



上海金融与发展实验室
SHANGHAI INSTITUTE FOR FINANCE & DEVELOPMENT

半月度
报告

金融与发展

海外观点

2023年/总第259期

目 录

全球治理

欧央行：问题在于不确定性，而不是如何应对三难困境	3
--------------------------------	---

导读：欧央行需要在恢复物价稳定的同时避免金融不稳定以及对经济活动和就业过度破坏。与过去一样，平衡这些目标的任务可能变得更加艰巨，但不是目前最困难的挑战。真正的困难是经济不确定性。基本的经济关系，如失业和通货膨胀之间的关系，已经变得更加模糊，使得决策变得更加困难。恢复物价稳定是困难的，但也是可行的。

控制的假象	5
-------------	---

导读：本文探讨了自 2008 年金融危机以来实施的金融监管及其在降低未来危机的有效性。本专栏提出了对当今一刀切监管政策的反对意见，认为这类政策限制了市场对短期波动风险的响应。同时，作者质疑了当今预测金融风险的模型以及各种单一指标，认为其制造了风险在控制之下的假象。最后，文章提出了监管的三难问题，强调了在稳定性、效率和一致性之间取得平衡的必要性，并建议采取更多样，灵活的监管措施。

发展中国家是否应该效仿美国和中国建立国家龙头产业？	10
---------------------------------	----

导读：本文探讨产业政策的争议以及其对发展中国家的影响。虽然一些人认为产业政策是推动经济增长和结构转型的关键因素，但有人则认为它会引发腐败和低效率。本文提出了一些例子，并探讨了产业补贴和贸易限制的风险。尽管美国、中国和欧盟可以负担大规模的产业补贴，但其他国家的财政紧缩可能无法在财政平衡岌岌可危、回报不确定的情况下为国内生产商提供慷慨的补贴。另一方面，采取贸易限制措施的风险是牺牲了发展中国家从参与世界市场中获得的一些收益。本文还提到了发展中国家通过与全球经济接轨而取得的经济进步，并强调了全球化对于发展中国家的重要性。

供应链约束与通货膨胀	13
------------------	----

导读：我们开发了一个多部门、开放经济的新凯恩斯主义框架，以评估潜在的产能约束及其冲击如何影响通胀。我们发现，国内和国外生产商的约束条件使国内和进口价格菲利普斯曲线向上移动，造成一种类似于简化形式的加价冲击。此外，关于价格和数量的数据共同确定约束条件究竟来自需求增加还是产能减少。应用该模型来解释最近的美国数据，我们发现受限约束解释了 2021-2022 年期间通胀增长的一半。特别是，产能紧张放大了 2021 年宽松货币政策的影响，推动了通胀起飞。

世界热点

错过银行倒闭信号的教训 23

导读：硅谷银行的倒闭暴露了美国银行在审慎监管和清算方面的缺陷。本专栏认为，尽管美联储（Fed）副主席迈克尔·巴尔（Michael Barr）的报告承认并剖析了监管失误，但它掩盖了最重要的一点：6 个月前他们未能意识到硅谷银行可能倒闭，并且需要联邦存款保险公司（FDIC）作为解决机构来处理。

欧盟借贷成本上升及应对措施 27

导读：欧盟委员会（European Commission）代表欧盟发行的债券大幅增加。截至 2023 年 5 月，欧盟未偿债务约为 4000 亿欧元，其中 85% 来自 2020 年以来的借款。为了资助下一代欧盟的剩余部分以及支持乌克兰的优惠贷款，大规模借款预计将持续到 2026 年。当这些计划推出时，利率处于历史低位——10 年以下期限的利率甚至为负值。然而，由于欧洲央行为应对通胀飙升而收紧货币政策，以欧元计价的利率普遍上升。除此之外，欧盟还面临着其收益率与欧洲主要发行国（包括法国和德国）收益率之间的利差扩大挑战。

欧央行:问题在于不确定性, 而不是如何应对三难困境

Francesco Papadia / 文 薛懿/编译

导读: 欧央行需要在恢复物价稳定的同时避免金融不稳定以及对经济活动和就业过度破坏。与过去一样, 平衡这些目标的任务可能变得更加艰巨, 但不是目前最困难的挑战。真正的困难是经济不确定性。基本的经济关系, 如失业和通货膨胀之间的关系, 已经变得更加模糊, 使得决策变得更加困难。恢复物价稳定是困难的, 但也是可行的。编译如下:

虽然欧元区的总通胀率正朝着正确的方向发展, 但核心通胀率仍居高不下, 接近 6%。失业率处于历史低位, 但增长前景喜忧参半。金融稳定被认为存在风险, 尤其因为意大利债券收益率可能造成紧张局势。在此背景下, 国际货币基金组织 (International Monetary Fund, IMF) 在 4 月总结了一种反复出现的说法, 写道, 欧洲必须在“维持复苏、战胜通胀和维护金融稳定”之间取得平衡。

在处理这一三难困境时, 央行的政策是重点。中央银行采取的措施对其所在的经济体至关重要。三难困境和央行政策的重要性不应被低估, 但这两个问题都应放在大背景下考虑。

当然, 各国央行必须在相互矛盾的目标之间找到正确的平衡。物价稳定是首要目标, 但这并不意味着他们可以忽略金融稳定和对经济活动施加过大压力的风险。这种平衡行为是中央银行的本质, 并且情况很容易变得更糟。

目前的经济情况并不是滞胀, 滞胀会在对抗通胀和衰退之间造成一个两难局面: 失业率非常低, 经济活动前景不确定, 但并非绝对消极。我们必须保持金融稳定, 到目前为止, 无论是从金融体系的压力, 还是从外围国家与核心国家之间的收益率差来看, 情况都并不令人担忧。欧洲央行 (European Central Bank, ECB) 可以在合理的预期下致力于实现恢复价格稳定的目标, 即它能够在不造成金融不稳定或对经济活动和就业造成太大损害的情况下做到这一点。

对于“央行政策至关重要”的评价同样也需要加以限定。只有对通胀而言, 央行的行动才是决定性的。全球贸易和生产可能出现的碎片化、不良人口结构、移民紧张局势、气候风险以及地缘政治发展和危机, 都是需要处理的更严重的问题, 而解决这些问题的办法, 如果有的话, 也只有在较长期内才能实现。无论如何, 处理这些长期问题的主要责任不在央行。

欧洲央行和美联储能够一直保持对通胀的关注, 并可能因此进一步加息, 这一事实证实了这样一种观点, 即必须考虑对经济活动和失业的可能损害, 以及对金融稳定的风险, 但这些风险并不是压倒性的。这种态度强化了市场的观点, 即央行对于将通胀率拉回 2% 是认真的, 即使它们的成功还远未确定。

相对于主流说法，对各国央行所面临形势的一个有利解读是，他们重新启动了美元掉期，以补充他们在国内所做的工作。掉期交易允许特定经济体的央行“印制美元”，也就是说，它们可以在美联储同意的情况下影响美联储的资产负债表。因此，这个工具是有效的，即便不使用，它的存在本身就可以产生有益的影响。

所有这些并不意味着各国央行对最近几次危机的政策反应没有问题。央行的主要问题是一个更普遍的问题的一部分：在事件的压力下，公共部门在保护私人参与者免受经济困境影响方面发挥着越来越大的作用。

在全球金融危机、新冠疫情和俄罗斯入侵乌克兰的背景下，从短期来看，这是合理的。但中长期的负面影响必须得到控制。必须在提供紧急援助和尽量减少其道德风险后果之间保持一种艰难的平衡。与此相关的是，全球金融危机后建立的银行处置框架——帮助私人投资者依靠自己的力量脱离困境——被证明难以实施。目前尚不清楚解决方案是更好地实施纾困方案，还是回归旧的纾困方法。前者可能更可取，但实施起来有实际困难。

总之，央行的任务是艰巨的，需要在恢复物价稳定的同时避免金融不稳定以及对经济活动和就业过度破坏。与过去一样，平衡这些目标的任务可能变得更加艰巨。目前真正的困难是经济的不确定性。基本的经济关系，如失业和通货膨胀之间的关系，已经变得更加模糊，使得决策变得更加困难。这是最困难的挑战，而不是解决三难困境。

本文原题名为“Central Banks: Uncertainty is the Problem, not Managing the Trilemma”。本文作者 Francesco Papadia 是希腊金融稳定基金（HSFS）遴选委员会的主席。曾于 1998 年至 2012 年期间，担任欧洲央行市场操作总监。他也曾在意大利中央银行工作，先后担任研究部国际部主任和外交部副部长。主要研究领域在国际经济和货币政策方面。本文于 2023 年 6 月刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

控制的假象

Jon Danielsson/文 刘莹仪/编译

导读：本文探讨了自 2008 年金融危机以来实施的金融监管及其在降低未来危机的有效性。本专栏提出了对当今一刀切监管政策的反对意见，认为这类政策限制了市场对短期波动风险的响应。同时，作者质疑了当今预测金融风险的模式以及各种单一指标，认为其制造了风险在控制之下的假象。最后，文章提出了监管的三难问题，强调了在稳定性、效率和一致性之间取得平衡的必要性，并建议采取更多样、灵活的监管措施。编译如下：

自 2008 年以来，全球宏观审慎和微观审慎监管力图降低系统性危机重演的可能性。本专栏认为，一刀切的监管限制了市场对短期风险波动的反应能力。如果监管的方式不能更加灵活，未来发生系统性危机的可能性仍会增加。

2017 年，当时的英国央行行长、金融稳定委员会主席马克·卡尼(Mark Carney)告诉我们：“在过去十年中，G20 金融改革修复了导致全球金融危机的源头性问题”（Carney 2017）他主张，自 2008 年以来实施的监管成功地使金融部门不再像过去一样容易受到系统性危机的影响。

在我的《控制的幻觉》（Danielsson 2022）一书中，我提出了相反的观点。虽然金融系统的参与者已经为实行监管措施付出了极大努力，当今系统性金融危机的可能性依然比以往任何时候更高。监管使我们在管理由外部事件驱动的可测量风险方面有了显著进展，但代价是让我们低估了可能导致系统性危机的内生风险。由此产生的虚假安全感是仅是一种危机在我们掌控中的假象。

实施金融监管是为了帮助我们平衡稳定和增长目标之间的取舍。监管的首要目标是在一个能够充分保护使用该系统的人（微观审慎监管）且不引发过多危机（宏观审慎监管）的监管体制下，最大限度地促进经济增长。监管机构也可能被赋予其他与增长关系不大的目标——例如环境保护。但促进经济增长始终是监管的目标之一。但需要注意的是，监管的目标不是降低经济风险，也不是实现金融稳定，更不是确保合规性。那些只是监管机构使用的工具。

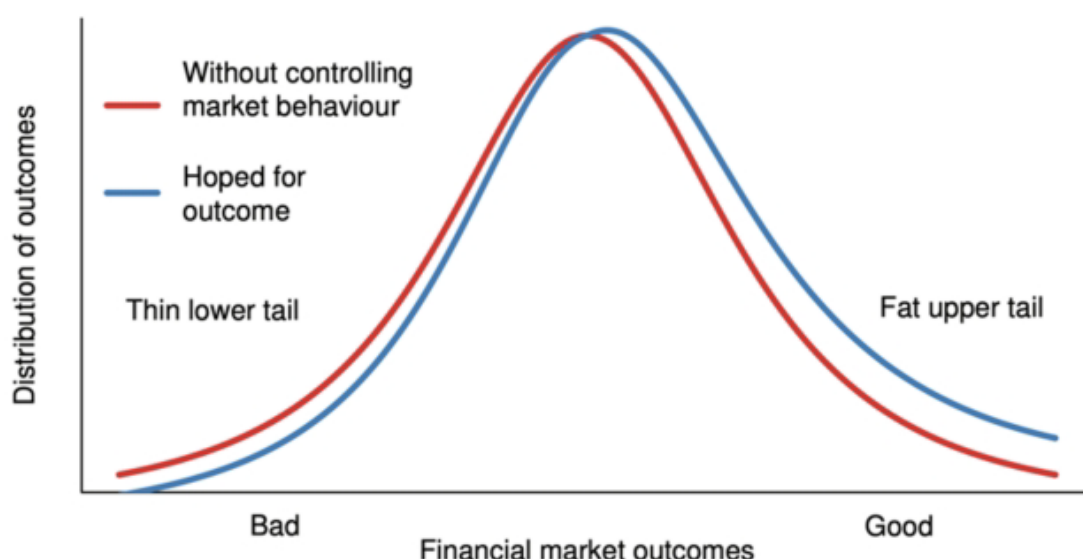
感知风险与经济活动

基于过往研究(Danielsson et al. 2022a, 2022b)，我们得知市场对于风险水平的感知对经济活动很重要。当市场认为某一年的风险很高时，资本流动和投资的下降将导致当年和下一年的经济增长放缓。当我们认为风险较低时，资本流动和投资将促进当年和下一年的增长，但两年后会出现逆转。尽管有可能逆转，这种情景的影响仍是积极的（除非信贷增长过度）。

然而，这些风险认知是如何形成的，它们又代表了什么？图 1 显示了对金融市场产出的一个预期假设（红色曲线），风险是图中左尾。图中蓝色曲线是

监管机构期望达成的政策效果。最佳的金融控制方案能够降低发生不良结果的可能性（图中表示为更低的下尾），并增加良好结果发生的可能性。

图 1 金融监管机构期望的政策结果



来源：作者。

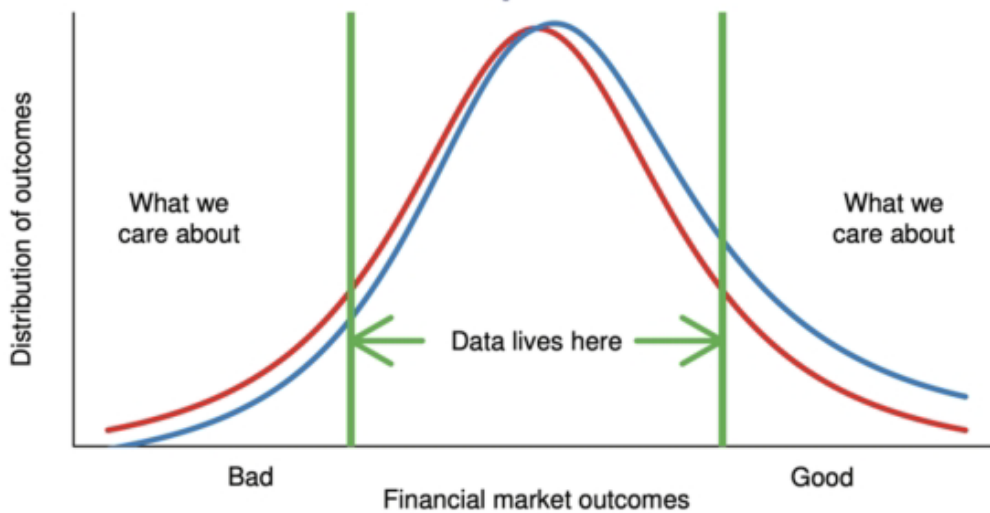
认知和现实中的风险

监管机构和私人部门的风险管理人员不仅对如何做到这一点有不同的看法，他们对问题本质的描述往往也不同。监管机构倾向于指责私人投资者不计后果地追求收益，而投资者通常认为监管机构过于关注表面的风险衡量指标。

所以我们应该相信谁？我们将危机归咎于何处取决于我们如何衡量系统中的风险程度。因为我们无法直接观察风险，我们必须尝试从价格和过去历史数据中推断风险。现今有很多不同的衡量风险的模型，我们无法在危机发生前判断哪个模型能产出最准确的结果。然而，我们却总认为市场中的所有参与者都可以使用单一且完全虚构的某种风险指标来捕捉系统中真实的风险水平，并将其表示为一个精确的数字（Danielsson 2011）。

试图构建一个准确的风险指标是没有意义的。即使一些风险指标能够准确地反映历史数据，我们也必须承认几乎所有模型使用的数据都仅映射了曲线的中心部分（图 2），而不是我们感兴趣的尾部。因此，对尾部风险的任何预测都在一定程度上依赖于模型构建者的假设。进而，用这些假设来预测一位有效数字以上的系统性风险是轻率的。我们却常常力图获得更高精度的预测。技术上，这很容易做到，但却毫无意义，因为这让人们测量的准确性产生了错误的信心。

图 2 关于金融市场结果的现有数据

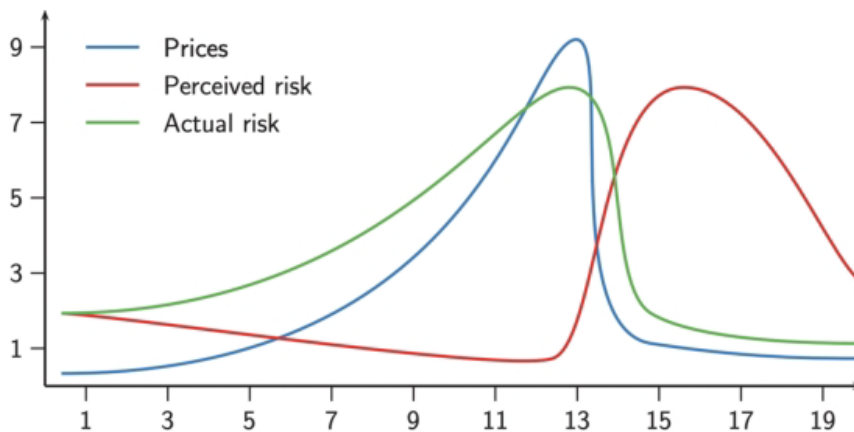


来源：作者。

此外，如 2008 年金融危机和 Covid-19 危机等不同的危机有不同的风险驱动因素，需要不同的政策应对（Danielsson et al 2020）。由于危机常在不同的时间发生在不同的地方，我们很难获得历史性教训。Laeven 和 Valencia（2012）发现，一个典型的经合组织（OECD）国家每 43 年才发生一次系统性危机，这使得训练风险模型变得相当困难。

一个系统中的风险积累在数年甚至数十年表面的平静后才爆发，而这种平静本身可能会助长系统性风险的产生。用海曼·明斯基（Hyman Minsky, 1986）的话说，“稳定就是不稳定”。当风险在系统中累积时，私人投资者使用的模型将得到与实际系统风险不相关的风险指标。图 3 显示了一个例子：一个假设性的价格泡沫。稳步上涨的价格（蓝色）形成了一种误导性的风险认知（红色）。而绿色曲线则是未被观察到的系统性风险，随着价格下跌而下降（Danielsson et al. 2009）。

图 3 价格泡沫



来源：作者。

银行风险预测模型在这类危机发生前往往习惯于低估风险（它们轻松地靠此赚了钱却毫无有价值的产出），而在危机发生后高估风险（由于剧烈的价格波动）。因此，我们的模型在所有的国家都是系统性错误的（Danielsson 2019）。

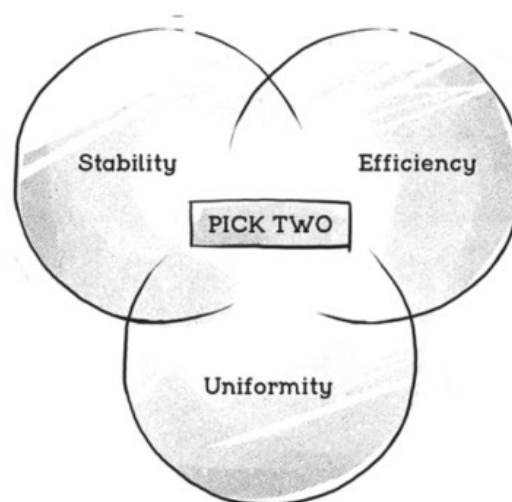
监管能够对世界状态的外生变化作出反应。但近年来造成系统性风险的外生事件（如次贷危机和英国脱欧）在很大程度上是政治性的。未经选举产生的宏观审慎监管机构对于这类事件能够采取的降低风险的方法很有限（Danielsson and Macrae 2016）。

市场参与者自我保护的本能也可能制造内生波动，在危机发生时加剧危机的发展。风险发生时，为认识和减轻风险而采取的一刀切监管措施（如资本金要求及杠杆率约束）决定了参与者如何在短期内应对风险和相应政策。每个参与者都试图根据监管措施调节其目标或偏见，同时，他们的应对措施也可能会放大原始信号。

解决控制问题

因此，监管存在三难（图 4）。我们不可能同时拥有稳定性、效率和一致性。

图 4 监管三难



来源：作者。

自 2008 年以来，大多数监管机构都倾向于选择一致性。统一监管的目的是建立公平竞争的环境。它侧重于由外生事件驱动的可测量因素。因此，各受监管实体将倾向于以相似的方式应对这些事件。这些应对方式仅是所有可能应对反应的一小部分，因为它忽略了内生变化：市场参与者的风险放大效应。

现在想象一下，我们选择了在监管过程中放弃一定的一致性，转而构建更多不同属性的、可以自由选择应对危机方式的金融机构。这有助于提高系统对系统危机的冲击吸收能力，从而提高金融系统的自动稳定性。要做到这一点，监管必须放弃公平竞争的理念，减少对具有新型产业模式的新入场玩家的监管。

对于规避风险的监管设计者来说，这可能不是一种理想的解决方案。它也可能不受偏向现有监管模式的从业者的欢迎，毕竟维护该体制意味着维护高昂的固定成本，而这使他们免受新进入者带来的竞争。于是，他们倾向于选择继续制定不符合目的的法规。

本文原题为“The Illusion of Control”。本文作者 Jon Danielson 系伦敦经济学院系统性风险中心的主任。他拥有金融市场经济学博士学位，研究兴趣包括金融稳定性、系统性风险、市场流动性和金融危机。本文于 2022 年 11 月 7 日发表。[单击此处可以访问原文链接。](#)

发展中国家是否应该效仿美国和中国建立国家龙头产业？

Douglas Irwin/文 刘林东/编译

导读：本文探讨产业政策的争议以及其对发展中国家的影响。虽然一些人认为产业政策是推动经济增长和结构转型的关键因素，但有人则认为它会引发腐败和低效率。本文提出了一些例子，并探讨了产业补贴和贸易限制的风险。尽管美国、中国和欧盟可以负担大规模的产业补贴，但其他国家的财政紧缩可能无法在财政平衡岌岌可危、回报不确定的情况下为国内生产商提供慷慨的补贴。另一方面，采取贸易限制措施的风险是牺牲了发展中国家从参与世界市场中获得的一些收益。本文还提到了发展中国家通过与全球经济接轨而取得的经济进步，并强调了全球化对于发展中国家的重要性。编译如下：

地缘政治正在迅速改变世界贸易的格局。几十年前的政策环境犹如遥远的记忆。在 20 世纪 90 年代和 2000 年代的改革时期，发展中国家和转型经济体开放了市场，拥抱了全球化。这一时期，我们见证了世界贸易组织的创建，确立了一个基于规则的非歧视性贸易体系。与此同时，由于中国专注于增长，俄罗斯致力于稳定经济，地缘政治的紧张局势暂时性地告一段落。

现在，政策制定者们正在就全球化的未来进行辩论。他们担心世界经济的分裂和全球贸易规则被破坏。贸易干预正在增加，包括工业政策和补贴、基于国家安全和环境问题的进口限制以及出口管制等措施，目的是惩罚地缘政治对手并确保国内供给。

发展中国家应该如何应对这种新环境？他们是否应采取对等政策，将目光转向内部，通过补贴和贸易控制来保护关键部门？

20 世纪 50 年代，许多观察家对低收入国家的出口前景持悲观态度，并担心它们将面临日益恶化的贸易条件。全球经济力量被视为加剧不平等和使发展中国家进一步落后的原因。当时的一种流行观点是采取进口替代政策，以使发展中国家的经济更加自给自足，减少对其他市场的依赖。

对历史的误读

产生转向内部观点的部分原因是历史的特定解读。这种解读认为，富裕的国家之所以成功，是因为对制造业的保护，这使产业政策赢得了支持。然而，这被证明是对历史的错误解读。尽管存在高关税，但美国仍是一个开放的经济体，对移民、资本和技术都大开门户，并有一个极其庞大且竞争激烈的国内市场。此外，高关税的美国在 19 世纪末是通过提升服务业劳动生产率，而不是提高制造业生产率，完成了对自由贸易的英国的人均收入超车（Broadberry 1998）。在西欧，增长与资源从农业向工业和服务业的转移有关，为保护农产品免受低价冲击的贸易政策可能会减缓德国等国家的这一转型。

虽然全面的进口替代政策几十年前就已退出舞台，但产业政策的辩论至今仍在进行。成功的东亚国家的经验赋予其积极意义，但即使在这里，表面的历史事实也可能产生误导。1960 年，韩国面临着货币升值和出口仅占 GDP 的 1% 的困境，该国的进口能力几乎完全依赖于美国的援助。在 1960 年代初期和中期贬值货币后，韩国的出口变得更具竞争力并呈爆炸式增长，到了 1970 年代初期占到了 GDP 的 20%，其主要政策涉及设置一个允许出口蓬勃发展的实际汇率，以及为所有出口商提供更便宜的信贷，而不是针对特定行业（Irwin 2021）。工业政策直到 1973-1979 年的重化工业推动计划才真正开始，之后因成本过高和效率低下而被终止。但是在工业政策时代到来之前，韩国快速增长的潜力已经得到释放。

产业政策的辩论长期陷入僵局。一些人认为它对提高生产率增长和结构转型至关重要，而另一些人则认为它助长腐败并促进低效率。有些人以阿根廷在推动火地岛电子装配的高昂代价为例，而另一些人则瞄准中国和韩国闪闪发光的高科技工厂。印象导致的偏见很容易被夸大。定量模型表明，即使是最优设计的产业政策所带来的收益也很小，并且不太可能产生变革性的影响(Bartelme 等人 2021)。

新的情况是，美国与中国一起明确拥抱工业政策。由大量对有针对性的行业补贴组成的“中国制造 2025”倡议已经转向了“双循环”的理念，重点是通过加强本地企业的国内采购来减少外部依赖，并推动关键技术的自给自足。美国在特朗普政府期间开始保护钢铁和铝行业，声称是基于国家安全的考虑。随着 CHIPS 法案和通胀降低法案的出台，美国引入了“再工业化”半导体生产的补贴，并采用限制国内内容的规定来确保电动汽车的国内生产。欧盟一直拥有产业政策，如，2020 年宣布的一个产业战略，旨在增强其在向绿色和数字经济的转型中的“开放战略自主权”。

这会让发展中国家处于什么位置？他们是否应该遵循新的华盛顿-北京-布鲁塞尔共识，通过政府补贴和贸易限制来发展某些国家产业？这将是一种冒险的策略。补贴的代价可能很高，也很难看到实实在在的好处。贸易限制的风险在于开始贸易保护主义倾向，从而减少出口收入，进而缩小他们购买关键进口商品的能力。

大规模的工业补贴似乎是富裕国家可以享受的奢侈品。美国、中国和欧盟有能力承担补贴，这并不意味着其他国家应该跟随。正如 Ricardo Hausmann 所警告的那样，“复制其他国家的方案，旨在解决本国不存在的问题的；或者专注于不重要的潮流问题，这是低效率甚至灾难的原因。”财政紧缩的发展中国家无

法在财政平衡岌岌可危、回报不确定的情况下为国内生产商提供慷慨的补贴，这也补贴可能也并不比将资金用于改善健康和教育、帮助贫困人口更有效。

中国说明了工业补贴可能是一种低效的稀缺资源支出方式。2006 年，中国将造船业确定为“战略性产业”，并开始通过廉价贷款进行大规模生产和投资补贴。证据表明，这些政策并没有产生巨大的收益，而是浪费了资源（由于过剩产能）并扭曲了市场（迫使更有效率的国家通过减少产量来调整）。中国的全球市场份额增长是以日本、韩国和欧洲的低成本厂商为代价的，也没有为国内生产者带来重大利润（Barwick、Panle Jia、Myrto Kalouptsidi 和 Nahim Bin Zahur。2019）。这些补贴被较低效的生产者浪费掉，导致产能过剩和行业分散。贷款在政治上更偏向国有企业，而不是更有效率的私营企业。造船业没有对整个经济产生重大的溢出效应，并且没有证据表明通过行业内的学习效应，整个行业的生产效率提高了。

牺牲贸易收益

同样地，采取贸易保护措施可能会牺牲发展中国家通过参与世界市场获得的一些收益。许多国家在最近几十年通过与全球经济接轨，而非关闭市场以期激发本土创新，取得了经济进步。中国并不是通过产业政策变得富裕，而是通过提高农业生产率、允许外国投资制造业并释放私营部门。印度于 1991 年解体了阻碍私人企业发展的官僚主义“许可证管制体系”，开放了经济，这一改革至今仍在推动着经济增长，尽管印度还需要更多的改革。孟加拉国也从对外投资的开放中获得了资本和技术，该国现在的人均收入比印度还要高。其他国家，从埃塞俄比亚到越南，从自由化中的受益都比从自给自足中更多。

虽然现在贬低华盛顿共识的新自由主义经济政策已经成为一种时尚，但在那个开放的改革时期，我们看到了全球富裕和贫困国家之间的收敛，而不是历史上长期存在的分化。自 1990 年左右开始，发展中国家开始更快地增长，并赶上了发达经济体享有的更高收入水平（Patel、Sandefur 和 Subramanian 2021）。

近期关于“全球化是否已死”的辩论是无意义的。发展中国家不应该背弃全球经济，放弃支持出口和从其国界以外获取技术的想法。他们仍然可以从世界其他地方获得很多好处，而回归历史上的封闭政策，他们将失去很多。

本文原题为“Should Developing Economies Follow the United States and China by Building National Champions?”。作者为 Douglas Irwin。Douglas Irwin 是达特茅斯学院的约翰·弗伦奇经济学教授，同时也是彼得森国际经济研究所的非常驻高级研究员。[单击此处可以访问原文链接。](#)

供应链约束与通货膨胀

Diego A. Comin Robert C. Johnson Callum J. Jones /文 廖世伟/编译

导读：我们开发了一个多部门、开放经济的新凯恩斯主义框架，以评估潜在的产能约束及其冲击如何影响通胀。我们发现，国内和国外生产商的约束条件使国内和进口价格菲利普斯曲线向上移动，造成一种类似于简化形式的加价冲击。此外，关于价格和数量的数据共同确定约束条件究竟来自需求增加还是产能减少。应用该模型来解释最近的美国数据，我们发现受限约束解释了 2021-2022 年期间通胀增长的一半。特别是，产能紧张放大了 2021 年宽松货币政策的影响，推动了通胀起飞。编译如下：

从 2021 年下半年到 2022 年，美国在新冠肺炎大流行后经历了一轮通货膨胀，主要原因是商品价格通胀大幅上升。流行的说法认为，强劲的消费需求与商品供应的限制发生了碰撞，从而加剧了通货膨胀。¹此外，在公开声明中，决策者经常指责国内和国外供应链的中断限制了商品供应。²尽管这种说法很有道理，但很难评估供应链约束对通胀的定量重要性，尤其是因为我们缺乏捕捉其影响的模型。

在本文中，我们研究了在一个多部门、开放经济、具有进口投入和跨部门投入产出联系的新凯恩斯主义（NK）模型中，国内外生产者的潜在受限产能约束如何影响通货膨胀。通过分段线性近似求解模型的非线性平衡动态，我们开发了一个贝叶斯最大似然程序来估计关键参数并推断约束何时受限。然后，我们应用该模型来量化供应链中的约束以及对它们的潜在冲击如何影响最近的数据结果。我们发现，在 2021-2022 年期间，受限性约束占通胀增长的一半（两个百分点）。有趣的是，我们还发现，没有一组单一的冲击可以解释通胀起飞。相反，收紧产能的冲击为需求冲击——最重要的是货币政策冲击——创造了条件，从而触发受限约束并加速 2021 年的通胀。

我们开发的框架偶尔会在两个不同的地方受限约束。第一种是适用于个别外国公司层面的约束，即外国生产商能够以不变的边际成本提供产出，直到达到预定水平，在这一点上，生产受到数量限制。在进口投入品市场中中断的证据

¹ See The Economist (2021), Rees and Rungcharoenkitkul (2021), and de Soyres, Santacreu and Young (2023).

² Gita Gopinath 在《国际货币基金组织》(International Monetary Fund, 2021)中写道：“全球供应链关键环节爆发的疫情导致供应中断时间长于预期，进一步加剧了许多国家的通胀。”Smialek 和 Nelson(2021)将美联储主席的观点描述为：“(杰罗姆·鲍威尔)指出，尽管美国需求强劲，但工厂关闭和航运问题抑制了供应，给经济带来压力，并将通胀推高至美联储目标之上。”参见 Lane(2022)对欧洲央行观点的讨论，参见 Goodman(2021)对供应链崩溃的叙述。

的推动下，我们特别关注外国投入品供应的约束性限制。第二个制约因素是对国内企业生产能力的类似限制，这对下游企业和消费者都有影响。这些双重约束使我们能够分别捕捉国内和国外供应链中断对通胀的作用。

此外，该框架的特点是对受限约束的供应方和需求方解释之间的区别，这可能对政策产生重要影响。在供给侧，我们假设产能约束的水平是外生的，并受到随机冲击的影响。³

该公式反映了疫情期间在美国和国外发生的时变投入短缺的类型。⁴ 在需求方面，需求的增加也可能耗尽过剩产能，并导致产能约束在模型中受到限制。这一替代机制非常突出，因为 2021 年需求的突然复苏似乎对现有供应链能力造成了压力。

将这两种机制分开——即受限约束可能是强劲需求或产能中断的结果——是一项关键的量化挑战。该挑战分为两部分，我们首先必须确定约束是否受限，然后确定它们受限的原因。

为了阐明如何检测受限约束，我们注意到受限约束会影响定价决策。在该模型中，每个企业在设定价格时都内化了约束条件，因此企业的最优加价会因约束条件是否具有约束力而有所不同。假设出口和进口均以美元计价，且价格存在调整摩擦，则国内和进口价格通胀满足菲利普斯曲线类型的关系。当国内约束受到限制时，我们发现在部门层面的国内价格菲利普斯曲线中有一个额外的项，类似于加价（相当于成本推动）冲击。类似地，当进口约束受限时，进口价格菲利普斯曲线中存在准加价冲击。

因此，我们的框架提供了一种基于受限约束的简化形式标记/成本推动冲击的结构解释。⁵ 这种约束对通胀的直接影响与其他机制形成鲜明对比，如要素

³ 预先确定的生产能力是由过去关于组织、已安装资本、对工人能力的投资和公司的买方/供应商关系存量的决策形成的。虽然我们将产能视为外生随机变量，但可以将模型扩展到允许内生产能投资决策。我们现在避开这个扩展，因为它分散了我们对最近通货膨胀动态的主要关注。

⁴ 这些冲击的一个来源将是与大流行相关的工厂关闭，就像美国、中国、越南和其他地方发生的那样。它们还包括由于全球供应关系的其他中断而导致的投入短缺(例如，大流行早期取消供应合同导致外国供应的半导体短缺，从而限制了美国的汽车生产)。其他历史冲击也被认为是对产能的冲击——例如，2011 年日本东北地震/海啸导致日本产能停产。我们在此注意到，全球航运业的中断(例如，港口拥挤)和分销网络的瓶颈(例如，卡车运输短缺)也使在大流行病恢复期间难以向买家交付货物。在我们的模型中，我们关注的是对商品供应的限制，而不是它们的分配。

⁵ Del Negro et al. (2022) 认为，成本推动冲击解释了 2021 年末通胀的很大一部分。他们是通过一个没有产能约束的封闭经济模型(the NYFed model)分析数据得出这一结论的，而我们

再分配摩擦或劳动力短缺，这些机制通过边际成本起作用。从表面上看，这也与美国利润率随着 2021 年通胀上升而增加的事实相一致。此外，从实证角度来看，检测约束是否受限相当于确定通胀是否“过高”，无法用边际成本和预期通胀来解释。

谈到第二个挑战，我们证明了数量和价格的数据一起有助于确定约束受限的原因，即，解开是需求冲击还是供给侧约束冲击导致约束受限。

虽然正需求冲击或负约束冲击都可能触发受限约束，从而导致通胀上升，但这些冲击对数量具有不同的影响。需求冲击推动通货膨胀和产出数量上升，而负约束冲击则在降低产出的同时提高通货膨胀。换句话说，在模型中，不利的约束冲击导致通货膨胀与（产出或进口）数量之间的负联动。相反，在偏向商品的需求冲击下，这些变量之间存在正向联动。隐含地说，当应用模型来过滤数据时，我们使用这些定量模式来识别冲击。特别是，约束条件有助于该模型解释为什么美国商品产出和中间品进口都没有对美国需求的激增做出反应。

为了阐述论文的结构，我们首先在第 1 节中收集数据事实。其中一些事实是众所周知的：综合消费者价格通胀上升了很多，更多的是商品价格而不是服务。消费者支出从服务转向商品，推动实际商品支出高于趋势水平。进口方面，2021 年进口工业材料（投入品）价格快速上涨，进口消费品价格基本持平。就数量而言，商品生产已经从暂时的大范围低迷中恢复，但并没有随着消费者对商品需求的激增而增加。⁶ 面对激增的需求（以及相应的进口投入的缺乏），国内生产停滞暗示着潜在的约束性制约因素，无论是国内还是国外的。

在第 2 部分中我们开发了一个模型来组织我们对这些事实的解释，在这个模型中，我们研究了约束对国内商品生产者和外国商品投入供应商的影响。使用第 3 节中模型的脉冲响应，我们描述了价格和数量如何响应需求冲击和约束冲击。在第 4 节中，我们将该模型应用于从美国国民账户数据中过滤冲击。为了捕捉丰富的数据动态，我们考虑了许多不同的冲击，包括对总需求（时间偏好）、消费者对商品（而不是服务）的品味、国内外产能水平、特定部门生产率和国外生产成本的冲击。

作为一个关键的中间步骤，我们开发了一个贝叶斯最大似然估计程序来推断何时约束是受限的，并估计结构参数。⁷ 我们的模型对估计提出了几个挑战。

研究的是一个开放经济，其中所谓的加价冲击反映了结构性产能约束。

⁶ 相应地，最终产品的进口增加了 40%，而工业材料和其他中间产品的进口几乎没有恢复到大流行前的水平。

⁷ 我们估计的结构参数是国内和国外投入之间的替代弹性、货币政策规则中的系数、平均

一个挑战是，它具有产能冲击的特征，而产能是一个潜在变量，当约束松弛时，它对其他潜在可观察的均衡变量没有一阶影响。因此，使用反转滤波器构建似然函数的先验估计例程(e.g., Guerrieri and Iacoviello(2017))不适用于我们的上下文中。相反，我们的估计过程建立在 Kulish, Morley and Robinson (2017), Kulish and Pagan (2017), 和 Jones, Kulish and Rees (2022)的先前工作的基础上，这些工作将受限约束的持续时间作为要估计的参数。

在这方面，第二个挑战是受限约束的持续时间在我们的模型中是一个均衡结果，这与先前基于持续时间的估计方法的应用不同。因此，我们采用最大似然过程来对可接受的持续时间参数施加约束。⁸总体而言，我们的估计模型与数据拟合良好。最重要的是，它捕捉到了 2020 年后商品、服务和进口通胀的演变，使其成为一个有用的分析实验室。此外，约束乘数的平滑值意味着约束在 2021-2022 年的大部分时间内受限，并且它们的紧密程度随时间波动。

有了模型和估计，我们通过一系列反事实练习来评估约束条件在解释通货膨胀演变中的作用。第一个反事实允许所有的冲击都是积极的，但外源地放松了所有时期的容量限制。将这一反事实与数据进行比较，我们发现受限性约束解释了 2021-2022 年约一半的通胀增长，约为整体通胀增长 4 个百分点中的 2 个百分点。此外，2022 年下半年限制的放松有助于解释近期商品和进口价格通胀的下降。

转向个体冲击，我们运行了一系列反事实，在这些反事实中，我们引入了个体冲击和组合冲击，以评估个体冲击的作用。我们发现，可能由负产能冲击引起的产能紧张为货币政策冲击创造了条件——比泰勒规则所建议的更宽松的政策——引发了 2021 年的通胀。由此可见，总需求冲击和商品偏好的消费者需求冲击在 2021 年都没有发挥重要作用，尽管它们确实解释了 2020 年的通胀动态。⁹随着 2022 年货币政策收紧，需求冲击在持续通胀中发挥了更大的作用。

产能水平和冲击的随机过程。

⁸ 在 Kulish, Morley 和 Robinson(2017)以及 Jones, Kulish 和 Rees(2022)中，约束性约束是利率的下限为零，因此要估计的持续时间反映了人们对央行将利率维持在零水平多久的看法。因为这是一个自由的政策变量，这些论文将持续时间视为不受约束的估计。在我们的应用中，约束性产能约束的预期持续时间由今天实现的冲击和经济状况决定。因此，我们调整了评估过程以适应这种新的环境;详细信息请参见 4.1 节和 A.3.2 节。

⁹ 虽然我们没有直接考虑财政政策，但我们注意到，疫情期间制定的税收和转移支付政策变化主要是通过支持消费发挥作用的。因此，我们从数据中推断的消费需求冲击在一定程度上反映了这些财政政策的影响。

除了上面提到的工作外，我们的论文还涉及两个不同的工作。首先，我们的产能约束建模方法与 Álvarez-Lois（2006）和 Boehm and Pandalai-Nayar（2022）开发的模型相关，这些模型的特点是异质企业在产出的外生产能约束方面存在差异。¹⁰正如 Boehm 和 Pandalai-Nayar 所强调，对这些异质企业的汇总产生了凸的行业供给曲线，其中行业价格指数随着行业产出的增加而增加，因为它与受约束的企业的份额有关。与这些论文相比，我们采用了同质企业框架，该框架具有与教科书模型进行比较的教学优势。此外，我们允许紧固总量约束，这会产生具有产能耗尽的垂直段的弯曲凸供应（菲利普斯）曲线。

其次，我们的主题与最近关于全球价值链如何在流行病危机期间传播冲击方面发挥作用的工作有关，包括 g Bonadio et al. (2021), LafrogneJoussier, Martin and Mejean (2021), Gourinchas et al. (2021), Alessandria et al. (2022), and Lafrogne-Joussier, Martin and Mejean (2023).¹¹ Celasun et al. (2022) 对大流行期间供应链中断和瓶颈的全球范围进行了全面分析，并将大量产出损失归因于此。

有几篇文章专门研究了供应链分布在解释大流行期间价格变化中的作用。Amiti, Heise and Wang (2021), Young et al. (2021), and Santacreu and LaBelle (2022) 表明，行业层面的投入价格变化和（或）供应链中断风险与美国各行业产出价格变化的差异有关。与此相关，Benigno et al. (2022)根据调查数据和运输指标开发了一个全球供应链压力指数，他们发现该指数使用当地预测经验框架对大流行期间的通胀具有预测能力。Di Giovanni 等人（2022）在两个时期、多个国家、多个部门的投入产出框架中，使用充分的统计方法，研究大流行期间投入市场和贸易联系中断对通货膨胀的作用。¹² Amiti et al. (2023)研究国内劳动力市场冲击和进口供应链中断的组合如何导致通货膨胀。其他贡献集中于财政政策对通货膨胀的影响，包括 di Giovanni et al (2023) and de Soyres, Santacreu and Young (2023)。

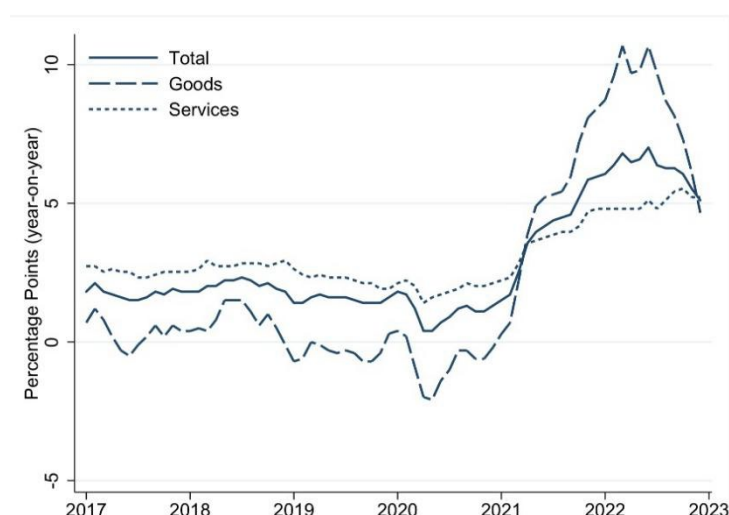
¹⁰ Fagnart, Licandro 和 Portier(1999)在一个模型中研究了产能的内生决定，该模型为产能对产出的约束提供了微观基础。基于输出的约束是相关的，但又有所不同，

¹¹ See also a discussion of the impact of Chinese shutdowns on US sourcing from China by Heise (2020)

¹² 在 Baqaee and Farhi (2019)的研究中，充分统计方法已经被用来研究宏观经济冲击的传播，Comin and Johnson (2020)的研究中也使用了贸易变化对通货膨胀的影响。虽然充分统计方法非常适合分析外国来源的冲击，但在研究贸易如何减轻/加剧国内来源的冲击的影响方面用处不大，因为国内冲击通过进口份额既有直接影响，也有间接影响。此外，正如 Comin 和 Johnson(2020)所讨论的那样，从充分统计方法得出的关于通货膨胀的结论对有关国内采购份额变化的时间和持久性的假设很敏感

相对于这些文献，我们的论文是第一篇（据我们所知）在一个完整的动态随机一般均衡模型中分析供应链中偶尔受限的产能约束的论文。在此，我们的论文扩展了关于具有生产网络的经济体中的货币政策的新文献[Ozdagli and Weber (2021); La'o and Tahbaz-Salehi (2022)]，以适应供应链约束。因此，我们认为，它为进一步研究供应链瓶颈对政策实施的影响打开了大门。

图 1 消费价格通胀



注：消费者价格是使用美国经济分析局的个人消费支出(PCE)价格指数来衡量的。

收集事实

我们首先收集了关于近期通货膨胀、消费支出、生产和进口的几个关键事实，这些事实推动了我们构建的框架的各种要素。

关于消费者价格通胀的第一个事实是众所周知的：在商品通胀的带动下，消费者价格通胀在 2021 年大幅上升。在图中 1，我们绘制了美国个人消费支出（PCE）的价格平减指数的同比增长，以及商品和服务的单独系列。总体通胀率的上升——从 2021 年的大约 2% 上升到 2022 年初的 6%——显然令人吃惊。重要的是，通胀的上升是由商品价格通胀带动的，商品价格通胀在 2021 年从接近零上升到 10%。此外，请注意，商品价格通胀在 2022 年中期迅速下降，而服务通胀持续存在（尽管也有所回落）。

第二组事实与进口价格通胀有关：2021 年进口投入品价格大幅上涨，而进口消费品价格变化不大。为了说明这一点，我们在图 2 中按最终用途划分的进口价格通胀。¹³ 进口工业材料的通货膨胀在 2021 年大幅上升，同比达到 50% 的

¹³ 这一数据来自美国劳工统计局的国际价格项目。来源数据主要包括离岸价格报价，与外国生产商在外国码头收到的价格相对应。在最近几个季度，运输成本也急剧增加，然后将这些 FOB 价格加到到岸价(包括成本，保险和运费)，由进口商支付。我们从这些额外的利

峰值。虽然石油和衍生燃料的价格（在此期间翻了一番）在推动这一增长方面发挥了重要作用，但不包括燃料在内的工业材料的价格在 2021 年也上涨了 30% 以上。相比之下，进口消费品的通胀受到抑制。¹⁴

投入品与消费品的进口价格通胀之间的巨大差异促使我们随后关注影响进口投入品市场的干扰，而不是影响消费品市场的干扰。¹⁵ 到 2022 年，我们进一步注意到，即使不包括波动较大的燃料价格，进口投入价格通胀也会消失。

将第一组和第二组事实联系在一起，商品生产严重依赖于进口材料，相对于服务生产。因此，进口材料价格的大幅上涨可能在解释上述商品部门通货膨胀激增方面发挥了作用。这一观察结果与 Amiti、Heise 和 Wang（2021）的观点一致，他们的研究表明，在美国，更容易受到近期进口投入价格变化影响的行业经历了更高的生产者价格通胀。¹⁶ 我们的模型框架将包括这一潜在机制，以及其他与之竞争的通胀驱动因素。

第三组事实与消费者支出有关。虽然消费者支出在流感大流行的封锁阶段大幅下降，但到 2021 年底出现反弹，并基本恢复到趋势水平。与此同时，消费者支出的部门构成发生了巨大变化，因为消费者从服务部门转向商品部门。这在图 3a 中用名义支出份额来说明，在图 3b 中用商品和服务的实际消费数量来说明。此外，值得注意的是，图 3a 和图 3b 中的趋势变化已被证明是非常持久的：到 2023 年，商品的实际消费量（相应地，商品在支出中的份额）相对于大流行前的水平仍然很高。

最后一组事实指向了潜在的供应方约束。在图 4a 中，我们绘制了按广泛部门划分的美国实际总产出。关键的事实是，商品的实际生产（在疫情大流行之前已经停滞）刚刚恢复，然后在 2021-2022 年略有下降，这与服务产出的反弹形成鲜明对比。在国内商品需求旺盛的情况下，商品生产停滞不前，这立即表明，

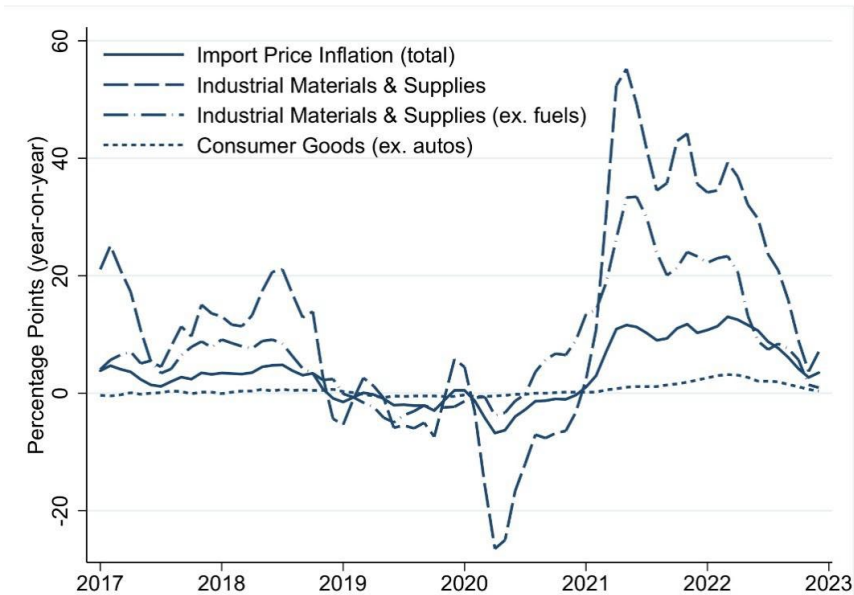
润中抽象出来，以便专注于供应价格的变化。由于国际运输成本通常较低(CIF/FOB 利润通常在 CIF 价值的 5-10% 范围内)，即使这些利润的较大变化对交货价格也有适度的直接影响。¹⁴ 由于图中轴的大小模糊了一些细节，我们建议读者参阅图 a.3，以获取进口消费品季度通货膨胀的补充图。2020 年至 2021 年，消费品季度通胀率的年化值低于 2%。此后，它会上升，在 2022 年第一季度达到 6% 的峰值，远低于进口投入价格通胀的水平。

¹⁵ 为了清楚起见，我们从图中省略了几个进口类别，包括资本货物进口(IR2)，汽车、零部件和发动机进口(IR3)，以及食品、饲料和饮料(IR0)。总之，资本品进口的通货膨胀率普遍较低，与进口消费品类似。汽车行业的通货膨胀率也很低，食品的通货膨胀率与进口价格的通货膨胀率密切相关。因此，进口材料价格的走势尤为突出。

¹⁶ 与此相关，Santacreu 和 LaBelle(2022)发现，更容易受到全球供应链中断影响的行业(以积压和交货时间指数衡量)也经历了更高的生产者价格通胀

美国生产商可能面临着具有约束力的约束。相应地，美国对商品的需求在很大程度上由进口来填补；在图 4b 中，消费品(不包括汽车)的进口数量激增。相比之下，工业材料进口持平，到 2021 年底才恢复到 2017 年的水平，并在此企稳。

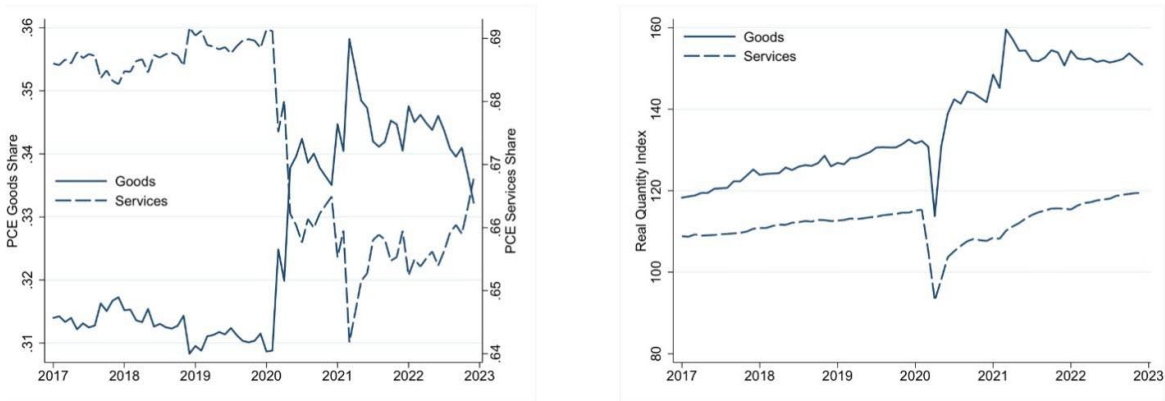
图 2 按最终用途划分的进口价格通胀



注：进口价格指数来自美国劳工统计局（系列标识符：IR 代表总进口，EIUIR1 代表工业材料，EIUIR1EXFUEL 代表工业材料（不包括燃料），EIUIR4 代表消费品）。

图 3 按部门分列的消费情况

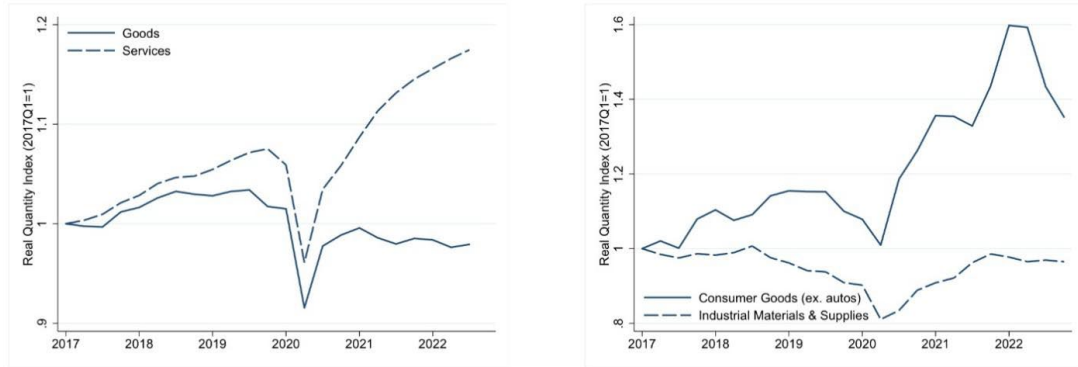
(A) 部门支出份额 (B) 按部门划分的实际消费数量



注：按部门划分的个人消费支出份额和实际数量指数来自美国经济分析局（系列标识：DPCERC、PCES、DGDSRA3 和 DSERRA3）。

图 4 生产和进口数量

(A) 按部门划分的实际总产出 (B) 按最终用途划分的进口数量



注：实际总产出基于美国经济分析局的基础数据(按行业划分的 GDP，表 17)。从 BEA 获得的进口实际数量指标(系列标识:IB0000043 和 B652RA3)。

美国商品生产不足和工业材料进口停滞有着天然的联系，尽管因果关系的方向尚不明确。进口材料的有限供应可能限制了国内生产，或者国内来源的明显约束性限制可能削减了生产，并间接抑制了对进口投入的需求。此外，原则上，这两种机制可能同时起作用。下面，我们将讨论这些数量和价格数据如何在我们的模型框架中帮助区分国内和国外的供应约束。考虑到这一目标，我们转向模型的细节。

结束语

我们已经开发了一个定量框架来研究通货膨胀，将潜在的约束能力限制置于中心位置。我们发现，约束条件改变了通货膨胀和实际边际成本之间的菲利普斯曲线关系，因为企业在制定价格时考虑了这些约束条件。具体来说，当受限约束存在时，企业设定的价格使需求等于其受约束的产能，而不是以边际成本为目标的最优无约束加价。

这意味着，受限性约束在国内和进口价格菲利普斯曲线中都引入了一个类似于加价冲击的项。应用量化框架来解读近期美国数据，我们发现受限性约束在数量上是通胀的重要驱动因素，解释了 2021-2022 年期间美国通胀上升的一半。我们还发现，在大流行期间，负面产能冲击收紧了约束，这为适度的需求冲击对通胀产生巨大影响创造了条件。特别是，在 2021 年，货币政策冲击在推动通胀方面显得尤为突出。

展望未来，该框架的各种扩展将是值得考虑的。虽然我们关注的是简单的产出价格刚性，但将模型扩展到包括工资刚性以产生额外的内部持久性将是有益的。扩大框架以考虑其他类型的冲击也将是有益的。纳入劳动力供给冲击将使该模型能够处理更丰富的劳动力市场事实，并评估产能限制与劳动力短缺在解释通胀结果中的相对作用。扩大该模型以纳入财政冲击，特别是研究在疫情

大流行早期阶段支持消费的税收政策工具，也将是有益的。最后，我们将能力作为一个外生的随机变量纳入我们的框架。我们还看到，将该模型扩展到包括内生产能投资，将带来很高的回报。

更广泛地说，该框架可用于研究最优政策，以及在疫情大流行恢复期间潜在的政策错误。在我们的框架中，受限约束意味着需求冲击通过 IS 和菲利普斯曲线同时起作用，表现为加价冲击。相对于对 IS 和菲利普斯曲线的冲击无关的规范框架而言，这使政策设计变得复杂。此外，当简化形式的加价可能反映了外生加价冲击的影响或受限约束的影响时，最优政策将取决于中央银行区分它们的能力。鉴于货币政策冲击在我们的定量分析中的重要性，对政策进行批判性分析是必要的。

本文原题为“Supply Chain Constraints and Inflation”。作者 Diego A. Comin 就职于 Dartmouth College。作者 Robert C. Johnson 是 University of Notre Dame 的研究助理。Callum J. Jones 就职于联邦储备委员会。本文于 2023 年 4 月刊于 NBER 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

错过银行倒闭信号的教训¹

Patrick Honohan/文 熊春婷/编译

导读：硅谷银行的倒闭暴露了美国银行在审慎监管和清算方面的缺陷。本专栏认为，尽管美联储（Fed）副主席迈克尔·巴尔（Michael Barr）的报告承认并剖析了监管失误，但它掩盖了最重要的一点：6个月前他们未能意识到硅谷银行可能倒闭，并且需要联邦存款保险公司（FDIC）作为解决机构来处理。编译如下：

今年3月，硅谷银行（SVB）破产，这是美国历史上第二大商业银行破产案，暴露出美国在银行审慎监管和清算方面的缺陷。美联储（Fed）副主席迈克尔·S·巴尔（Michael S.Barr）（2023）的报告是对监管失误的一次有价值的承认和剖析，正是这些监管失误让硅谷银行陷入了无法逃脱的困境。但这份报告掩盖了其中最重要的一点：6个月前他们没有意识到硅谷银行可能会倒闭，需要由联邦存款保险公司（FDIC）作为解决机构来处理。

监督主要是为了发现风险过高的行为，并确保管理层采取纠正行动。但到了某一时刻，如果未能发现或纠正这种行为，就会出现实际风险，进而导致银行破产或可能破产。银行在面临这种情况时，需要使用公共当局可以使用的一系列程序中的任何一种来解决，包括清算、出售其全部或部分业务、债权人自救等。现在很清楚，就硅谷银行而言，在公共当局采取这种行动前的好几个月就已经出现这种情况了。

应加强牵头主管单位在确认解决方案必要性方面的作用。当然，即便如此，公共当局也需要仔细判断采取处置行动的确切时机和性质，以最大限度地减少对系统信心的传染效应。不光是“银行太大而不能倒闭”，也是“银行太多而不能倒闭”。

在短短几周内，三家规模可观的美国银行已经倒闭。联邦存款保险基金遭受了相当大的损失；大量存款从地区银行转移到大型银行，这可能会限制其客户获得信贷的机会，并造成进一步的混乱。我们可以从中吸取经验教训。

与其他发达经济体一样，美国的银行监管实践积累了一套复杂的、墨守成规的法律程序，这延缓了纠正行动，并让几家大型银行公开运营，尽管一线监管人员已经掌握了足够的信息，他们能够意识到这些银行将倒闭或可能倒闭。

1.来自巴尔报告的经验教训

¹ 编者注：本专栏是关于“金融系统近期压力的教训”的 Vox 辩论的一部分。

《巴尔报告》描述了美联储的一种着眼于内部的、学术性的监管方法。我们看到，不同专家团队之间的辩论重点是在评级量表上如何定位银行业绩的每个要素，以期提出精心设计的分级对策。例如，2022年11月，监管机构决定将硅谷银行对金融市场风险的敏感性评估从“满意-2”下调至“不太满意-3”；尽管他们没有意识到该银行正在迅速走向破产，但值得注意的是，在该银行破产时，这次降级并没有最终确定或发布（第64页）。

通过阅读巴尔的报告，人们可以很好地想象，大量的内部沟通和复杂的官僚机构可能抑制了高级决策者质疑监管行动的能力。

监管机构似乎没有警告硅谷银行的董事会，他们批准的风险偏好声明将指导银行工作人员的行动，只检查银行的净利息收入是否在12个月内保持令人满意的水平。其他标准的风险指标都亮起了红灯，但董事会似乎没有发出警告（第62页）。与之前的许多评论相呼应，巴尔指出，当风险成为现实时，监管人员不愿采取行动（第66页）。

对银行管理层和董事会的尊重也是一个因素。正如巴尔在报告中明确指出的那样（第42页），当硅谷银行的延迟增长引发美联储加强审查时，可能更有经验的新团队不愿突然下调该行的评级，尽管他们认为该行的状况比之前评估得更糟。他认为，近年来出现了一种转变，举证责任由监管机构而不是公司来承担。这种转变削弱了监管机构的关键公共政策角色，监管机构的职能不仅是充当银行的管理顾问，而是在本质上保护社会免受银行滥用执照所造成的不良后果。

在美国，银行处置工作主要由联邦存款保险公司（FDIC）负责，而且（在经历了数年的平静期后）该机构目前正在进行大量实践，未来可能还会有更多实践。毫无疑问，它将其处理硅谷银行决议的方式进行事后剖析。显然，由于当局在未投保储户将损失多少这一问题上摇摆不定，沟通出现了问题。

3月10日，联邦存款保险公司（FDIC）宣布，除了未说明数额的提前分红外，硅谷银行的大量未投保储户将不得不等待硅谷银行的破产管理，以查明他们损失了多少。三天后，联邦当局宣布，硅谷银行的所有储户都将得到赔偿。另外两家倒闭的大银行 Signature 和 First Republic 的所有储户也受到了保护。官方保护的储户和未受保护的储户之间的分界线应该划在哪里，这个古老而棘手的问题已经被掩盖了好几年，因此突然变得更加突出（例如联邦存款保险公司2023）。

与解决硅谷银行问题的方式同样重要（如果不是更重要的话）的是时机问题。联邦存款保险公司（FDIC）是否应该在储户开始挤兑之前，在有可能以较少的干扰解决银行问题的时候，更早地进行干预？为此，作为决议机构，联邦

存款保险公司（FDIC）需要有银行可能破产的明确迹象，而这一信息只能尽早从监管机构获得。联邦存款保险公司确实对银行进行监管，但它不是硅谷银行的主要监管者——那是美联储的角色。

2. 监督失败的教训

监督是为了改进，而决议是为了有序地解决。当无法期望公共当局能否及时纠正管理缺陷时，就会出现这样的情况。鉴于银行监管机构能够获得相关信息，它们似乎最有可能意识到这一点。但世界各地银行倒闭的经验表明，银行监管机构可能不愿承认他们的一家银行倒闭，因为这自然会影响他们自己的业绩。尽管大多数监管者愿意找出管理上的弱点，并明确银行必须做出的改进（更好的风险管理计划，尽早招聘首席风险官，等等），但他们不愿面对银行破产的可能性。

与这一经验相一致的是，硅谷银行的监管人员对银行缺陷的反应总是朝着寻求具体改进的方向，从来没有建议联邦存款保险公司应该考虑恢复并最终采取解决行动。

巴尔没有明确指出这一差距：监管机构倾向于继续希望改善，而期待复苏已经为时已晚。

监管机构向处置机构移交的制度设计因司法管辖区而异。目前还不清楚，什么样的安排才能最大限度地降低破产银行不被移交给有能力解决它的人的风险。

在欧元区，一个独立于监管机构的机构（单一清算委员会，简称 SRB）对具有系统重要性的银行负有主要清算责任。也许单一清算委员会离实际的监管信息太远了。

由于监管机构掌握着所有信息，英格兰银行将监管和清算都集中在一起，或许会带来监管主导的风险。瑞士金融市场监管局（FINMA）既是监管机构也是清算解决机构，但这并没有阻止其最近对全球重要银行瑞士信贷（Credit Suisse）的干预，尽管据说该银行满足监管偿付能力和流动性要求。

在美国的体系中，联邦存款保险公司（FDIC）确实有自己的监管信息（尽管不是作为牵头监管机构），通过将处置决定与监管分离，该体系在制度架构方面似乎是两全其美的，但这次没有成功。

到底哪种强化的方法最有帮助还很难说。确保危机处置机构充分了解监管机构对可能倒闭的银行的评估，显然是非常重要的。传达此类评估的正式要求体现在欧洲银行联盟立法和其他一些司法管辖区的立法中（Svoronos 2018）。

减少监管机构和处置机构推迟行动的自由裁量权是另一种手段。在美国 20 世纪 80 年代的储蓄和贷款危机之后，国会授权在银行资本低于一定水平时采取

“迅速纠正行动”。不幸的是，在危机时期，会计实践中传统衡量的银行资本并不是一个非常可靠的指标，至少在判断风险承担缓冲的充分性时，需要进一步的市场化措施作为补充（Admati et al. 2023 卡洛米里斯 2023）。

出于同样的原因，当计量资本低于某一阈值时，不能依靠或有可转换资本工具（CoCos）来拯救银行——即使是很高的阈值——使其避免在其他客户或市场参与者逃离时陷入无序崩溃。

此外，无论如何衡量，银行走向破产的指标并不局限于资本。监管机构和清算机构在判断一家银行是否可能破产时，必须做出决断。

正如我们在最近的事件之后所看到的那样，对破产银行的干预引发了受影响各方的强烈抵制。因此，即使它拥有必要的信息，也在很大程度上取决于决议机构采取行动的信心和决心。特别是，要相信处置计划是可信而稳健的（这样它本身就不会破坏稳定），其决心是避免无序和社会代价高昂的失败事件。

本文原题为“Lessons from Missing the Signals of Failing Banks”。本文作者是 Patrick Honohan，他是彼得森国际经济研究所(PIIE)非常驻高级研究员，都柏林三一学院名誉教授，其主要研究领域包括汇率制度、购买力平价、移民、成本效益分析和统计方法。本文于 2023 年 5 月 26 日发表于 VOX EU 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

欧盟借贷成本上升及应对措施

Grégory Claeys, Conor McCaffrey and Lennard Welslau/文 张丝雨 / 编译

导读：欧盟委员会（European Commission）代表欧盟发行的债券大幅增加。截至 2023 年 5 月，欧盟未偿债务约为 4000 亿欧元，其中 85%来自 2020 年以来的借款。为了资助下一代欧盟的剩余部分以及支持乌克兰的优惠贷款，大规模借款预计将持续到 2026 年。当这些计划推出时，利率处于历史低位——10 年以下期限的利率甚至为负值。然而，由于欧洲央行为应对通胀飙升而收紧货币政策，以欧元计价的利率普遍上升。除此之外，欧盟还面临着其收益率与欧洲主要发行国（包括法国和德国）收益率之间的利差扩大挑战。编译如下：

摘要

欧盟委员会（European Commission）代表欧盟发行的债券大幅增加。截至 2023 年 5 月，欧盟未偿债务约为 4000 亿欧元，其中 85%来自 2020 年以来的借款。为了资助下一代欧盟的剩余部分以及支持乌克兰的优惠贷款，大规模借款预计将持续到 2026 年。

当这些计划推出时，利率处于历史低位——10 年以下期限的利率甚至为负值。然而，利率在 2022 年大幅上升。由于欧洲央行为应对通胀飙升而收紧货币政策，以欧元计价的利率普遍上升，除此之外，欧盟还面临着其收益率与欧洲主要发行国（包括法国和德国）收益率之间的利差扩大挑战。

这种利差扩大挑战是由市场特征、环境因素和制度特征共同推动的。欧盟无法影响利率的整体周期性变动，必须像主权国家那样学会适应它。然而，欧盟委员会（European Commission）应继续努力缩小与欧洲主要主权国家的利差，进一步发展相关的市场基础设施和改善其发行策略。欧盟委员会无法单独做到这一点。机制性发展，包括在开发新的自有资源和在债券市场的长期实质性存在方面取得进展，将是充分获得欧盟借款利益的必要条件。

欧盟借款的很大一部分（按当前价格计算，到 2026 年底总额约为 4210 亿欧元）旨在为前所未有的无需偿还的支持提供资金：复苏和复原基金赠款和欧盟预算下现有欧盟方案的额外资金。与这部分债务相关的利息成本取决于欧盟预算。我们的估计表明，由于当前和预期的高利率水平，这一成本可能是欧盟 2021-27 年预算周期开始时最初估计的两倍。

因此，由于无需偿还的支助借款的利息成本计入欧盟预算的“支出上限”，这将在通货膨胀影响基础上加剧为重要欧盟计划提供融资的压力。因此，欧盟应迅速审查如何在其预算和财政框架中计入利息成本。

1 引言

自 Covid-19 危机以来，欧盟借款的规模和性质发生了巨大变化。欧盟委员会（European Commission）长期以来一直代表欧盟发行债券，但自 Covid-19 危

机以来，这种借款的规模和性质发生了巨大变化。此前，为了支持面临财政困难的国家，欧盟委员会主要通过发行债券为三个计划提供资金：欧元区国家的欧洲金融稳定机制（European Financial Stability Mechanism, EFSM）、非欧元区欧盟国家的国际收支（Balance of Payment, BOP）援助以及非欧盟国家的宏观金融援助（Macro-Financial Assistance, MFA）。

虽然这些计划由不同形式的担保支持，但这些贷款都是在“背靠背”的基础上分配的，这意味着，虽然受援国受益于欧盟通常享有的更优惠的借款条件，但它们直接负责偿还所产生的债务和利息成本¹。因此，在 Covid-19 危机之前，欧盟借款的规模相对较小，并且取决于受援国需求的时间，这使欧盟委员会在金融市场上不经常发挥作用。

这种情况在 2020 年发生了变化。欧盟大规模增加借款，创造了两种新工具来应对 Covid-19 危机：在紧急情况下为减轻失业风险提供支持（Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency, SURE）和下一代欧盟（NextGenerationEU, NGEU）。SURE 旨在降低国家短期工作计划的融资成本，这是在 COVID-19 隔离期间避免失业增加的关键工具，由 2020 年至 2022 年期间向 19 个国家发放的 984 亿欧元背靠背贷款组成。SURE 债务以社会债券²的形式发行。与此同时，正在进行的 NGEU 计划通过恢复和恢复基金（Recovery and Resilience Facility, RRF）向欧盟国家提供贷款³（按当前价格计算高达 3858 亿欧元）和赠款（3380 亿欧元），并向多年期财政框架⁴下的六个欧盟计划提供额外支持（831 亿欧元）。

这两种工具的引入改变了欧盟作为借款方的性质，导致欧盟债务发行大幅增加。委员会在 2020 年 10 月至 2022 年 12 月期间发行的债券中，超过 93% 用于为这两种工具融资。在截至 2023 年 4 月 30 日的约 3980 亿欧元的欧盟未偿债务中，自 2020 年 10 月以来，超过 3500 亿欧元来自借款——即确定借款开始时⁵。

¹ 一个例外是在俄罗斯入侵后为乌克兰提供支持的 MFA+ 计划。为此，欧盟宣布将支付借款利息，以示团结。见欧洲委员会 2023 年 1 月 17 日新闻稿，https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_23_228。

² 详见 https://commission.europa.eu/system/files/2020-10/eu_sure_social_bond_framework.pdf。

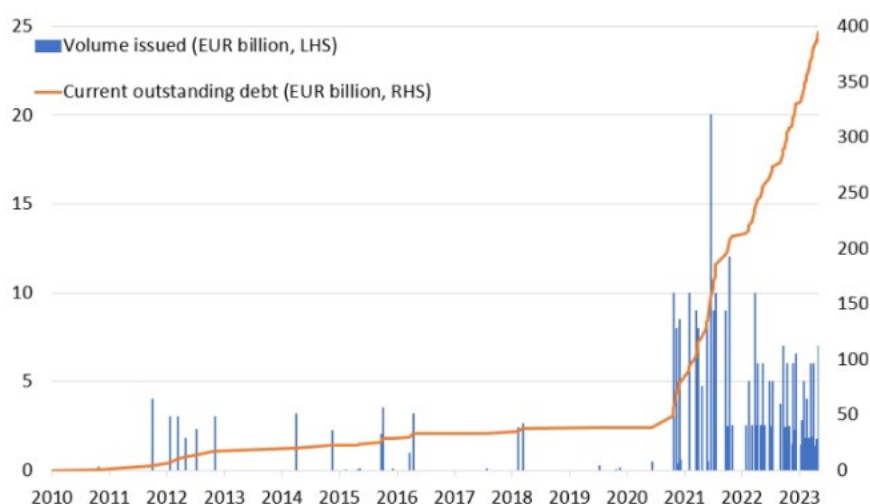
³ 截至 2023 年 4 月，只有 7 个国家申请了该贷款机制下的贷款。这样做的最后期限是 2023 年 8 月。无人认领的贷款可用于资助 RepowEU。

⁴ ReactEU, Horizon, RescEU, InvestEU, the Just Transition Fund 和 the European Agricultural Fund for Rural Development

⁵ 在 2021 年 6 月至 2022 年 12 月期间，发行了 1700 亿欧元，其中包括 364 亿欧元的绿色债券，以支持 NGEU。从 2023 年 1 月起，欧盟委员会转向“统一融资战略”，这意味着欧盟债务不再按计划发行，而是通过一般欧盟债券发行。因此，按计划细分的发行份额将于 2022

因此，欧盟未偿债务总额（图 1）已经超过了包括奥地利和希腊在内的欧盟国家的债务，并将在 2024 年超过荷兰的名义债务水平。此外，为了有效发行如此大量的欧盟债务，欧盟委员会根据欧盟主要发行人的最佳做法，迅速制定了一项全面的借款战略，在一个大型一级交易商网络⁶（关于每类业务的数量、平均发行规模和覆盖率的详细情况见附件中的表 A1）基础上采用银团交易和拍卖相结合的融资方式。

图 1 欧盟的发行和未偿债务（单位:10 亿欧元）



来源：Bruegel 基于彭博社和欧盟委员会。

注：数据截至 2023 年 4 月 30 日；欧盟债务包括为 MFA、BOP、EFSM、NGEU 和 SURE 计划融资而发行的债务证券。

除了借款规模之外，这两项计划在目的和对欧盟预算的影响方面也有所不同。当然，贷款是在背靠背的基础上发放的，这意味着偿还这一债务和支付利率费用的责任由具体使用这些资金的各个国家承担。对于 NGEU 贷款，虽然债务由欧盟预算担保，包括通过提高自有资源上限⁷，但与债务相关的成本也由相关国家承担。但是，对 NGEU 来说，留下了 4211 亿欧元的所谓 "不可偿还的支持"，其形式是 RRF 赠款和欧盟计划的额外融资。偿还与这些支出有关的借款的费用以及相关的利息费用将通过欧盟预算支付。鉴于需要偿还的数额巨大，偿

年底停止。

⁶ 见克里斯蒂（Christie）等人（2021）对欧盟借款策略、其一级交易商网络和银团交易与拍卖的区别。

⁷ 欧盟国家同意在 2020 年通过增加欧盟国民总收入（GNI）的 0.6% 的可赎回空间来增加欧盟的债务担保（有关担保运作的详细信息，请参见 Christie et al, 2021）。

还要么通过创造新的欧盟预算资源来完成，要么作为最后的手段，通过增加成员国对预算的贡献（利用增加的可赎回余额）来完成⁸。

在建立更复杂的欧盟借贷工具箱方面取得了这些根本性进展的同时，多年低于目标的通胀在全球范围内卷土重来，发达经济体经历了一段历史低利率时期之后，利率大幅上升。通货膨胀四十年来首次上升到两位数，这是对持续的 Covid-19 流行病造成的供应瓶颈、2021 年欧元区经济的快速重新开放以及俄罗斯入侵乌克兰后能源价格大幅上涨的综合反应。

考虑到欧盟借款的规模以及在启动这些计划时没有预料到利率上升的事实，研究欧盟债务成本的变化至关重要。这份政策简报还更具体地研究了欧盟收益率近期演变背后的主要驱动因素，考虑到目前的利率水平和当前市场对未来四年利率可能如何演变的预期，并估计了在 2021-27 年多年期财政框架结束之前，欧盟预算直接承担的利息成本。最后，我们提出了有助于降低欧盟借贷成本的政策建议。

2 欧盟大规模债务操作启动以来的借贷成本变化

当欧盟在 2020 年和 2021 年为 NGEU 开始大规模借款行动时，欧洲和其他发达经济体的利率处于历史低位，几十年来一直呈下降趋势（图 7）⁹。因此，直到 2022 年初，欧盟以非常有利的利率借入所有期限的资金--甚至在 10 年以下的期限以负利率借入（图 2 和图 3）。此外，当时市场预计利率在可预见的未来将保持相对较低的水平，这意味着当委员会估计整个 2021-27 年 MFF 的借贷成本时，他们预计到 2027 年的累计利息成本仅为 149 亿欧元¹⁰。

然而，利率在 2022 年开始大幅上升。例如，欧盟债券的 10 年期收益率在不到一年的时间里从负值上升到 3% 以上（图 2A）。此外，更有趣的是，在 2022 年 2 月之前，大多数期限的欧盟债券收益率一直介于德国和法国之间（图 2 中的 A 和 B），但在俄罗斯入侵乌克兰后，欧盟债券收益率开始超过法国债券收益率。截至 2023 年 4 月，欧盟收益率曲线明显高于法国收益率曲线，也接近甚至高于期限最长为 2 年的西班牙收益率曲线，尽管欧盟享有比法国或西班牙好得多的评级（评级中值分别为 AAA、AA 和 A-。见附件）中的表 A2。

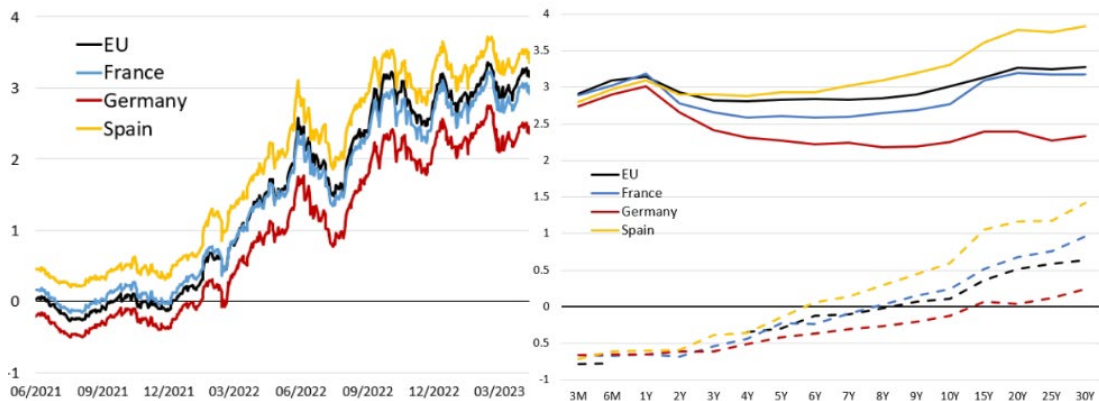
⁸ 理事会第 2020/2053 号决定，见 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020D2053>。

⁹ 有关 COVID-19 之前几十年利率水平下降的解释，请参见 Zettelmeyer et al(2023)

¹⁰ 资料来源：https://commission.europa.eu/system/files/2021-01/mff_2021-2027_breakdown_current_prices.pdf。

图 2 欧盟、法国、德国和西班牙的收益率变化（%）

图 A:10 年期基准收益率（%） 图 B:2022 年 1 月至 2023 年 4 月的收益率曲线（单位：%）



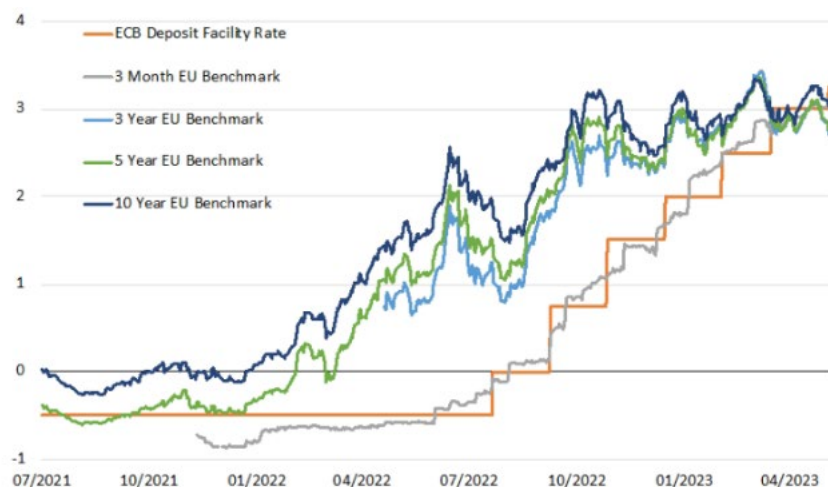
因此，两个关键驱动因素导致了 2022 年欧盟收益率的大幅上升：首先，由于欧洲央行的货币紧缩政策，所有以欧元计价的短期利率在 2022 年迅速上升；其次，更有趣的是，欧盟收益率与德国（和法国）收益率之间的利差显著增加。

2.1 欧洲央行收紧货币政策以抑制高于目标的通胀

2022 年欧盟收益率大幅上升背后最强劲（也是最明显）的驱动因素是欧洲央行收紧货币政策以抑制通胀。欧洲央行在 2022 年上半年结束了净资产购买，然后在 2022 年 7 月开始提高政策利率。

在撰写本文时，欧洲央行的存款便利利率（其引导短期市场利率的主要政策利率）从-0.5%上调 375 个基点（bps）至 3.25%（图 3），这是自 2011 年以来的首轮上调，也是自 1999 年欧洲央行开始实施货币政策以来的最大累计增幅。从逻辑上讲，一旦市场开始预期欧洲央行收紧货币政策，与所有其他以欧元计价的利率一样，所有期限的欧盟债券收益率开始迅速上升（图 3）。

图 3 各期限下的欧盟利率和欧洲央行主要政策利率（%）



来源：Bruegel 基于彭博社。

注：截至公告日，欧洲央行存款便利利率发生变化。

尽管在 Covid-19 危机之后，很少有观察家预见到通胀的复苏和货币紧缩的加剧，但欧洲央行货币紧缩导致的欧盟收益率上升本身并不令人惊讶（Claeys, 2023）。中长期利率主要由短期利率在资产生命周期内的预期路径决定，加上持有长期债务而不是在整个周期内滚转短期债务的期限溢价。因此，债券收益率随着商业周期和央行的政策利率变动而波动，欧盟债券收益率也不例外。

然而，就欧盟债券而言，这并不是结束，甚至也不是最有趣的方面。欧元计价利率的普遍上升可能是近期欧盟收益率飙升背后的主要量化驱动因素，但这并不能解释为什么欧盟收益率的增幅一直高于一些欧洲国家政府的收益率，如德国、法国甚至西班牙。

2.2 与主要欧洲政府债券相比利差更高

就 2022 年欧盟债券收益率而言，最显著的发展是欧盟和德国所有期限债券收益率之间的利差增加（图 2，B）。例如，10 年期欧盟收益率和德国收益率之间的利差（即差额）2021 年一直稳定在 20 个基点左右，但在 2022 年 10 月急剧上升（特别是在俄罗斯入侵乌克兰之后），达到 80 个基点以上的水平。然后回落到 60 个基点，然后在 2023 年春季银行业动荡开始时再次上升，首先是在美国硅谷银行倒闭。然后是瑞士的瑞士信贷银行（图 6 中的黑线，A）。

3 2022 年利差扩大的可能解释

是什么因素导致了德国国债收益率和欧盟国债收益率之间的利差上升？我们很难能给出一个明确答案，因为各种因素可能同时起作用，因此很难理清它们各自的影响。此外，其中一些因素难以量化，有时甚至难以使用公开数据加以证实。

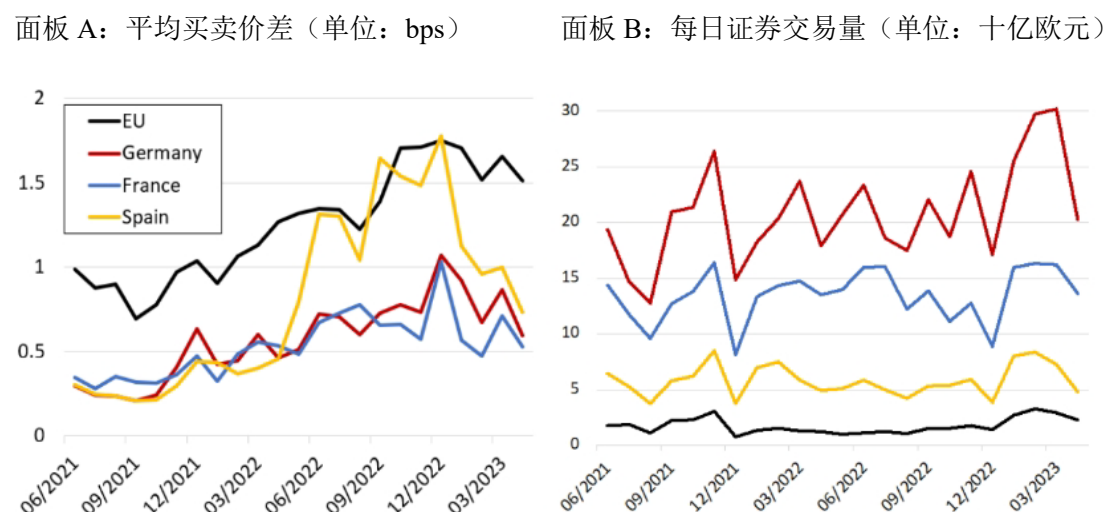
因此，我们采访了广泛的利益相关者，他们定期参与欧盟债务，并代表不同的观点，包括交易员、欧洲主要银行的固定收益策略师、资产管理公司、中央对手方清算所（CCP）的专家、国家财政部官员以及欧盟国家和欧洲机构的债务管理办公室（DMO）官员。我们通过这些讨论收集到的欧盟收益率差异背后的潜在原因可以归纳为三种主要类型的解释——尽管有些武断，因为它们最终都是相互关联的：1）市场特征，2）环境因素，3）制度特征。

3.1 市场特征：欧盟与欧洲主要国家政府债券的剩余差异

尽管随着 SURE 和 NGEU 的建立，欧盟债券在性质和规模上发生了根本变化，但与欧洲政府债券相比，特别是与在欧洲金融市场中发挥基准作用的德国或法国债券相比，仍存在重大差异。这使得现阶段欧盟债券并不是政府债券的完美替代品。

欧盟和这些政府债券之间的一个关键区别是它们的流动性不同，这是指它们是否可以很容易地兑换成现金。一般来说，投资者更喜欢那些可以快速、方便地转售的资产，并愿意为这种流动性支付溢价。在以利率上升和波动为特征的市场环境中，例如目前，以及在高度紧张或不确定的时期，例如在过去 18 个月中发生的地缘政治和银行业动荡时期，这一点尤其正确。在这种情况下，投资者可能需要迅速出售他们的资产，使流动性成为一个特别有价值的属性。

图 4 欧盟、德国、法国和西班牙债券的流动性



来源: Bruegel 基于彭博社。

注: 面板 A: 选定发行人的 10 年期债券的月平均买卖价差, 以基点为单位。面板 B: 发行人证券交易的月平均日交易量 (单位: 十亿欧元)。

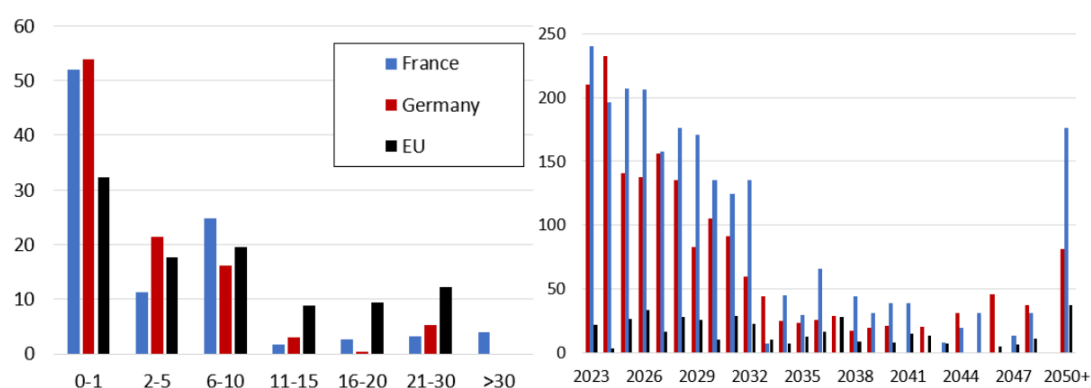
现阶段, 欧盟债券的流动性远低于欧洲其他主要发行国的流动性。衡量流动性的一个好指标是买卖价差, 即在给定时间点, 买方愿意为资产支付的最高价格与卖方愿意接受的最低价格之间的差额。在过去两年中, 欧盟债券的平均买卖价差是法国和德国债券的两倍, 大部分时间高于西班牙债券, 这表明欧盟债券的流动性要低得多 (图 4A)。

即使欧盟现在被认为是在一级市场上与主要发行人竞争的大型和频繁的发行人, 在二级市场上每天交易的欧盟债务数量仍然比其他主要欧洲发行人的债务少得多 (图 4B)。这是合乎逻辑的, 因为欧盟的未偿债务总额 (仍然小得多, 例如欧盟约为 4000 亿欧元, 而法国为 2.3 万亿欧元。其他可比发行人) 情况见附件中的表 A2。此外, 欧盟的收益率曲线在很大程度上仍处于构建阶段: 即使现在欧盟债券在 30 年的整个曲线上都很活跃 (图 5A), 每个点的未偿还债券数量仍然只占德国或法国的一小部分 (图 5B)。拥有一条在每个点都有大量交易的完整曲线, 有助于促进套利交易, 从而提高整体流动性。

如果流动性在特定证券的吸引力中起着至关重要的作用，那么其他市场特征也被投资者视为非常可取的。对投资者而言很重要的一点是能否将证券作为抵押品，以最小的折减轻松获得现金。在这方面，欧盟债券与欧洲主要发行国相比表现不佳。欧洲央行于 2022 年 12 月 20 日¹¹宣布将接受欧盟债券作为其货币的抵押品。从 2023 年 6 月 29 日开始，与类似评级的主权债务进行相同的减记，这对欧盟来说是一个里程碑，并向市场参与者发出了一个强烈的信号（也显示了另一个有影响力的欧盟机构的支持）。然而，中央对手方清算所（CCP）越来越多地用于集中金融交易，特别是回购操作，与欧洲政府债券相比，欧盟的抵押品资格和适用的折减仍然不同。最重要的中央对手方清算所（LCH）、欧洲期货交易所清算公司（Eurex Clearing）、ICE Clear Europe 和欧洲清算银行（Euroclear）适用于欧盟债券的折减远高于适用于德国和法国的折减（见附件表 A2 中 10 年期债券的示例）。大多数中央对手方清算所都有自己的风险管理框架，并不依赖于欧洲央行的风险管理框架，因此预计不会在 6 月自动跟随欧洲央行。在任何情况下，使用欧盟债券作为 CCP 的抵押品仍然可以忽略不计，特别是与使用德国和法国债券相比（见表 A2 中回购操作的抵押品数量）。

图 5 欧盟、法国和德国的债券发行

图 A:2022 年到期的发行份额（占总数的百分比） 小组 B：按赎回日分列的债务（单位：十亿欧元） 图 B：未偿债务的计划赎回。



资料来源：Bruegel，基于彭博社、欧盟委员会、法国贸易署和德国财政部。

注：面板 A:2022 年到期发行（占总发行量的百分比）面板 B：未偿债务的计划赎回。

¹¹ 见欧洲中央银行新闻稿，“欧洲中央银行审查其信贷业务的风险控制框架”，可在以下网址查阅：https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr221220_1~ca6ca2cc09.en.html。

更普遍的是，尽管欧盟债券受到与评级最高的欧洲政府债券¹²同样有利的监管待遇，但金融机构在实践中仍然区别对待。例如，在金融机构的内部风险模型中，欧盟债券有时被认为风险更高，并被赋予更高的风险权重，因为与政府债券相比，它们的历史相对较短。此外，欧盟债券通常在独立于政府债券的部门——SSA 部门——进行交易，交易和风险敞口限制要小得多，这进一步降低了其流动性。

债券的吸引力也可以通过将其纳入特定的债券指数来增强。这些指数最初是为了衡量市场总体或特定部分的表现而创建的，随着被动投资者依赖这些指数构建其投资组合¹³，这些指数变得越来越重要。由于欧盟债券目前不是最广泛使用的主权债券指数¹⁴的一部分——目前仅由以本国货币发行的中央政府债券组成（Eichert 和 Tanguy, 2023a）——它们可以获得较小且较不多样化的投资者基础¹⁵。考虑到近年来被动投资的重要性日益增加，这一点尤其重要。

欧盟债券的其他特点也阻碍了其受欢迎程度，并增加了欧盟相对于德国支付的利率溢价。这些特点包括：没有像德国债务管理组织那样由欧盟管理的回购工具，以提高流动性和避免暂时的短缺事件；缺乏欧盟债券期货（通过为交易员提供一些建立交易的材料来促进交易和流动性）；在电子平台上报价的欧盟债券极少；各种欧盟方案（NGEU、SURE、Green NGEU、MFA、BOP、EFSM）之间的债券支离破碎，这也降低了欧盟债券的总体流动性。

欧盟委员会意识到了这些问题，并发起了各种倡议来处理这些问题。为了减少不同计划之间的分裂，欧盟于 2023 年 1 月采取了统一的供资战略¹⁶。这意味着，所有由欧盟借款支持的不同项目都将由标准化的欧盟债券提供资金，而不是不同的计划债券（即使将保留一些多样化的债券，包括绿色 NGEU 债券和 Sure 社会债券）。这种统一的战略也将允许欧盟更多地利用现有债券，这将有助于增加其债务的流动性（Bletzinger et al, 2022），投资者在对欧盟债券的调

¹² 在流动性覆盖率计算和资本要求中，它们被视为一级优质流动资产，在巴塞尔协议 III 框架下，银行的风险权重为 0%，在偿付能力指令 II 中，保险公司的偿付能力要求中没有资本要求。

¹³ 被动投资是指长期投资的买入并持有投资组合策略，在市场上进行最小限度的交易。指数投资是最常见的被动投资形式，投资者寻求复制并持有一个或多个广泛的市场指数。

¹⁴ 最广泛使用的指数是标普道琼斯指数、彭博固定收益指数、洲际交易所固定收益指数、富时罗素、摩根士丹利资本国际和摩根大通（Eichert and Tanguy, 2023a）。

¹⁵ 投资者基数差异见附件图 A2。

¹⁶ 2020 年 12 月 17 日第 2020/2093 号理事会条例（欧盟、欧洲原子能共同体）规定了 2021 年至 2027 年的多年期财务框架，可查阅：<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv%3AOJ.LI.2020.433.01.0011.01.ENG>。

查中也强调了这一点（Eichert et al, 2022）。当委员会宣布启动其统一融资战略时，它还宣布了其他举措：为 2024 年建立回购机制以提高流动性，并为其一级交易商制定报价承诺，该承诺应在 2023 年夏季到位（有关一级交易商义务的详细信息，另见表 A2）¹⁷。

欧盟与德国、法国和西班牙等国的最后一个重大区别是发行策略。与这些国家相比，欧盟在债券发行方面更依赖于银团，而不是拍卖：银团交易占 2022 年欧盟债券发行的一半，而德国、法国和西班牙只占 4%、2% 和 13%（表 A2）¹⁸。可以理解的是，作为一个新的主要发行人，欧盟需要在市场上立足，并几乎从零开始建立一个多样化和稳定的投资者基础，欧盟更愿意确保对其债务的大量需求，并在其首次借款操作中强调超额认购，而不是将成本降至最低。在欧洲各大银行的帮助下，通过银团确保需求可能更容易做到。然而，与拍卖¹⁹相比，银团的超额认购水平要高得多——在拍卖中，投资者的议价能力较低——这可能表明欧盟委员会（European Commission）出售其债券的价格过低（即相反，收益率过高）。

理论上，欧盟债券的所有这些市场特征应该有助于解释欧盟和德国收益率之间的利差水平。但从理论上讲，结构性因素不应该解释其最近的增长（除非其中一些特征在最近几个月对投资者变得更加重要，这可能是事实，正如本节开头所看到的流动性）。然而，当债券价格开始分化时（正如 2022 年那样），这些差异就会成为摩擦，降低欧盟债券和欧洲政府债券的可替代性，阻碍套利机会，从而阻碍自我修正，而自我修正将导致利差缩小。

最后，要解释欧盟收益率自 2022 年初以来的具体演变，理解最后一个市场特征也至关重要：欧盟债券在金融市场中的定价方式。2022 年欧盟收益率分化的一个原因是市场参与者对欧盟债券和主权债券的定价不同。与被视为超国家、次国家和机构（Supranationals, Subnationals and Agencies, SSA）的其他实体的债务证券一样，欧盟债券主要通过与其互换²⁰进行比较来定价，而欧洲政府债券通常通过与德国债券（也称为 Bunds）进行比较来定价。

出于几个原因，SSAS 传统上是根据掉期而不是德国国债定价的。这通常反映出互换曲线作为金融市场基准的作用越来越大，因为其市场规模较大，且经

¹⁷ 资料来源：<https://ec.europa.eu/newsroom/budget/items/770837/en>。

¹⁸ 这些数字包括短期票据的拍卖。如果没有它们，辛迪加的份额将会更高，达到 69%。

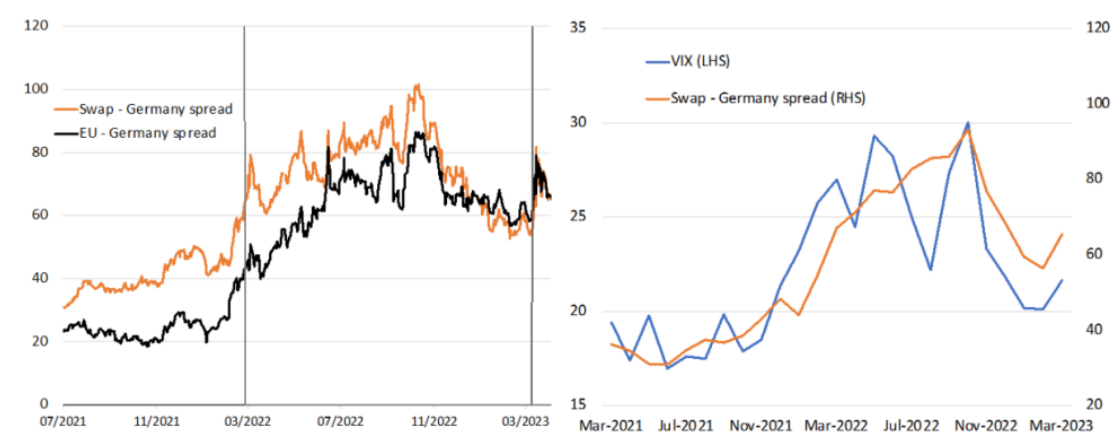
¹⁹ 银团的覆盖率为 9.6，拍卖的覆盖率为 1.9，见表 A2。

²⁰ 掉期是一种金融合约，双方在特定期限内交换每年的固定付款，以换取浮动的短期利率。各种期限的固定利率用于构建互换曲线。在这种情况下，最常用于欧元计价资产的掉期是针对六个月欧元银行间同业拆借利率的掉期。

常用于对冲和定位活动²¹。但更具体而言，在 SSA 市场中，一些发行人——主要是公共和多边开发银行经常使用掉期来管理因负债和资产期限不匹配而产生的利率风险。因此，互换价差是其成本计算中的一个重要因素。因此，交易商在其定价模型中采用互换曲线作为基准的做法，对特别服务协定（包括欧盟特别服务协定）的债券进行估值。无论这一市场惯例背后的原因是什么，其结果是欧盟收益率曲线与互换曲线的相关性要比与德国的相关性高得多（图 6A）。这意味着欧盟-德国价差可以方便地分解为欧盟-互换价差和互换-德国价差。

图 6 利差与德国和市场压力

面板 A：欧盟和互换利差与德国（以基点为单位） 面板 B：波动率指数和互换-德国价差（单位：bps）



3.2 间接解释

欧盟-德国利差上升的一个主要原因是，自 2022 年初以来，掉期和德国收益率面临两种相反的动态。与其他以欧元计价的利率相比，德国债券收益率的涨幅相对较小，尤其是掉期债券，因为它们受益于风险厌恶情绪的增加（例如，衡量金融市场预期波动性的 VIX 指数与德国掉期利差之间的强相关性，如图 6B 所示）。在高压时期，如乌克兰战争或硅谷银行倒闭引发的银行业动荡（如图 6 所示），这种向高质量/流动性的德国债券转移是可以预期的。

²¹ 有关掉期市场及其基准作用的详细信息，请参见 Remolona 和 Wooldridge（2003），Kreicher 等人（2017）以及 Dalla Fontana 等人（2019）。

此外，金融市场波动性普遍增加导致的抵押品需求大幅增加，以及与 2022 年春夏²²两季能源价格飙升相关的大规模追加保证金²³通知，导致对德国债券的高需求，加剧了其稀缺性，这是欧洲央行多年量化宽松政策的结果。实际上，德国国债和掉期/欧盟收益率之间利差的峰值与对抵押品稀缺的担忧最明显的时期——2022 年 10 月相吻合。

然而，德国财政部（Deutsche Finanzagentur）和欧洲央行（ECB）随后采取的缓解抵押品短缺的措施（国际资本市场协会（ICMA），2023）与 2022 年底和 2023 年初的利差收窄相吻合（图 6A）。

另一方面，掉期利率在 2022 年比欧洲政府债券增长更快，因为金融机构对这些金融产品的需求很高，需要对冲意外普遍加息带来的利率风险。这两个相反的发展机械地导致了德国国债-互换利差的增加，考虑到互换利率对欧盟收益率的基准作用，这也导致了德国国债-欧盟利差的增加。

自 2022 年初以来，掉期和德国收益率面临着两种相反的动态。欧洲央行在 2022 年上半年结束净资产购买也是推动利差增加的间接因素（Bonfanti 和 Garicano，2022）。在此之前，债券市场对借款人更为有利，但随着欧洲央行逐渐退出作为大买家的地位，市场转向由贷款人主导。因此，所有以欧元计价的掉期（如欧洲投资银行（EIB）、德国复兴信贷银行（KfW）、法国统一存款保险公司（UNEDIC）和法国统一存款保险公司（Cades）以及欧盟（EU））定价的发行人的掉期利差普遍增加，从负值变为略有正值。欧洲央行在购买超国家债券（如欧盟债券）时面临的限制较少，因为发行人限额设定为 50%，而在购买欧元区政府债券时，发行人限额设定为 33%，这一事实可能推进了这一转变。由于欧洲央行购买了更高比例的近期发行的债券，它对债券价格的积极影响要大于对政府债券价格的影响。当欧洲央行停止净购买时（或者更准确地说当市场开始预期其结束时，大约在 2021 年底），这种影响消失了，这进一步促成了整体利差的增加。

²² 正如欧洲系统风险委员会在 2023 年 3 月 20 日的信函中所指出的（https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/esrb.letter230320_on_emir_review_mep~058e272ec7.en.pdf）。另见 Gillian Tett，“布鲁塞尔在能源危机中忽视衍生品的危险”，《金融时报》，2022 年 9 月 8 日。<https://www.ft.com/content/b58480fb-b9de-4316-af21-b82167ef3e20> 有大量的轶事证据支持这一点，但没有太多的公开数据，因为 CCP 不公开分享这些数据。

²³ 追加保证金通知是经纪公司向客户提出的一种要求，即当客户账户中的金额低于规定的金融交易所需金额时，要求客户在其账户中存入更多的资金或证券。

此外，这种情况与欧盟债券供应充足的时期相吻合，这使得投资者比其他 SSA 更难吸收这些债券。因此，与其他发行人相比，欧盟的互换利差增加了几个基点。然而，欧洲央行结束购买的影响并不明确²⁴，因为市场参与者可获得的欧盟债券数量增加也会增强其流动性，可能也会部分降低欧盟为其较低流动性支付的收益率溢价。

3.3 制度特征：欧盟在概念上与主权发行人仍有很大不同。

第 3.1 节和第 3.2 节中讨论的一些要素已经暗示了这样一个事实，即制度因素在解释欧盟的借贷成本为何高于德国（或法国）方面起着至关重要的作用。欧盟不被纳入主权债券指数，其受到中央结算对手的不同待遇，以及欧盟被视为 SSA 并因此在一个不同的市场中发展的事实，其中主要基准是互换而不是德国国债，这些都突出表明欧盟债券不同于主权债券。欧盟收益率随掉期变动的事实，以及其因此在压力事件期间比德国国债收益率上涨更快的事实，都表明欧盟债务证券尽管评级很高，但还不具备安全资产的基本属性，即在任何时候都能可靠地储存价值，特别是在危机期间（Caballero et al, 2017）。

大多数评级机构认为，自有资源上限及其在 2020 年的增加为欧盟债务提供的担保实际上相当于连带责任，这意味着每个国家都有责任单独和共同偿还债务，这支撑了其高评级²⁵。然而，一些人将 2022 年与德国的利差扩大解读为一个可能的信号，即市场参与者开始怀疑支撑欧盟债务²⁶的法律框架。鉴于欧洲稳定机制（ESM）、欧洲投资银行（European Investment Bank）甚至德国复兴信贷银行（KfW）收益率的演变与欧盟类似，这种解释可能被大大夸大了。这些机构受益于非常不同类型的担保：比如在欧洲稳定机制（ESM）和欧洲投资银行（EIB）案例中是由实缴资本和可赎回资本支持，在德国复兴信贷银行案例中是由德意志联邦共和国直接担保）。然而，不可否认的是，大多数投资者仍将欧盟视为“中间人”，即介于 SSA 和主权国家之间的混合发行人（Eichert et al, 2022）。欧盟债务的三个主要制度特征证明了这一观点的合理性。

制度因素在解释为什么欧盟借贷成本高于德国。首先，欧盟不应该是债券市场的永久参与者。欧盟恢复工具的法律框架规定，欧盟债券的净发行应在 2026 年底结束。此后，只应对债务进行部分展期，以逐步减少债务，直到 2058 年完全消除。这将在 2026 年后大幅减少欧盟债券市场的流动性，从而降低目前

²⁴ 鉴于欧洲央行不公布其购买超国家债券的详细数据，也不可能精确衡量这种影响。

²⁵ 在撰写本文时，惠誉（Fitch）、穆迪（Moody's）和 DBRS 对欧盟债务的评级为 AAA，而标准普尔（Standard and Poor's）对欧盟债务的评级为 AA+。

²⁶ “欧盟债券没有达到很高的期望”，《金融时报》，2023 年 4 月 18 日。<https://www.ft.com/content/dc82d584-4961-4af3-ab32-eb504bb3e375>.

债券的吸引力。因为它们不能成为长期投资策略/投资组合的一部分（Eichert et al, 2022）。此外，如果欧盟不能持续稳定地发行债券，如果 2026 年后流动性下降，期货市场的发展将是不可行的。

其次，尽管欧盟具有主权的一些特征，拥有立法部门和司法部门，但它忽略了主权通常定义的一个关键特征，即征税权。即使欧盟可以通过基于国民总收入的欧盟预算缴款间接获得成员国的资源，但这也向市场表明，欧盟完全依赖其成员国的融资和成员国之间的艰难谈判，因此不同于非常容易和迅速地诉诸税收的主权国家。这可能是欧盟不符合纳入主要主权债券指数标准的主要原因之一（Eichert 和 Tanguy, 2023a）。

第三，欧盟的超国家性质的后果是，欧盟没有一个自然的国内买家基础可以利用（这在压力时期往往很普遍，无论好坏）。欧洲银行仍然主要是全国性的，并且在其资产持有方面仍然表现出非常强烈的国内倾向（Beck et al, 2022）。只有在欧洲层面实现真正的银行国际化（可能是由银行业联盟的完成推动的），才能在这方面有所帮助。

这些制度因素可以解释为什么欧盟的借贷成本高于德国（尽管评级相似）或法国（尽管评级更高）。但为什么这种利差在 2022 年增加了呢？尽管欧盟借款的临时性质从欧盟大规模借款计划启动时就已确定，但市场似乎对欧盟 2020 年决定共同借款以资助 COVID-19 复苏计划的“哈密尔顿时刻”²⁷深信不疑，并相信复苏基金以及与之相关的债券发行，将以这样或那样的方式很快成为永久性的。

然而，在 2022 年期间，市场从一些欧盟国家收到了明确而反复的信号，即他们真的认为欧盟的大规模借款只是对百年一遇的冲击的一次性反应。尽管建立另一个类似 NGEU 的工具的想法——首先是为了应对能源危机，然后是为了应对美国的通胀削减法案——在整个 2022 年都在流传，但这个想法并没有实现。

此外，德国宪法法院在 2022 年 12 月关于 NGEU²⁸合法性的判决中，对 NGEU 架构采取了非常狭隘的解读，强调其临时性和特殊性。所有这些都导致市场调整了他们对欧盟在债券市场的永久性存在的预期。随着 NGEU 的有限寿命对市场参与者变得更加具体，2022 年价差的增加可以被视为一个漫长的价格发现。此外，尽管欧盟委员会在 2021 年底提出了一项提案²⁹，但 2022 年在欧盟

²⁷ “哈密尔顿时刻”指的是美国第一任财政部长亚历山大·汉密尔顿，他通过发行共同债务巩固了十三个殖民地的战争债务。

²⁸ 判决书的英文本见 https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Entscheidungen/EN/2022/12/rs20221206_2bvr054721en.html。

²⁹ 见欧洲联盟委员会 2021 年 12 月 22 日新闻稿，<https://ec.europa.eu/commission/presscorner/>

预算的新自有资源方面没有取得进展，这可能有助于让市场相信欧盟借款不会是永久性的。在 2021 年 11 月至 2022 年 11 月期间，仅将欧盟视为 SSA 而不是“中间人”的投资者比例增加了 10 个百分点（Eichert et al, 2022）。这些机构方面的各种发展可能在 2022 年的传播扩大中发挥了重要作用。

4 预计未来几年欧盟预算承担的借贷成本

如上文所述，欧盟将在 2026 年底前借款总额为 4211 亿欧元（按当前价格计算），用于“无需偿还的支持”（即快速反应部队赠款和欧盟计划的额外融资）。与该借款相关的利息成本将通过欧盟预算偿还³⁰。因此，在 2021-27 年多年期财政框架结束之前，估计这些成本如何变化至关重要。

这一估计将取决于未来几年利率的演变。现阶段，市场参与者的预期中值是未来几年利率将保持在当前水平。投资者预期 10 年期欧元掉期利率——这是欧盟收益率的一个很好的指标，正如我们所讨论的（+/- 一个小的利差，例如平均约 10 个基点 10 年期利率）——到 2026 年仅小幅降至 2.8%（图 7）。量化这一基准预测的不确定性的一种方法是从掉期期权价格中推导出不同情景的概率。这种方法表明，即使在 3 年的期限内，欧元区名义利率水平的不确定性也非常高。在 50% 的概率下，投资者预计 2026 年的概率在 1.9% 到 3.7% 之间，而 90% 的概率区间在 0.1% 到 6.2% 之间（图 7）。

图 7 10 年期掉期利率、预期利率和期权隐含置信区间（%）



资料来源：Bruegel 基于丹麦银行和彭博社。

注：图表显示了 10 年期欧元掉期利率的历史价值和未来可能的价值。10 年期欧元掉期利率反映了市场对未来 10 年平均短期利率的预期，因此可以被解读为 10 年期欧盟收益率的良

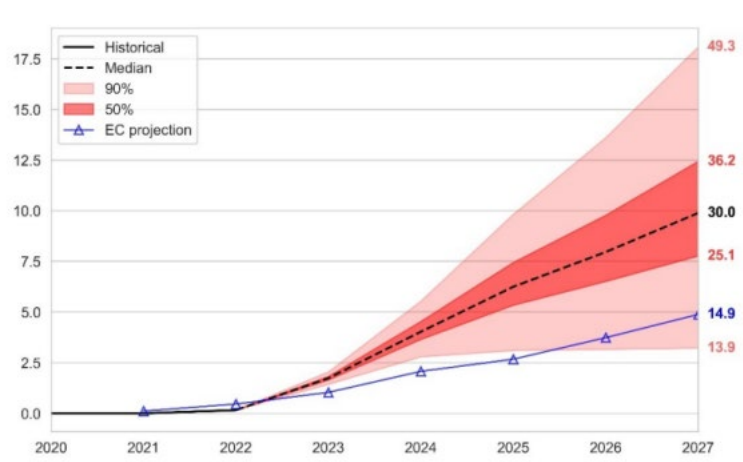
[detail/en/ip_21_7025](#).

³⁰ 其余欧盟债务的利息成本（为 Sure 和 NGEU 贷款产生的）将由申请这些贷款的欧盟国家直接承担。

好代表。深红色和浅红色阴影区域分别对应于 50%和 90%的置信区间，这是根据 10 年掉期利率的期权价格得出的风险中性概率定义的。

这如何转化为欧盟的实际利息成本？我们可以通过将欧盟当前债务存量的数据与未来融资需求的估计、当前债务的期限结构、市场对未来利率水平和波动性的预期以及掉期和欧盟收益率³¹之间的平均利差相结合，对欧盟将承担的年度利息成本进行预测。结果（图 8）表明，欧盟预算承担的欧盟债务利息成本极有可能远高于欧盟委员会在 2021 年多年期财政框架开始时的预测（图 8 中带有三角形标记的蓝线）。欧盟委员会的初步预测预计，年利息成本将在 2027 年缓慢增长至 50 亿欧元左右（整个 MFF 期间的总成本约为 150 亿欧元），在我们的基线方案中，成本可能会增加一倍，在 2027 年达到 99 亿欧元（而总成本将达到 300 亿欧元，见图 8 右侧的粗体数字）。因此，利息成本将占欧盟预算的很大一部分：约占 2027 年年度预算的 5.3%，占整个 MFF 2021-27 的 2.5%（附件中的图 A2）。然而，考虑到未来几年利率水平的高度不确定性（由图 7 中的大置信区间表示），成本可能会在我们的基线估计范围内发生很大变化：在 50% 的概率下，2027 年的利息成本应在 78 亿欧元至 124 亿欧元之间，而 90% 的概率区间则在 32 亿欧元至 181 亿欧元之间。如图 8 所示（见图 A2 所示的欧盟预算份额）。

图 8 欧盟承担的预计年度和总利息成本（单位:10 亿欧元）



资料来源：Bruegel 根据丹麦银行、彭博资讯和欧盟委员会。

注：该图表以当前价格显示了欧盟承担的历史和预计年利率成本（线，左侧）和总成本（粗体数字，右侧）。50%和 90%的置信区间基于期权隐含利率波动率（见图 6 的注释和附件中详述的方法）。带有三角形标记的蓝线显示了欧盟委员会对 2021 年的预测。

（https://commission.europa.eu/system/files/2021-01/MFF_2021-2027_细分_当前_价格.PDF）。

³¹ 关于为获得这些估计数所使用的方法、数据来源和假设的详细情况，见附件。

欧盟应如何应对围绕其利息成本的重大不确定性？正如所讨论的，利率和利息成本随商业周期波动是正常的。因此，欧盟将需要学会接受这一点，并优化其债务发行策略——例如，在期限结构方面，在低利率可用时锁定低利率——以便像主权国家那样将利息成本降至最低。然而，在实践中，欧盟还应改变利息成本在欧盟预算中的核算方式。鉴于当前 MFF 和欧盟预算的构建方式不灵活（它们不是为可能发生内生性波动的支出而设计的）超过最初计划的 149 亿欧元的利息成本将在未来几年迅速对一些重要的欧盟预算计划施加压力。这是因为利息成本将与其他支出竞争（欧洲议会，2022，第 10 和 31-33 段）。

的确，通货膨胀的急剧上升正在导致欧盟国家国民总收入的大幅增加。因此，“自有资源上限”将显著提高，从而加强欧盟国家对欧盟债务的担保。按名义价值计算，如有必要，欧盟可以要求成员国缴纳更多会费，以偿还债务或支付利息。因此，人们并不担心欧盟不履行其财政承诺。然而，通胀飙升并没有增加“支出上限”，即 2018 年的价格加上 2% 的固定年增长率。

通货膨胀（理事会第 2020/2093 号条例，第 4.2 条）。这意味着，利息支付的大幅增加——正如我们预测的那样——可能会以牺牲欧盟在同一支出类别下的其他融资计划为代价。

5 政策建议和结论意见

经济形势变化推动了 2022 年欧盟收益率的上升。首先，通胀飙升导致了自欧洲央行成立以来最大幅度的货币紧缩。其次，以欧元计价的掉期和德国国债之间的分化导致欧盟收益率的增长强于欧洲政府债券收益率的增长，因为欧盟收益率与掉期的相关性比与德国收益率的相关性更高。就第一种情况而言，欧盟对此无能为力，必须学会适应利率变动的周期性。然而，第二种情况更成问题，因为它表明欧盟尚未被完全接受为安全资产的提供者。即使德国互换利差降至 2021 年的水平，因为背离的暂时驱动因素消退，并使欧盟收益率回落，但根本问题将持续存在，并可能在未来的压力事件中再次出现。

因此，为了降低借贷成本，并使欧盟的收益率永久性地接近德国的收益率，以便获得欧盟借贷的全部好处（因为如果欧盟债务比各国自己能够获得的债务更昂贵，对它们就没有吸引力），欧盟必须说服市场，欧盟债券应该以与主权债券相同的方式进行交易³²。

³² 针对掉期的欧盟债券定价惯例可能会发生变化。这对欧洲投资银行、ESM 和其他 SSA 来说是有意义的。有资产负债表，需要用掉期来管理他们的资产负债表风险，但对欧盟来说不是这样的。欧盟没有资产负债表，也没有确切的贷款簿，而且在这方面已经更像一个主权国家。在这方面已经更像一个主权国家，其现金流来自于间接税收。

我们的主要建议是:

1、欧盟委员会（European Commission）的发行策略仍可改进，以在边际上降低欧盟借贷成本：委员会应逐步增加拍卖份额，并限制其使用银团交易，以降低其一级交易商的议价能力，并为欧盟债务获得更好的价格。至少，欧盟委员会在其银团交易的价格方面可以稍微更激进一些。此外，为了增加其债券的流动性，欧盟还可以首先专注于建立一个流动性非常高的短期收益率曲线（以吸引更多交易），而不是将其发行分散在整个收益率曲线上，包括非常长期的债券。

2、欧盟委员会（European Commission）应继续致力于为欧盟债券建立市场基础设施，以增加其对投资者的吸引力。2022 年 12 月，当委员会推出其统一融资战略（电子报价、回购设施等）时，已经宣布了各种有价值的举措。此外，欧盟委员会应继续努力说服中央对手方清算所将减记放在与类似评级的主权债券相同的水平，并说服指数提供商将欧盟债券纳入主权债券指数。这将大大增加欧盟的投资者基础和整体欧盟债券的需求。欧盟委员会还应努力发展期货市场，增加交易数量，从而提高欧盟债券的流动性。

3、然而，要发挥作用，市场特征的变化必须与一些制度发展齐头并进。要被市场看作一个主权国家，并受益于高评级主权的安全资产地位，欧盟可能需要主权特征。目前，欧盟作为发行国仍被困在次主权和主权地位之间。2022 年利差的扩大和投资者调查的结果（Eichert et al, 2022）表明，在强劲的开局之后，欧盟可能会滑向次主权地位。因此，技术市场的发展不足以（如果没有制度进步，甚至可能无法）摆脱这一陷阱。如果欧盟国家想要获得欧盟借款的全部好处，就必须在政治上取得一些进展。因此，关于创建新的自有资源以偿还定于 2023 年秋季到期的欧盟债务的讨论将至关重要。“直接征税权”的发展无论在象征意义上还是在实践中都会有很大帮助，因为这将是支持纳入主权债券指数的有力论据。就欧盟国家而言，重复欧盟债务不是永久性的是适得其反的：至少，欧盟借款应该留在欧盟应对未来危机的工具箱中，但在经济繁荣时期也可以用于其他目的，例如为欧洲公共产品提供资金，以帮助解决当今最紧迫的挑战，包括气候变化、国防和清洁技术研发。

4、最后，鉴于利息成本比最初计划的高得多，欧盟应迅速审查如何在欧盟预算和 MFF 中计算利息成本，以确保这不会对重要的欧盟计划造成过度压力。欧洲议会（2022 年）建议的一种解决方案是，利用计划于 2023 年对 MFF 进行中期修订的机会，将利息支付预算项目排除在 2B 项之外，并将其计算在 MFF 支出上限之上。第二个解决方案是对欧盟预算 34 过于复杂和过时的会计框架进行全面审查和现代化，虽然在不久的将来可能不可行，但应该认真考虑。具体

而言，应优先考虑消除自有资源和支出上限之间可能存在的不一致，因为前者与实际通货膨胀同步增长，而后者则以固定的 2% 趋势增长。最后，另一个更具雄心的解决方案是（再次）迅速取得一些进展，并就真正的自有资源达成协议，这些资源至少可以部分用于偿还债务和利息支出，正如 2020 年达成的协议³⁵。

本文原题为 “The Rising Cost Of European Union Borrowing and What to Do about It”。作者为 Grégory Claeys, Conor McCaffrey and Lennard Welslau。Grégory Claeys 是 Bruegel 的高级研究员，Conor McCaffrey 和 Lennard Welslau 是 Bruegel 的研究助理。本文于 2023 年 5 月发表，之后刊于欧洲议会智库官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

