

全球智库半月谈

中国与变化中的亚投行

希腊危机的五个教训

中国宏观经济的趋势与周期

中国的小城市缺乏效率吗？

负利率政策有无必要？

巴塞尔式的储备要求：流动性覆盖比率

本期编译

程覃思

郭子睿

黄杨荔

李 想

刘天培

刘兴坤

苏 丹

谢晨月

徐博立

邹静娴

(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
	张文豪	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: 张文豪 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

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

中国与变化中的亚投行	3
------------------	---

导读：在亚投行的筹建和成立过程中，国际社会的集体力量使中国的立场和态度发生了转变。本文梳理了亚投行在成员国组成、资本份额、否决权、与中国自身经济利益的关系、治理原则等各方面的变化。

希腊危机的五个教训	5
-----------------	---

导读：7月13日，欧盟峰会就希腊救助协议达成一致意见，确立了“以改革换援助”的基本思路。本文回顾了希腊危机的解决进程，并总结出应对一国主权债务问题的五条教训。

希腊结构性改革与经济增长	10
--------------------	----

导读：本文认为希腊救助计划失败的主要原因是改革步伐较慢及改革的内容不当。当前，希腊需要继续推进结构性改革，帮助其重返增长的道路。作者提出如下建议：第一，改善商业环境，促进产品市场自由化；第二，短期重视促进增长的措施，长期应该提高政府的管理能力，完善制度建设；第三，进行税收改革，扩大消费。

全球治理

中国宏观经济的趋势与周期	12
--------------------	----

导读：2000年以来中国奇迹似的增长从2013年开始放缓。中国式增长背后驱动力是投资，因此要理解经济增速减缓原因就必须理清以往支撑投资的因素是什么。本文说明了一个偏向于重工业的信贷政策如何解释了过去20年中国宏观经济的趋势和周期。这一政策并不是完全没有带来负面影响，尤其是对商业金融带来的扭曲。中国在未来应当更加关注如何给予银行对小企业进行借贷的激励。

中国的小城市缺乏效率吗？	16
--------------------	----

导读：中国的城市规模及其对生产效率的影响是城市经济学的重要议题。本文认为，现有文献中选用的城市人口数据并不合理，因为户口政策的存在会低估城市中的劳动力。本文采用2010年第六次全国人口普查数据，发现低效率的小城市数量并没有原先估计的那么多。

债务奇迹：借债越多的国家工业化越早	19
-------------------------	----

导读：一般情况下，我们看到的都是债务的坏处。但是，本文回溯英国工业革命时期的国家债务、税收以及战争情况，发现债务的坏处让以前的研究者一叶障目。学界应该给予债务的好处更多的关注。

实际工资与劳动生产率间不断扩大的差距 21

导读：1970年以来，美国人均产出不断上升，但工人的实际工资水平却近乎停滞。针对这一现象，哈佛大学 Lawrence 教授给出了自己的解释，作者认为只要将工资的度量口径放宽，同时对产出进行合理折旧，并且将两者用各自的价格指数平减，那么产出和工资增长率间的不匹配现象就不复存在了。

经济政策

负利率政策有无必要？ 26

导读：货币政策面临着零利率下限，还是能在实际上低于零利率？实现负政策利率的改革所带来的好处是否高于其成本？本文汇总了英国主要宏观经济学家的观点，认为并无强有力的理由支持对货币体系改革，从而允许负政策利率。

发达经济体的货币政策：利人利己 29

导读：本文通过解读 IMF 最新发布的《2015 年溢出效应报告》（Spillover Report, 2015）说明了以下几点结论：第一，系统性发达经济体为了消除产出缺口所采取的融通性货币政策不仅对实施政策的发达经济体有利，其溢出效应对其他国家的经济也有裨益。第二，从20世纪90年代中期开始的新兴市场的净国际投资头寸增加使它们不容易受到美元持续升值的影响，但在公司部门，其外国货币形式的债务增加应引起关注。

巴塞尔式的储备要求：流动性覆盖比率 33

导读：流动性覆盖比率是《巴塞尔协议 III》新出现的一种流动性要求，它要求银行持有的高质量流动性资产足以支付未来30天的流动性支出。作者认为这项监管举措并不具备约束力，因为银行会找到规则的漏洞或根据规则创新。另外，任意控制银行的资产负债表，可能会加剧危机。最后，作者并不认为它能解决由于存款保险而产生的道德风险和“大而不倒”。

本期智库介绍 35

中国与变化中的亚投行

Yun Sun /文 李想/编译

导读: 在亚投行的筹建和成立过程中, 国际社会的集体力量使中国的立场和态度发生了转变。本文梳理了亚投行在成员国组成、资本份额、否决权、与中国自身经济利益的关系、治理原则等各方面的变化。编译如下:

6月29日, 中国与49个国家签订《亚洲基础设施投资银行协定》, 标志着亚投行筹建工作再向前迈进一步, 为年底前正式成立奠定了基础。中国对亚投行立场的演变过程反映了国际社会集体力量对中国行为的影响, 今天的亚投行已大不同于2015年3月份前中国所设想的样子, 表现在成员国组成、资本份额、否决权、亚投行与中国自身经济利益的关系、治理原则等各方面。

1、成员国

中国对亚投行成员国组成结构, 尤其是区域外成员国的态度经历了重大转变。早期筹备时, 中国不打算让亚洲以外的国家加入亚投行, 3月6日中国财政部长楼继伟表示, 意向创始成员国首先向区域内国家开放, 暂时不考虑区域外国家的参加要求。6天后, 英国申请加入。欧洲国家希望加入亚投行的热情之高超出中国预料, 中国也迅速改变立场, 欢迎欧洲、非洲和拉美国家成为意向创始成员国。中国将对亚洲的聚焦转换成区域内(75%)和区域外(25%)国家之间的资本份额分配, 以加强国际支持。

2、性质

早前, 中国对亚投行的定位是中国的援助机构或有着政治资金的商业银行。一方面, 因为大部分成员国将是欠发达的亚洲国家, 中国需要作出主导性贡献, 因此亚投行可能只是中国援助亚洲基础设施发展的另一个渠道。另一方面, 反对派观点认为亚投行将是市场导向、追求利润的商业银行, “中国成立亚投行不是为了赔本, 而是为了盈利”。

最终, 亚投行的性质是多边发展银行, 避免了以上两个极端。中国的角色非常重要, 但并非主导。在很多人看来, 亚投行既不是援助机构, 也不是商业银行, 而是需要产生盈利的“类商业银行”。但这又带来一个关键问题: 亚投行如何在支持基础设施项目与实际盈利考量之间寻求平衡? 基础设施发展是长期、低利率的, 而且具有浪费和腐败的风险。如果亚投行要为那些被其他银行拒绝的项目提供贷款, 必将隐含大量风险, 尤其是在国内经济波动大、政治不稳定的欠发达的亚洲国家。有一个共识是, 中国不能妄想既为所有基础设施项目提供资金, 又能获得高回报。发改委一个高级官员提供了一个或许最为官方的说法: “亚投行不会追逐高回报, 而是寻求收支相抵, 或者获得微小收益。”

3、否决权

2014年10月首次签订谅解备忘录时，中国计划为亚投行提供50%的资本金，这也意味着中国将具有绝对否决权。然而，随着越来越多国家成为意向创始成员国，中国将资本金份额缩减至约30%，其投票权降至26.06%。根据协定，中国对那些需要绝对多数制投票的问题，比如董事会、主席、资本、主要运行和财务政策等方面，具有否决权。保留否决权表示中国对亚投行的关键问题保留控制权的决心。

类似于接受新成员国和一般贷款决策等问题不需要绝对多数制，中国拥有否决权保证了不会发生与中国利益相悖的事情，但这并不意味着中国可以为所欲为。而且，中国行使否决权的频率也不得而知。考虑到中国在亚投行的优势地位及其可施加影响的多种渠道，中国可能根本不需要动用否决权。共识是，中国必须谨慎使用否决权，因为这会削弱其促进亚投行成为一个多边机构的努力，并引发怀疑和批评。亚投行会受到中国特殊影响力和特权的作用，但国际审查的压力、中国对声望的重视和获得认可的强烈愿望，也会对中国的行为构成约束。

4、亚投行与中国自身经济利益的关系

中国会在多大程度上利用亚投行强化自身国家利益？一个积极的信号是，中国建立亚投行最具争议性的目标之一，即促进出口以吸收其过剩产能，逐渐从官方表述和媒体报道中消退了。促进出口以吸收过剩产能可能会激发反倾销诉讼，削弱习近平经济重组战略，更重要的是，会损害亚投行的合法性和可靠性。

5、治理原则

既为亚投行制定标准和规则，同时也参与实际决策，这也是中国被国际社会广为诟病的一点。在协议中，中国承诺亚投行将做到“精简，廉洁，绿色”，在环境、社会、披露、采购、债务可持续、监管机制等方面都将参考国际最佳实践，与透明、公开、独立、问责等原则保持一致。

中国对亚投行立场转变的关键因素在于国际社会的集体力量，标志性事件是欧洲国家在3月底作为创始成员国的加入。加入亚投行之后，创始成员国可以利用他们的集体协商能力，在国际范式和标准下引导和塑造最终协定。中国调整了其期望和立场，以应对变化的现实，这种灵活性本身是积极的变化，来自美国和日本等国的质疑和反对在制约中国的野心和谋求自身利益上也扮演了重要角色。国际社会仍将亚投行视作现有秩序的挑战，但现有体系也有能力来平衡、影响和改变这一挑战，使中国遵循国际规则行事。亚投行的核心问题依旧是中国在其中的身份和中国将其视作自身政策工具的可能性，未来仍有待国际社会观察、批评和引导。

本文原题为“China and the Changing Asian Infrastructure Bank”。本文作者 Yun Sun 为 Henry L. Stimson 中心东亚项目的研究员，布鲁金斯研究所的访问学者。本文于2015年6月28日刊于 CSIS 网站。[单击此处可以访问原文链接。](#)

希腊危机的五个教训

Marek Dabrowski /文 徐博立/编译

导读：7月13日，欧盟峰会就希腊救助协议达成一致意见，确立了“以改革换援助”的基本思路。本文回顾了希腊危机的解决进程，并总结出应对一国主权债务问题的五条教训。编译如下：

7月13日早些时候，欧盟峰会就希腊救助协议达成一致意见，这标志着欧盟在解决希腊危机、阻止希腊退出欧元区的道路上又迎来了一个转折点。然而，现在就谈成功还为时尚早。一方面，很多细节仍待具体磋商，比如财政目标、附加条件、应急资金规模、希腊巨额公债问题的解决方案、希腊银行体系的重建方案，等等。另一方面，即使敲定了具体的危机解决方案，希腊政府是否有能力将方案落到实处，也着实令人怀疑。

在等待下一步进展的同时，我们有必要回顾一下过去几年面临主权债务危机的各国的经历，并从中吸取宝贵的教训。

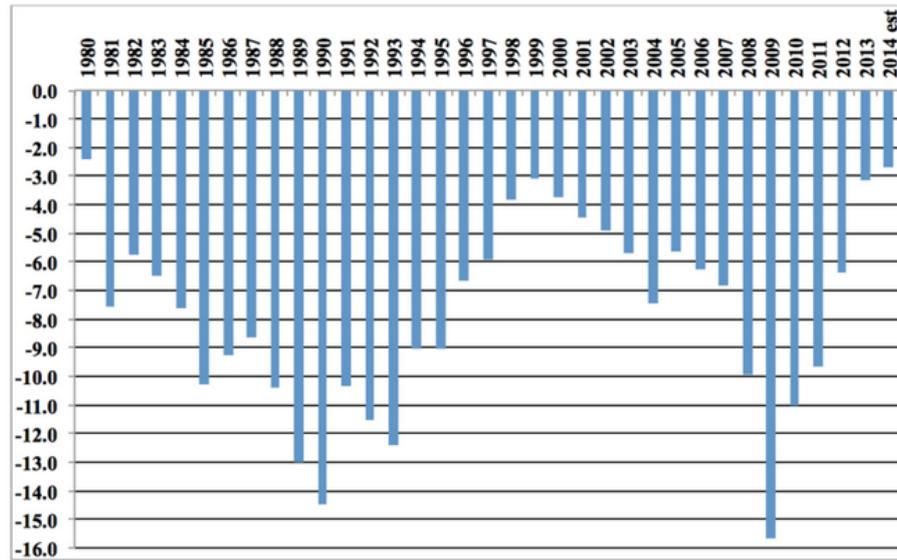
教训一：要保持财政的可持续性

保持平衡的财政收支，是一国政府应该永远恪守的准则。尽管政府可以临时性地采取财政扩张政策，但这也必须是在政府对未来财政收入较有把握的情况下才可施行。一国财政看似大而不倒，但此番危机告诉我们，国家财政并非可以无限透支的信用卡，主权债务也有可能禁受不住长期财政赤字的冲击。

如图1所示，从1980年至今希腊政府的财政赤字在绝大多数年份里均未符合马斯特里赫特标准的规定（财政赤字不超过GDP的3%）。图2则表明，希腊政府发行的公债规模一直保持在不可持续的水平。危机爆发后，希腊政府同意以国内改革换取欧盟的援助。在内部改革和外界援助的双重作用下，希腊财政状况在2014年年初有所好转，财政开始出现盈余，国内产品竞争力逐渐提高，经济显示复苏迹象。然而，左翼激进联盟党（Syriza）在2014年7月否决了进一步的改革与援助计划，彻底打乱了之前的部署。

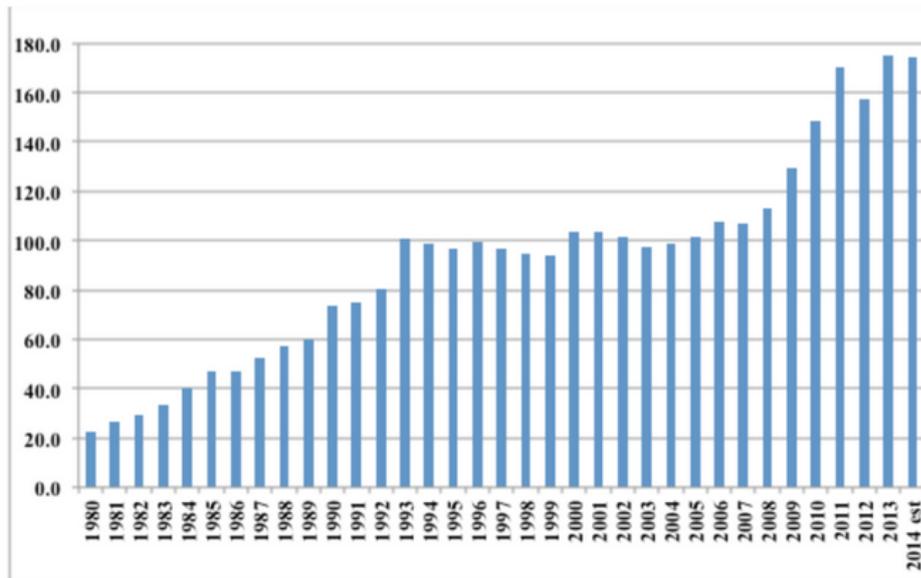
当前，希腊政府面临着是否继续“以改革换援助”的两难抉择。如果不接受欧盟的这一提案，不仅银行体系将会崩溃，甚至有可能被踢出欧元区。事实上，这些改革对于希腊是必要的，就算不为换取欧盟的援助，一套平衡、可持续的财政收支计划也有助于避免恶性通胀在希腊发生。

图 1 希腊财政赤字占 GDP 比例（1980-2014，单位：%）



Source: IMF WEO, October 2014

图 2 希腊公债占 GDP 比例（1980-2014，单位：%）



Source: IMF WEO, October 2014

教训二：要维系债务双方充分的信任

在前几天召开的欧盟峰会期间，许多学者将危及的矛头指向了希腊政府和其债权人之间信任的匮乏。事实上，希腊政府和其债权人一直缺乏相互信任，这主要源于希腊政府几次虚报统计数据以及拖延改革进程的行为（详见“教训三”）。希腊首相阿莱克斯 齐普拉斯（Alexis Tsipras）和前任财长雅尼斯 瓦鲁法克斯

(Yanis Varoufakis)的一些错误行为更是令这一境况雪上加霜，他们暂停了关于欧盟援助计划的磋商、举行全民公投、鼓励公民对欧盟援助计划投反对票。

然而，对希腊政府失去信心的不仅包括欧盟等官方的债权人，还包括来自民间的债权人。2015年上半年，希腊经济再度陷入衰退，财政收入下滑，资本流出增多。左翼激进联盟党带领下的希腊政府暂停“以改革换援助”、举行公投的行为，引发了六月底的银行挤兑现象，普通民众的现金支取额度被限制，对资本流动的控制也加强。更为严重的是，政府举行了公投，但最终却不得不否决公投结果，使得首相和民众之间的信任也被损害（详见“教训四”）。

保罗·克鲁格曼（Paul Krugman）和约瑟夫·斯蒂格里茨（Joseph Stiglitz）等经济学家厌恶通货紧缩，支持采用反周期的财政政策来促进经济增长。但如今对于信任匮乏的希腊，他们的想法并不可行。如果减缓财政收缩的力度，不仅会延迟财政改革的进程，还会造成公债的进一步积累，这两方面均会导致信任的进一步流失。因此，加速改革、重建信任，是当下希腊政府的首要任务，也是未来经济复苏和金融稳定的前提（详见“教训三”）。

教训三：要保证改革的速度

一个月前，我写了一篇批评乌克兰改革速度过慢的文章，其中的观点也适用于分析此次希腊危机。安德斯·阿斯兰德（Anders Aslund）提到，拉脱维亚在2008-2009年间深受经济危机影响，但该国却迅速走出困境，在2011年恢复了迅速的经济增长，在2012年实现财政盈余，这很可能要归功于该国大刀阔斧的财政改革。

事实上，左翼激进联盟党之所以能在2015年上台，也是由于之前的改革进程过慢。从2010年至今，原执政党虽然采取了改革措施，但进程过慢，以至于民众无法确切感知到改革带给他们的利处，从而最终将选票投给了左翼激进联盟党。

为什么改革速度过慢会带来问题呢？原因在于，过慢的改革速度释放了政府改革决心不足的悲观信号。肯尼斯·罗格夫（Kenneth Rogoff）提出了“改革所有权”（ownership of reform）的概念，认为如果政府不能确立自己的“改革所有权”，坚定地挑起改革的责任，那么一切的援助计划对于希腊而言均将无动于衷。

事实上，这正是我对目前希腊危机最严重的担心。即使希腊社会做好准备迎接新一轮的改革，在程序上将改革落到实处也需要一定的时间，这不仅将带来政治上的不稳定，还有可能导致民粹主义思潮的反扑。

教训四：不能离开责任谈民主

2015年7月5日的希腊公投被视为希腊民主的胜利，让希腊重拾“以改革换援助”中所失去的主权，约瑟夫·斯蒂格里茨甚至将“以改革换援助”视作欧盟对希腊民主的攻击。

但事实上，本次公投更应视作希腊滥用直接民主的一种表现。首先，本次公投组织匆忙，公众还未来得及对希腊主权债务问题形成较为全面的认知。第二，公投的问题太长，表述冗余，也不方便公众理解。第三，双方的舆论造势是不公平的。第四，也是最重要地，首相最终不得不否决公投的结果。因此，这场公投并没有体现民主的精神，而更像是民粹主义者施压欧盟的一个阴招。

民主不能脱离责任而存在，如果民众做出了错误的选择，那么也应为之负责。巴里·艾肯格林（Barry Eichengreen）认为欧盟应该在尊重主权的前提之下援助希腊，等待希腊逐步恢复信用。如果真的如此，那么谁将为这个计划买单呢？与此同时，一国所谓的民主导致他国蒙受损失，难道真的不用为此负责吗？

希腊社会应该清楚地认识到，一个破产的国家很难与正常的国家享有相同的民主权利。如何切实地推行改革、避免未来更严重的经济问题，才是希腊应该思考的问题。

教训五：要对规则保有足够的尊重

为了展开对希腊的援助计划，欧盟修改了《欧盟运作条约》的第125条，将“不允许援助”改为“允许有条件的援助”。《欧盟运作条约》的第123条也相应做出了修改，放开了对欧洲央行及各国央行援助一国政府的限制。与此同时，国际货币基金组织也相应地放弃了两个条款。

欧盟和国际货币基金组织为了顺利开展援助计划而背弃了既定的规则，主要是担心希腊主权债务危机会引发传染效应，波及全球经济。然而，放弃了既定规则，也意味着一系列后果将接踵而至。

首先是道德风险的问题。既然欧盟面对希腊危机表现出了积极的援助态势，希腊政府便有动机迫使欧盟承担起更大的责任。左翼激进联盟党的行为便是一个生动的例子。

第二，很多联邦国家（如巴西、阿根廷、上世纪九十年代的俄罗斯）的经历表明，对地方行为的约束不足，将导致中央层面的财政危机，甚至危机货币的稳定性。当然，欧盟距离这一现象还有一段距离。

第三，欧盟在援助希腊的同时，也成为了希腊在金融和政治上的靠山。从而，欧盟要么允许希腊破产，自己也跟着遭受巨额的损失；要么继续提供援助，即使这有可能会使事态恶化。目前欧盟的措施是“以改革换援助”，让希腊也承担起危机解决的责任，至于这一措施是否见效，我们还需静观其变。

第四，欧盟对于希腊（及其它面临主权债务危机的国家）的援助不仅没有加强欧盟各国的凝聚力，反而将援助国和被援助国分化成了两个阵营。民粹主义在欧盟各国风起云涌，援助国的民众反对无私的奉献，被援助国的民众则要求更多无私的奉献，这造成了欧盟内部民众在情感上的分裂。

本文原题为“Five Lessons on Greece”。本文作者为 Bruegel 研究员。本文于 2015 年 7 月 17 日刊于 Bruegel 网站。[单击此处可以访问原文链接。](#)

希腊结构性改革与经济增长

Alessio Terzi /文 谢晨月/编译

导读：本文认为希腊救助计划失败的主要原因是改革步伐较慢及改革的内容不当。当前，希腊需要继续推进结构性改革，帮助其重返增长的道路。作者提出如下建议：第一，改善商业环境，促进产品市场自由化；第二，短期重视促进增长的措施，长期应该提高政府的管理能力，完善制度建设；第三，进行税收改革，扩大消费。编译如下：

希腊经过 5 年的财政援助，出口并没有明显改善，公共债务占 GDP 比率一直徘徊在 170%，失业率超过 25%，GDP 仍然较危机萎缩 25%。在这种背景下，希腊的救助计划难言成功。但是，关于救助计划失败的原因也众说纷纭。主要原因可能是改革步伐较慢及改革的内容不当。

- 第一个希腊计划的重点是恢复对国家财政账户的信心。这可以通过财政整顿和制度转变，增加财政的透明度来实现。但至少在开始，希腊几乎没有采取任何措施来提振私人部门信心，经济难以转向依靠私人部门的增长模式。

- 第二个希腊计划上述缺陷有某种程度的修正，且更强调产品市场、竞争力和增长。但这一阶段，经济已深陷衰退，政治不稳定，政策执行困难重重。

- 至于改革的步伐，希腊与其它欧元区国家同步，但在 2012 年和 2013 年底有所延迟。因此，改革进程与其他国家相比差距巨大，尤其是与葡萄牙相比。葡萄牙的改革也经历了停滞，但最终执行的还不错。葡萄牙平衡财政整顿和经济增长，重视产品市场和劳动力市场改革。葡萄牙的改革更迅速，比希腊改革更有效。

如果把希腊计划失败的原因完全归于改革的不力，这对希腊当局也不公平。上述分析表明，第一个希腊计划还在执行当中。但是，它对促进短期和中期经济增长的改革措施重视不足。这一方案制定的不足与政府管理能力有限、政治不稳定和国家只能负责部分改革议程有关。我们可以得知，尽管主要责任在于希腊当局，但国际机构在某种程度上也难逃其咎。

在当前时刻，希腊人和债权人都面临着如下挑战：希腊既要进行必要的财政整顿，也要为其市场融资，帮助其返回增长的通道。增长应该放在首位，这并不是因为希腊的贫穷已经到了无法接受的水平，而是出于政治经济的原因。就像 Williamson(1994)所解释的，为了保持改革的进程，需要一个领域证明改革计划是成功的。而且，每个人都同意希腊需要更进一步的改革。

为了帮助希腊尽快重返增长的道路，就结构性改革的内容，我们有如下建议：

1. 鉴于劳动力市场已经自由化并几乎达到 OECD 国家的平均水准，我们建议产品市场也应该自由化，大力改善商业环境，这有助于经济增长。

2.制度改革应该继续但要清楚政府目前的管理能力很低，而且会束缚短期增长。因此，短期内应该把促进增长的措施放在首位，长期应该提高政府的管理能力，完善制度建设。

3.税收改革，降低工人的税收负担，扩大消费，在短期内促进经济增长。在这个框架下，提高增值税率也许是有益的，但前提是要降低税基，这一点目前在希腊还没有实现。

显然，我们的分析也是局限的。因为我们只关注增长，并把它作为计划的主要目标，但是计划需要考虑很多现实因素，比如财政情况，市场情绪以及在债权人和希腊之间的政治可行性。而且，在增长的框架下，完全集中在结构性改革上，容易孤立政策的贡献。财政紧缩、推迟债务重组和制度差异等因素也可能导致计划失败。某种程度上，这些因素相互作用，相互影响。比如，财政紧缩会影响社会团结和政治稳定，最终影响结构性改革的实行。分析这些复杂的因素是未来进一步研究的方向，尤其是财政援助已经植根于欧洲的危机管理框架之中。

本文原题为“Reform momentum and its impact on Greek growth”。本文作者 Alessio Terzi 为 Bruegel 研究员。本文于 2015 年 7 月刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中国宏观经济的趋势与周期

Chun Chang, Kaiji Chen, Daniel Waggoner 和 Tao Zha/文 苏丹/编译

导读：2000 年以来中国奇迹似的增长从 2013 年开始放缓。中国式增长背后驱动力是投资，因此要理解经济增速减缓原因就必须理清以往支撑投资的因素是什么。本文说明了一个偏向于重工业的信贷政策如何解释了过去 20 年中国宏观经济的趋势和周期。这一政策并不是完全没有带来负面影响，尤其是对商业金融带来的扭曲。中国在未来应当更加关注如何给予银行对中小企业进行借贷的激励。编译如下：

2013 年以来中国面临的最关键的问题就是经济增速的放缓。什么导致了增速的减慢？宏观数据表明大部分原因来自于投资增速的下降，而这恰恰是中国自 1997 年以来增长的主要动力。为了理解投资放缓的原因，我们就必须要弄清过去支撑投资增长的因素。

1、中国式增长的动力

Song 等人 2011 年的文章解释了中国 2000 年以来的增长趋势。他们通过建立一个异质性企业的模型来解释高资本回报和贸易顺差的同时存在的原因。在这个模型中，企业之间的差别在于生产力和信贷约束程度。他们的模型可以很好地复制出国有企业在劳动力密集部门不投资，而私人企业在劳动力密集部门积累资本的现象。在这一两部门模型中，他们描绘出了两个转换状态：第一阶段，国有企业和私人企业在劳动密集型部门同时存在，然而资本密集型部门则主要是国有企业；第二阶段，国有企业不再在劳动密集型部门进行生产，有效率的私人部门企业成为了该部门的唯一生产者。Song 等人的文章表明，在劳动力密集部门私人企业和国有企业之间资源重新分配的过程都是 1990 年以来全要素生产率增加的主要来源。

尽管国有企业和私人企业并存现象的讨论一直是中国学术界的热点，然而简单的分类并不能够解释很多其他并存的现象，例如投资率的增加，劳动收入份额的减少，以及投资和消费之间的弱周期性。图 1 表明了最近中国的趋势：投资占 GDP 的比重稳步上升，然而住户消费占 GDP 的比重，以及劳动收入占整个价值的比重在显著下降。

伴随此现象的是投资和消费之间结构性的变化。正如图 2 所示，消费和投资之间较强的正相关性质在 1990 年之后急剧下降。根据 Acemoglu 和 Guerrieri (2008)，Fernald 和 Neiman (2011)，以及 Chang 和 Hornstein (2015) 的研究，两个因素的共同作用可以解释投资率的增加和劳动收入的减少：重工业 TFP 的增加速度超过轻工业，投资品相对价格下降。对于中国经济来说，并没有证据支

持这两个条件的成立。事实上，自从 1990 年以来，资本深化，而不是 TFP 增加，是中国经济增长的主要来源。

图 1. 中国过去 20 年的趋势

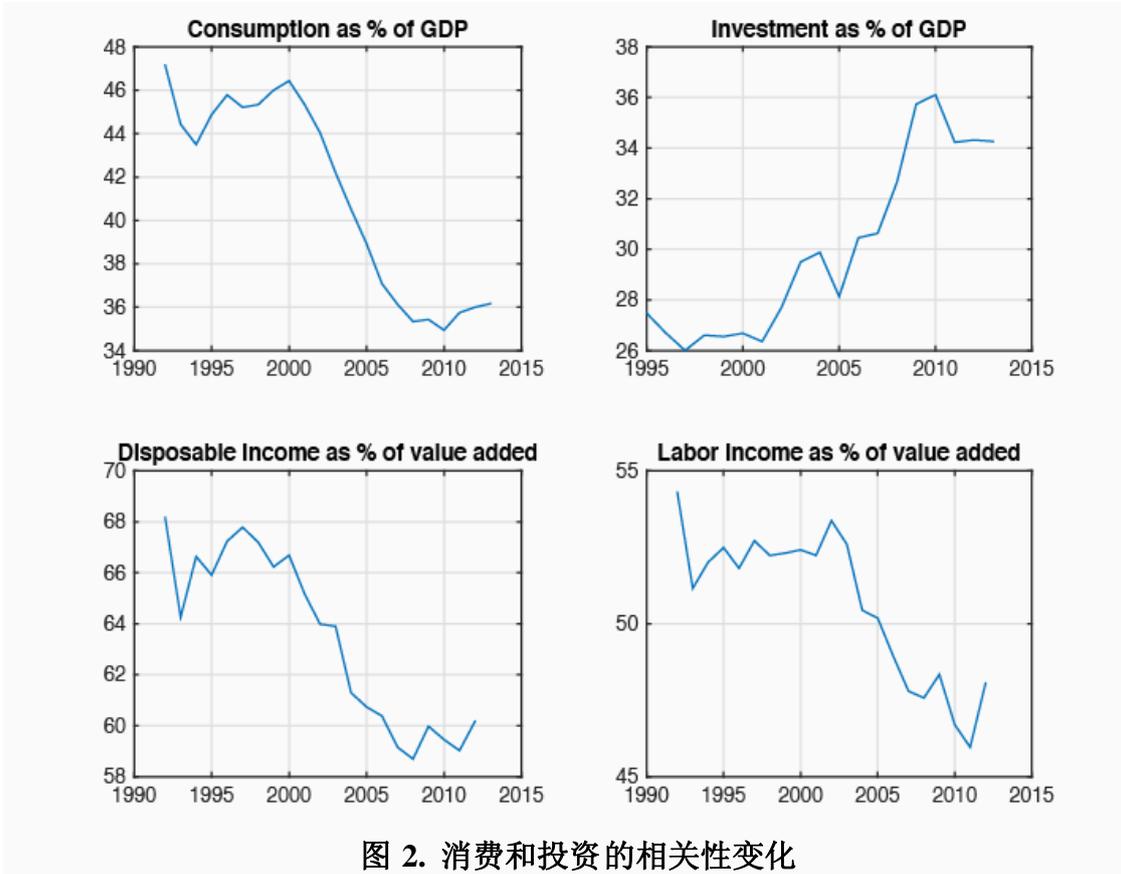
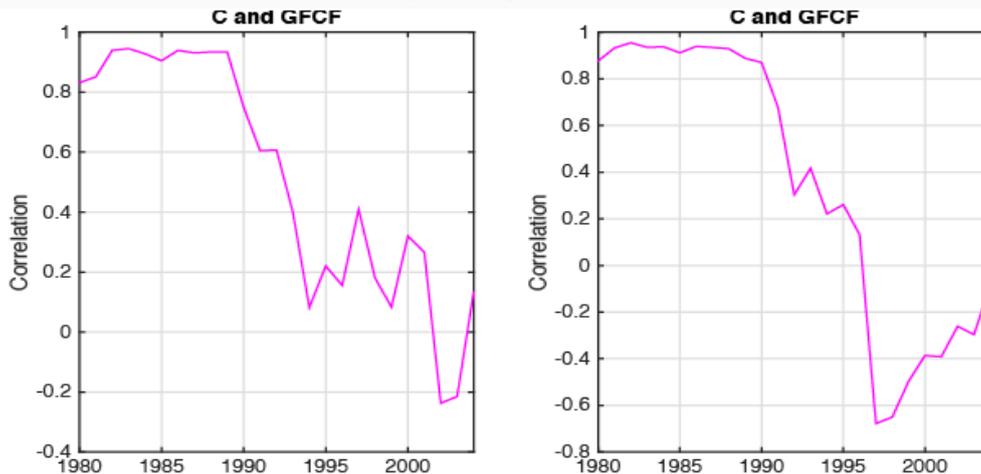


图 2. 消费和投资的相关性变化



注：左图为消费和投资增加值；右图为消费和投资对数。

Buera 和 Shin (2013) 研究了快速增长经济体投资潮的成因。在这些经济体里，资源逐渐从生产效率低的企业流向生产效率高的企业，从而使得投资率和储蓄率在重新分配阶段快速提高。与此同时，劳动力收入份额比同时上升或者保持

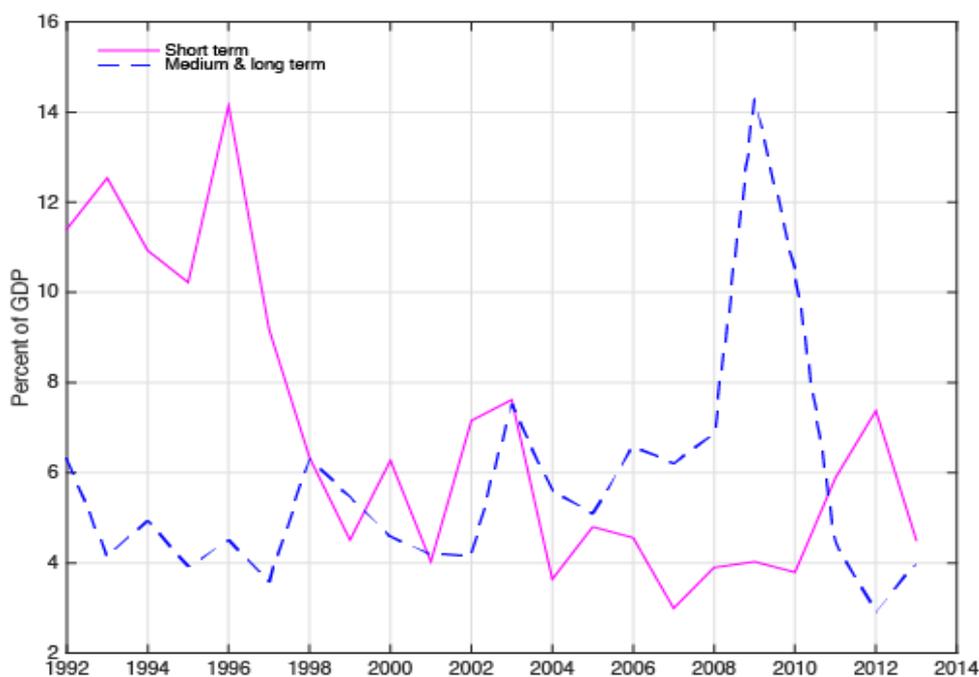
不变。而在中国，投资的大幅增加主要是以劳动收入份额和消费减少作为代价的。因此，除非投资收入最终流向家户，否则投资潮在长期并不可持续。

2、资源重新分配

为了理解这些现象，我们在最近的一篇文章中对此进行了全面的分析。我们认为偏向于重工业的信贷政策是理解中国宏观经济的核心。自从1996年以来，政府一直在积极地推动“重工业的发展”。在这种大的政策下，地方政府也对那些资本密集的大企业进行隐性担保，从而使得这些企业可以获得长期的银行贷款。这样的做法的确会带来高速增长，但这种增长是不平衡的，并且以消费和劳动收入份额降低为代价。

此外，这种信贷方式也使得生产性的小企业得不到短期贷款，从而使得短期贷款定价很高。图3表明中长期贷款与短期贷款份额之间的负相关关系。2008年危机后，政府大规模的中长期贷款的刺激掩盖了中国经济的严重萧条程度。当这一轮信贷刺激于2010年停止后，短期借贷才继续上升。

图 3. 短期贷款占比和中期长期贷款占比相关性



3、未来展望

中国金融改革应当集中于信贷政策。只有当信贷偏向重工业的问题得到了合理解决，商业银行才会真正有动力去借贷给小企业和一些有效率的企业。中国的宏观经济正面临两个大的问题：（a）消费和劳动收入增长速度缓慢；（b）重工业占比过高。这些问题如何得到解决是非常重要的。简单地来说，目标消除金融

扭曲的改革会使得短期和长期贷款的分配更加有效，也会使得中国经济发展更加平衡。

本文原题为“Trends and cycles in China’s macroeconomy”。本文作者 Chun Chang 为上海交通大学金融学教授，Kaiji Chen 为埃默里大学经济学助理教授，Daniel Waggoner 为亚特兰大联储经济学家，Tao Zha 为埃默里大学经济学教授。本文于 2015 年 8 月 1 日刊于 VOX 网站。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中国的小城市缺乏效率吗？

John Gibson 和 Chao Li / 文 程覃思 / 编译

导读：中国的城市规模及其对生产效率的影响是城市经济学的重要议题。本文认为，现有文献中选用的城市人口数据并不合理，因为户口政策的存在会低估城市中的劳动力。本文采用2010年第六次全国人口普查数据，发现低效率的小城市数量并没有原先估计的那么多，编译如下：

受计划经济时代影响，特别是户口政策对于劳动力流动的束缚，我国现有众多规模过小的城市。中国因经济活动空间集中而获得的收益大于发达国家（Combes 等人，2013），因此中国政策制定者有动机调控城市规模，以最大化城市集聚的收益。

中国因小城市低效率导致的损失巨大，Au 和 Henderson（2006）的文章开创性地估计出，由于城市规模小于生产效率最高规模，九十年代我国城市平均损失30%的工人净产出，且城市过小的损失大于城市过大。

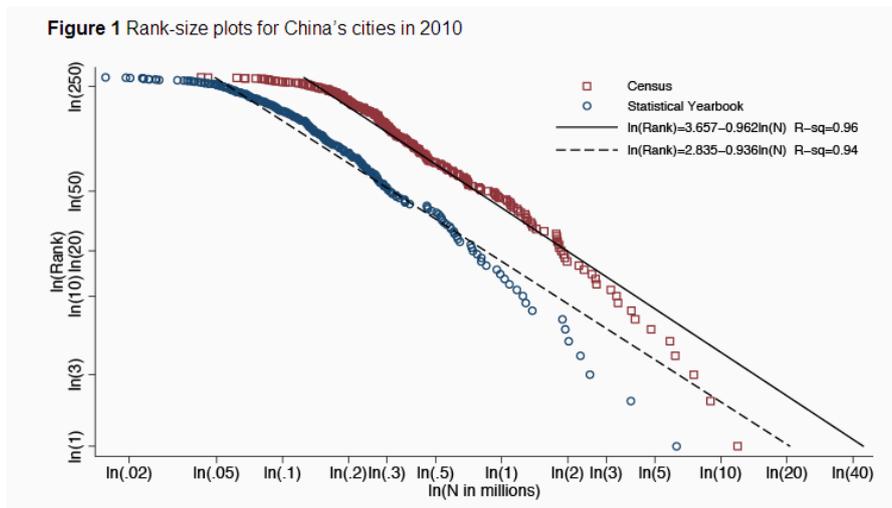
然而，受数据限制，先前的研究可能存在问题。大多数研究在判断城市规模时采用户籍人数，而非实际居住人数。近年来，城市移民日益集中于少数大城市，且未取得当地户口，以户口判断城市规模会造成城市过小或者过于均匀的偏差。其它研究采用就业人数，但是所用《中国城市统计年鉴》的数据忽视了私人部门的就业。这两种错误存在相关性，因为没有户口的城市居民更可能在私人部门而非国有部门就业。

2010年中国人口普查后，对城市规模进行可靠的估计才变得可能。在最近的文章（Li and Gibson 2015）中，我们采用更可信的方法估计工人产出和城市规模的关系。

1、数据经得起检查吗？

我们首先使用城市就业和城市等级的双对数坐标图检验，数据分别取自《中国城市统计年鉴》（先前研究）和普查数据。采用普查数据，城市规模等级的分布更加服从于齐普夫定律（Zipf's Law），定律要求斜率为-1，普查数据为-0.962，年鉴数据为-0.936。齐普夫定律提供了一种有效的城市规模等级分布，普查数据更接近定律，表明原先对中国城市低效率的推断很可能是由于使用数据的问题，可见使用年鉴数据会使城市等级曲线明显左移。图1的另一个特征，是曲线尾部反映极小城市和极大城市的点与直线的偏离更大，所以计量估计时应以就业人数进行加权。

图 1 2010 年中国城市等级散点图



一种广义的里昂惕夫模型联系了工人的非农业产出、城市规模、产业结构、人均资本和一系列控制变量（经人口加权后与其他城市的距离、与十大港口的距离、平均教育年龄、外资企业与国内企业的相对产出等）。不是大城市更有效率，而是有效率的城市更可能变大。计划经济时代的城市规模是一个有效的工具变量，因为劳动力数量差异的内生性并不显著。因此，我们采用最小二乘法估计上述广义里昂惕夫模型。

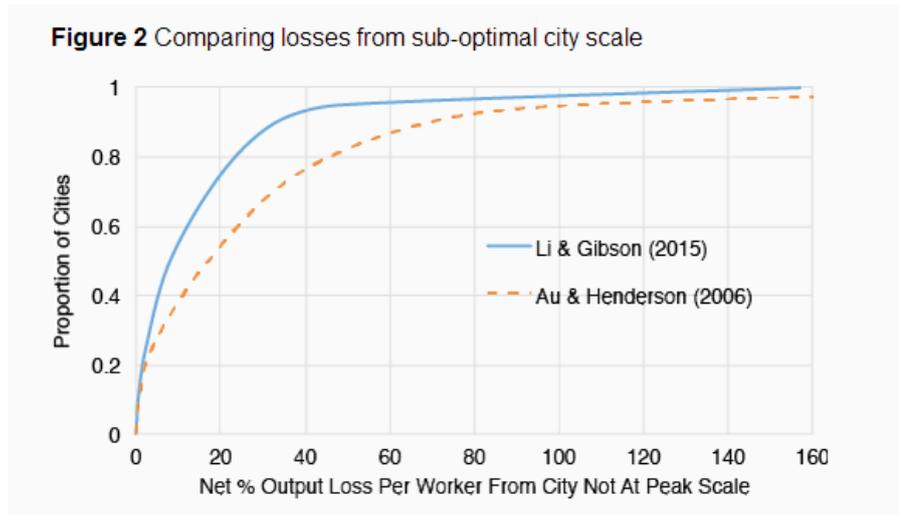
将每个城市的规模与最高效的城市规模相比较，发现产出与城市规模呈倒 U 型关系。对于大多数城市来说，顶点左侧的斜率比右侧陡峭，表明过小城市的损失大于过大城市。例如，东莞人口比最有效率的城市规模多 300 万，造成效率损失逾 10%，而少 300 万时产出损失将近 50%。

我们判断一个城市过大还是过小，是通过考察城市实际规模是否在最优规模的 95% 置信区间以外。采用就业人数加权后，过大城市的工人数量（总工人数的 29%）与过小城市（总工人数的 32%）大致相等，未采用时则分别为 31% 和 25%。

采用普查数据后，我们发现：非最优规模城市的工人净产出损失的中位数为 8%，平均值为 15%，仅为 Au 和 Henderson（2006）估计值的一半（见图 2）。

不管是否利用就业人数加权，城市规模次佳的损失均较小。加权情形下，37% 的城市和 45% 的工人处于 0-5% 的损失区间；未加权情形下，44% 的城市和 42% 的工人处于 0-5% 的损失区间。80% 的城市和超过 80% 的工人处于 25% 以内的损失区间。

图 2 城市规模次佳损失的比较



2、结论

采用更全面的数据后，我们发现，并没有有力的证据证明中国拥有低效率的小城市。大多数城市接近于生产效率最高的城市规模，分布在过大城市与过小城市的工人数量大致相等。中国数以百万计未纳入统计的新增城市居民或将以城市效率最高的方式重塑经济地理。

本文原题为“China’s inefficiently small cities: Perhaps Not?”。本文作者 John Gibson 为怀卡托大学经济学院教授，Chao Li 为怀卡托大学管理学院博士候选人。本文于 2015 年 7 月刊于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

债务奇迹：借债越多的国家工业化越早

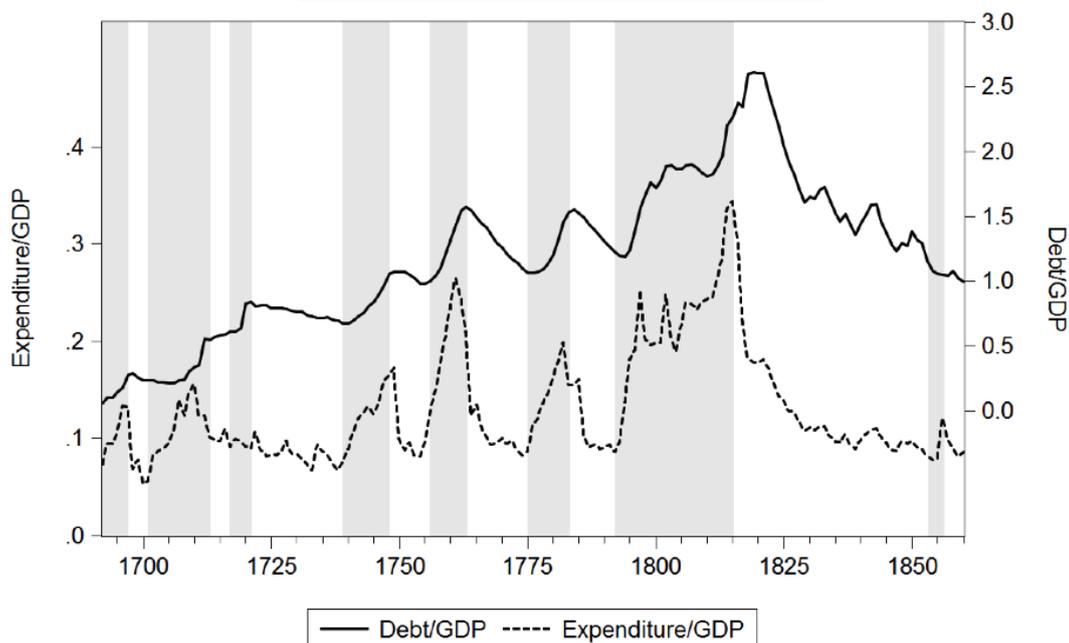
Jaume Ventura 和 Hans-Joachim Voth /文 刘天培/编译

导读：一般情况下，我们看到的都是债务的坏处。但是，本文回溯英国工业革命时期的国家债务、税收以及战争情况，发现债务的坏处让以前的研究者一叶障目。学界应该给予债务的好处更多的关注。编译如下：

债台高筑、税收高企、战争经费居高不下，这是英国 17 世纪末期国家经济的真实反映，当时债务已经达到了 GDP 的 200%。所有人都认为这个国家希望渺茫，但是事实并非如此，英国工业革命就在此时发生了。1700 年，英国债务规模为 GDP 的 5%，1820 年，这个数字升至 200%。其间，英国每三年发动一次战争，这些战争不能够带来什么经济利益，并且激增的税收也无法填补债务漏洞。

图 1 显示了英国政府的债务增长规模，其中阴影部分表示战争时期。战争是债务增长的主要推手。同一时期，大部分英国人口从农业转向工业，从乡村来到城市。人口迅速增长，产值迅速上升，英国成为第一个工业革命国家。

图 1 1690-1860 年英国政府债务累积与政府支出



直到现在，学者对于债务促进增长的态度都是否定的或者中性的。一种观点认为，如果英国负债更少，那么私人部门的投资会更多；另一种观点则认为，私人储蓄抵消了政府借款，因为人们期望未来税收会持续上升，因此就会储蓄更多增加投资。

1、与传统观点不同的“革命”

我们最近发表的一篇文章讨论了为什么一国的政府债务会促进工业革命。首先考虑在一个经济体中，企业家开始采用一种新的高回报的技术。由于回报高，私人资本都会争相进入。如果他们缺乏直接投资的专业技巧，那么银行业将会重新聚集资本以投放到回报最高的部门。但是事实并非如此，金融中介数量不足，没能完成这个任务。正如一位著名英国史学家所说：“储蓄非常充足，但是连接资本与投资机会的通道不能与这种充足相匹配……英国的财富未能流向工业部门……”

这个现象背后有众多原因，其中之一就是政府对金融业的打压。政府限制了银行规模，这也让政府有更多机会获取资本。当资本不能流通时，收益率就保持高位，十八世纪 70 年代资本回报率为 10%，十九世纪 30 年代提高到 20%。

2、债务的作用

当私人融资通道不畅，政府广泛地借贷就无意中为企业家提供了大量的资金。在放债之前，英国贵族相当富有且强大，他们投资的兴趣在于土地。贵族地位跟土地有很大关系，但是其经济回报实在太低，约为 2%，有钱人对土地投资很难产生兴趣。到了十八世纪 50 年代，第一批贵族将投资的注意力转向了政府债务。原来依附于土地的劳动力就被释放出来，不断补充到工业部门里。令人意外的是，工资的提高没有跟上产出的增长，这对工人来说很糟糕，但是的确为资本家提供了机会。资本回报率不断攀升，工业技术不断进步。

如果没有政府放债，贵族的衰落将会更慢。实际上，第一批投资于政府债务的贵族就慢慢转变成了资本家，那些未能成功实现转型的贵族皆没落了。

3、大图景

那么，英国工业革命里程对于世界变革来说是否有指导意义呢？金融冲突在许多地区都广泛存在着，刺激革命部门的回报率将是经济增长的第一步。政府债务的存在可以帮助剔除那些无效投资。在发展中国家，放债刺激经济有借鉴的可能。我们还考虑到：债务是一个安全的资本储藏器，并且能够提供流动性。当考虑刺激经济时，我们应该知道债务有以上诸多好处。

本文原题为“Debt miracle: Why the country that borrowed the most industrialised first”。本文作者 Jaume Ventura 为 CREI 高级研究员，Hans-Joachim Voth 为苏黎世大学经济系发展与新兴市场首席教授。本文于 2015 年 7 月刊于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

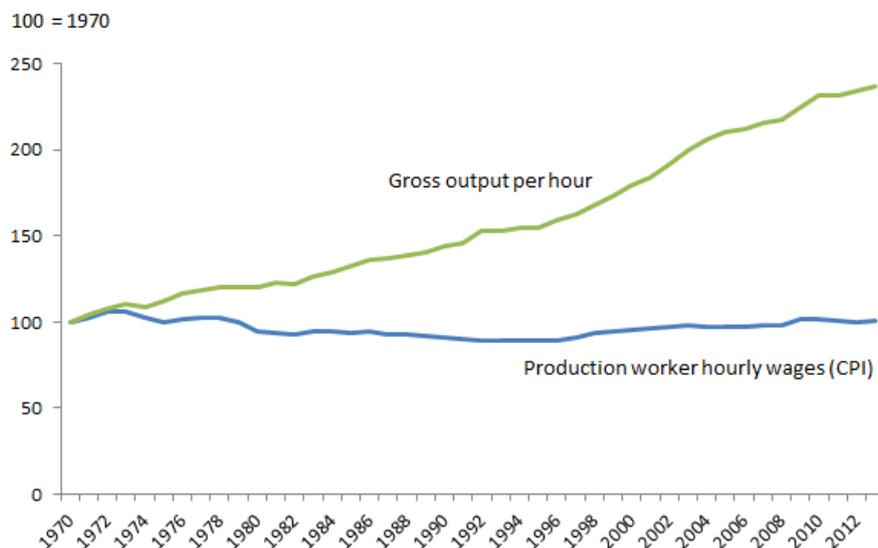
实际工资与劳动生产率间不断扩大的差距

Robert Z. Lawrence /文 邹静娴/编译

导读：1970 年以来，美国人均产出不断上升，但工人的实际工资水平却近乎停滞。针对这一现象，哈佛大学 Lawrence 教授给出了自己的解释，作者认为只要将工资的度量口径放宽，同时对产出进行合理折旧，并且将两者用各自的价格指数平减，那么产出和工资增长率间的不匹配现象就不复存在了。编译如下：

1970 年以来，尽管美国人均产出增长迅速，但相应的工人实际工资却近乎处于停滞水平。从图 1 中可以看出，1970 年至今，贸易部门的每小时产出年均增长达到了 2%，但与此同时工人的实际小时工资却几乎没有增加。

图 1 每小时产出和小时实际工资



注：绿线是每小时总产出。蓝线是基于消费者物价指数（CPI）计算得到的生产工人小时工资。

数据来源：美国经济分析局（Bureau of Economic Analysis）、美国劳动数据局（Bureau of Labor Statistics）。

在《纽约时报》最近的一期文章中，Eduardo Porter 指出在过去几十年间，美国的人均产出和实际工资间的差距持续扩大，并且这一现象也同时存在于在其他许多国家。作者在文章中对这的解释是：这是由于机械化代替了大批中等技能工作，同时“惨烈的新全球经济（a harsh new global economy）”也起到了助推的效果。

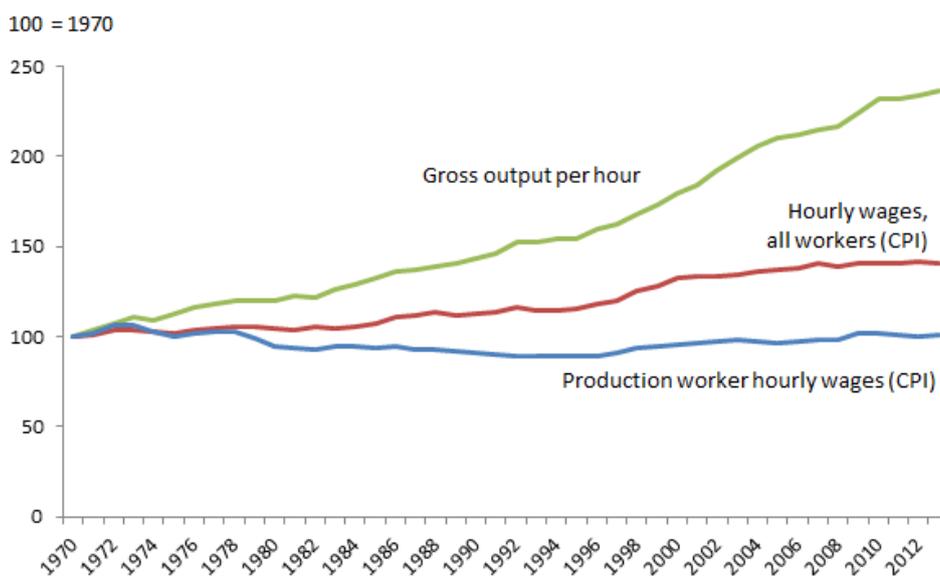
但是当我们放大工资的度量口径——将各种福利纳入在内，同时将产出以折旧后的净值计算，并将两者分别以可比价格计算，此时“工资增长滞后之谜”也就不复存在了，至少对于 1970-2000 年的数据是这样的。事实上，只要度量得当，从 1970-2000，甚至直到 2008 年，工人整体福利的增长率始终是与平均劳动生产率增长率一致的。因此在我们探讨“是何因素导致了美国工人的劳动收入份

额赶不上产出的扩大”这一问题时，首先要认识到这一现象是近期才发生的，并非已经持续很长时间。下面是我对这一“工资-产出脱钩”之谜的解释：

1. 工资的度量问题

首先，生产工人并不能代表美国的全部劳动力。如果我们考察全体工人的实际工资，会发现这比生产工人的工资增长率要快得多——这背后反映的是高技能、高学历工人的工资增长速度明显超过较低教育程度的蓝领工人（图 2）。

图 2 每小时产出，生产工人以及全体工人的小时实际工资

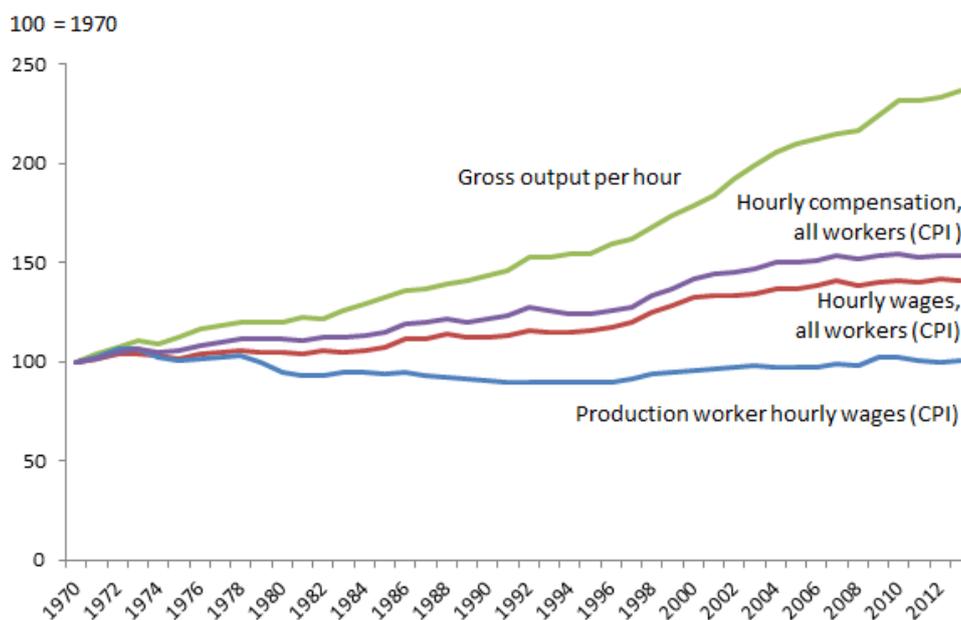


注：绿线是每小时总产出。红线和蓝线分别是基于消费者物价指数（CPI）计算得到的生产工人和全体工人的小时工资。

数据来源：美国经济分析局（Bureau of Economic Analysis）、美国劳动数据局（Bureau of Labor Statistics）。

其次，工人的薪酬不仅仅包括他们拿到手的小时工资，还应加上包含医保、社保在内的多项福利，而这些福利的增长比工资要快得多。因此比较时，薪酬的度量应该更完整，这一点在九十年代中期之前尤为重要，因为那段时间内平均福利的增长率远高于实际工资。

图 3 每小时产出，小时实际工资和小时实际补偿



注：绿线是每小时总产出。紫线、红线和蓝线分别是基于消费者物价指数（CPI）计算得到的全体工人小时补偿、全体工人小时工资以及生产工人小时工资。

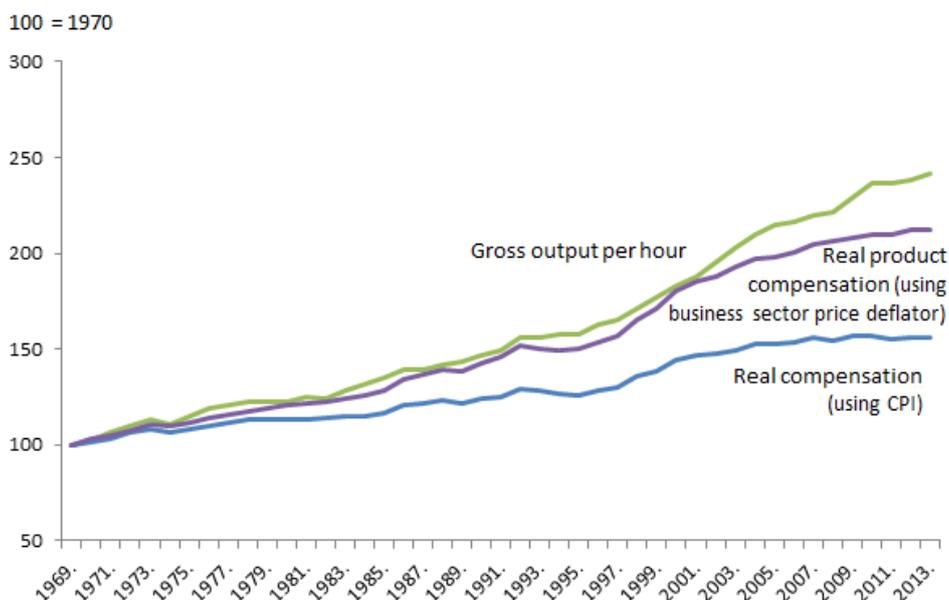
数据来源：美国经济分析局（Bureau of Economic Analysis）、美国劳动数据局（Bureau of Labor Statistics）。

2. 工资、产出的相应价格问题

另一度量问题就是对于产出和实际小时薪酬，这两者应该对应不同的价格指数。当我们预期“人均产出增加时，实际工资也会相应上升”，这一说法背后隐含的假设是工人购买的产品和服务正好是他们自己生产的，又或者说是产出和消费品的价格涨幅是一致的。但这并不符合实际——工人生产的产品、服务价格反映在商业部门价格平减指数中，这也是产出所对应的价格。但消费品价格应该对应消费价格指数。

过去几十年中，商业部门的投资品价格（例如：机器设备）增速一直十分缓慢。但消费品价格，尤其是住房价格，却上涨迅速。因此如果我们以商业部门的价格指数对名义小时薪酬进行平减，以此来估计当工人购买他们自己所生产的产品、服务的状况时——这也就是我们有时用到的“实际产品补偿”指标，可以看到小时补偿实际上还在以年均 1.7% 的速度增长（图 4）。

图 4 每小时产出，小时实际补偿和实际产品补偿



注：绿线是每小时总产出。紫线是基于商业部门价格平减指数得到的实际产品补偿。蓝线是基于消费者物价指数（CPI）计算得到的实际补偿。

数据来源：美国经济分析局（Bureau of Economic Analysis）、美国劳动数据局（Bureau of Labor Statistics）。

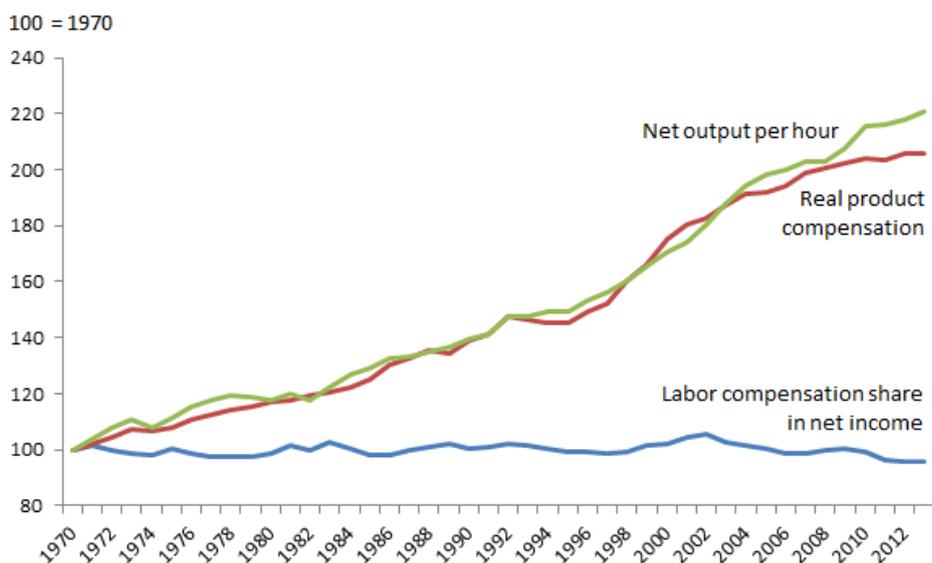
以“实际产品补偿”衡量，我们发现 1970-2000 年间，如果是购买自己所生产的产品、服务，工人实际的工资水平是可以和产出增长率保持同步的。因此劳动收入份额的下降在 2000 年之后才发生的。

3. 产出的折旧问题

当我们计算生产率时，用到的“总产出”一般是将资本品消费包括在内的。近些年来，短期资本的使用加速了总产出的折旧速度，因此更恰当的指标应该是将折旧考虑在内的小时净产出。1970 年以来，小时总产出的增长率为 2%，但小时净产出的增长率只有 1.8%。

图 5 显示了小时净产出和小时实际产品补偿，两者之差即为劳动所得在净收入中份额（蓝线）。如果我们将小时净产出视为劳动边际产出的一个较好度量指标的话，那么 1970-2003 年间，工人的实际工资与边际产出间增幅几乎一致。

图 5 每小时净产出，实际产品补偿和劳动收入份额



注：绿线是每小时总产出。红线是基于商业部门价格平减指数得到的实际产品补偿。蓝线是净收入中的劳动补偿份额。

数据来源：美国经济分析局(Bureau of Economic Analysis)、美国劳动数据局(Bureau of Labor Statistics)。

由于劳动收入占比会随着经济周期波动，因此周期因素使得这一比例在2000年时尤其高。尽管我们无法确切知道劳动收入占比的下降始于何时，但可以确定的一点是，2008年之后，这一比例反常的低，并且对于各类技能水平的工人都是如此。

4. 总结

1970-2000年间实际工资处于一种长期停滞的状态，其原因可能并非是工人谈判能力的下降，而是由于工人生产、消费品价格的相对变化。

当我们在制定旨在提高中产阶级收入的公共政策时，必须谨记以下几点事实：1) 工人的消费品价格，例如：住房和教育，是在不断攀升的。2) 一些福利支出，尤其是医疗保险，正变得越来越贵。3) 相比于投资品生产率的提升，服务品的生产率增速缓慢。

对于2000年之后劳动收入份额的下降，我们可能需要另寻解释。但对于在此之前的数据，如果我们只关注“实际”产出和“实际”工资，可能会得到错误的结论。

本文原题为“The Growing Gap between Real Wages and Labor Productivity”。本文作者 Robert Z. Lawrence 为哈佛大学肯尼迪政治学院教授，同时也是彼得森国际经济研究所 (Peterson Institute for International Economics, PIIE) 的高级研究员。本文于2015年7月刊于PIIE官网，[单击此处可以访问原文链接。](#)

负利率政策有无必要？

Angus Armstrong, Francesco Caselli, Jagjit Chadha 和 Wouter den Haan/文 黄杨荔/编译

导读：货币政策面临着零利率下限，还是能在实际上低于零利率？实现负政策利率的改革所带来的好处是否高于其成本？本文汇总了英国主要宏观经济学家观点，认为并无强有力的理由支持对货币体系改革，从而允许负政策利率。编译如下：

近乎零通胀率下货币政策的有效性引发了经济学家的争论，因其挑战了利率面临零下界的常规思维。上个月，由伦敦帝国学院、瑞士央行与经济政策研究中心(Centre For Economic Policy Research)组织了一场关于零利率下限的会议。事实上，部分欧洲国家的央行已将政策利率压低至零以下，且并未遇到明显的不良后果。今年年初时，摩根大通曾估计，欧洲债券市场中有 1/4 的债券(约 2 万亿美元市值)已低于零利率。在本月对英国主要宏观经济学家的调查中，宏观经济中心询问了负政策利率是否实际可行，为此进行改革的好处是否高于其成本等方面的问题。

1、背景

在全球步入大萧条前，发达国家的通胀率处于低位，接近官方利率目标，因而政策利率趋于其长期平均水平。2008-09 年受需求大幅下降冲击，央行将关键政策利率下调至零水平附近加以应对。由于持有现金的名义回报为零——现金相当于央行发行的零息票债券，人们普遍认为，央行将政策利率降至零水平以下非常困难，因为现金总能作为负利率资产的替代品。这意味着，全球经济衰退以来，实际政策利率被限制在-2%至-3%的区间，而合适的实际政策利率或许应更低。

2、改革货币体系能否实现负政策利率？

部分经济学家认为，消除货币政策的零利率下限是一种优化。一个想法是大规模地撤回钞票，以电子货币加以取代，从而降低现金的重要性。另一个建议源于 20 世纪早期德国经济学家斯尔文 格塞尔(Silvio Gesell)(1916, 1958)，他提出对现金征税以实现负回报。第三个选择由罗伯特 伊斯勒(Robert Eisler)(1932)提出，他认为存款与现金之间固定的单位转换率可以更加灵活，存款可作为计价标准，用于支付工资和价格合约，且能承担负收益率，将现金换成存款的转换率将与二者收益率差异的变化一致。

其他经济学家则质疑了这些想法的可行性。首先，这可能引发分配公平问题，因为储蓄者将面临负回报率，更依赖于现金的老人和穷人将受到不成比例的影响。其次，金融系统将为保证养老金和名义回报合约的固定收益而面临严重的损失。

最后，上述想法的实现无疑要面对重重政治障碍，比如使用电子货币将能追踪人们的交易，从而侵犯隐私。

问题 1：你是否认为，英国当局改变货币体系以安全地实现实际上的负政策利率是可行的？

本次调查中，共有 35 名经济学家回答了该问题，仅 32% 的受访者对负政策利率可以安全实施的观点表示赞同或强烈赞同。受访者认为，“实际上”大概指-2%至-3%的名义值，尽管一位受访者提出-5%。

赞同负政策利率可行的经济学家中，部分人把关注点指向已实行负政策利率的其他国家，另一部分则认为货币政策仍有进一步宽松的空间。英国央行货币政策委员会前成员苏希尔 瓦德瓦尼(Sushil Wadhvani)指出，尽管瑞士央行的政策利率为 0.75%，其拥有一定数量的大面额纸钞未转化成现金。伦敦大学的约翰 德里费尔(John Driffill)注意到了大银行持有现金的成本，提出-2%至-3%的政策利率或为可行。伦敦布鲁内尔大学的雷 巴雷尔(Ray Barrell)建议，“鉴于存储现金的成本”，英国的政策利率应降至“负 1.5%左右”。

而在持反对意见的经济学家中，许多人强调了改革的风险与好处的不确定性。皮萨瑞德(Christopher Pissarides)指出，“透明性与简单性具有巨大的优势”，而实行负利率所需的改革“将有损二者”。卡迪夫商业学院的帕特里克 明福德(Patrick Minford)提醒我们，“现金是低成本的交易媒介，生产成本低，且在福利意义上应最大化其的使用”。沃特 邓 哈恩(Wouter Den Haan)指出，若银行存款面临负利率，货币赖以为基础的信任将“受到严重影响”。安格斯 阿姆斯特朗(Angus Armstrong)质疑了负政策利率下的贷款价格，以及负贷款利率是否有意义。

其他受访者指出，上述建议涉及的大规模改革将需要一定政治支持。英国央行货币政策委员会前成员凯特 巴克(Kate Barker)认为，尽管负政策利率在理论上完全可行，其实践将“受到人们的反对”。

3、负政策利率的好处是否高于其成本？

在现有的风险和不确定性下，各方就英国经济的前景坦率地交流看法。2009 年初，英国央行的关键政策利率已降至 0.5%，平均实际利率跌至-2.2%。英国央行货币政策委员会还批准了 3750 亿英镑的政府债券购买，由央行储备出资。根据 2017 年 12 月的期货合约，市场预期未来 17 个月后的银行利率约为 2%。另一方面，自 2010 年以来，典型的战后扩张已持续了 7 年。在政策利率开始正常化以前，如果经济体遭受严重的冲击和衰退，则零利率下限将成为制约货币政策的因素。货币性资产的明显缺乏或引发预防性储蓄行为，进而削弱需求。然而，为允许负政策利率而必需的货币体系改革可能牵涉高昂的转换成本。

问题 2：你是否认为，改革货币体系以允许负政策利率的好处高于其成本？

本次调查中，共有 38 名经济学家回答了该问题，仅 26% 的受访者对货币体系改革的好处高于其成本的观点表示赞同或强烈赞同。

赞同货币体系改革的好处高于其成本的经济学家认为，此举为应对未来可能的经济衰退创造了政策空间。迈克尔·麦克马洪(Michael McMahon)和沃里克(Warwick)指出，随着过去 30 年来实际利率的逐渐下行，“零利率下限更可能被触及，且在未来的经济周期中更易出现”。约翰·德里费尔(John Driffill)认为，若经济形势需要的实际利率远低于零，引入“部分上述巧妙计划”就是值得的。苏希尔·瓦德瓦尼(Sushil Wadhvani)建议，这些权利的可行性应在短期内得到调查，因为“政策制定者需要潜在的装备”。然而，回答该问题时，受访者对改革深度的预期并不明朗。

牛津大学的马丁·艾里森(Martin Ellison)不赞同上述观点，认为改革成本在社会各阶层的分配将是不均匀的。伯明翰大学的托尼·耶茨(Tony Yates)指出，“理论研究和实践历史表明，货币体制相当脆弱”。莫顿·瑞文(Morten Raven)补充道，改革的影响“对预期陷阱很敏感——在自我实现的均衡中，悲观情绪将引导经济体步入流动性陷阱”。

卡迪夫商学院的迈克·威肯斯(Mike Wickens)警告众人，政策或有滞后效应，因而即便利率小幅上升，也可能成为“使英国货币政策瘫痪”的重要信号。前英国央行副行长查尔斯·宾恩(Charles Bean)建议，我们“确实应该思考提升均衡实际利率的方式”，包括采取结构性改革以鼓励投资、抑制储蓄过剩。

许多受访者称，相对于其他政策而言，消除零利率下限的成本较高。部分人建议以抬高通胀目标作为消除零利率下限的替代方法，其余的人则称，当货币政策失效时，正确做法应是采取更积极的财政政策。

本文原题为“Monetary policy at the zero lower bound”。本文作者为 VOX 研究员。本文于 2015 年 8 月 2 日刊于 VOX 网站。[单击此处可以访问原文链接。](#)

发达经济体的货币政策：利人利己

IMF/文 刘兴坤/编译

导读：本文通过解读 IMF 最新发布的《2015 年溢出效应报告》(Spillover Report, 2015) 说明了以下几点结论：第一，系统性发达经济体为了消除产出缺口所采取的融通性货币政策不仅对实施政策的发达经济体有利，其溢出效应对其他国家的经济也有裨益。第二，从 20 世纪 90 年代中期开始的新兴市场的净国际投资头寸增加使它们不容易受到美元持续升值的影响，但在公司部门，其外国货币形式的债务增加应引起关注。编译如下：

根据 IMF 关于经济政策溢出效应的一份最近分析，如果把融通性货币政策 (Accommodative monetary policies) 看作是预示发达经济体增长美好前景的好消息的话，那么系统性发达经济体的这一政策对其他国家的经济活动也有裨益。

在经济大衰退爆发七年之后，许多发达经济体的经济活动仍低于潜在发展水平。例如在欧元区，产出缺口——实际产出与诸如劳动力和资本等生产性资源被充分利用时所能达到的潜在产出之间的差距——约为 2.5%。

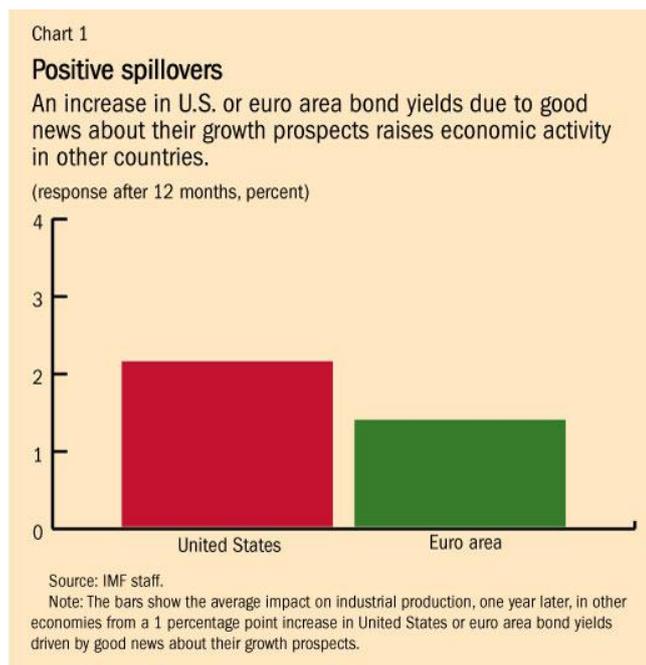
所谓的系统性发达经济体——欧元区、日本、英国和美国——的中央银行采取了能够消除产出缺口的货币政策来加以应对。据 IMF 估计，欧元区的产出缺口将从 2014 年的接近 3% 下降到 2017 年的约 1%。在日本，2014 年的产出缺口高于 1.5%，预计到 2016 年将会消除。

就像 IMF 第一副主席 David Lipton 所说，产出缺口的消除反过来有助于这些经济体降低失业、刺激投资。但是，这些政策将对其他经济体会产生什么样的影响呢，这是《2015 年溢出效应报告》所关注的问题。

1、对其他经济体有利

某些经济派别表达了这样的担忧：当发达经济体步入复苏之后，利率的提高会对其他经济体产生逆向作用。但是，《2015 年溢出效应报告》指出，系统性发达经济体产出缺口的消除总的说来对其他经济体是有利的。导致发达经济体利率上升的原因是关键所在。如果是因为经济前景改善并向好，那会对其他经济体有利。当发达经济体步入复苏的时候，它们会增加从其他国家的进口，推动其他经济体发展，从而抵消金融状况收紧的影响。

如图 1 所示，由于经济增长前景改善而导致的美国或欧元区的债券收益每提高一个百分点，将会在接下来的 1 年里显著提高其他经济体的工业生产。简而言之，关于美国或者欧元区增长的好消息也对其他经济体有利。当美国和欧元区经济增长都释放出好消息时，这些正的溢出效应就会被放大，而当二者其中的一个经济体释放出好消息，而另外一个经济体没有时，这一效应就会受到一定程度的抑制。

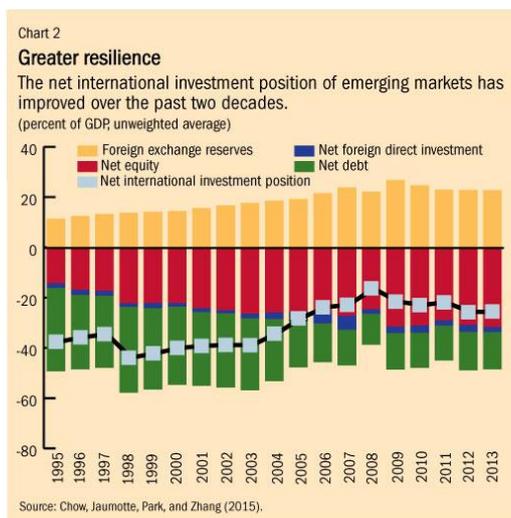


《2015 年溢出效应报告》的背景说明显示，如果发达经济的利率提高不是因为经济前景改善，就会对其他经济体的经济活动产生负面影响。但是，由于货币政策行动应该能够消除产出缺口（即改善经济前景），可能出现的情况如图 1 所示。

2、强势美元的更大弹性

系统性发达经济体所采取的货币政策之间的差异与增长预期的改变反映在汇率方面，特别是 2014 年期间美元的持续升值。在过去，美元的持续升值伴随着新兴市场经济体的危机（如在 1980–1985 年和 1995–2001 年期间）。历史是否会重演呢？《2015 年溢出效应报告》给出了答案为否的理由。

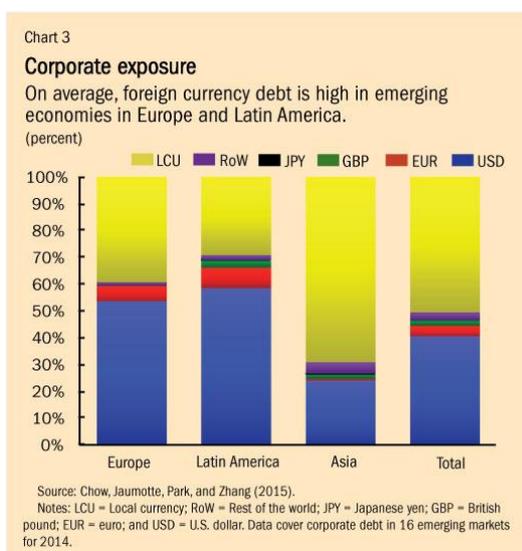
从上个世纪 90 年代中期开始，新兴市场的净国际投资头寸（一国公共和私营部门所持有的在世界其他国家或地区金融资产减去该国被外国持有的资产）大为改善（如图 2 所示），使得它们对汇率变化的抵抗力大幅增强。新兴市场也减少了其对于债务的依赖，增加的仅是国内债务而不是国际债务。



但是，《2015年溢出效应报告》的第二个背景说明指出了一些不容乐观的理由。尽管新兴市场的净国际投资头寸改善了，大量的以外国货币计价的债务仍然使得新兴市场国家容易受到利率波动和利率风险的影响。而本国货币形式的外债，尽管不太受汇率波动的影响，也存在一定的风险。最后，虽然在国家层面上，暴露于汇率波动的总体风险减小了，但对于公司部门风险却大大提高了。

3、新兴市场经济体的公司债务累加

外国货币形式的公司债务大幅增加了，特别是拉丁美洲和欧洲新兴市场的平均水平（如图3所示）。但是针对导致公司债务累加的风险评估必须说明以下几个因素。



- 套期保值：当一国有大量美元债务，而其收入流主要是其他货币，该国更易受到美元升值的影响。尽管这些国家的公司可能积极地采取措施对冲这一风险，数据的限制使得套期保值的程度很难量化。

- 部门差异：尽管像公用事业和房地产这样的部门较之其他部门存在更少的外国货币债务，它们的外国货币收入较少，而且套期保值相当少。因此，这些部门占主体的国家更容易受到汇率波动的影响。

- 期限结构：随着时间的推移，一国债务的组成已经从银行贷款转向公司债券。这些长期限的债券使得该国不容易受到像美元升值这样的波动的影响。

总体而言，《2015年溢出效应报告》指出，目前新型经济体的公司部门债务风险虽仍保持适度，但已经呈现出上升趋势，应予以关注。

本文原题为“Monetary Policies in Advanced Economies: Good for Them, Good for Others”。

本文为IMF研究报告，于2015年7月刊于IMF官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

巴塞尔式的储备要求：流动性覆盖比率

Jeff Hummel / 文 郭子睿 / 编译

导读：流动性覆盖比率是《巴塞尔协议 III》新出现的一种流动性要求，它要求银行持有的高质量流动性资产足以支付未来 30 天的流动性支出。作者认为这项监管举措并不具备约束力，因为银行会找到规则的漏洞或根据规则创新。另外，任意控制银行的资产负债表，可能会加剧危机。最后，作者并不认为它能解决由于存款保险而产生的道德风险和“大而不倒”。编译如下：

在过去的几十年，存款准备金几乎不再作为银行管制和货币控制的一种手段，其新的变体正被引入巴塞尔协议的资本管制中。

加拿大、英国、瑞典、澳大利亚、新西兰和香港都废除了传统存款准备金率要求。在其他许多国家，存款准备金率已经成为一纸空文。例如，在美国，格林斯潘领导下的美联储将存款准备金率降为零，除了交易存款(活期存款)。同时允许银行通过使用先进的计算机软件定期的“扫描”这些没有存款准备金的货币市场存款账户，从而规避交易存款准备金。2011 年国会更进一步允许美联储可以在需要的时候消除所有的存款准备金率。欧元区也在 1999 年 1 月将其存款准备金率由 2%降低到 1%。放松管制的趋势得到发展。经济学家认为准备金率是对银行的一种隐性税收，要求他们持有零息资产，而中央银行认为，存款准备金对货币控制反应缓慢。

随着存款准备金变得不再流行，银行监管者转而求助基于风险的资本管制，正如国际巴塞尔协议所要求的。最近很多央行为银行支付准备金利息，也给中央银行另一种选择，同时也降低了银行持有更多储备的成本。

但是在 2010-2011 年达成的《巴塞尔协议 III》中，出现了“流动性覆盖比率”，这种新的流动性要求，与存款准备金率在很多方面类似。它要求银行持有的高质量流动性资产足以支付未来 30 天的流动性支出。在 2014 年 9 月，美联储和联邦存款保险公司完成这一规则的制定，实施流动性覆盖比率。该规则在 2015 年初生效，在 2017 年 1 月之前全部执行。

流动性覆盖比率非常复杂，在联邦公报长达 103 页。规则并不适用于小型社区银行，主要针对超过 2500 亿美元资产的大银行，修改后的规则也适用于控股银行和储蓄机构的公司。美联储还计划对非银行金融机构实施类似的规则。但是由于该规则的很多变体适用于银行的控股公司，流动性覆盖比率也会影响主要的投资银行，这些投资银行又被银行控股公司拥有。

与传统的存款准备金率不同,流动性覆盖比率不要求任何最低数量的现金储备。相反,它要求最低数量的各种高质量的流动性资产。流动性覆盖比率根据资产的期限、适销性和风险来权衡银行的资产质量,甚至会将某些企业债券的面值折半来计算资产。流动性覆盖比率不仅在应用于银行存款时不同,在应用于几乎所有银行负债,包括大型 CDs、衍生品和表外贷款承诺时也不同。

简而言之,流动性覆盖比率旨在降低大型金融结构的期限错配,防止 2007 - 2008 年的金融危机期间回购、资产支持商业票据市场的恐慌再次发生。在任何情况下,该规则仍然会要求银行持有更多的储备金或短期国债。自从 2010 年讨论该规则以来,它就成了美国银行保持高额准备金的一个原因,另外两个原因分别是存款准备金利息和资本要求。

每一次金融危机,都会有提议要求银行提高存款准备金率。在大萧条时期,这个提议是以芝加哥计划的名字提出,甚至得到米尔顿·弗里德曼(Milton Friedman)的支持。从最近的危机以来,它一直以不同的形式被经济学家倡导,如波士顿大学 Laurence Kotlikoff, 芝加哥大学的 John Cochrane 和英国《金融时报》的 马丁·沃尔夫。所有这些建议都取决于政府是否为银行准备金支付利息。

新的流动性覆盖比率在某种意义上没有这些提议更具有约束力,但换个角度来看却更有约束力。不具有约束力是因为,它允许流动性证券可以替代存款,而不是现金等价物。更具有约束力是因为,它适用于更广泛的银行负债。它正在努力阻止银行从事重要的期限转换交易,如将长期证券转换成短期证券。这与 Cochrane 的改革提议的精神相一致,要求存款 100%的准备金率和 100%的资本管制。Cochrane 的提议确实会消除所有的期限错配,让所有的银行从事安全交易。

流动性覆盖比率最终会起作用吗?虽然这需要进一步的思考和研究,但我对此表示怀疑。一些货币经济学家看待该规则在欧洲的执行比我乐观。甚至一些经济学家认为该规则仍不够严格。他们也许忽略了长期的负面影响。

面对过去那么多的银行监管举措,该规则可能仍然以不具备约束力而结束。银行也许会找到规则的漏洞,或者根据规则进行创新。另一方面,当下一次金融危机来袭,任意控制银行的资产负债表,可能会加剧危机。在某种程度上,该规则是具有约束力的,它改变了银行的基本属性,可能会降低其作为金融中介的效率。不管怎样,它绝对是提高了政府分配储蓄的能力。使用审慎监管克服由于存款保险而产生的道德风险和“大而不倒”,看来这次尝试仍然是一次徒劳。

本文原题为“Reserve Requirements Basel Style: The Liquidity Coverage Ratio”。本文作者 Jeff Hummel 为 Cato 研究所的兼职学者,既是经济学家也是历史学家。本文于 2015 年 7 月刊于 Cato 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

本期智库介绍

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/>

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/>

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/>

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/>

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/>

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 ThinkTanks 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/>