

# 全球 智库 半月谈

美联储和经济复苏

如何通过金融深化来促进亚洲经济增长

紧缩货币会扩张影子银行吗？

中国的金融自由化进程与金融稳定

关于中国建设“一带一路”的问答

中国的 AIB 挑战

本期编译

蔡云飞

郭 楚

郭子睿

黄杨荔

李 想

李笑然

刘天培

刘兴坤

沈仲凯

肖诗阳

(按姓氏拼音排序)

中国社会科学院世界经济与政治研究所

世界经济预测与政策模拟实验室 国际战略研究组

《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		副主任	何帆
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
	匡可可	国际金融	魏强	国际金融
	茅锐	新兴市场	陈博	科研助理
	黄懿杰	科研助理	李想	科研助理
	孔莹晖	科研助理	黄杨荔	科研助理
	刘天培	科研助理	沈仲凯	科研助理

#### 国际战略研究组

组长	张宇燕		副组长	何帆
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
赵 洋	科研助理	刘 畅	科研助理
周 乐	科研助理		

联系人: 沈仲凯 邮箱: [iwepceem@163.com](mailto: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

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, 不代表编者、版权所有人或所属机构的观点。

## 目 录

## 世界热点

**美联储退出预期下脆弱五国的表现** ..... 4

导读：两年前的“削减恐慌”（Taper Tantrum）对众多新兴经济体造成了负面影响，其中受损最大的五个国家分别是巴西、印度、印度尼西亚、土耳其和南非，这五个国家又被称为“脆弱五国”。现在的问题是，两年后的今天，如果美联储再度削减量化宽松规模，这五个国家是否会重蹈覆辙？本文通过几个重要的宏观经济指标对上述“脆弱五国”抵御“削弱恐慌”的能力进行了对比分析。

**美联储和经济复苏** ..... 8

导读：美国经济正走向复苏，不少人认为美联储在其中起到了重要的作用。本文作者认为，美联储没有必要如此大规模地购买资产，也没必要这么大力度地提升货币供给；刺激就业和真实产出更为关键。多项研究表明，美联储对经济复苏的贡献着实有限。因此，美联储完全可以做得更好，并避免纯粹经验直觉式的判断与策略。

**谁是危机背后的真正推手** ..... 10

导读：本文认为美联储与英国央行的货币政策导致了金融危机，央行才是危机背后真正的推手，并强调欧央行目前的政策正在重蹈覆辙。为了阻止经济进一步下滑和危机恶化，欧央行应该采取市场化的、有规则的、稳定的名义 GDP 目标制而非通货膨胀目标制。

## 全球治理

**如何通过金融深化来促进亚洲经济增长** ..... 13

导读：金融业发展不足并非亚洲高速增长的原因，而是一个抵减因素。如果拥有健全的金融系统，亚洲经济发展可能已经取得更高的成就。全球金融危机使得金融发展背负了坏名声，当金融发展超过了某一拐点，其对经济增长的效应可能为负。然而亚洲还远没有到达这一拐点，金融发展对提升经济仍然至关重要。

**丝绸之路经济带战略的国际政治经济学分析** ..... 19

导读：本文主要研究丝绸之路经济带。第一部分将在梳理已有文献的基础上提出问题。第二部分分析丝绸之路经济带的战略目标，并从学理上界定其离岸一体化的特征。第三部分分别考察丝绸之路经济带战略的国内与国际基础。第四部分比较分析了其他国家关于丝绸之路相关地区的发展策略与规划，并在此基础上提出中国建设丝绸之路经济带应分战略动员、战略规划与战略实施三步走的方案设想。

## 经济政策

### 超宽松货币政策的金融稳定风险 ..... 23

导读：零利率、大规模资产购买、对商业银行的长期贷款，以及货币政策的前瞻性指引等超宽松货币政策可能对金融稳定产生正面影响，也可能危害金融稳定性。但总体来看，正面影响超过负面影响。在维护金融稳定方面，微观审慎监管、宏观审慎监管、财政政策和规制应扮演重要角色。

### 融资如何促进生产率提高 ..... 27

导读：本文认为金融深化通过影响资本在各部门的分配，从而影响生产率提高和技术创新。亚洲低收入国家通常拥有较多的银行，通过银行体制改革受益颇多。银行体制改革的目的是激活国内储蓄，降低信贷的成本，促使信贷资源流向生产率较高的部门。亚洲高收入国家应该大力发展国内的资本市场，包括债券市场、股票市场等，降低资本的成本，提高企业的全要素生产率。此外，亚洲发展中国家还应该丰富长期融资和中小企业融资渠道，降低中小企业融资成本；同时应鼓励企业创新活动，为创新活动设立专项的融资部门，使创新而非模仿在经济增长中发挥越来越重要的作用。

### 紧缩货币会扩张影子银行吗？ ..... 30

导读：关于央行是否应该提高利率以应对金融机构从事高杠杆率活动，学界已有许多讨论。通过实证分析，本文认为，美联储执行意料之外的货币紧缩，会帮助扩张影子银行的规模。

## 聚焦中国

### 中国的金融自由化进程与金融稳定 ..... 33

导读：中国的银行体系规模在世界首屈一指，资本市场也正迅速接近发达经济体的水平。本文回顾了中国金融体系从传统的银行和政府主导向市场主导的转变过程，并研究了金融改革的最优顺序，以应对随之而来的风险。

### 关于中国建设“一带一路”的问答 ..... 37

导读：近日，中国国家发展改革委、外交部、商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》。本文简介了该项倡议的内容，分析了中国政府提出该倡议的目的，以及其对亚洲各国的潜在利益与风险。

## 战略观察

### 美国的 TPP 困境 ..... 40

导读：TPP 对促进美国经济发展能发挥重大作用，然而 TPP 带来的战略利益更为根本。当前，美国在处理经济与政治矛盾、国际谈判与国内批准、国内利益集团博弈这三个领域仍有突出问题需要解决。

<b>中国的 AIIB 挑战 .....</b>	<b>42</b>
--------------------------	-----------

导读：为解决亚洲基础设施建设项目的资金缺口，2013 年末中国倡议成立亚洲基础设施投资银行（AIIB）。国际上、特别是美西方和日本战略界普遍认为中国这一举动意在改变既有的国际经济金融秩序。然而，决定 AIIB 的设立和发展方向的因素众多，中国亦不能单独垄断 AIIB 在议事日程上的权力，并且在未来仍将面临不确定的挑战。

本期智库介绍 .....	44
--------------	----

## 美联储退出预期下脆弱五国的表现

Michael Jarand 和 Kevin Stahler /文 肖诗阳/编译

导读：两年前的“削减恐慌”（Taper Tantrum）对众多新兴经济体造成了负面影响，其中受损最大的五个国家分别是巴西、印度、印度尼西亚、土耳其和南非，这五个国家又被称为“脆弱五国”。现在的问题是，两年后的今天，如果美联储再度削减量化宽松规模，这五个国家是否会重蹈覆辙？本文通过几个重要的宏观经济指标对上述“脆弱五国”抵御“削弱恐慌”的能力进行了对比分析。编译如下：

如今距离 2013 年 6 月的“削减恐慌”（Taper Tantrum）已接近两年。两年前，针对美联储将大幅削减量化宽松（Quantitative Easing）规模的预期，市场迅速做出了反应：投资者纷纷赎回债券投资，美元显著升值。同时，“削减恐慌”亦极大干扰了众多新兴经济体的正常运行。其中遭受打击最大的五个国家分别是巴西、印度、印度尼西亚、土耳其和南非，我们称它们为“脆弱五国”（Fragile Five）。由于对美联储量化宽松预期的改变，原本流向这些新兴经济体的投资组合资金发生逆转，同时这些国家的货币出现明显贬值。

现在的问题是，如果“削减恐慌”再一次袭来，上述“脆弱五国”是否会重蹈覆辙？从积极的角度上来说，近期国际油价下跌将有利于缓冲美联储削减量化宽松对新兴市场的影响，同时由于美联储的公共沟通机制将更有效，2013 年的情况不大可能重演。但是从消极的一面来看，除了印度以外，巴西、印度尼西亚、土耳其和南非的国内宏观表现以及政策稳定性相比两年前都没有明显的改观。这意味着，这些新兴国家将在抑制资本外流、主权债券飙升、经常账户赤字等方面面临和 2013 年类似的挑战。

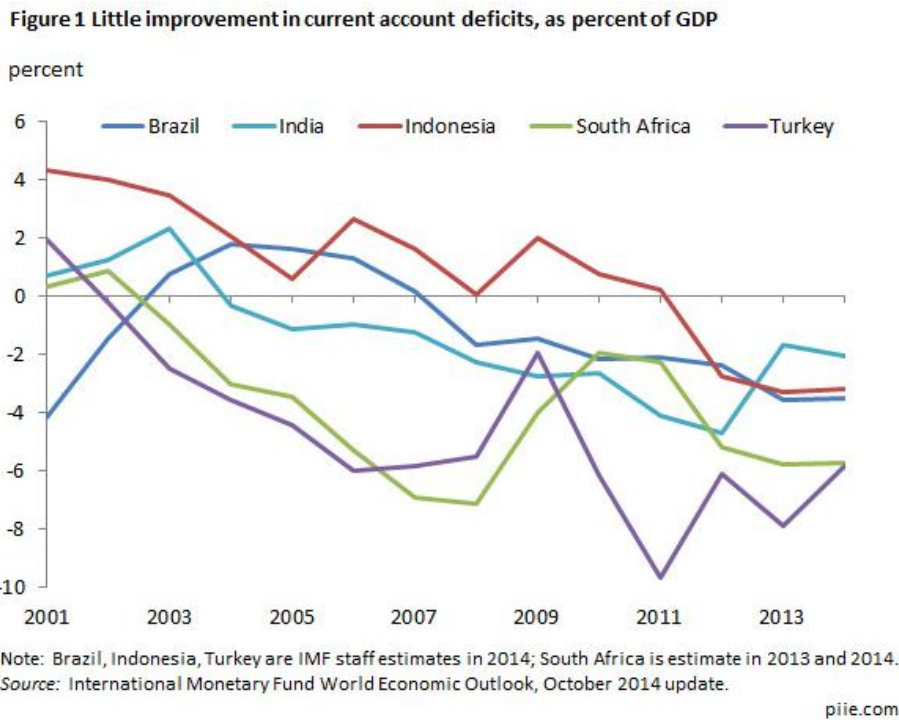
那么，如何具体估测一个新兴市场承受“削减恐慌”的能力呢？根据 IMF 一位官员的表述，一国的宏观经济基本面，如经常账户、通货膨胀、增长预期、外汇储备等都会显著影响其应对风险的能力。2013 年脆弱五国遭受剧烈冲击很大程度上与其宏观经济基本面的脆弱性有关。接下来本文将通过几个重要宏观指标，来对“脆弱五国”抵抗“削减恐慌”的能力变化进行对比衡量。

### 1、指标一：经常账户与贸易平衡

从指标一的表现来看，土耳其、印度相对于两年前有所提高，而南非、巴西、印度尼西亚则几乎没有进步。下图反映了各国经常账户赤字占 GDP 的比例。早在危机之前，“脆弱五国”中大部分国家经常账户出现逆差，这意味着这些国家不得不更大程度上依赖海外资本的支持。直到 2014 年，这一局面也没有得到根本扭转。（最好能加上图表的中文译名，并在正文中标出所引用的图表序号）



图 1 赤字并未改善（以 GDP 占比计）



稍微值得庆幸的是，由于“脆弱五国”均为原油净进口国，近期原油价格下跌将减缓经常账户赤字带来的压力。不过巴西和印度尼西亚的情况会稍微复杂些。由于两国同时是重要的商品出口国，原油价格下跌也会影响上述两国的出口表现，进而大比例抵消其可能带来的好处。从目前的数据来看，土耳其今年一月份的经常账户赤字同比降低了一半以上，而印度财长也乐观表示 2015-16 年印度经常账户赤字将降低到 GDP 的 1% 左右。但是，这种依赖于外部能源价格变动的经常账户赤字改善能持续多久还未知。

## 2、指标二：外汇储备

从指标二的表现上来看，印度以及印度尼西亚的表现与 2013 年相比有所进步，土耳其、南非和巴西则鲜有改观。研究显示，外汇储备雄厚的国家更容易抵御“削减恐慌”带来的风险。而这一点，“脆弱五国”的央行也已经有所认识，并已经采取了类似存储外汇储备、提高地方银行外汇储备量标准等措施。

根据 IMF 的数据显示，从 2013 年 6 月到 2015 年 1 月，印度的外汇储备总量增长率接近 20%，如今已超过 3000 亿美元。印度尼西亚的表现亦不俗，增长率接近 18%。相比较而言，土耳其、南非的外汇储备增长并不明显，而巴西甚至出现了外汇储备减少的情况。



表 1 可转换外汇储备（单位：百万美元）

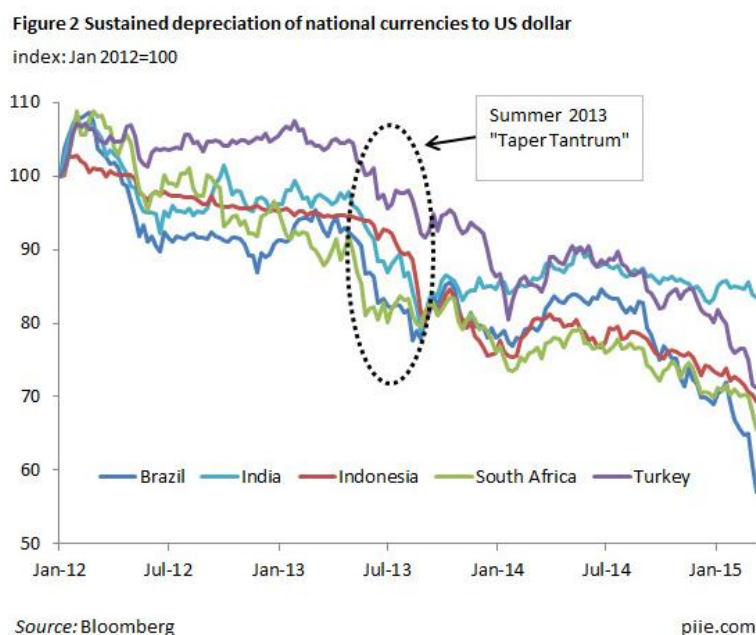
	June 2013	January 2015	Percent change
Brazil	359,386	353,076	-1.8
India	254,367	303,325	19.2
Turkey	103,995	108,135	4.0
Indonesia	91,573	107,810	17.7
South Africa	39,475	39,828	0.9

Source: International Monetary Fund, Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity, available at <https://www.imf.org/external/np/sta/ir/IRProcessWeb/colist.aspx>

### 3、指标三：汇率

从指标三的表现来说，印度有所进步，其他国家均无明显改善。“削减恐慌”造成影响的最明显特征就是急剧的货币贬值。2013年后，大量流向新兴市场的资本开始回撤。由于货币需求量的减少，这些新兴国家货币出现了较为明显的贬值。而这一现象在2013年6月伯南克透露削减量化宽松规模的信息后的一段时间内表现得最为明显。在这之后，这些新兴国家货币贬值的趋势仍然没有得到缓解，其中巴西和土耳其的货币价值直到2015年年初还在持续下跌。

图 2 国家货币持续贬值（兑美元）



对于那些接受了大量海外投资的国家来说，货币贬值将造成严重问题。首先，相对于本国货币来说，那些用美元计算的外债将变得更为昂贵。第二，在本国货币贬值的预期下，投资者将减持本国货币，这将加强资本外流带来的冲击，对本国的营商环境造成伤害。最后，货币贬值将带来通货膨胀，进口商品将变得更为昂贵。

现在的情况是，除了印度外，其他四个国家本国货币目前的汇率水平比 2013 年 6 月的水平还要低。这里面有多少是市场基于未来美联储继续削减量化宽松规模的预期做出的反应，多少是本国宏观经济环境变化造成的影响还不清楚。

#### 4、指标四：其他无法用图表衡量的因素

其他指标主要指各国在政策制定上的表现以及国内经济政治稳定性。该部分无法用数据衡量。

总体来说，和 2013 年相比，“脆弱五国”在宏观基本面各个部分的表现并没有明显好转。那些指标有所提升的地方，很大程度上也是由外部因素如油价下跌、日本欧洲央行量化宽松等带来的。现在看来，真正值得警惕的一点是，我们正在进入一个不确定性愈加强烈的全球宏观体系，这意味着，未来出乎意料的货币政策以及资本流动将更为频繁。虽然一般来说，市场恐慌在第二次出现时，带来的震荡都不会比第一次强烈，但这并不意味着“脆弱五国”可以不再担忧。

---

本文原题为“The Taper Tantrum Revisited”。本文于 2015 年 3 月 25 日刊于 PIIG 官网。Michael Jarand 和 Kevin Stahler 为 Peterson Institute for International Economics (PIIE) 研究员，[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 美联储和经济复苏

George Selgin/文 沈仲凯/编译

导读：美国经济正走向复苏，不少人认为美联储在其中起到了重要的作用。本文作者认为，美联储没有必要如此大规模地购买资产，也没必要这么大力度地提升货币供给；刺激就业和真实产出更为关键。多项研究表明，美联储对经济复苏的贡献着实有限。因此，美联储完全可以做得更好，并避免纯粹经验直觉式的判断与策略。编译如下：

近来，有不少人认为美联储在 08 年后的一系列举措使美国免于又一场大萧条，并重新进入正轨。然而，作者对此并不完全赞同——这并不是否认美联储，而是认为大多数人对自已的观点没有一个充分认识。

有些人指出，应对经济下行，欧央行略显迟钝的量化宽松政策正是受到了美联储的启发。然而，这或许只能证明欧央行的“愚钝”有甚于美联储；事实上，美国货币市场的条件决定了量宽政策在美国比之欧洲将取得更有益的成果。除了好过欧洲这一点外，美联储没有其他可以吹嘘的。甚至，根据一些专家的看法，美国复苏之慢，已经超出了危机本身的严重性所能解释的范围。同时，美联储还令，美国陷入了低利率的泥潭。

当然，一定有人会反对上述看法，认为量宽、逆回购等一系列措施是有效的。或许的确如此，但要证明它就不仅仅要列举一些数据并且要说明它们发生在美联储的举措之后。原因在于，离开了财政、货币政策，经济体的复苏通常缓慢，并伴随着阵痛。而造成萧条的原因则在于消费或总需求的下行乃至崩塌，正如 2008 年后半年所发生的。这时，企业往往不能负担其成本，更不能像以往一样进行生产。对此，最有效的方式是通过提高货币供给来刺激消费；但是，如果央行将新货币堆积在金库中而不是用来借贷或花销，那么消费显然会持续低迷。紧接着，人们的预期发生改变，渐渐习惯于较低的消费水平、工人们接受较低的工资、企业降低其产品价格，总供给开始全面下降。

与之相对，对整个经济的调整发挥作用往往需要很长时间。反过来，超过六年的时间里，除非货币当局出尔反尔，否则其政策总会起到一定的效果。事实上，量宽政策尽管增加了名义货币供给，但在货币需求面其作用更大——正如 Yi Wen (St. Louis Fed economist) 所指出，当风险资产的真实利率比储蓄回报低，量宽政策会使得投资者转向投资货币。

事实上，判断美联储对经济复苏的真正贡献，是一件极为复杂的事，需要大量的统计工作。目前的大部分研究认为，美联储的政策在一定程度上是成功的；但是，这里的“成功”大多是指降低长期利率——尽管这是正确的，但不如刺激就业和真实产出来得更重要。而计量美联储在产出及就业上的贡献，其结果往往是

收效甚微。最后，即便从一些宏观数据来看，美联储的贡献也并没有很大。根据联邦储备金监察小组（Federal Reserve Board）的报告，发现美联储的 LSAP（大规模资产购买）使美国失业率下降 1.2%，2015 年达到峰值。但是，这一下降有近一半归因于劳动参与率的变化。由于 2015 年 1 月，美国的真实失业率为 5.7%，其中有九百万失业者以及近 1.58 亿的潜在劳动力；换言之，美联储每两百万美元的资产购买只能增加一个就业岗位。

需要澄清的是，我这样做并不是没有意义，而是——美联储完全可以创造更多就业，而不必增加如此多的货币。例如，在整个经济极度需要借贷和消费时，美联储不用将注意力都放在货币储备上；将目标定在名义 GDP 上，而非一味关注其利率计划和目标；如此种种。我们可以试想，美国经济完全可能因此复苏得更快，而无需增加万亿的资产购买。

事实上，资产购买的程度大小是至关重要的。首先，美联储政策的财富再分配效应可能会更小。其次，美联储本来有能力通过传统的公开市场销售来紧缩货币。它声称，可以通过逆回购和提高利率来做到这一点，但不要对这些策略太过乐观。最后，通过提高价格和降低低风险资产的期限溢价，美联储高风险资产有一个人为的刺激。当然，我并不是在说美联储这六年来的政策非常糟糕。我的重点是，我们可以做得更好，并避免纯粹经验直觉式的判断、策略。在这个意义上，现在还不是庆祝的时候，因为我们的货币体系远远没有达到最好。

---

本文原题名为“The Fed and the Recovery, or, QE not D”。本文作者 George Selgin 为加图研究所货币与金融替代品研究中心主任。本文于 2015 年 4 月刊于 CATO 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 谁是危机背后的真正推手

Scott Sumner / 文 郭子睿 / 编译

导读：本文认为美联储与英国央行的货币政策导致了金融危机，央行才是危机背后真正的推手，并强调欧央行目前的政策正在重蹈覆辙。为了阻止经济进一步下滑和危机恶化，欧央行应该采取市场化的、有规则的、稳定的名义 GDP 目标制而非通货膨胀目标制。编译如下：

### 1、几个错觉

本部分作者主要澄清下述 5 个观点，它们和大部分文章的观点是矛盾的：一，自 2008 年起，美联储的货币政策一直是紧缩的而不是宽松的；二，美联储紧缩的货币政策引起了大萧条，恶化了金融危机，而不是相反；三，由于货币政策的作用，财政乘数几乎为零；四，货币政策不仅仅影响通胀，财政政策也不仅仅只影响真实 GDP；五，在宏观政策制定中，没有“等等再观察”的时机。

前两点是关于本次金融危机的本质。传统的观点认为金融危机引起了大萧条，在危机中央行采取扩张的货币政策，但最终这些政策是无效的。其实，这是完全错误的。事实上，2007 年美国名义 GDP 就开始下降，并在 2008 年 6 月降到最低，这说明经济萧条发生在金融危机之前。而且，美国实际 GDP 与名义 GDP 走势基本一致，如果央行采取了宽松政策，即便不能刺激实际 GDP，名义 GDP 也应该由于通胀而上升，但事实上并没有。

米什金在其货币金融学教材最后一部分写道：1，如果认为宽松（紧缩）的货币政策会导致短期名义利率下降（上升），这是很危险的；2，除了短期债务工具，别的资产价格也包含了大量的货币政策信息；3，即使短期利率接近零，货币政策也是有效的。通过观察我们发现，除了短期名义利率下降外，大宗商品价格，房地产价格以及证券价格等资产价格也出现下降，这说明货币政策是紧缩的。

至于第三点，名义利率被降到最低点，银行很难通过信贷来刺激总需求。也即是说，在货币政策的作用下，财政乘数为零，财政政策几乎不能发挥作用。

至于第四点，很多人认为货币政策就是影响通货膨胀，财政政策就是影响实际产出或就业，他们有不同的发挥作用机制。在英国，即便通胀高于目标水平，但每个人都知道经济仍需刺激。为什么？因为通胀是由于供给端因素导致的。但英格兰银行却采取紧缩的货币政策，政府不得不采取财政政策来降低失业率。这完全是错误的，因为货币政策和财政政策都是通过刺激总需求发挥作用的，它们都会影响通胀和失业。

至于第五点，市场是有效的，不存在“等等再观察”的时机。我们认为，一项新的宏观政策一旦公布，5 分钟之内基本上就可以观察到它的效果。当然也会有

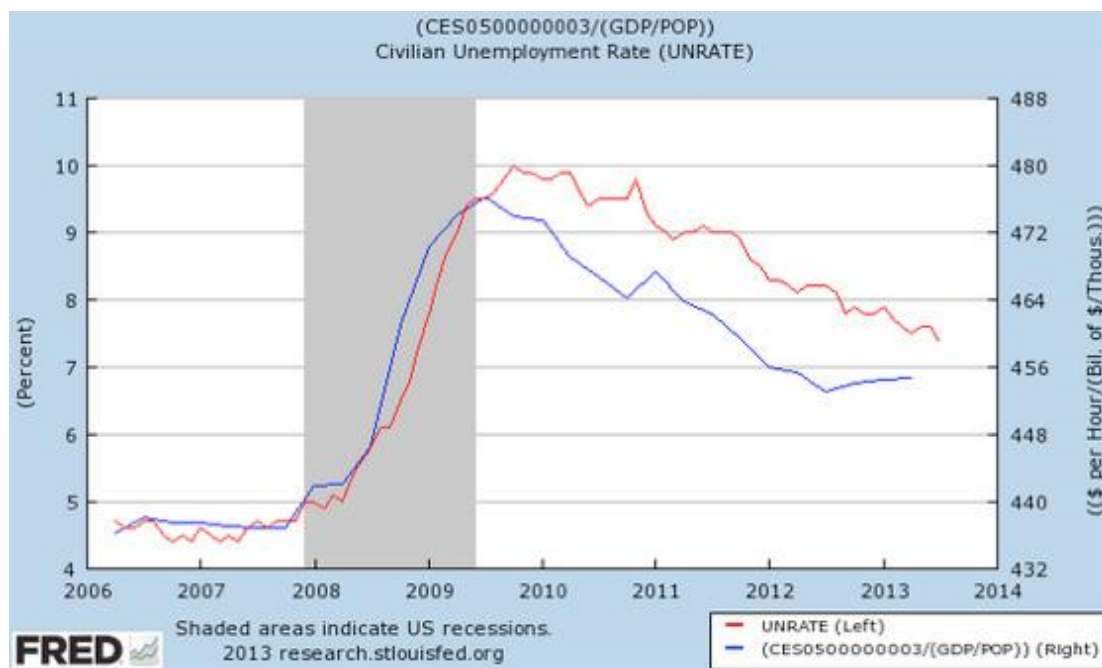


一些未预料到的冲击，我们唯一能做的就是根据我们所掌握的信息来设定政策规则，我们不能再向宏观政策制定者要求更多了。如果经济的失业率还很高，那我们需要采取供给端的政策来改善经济。

## 2、名义 GDP 起作用

中央银行不能决定名义 GDP 如何被分为实际 GDP 和通货膨胀，但它能控制名义 GDP 的路径，通过通货膨胀来弥补实际 GDP 缺口。

图 1 平均名义 GDP 和失业率



上图中，红线代表失业率，在 2008 年末大幅上升，2009 年初下降。蓝线代表名义工资/名义 GDP，主流经济学家称为“实际工资”。名义 GDP 大致起到价格水平的作用。很多中央银行把通胀目标设为 2%，我认为应该采取名义 GDP 目标制，每年大概为 4%到 5%。由于供给端因素的影响等等，把名义工资除以物价水平得到实际工资是具有误解性的。名义工资除以名义 GDP 才能得到与实际失业率相匹配的数据。名义 GDP 可以大致衡量支付给全社会工资的资金，如果名义 GDP 下降，说明支付给工资的资金不足，失业增加。

在危机期间，名义工资每年增长 1%到 2%，这与危机前每年增长 3%到 4%相比并没有明显下降。但名义 GDP 由 5%下降到-4%，下降了 9%。这就是危机期间失业率高企的原因。复苏期间，随着名义 GDP 的增长，失业率开始下降。

央行应该采用名义 GDP 目标制。原因如下：第一，稳定的名义 GDP 可以提升劳动力市场和信贷市场的稳定性，很多与通胀相关的问题其实与名义 GDP 联

系更加紧密。第二，名义 GDP 目标制可以阻止经济的深度衰退。在经济衰退期间，“创造性毁灭”很难发生。如果采取名义 GDP 目标制，一个部门的支出增加会抵消另一个部门的支出降低。如果宏观经济环境适宜，“创造性毁灭”会使资本会流向需要它的地方；第三，在名义 GDP 目标制下，我们可以不再救助银行，从而降低相应的道德风险。如果名义 GDP 路径稳定，银行危机的溢出效应以及传染效应会大大降低。

### 3、欧央行的错误

上述分析对当前欧元区的危机具有重要意义。欧元区存在很多问题，比如它不是最优货币区。但这些问题由于欧央行的一些错误决策而变得更加糟糕。在通胀目标制下，当通胀水平低于目标水平时，通胀水平会自动回到目标水平 2% 附近。更高的通胀预期会降低实际利率，这会让政策变得更加宽松。

欧央行另外一个错误就是在 2011 年采取紧缩的货币政策。在 2011 年，由于石油价格上涨和增值税率提高，欧洲通胀高于欧元行的目标水平。但是需求仍然疲软，通胀预期远远低于 2%。紧缩的货币政策加速了欧元区的衰退，名义 GDP 快速下降，主权债务危机进一步恶化。一个具有前瞻性的货币政策不仅要看到由于石油价格上涨和增值税率提高而导致的通货膨胀，还要看到由于名义 GDP 下降引致的低通胀预期。

由于欧央行在 2011 年错误地提高利率，经济基本面迅速恶化，本可以在 2011 年发挥作用的政策，比如降低利率，到 2013 年已经无法发挥作用。而且，欧央行本可以在 2013 年采取非传统货币政策，却一直推到 2015 年，但收效甚微。在接下来的 5 年里，大部分观察家都会认为欧央行采取宽松的货币政策，但实际上其政策很难达到 1.9% 的通胀目标。至于目前的量化宽松，如果欧央行能够在 1 年或 2 年前采取该政策，或许还能有效。

---

本文原题为“The Real Problem Was Nominal: The Crash of 2008”。本文作者 Scott Sumner 为 Mercatus Center 货币政策的主席，也被称为“拯救美国经济的博主”。本文于 2015 年 3 月 刊于 ADAM SMITH 研究所官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---



## 如何通过金融深化来促进亚洲经济增长

Gemma B. Estrada, Marcus Noland, Donghyun Park, and Arief Ramayandi/文 蔡云飞/编译

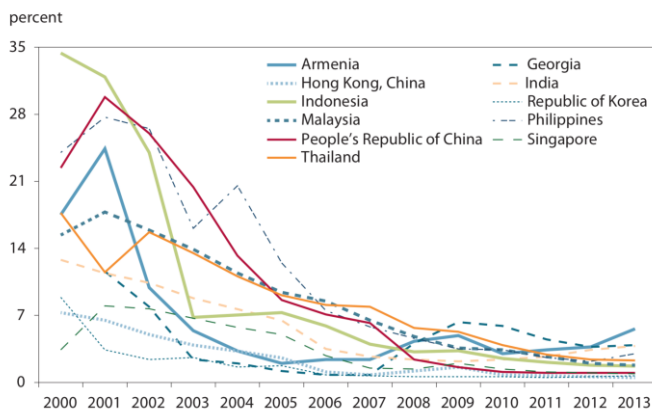
导读：金融业发展不足并非亚洲高速增长的原因，而是一个抵减因素。如果拥有健全的金融系统，亚洲经济发展可能已经取得更高的成就。全球金融危机使得金融发展背负了坏名声，当金融发展超过了某一拐点，其对经济增长的效应可能为负。然而亚洲还远没有到达这一拐点，金融发展对提升经济仍然至关重要。编译如下：

### 1、亚洲金融发展的现状和原因

在亚洲，金融业发展问题已经不是新鲜事：多年来该区域金融部门的发展始终落在活跃的实体经济之后。97-98年的亚洲危机以来，亚洲金融业进行了大范围的改造和改革（图1、2），但整体上来说仍然比较落后。对亚洲某些低收入国家而言，金融部门的发展需要还停留在量变层面（图3、4）。尽管如此，亚洲这几十年经济增长却是全球最快的。

图 1. 2000-2013 年间部分亚洲经济体的无效贷款占贷款总量比例

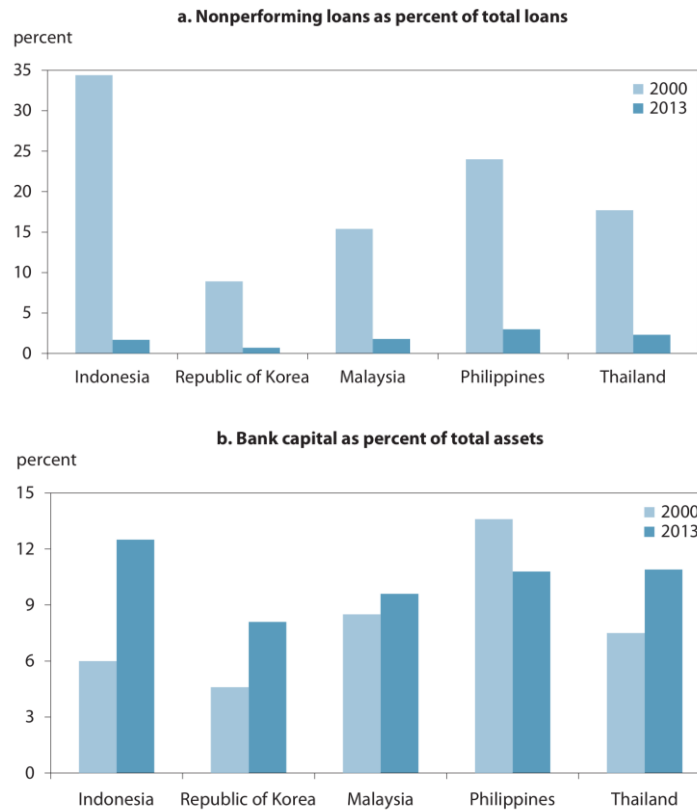
Figure 1 Nonperforming loans as a percent of total loans in selected Asian economies, 2000-13



Source: World Bank, World Development Indicators online database (accessed on September 15, 2014).

图 2. 受 97 年亚洲危机影响国家的金融部门表现 (2000, 2013)

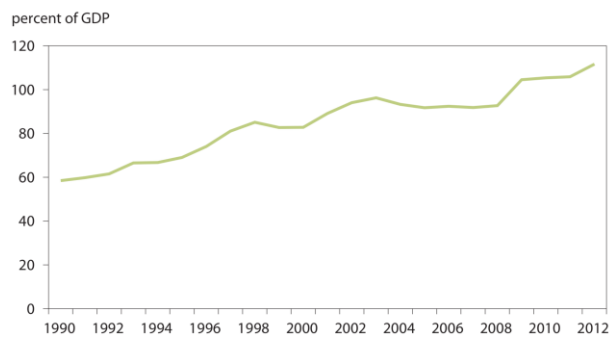
Figure 2 Financial sector performance of in Asian crisis countries, 2000 and 2013



Source: World Bank, *World Development Indicators* online database (accessed on September 15, 2014).

图 3. 1990-2012 年间亚洲私人部门信贷占 GDP 比例

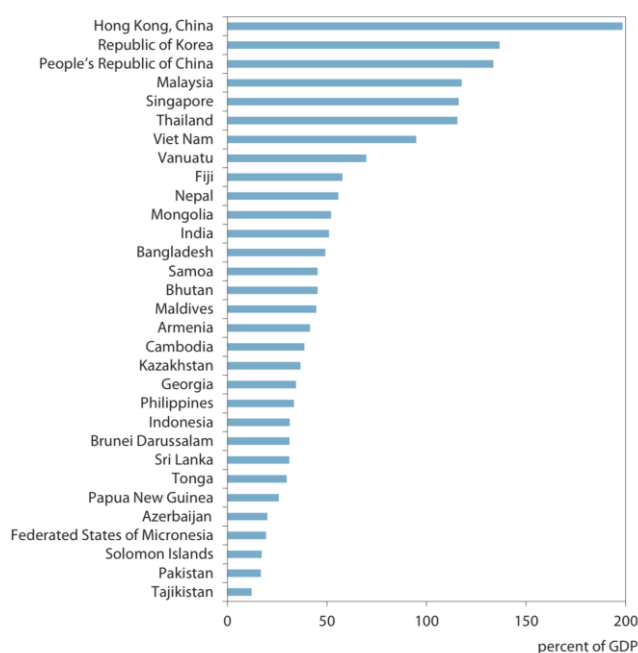
Figure 3 Private credit as percent of GDP in developing Asia, 1990-2012



Source: Asian Development Bank estimates based on data from the World Bank, *World Development Indicators* online database (accessed on September 15, 2014).

图 4. 2012 年亚洲部分国家私人部门信贷占 GDP 比例

Figure 4 Private credit as share of GDP in selected developing Asian economies, 2012



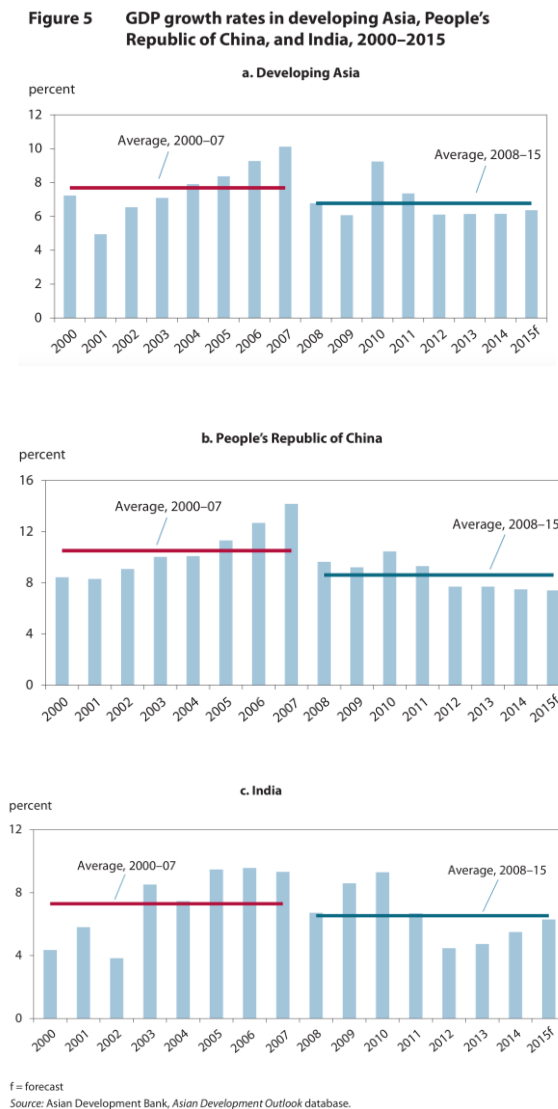
Source: World Bank, World Development Indicators online database (accessed on September 15, 2014).

人们可能因此认为，持续高速增长与金融业发展不足在亚洲共存的现象说明了对经济发展而言，有效的金融部门并非不可或缺。但一个更为人们所接受的观点是，过去金融业发展不足起是阻碍而非促进亚洲经济增长。如果亚洲拥有更健全优质的金融系统，也许它会发展得更加快速，或者它可以以更低的储蓄投资水平来获得与现在同等的增长，也就是说发展的成本原本可以降低。

在经济发展的早期，资本的高边际收益以及明确的产业升级路径意味着，相对而言简单化的资源分配仍然能带来高回报。此时投资与金融系统的高效并没那么重要，但当经济体日渐成熟，过度的投资机会不再存在，金融发展对经济增长起到的作用就越来越大。此外，较低的资本存量，即较高的资本边际回报率，也抵消了金融部门低效的负效应。

## 2、金融深化的重要性

图 5. 2000-2015 年间亚洲、中国和印度的 GDP 增速



现在是重提亚洲金融业发展的时候了，该区域经济增长的关键在于“质”而非“量”。这有几方面的原因。首先，由于外部环境不再宽松，自金融危机以来该区域经济增长滞缓，这一方面是因为发达国家恢复动力不足（图 5）使得亚洲的出口受到影响。而内部结构性挑战也不容忽视，比如人口老化，人口红利带来的增长效应已不能持续。此外，该区域大部分地区正在步入中等收入国家行列，这也带来发展的压力。经济放缓放大了金融业发展不足的成本，这尤其体现在被浪费的增长空间上：当经济体发展增速为每年 5% 而不是 10%，被浪费的增长空间就成了更为巨大的成本。进一步来说，该区域增长模式正从投资拉动转向投资与生产力共同拉动，这就使得金融业发展更为迫切。创新与知识对于亚洲生产力增长乃至经济增长至关重要，而创新通常是由企业家和创业公司带来的，因此发展出

一套能在未来为企业家和创业公司带来更低融资成本的金融系统就显得尤为关键。

### 3、金融危机的启示与金融监管

08到09年的全球金融危机使得在亚洲地区发展金融部门更加困难，这是因为金融发展如今背负了一个坏名声。金融发展对经济增长的促进可能仅限于前期，也就是说金融业发展到一定阶段再进一步发展可能会导致金融系统的不稳定，甚至是金融危机，从而阻碍经济发展。这种可能性的一个典型例子就是全球金融危机，这场危机导致了金融瘫痪，几乎拖垮了全世界的经济。然而，亚洲仍然处在一个相当低的金融发展水平，金融业过度发展还不足以称之为问题，尽管香港、中国和新加坡的金融中心也许是例外。在亚洲，金融部门的发展更多是意味着需要进行基础性金融建设而非引入晦涩的金融产品。金融危机的有益启示是，即便是金融业发达经济体，晦涩的金融产品、不谨慎借贷和监管不足所带来的风险仍然是巨大的。应该明确带来金融危机的不是创新本身，而是没有跟上创新步伐的审慎监管。

但过度监管并不是带来金融稳定性的方式，事实上，这甚至可能在其他方面带来不稳定性。比如，由于国家管控的金融系统无法满足企业和家庭的金融需求，一个体量巨大的影子银行部门可能诞生。影子银行有其益处，但因为不受监管，比正常金融部门的风险要大。反过来，过度金融管制可能导致低效资源配置，阻碍创新发展。

理想的情况是，亚洲目前需要建立起稳健有效的银行系统、权益市场和债券市场，使得在防控风险的前提下储蓄流向生产效益高的投资项目。在某些情况下，诸如宏观审慎政策和银行压力测试等能够支撑一个健全的监管框架。

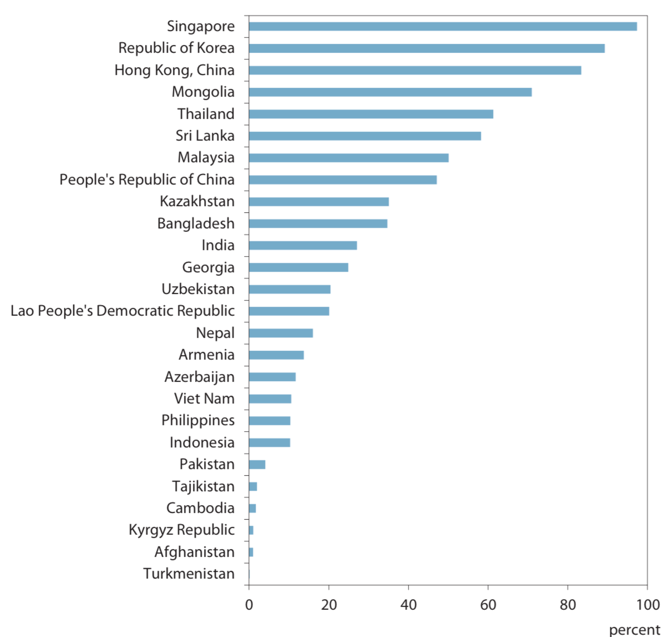
### 4、金融深化的内涵

在很大程度上，该区域金融系统优化对促进经济增长起决定性作用。过去经济增长的首要考量是“快”，这在该地区收入水平极低和过度贫穷的背景下有其道理。然而，如今亚洲已经越来越趋近于中等收入地区行列，在这样的情况下经济增长的“质”愈发重要。

经济增长质量优化的一个关键元素在于包容性增长。亚洲在消除贫穷方面取得了巨大成就，但现在该地区面临着另一个巨大的挑战：贫富差距的加大。解决不平等的一个明确方案是财政政策，但另一个对策——金融部门发展也许就不那么为人所知。金融发展与不平等的关系也许可以用一个U型曲线来表示，金融发展到一定阶段可能会开始加剧不平等，然而在转折点之前金融发展是能有效消除不平等的，而亚洲还远没有到达这个转折点。

图 6. 2011 年金融机构存款显示的收入分配不平等

Figure 6 Percentage of adults in bottom 40 percent of the income distribution with an account at a formal financial institution, 2011



Source: Demirgüç-Kunt and Klapper (2013).

在亚洲的很多区域，只有很小比例的低收入群体能接触到金融服务（图 6）。金融包容可以帮助消除不平等，它扩大了金融服务的范围，使得贫困家庭、小型企业和创业企业都能接触金融服务，这样就促进了包容性增长。金融包容的一些基本内容，比如针对贫困人群的教育借贷，对经济增长是有直接的正面影响的。而其他内容，比如在遭遇自然灾害时为消费融资，正面作用就不那么明显。另一方面，金融排斥有一种危害巨大的形式，这就是国有金融机构对国企的偏袒，这严重妨碍了创新和生产力的发展。

一个健全有效的金融系统对经济增长和发展大有裨益。这些获益在其他领域同时进行结构性和政策性改革的前提下更为明显。比如，控制官僚风气和强化基础设施建设，这些能改善商业环境的改革使得金融发展带来的好处更为明显，因为这样资金就可以流向创业企业和企业家。提升公共教育质量的教育改革使得金融包容的效果更为明显，这是因为穷人对教育成本的承受能力提高了。更好的公共医疗同样放大了金融包容的效益。总之，金融发展和金融包容只有在有利于增长和发展的政策环境下才能更好地发挥其作用。

---

本文原题为“Financing Asia’s Growth”。本文作者 Gemma B. Estrada 为亚洲发展银行高级经济官员，Marcus Noland 为 PIIE 执行副主席，Donghyun Park 为亚洲发展银行首席经济学家，Arief Ramayandi 为亚洲发展银行高级经济学家。本文于 2015 年 3 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---



## 丝绸之路经济带战略的国际政治经济学分析

冯维江/文

导读：本文主要研究丝绸之路经济带。第一部分将在梳理已有文献的基础上提出问题。第二部分分析丝绸之路经济带的战略目标，并从学理上界定其离岸一体化的特征。第三部分分别考察丝绸之路经济带战略的国内与国际基础。第四部分比较分析了其他国家关于丝绸之路相关地区的发展策略与规划，并在此基础上提出中国建设丝绸之路经济带应分战略动员、战略规划与战略实施三步走的方案设想。编译如下：

### 1、文献评述与问题的提出

尽管丝绸之路经济带已经得到国外政策界和主要媒体的关注，但国外专门以此为主题的学术研究尚不多见，更多的是对丝绸之路经济带背后战略考量的一些猜测性的评论和判断。

但目前不少研究都假定中国倡议丝绸之路经济带是出于对内外部威胁、风险或压力的反应性行为，是一种“避免外部伤害造成损失”的策略，假定中国需要与内外部的分裂主义势力，与在全球战略上挤压中国的美国，与在地区利益上存在冲突的俄罗斯等等进行对抗，甚至要采取先发制人的策略。这种假定与国际学术界对中国战略文化某种先入为主的判断有关。实际上，对中国战略文化强调进攻性的判断只是对西方战略文化的一种比附。如果承认中西方战略文化的差异性，那么前述国外研究对丝绸之路经济带战略意图的解读就可能存在方向性的偏误。中国提出这一倡议，“创造利益”的一面可能要远大于“避免损失”的一面。也就是说，与合作方共同“把蛋糕做大”是丝绸之路经济带倡议的主要目的，而与合作方一起避免“蛋糕”被竞争者砸掉、甚至主动去砸掉对手的“蛋糕”可能并非其主旨。从不同的战略文化假定出发，可以对丝绸之路经济带的战略意图做出大相径庭的解释。这需要我们从中国对外行为的实践中寻找证据，从而判断哪种解释更加合理。

### 2、丝绸之路经济带与离岸一体化

丝绸之路经济带战略与古丝绸之路精神有一脉相承之处。首先，两者都有贸易或经济利益的推动。其次，古今丝绸之路都对参与各方协同提供安全公共产品提出了颇高的要求。中国与其他丝路国家(尤其是中亚各国)面临着恐怖主义、分裂主义、极端主义等所谓三股势力的侵扰，有必要加强协作维护地区安全。最后，中国积极承担大国责任。中国来扮演经济、安全、社会、文化诸方面合作的更积极的倡导者角色，在合作平台等公共产品上率先投入，既是利益所在，也是责任使然。



尽管如此，丝绸之路经济带的建设背景与古丝绸之路已有很大不同，中国倡议的战略目标也应有相应的调整。中国倡导这一合作的主要着眼点之一是丝绸之路相关国家及其背后多元文明的群体性复兴。

中国关于丝绸之路经济带的倡议，与中国的国内及国际战略具备内在一致性，从而是高度可置信的政策举措。从国内战略来看，全球金融危机和国内社会问题凸显让原有的高度依赖东部沿海地区及出口和 FDI 驱动的增长模式的效率出现下降，中国有进一步发展西部地区、实现东西平衡布局的迫切需求。从国际来看，丝绸之路经济带完全符合中国开展离岸一体化(off-shore integration)合作的战略逻辑。

中国正在实践的离岸合作与离岸平衡有显著的不同，可称之为“离岸一体化”。所谓离岸一体化，就是超出传统的地缘经济合作的视野，将生产、货币、金融、贸易、投资、劳务等领域的整合性制度安排，推向全球所有对中国的发展或长期经济增长而言具备战略重要性的地区，增加中国与这些地区之间、以及这些地区通过中国的相互依赖，使得中国成为联通这些重要领域、重要地区的一体化的枢纽。

从本质上看，中国实行的离岸一体化与欧洲一体化有所不同。欧洲一体化的基本经验是用趋同的经济指标、宏观政策、技术标准来充分挖掘成员国的竞争潜力，实现效率的提升，这是一种“竞争导向的一体化”。中国的离岸一体化则是从以多样性和差异性为前提的亚太区域合作实践中发展起来的，注重根据区域主体自身的文明特点、发展特征、资源与制度禀赋的优势来形成发展的合力，达成一种“合作导向的一体化”。

### 3、丝绸之路经济带战略的国内、国际基础

从国内基础看，尽管部分省(区市)积极融入和参与丝绸之路经济带，但顶层设计的缺乏和无序竞争的风险可能削弱丝绸之路经济带的战略意义，甚至影响其最终实现。国际基础方面，文章分析了域外大国及沿线国家官方和学者对丝绸之路经济带倡议的态度，发现该倡议面临区域外部力量的压力，但区域内主要国家对这一倡议的理解和赞同多于疑虑与反对。

## 4、方案设想

表1 大国在丝绸之路经济带所涉地区的合作设想

主导者	目标	范围	合作领域	机制	利益相关度
日本	促进民主，能源合作	中亚五国及高加索三国	基础设施、技术教育等	双边、亚洲开发银行	中
美国	主导中亚及南亚地区安全与社会发展	中亚五国、印度、巴基斯坦、阿富汗等	贸易自由化与便利化、基础设施等	倡导国际合作，强调区域努力	中
俄罗斯	确保在中亚等独联体国家中的影响力	以俄罗斯、白俄罗斯、哈萨克斯坦为基础的欧亚共同体	贸易、货币金融、基础设施等	关税同盟、反危机基金、欧亚开发银行	高
欧盟	把欧盟的模式向外拓展，降低对俄罗斯的能源依赖	里海三国、土耳其、中东欧国家等	政府培训等技术援助、油气管道	双边援助、国际会议等	中

资料来源：笔者整理

基于对已有机制的上述认识（见表1），我们对丝绸之路经济带建设过程有以下设想：

第一，从现在起到2016年为战略动员阶段。战略动员分为国内动员和国际动员两个方面。就国内动员来说，建议将西部省区市及其对口援助的东部省区市都纳入丝绸之路经济带战略规划之中，增强国内动员的能力与效率。国外动员方面，利用亚信会议、博鳌论坛、APEC峰会、G20峰会、金砖峰会、上合组织峰会等国际场合，并在联合国框架下负责主持和召开专项会议，发挥“主场外交”优势，开展政策宣讲并凝聚共识，争取在不同场合为区域内外的主要大国及地区成员创造条件与机会，就丝绸之路经济带建设问题进行磋商和充分的沟通。

第二，从2016年到2021年为战略规划期。在战略动员的基础上，由主要大国牵头成立协调小组，开始厘清已有的合作机制中的各种标准，推动各领域标准的统一与施行范围的拓展。

第三，从 2021 年到 2049 年为战略施行期。对内设立官方理事会和秘书处等常设机构，对外加强与世界银行、亚洲基础设施投资银行、亚洲开发银行、欧亚开发银行及各国开发性金融机构的合作，全面实施丝绸之路经济带在基础设施建设、贸易一体化、人力资源与行政能力建设、货币金融安全网建设等方面的规划，不断推进和夯实政策沟通、道路联通、贸易畅通、货币流通和民心相通五大支柱的基础。

---

本文原题为“丝绸之路经济带战略的国际政治经济学分析”。本文作者冯维江为中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员。本文于 2015 年 2 月刊于 IWEP 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 超宽松货币政策的金融稳定风险

Gory Claeys 和 Zsolt Darvas /文 刘兴坤/编译

导读：零利率、大规模资产购买、对商业银行的长期贷款，以及货币政策的前瞻性指引等超宽松货币政策可能对金融稳定产生正面影响，也可能危害金融稳定性。但总体来看，正面影响超过负面影响。在维护金融稳定方面，微观审慎监管、宏观审慎监管、财政政策和规制应扮演重要角色。编译如下：

在 2008 年金融和经济危机之后，美国、英国、日本及欧元区等发达国家的中央银行采取了将利率降低乃至降至零以下，以及大规模资产购买、对商业银行的长期贷款以及对中期货币政策的前瞻性指引等措施。上述政策称之为超宽松货币政策。

超低或负短期利率不能保证充就业和价格稳定，这些非常规政策的目的是重新恢复价格稳定和刺激经济增长，一些政策的目的是为了保持金融稳定。

### 1、超宽松货币政策和金融稳定：概念和证据

超宽松货币政策可以创造超宽松金融环境，能促使通胀率上升和出口增加，从而有助于金融稳定，但是超宽松金融政策给金融机构带来了挑战，并有可能危害金融稳定性。

#### • 通过改善经济环境产生的影响

超宽松货币政策可以改善经济前景、提高非金融机构的利润，并降低失业。金融机构能够从改善的经济环境中受益，如银行坏账率会降低，对保险的需求会提高，金融投资会增加，所有这些都改善金融稳定性。

#### • 对风险行为的影响

超宽松金融政策可能鼓励金融机构从事更多的风险行为，如发放更多的贷款，放松贷款标准。当风险行为过大，就会危及金融稳定。但是银行业的指标显示，在过去六年，美国、英国、日本和欧元区国家的金融体系的风险行为并未显著增长。

#### • 提高杠杆率

超宽松货币政策可能会提高金融部门的杠杆率：一是利率降低造成的银行资金机会成本的降低，导致更高的杠杆率；二是低利率环境造成的低波动性会导致更高的杠杆率。但是数据显示，在美国和欧元区，从 2007 年到 2013 年，金融部门的杠杆率持续降低，或者在危机期间降低，之后维持在较低水平。规制的变化、更加严格的监管和市场压力有助于降低杠杆率。

#### • 提高资产价格

超宽松货币政策会降低长期利率从而提高股票和债券的价格。债券和股票价格的提高有利于资产持有者，包括金融机构，有助于改善金融稳定性。但是如果长期执行超宽松货币政策，资产价格过高，就会导致泡沫，从而危害金融稳定性。

用市价比率和市盈率来衡量，在美国和日本，超宽松货币政策并未导致资产价格过度上涨。除了非金融机构的市价比率外，英国也是如此。在欧元区，市价比率没有显著上涨，市盈率超过了历史平均水平，但并没有显示泡沫。用周期性调整市盈率、Q比率和巴菲特指标来衡量，美国的资产估值相对较高，但是目前的情况与金融危机和经济危机之前有很大不同，因此即便有市场调整，也将是温和的。

从房屋价格来看，与历史上相比，最近美国和英国的房价尽管有所上涨，但是温和的。在日本，尽管有大规模的量化宽松，但是房价并未上涨。

#### • 对人寿保险公司的负面影响

人寿保险公司因为长期负债多于资产，而负债的回报是固定的或有保证的，因此未预期的低利率会影响到它们的利润和偿付能力。数据显示，德国、奥地利和立陶宛的人寿保险公司暴露在利率降低的风险之下。但非人寿保险公司因为没有这样的资产错配，受利率降低的影响较小。

#### • 新兴国家的逆向反馈

新兴国家可能会受到发达国家超宽松金融政策下的大量不稳定的资本流入的不利影响，可能会削弱其经济表现，甚至引发金融危机，反过来又会对发达国家的金融稳定带来负面影响。IMF的数据显示，新兴国家依旧繁荣，其远景与危机前相比并没有大的改变，这要归功于它们的宏观政策，如几乎没有大规模经常账户失衡，公共债务非常低等。

#### • 对财政的影响

超宽松金融政策通过降低借贷成本、提高通胀率、改善经济远景——反过来增加了税收，和增加了的中央银行利润对财政的转移提高了金融稳定性，并有利于公共债务持续性，从而降低主权债务危机和相应的金融不稳定性。

#### • 非常规性的宽松货币政策的退出

从目前的常规性和非常规性的宽松货币政策中退出会提高利率、降低股票、债券和房地产的价格，减少风险行为，削弱公共债务的持续性，并导致新兴国家经济的波动。因此，当经济和通胀率已经达到央行中期目标时，应当审慎进行资产购买项目的结束和提高利率。

联邦储备银行和英格兰银行能够在对金融稳定不产生不利后果的前提下，决定它们的资产购买计划，并且看起来没有从超宽松利率退出的迹象。欧元区能否顺利退出取决于未来几年通胀和出口的发展，以及超宽松货币政策的持续性。

## 2、降低金融稳定性风险的政策

金融危机显示，政策稳定并不能保证金融稳定。上一次泡沫和繁荣信贷周期对许多发达国家、尤其是欧洲国家的出口和失业而言代价高昂。关于如何保持金融稳定，主要有三种意见：



一种观点认为只要微观和宏观审慎政策被成功的执行，只需要通货膨胀目标制进行最小变化即可。

第二种观点认为货币政策应逆经济风向而动。

第三种观点要求反思价格稳定和金融稳定为一体的货币政策。

### 3、货币政策应当明确以金融稳定为目标吗？

货币政策会与导致金融不稳定的因素发生强烈的相互作用。金融不稳定会通过信贷收缩，或通货货币政策传导本身，对价格稳定产生负面反馈作用。当货币政策受到凯恩斯陷阱限制的时候，它不得不借助于非常规工具。在金融周期的萧条期，中央银行不得不扮演金融机构最后贷款人。

通过利率政策来防止金融失衡是无效的。因为很难发现利率和资产价格之间的明确的关系。

货币政策以金融稳定为目标遇到的另外一个问题是“逆周期”的货币政策可能不会对金融失衡产生预期的效果。如从紧的政策可能遏制经济活力，无法实现通胀目标。

因为金融不稳定而实施的货币政策还可能会产生一些意料之外的效果，特别是在开放经济中。提高利率导致的资本流入可能会分散高利率对借贷的削弱作用，提高利率还可能导致货币升值。资本流入和/或货币升值效应都会由贸易部门传递到非贸易部门，如地产泡沫。此外，收紧的货币政策还会导致影子银行的活跃。

当金融周期偏离经济周期、或者当欧洲国家的金融周期并不一致时，金融政策并不适合抑制金融过度；金融政策应当集中于其最初的目标，即维持广泛的价格稳定。

利率是一个宽泛的货币政策工具，在处理金融失衡问题时效率较低，特别是把这一政策用于价格和金融稳定这两个目标时。当商业和金融周期不同步的时候，它们之间就会此消彼长。

### 4、促进金融稳定性的政策

在降低金融稳定风险方面，微观审慎监管、宏观审慎监管、财政政策和规制应扮演重要的角色。

#### • 微观审慎监管政策

微观审慎监管政策可以保证金融机构行为的正确性，防止失误。市场失误可能导致银行对风险的低估，因此需要严格的规制和监管：不对称信息，金融机构的失误产生的经济外部性、“太大以至于不能倒”、存款保险、央行最后贷款人等公共政策产生的道德风险问题。

#### • 宏观审慎监管政策

健康的个体金融机构对于金融稳定是必需的，但是不足以保证金融体系的稳定。针对金融机构之间的相互联系导致的系统性风险，宏观审慎政策有两个目标：

提高金融体系的弹性和用比利率政策更多的目标性工具熨平金融周期。具体有四个中介目标：降低和防止过度借贷增长和杠杆，降低和防止过度期限和流动性错配，限制风险集中和限制援助预期。宏观审慎政策通常被分为两大类：影响贷款人行为的工具，如随时间变化的资本需求、杠杆率或动态准备金，以及影响借款人行为的工具，如贷款比率限制或债务收入比限制。

现在很难判断宏观审慎工具在提高金融体系的弹性和熨平金融周期方面的有效性。因为它们是较新的政策工具，但是已经表明了一些积极的结果。宏观审慎工具存在一个潜在的局限性就是它们可能引起规制套利，如引发跨国借贷和银子银行活动。

- **财政政策和对很容易陷入泡沫的部门的规制**

特定的国家政策能够放大金融不稳定性，从而削弱改进的微观审慎监管框架和新的宏观审慎监管框架。例如，补贴和税收优惠，包括抵押，能够催生信贷和房地产繁荣。因此，财政当局应该和金融稳定当局合作，设计能够熨平金融过度的政策。另外一个可能的措施是规制很容易陷入泡沫的部门，如建设部门。

## 5、结论

2008 年以来实施的资产购买计划和其他的非常规货币政策，有助于经济整体和通胀的回升。但是非常规货币政策对金融稳定性可能产生负面影响，但是其正面影响超过了其潜在风险。微观和宏观审慎政策应当是欧洲地区金融稳定和避免金融失衡的第一道防线。

---

本文原题为“The Financial Stability Risks of Ultra-loose Monetary Policy”。本文作者 Grégory Claeys 和 Zsolt Darvas 为欧洲智库 Bruegel 的研究员。本文于 2015 年 3 月刊于 Bruegel 官网。

[单击此处可以访问原文链接。](#)

---



## 融资如何促进生产率提高

Ajai Chopra /文 李笑然/编译

导读：本文认为金融深化通过影响资本在各部门的分配，从而影响生产率提高和技术创新。亚洲低收入国家通常拥有较多的银行，通过银行体制改革受益颇多。银行体制改革的目标是激活国内储蓄，降低信贷的成本，促使信贷资源流向生产率较高的部门。亚洲高收入国家应该大力发展国内的资本市场，包括债券市场、股票市场等，降低资本的成本，提高企业的全要素生产率。此外，亚洲发展中国家还应该丰富长期融资和中小企业融资渠道，降低中小企业融资成本；同时应鼓励企业创新活动，为创新活动设立专项的融资部门，使创新而非模仿在经济增长中发挥越来越重要的作用。编译如下：

亚洲的发展需要更多的依赖生产率的提高而不是资本的积累。尽管刺激生产率提高的措施并不唯一，但金融深化可以提高资本在各部门之间分配的效率，并促进创新和技术转移。政策制定者需要充分发挥金融的中介作用，而不是一味的扩大金融部门的规模。本文讨论了针对亚洲不同收入水平国家金融进一步发展的优先政策。将私人部门的储蓄转变为长期融资，尤其是为基础设施建设、中小企业融资，有助于生产率的提高。而且，对于从技术吸收到技术创新转型的国家，在创新型企业从事研发，从技术创新到商业创新的过程中，专有的金融部门和投资者至关重要。

### 1、促进长期融资

长期融资和投资可以提高经济的产出水平。长期投资包括有形资产（能源、交通、工厂和医院等）投资和无形资产（教育和科研等）投资，这会进一步增强经济的创新能力和竞争力。而且，长期投资不像短期投资那样顺应经济周期，扩大经济波动，而会提高经济的长期可持续增长，加强金融的稳定性。

尽管亚洲发展中国家储蓄规模很大，但它们的长期融资工具还非常有限。银行仍然是金融部门的主体，证券市场相对滞后。在新型市场国家，银行贷款的平均期限是 2.8 年，这与长期融资不匹配。很多国家虽然在促进债券市场发展，但债券市场多为风险较低的政府债券，债券市场的深度不够，无法满足长期融资的需要。

促进长期融资需要多方面综合的措施，但下面几点需要特别注意：第一，确保投资者在做投资决策时要有长期的眼光；第二，大力发展债券市场和股权市场，丰富融资工具；第三，允许机构投资者和国外机构参与，扩大投资者的多样性；第四，宏观审慎管理，警惕资本大规模的流入和流出。

### 2、扩大中小企业的融资途径

证据显示，金融的发展对中小企业的帮助更大。Beck et al. (2008)发现，金融体系对雇员不到 20 人的企业发展至关重要。扩大中小企业的融资途径，可以使

中小企业更好的采取新技术，有助于建立新场地，研发新产品和提供新的服务。另外，确保新进入企业而不仅仅是已经建立企业的融资畅通，可以提高企业之间的竞争程度，促进生产率的提高。目前，中小企业融资监管部（ADB,2014）已经成立，通过提供及时、综合的数据和分析来支持亚洲发展中国家中小企业融资并提供相应的政策建议。

### 3、为创新融资

一个国家的技术水平越接近全球前沿技术，后发优势越不明显，创新对该国的经济增长就越重要。大量的研究表明，创新对一个国家的生产力提高和全球竞争力至关重要。

对于知识依赖型经济体，有效的创新体制必不可少，但这不是唯一的关键因素。关键因素还包括：教育和技术、信息和通讯基础设施建设，以及经济和体制制度。亚太地区的“知识经济指数”平均为 4.4，而 OECD 国家的“知识经济指数”平均为 8.25。就创新一项，亚太地区也远远低于 OECD 国家。

随着亚洲国家从技术吸收到技术创新转型，为创新融资变得越来越重要。创新需要资源，企业需要资金从事研发，购买相应的设备，开发新的商业模式。如果企业不能得到资金支持，就不能采取新技术，购买相应设备，生产率也就无法提高。而且，证据显示，融资渠道也是企业家精神的重要组成部分。

创新需要专门的融资渠道。原因如下：第一，创新的回报一般需要较长时间，而金融偏好投资短期内产生回报的资本，这种不匹配会导致创新融资面临困难；第二，信息不对称。投资者对创新型企业的未来前景不确定，中小企业的信息不够透明，都会阻碍创新融资；第三，创新起初需要大量的资金，这些企业的资产多为无形资产，很难对其价值评估。因此，需要建立专门的金融部门来帮助创新融资。具体措施包括：直接资金支持企业研发，包括优惠贷款，所有权认证，风险投资以及提供种子基金等；建立债务和风险共享机制。这样可以降低投资者的风险；政府支持通过私人融资渠道为创新活动融资；财政政策支持，主要是税收优惠。

此外，创新融资也需要市场有一套运转良好的机制，具体包括：第一，破产监管有助于识别创新活动的风险，有利于投资者评估创新活动；第二，充足的知识产权保护有助于创新型企业融资，因为知识产权保护可以将知识变为可交易的商品，从而充当融资的抵押品；第三，发达的银行体系和金融市场有利于企业丰富创新活动融资的渠道。

### 4、结论

未来许多亚洲发展中国家需要把生产率提高而非资本积累作为经济增长的动力。本文认为，金融深化通过影响资本在各部门的分配来促进生产率提高和技

术创新。亚洲低收入国家通常拥有较多的银行，通过银行体制改革受益颇多。银行体制改革的目的是激活国内储蓄，降低信贷的成本，促使信贷资源流向生产率较高的部门。亚洲高收入国家应该大力发展国内的资本市场，包括债券市场、股票市场等，降低资本的成本，提高企业的全要素生产率。此外，亚洲发展中国家还应该丰富长期融资和中小企业融资渠道，降低中小企业融资成本。鼓励企业创新活动，为创新活动设立专项的融资部门，使创新而非模仿在经济增长中发挥越来越重要的作用。

---

---

本文原题名为“Financing Productivity- and Innovation-Led Growth in Developing Asia: International Lessons and Policy Issues”。本文作者 Ajai Chopra 是 PIIE 研究所的客座教授。本文于 2015 年 3 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

---

## 紧缩货币会扩张影子银行吗？

Benjamin Nelson, Gabor Pinter 和 Konstantinos Theodoridis /文 刘天培/编译

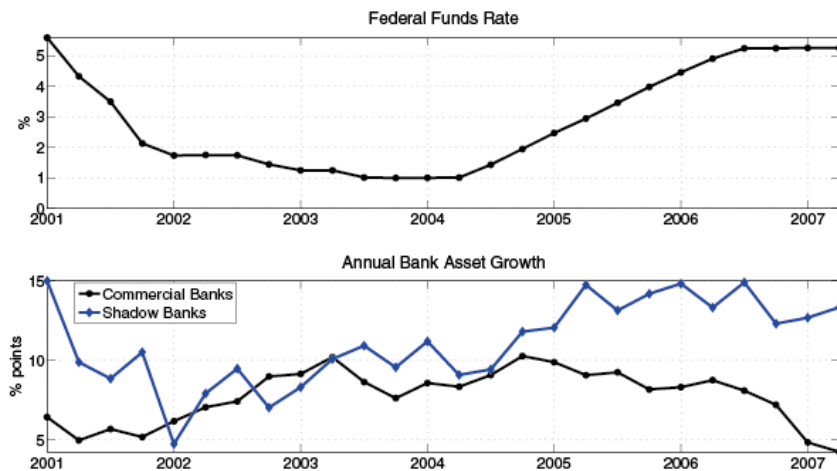
导读：关于央行是否应该提高利率以应对金融机构从事高杠杆率活动，学界已有许多讨论。通过实证分析，本文认为，美联储执行意料之外的货币紧缩，会帮助扩张影子银行的规模。编译如下：

人们普遍认为，2001年以来美国持续的低利率政策，催化了07-08年的金融危机。考虑到货币政策会产生广泛的效果，也许稍微紧缩的政策是当时更好的选择。

### 1、美国货币政策与资产负债表扩张

金融危机爆发之前，美国利率水平的变化可以分为两阶段。一是2001年从第一季度的5.6%降到2003年第四季度的1%；二是从2004年第二季度开始上调到2006年第三季度的5.25%。相应地，商业银行资产在第一阶段增长，在第二阶段下降。然而，影子银行的规模并没有受到影响。

图 1 危机前美国利率变动以及影子银行规模



注：数据来源于经济分析与资金流转局。影子银行定义见 Adrian 等(2010)以及资产抵押债券、金融机构和基金。

仅凭图 1，我们还不能证明其相关性。我们找出了三个解释：

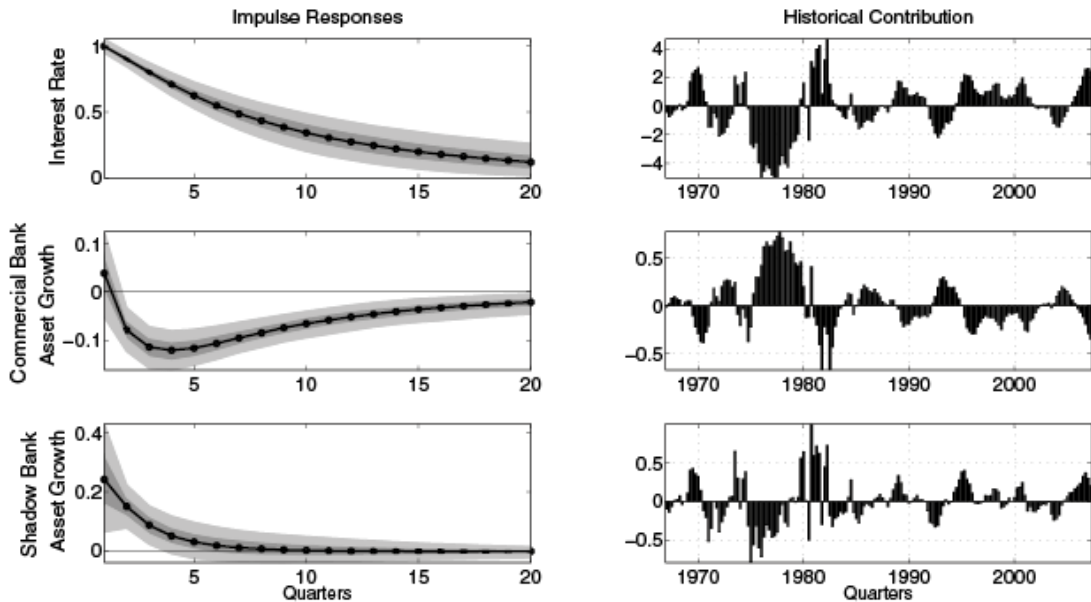
- 先积极后消极的货币政策可能造成利率大幅变动，也顺周期（逆周期）地影响商业银行（影子银行）。
- 2000 年左右，下降的利率是对需求降低的内生性反应，而利率回升之后，货币政策并没有收紧，所以造成了影子银行规模上升。

- 利率的反应也许仅是对其余冲击的政策反应，这些冲击包括金融改革和规制，它们对资产负债表的影响又不尽相同。

## 2、货币政策冲击会产生“水床反应”吗？

为解释利率和资产负债表的因果关系，我们使用贝叶斯 VAR 方法进行分析。我们发现，2000 年左右，货币宽松对商业银行和影子银行资产增长的贡献量处于中等水平。与传统观点一致的是，紧缩政策确实可以减缓商业银行规模的增长，但不一致的地方在于，意外的紧缩政策反而增加了影子银行的资产增长率。如图 2：

图 2 100 个基点的冲击效果



注：数据来自作者的计算结果。纵坐标单位是百分点。使用 Choleski 排序进行识别。样本期为 1966 第三季度-2007 第二季度。左栏逐个显示第 32 分位到第 68 分位的中位数和后验分布的 16-84 百分位。右栏是根据中位数估计的历史冲击贡献。

联邦基金利率调高 100 个基点后，商业银行资产会稳定地减少，并在一年后到达下降峰值（-0.1%），而对影子银行的冲击为+0.2%。在多个模型条件及假设下，这个结果总是稳健。由于存在相反的作用，使用货币政策应对金融中间机构的扩张存在一定问题。我们还发现，意外的紧缩会导致证券化活动更加活跃。

然而，危机前意外的紧缩政策造成的影响约为-0.3%至 0.3%，与现实中平均 1.5%-2.3%的资产增长率相比较小，所以仍有其它因素影响中间金融机构的扩张规模。

为解释上述实证结果，我们提出以下模型：在一个典型的 DSGE 模型中，我们加入影子银行部门。商业银行向非金融私人部门提供贷款，之后把部分证券化的贷款卖给影子银行。相应地，影子银行将证券打包，作为抵押品发行资产抵押债券。持有这些债券的正是之前的商业银行们，这些债券也比私人抵押品能够获得更高的风险评级。当货币政策收紧，商业银行的资产自然萎缩，为了弥补失去的利润，商业银行就出售更多债券给影子银行，于是影子银行规模相应扩大。

### 3、结论

我们的结论对学术研究和政策引导都有很大意义。尽管影响范围有限，货币政策的确可以收紧金融中间机构的规模。需要说明的是，影子银行反而会因为货币紧缩而扩张，执行政策时需谨慎考虑。所以，发展宏观管理工具以应对不断扩张的影子银行是必须的。同时，通过使用货币政策改善经济，恐怕只能限于商品和劳动部门。

---

本文原题为“Does a surprise tightening of monetary policy expand shadow banking?”。本文作者 Benjamin Nelson 为英格兰银行的经济学家，Gabor Pinter 为英格兰银行顾问，Konstantinos Theodoridis 是英格兰银行宏观金融分析部高级经济学家。本文于 2015 年 3 月 16 日刊于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---



## 中国的金融自由化进程与金融稳定

Nicolas Borst, Nicholas Lardy/文 李想/编译

导读：中国的银行体系规模在世界首屈一指，资本市场也正迅速接近发达经济体的水平。本文回顾了中国金融体系从传统的银行和政府主导向市场主导的转变过程，并研究了金融改革的最优顺序，以应对随之而来的风险。编译如下：

### 1、20 世纪 90 年代和 21 世纪前十年的改革进程

过去十五多年以来，中国金融体系经历了几个阶段的转变。90 年代晚期到 21 世纪头几年，中国金融体系危机四伏，国内有不断激增的不良贷款，坏账率在 1998 年达到了 25%；国外有来势汹涌的亚洲金融危机，亚洲的经济伙伴国大都遭受了货币攻击和资本外逃。中国政府意识到，在缺乏结构改革和监管改善的情况下，中国也将无法承受这样的金融震荡。1997 年底，国务院发布《关于深化金融改革，整顿金融秩序，防范金融风险的通知》，在这一阶段里中国政府通过接管、注资和重组等方式改善了银行的资产负债表，提高其经营效率。

进入 21 世纪之后，金融结构改革随之开启。中国银行监管委员会于 2003 年建立，将监管职能从中国人民银行分离出来。同年，所有权结构改革也掀开大幕。中央汇金公司成立，代表国家对大型国有商业银行进行股权投资，作为统一的所有者解决银行所有权和实际运作之间的利益冲突。2008 年全球金融危机之前的几年，改革重点在于主要国有银行的公司化和公开上市，此外也鼓励外国金融机构对中国银行进行战略投资，帮助国内银行建立现代公司治理结构并在运作方式上与国际惯例接轨。公开上市不仅能帮助融资，也能改善银行的信息披露系统和运作透明度。

### 2、2008 年全球金融危机后的转变

全球金融危机的爆发给中国金融发展带来巨大转变。中国政府出台了大规模刺激政策以提振经济，而这些刺激政策的主要渠道就是银行信贷存量的扩张。2008 年到 2009 年间，新增社会融资总量几乎翻倍，从 6.98 万亿增加到 13.91 万亿，其中大部分信贷的增加都以银行贷款的形式体现。刺激政策的效果很明显，但同时也使得中国的经济增长越来越向信贷密集型发展。

2009 年之后，信贷规模继续快速上升，但增长结构在两个方面有所变化。第一，银行对私有企业的贷款占比显著上升。第二，银行贷款增速放缓，而其他金融产品，比如授权贷款、信托贷款、银行票据和公司债，增长迅猛。而这些产品通常是表外业务，并缺乏监管，其扩张给金融体系带来了新的风险。

另一方面，银行的负债结构也在发生转变。首先，2008 年后国家财富管理产品快速发展，这种短期产品的收益率比央行决定的存款利率高出几百个基点。虽



然其中大部分的收益保障无保障，但因为它们由银行发行或者在银行间市场流通，投资者认为其具有隐性保险，其规模已相当庞大。其次，银行间借贷发展势头强劲，中小银行快速扩张，并依赖于不稳定的批发融资市场。这也是金融体系的新脆弱之处，2013年中国银行间信贷紧缩就是短期资金市场波动性的体现。

整体而言，全球金融危机对中国金融体系的冲击无疑十分强烈，不仅资产和负债结构发生了显著转变，而且金融体系的整体规模也发生了大规模扩张。这使得金融体系改革在许多方面都倒退到了十年前的水平。

### 3、当前的改革议程

2013年11月，中共十八届三中全会通过了《关于全面深化改革若干重大问题的决定》，为金融改革提供了清晰的图景。此后的改革主要包括以下几个方面。

第一，建立私营金融机构。目前中国的金融体系依然是国有机构占据主导地位。2014年3月，银监会接受了五家投资者集团建立私营银行的申请。其中两家的申请得到批准，有望在2015年正式营业，但私营银行的业务范围将受到很多限制。私营银行将完全没有隐性的政府保险，必须承担所有责任和风险，经营不善将被迫退出市场。

第二，发展资本市场。资本市场的扩张和发展是三中全会金融改革的重点内容，目的在于改善中小企业的融资环境，建立注册制的股票发行体系并提高债务融资的比重。中国资本市场的规模并不小，其债权市场的规模是世界第三大。但中国企业从资本市场融资的比重相当低，2013年非金融企业新发行股票占总社会融资的比重只有1.3%。银行系统仍然主导着整个金融体系。另一个问题则在于资本市场在资产配置中对国有企业的偏好。私人部门产出占总产出的三分之二到四分之三，但从资本市场融资的比重极低。

第三，加快利率自由化。过去20年来，中国在利率自由化上有很多实质性的进展，20年前银行间利率开始由市场决定，之后债券重购利率完成了自由化，2005年左右，贷款利率上限放开，2013年完全放开，2014年，存款基准利率调整的灵活性上升，但仍未完全放开。金融抑制的问题仍然很严重。

第四，向市场化汇率迈进。与利率市场相似，人民币汇率自由化的过程也是漫长和不对称的。1994年，中国将双轨制汇率机制并轨，实施对美元有管理的浮动汇率。2005年，人民币与美元脱钩，参考一篮子货币进行调节。每日浮动区间从2012年的1个百分点上升到了2014年的2个百分点。但汇率决定过程仍然有强烈的政府干预，这可以从庞大到外汇储备积累反映出来。汇率市场化对于降低内部失衡和实施货币政策而言至关重要。

第五，提高资本项目可兑换性。中国政府自1993年起就表示要完成人民币完全可兑换，但到现在为止部分资本项目仍然是封闭的。对外直接投资相对开放，

但投资组合的流动高度受限。尽管如此，通过合格境外机构投资者（QFII）、人民币合格境外投资者（RQFII）和合格境内机构投资者（QDII）制度，监管者在某些特定领域允许跨境资本流动。上海自贸区和沪港通也是促进资本流动的方式。

第六，建立存款保险制度。许多因素阻碍了存款保险制度的实施，比如对受保对象和银行破产主导权的确定存在争议，银行自身不愿意承担额外的保险费用，以及小银行不希望承担基于风险的高利率等等。最终，中国政府克服这些困难，于2014年底起草了提案，存款保险制度将在2015年正式启动。

第七，建立基于市场的退出机制。隐性的政府保险导致了信贷错配和过度投资，三中全会提到要为金融机构有序破产建立一套程序，但具体方式和时间仍没有决定。

第八，混合所有者改革。目前，混合所有者改革主要在非金融企业中实行，首家进行混合所有制改革的银行是交通银行，如果交通银行实验成功的话，其他银行有可能随之进行改革。

#### 4、改革顺序与风险管理

金融改革通常伴随着较大风险，金融自由化之后发生银行和货币危机的概率很高。但推迟改革的后果也相当严重，失衡和资金错配的问题将阻碍增长并带来金融危机。金融改革的成功需要注意改革顺序和风险最小化。

国际经验表明，解决国内金融缺陷和失衡问题是开放境外资本自由流入与流出的前提。缺乏有效监管时，国内银行通常会从境外大量贷款，对经济体的负面冲击很可能引发资本外逃和金融体系无序去杠杆。对中国而言，国内金融体系的扭曲可能引起爆发性的资本流入或流出，被低估的汇率可能导致热钱流入并恶化资产价格泡沫，被压低的存款利率将使存款流出本国银行体系，这些潜在的流入和流出风险都不利于整个金融体系的稳定。因此，在资本项目开放之前，解决国内的扭曲问题至关重要。

而改革国内金融体系要集中注意三个方面。第一，解决资本价格的系统性低估。利率自由化之后，存款利率、货币市场利率和短期债券利率都可能上升，从而带来借贷成本上升，因此银行更有可能将资金贷向更有效率的借款人，提升资产配置效率并抵消信贷增长放缓的部分负面冲击。第二，发展资本市场。资本市场能够帮助减轻当前银行主导金融体系的道德风险问题，也能够改善资产配置效率，是金融自由化中的关键步骤。第三，建立市场化汇率机制和有效的货币政策框架，而且前者能够帮助后者的实现。一旦货币实现了市场化，央行将有更多自由来解决伴随着金融改革而来的潜在风险。

如果上述三者都实现了，而且宏观经济条件稳定，决策者可以继续推进资本账户开放。资本项目开放之后，中国的银行将进一步扩大跨境活动，而且开放也

会提升国内银行系统的竞争程度使得国内银行更有效率。但这些好处都只有在审慎监管的条件下才能达到。

---

---

本文原题为“Maintaining Financial Stability in the People’s Republic of China during Financial Liberalization”。本文作者 Nicholas Borst 为美联储旧金山分行银行监管部门分析师, 研究员, Nicholas R. Lardy 为 PIIT 高级研究员。本文于 2015 年 3 月刊于 CSIS 网站。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

---

## 关于中国建设“一带一路”的问答

Scott Kennedy 和 David A. Parker/文 黄杨荔/编译

导读：近日，中国国家发展改革委、外交部、商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》。本文简介了该项倡议的内容，分析了中国政府提出该倡议的目的，以及其对亚洲各国的潜在利益与风险。编译如下：

3 月 28 日，中国最高经济规划机构——国家发展和改革委员会发布了“一带一路”规划纲要。国家主席习近平将该项目作为其外交政策和国内经济政策的核心。“一带一路”最初被宣传为区域基础设施网络，而最新发布文件表明，“一带一路”的内容仍在扩张，将促进亚洲大陆在金融一体化、贸易自由化、各国互联互通等方面的政治合作。中国实施“一带一路”的努力可能对该区域的经济体系产生重要影响，包括区域贸易、投资、基础设施建设等方面的模式，从而对中国、美国及其他世界大国产生战略意义。

### 问题 1：何为“一带一路”？

回答：“丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”最初由习近平于 2013 年秋访问哈萨克斯坦及印度尼西亚时分别提出，中国的“十三五”规划对它们寄予厚望，二者合称为“一带一路”。其中，“带”指陆路合作网络，涉及公路与铁路路线、石油与天然气管道及其他基础设施项目的建设，从中国西安延伸至莫斯科、鹿特丹和威尼斯，途径中亚地区；“路”则指港口及其他沿海基础设施项目的海上合作网络，从南亚、东南亚延伸至东非和地中海北部。发改委、外交部与商务部联合发布的“一带一路”规划纲要强调，该项倡议并不局限于基础设施建设，还包括促进金融一体化、人民币国际化，搭建起联结区域信息与通信技术网络的“信息丝绸之路”，减少区域内跨境贸易和投资壁垒等。其他新区域机构的建设，如亚洲基础设施投资银行（AIIB）和新丝绸之路基金（NSRF），部分程度上也是为了补充和支持“一带一路”。

另一方面，在中国传统外交言论（如强调主权与不干涉等）与同高标准和国际规范保持一致的新措辞、对市场起“决定性”作用的融合上，该项规划同样引人注目。这是对中国领导人在 2013 年 11 月份三中全会上提出的“使市场在资源配置中起决定性作用”的呼应，但市场力量是否能够成为驱动新丝路的关键角色仍有待考察。

### 问题 2：中国政府试图通过这项倡议实现什么？

回答：该项倡议对中国而言具有重要的经济与地缘政治动机，考虑到目前中国国内经济所面临的挑战，前者或许更为重要。

中国领导人正努力实现国内经济向“新常态”的转变，后者以较低但较稳定的经济增长为特点。许多“一带一路”的基建项目涉及中国最贫穷落后的地区，这有助于缓冲深化经济放缓的效果。此外，通过改善南部和西部欠发达省份、富裕的沿海地区及周边国家间的联系，中国政府也希望“一带一路”能够提高国内经济一体化程度，增强竞争力，实现区域间更为平衡的发展。而且，基础设施建设意在消化中国巨大的产能过剩，并使中国商品更易进入区域市场。在许多大国企为生存而挣扎、银行受贷款业务量逐渐减少所困的局面下，“一带一路”将为中国经济提供重要的支持，在以市场为导向的改革驱动下，作为补偿既得利益的有效工具。

外交政策方面，“一带一路”反映了习近平在去年 11 月份中央外事工作会议上指出的许多重点，包括高度关注与邻国外交的改善、更具战略性地将经济作为中国的部分外交手段。在区域基础设施缺口数万亿美元的背景下，“一带一路”强调了中国的巨额资源，并表示中国将为亚洲各国提供金融支持，以激励他们深化与中国的合作。中长期来看，该项倡议的成功实施有助于深化区域经济一体化，促进欧亚国家同外界的跨境贸易和金融流动，进一步巩固以中国为中心的贸易、投资及基建模式。这将增强中国作为其邻国经济伙伴的重要性，并潜在地提高中国在该区域的外交杠杆作用。能源与矿藏资源的投资增加，还有助于降低中国对海外进口商品的依赖。

### **问题 3：该项倡议涉及自由贸易区或另一种国际机构的构建吗？**

回答：答案是否定的。该项倡议显然不涉及自由贸易区，也不含国与国之间的绑定协议。相反，该项倡议的核心在于，中国承诺运用自身的经济资源与外交手腕来促进基建投资与经济发展，从而拉近中国与亚洲其他国家乃至欧洲国家的联系。这表明，中国极力避免潜在的、具有可衡量要求的正式条约，通过减少正式的安排来提高灵活性，从而允许该项倡议最大化自身的经济与政治手腕。

### **问题 4：该项倡议能给亚洲带来哪些潜在利益？**

回答：“一带一路”被视为中国版的“马歇尔计划”，而中国一直在淡化该比喻，因为这将使该项倡议染上地缘政治色彩。

抛开动机不说，该项倡议本身彰显了中国与日俱增的经济能力与实力，以及习近平政府进行海外部署的目的。若执行得当，“一带一路”将强化区域经济的增长、发展与一体化。亚洲开发银行（ADB）估计，亚洲每年基建开支的供求缺口高达 8000 亿美元。既然“一带一路”以基础建设为核心，其将在区域经济体系中发挥建设性的作用。此外，若该项倡议能实现更为持续与包容性的增长，则将强化区域内的政治制度，从而减少恐怖主义活动。



### 问题 5：有何潜在风险？

回答：“一带一路”的实施将给中国及其邻国带来巨大的风险与挑战。中国过去在基建投资方面遇到的困难表明，许多拟建项目可能会以一系列昂贵的蠢事告终。考虑到中国建筑企业在外国运营的不良记录（包括对当地工人的虐待），这些企业对外活动的扩张提高了政治关系面临的受损风险，可能有损中国形象或引发东道国动荡，尤其当“一带一路”无法为当地经济带来持久利益时。区域联系得到强化的同时，中国承担不良建设后果的可能性也会提高。

另一项风险在于，亚洲与其他地区的许多国家（包括美国）正关注“一带一路”的地缘政治影响。尽管中国试图在其最新规划中缓解这些问题，强调该项倡议的双赢潜力，其在该方面的努力都将对区域内许多关键的国家带来重要的外交影响，比如日本、印度与俄罗斯。莫斯科尤其关心该项倡议对中国在中亚地区影响力的强化——俄罗斯一直将中亚视为其势力范围，而近年来该区域内的中俄竞争日益明显。同时，印度对中国在斯里兰卡的投资特别警惕，新德里一直将后者视为其后院的一部分。

因此，中国政府有意无意的努力都将加剧该区域地缘政治的紧张程度。该项倡议还会产生直接的安全影响。特别地，“海上丝绸之路”可能会扩张中国在海外日益增长的海军实力，而中国在建设区域信息技术基础设施方面参与度的提高，可能为其开拓影响该区域的新渠道。

当然，很可能这些崇高的计划并不会实现。中国“车到山前必有路”的发展策略已在国内陷入困境，如果类似情形在国外发生，不仅将引发对中国的政治反对，此外，借款者无法还贷、企业无法收回投资，将给中国经济带来额外的压力，而非稍微缓解深化经济放缓的难度。



## 美国的 TPP 困境

Brad Glosserman /文 郭楚/编译

导读：TPP 对促进美国经济发展能发挥重大作用，然而 TPP 带来的战略利益更为根本。当前，美国在处理经济与政治矛盾、国际谈判与国内批准、国内利益集团博弈这三个领域仍有突出问题需要解决。编译如下：

跨太平洋经济合作伙伴关系（TPP）对美国国家利益的重要性不言而喻，根据彼得森国际经济研究所的测算，TPP 给美国带来的实际收入增长将为每年 770 亿美元，到 2025 年将增加出口约 1235 亿美元。与此同时，TPP 的价值远超经济领域，它是一个战略里程碑，将为美国应对 21 世纪的挑战提供抓手。如今 TPP 的参加国已有 12 国，占世界 11% 的人口和 39% 的 GDP。谈判国希望在今年能够签订条约。

TPP 的重要性还在于，它能更平均地分配美国的军事、政治、外交、经济等各种战略资源。美国力推 TPP 显示了美国完全理解东南亚地区国家的诉求。近年来东南亚地区存在一种“二元结构”：这些国家在经济上依靠中国，在安全问题上依靠美国。尽管东南亚国家渴望获得美国的安全保证，但是他们也希望这样的保证不那么过于赤裸裸。他们希望获得的是建立在安全承诺上的经济存在，同时避免在大国竞争中选边站。通过 TPP 调整再平衡战略凸显美国已经掌握了地区主动权。顺利结束 TPP 谈判、签订条约对亚太地区贸易秩序的塑造有重大意义，而通过缔结一个成员国间相互妥协的协定也是美国的地区和全球领导力的集中体现。

然而，美国在 TPP 问题上仍面临两个方面的两难，而且这些问题没有引起足够的重视。

第一，美国对贸易和经济问题的认真态度将有可能引起其与一些国家在双边关系上的摩擦。随着美国通过经济抓手加强与亚洲的伙伴关系，美必将寻求一种更加合理的关系。理论上，TPP 通过协商一致同意原则和争端处理机制解决问题。然而，在实际上，既然亚洲是美国的战略重点，政治家对经济问题的关注则更加重要。如果亚洲更为重要，那么政治家们将对亚洲的伙伴有更高期待。这些新产生的紧张关系尽管不是不可逾越的，但也是棘手的。

第二，虽然美国经济将从 TPP 获益，但却不能保证 TPP 在国内得到批准。美国经济活动将从 TPP 获益，尤其是那些已经在东南亚开展了业务的企业对这个协议充满期待。但是，完全可以理解的是他们关心的底限问题是 TPP 能否给他们创造利润。同样重要的是，美国国内的商业组织(和劳工)比在海外的商业组织的影响力要强大。最后的结果是，这演变成了一场比谁能撑到最后的关于数据和

方法论的辩论。按照 TPP 的本质原意，发展到这样的境地是不应该的。经济收益固然重要，但 TPP 的核心价值是事关大战略的——即亚太领导权是首要，经济利益底限是次要。美国商界的领袖仍未——或者甚至不能——在这一问题上做好准备。

最后，也是最突出的两难问题，那就是既然 TPP 是一个以经济问题为抓手的战略协定，那么美国必须领导谈判、通过寻求妥协折衷方案达成协议。既然美国希望达成“黄金标准”的协定，那就应同另外 11 个谈判国寻求到妥协点。以更加宽广的视野看待这一问题，在惠及 12 个国家的消费者的同时最大程度地给美国带来收益。所有的谈判国最终都将寻找到妥协折衷的平衡点，但美国应比他们动作更快，以便更好应对由于做出这些妥协所带来的国内压力。

然而，屋漏偏逢连夜雨。国会里的民主党议员对这个贸易协定仍持有疑虑，共和党在此问题上陷于分裂状态，不一定能保证其支持自由贸易的态度。另外，还有一些人和团体反对给予奥巴马总统“贸易促进权”（Trade Promotion Authority）——使 TPP 能够在国内获得快速批准的“快轨”。

还有比 TPP 和再平衡更重要的因素要考虑。处理这些问题的结果将塑造美国对维持地区领导权的认知。毕竟，美国不应仅仅按照国家利益的狭隘定义行事，还必须为了能提供更好的公共物品而付出更多。那才是领导权的本质，也是美国仍未完成的对其的考验。

## 中国的 AIIB 挑战

Yun Sun/文 郭楚/编译

导读：为解决亚洲基础设施建设项目的资金缺口，2013 年末中国倡议成立亚洲基础设施投资银行（AIIB）。国际上、特别是美西方和日本战略界普遍认为中国这一举动意在改变既有的国际经济金融秩序。然而，决定 AIIB 的设立和发展方向的因素众多，中国亦不能单独垄断 AIIB 在议事日程上的权力，并且在未来仍将面临不确定的挑战。编译如下：

2013 年 10 月，中国国家主席习近平在对东南亚国家进行访问之际提议建立亚洲基础设施投资银行（AIIB）。随后，中国投入了大量政治、经济和外交资源力推该国际金融机构的设立。国际上关于 AIIB 的讨论重点大多是关于 AIIB 的国际影响，如 AIIB 对布雷顿森林体系的冲击、中国借 AIIB 拓展战略利益，以及围绕 AIIB 的外交角逐。无论如何，由 AIIB 造成的国际影响和挑战应受到更多关注，以确保 AIIB 能有效发挥作用并遏制中国过大的战略目标。

首先，对 AIIB 的合理定位是中国要面临的问题。中国已经强调 AIIB 必须是一个多边商业银行，而非发展援助机构。那么如何平衡出资援助基础设施建设项目与回报之间的关系？基建项目投资期限长，利率低，且存在浪费和贪污腐败的潜在可能。如果 AIIB 给那些被其他银行出于盈利原因拒绝的项目提供贷款的话，它将承担不小的风险，尤其是在那些政治、经济体制不稳定的亚洲落后国家。中国有一种“资源换项目”的双边借贷模式，即别的国家用自然资源来换取中国的贷款。这种模式已引起广泛的争议和批评，若在 AIIB 中存在这样的情况将是一种政治上的不明智和经济冒险。一些中国的金融专家指出，即便这种担忧有一定依据，但中国对 AIIB 的战略目标也不是鞭长莫及的。在关于借贷事宜的决策时，必须谨慎并充分考虑商业因素。这有两方面含义：第一，AIIB 涉足的投资领域应被限定在一定范围，尽管中国宣称这个机构目标在于“填补亚洲基础设施建设项目的资金缺口”。第二，AIIB 的贷款可能并不会像一些国家预计的那样容易和慷慨。

与此同时，中国官员也意识到，尽管中国是最大注资国，但也不可能单独控制 AIIB 的决策权。根据中国财政部长楼继伟的说法，AIIB 将有三个等级的管理结构：董事会，理事会和管理层。董事会作为最高决策机构，将选出非常驻理事会，理事会负责预算和项目。尽管中国在董事会的成员比其他国家多，但这也不能使 AIIB 成为中国发号施令的工具。事实上，如果中国出于其战略利益考虑而试图在贷款或者采购领域做出不受欢迎的决定的话，一个中立的理事会是可能将其驳回的。AIIB 的多边性质已经在谈判设立之初就明确了。虽然 AIIB 的筹备组包含了很多中国官员，但中国也很清楚最后的领导权和成员将是多边和多样化的。

AIIB 的多边（或潜在的民主）决策程序是中国对其降低热情的一个解释。这个过程是大家所熟悉的。在金砖国家开发银行的出资比例、总部选址、领导层结构和其他事宜上，中国没有实现其预期目标，因此将精力转移到 AIIB 上。然而，在中国国家主席习近平宣布单独出资 400 亿美元设立用于资助地区基建开发的丝路基金之后，中国的战略重点又转移到了这个基金上。确实，一些中国的分析家也认为建立 AIIB 耗时长，决策机制比预期繁冗。相比之下，以丝路基金这样的渠道开展的双边借贷事宜协商更容易开展，更快能执行，也更加符合中国的利益。

管理 AIIB 的标准和规则带来了另一个两难，那就是坚持高标准和做出务实决定的矛盾。高质量的规章制度必不可少，完善的管理能够防止不良贷款的决定，这同时符合银行和借款成员的利益。高标准、严监督和完善的管理是好的信用评级的前提，这决定着 AIIB 的国际融资能力。（亚洲开发银行是 AAA 评级）。鉴于此前国际社会对 AIIB 的管理方式、透明性和可靠性的担忧，这方面的任何失误都将会严重损害 AIIB 的信誉和合法性，使其失去支持。

在制定 AIIB 的管理规则和标准这个问题上，中国国内存在不同看法。中国财政部呼吁建立高质量、第一流的标准和运行机制。高层领导在原则上同意。但中国的一些利益集团认为 AIIB 应有助于推动中国经济议程，特别是推动一带一路战略。反之，那些不尊重中国的国家将更少获得 AIIB 的考虑和帮助。这些争论将会持续，其结果也将会是不同议程之间的折衷妥协。

最后，也是最重要的问题，那就是 AIIB 的融资模式还没有最终稳定成型。初期阶段，中国可以使用其外汇储备、或者发行特别国债，但其他成员缺少这样的财务灵活性。有人推测中国可能还必须向一些成员借出资金，以便其能够支付首次注资。尽管银行间借贷、PPP 模式和亚洲庞大的私人储蓄都可能是未来的融资选择，但若缺少好的信用评级和贷款担保人制度也将会削弱 AIIB 在短期发挥作用的能力。

尽管存在这些挑战，中国仍将推进 AIIB 的建设作为首要任务，因为这个机制符合其国家利益：它能拓展中国的影响力，推动国际经济秩序“民主化”，使其对外投资多元化，促进出口，以及提高领导人的威望。尽管如此，中国和国外的观察家们需要在以多长时间、多高标准建成 AIIB 这个问题上有更加现实和清醒的评估。

---

本文原题为“China’s AIIB challenges”。本文作者为美国智库 CSIS 研究员 Yun Sun。本文刊于 2015 年 3 月 11 日 CSIS 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/>

### 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.iie.com/>

### Center for Strategic and International Studies (CSIS) 战略与国际研究中心

简介：1964年由美国海军上将阿利·伯克和大使大卫·阿希尔成立。是一个位于华盛顿特区的跨党派的外交政策智囊团。CSIS主要就经济和安全问题，进行政策研究和政治战略分析，其重点放在技术、公共政策、国际贸易和金融、能源等。在《2011年全球智库报告》（The Global Go To Think Tanks 2011）中，CSIS在全球（含美国）30大智库中列第5名，全球30大国际经济政策智库第11名。

网址：<http://csis.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/>

**Adam Smith Institution (ASI) 亚当斯密研究所**

简介: ASI 是英国的市场经济和社会政策自由化的改革领导者。它以《国富论》的作者亚当斯密命名,方针是经济自由主义。

从二十世纪七十年代建立以来,它在积极实践把选择和竞争引进到公共服务上来,在巩固个人主义、减税、消减落后法规和杜绝政府浪费扮演着重要的角色。此协会通过他们的研究、报告、学术会议、政治家和期刊的简报、网站和博客、报纸、广播和电视来推广和散播他们的理念。

网址: <http://www.adamsmith.org/>