



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

2021年/总第233期

目 录

世界热点

战争的代价：2022 年制裁对俄罗斯的宏观经济影响 3

导读：2022 年 2 月 24 日俄罗斯入侵乌克兰之后，美国、欧洲和许多其他国家对俄罗斯实施了新的经济制裁。本文使用俄罗斯经济的结构向量自回归模型评估这些制裁的经济影响。结果显示，2022 年俄罗斯 GDP 将下降 12.5%~16.5%，工业生产、消费和投资都将下降。尽管如此，俄罗斯经济会继续依赖其现有的出口模式。

对俄罗斯的制裁：一些问题和答案 9

导读：针对俄罗斯入侵乌克兰而实施的制裁措施是自冷战以来对一个主要经济体施加的最有力、代价最高昂的惩罚措施。本文列举并回答了有关制裁的一些问题。

俄罗斯的脱钩：欧洲在高科技领域的弱点 19

导读：虽然俄罗斯在西方高科技制裁中承受了重大冲击，但在依赖俄罗斯和乌克兰的商品和技术的领域，欧盟也将面临挑战。

美国通胀问题出奇难解：对美国通胀问题的可能解释 24

导读：美国通胀处于 40 年来最高水平，并且全球范围内通胀都在加速。但经济学家和专家对于这个问题究竟应该归咎于什么原因并没有严格的共识。人们认为通胀上涨的原因包括：供应链中断、油价上涨、消费者需求的变化等。关于如何解决不断上升的通胀也没有简单的答案。解决问题的办法取决于人们到底如何看待通胀成因。

美国经济概况 30

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 2022 年 4 月 5 日的数据。

经济理论

降低贸易壁垒是反通胀的重要政策工具 49

导读：3 月 30 日，美国彼得森国际经济研究所（PIIE）研讨会上，彼得森国际经济研究所理事会副主席、美国原财长、哈佛大学荣誉校长萨默斯（Lawrence Summers）对高级研究员 Gary Hufbauer 等人撰写的政策简报《为缓解通货膨胀，美国应致力于贸易自由化》

进行讨论。萨默斯表示，降低贸易壁垒不仅可以提高消费者收入、促进经济增长，还能有效遏制通胀，效果比白宫目前关注的竞争政策要好得多。

集体道德风险与银行间市场 53

导读：在近期的金融危机期间，金融体系的互联结构一直是决策者争论的焦点。本专栏提供了一种理论来解释金融体系的结构及其对风险承担和系统性风险的影响。作者发现，互联性和过度承担风险相互加强，对事后政府干预的预期可能会加剧系统性风险。这一理论对宏观审慎监管的设计具有重要意义。

聚焦中国

像中国一样国际化 57

导读：本文描述了中国如何通过选择性开放国内债券市场来实现人民币国际化，并提出了一个理解中国国际化战略的动态声誉模型。以前虽然不开放给外国投资者，但中国最近允许在其国内债券市场上大幅增加外国投资。本文主要讨论了两个关键点。首先，从经验上描述了人民币国际化和外国投资性质的变化。其次，为阐明中国政府在人民币国际化方面的战略提供了一个易于理解的框架。

援助能买到外国的公众支持吗？来自中国开发性金融的证据 61

导读：双边援助者通常会利用外国援助来追求软实力的提升。我们利用关于中国发展项目的确切承诺、实施和完成日期的新数据集，检验了援助在实现这一软实力目标方面的有效性。同时，我们使用了2006年至2017年期间126个国家的盖洛普世界民意调查数据，并利用下述两种模型确定了两者之间的因果关系：（i）一个包括高维固定效应的事件研究模型，（ii）工具变量回归。工具变量取决于中国政府融资供给随时间的外生变化。我们得到的结果是微妙的，具体与我们关注的是地方司法管辖区、国家还是全球的国家集团相关。

战争的代价：2022 年制裁对俄罗斯的宏观经济影响

Anna Pestova, Mikhail Mamonov, Steven Ongena / 文 张丝雨 / 编译

导读：2022 年 2 月 24 日俄罗斯入侵乌克兰之后，美国、欧洲和许多其他国家俄罗斯实施了新的经济制裁。本文使用俄罗斯经济的结构向量自回归模型评估这些制裁的经济影响。结果显示，2022 年俄罗斯 GDP 将下降 12.5%~16.5%，工业生产、消费和投资都将下降。尽管如此，俄罗斯经济会继续依赖其现有的出口模式。编译如下：

2022 年 2 月底俄罗斯入侵乌克兰之后，许多国家对俄罗斯的银行、企业和个人实施了制裁。Berner 等人（2022）对制裁有很好的描述。黄和卢（2022）以及邓等人（2022）初步估计了制裁对世界金融市场的影响。与此不同，Ferrara 等人（2022）则采用高频方法，将欧元区的金融压力指数与制裁的宏观经济风险联系起来。Brunnermeier 等人（2022）讨论了对俄罗斯中央银行的制裁对国际货币体系结构的影响。然而，目前的讨论缺少一套关于制裁的宏观经济影响、全面且基于模型的估计。

我们利用 Mamonov 和 Pestova（2021）发明的向量自回归（VAR）模型来填补这一空白，该模型专门用于计算制裁对宏观经济的影响。

目前制裁的影响大致可分为：（1）金融和需求的副作用、（2）供应的副作用。我们的模型能够计算需求的副作用。技术禁令和供应链断裂引起的供应方中断在未来还有待充分实现，这需要使用不同的模型。

需求的副作用：粗略的计算

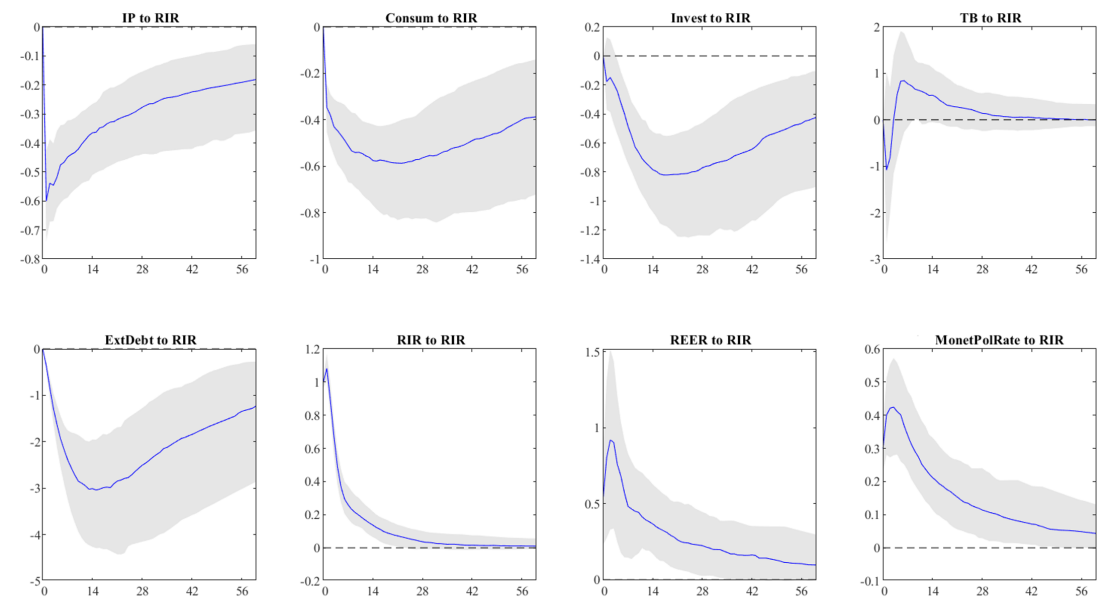
为了估算制裁的需求副作用，我们建立了我们的结构 VAR（SVAR）模型。在我们的分析中，我们大致估计了主权国际债券（在美国短期利率之上）的制裁力度。Mendoza 和 Yue（2012）表示，这一指标总结了投资者对中国经济未来走向的预期；我们的研究以制裁为背景¹。

在结构 VAR 模型中，我们将中央银行的关键利率作为内生变量之一。这种灵活性解释了危机时期货币政策对不断上升的货币风险的反应。在结构识别（Cholesky 排序）中，我们将货币政策利率排在模型八个内生变量中的最后。通过这样，我们可以假设国际债券利差对制裁消息的反应比央行快。估算时间为 2000 年 1 月至 2020 年 12 月。

¹ 当然，这一指标在反映制裁的其他方面，包括技术中断和特定资产冻结方面的能力有限。然而，它与一篇强调国家传播冲击在新兴经济体商业周期中的作用的长篇文献符合（Uribe 和 Yue，2006，Aguiar 和 Gopinath，2006，Born 等人 2020，Monacelli 等人 2018）。

对于一个百分点的国际债券息差冲击，内生变量的估计脉冲响应函数（IRF）出现在图 1 中。除贸易余额外，所有的结果在统计上都是显著的，并且符合宏观理论预测：工业生产、消费、投资和外国借款下降，而实际有效汇率和货币政策利率上升。我们将使用以下估计的 IRF 的峰值水平。

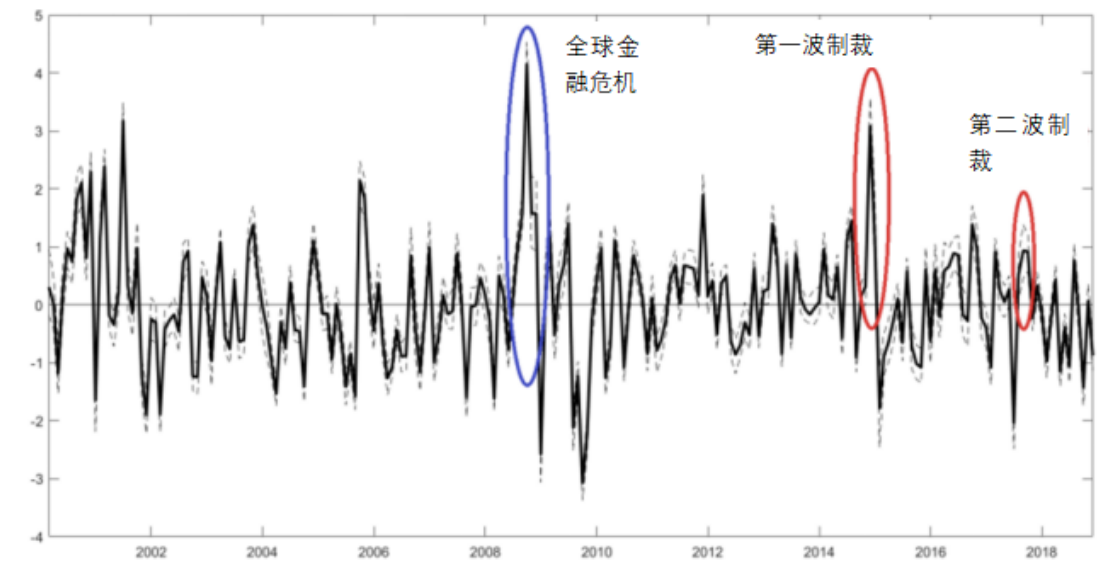
图 1 关键宏观经济变量对国家实际利率（RIR）冲击的冲击响应



注：IP 为工业生产，consumption 为家庭实际消费支出，Invest 为固定资本形成总额，TB 为贸易平衡，ExtDebt 为企业外债，RIR 为实际利率，MonetPolRate 为 CBR 的关键利率。
资料来源：作者估算。

在既定时期中，我们观察到，在克里米亚“第一波”和美国/叙利亚“第二波”制裁期间，利差（或实际利率，保持美国短期利率不变）急剧上升（图 2）。

图 2 确定的实际利率（RIR）冲击随时间的演变

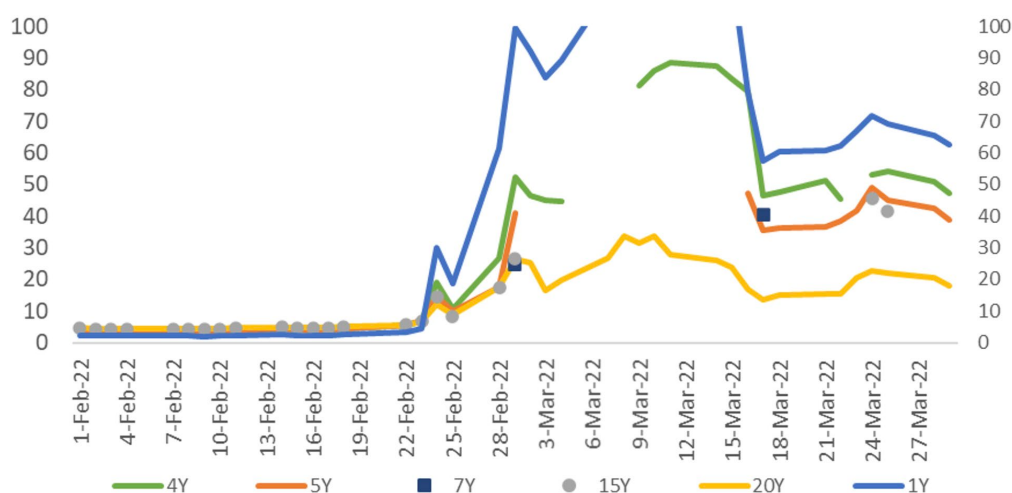


注：该图报告了用包含 10 个变量的 BVAR 模型估计的 RIR 冲击的时间演变。

来源：作者估算

关于利差的信息表明，利差的外生性（或明显早于当前宏观经济的恶化）上升达到 35-45 个百分点，这取决于是否考虑到一年期收益率（图 3），并假设国际短期利率不变（2022 年 3 月至 2 月的平均值）。利差的增加可以部分解释为俄罗斯政府违约风险的增加。然而，他们还没有发生完全违约。尽管如此，即使美国入侵后俄罗斯首次支付了以美元计价的债券，恐慌情绪得到缓解，主权国际债券的到期收益率仍然在 40% 左右²。

图 3 俄罗斯以美元计价的政府债券到期收益率



来源：彭博社

根据估计的 IRF（图 1）和战争第一个月期间发生的国家传播冲击的规模（+35-45 个百分点，图 3），我们产生了一组样本外预测。我们预计，到 2022 年底，工业生产（IP）将以每年 21-27% 的速度下降。考虑到 GDP 对 IP 的弹性为 0.67，我们进一步得出，GDP 每年将下降 -12.5 至 -16.5%。关于私人消费，我们有一个范围的估计：在 -11 到 -15% 之间；类似地得到的投资估计范围为 -30% 和 -40%。

考虑到预期的进口下降，我们的模型产生的贸易差额在 2022 年急剧上升了 40% 到 60%。然而，它没有——也不能——解释货物交付和出口禁运的问题，这些问题共同减少了出口。总体而言，我们预计 2022 年的贸易平衡将维持在 2021 年的水平。

² 这意味着，即使在没有“非流动性型”违约（因为资产冻结）的情况下，投资者也认为该国的中长期经济前景足够暗淡（未来的技术和经济增长率低或负）。

关于企业外债，我们的样本外预测说明，鉴于国家的扩散冲击的规模，公司在国外的借贷将完全停止。

最后，我们预测实际有效汇率（REER）将由于国家的传播冲击，在 2022 年上升 40%。假设俄罗斯的消费者价格指数（CPI）为 20%，而国外的 CPI 为 4%，我们得到名义汇率（美元对卢布）的增长可能达到 63%，这意味着，在没有资本管制的情况下，2022 年的平均水平是 122 卢布兑 1 美元。

关于预测的讨论

制裁无疑会导致俄罗斯经济陷入深度衰退。首先，据彭博社预测，2022 年俄罗斯 GDP 将下降 9.6%，季度 GDP 降幅峰值将达到年增长率的-15.7%³。这种基于调查的预测与我们模型的预测相当吻合。俄罗斯政府机构提供了一个不那么悲观的预测，即下降 6-8%⁴。

过去 30 年的历史表明，20 世纪 90 年代初转型危机的高峰期，俄罗斯的 GDP 下降了 16%，1998 年的主权债务危机期间下降了 5%，2008 年的全球危机期间下降了 9%，2014 年的局部危机期间仅下降了 3%。因此，目前预测的下降幅度超过了以前在正常危机期间观察到的所有下降幅度，与最痛苦的转型危机期间的下降幅度相当⁵。

关于潜在石油（和天然气）禁运对俄罗斯国际收支影响的评论

显然，潜在的石油和天然气禁运还没有被国家主权价差“定价”（图 3），因此不在我们的宏观经济预测的考虑范围之内。反过来，Bachmann 等人（2022）的估计表明，如果全面禁止进口俄罗斯石油和天然气，德国经济可能只会损失 GDP 的 3%⁶。相反，Chepeliev 等人（2022）认为，禁止俄罗斯出口化石燃料将对俄罗斯经济产生巨大的负面影响。正如 Guriev 和 Itskhoki（2022）进一步提出的，这种禁运可能是“阻止普京在乌克兰战争的最快方式”。虽然我们的初步计算表明，禁运并不一定会破坏俄罗斯的国际收支平衡，因为出口原材料的价格达到了创纪录的高水平（即使有折扣），而且还实施了资本管制。

³ 见 <http://www.bloomberg.com/news/articles/2022-03-25/russia-seen-on-course-for-deep-two-year-recession-20-inflation>

⁴ 见[错误!超链接引用无效。](#)

⁵ 576/5000

当然，我们需要谨慎对待用我们的（S）VAR 模型获得的样本外预测结果，因为国家传播冲击的规模是前所未有的，而且该模型在这个方向上没有“经验”。我们预测的一个明显缺陷是，企业外债预计将在明年初完全消失，这似乎是高估了。然而，我们要强调的是，在其他情况下该模型所提供的 GDP 预测，与当今世界各地的经济学家所预测的更大范围内相当一致。

⁶ 见 https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_22_1761

让我们澄清这一重要问题。官方的国际收支数据显示，2021 年战前，俄罗斯享有经常账户盈余，出口达到创纪录的 4900 亿美元，其中石油和天然气产品仅占一半。2022 年，欧盟和美国（占俄罗斯石油出口的 50%）可能实施的石油禁运，以及欧盟（占俄罗斯出口的 70%）削减三分之二的天然气进口，只会使出口减少四分之一。欧盟禁止进口金属的成本仅为 30 亿欧元俄罗斯对粮食、农业、木材和纸张出口的限制对外部平衡的整体稳定的重要性较低，因为它们只占总出口的不到 10%⁷。在进口动态的合理假设下⁸，预计进口将下降近两倍，这将在 2022 年产生约 2000 亿美元的贸易平衡顺差⁹，大致与 2021 年（即战前）的数字相同¹⁰¹¹。

制裁影响的总体评估

战争和制裁，即使没有潜在的石油和天然气的禁运，也很可能造成俄罗斯近 30 年以来最严重的经济危机之一，可与苏联解体后的转型危机（1992）相提并论，并具有主权违约危机（1998）的一些特征。尽管如此，俄罗斯经济仍将继续依赖现有的出口模式，这种模式很难被破坏。“新贫困”的人口将斗争将吸引家庭适应深度危机的机制被广泛用于 1990 年（从非正式的经济部门和转向国内生产的食品由于高通货膨胀（Mamonov 等人，2021）。作为一种负面的意外溢出效应，这将不仅涉及俄罗斯人口，而且更广泛地涉及全球许多发展中国家的广泛家庭（Artuc 等人，2022）。

⁷ 见 <https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/neW9Deg7/ts-exp.xls>

⁸ 见 <http://www.forecast.ru/Archive/analitics/DB/foreparam2022.pdf>

⁹ 还有许多参数我们不知道，例如出口交货的运输问题有多严重，以及出口价格将上涨多少。

¹⁰ 最近，根据战前出口交货和世界价格的结构，俄罗斯在 2022 年 1 月和 2 月的经常账户收入为 392 亿美元。

¹¹ 截至目前，我们还不知道 2022 年 2 月和 3 月的资本流出规模——可能是巨大的。没有央行的国际储备来维持国际收支平衡，通过经常账户流入的货币应该超过通过金融账户流出的资本。在不发行新债的情况下，2022 年通过俄罗斯净外债支付渠道的资本外流估计可达 700-800 亿美元。其中，每到 2022 年的一二季度，非金融企业总计 256 亿美元；大约每年 500 亿加上银行的 100 亿加上政府的 100 亿。CMASF（莫斯科一个亲政府的智库）提供了类似的数据。鉴于对卢布可兑换性、跨境转账和资产冻结的限制，很难预期会有更多的资本通过购买资产和外币而外流。因此，在没有制裁的情况下，资本外流可能会更少，因此在目前的监管下，仅靠石油和天然气禁运可能无法阻止货币流入，并在俄罗斯造成国际收支危机。

本文原题为 “The Price of War: Macroeconomic Effects of the 2022 Sanctions on Russia”。作者 Anna Pestova, Mikhail Mamonov 和 Steven Ongena。Anna Pestova 是捷克布拉格 CERGE-EI 大学经济学五年级博士生，在 2017 年加入 CERGE-EI 之前，她曾担任俄罗斯莫斯科宏观经济分析和短期预测中心宏观金融研究部门负责人，以及国立研究大学高等经济学院高级研究员。Mikhail Mamonov 是 CERGE-EI（捷克布拉格）的五年级博士生/初级研究员，分别于 2008 年和 2010 年毕业于莫斯科国立大学经济学学士和硕士学位，并于 2014 年获得国立研究型大学高等经济学院经济学理学学位。2007 年至 2017 年，他先后担任初级专家、高级专家，最后担任莫斯科宏观经济分析和短期预测中心（Center for Macroeconomic Analysis and short Forecasting）银行研究部主管。Steven Ongena 是苏黎世大学、瑞士金融学院、鲁汶大学和挪威科技大学金融学教授，曾在经济、金融、法律和管理期刊上发表文章，包括《美国经济评论》、《计量经济学》、《金融杂志》、《金融经济学杂志》、《政治经济学杂志》、《管理科学》、《金融评论》和《金融研究评论》等期刊。本文于 2022 年 4 月刊于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

对俄罗斯的制裁：一些问题和答案

Richard Berner, Stephen Cecchetti, Kim Schoenholtz / 文 李佳欣/编译

导读：针对俄罗斯入侵乌克兰而实施的制裁措施是自冷战以来对一个主要经济体施加的最有力、代价最高昂的惩罚措施。本文列举并回答了有关制裁的一些问题。编译如下：

俄罗斯对乌克兰的入侵正在改变全球安全 and 经济关系（Snower, 2022）。在本文中，我们重点讨论对俄罗斯实施的金融和贸易制裁。

对俄罗斯的制裁是自冷战以来对一个主要经济体实施的最有力、最昂贵的惩罚措施，这次制裁的速度、广度和全球支持都是前所未有的。

这次制裁对俄罗斯经济和金融系统的损害包括但不限于：卢布暴跌（在过去的一个月里，卢布对美元的汇率下跌了 25% 以上）；国内银行的挤兑；中央银行政策利率的急剧上升；实施资本管制；俄罗斯股票市场的关闭；在外国证券交易所交易的俄罗斯公司的价值崩溃；俄罗斯股票从全球指数中剔除；以及俄罗斯的主权信用评级崩溃到最差级别。

在过去，被制裁的国家往往找到了缓解制裁影响的方法。然而，到目前为止，世界上许多国家正在通过收紧和扩大对俄罗斯的制裁来提高制裁标准。事实上，限制俄罗斯中央银行对其海外资产的使用也是一种金融战争的形式——这些资产本来可以用来支撑卢布的价值、稳定金融系统，并支付入侵的费用。因此，对俄罗斯的制裁是我们所见过的最有力的制裁之一。

制裁中存在一些漏洞（见下文的讨论）。但鉴于实施制裁者的决心，以及公众普遍呼吁进一步增加对乌克兰的支持，还没有人向俄罗斯提供援助（至少没有公开）。在当前的政治环境下，制裁的破坏者自己也可能成为制裁的目标。

在这个阶段，有几个结论似乎是肯定的。首先，俄罗斯在和平时期积累外国资产以资助战争的策略似乎不再可行。此外，在能源和其他原材料的关键供应上依赖潜在的被制裁国家是否不再明智。更一般地，目前的事件正在提高人们对跨境金融和经济风险的脆弱性的认识。

同时，这种金融战争的长期影响仍然很不明确。虽然很难知道未来的道路，但各国先前存在的减缓或缩减全球一体化的压力可能会进一步大幅上升。我们可以说的是，不可能再回到对大经济体进行制裁之前的世界。

本文的目的是提出并暂时回答这个新制度所带来的一系列问题。我们会不时地更新本文，以反映发生的重大变化。此外，如果读者认为我们遗漏了任何关键问题，请将其转发给我们，以便我们能够在未来的更新中尝试回答它们。

问与答

迄今为止，对俄罗斯实施的主要制裁是什么？

主要的制裁是金融方面的。排在首位的是有效冻结俄罗斯中央银行和选定的俄罗斯商业银行在国外持有的资产，以及将大多数俄罗斯中介机构排除在用于促进成员银行间跨境交易的 SWIFT 系统之外。还有其他广泛的制裁措施，包括可能扣押属于某些俄罗斯寡头和政治领导人的国外资产，以及限制对俄罗斯的技术出口。在我们写这篇文章时，美国已经宣布禁止从俄罗斯进口能源，而欧盟计划在今年大幅减少能源进口。此外，七国集团（G-7）国家正在着手剥夺俄罗斯的最惠国贸易地位，允许对来自俄罗斯的进口产品征收歧视性关税。

从理论上讲，什么使制裁有效？

Nephew（2017）为设计有效的制裁提供了一个指南，包括：（1）明确目标；（2）了解目标的脆弱性及其承受能力；（3）制定削弱目标决心的战略；（4）不断完善战略；以及（5）明确取消制裁的条件。

制裁引发了一场军备竞赛。制裁一旦实施，目标国就会寻找逃避制裁的途径，而实施制裁的国家则努力提高制裁的有效性。换句话说，制裁是一场博弈，一方寻找漏洞加以利用，另一方则努力堵塞漏洞。此外，军备竞赛中，双方都在努力展示自己的决心，以说服对方让步。因此，有效制裁的最重要方面可以说是一个可信的承诺，即根据需要修改和更新制裁措施，也就是说，要“不惜一切代价”。

制裁在过去是否有效？

制裁之所以失败，往往是因为第三方（“制裁破坏者”）帮助破坏了制裁（例如，2015 年初）。从制裁给目标国带来的成本来看，最有力的制裁通常被用于那些普遍愿意付出昂贵成本来抵制制裁的无赖国家。在这种情况下，第三方可能会预计到破坏制裁的行为会引发代价高昂的二次制裁（见下文）。而且，越多的国家积极支持和监督制裁，就越难以掩盖破坏制裁的行为。

什么是二次制裁？我们应该期待它们吗？

初级制裁限制实施制裁的国家的实体与目标实体或管辖区进行经济或金融交易。相比之下，二次制裁适用于未实施制裁的其他国家的实体或个人。

为了更好地理解，我们考虑来自中国或印度的公司的情况——这两个国家（截至本文撰写时）还没有加入对俄罗斯实施制裁的联盟。如果一家中国或印度公司与俄罗斯做生意，美国或欧盟可以禁止该公司与他们的客户或供应商做生意，并拒绝其进入国内和国外的金融机构。（在美国，二次制裁是由美国财政部外国资产控制办公室执行的）

由于其治外法权，二级制裁是有争议的，主要用于针对特定国家，包括伊朗、朝鲜和委内瑞拉。由于这么多国家都在对俄罗斯实施制裁，二级制裁的需

求（和作用）可能是有限的。事实上，仅仅是二次制裁的威胁就可以劝阻那些没有实施制裁的国家的实体不要帮助俄罗斯。

尽管如此，仍有一个大问题：如果中国企业、商业银行、甚至中国人民银行帮助俄罗斯逃避制裁，美国会不会对它们实施二次制裁（Swanson 2022）？到目前为止，美国官员已经表示，美国将对中国“支持俄罗斯侵略”的行为“施加代价”。

美国和欧盟阻止了俄罗斯银行（中央银行）使用其国际储备。他们是如何做到这一点的？

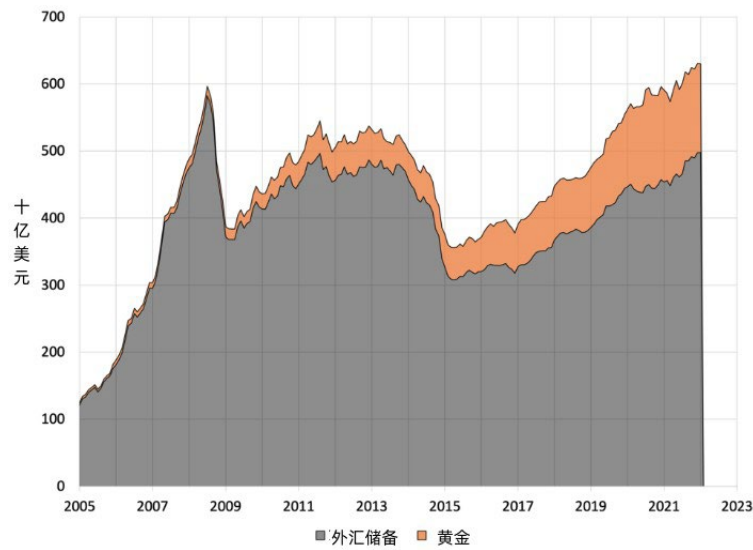
中央银行在外国中央银行和商业银行的账户中持有外汇储备、或以外币计价的证券形式持有外汇储备。在实施目前的制裁时，各国政府冻结了俄罗斯银行在其中央和商业银行的账户，并阻止其通过托管人和经纪人出售证券。

虽然可能有一些司法管辖区将允许俄罗斯银行进行交易——进行支付和出售证券——但我们知道没有一个司法管辖区宣布愿意这样做（至少，目前还没有）。

阻止俄罗斯银行使用其外汇储备的目的是什么，它是否有效？

其目的是限制俄罗斯为针对乌克兰的战争提供资金的能力。制裁已经冻结了俄罗斯的海外资产，扰乱了俄罗斯的经济和金融体系。例如，俄罗斯银行积累了超过 6000 亿美元的国际储备（包括黄金），（在没有制裁的情况下）可以用来从国外购买商品和服务（见图 1）。

图 1 俄罗斯：国际储备（十亿美元），2005-2022 年 1 月



资料来源：俄罗斯银行。

现在看来，大部分的外汇储备都被冻结了。根据俄罗斯银行（2022）报告的 2021 年 6 月的外汇持有量分布，我们估计截至 2022 年 1 月，非人民币计价的外汇持有量为 3460 亿美元。使用这些持有的交易必须在货币发行央行的资产负债表上结算（见图 2），但遵守制裁的央行不会允许这样做。当然，在过去的八个月里，俄罗斯的国际储备构成可能已经进一步向人民币和实物黄金转移。尽管如此，卢布的暴跌强烈地表明，俄罗斯银行的许多海外资产仍然无法被使用。

图 2 俄罗斯：国际储备的货币构成（十亿美元），2017 年 6 月和 2022 年 1 月



备注：在估计 2022 年 1 月的储备构成时，我们使用俄罗斯银行（2022）的 2021 年 6 月的百分比权重。

资料来源：俄罗斯银行和作者的估计。

当然，俄罗斯还有其他的外国收入来源，可以用来从国外获得商品和服务。由于俄罗斯能源和其他商品的出口，它有大量的经常账户盈余。截至目前（2022 年 3 月 18 日），部分外国司法机构，特别是欧洲的司法机构，仍然不愿意禁止进口俄罗斯的天然气和石油。除非外国从俄罗斯进口的能源下降，否则入侵后能源价格的飙升将进一步扩大俄罗斯的经常账户盈余。然而，在各国政府实施二次制裁的情况下，俄罗斯可能无法获得能源销售收入。在这种情况下，经常账户盈余将直接变成被困在国外的冻结金融资产。

在制裁之前，评论家们认为俄罗斯已经建立了一个货币储备的"战争箱"，以使其不受国际舆论的影响。这一策略现在失败了吗？

到目前为止，战争储备战略已经失败。即使是瑞士，这个几个世纪以来一直热衷于维护其中立性的国家，也在对俄罗斯实施制裁。一些司法管辖区可能将允许俄罗斯实体进行交易，提供一条绕过制裁的道路。然而，如果他们试图这样做，制裁国政府可能会推动二级制裁。

俄罗斯银行有什么工具来稳定金融系统和经济？

俄罗斯银行保留了对其国内资产负债表的控制，这是政府稳定金融的重要工具。首先，在大幅提高其政策利率以支持卢布后，中央银行可以进一步提高这一利率。（请注意，这将进一步收紧俄罗斯的金融条件，增加经济活动的下行压力，而经济活动已经受到制裁的影响）。第二，俄罗斯当局可以进一步加强资本控制，目前卢布的销售已被限制，迫使出口商将外币收入转换成卢布。第三，俄罗斯银行保留向商业银行提供卢布贷款的能力，为阻止银行挤兑提供必要的流动资金（纸币）。

俄罗斯没有中央银行数字货币（CBDC）。如果存在一个卢布 CBDC，战争和制裁会不会产生不同的影响？

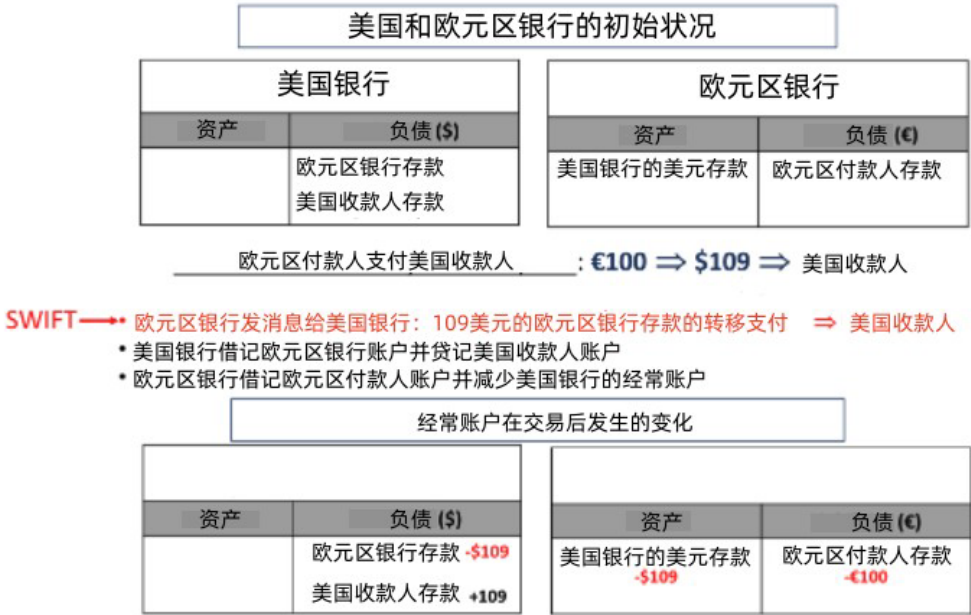
为了应对战争和制裁，家庭和公司会将银行存款转换成纸币。如果有一个卢布中央结算公司，这种从俄罗斯银行转入中央结算公司的情况可能会更大、更快，而且是看不见的。同时，在制裁区和俄罗斯资本管制的范围内，外国人会急于处置他们的卢布 CBDC。由于中央银行可以弹性地改变供应，其净结果可能是 CBDC 的大量增加。

什么是 SWIFT，它是如何工作的？

环球银行金融电信协会（SWIFT）是一个比利时合作社，支持全球银行之间的金融交易和支付的执行。它最著名的是其安全和可信的报文系统，每天传送大约 4200 万条信息。

为了解 SWIFT 在支付系统中的作用，我们考虑一项跨境交易，即欧元区的某人希望向美国的某人付款。图 3 显示了当欧元区付款人指示其银行将 100 欧元兑换成美元，并将资金发送给美国收款人时的一个简单例子。为简化这一过程，我们假设付款人的欧元区银行有一个美国代理银行或美国子公司，在那里有一个美元账户，以及美国收款人在该银行有一个账户。

图 3



在收到客户的请求后，欧元区银行通过 SWIFT 向美国银行（他们的代理行或子公司）发出指令，向所需的收款人支付款项。然后美国银行将资金从欧元区银行的账户转到美国收款人的账户。同时，欧元区银行从付款人的账户中扣款，并减少他们在美国银行账户中的余额。

由于 SWIFT 只是一个消息传递系统，人们有办法绕过它。事实上，早在 1977 年 SWIFT 开始运作之前，银行就已经开始了跨境支付。然而，由于 SWIFT 成本低、快速、值得信任，它已成为银行间的主导性信息传递系统。最重要的是，通过 SWIFT 接收信息的人可以验证发送者的身份，并确保指令是真实的。因此，虽然有可能改用其他方式（甚至可能使用社交网络和通信平台），但这将耗费大量成本和时间。

将一家银行排除在 SWIFT 之外是什么意思？

如果一家银行被踢出 SWIFT，它就不再被允许发送或接收报文。因为 SWIFT 无法区分转账的目的，所以中间人不能“部分”在系统中存在：它要么在，要么不在。然而，如果一家被排除在外的银行能找到另一家愿意代表它处理交易的银行作为其代理行，那么被排除在 SWIFT 之外的影响就是有限的。

鉴于能源支付对俄罗斯的重要性，这些支付是如何进行的？

在撰写本文时，俄罗斯的天然气和石油销售被明确排除在制裁之外。也就是说，俄罗斯以外的能源买家被允许向其俄罗斯供应商付款。例如，欧元区的能源进口商可以在俄罗斯以外的任何一家银行向能源供应商的账户进行欧元转账（只要该银行愿意继续处理交易并维持账户）。由于俄罗斯最大的银行（Sberbank）和主要的能源部门银行之一（Gazprombank）保留了对 SWIFT 的访问权，目前的制裁允许俄罗斯以外的能源消费者继续购买（并支付）俄罗斯的能源。

为什么俄罗斯的能源出口对制裁的有效性如此重要？

俄罗斯是一个主要的能源生产国。2018 年，它占世界天然气出口的 21%，这使其成为天然气最主要的供应商，它也在石油出口中占 11% 的份额。俄罗斯对欧洲的能源杠杆特别大。其次，所消耗的能源大部分来自化石燃料，其中 36% 来自石油产品（主要是原油），22% 来自天然气。

在欧盟化石燃料进口来源中，2019 年俄罗斯在其原油（27%）和天然气（41%）中都占了最大份额。重要的是，与原油进口相比，要找到天然气进口的替代品更加困难（至少在短期内）。此外，在一些国家（包括德国），对俄罗斯天然气的依赖程度高于欧盟标准。

虽然欧洲的目标是大幅降低这种依赖性，但欧洲对俄罗斯的制裁目前并没有禁止能源进口（Abnett, 2022）。鉴于由此产生的巨大收入规模——尤其是现在价格飙升——这种能源除外措施无疑是当前制裁制度的最大漏洞。也许是因为这个原因，迄今为止，经通货膨胀调整后的石油价格的涨幅比 1979 年和 2008 年的历史纪录要小（见图 4）。

图 4 通货膨胀调整后的石油价格（1970 年 1 月=100），1970-2022 年 3 月



备注：该图显示了 WTI 油价与美国 CPI 的比率。2022 年 2 月和 3 月的 CPI 数字假定了 7.5% 的逐年增长。2022 年 3 月的 WTI 价格是 2022 年 3 月 18 日的观察价格。资料来源：FRED。FRED。

随着俄罗斯对乌克兰战争的持续，呼吁欧洲政治家禁止俄罗斯能源进口的民众压力可能会加剧。最近一项使用最先进的宏观部门模型的研究得出结论，在德国，停止从俄罗斯进口能源的经济成本将是“可观但可控的”，这会使 GDP 减少 0.5%-3%（Bachmann 等人，2022）。

在能源之外，制裁如何影响与俄罗斯的贸易？

俄罗斯在能源之外的众多商品市场上有重大影响。因此，制裁以及因战争而关闭的港口都助长了价格的飙升，可能会进一步损害实施制裁的国家。例如，俄罗斯和乌克兰的小麦产量约占世界供应量的三分之一。因此，自乌克兰战争开始以来，小麦价格上涨了 35% 以上。同样，俄罗斯是一个主要的金属生产国，包括铝、铜、镍、钯和锌。这些产品的价格也达到了多年来的高点。

受影响的行业包括汽车（福特、通用和大众）、航空（空中客车和波音）、能源（英国石油和埃克森）、娱乐（迪斯尼和华纳传媒）、航运（马士基和地中海航运）和技术（苹果）。私营企业采取制裁行动的速度和广度前所未有，这与俄罗斯在很长一段时间内仍将是一个不受欢迎的商业场所的观点相一致。

广义上讲，这些发展既影响了实施制裁的人，也影响了他们的目标。战争进一步加剧了已经紧张的全球供应链，减少或切断了来自俄罗斯和乌克兰的货物。不愿处理俄罗斯出口的贸易公司和托运人的自愿回撤更是进一步扩大了制裁的冲击。

除了将军事行动扩大到乌克兰之外，俄罗斯如何对实施制裁的国家进行报复？

俄罗斯的报复可以采取多种形式。新闻界经常提到的一种是网络攻击。在俄罗斯入侵乌克兰之后，美国网络安全和基础设施安全局（CISA）向所有组织发出了“加强防护”的警告，“准备好应对破坏性的网络活动”。

俄罗斯已经通过对活动和资产销售的限制，增加了在俄罗斯做生意的外国人和拥有俄罗斯资产的非居民面临的挑战。例如，对于来自实施制裁的国家的实体，俄罗斯现在要求对转让国内证券或房地产所有权的交易进行事先批准。展望未来，俄罗斯实体可以选择拖欠外债，截至 2021 年底，其外债总额为 4780 亿美元（包括 620 亿美元的联邦主权债务，其中 200 亿美元是以外币计价的）。但是，由于俄罗斯人拥有的外国资产多于外国人在俄罗斯的资产，它是世界其他国家的净债权人（Milesi-Ferretti, 2022）。通常情况下，这种债权人地位是财务状况良好的标志。然而，在有效的制裁下，这可能增加了其脆弱性，因为外国政府可以限制俄罗斯海外资产的使用，这也正是他们现在正在做的。

加密货币能否提供逃避制裁的手段？

许多人，包括几位美国参议员，都在问加密货币资产是否可以为俄罗斯逃避制裁提供便利（Warren et. al., 2022）。到目前为止，两家主要的加密货币交易所（Coinbase 和 Binance）已经拒绝了禁止俄罗斯用户的要求（Nishant, 2022）。然而，这种不愿意支持制裁措施的行为也招致了对这些允许在加密货币世界和“传统”金融系统之间转移的“上行和下行通道”的更多审查和监管。此外，在这个阶段，加密货币基础设施不太可能有足够的可扩展性以帮助大规模逃避制裁。例如，虽然传统金融系统每天处理数万亿美元的付款，但比特币交易通常低于 100 亿美元。因此，虽然个人有可能转移小额资金（例如，数万美元），但加密货币资产似乎极不可能为非常大的转移提供渠道。

是否存在因制裁或报复而产生的系统性风险？

制裁的历史告诉我们，它既影响实施制裁的人，也影响目标。

例如，切断与俄罗斯的金融联系可能会损害俄罗斯以外的金融机构。从绝对值来看，法国和意大利的银行似乎对俄罗斯的金融风险最大。从总资产看，奥地利的银行风险最大。在过去的一个月里，衡量欧洲金融机构系统性风险的一个指标是纽约大学波动性和风险研究所的 SRISK 指标，该指标预测了股票市场大跌情况下的总资本缺口。指标显示上升了 26%，达到 1.55 万亿美元。然而，这个总数仍然远远低于 2011-12 年欧元区危机高峰时的水平。

展望未来，俄罗斯股票市场的持续关闭，加上债务违约，可能会产生进一步的系统性影响，但目前仍不能确定。

如果制裁继续存在，对俄罗斯的经济和人民会产生什么影响？

除非俄罗斯能够逃避制裁，否则制裁的时间越长，经济成本就越高。例如，俄罗斯经济的重要部门，包括技术部门，都依赖于目前不再存在的进口。从长远来看，一个处于自给自足状态的俄罗斯经济——完全与世界其他地区隔绝——的收入、生产力和增长都会降低。

类似的策略会不会在未来被敌人用来对付美联储或欧洲央行？

当前战略的成功有赖于全球合作和协调。如果整个世界其他地区都要制裁美国或欧元区，那就会产生很大的影响。然而，美国和欧元区的经济都比俄罗斯的经济要多样化得多，所以它们可能比俄罗斯更容易适应孤立的状态。此外，由于美国的经常账户赤字很大，对外国人的净负债也很大，试图孤立美国经济的成本将比孤立俄罗斯的成本在更大程度上落在外国人身上。

同时，美国的一个弱点是其庞大的政府预算赤字。如果美国在财政上与世界其他国家隔绝，它将不得不重新寻找一种内部融资的方式，或者迅速缩小赤字。无论哪种结果都可能是极其困难的。

本文原题为“Russian Sanctions: Some Questions and Answers”。本文作者 Richard Berner 是纽约大学斯特恩商学院教授，Stephen Cecchetti 是布兰代斯国际商学院国际金融主席，Kim Schoenholtz 是纽约大学斯特恩商学院教授。本文于 2022 年 3 月刊于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

俄罗斯的脱钩：欧洲在高科技领域的弱点

Monika Grzegorzcyk, J. Scott Marcus, Niclas Poitiers and Pauline Weil/文 薛懿/编译

导读：虽然俄罗斯在西方高科技制裁中承受了重大冲击，但在依赖俄罗斯和乌克兰的商品和技术的领域，欧盟也将面临挑战。编译如下：

引言

在俄罗斯入侵乌克兰后，西方高科技制裁旨在压制武器技术的生产，并确保俄罗斯与全球经济脱钩。俄罗斯已被排除在全球高科技价值链之外，同时俄罗斯和北约国家的企业采取的措施在一定程度上使俄罗斯与在线服务和媒体脱钩。这些措施似乎非常有效地打击了俄罗斯作为现代经济体的未来。

虽然欧盟没有从俄罗斯进口很多高科技产品，但欧洲在某些领域受到了欧俄贸易中断的影响，尤其是从俄罗斯进口的核技术和原材料。

这种普遍的单向技术依赖源于俄罗斯在大多数高科技领域缺乏竞争力。对关键商品的禁运再加上金融制裁意味着，俄罗斯不仅无法从欧盟和美国获得供应，还面临着来自其他国家的供应障碍。俄罗斯的关键产业将很快停止运作。

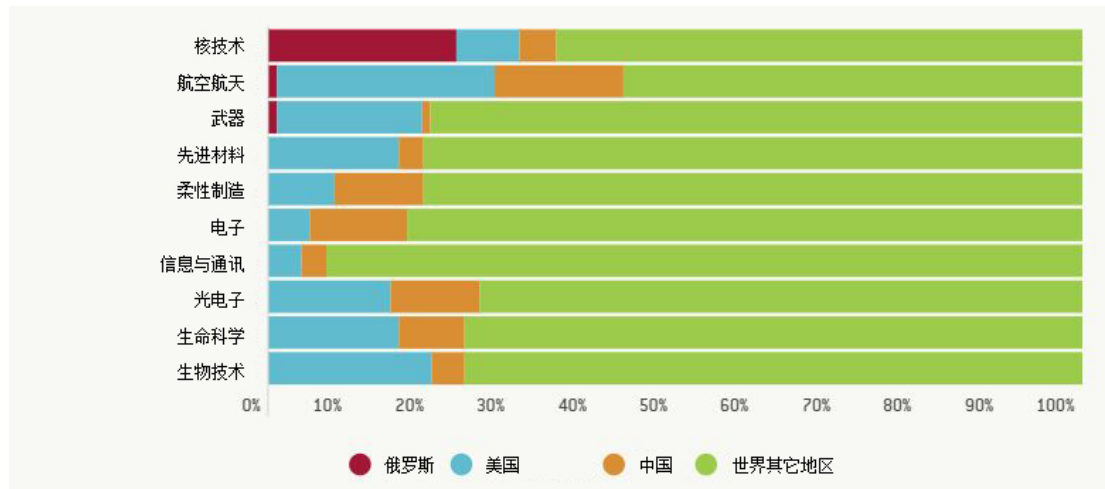
但是，全球高科技供应链使用的商品中有一些主要来自乌克兰和俄罗斯。在找到足够多的替代品之前，这将导致全球高科技供应链中断。欧盟高科技产业将同时受到两方面影响：一方面是与新供应商建立联系的成本，另一方面是俄罗斯被排除在全球市场之外的价格影响。

一个特例是俄罗斯的商业核技术产业，该产业一直以来都具有很强的国际竞争力。欧洲的一些核电站，包括使用俄罗斯技术的现有核电站和俄罗斯参与的计划中的核电站，因为零部件和燃料的供应都可能受到影响。

核能和燃料

与俄罗斯不同，欧盟对高科技产品的进口高度多样化，对俄罗斯的总体敞口很小（见图 1）。然而，俄罗斯是核材料和技术的重要提供者，向欧盟提供了 30% 的浓缩铀、核反应堆和反应堆部件。这使得欧盟在核技术领域依赖俄罗斯。

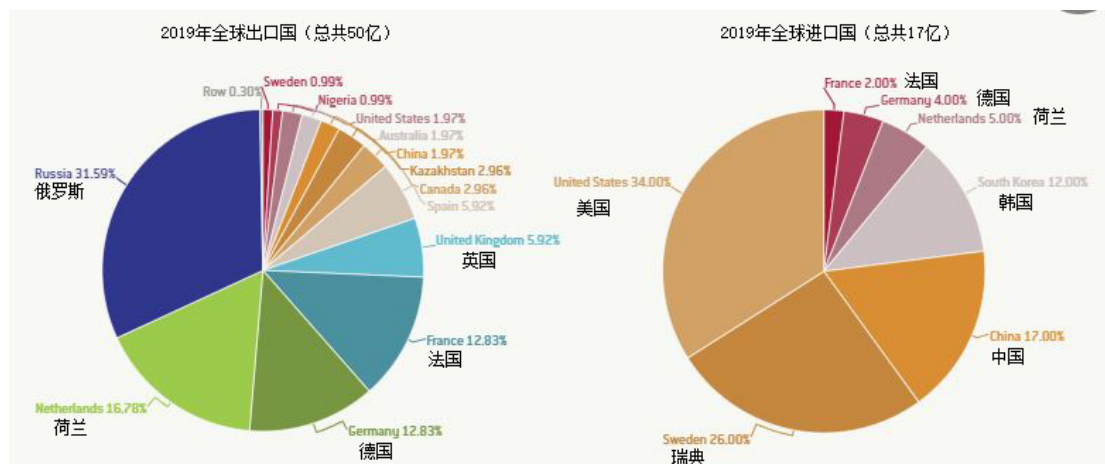
图 1 欧盟对高科技产品的进口，2019 年



数据来源：Bruegel，根据 OEC 和美国人口普查局。

俄罗斯是全球重要的核技术出口国。它在 2019 年出口了价值约 30 亿美元的核产品，包括浓缩铀和钚（也可用作反应堆的燃料）在内。60%的核材料和技术出口向德国、法国、荷兰和瑞典（这四个国家的总销售额为 6.4 亿美元）、美国（5.8 亿美元）和其他非欧洲国家。总体而言，俄罗斯对用于反应堆的浓缩铀出口占世界总出口的 33%。世界第二大供应商荷兰的交付量还不到俄罗斯的一半。

图 2 铀（浓缩铀 235）、钚化合物、合金的出口商（左边：总价值 50 亿美元）和进口商（右边：总价值 17 亿美元），2019 年

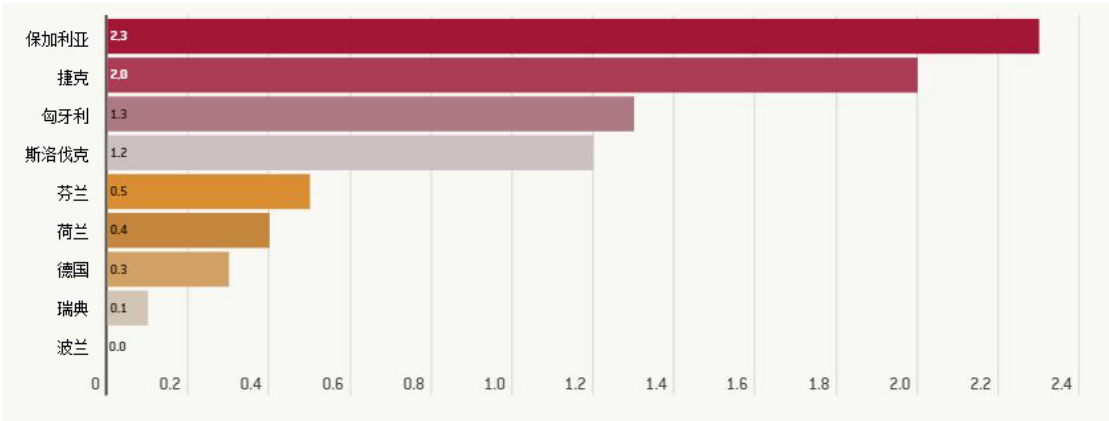


数据来源：Bruegel，根据 OEC。

俄罗斯是核反应堆、反应堆部件和核反应堆燃料元件的供应商。在过去十年中，俄罗斯对欧盟国家的出口价值为 80 亿美元（图 3）。据世界核协会（World Nuclear Association）称，许多中欧和东欧国家都依赖俄罗斯的核技术。

《欧洲能源安全战略》还强调了，欧洲缺乏多样化或应对供给冲击的后备措施。迄今为止，关于浓缩铀供应来源多样化方面的措施还是十分有限。现有举措中包括欧盟的“平地线 2020”研究创新计划，该计划于 2015 年开始资助欧洲原子能共同体的一个研究和培训项目，为俄罗斯在欧盟设计的反应堆寻找可替代的核燃料供应。鉴于它们的特殊性和所涉及的安全标准，从俄罗斯采购核燃料转向替代品将是一项重大挑战。

图 3 俄罗斯向欧盟出口核反应堆、反应堆部件和燃料
(2010-2019 年，总价值数十亿美元)



数据来源：Bruegel，根据 OEC。

欧盟国家有 18 座俄罗斯核反应堆：保加利亚 2 座、捷克 6 座、芬兰 2 座、匈牙利 4 座和斯洛伐克 4 座。斯洛伐克还有两座正在建设中，芬兰计划再建造一座，匈牙利计划再建造两座。自从俄乌战争爆发，芬兰计划中的核电站已经暂停并可能终止，但匈牙利还未放弃其项目。俄罗斯国家原子能公司（Rosatom）负责所有关于核能的国际承诺。

到目前为止，欧盟尚未对核技术贸易实施全面制裁。2 月 28 日，欧洲议会的一项决议呼吁“成员国停止与俄罗斯在核领域的任何合作，特别是与 Rosatom 及其子公司的合作，包括与俄罗斯在国际原子能机构的合作，以及终止或取消 Rosatom 所有子公司的经营许可证”。

材料

俄罗斯和乌克兰是欧洲高科技产业的材料供应商，这些产业现在面临价格上涨和寻找替代来源的挑战。一个重要的例子就是用于高端半导体的深紫外光刻（DUV）制造过程的氟气：全球 70% 的氟气出口来自乌克兰的三家公司。这种气体在乌克兰进行提纯，但首先是作为俄罗斯钢铁制造业的副产品提取出来的。全球其它地区开采氟气的能力十分匮乏。半导体制造商的氟气库存足以解决短期采购问题，并且从长远来看，从其他来源进口氟气应该也是可能的。但

这种中断势必会对价格产生强烈影响，并可能给过去两年一直处于紧张状态的行业带来新的上行风险。在 2014 年俄罗斯吞并克里米亚之后，氖气价格飙升了 600%，这大概可以解释为什么依赖氖气的公司随后增加库存并一直力求多元化。

其他对高科技制造业很重要的气体供应，包括氩气和氙气，也可能面临风险。为了减轻对这些惰性气体的依赖，这可能进一步推进了制造业供应的多样化，但弥补乌克兰的短缺也将是一个挑战，需要数月甚至数年才能克服。上周，乌克兰三大生产商中的两家宣布停止运营，因为其生产基地所在的城市已被俄罗斯军队占领。

俄罗斯也是高科技价值链中所使用的部分商品的重要出口国。俄罗斯出口占生铁贸易的 35%、原镍贸易的 28%和原钯贸易的 25%。它也是铝和钛等其他金属原材料和加工材料的重要来源。欧盟已经禁止从俄罗斯进口某些钢铁产品。在镍市场，与战争相关的不确定性已经为极度轧空创造了条件。

贸易中断对价格和供应的影响将取决于贸易转移的程度。虽然北约成员国和俄罗斯可能会停止这些商品的双边贸易，但中国和印度等其他国家可能会以折扣价购买俄罗斯商品，这将释放其他出口商的产能，否则这些出口商将流向中国和印度。

结论

北约国家对俄罗斯实施的前所未有的制裁在很大程度上会使其与全球供应链脱钩。虽然成本主要落在俄罗斯身上，但欧盟在某些领域也将面临挑战。俄罗斯和乌克兰是某些商品的主要来源地，这将对涉及这些材料的高科技价值链形成破坏。

俄罗斯是核技术和浓缩铀的主要供应国。零件可能会变得更难获得，新发电站的项目可能会被取消。欧盟应审查其对俄罗斯核技术的依赖，尤其是在核技术逐渐成为俄罗斯化石燃料替代品之际。欧盟应该避免建造需要长期依赖俄罗斯技术的新发电厂。

俄罗斯是原材料的重要供应商，也是其中少数原材料的主要来源。在那些俄罗斯是重要供应商的市场中，即使俄罗斯没有占据主导地位，价格也会因此而大幅上涨并对欧洲产业造成破坏。供应链的投入品通常是在供应商和采购商之间合作生产的，根据特定的用例进行调整和定制。现有供应关系的替换往往伴随着调整成本。从中期来看，欧盟不仅应寻求俄罗斯商品的替代品，还应加快努力增加供应多样化。

本文原题名为 “The Decoupling of Russia: European Vulnerabilities in the High-Tech Sector”。本文作者 Monika Grzegorzcyk 是 Bruegel 的一名研究分析师，主要研究方向为货币政策、金融监管和结构改革。J. Scott Marcus 是 Bruegel 的高级研究员，同时也是一名处理电子通信政策和监管政策的独立顾问。Niclas Poitiers 是 Bruegel 的一名研究员，主要研究方向为国际贸易、国际宏观经济学和数字经济。Pauline Weil 是 Bruegel 的一名研究分析师，研究方向包括货币政策、主权债务可持续性、贸易和能源转型。本文于 2022 年 4 月刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

美国通胀问题出奇难解：对美国通胀问题的可能解释

Emily Stewart/文 徐懿凡/编译

导读：美国通胀处于 40 年来最高水平，并且全球范围内通胀都在加速。但经济学家和专家对于这个问题究竟应该归咎于什么原因并没有严格的共识。人们认为通胀上涨的原因包括：供应链中断、油价上涨、消费者需求的变化等等。关于如何解决不断上升的通胀也没有简单的答案。解决问题的办法取决于人们到底如何看待通胀成因。编译如下：



如果你确切知道如何解决通胀问题，请致电上图中的美联储主席杰罗姆·鲍威尔（Jerome Powell）。来源：Michael Nagle/Bloomberg, Getty Images.

为什么会通胀？这是许多消费者最近一直在问的问题。紧随其后的问题是：如何解决？

当谈到价格上涨时，我们陷入了一个难题。目前美国通胀处于 40 年来的最高水平，并且在全球范围内通胀都在加速。情况在好转之前很可能会变得更糟，因为俄乌战争将加剧价格压力，同时中国因新冠疫情正在进入新一轮封锁。

经济学家和专家对于这个问题究竟应该归咎于什么原因并没有达成严格共识。几个月来我们持续听到一些人们广泛认同的因素：供应链中断、油价上涨、消费需求变动等等。这些担忧几乎从未消退，但人们在其他领域存在更多认知分歧，例如政府刺激措施在提高价格方面发挥的作用，以及企业贪婪也可能是重要成因。

同时对于解决方案也没有达成明确共识。美联储正采取行动试图抑制通胀，但政策产生影响需要时间。目前仍然不确定美联储政策会多激进，以及这些解

决方案对更大范围的经济可能会产生什么风险。白宫正在努力应对物价上涨，但确实无能为力。

“他们实际上在做正确的事，但无奈没有很多工具。”哈佛经济学家、巴拉克·奥巴马（Barack Obama）总统的前顾问杰森·弗曼（Jason Furman）如此评论。他说，他们可以做并且正在做的一件事是“现实坦率地面对民众”，即他们当然不喜欢通货膨胀，而这也不是一个在一夜之间就能自行解决的问题。

尽管有很多是未知的，但对大多数人来说有一件事似乎很清楚：目前的情况在很大程度上是由酝酿了很长时间的因素造成的；一些原因得追溯到疫情初始，许多甚至更长。至于何时结束，我们可能还得在这种状态下待一段时间。

“在疫情初期，很多人都说这只是流行病，是暂时的，疫情会自行消失。”罗斯福研究所（Roosevelt Institute，一个先进的智库）宏观经济分析副主任劳伦·梅洛迪亚（Lauren Melodia）说，“到现在这个时点上，我们已经看到疫情不仅仅是流行病，压力还体现在其他事情上，比如住房。”

究竟为什么会发生通货膨胀，这个问题的答案有点困难

无论你要求哪位经济学家、专家或政策制定者向你解释当前的通胀情况，他们都会告诉你一些稍微不同的答案。在过去的几周里，我问了一群经济学家是什么导致了通货膨胀以及如何解决。大多数人在开始讨论他们的案例之前都笑了一下，承认完整的答案在一定程度上是未知的。

因此，让我们从大多数专家普遍同意的事情开始。对于刚开始了解这个问题的人来说，过去几年的经济一直很……奇怪，这在很大程度上是由于新冠疫情。在供应端，当新冠疫情来袭时，许多行业放缓和停工，这使得生产和维持正常商业活动变得困难。供应链是全球性的，大宗商品也是如此，所以即使在美国一切都看起来正常（事实并非如此），其他地方发生的事情也会产生影响。

与此同时，消费者的需求发生了变化，将消费支出从购买服务（还记得餐馆和美发店不再是一种选择吗？）转移到不太容易获得的商品上（还记得木材和哑铃的大量销售吗？）。

“人们想要的实物商品短缺，”美国劳工总会与产业劳工组织（AFL-CIO）政策主管兼特别顾问达蒙·西尔弗斯（Damon Silvers）说。除了货物本身短缺之外，事实证明，转移上述货物也很棘手：港口堵塞、卡车价格昂贵且供不应求。“由于几十年来对基础设施的投资不足，我们将货物推向市场的系统被证明非常脆弱，”西尔弗斯说。

倡导组织“雇佣美国”（Employ America）的执行董事斯坎达·阿玛纳特（Skanda Amarnath）解释说，疫情暴露了该国长期以来一直存在的大量投资不足。事实证明，如果公司和政府不投资基础设施以确保贸易顺利进行，而在每

一个环节上不断削减成本和偷工减料，就会出问题。他表示：“在我看来，这一切都源于，在经济复苏之际，出现了大量投资不足的问题。”

恢复的环节很重要。尽管很多人说他们现在对经济感觉不好，但经济实际上相当不错。失业率相对较低，很多人还有不少钱可以花，而且在很多方面，复苏看起来相当稳健。但同样，一部分问题在于：人们有钱可以花，但可以花的地方不多。“现在有很多事情同时发生。疫情仍在继续，我们在全球范围内仍然存在供应链中断，经济的某些部分正在加速发展，”阿玛纳特说。

不断攀升的油价和不断攀升的天然气价格，也助长了通货膨胀。甚至在疫情之前，能源和天然气价格就在上涨，但现在，俄罗斯的局势势必使情况变得更糟。俄罗斯并没有世界上所有的石油，但它有足够的石油来产生影响。对美国有影响，在欧洲更是如此。此外，俄乌战争以及由此产生的制裁正在推高小麦等其他商品的价格。

麻省大学阿默斯特分校（UMass Amherst）的经济学家伊莎贝拉·韦伯（Isabella Weber）说：“我们的能源价格和大宗商品价格已经迅速上涨，当然现在已经爆发了，因此新一轮巨大的成本压力会影响到很多行业。”

新冠疫情也是通货膨胀的一个持续因素，有些人往往会忘记这一点。即使你过着不戴口罩的生活，但这并不意味着其他人也这样，不仅在美国，更重要的是，在国外也是如此。中国对新冠的控制非常严格，中国是全球供应链中非常重要的一部分。中国新冠疫情再次呈上升趋势，供应链受到影响，进而导致通货膨胀。“我很担心”，韦伯谈到整个情况时说。

每个人都在争论还有什么导致通货膨胀

我希望能够告诉你一个关于通货膨胀的连贯故事，每个人对正在发生的事情都能产生共识的故事。但是我不能。因此相反，我将介绍一些理论，有些经济学家认为有用，另一些经济学家则不认同。

一些专家认为，造成通货膨胀的原因是政府投入了过多的货币。基本上，该论点认为，联邦政府实施了三项巨大的刺激计划，向经济注入了数万亿美元，这推动了价格上涨。其中很多人都提到了 2021 年初发放的 1,400 美元的刺激支票。

哈佛经济学家弗曼（Furman）认为，2021 年初签署成为法律的 1.9 万亿美元的美国救援计划（American Rescue Plan）造成了我们现在看到的一些通货膨胀。“我认为，当我们实施美国救援计划时，经济正在迅速复苏，家庭银行账户中的资金比以往任何时候都多，工作岗位也在迅速增加。我只是认为没有必要做这么大规模的事情。”他说。

不是每个人，甚至不是很多人，都同意这种观点，但这也是一种观点。阿玛纳特表示，他认为“忽视所有来自需求方的支持是错误的”，“似乎并不是所有收到刺激性大额支票的人都把该支票花在了被证明会引起通胀的事情上。”

如果政府一直以来为企业和富人提供的支持以及给不太富裕的人提供 1000 多美元的福利就会让经济陷入困境，这样说确实有点可疑。

许多激进经济学家和政治家开始争辩说，是企业整合使通货膨胀变得更糟。他们说公司拥有强大的力量（他们确实如此）并且可以根据他们想要的来设定价格，因为没有太多的竞争（通常没有）。他们接着说，公司以这个问题为借口提高价格，这样他们就可以赚取更多利润，而通胀被推高。反垄断智库美国经济自由项目研究主任马特·斯托勒（Matt Stoller）在 12 月辩称，企业利润中的疫情性增长占美国通胀增长的近三分之二。

“归根结底，是的，企业确实有权改变价格。”梅洛迪亚说。

公司的目的是赚钱，所以当然这就是他们现在正在做的事情，即使造成了通货膨胀。“说这是企业的贪婪意味着我们对企业的贪婪感到惊讶，但这就像抱怨老虎饿了一样。问题是在反垄断和税收政策方面该怎么做。”西尔弗斯说。

同时，整合是通胀背后的主要因素吗？据报道，就连白宫内部也对这一论点是否有效存在分歧。许多将责任归咎于企业牟取暴利的人承认，这只是正在发生的事情的一部分，而不是全部。一些经济学家完全不考虑这一点。

整个辩论是这样的：一些经济学家说工资上涨会导致通货膨胀，而另一些经济学家则提出证据表明事实并非如此。预期在这里发挥了作用——当每个人都认为通货膨胀正在发生时，企业开始收取更高的费用，而工人开始收取更多的钱来寻求补偿，这让整个事情变得更糟。

“一旦出现通货膨胀，它就会自我延续。”弗曼说，“有工资对价格的传导，还有价格对工资的传导。通胀预期很重要。”

如果你确切知道如何解决通货膨胀，请给我打电话（“我”指“杰伊鲍威尔”）

对于如何解决不断上升的通货膨胀，或快速给出结束整个事件的解决方案，没有简单的答案。

在国内层面，以杰伊鲍威尔为首的美联储已经开始加息。这会产生一些影响。这个想法是，当美联储加息时，借钱的成本会更高，这意味着支出减少，需求减少。但有人担心这样做可能会将美国经济推向衰退，就像 1970 年代通货膨胀之后发生的那样，或者至少会让一些工人失去一些工作。鲍威尔表示，如果需要，他愿意积极加息以对抗通胀。

弗曼说，“也许它重新设定了通胀预期，因此自我循环的工资-价格传递消失了。这是降低通胀、降低预期的最便宜、最简单的方法。”

加州大学伯克利分校（UC Berkeley）的经济学家布拉德·德隆（Brad DeLong）对通胀的看法较为宽松。“我的回答是冷静下来，这基本上是调整中一个可取的部分。我们关注人们对未来的预期，从现在起的 5 到 10 年内，人们预计通胀会趋于平静。美联储将履行其职责。”他说。

一些通胀问题可能超出了美联储的能力范围，即使在国内也是如此。进入服务领域的租金价格将在未来引发更多的通货膨胀。如果你认为该领域的部分问题是住房太少，而利率上升可能会使建造住房更加昂贵（因为借贷成本会更高），那并不能解决问题。这就是让整个事情变得复杂的原因。

白宫和总统乔·拜登（Joe Biden）也采取了一些措施试图解决通胀问题，但他们能做的非常有限（尽管一些共和党人试图坚持认为这在很大程度上是拜登的错）。他们组建了供应链工作组，并努力解决一些问题如港口运输瓶颈和半导体短缺等。但这不像拜登总统的办公桌上有一个“停止通货膨胀”按钮——如果他确实有这个按钮，他肯定会使用。

“白宫一直非常关注使用政府普通权力的瓶颈问题，但这需要时间。”西尔弗斯说，“政府正在解决我们的基础设施和基本制造中长期存在的问题，这些问题被前任政府允许持续数年，在某些情况下甚至数十年。”

“疫情的好处是，它使我们的经济陷入混乱，以至于人们提出了关于我们如何提出长期解决方案的大问题。缺点是没有快速解决办法。”梅洛迪亚说。

如果通货膨胀真的持续下去，联邦政府可能会考虑提高税收或削减支出，但其中一些不仅涉及白宫，还需要国会。

造成通货膨胀的大部分因素也在美国境外。石油是一种全球大宗商品，俄乌战争将油价推高得超越以往。美国对中国的新冠清零政策几乎无能为力。

韦伯解释说，战前我们已经看到供应链问题的影响以及商品和能源价格的压力，但最近几周情况变得更糟。她指出，可能需要国际合作来稳定商品市场。

“这似乎是战争和制裁的一种预期结果，你会在大宗商品市场上遇到非常严重的动荡。”韦伯说，“鉴于这种通胀的部门性，我认为我们需要更多针对特定部门的政策行动。”

同样，解决通货膨胀的不同想法取决于你认为通货膨胀的形成原因。对于那些认为政府刺激和政策过度宽松的美联储造成了问题的阵营来说，这意味着未来他们将推动减少刺激和减少宽松的美联储政策。对于那些处于企业权力观阵营的人来说，解决方案看起来像是更好的反垄断执法、对企业利润征税，甚

至可能是价格控制。在这些中间，关于解决石油供应问题和通过医疗保健政策等应对通胀压力的战略，也有很多观点。

更广泛地说，通胀的一些解决方法只是需要时间。产能将再次启动，需求将降温，也许还会有一些必要的投资。

如果有一个巧妙的技巧可以解决通货膨胀就太好了，但没有。好消息是，事情最终可能会好转。它们只是可能在初期变糟——进而导致很多痛苦。

本文原题名 “America’s Inflation Problem is Weirdly Hard to Fix——America’s Inflation Problem, Explained to the Extent it is Possible” 本文作者 Emily Stewart 是 Vox 的高级记者。本文于 2022 年 3 月 28 号刊于 Vox 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

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2022年4月5日的数据。编译如下：

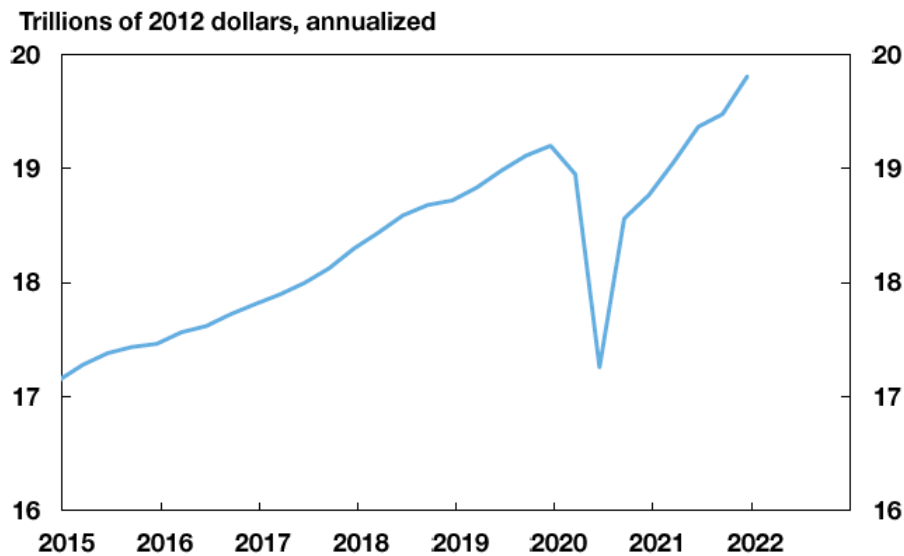
一. 总览

- 失业率下降，实际可支配收入继续呈下降趋势，并且通货膨胀仍居高不下。
- 第四季度 GDP 增速有所回升。
 - 增长主要来源于存货积累。
 - 消费支出缓慢增长，几乎所有的增长都来自于服务支出。
 - 固定投资支出上升，净出口部分保持不变，而政府支出下降。
- 2 月份实际可支配收入再次下降。
 - 该指标低于其趋势增长路径。
 - 实际消费支出略微下降，因为商品支出的下降超过了服务支出的上升。
 - 储蓄率低于疫情前的水平。
- 3 月份，就业人数继续以稳定的速度增长，并且失业率下降。
- 2 月份，核心个人消费支出（PCE）通胀率在过去一年有所上升。
- 10 年期美国国债收益率大幅上升，尽管期限溢价估计值有所下降。标准普尔 500 指数在过去一个月内上升，但自今年年初以来仍呈下降趋势。市场隐含的联邦基金利率路径有所上升。

（一）2021 年第四季度产出略低于疫情前的趋势水平。

1. 自 2019 年第四季度以来，GDP 年增长率为 1.6%。
 - (1) 在 12 月的经济预测摘要（SEP）中，对长期 GDP 增长率的预测中值为 1.8%。
 - (2) 3 月份蓝筹股调查预计，2024-2028 年期间的年平均增长率为 2.0%。
 - (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不到 1.0%。
2. 失业率低于长期正常水平。
 - (1) 3 月份 3.6% 的失业率低于蓝筹股调查对 2024-2028 期间平均失业率 3.8% 的预测，低于 SEP 对长期失业率 4.0% 的预测中值。
 - (2) 3 月的劳动力参与率比疫情前的水平低了约 1 个百分点。

图 1 实际 GDP

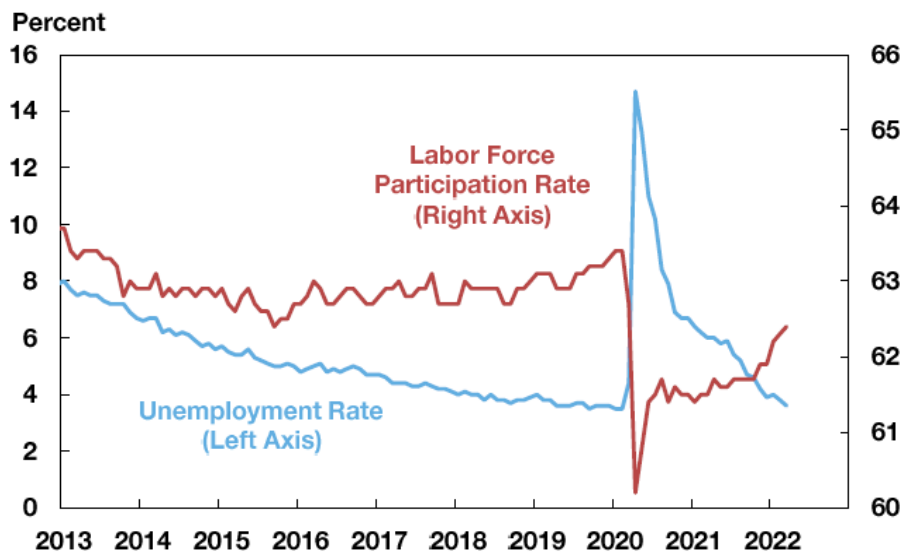


数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）失业率下降。

- 失业率从 2 月份的 3.8% 下降至 3 月份的 3.6%，同比下降 2.4 个百分点。
- 劳动力参与率从 62.3% 上升至 62.4%，同比上涨 0.9 个百分点。
- 家庭调查的就业数据增加了 73.6 万人，同比上升 5.0%。

图 2 劳动力市场指标



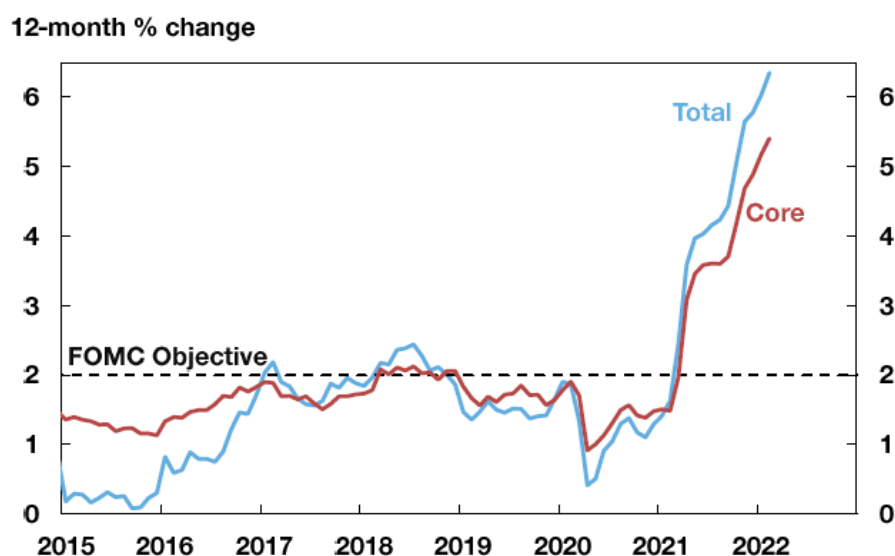
数据来源：美国劳工统计局（BLS）。

（三）PCE 通货膨胀率进一步上升。

- PCE 通胀从 1 月份的 6.1% 升至 2 月份的 6.4%。
- 核心 PCE 通胀从 5.2% 上升至 5.4%。
- 耐用品通胀从 11.7% 下降至 11.4%。

- 二手车通胀从 51.2%降至 45.6%。
- 核心 PCE 环比年化增长率为 4.3%，而第四季度的月平均年化增长率为 6.0%。

图 3 个人消费支出平减指数



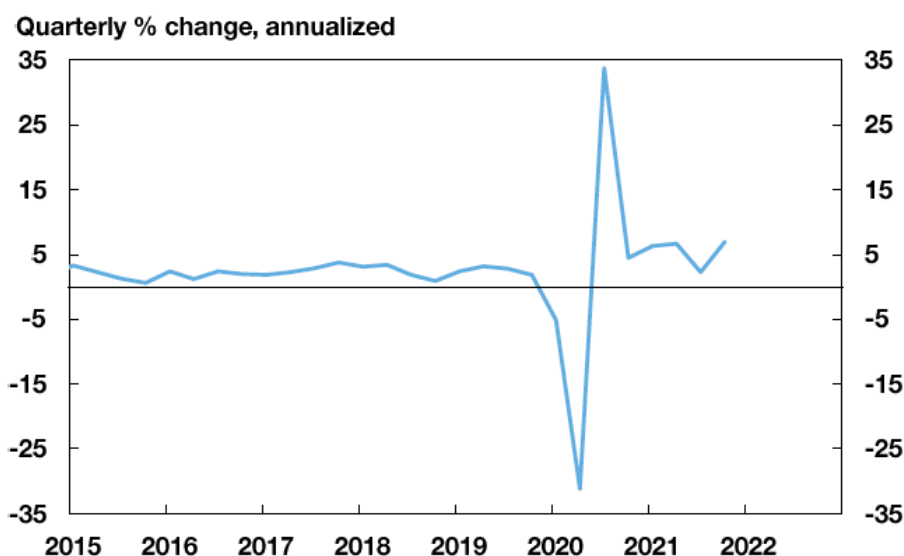
数据来源：经济分析局（BEA）。

二. 经济活动

（一）2021 年第四季度 GDP 增长稳健。

- 第四季度 GDP 的年化增长率为 6.9%，较第三季度的 2.3%有所回升。
 - 2021 年 GDP 同比增长 5.5%，是 1984 年以来最高的年增长率。
 - 随着企业重新补充耗尽的库存，库存投资成为第四季度 GDP 增长的主要贡献者。
 - 消费者支出增速在第四季度略微加快。
- 第四季度实际 GDI（Gross Domestic Income，国内总收入）的年化增长率为 5.1%，低于第三季度的增速。
 - 个人收入和企业利润都是导致第四季度 GDI 增长放缓的原因。
 - 2021 年 GDI 同比增长 5.5%，与 GDP 持平。

图 4 GDP 增长

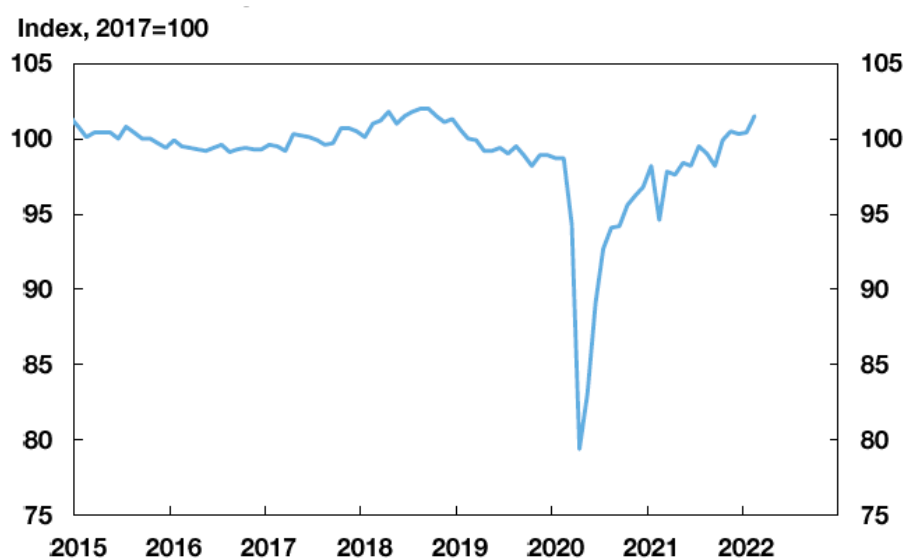


数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）2 月份制造业活动大幅增多。

- 制造业指数的环比增速在 1 月份上涨 0.1%后，在 2 月份又上涨了 1.2%。
 - 除汽车行业外，大多数主要行业都出现了增长。
 - 总体指数比疫情前的水平高出 3.4%。
- 汽车行业的制造业指数下跌了 3.5%。
 - 该指数较疫情前水平低 10.6%。
 - 不包括汽车行业的制造业比疫情前高出 4.0%。
- 3 月 ISM 制造业指数仍处于高位。
 - 供应商交付部分有所上升，这与供应链持续存在困难相符。

图 5 制造业指数



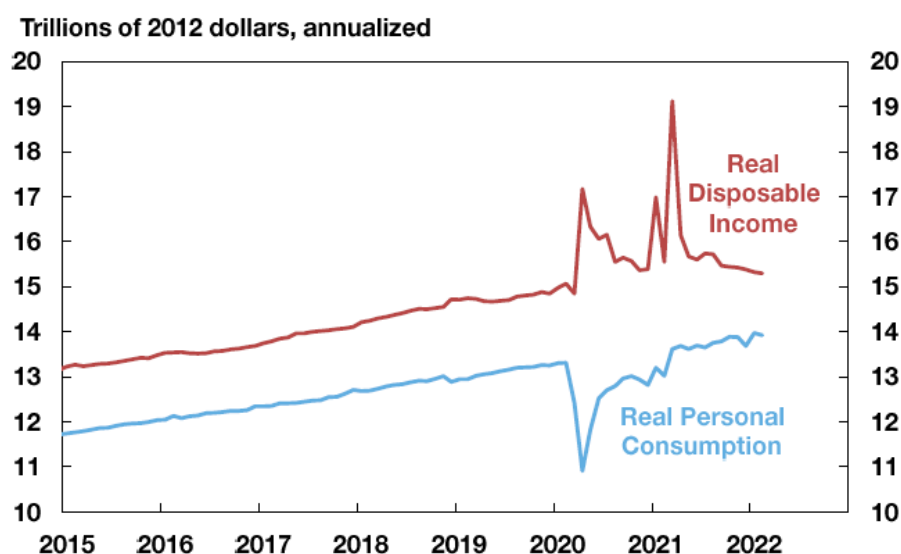
数据来源：美国联邦储备委员会。

三. 家庭

（一）实际可支配收入继续呈下降趋势。

- 实际个人消费支出在 1 月份上涨 2.1% 后，在 2 月份下降了 0.4%。
 - 与第四季度的平均水平相比，消费者支出在第一季度的前两个月增长了 4%（年率），接近其趋势增长路径。
- 2 月份实际可支配收入环比下降 0.2%，而名义个人收入增长了 0.5%。
 - 名义薪酬上涨 0.7%，经营者收入上涨 0.8%，而个人转移收入下降 0.3%。
 - 薪酬同比增长 10%，经营者收入同比增长 10%，而转移收入同比下降 5%。
 - 自 7 月份以来，实际可支配收入一直在稳步下降，低于其趋势增长路径。

图 6 个人可支配收入和消费

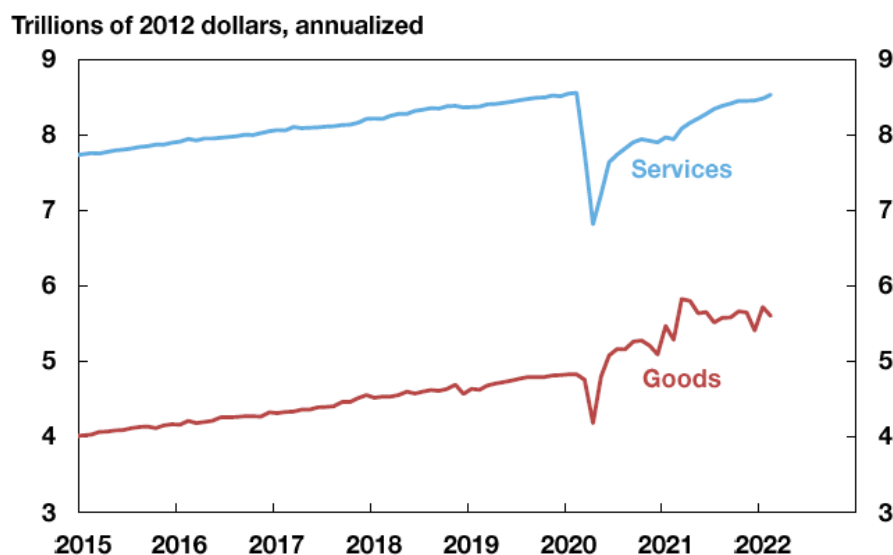


数据来源：经济分析局（BEA），美国联邦储备委员会。

（二）2 月消费者支出转向服务业。

- 实际商品支出在 1 月份大幅增长 5.6% 后，在 2 月份下降了 2.1%。
 - 与 2021 年第四季度相比，商品支出在第一季度的前两个月增长了 6%（年率）。
 - 商品支出比其趋势增长路径高出 10%。
- 服务业的实际支出环比增长 0.6%。
 - 与 2021 年第四季度相比，服务支出在第一季度前两个月增长了 3%（年率）。
 - 在食品服务、航空运输和住宿方面的支出显著增加。
 - 服务支出比其趋势增长路径低 5%。

图 7 消费者支出



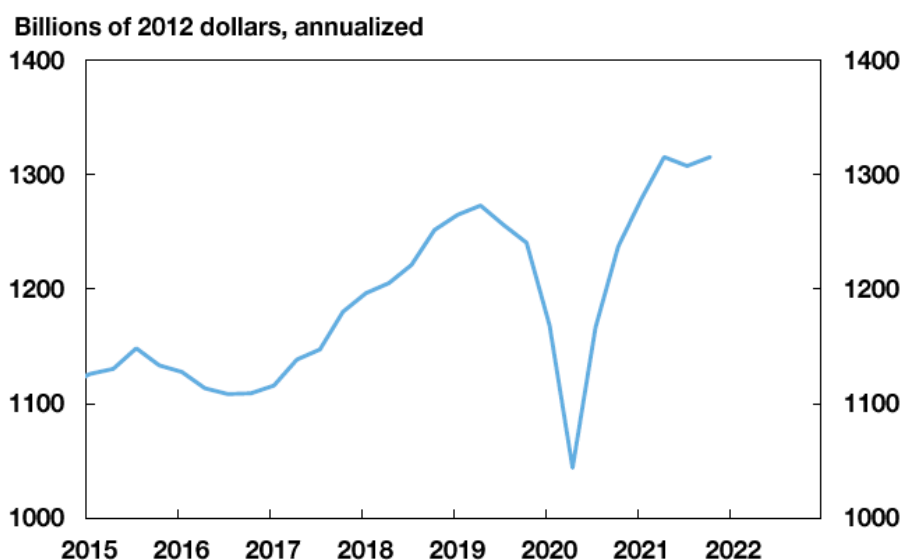
数据来源：经济分析局（BEA）。

四. 商业部门

（一）2021 年第四季度设备支出略微上升。

- 在前一季度下降之后，实际商业设备支出在第四季度小幅上升。
 - 本季度设备支出为 GDP 年化增长贡献了 0.2 个百分点。
 - 信息和工业设备类别的强劲增长被运输和其他设备类别的下降所抵消。
 - 尽管下半年表现平平，但设备支出在 2021 年全年增长了 6.5%。
- 2 月份的资本货物订单下降，但仍处于高位，然而这在一定程度上反映了价格的上涨。

图 8 设备投资支出



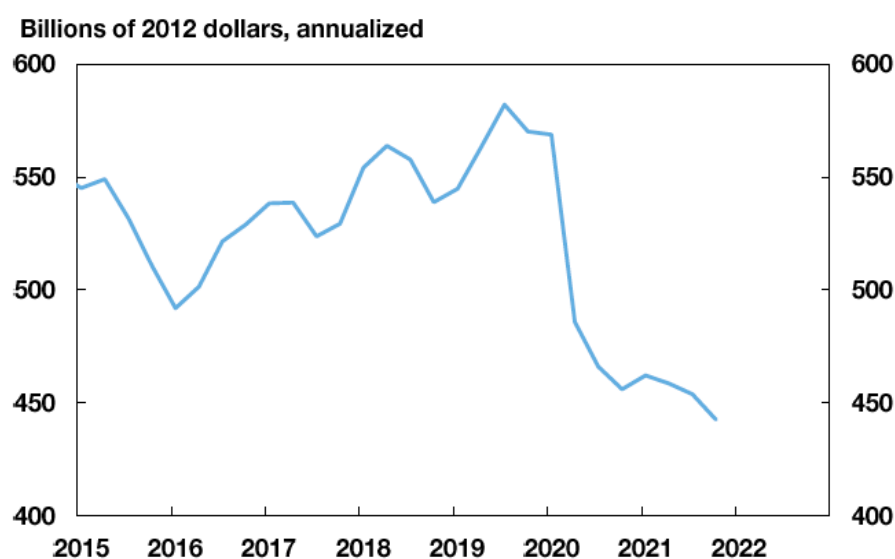
数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）第四季度非住宅建筑支出下降。

1. 实际非住宅建筑投资支出在第四季度以 8.3% 的年率快速下降。

- (1) 这一降幅使 GDP 年化增长率下降了 0.2 个百分点。
- (2) 非住宅建筑支出在 2021 年全年下降了 2.6%，自 2019 年第四季度以来下降了 22%。
2. 能源领域的支出水平是个例外，因为这是它连续增长的第五个季度。
 - (1) 但与 2019 年第四季度相比，采矿勘探、竖井和油井方面的支出仍下降了 19%。
3. 截至 2 月的非住宅建筑月度数据显示，该行业开始略微好转。

图 9 非住宅建筑投资



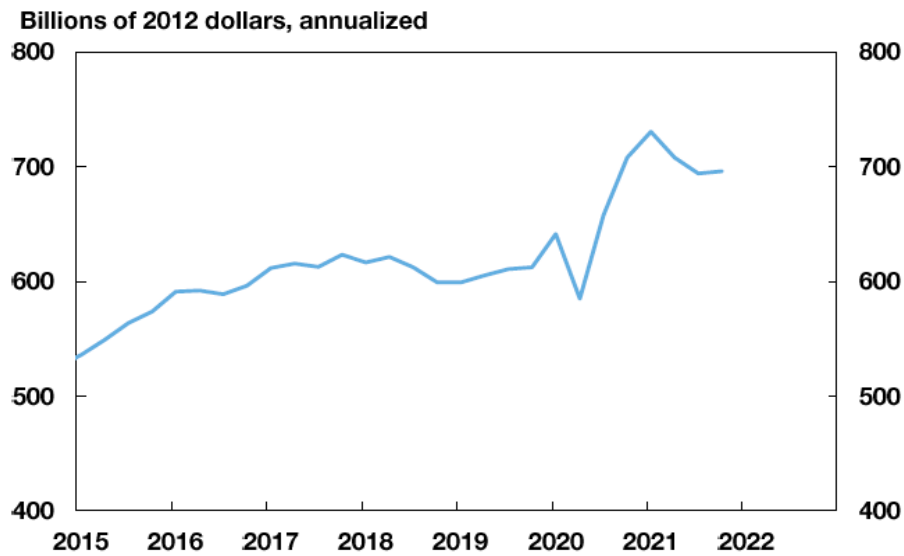
数据来源：经济分析局（BEA）。

五. 房地产行业

（一）第四季度住宅投资支出与第三季度持平。

- 住宅投资与第三季度持平，比 2019 年第四季度的水平高出 14%。
- 独户和多户住宅的投资表现都很强劲。
 - 与 2019 年第四季度相比，独户住宅投资和多户住宅投资分别增长了 21 和 23%。
 - 住房改善和设备方面增长缓慢，抑制了整体住宅投资支出的增长。
- 1 月和 2 月的房屋开工数据显示，2022 年第一季度支出出现一些上升趋势。

图 10 住宅投资

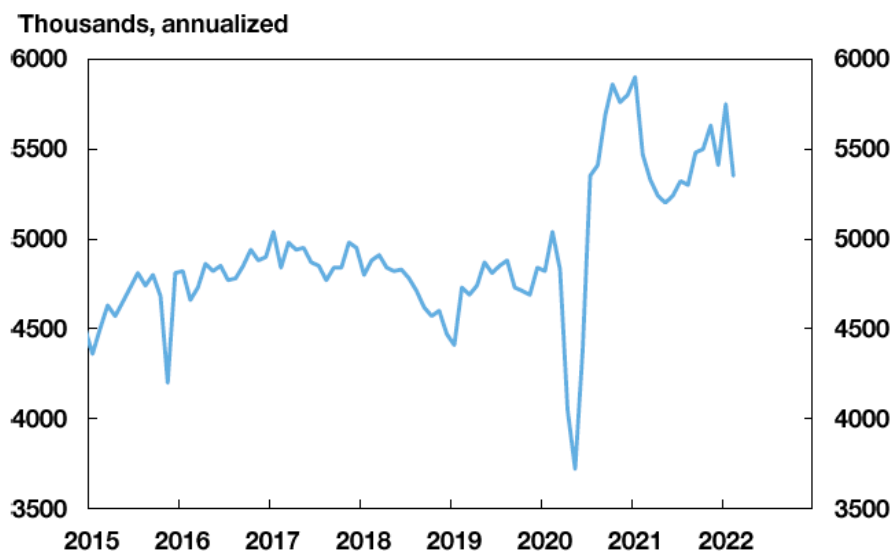


数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）现房销售仍居高不下。

1. 1月和2月的独户住宅现房销量接近接近 2021 年第四季度的水平。
 - (1) 这两个月的平均销售额比 2019 年第四季度高出 17%。
2. 1月和2月的独户住宅新房销量比 2021 年第四季度高出 2%。
 - (1) 这两个月的平均销售额比 2019 年第四季度水平高出 10%。
3. 房价继续走高。
 - (1) 今年 2 月，独户住宅现房的销售价格中值同比上涨 15%，较 2019 年第四季度上涨 32%。

图 11 现有房屋的销售量



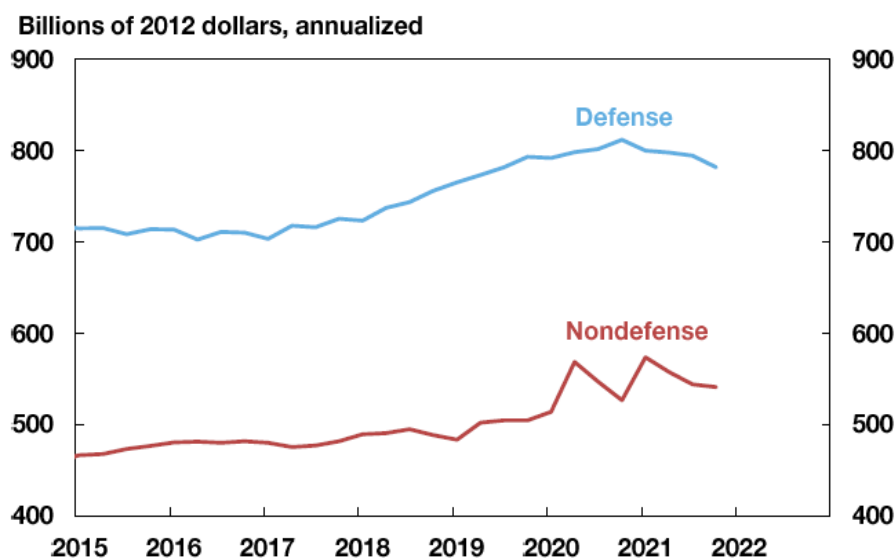
数据来源：人口普查局，全国房地产经纪人协会。

六. 政府部门

（一）第四季度联邦实际支出大幅下滑。

1. 联邦政府实际支出使第三季度 GDP 的年增长率下降了 0.4 个百分点后，又使第四季度 GDP 的年增长率下降了 0.3 个百分点。
 - (1) 支出全年下降 1.1%，但仍比 2019 年第四季度高出 2.0%。
2. 下降几乎完全来自国防支出。
 - (1) 国防支出使 GDP 年增长率下降了 0.2 个百分点，而非国防支出拖累了 0.1 个百分点。
3. 疫情期间为季度数据增加波动性的薪酬保护计划已经被取消了。

图 12 美国联邦政府支出

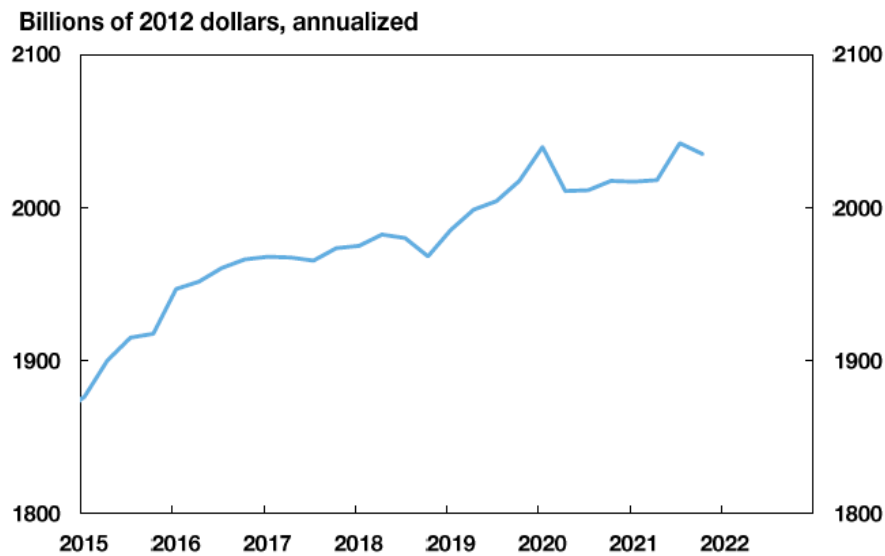


数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）第四季度州和地方政府支出下降。

- 实际州和地方政府支出在第四季度下降了 0.4%，使 GDP 年化增长率下降了 0.2 个百分点。
 - 支出较 2019 年第四季度的水平高出 1%。
- 州和地方政府的消费支出与上一季度持平，比 2019 年第四季度高了 2%。
- 投资支出下降了 2%，主要因为建筑业下降了 3%，设备采购下降了 2%。
 - 与 2019 年第四季度相比，投资总支出下降了 5%，同时建筑支出下降了 9%。
 - 知识产权产品的采购量上升了 1%，较 2019 年第四季度高出 14%。

图 13 州和当地政府支出



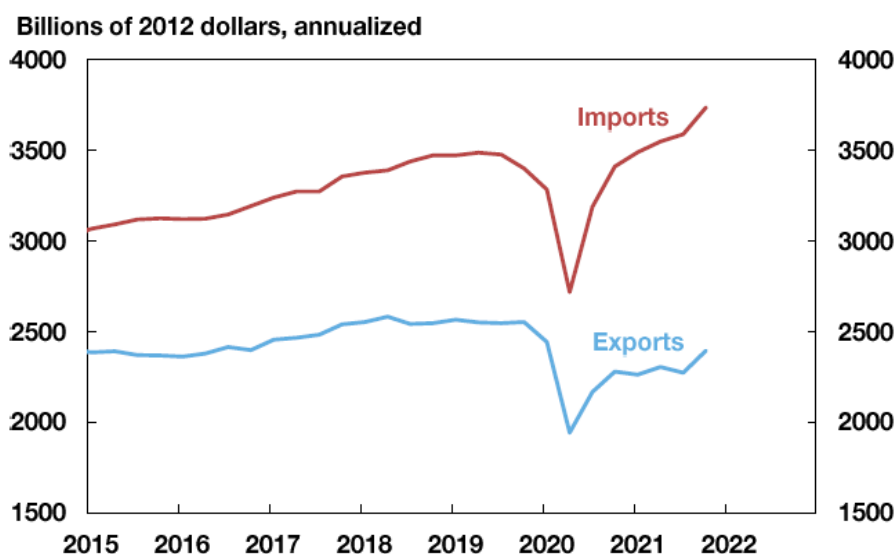
数据来源：经济分析局（BEA）。

七. 国际进展

（一）净出口小幅拖累第四季度的经济增长。

- 第四季度进口增长超过出口。
 - 出口为 GDP 年化增长率贡献了 2.2 个百分点，而进口增长则拉低了 2.5 个百分点。
- 出口仍低于疫情前水平。
 - 食品、石油、汽车和非耐用消费品带动了销售额的增长。
 - 来自国外的游客增多，使得服务出口上升，但依然处于低迷状态。
- 进口远远超过了疫情前的水平。
 - 第四季度增长的一半来自消费品，同时汽车和电脑进口也强劲增长。
 - 出国旅游增速放缓，服务进口增速也随之放缓。

图 14 商品和服务的进出口

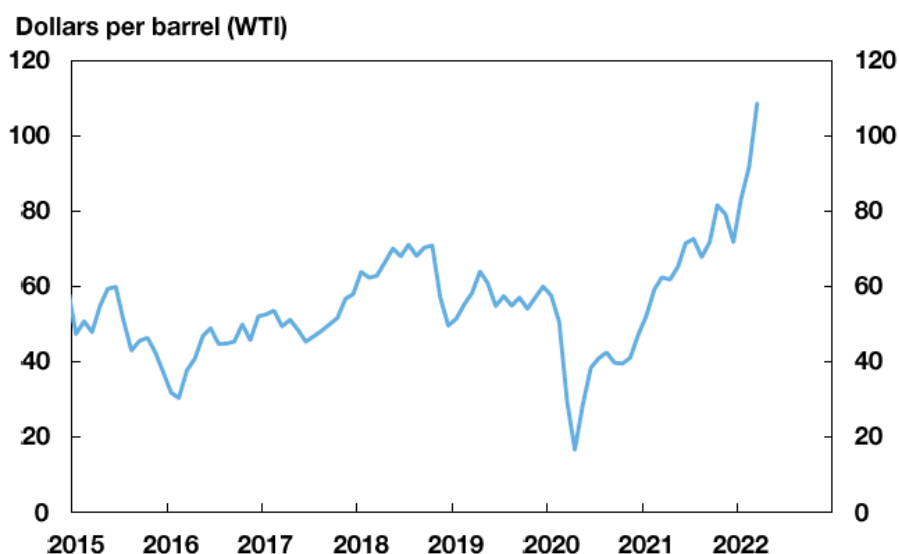


数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）3 月份油价继续走高。

1. 油价（以 WTI 原油为基准）从 1 月份每桶 83 美元增至 2 月的每桶 93 美元，又增至 3 月的每桶 108 美元。
 - (1) 自从俄乌战争爆发，油价一直在上涨。
 - (2) 原油市场已基本稳定，4 月初的油价接近 3 月份的平均水平。
 - (3) 美国政府 3 月底宣布，将在今后 6 个月内，每天从石油储量中放出 100 万桶。
2. 美国能源部 3 月份的预测显示，始于 2020 年第二季度的全球库存下降，将在 2022 年第一季度结束，然后在今年剩余时间里不断上升。
 - (1) 他们的预测是以俄罗斯产量稳定和欧佩克产量上升为前提的。

图 15 原油价格



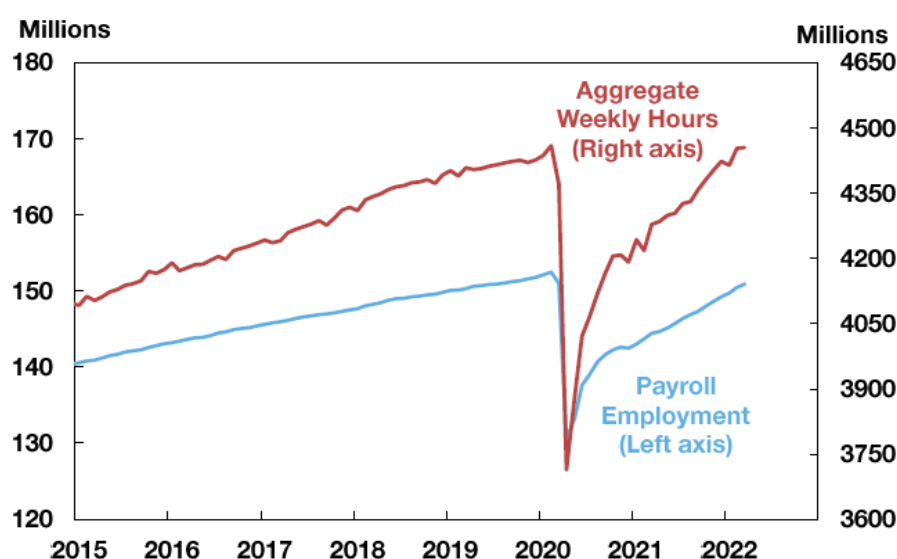
数据来源：能源信息管理局。

八. 劳动力市场

（一）3 月份就业增长稳健。

- 非农就业人数在 3 月增长 43.1 万人，其中休闲和酒店（+11.2 万人）以及专业和商业服务（+10.2 万人）涨幅最大。
 - 3 月份就业率同比增长 4.5%。
- 私营部门的总工作小时数与上月相比没有发生变化，但同比上升 4.1%。
- 家庭调查的就业人口比率增长了 0.2 个百分点至 60.1%，同比增长 2.3 个百分点。

图 16 就业情况和总工作时间

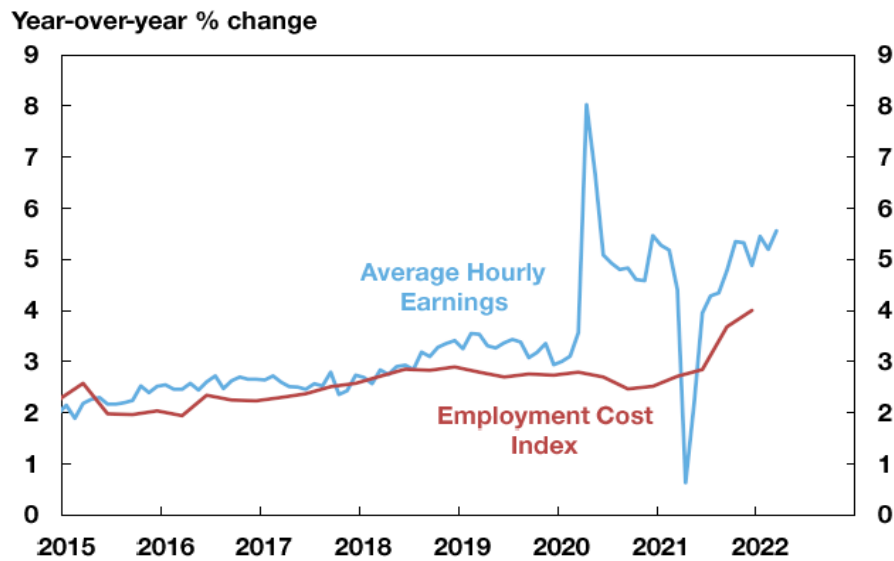


数据来源：劳工统计局（BLS）。

（二）工资增长依然强劲。

- 平均时薪的环比增速从 2 月份的 0.1% 上升到 3 月份的 0.4%，同比增速则从 5.2% 上升到 5.6%。
- 2021 年第四季度的 ECI（Employment Cost Index）就业成本指数较上季度上升了 1.0%，同比上升 4.0%。

图 17 平均时薪和就业成本指数



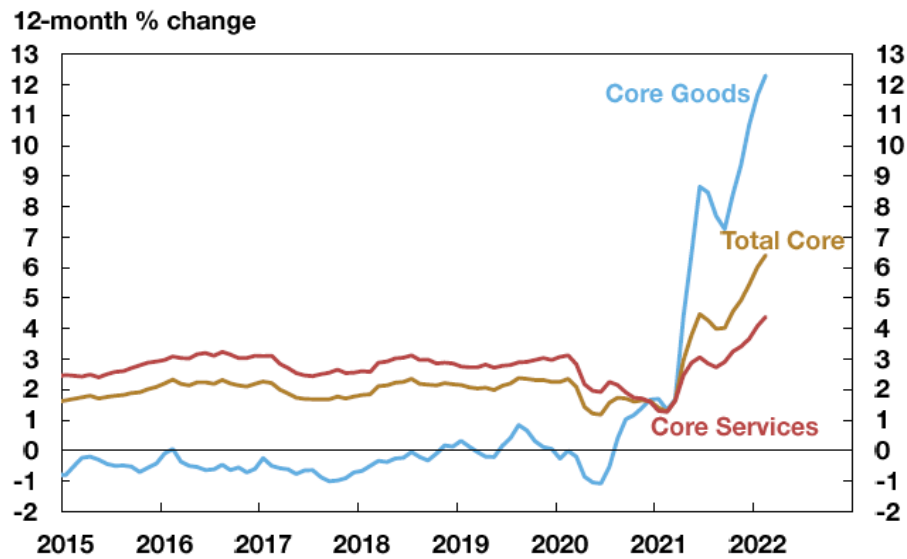
数据来源：劳工统计局（BLS）。

九. 通货膨胀

（一）2 月份核心 CPI 通胀仍处于高位。

1. 核心 CPI 在 1 月份上升 0.6% 后，又在 2 月份上升 0.5%（年率为 6.2%）。
 - (1) 2021 年第四季度和 2022 年前两个月的月平均变化率分别为 0.6% 和 0.5%。
 - (2) 核心商品的月度通胀率从 1.0% 降到 0.5%，其中二手车的通胀率降幅最大。
 - (3) 核心服务价格的月度通胀率从 0.4% 升至 0.5%，其中住房和运输的上升抵消了医疗服务的下降。
2. 以 12 个月为基准，核心通胀率从 6.0% 上涨至 6.4%。
 - (1) 核心商品通胀从 11.7% 升至 12.3%。
 - (2) 核心服务通胀从 4.1% 升至 4.4%。

图 20 核心 CPI 通胀率

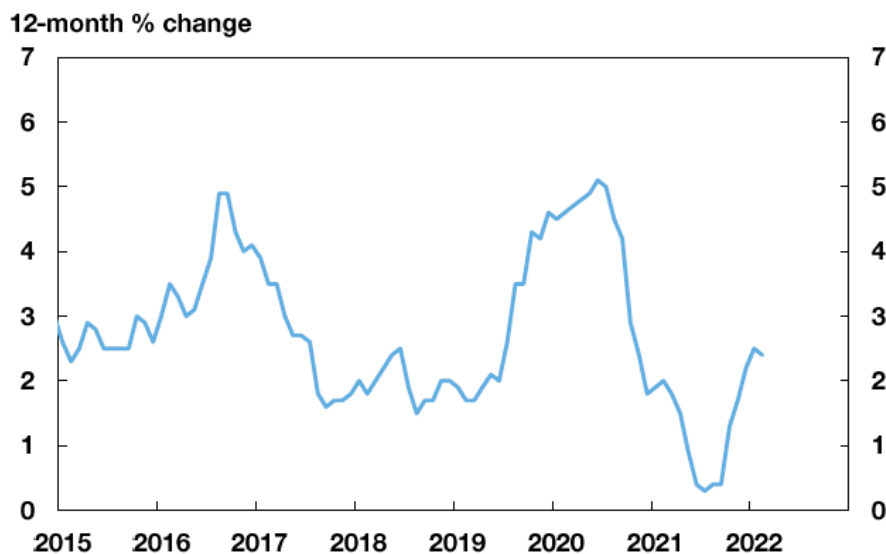


数据来源：劳工统计局（BLS）。

（二）医疗保健价格上涨。

1. CPI 中的医疗保健部分在 2 月同比上涨 2.4%。
 - (1) 医疗保健服务价格同比上涨 2.4%，药品价格上涨 2.5%，医保费用上涨 4.1%。
2. 医疗保健服务指数在 2020 年上半年大幅上涨，随后趋于稳定，并在最近几个月开始上升。
 - (1) 药品指数在 2020 年下降后逐渐恢复。
3. 从 2020 年中到 2021 年中，医保费用下降，但这一下降趋势随后开始逆转。

图 21 CPI 通胀：医疗保健



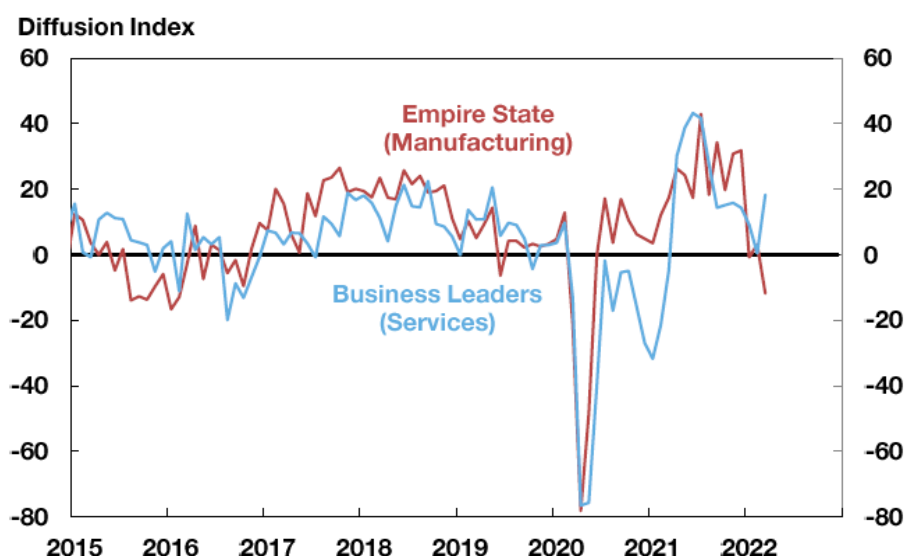
数据来源：劳工统计局（BLS）。

十. 地区发展

（一）3 月份的地区调查发出了好坏参半的信号。

- 3 月份的商业调查显示，制造业活动似乎有所下降，而服务业活动有所增加。
 - 帝国州制造业调查的整体指数（制造业企业）下降了 15 个基点，至-11.8，这是自疫情早期以来首次出现负增长。新订单和出货指数下降，交货时间大幅延长。
 - 商业领袖调查的整体指数（服务业企业）上升了 18 个点，达到 18.3，其中休闲和酒店业出现了戏剧性的转变。尽管面对未来的乐观情绪有所消减，但企业预计在未来六个月情况将继续改善。

图 22 纽约联邦储备银行调查:当前状况

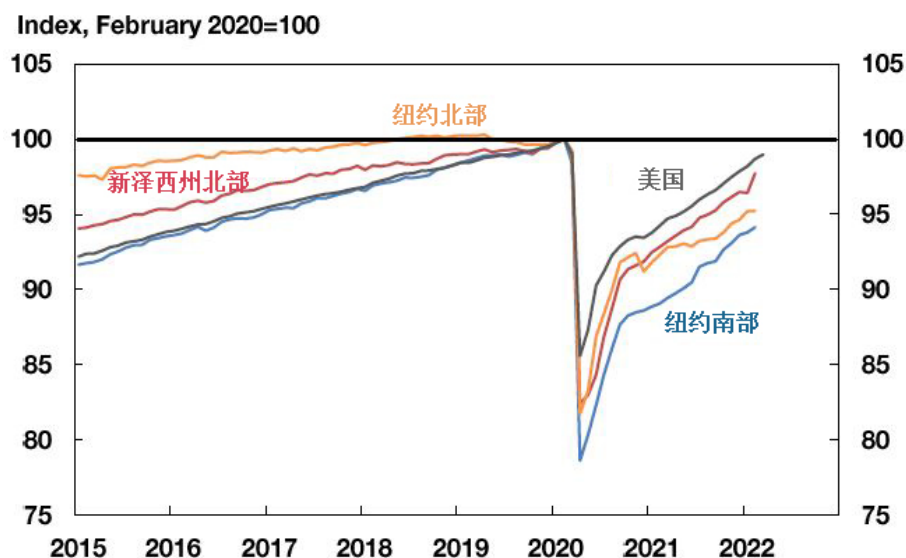


数据来源：纽约联邦储备银行。

（二）部分地区就业增长强劲。

1. 2 月份，纽约州南部和新泽西州北部的就业增长超过了全国。
 - (1) 在过去的 12 个月里，纽约州南部的就业率增长了 5.7%，新泽西州北部增长了 5.3%，康涅狄格州的费尔菲尔德增长了 4.6%，纽约州北部增长了 3.2%，而全国范围内的就业增长了 4.7%。
 - (2) 纽约州南部的就业率比疫情前水平低 5.9%，纽约州北部低 4.8%，新泽西州北部低 2.3%，费尔菲尔德低 2.9%，而全国的就业缺口为 1.3%。
 - (3) 波多黎各 2 月份的就业率同比增长 5%，比疫情前水平高出 2.3%。

图 23 地区就业趋势



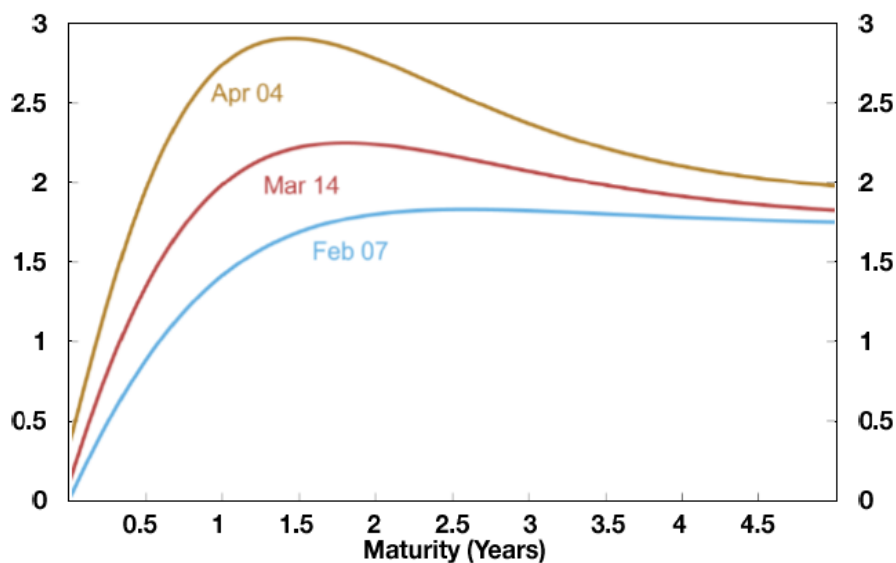
数据来源：美国劳工统计局和穆迪经济网，纽约联邦储备银行的工作人员对这些数据进行了早期校准。

十一. 金融市场

（一）联邦基金利率的隐含路径上升。

- 2022 年 3 月 14 日至 4 月 4 日期间，隔夜指数掉期（OIS）利率所隐含的联邦基金利率预期路径对于短期债券有所上升。
- 到 2023 年底，市场隐含的联邦基金利率约为 2.9%，略高于联邦公开市场委员会（FOMC）自 2022 年 3 月以来的经济预测摘要（SEP）2.8%的中值。
- 在 5 年期限内，市场隐含的联邦基金利率约为 1.9%，低于 SEP 的长期联邦基金利率中值 2.4%。

图 24 预期联邦基金利率



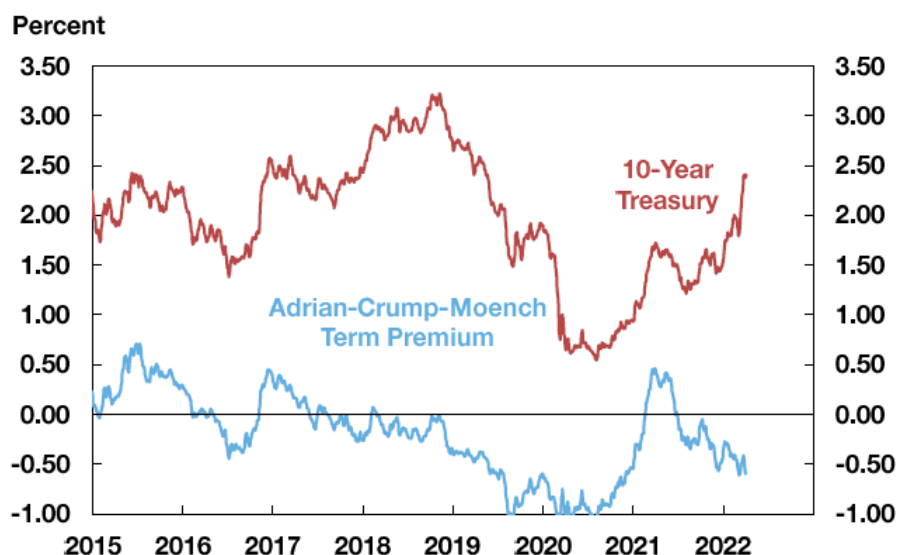
数据来源：纽约联邦储备银行计算；彭博财经有限公司。

注：估计使用 OIS 报价。

（二）10 年期美国国债收益率走高。

1. 以 5 天移动均线计算，在 4 月 4 日，10 年期美国国债收益率为 2.42%，比 3 月 14 日高出 27 个基点。
 - (1) 2020 年 1 月的收益率均值为 1.81%。
 - (2) 2020 年、2021 年和 2022 年前三个月的收益率均值分别为 0.92%、1.51% 和 2.00%。
 - (3) 根据 Adrian-Crump-Moench 期限结构模型的估计，3 月 14 日至 4 月 4 日期间，10 年期美国国债收益率走高主要是因为预期利率路径上升超过了期限溢价的下降。

图 25 10 年期美国国债和期限溢价



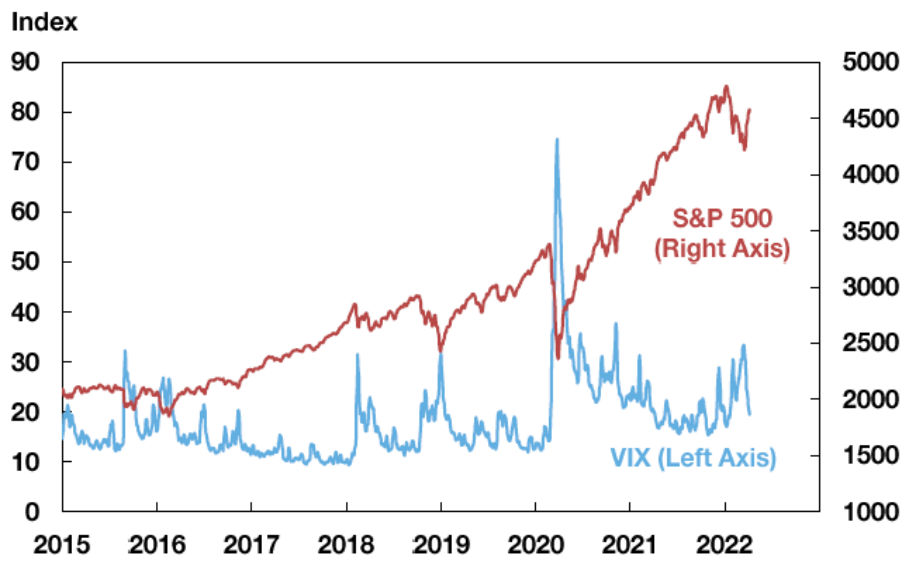
数据来源：纽约联邦储备银行计算；Fed。

注：5 天移动平均线，零息债券收益率。

（三）美国股价上涨。

2. 与 3 月的平均水平相比，以标准普尔 500 指数衡量的美国股价在 4 月 4 日上涨了 4.3%。
 - (1) 截至 4 月 4 日，标准普尔 500 指数今年累计下跌了 4.5%，此前该指数在 2021 年上涨了 28.8%。
3. 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 3 月份的 27.0 下降至 4 月 4 日的 21.0。
 - (1) 从 2000 年至今，VIX 指数的中值为 17.9。

图 26 美国股市指数和波动率

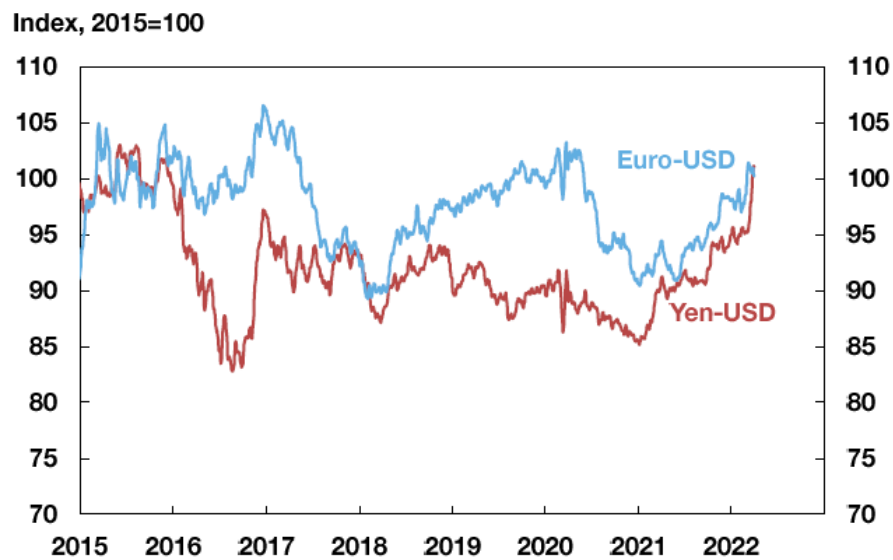


数据来源：彭博财经有限公司。

（四）美元小幅走弱。

1. 4月1日的美元贸易加权指数较3月平均水平下降0.7%。
2. 该指数较2021年的平均水平上涨了2.2%。
3. 与3月平均水平相比，4月4日美元兑欧元基本没有变化，兑日元上涨3.4%。

图 27 美元汇率



数据来源：彭博财经有限公司。

注：开始日期 2007.03.01 取值为 1。

本文原题名为“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 2022 年 4 月刊于 newyorkfed 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

降低贸易壁垒是反通胀的重要政策工具

Lawrence H. Summers/文 廖世伟/编译

导读：3月30日，美国彼得森国际经济研究所（PIIE）研讨会上，彼得森国际经济研究所理事会副主席、美国原财长、哈佛大学荣誉校长萨默斯（Lawrence Summers）对高级研究员 Gary Hufbauer 等人撰写的政策简报《为缓解通货膨胀，美国应致力于贸易自由化》进行讨论。萨默斯表示，降低贸易壁垒不仅可以提高消费者收入、促进经济增长，还能有效遏制通胀，效果比白宫目前关注的竞争政策要好得多。编译如下：

彼得森研究所（Peterson Institute）再次进行了一项非常重要的研究，就一个关键的公共政策问题提出了强有力的分析性和统计学观点。这项研究使我对降低贸易壁垒可以在提高消费者收入和经济增长的同时，还能有效遏制通胀的观点更加坚定。这一政策的效果要比白宫目前关注的其他竞争政策的效果要好得多。

作为一个讨论者，我想从几个层面来探讨这篇文章。

首先，美国合理的关税削减可以使消费者价格指数（CPI）下降 1% 以上的核心估计是合理的吗？在回顾了所有的统计数据后，我的判断是，这个问题的答案是肯定的。

关键的分析点是：当你降低关税时，有两个降低价格水平的影响。一是人们不再需要支付关税。这是直接影响，彼得森研究所之前的一些研究表明，这种影响相对有限。另一种是间接影响，人和公司与关税产品的竞争。就像你降低百事可乐的价格，就迫使可口可乐降低它的价格，当你降低进口商品的价格时，也因为竞争降低了国内商品的价格。这是两种影响中较大的一种。

根据这些估计，间接影响大约是直接影响的两到三倍。这是因为竞争的影响真的很大。如果你降低福特汽车的价格，这对通用汽车有很大的影响。但是如果你降低网球拍的价格，它对高尔夫球杆的价格只有很小的影响。这取决于这些商品的可替代性。在我看来，这些假设似乎是在其他领域的其他工作基础上得到证明的，并且是合理的。

从某种意义上说，这些估计是保守的，因为它们只是对第一轮效应的估计。当你降低关税和价格，就会降低对工资的要求。当你降低工资要求时，就会导致随后的价格下降，导致进一步的通货紧缩。我认为，作者们谨慎而恰当地忽略了这些估计。但它们也可以被添加进来。所以，这些应该被视为是合理可靠的估计。

此外，这些估计符合一个我作为经济政策制定者一直认为非常重要的测试，那就是你可以理解它们来自哪里。这并不是说我们把所有的数字都输入电脑，这就是结果。这是经过仔细计算的基本经济逻辑。

评估这项研究的第二个问题是：关税方案是否合理？还是说，这是一个雄心勃勃、令人难以置信的计划？第一个，也是最明显的一个，是将我的判断应用于可以推导出它的一系列具体措施。第二个是通过查看文件中关于特朗普关税增加幅度的数据。虽然认为我们将做一些像特朗普增幅 100% 逆转这样大的事情可能是不合理的，但做一些像逆转特朗普增幅三分之二这样程度的事情可能是合理的，部分是通过逆转特朗普增幅，部分是通过其他方式。因此，我认为这是一个非常可信的估计，应该作为讨论降低关税对反通胀贡献的新基准。

我问自己的第三个问题是：作者估计的 CPI 下降 1.3% 有多大？作者认为是每户 800 美元。这对这个国家的许多家庭来说是一大笔钱。对于一个每年消耗 500 加仑汽油的家庭来说，这相当于每加仑汽油价格上涨一美元多。

思考降低关税重要性的另一种方式是将其与讨论通货膨胀的其他宏观经济措施进行比较。事实上，从“数量级”（order of magnitude）这个维度来看，通过取消关税来降低通货膨胀的幅度，比未来两到三年通过反垄断行动所能达到的任何效果都要重要一个数量级。这可能比肉类包装的固定更重要两个数量级，而肉类包装的固定一直是几次总统活动的主题。

我认为，在解释汽油价格高企中对生产者操纵价格所起作用的正确估计是零。也有其他人不同意。但即便是对石油公司操纵汽油价格的最夸张的指控，也不会上升到目前利害关系的十分之一。

因此，在未来两到三年可能对通胀产生影响的宏观经济措施领域，这该看待成是迄今为止可用的最大措施。我希望国家经济委员会（National Economic Council）注意到，不包括降低贸易壁垒的竞争政策是不完整的。

顺便说一句，如果你问我未来几年的第二大措施是什么，那就是移民政策，这与彼得森研究所的主题相同，即促进国际一体化和全球化。以那些被强调的解决通货膨胀的微观政策建议的标准来看，这是非常重要的。

我要提出的第四个问题是，在解释通货膨胀现象时，宏观经济政策与宏观经济总需求政策的作用谁更大的问题，存在着一些概念性分歧。这种变化的效果取决于货币和财政政策的变化。归根结底，对通胀管理最重要的是宏观经济政策和对总需求管理。或者使用经济学文献中的两个陈词滥调：通货膨胀是关于以纸币计算的商品价格，以及最终是货币存量与商品数量的关系（关于货币存量的作用与债务工具的作用的理论争论等等）。因此，宏观经济政策发挥着主要作用。

区分高价格和上涨价格也是至关重要的，而导致高价格的因素并不一定会导致价格上涨。这就是为什么这项研究的作者谨慎地说，价格水平下降了 1% 以上，这将降低通货膨胀。他们在声明中谨慎保守，没有考虑任何螺旋式的影响。顺便说一句，他们实际上已经仔细计算了这些螺旋效应，但他们认为更谨慎的做法是在他们提供的估计中保持保守。

这一切对美国的贸易政策有何实际意义？它并没有说，由于这个原因，美国应该立即取消所有关税，而不从贸易伙伴那里得到任何回报。在军备控制时代，重要的是要明白，通过减少武器库存，你也可以让对手减少武器库存。但是，有这样的洞察力和认为拥有尽可能多的武器更好、军备控制是需要避免的两种观点之间有很大的区别

同样，美国在贸易政策方面的适当战略目标应该是追求成为一个更开放的世界，而不是一个更封闭的世界。除了更开放的世界带来的反通胀和提高消费者的利益外，还能够增强与贸易伙伴之间的互惠互利，这将在更大程度上服务于美国的出口行业的利益、提高美国的竞争力。

彼得森早些时候的研究表明，美国家庭从贸易中获得的收益超过了一万亿美元。我认为彼得森几年前做的研究中，Fred Bergsten 和 Gary Hufbauer 起到非常大的作用，计算出了美国能以较低的价格从贸易中获得的潜在利益超过一万亿美元，这是一个非常重要的研究。我觉得我们需要继续推敲。一种说法是，实际工资，即工人的购买力，是工资除以价格。但是你可以通过提高分子或降低分母来增加这个数字，两者都是同样有效的。

我认为，令人遗憾的是，我们有一个美国贸易代表办公室，它如此一贯地代表着一系列特殊利益的政治团体，而不是美国工人对较低价格的普遍利益。克林顿总统做得很好的一件事是，当他谈到贸易时，除了提出重商主义的贸易论据外，即贸易将产生更多的出口等等，他还提出了大卫·李嘉图的贸易论点，即贸易将带来更低的价格和更高的生活水平。这就是为什么像这样的研究如此重要，而他们把这些论点抛诸脑后。

还有一点作者没有强调：国际开放是对生产率的刺激，因为它提供了更低的投入成本并鼓励创新，而忽略这一点是这些估计保守的另一个原因。想想这个论点的三个部分。当你取消关税时，进口商品对消费者来说就更便宜了。这是第一个效果。作者们强调的第二个影响是，不仅是丰田的价格变得更便宜；福特的价格也越来越便宜，因为福特必须与丰田竞争以生产更好的汽车。第三个影响是，福特必须提高自己的竞争力，这意味着除了降低利润率外，它还有创新的动力。当有压力要做得更好时，我们都会做得更好，这会导致生产率提高。

最后，我要强调的是，高通胀对美国来说是一个非常重要的问题。任何怀疑通胀重要性的人都应该思考，正是通胀在很大程度上让罗纳德·里根（Ronald Reagan）、理查德·尼克松（Richard Nixon）和玛格丽特·撒切尔（Margaret Thatcher）上台。

美联储目前的预测是，我们将能够享受到完美的反通胀，下降到 2% 的水平，失业率将保持在 3.5%——我认为，将其称为希望而非梦想是一种仁慈。从目前的政策路径来看，这一种可能的前景是荒谬的。这是因为近年来需求过剩和运气不佳的供应冲击结合在一起。

我建议人们关注的关键是工资通胀数据。根据最合理的估计，美国的工资通胀目前在 6% 以上，并在下个季度大幅加速。如果劳动力市场继续每月创造 20 万个就业岗位，劳动力市场只会从目前极度紧张的水平上收紧。这表明了工资上涨的可能性。有很多经济学文献都是针对工资通胀和物价通胀之间的关系进行估计的。我可以将其归结为，随着时间的推移，价格通胀将比工资通胀低约 1%。

如果我们的通胀率接近 6%，并且有加速的风险，我们就有一个相当严重的问题。我们需要所有能得到的帮助来应对它。政府应该把重点放在真正重要的事情上，比如贸易保护，而不是那些无关紧要的小事上，比如可疑的价格欺诈指控。这就意味着要注意彼得森国际经济研究所（Peterson Institute）关于减少贸易壁垒的益处的重要研究成果。

本文原题为“Trade Barrier Reduction is the Most Important Anti-inflation Competition Policy”。本文作者 Lawrence H. Summers 是查尔斯·W·艾略特大学教授，哈佛大学名誉校长。2009 年至 2011 年，他曾担任世界银行发展经济学副总裁兼首席经济学家、财政部负责国际事务的副部长、美国国家经济委员会主任，1999 年至 2001 年担任美国财政部长。他还担任彼得森国际经济研究所理事会副主席。本文于 2022 年 4 月刊于彼得森国际经济研究所官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

集体道德风险与银行间市场

Levent Altinoglu, Joseph Stiglitz / 文 宋海锐/编译

导读：在近期的金融危机期间，金融体系的互联结构一直是决策者争论的焦点。本专栏提供了一种理论来解释金融体系的结构及其对风险承担和系统性风险的影响。作者发现，互联性和过度承担风险相互加强，对事后政府干预的预期可能会加剧系统性风险。这一理论对宏观审慎监管的设计具有重要意义。编译如下：

发达经济体金融体系的一个显著特征是少数大型金融机构占主导地位，这些机构与许多小型机构高度互联。这种结构有时被称为“核心-外围”或“中心辐射”结构，虽然它可能有助于缓冲小的冲击，但却是系统性不稳定的根源。因为它将资源集中在具有系统重要性的金融机构（SIFI）身上，使系统的其他部分容易受到失败的影响。这被广泛认为是导致最近金融危机的原因。首先，是什么原因导致了这样一种结构的出现？为什么金融机构要以这种导致系统性不稳定的方式集聚风险，而不是将风险分散到整个金融系统？

关于集体道德风险的文献（例如，Acharya and Yorulmazer 2007、Farhi and Tirole 2012、Davila and Walther 2020）已经正式证明，长期以来政府的救助以导致金融脆弱性的方式影响金融机构的选择。但是这些文献通常认为存在“太大而不能倒”的机构以及金融结构的其他方面都是理所应当的，它们并没有解释金融体系的结构特征。相比之下，关于内生网络形成的文献（例如，Elliott 等人 2014，Bernard 等人 2017，Erol 2019，Elliott 等人 2021）在这方面有了新的突破，但是却通常认为金融合约是外生的，或不考虑金融结构如何影响代理人的投资组合选择。

在最近的一篇论文（Altinoglu 和 Stiglitz 2022）中，我们提出了一种理论，可以同时解释金融系统的结构，并展示它如何改变金融机构的风险承担动机。通过在银行间市场上发行金融债权，风险机构内部变得相互关联，从而不会倒闭，政府在危机期间进行了最佳干预。这种集中的金融体系结构使机构能够以私人最优的方式分担系统性金融危机的风险，但从社会角度看也导致了甚至包括外围机构在内的过度风险承担。互联性和过度冒险相互强化——这一动态机制加剧了系统性风险。我们探讨了该模型的政策含义，并证明限制风险机构相互联系的宏观审慎监管改善了福利。

金融体系结构理论

我们构建了一个包含两个关键要素的简易模型：一个缺乏承诺的政府和一个金融机构可以交换内生金融合同的银行间市场。银行既可以投资风险项目，也可以投资谨慎项目，它们通过存款和在银行间市场相互借款来为这些投资提

供资金。银行间市场的结构由均衡中出现的借贷关系内在决定。当银行面临严重高风险项目时，在世界性恶劣状态下，会出现社会成本高昂的甩卖，如同 Lorenzoni（2008）中提到的。当然，银行会按照给定的价格进行大减价。我们模型的关键特性是，银行承担风险会影响银行间市场的结构，反之亦然。银行间市场的核心-外围结构会以均衡结构的形式出现，并在高风险水平下维持。

因此，我们的模型产生了两个主要的见解。第一个观点是，均衡时出现的集中结构使金融机构能够以私人最优的方式分担系统性危机的风险，从而提高救助的价值。当一家银行持有一项风险资产时，它就承担了危机风险（即它在危机期间遭受损失的风险），这也正是银行价值回报最大的时候。在缺乏某种形式的风险保障的情况下，银行不愿持有风险过高的资产。

银行间市场的核心-外围结构在确保银行免受系统性危机方面发挥着关键作用，从而使银行能够（并且偏好于）首先持有风险资产。这是因为，在危机期间的均衡状态下，政府会以最佳方式救助任何规模足够大或相互关联（系统重要性金融机构，SIFI）的银行，以阻止它们的失败带来的低效率。在危机期间，这些 SIFI 放弃了从政府获得的部分救助资金，以支付给其银行间债权持有人高于其自身资产收益的回报率。这可以确保索赔持有人在危机期间免受 SIFI 投资的损失。

因此，相互关联的 SIFI 处于均衡状态，因为它们是唯一能够在危机期间发行保价债务的私人代理，因为它们的债务由政府隐性担保。这些 SIFI 和非 SIFI 之间的风险分担在金融市场中形成了一个核心-外围结构。具有讽刺意味的是，正是由于政府试图通过救助具有系统重要性银行来降低道德风险，才产生这种核心-外围结构，而我们发现，这种核心-外围结构本身就会产生系统性道德风险。

互联性和过度承担风险相互加强

从该模型中得出的第二个关键观点是，互联性和过度承担风险相互强化——这一动态变化加剧了系统性风险。这种不利反馈回路通过三个渠道出现在模型中，每一个都在文献中有所体现。图 1 显示了这种双向交互的样式化表示。

图 1

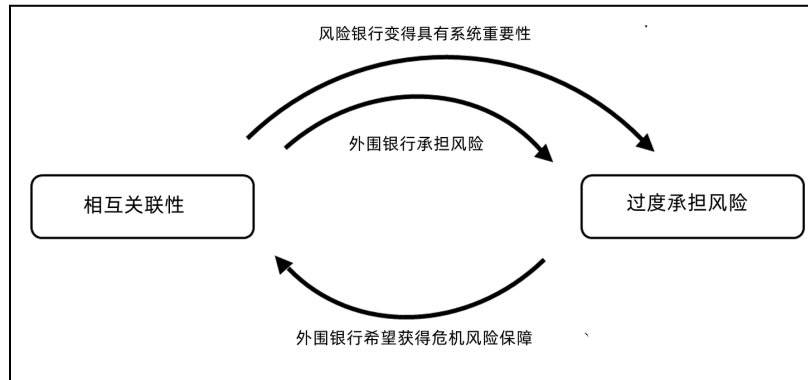


图 1 中的顶部箭头表示互联性改变风险承担行为的第一个渠道。由于下行风险由政府隐性投保，银行间市场会为高上行风险的投资机会提供资金渠道。因此，那些拥有相对风险投资组合的机构就成为了大型互联机构（即系统重要性金融机构，SIFI）。

如图 1 中间的箭头所示，互联性改变风险承担的第二个渠道是，由 SIFI 的负债（通过内生确定的合同）提供的隐性保险使得较小的外围机构能够持有风险过大的资产，即使它们本身不会直接从救助中受益。这种渠道导致小型外围银行的资源集中在风险过高的项目上。通过这两个渠道，互联性可能导致广泛的过度承担风险，增加危机风险。

反过来，由于银行间风险分担，危机风险加强了相互联系，如图 1 中的底部箭头所示。为了获得针对危机风险的保障，外围较小的非系统性机构投资于 SIFI 的负债，因为它们是由政府隐性投保的。

综上所述，这三种风险承担和风险分担渠道意味着相互关联和过度风险承担相互强化——这一动态会加剧系统性风险，并对最优政策的设计产生影响。

对宏观审慎政策的影响

该模型揭示了互联性导致金融不稳定的条件。金融网络相关文献中提到，由于事后的多米诺（级联）效应，互联会导致效率低下（如 Acemoglu 等人 2015、Di Maggio 和 Tahbaz Salehi 2014、Elliott 等人 2014、Battiston 等人 2007、2012a、2012b），尤其是在存在代价高昂的违约（Greenwald 和 Stiglitz 2003）的情况下。我们的设定与此不同。在我们的设定中，只有当风险集中并在事前改变风险承担行为时，互联性才会导致效率低下。

因此，当一些机构的相互关联性太强而无法倒闭时，以及当这些机构从事风险活动时，相互关联性就需要政策干预，因为这种相互关联性会诱发风险活动。本文所确定的与互联性相关的低效率可以恰当地描述为一个“因互联太多

而不能失败”的问题（不同于 Acharya 和 Yorulmazer 2007 年提出的“太多而不能失败”的问题）

我们描述了纠正金融体系过度集中结构的最优政策。我们表明，最优宏观审慎政策不鼓励向有风险投资组合的机构提供银行间贷款，并且可以实施对向有风险投资组合的银行和直接或间接接触其他风险银行的银行发放的贷款征收庇古税的政策。相比之下，仅仅降低杠杆率的政策不足以解决我们在这里发现的问题，因为这些低效率源自银行资产负债表的资产方面，并不取决于资本结构本身。因此，我们为一些旨在减少互联性的危机后监管提供了理由，但迄今为止所采用的监管在重要方面可能还不够充分。

结论

对事后政府干预的预期可能会改变金融系统的结构和金融机构加剧系统性风险的风险承担行为。这种相互关联和风险承担之间的相互作用表明，政府干预造成的集体道德风险问题可能比以前所理解的更普遍，后果更严重。因此在我们能够确定的重要方面，危机后的监管可能不够充分。

本文原题为“Collective Moral Hazard and the Interbank Market”。本文作者 Levent Altinoglu 是美联储理事会金融稳定部的高级经济学家，研究领域是宏观经济学、金融经济学和国际经济学，Joseph Stiglitz 是美国经济学家，哥伦比亚大学教授，曾获诺贝尔经济学奖（2001 年）和约翰·贝茨·克拉克奖章（1979 年），曾任世界银行高级副行长兼首席经济学家，也是（美国总统）经济顾问委员会的成员和主席。本文于 2022 年 4 月刊于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

像中国一样国际化

Christopher Clayton, Amanda Dos Santos, Matteo Maggiori & Jesse Schreger/文 申劭婧/编译

导读：本文描述了中国如何通过选择性开放国内债券市场来实现人民币国际化，并提出了一个理解中国国际化战略的动态声誉模型。以前虽然不开放给外国投资者，但中国最近允许在其国内债券市场上大幅增加外国投资。本文主要讨论了两个关键点。首先，从经验上描述了人民币国际化和外国投资性质的变化。其次，为阐明中国政府在人民币国际化方面的战略提供了一个易于理解的框架。编译如下：

作为仅次于美国和欧元区的全球第三大国内债券市场，中国经常被描述为未来可能的国际货币提供者。然而，不同于在美国和欧元区债券市场，中国债券市场基本上对外国投资者关闭，严重限制了人民币作为国际价值储存手段的使用。在过去十年中，这种情况开始发生变化——中国逐步向外国投资开放其国内债券市场。虽然这一国际化进程仍处于早期阶段，但市场规模和开放进程的加快使其成为国际货币体系核心中独特而重要的动力。本文主要讨论了两个关键点。首先，从经验上描述了人民币国际化和外国投资性质的变化。其次，为阐明中国政府在人民币国际化方面的战略提供了一个易于理解的框架。

我们首先对中国国内债券市场的外国投资进行了全面的分析。虽然最初流入人民币债券的外国资金是由中央银行推动的，但过去几年中增长的很大一部分已经来自私营部门的投资者。我们表明，私人投资已经很普遍，其中大量来自美国、欧元区、日本和台湾。相比之下，官方所有权由俄罗斯中央银行主导，其在 2010 年中期金融制裁后已经将其大部分外汇储备从美元转成人民币。

我们发现，这种不断变化的投资者构成是中国政府深思熟虑的政策选择。特别是通过引入一系列不同的外商投资计划。根据配额、锁定期和注册要求不同，中国能够错开不同类型的投资者进入其市场的时机。一开始，中国只允许稳定的长期投资者进入，例如中央银行、主权财富基金和非营利组织。在建立了这个稳定的投资者基础之后，它逐渐放宽了一系列限制，越来越多允许诸如被动和主动共同基金、交易所交易基金，甚至一些对冲基金等冒进型外国投资者进入。

这些行动提出了一个问题，即中国希望通过选择其投资者基础获得什么。我们提供的证据表明，当中国允许相对冒进的外国投资者进入时，与风险较高的新兴市场债券相比，人民币债券被外国投资者视为更接近发达市场货币债务的替代品。这可能令人惊讶，因为根据许多经济和制度质量指标，中国都被视为新兴市场。为了证明这种可替代性，我们使用共同基金、交易所交易基金（ETF）和保险公司等私人外国投资者安全级别的微观数据来了解与人民币债

券持有量增加相对应的投资组合变化。我们发现，尤其是最近几年，购买人民币债券的资金原先普遍用于购买美元、欧元和日元等发达货币债券，而不是巴西雷亚尔或墨西哥比索等新兴市场货币。进一步放大数据，我们发现流入中国的资金主要购买了最安全的债券，尤其是中国政府债券（CGBs）和政策性银行债券。这些购买的资金来自出售其所持发达国家政府债务的所得。

外资流入受到中国进入全球主要债券市场指数的巨大影响。从数量上看，一个重要事件是中国被纳入全球债券市场指数——彭博全球综合指数以及随后在当中的权重增长。在该指数中，人民币债券的进入在很大程度上取代了发达市场货币。我们利用彭博和富时等主要债券指数提供商在指数纳入决策时间上的异质性，及不同基金以不同指数为基准进行投资的异质性来确定指数化对外国持股的因果影响。

除了投资组合数量外，我们还分析了中国与其他市场相比的债券回报。总体而言，我们发现与新兴市场政府发行的风险较高的债券相比，中国政府债券的风险属性在样本内更接近于安全的发达国家政府债券。与巴西和南非相比，中国政府债券的波动率指数或跨国债券收益率与德国和日本的贝塔值更接近。

我们开发了一个简单的理论框架来理解上述程式化的事实。我们认为，中国的政策选择一方面为其建立了一个能够提供全球价值储存的国家声誉，同时冒着破坏性外国资本外逃的风险，最终结果是二者间的权衡。引入外国投资者有助于在全球资本市场上为发行人树立声誉，但引入过多的外国投资者，尤其是轻浮的投资者，可能会适得其反，因为投资者在压力时期撤出会引发危机。危机代价高昂，直接原因是它们会导致清算效率低下，也存在因为试图通过事后控制资本外流来限制其外逃会导致声誉损失的间接原因。在我们的模型中，外国投资者眼中的政府声誉是政府不会事后实施资本管制的感知概率，以便他们可以不受干扰地“将资金转移到国外”。

为了捕捉市场对不同类型投资者的逐步开放进程，我们在模型中引入了两类投资者。一类是稳定的投资者，他们提供更便宜的债务，并且在危机中不那么冒进，因为它们需要的用于延缓债务的抵押品更少。我们用这一类来概括中央银行、主权财富基金以及一些拥有特别长期和稳定资金的私人投资者（例如捐赠基金和其他非营利机构）的行为。模型中，稳定的投资者具有有限债务能力；它们可能很大，但只是世界投资池的一部分。另一类则是冒进的私人投资者，他们提供更昂贵的债务并且更加冒进，但与该国的借贷需求相比，他们提供融资的能力很强。我们用此类来概括共同基金、ETF 和对冲基金的行为。

我们按照 Phelan（2006）及 Amador 和 Phelan（2021）的理论开发了一个动态声誉模型，在该模型中，像中国这样的国家可以选择允许哪些类别的外国投

资者进入其国内债券市场，以及从每种准入类别中借多少。负面的总体冲击发生后，外国投资者要求高额抵押品来延期现有债务，这迫使一些资产被清算，以偿还由于抵押品不足而无法延期的债务。然而清算资产效率低下，政府试图引入事后资本管制来限制外国资本逃亡。然而，对可能实施这些控制的预期恰恰是该国的声誉问题：外国人越认为该国会事后实施控制，其事前的信用条件就越差。

与我们的实证结果一致，政府只是逐步向外国人开放国内债券市场。在声誉较低的情况下，政府选择只向稳定的投资者借款。在国际化进程的这个阶段，冒进私人投资者成本太高，无法进入国内市场。如果政府在遭受严重冲击后不对现有的稳定投资者实施事后资本管制，那么其声誉就会提高，外国投资者之后提供的利率就变得更具有吸引力，这增加了政府从外国投资者那里借更多钱的愿望。随着声誉的建立，更多外国投资者进入的价值变得足够高，以至于政府允许冒进的私人投资者进入国内市场。有趣的是，让私人投资者进入的行为本身增加了政府声誉，因为对于打算实施事后管制的政府而言，这项行动代价很大。

就像美国目前在全球市场上的良好声誉一样，要建立作为国际货币发行人的信誉是一个缓慢而艰巨的过程。该模型以多种方式捕捉到这一现实。首先，声誉只能在危机中建立。正常情况下，当外国人资本不逃离该国时，政府不会改变外债额度。缺乏诱惑也意味着没有建立声誉。由于危机很少见，建立声誉的机会也很少。在这方面，政府在危机期间的行为是投资者更新他们对所面临政府类型看法的重要参照。这种更新对于像中国这样处于国际化进程初期的国家来说尤其重要。随着声誉的建立，进一步巩固变得更加困难，许多政府认为声誉的进一步增长空间太小，不足以使其拒绝在下一次危机中不实施资本管制的诱惑。那些实行了控制的政府随后又失去了投资者声誉，使其回到原点。

在该模型中，享有盛誉的机会主义政府最终会在债务最高、利率最低时开启管控，因为投资者几乎确信他们面临的是一个忠诚的政府。从这个意义上说，当市场非常乐观时，一些高声誉国家的重大危机就会发生。同样，外国投资者目前认为中国债务非常安全，但充满信心的实践证据并不能保证他们正确评估了风险。

总之，本文描述了中国通过控制可以进入其债券市场的投资者群体来实现其货币国际化的战略。虽然人民币要取代其竞争对手美元作为国际货币还有很长的路要走，但随着中国经济规模接近美国及其债券市场的快速发展，中国资本市场融入全球金融市场是国际货币体系的重大转变。我们将中国逐步放开资本流入的做法解释为其获得国际货币地位的愿望与防范外国投资带来的突然资

本外流风险之间的平衡。中国从允许稳定投资者的投资开始，逐渐放开对更不稳定投资的准入，已将自己置于成为国际货币的道路上。同时，它也在努力将其在转型道路上面临的风险降至最低。

本文原题为“Internationalizing Like China”。本文作者 Christopher Clayton 来自耶鲁大学管理学院, Amanda Dos Santo 和 Jesse Schreger 来自哥伦比亚商学院, Matteo Maggiori 来自斯坦福大学商学院。本文于 2022 年 3 月 11 日刊于 EconPapers 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

援助能买到外国的公众支持吗？来自中国开发性金融的证据

Lukas Wellner, Axel Dreher, Andreas Fuchs, Bradley C. Parks, and Austin Strange/文

母雅瑞/编译

导读：双边援助者通常会利用外国援助来追求软实力的提升。我们利用关于中国发展项目的确切承诺、实施和完成日期的新数据集，检验了援助在实现这一软实力目标方面的有效性。同时，我们使用了 2006 年至 2017 年期间 126 个国家的盖洛普世界民意调查数据，并利用下述两种模型确定了两者之间的因果关系：(i) 一个包括高维固定效应的事件研究模型，(ii) 工具变量回归。工具变量取决于中国政府融资供给随时间的外生变化。我们得到的结果是微妙的，具体与我们关注的是地方司法管辖区、国家还是全球的国家集团相关。编译如下：

1.引言

目前已有大量的文献探讨了外国援助的影响。大多数的研究集中在援助是否影响受援国的实际成果，如经济增长、健康、教育和腐败。这些结果对生活在中国发展中国的人人和金融机构当然是重要的。然而，受援国福利只是促使双边援助者提供外援的众多目标之一（Thiele et al. 2007）。援助国也利用双边援助来达到自己的地缘战略目标，例如在国际组织中购买选票，在选举前支持友好政府，确保出口商的市场准入，阻止寻求庇护者，以及打击恐怖主义（例如，Kuziemko and Werker 2006, Fleck and Kilby 2010, Faye and Niehaus 2012, Dippel 2015, Rommel and Schaudt 2020）。双边援助的另一个关键动机是提升软实力，例如，影响国际公众对援助国政府的看法。

为此，援助国政府花费大量的时间和金钱向发展中国家的公众传播关于它们慷慨的积极信息。他们把自己的标志贴在援助货物上。他们也在项目地点上放置标识，告知公众他们的活动。他们组织公共仪式来标榜新项目的开始和现有项目的完成。一些人也通过社交媒体的渠道传播自己的信息，并培养记者，鼓励媒体报道他们的成就。其他一些则更加积极，与广播电台、电视频道和报纸建立内容共享的伙伴关系，或者建立使信息更容易向公众传播的电信系统。简而言之，援助被援助国用来塑造发展中国家本地对此的认知，而“品牌管理”是援助国政府以双边方式而不是多边方式提供外援的最重要原因之一。

经济学家和政治学家估计了开发性金融对选民购买、移民威慑、反恐斗争以及接收省份或国家民意的影响（例如，Bandyopadhyay et al. 2014, Dreher et al. 2019, Lanati and Thiele 2018, Eichenauer et al. 2021）。然而，没有一项研究能够全面地测试开发性金融是否以及能在多大程度上影响受援国和整个南半球对援助国政府的总体评价水平。这是一个令人惊讶的空白，因为软实力是许多其他战略目标的重要一阶段结果：Goldsmith 和 Horiuchi（2012）认为，外国公众

舆论会影响外国的军事支持。Rose（2016，2019）和 Guiso 等人（2009）的研究表明，国家间的软实力和更高水平的信任也会带来物质的经济收益，如具有更大全球影响力的国家会有更高的出口。Disdier 和 Mayer（2007）发现，如果一个国家的人口对彼此有更高的亲和力，那么这个国家之间的贸易联系就会更加紧密。此外，在软实力影响援助国经济成果的程度（例如，通过增加贸易），它可能会增加援助国对援助的支持，从而也导致未来有更多的外援流入受援国。

援助是否改善以及如何改善外国公众对政府的看法，这对于许多最大的双边援助国来说显得越来越重要。正如 Goldsmith 等人（2014）指出的那样，“如今像美国和中国这样的大国之间争夺全球公众舆论好感的状况越来越明显，这可能是新兴国际秩序的一个关键特征。”然而，援助是否会增加或削弱国外政府对援助国的支持仍是一个悬而未决的问题。如果没有仔细设计和实施，发展项目不仅不能增强对援助国政府的支持，而且很容易成为其声誉上的负担。涉及大规模建设活动的项目往往会产生噪音、交通和污染。它们可能导致劳工罢工、公众抗议、诉讼以及政治偏袒和腐败的指控。此外，从“品牌管理”的角度来看，如果开发项目未能完成，或出现由地方和国家政府承担的重大成本超支，则可能适得其反。

舆论效应并不局限于项目所在地。援助的品牌化和宣传也会影响到偏远地区的态度，某些地区的态度效应可能会抵消其他地区的影响。因此，要衡量对外援助项目对援助者软实力的影响，除了针对项目地点的局部、本地化评估外，还需要对总体效应进行评估。

我们调查了发展项目对援助国政府在三个不同目标人群中的公众支持的影响：（i）居住在项目所在省份的人；（ii）居住在该国其他地区、对项目直接接触较少的人；最重要的是，（iii）没有直接接触项目的国际受众。这三个层次的分析使我们能够区分直接和间接的民意影响。开展发展项目的省份与该项目接触的水平最高，生活在这些辖区内的人民可以最直接地受到项目结果的正面和负面影响。因此，我们认为，该地区的公众对援助国政府的任何情绪变化都是直接影响。那些住在发展项目附近的人更有可能根据他们自己的第一手经验和观察，或者他们认识的人的观察，对援助国政府做出判断。然而，当项目所在省份以外的人通过电视、广播、平面媒体、网络媒体、口碑或旅行了解项目时，也可能产生间接的公众舆论效应。当然，这种影响不仅限于东道国的居民，世界各地的不同受众对有关发展项目的信息可能有不同的反应。斯里兰卡汉班托塔港的建设就是一个很好的例子。这个由中国进出口银行资助的项目，已经被全球几乎每个角落的数千家媒体报道为中国政府正在从事“债务陷阱外

交”的证据（Brautigam 2020）。发展项目也不一定对这些不同的受众产生一致的舆论影响。例如，一个被受援国居民认为有用和适当的发展项目可能会引起敌对国的观察员的剧烈反应（与援助国或受援国的观察员截然不同），他们可能认为援助国或受援国的收益是以他们的利益为代价的。

我们的实证分析主要集中在中国政府资助的发展项目上。北京的海外发展项目对于我们的分析十分有用，原因如下：中国已经成为世界上最大的双边国际发展资金的来源。现在中国的军费开支是美国开支的两倍。与其他大国一样，中国正在寻求扩大其在世界各地的经济和政治影响力。开发性金融是中国政府用来提升其在“南半球国家”的受欢迎形象的重要工具（Kurlantzick 2007, Hanauer and Morris 2014a,b, Fuchs and Rudyak 2019）。2014年，中国国家主席习近平承认，“一带一路”倡议是“增强中国软实力，提供好的中国故事，更好地向世界传达中国信息”的更广泛努力的一部分（人民日报，2014）。与此相呼应的是，一位中国政府的高级官员宣布，“对外援助的工作关系到中国的形象。我们不能容忍任何疏忽和劣质的项目”（商务部，2014）。从杠杆推理的角度来看，中国政府也是很有吸引力的，因为它是唯一一个在相当长的一段时间里，在世界所有主要地区的所有发展项目上都进行了地理编码的双边援助者。这些数据，连同具有广泛时空覆盖范围的民意数据，为我们因果关系的识别提供了强有力的经验基础。

我们衡量了中国发展项目在短期和长期的因果效应。首先，我们使用了盖洛普世界民意调查（Gallup World Poll）在2006年至2017年期间对126个国家的150多万人进行的一项事件研究的受访者数据，利用这一数据分析了中国发展项目的短期影响。这种方法利用了民意调查的交错和准确的采访日期。准确的日期使我们能够比较在中国项目事件发生前30天内和事件发生后30天内接受采访的受访者的态度。我们创建了一个新的数据库，对此类事件进行了编码，其中包括全球126个国家和2025个次一级国家行政地区（ADM1）的2214个中国发展项目的3998个承诺日期、开始日期和结束日期。控制省份和年份的固定效应，以及一系列个人和调查特征，我们将访谈时间作为相对于中国项目事件的随机时间。这项研究设计使我们能够严谨地分析发展项目对公众态度的直接影响。

虽然事件研究能够不连续性地估计公众意见受到的影响，从而促进因果效应的识别，但它是忽略大量可用数据为代价的。这是因为它只依赖于具有发生在盖洛普调查窗口中的事件日期的项目。此外，这些估计与项目事件的具体时间有关，因此是短期性质的。这种方法没有捕捉到中国政府资助的项目对民众态度的潜在长期影响。

我们实证策略的第二个组成部分是，使用工具变量的方法来测试中国海外发展项目的长期影响，并更全面地评估中国海外发展项目的公众舆论效应。我们再次使用具有地理参考和时间分类的中国发展项目数据，和来自盖洛普世界民意调查的地方民意数据。我们不仅评估了中国发展项目在受援国国内对中国认可方面的影响，也评估了整个南半球对中国认可方面的影响。

我们的工具变量策略遵循 Bluhm 等人（2020）和 Dreher 等人（2021b）的做法，并利用供应冲击，即中国生产的物理建筑材料的年生产量，来替代中国项目的长期可用性。相对于国内需求，中国生产了过剩的材料，如钢铁（Dreher et al. 2021a）。中国政府资助的发展项目往往与中国企业提供的商品和服务挂钩，因此它们也严重依赖于中国生产的投入材料。因此，中国建筑材料产量的增加，应增加海外开发项目的供应。Bluhm 等人（2020 年）和 Dreher 等人（2021b）使用样本期间某个地区从中国获得开发项目的年份份额来代表哪些地区可能从这些供应冲击中获得更多或更少的额外项目份额。这里的工具变量是供给冲击措施与接受援助概率的相互作用。

这种识别策略是基于一种类似于双重差分的直觉。我们调查了中国项目盈余对中国发展项目接触程度不同的省份的公众舆论的不同影响。我们的假设是，在控制了省份、国家和年份的固定效应和模型中的其他变量后，除了中国发展项目对公众舆论的直接影响外，从中国政府获得发展资金概率不同的省份的公众舆论不会受到中国实际项目投入的生产变化的不同影响。下面我们将对确保这一方法有效所需的几个基本假设进行测试。

研究结果表明，中国开发项目的完成增加了受援国民众对中国政府的支持。这一发现与捕捉在 30 天内对中国发展项目的影响的事件研究一致，也与包括更大项目样本的年度宏观层面分析相一致。我们估计，平均而言，每完成一个中国发展项目，受援国对中国政府的公众认可在短期内将增加 3 个百分点，在长期内将增加 0.2 个百分点。

我们通过观察中国发展项目潜在的积极和消极（副作用）影响来测试长期研究结果背后的机制。研究结果表明，中国的发展项目往往通过提高报告和感知收入、提高生活水平和提高对公共产品提供的满意度来促进受援国的发展。

除了这些国家层面的影响外，援助国积累软实力的能力取决于全球对其发展项目的看法。我们分析了样本中所有发展中国家的反应，发现，中国提供的发展项目提高了中国政府在非洲国家、联合国大会中潜在的“摇摆国家”、以及公众支持中国政府的基线（事前）水平较高的国家的民意认同。可以说，所有这些国家都是中国政府的“高价值”目标。我们还发现，中国的开发性融资增加了与受援国政治结盟的有关第三国政府对中国的支持。这些间接收益使开

发性金融成为了积累软实力的特别有吸引力的工具。以非洲大陆为例，我们估计，中国政府的全球项目组合平均每年使非洲大陆的公众对中国政府的认可提高了 2.2 个百分点以上。最后，我们的研究表明，中国的开发性融资提高了受援国政府的公众支持率，这与中国政府对外援助项目常用的“合作共赢”原则是一致的。

我们的发现有助于丰富研究援助有效性的文献，特别是关于援助和公众意见的文献（Milner and Tingley 2013, Dietrich et al. 2018）。已有越来越多的研究旨在衡量中国开发性金融的预期和非预期效果。最近的研究也表明，中国的发展项目有助于经济增长，降低了经济活动的空间集中度，但它们也助长了地方腐败，加剧了民族紧张关系，削弱了工会的参与，煽动了公众抗议，并破坏了自然环境（Isaksson and Kotsadam 2018a,b, Gehring et al. 2019, Bluhm et al. 2020, Isaksson 2020, Dreher et al. 2021a, Dreher et al. 2021b, Iacoella et al. 2021, Baehr et al. 2022）。同样，受援国政府似乎也从这些项目中受益，因为它们可以将资金引导到政治上有影响的司法管辖区，从而增加其选举利益（Dreher et al. 2019, Anaxagorou et al. 2020）。

我们的工作与越来越多调查援助对中国在受援国形象影响的研究直接相关。这些研究通常分析援助对项目地点周围的公众意见的影响，得到的结果好坏参半。基于中国发展项目的地理编码数据和非洲的晴雨表调查数据，Blair 等人（2021）利用空间差异策略，评估了中国开发性金融的地方敞口对 38 个非洲国家的公众舆论的影响。他们发现，对中国持正面看法的地方会公布中国的开发项目，但住在完成的项目附近地区的人对中国的看法不太好，对美国和其他西方大国的看法更好。相比之下，最近的一项研究发现，非洲的普通公众普遍对中国的对外援助提供了积极的评价，尤其是在更发达和民主的东道国（Han et al. 2016）。类似地，另一项使用非洲晴雨表数据的独立研究分析了非洲人对中国贸易、投资和援助的看法，发现非洲公民通常对后两种看法更加积极（Morgan 2019）。最后，Chen 和 Han（2022）发现，支持现任政党的个人也最支持来自中国的援助。

这篇论文在几个方面是独特的。我们研究了当地以及受援国其他地区和其他国家公众舆论的得失。因此，我们在援助对外国对援助国看法的影响方面提供了全面的评估。此外，以前的文献几乎完全集中在对中国在非洲国家的项目的态度。一项研究发现，在国家和次国家的尺度上，没有证据表明中国在 18 个拉美国家的贸易、援助和投资影响了公众对中国政府的态度（Eichenauer et al. 2021）。但中国的开发性金融是一种全球现象，亚洲是中国开发性金融的最大接受国（Dreher et al. 2022）。我们的研究分析了涵盖所有发展中地区的更大的

发展项目样本，并采用了一种识别策略，能够在个人、省份和国家层面的回归中估计因果关系。因此，我们可以从不同层面分析开发性金融对软实力的影响。我们使用个人层面的数据来估计援助事件的短期影响。然后，我们利用省和国家层面的数据来研究援助对中国政府在项目实施的省份、受援国以及全球层面认可度的长期影响。基于微观层面上的盖洛普世界民意调查和用于总体层面分析的工具变量，我们可以得到两者之间的因果效应，而不仅仅是相关性。此外，全球层面的分析还考虑到，中国可能更重视一些发展中国家的民众支持。最终，在评估援助作为增强全球软实力工具的有效性时，需要对整体软实力的增长水平进行细致的分析。这使得我们的研究成为了第一个通过民意来全面分析对外援助软实力效应的研究。

接下来的安排如下。第二部分介绍了我们关于中国项目事件的新数据，以及中国政府审批的调查数据。在第三部分中，我们使用了个体层面的事件研究来分析短期效应。在第四部分中，我们基于工具变量，继续分析在省和国家层面上的长期影响。第五部分研究了全球层面上的影响。第六节从提高受援国公民对其国家政府的认可度的角度，分析了中国开发性金融是否为“双赢”合作。最后一部分是总结。

7.结论

本文研究了对外国援助是否以及如何影响发展中国家对援助国政府的公众支持提供了全面的分析。为了解决这个问题，我们构建了一个中国发展项目事件的新数据集（包括精确的项目承诺、启动和结束日期），并将这些数据与盖洛普世界民意调查在 126 个国家和 2000 多个地方司法管辖区的数据合并。我们选择关注中国的开发性金融及其对外国民众支持中国的影响，原因有以下几点：中国作为国际援助者和贷款人的重要性日益增加，中国正在积极追求增强其软实力，同时我们可以获得有关援助和援助结果的高质量数据。与之前的分析不同，之前的分析只衡量了对项目地点附近局部的、短期的公众意见的影响，本文中我们的方法通过考虑不同的时间范围和地理聚集水平（省份、国家和全球层面），提供了中国开发项目对各地区民意的影响的全面图景。我们的分析基于两种因果识别策略：一个短期事件研究，访谈的时间可以被认为是相对于中国项目事件的随机时间；另一方面，我们利用已构建的工具变量方法，和中国项目投入的总体生产的变化进行总体分析，同时也考虑了这些冲击对不同国家和地区的不同影响。

我们的结果显示，平均而言，在中国开发项目完成的国家，公众对中国政府的认可有所增加。在短期内，这种效应随着项目的规模和财政承诺的慷慨程度而增加；从长远来看，居住在已完成的中国开发项目附近的居民的死亡率较

低。或许最重要的是，我们发现，这些发展项目在非洲国家、联合国大会中潜在的“摇摆国家”、以及公众对中国政府的基线（事前）支持水平较高的国家中，为中国创造了更有利的舆论环境。我们还发现，当重要的第三国与受援国在政治上结盟时，中国的开发性金融会提高它们的软实力。这些积极的溢出效应使中国政府能够提高其在政治结盟国家集团中的公众形象。总之，我们发现中国的海外发展项目提高了中国的软实力。

与此同时，我们的研究结果有助于澄清政策制定者、记者和学者之间的一个关键争论：“一带一路”倡议是名誉资产还是名誉负债。目前关于“一带一路”的争论表明，它对公众舆论的影响要么是正面的，要么是负面的。一方认为，通过为西方大国不愿支持的大型基础设施项目提供资金，中国正在一场大国之间的零和竞争中占据上风。另一方则声称，中国正在输掉争夺“心灵和思想”的战斗，因为当地民众对中国开发项目存在一些意想不到的负面影响。我们的研究结果表明，这两个阵营都不是完全正确的，也不是完全错误的。与之前的研究一致，我们发现，居住在接近完成的中国开发项目附近的个人对中国的看法不如来自同一国家的个人（同一年）。然而，与以往的研究不同，我们衡量的是中国开发项目在地方政府管辖范围之外对公众舆论的影响。我们的研究结果表明，间接接触中国的开发项目改善了公众对中国的情绪。在经历过直接接触和间接接触的个人中，这些抵消效应在国家层面上似乎是“净正”的，为中国创造了更有利的公众舆论环境。

存在这样一个事实：与同一国家和同一年份的平均效应相比，那些最直接受中国发展项目成本和收益影响的人对中国政府的看法变差了，这有助于解释为什么全球仍有许多迹象表明“一带一路”反弹。在这一点上，我们的研究补充了之前的研究，之前的研究已经提供了一些证据，表明那些住在离中国发展项目很近的地方的人受到各种负外生影响的程度更高，包括政府俘获（Dreher et al. 2019, Anaxagorou et al. 2020）、腐败（Isaksson and Kotsadam 2018a）、种族关系紧张（Isaksson 2020）、公众抗议（Iacoella et al. 2021）、环境污染（Baehr et al. 2022），以及工会参与率下降（Isaksson and Kotsadam 2018b）。

本文原题名为“Can Aid Buy Foreign Public Support? Evidence From Chinese Development Finance”。本文于2022年3月发布基尔世界经济研究所的工作论文模块上。本文作者是Lukas Wellner, Axel Dreher, Andreas Fuchs, Bradley C. Parks 和 Austin Strange。[单击此处可以访问原文链接。](#)

