

全球智库半月谈

理解出口密集度的历史趋势：两次高峰

比特币泡沫的近期观点梳理

特朗普税改的观点梳理

布雷顿森林体系的终结

欧央行如何正常化其货币政策

过去十年现金持有量增加

本期编译

曹园

丁丽伟

郭子睿

侯书漪

李笑然

单敬雯

史明睿

申劭婧

许平祥

伊林甸甸

杨茜

张舜栋

(按姓氏拼音排序)

《全球智库半月谈》是中国社会科学院副院长李扬主编的中国社科智讯数据分析报告的组成内容，由中国社会科学院世界经济预测与政策模拟实验室和国际战略研究组为您提供。

世界经济预测与政策模拟实验室

主任	张宇燕			
首席专家	张 斌	开放宏观		
团队成员	刘仕国	欧洲经济	徐奇渊	中国经济
	吴海英	对外贸易	曹永福	美国经济
	冯维江	新兴市场	肖立晟	国际金融
	高凌云	对外贸易	熊爱宗	国际金融
	梁永邦	宏观经济	杨盼盼	国际金融
	常殊昱	国际金融	史明睿	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: 史明睿 邮箱: iwepceem@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 1543 邮政编码: 100732

联系人: 许怡 邮箱: naonao0619@163.com 电话: (86)21-50815287 传真: (86) 21-50815265

通讯地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 24 楼 2409 邮政编码: 200122

免责声明:

版权为中国社会科学院世界经济预测与政策模拟实验室和国际战略研究组所有, 未经版权所有人许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登, 如有违反, 版权所有人保留法律追责权利。《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

理解出口密集度的历史趋势：两次高峰 7

导读：有观点表明，一个国家的大多数出口商主要是在国内销售其产品。最近的一些研究对于前述观点表示怀疑。出口强度的分布差别很大，大多数国家是“双峰模式”——一些企业出口了大量的产品，而其他一些企业出口很少。这将符合国际贸易的标准模型——如果该模型能够识别出企业在每个市场上面临的不同需求。

税改加速美国 GSE 改革，但结果可能并不如意 12

导读：美国税改将涉及房利美和房地美两家政府支持企业（GSE）的改革。金融危机爆发后的九年里，两家企业曾经巨额亏损，由财政部接管，后又实现巨额利润，资产收归国库。税改将使得两家企业借由巨额亏损而减少的纳税额缩水，需要财政部出资维持运转，进而影响本就不景气的房地产市场。

比特币泡沫的近期观点梳理 14

导读：目前，比特币的价格已经超过 11000 美元，而一年以前它只有区区 800 美元。一些经济学家和评论员因此越来越担忧这将成为一个终将破灭的泡沫。本文总结了近期关于这个问题的一些观点。

特朗普税改的观点梳理 17

导读：共和党推动的 2017 年美国税改方案在全世界范围内引发了各界高度的关注。方案的支持者认为，这次税改将会使得美国企业税收负担下降，并将由此推动投资扩张和经济增长。但反对者则认为，这次税改最大的受益者将会是美国的富裕阶层，而美国广大中产阶级则会因此承受更重的税收负担。Bruegel 研究院的学者总结了各界关于本次税改的观点。

布雷顿森林体系的终结 20

导读：1971 年 8 月，尼克松总统发布了停止美元与黄金挂钩的行政命令，这被普遍认为是布雷顿森林国际货币体系（IMS）的终结。在这篇 38 页的报告中，作者详细分析了这一历史事件的前因后果，并对当局的一系列改革措施做出了评价。本文是报告的摘要部分。

嚣张的特权-对外资产和负债收益分析 23

导读：近年来，金融全球化导致了对外资产和负债的大幅增加，估值变化范围的扩张可能超过了贸易和资金流动。我们认为美国享有对外资产收益的“嚣张的特权”。

聚焦中国

提升中国的金融稳定性 36

导读：近期，中国领导人把维持金融体系稳定作为首要任务，IMF 对中国进行了金融部门评估，发现了三个方面的问题，同时在五个方面提出了建议。

经济政策

黯淡的长期展望：美国的财政政策与改善建议 39

导读：联邦政府的债务前景令人担忧，2016 年公众持有的联邦债务总额为 14.8 万亿美元，占 GDP 的 77%。联邦债务的主要驱动因素是政府日益增长的社会保障、医疗保险等福利项目开支。本文的目的是阐述美国财政面临的挑战，并权衡缓解财政危机的多种政策选择。

欧央行如何正常化其货币政策？ 45

导读：虽然欧洲经济在复苏，但依然面临一些不确定性。如经济增长的动能不足，通胀预期低于目标。欧央行需要向美联储学习货币政策的沟通经验，但也要注意欧美经济的结构性和周期性差异。

经济理论

过去十年现金持有量增加 48

导读：许多发达国家社会已经从使用现金转向电子替代品。但过去十年来货币持有量显著增加。本文关注随时间的推移现金持有量的变化，并阐明这种明显的矛盾。二战以来流通货币占 GDP 的比重一直在下降，而近几十年来货币流通量的大幅度增长只有部分是由于低利率导致的。

战略观察

吉尔吉斯选举展现出中亚存在不同道路 52

导读：10 月 16 日，吉尔吉斯斯坦总统选举落下帷幕，前总理索隆拜·热恩别科夫以 54.3% 的得票率击败了主要竞争对手奥穆尔别克·巴巴诺夫当选新一任总统。本文作者观察了选举结果公布前后吉尔吉斯国内的一些动态，认为吉尔吉斯斯坦激烈的总统竞选过程折射出该国民主的脆弱，同时新总统需要灵活面对未来的挑战；但即便如此，此次权力交接过程展现出了不同于其邻国的民主特征。作者认为这次选举已经为该不自由的地区标识出一条不同道路的可能性。

克里姆林宫虚伪的周旋 55

导读：在乌克兰危机、律师莫名死亡和干预选举事件发生后，作者认为俄罗斯官方大部分时间都在虚与委蛇，而这种前后不一的态度往往会推动矛盾恶化升级并持续发酵。作者表示虚伪会降低一个国家在国际社会的信誉，而诚实则能拓展更广阔的对话空间，最终探索出真正解决问题的方法。

关于美国承认耶路撒冷的问题 58

导读：12月5日特朗普总统承认耶路撒冷为以色列的首都并且决定把大使馆迁到那里。此举引来了各方的强烈反对，其中有一些国家是美国的盟友。本作者认为此决定可能引发抵抗和挫败巴以和平进程，美国大使馆和领事馆也会面临更多的抗议示威，国务院亦已经在为升高的袭击风险做准备。

本期智库介绍 61

理解出口密集度的历史趋势：两次高峰

Fabrice Defever 和 Alejandro Riaño/文 侯书漪/编译

导读：有观点表明，一个国家的大多数出口商主要是在国内销售其产品。最近的一些研究对于前述观点表示怀疑。出口强度的分布差别很大，大多数国家是“双峰模式”——一些企业出口了大量的产品，而其他一些企业出口很少。这将符合国际贸易的标准模型——如果该模型能够识别出企业在每个市场上面临的不同需求。编译如下：

自 20 世纪 90 年代中期以来，大量的实证研究已经建立了关于个体企业出口行为的三个关键的典型事实：

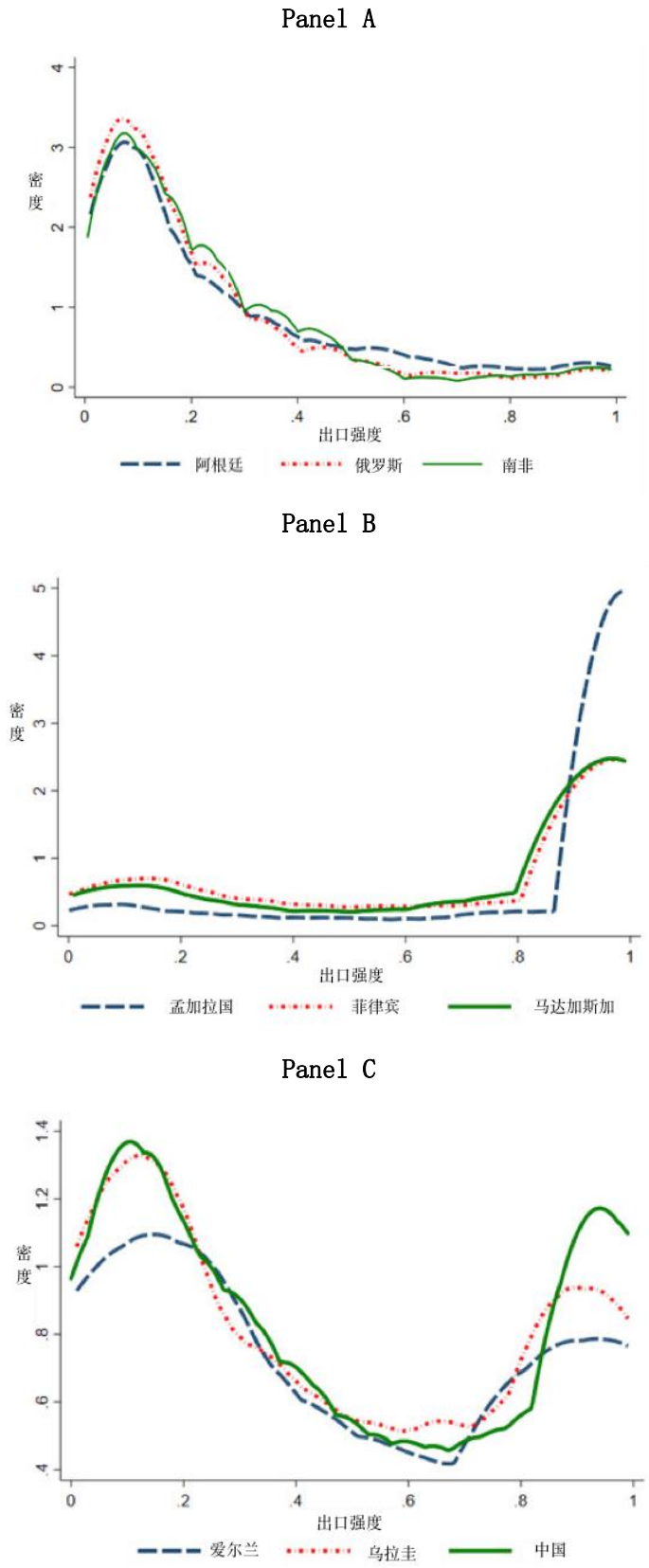
- 只有少数生产商进行出口。
- 出口商在各种绩效指标方面比国内企业“更好”。
- 大多数出口商在国内销售其大部分产品。

前两个典型事实已经在许多国家得到验证，但第三个论断基于哥伦比亚、法国和美国的企业级数据的研究而得到。

在最近的研究中，我们发现这一典型事实并没有准确地描述世界各国的出口强度——当有出口条件时，一个公司的出口总额占其总收入的比例。

根据世界银行企业调查（WBES）在 2002 年到 2016 年间关于 72 个国家的统一的企业层面数据，我们可以看出，出口强度的分布差别很大。在图 1 中，阿根廷、俄罗斯和南非（Panel A）显示出与之前研究所确定的相同的模式。在这种情况下，出口强度低于 0.2 的企业占出口商总数的一半以上，出口强度在 0.8 以上的企业占出口商总数的比例不足 10%。孟加拉国、马达加斯加和菲律宾（Panel B）的情况正好相反，出口强度低于 0.2 和高于 0.8 的出口商的平均份额分别为 11% 和 75%。爱尔兰、乌拉圭和智利（Panel C）显示出“双峰模式”，出口强度低于 0.2 和高于 0.8 的企业所占的比例均较大。在我们的样本中，有三分之二的国家都是典型的双峰模式，统计检验表明，这些国家的出口强度分布呈双峰型。

图 1: 出口强度分布 (挑选出的样本)



Source: Defever and Riaño (2017b)

双峰为什么重要？

在我们的论文中，我们证明了双峰的存在影响了对全球化的反应。随着贸易成本的下降，我们的模型预测出口商将显著增加其出口强度。这扩大了跨国企业与国内企业之间的差距——对经济合作与发展组织（OECD）提出的包容性增长可能有更广泛的影响。

按照 Hsieh 和 Klenow 开创的方法，如果我们想要推断影响企业进入国外市场的扭曲程度，准确地描述未扭曲经济中出口强度的分布是非常关键的。在解释贸易开放的变化时，这一战略被用来评估贸易政策和技术的贡献、量化优惠准入政策对外汇的影响，以及根据出口绩效要求评估激励的福利成本。Kohn 和 Alfaro 等人的研究表明，企业出口强度的差异决定了在汇率大幅贬值时出口总量、企业生产率和研发投入的变化。

我们可以解释双峰吗？

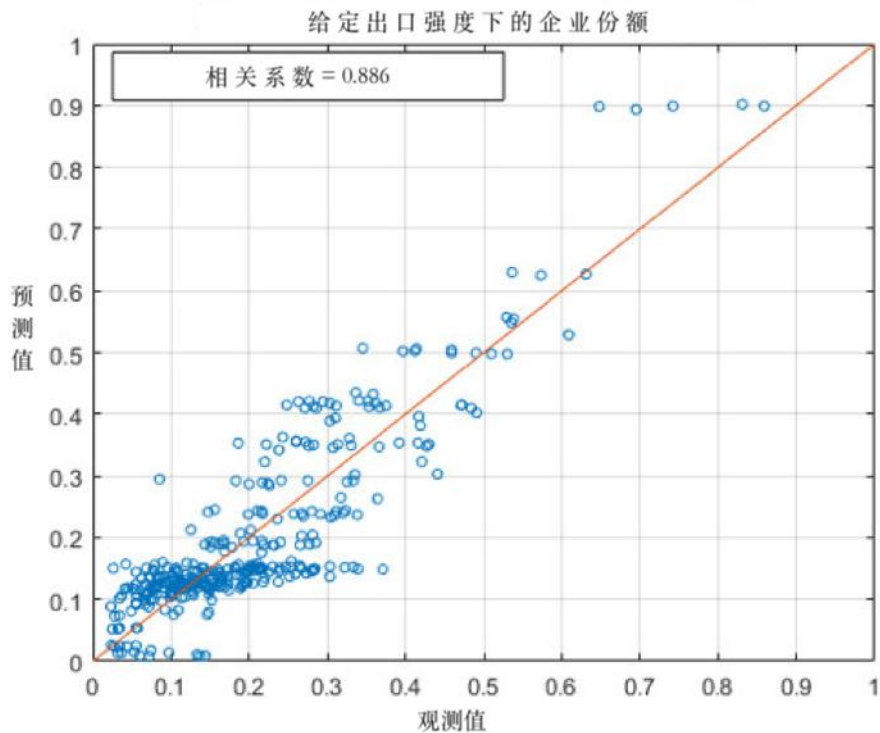
如果一个国际贸易模型中，企业仅在生产率方面有所不同，那这个模型并不能预测图 1 所示的多种模式。在一个具有 CES 偏好的两国模型中，所有出口商国外的销售收入份额都是一样的。当有两个以上的国家时，由于生产率较高的企业能出口到更多的地方，所以它们比生产率较低的企业有更高的出口强度。但是，如果模型符合一个公认的事实，即少数大公司与大量小公司能够共存，那这个模型就无法形成右偏型或双峰型的出口强度分布。

将标准的两国贸易模型进行一下简单调整，它就可以产生图 1 所示的各种形状。关键的要素是定义模型，使企业在每个市场所面临的需求方面有足够的差异。这可能是由于各国消费者偏好的差异，或者是由于企业在全价值链中的嵌入有所不同。

在这种情况下，我们可以看出，出口强度的分布是双峰型的，峰值在 0 和 1 附近。每种峰值的“高度”取决于一个国家的规模。因此，在与贸易伙伴相比相对较大的国家，大多数出口商将会在国内销售其大部分的产品；相对较小的国家则普遍存在高强度的出口商；而体量中等的国家就会出现双峰。

图 2 显示，当我们估计模型的结构参数时，数据拟合得非常好。因此，在企业特定出口地具有高度分散性的条件下，相对市场规模的差异便能够解释全球出口强度分布的大部分变化。

图 2：模型拟合



其他的解释是否符合数据？

我们对强有力地支持这一机制的主要结果进行了全面的稳健性分析。

- 为了确保我们的结果不是 WBES 数据所产生的结果，我们要求一些研究人员使用具有全国代表性的企业级调查数据来计算出口强度的分布。我们发现，WBES 数据准确描述了出口强度的分布。在我们研究的几乎所有国家中，我们观察到，在全国调查数据中出口商在两个极端所占的份额高于 WBES。所以，如果存在问题的话，那似乎是我们可能低估了双峰模式的普遍性。
- 我们探讨了如下问题的可能性，即双峰型的出口强度分布可能是多种效应结合的后果。如果大多数出口商是低强度出口商、而某些类型的企业特别倾向于出口的话，这种情况就会发生。我们发现，当我们排除跨国子公司、从事加工活动的公司、甚至是产品全都用来出口的公司时，特定的企业出口地的收入转移者的分散程度仍然足够高并可以创造双峰。
- 在我们的数据中，大约有一半的国家提供了以企业出口强度为条件的激励措施，特别是在经济特区和退税制度中。当存在与出口份额要求(ESR)相关的激励措施时，有些企业可能会因此而选择更高的出口强度，所以

这种激励措施的使用可能会扭曲一个国家的出口强度分布。不过，剔除掉依靠这些激励措施的国家也并没有改变我们的结论。

- 尽管我们的数据主要来自发展中国家，但经合组织和非经合组织中都存在出口强度为双峰型分布的国家。
- 双峰型不会受到一个国家出口部门组成的影响。即使在广义的行业中，出口强度的分布也是双峰的。

最关键的是，无论如何处理数据，出口强度的分布似乎都是双峰型的。

本文原题为“Twin peaks: understanding the distribution of export intensity across the world”。本文作者是 Fabrice Defever 和 Alejandro Riaño，前者是伦敦城市大学的副教授、CESifo 的研究员和 CEP 的研究助理，后者是诺丁汉大学经济学助理教授、诺丁汉全球化和经济政策研究中心（GEP）的内部研究员。本文于 2017 年 12 月刊于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

税改加速美国 GSE 改革，但结果可能并不如意

Ike Brannon /文 李笑然/编译

导读：美国税改将涉及房利美和房地美两家政府支持企业（GSE）的改革。金融危机爆发后的九年里，两家企业曾经巨额亏损，由财政部接管，后又实现巨额利润，资产收归国库。税改将使得两家企业借由巨额亏损而减少的纳税额缩水，需要财政部出资维持运转，进而影响本就不景气的房地产市场。如下：

日前国会热议的税制改革，包括鼓励投资以及废除当前税法中的不合理部分，可能是对美国经济的长期利好。

然而，很少有人意识到，另一件事也许在不经意间完成，即他可能加速推动国会解决抵押贷款市场问题。

大多数抵押贷款并不在发行人手中，房利美(Fannie Mae)和房地美(Freddie Mac)两个政府支持企业（GSE）购买抵押贷款，并按月收取抵押权人的还款。接下来，他们把各种抵押贷款打包起来，卖给投资者。并为符合标准的抵押贷款提供担保，实现增值。

当然，当房地产市场崩盘时，两家企业发现手中持有价值数千亿美元的抵押贷款（和其他各种劣质资产）。金融危机期间，国会通过了住房和经济复苏法案（HERA），允许财政部宣布房利美和房地美破产，并接管两家企业。财政部为两家企业注入 1880 亿美元资金，获得每家企业 79.9%的所有权，为现存股东保留 20%的股份。并且称每年的股息相当于其投资的 10%。

房地产市场反弹后，房利美和房地美的利润同样开始回升。到了 2012 年，他们开始赚取巨额利润，当年的总利润超过了 1300 亿美元。

奥巴马政府决定用这些利润来减少政府赤字，他发布了一项修正案，规定财政部具有优先购买权，房利美和房地美全部的净资产收归财政部国库，其他 20%的股东被清出局。住房和经济复苏法案发布至今已有 9 年，美国政府不仅完全恢复了两家政府支持企业（GSE）的投资，而且获得了可观的利润。

然而，这种操作是否合法尚不确定，法院目前正对此进行裁决。更重要的是，两家政府支持企业（GSE）曾巨额亏损，依靠财政部的担保，让纳税人来承担市场变化的后果。而税改只会加重这一问题。

这个问题就是：房利美和房地美在 2012 年前有超过 1500 亿美元的巨额亏损，他们可以借由这些亏损来减少未来税收的义务，保留自身利润，即通过递

延所得税资产来抵消未来税负。目前，企业税率为 35%，而减少的纳税义务达到了 530 亿美元，即企业可以少交 530 亿美元税费。

但是，如果企业税率降至 20%，两家企业的递延所得税资产随之缩水。递延所得税资产将会降至 300 亿美元，即企业抵消的未来税负直接减少 230 亿美元。而影响不仅限于会计的结果，除非房利美和房地美合并后的利润在这一季度能够填补递延所得税下降的损失（而这几乎不可能），否则两家企业将需要财政部出资来维持运转。

随之而来的问题是：当选民发现两家企业又一次花费了政府的资金时，国会将立即采取紧急举措“修复”这一问题，而国会在承受巨大压力的时候往往表现很差。

国会应尽快解决房利美和房地美这种僵局，两家企业资金的短缺以及不确定性的状况将导致房地产市场面临崩溃的境遇，而这种崩溃的境遇已经使美国经济放缓了近十年。2009-2016 年的新房建造速度远低于大萧条时期以前的水平，过去 7 年的新房建造速度与 50 年前经济萧条之后差不多，而当时的家庭户数仅为现在的一半。

要想解决当下房产市场的困境，财政部可以允许监管机构和政府支持企业（GSE）保留资本，如果税改能够明确这些需求则更好。房利美和房地美受约束、模棱两可的状态加剧了日益增长的住房短缺问题，抑制了经济增长将近十年之久，是时候让纳税人摆脱这种经济困境了。

本文原题为“[How tax reform could accelerate GSE reform and not necessarily in a good way](#)”。本文作者 Ike Brannon 为 CATO 研究所访问学者，研究方向为财政政策、税制改革和监管问题等。曾任布什研究所高级研究员、美国行动论坛经济政策主任、众议院能源和商务委员会首席经济学家、共和党政策委员会首席经济学家、美国财政部税收政策高级顾问、参议员财政委员会经济顾问、国会联合经济委员会首席经济学家、行政管理和预算局高级经济学家等。本文于 2017 年 11 月刊于 CATO 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

比特币泡沫的近期观点梳理

Silvia Merler /文 申劭婧/编译

导读：目前，比特币的价格已经超过 11000 美元，而一年以前它只有区区 800 美元。一些经济学家和评论员因此越来越担忧这将成为一个终将破灭的泡沫。本文总结了近期关于这个问题的一些观点。编译如下：

目前，比特币的价格已经超过 11000 美元，而一年以前它只有区区 800 美元（图 1）。《经济学人》杂志认为，股市已经高位运行了一段时间，不会再出现堪比 1999-2000 年因互联网泡沫导致大幅上涨而带来的喜悦。这种喜悦目前已经转移到虚拟货币领域上，如比特币和以太坊。促成它们如此盛行的主要有三个原因：供应的有限性；量化宽松时代对法定货币长期价值的担忧以及匿名性的诱惑。这三个因素部分说明了对比特币需求的来源，但显然没有解释近来其大热的趋势。一个可能的解释是，作为比特币关键技术的区块链被认为未来可能应用到金融的各个领域。但是，区块链可以在完全不涉及比特币的情况下被创造出来，这两者的成功并不是完全绑定的。对比特币需求剧增更加合理的解释是其价格的飞速增长。

比特币走势图

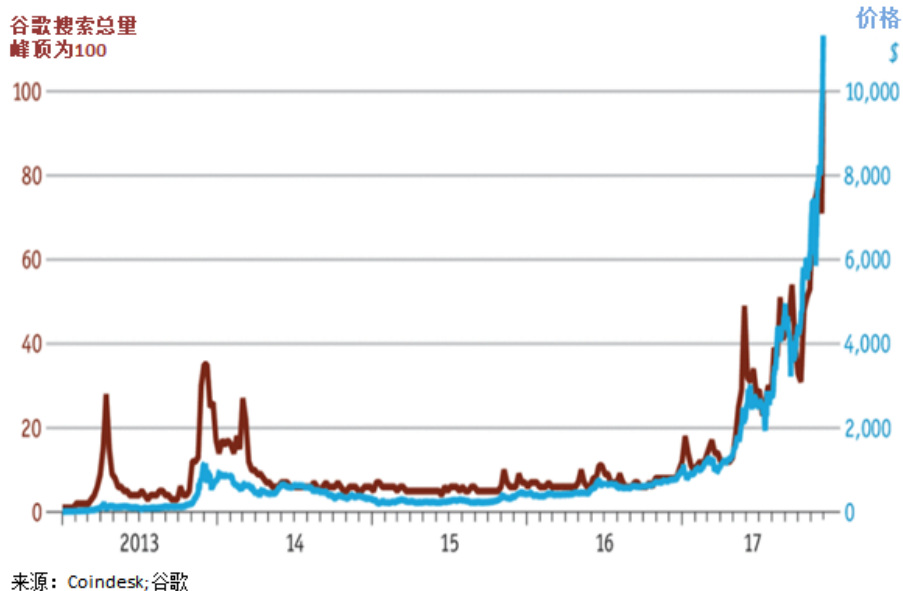


图 1 比特币价格走势图

彭博商业对可能导致比特币泡沫出现的原因作出了一些猜测。首先，众开发者对如何升级比特币网络产生了分歧，这使得“分叉”出现，也就是从最初版本上产生了货币的不同版本。正如美国金融系统在自由金融时代面临的麻烦

一样，比特币过度分裂也会产生问题。第二，加密货币全面崩溃的风险一直存在。比特币的历史复杂，它曾是购买非法商品的媒介，资金外流的载体，也存在很大的被盗窃的风险。第三，正如 2011 年发生过的那样，这一资产可能会落到黑客手中。但本月早些时候被黑客盗取的价值 3100 万美元的“Tether”加密货币仅仅是比特币的一小部分。第四，期货的引入会使得更多投资者进入这一领域，而这会给比特币带来价格下行的压力。第五，主要加密货币交换中介在比特币价值超过 1 万美元时处理交通问题失败，这使得人们开始关心其作为投机工具的可延展性问题。最后，人们一直对比特币的抛物线型走势非常困惑。为什么我们会预期下行的趋势会有所不同呢？

经济学家对于这一问题也意见不一，有时候会提出非常极端的解决方案。罗伯特·席勒（Robert Shiller）在一次采访中提到，比特币目前是非理性繁荣和投机泡沫的最好例证，那些认为政府不能停止或者监管它的观点尤其说明了这一点，这也符合这段时间内对其的担忧情绪。乔瑟夫·斯特格里兹（Joseph Stiglitz）则在最近的一个采访中表示，如果不是因为它的规避潜力，且没有监管制约，比特币不会如此成功。不但如此，他还表示比特币“应该被取缔”，因为“它不承担任何对社会有用的功能”。

让·狄罗雷（Jean Tirole）认为，我们应该对比特币保持警惕，他在文章中也指出了许多原因。投资者必须被保护，并且应该禁止规范的银行，保险公司和养老基金使用这些工具。狄罗雷认为，比特币纯粹是泡沫，是没有内在价值的，因此会随信任消失而消失。比特币的社会价值也存疑：不像传统保险，它不会产生铸币税，但是挖矿者们可以通过计算能力投资和电力消费竞争获得。比特币可能是自由主义的美梦，但对于任何认为公共政策是市场经济的必要补充的人来说，这确实是个头疼的问题。比特币仍然被过于频繁的用于逃税或洗钱，它也反映了中央银行反周期政策能力方面存在的问题。技术进步可以提高金融交易的效率，但这不应该成为我们脱离经济基础的理由。

肯尼斯·罗格夫（Kenneth Rogoff）的“最佳猜测”是，从长远来看，技术将会蓬勃发展，但比特币的价格会崩溃。政府如何反应以及比特币众多的“硬币”竞争者如何成功地渗透市场将决定其未来如何发展。原则上，复制或改进比特币技术很容易，但比特币的高可信度以及围绕它建立的大型应用程序生态系统无法复制。目前来看，监管环境仍然面向所有人开放，但如果比特币取消匿名性，目前的价格很难继续维持。也许比特币投机者认为总会有一个允许使用匿名比特币的流氓国家联盟，甚至总有像朝鲜一样的国家行为体公开支持开采。同样，我们没理由相信中央银行不会创建自己的数字货币，并在取得市场

胜利之前使用监管手段来为自己谋利。货币的悠久历史告诉我们，私营部门的创新最终都会由国家调控并占有。

泰勒·考恩（Tyler Cowen）曾经认为比特币是泡沫，但现在不再这么想了。他指出，我们应该把比特币看作黄金在资产领域的竞争对手，某种程度上它也是一种艺术。黄金的套期保值功能也是一个“泡沫”，虽然不是真正的泡沫。它难于运输，但有额外的价值，因为它被认为是关键资产，而且不会以一种简单的方式与市场组合同向变化。比特币也是如此，但这种因为其关键性而导致的“泡沫”可以持续数百年。黄金已经越来越不被作为保值资产，部分因为低通货膨胀，部分因为中国和印度从几十年前起就主宰了黄金市场。因此，市场需要新的、更好的保值资产，而比特币在这方面就是一个强有力的候选项。

约翰·科克伦（John Cochrane）认为，比特币的发展历程似乎是一个完全“正常”的现象。交易方便，投机性需求供应暂时有限，再加上替代品供应暂时有限，一起导致了其价格的大幅上涨。市场上存在很多不对称的信息也刺激了交易，再考虑到比特币需求的阴暗来源——没有人知道俄罗斯黑手党下周要转移多少资产——这个现象也是合理的。

伊莎贝拉·卡明思卡（Izabella Kaminska）在《金融时报》最近的一篇文章中，用很长的篇幅解释了为什么比特币期货和劣质市场结构会带来问题。她写道，真正的投资与赌博不一样。在加密货币的风潮面前，监管机构需要强调这一区别。几十年来，世界各地的监管机构一直在努力以最好的方式减轻赌博的负面影响。长期来看，将赌博限制在特定地理区域内似乎是最佳解决方案。然而，互联网改变了这一切。地理限制已经变得毫无意义，而如加密货币的发明等创新已经开始减弱禁令的效力。即使加密货币交易被禁止，只要有些司法管辖区继续允许此类活动，就会有数字化的地下通道出现，以满足处在禁区内客户的需求。如今，监管机构只有一个选择，即必须将赌博活动列为罪名，而不是促进其发展。

本文原题为“The bitcoin bubble”。本文作者 Silvia Merler 是 Bruegel 的研究员。本文于 2017 年 12 月刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

特朗普税改的观点梳理

Silvia Merler / 文 伊林甸甸 / 编译

导读：共和党推动的 2017 年美国税改方案在全世界范围内引发了各界高度的关注。方案的支持者认为，这次税改将会使得美国企业税收负担下降，并将由此推动投资扩张和经济增长。但反对者则认为，这次税改最大的受益者将会是美国的富裕阶层，而美国广大中产阶级则会因此承受更重的税收负担。Bruegel 研究院的学者总结了各界关于本次税改的观点。全文如下：

宾夕法尼亚大学沃顿商学院的学者们全面分析了参议院与众议院原版和修正版两个版本的联邦减税法案（Tax Cut and Jobs Act, TCJA）将造成的经济效应。沃顿商学院预算与政策中心着重从分配效应的角度出发，分析认为到 2025 年修正后的参议院法案将为高收入人群带来最高的减税比例，而那些年收入在 30000 美元以下的人群则会面临相对的税收负担增加（见图 1）。到 2027 年，高收入人群依然会享受税收减免的红利，然而此时，就连中等收入人群（年收入 75000 美元以下）也将开始面临税收负担的增加（见图 2）。此外，这一税收法案还将使得美国的联邦政府赤字增长 1.5 万亿美元，这无疑将使联邦政府的财政状况雪上加霜。

图 1 税改方案将使哪些收入阶层受益？——方案的中期效应

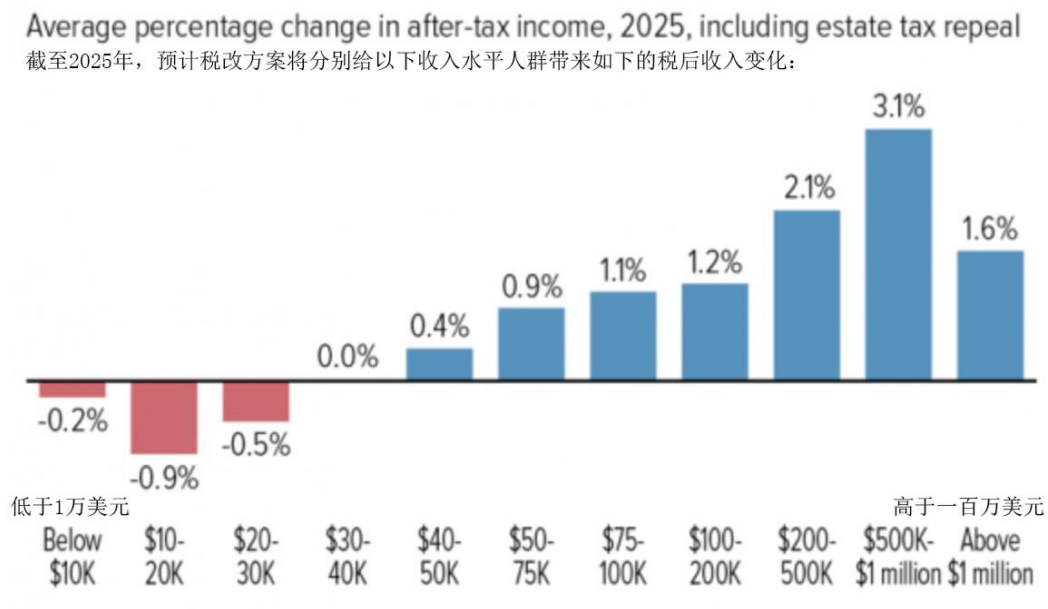
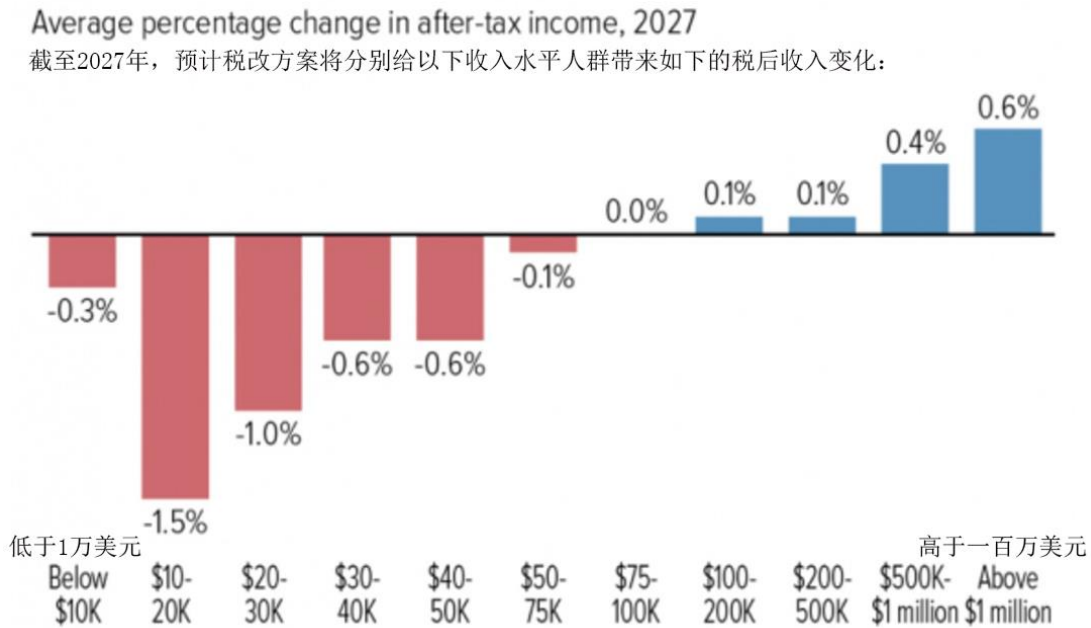
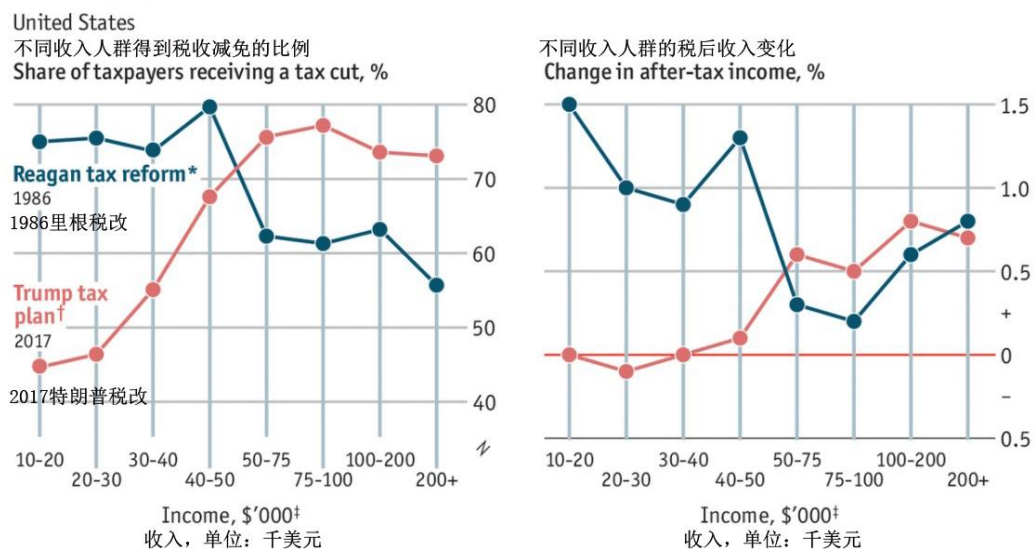


图 2 税改方案将使哪些收入阶层受益？——方案的长期效应



《经济学人》杂志将这次税改与里根政府 1986 年的税改方案进行了比较。众所周知，共和党人在宣传自己的税改方案时，经常援引里根政府的那次著名减税改革。不过，需要指出的是，里根政府在制定减税方案时非常倚重专业的经济学家的意见，而特朗普政府则至今仍然在寻求学界对自己税改方案的支持。另外，从实质内容而言，本次税改也与 1986 年有很大不同。比如说，尽管国会里的共和党领袖们一直强调此次改革不会减少联邦政府的财政收入，但事实上这将使得联邦政府的预算赤字在未来十年内增长 1.5 万亿美元。此外，根据国会税务委员会的测算，本次税改的大部分红利将流向富裕阶级，而并非像里根政府税改那样惠及中产阶级。（见图 3）

图 3 特朗普税改的“逆涓滴效应”



特朗普政府一直宣称，向大企业减税将促进私人部门投资和经济增长，并最终通过工资增长形成涓滴效应，惠及美国的普通工人。但保罗·克鲁曼（Paul Krugman）并不认同这种观点。他表示，就算这个故事的一部分是正确的，但这一方案还可能通过各种复杂的渠道引起多种多样的副作用。可以肯定的是，这一法案并不能够使得美国人减少消费并增加储蓄，因此投资的增长必然来自美国之外——比如说，来自于向海外投资者出售股票、债券和其他资产。资产的内流将会使得美元汇率走高，并进一步推高美国的贸易赤字。毫无疑问，这将使得本已步履维艰的美国制造业面临雪上加霜的境地。此外，由于海外投资者将有望成为本次税改的最大赢家，因此美国经济增长的红利是否能够惠及本国居民，也是一个未知数。此外，对公司税收负担的减免并不能有效地刺激投资，但它必然会有力地刺激政府财政赤字扩张。为了避免这一效应，参议院的共和党员们正试图将这些税收负担转移向美国的工薪阶层家庭，而特朗普政府则极少谈论这些事情。

Jared Bernstein 也认为这次税改将会加速美国国内工作机会外流的进程，并进一步推高美国的贸易赤字。他的理由有二：首先，这次税改将会降低美国企业在海外盈利的税负，而这将使得美国企业有更强的激励向海外转移工作机会。其次，如果税改真的能够带来他们所宣称的那种经济增长，那这一定来源于快速增长的海外投资的推动，而这也推高了美国的贸易赤字。

《金融时报》的马丁·沃尔夫（Martin Wolf）认为，这次税改本质上是为美国的富裕阶层服务的。这次税改方案将削减联邦政府除了国防之外几乎所有用途的开支，包括用于卫生和社保的支出。毫无疑问，这将使得大量本应流向美国低收入阶层、中产阶级和上中产阶层的社会资源，转而流向美国的富裕阶层。同时，这次税改还将增加全国总体的经济和金融不确定性。那么，为什么这种带有明显阶层偏向性的法案能够获得通过呢？马丁·沃尔夫认为供给学派的经济学家难辞其咎。事实上，这些经济学家一直坚称，对富有阶层的税收减免将最终惠及所有人，而这种存在偏差的观点这对大众舆论形成了误导。

卡托研究所（CATO）的 Ryan Bourne 则认为，从经济学的角度来看，这次税改方案还是有不少可取之处的。比如说，本次税改方案革除了收入税中一大批分项的扣税项目，显然，这将大大减少普通居民报税的成本，并降低纳税带来的无谓损失。此外，更重要的是，本次税改将大幅降低企业的税收负担，Ryan Bourne 认为这将带来 GDP 和平均工资水平的增长。

本文原题为“The Republican tax plan”。本文作者 Silvia Merler 是 Bruegel 研究院国际金融和宏观经济方向的研究员。原文于 2017 年 11 月 27 日发表在 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

布雷顿森林体系的终结

Edwin M. Truman / 文 张舜栋 / 编译

导读：1971年8月，尼克松总统发布了停止美元与黄金挂钩的行政命令，这被普遍认为是布雷顿森林国际货币体系（IMS）的终结。在这篇38页的报告中，作者详细分析了这一历史事件的前因后果，并对当局的一系列改革措施做出了评价。本文是报告的摘要部分。全文如下：

“我已经下令，暂时性停止将美元与黄金或其他任何形式的储备资产相挂钩，直至我们认为这重新符合美国的国家利益为止。”尼克松总统于1971年发出的这条行政命令，事实上意味着以“布雷顿森林体系”而闻名于世的国际货币体系（IMS）的终结。然而，这并非当时联邦政府高官们的本意。1971年的夏天，尼克松政府的幕僚们聚集于戴维营，集中力量商讨设计尼克松政府的新经济计划。通过这项计划，这些决策者们希望帮助尼克松赢得1972年大选。这项计划中最为重要的举措包括：向社会发出为期90天的物价和工资冻结倡议，并通过财政手段进一步促进美国的经济的发展。此外，计划还包含了两项临时性的措施，一是暂停美元与黄金挂钩、二是向来自所有国家的进口施加额外10%的临时性关税。尼克松表示：“这项计划并不针对任何特定国家。我们只是希望确保，美国的制造业不会因为不公平的汇率体制而受到进一步损害。一旦不公平的汇率体制得到改善，这项惩罚性的关税也会随之取消。”

时至今日，惩罚性关税早已不是什么新鲜事物。然而，尼克松总统当年那种强硬地要求国际汇率体制更加公平的言论，在今天的读者看来恐怕绝不会陌生。在尼克松总统于1971年宣布这项计划前的几个月间，美国的贸易平衡状况一直在恶化。1971年的第二季度，美国的经常账户已经开始出现赤字，这种赤字的情况一直延续到了1974年的年底。在之后的六个月内，一系列带有贸易保护主义色彩的法案陆续进入国会表决，其中一项最终在众议院获得通过。不过，事实证明这项惩罚性关税并没有达到其预期的效果：它最终只覆盖了美国52%的进口总额，其他的进口商品通过各种迂回渠道最终免除了这些惩罚性关税。

如果我们仔细回顾尼克松总统当时的发言，我们就能看到，这些发表在1971年的言论，拿给今天任何国家的财政部长也毫无突兀感。尼克松总统当时宣布：“近几周来，世界各地的货币炒家和投机分子对美元发起了全面的进攻。一个国家货币的强大，是建立在这个国家经济强大的基础上的，而美国无疑是世界上最强大的经济体。因此，我已经命令财政部长采取一切必要手段，来打赢这场美元保卫战。”然而，考虑到美国政府真实的意图是希望美元贬值，这番言论听上去

总是有点奇怪。要知道，如果说希望让美元贬值，那些投机者们不恰恰是在帮助美国政府吗？

1971 年上半年，全球货币市场经历了空前的波动。五月初，西德宣布正式采用浮动汇率制，而此前一年，加拿大元就已经采用了浮动汇率。此外，荷兰、奥地利、瑞士和比利时也相继采取了双重汇率制。在尼克松于 8 月宣布美元与黄金脱钩后，国际货币市场陷入了更大的混乱。直到当年 12 月 18 日，十国集团财政部长与央行行长们达成了《史密森尼协定》（*Smithsonian Agreement*），同意合作进行长期的国际货币体系改革，这场混乱才趋于平息。当时，尼克松总统评价到：

“史密森尼协定是人类历史上达成过的最为重要的货币协定。”然而，事后证明尼克松恐怕是过于夸大了。仅仅十五个月后，这项协定就陷入了僵局，最后无疾而终。

在本篇报告中，我们分两部分介绍了 1971 年 8 月前后发生的这些将永久性地改变国际货币体系的大事件。首先，我们详细介绍了布雷顿森林体系崩溃的每一个步骤；之后，我们介绍了各方试图以其他方式取代黄金，以维系一套翻版的布雷顿森林体系，但最终失败的全过程。

与一般的认知不同，美国政府当时并非被迫使美元与黄金脱钩。尼克松的新经济计划旨在刺激美国经济，而削弱金本位美元是为了执行这项计划所必须付出的代价之一。此外，当时国会内也有非常强的保护主义思潮，而白宫选择顺应这一思潮。布雷顿森林体系的终结，归根结底，是由短期的国际资本流动导致的。在宣布美元与黄金脱钩后，各国货币汇率都面临空前的升值压力，为了保住汇率，各国货币当局只能大量购入美元，这直接推动了国际货币体系的终结。不过，在 1971 年的那个夏天，大多数国家的货币当局还完全没有意识到自己的行动将造成什么后果。很少有人敢于相信，那个各国精心设计的国际货币体系，仅仅工作了 26 年就解体了。而这个体系的继任者，也就是今天我们所熟悉的这个“没有体系的国际货币体系”，都已经维持了 46 年。

在本篇报告中，我主要采用三个标准来衡量布雷顿森林体系崩溃后各方采取措施的成效：（1）政策制定者们是否正确认识到了问题实质？（2）他们采取的应对是否恰当？（3）这些应对方案的短期和长期效果如何？

在 1971 年，政策制定者们普遍认识到了现有的国际货币体系的弊端。他们采取的措施包括：增加储备金供给，设立特别提款权（*SDR*），并增加临时性、条件性的政府融资。不过，另外两个严重的问题——调整过程的非对称效应、以及资本流动的递增效应，并没有被政策制定者们所预料到。从某种意义上讲，他们对这些问题的忽略直接导致了整个国际货币体系的瓦解。

1971 年后，国际货币体系改革的主力变成了二十国委员会（Committee of twenty），他们工作的重点集中于三大问题：调整国际收支平衡表、解决主要储备资产中的不均衡问题、调整国际储备金体系的数量与结构。后来，二十国集团又加入了一条新的工作重点：关注发展中国家的特别问题。二十国集团对前三个问题的热情，在达成《史密森尼协定》（Smithsonian Agreement）后就基本停止了，而他们在发展中国家的问题上则做出了更多的努力。尽管如此，70 年代的一系列改革还是没有给发展中国家赋予任何特别提款权。因此，尽管做出了不少努力，这些改革最终还是不彻底、不全面的，因此也并未达成他们的预期目标。此后的四十年间，国际货币体系从组织结构和运作实质上都没有达成什么值得称道的进步，这不得不说是令人遗憾的。

本文原题为“The end of the Bretton Woods international monetary system”。本文作者 Edwin M. Truman 是彼得森国际经济研究所(PIIE)的资深研究员，在加入 PIIE 前，他曾任美国财政部部长助理，并曾在美联储公开市场委员会担任经济学家。原文于 2017 年 10 月发表在 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

嚣张的特权-对外资产和负债收益分析

ZSOLT DARVAS 和 PIA HÜTTL/文 许平祥/编译

导读：近年来，金融全球化导致了对外资产和负债的大幅增加，估值变化范围的扩张可能超过了贸易和资金流动。我们认为美国享有对外资产收益的“嚣张的特权”。编译如下：

一、引言

高额的总对外资产和负债依赖金融工具和货币构成可能会助长国际风险的多样化。对外负债尤其是股权，使得外国投资者分散一部分本国经济风险，这对外部调整有着重要的意义（Lane,2013）当对外资产和负债的存量比较大时，他们的收益可能会超过贸易或资本流动。

加拿大和中国的例子说明了收益对对外头寸的潜在巨大影响。加拿大近些年的经常账户为负值，这意味着相对于加拿大居民的新的对外投资高于流入这个国家的资金。这样的资金流动导致了净国际资本头寸（NIIP）的恶化。然而，由于对外资产和负债的重估，加拿大自 2012 年实现了 NIIP 提高到占 GDP 总量的 40%，尽管经常账户余额为负值。

中国自 20 世纪九十年代中期起经常账户持续顺差，NIIP 相应增加。然而，2008 年间 NIIP 减少到占 GDP 总量的 20%，尽管每年的经常账户都有盈余。

对外资产和负债的收益有两个主要的组成部分：收益（流动收入）和估值变化。

对外资产和负债的收益和他们的余额作为收入包含在经常账户中。其他条件不变时，持续的高收入余额允许一个更低的贸易余额。例如，美国的对外资产收益率高于对外负债的成本，并且对外负债是以美元计价的，部分反映出美元在国际货币体系中的主导地位。因此，美国被称为“世界风险资本家”

（Gourinchas and Rey,2007），一个助长全球金融杠杆、提供流动性和期限转换的媒介。美国享有与对外负债相关的对外资产的优势被称为“嚣张的特权”。

美国从对外资产和负债的可观的收益差异中获益，而且相对于对外负债来说对外资产的估值收益更大。因此，美国的 NIIP 的减少小于累积的资本流动。而且美国对外资产和负债的币种构成也起到了一定的稳定作用：例如，由美国经常账户持续逆差导致的美元贬值，以美元计价的债务价值不会改变，但是对外要求权的美元价值增加，导致美国 NIIP 的提升。历史收益率和估值变化也在美国外部资产负债表的币种组成中扮演保持稳定的角色，同时很大程度上影响美国对外头寸的持续性。

学术界就美国享有的对外头寸特权展开了激烈的争论，但却很少把目光放在其他国家。在欧盟国家中，2008年金融危机前一些南欧和中东欧国家净对外负债的大量积累造成了持续的高额经常账户逆差，同时很多西欧和北欧国家由于经常账户顺差导致净对外资产的积累。

这篇文章的目的有两个。第一，我们要检验美国的特权是否是稳固的，尤其是后危机时代，是否其他发达国家和新兴市场国家能够复制这些优势。第二，我们要评估对外头寸的收益率是否是随机的，是否遵循一个特定的趋势。

第二部分描述方法论和测量上遇到的难题，第三部分为数据描述。第四部分为对外资产和负债的流动收益。第五部分检验对外资产与负债的重估和NIIP之间是否存在相关关系。第六部分把NIIP的变化分解为资金流动与负值变化进行分析。最后，第七部分总结我们的重要发现。

二、方法论

由于测量误差的存在，收益率的计算和重估的影响不能直接得到。原则上，对外资产（或负债）的存量变化等于资金流动和估值变化的总和。然而，由于更精确数据可获得，“残差调整”或“其他变量”也加入这个等式：

$$(1) \quad A_t^M = A_{t-1}^M + F_t^M + G_t^M + O_t^M$$

上标M代表数据的测量值， A_t^M 为期末资产存量， F_t^M 为期间资本流动， G_t^M 为上期期末至本期期末的资本收益（或损失）， O_t^M 代表所有确保等式成立的其他变量。 G_t^M 和 O_t^M 的总和构成流动存量调整。类似的等式也适用于负债，我们用 L_t^M 表示。

资本收益 G_t^M 由两部分组成：由汇率变化导致的价值改变和由其他市场价格改变导致的价值改变。

一个关键性的困难是“其他变化”的测量与解释。美国经济分析局宣称这一类为不包括在其他地方的交易量和估值的变化，把它定义为“包括每年报告组成的改变和更多复杂调查结果的合并，也包括直接投资的资本收益与损失和没有包含在资本转换、价格或汇率改变的头寸变化”。

测量“其他变化”时使用的工具不同，误差的种类就会不同：证券投资组合资产和负债的资金流动，FDI的资本收益，银行和非银行的非证券投资的原

始头寸被错误测量。将这些其他变化分配给估值，增加了净对外资产头寸的超额回报，而将其分配给资金流动则会减少净对外资产头寸的超额回报。

对于负债来说，“其他变化”的累积值在 2003 年是非常小的，为 3590 亿美元，由于负债存量为三十万亿。相关汇率变化对负债的影响甚至更小，由于美国对外负债是以美元来计价。相反，与市价相关的变化占据了五万亿，为 2003 年金融账户交易的三分之一。因此，非居民投资者在整个 2003 年间，从美国 FDI 和证券投资组合工具的相当高的市场价格中获益颇多。

对于资产来说，2003 年的其他变化总计大约为 2.5 万亿，一个相当高的值，占据了这个时期金融账户交易的 30% 和 2016 年年末总量的 12%。这些收益的大部分来自于其他投资（1.4 万亿）和证券投资与投资基金份额持有（0.7 万亿）。储备资产没有被记录在“其他变化”中。

因此，“其他变化”对美国负债测量的影响较小，但是对美国资产有着重要的影响，这可能是由于美国非居民持有资产比美国居民持有的外国资产更容易计量（除去储备资金）。

不幸的是，把流动存量调整拆分为由汇率变动造成的重估、由市场价格变动造成的重估以及其他变化造成的重估，只有欧洲少数几个国家的短期数据可用，并且有些数据并不符合要求。因此考虑到数据的问题，我们把资本收益与其他变化结合起来当做是估值变化的总和。如果这个假定是错误的，其他变化至少反映了要么是流量要么是初始头寸被错误测算了，那么我们的结果就会出现偏差。然而，这些测量问题可能在一些国家是相似的，例如一个指标的再分类可能会影响相似的所有国家。如果是这样的话，这个可能性偏差可能会影响我们计算的回报率水平，但是可能不会改变这些国家的相对性。

当使用年度数据的时候，更复杂的情况是估值变化和收益变动可能出现在资产收购的同一年。因此我们利用外部资产计算年收益率：

$$(2) \quad y_t = \frac{I_t^M}{A_{t-1}^M + 0.5 \cdot F_t^M}$$

y_t 代表我们每年外部收益率指标（百分比表示）， I_t^M 代表 t 年间的资产收益。类似地，我们的年度百分比估值指标用下面的等式表示：

$$(3) \quad v_t = \frac{A_t^M - A_{t-1}^M - F_t^M}{A_{t-1}^M + 0.5 \cdot F_t^M}$$

v_t 代表我们每年的估值指标，不是由于流动的变动造成的改变。对大多数国家而言，这个指标的数值每年都不用。为了评估更长期限的估值，我们用两个指标来替代。

我们编造这样一个指标 vi_t ，它是一个指数，设初始值为 100，年增长率为 v_t ：

$$(4) \quad vi_t = \prod_{i=1}^t (1 + v_i) \quad \text{with } vi_0 = 100.$$

第二个指标利用长期估值来计算非流动的存量变化累积值，以占存量的百分比表示：

$$(5) \quad cv_t = \frac{\sum_{i=\text{start-year}}^t (A_i^M - A_{i-1}^M - F_i^M)}{A_t^M}.$$

vi_t 指标的优点是用指标的形式描述了每年估值影响的百分数，因而是对外资产与负债收益率的简单累积相加。利用这个指标，我们可以得到 2007 年所有国家总的估值变化。特别地，我们定义一个“重估收益”指标：

$$(6) \quad \text{revaluation gain} = \frac{vi_{2016}^A / vi_{2007}^A}{vi_{2016}^L / vi_{2007}^L},$$

cv_t 指标的的优点是以占资产存量百分比的形式描述了估值变化的累积值，因而这个指标回答了这个问题：当前资产和负债的存量有多少是来自于估值的改变？然而，存在一个难题，不是所有国家的长期数据都可获得，这就使得

cv_t 指标不能进行国与国之间比较。

到目前为止我们介绍的指标都是基于金融账户的数据。然而，一个可能的问题是，国际收支平衡表中也包含一个叫做“净误差与遗漏（NEO）”的账户：

$$(7) \quad NEO_t = FAB_t - CAB_t - KAB_t,$$

FAB_t 为金融账户余额， CAB_t 为经常账户余额， KAB_t 为资本账户余额。

2014 年 IMF 的国际收支平衡表解释了一个负的净误差与遗漏指标代表的整体趋势：

- 经常账户和（或）资本账户的信贷值过高
- 经常账户和（或）资本账户的债务值过低
- 金融账户的净资产增加值过低
- 金融账户的净负债增加值过高

因此，NEO 可能包含经常账户、资本账户和金融账户交易。如果 NEP 包含金融账户交易，那么我们基于金融账户的指标会出现偏差。对大多数国家来说，NEO 是相对很小的，但是也有例外。如果 NEO 非常大，那么就认为它包含了没有记载的金融交易，因而总的净资金流动可以由等式 7 移项得到：

$$(8) \quad FAB_t - NEO_t = CAB_t + KAB_t$$

这样类似的做法只能用于总的净流动，所以资产、负债和他们的不同组成部分不能被分离。

在第四和第五部分中，我们利用基于金融账户数据的等式 1-6，在第六部分中我们利用等式 7 和 8 来拆分 NIIP 的变动。

三、数据

我们的主要数据来源于以美元计价的 IMF 的统计收支平衡表。然而，我们使用每个国家的本币来计算指标数值。我们利用期末汇率把存量转换成本币而不是美元，利用年平均美元汇率转换流量。比较 IMF 和欧盟统计局数据，我们认为资产和负债存量应该使用期末汇率来计算。

使用本币而不是美元的原因为本国重估的测量与国内各部门高度相关。如果对外负债是以美元计价的，那么货币贬值不会导致对外负债值的改变。然而，由于国内部门用他们以本币计价的收入偿还对外负债，本币贬值就会增加

与收入相关的对外负债。当所有的指标都用本币来计算时，考虑到外国流动负债的不利重估，本币贬值导致对外负债测量值的增加。

与重估情况相反（测量单位很重要），我们强调对外资产和负债收益率时，以美元计价或以本币计价并不是主要问题。并且汇率变动也不会影响比率值，我们计算的是收益与投资的比率。例如，一个德国人在泰国投资，我们计算的比率为以欧元计价的来自泰国的利润值除以以欧元计价的在泰国的投资额。这个比率与所选币种无关。我们使用期末汇率转换存量，使用年平均汇率转换流量。因而，当汇率大幅波动时，期末与平均汇率将有很大的差距，用本币和外币计算这个比率将会产生微小的差别。但是这其实只是一个小问题。

当汇率变动影响整个宏观环境时，汇率变动可能对收益率有一个间接的影响。例如，如果货币贬值提高企业利润，然后利润由分公司转移至总部可能会被放大。这样的间接影响与计算指标时的币种选择无关。

与我们指标测量单位有关的另一个问题是，对冲汇率风险的可能性。例如，一个德国制造公司在泰国建立一个子公司，可能会对泰铢贬值的风险。然而，一个投资者并不能对冲掉所有的风险，原因有两个：第一，未来收入是不确定的；第二，市场提供的对冲机会会有确定的期限（一般为几年），套取期望收益是很困难的。如果一个公司套期保值期限为两年，第一个两年泰铢贬值，那么第二次套期保值将会修正这种贬值的汇率，因而对冲有明确的期限。并且，汇率贬值早晚会导致泰国通货膨胀，包括资产价格的上涨。所以至少从德国投资者的角度来看，对外利润与投资的价值会随着汇率而变动。

由于概念上的问题以及缺乏套期保值的综合数据，我们不会考虑对冲调整后的收益率的计算。

四、对外资产和负债的收益

比较不同国家对外资产和负债的收益率是很困难的。目标国家和部门的风险构成可能不同，因而风险调整后的收益率可能更适合用来比较，但是数据并不可得。我们只能控制对外资产和负债的国别组成，可能捕捉一大部分风险。例如，当考虑特定的国别风险时，在德国的 FDI 的风险可能小于在泰国的 FDI 风险。如果这是一个重要的因素，那么我们比较不同国家的收益就会受到很大的限制。

我们可以得到 1976-2016 年美国对外资产和负债的数据，其对外资产收益的平均值超过了 1.3 个百分点。只有日本和瑞士有相似的数据特征，但是可得

数据的期限相对美国较短：日本为 1997-2016 年，瑞士为 1984-2016 年。在三个国家数据都可得的时期，日本的收益率（1.6 个百分点）稍稍高于美国的收益率，同时瑞士的收益率（0.8 个百分点）稍稍低于美国的收益率。美国和日本在可获得数据期间的每年的收益率都为正值，而瑞士有两个年份的负债收益率高于资产（2009 年和 2010 年）。

加拿大和欧盟五大国不能负制美国、日本和瑞士的收益率优势。相反，在大部分年份中，加拿大和欧盟国家的对外负债收益率高于对外资产。德国和西班牙在 21 世纪早期形势有所转好，但是法国和意大利却没有向利好的方向发展。因而，不能下结论认为作为第二大国际货币的欧元能够创造像美国一样的外部收益优势。

因此，在主要发达国家中，只有日本和瑞士能够复制美国在净对外资产收益上的特权。值得注意的是，巴西、中国和波兰三大新兴市场国家，在数据可获得的整个时期（21 世纪早期至 2016 年），有明显的 2-4% 的负差额。其他新兴市场国家也存在类似的情况。

Curcuru, Thomas, Warnock（2013）认为美国享有收益率差优势的关键因素是直接投资收益率差。美国境外 FDI 工具实现了比在美国 FDI 投资更高的收益率：1976 年的平均率差为 5.4 个百分点，2000 年为 4.0 个百分点。因而，FDI 实际上是美国收益率优势的主要驱动力。自 20 世纪 90 年代早期以来，证券投资和债券利差所占份额也持续上升。其他投资在 1986-2016 年间只占据了一小部分。

我们来比较所选国家 2000 年的 FDI 收益率。一些发达国家，FDI 负债收益率为每年 3-5%。排在后面的三个国家：法国 2.7%，美国 3.2%，德国 3.6%；排在前面的是荷兰 4.8%，英国 5.2%。一个关键的特例是日本，FDI 负债收益率为 8.2%。

美国拥有最高的 FDI 资产收益率，平均为 7.2%，随后是日本和英国。然而，欧洲内陆的投资者，像法国人、西班牙人、德国人、澳大利亚人、意大利人和荷兰人能够获得 FDI 资产大约 5% 的收益率。同样值得注意的是，中欧和新兴市场国家 FDI 债务收益率好像高于发达国家。捷克和波兰在 2000 年达到了大约 10%，中欧和其他新兴市场国家的 FDI 负债收益同样超过了发达国家，原因是这些国家拥有低的资本与收入的比率和快速提升的生产能力。

主要欧洲国家低的 FDI 资产收益时 FDI 投资地理分布的结果吗？例如，如果德国投资者在低收益的法国投资“太多”，在高收益的波兰投资“太少”，但是在分别这些国家投资使用的是法国和波兰的国家平均收益率，那么地理分布就不是德国投资者 FDI 资产收益率低的主要原因了。

或者欧洲投资者低于平均水平的投资再或者美国投资者高于平均水平的投资是美国和欧洲投资者对外 FDI 收益率不同的原因？例如，德国人在法国 FDI 资产收益低于所有法国 FDI 负债平均收益率 2.7%，德国人在波兰 FDI 资产收益率可能低于所有波兰 FDI 负债平均收益率 9.4%。或者美国 FDI 投资者可能获得高于他们目标国家的国家平均收益。

不幸的是，FDI 资产双边收益数据不可获得。然而，FDI 存量双边数据是可以获得的，我们可以计算 FDI 目标国家的 FDI 负债加权平均收益率，权重来源于投资者国家的 FDI 资产。韩国 25% 的 FDI 投资在中国，这是在我们所涉及的国家中韩国拥有最高的对外 FDI 收益率的主要原因。澳大利亚的对外 FDI 收益也相当高。美国和西班牙目标国家的加权平均收益率相近，稍稍高于德国、法国和荷兰的目标投资国家。因而，FDI 资产的地理分布只是解释了美国和欧洲内陆国家 FDI 收益率不同的一小部分。

更重要的是收益率与 FDI 资产持有国的平均收益率相关。大部分的欧洲内陆国家，包括德国、法国、荷兰和西班牙的 FDI 资产收益率大致等于伙伴国的加权平均 FDI 负债收益率。澳大利亚由于对外基准利率较高，其 FDI 资产收益率低于这个水平。韩国也是如此。然而，日本、英国和美国投资者在我们样本期的大部分年份倾向于高于贸易伙伴国的加权平均收益率。因此大部分欧洲内陆投资者达到了他们 FDI 目标国家的平均收益率，但是美国、英国和日本投资者能够超过这个基准。“投资者表现”的差异是美国和欧洲内陆 FDI 资产收益不同的更显著的因素，而不是 FDI 资产的地理分布。

这里需要特别注意的是，吸引投资可能是由于税收的原因。大部分 FDI 投资者考虑到目标国家为避税或逃税中心。例如，大约 7% 的美国 FDI 负债被持有在百慕大群岛（地下离岸金融中心（OFC）），其中开曼群岛占据了 4.5%。日本投资者也持有一个很大的份额，大约 7%，他们的 FDI 投资在开曼群岛。

然而，我们并不清楚这些投资会影响我们计算的收益率。我们使用官方数据，考虑来自每一个国家的美国 FDI 资产收益，包括百慕大和开曼群岛，但是未申报收入可能不会进入官方统计。因此，这些国家的投资不会影响我们的结果，但是需要注意的是，FDI 存量和收益率数据可能并不严密。

最后，我们来检验收益率差的改变是否有助于净对外资产头寸的稳定。有一些证据能够证明收益差的变动一般来说有着保持稳定的作用，但是也有例外。例如，克罗地亚、爱沙尼亚、匈牙利的 2007 年的 NIIP 接近于 GDP 的 90%，但是其收益差呈现恶化的趋势。葡萄牙，另一个 NIIP 接近于 GDP 的 90% 的国家，其收益率差几乎没有变化。因而，尽管在其他欧洲国家存在负相关关系，但是这四个例外的国家削弱了这些证据的影响力。

五、对外资产和负债的重估

每年的对外资产和负债的重估变动是非常大的。大多数国家的大多数年份，每年的资产和负债的重估都是平行移动的，大部分是由于股价和汇率的改变。由于每年重估的大幅波动，所以不能检验出每年的变化是否纯粹是随机的或者是受到特定因素的影响。为了得到重估的累积影响，由等式 5 得到十二个国家的 cv_t 指标。由于受到长期数据的不可得，跨国比较存在限制。

美国事实上会受到持续的正的重估累积影响，资产远远大于负债，这是美国的一个关键优势。然而，这些正的重估影响与 20 世纪 70 年代中期至 80 年代中期的总量增长相关。80 年代中期过后，总存量的重估累积值在资产的 40% 和负债的 20% 附近振动。2007 年以来，美国遭受相关的资产损失，因而占据了全球危机的大部分。2016 年的资产指数低于 2007 年，负债指数高于 2007 年。这是由美元升值造成的结果，由于大部分美国负债以美元计价而大部分美元资产由外币计价。

自 20 世纪 90 年代早期，澳大利亚和加拿大也实现了资产相对于负债的持续更高的评估收益，并且南非自 2006 年以来也达到了这样的进展。在过去的几年，英国也获得了高额资产收益。

相反，芬兰、德国、荷兰、西班牙、瑞典和瑞士受到不利的重估影响，但意大利的资产和负债在重估时是平行移动的。对芬兰来说，20 世纪 90 年代的负债重估时非常大的，可能是因为在 20 世纪 90 年代晚期的网络泡沫中，诺基亚股价疯长。随后是 1980 年至 2017 年的巨大的负债贬值，总的资产和负债的累积重估值都接近于零。

为了检验重估变化是否对净对外投资头寸存在系统性影响，我们指出等式 6 中的重估收益指标与净对外资产存量相悖的两个样本时期：2000 年和 2007 年。在这两个时期存在明显的负相关：负的净国际投资头寸国家倾向于拥有正的重估收益，大的对外资产国家倾向于遭受重估损失。

在 2007 年，中国遭受了到目前为止最大的重估损失。在其他的大额净对外资产持有国中，沙特阿拉伯、瑞士和日本也遭受了明显的损失，而德国在 2007 年间拥有最合适的净对外资产头寸，其遭受了适度的损失。美国也像之前描述的那样遭受到了损失。因此，主要大国的损失使得净国际头寸为负的其他国家获益并提高了他们的头寸。

关于 2007 年资产类项目遭受的损失并没有一致的趋势。比如 FDI，中国和沙特阿拉伯事实上在 2007 年是获益的，瑞士、日本和美国的净额遭受损失，而德国的 FDI 重估呈现出明显的中立。瑞士的净 FDI 损失是大额负债高于资产的结果。沙特阿拉伯、德国、瑞典和美国的证券投资是负的，而日本是正的，中国是中立的。对于其他主要的资产类项目来说重估信号的影响力是混合的。把 6 个国家分为不同的 3 组：中国和沙特阿拉伯的资产项目损失，负债项目获利；瑞士和美国的资产重估接近于零，但是负债增加；日本和德国的负债和资产都增加，但负债增加的更多。因此，这些国家遭受相应的净资产损失的机理是明显不同的。

一般来说，欧盟国家能够适应全球趋势，但是也有一些例外。克罗地亚从重估中获利颇多，很大原因是 FDI 负债的大幅度减少，而 FDI 资产的损失却很小。在 2007 年拥有大额的负的投资头寸的拉脱维亚、立陶宛、爱沙尼亚、希腊、波兰和斯洛伐克也从重估中获利。然而西班牙、葡萄牙和匈牙利在 2007 年的负的净资产头寸占 GDP 的 100%，但是这些国家并没有从重估中获益，2007 年的指标接近于零。另一方面，挪威，一个大额净资产头寸持有国，从重估中获利颇多。

因此，虽然有一些明显的特例，我们认为，在 2007 年前后在净对外资产头寸和重估值变化之间存在清楚、显著且持续的负相关关系：负 NIIP 国家倾向于获益，正 NIIP 国家倾向于遭受损失。

进一步的研究应该分析这种持续性表现背后的原因，但是对外资产和负债的币种构成可能扮演一个重要的角色。保持不变的是负债以本币计价，资产以外币计价。在这种情况下，净资产持有国的经常项目顺差，可能面临货币升值，本币资产价值减少，而本币计值的负债不变，NIIP 恶化。不幸的是，我们不容易得到对外资产和负债的构成。

然而欧元区国家的经验表明，货币变化不是对外资产和负债评估调整后保持稳定的背后的唯一因素。一些欧元区国家的净国际投资头寸为正而其他国家为负。考虑到货币份额，欧元价值的改变对所有国家来说并不都是稳定的。然

而，很多欧元区国家包括顺差国家像德国和逆差国家像斯洛伐克，在 NIIP 的初始头寸和随后的估值变化之间，符合跨国模式。

六、NIIP 变化的拆分

首先，我们来看一下自 2007 年起重估变化在净国际投资头寸改变中的作用。一个直接的方法是将 NIIP 的改变分为净资本流动和非流动（包括资本收益和损失）。然而，在欧盟，欧盟转移在跨境资本流动中扮演了一个重要角色，并且大部分的欧盟转移被记载在资本账户中。对于接受国来说，不会创造负债，因而支持了经常账户逆差的持续性。因此，我们想指出，资本账户对经常账户赤字融资的贡献，间接提高 NIIP。

将 NIIP 的变化分为三部分。总的经常账户余额与总的资本账户之和相当于资本流动，如果净误差与遗留被认为是资本流动，那么：

$$(9) \quad non - flow_t = \Delta(NIIP_t) - CAB_t - KAB_t,$$

非资本流动包含在估值变化和其他因素中（比如重分类）。

大部分在 2004 年加入欧盟的中欧国家在 2007 年收到了超过占 GDP20%的资本账户转移，有力的支撑了 NIIP 的持续性。希腊、葡萄牙、保加利亚和罗马尼亚，以及高收入的捷克共和国，收到了占 GDP10-13%的资本转移。因此，欧盟转移对这些国家的净国际投资头寸的提高发挥了重要的作用。

同样值得注意的是，估值变化（被包含在非资本流动中）对于 NIIP 的提升也起到了显著的作用，在一些国家中，估值变化甚至超过了资金流动。

六、结论与进一步问题的研究

近年来，金融全球化导致了对外资产和负债的大幅增加，估值变化范围的扩张可能超过了贸易和资金流动。我们涉及到的国家中大部分实现了对外资产和负债的大幅增加。

经过计算，我们认为美国在对外资产和负债收益率上享有一个“嚣张的特权”：由可得到的数据，美国每年的对外资产的收益率超过了对外负债。然而，我们认为美国获得的对外净资产的估值收益并不会一直持续下去。我们发现，作为资产存量的一部分，估值收益大部分是 20 世纪 70 年代中期至 80 年代中期经济发展的结果。自 2007 年美国资产遭受损失，因而构成全球危机的一部分。因此更多近期数据显示，美国的“优势”并不稳固。

关于流动收益，只有日本和瑞士表现出与美国相似的前景。因此我们认为这个假定：已成为第二大货币的欧元能够给欧元区国家带来与美国类似的外部收益优势，并不是正确的。

美国收益优势的主要驱动力是 FDI 资产收益率超过了 FDI 负债收益率。FDI 资产的地理分布，可能捕捉了风险因素，但是只解释了美国 FDI 资产收益的一小部分。关键的原因是，美国、英国和日本的投资者，能够在他们 FDI 的目标国家获得超出平均收益率的收益。进一步的研究应该分析美国、英国和日本拥有高额 FDI 资产收益的背后的原因，包括下面几点：

(1) 在“税收优惠”国家投资扭曲了 FDI 收益吗？我们发现美国 60% 和英国 40% 的 FDI 被投资在“税收优惠”国家，日本也有很大部分 FDI 投资于开曼群岛。原则上，这并不会影响我们的结果，考虑到我们把利润转移和未公开的收入排除在我们的数据之外。然而，当在“税收优惠”国家投资过高时，FDI 收益和存量数值的测量可能并不严密。

(2) 知识产权的处理扭曲了统计数据吗？一些公司可能在母国建立知识产权库，很少在其他国家进行实物投资，但是来自其他国家的利润可能与他们在本国的知识产权有关。因此，利润与海外实物投资的比值会很大。

(3) 金融复杂性会导致高额的 FDI 资产收益吗？金融复杂性可能会帮助投资者更好地辨认出有利的投资机会。

总的来说，新兴市场国家尤其是中欧国家，他们的 FDI 负债收益率相当高。除去可能的风险因素，高收益率大部分反映出这些国家更高的资产回报，由于低的资本与收入的比值和潜在的生产力的快速提升。

一些欧洲和非欧洲国家，估值变化大于经常账户与金融账户的转换，突出了其重要性。在欧盟，一些国际投资头寸为负值的中欧和南欧国家一般以欧盟转移作支撑。

对外资产相对于负债的收益率的提升对于支撑负的国际投资头寸起到了一小部分作用。然而，估值变化看起来并不是随机的，在 2008 年危机前后对保持国际投资头寸的持续性有着非常重要的意义。负的净国际投资头寸的国家倾向于拥有正的重估收益，而持有大额的净对外资产的国家倾向于遭受重估损失。例如，大额净对外资产持有国像中国、沙特阿拉伯、瑞士、日本和德国在 2007 年遭受了巨大的损失，因而保证了其他负头寸国家的可持续性。风险因素也助长了美国 2007 年的损失。但是并不存在一个统一的趋势。考虑到 2007 年的总

资产和负债的重估，中国和沙特阿拉伯在资产上遭受损失，负债上获益；瑞士和美国的资产重估接近于零，但是负债上获利；而日本和德国的负债收益率高于资产收益率。因此，这些国家遭受相关净资产损失的机理明显不同，不同的资产类别比如股权和债权的差距更大。进一步研究的关键问题是更好的理解这些估值变化的驱动因素。

本文原题为“Returns on foreign assets and liabilities: exorbitant privileges and stabilising adjustments”。本文作者 ZSOLT DARVAS 为勃鲁盖尔大学以及布达佩斯的科维诺斯大学的高级研究员。PIA HÜTTL 为勃鲁盖尔大学的一名研究员，同时也是柏林洪堡大学的博士生。本文于 2017 年 11 月刊于 Working Paper。 [单击此处可以访问原文链接](#)

提升中国的金融稳定性

Ratna Sahay & James P. Walsh /文 史明睿/编译

导读：近期，中国领导人把维持金融体系稳定作为首要任务，IMF对中国进行了金融部门评估，发现了三个方面的问题，同时在五个方面提出了建议。编译如下：

中国领导人把维持金融体系稳定作为首要任务。中国有世界上最大的银行和第二大股票市场，鉴于中国市场的规模和重要性，增强金融稳定性对中国乃至全世界来说，都是值得欢迎的消息。金融体系实际上渗透于经济活动的各个方面，在促进经济快速增长和大幅降低贫困率方面发挥了关键作用。

中国正在从世界工厂转变为消费驱动型经济体，这是更现代化的转变。然而，在这一过渡期间，金融部门出现了一些紧张的情况。

三个担忧

近期，国际货币基金组织在金融部门评估计划（FSAP）下结束了对中国的最新评估，确定了中国金融体系三个重要且相互关联的关注点：

● **贷款热潮**。经济增速放缓，但由于需要保增长和就业，导致信贷持续快速增长。这些债务大部分由公司（部分没有很好的发展前景）和地方政府产生，除此之外，家庭债务所占份额也在持续增长。信贷增长是衡量未来财务困境的一个重要指标。当社会急需更多贷款时，借贷标准往往会降低。

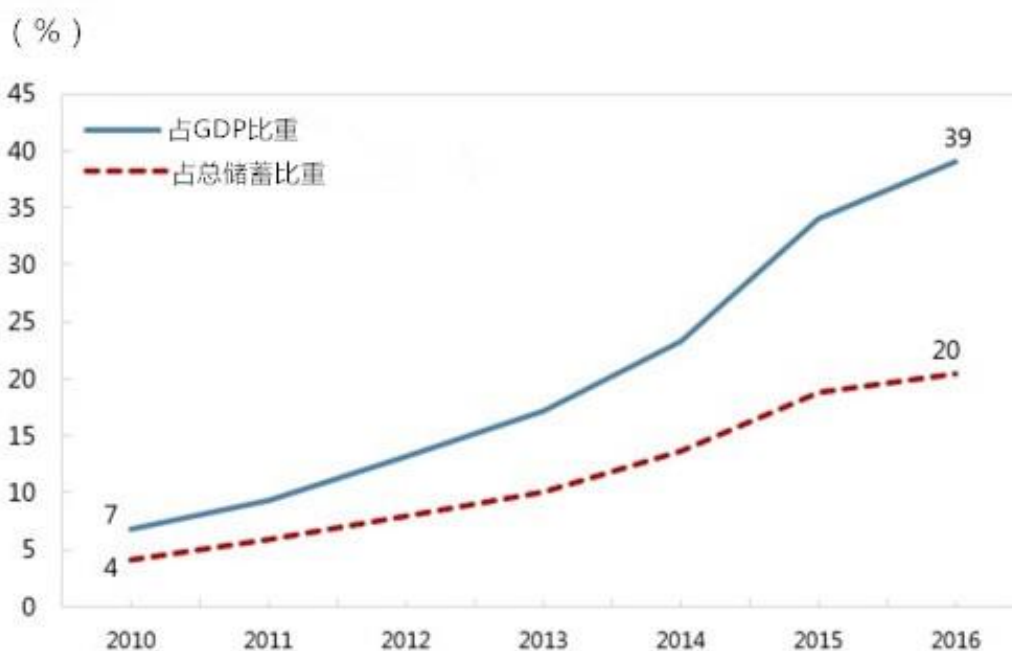
● **复杂性**。由于对银行向建筑和房地产等传统行业放贷的监管，高风险的借款人从银行被迫转向很多缺乏监管的金融产品。与此同时，银行也在为寻求高收益率的储户提供日益繁复的理财产品。

● **担保**。银行经常赔偿投资者对金融产品投资的损失，以维护银行声誉；政府多次干预，以求稳定金融市场。由于上述情况出现，投资者开始相信，如果国有企业陷入困境，将会得到银行救助。但是，保护投资者和公司不受损失的做法，容易使投资者低估风险，并可能导致投资错配到生产率较低的经济活动中。

综合起来，这些因素创造了一个非常难以监测、高度动态变化且快速发展的金融体系。取消隐性担保，即允许市场下跌、公司倒闭、投资者亏损，是非常具有挑战性的。更好的社会安全网、金融教育和改进的破产程序有助于完善金融体系。但是，除非政府，特别是在地方一级政府，能容忍失业和经济增长放缓，否则，信贷增长就不会放缓，即便是地方政府也可以找到新的资金来源。

图 1 表内与表外项目

2016 年末，资产管理产品快速增长，已占 GDP 近 40%。这些产品经常不被包含在银行的资产负债表中。



资料来源：Wind 资讯及 IMF 成员计算

主要目标

中国当局认识到上述风险，并试图遏制这些风险。四月份，习近平主席提到金融稳定是中国当前的一个重要目标。自 2011 年上次评估以来，中国有关部门不断加强对银行、保险公司和证券公司的监管力度。

IMF 关于进一步改进的主要建议存在于五个关键领域：系统风险监测、机构间协调、银行资本、流动性缓冲和危机管理。每个领域的具体建议如下：

- 中国当局应该建立一个专注于金融稳定的机构，加强对系统性风险的监督。机构可以通过定期讨论和跨机构金融问题评估，帮助识别系统性风险，并对执行机构管理者提出建议。这种做法需要以提升数据质量为基础。

- 财务管理者需要有更大的独立性来执行任务，不用担心被撤换。他们需要更多的资源作保证，以便充分监督一个庞大而复杂的系统。应建立一个存在于公司各个层面上，不仅仅局限于顶层的有效协调机制，这对于识别和管理风险至关重要。

- 信贷的规模扩大，要求银行逐步增加资本持有，以应对突如其来的周期性经济衰退。日益复杂且相互联系的金融体系也要求几家大银行有更好的缓冲机制，防止冲击蔓延到金融体系的其他部分。最后，中国独有的金融风险（例如取

消广泛隐性担保的风险，银行大量表外资产的风险）要求整个金融体系在转型期间内具有更高的资本水平。

- 银行和其他金融机构越来越多地使用短期借款为投资者提供资金。为了遏制风险，银行应该持有更多的流动资产，修改金融机构之间的贷款规则，鼓励更安全和更长期的贷款。

- 构建有效的危机管理框架的几个要素已经初步到位。接下来，需要进一步改革，以减少金融体系对管理薄弱的金融机构公共资金的依赖，同时允许出现投资失败，可以按照国际标准扩大行政解决权力。

中国的金融系统是世界上最大、最复杂的金融系统之一，监管好这个系统是一项艰巨的任务。中国当局正在努力使金融监管跟上增长和创新的步伐，但和所有国家一样，仍然存在很多需要完善的地方。中国最近成立了金融稳定和发展委员会来监测系统性风险，防止资金链断裂，委员会宣布了一系列新的规则来遏制资产管理产品的风险。解决这些风险有助于中国继续高速、安全地发展。

本文原题为“Improving financial stability in China”。本文作者 Ratna Sahay 和 James P.

Walsh 均为 IMF 货币与资本市场部副主任。本文于 2017 年 12 月刊于 IMF 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

黯淡的长期展望：美国的财政政策与改善建议

Alex Brill/文 单敬雯/编译

导读：联邦政府的债务前景令人担忧，2016年公众持有的联邦债务总额为14.8万亿美元，占GDP的77%。联邦债务的主要驱动因素是政府日益增长的社会保障、医疗保险等福利项目开支。本文的目的是阐述美国财政面临的挑战，并权衡缓解财政危机的多种政策选择。编译如下：

美国将会面临联邦债务危机，这会为子孙后代带来严重的经济困难。目前，公众持有的联邦债务总额为14.8万亿美元，尽管在未来的30年间，美国经济预计增长76%，但通胀调整后的债务负担将会增长超过240%。要使财政状况重新回到可持续的轨道上来，就需要清楚地认识到导致财政危机的原因和无所作为的经济后果。

解决财政不平衡问题有多种方法，但并非所有方法的效果都是等价的，因而改革何时发生、具体采取何种行动都将对美国经济的长期发展产生重要的影响。例如，为缓解财政压力，意料之外的大幅增税可能会导致经济衰退，但逐渐减少对子孙后代的福利支出则可能会鼓励工人提高私人储蓄率，促进长期经济增长。

1、定义问题

目前公众持有的联邦债务是过去联邦赤字的累积。例如在2016财年，联邦政府收入约3.3万亿美元，支出约3.9万亿美元，赤字接近6000亿美元，因而联邦债务从14.2万亿美元增加到14.8万亿美元。

然而，并非所有的债务都是等价的，为获得资产而产生的债务与为转移支付而产生的债务之间存在重大差异。例如，福特级航空母舰首舰（USS Gerald R. Ford）于2017年初投入使用，耗资约130亿美元，在其他条件相同时，联邦债务增加了130亿美元（或0.088%），但联邦政府因此拥有了价值130亿美元的资产，预计使用寿命为50年。这种情形与转移支付并不相同。例如，为了应对飓风，联邦政府近年来平均每年花费140亿美元来恢复受灾地区，其他条件相同时，联邦债务因此每年增加了140亿美元。这并非说哪种支出好，哪种支出不好，但尽管数额相似，联邦政府的长期资产购置与转移支付在经济上并不等价。类似地，从资本会计角度来看，联邦政府在医疗保险和社会保障方面的福利支出与在基础设施建设方面的投资，对政府预算的影响也是不同的。

同样值得注意的是，政府当前获得的一些收入可能会带来未来现金流出的义务，因而，如果是因这类收入而使今天政府的赤字较低，那么财政前景可能比看起来更糟。例如，在大萧条之前，社会保障税收收入大于支出，但支付这些税款的工人未来将会得到退休福利。

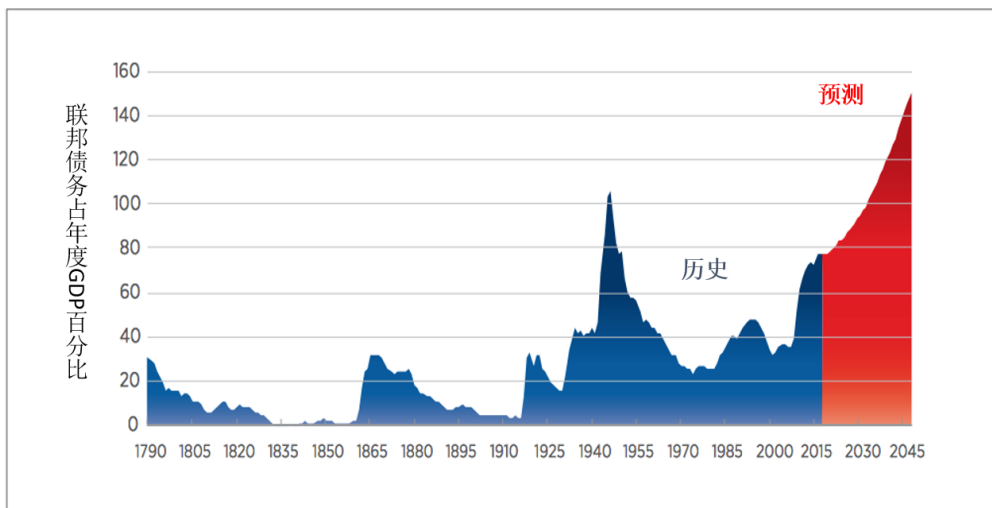
了解这些差异非常重要，因为联邦支出中最大类别即是社会保障（2016 财年 9100 亿美元）和医疗保险（2016 财年 6920 亿美元），这些项目的增长会为未来的美国财政带来严重后果。

2、美国目前面临的债务和利息负担

目前，公众持有的联邦债务总额达到不可思议的 14.8 万亿美元，相当于每个家庭持有 119,499 美元或每人 44,964 美元，相当于美国所有住宅总价值的 48%。这一数字略高于未偿还抵押贷款的总额，比未偿还的学生债务总额大一个数量级。

然而，仅仅用数额来衡量债务并不是特别有意义。一个国家承担债务的能力取决于其经济规模，像美国这样每年生产 19 万亿美元商品和服务的大经济体，纳税人有更多的资源为债务融资。随着经济的真实增长，固定水平的债务带来的影响会减小。因此，常用于衡量政府债务负担的指标是债务占年度 GDP 的比例，美国的这一比例在 2016 年为 77%。

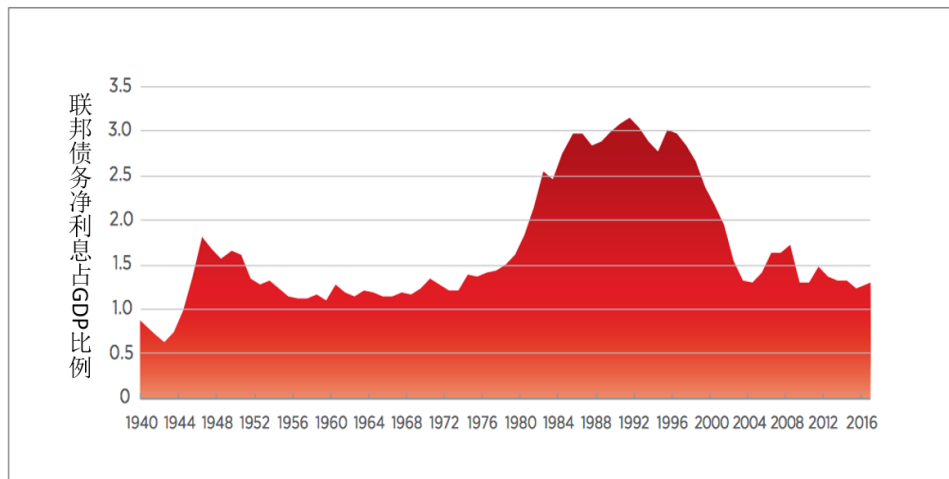
图 1 公众持有的联邦债务占年度 GDP 的比例



来源：国会预算办公室，历史预算数据（2017年1月）和长期预算预测（2017年3月）

2016 年，联邦债务产生的利息总计达到 2410 亿美元，占 GDP 的 1.3%。近年来的低利率大大降低了债务成本，因此虽然联邦债务大幅增加，但债务的利息支出在过去的 20 年里下降了 50% 以上，回落到历史平均水平附近。

图 2 联邦债务净利息支出占 GDP 的比例



来源：圣路易斯联邦储备银行和美国预算办公室

3、美国未来面临的债务和利息负担

联邦债务的前景令人担忧。根据国会预算办公室（CBO）预计，如果财政政策没有变化，联邦政府支出占 GDP 的比重将在未来 30 年内从 20.7% 上升到 29.4%，而联邦政府收入预计将从 17.8% 增加到 19.6%。由于支出与收入间的差距日益扩大，预计债务占 GDP 的比重将从 77% 上升到 150%；按实际值计算，债务将从 14.8 万亿美元增加到 51.3 万亿美元。如果这一预测成立，那么利息支出占 GDP 的比例将从 2016 年 1.3% 上升到 2047 年的 6.2%，随着债务的上升，十年期国债利率近乎翻倍至 4.7%

白宫行政管理和预算办公室（OMB）的长期预测结果类似，预测显示 2027 年债务占 GDP 的比例将上升到 85%，2042 年将达到 111%。

CBO 和 OMB 的长期预测会受到不确定性的影响。OMB 指出，如果年生产率的增长率增加或减少 0.25%，将会带来 25 年后债务与 GDP 的比率提高或降低大约 15 个百分点；如果医保费用每年比 GDP 增速高 1.5 个百分点（而不是基线假设的 0.8 个百分点），那么 2042 年的债务占 GDP 比重将会增加 10 个百分点；如果医保费用与 GDP 的增长速度相同，这一比例将会减少 10 个百分点。CBO 还注意到替代政策假设对长期预测的影响，例如，将社会保障福利限制在专项资金可支付的金额内，将会把 2047 年债务占 GDP 的比例限制在只有 111%。

4、美国债务负担的演变

尽管根据当前的预测，美国财政前景黯淡，但情况并非总是如此。20 世纪 90 年代后期，美国政府有少量的预算盈余。2000 年，CBO 预测在随后的十年

里会有持续的预算盈余，2010 年达到 GDP 的 3.3%；2000 年，公众持有的债务占 GDP 的比例为 40%，CBO 预测 2010 年这一比例将下降到仅为 GDP 的 6%，而事实上，该比例在 2010 年攀升到 61%。

回顾历史上的预算预测，在 21 世纪最初的十年里，CBO 的预测发生了转折，预测的债务前景由“改善”转为“恶化”。2000 - 2003 年，债务占 GDP 的比重徘徊在 33% 左右，CBO 预测在接下来的十年里，这一比例将下降 20-27 个百分点；在 2004 - 2006 年间，预测变得不那么乐观，但在 2007-2008 年又重新乐观，那两年债务占 GDP 比重分别是 20.1% 和 22.6%，预计在未来的 10 年会下降到 15.1% 和 16.7%。

5、2008 年的拐点

在 1967-2007 年间，美国的债务占 GDP 比重平均为 34%，这一比例在 80 年代上升，90 年代下降，但从未超过 48%。2001 年的经济衰退、意料之外的伊拉克和阿富汗战争以及政策的变化（包括 21 世纪初的减税政策及为退休人员设立的医疗处方药福利）导致了财政状况与预测截然不同。

由于经济衰退，财政状况在 2008 年发生了戏剧性变化。2008 年，赤字占 GDP 的 3.1%，2009 年激增到 9.8%，主要是因为财政收入下降 2.5 个百分点（从 GDP 的 17.1% 下降到 14.6%）、支出增长 4.2 个百分点（从 GDP 的 20.2% 上升到 24.4%，达到 1945 年以来的最高水平）；2008 年，债务占 GDP 的比例为 39%，5 年后上涨了 33 个百分点，达到 73%，到 2016 年底达到了 77%；此外，十年期的预测也在迅速变化，2010 年，债务占 GDP 的比例为 60.9%，预计到 2020 年将增至 66.7%，但在次年，这一比例跃升至 65.9%，2021 年的预测也因此猛增至 76.7%。

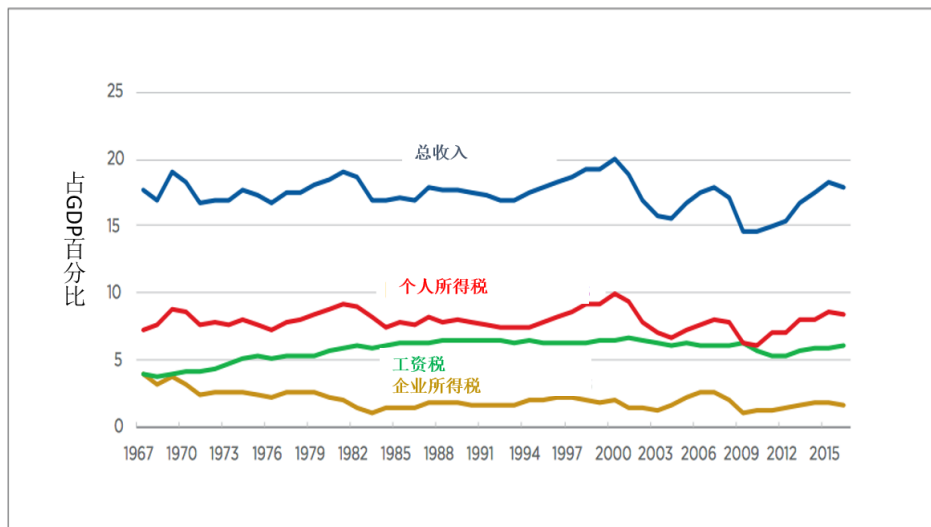
最近几年，财政前景的恶化程度有限。财政支出暂时稳定在 GDP 的 21% 左右，收入也恢复到 1967 年以后的平均水平。在最近的 CBO 预算预测中，债务占 GDP 的比例到 2026 年可能达到 86.1%。看起来，债务危机似乎只是最近这场财政危机的结果，但实际上债务危机一直在持续。

6、理解联邦债务的长期驱动因素

可以分别从收入和支出两方面寻找联邦债务的主要驱动因素。

联邦收入可分解为个人所得税、工资税、企业所得税和其他税收。图 3 显示，在过去 50 年里，总收入占 GDP 的比重在 15% 到 20% 之间波动，目前是 17.8%，接近 50 年来的平均值 17.4%。大部分的波动来自于收入最主要的来源——个人所得税收入。

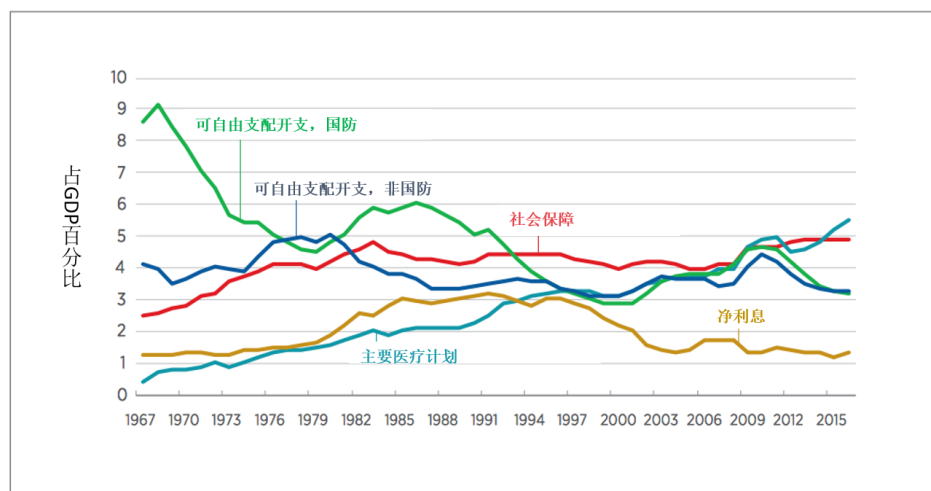
图 3 税收收入占 GDP 比重



来源：国会预算办公室，历史预算数据（2017年1月）

联邦支出可以分解为可自由支配开支和必需开支。可自由支配开支是指那些受国会年度拨款程序约束的项目，国会必须明确授权并拨款，以便联邦政府可以使用这些资金；必需开支是指那些法定条款规定可以在没有国会拨款的情况下发生的开支，其中社会保障和医疗补助是最主要的必需开支。

图 4 联邦支出占 GDP 的比重



来源：国会预算办公室，历史预算数据（2017年1月）

从图 4 可以看出，必需开支占 GDP 比重一直在上升。1967 年，社会保障和主要医疗计划共占 GDP 的 2.9%，到 2016 年增长到 10.4%；国防开支远低于 20 世纪 60 年代，但会随着外交和国防政策的变化而波动；非国防可自由支配

开支一直相对稳定。此外，由于利率较低，因此虽然联邦债务负担在增加，但净利息支出一直相对稳定。

这些数据表明，联邦债务的驱动因素是联邦政府日益增长的福利项目开支，其中最大的是社会保障和医疗保险。由于老龄人口日益增加，这两类支出占 GDP 的比重会进一步增加，将为联邦预算带来更大的财政压力。

在 2016 年，社会保障计划覆盖 6100 万人——4400 万退休人员和家属，600 万幸存者以及 1100 万残疾工人和家属，社会保障总署花费了 9220 亿美元，比 4 年前增加了 17%。由于人口结构的变化，预计社会保障支出将从 2017 年占 GDP 的 4.9% 增加到 2033 年的 6.0%。2034 年，社会保障信托基金准备金预计将耗尽，基金的持续收入将不足以覆盖计划支付的福利，在没有政策改革的情况下，2034 年的可支付福利将只是承诺应支付的 77%。

总体来讲，目前社会保障和医疗保险规模大致相当。2016 年，全国共有 5690 万人获得医保福利，总支出达 6790 亿美元。同社会保障一样，医疗保险预计也将比经济增长更快，最终将达到 GDP 的近 6%，高于 2016 年的 3.6%。然而，许多分析人士强烈怀疑，意图限制联邦医疗保险支出的现行法律将被证明站不住脚也不可持续，换句话说，医疗服务提供者将不愿或不能按照现行法律规定的较低补偿率提供服务。根据对补偿率更为合理的增长率假设，医疗保险计划开支的增长速度要更高，并比社会保障开支增长快得多。今年的估计显示，在更为合理的假设下，到 2091 年，医疗保险将占到 GDP 的 9%。因此，尽管医疗保险带来的短期压力略低于社会保障，但长期的挑战可能要大得多。

本文原题为“The bleak long-run outlook: US fiscal policy and how to improve it”。本文作者 Alex Brill 为美国企业研究所的常驻研究员。本文于 2017 年 12 月刊于 AEI 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

欧央行如何正常化其货币政策？

Grégory Claeys 和 Maria Demertzis /文 郭子睿/编译

导读：虽然欧洲经济在复苏，但依然面临一些不确定性。如经济增长的动能不足，通胀预期低于目标。欧央行需要向美联储学习货币政策的沟通经验，但也要注意欧美经济的结构性和周期性差异。编译如下：

随着金融危机的蔓延，欧央行和其它央行纷纷扩大货币政策工具，调整货币政策框架。这些非传统货币政策使央行的资产负债表不断扩大。随着欧元区经济的复苏，关于货币政策正常化的讨论越来越多。但目前还不清楚这些货币政策是重返危机之前的“正常”状态，还是步入“新常态”。

关于资产负债表的最优规模目前还没有定论。但央行缩减资产负债表一定会对金融市场产生影响。为了避免金融市场的波动，央行缩表一定是渐进的。由于自然利率的下降，即便是央行加息，未来的利率一定低于危机前的水平。这也决定了未来当经济陷入衰退时，央行将更多的依赖资产负债表而非利率工具。

美联储是全球第一个实施紧缩政策的央行，欧央行可以借鉴美联储的经验。美联储的经验表明，在货币政策正常化的过程中，央行需要及时和市场沟通，降低不确定性对金融市场的影响。目前，欧央行也在顺利的缩减资产的购买规模，但欧央行还缺乏清晰的未来货币政策路径和框架。

货币政策的正常化之路

美联储在货币政策正常化时采取了如下顺序：首先减少资产的购买规模，然后是缓慢的加息，最后是被动的缩减资产负债表，采取到期不再购买的方式。从 2015 年起，美联储已经进行了四次加息，在加息的过程并没有对实体经济和金融市场产生负面的影响。从今年 10 月份，美联储计划缩减资产负债表，也没有对金融市场产生动荡。虽然现在说美联储的政策对经济不会产生负面影响还为时尚早，但目前来看还是成功的。我们认为欧央行应该学习美联储的经验，毕竟全球没有哪一个央行有经验处理过购买的资产。这种渐进的采取被动的方式减少资产效果要远远好于直接大规模的出售资产。但美联储的经验在指导欧洲退出 QE 的过程中也存在一定的局限性。无论是结构性还是周期性，欧洲经济都与美国存在一定的区别，这是欧央行决策时需要考虑的：

第一，欧元区金融体系以银行为主，信贷是金融融资的重要渠道。任何不利于信贷创造的政策都将阻碍欧元区的经济复苏。第二，欧元区有 19 个国家，

欧央行的货币政策正常化必将对不同的国家产生不同的影响。如果缩表导致长期利率上升，将对一些高债务国家产生严重的负面影响。第三，美国没有负利率。欧央行应该将其存款利率提高到 0，以免对银行利润产生持续的影响。银行业较低的利润率会导致银行降低对实体经济的信贷投放。但过早的提高利率会导致欧元升值，而欧洲经济的增长和通胀对汇率又较为敏感。因此，欧洲在加息和缩表时需要更加谨慎。第四，欧美经济存在结构性差异。欧美的劳动力市场，价格形成机制以及 QE 对通胀的传导都存在不同，欧央行需要考虑这些因素。总之，货币政策的正常化是一个不断试错的过程，欧央行既需要谨慎又要保持一定的灵活性，避免犯重大性错误，导致利率大幅度上行，像 2011 年。

货币政策正常化的沟通策略

在货币政策正常化的过程中，及时有效的和市场沟通至关重要。美联储在货币政策正常化的过程中，及时的向市场沟通，如在 2013 年讨论退出量宽可能产生的正面以及负面影响，讨论未来的货币政策可能路径，在 2014 年提出了一个综合性但又相对灵活的关于货币政策的框架。这些都需要欧央行学习借鉴。

欧央行在向市场沟通时不应该设置日历表，而应该设置状态依存的进程。根据经济的运行状态采取对应的政策，确保政策可预测和透明。这样可以避免不必要的金融市场波动，以及对高债务国家产生负面影响。

结论

虽然欧洲经济在复苏，但依然面临一些不确定性。如经济增长的动能不足，通胀预期低于目标。欧央行需要向美联储学习货币政策的沟通经验，但也要注意欧美经济的结构性和周期性差异。鉴于此，我们向欧央行提出如下的政策建议：第一，确保货币政策的正常化路径可预测和透明。这并不一定要求非常精细，但会降低市场参与者所面临的不确定性。第二，在货币政策正常化的过程中，具体操作灵活避免犯重大错误。欧央行没必要着急的退出非传统货币政策和降低资产负债表的规模。第三，缩表采取持有到期不再购买的被动方式，并向市场及时沟通。

从长远来看，资产负债表回归正常化有助于欧央行将政策框架恢复到危机前的状态，并充分利用传统政策工具。但目前来看，这是不现实的，大规模的急速的缩减资产负债表会对金融市场产生重大影响。较低的自然利率会降低传

统货币政策工具的空间，未来会更频繁的使用 QE 作为刺激工具。如果欧央行接受其资产负债表不可能回到危机前的水平，那么他就需要考虑建立新的政策框架以及如何实施货币政策。

本文原题为“[How should the European Central Bank ‘normalise’ its monetary policy?](#)”。本文作者 Grégory Claeys 为 Bruegel 的研究员，Maria Demertzis 为 Bruegel 的副主任。本文于 2017 年 11 月刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

过去十年现金持有量增加

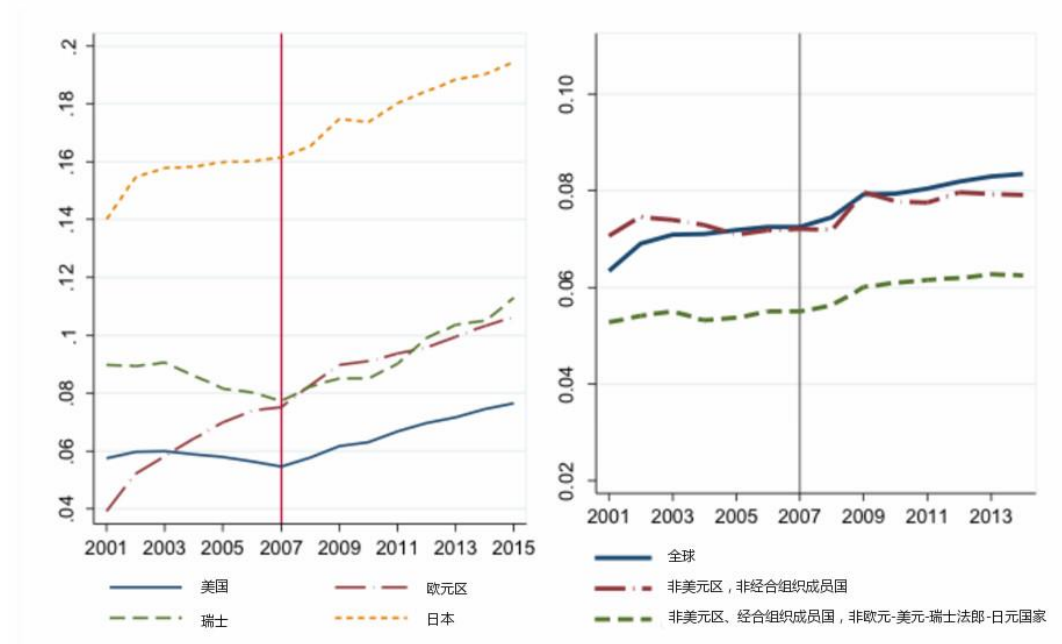
Clemens Jobst 和 Helmut Stix /文 杨茜/编译

导读：许多发达国家社会已经从使用现金转向电子替代品。但过去十年来货币持有量显著增加。本文关注随时间的推移现金持有量的变化，并阐明这种明显的矛盾。二战以来流通货币占 GDP 的比重一直在下降，而近几十年来货币流通量的大幅度增长只有部分是由于低利率导致的。编译如下：

如果我们相信科技的发展，那么现金即将消失。瑞典差不多已经发生了（Skingsley, 2017），同时得益于新的硬件（手机和近场通信）和软件（互联网，即时支付系统），现金也很快会在其他国家消失。

然而，这与实证研究不符。Goodhart 和 Ashworth（2014）指出，英国货币量与 GDP 的比率从 2007 年的 13.3% 增长到 2014 年的 16.1%。在美国和欧元区，人们持有相当数量的现金，2016 年人均持有量分别为 4200 美元左右和 3400 欧元左右。更令人费解的是，与名义 GDP 相比，现金持有量近年来有所增加（图 1 左图）。

图 1 现金流通量占名义 GDP 的百分比



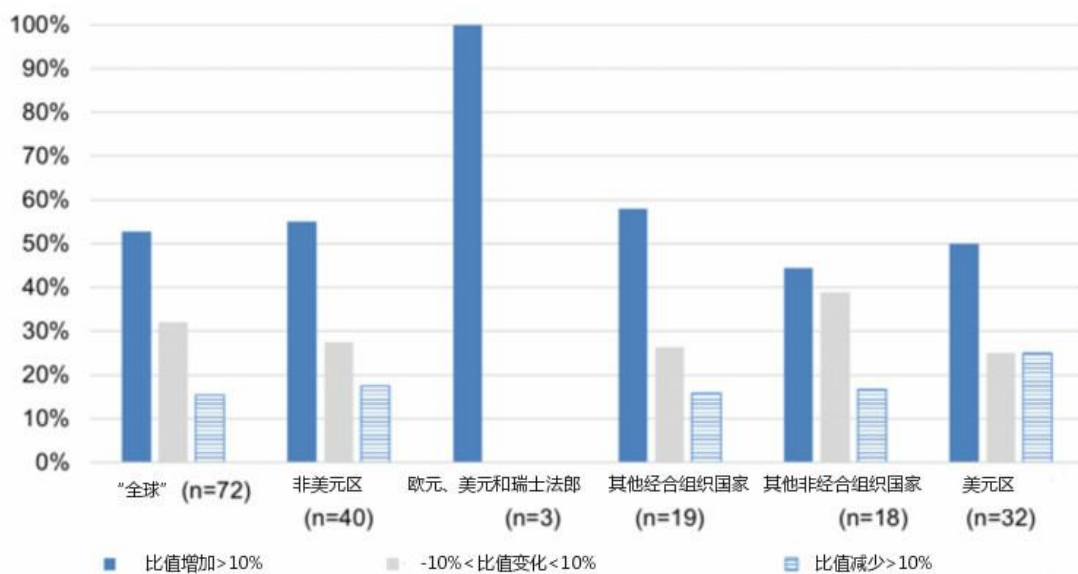
在试图解释这种明显的悖论时，我们考虑货币币种的不同带来的影响。美元，欧元和瑞士法郎通常在国外使用和囤积（Bartzsch 等，2013；Judson, 2017；Assenmacher 等，2017），因此其流通量的增加可能反映了外部需求。对于不是国际货币的英镑，Goodhart& Ashworth（2014, 2017）认为 2007 年以后现金的使用增加归因于繁荣的影子经济。

现金需求的增加是广泛的现象

现金需求的增长并不局限于少数货币，而是更广泛的现象（Jobst&Stix, 2017）。我们收集了从 2001 年到 2014 年，占世界 GDP 96% 的经济体的货币流通数据，发现三个典型事实：

- 世界货币流通总额从 2001 年的 6.5% 上升到 2014 年的近 8.5%（图 1 右图）。
- 无论是国际和非国际货币，还是经合组织（即富裕国家）和非经合组织国家（即富裕程度较低）的经济体的现金流通量都有所增加（图 1）
- 最后，货币流通量的增加也是广泛的，不限于少数几个较大的经济体（图 2）。尽管其中有 11 个经济体货币流通量与名义 GDP 的比率下降了 10% 以上，但对于总体 72 个经济体的，2004 年至 2014 年这一比率的中值变化为 +13%

图 2 2004-2014 年现金流通量占名义 GDP 的百分比变化



现金流通的巨大数量和过去十年这一数据的增长使中央银行和决策者思考，怎么解释令人费解的现金流量？传统的经济力量（例如较低的利率）能否解释过去一段时间的增长，还是有其他解释？是否有对现金的明显需求显著增加了现金的使用？

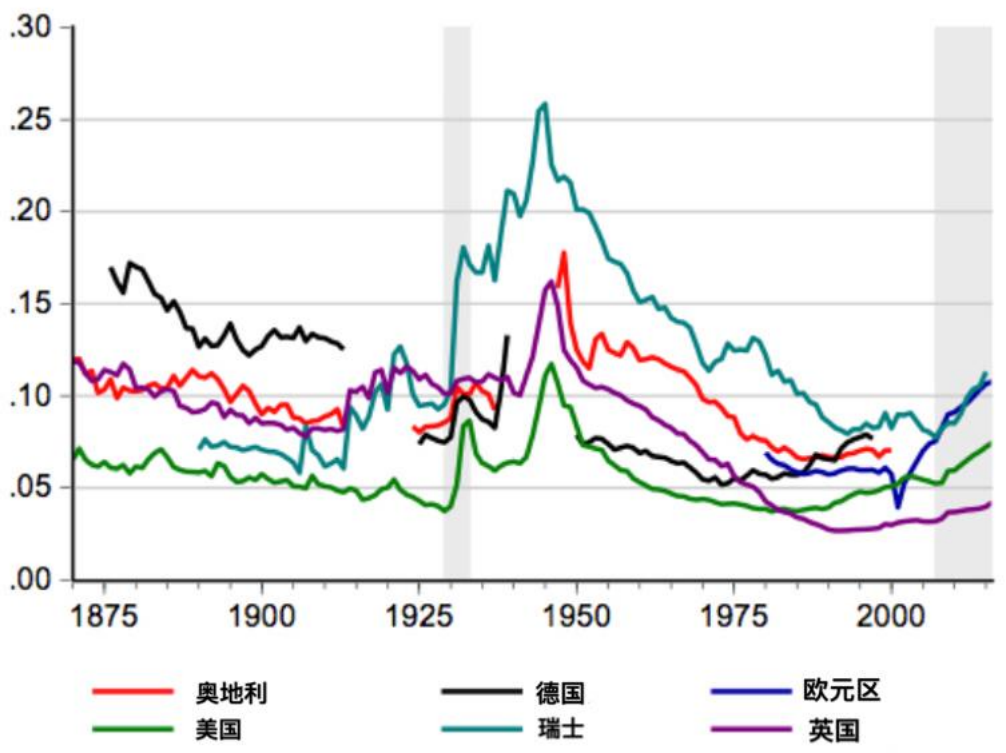
长期来看，近期现金需求的增加较大

从近期现金需求的发展来看，我们考察了奥地利、瑞士、美国、英国、德国和欧元区过去 150 年间现金流量的变化情况。主要观察结果如下：

- 虽然现金需求在 1890 年和 1990 年之间下降，但下降并不统一。特别的，货币流通量的高点不是在 19 世纪，而是在二战期间达到的。

- 通常与支付技术创新相关的现金流量数据，在二战后从较高的水平持续下降，给长期趋势带来了一定偏差。
- 自 20 世纪 80 年代至 90 年代以来，所有经济体的下降趋势已经停止，甚至出现了一定增长
- 大的冲击似乎对流通水平产生持久的影响，如 20 世纪 30 年代金融危机的数据（图 3 灰色阴影）和二战。
- 从长远来看，近期这一数据的涨幅相当可观。

图 3 长期来看现金流通量占名义 GDP 的百分比

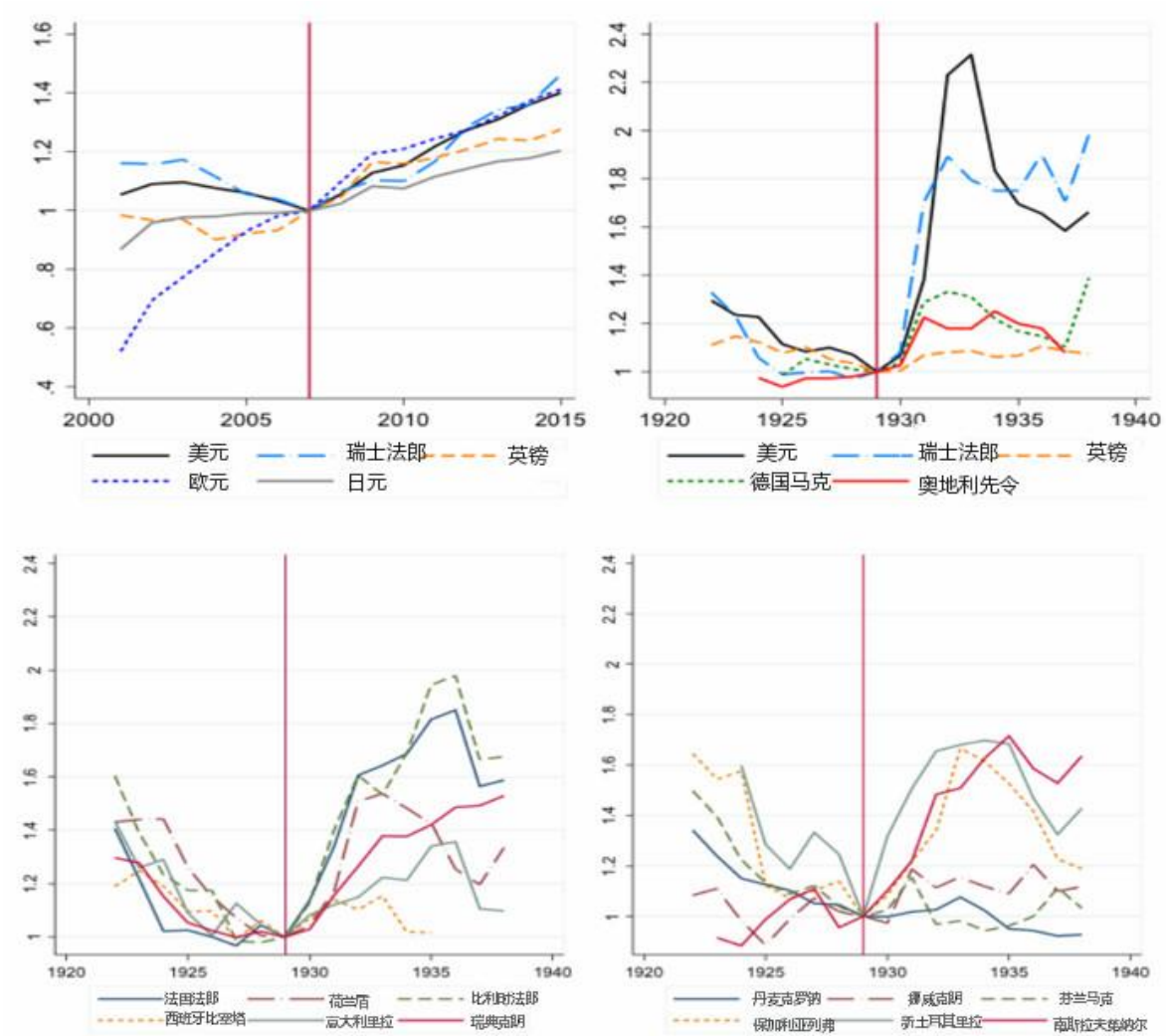


低利率只能部分解释近期货币需求增长

有几个理由可以解释近期的现金需求增长：低利率、影子经济和犯罪活动的增加、银行信心低下，以及增加的不确定性强化了现金作为安全资产的角色。

我们使用 2001 年至 2014 年的面板数据建立货币需求模型，分析这些因素相对重要性。我们只关注国内需求因素，不考虑所有国际性的需求因素，并在合理的范围内估计收入和利率弹性（货币需求函数的两个标准决定因素）。同时我们考虑固定年份效应，以衡量常规经济力量无法解释的任何平均变化（跨经济体）。固定年份效应在 2007 年之前接近于零，但在此之后是正值，并且不断上升。因此在 2007/08 年度以后，低利率可以解释现金需求增加的一部分。然而 2007 年以后，仍有一部分现金需求的变化无法解释。

图 4 现金流通量在金融危机期间增加



我们需要更好的了解非交易现金需求

交易的现金使用很可能会下降。但是交易的现金需求只占整体现金需求的小部分（粗略估计较富裕经济体的这一数据为 15%）。相反，货币流通量的变化主要是囤积等动机。尽管对交易需求进行了相当充分的研究，但对非交易需求还知之甚少。总的来说，需要更多的数据和研究来提高我们对人们使用现金的理解。

本文原题为“The cash comeback: evidence and possible explanations”。本文作者 Clemens Jobst 为奥地利央行的首席经济学家，Helmut Stix 为奥地利央行的经济分析师。本文于 2017 年 11 月刊于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

吉尔吉斯选举展现出中亚存在不同道路

Kate Mallinson /文 丁丽伟/编译

导读：10月16日，吉尔吉斯斯坦总统选举落下帷幕，前总理索隆拜·热恩别科夫以54.3%的得票率击败了主要竞争对手奥穆尔别克·巴巴诺夫当选新一任总统。本文作者观察了选举结果公布前后吉尔吉斯国内的一些动态，认为吉尔吉斯斯坦激烈的总统竞选过程折射出该国民主的脆弱，同时新总统需要灵活面对未来的挑战；但即便如此，此次权力交接过程展现出了不同于其邻国的民主特征。作者认为这次选举已经为该不自由的地区标识出一条不同道路的可能性。编译如下：

看起来，吉尔吉斯斯坦正在进行中亚地区首次民主的权力交接。10月16日，吉尔吉斯选举委员会公告结果显示，吉尔吉斯斯坦社会民主党（SDPK）候选人索隆拜·热恩别科夫（Sooronbay Jeenbekov）在初选中赢得了54.3%的选票，同时其主要竞争对手、商人奥穆尔别克·巴巴诺夫（Omurbek Babanov）获得了33.4%。在一场充满相互攻讦的选战之后，热恩别科夫获得的多数票出人意料——此前人们广泛相信，这两位前总理的支持率接近，将需要第二轮投票以决胜负。

迄今为止，对于这一未预期到的结果所作出的反应都是和平和有分寸的，这点令人鼓舞。巴巴诺夫赢得了其家乡塔拉斯省近90%的选票，但输掉了该国南部地区。对于失败，他表现得很坦然，提议双方基于选举结果作出一些妥协交易。巴巴诺夫强调了稳定的重要性，并敦促其支持者冷静应对挑衅。同样充分意识到潜在的不稳定，即将卸任的总统阿尔马兹别克·阿坦巴耶夫在预选阶段阻止了一些有问题的司法竞争并任命巴巴诺夫的支持者担任政府高级职位。

作为阿坦巴耶夫追随者的热恩别科夫能够获胜，除了其在南方（在该地区他背后是该国最有力的政治派别之一）的人望外，还有其他一些因素。来自克林姆林宫的间接支持和广泛使用政府资源非常重要，也得益于选民投票支持阿坦巴耶夫过去六年的稳定形势。过去十年，在经历了两场革命、多次地区和民族冲突后，选民的“革命疲劳”也防止了更多国内暴力的发生。

但在各方的警惕表现之外，此次表面上和平的总统权力交接展现出吉尔吉斯斯坦放下混乱的往昔、推动急需的改革的能力。这也显示出，吉尔吉斯邻国领导人普遍采用的精心设计的权力交接模式，并非唯一选择。

新总统能否顺利前行？

欧安组织赞扬了此次有序的权力交接，但也注意到滥用公共资源、向选民施压或者贿选等情形的存在。选举结果显示，该国三百万选民的投票率约56%，这一数字尚可接受，但热恩别科夫获得的选民支持率低于历任吉尔吉斯总统。热恩别科夫未能合法地赢得选举——这种私下里广泛存在的观点潜藏危险，会煽动反对派、削弱总统推动关键改革所需的合法性。

作为一个乏善可陈的政治人物，热恩别科夫的选举借助了阿坦巴耶夫的支持，而后者的任期即将结束。在吉尔吉斯政坛，政治盟友迅速变脸司空见惯，而热恩别科夫已经开始失去社会民主党内和该国精英的部分支持。另外，根据新宪法，总统的部分权力被转移给总理——另一个阿坦巴耶夫的亲信，萨帕尔·伊萨科夫（Sapar Isakov）——以及议会。阿坦巴耶夫总有一种救世主情结，认为自己是被上天派来拯救吉尔吉斯斯坦；而有些观察家暗示阿坦巴耶夫会在其任期结束后尝试获得总理之位。

热恩别科夫面临多重国内挑战。尽管阿坦巴耶夫给吉尔吉斯斯坦带来了相对的稳定，但他的统治也被司法改革失败、官僚政治和腐败、以及日益增长的民粹主义和社会躁动贴上了标签。公民社会结构削弱、经济移民增加。这些政策阻碍了吉尔吉斯斯坦进一步发展成为一个成熟的自由民主社会。

一方面，吉尔吉斯社会发展出了较成熟的民主、追求公正和自由的选举，这在中亚是独一无二的。另一方面，受区域族群影响的财政和政府资源分配对选举结果的影响大大超过了民意表达和候选人的质量。

引入改革将成为热恩别科夫的挑战，包括反腐改革——其竞选纲领中的核心内容。电力部门资费改革以及面向卫生、教育和司法系统地改革也同样必要。

热恩别科夫的外交政策也将同样富有挑战性，但与其前任的政策有所不同将给他带来一些好处。热恩别科夫的首要目标应是修复与哈萨克斯坦的关系。此前，两国关系显著地因数周前阿坦巴耶夫对哈萨克斯坦干预选举的激烈评论而恶化。与哈萨克斯坦边境的关闭进一步激化了吉尔吉斯国内关于加入俄罗斯主导的欧亚经济联盟的争论——2015年阿坦巴耶夫才把吉尔吉斯斯坦带进这个组织。近期与俄罗斯天然气工业公司（Gazprom）的交易显示出与莫斯科的关系仍处于正轨，但维护这种关系仍是热恩别科夫的首要任务。

同样的，他也要努力提升与其他重要伙伴如中国和土耳其的关系。欧盟关于谈判一个广泛协议的提议对于推动吉尔吉斯斯坦的司法、民主和人权改革仍有一定吸引力，但缺乏俄罗斯或中国所具有的那种重要性。

一个独特的国家

总统选举如此出人意料，阿坦巴耶夫依据 2010 年吉尔吉斯宪法上台却又在一个任期后离任，这样的事实在中亚地区显得非常特别。进一步地，整个国家看起来都接受了热恩别科夫的胜利。随其不断并入俄罗斯和中国的轨道，吉尔吉斯斯坦远不能成为该不自由的地区中的自由之岛，但它已经标识出了一条不同道路的可能性。

本文原题为“Kyrgyz election shows there is another way forward in central Asia”。本文作者为 Chatham House 俄罗斯与欧亚项目副研究员。本文刊于 2017 年 10 月 17 日 Chatham House 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

克里姆林宫虚伪的周旋

William Courtney/文 曹园/编译

导读：在乌克兰危机、律师莫名死亡和干预选举事件发生后，作者认为俄罗斯官方大部分时间都在虚与委蛇，而这种前后不一的态度往往会推动矛盾恶化升级并持续发酵。作者表示虚伪会降低一个国家在国际社会的信誉，而诚实则能拓展更广阔的对话空间，最终探索出真正解决问题的方法。编译如下：

俄罗斯在乌克兰的侵略行为令其与西方关系不和，而莫斯科一再否认干涉2016年美国大选的不实言论无疑是火上浇油，这可能会激起西方国家更加强烈的反应，使事态趋于恶化。

这不是莫斯科“初犯”了，早在1962年10月，苏联外长格罗米柯就向美国总统肯尼迪否认苏联在古巴部署进攻性武器。然而戏剧性的是，一周后阿德莱·史蒂文生大使（Adlai Stevenson）便在联合国揭露了U2飞机拍摄的照片。不仅如此，古巴导弹危机还增强了国际社会对肯尼迪化解危机能力的认可度。

在某些情况下，克里姆林宫对西方制裁虚与委蛇

7月，美国国务卿蒂勒森表示，特朗普总统在二十国集团（G20）汉堡峰会期间，“敦促”普京干涉选举。俄罗斯外长拉夫罗夫声称特朗普“接受”了普京的否认。然而两周后，美国国会以压倒性票数通过了一项授权对俄罗斯实施新的全面制裁的法案，特朗普则将其签署为法律。

2009年，一名律师谢尔盖·马格尼茨基（Sergei Magnitsky）在被剥夺基本的医疗待遇后在狱中丧生，他曾发现俄罗斯官员贪污了超过两亿美元的税款。一个受到克里姆林宫批准的俄罗斯人权理事会表示，他可能是被殴打致死。克里姆林宫推卸官方责任引发了制裁支持者的不满。2012年美国《马格尼茨基法案》授权对责任人进行处罚。上个月加拿大也通过了类似的立法。

有时候虚伪会损害俄罗斯的国际形象

去年一个独立委员会发现有超过一千名俄罗斯运动员在30多项运动中参与了“兴奋剂阴谋”。在克里姆林宫否认这一事件后，居于世界领先地位的反兴奋剂组织表示拒绝俄罗斯代表团参加2018年平昌冬奥会。

今年四月，在叙利亚队叛军控制的化学武器袭击中，有80多人被杀，普京称这一事件为“挑衅”，但上个月联合国调查小组得出结论，是叙利亚政府发

动了这次袭击。俄罗斯显然在为阿萨德政权开脱，还否决了延长该小组任期的决定。

由于谎言带来的负面影响，克里姆林宫有时也会退缩

2013年怀疑叙利亚政府对古塔地区进行化学武器袭击后，普京表示，认为大马士革会这样做完全是“无稽之谈”。但在一个月内莫斯科就变卦了，声称会与华盛顿合作消除和摧毁叙利亚的化学武器。2014年，普京否认俄罗斯有关人员在克里米亚掠夺了乌克兰政府设施，但一年后，普京却承认是他下令开展这项行动。

而在其他情况下，克里姆林宫则固执地坚持导致其信誉受损的立场

克里姆林宫假装俄罗斯不是乌克兰东部的“冲突一方”，即使北约历任指挥官和独立观察员都指出俄罗斯的军队和代理人就在那里作战。莫斯科的这种立场会使谈判趋于复杂化，不利于解决危机。

2014年7月，一枚防空导弹将马来西亚航空公司的17号航班击落，飞机坠毁在乌克兰东部一个由俄罗斯支持的反政府武装控制的地区，机上298人遇难。去年一个国际小组得出结论，这枚导弹是从俄罗斯进入乌克兰，并从叛军控制下的一个区域发射的。但俄罗斯仍然拒绝承担责任，也未对受害者给予赔偿。

有时候美国领导人也会说谎。1960年5月，苏联赫鲁晓夫揭露U-2飞机事件，飞行员弗朗西斯·加里·鲍威尔被捕之后，美国总统德怀特·艾森豪威尔（Dwight Eisenhower）承认飞机在进行侦察飞行，而非执行天气任务。1961年4月，当美国支持古巴猪湾入侵的报道开始渗透的时候，史蒂文生对联合国说：“这些指控是完全错误的。”几天之后，肯尼迪承担了责任。

然而克里姆林宫在几个关键问题上谎话连篇，例如马格尼茨基的去世、乌克兰东部的侵略以及选举干涉等。它们导致了西方国家针对俄罗斯实体和该国主要经济部门的史无前例的制裁，并促使北约改变其姿态，开始通过其东部和波罗的海侧翼转移大量部队。

虚伪可能会破坏一个国家的外交政策的可信度，换句话说，诚实也许无法杜绝不当行为，但可以为对话创造空间，反思存在的问题并探索可能的解决方案。正如赫鲁晓夫1962年承认在古巴部署导弹并与肯尼迪合作解决危机之后，1963年两国领导人就缔结了一项具有里程碑意义的核禁试条约，即禁止在大气层、外层空间和水下进行核试验。

本文原题为“Kremlin untruths boomerang”。本文作者为美国兰德公司高级研究员、执行董事 William Courtney。本文刊于 2017 年 12 月 4 日 RAND 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

关于美国承认耶路撒冷的问题

Zachary Laub /文 丁丽伟/编译

导读：12月5日特朗普总统承认耶路撒冷为以色列的首都并且决定把大使馆迁到那里。此举引来了各方的强烈反对，其中有一些国家是美国的盟友。本作者认为此决定可能引发抵抗和挫败巴以和平进程，美国大使馆和领事馆也会面临更多的抗议示威，国务院亦已经在为升高的袭击风险做准备。编译如下：

介绍

“现在是时候正式承认耶路撒冷为以色列的首都了，”特朗普总统在演讲中宣布在耶路撒冷设立美国大使馆的决定，改变了可以追溯到杜鲁门总统时期的美国政策。

以色列人认为“完整、统一的耶路撒冷”是其首都，但是巴勒斯坦人宣称东耶路撒冷是其未来建国后的首都。此举是特朗普实践其竞选承诺，即他曾经宣称的“终极协议”，一部分美国福音派信徒和犹太群体优先，但有丢弃总统提出的建立巴以和平倡议的风险。更直接地，抵制这次行动的将可能包括国内的违抗，以及可能来自耶路撒冷和巴勒斯坦地区的暴力反抗。抗议会延伸到该地区穆斯林占多数的国家，联合国和以色列将在外交中面对随之而来的问题。

为什么美国大使馆在特拉维夫市？

和其他与以色列有关系的国家一样，美国把大使馆设在特拉维夫市，以避免影响双方达成的上述协议。美国宣称自己是一个中立调停国。（实际上，和平进程长久被搁置。）

美国1995年的一项法律规定将大使馆迁往耶路撒冷，但是允许总统每六个月签署一道豁免令搁置该规定以保护美国的国家安全利益。自此后，总统克林顿、布什和奥巴马都签署了该项豁免令。特朗普于2017年6月1日也签署了该项豁免令。

美国大使馆迁址的情况如何？

美国和以色列使馆迁址的支持者认为没有国家安全方面的必要性需要该项豁免令。美国驻以色列的外交代表处应该建立在该国的政府所在地，特别是大使和使馆工作人员经常在那里开展业务。另外，他们辩称美国几乎普遍地承认所有国家为自己择取的首都，以色列也不应该例外。进一步地，迁址带来的外交后果可以通过把大使馆设在西耶路撒冷来控制。在任何合理的谈判解决之

下，都可推测出这部分仍然是以色列的，所以大使馆迁址不会排除巴勒斯坦人坚持的将其首都设于东耶路撒冷的两国方案。

这种观点在美国得到了两党的支持。他们认为，如果配合承认巴勒斯坦对东耶路撒冷的要求，迁移大使馆实际上可以启动和平进程。

巴勒斯坦人如何回应？

巴勒斯坦人和他们的海外事业支持者都没有因这些辩解平息怒气。他们视美国对耶路撒冷的承认和大使馆迁址是未来谈判的缩影，在没有会谈的情况下，使以色列实现其声索的努力变为现实。自从总理本雅明·内塔尼亚胡例行地指出耶路撒冷为以色列的“永远的不可分割的首都”，以色列主要的反对党欢迎这次迁址，巴勒斯坦人可能会怀疑以色列是否打算就耶路撒冷问题进行谈判。

专家们称特朗普的声明很可能在巴勒斯坦人之间形成一个更广泛的信心危机，他们相信已经执政超过他的选举任期多年的主席马哈茂德·阿巴斯可以实现建国。法塔赫和哈马斯呼吁进行为期三天的抗议。巴勒斯坦官员说，他们无意发起第三次暴动，或者起义，然而很可能会有基层的暴力抵抗。为了防止公众信心进一步流失，阿巴斯和巴解组织可以切断与以色列的安全合作，或者撤回巴勒斯坦对以色列的承认。巴解组织的一名高级官员，资深谈判代表赛贝·埃雷卡特（Saeb Erekat）说，这样做，美国“在实现公正持久的和平倡议上已失去扮演任何角色的资格”。

没有谈判巴勒斯坦人也可以申请加入联合国各机构。美国法律请求华盛顿减少资助那些接受巴勒斯坦人为正式成员的联合国机构，因此，美国在国际原子能组织或世界贸易组织这样的机构中没有发言权。

国际社会的反应会怎样？

地区大国已经进行了强烈的反对。其中许多都是美国的盟友，其中也有一些与以色列有外交关系。土耳其声称它将与以色列的断交，而约旦也声明将反对后续任何美国主导的和平倡议。埃及和沙特阿拉伯也警告特朗普这将是一次挑衅。伊斯兰教的圣城将永远不能控制在穆斯林手中，全世界的阿拉伯和穆斯林民众都会起来抗议这样的可能性。约旦国王阿卜杜勒二世在面对这些指控时尤为脆弱，因为约旦王国一直是耶路撒冷伊斯兰瓦合甫的主要赞助人，该基金管理着这些地方。

分析人士认为，如果沙特阿拉伯被认为无法保护巴勒斯坦人的利益，那么该行动可能向着有利于伊朗的方向发展。哈桑·鲁哈尼总统说，“穆斯林必须联合起来反对这个阴谋。”

公众对于美国承认耶路撒冷地位的反对也将限制沙特的行动，其目前正低调改善与以色列的关系。这两个国家在牵制伊朗的地区影响方面有共同利益。沙特支持巴勒斯坦建国的政策在民众中受到欢迎，也阻碍了该国与以色列关系正常化。

欧洲领导人同样对此次行动发出警告，声明该行动会阻碍任何可能的两国方案。可以预见，只有极少国家（如果有的话）会跟随美国的脚步承认耶路撒冷为以色列首都并迁移大使馆，这意味着耶路撒冷地位问题的国际争议不会比从前更少。

分析人士认为，基地组织和自称的伊斯兰国可以利用此次行动来促进他们的征兵宣传。更直接的影响是，美国大使馆和领事馆会面临更多的抗议示威，国务院也已经在为升高的袭击风险做准备。

本文原题为“[What’s at stake with the U.S. recognition of Jerusalem](#)”。本文作者为 CFR 高级编辑 Zachary Laub。本文刊于 2017 年 12 月 6 日 CFR 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

本期智库介绍

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

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

网址：<http://www.voxeu.org/>

The Royal Institute of International Affairs Chatham House (Chatham House) 英国皇家国际事务研究所

简介：英国皇家国际事务研究所成立于1920年，位于伦敦圣詹姆斯广场著名的查塔姆大厦内。是目前英国规模最大、世界最著名的国际问题研究中心之一。其宗旨是“推动个人和组织对日益复杂多变的世界进行全面研究，并提供政策参考。”英国皇家国际事务研究所与英国政府、企业、媒体和学术界均有着广泛的联系，对政府的外交政策有一定的影响。在《2011年全球智库报告》（The Global Go To Think Tanks 2011）中，Chatham House在全球（含美国）30大智库中列第2名，全球30大国内经济政策智库中列第6名，全球30大国际经济政策智库中列第4名。

网址：www.chathamhouse.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/>

Council on Foreign Relations (CFR) 外交关系协会

简介：成立于1921年，是美国非政府性的研究机构，致力于对国际事务和美国外交政策的研究。CFR是一个由精英学者组成的组织，成立伊始就成为20世纪美国最有影响力的智囊机构，曾为威尔逊总统在第一次世界大战中出谋划策。该协会主办的《外交事务》杂志曾刊登过乔治·凯南、基辛格和斯坦利·霍夫曼等美国知名外交家、国际政治学者的论文。在《2011年全球智库报告》（The Global Go To Think Tanks 2011）中，CFR在全球（含美国）30大智库中列第4名，全球30大国际经济政策智库第6名。

网址：<http://www.cfr.org/>

RAND Corporation (RAND) 兰德公司

简介：兰德公司成立于1948年，是美国最重要的以军事为主的综合性战略研究机构。在其成立之初主要为美国军方提供调研和情报分析服务。其后，RAND逐步扩展，并为其它政府以及盈利性团体提供服务。在《2011年全球智库报告》（The

Global Go To Think Tanks 2011) 中, RAND 在全球(含美国)30 大智库中列第 6 名, 全球 30 大国内经济政策智库中列第 8 名, 全球 30 大国际经济政策智库第 13 名。

网址: <http://www.rand.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/>

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.iie.com/>

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/>

Cato Institute 加图研究所

简介: 加图研究所位于华盛顿特区, 成立于 1977 年, 是美国最具影响力的大型智库之一。加图研究所以古典自由主义传统为思想根基, 致力于“扩展公共政策辩论维度”, 通过独立、超越党派的公共政策研究和讨论, 旨在“恢复小政府、个人自由、自由市场以及和平的美国传统”。加图研究所的政策分析曾经影响过里根政府和布什政府的政策。在《2011 年全球智库报告》(The Global Go To Think Tanks 2011) 中, 加图研究所在全球(含美国)30 大智库中列第 14 名, 全球 30 大国内经济政策智库中列第 3 名, 全球 30 大国际经济政策智库第 8 名。

网址: <http://www.cato.org/>