盖部分开支。

在这种情况下，财政部理论上可以挑选它履行的义务。例如，它可以停止支付联邦工作人员、福利（如社会保障和医疗保险）、合同或其他联邦支出，以偿还债务，从而在一段时间内避免违约。但是，这种在政府职能范围内对支

出进行“优先排序”的做法在严格来说，或从法律上来看都不可行，而且肯定会造成混乱。

我们是怎么走到这一步的？债务上限起源于一项有着百年历史的立法。在第一次世界大战之前，国会批准了每一笔债券的发行。为了给战争提供资金，这一程序必须简化，因此国会 1917 年通过了《第二自由债券法案》，对财政部可能承担的不同类别的债务设定了一般限制。1931 年，国会赋予财政部更大的发行债券的灵活性。1939 年，国会与富兰克林·德拉诺·罗斯福总统合作，制定了第一个涵盖几乎所有政府债务的总债务限额。1982 年，国会改变了制定债务上限的方式。债务上限是由罗纳德·里根总统于 1982 年 9 月 13 日签署的《美国法典》第 97-258 号公法第 31 篇（货币和金融）规定的。在此之前，作为 1917 年《第二自由债券法案》的修正案，债务上限已被调整。

### 为什么把债务上限作为人质会产生严重后果？

如果国会 2023 年拒绝提高或暂停债务上限，那么必然会迫使某些部分的大幅削减。无论削减如何分配，都将严重损害人们的信心。如果这些削减部分影响到债券持有人，那将构成美国现代历史上首次大规模的联邦债务违约。

大多数专家都认为，债务违约将使美国经济陷入动荡，其后果将波及全世界。美国的信誉将受到严重损害，引发包括美国国债在内的美元资产的恐慌性抛售，利率大幅飙升，并可能引发金融市场崩盘，随后可能出现全球金融危机和全球性经济衰退。因为美国的债务支撑着世界贸易和金融体系。美国将不再是全球投资的避风港。美元作为世界储备货币将至少部分丧失其地位，这将极大地限制美国政府实施经济制裁的能力。

一些国会议员希望，债务上限边缘政策将迫使参议院和白宫同意削减赤字开支。但主张对抗的人采取的策略，就相当于有人用枪指着自己的头，威胁要扣动扳机以达到他们的目的。平心而论，将边缘政策作为谈判策略并非史无前例。过去，围绕债务上限问题的对峙曾促使政府做出财政调整的决策：1995-1996 年期间，克林顿总统和共和党国会通过谈判达成了一项预算协议。另一方面，债务上限的对峙已经变得如此激烈，以至于将其从悬崖边拉回来并非易事。

尽管立法者总是设法避免违约，但这种对抗对美国的信誉造成了损害。2011 年众议院共和党人和奥巴马总统之间就债务上限僵持期间，标准普尔有史以来首次下调了美国政府的信用评级（从 AAA 下调至 AA+），理由是国会显然无法及时就债务上限达成协议。这家信用评级机构特别指出这一过程的“政治边缘政策”，声称“美国政策制定和政治机构的有效性、稳定性和可预测性已经减弱”。穆迪（Moody's）和惠誉（Fitch）等其他主要信用评级机构也差点下调美国债务评级。

2011 年债务上限僵局结束的同一天，财政部估计其紧急措施将用尽。尽管勉强避免了违约，但周边的混乱引发了金融市场自 2007-2009 年金融危机以来最动荡的一周。当市场反应的消息传到国会山时，包括一直坚持削减预算的议员在内的谈判代表迅速同意提高上限。美国问责局估计，推迟提高债务上限使美国政府在 2011 财年的借贷成本增加了约 13 亿美元。对于美国这样规模的经济体来说，这是一笔小数目。（截至 2022 年第四季度，GDP 为 26.13 万亿美元），但如果立法者等待更长的时间，成本可能会呈指数级增长。

2011 年的危机导致了最后一刻的妥协，即提高债务上限，同时保证一些有限的支出削减。此外，它还成立了一个削减开支和减少赤字的委员会。但这段经历令人痛心，拜登政府拒绝参与和债务上限有关的预算谈判，坚决反对任何将违约威胁作为谈判筹码的做法。如果旷日持久的债务上限对峙成为美国政治版图的永久特征，那么美国在可靠性和稳定性方面的声誉——已经被中国和俄罗斯嘲笑——将进一步削弱。

许多财政专家（其中最重要的是国会预算办公室）都认为当前的赤字支出从长远来看是不可持续的，随着美国寻求方法使其长期债务轨迹可持续，未来可能会提高税收、削减支出或两者兼而有之。但将预算谈判与违约威胁及其随之而来的边缘政策捆绑在一起，可能会给美国乃至全球经济带来持久的伤害。

在一月份写给众议院议长的信中，财政部长耶伦澄清道，非常措施所能争取到的时间存在很大的不确定性。换句话说，等到最后一刻才提高债务上限是在玩火。

---

本文原题为“Breaching the Debt Ceiling is not The Same as a Government Shutdown. Its Consequences Could be Dire”。作者为 Lucas Rengifo-Keller。Lucas Rengifo-Keller 于 2022 年 1 月加入彼得森国际经济研究所，担任研究分析师。在此之前，Rengifo-Keller 在乔治城大学获得经济学学士学位和数学辅修学位。本文于 2023 年 3 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 本期智库介绍

### **The Center for Economic Policy Research (CEPR) 经济政策研究中心**

简介：经济政策研究中心成立于 1983 年。它包括七百多位研究人员，分布于 28 个国家的 237 家机构中（主要是欧洲高校）。其特点是提供政策相关的学术研究、并关注欧洲。Voxeu.org 是 CEPR 的门户网站，受众为政府部门的经济学家、国际组织等。它的文章多为与政策相关的工作论文初稿，比财经报纸专栏更为深入，同时比专业学术文章更加易懂。

网址：<http://www.voxeu.org/>

### **Kiel Institute for the World Economy (IfW Kiel) 基尔世界经济研究所**

简介：基尔世界经济研究所是一个研究全球经济事务、经济政策咨询和经济教育的国际中心。该研究所尤其致力于为全球经济事务中的紧迫问题提供解决方案。基尔研究所的研究领域包括经济预测、经济政策咨询、出版物、全球解决方案倡议、科学教育和公共关系。该研究所在其研究的基础上，向政策、商业和社会决策者提供咨询，并向更广泛的公众通报国际经济政策的重要发展。

网址：<https://www.ifw-kiel.de/>

### **Center for Global Development (CGD) 全球发展中心**

简介：CGD 位于美国华盛顿，是一独立的非营利性思想库，通过严谨的研究及与政策集团的积极性接触，鼓励美国及其他富裕国家进行其政策的改变以减少全球的贫困和不平等现状。

网址：<https://www.cgdev.org/>

### **National Bureau of Economic Research (NBER) 美国国家经济研究局**

简介：NBER 建立于 1920 年，是一个私人的、非盈利、无党派分歧的研究机构，专注于更好的理解经济运行状态。NBER 决心致力于在经济政策制定者、商业专家和科研院所之间传播无偏的经济研究。

网址：<https://www.nber.org/>