

全球智库半月谈

2020 年需要关注的外交事件

货币条款将引发新的贸易紧张局势

美元借贷、公司特征和外部融资机会

中国新冠病毒健康危机也对其经济构成威胁

中国不会在 2020 年进行大规模刺激

经济状况评估和货币政策立场

银行审慎监管的趋同——缺失了什么

本期编译

安婧宜

桂平舒

李芳菲

刘铮

尚见卓

申劭婧

宋海锐

吴克谦

熊春婷

杨茜

(按姓氏拼音排序)

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究室

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

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究组

顾问	张宇燕			
首席专家	张 斌		姚枝仲	
团队成员	曹永福	美国经济	陆 婷	欧洲经济
	冯维江	日本经济	熊爱宗	新兴市场
	徐奇渊	中国经济	杨盼盼	东盟与韩国
	肖立晟	国际金融	李远芳	国际金融
	常殊昱	跨境资本流动	顾 弦	大宗商品
	陈 博	大宗商品	吴海英	对外贸易
	崔晓敏	对外贸易	熊婉婷	金融政策
	王 地	宏观经济	张寒堤	科研助理

国际战略研究组

组 长	张宇燕			
召集人	徐 进		协调人	彭成义
团队成员	李东燕	全球治理	袁正清	国际组织
	邵 峰	国际战略	徐 进	国际安全
	薛 力	能源安全	欧阳向英	俄罗斯政治
	黄 薇	全球治理	冯维江	国际政治经济学
	王鸣鸣	外交决策	高 华	北约组织
	卢国学	亚太政治	王 雷	东亚安全

彭成义	中外关系	徐秀军	全球治理
田慧芳	气候变化	李 燕	俄罗斯政治
任 琳	全球治理	丁 工	发展中国家政治

联系人: 薛懿 邮箱: xueyi1800@163.com 电话: (86)10-8519 5775 传真: (86)10-6512 6105

通讯地址: 北京建国门内大街 5 号 1544 邮政编码: 100732

免责声明:

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

目 录

世界热点

2020 年需要关注的外交事件 7

导读：从英国脱欧到联合国安理会席位投票，再到沙特 20 国集团（G20），2020 年 11 个重大事件将在外交领域掀起波澜，值得我们予以关注。

货币条款将引发新的贸易紧张局势 13

导读：长期以来，特朗普总统一直宣称中国通过控制汇率获得了贸易优势。在情况已经改变的当前时点，特朗普当局依旧坚持这一说法。在中美第一阶段贸易协议中，中国接受了关于汇率的规定。中国不得进行竞争性贬值和货币操纵，而美国也不应将中国认定为汇率操纵国。这意味着，当美国对中国相关汇率政策不满且未能在双边会谈中取得满意结果时，中美贸易协定授权美国贸易代表对其认为的汇率操纵行为采取措施。这一新的监管机制可能会引发新的贸易紧张局势。

债务与危机 16

导读：本文节选自世界银行 2020 年 1 月发布的《全球经济展望：慢速增长，政策挑战》4.3 部分——《债务与危机》，这一部分通过计量经济学方法说明债务积累将在多大程度上增加危机发生的可能性。

利率下降，风险上升 22

导读：较低的长期收益率或将促使机构投资者寻求风险更高、流动性更差的投资以获取目标回报，而风险的上升则可能导致投资基金、养老基金和人寿保险公司脆弱性进一步加剧，并对金融稳定造成严重影响。此外，机构投资者对收益的追求可能带来额外的风险承担，低收益率促使投资基金之间投资组合相似性提高，在出现不利冲击时或将放大市场抛售行为的影响；而为满足养老基金非流动性投资产生的或有需求，则可能限制其在压力时期维持市场稳定作用的发挥；高回报保证和期限错配正推动部分寿险公司增加跨境投资，这可能带来跨境冲击的外溢。潜在的脆弱性或将扩大冲击的影响，因此应当对其进行密切监测与谨慎管理。

美元借贷、公司特征和外部融资机会 28

导读：影响非美元公司发行美元债券因素很多，本文基于公司层面的最新数据研究了非美元公司如何根据其公司特征来应对美元融资机会。

聚焦中国

中国新冠病毒健康危机也对其经济构成威胁 29

导读：在中国的中部城市—武汉出现首例致命新冠病毒病例后，这一个月期间确诊和死亡病例数不断攀升，中国领导层面临着近 20 年来最大的公共卫生危机。除了惨痛的人员伤亡，这场健康危机肯定会对中国经济放缓造成损失，并伴随着中国股市的亏损。

新冠疫情不至于带来中国衰退，但会有更多刺激和债务积累 31

导读：新冠疫情对中国经济影响的严重程度不仅取决于病毒爆发的程度和深度，还取决于政府的应对措施。作者认为，此次冠状病毒疫情爆发不会导致中国经济衰退，但确保经济增长目标的成本将会很高。冠状病毒对中国经济的负面影响可能是中期的，而不是短期的，原因在于预计随之而来的大规模刺激政策，以及由此产生的不可避免的过度杠杆。

中国不会在 2020 年进行大规模刺激 33

导读：当前中国经济正面临全球金融危机以来最困难的挑战，其是否会采取扩张政策来刺激经济引起了广泛关注。本文作者认为，尽管存在一系列不利因素，中国并未打算采取全面的刺激政策。2020 年的中央经济工作会议的重点是稳定的逆周期调节，这对金融稳定来说是个好消息。

中国的双赢合作是欧洲的损失吗？ 35

导读：目前，中国的“一带一路”倡议对于欧洲来说似乎并非一个好的合作项目。原因主要集中在欧洲公司缺乏关于项目及时充分的信息，背靠国家支持的中国企业在竞标中更有价格优势等。未来，有三个主要的机会可能可以解决这些问题，而欧洲国家也应该在谈判中，关注“积极互惠”和对市场准入的审查。

战略观察

金融科技的监管挑战 38

导读：金融科技公司和大型科技公司正在越来越多地涉足银行业。本专栏介绍了日内瓦第二十二期世界经济报告，该报告探讨了这些新的技术驱动型进入者对全球银行业和监管当局带来的挑战，并指出监管者需要提高技术水平并加强对未知领域的探索。

经济状况评估和货币政策立场 41

导读：在本文中，作者简要讨论了对美国和全球经济的展望。此外，作者探讨这些展望以及其他发展对能源行业前景的影响。最后，作者阐述了对美国当前货币政策立场的看法。

经济政策

银行审慎监管的趋同——缺失了什么？ 47

导读：市场分割的一个重要根源，是监管上的分歧或者司法管辖区在应用《巴塞尔协议 III》和其他全球银行业标准时的差异。本文利用金融稳定委员会的报告，找出银行业监管

分歧的具体来源。虽然消除各司法管辖区之间的所有监管差异既不可行、也不可取，但是实现各司法管辖区更一致的做法可能会带来好处。同时，有各种各样的工具可以用来解决不合理的监管分割。

本期智库介绍 50

2020 年需要关注的外交事件

Caleb Lauer / 文 李芳菲 / 编译

导读：从英国脱欧到联合国安理会席位投票，再到沙特 20 国集团（G20），2020 年 11 个重大事件将在外交领域掀起波澜，值得我们予以关注。编译如下：

1. 1 月 20 日：孟晚舟的引渡听证会

孟晚舟引渡听证会定于 1 月 20 日开始。2018 年，应美国当局要求，中国电信巨头华为公司副董事长兼首席财务官孟晚舟因被指控华为子公司违反美国对伊朗制裁令及实施欺诈行为于温哥华机场被捕。

首先，作为一个法律事件，孟晚舟引渡听证会涉及美国的引渡要求、加拿大的相关条约义务以及加拿大皇家骑警逮捕孟晚舟的正当性问题。

更重要的是，孟晚舟引渡听证会是当前中美紧张局势下一项重要的个人政治事件。在孟晚舟被捕的几个个月前，特朗普政府宣布将对中国所谓的金融违法行为加大处理力度；一直以来，美国试图禁止华为进入西方 5G 网络；总统特朗普甚至表示可以将孟晚舟的个人命运同对华贸易协议相联系，孟晚舟事件本质上沦为中美贸易谈判中一个讨价还价的筹码。

作为一场“政治闹剧”，听证会的结果不仅影响孟晚舟个人，对迈克尔·科弗里格（Michael Kovrig）和迈克尔·斯帕沃（Michael Spavor）同样有着重要影响——许多人认为这属于加拿大公民被中国“报复性逮捕”；此外，除了针对公民个人，中国还对加拿大进一步施压，大幅减少加拿大商品进口，主要出口对象订单萎缩使得加拿大油菜籽、大豆、猪肉及牛肉生产商遭受了巨大打击。

听证会第一阶段将裁定是否达到“双重犯罪”标准——即美国对孟晚舟的犯罪指控在加拿大是否也构成一种犯罪。如果法院裁定此案属于“双重犯罪”，加拿大司法部长将必须做出最后裁决，孟晚舟将被引渡至美国，这一过程中加拿大还必须对法律依据与中美两国的反应加以权衡。正如许多人所说，加拿大只能寄希望于美国很快就放弃引渡孟晚舟或是孟晚舟有可能像卡洛斯·戈恩（Carlos Ghosn）那样自行以某种方式逃离加拿大。

2. 1 月 31 日：英国脱欧

随着去年年底英国首相选举约翰逊的压倒性胜利，英国于 1 月 31 日退出欧盟终成定局。然而，经历了几年波折后来之不易的英国在脱欧后又将何去何从？

更深层面来看，英国是否仍能保持统一，尤其是北爱尔兰是否能够继续保持和平？

从普通民众视角来看，脱欧对英国民众日常生活的影响同样不小。当前，英国不得不重启贸易协定谈判，然而脱欧后的英国不甚明朗的前景使得贸易谈判将

面临困难重重，没有人知道情况究竟如何，也没有人知道英国谈判代表能够做出怎样的让步。

加拿大希望其与英国达成的贸易协议能同加拿大与欧盟之间的贸易协议相类似，即《综合经济与贸易协定》。加拿大政府表示，直到 2020 年底，两国可能继续在该协议框架下进行贸易；但与此同时加拿大选择观望态度，英国没有把同加拿大的贸易协议放在高度优先的位置，加拿大也同样没有要求立即重启谈判——虽然英国是加拿大在欧洲的重点出口国，但与美国、整个欧洲其他国家及中国相比，对于加拿大而言对英出口的重要性则要相对低得多。不过英国与加拿大的口径倒是始终保持一致，例如，双方均表示到 2020 年两国即将达成新协议，至于这一愿望能否在今年达成尚有待检验。

3. 4月27日至5月22日：《核不扩散条约》审议大会

今年是《核不扩散条约》（NPT）生效五十周年，条约规定生效后每五年召开一次审议大会，审议条约执行情况。

190 多个缔约国计划于今年四月底及五月份召开会议，其间面临着诸多问题，甚至有一位学者将其称之为核不扩散的“成败”时刻：与伊朗几经斡旋达成的伊核协议已近乎夭折；朝鲜的核计划长期无法得到解决；美国与俄罗斯均退出了 1987 年签署的《中程核力量条约》——该条约禁止路基中程导弹；不仅该条约的五个核武器缔约国中国、法国、俄罗斯、英国和美国未能按照条约要求，在彻底裁军方面取得显著进展，这些国家及其各自的盟友，包括加拿大在内等国甚至反对《禁止核武器条约》，该条约的倡导者宣称其旨在支持《核不扩散条约》的裁军框架。而美国开始着手制定不扩散方针，要求核武器拥有国展开“更现实的对话”。批评人士认为，这一措辞上的转变仅仅是为了给美国在对俄罗斯、中国、巴基斯坦和朝鲜的核武器政策“回应”上预留空间。

根植于《核不扩散条约》的精神承诺似乎摇摇欲坠。《核不扩散条约》曾承诺允许核武器拥有国和平发展核能，而非允许其发展核武器，作为交换，核武器拥有国也应当努力实现彻底核裁军。然而，2020 年核不扩散条约审议大会的结果或许将告诉我们，如今离条约解体究竟有多近。

4. 5月3日：玻利维亚总统选举

本月早些时候宣布，玻利维亚将于 5 月 3 日选举新总统及立法代表，这将是 2019 年 10 月大选、政治危机席卷全国之后的首次选举。选举欺诈及随之而来的公众抗议导致时任总统埃沃·莫拉莱斯（Evo Morales）应军方“要求”被赶下台，并先后寻求墨西哥与阿根廷的政治庇护；反对党参议院珍妮斯则在军方支持下宣布自己为临时总统。此后，玻利维亚国会禁止莫拉莱斯参加 5 月份的连任选举，玻利维亚当局也对其发出逮捕令。

莫拉莱斯所在政党——社会主义运动党（MAS）仍在玻利维亚享有较高支持度并将继续参加大选，该党表示将在1月份宣布其总统候选人。最近的民调显示，潜在的MAS候选人，29岁的安德罗尼科·罗德里格斯（Andronico Rodriguez，莫拉莱斯曾建议的MAS领导人）将有可能击败迄今宣布的其他所有总统候选人。

简单地说，玻利维亚大选将决定该国是将沿着莫拉莱斯时代的“左派”社会主义道路继续前进，还是加入南美崛起的右翼政府阵营。

5. 5月和7月：世代平等论坛（Generation Equality Forum）

1995年9月，在中国举行的第四次世界妇女大会上，通过了联合国关于性别平等的决议《北京宣言和行动纲领》，2020年是《北京宣言》通过的二十五周年。

为纪念这一重大历史时刻、回顾自1995年来取得的进展以及阐明最新的、最具前瞻性的议程，联合国妇女署将召集来自世界各地的民间社会团体，参加由墨西哥和法国政府共同主办的世代平等论坛。该论坛5月7日至8日在墨西哥城举办，7月7日至7月10日在巴黎举办。与会代表们的任务是将《北京宣言》所阐述的原则同相关领域的最新认识相结合，其中包括，提高对Me Too运动的认识，关注气候变化对妇女和女孩的特殊影响以及联合国的可持续发展目标（SDG）——其中目标五呼吁，到2030年实现性别平等，赋予所有妇女和女孩平等的权利。

6. 6月10日至12日：美国七国集团峰会

今年6月，美国总统特朗普将于总统行宫戴维营举办第四十六届七国集团（G7）峰会。此前特朗普提议在其名下的佛罗里达多拉尔度假村举办这一峰会，因违反宪法招致审查和反对后被迫放弃。

美国政府在接任2020年七国集团（G7）主席时曾表示，希望限制七国集团发表公报和联合声明的范围。公报和联合声明的发表显然有助于证明峰会在历史上曾达成了一定的共识，然而，自特朗普上台以来，争议变得更为激烈，试回想，特朗普曾在2018年的魁北克夏洛瓦七国集团峰会上突然愤怒地提前离开。美国还表示，希望限制多边组织处理问题的范围。如果白宫未明确确认在2020年七国集团峰会上不会讨论气候变化问题，人们或将有理理由猜测特朗普政府无法同应对气候变化的多边努力达成共识。

另一个主要问题在于俄罗斯是否会被再次邀请参加峰会，以及俄罗斯将以何种身份参加这一峰会。在俄罗斯吞并克里米亚之后，俄罗斯被踢出了当时的八国集团。特朗普曾多次表示，他支持俄罗斯无条件复职。据报道，意大利、日本和法国均支持俄罗斯重返峰会，但前提是克里米亚问题上能够取得折中方案；而加拿大则表示反对重新接纳俄罗斯。

7. 6月：加拿大竞逐联合国安理会席位

自1999-2000年以后，加拿大一直未能进入联合国安理会。2010年，哈珀政府未能在联合国安理会15个席位中成功担任非常任理事，这也是加拿大首次未能获得这一席位。总理贾斯汀·特鲁多（Justin Trudeau）所在的自由党人承诺，加拿大将在2020年成功赢得安理会席位，自2021年起任期两年。投票将于6月举行，加拿大、爱尔兰和挪威三国共同争夺这一席位。

对外援助和维和人数通常对于竞选安理会席位有着举足轻重的影响，外事访问和国际发言也同样重要。哈珀政府在竞逐席位失败前后曾花费逾100万美元用于出访外国首都及拜访外交官；而1998年最后一次的成功竞标则花费了大约1000万美元。

对于那些认为加拿大理所应当加入联合国安理会的人来说，赢得安理会席位是对于他们自己外交政策的肯定与奖励。但是，除了有助于一个国家在国际舞台上获得尊重之外，担任安理会一个任期的非常任理事有什么好处呢？安理会成员国有权就具有约束力的决议进行辩论和投票，是联合国国际政治的最高权力中心。简而言之，安理会占据着联合国最重要的一席之地，在实质上类似于制定战争与和平规则的精英俱乐部。

但在某些方面，加拿大政府认为安理会只不过是个权力有限的国际机构。加拿大是12国集团的成员之一，12国集团希望将安理会席位增加到25个，但不增加常任理事国数目或赋予任何新成员国否决权——安理会的五个常任理事国（中国、法国、俄罗斯、英国和美国）都有权否决任何安理会决议草案。加拿大认为，五个常任理事国的否决权从一开始就大大削弱了安理会的作用。

无论加拿大在这场竞逐中付出怎样的努力，都有可能得不到相应的选票以获得这一席位。有太多的国家反对按照加拿大的建议对安理会实施改革。巴西、印度等国主张将常任理事国席位和否决权扩大到安理会第二次世界大战后新等级体系下的中等国家；非洲国家也反复游说应当给予非洲大陆轮换代表否决权。换言之，加拿大今年还需做好长期努力的准备。

8. 11月3日：美国总统大选

11月3日，美国人将前往投票站选举新一任总统。据预测，现任总统特朗普将竞选连任。然而，就像过去这一任期内围绕总统特朗普的种种预言那样——特朗普永远不可能在2016年成为共和党候选人，永远不可能赢得总统选举，特朗普显然与俄罗斯勾结——任何事情或许都有变数。

不过，到11月大选时，有几个问题将得到最终的答案。

第一，特朗普届时还在任吗？美国国会参议院对总统弹劾案的表决才刚刚开始，并将持续数周。参议员们将于2019年底对关于特朗普的指控进行投票表决。

鉴于参议院由共和党控制，而共和党又似乎完全服从于特朗普，特朗普被认定为无罪几乎是肯定的。

第二，民主党提名是谁？前副总统拜登几乎在所有民调中支持率都处于领先地位。尽管有众多参选者，但现在可以肯定的是，主要竞争者还包括了伊丽莎白·沃伦、伯尼·桑德斯，或许还有迈克尔·布隆伯格和皮特·布蒂吉格。民主党提名需要同时经历三个过程：挑选一位候选人与特朗普竞争总统职位，挑选一名民主党领导人，以及明确民主党竞选方案。尽管这些过程在同一地点同时发生，但却常常彼此矛盾，解决所有问题可以在中期内加强民主党的实力，但民主党也面临着 11 月大选选票分散、力量分散、存在分歧、彼此揭短的重大风险。

第三，特朗普为赢得竞选会做些什么？在这里必须承认，鉴于所发生的所有事情，所有的预言和赌注都没有了意义。

最后，特朗普会赢吗？似乎许多人认为是这样的。众所周知，赢得大选并不一定是全部民意的体现，美国实行选举团制度，关键在于宾夕法尼亚、密歇根、威斯康辛、亚利桑那和佛罗里达州，总统职位主要从这几个州的竞选胜利者中产生，换言之，总统大选的最终结果将由少数选民决定。

9. 11 月：苏格兰《联合国气候变化框架公约》（COP）第 26 次缔约方会议

11 月 9 日至 20 日，《联合国气候变化框架公约》将举行第二十六届缔约方会议，这一会议也是辩论和确定各国应对气候变化行动的杰出论坛。今年的会议将在苏格兰格拉斯哥举行，与会代表们将对 2019 年西班牙马德里第 25 次会议上陷入僵局的国际碳交易市场计划及商定的温室气体减排目标等问题进行讨论。

鉴于以美国总统特朗普、巴西总统博索纳罗等为首的民粹主义者否认气候变暖的科学性，与气候变化相关的日益严峻的新闻报道以及全球民间社会团体越来越迫切地要求为应对气候变化采取行动的呼声，COP 第 26 次会议注定不仅仅是一个有关多边协议制定的论坛，而将更多地向我们展示当前这一时代全球意识形态最重要的一项分歧。

10. 11 月：加拿大北约驻伊拉克指挥部撤离

加拿大北约驻伊拉克部队“非战斗、咨询和训练任务”将于 11 月正式结束。自 2018 年加拿大开始执行这项任务以来，驻伊加拿大武装部队规模始终保持在 250 人左右，而据加拿大 CBC 报道，加拿大在伊拉克共有大约 500 名军事人员，其中至少有一半是临时转移到科威特的。目前最大的问题在于加拿大的驻伊任务是否还将持续到 11 月，在美国有针对性地杀害伊朗将军卡塞姆·苏莱曼尼之后，北约驻军被停职，伊拉克国会议员目前开始针对这起谋杀事件至少是象征性地筹

备外国武装部队撤离机制。北约随后表示，如果条件允许，驻伊部队任务将“重启”。

而这只是苏莱曼尼死后随之而来的不确定因素之一。在伊朗承认击落了乌克兰国际航空公司的航班之后，加拿大将主要重心转移至向伊朗寻求做出相应回复。伊朗击落乌克兰客机事件导致该航班全部机上人员死亡，其中包括 57 名加拿大公民。由于 2015 年的伊朗核协议至今仍悬而未决，包括 ISIS 对地区稳定的影响，当前局势仍相当紧张，北约的未来任务尚未明确。

11. 11 月：20 国集团沙特峰会

沙特阿拉伯将于 11 月 21 日起在利雅得主办第十五届二十国集团（G20）峰会。中东地缘政治背景下世界主要经济体的聚集情况不可预知，但真正的首要问题则是沙特阿拉伯在 20 国集团（G20）的主席国地位又将赋予沙特阿拉伯当前的实际统治者穆罕默德·本·萨勒曼王储（Mohammed bin Salman）怎样的合法性。

一方面，广为人知的是，穆罕默德·本·萨勒曼王储将自己定位为“改革者”，例如，新法律允许女性开车，在未获得（男性）“监护人”许可的情况下能够获得护照前往沙特阿拉伯境外旅行，以及允许女性参加工作等；他使得外国游客能够到访沙特阿拉伯；他还领导沙特经济走向多样化，摆脱对石油的依赖；在 2019 年，他还推进了沙特阿美公司（Saudi Aramco）256 亿美元 IPO 发行，这也是迄今为止全球最大的公开发行人项目，此次发行使沙特阿美公司市值达到 1.88 万亿美元，成为全球市值最大的上市公司。

另一方面，穆罕默德·本·萨勒曼王储也因加大对女权活动者、人权倡导者及其他持不同政见者的全面镇压力度，对也门发动残酷战争，以及最为耸人听闻的、谋杀并肢解沙特记者贾马尔·卡舒吉（Jamal Khashoggi）而备受谴责。

联合国负责卡舒吉遇害事件调查的联合国特别报告员阿格尼斯·卡拉马德（Agnes Callamard）谴责由沙特阿拉伯主办 20 国集团（G20）峰会，并表示应将会议改在其他国家举行，在沙特举办 G20 峰会将遭到抵制。

值得注意的是，加拿大作为对沙特统治阶级批判最激烈的西方国家之一，此次也没有计划错过利雅得峰会。尽管在 2018 年加拿大曾因批判沙特阿拉伯对女权人士的镇压而与沙特发生激烈的外交冲突，但沙特仍是加拿大武器的主要买家。总体而言，预计 20 国集团峰会将限制穆罕默德·本·萨勒曼王储支持度的缓慢回升，并且这一趋势还将延续到卡舒吉谋杀案的影响过去之时。

本文原题为“The Foreign Policy Events to Watch in 2020”。本文作者 Caleb Lauer 是 Balsillie 国际事务学院的博士生，也是一名自由记者，2006 年至 2015 年间常驻土耳其伊斯坦布尔。本文于 2020 年 1 月刊于 CIGI 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

货币条款将引发新的贸易紧张局势

Jeffrey J. Schott 文 安婧宜/编译

导读：长期以来，特朗普总统一直宣称中国通过控制汇率获得了贸易优势。在情况已经改变的当前时点，特朗普当局依旧坚持这一说法。在中美第一阶段贸易协议中，中国接受了关于汇率的规定。中国不得进行竞争性贬值和货币操纵，而美国也不应将中国国认定为汇率操纵国。这意味着，当美国对中国相关汇率政策不满且未能在双边会谈中取得满意结果时，中美贸易协定授权美国贸易代表对其认为的汇率操纵行为采取措施。这一新的监管机制可能会引发新的贸易紧张局势。编译如下：

长期以来，特朗普总统一直宣称中国通过控制汇率获得了贸易优势。在 15 年前，这一说法是对的，但是现在情况并非如此。特朗普当局继续重复当初的观点，来获取人们对于近期对中国产品和服务施加限制政策的支持。尽管中美第一阶段贸易协定已经签订，其中有着关于货币方面的规定，但特朗普当局依旧坚持这一观点。

货币操纵是一个被广泛宣传但并未被充分理解的概念。简单来说，当一个国家干预外汇市场，改变货币价值，来促进出口和抑制进口的时候，货币操纵就会发生。因为在本世纪第一个十年中国购买美元，出售人民币来支持出口，中国饱受争议。

用贸易手段来实施货币政策

在第一阶段协议中，中国接受了关于汇率的重要规定。第一次，整个货币体系都会遵循该公约制定的争端解决流程，因此使得美国可以质疑中国的货币汇率政策和手段，并用贸易手段来解决争议。

为什么中国同意了双边协定？简而言之，公约规定了近期中国人民银行应该遵守 G20 和 IMF 组织的规定，避免竞争性贬值和货币操纵。另外，美国也不应将中国国认定为汇率操纵国。

在数字上，中国似乎没有为了满足美国而放弃很多。但是中国低估了美国为操纵国指定的标准，这也会为美国的贸易保护主义打开大门。

当前，美国财政部是货币争端的主要仲裁者。1988 年和 2015 年的颁布的法规规定，财政部每年报告两次主要贸易伙伴国（包括中国）是否有操纵汇率的现象。两个法规对于汇率操纵做出了不同的定义。2015 年的标准包括贸易伙伴国是否有很大的贸易盈余和经常账户盈余，是否干预外汇市场来保持本币的低估状态。一旦符合规定，美国会对其采取政策，制裁汇率操纵国，但是这些制裁措施并不包括施加关税。从 1994 年到去年八月，没有其它美国当局把中国认为汇率操纵国。

但在 2019 年八月，财政部将中国认定为汇率操纵国，这表明法律对于汇率操纵国的定义有所改变。过去美国国会曾两度改变规定，因为财政部不愿意将中国认定为汇率操纵国。国会现在则通过改变规定，为判定中国为汇率操纵国提供证据，或者授权商务部解决汇率问题。

中美贸易协定中的汇率监管措施由美国财政部长和中国央行行长发起，后续则由双边评估和争端解决办公室中的美方贸易代表和中方副总理接管。如果双方在交流之后仍然无法达成一致，那么美国将“通过暂停相关义务……或采取其他成比例的修复措施”来进行单方面的反击（条款 7.4: 4b）。注意，美国对汇率操纵的“成比例的”反击措施包括对美国从中国的所有进口商品增税！

换言之，当美国对中国相关汇率政策不满且未能在双边会谈中取得满意结果时，中美贸易协定授权美国贸易代表对其认为的汇率操纵行为采取措施。这一新的监管机制对会谈要求和反击权力做出了明确的规定，但是最终却可能造成和过去两年一样的对峙和单边制裁。中国只能接受美国的行动，或从贸易协定中退出，重启贸易战。

货币政策和美国贸易规定

允许使用贸易手段来促进汇率政策实施，会在很大程度上使得美国官员追求的美好愿景得以实现。这也会对其他汇率政策产生一定影响。

现在在商务部领导的贸易法律下，货币贸易保护主义有了新的施压方式。贸易保护主义者可能会向国会施压，要求国会修改美国贸易法律，使得美国官员可以用贸易手段来管控汇率。

这与商务部在 2020 年 2 月 3 日发布的规定可能有一定关系，它将货币低估定义成一种可以抵消的补贴。根据美国贸易法，该补贴会承担惩罚性关税。美国对中国的进口可能会受益于“不公平的货币补贴”，却面临着由于“伤害工业”而产生的额外成本。商务部出于贸易保护的目，修改了对于汇率操纵的定义。尽管商务部的官员认为他们很无辜，但这一规定几乎已经违背了世界贸易组织关于货币补贴的规定。寻求国会通过新的双边协定解决财政部和商务部间的矛盾是很难的，因为这一协定不仅要适应商务部在新规定下的举措，还要保证修改后的美国法律不会违背世界贸易组织条例。

不管是否出于自愿，财政部长史蒂文·姆努钦接受了这一可能深化汇率政策政治化，从而引发新的贸易紧张的条款。美国货币政策成为了商务部和美国贸易代表间被踢来踢去的皮球。

本文原题为“[The US-China Currency Deal Will Provoke New Trade Tensions](#)”。本文作者 Jeffrey J. Schott 为 PIIE 高级研究员。本文于 2020 年 2 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

债务与危机

World Bank Group / 文 李芳菲 / 编译

导读：本文节选自世界银行 2020 年 1 月发布的《全球经济展望：慢速增长，政策挑战》4.3 部分——《债务与危机》，这一部分通过计量经济学方法说明债务积累将在多大程度上增加危机发生的可能性。编译如下：

我们预计，受金融环境放松及贸易战升级宣告结束的影响，自 2018 年初开始的全球增速放缓将很快结束。尽管年平均 GDP 增长或将仅从 2019 年的 3.1% 小幅上升至 2020 年的 3.4%，但其充分反映了经济增速连续下滑的情况已出现扭转。此外，根据我们的预测，明年经济将开始连续逐步增长。

这一部分通过计量经济学方法说明债务积累将在多大程度上增加危机发生的可能性——政府或私人债务的大幅增长与来年发生危机的可能性增加相关；政府债务和私人债务的共同增长与次年发生货币危机的可能性高度相关；大量的短期债务或较高的偿债成本，同样增加了危机发生的可能性。危机发生国通常存在体制上的重大缺陷，其缺陷包括债务及财政管理不善，银行监管不足，公司治理不善以及政治不确定性等。

事件研究表明，同没有发生危机的债务积累相比，伴随着危机发生的债务积累规模更为庞大。本部分使用计量经济学分析方法，对债务积累对于经济危机发生可能性的影响加以量化。具体而言，本部分的研究将回答以下问题：

- 发现了哪些因素与金融危机有关？
- 哪些因素与危机发生的可能性增加有关？
- 危机事件的共同特征是什么？

1. 实证文献

这里的计量经济学研究建立在有关预警模型的大量文献基础上。第一代预警模型建立于 20 世纪 80-90 年代，旨在预测货币危机，尤其侧重于预测宏观经济与金融失衡。在亚洲金融危机之后，特别是在预测银行危机时，此类模型高度关注资产负债表健康状况的衡量标准，而在研究主权债务危机时也使用政府偿付能力和流动性指标的组合。

2. 债务积累与金融危机：计量经济学分析

经济计量模型设定。在基准 Logit 回归模型中，依据 1970-2018 年期间 139 个新兴市场与发展中国家（EMDE）样本面板数据，金融危机发生的概率为债务累计速度及其他几个控制变量的函数。因重点研究危机发生的先决条件，所有解释变量均为滞后变量；此外，使用滞后变量可以减弱基本面和危机之间相互作用所造成的潜在内生性偏差。因不同类型的危机可能涉及不同部门的脆弱性，对于主权债务危机、货币危机与银行业危机分别进行了回归估计。

通过参考大量关于金融危机决定因素及造成危机恶化因素研究的经验文献，本文确定了以下与较高危机发生概率相关的因素：

- 增加展期风险的因素。这些因素在面临财政压力时期尤其重要，具体包括高额短期外债、政府或私人债务快速增长或总额过大、经常账户赤字；
- 限制政策施展空间的因素。其中包括国际储备不足、巨额财政赤字与经常账户赤字以及体制缺陷、机构监管不善；
- 表明资产估值过高的因素。这些数据表明资产价格可能出现大幅调整，其中包括：汇率失调，信贷或资产价格飙升。

在这些潜在的相关因素中，回归模型确定了几个对于金融危机发生概率具有显著性与稳健相关性的变量：外部脆弱性（较高的短期债务、较高的偿债总额、较低的国际储备）、不利冲击（美国利率提高、国内产出增速降低）以及债务积累加快（特别是政府和私人债务共同增加的情况下）。研究结果与当前关于金融危机影响因素主要指标的研究，尤其是关于债务构成及债务积累速度影响的研究大体一致。此外，回归表明，私人债务和政府债务积累共同增长大大提高了货币危机发生的可能性。

（1）债务积累

无论是增加政府债务还是私人债务，都与下一年发生危机的可能性显著增加有关。例如，政府债务占国内生产总值（GDP）的比重较上年提高 30 个百分点（相当于政府债务积累增长历史中值），将使得来年发生债务危机的概率从 1.4% 提升至 2.0%，进入货币危机的概率从 4.1% 提高到 6.6%；而对于私人债务而言，私人债务占国内生产总值（GDP）的比重增加 15 个百分点（相当于私人债务积累增长历史中值）将使得来年银行业危机发生的概率翻上一番，达到 4.8%，发生货币危机的概率则将达到 7.5%，这一概率远高于同等规模政府债务积累增速。

（2）政府和私人债务共同增加

政府和私人债务同时增长放大了货币危机发生的可能性。当私人债务增长 15 个百分点，政府债务增长 30 个百分点，来年发生货币危机的概率将达 24%，是政府债务或私人债务类似增长规模的近 3 倍，也是债务规模保持稳定（3.9%）的 6 倍。

（3）不利冲击

同外部危机 4% 的平均发生概率增长率相比，新兴市场与发展中国家（EMDE）增长率仅为 -1%，但严重的货币紧缩使得来年外部危机发生概率增长幅度由 1.2% 上升至 1.9%。。如美国实际利率上升 2 个百分点（美国货币政策典型紧缩阶段累计下降均值），使发生货币危机的可能性上升了 50%，由 4.1% 上升至 6.0%。

（4）外部漏洞

短期债务在外债中所占份额越大，偿债成本越高，准备金覆盖率越低，金融危机发生的可能性越高。

- 短期债务。当短期债务占总外部债务 10%（非危机时期平均值）时，主权债务危机的发生概率为 1.2%，与此相比，当短期债务占外部债务 30% 时（墨西哥在 1982 年陷入货币与债务双重危机前的份额）将使得次年发生主权债务危机的可能性提高至 2.0%。
- 还本付息。偿债率（当年还本付息额与当年出口创汇收入额之比）为 50%（墨西哥在 20 世纪 80 年代初的平均偿债负担）时，主权债务危机发生概率 2.8%，银行业危机发生概率则为 5.5%，这一概率是非危机时期偿债率（当年还本付息额与当年出口创汇收入额之比）15% 情况下的 2 倍以上。
- 准备金覆盖范围。当准备金覆盖一个月进口额时（即 20 世纪 80 年代初期墨西哥的情况），债务或银行危机的概率超过 3%，而货币危机的概率为 5%；而当准备金覆盖达四个月进口额时（非危机时期平均值），银行和债务危机发生概率为 0.6%-2.0%，而货币危机发生风险则为 3.8%。

（5）其他漏洞

所确定的其他漏洞往往针对特定的危机类型或借贷部门。

- 批发融资。以存贷比为代表的批发融资增加与发生银行业危机显著正相关，但与主权债务危机和货币危机发生概率无关。
- 实际汇率高估。实际汇率的高估意味着货币危机发生的概率越大，但往往与银行业危机与主权债务危机无关（Dornbusch 等，1995）。
- 优惠贷款和外国直接投资。优惠贷款所占比例越高（包括以比商业贷款更优惠的条件提供贷款），发生主权债务危机的可能性越低，但与银行业危机及货币危机无关；同投资组合资金流入相比，作为更稳定的融资形式，外国直接投资流入规模越大，货币危机发生概率越低。

危机概率：小还是大？单独来看，部分指标相关的危机发生概率看似很小，这是可以预期的，因为危机发生概率同多指标相关。但是，当多个指标同时恶化时（这一情况在金融危机之前经常发生），危机的概率则大大增加。如前所述，在典型的金融危机背景下，债务增加和其他部门脆弱性往往加剧其不利影响。

3. 金融危机的教训

上文量化了冲击和漏洞如何影响危机发生概率。除了以上可以量化的因素以外，在债务积累增长期间或之后，发生金融危机的国家往往还存在一些结构问题与制度上的缺陷，一旦遭受不利因素冲击，其经济体更容易陷入危机之中。这些结构问题和制度上的缺陷将在本节对选定的金融危机案例研究中进行探讨。案例研究调查了 34 个新兴经济体与发展中国家之中的 43 个危机事件，见证了自 20 世纪 70 年代以来政府或私人债务的迅速积累，并且其中大多数（65%）案例涉及私人与政府债务双重影响的重叠，几乎所有案例（90%）都涉及两重危机，而有 40% 的案例则涉及三重危机。

4. 宏观经济政策

(1) 债务使用效率低下

除了为进口替代政策提供资金以外，在第一波浪潮中，阿根廷、巴西、智利、秘鲁等部分国家还利用公共债务为当前的政府支出和导致过度扩张的宏观经济政策施行提供资金；而在其他国家，私人部门的债务快速积累带来了由债务推动的内需增长，包括泰国、乌克兰的房地产繁荣以及韩国的低效制造业投资。

(2) 财政管理不足

许多国家在财政方面存在严重缺陷，包括阿根廷、巴西、印度尼西亚、俄罗斯的税收收入疲软，阿根廷、俄罗斯的广泛逃税行为，阿根廷、巴西、墨西哥、乌拉圭的公共工资和养老金问题，阿根廷、巴西巨额财政赤字以及埃及、委内瑞拉对能源和粮食补贴的过度使用。

(3) 债务的风险构成

许多危机国家以外币借款，并努力履行其偿债义务。然而，面对货币贬值，印度尼西亚、墨西哥、泰国等债务比率急剧攀升。以乌拉圭为例，在 20 世纪 90 年代中期，几乎所有公共债务均以美元计价，并有部分国家高度依赖短期借款，当投资者情绪恶化时，在 90 年代后期，印度尼西亚、韩国、菲律宾、俄罗斯等面临结转困难。而在 2000 年左右的欧洲和中亚（ECA），一旦国际银行流动性趋紧，这些国家往往选择向非居民贷款人筹集跨境借款，并且面临信贷紧缩（2000 年代后期的匈牙利、哈萨克斯坦）。

(4) 资产负债表不匹配

众多货币危机、银行业危机以及货币危机与银行业危机同时发生的情况同资产负债表不匹配有关（20 世纪 90 年代后期，印度尼西亚、马来西亚、墨西哥和俄罗斯）；除非银行监管薄弱，主权债务危机则较少涉及资产负债表错配（20 世纪 90 年代的印度尼西亚、土耳其）。

5. 结构和体制特点

(1) 设计不当的增长战略

对 20 世纪 70 年代和 80 年代初的众多危机案例研究表明，通过国家力量主导的工业化、国有企业和国有银行，政府进行了大规模干预（Balassa, 1982）。阿根廷、巴西和委内瑞拉等国家的产业政策侧重于进口替代工业化，并通常由外部借贷获得资金。

(2) 缺乏经济多元化

部分危机国家的经济多元化不足，加剧其应对贸易冲击的脆弱性。特别是在拉丁美洲、加勒比地区及撒哈拉以南非洲地区，一些国家严重依赖石油和非石油商品出口（20 世纪 70、80 年代的玻利维亚、尼日尔、尼日利亚、巴拉圭、乌拉圭）。上世纪 80 年代，大宗商品价格下跌，资源行业（通常为国有）企业盈利能力乃至财政收入及出口收益均大幅下滑，并进一步引发金融危机。

（3）银行监管不力

银行监管不力是众多研究案例所呈现的共同特点。上世纪 80 年代，一些 SSA 国家经历银行业危机，其主要原因便是几乎不受监管的大型国有银行倒闭（喀麦隆、肯尼亚、尼日尔和坦桑尼亚）；而在 EAP 国家中，印度尼西亚、韩国、马来西亚、菲律宾和泰国金融管制放松引致对金融部门的又一次监管不足。包括资产负债表错配及企业承担风险过大等在内，越来越多的缺陷随之呈现；21 世纪初，如匈牙利、哈萨克斯坦等非洲经委会的部分成员国则出现国内监管机构对跨境贷款监管不足的情况。

（4）公司治理不善

在上世纪 80 至 90 年代的案例研究中发现，公司治理不善是一个普遍缺陷，特别是在部分东亚国家（如印度尼西亚、韩国和泰国）。加上银行监管不力因素的影响，银行在未对企业信誉进行严格评估的情况下借贷，企业投资效率低下。

（5）政治不确定性

对印度尼西亚、菲律宾、土耳其、委内瑞拉的研究表明，许多主权债务危机往往伴随着严重的政治不确定性。

6. 危机触发因素及其应对

案例研究表明，危机通常由外部冲击引发，尽管在少数国家中国内因素也发挥了一定作用。

（1）外部宏观经济冲击

危机的最常见诱因是对实体经济的外部冲击。其中包括全球利率的突然上升（20 世纪 80 年代的拉丁美洲和加勒比地区），全球经济增长放缓（21 世纪初的非洲经委会），大宗商品出口价格下跌（20 世纪 80 年代的 LAC 和 SSA 国家，20 世纪 90 年代的俄罗斯）以及全球性危机（2007-2009 年全球金融危机）和区域性危机（20 世纪 90 年代的东亚金融危机和俄罗斯危机）的蔓延，导致流入资本的突然撤出。

（2）自然灾害和国内冲击

干旱等自然灾害是造成部分国家发生危机的一个主要因素，这些国家通常属于规模较小、多元化程度较低的经济体（例如，20 世纪 70 年代的孟加拉国、80 年代的尼泊尔和 21 世纪初的津巴布韦）。

（3）其他国内冲击

在少数国家，其他国内冲击触发或加剧了危机。通常，危机多发生于政治动荡时期（土耳其、津巴布韦），并多数通过国际货币基金组织、世界银行及其他多边机构与合作伙伴国家的资金支持以及政策方案调整和结构性改革得以化解。

（4）IMF 支持

研究案例中绝大多数国家通过国际货币基金组织的支持以克服危机。无需 IMF 支持的国家通常具有较强的基本面，包括较低的公共债务及较大的国际储备，如：哥伦比亚、哈萨克斯坦及马来西亚。

（5）债务重组

不少主权债务危机案例以债务违约与债务重组作结，如阿根廷，墨西哥和尼日利亚等。这些案例多发生于上世纪 80、90 年代及 2000 年初。主权债务危机发生之后往往以债务展期方式进行债务重组。

（6）改革

IMF 的支持多以实施宏观经济结构改革为条件。对于 20 世纪 80 年代的拉美和 90 年代后期 EAP 中众多新兴市场及发展中国家（EMDE）而言，危机正是改革的触发因素之一，促使其提升汇率的灵活性并强化货币政策体系。

7. 结论

由此，我们得出结论，危机通常由诸如全球利率上升、经济增速放缓等不利冲击引发，并通过例如高债务水平、尤其是短期债务及国际储备不足等国家内部的脆弱性加以作用影响，从而实现扩大和传播。与现有文献相一致的是，这里所进行的计量经济学活动证明，政府或私人债务的迅速增长增加了危机发生的可能性，而政府和私人债务增长的叠加则加剧了货币危机发生的可能性（如第四次全球化浪潮）。危机在特定情况下暴露出相关国家所存在的缺陷，而这些缺陷往往直到事后才被发现。在危机发生过后，相关学术研究和政策报告将重点转移到这些问题之上，例如，亚洲金融危机使得资产负债表错配、公司治理薄弱问题以及对强有力银行监管的需求成为政策讨论的重点（Brownbridge and Kirkpatrick, 2000; IMF, 1999）；1999 年启动的金融系统评估计划开始了对金融部门的系统评估（IMF, 2000）；2007-2009 年全球金融危机改变了人们对资本管制的看法，2008 年以前，资本管制在很大程度上被认为是无效且有害的（福布斯，2004，2007），而在全球金融危机爆发之后，相关研究则转向了对资本管制的谨慎认可，并在认为其“正确”的情况下对其进行适当地设计和实施（Forbes, Fratzscher 和 Straub 2015; IMF 2012, 2015b）。

利率下降，风险上升

International Monetary Fund / 文 李芳菲 / 编译

导读：较低的长期收益率或将促使机构投资者寻求风险更高、流动性更差的投资以获取目标回报，而风险的上升则可能导致投资基金、养老基金和人寿保险公司脆弱性进一步加剧，并对金融稳定造成严重影响。此外，机构投资者对收益的追求可能带来额外的风险承担，低收益率促使投资基金之间投资组合相似性提高，在出现不利冲击时或将放大市场抛售行为的影响；而为满足养老基金非流动性投资产生的或有需求，则可能限制其在压力时期维持市场稳定作用的发挥；高回报保证和期限错配正推动部分寿险公司增加跨境投资，这可能带来跨境冲击的外溢。潜在的脆弱性或将扩大冲击的影响，因此应当对其进行密切监测与谨慎管理。编译如下：

1. 利率下降促使机构投资者承担更大风险

较低的长期收益率可能导致脆弱性进一步增强。主要发达经济体的货币政策周期可能已经来到一个转折点，当前出现负收益的全球债券总额已经高达 15 万亿美元（图 3.1，图 1）。固定收益工具的收益率持续低迷且不断下降，继续推动机构投资者（尤其是那些具有绝对收益目标或投资指令限制的机构投资者）利用杠杆效应、通过投资风险较高且流动性较低的资产来提高收益。固定收益投资基金通过将其投资组合转向风险更高且流动性较小的投资以应对利率下降的影响。这些基金投资于信用评级较低甚至未评级的资产（图 3.1，图 2），并增加了其有效投资组合平均期限（图 3.1，图 3）。此外，基金还较少了流动性缓冲，在投资者赎回增加的情况下或将面临更大的压力对其流动性较差的资产进行出售（图 3.1 表明，规模较小的基金和基于股东收益证券的固收基金面临的风险明显更高）。同时，主要货币地区的基金将投资集中于以基本货币计价的资产，尽管其减轻了货币错配带来的风险，但本国货币风险偏向的加剧将促使其风险敞口更为集中，投资组合的相似度更高。设定受益计划（DB 型）养老金同样面临着承担更大风险的压力，其对养老金受益人的负债期限通常长于其资产期限，因此，利率的下降不成比例地增加了负债的现值，降低了养老基金的长期偿付能力。荷兰、英国和美国固定收益养老基金以市值计量其负债，当长期利率下降时，未来负债的现值急剧上升（图 3.1，图 4）。为了更好地同负债相匹配，养老基金增加了长期资产敞口，以更大的非流动性风险换取更高的回报，因此，养老基金增加了对私募股权、房地产和基础设施等另类资产的投资，这些资产类别通常涉及较长锁定期及重大嵌入杠杆（图 3.1，图 5）。人寿保险公司也面临着同样的压力，尤其是对于部分欧洲国际（包括德国）及主要亚洲保险公司而言，为兑现其保单及所保证的回报，保证其收益率同国内主权债券收益率看齐，并解决其资产与负债期限错配问题（图 3.1，图 6），寿险公司增加了对长期债券投资的持有量（见 2017 年 10 月《全球金融稳定报告》），部分寿险公司在特定情形下还增加了对外投资持有量。

图 3.1 持续低利率环境下机构投资者风险上升

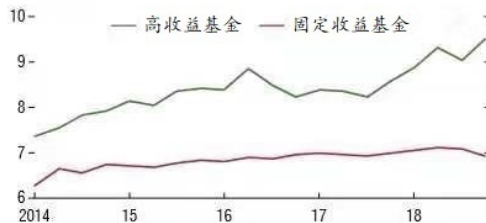
预期的货币宽松政策已导致全球债券收益率为负，且已达到新的峰值……

图1 市值与全球负收益债券份额 (美元; 百分比)



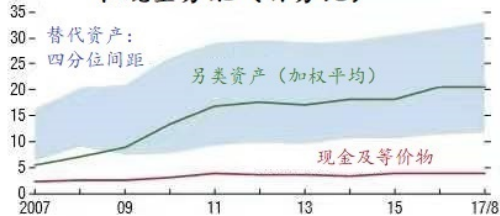
……并延长固定收益基金有效投资组合的平均持有期限。

图3 固定收益基金：有效期限（年）



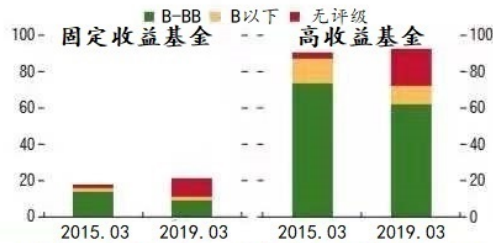
……迫使其增加非流动性敞口（通常是高杠杆率的另类投资）。

图5 大型养老基金：另类资产和现金分配（百分比）



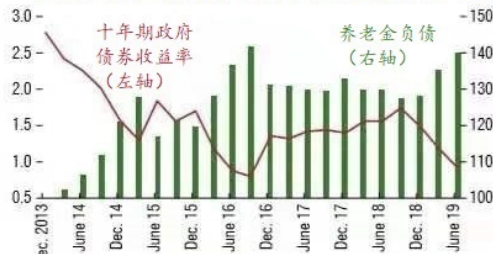
……导致固定收益基金通过增加低信用等级债券持有量以寻求收益……

图2 固定收益基金：低信用等级投资组合 (固定收益基金投资组合百分比)



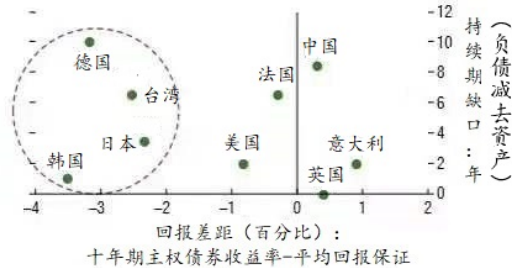
随着利率的下降，养老基金负债增加……

图4 养老基金：长期利率与DB养老金负债 (百分比; 指数; 2013年底为基准=100)



回报保证增加了保险公司的压力。

图6 寿险公司：回报保证基差与期限错配



资料来源：彭博财经 L.P.; Haver Analytics; ICE 债券指数; 摩根大通公司; 韩国人寿保险协会; 日本人寿保险协会; Milliman; 穆迪; 晨星; SNL Financial; 瑞士再保险; 台湾保险学会; 美国国家保险公司协及货币基金组织工作人员的计算。

注：图 2、3 使用晨星中报告资产至少为 10 亿美元基金的可用数据。该系列用于构造面板数据。图 4 养老金负债数据来自于截至 2019 年第一季度的荷兰、英国和美国设定受益计划养老金样本，资产总额为 5.5 万亿美元，其中荷兰的养老金数据来自国家资产负债表数据，英国养老金数据则反映了养老金保护基金数据，美国养老金数据则包括了精算公司 Milliman 计算的 100 中最大私人养老金负债的市场价值；图中的利率则为该季度末荷兰、英国、美国 10 年期政府债券收益率简单平均值。图 5 基于 700 个最大的养老基金资产分配数据，代表资产规模 13 万亿美元。图 6 中，这 9 个国家是最大的人寿保险覆盖区域，占全球人寿保险费的 73%（来源：瑞士再保险），图中所使用的数据标签采用国际标准化组织（ISO）国家/地区代码，图中的持续期缺口和收益保证数据则来源于穆迪。

2. 再度追求收益或将对金融稳定产生影响

机构投资者对风险资产的更高需求或将进一步退稿资产价格，并可能鼓励非金融公司更多的借贷。此外，鉴于对机构投资者而言资金来源的重要性日益提高，资产负债表漏洞的增加可能迫使机构投资者对外部冲击做出反应，并可能导致进一步加剧冲击对市场及经济的影响。随着机构投资者投资期限的延长、所承担信用风险的加大，风险定价的影响力度将进一步加强；随着流动性较差的资产与对投资者每日流动性保障之间的错配加剧，为应对投资者的赎回需求，投资基金可能面临越来越大的压力，向流动性不佳的市场出售资产，并可能加剧资产价格的下跌。而投资基金投资组合之间相似性的增加则加剧了其抛售行为的潜在影响。养老基金的非流动性投资应急需求可能会降低其资产的流动性，并限制养老基金在市场压力下发挥其稳定作用的能力。而部分保险公司的跨国投资组合可能有助于抵消冲击在市场上扩散的影响，即使其抛售行为是由看似同市场冲击无关的因素所驱动。

3. 投资基金的投资组合相似性不断提高释放冲击潜力

低收益的背景下似乎提高了投资策略的一致性，并加剧了基准和薪酬驱动的结构趋势（参阅《2019年4月全球金融稳定报告》）。固定收益基金的最高与最低回报率日益相关，且相关性随着主权收益率的下降而增加，并随着收益率的上升而逆转，这表明在收益率较低时，基金的投资策略更为相似——更强的本国货币偏向和更低的现金头寸。越来越高的投资组合相似性，再加上现金投资不足缺乏缓冲，加速了冲击向其他投资基金的传递，市场压力上升，本国的高风险敞口同各基金相类似的风险敞口共同提升了基金业对国内资产价格变动的敏感性，加剧脆弱性。进一步放宽货币政策的市场预期为基金提高非流动资产持有量提供了动力。当主权收益率下降时，固定收益基金的收益对市场流动性的敏感性趋于上升，基金持有更多非流动资产的意愿提升。而在必要时出售部分流动性较差的资产则可能因投资组合的相似性及价格迅速下跌而导致冲击在金融系统内的迅速传递。例如，基金突然大幅降低其敞口将可能导致美国公司债券市场信用利差扩大。

4. 养老基金的风险决策或将增强市场周期性

养老基金的风险决策或将增加其信贷、市场风险及流动性风险敞口。除了增加非流动性另类投资以外，最大的养老基金名义衍生品头寸已从2011年的95%上升至平均净资产的155%。尤其是对净资产进行调整以匹配通常无法用于偿还借款且单独披露或未披露的嵌入杠杆的非流动资产时，资产负债表上财务杠杆的直接使用也有所增加。尽管基于衍生品的头寸被用来减少期限错配，但许多基金在预期利率变化时仍将对持续期进行动态调整以实现风险对冲。在荷兰，利率衍生品组合对利率变化的敏感性在利率下降时上升，而在预期利率上升时下降。这种积极的投资管理将在利率下降时放大收益，而在利率上升时限制损失，同时增

强利率市场的周期性（Domanski, Shin 和 Sushko 2017；Greenwood 和 Vissing-Jorgensen 2018；Klingler 和 Sundaresan 2018）。多数情况下，另类投资还涉及杠杆风险，这些资产往往估值过高，如杠杆收购交易中的公司股权及债务估值等。

在压力期，即使用作对冲，对衍生工具头寸的追加保证金也会产生相当大的或有流动性需求，并且只有通过出售或借出其他资产或平仓才能满足这些需求。类似地，在以下期间保证金更可能以替代资产投资净额为基础进行提取：面临严峻的市场压力期间，估值较低而涌现大量投资机会时，或是以保证金为抵押使用其信贷额度时，将可能导致流动性的流出。例如，在全球金融危机期间，因管理层要求做出资本承诺以把握有吸引力的投资机会，同时减少先前所承诺的利润分配，投资者经历了净流动性流出。相对于流动资产而言，潜在流动性需求有所增加；而相对于许多养老基金的替代投资而言，流动性缓冲则有所下降。对于管理的养老基金中约 20% 的资产，与养老基金替代投资相关的预计保证金超过其流动资产规模的半数。值得注意的是，市场压力解除后，与替代资产保证金减少相对应的将是与衍生工具和杠杆头寸相关的潜在流动性需求的补充，而关于需求头寸的数据尚不充分。考虑到存在较高的流动性风险，养老基金可能不得不拨出更多的流动资产以应对压力时期及压力期后潜在的资金流出，尤其是在市场资金成本提升的情况下，这意味着他们将更难折价购买相关资产，这一事实限制了其进行反周期投资的能力，从而限制了其在压力时期维持市场稳定作用的发挥。有限的投资组合再平衡能力也可能加剧养老金损失，通过增加或有负债的方式将压力传导向养老基金发起国政府和相关企业。此外，养老基金对于基于杠杆策略的动态调整也可能使其在利率快速上升期间加剧市场波动性。

5. 寿险公司增加跨境组合配置或将产生新的风险传播渠道

回报保证与国内收益率之间的差价愈发扩大，高于利差平均值，加之持续期错配的影响（图 3.1，图 6）促使日本、韩国、中国台湾等亚洲人寿保险公司转向对收益率的追求，持有外国资产增加到近 1.5 万亿美元，几乎是五年前的两倍。相对于国内公司债券市场规模相对较小，外国公司债券对这些保险公司而言成为颇具吸引力的投资，其中，很大一部分投资流向美元信贷市场——当前全球最大的信贷市场，亚洲保险公司所占市场份额在过去五年间从 8% 上升至 11%，且这一增长主要在于与中国台湾的人寿保险公司。中国台湾地区在 2013-2018 年间新增美元计价信贷投资总规模共计 2500 亿美元，几乎相当于同一时期市场总资本增幅的 15%。

中国台湾地区的寿险公司或将因其大量集中的海外风险敞口和相对较弱的资本缓冲而更易遭受冲击：

- 过去五年间，海外风险敞口已迅速增长至其资产规模的三分之二以上，远高于同行业水平。尽管这些保险公司将出售更多以美元计价的保单，

但这远跟不上外国投资的增长速度，资产和负债之间的货币错配缺口持续扩大；

- 同时台湾保险公司的资本充足率低于同行业水平，或将进一步降低其抵御不利冲击的能力。

例如，美元利率的进一步下跌或美元相对新台币的贬值可能给台湾人寿保险公司造成巨大压力，并可能导致更为广泛的市场溢出效应：

- 台湾保险公司的投资总额已上升至逾 4000 亿美元，在以美元计价的所有未到期企业债券和银行债券中占比 7%。其中，风险主要集中于非美国发行者的美元债券上，据估计，其持有了 18% 的银行债券和 9% 的公司债券。资产的高度集中使保险公司更易因美元的急剧贬值而遭受损失。货币贬值或将减少保险公司对增加新投资的需求，甚至在极端情况下迫使其出售证券以筹集资金。
- 美元利率的进一步下跌可能会加剧利率波动，台湾寿险公司或因持有大量美元可赎回债券而蒙受损失。可赎回债券附有允许发行人提前赎回债券的选择权，在利率下降时更可能被执行。当美元利率低至触发债券被赎回的水平，债券的对冲平仓将进一步加剧利率波动；反之，持有大量未对冲的可赎回债券则可能蒙受巨额损失，并进一步提高对美元信贷市场的溢出可能。据估计，与美元可赎回债券持有量中嵌入式期权相关的风险敞口高达 3000 亿美元，大致相当于对冲私人持有的抵押贷款支持证券风险敞口的一半。

6. 政策行动可以减少漏洞累积

政策制定者可以通过适当地激励措施、制定最低偿付能力或流动性标准并加强披露，以缓解漏洞的累积。针对当前短期至长期环境，优先事项如下：

（1）投资基金的监管

固定收益基金可基于信贷质量与流动性，设置固定收益基金最低资格标准，以降低信贷风险和流动性错配。要求基金更好地将投资组合的流动性状况与其赎回期限相匹配，严格压力测试，并引导适当的风险披露等，设立最低标准以实现基金的流动性风险管理。例如，适当标记资金将有助于在流动性风险方面提高透明度；同一杠杆率的衡量标准有助于识别和减少相关漏洞累积（请参阅国际证券委员会，2018b）。

（2）养老基金的监管

治理和披露方面应更明确地关注流动性资产和综合杠杆产生的风险，例如，要求报告压力期间预计流动性流入和流出的详细、标准化的量化指标以及所承担的市场风险。当局还应考虑成本分摊安排，将部分养老金支出同其市场表现挂钩，以约束与福利保证相关的风险。

（3）人寿保险公司

全球统一的最低偿付能力标准将有助于较少漏洞，抑制风险在国际资本市场上的跨区域传播。在全球范围内实施保险公司最低资本要求的监管非常重要，并有可能防止监管套利。此外，应考虑对提供回报保证的新型人寿保险产品制定相关政策加以约束。

美元借贷、公司特征和外部融资机会

Leonardo Gambacorta José María Serena Garralda Sergio Mayordomo /文 尚见卓/编译

导读：影响非美元公司发行美元债券因素很多，本文基于公司层面的最新数据研究了非美元公司如何根据其公司特征来应对美元融资机会。编译如下：

本文研究了公司发行美元债券借款与外汇融资机会之间的联系。非美国公司发行美元债券原因有三：其一，公司业务需要，或者是存在降低融资成本的潜在融资机会；其二，公司具有美元收入或长期美元资产，需通过发行美元债券来对冲汇率风险；其三，2008 年金融危机之后国际上对美元资产需求强劲，这为寻求发行美元债券的非美国公司创造了有利的市场条件。

本文采用了公司层面的新数据集，研究非美元公司如何根据其公司特征来应对美元融资机会。文章的主要贡献是分析了非美元企业面对节约融资成本机会时所做出的反应是否受到两个关键因素的影响：美元资产敞口和信用风险。

研究发现，公司基本面增强时会增加美元借款，但并非所有公司都如此。只有信用评级很高的公司在出现节约美元融资机会时会发行更多的美元债券，原因在于这些公司可以为投资者提供安全的美元资产替代品。而美元收入较高或拥有长期美元资产的公司不会对美元融资成本的变化做出反应，尽管这类公司的运营对美元有需求且美元借款所占份额始终保持在较高水平。总之，相对于有美元运营需求的公司，信用评级高的公司是美元借款的主力。

本文原题为：“Dollar Borrowing, Firm-Characteristics and FX-Hedged Funding Opportunities”。本文作者 Leonardo Gambacorta 是 BIS 货币经济部门创新与数字经济单元负责人。José María Serena Garralda 供职于 BIS 货币经济部门。Sergio Mayordomo 非 BIS 工作人员。本文于 2020 年 2 月刊于 BIS 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中国新冠病毒健康危机也对其经济构成威胁

Tianlei Huang/文 熊春婷/编译

导读：在中国的中部城市—武汉出现首例致命新冠病毒病例后，这一个月期间确诊和死亡病例数不断攀升，中国领导层面临着近 20 年来最大的公共卫生危机。除了惨痛的人员伤亡，这场健康危机肯定会对中国经济放缓造成损失，并伴随着中国股市的亏损。编译如下：

在农历新年期间突然禁止通常的大规模旅行，这严重地加剧了此次健康危机造成的潜在经济损失。由于担心疫情会蔓延到其他地方，数百万原计划在春节期间出国和国内旅游的中国人暂时取消出行计划。与此同时，中国采取了史无前例的措施，关闭了拥有 1100 多万人口的武汉市的各大公共交通工具以防止人员离城。武汉是中国中部地区最大的城市，位于中国两条主要河流的交汇处，也是中国最大的交通枢纽之一。

中国上一次遭遇如此重大的公共卫生危机是在 2002-2003 年的非典(SARS)爆发期间。非典（SARS）同样是最先出现在中国，随后很快蔓延到世界各地，造成近 800 人死亡，其中大部分在中国内地和香港。事后看来，非典对经济（不考虑对健康的影响）的影响可能比当时许多人担心的要小。2003 年，中国经济仍以 10% 的速度蓬勃发展，是自 1995 年以来的最高水平。2003 年第二季度的经济增长受到的影响最为严重，经济增长率降至 9.1%，比同年其他三个季度的平均增长率低了 1.3 个百分点。

交通、酒店、零售和娱乐行业可能是此次冠状病毒爆发的重灾区。武汉当地政府已经无限期关闭了进出该市的交通。邻近的黄冈市和鄂州市也实施了类似的禁闭，这一史无前例的举措，即使在 2003 年非典最严重的时候也没有出现过。中国国家卫生健康委员会的官员已经发出警告，建议人们不要前往武汉。世界卫生组织（WHO）以及许多国家和跨国组织也发布了类似的建议。此次疫情对公众出行的影响正在全国范围内迅速蔓延，如果疾病的爆发以目前的速度继续蔓延，很快就会在世界范围内蔓延。

非典疫情过后，中国采取了包括减税在内的扩张性财政政策，以帮助受灾最严重的部门复苏。如今，中国正面临巨额财政赤字，因此与上次相比，其实施扩张性财政政策的空间越来越小。在货币政策上，央行可能会加强流动性支持，但不会有信贷刺激的措施。不过新型冠状病毒的经济影响将取决于对此次健康危机的遏制程度，特别是取决于中国政府如何应对它—而不仅仅是政府在这些工作上的透明度，这种损失可能加剧中国的经济放缓，基于这些 PIIE 预测今年将实现 5.9% 的增长。

本文原题名为“China's Coronavirus Health Crisis is also a Threat to its Economy”。本文作者 Tianlei Huang。黄天磊自 2019 年 3 月以来担任彼得森国际经济研究所（PIIE）的研究分析师。他与安东尼·M·所罗门(Anthony M. Solomon)的高级研究员尼古拉斯·R·拉迪(Nicholas R. Lardy)共同研究与中国经济相关的问题。在加入 PIIE 之前，黄天磊在布鲁金斯学会东亚政策研究中心工作，主要研究领域是中国-东盟经济关系和台湾海峡两岸关系。本文于 2020 年 1 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

新冠疫情不至于带来中国衰退，但会有更多刺激和债务积累

Alicia Garc í a Herrero/文 宋海锐/编译

导读：新冠疫情对中国经济影响的严重程度不仅取决于病毒爆发的程度和深度，还取决于政府的应对措施。作者认为，此次冠状病毒疫情爆发不会导致中国经济衰退，但确保经济增长目标的成本将会很高。冠状病毒对中国经济的负面影响可能是中期的，而不是短期的，原因在于预计随之而来的大规模刺激政策，以及由此产生的不可避免的过度杠杆。编译如下：

自去年 12 月中旬中美宣布第一阶段贸易协议以来，中国商业信心有所改善，但此次冠状病毒的爆发对中国经济又是一次打击。冠状病毒对中国经济影响的严重程度不仅取决于病毒爆发的程度和深度，还取决于政府的应对措施。中国人民银行立即作出大胆反应，向市场注入相当于 1700 亿美元的流动性，以平息市场动荡。该行表示，这是为了缓解冠状病毒疫情对金融市场、市场情绪、乃至中国经济的影响。

许多人以 2003 年非典爆发为例，以此作为衡量冠状病毒对中国经济及其他方面影响的基准。现实是，现在的中国与 17 年前大不相同。首先，服务业特别是服务消费，是当今中国关键的增长引擎，对经济增长的贡献比 2003 年增长近 40%。根据非典的经验，服务业可能比制造业受到更严重的影响，特别是交通运输业，而交通运输业一直是服务业经济的重要组成部分。其次，前期投资者信心已受到贸易战的沉重打击，而市场情绪也已经对冠状病毒产生了连锁反应，这势必会影响耐用品的需求以及私人投资。除了这一需求冲击之外，值得注意的是，湖北省尚有一大批企业未能成功开工，这造成了负面的供应冲击。湖北省汽车产量占中国总产量的 10%，且是中国西部和东部的重要交通枢纽。此外，工厂的突然停工停产也在向其他省份蔓延。

除了巨大的需求和供给负面冲击之外（这次比非典期间严重得多），此次疫情与非典的另一个重要的区别是非典时期中国的经济增长是由人口增加和城市化推动的结构性增长，而当前的情况正好相反。换言之，冠状病毒所攻击的经济体比非典期间要弱。基于上述情况，并假设冠状病毒爆发高峰发生在第一季度（这是一个非常乐观的假设），我们预计第一季度经济活动将迅速减速，将在 2020 年的剩余时间内逐步恢复稳定。显然，这将使中国的经济增长远低于几个月前李克强宣布的增长目标（即略低于 6% 的增长率），甚至可能将在不低于 5% 的情况下更接近 5%。

李克强的增长目标并不仅仅是他自己的，而实际上是为了保证习近平主席实现国家复兴的重要目标，即从 2010 年到 2020 年实现中国国内生产总值翻一番。考虑到在 2021 年中国共产党成立 100 周年前实现这一目标的重要性，中国政府

将不遗余力地采取各项措施以实现高增长目标。这就是为什么我们都可以期待中国政府在未来几天、几周和几个月内出台明确宽松的需求政策。

现在疫情对经济的冲击越大，实现增长目标所需的政策扩张就越大。然而这种政策扩张有一个重要的制约因素，即通货膨胀，由于某些商品供应有限，通货膨胀率可能会被推高。这意味着，从短期来看，中国人民银行可能无法使用效果最明显的货币政策工具，即降息，而是像当前已经宣布的那样，暂时注入流动性，以及定向放贷和窗口指导以降低企业融资成本。这对于那些受冠状病毒影响最严重的行业尤其重要，当然我们看到中国人民银行已经发出了针对性支持这些行业的公告。

汇率可能是当前可使用的最有效的需求政策，随着人民币兑美元汇率迅速回到 7 元的心理关口，我们已经看到了汇率政策的迹象。在如此艰难的时刻，特朗普似乎很难谴责中国目前的操纵行为，因此人民币显然还有进一步贬值的空间。此外，经济基本面走弱和潜在的宽松货币政策将对人民币施加下行压力，因此也很难判定人民币贬值不是市场驱动的过程。最后，政府还可以采用目标明确的补贴和潜在的基础设施投资形式的财政政策。

我们希望政策反应迅速，避免经济增速出现大幅回调，从而实现党的收入倍增目标。这意味着，中国 2020 年的经济增长率可能仍徘徊在 5.7%-5.5% 之间，但给经济带来的后续影响非常严重。企业、政府甚至家庭的债务将继续累积，因为他们将被迫通过补贴和折扣来消费更多的耐用品。对于像中国这样已经债台高筑的国家来说，更多的债务只会意味着潜在的增长。在这方面，有人可能会说，冠状病毒对中国经济的负面影响可能是中期的，而不是短期的，原因很简单，就是预计随之而来的大规模刺激政策，以及由此产生的不可避免的过度杠杆。

本文原题为“China’s Coronavirus Will Not Lead to Recession But to Stimulus and Even More Debt”。本文作者 Alicia García Herrero 欧洲智库 Bruegel 的高级研究员、Natixis 亚太区首席经济学家、马德里政治智库皇家埃尔卡诺研究所的非常驻研究员。她目前是香港科技大学的兼职教授，也是香港金融管理局研究部门和亚洲开发银行的顾问。本文于 2020 年 2 月 6 日刊于 BRUEGEL 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中国不会在 2020 年进行大规模刺激

Martin Chorzempa, Tianlei Huang/文 刘铮/编译

导读：当前中国经济正面临全球金融危机以来最困难的挑战，其是否会采取扩张政策来刺激经济引起了广泛关注。本文作者认为，尽管存在一系列不利因素，中国并未打算采取全面的刺激政策。2020 年的中央经济工作会议的重点是稳定的逆周期调节，这对金融稳定来说是个好消息。编译如下：

由于近数十年来最严重的经济增速放缓，以及与美国之间的贸易和技术冲突导致的严重不确定性，中国经济正面临全球金融危机以来最困难的挑战。因此，中国是否会采取扩张政策来刺激经济引起了广泛关注。最新的信号表明，尽管存在一系列不利因素，债券违约率上升，经济增长率达到数十年来最低水平，中国并未打算采取全面的刺激政策。鉴于中国已经不可持续的债务水平，尽管这意味着经济放缓将持续到 2020 年，但对金融稳定来说可能是个好消息。

中共领导层在一年一度的中央经济工作会议上决定了下一年的经济政策立场。会议于 2019 年 12 月 10 日至 12 日在北京举行。与往常一样，会议并未设定关键经济指标的具体数字目标，但确实释放了 2020 年经济政策的早期信号。我们对中央经济工作会议报告进行了解读，以下三点值得关注：

第一，财政政策方面，预计 2020 年中国不会采取额外的减税措施。会议指出要实行“积极的财政政策”——这一表述与 2018 年相同。与去年“实施更大规模减税降费”的提法不同，今年的会议要求更好地实施 2019 年初出台的减税政策。与此同时，降低政府的一般性支出，为社会保障支出腾出空间。这样做有利于缓解当前政府财政的压力，并在一定程度上减少减税措施带来的影响。因此，2020 年积极财政政策将侧重于优化政府支出。

第二，货币政策方面，继续实行逆周期调节，但不会出现大规模的货币刺激。从去年开始，中国就致力于降低融资成本。中央经济工作会议后，中国人民银行迅速采取行动，自 2020 年 1 月 6 日起下调银行存款准备金率 50 个基点¹。未来可能会有更多的降息以及持续的窗口指导，来促使大型银行下调小微企业贷款利率。但会议并未发出过于积极的信贷刺激信号。这一立场也与央行行长最近关于避免过度使用货币政策来刺激经济的表态相符合。

第三，债务问题方面，领导层对金融风险的担心有所下降，但对信贷增长仍持谨慎态度。在今年的中央经济工作会议报告中，最值得注意的一个变化是，系

¹虽然存款准备金下调将释放 8000 亿元人民币，但在每年春节（今年 1 月 24 日至 30 日）前，中国金融系统总是遭遇现金紧缩，任何刺激效应都将受限。

统性金融风险受到的关注有所降低。自 2017 年中国政府首次提出“三大攻坚战”概念以来，防范化解重大金融风险攻坚战始终被认为是最首要和最紧迫的——先于精准脱贫和污染防治。但是当前领导层认为中国金融体系总体稳健，金融风险被放在最后。

另一方面，金融稳定仍是关键问题——特别是对于中国实力较弱的中小银行而言。会议指出，要“保持宏观杠杆率基本稳定”，这意味着信贷增长应与经济增长保持一致。由于经济降温，本来就已放缓的信贷增长可能会继续下降。尽管当局在打击高风险影子银行方面取得了一些进展，但他们仍然谨慎。

总的来说，2020 年的中央经济工作会议的重点是稳定的逆周期调节，而非过度的经济刺激²。

本文原题为“China Signals No Major Stimulus for 2020”。本文作者 Martin Chorzempa 是 PIIE 研究学者，Tianlei Huang 是 PIIE 研究分析师。本文于 2020 年 1 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

² “稳定”字眼在中央经济工作会议报告中出现了 29 次，2018 年为 22 次。

中国的双赢合作是欧洲的损失吗？

Jens Bastian /文 申劭婧/编译

导读：目前，中国的“一带一路”倡议对于欧洲来说似乎并非一个好的合作项目。原因主要集中在欧洲公司缺乏关于项目及时充分的信息，背靠国家支持的中国企业在竞标中更有价格优势等。未来，有三个主要的机会可能可以解决这些问题，而欧洲国家也应该在谈判中，关注“积极互惠”和对市场准入的审查。编译如下：

2020年1月，中国欧盟商会发表了一份详细的报告，分析了欧洲企业参加“一带一路”倡议（BRI）的有限作用。其成员公司在中国开展业务研究的结果——“一条少有人走的路：欧洲参与中国一带一路的现状”——在许多方面都有较深刻的洞察

- 对于寻求参与BRI相关项目招标的欧洲公司来说，缺乏透明度，并且无法及时获取信息。缺乏透明的招标和采购程序，是有参与兴趣的欧洲公司反复遇到的一个障碍。

- BRI 在中国境外开展大型基础设施开发项目时，中国或东道国地方当局时常将大部分公开招标（前提是已进行）直接授予垂直整合的国有企业。

- 中国国有企业会提供全面的基础设施项目工具包，从融资到建筑材料，从服务到劳动力。此外，这些国有企业拥有广泛的国家援助和国有政策性银行安排的低息贷款融资，这使得中国企业能够在招标过程中提交极低的定价。

为了说明后一种观点，请考虑以下事实。2019年10月，负责斯德哥尔摩公共融资交通项目的公共实体——Region Stockholm 向中国隧道集团下属子公司颁发了三次工人通道的公开招标。与瑞典地方当局类似的决定也有先例。2018年1月，由欧盟资助的佩列萨克大桥项目被克罗地亚公路管理局授予由中国路桥总公司牵头的中国国有企业财团。

这两个例子中，BRI 相关项目中公平竞争和互惠是什么关系？越来越明显的是，寻求进入中国境内外 BRI 项目的欧洲企业面临着各种不断出现的障碍。与此同时，中国国有企业在公开招标中成功地将欧洲竞争对手的定价挤出，这些欧洲公司中的85%由欧盟融资机构共同出资。低投标、补贴国有企业、利用欧盟资金以及根本上缺乏的互惠性，是中国企业的制胜法宝。据欧洲国际承包商（EIC）称，在华运营的外国建筑公司不得参与建筑行业的国内融资公开招标。

这些限制是与中国同行竞争的欧洲公司面临的更广泛挑战的一部分，即欧盟公共采购市场和北京当局所坚持的歧视性做法的不同开放程度。尽管中国自2001年以来一直是世贸组织成员，但一直拒绝签署该贸易组织的《政府采购协定》（GPA）。同样，尽管关于下一代5G网络以及中国电信公司华为（Huawei）

进入欧洲的争论仍在继续，但中国拒绝向欧洲供应商（如诺基亚和爱立信）发放国内市场的 5G 技术许可证。

在未来几个月内，主要有三个机会可以改变这些限制。然而，现在计划中的会议主要取决于中方的能力，以及欧洲代表在冠状病毒流行的情况下举行会议的意愿。3 月下旬，北京将主办中欧峰会，这是中国政府与新任欧盟委员会以及欧洲理事会之间的首次直接接触。一个月后，第九届中欧、东欧和东南欧国家国家元首和政府首脑会议将在北京召开。最后，中国国家主席习近平将于 2020 年 9 月前往莱比锡，在德国担任欧盟理事会轮值主席期间，出席欧盟所有 27 个成员国（不包括英国）领导人都会参与的峰会。

在北京、莱比锡和布鲁塞尔与中国代表的讨论必须涉及重新关注国际采购条款（IPI）。欧盟委员会、欧洲理事会和欧盟议会目前正在就欧盟版本的 IPI 进行谈判。目前的草案（尚未）保证为欧洲公司开放包括中国的第三国采购市场。虽然这种监管缺陷依然存在，但欧洲采购市场仍完全向第三国投标人开放。换句话说，“合作共赢”对许多欧洲公司来说，听起来似乎是一个失败的提议。不过，有两项建议可以克服这种缺陷。

第一项是“积极互惠”原则。在国际贸易中，这一原则以公平为基础，即要求参与（商业）当事方（至少由一方）以实物对积极行动作出回报。换句话说，它需要一种“交换”类型的响应。然而，欧洲各机构间，包括欧盟一级的现有分歧，使得针对中国采取更加统一的做法成为一项重大的集体行动挑战。中国的代表非常清楚这一战略缺陷。

第二项建议是采用市场准入条件的审查机制（例如在采购程序中）。如果中国在预先确定的部门不提供互惠准入，那么在考虑消极制裁（如关税）之前，将启动一个双方接受的审查机制。这一文书是在与伊朗的多边核协议中提出的，最近由该协定的欧洲签署国启动。

这两项建议都突显出欧盟成员国在与中国的交往中缺乏政策上的一致性和战略统一性。然而，针对中国的全面战略正在逐步形成（例如在投资筛选领域）。其定义来自于过去十年在与中国交往时吸取的教训。

我们可以观察到，针对中国的事后经验已经开始转变为一系列战略优先事项，以及对与中国合作的基础设施项目融资的法律影响的更好了解。这些事态发展突出表明了认识到能力建设的紧迫性。对于大多数与中国同行打交道的国家来说，这是一项正在进行中的工作。简而言之，欧盟国家和希望加入欧盟的国家（如西巴尔干地区）正在发展与进行合作以及竞争的机构。

本文原题为“Is China’s “Win-Win Cooperation” a Loss for Europe?”。本文作者 Jens Bastian 是希腊雅典的一名独立经济分析专家。本文于 2020 年 2 月刊于 CSIS 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

金融科技的监管挑战

Kathryn Petralia, Thomas Philippon, Tara Rice 和 Nicolas Véron/文 吴克谦/编译

导读：金融科技公司和大型科技公司正在越来越多地涉足银行业。本专栏介绍了日内瓦第二十二期世界经济报告，该报告探讨了这些新的技术驱动型进入者对全球银行业和监管当局带来的挑战，并指出监管者需要提高技术水平并加强对未知领域的探索。编译如下：

金融科技（FinTech）公司通常是提供特定金融服务的初创企业，而大型科技（Big Techs）公司则是在数字技术方面具有相对优势的全球性科技公司，这两类公司都正在越来越多地涉足银行业这一传统领域。尽管目前金融服务只是大型科技公司全球业务的一小部分，但考虑到它们的规模和客户范围，这些公司进入金融业可能会引发行业的迅速变化，它们甚至可能通过已掌握的数据信息和已建立的庞大网络，成为行业的新领导者。这将对货币政策传导、金融稳定以及中央银行的政治经济学等方面产生潜在的广泛影响。日内瓦第二十二期世界经济报告着重探讨了这些新的技术驱动型进入者对全球银行业和监管当局带来的挑战。

在此之前，银行的业务领域也曾遭遇过挑战。19世纪和20世纪，各种类型的合作银行和信用合作社在传统银行业之外发展起来，随后才被主流的银行政策框架所吸收。最近，共同基金又开始与银行竞争储蓄。

金融科技公司和大型科技公司对银行服务的竞争还处于早期阶段，我们尚不清楚这带来的仅仅是一种类似过去的转型，还是更为根本性的改变。这些公司根据客户喜好开发新服务的速度、超高速增长和跨越管辖边界的能力以及利用已建立的庞大用户网络的潜力都令人惊叹。

虽然如此，银行的某些功能依然非常稳定。银行资产仍主要集中在少数几个司法管辖区；传统银行业务仍占金融机构总收入的三分之二以上，尽管目前其中一些业务是由非银行金融机构开展的，且银行的利润率在低利率环境中受到挤压；尽管支付领域的竞争日益激烈，银行在贷款和吸收存款方面仍占据主导地位。

技术和市场力量对于竞争至关重要，但它们并不是影响结果的唯一或主要推动力。银行业归根结底与金钱有关，而金钱与政府当局有关，这就是为什么几个世纪以来，银行需要由政府颁发牌照的原因。政府和中央银行可能会面临技术型新进入者的挑战，但却不会因它们而出局，全球金融当局对 Facebook 天秤币（Libra）计划的协调反应证明了这一点。

不过，为了充分应对金融科技公司和大型科技公司的挑战，监管当局还是需要提高技术水平并加强对未知领域的探索，主要有三个需要努力的方向：

金融稳定。金融稳定是指保护金融体系和货币体系稳健性的政策，这对任何零售银行创新的可持续性都至关重要。目前尚不清楚新技术可能会以何种方式导

致（或减轻）金融危机，因此即使不进行全面的监管，也需要对新技术的高速度和大规模保持警惕。

竞争。竞争的目的是促进市场成功、发展和提高效率。欧盟最近的执法行动和美国正在进行的辩论表明，大型科技公司正在迫使竞争政策框架发生根本性变化，同时对跨境安全带来隐忧。竞争政策通常仅仅是选择性地应用于银行业，但科技公司的加入可能需要人们去重新思考。

数据权。传统上，银行将自己标榜成谨慎地为客户服务的典范，但关于数据隐私、数据所有权和数据价值的观念正在迅速演变。尽管最近发生的事件将数据隐私和保护问题推向了政策讨论的前沿，但就金融服务政策而言，全球关于数据权限最合适的市场或社会组合的看法仍远未达成一致。欧盟通用数据保护条例（GDPR）只是关于保护个人和法律实体免受数字经济新风险影响的讨论和立法开端。

对于中央银行和监管当局而言，我们发现的相关挑战至少有三方面：

第一，它们必须跟上技术变革的步伐。了解技术变革、将其纳入自己的组织，并相应地调整技能和思维方式。当局可能面临一种艰难的平衡，一方面对于履职必不可少的审慎和注重细节的文化，另一方面则是迅速调整其框架以适应环境变化的能力。

第二，它们必须越来越多地与全球同行、竞争和数据权等领域的非金融同行合作，以充分应对大型科技公司在金融体系中的崛起。金融当局必须建立新的跨境协调模式，在某些情况下，如果每个司法管辖区都无法单独地完成任务，那么可能就需要将任务汇总起来共同完成。或许更具挑战性的是，金融当局将不得不设法与它们很少或根本没有互动的当局（或此前根本不存在的实体）进行合作。

第三，它们可能越来越需要考虑制度上的创新，以保持对那些快速发展并跨越管辖边界的公司的监管能力。这些措施可能包括同时对几个司法管辖区进行直接监管，而这种监管需要基于具有约束力的法律安排，而不仅仅是当前普遍存在的“软法”或自愿合作。在这方面，最近欧盟的超国家监管经验值得借鉴。

尽管如此，银行业政策与数字服务一样，不会实现全球的一致。在可预见的未来，中国、日本、欧盟和美国等国围绕金融稳定、竞争和数据权的讨论，不会得到完全一致的结论。国际举措的目标是找到适当的平衡，防止不必要的分隔，同时使其工具能够适应集体偏好和政治制度的多样性。

本文原题为“Banking, FinTech, Big Tech: Emerging Challenges for Financial Policymakers”。本文作者 Kathryn Petralia 是 Kabbage 总裁和联合创始人, Thomas Philippon 是纽约大学斯特恩商学院金融学教授, Tara Rice 是 BIS 研究人员, Nicolas Véron 是 Bruegel 和 PIIE 的高级研究员。本文于 2019 年 9 月刊于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

经济状况评估和货币政策立场

Robert S. Kaplan / 文 杨茜 / 编译

导读：在本文中，作者简要讨论了对美国和全球经济的展望。此外，作者探讨这些展望以及其他发展对能源行业前景的影响。最后，作者阐述了对美国当前货币政策立场的看法。编译如下：

在我们最近的联邦公开市场委员会（FOMC）会议上，美联储决定将联邦基金利率保持在 1.5% 至 1.75% 的范围内不变。此外，我们将银行在美联储存款的超额准备金利率上调了 5 个基点。这是一项技术性调整，旨在支持联邦基金利率在联邦公开市场委员会设定的范围内进行调整。

我支持这些决定以及有关美联储资产负债表路径的会后交流。美联储的资产负债表在 2019 年第四季度迅速扩大，因为需要通过回购操作和购买国库券以维持储备水平。

我希望并期望，随着银行储备达到或超过至少 1.5 万亿美元的充裕水平，美联储的资产负债表将逐步扩大，以反映对货币和其他美联储负债的需求增长趋势。我预计，在 2020 年上半年，随着积极回购操作逐步减少，以及二季度购买美国国债的速度放缓，资产负债表扩张步伐将显著放缓。

我将继续支持各位对我们的监管指引和监管政策进行审查，以评估我们是否可以在银行流动性管理方面使国库券和储备处于更平等的地位。我也仍然愿意考虑其他替代方案，这些替代方案可以帮助美联储建立充足的准备金制度，同时对限制美联储资产负债表规模具有敏感性。

在本文中，我将简要讨论我对美国和全球经济的展望。此外，我将探讨这些以及其他发展对能源行业前景的影响。最后，我将阐述我对美国当前货币政策立场的看法。

经济展望

达拉斯联储经济学家的基本观点是，2020 年美国国内生产总值将以约 2% 至 2.25% 的速度增长。这一预测是基于我们对全球经济增长可能继续放缓的预期，但由于贸易不确定性有所缓解，特别是在批准了美国-墨西哥-加拿大协定、与中国达成了第一阶段协定以及英国脱欧的明确性后，全球经济将出现企稳迹象。在这方面，我们也预计美国制造业将继续保持低迷，但会有稳定的迹象。最后，我们预计商业固定资产投资将从 2019 年令人失望的水平有所回升。这些发展加上强劲的美国消费者（贡献了大约 70% 的美国国内生产总值），将会带来 2020 年的稳健增长。

当然，上述前景受到了源自中国武汉的冠状病毒的影响。这一发展可能意味着中国经济增长放缓以及全球经济增长面临下行风险。达拉斯联储的经济学家正在考虑各种方案，以探讨这种病毒对美国 and 全球生产总值增长的影响。然而现阶段，尚无把握预测该病毒对美国 and 全球经济的最终影响。我们达拉斯联储的团队将继续积极监测这一事件的新进展，并评估其持续的影响。

此外，我认为波音 737 Max 飞机的推迟生产可能会使美国 2020 年第一季度的 GDP 增长减少 0.4%（按年计算）。全年 GDP 受影响的程度最终取决于恢复生产的时间，可能在今年晚些时候。最终，2020 年上半年将受益于通用汽车罢工后的恢复生产。

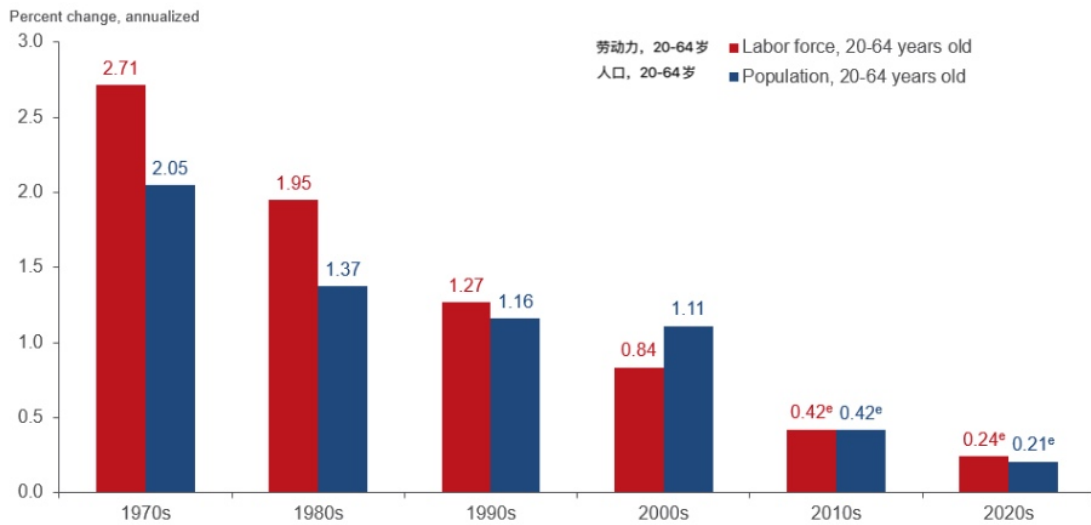
在这种背景下，美国消费者仍然是美国经济的关键支柱。截至 2019 年第三季度，美国家庭债务占 GDP 的比例已从 2008 年的峰值 98% 降至约 74%。除了家庭资产负债表有所改善外，美国目前的失业率约为 3.6%。U-6 失业率的测算值约为 6.9%，这一指标包括失业者、放弃找工作的工人以及半日制但更愿意全职工作的工人。这一数据接近 2019 年 12 月达到的 6.7% 的历史低点。劳动力参与率（16 岁及以上的就业率或积极寻找工作的比例）目前为 63.4%，为 2013 年 6 月以来的最高水平。所有这些指标都表明，美国经济可能达到或超过充分就业水平。这进一步增强了我们对近期美国消费者实力的信心。

根据我们的预测，2020 年总体失业率将从目前的 3.6% 下降至约 3.5%。此外，达拉斯联储的经济学家认为，以个人消费支出（PCE）衡量的通胀率在中期内将逐步向美联储 2% 的目标迈进。达拉斯联邦储备银行调整后的以个人消费支出（PCE）衡量的通胀率（剔除极端的上行或下行通胀因素）12 个月来平均维持在 2% 左右，这一数据增强了我们对于上述观点的信心。我们的研究表明，调整后的均值可以很好地预测以未来个人消费支出（PCE）衡量的总体通胀趋势。

潜在 GDP 增长率

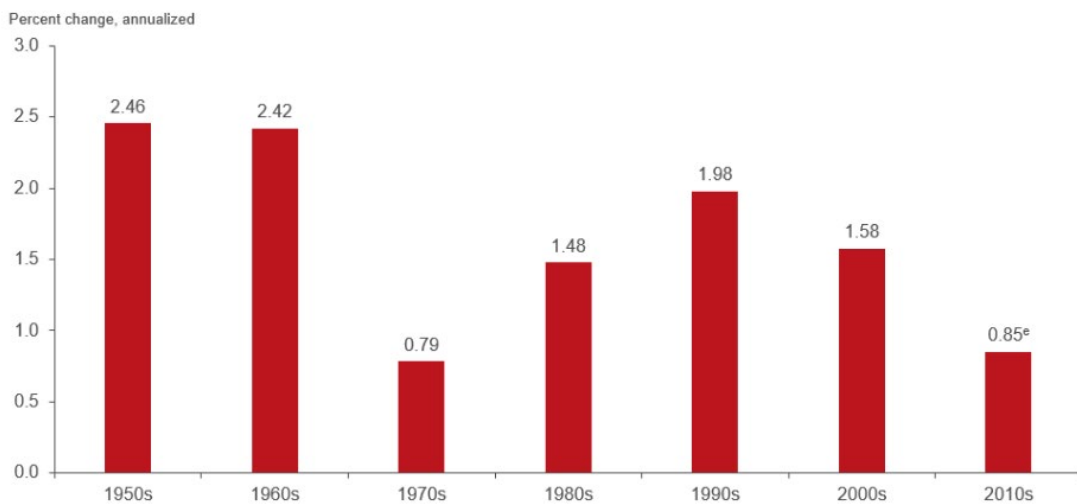
预计 2020 年美国经济的年增长率为 2.2% 至 2.25%，与 2010 年以来美国经济的平均增长率一致。但是，按历史标准衡量，这一增长水平是缓慢的。GDP 增长由劳动力的增长加上生产率的增长组成。正如我在之前的文章中所讨论的那样，人口老龄化和劳动力增长缓慢（图 1）以及温和的生产率增长（图 2）正在对美国潜在的 GDP 增长产生负面影响。

图 1 劳动力和劳动年龄人口增长率下降



来源：美国劳工统计局

图 2 按十年计算的工人人均产出增长



来源：美国劳工统计局

美国劳动力增长率已从 20 世纪 70 年代年均约 2.71% 下降至 20 世纪 90 年代的 1.27% 以及 20 世纪 20 年代预期 0.24% 的水平。劳动力增长的减速并没有被每个工人生产率提高所抵消。美国生产率增长率从 20 世纪 90 年代的年均近 2% 下降到 2010 年以来的 0.85%。

达拉斯联储的经济学家认为，如果我们要改善美国劳动力增长，就需要进行结构性改革。这些改革包括促进儿童保育和运输服务的政策，使处于边缘地位的工人更容易进入和留在劳动力队伍中。此外，着重于技能和雇主需求的移民改革也有助于提高美国劳动力增长率。

帮助受技术和技术驱动面临失业的工人重新获得技能的政策，可以提高生产率。达拉斯联储的经济学家认为，美国对技能培训计划的重视程度可能会大大提

高。此外，侧重于提高幼儿识字率以及下一代工人的数学，科学和阅读技能的政策将有助于提高他们的适应能力和生产力。最后，对选定的基础设施进行投资可以帮助提高美国经济的效率。

我们还注意到，在这种情况下，全球贸易可能是使美国快速增长的机会。特别是综合物流和供应链安排，其中与墨西哥和加拿大的合作，对提高美国公司的全球竞争力至关重要，这使一些公司能够增加就业机会，并在美国开展业务。

鉴于目前公众持有的美国政府债务约占 GDP 的 79%，而当前无资金支持的权益的现值约为 59 万亿美元，因此寻找提高美国经济潜在增长率的方法至关重要。

尽管货币政策在增强美国经济潜力增长能力方面发挥关键作用，但它并不能替代可以改善美国潜在增长水平的结构性改革和政策。我认为必须指出货币政策的局限性，以及需要更广泛的政策来改善美国的经济前景（见《经济状况和影响经济前景的关键结构性驱动因素》一文，2019 年 10 月 10 日，讨论了这些结构性挑战和机遇）。

能源

1. 石油行业展望

二叠纪盆地位于美联储第十一区，该盆地约占美国原油产量的 36%。由于美国页岩工业的兴起，目前美国每天生产约 1290 万桶原油。相比之下，俄罗斯和沙特阿拉伯每天的原油产量分别约为 1130 万桶和 970 万桶。

达拉斯联储的经济学家认为，从 2019 年第四季度到 2020 年第四季度，全球石油产量将增加 70 万桶/日，达到约 10230 万桶/日。该产量预测假设美国和其他非欧佩克国家的石油产量分别都增长 70 万桶/日，而欧佩克的石油产量下降 70 万桶/日。

国际能源署预测，到 2020 年，全球石油消费量可能会增长约 100 万桶/日，达到 10220 万桶/日。冠状病毒对全球需求增长构成重大风险，因为 2019 年中国石油消费总量约占全球总消费量的 14%，占全球消费量增长的 57% 左右。国际能源署的预测显示，由于病毒的影响，2020 年第一季度全球石油需求将比 2019 年第一季度下降约 40 万桶/日。此外，这一消费下降的很大部分将在 2020 年后几个季度逆转。值得注意的是，预计第一季度消费下降将是自 2007-09 年经济大衰退以来季度石油需求同比首次下降。

在这一背景下，达拉斯联邦储备银行的经济学家预计，2020 年美国原油产量将增长约 40 万桶/日。相比之下，2018 年和 2019 年的产量分别增长 200 万桶/日和 90 万桶/日。这些预测基于西德克萨斯州的中质原油价格保持在大约 50 至 60 美元/桶的范围内。

美国生产增长的预期下降受到全球需求增长放缓的影响，同时也受到资本提供者要求能源和生产企业在资本配置方面遵守“纪律”的严重影响。实际上，这意味着钻探活动的资本支出必须由内部现金流而非债务发行来支付。与历史惯例相比，这是一个相当重大的变化。需要指出的是，页岩项目比典型的常规项目更具“短周期”性，它们可以很快钻探并投入生产，平均每口井的投资约为 600 万至 800 万美元。然而，由于油井的产量往往在前几年迅速下降，生产商必须不断投资，以维持总体生产水平。

由于这些发展，达拉斯联邦储备银行的石油行业联系人向我们表示，他们预计 2020 年美国石油和天然气行业的资本支出可能下降 10% 至 15%。资本支出的减少可能对能源服务公司产生重大影响。几家公司已经宣布重组、资产冲销和裁员。鉴于此，我们预计 2020 年将是重组、合并以及总体紧缩的一年。

2. 对德克萨斯州和美国经济的影响

尽管石油和天然气生产面临更具挑战性的环境，但达拉斯联储经济学家仍然预计，德克萨斯州 2020 年的就业增长约为 2.1%。在过去的几十年中，该州的经济在取得长足发展的同时变得更加多元化，但能源部门仍占得克萨斯州生产总值的 9% 左右，并且在该州许多重要地区仍是关键的经济驱动力。

在美国，较低的油价使美国消费者有更多的可支配收入用于非石油产品和服务的消费，从而使美国消费者受益。但由于美国不再是石油和石油产品的净进口国，因此降低油价对美国生产总值的好处可能会越来越被资本支出和员工薪酬对国内能源生产商的负面影响所抵消。石油价格的变化越来越多地使收入在美国各部门和各州之间重新分配，而不影响美国与其他石油出口国之间的收入转移。

这些发展的结果是，在过去几年中，美国对油价波动的敏感度比过去有所下降。此外，自 20 世纪 70 年代以来，由于其他形式的替代能源、燃料效率的提高以及低能耗服务业在整体经济中所占份额的增长，美国经济的石油密集度有所下降。

3. 可再生能源的增长

达拉斯联储的能源经济学家预计，全球能源消费将越来越多地反映出化石燃料（石油，天然气和煤炭）在总消费份额的减少。这种减少主要是由于可再生能源的预期增长。可再生能源包括水力发电，太阳能发电、风力发电（海上和陆上），地热和现代生物能源生产（包括来自生物质原料和沼气的固体，液体和气体产品的能源含量）。尽管对可再生能源产量增长的估计各不相同，但有明确的证据表明，能源行业正在进行转型。

国际能源署的预测表明，在未来 20 年中，可再生能源在全球能源消费中所占的百分比很可能会大幅增加。根据既定政策，可再生能源在这一期间将增长约

125%，超过全球石油和天然气约 21% 的消费增长。但国际能源署指出，如果全球监管机构采取更加积极的措施来实现联合国可持续发展议程中与能源有关的目标，到 2040 年，可再生能源将增长 200% 以上，全球石油和天然气消费量将下降多达 20%。在这种情况下，可再生能源将占全球能源消费的近 33%。

美联储第十一区的行业联系人认为，为减轻气候变化的影响而对可持续性和创新方法的投资很可能为美国企业提供实质性的增长机会。德克萨斯州已经出现许多此类投资。

货币政策的立场

根据上述对美国经济的基本情况展望，我认为目前将联邦基金利率设定在 1.5% 至 1.75% 范围内大致合适。与此观点一致，我在 2019 年 12 月提交的经济预测摘要表明，预计 2020 年联邦基金利率不会有变动。

当然，我的观点可能会根据今年美国经济前景的变化而有所修正。我将密切关注各种经济发展，特别是继续评估冠状病毒最终将如何影响美国和全球经济。

本文原题为“An Assessment of Economic Conditions and the Stance of Monetary Policy”。本文作者 Robert S. Kaplan 为达拉斯联邦储备银行行长及首席执行官。本文于 2020 年 2 月刊于达拉斯联邦储备银行官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

银行审慎监管的趋同——缺失了什么？

Rodrigo Coelho, Fernando Restoy, Raihan Zamil /文 桂平舒/编译

导读：市场分割的一个重要根源，是监管上的分歧或者司法管辖区在应用《巴塞尔协议 III》和其他全球银行业标准时的差异。本文利用金融稳定委员会的报告，找出银行业监管分歧的具体来源。虽然消除各司法管辖区之间的所有监管差异既不可行、也不可取，但是实现各司法管辖区更一致的做法可能会带来好处。同时，有各种各样的工具可以用来解决不合理的监管分割。编译如下：

市场分割（market fragmentation）的一个重要根源，是监管上的分歧或者司法管辖区在应用《巴塞尔协议 III》和其他全球银行业标准时的差异。对于在多个司法管辖区开展业务的银行来说，这种差异造成了一个不公平的竞争环境，如可能会阻碍市场进入、降低效率，并妨碍更广泛的市场参与者之间的全球风险分担。

全球准则的制定者，如巴塞尔银行监管委员会，为在国际上活跃的银行提供了一个公平的竞争环境。全面、及时、一致地应用《巴塞尔协议 III》，有助于增强国内和全球金融体系的稳定性，并提高审慎指标在不同司法管辖区之间的可比性。不过，作为加强国内经济弹性的一种方法，针对具体国家的规定可能仍然是合理的。

在 2007-2009 年金融危机之后，巴塞尔银行监管委员会和金融稳定委员会通过了评估其成员如何实施危机后改革的方案。这些举措有助于使国内监管与各司法管辖区商定的改革保持一致。但是，这些研究也发现了执行方面的一些不一致，包括在何时和如何采取国际标准方面的差异。

在日本担任 2019 年 20 国集团 (G20) 轮值主席国期间，金融稳定委员会调查了监管政策和监管实践是否导致市场分割，并考虑了解决这一问题的措施。金融稳定委员会的报告从市场效率和金融稳定的角度概述了减轻市场分割负面影响的方法。报告建议在标准制定过程和标准制定者实施监测方案期间考虑到监管分割的影响。它还建议，有关当局应加强彼此之间的沟通和信息共享。

本文利用金融稳定委员会的报告，找出银行业监管分歧的具体来源。这些发现是根据金融稳定研究所早期出版物的综合分析而得出的。金融稳定研究所的出版物在没有足够的规范性指导的领域，确定了有关当局用来执行国际标准和制定政策的方法。

一个重要的观点是，全面、及时、一致地实施《巴塞尔协议 III》，是协调对国际活跃银行审慎监管的必要条件，而非充分条件。尽管《巴塞尔协议 III》实施的差异可能加大市场分割范围，但监管分歧的根本原因值得进一步审视。

即使被评估为符合巴塞尔标准，国内法规仍可能导致各司法管辖区审慎结果的差异。这至少可以归因于三个因素：（1）资产评估的不同做法可能影响银行监管资本的衡量；（2）第一支柱在不同司法管辖区的适用范围不同；（3）对第二支柱条款实施或解释的差异可能导致不同的要求。

银行计算监管资本方式的不一致是监管差异的关键来源。监管资本(可作某些调整)根据银行资产与负债之间的差额确定。负债大多按摊销成本持有，故资产估值对银行公布的资本数据产生了重大影响。同时银行的高杠杆率使得即使是资产价值的微小变化也会对资本产生不成比例的影响。而监管资本又是评估银行是否符合巴塞尔框架第一和第二支柱的起点，因此实务中不同类型的资产评估可能会严重影响不同司法管辖区银行偿付能力评估的一致性。

贷款的价值决定了银行报告的资本数量。贷款估值过程通过贷款损失准备影响收益和普通股一级资本。拨备的规模受到银行如何衡量不良贷款风险敞口损失的影响，而这方面没有统一的会计或审慎标准。另外，预期损失准备的引入，极大地扩展了对内部模型的判断和依赖范围。此外，一些当局已经实施了针对具体国家的审慎会计条款，这也可能破坏不同司法管辖区之间报告的监管资本的可比性。

其他难以估价的资产也会影响银行的资本数据。会计准则要求某些资产以公允价值计量，其未实现的损益影响普通股一级资本。一些以公允价值衡量的资产，二级和三级资产，没有在活跃的市场中交易，这就需要建模假设。不同的假设可能导致不同的评估结果。

第一支柱适用范围的不同可能导致额外的监管分割来源。第一支柱要求的差异源于执行国际标准的时间和内容的差异。就像对不受巴塞尔协议框架约束的银行采用国别规则一样，缺乏对国际活跃银行的统一定义是造成差异的另一个原因。

第二支柱是以原则为基础的标准，旨在适应各种方法，也可以导致各种审慎结果。各司法管辖区要求不同类型的银行提交有关自身资本充足率的自我评估报告，这为监管审查程序提供依据。当局还采用各种方法来确定附加资本和压力测试，包括附加资本(如果适用)应属于的银行资本等级。最后，第二支柱没有具体规定对流动性补充资本的监管预期。

消除各司法管辖区之间的所有监管差异既不可行，也不可取。巴塞尔框架包括至少应适用于国际活跃银行的最低标准，而如果有必要，各司法管辖区实际上可以自由地为其银行系统应用更高的标准(也被鼓励这样做)。因此，这些标准可以与旨在根据其国家金融系统的具体情况调整审慎制度的国内规则共存。

然而，实现各司法管辖区更一致的做法可能会带来好处。对第一个差异来源——在坏账准备下，不良贷款风险敞口、二级资产、三级资产和预期损失准备下

的执行贷款的测量中——有减少分歧做法的余地，一个潜在方法是设计谨慎的保底措施。对第二个和第三个差异来源——不同适用范围的巴塞尔框架，第二支柱要求的实施和解释——也有余地去分析哪些领域可能最易出现不同的结果，以及这些结果是否符合各国的具体情况。

有各种各样的工具可以用来解决不合理的监管分割。巴塞尔银行监管委员会评估其标准在所有成员司法管辖区的实施情况，并已就存在重大差异的审慎制度要素发布了指导意见。在仍然存在过度异质性的领域，如不良贷款风险敞口的测量和在计算监管资本时产生的其他难以估值的资产，可以考虑开展额外的政策工作。对巴塞尔框架适用范围的进一步指导，以及对第二支柱的某些特征的进一步明确，也可以促进更多的监管趋同。

本文原题为“Convergence in the Prudential Regulation of Banks – What is Missing?” 本文作者是国际清算银行的 Rodrigo Coelho (Rodrigo .coelho@bis.org)、Fernando Restoy (fernandez .restoy@bis.org)和 Raihan Zamil (raihan.zamil@bis.org)。 [单击此处可以访问原文链接。](#)

本期智库介绍

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

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

网址：<http://www.voxeu.org/>

Brussels European and Global Economic Laboratory (bruegel) 布鲁塞尔欧洲与全球经济实验室

简介：布鲁塞尔欧洲与全球经济实验室成立于2005年，是主要研究国际经济的独立、非理论（non-doctrinal）的智库。致力于通过开放、基于事实并且与政策有关的研究、分析和讨论，对欧洲及全球经济政策制定作出贡献。bruegel的成员包括欧盟各国政府以及一些领先的国际公司。在《2011年全球智库报告》（The Global Go To Think Tanks 2011）中，bruegel在全球（含美国）30大智库中列第16名，全球30大国内经济政策智库中列第9名，全球30大国际经济政策智库中列第3名。

网址：<http://www.bruegel.org/>

Peter G. Peterson Institute for International Economics (PIIE) 彼得森国际经济研究所

简介：由伯格斯坦（C. Fred Bergsten）成立于1981年，是非牟利、无党派在美国智库。2006年，为了纪念其共同创始人彼得·乔治·彼得森（Peter G. Peterson），更名为“彼得·乔治·彼得森国际经济研究所”。在《2011年全球智库报告》（The Global Go To Think Tanks 2011）中，PIIE在全球（含美国）30大智库中列第10名，全球30大国内经济政策智库中列第4名，全球30大国际经济政策智库第1名。

网址：<http://www.piie.com/>

Center for Strategic and International Studies (CSIS) 战略与国际问题研究中心

简介：该机构建于1962年。创始人是前海军作战部部长阿勒·伯克海军上校、尼克松政府助理国务卿戴维·阿布希尔和前总统国家安全事务助理查德·艾伦。该中心以维护美国传统的价值观念，主张强硬路线为宗旨，素有“强硬路线者之家”之称。主要研究政治与军事、国际资源、对外政策和第三世界问题。现有研究员人员200多人。在《2017年全球智库报告》（The Global Go To Think Tanks 2017）中，CSIS在全球（含美国）30大智库中列第5名。

网址：<http://www.csis.org/>

The Center for International Governance Innovation (CIGI) 国际治理创新中心

简介：CIGI是关注全球治理的独立智库，由Jim Balsillie成立于2001年。它的主要活动包括资助研究、创造交流网络、促进政策讨论、提高多边治理能力。具体而言，它的研究集中于以下四个方面：全球经济、环境与能源、全球发展、全球安全。它致力于将学术应用于政治，通过优秀的研究与分析来影响政治决策。

网址：<http://www.cigionline.org/>

International Monetary Fund (IMF) 国际货币基金组织

简介: IMF于1945年12月27日成立,为世界两大金融机构之一,职责是监察货币汇率和各国贸易情况、提供技术和资金协助,确保全球金融制度运作正常,其总部设在华盛顿。IMF主要通过监督、贷款以及技术援助和培训三大职能来促成国际金融体系的稳定。IMF的工作论文及其他出版物在全球宏观经济政策研究方面拥有巨大影响。

网址: <http://www.imf.org/>