

全球智库半月谈

给美国下任总统关于中国问题的十条建议

朴槿惠政府争议升温

中巴经济走廊建设中的风险

发达经济体的货币政策挑战

如何化解中国的企业债务风险

关于中国新核心的问答

本期编译

安婧宜

郭子睿

侯书漪

李笑然

刘天培

司 丹

谢晨月

杨 茜

伊林甸甸

张舜栋

(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
	常殊昱	国际金融	侯书漪	科研助理
	安婧宜	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: 侯书漪 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

给美国下任总统关于中国问题的十条建议 3

导读：美国下一任总统将面临多方面的挑战，其中最重要的就是中国问题。如何处理中国问题很大程度上取决于找到美中合作的合适路径，尽管有时这种合作并不让人感到舒服。

来自中国的进口竞争，增加了美国的信贷泡沫 6

导读：在上一次大萧条的那几年里，美国的家庭债务急剧上升，中国和其他低工资国家的扩张引发了进口竞争的增加。本专栏使用消费信贷数据来论证这些现象是密切相关的。在美国制造业就业机会转移到海外去的地方，家庭债务水平显著增加，并且，区域性进口竞争是家庭债务增长的跨区域变化的一部分的原因。

欧盟私人部门债务应该得到更多关注 10

导读：私人部门债务逐渐成为欧盟制定政策的主要考虑对象，但是委员会的定期报告更关注主权债务。作者提示，应构建一致且详细的私人债务压力指数，为制定政策提供参考。

朴槿惠政府争议升温 12

导读：崔顺实的政治丑闻惊扰了韩国内政。一个普通公民却可接触甚至修改官方文件甚至涉密材料，并为私人的基金会招徕资金。随着朴槿惠总统的民调支持率走低，韩国也将成立一个特别调查局来负责本次案件。

全球治理

中巴经济走廊建设中的风险 14

导读：本文介绍了中巴经济走廊的相关项目，包括核电站建设、港口扩建以及高速公路和铁路的建设和升级。短期内，这些项目有利于双方的经济发展，但在中长期，与项目有关的融资问题会带来潜在的风险，此外，由于地缘政治，中巴经济走廊可能会激起与印度的矛盾。

中国如何被纳入金融监管框架 17

导读：近期，中国在世界经济和金融方面的领导地位对全球治理的方方面面产生深远影响。现有大多数研究聚焦于对世界贸易秩序、国际货币基金组织（IMF）或者多边发展银行（MDBs）的影响，很少有学者从全球的角度，研究全球金融监管政策和标准该如何制定，本文将此称之为全球金融监管框架。尽管全球金融监管框架在过去十年间已经发生了翻天覆地的变化，但仍不完全符合中国当前的领导地位，并且成为当前北大西洋国家（欧洲和北美）金融系统的不稳定因素。这种滞后的模式既不利于北大西洋国家，也不利于中国，更不利于

全球发展。为了进一步达到制度平衡，全球金融监管机构应在管理和运营方面提高中国的参与度。同时，中国应作出更大努力，推动制度的改进，以应对当前模式下难以解决的挑战。

经济政策

需求低迷、负利率政策背景下财政政策是否需要重构? 23

导读：最近有一些讨论，关于我们是否应该重新思考财政政策的框架，以适应在很长一段时间内需求长期贫乏、通货膨胀率低，利率接近零甚至是负的局面。这些问题在欧元区尤其紧迫。

发达经济体的货币政策挑战 26

导读：本文主要围绕两个问题展开：第一，货币政策还有哪些工具可以使用；第二，政策制定者在未来如何看待货币政策的角色。作者认为央行很难通过提高通胀预期，来提高货币政策的空间。央行本身在刺激经济方面已经无能无力，货币政策必须和财政政策协调使用。此外，货币政策也无法确保金融稳定。

聚焦中国

如何化解中国的企业债务风险 28

导读：最近几年中国的企业债快速上升。金融危机之后在大规模的刺激政策下，投资效率下降，企业的财务不断恶化，金融机构的不良率上升。中国的企业债问题需要一套综合的策略来解决。包括：辨别处于财务困境的企业，识别金融体系的潜在损失，负担分享，企业重组和公司治理改革，硬化预算约束和扩大市场进入。积极的增长模式短期内会带来成本，但有利于中长期的增长。

关于中国新核心的问答 30

导读：在北京举行的党的第十八届中央委员会第六次会议确立了习近平总数据的领导核心地位，使他成为继毛泽东、邓小平、江泽民之后的新核心，这也打破了胡锦涛执政时期的方针。此外，本次会议上，反腐问题始终是关注的重点。

本期智库介绍 32

给美国下任总统关于中国问题的十条建议

Doug Bandow /文 伊林甸甸/编译

导读：美国下一任总统将面临多方面的挑战，其中最重要的就是中国问题。如何处理中国问题很大程度上取决于找到美中合作的合适路径，尽管有时这种合作并不让人感到舒服。编译如下：

美国只有一个潜在的竞争对手，那就是具有成为超级大国潜质的中国。对于其他国家和地区来说，洲成为一个世界强国仍然是欧盟官员的梦想。俄罗斯担心它的国际声望和边境安全，国力日渐下降。印度正处于上升趋势，但依然远没有达到大国地位。巴西、尼日利亚、印度尼西亚和其他国家确实具有巨大的发展潜力，但还远远没有全球影响力。

如今中美关系将何去何从必然对中国的发展产生重要影响。如果假设北京的威胁和中国的野心可能会不断增长，那么美国就应该把中国看做一个对手。如果中美这两个伟大的国家能找到合适的方式沟通合作、求同存异，非各执己见、互相对抗，世界格局将发生翻天覆地的改变。

美国下一任总统将面临多方面的挑战，其中最重要的就是中国问题。如何处理中国问题很大程度上取决于找到美中合作的合适路径，尽管有时这种合作并不让人感到舒服。

那么下一任总统应该怎么做？

1. 在以中国为政策目标的大背景下考虑问题和讨论解决方案。

在中国问题上，华盛顿有多个目标，但没法同时实现。要想全部实现得先制定优先顺序，学会妥协，以及考虑权衡。说服北京压制朝鲜可能需要承诺美军从韩国撤军；要中国在投资、网络安全和知识产权方面让步可能需要美国提供贸易优惠。华盛顿必须决定哪套方案给美国带来的价值最大。

2. 站在北京的角度看待问题。中国主席习近平可能是一个无情的独裁者，但这并不意味着他和他的政府无理草率行事。

实际上，中国政府在支持朝鲜、坚持两岸统一、拒绝接受香港真正民主化并声称拥有近海领土等问题上均有正当理由。如果下一届美国政府能在这些问题上表达对中国政府的合理关切，那么美中沟通将会更加顺畅成功。问题的关键不是让中南海的主人知道华盛顿想让北京做什么，而是说服北京这样做。

3. 承认美国的错误、虚伪和失败。

美国人不仅比其他国家的人民更坚持民族主义，而且经常拒绝承认他们政府的真面目，认为他们的政府是一个为大众利益铲除世间邪恶、堕落和不道德的无辜善良无私的纯洁的政府。华盛顿支持亚洲独裁，在中东制造血腥混乱，剥夺欧

洲独立性，并且加剧了国内的经济危机。美国官员在向北京同行讲话之前应该表现得更为谦虚。

4. 加强美国经济以面对中国的产业政策。

尽管北京用各种手段人为操控系统——如保持人民币低价，补贴国有企业，以及排斥外国势力等（通常损害中国消费者利益），但美国人却大大受益于自由贸易。所有这些，作为双边谈判和多边协定（如世贸组织）的一部分，必须给予关注。但是华盛顿的最佳回应应该是通过减少类似的特殊利益的经济操控，合理化且精简监管，减少不必要的联邦支出，降低公司税率，以及改善工人教育等来帮助美国公司增强竞争力。

5. 比试国际胆量。

国务卿约翰·克里（John Kerry）恳求、主张、坚持甚至要求中国更多地关注平壤核计划，但毫无效果。尽管中国不希望朝鲜发展核武器，但中国认为这主要是美国的问题。的确，对中国来说，局势不稳定比朝鲜核武器的威胁更大：给朝鲜施加压力有导致其政权崩溃的风险，继而带来混乱，引发冲突，导致核武器失控、朝鲜难民跨过鸭绿江，最终使得朝鲜半岛上一个与美国结盟的统一政权诞生。华盛顿应该表明态度：不愿意永久保护中国，使其避免因反对韩国和日本的核计划而受到的后果。关于核扩散与反扩散的讨论将使中国卷入美国的朝鲜噩梦。

6. 停止“捆绑”中国和俄罗斯。

也许理查德·尼克松（Richard Nixon）政府将北京变成了一个平衡苏联地缘政治的力量。相比之下，奥巴马（Obama）政府扭转了方向，将两个最重要的潜在对手推到了一起。中俄两国存在巨大区别：俄罗斯显然更弱，担心中国在远东的战略布局，并已厌倦了北京的军事技术盗窃。尽管如此，通过积极努力，华盛顿实现了那句古老的格言：敌人的敌人就是我的朋友。一场伟大的比赛正在进行，美国需要更加注重行动策略，同时注意保持全球力量的均衡。

7. 为盟国解决更多问题和争议。

国务卿奥尔布赖特（Madeleine Albright）称美国是核心力量。这需要分为几点来说。在亚洲，这意味着阻止中国在亚洲不太可能的军事统治。但是华盛顿不需要担任微观部署，不需要将意图施加于每一个可能的争议。比如亚洲有争议的海域领土就不需要给予主要关注。如果马尼拉选择与中国就斯卡伯勒浅滩的归属问题进行谈判，美国就应该选择避开。韩国有能力保护自己不受朝鲜侵犯，华盛顿就应该下令美国部队撤退，将韩国留给首尔政府，转而挑战北京、迫使其行动，因为那时平壤就无法再以美国“侵略”为由为其核计划做合理辩护。

8. 轻声讨论内部问题，例如人权和民主。

正如圣经中上帝关心麻雀落地一样，美国政府关心中国这个遥远国家最细微的缺陷——民主和人权。中国通常对这样的关心没有良好反应。这种情况也不仅仅存在于中国。比如最近美国对菲律宾法外处决毒品使用者和经销商的批评激起了罗德里戈·杜特特总统（Rodrigo Duterte）的强烈反应。面对不公正时华盛顿不必沉默，而是应该谨慎务实地追求有价值的目标。相比之下，美国可以利用民间团体的公众批评来改善这种情况。

9. 认识到民主在中国同样可能产生很多问题

我认识的中国青年都是追求思想自由的。他们当然不喜欢互联网管控，喜欢独立追求自己的生活。但他们大多数是高度民族主义的，反对外国干涉，并认为中国附近的水域都属于中国。想象一下候选人对数亿选民有吸引力的选举。一场对各种敌人宣战的煽动性政治运动估计是激起群众热情的首选。

10. 做好长期准备。

中国自改革开放四十年以来取得了巨大发展。然而却仍然受到统制经济和独裁政治的制约。美国则保留了非凡的优势：对人类自由、平等和尊严的共同承诺；多样化、充满活力和热情参与的人群；竞争、创新和富有成效的经济；坚韧、开放的宪政民主。中国渴望富强，而美国已经实现了。相比之下，华盛顿的任务应该容易很多：保持使美国繁荣的价值观、政策和制度。

下一任总统面临多方面的挑战，其中最重要的将是如何对话中国。这很大程度上取决于华盛顿和北京能否找到合作的合适路径，而非在破坏性对抗的道路上越走越远。这意味着将双边关系作为处理的优先事项，并在必要时做出哪怕不得人心的决定以使美中关系积极发展。

本文原题为“China: 10 Pieces of Advice for America’s next President on Asia’s Rising Superpower”。本文作者 Doug Bandow 为加图研究所高级研究员（CATO）。本文于 2016 年 10 月刊于 CATO 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

来自中国的进口竞争，增加了美国的信贷泡沫

Jean-Noël Barrot, Erik Loualiche, Matthew Plosser, Julien Sauvagnat/文 侯书漪/编译

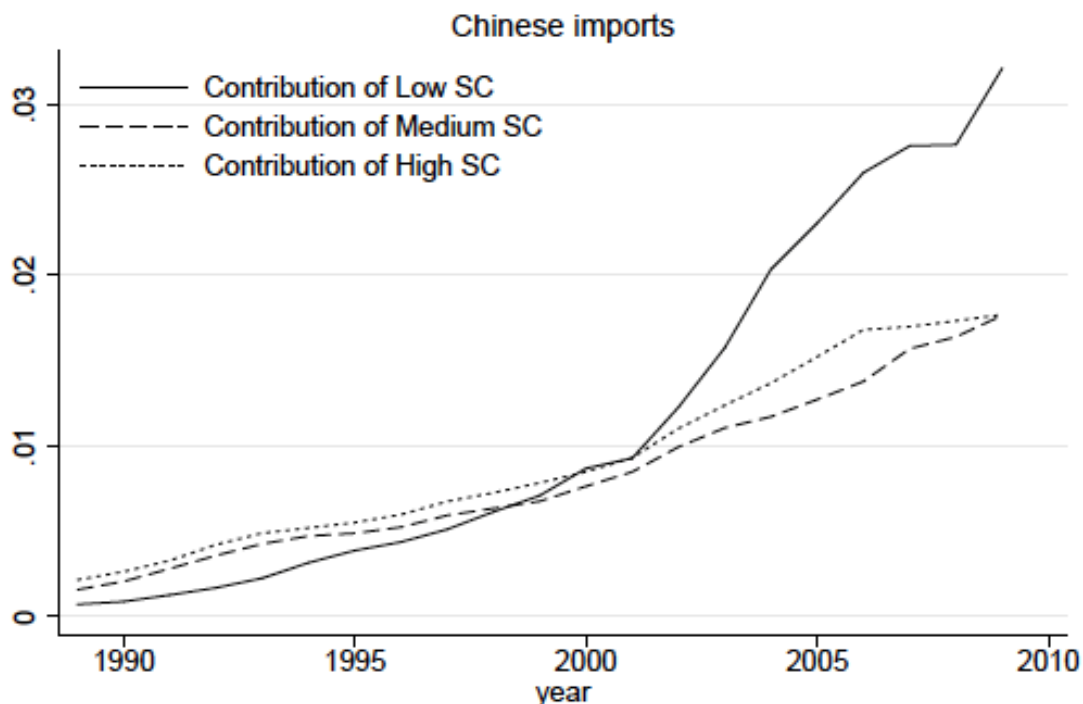
导读：在上一次大萧条的那几年里，美国的家庭债务急剧上升，中国和其他低工资国家的扩张引发了进口竞争的增加。本专栏使用消费信贷数据来论证这些现象是密切相关的。在美国制造业就业机会转移到海外去的地方，家庭债务水平显著增加，并且，区域性进口竞争是家庭债务增长的跨区域变化的一部分的原因。编译如下：

在上一次大萧条的那几年里，家庭债务急剧上升，同时进口竞争也前所未有的增加。这一竞争是由中国和其他低工资国家在全球市场的扩张引起的，并且带来了巨大的劳动力市场后果。

我们假设这两种现象是密切联系的，并且假设进口竞争对劳动力市场的冲击影响了 2000-2007 年间家庭债务的扩张。更确切地说，我们认为，进口取代国内生产刺激了受影响地区的信贷需求。

我们使用一个大型的、具有全国代表性的匿名消费者信贷记录的面板数据集来检验这个假设。我们利用承受进口竞争风险的跨区域变化来研究进口渗透对家庭负债的影响。

图 1 不同运输成本的产业对于美国进口的贡献



为了获取各地承受的进口竞争风险的数据，我们以前人的工作为基础，使用行业级别的运输成本这一数据。这可以从进口数据中获得，并通过计算“成本+保险+运费”的总价高于进口商支付价格的那部分得出。我们发现运输成本是进

口渗透率增加的一个强有力的预示。在图 1 中，我们根据运输成本高、中、低将中国对美国的进口渗透分解成不同的产业。本世纪初，中国进口渗透率的急剧增加大多集中在低运输成本的产业。

基于 1998 年每个通勤区各部门的就业分配，我们计算了各通勤区运输成本的加权平均数来获得区域性进口渗透率。然后，我们证实了国际贸易竞争对当地劳动力市场的不利影响。在 2000-2007 年，承受风险的通勤区比有高运输成本行业的通勤区经历了更高的失业率的增长。这一时期失业增长的横截面标准差中的 20% 都可以由运输成本标准差的增加来解释。

我们检验了是否是那些承受运输成本行业风险的通勤区引起了家庭杠杆的增加。图 2 说明了我们的主要发现。它显示了 2000-2007 年间，较多和较少承受进口竞争风险的地区的总债务增长（相对于 2000 的水平）。虽然在这两个群体中，债务的增加都超过了 100%，但在样本期间内，风险承受区的债务增加了额外的 20 个百分点（图 a）。而图 b 使用的是债务-收入比，通过按收入比例缩放总债务得到。它得到的结果相似。危机爆发前，风险承受区杠杆的增加更为显著。

图 2a 总债务的增长（相对于 2000 年）

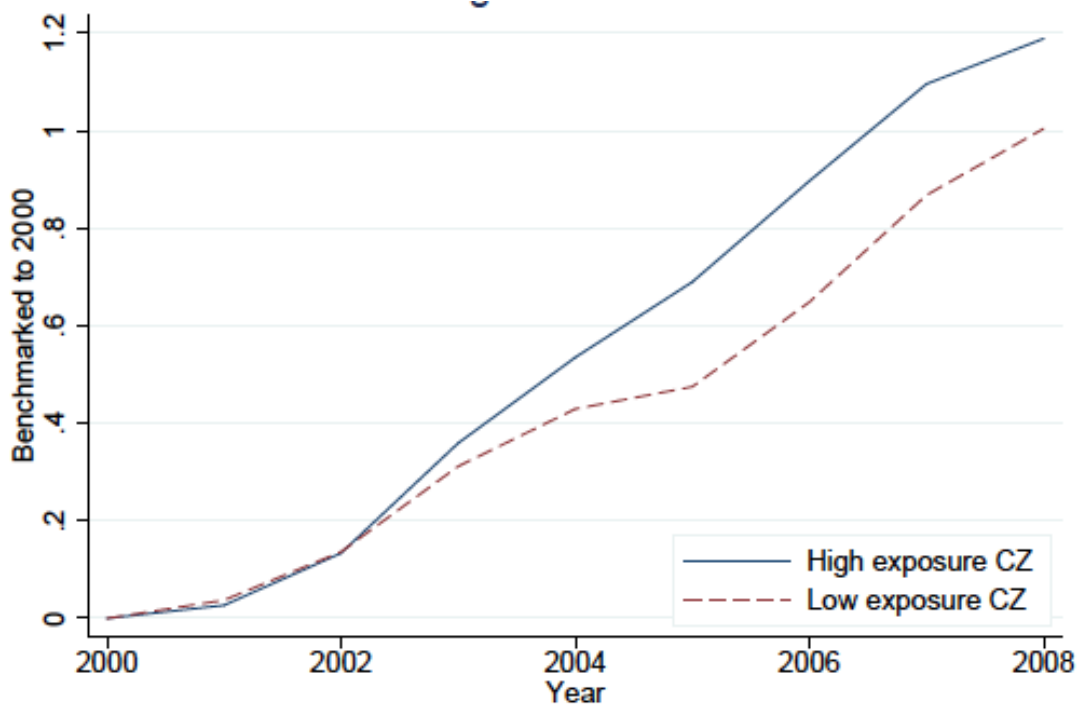
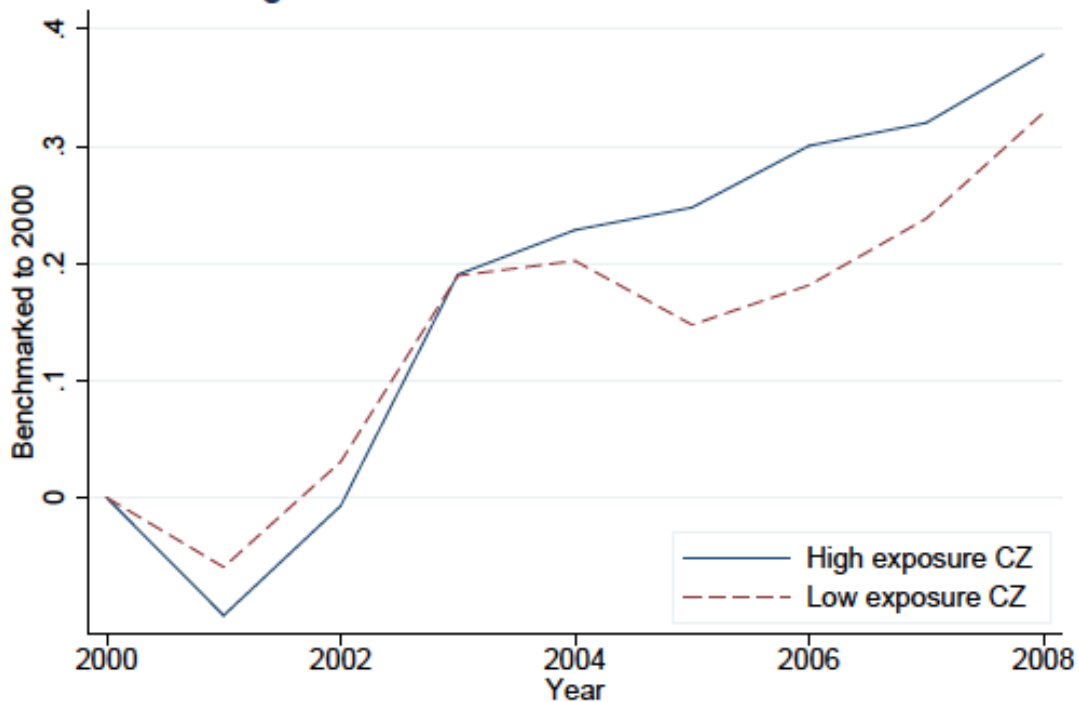


图 2b 债务与收入比率的变化（相对于 2000 年）



我们发现，运输成本一个标准差的偏离会导致家庭总债务和债务-收入比增长 5.7%。2000-2007 年间，家庭债务增长的跨通勤区变化中，30%来源于此。我们将其与住宅价格上升对家庭债务的影响作比较，并且发现两者的效应是差不多的。最后，我们研究了在不同类型的家庭负债中效应会如何变化的问题。债务的增加主要集中在抵押再融资贷款和信用卡债务。我们发现，承受进口竞争风险对于汽车债务或购买新房的抵押贷款没有产生任何显著的影响。这与家庭使用债务来平滑或维持消费，而不是购买更耐用的商品是一致的。

我们在通勤区层面获取的债务增加可能并非因杠杆上升所致，而是由风险承受程度不同的地区的迁徙模式所引起。因此，通过使用消费者信贷的面板数据，我们确认，我们的基线结果保持在个人层面。我们利用此数据的丰富性来比较承受进口竞争风险与价格水平上升之间的关系。

我们假设，在房价升值的地方，承受风险的员工用债务来应对劳动收入冲击的能力更强。事实正是如此。在价格上涨的风险承受区，家庭更有可能通过增加抵押借款来提取房屋净值。我们研究了 2008-2010 年经济大萧条期间这种加杠杆的后果。使用个人层面的数据，我们发现在危机期间，对那些位于进口渗透风险更高的地区的家庭来说，会有更糟糕的结果。

在教科书中，如果收入冲击是暂时的，那么生命周期消费者就使用债务来平稳消费，但中国进口渗透引起的对于美国制造业就业机会的取代似乎是持久的。那么，为什么家庭债务对进口竞争敏感呢？这可以用承受风险的家庭通过承担更

多债务来应对这种冲击来解释，这一事实与许多假设都是一致的。而且，债务增长可能集中在那些有着更高的教育背景、能够切换到风险不那么高的行业的劳动者身上，对他们来说，冲击只是暂时是有效的。

此外，虽然在事后看来，进口渗透的替代效应似乎是永久的，但最初它可能被视为暂时的，这就导致劳动者们借钱来平滑消费。而信贷需求也可能是由消费的齿轮效应驱动的。在这种情况下，即使冲击被认为是持久的，受影响的家庭也会增加他们的信贷需求来维持消费水平。

这个研究强调了一个重要的、但目前被忽略的，在本世纪初导致家庭债务急剧增加的因素。在前次大萧条的前几年里影响美国经济的两个独立存在的现象实际上是密切相关的。他们分别是家庭债务的急剧上升和进口竞争的空前增加，研究表明他们均源于中国和其他低工资国家在全球市场的不断扩张。

本文原题为“International Trade and Household Debt: How Import Competition From China Helped Fuel the Credit Bubble of the 2000s”。本文作者是 Jean-Noël Barrot, Erik Loualiche, Matthew Plosser, Julien Sauvagnat。本文于 2016 年 10 月刊于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

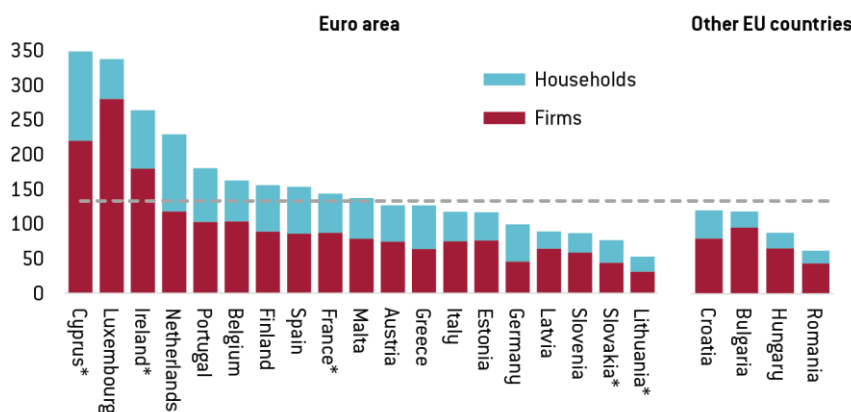
欧盟私人部门债务应该得到更多关注

Alexander Lehmann /文 刘天培/编译

导读：私人部门债务逐渐成为欧盟制定政策的主要考虑对象，但是委员会的定期报告更关注主权债务。作者提示，应构建一致且详细的私人债务压力指数，为制定政策提供参考。编译如下：

IMF 和世界银行在 10 月份举行了年会，强调了来自私人部门债务的风险。这些债务在过去八年间的下降速度，要低于以前去杠杆化时的下降速度。在欧元区，私债规模维持在 GDP 的 138%，与危机开始时的水平相当。正如金融危机中发生的一样，私人债务可以很快转换为公共债务。金融部门是一种转化渠道，政府参与的资产负债表重组是另一种渠道。持续的高债务占比会引发深远的效应，包括家庭消费下降以及公司减少投资和雇员人数。一个恶性循环就此形成，持续低迷的增长会加重债务负担。去杠杆化的过程令人担忧，因此国家层面应该在法律、重组和破产结算等领域进行改革。私债是欧盟的 14 个年度宏观经济平衡指标之一，如果其上升到较高的历史水平，这意味着风险来临。基于 2014 年的数据，最新的委员会报告计算出有 13 个成员国已经超过了 133%GDP 的预警水平。债务 GDP 比是一个好的宏观数据，但它不能反映家庭或者公司的偿还能力。国家账户、企业、家庭数据可以用来构建更为具体的指标。未来，委员会将基于以下三个问题进行债务分析。

图 1 2015 年私债/GDP



注：Bruegel 计算，数据来源于欧盟统计

1、哪种债务风险会影响家庭和商业？

个人和企业受多种因素影响，其中一些并不明显。其中包括：

- 流动性风险：总利息或总债务偿付成本与总收入之比。这显示了私债部门的偿还能力；

- 偿付能力风险：债务与权益比（对于家庭来说是未偿还贷款与资产和房地产价值之比）测量债务持续的能力。
- 债务动力学：一个更向前看的指标，指债务的真实成本和收入增长率的差异。显示私债是否是可持续的。

2015 年委员会对意大利的评估显示企业债务水平不足忧虑，但是银行的不良贷款隐含了危机。编译这些详细指标的最大困难在于数据缺乏质量，并且频率不足。

2、如何确认去杠杆的幅度？

委员会的债务分析基于可持续债务比率的模型。2014 年此报告显示出一些可怕的数据，比如希腊、塞浦路斯、西班牙需要 30%幅度的去杠杆化，荷兰家庭需要 20%。然而，家庭债务与主权债务不同，每个家庭的财政能力与境况不一样。因此从总体上来说，超额债的分布极为重要。一个过于中庸的指标不能反映极端情况。11 个欧盟的前社会主义国家就有许多国营的企业，它们负债累累，但它们隐藏在大量的有偿债能力的公司中。相反，过去两年中，许多政府对外币主导的抵押进行了重组，即便持有贷款的家庭有很强的经济能力。

3、债务重组中最重要的事情是什么？

委员会的分析应对国家债务重组提出建议和消息。政府应该作为主导力量，而非像欧元区危机中那样，广泛的财政项目作为主导。在克罗地亚，报告发现大量国有公司债务集中在两个部门中。这要求委员会对债务重组提出特殊的意见和要求。最近一篇 IMF 论文展示了应如何使用单一企业数据来对中欧和东南欧国家进行分析。应包括两个方面：

哪些借贷者会因债务压力而受损，以至于最后不可避免地破产？

债务重组之后，哪些借贷者会保持良好的状态？比如在企业部门，银行发起的重组需要非常专一。将大多数好的情况成功的发展下去，将有利于整体。

这种对借贷者进行排序的工作对银行和监管者有很大的启示作用。银行需要发展处理不良贷款的策略，同时还要及早发现债务危机的苗头。银行的工作还包括形成合理的重组决策，以及避免不合理的贷款。

本文原题为“Private Sector Debt Matters, and Better Data Means Better Policy”首字母大写。
本文作者 Alexander Lehmann 为 Bruegel 访问学者，欧洲复兴开发银行首席经济学家。本文于 2016 年 10 月刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

朴槿惠政府争议升温

Victor Cha / 文 安靖宜 / 编译

导读：崔顺实的政治丑闻惊扰了韩国内政。一个普通公民却可接触甚至修改官方文件甚至涉密材料，并为私人的基金会招徕资金。随着朴槿惠总统的民调支持率走低，韩国也将成立一个特别调查局来负责本次案件。编译如下：

本周，一个涉及到崔顺实的政治丑闻惊扰了韩国内政。崔顺实即总统朴槿惠的朋友和私人顾问。热议的中心在于崔顺实这样一个普通公民却可对朴槿惠的演讲稿，官方文件，甚至是涉密材料给出意见。甚至有指控称，崔顺实利用她与朴槿惠的私人关系为两个基金会招徕了数千万美元的资金。当朴槿惠的民调支持率达到历史最低的 17%，人们呼吁立法机构进行对总统的弹劾和罢免。

问题一：谁是崔顺实？

回答一：她是朴槿惠总统老师崔太敏的第五个女儿，也是她前任助手郑润会的前妻，而郑润会在 1998 到 2004 年是朴槿惠的总参谋长。朴槿惠和崔家的关系可以回溯到 1974 年。

日前，崔顺实因为丑闻离开了韩国，最终于十月二十七日在德国黑森州露面，同时接受了《世界日报》的独家采访，承认了接受了青瓦台的秘密文件，但却否认了干预国家事务和操控内政。

问题二：下一个可能的行动是什么？

回答二：在十月二十七日，最高检察官办公室成立了一个大约由 15 人组成的特别调查局来调查崔顺实案件。这个特别调查局会进行调查，然后直接向检察官金南珠报告，直到三党一致决议成立独立会议来调查这个案件。关注点会集中在崔顺实的罪行，这会决定朴槿惠总统下一步的政治动向。这一案件的每个维度都涉及到对韩国法律的侵犯。而指控从贪污和逃税到侵犯总统记录管理法（Presidential Record Management Act）皆有。在十月二十八日，崔顺实的律师告诉记者，她会回到韩国回答当局的提问。如果她无法自愿回到韩国，而指控被记录下来，当局就可以基于韩国批准的欧洲引渡公约寻求对她的引渡。

问题三：朴总统会卸任吗？

回答三：不一定。尽管反对党对她下台的呼声高涨，而这呼声也会随着对崔顺实的调查越来越激烈，但是可能的结果是她会听从离开新世界党的呼声，而新世界党也希望在 2017 年的总统竞选中与朴槿惠划清界线。朴槿惠当局的总参谋长已于十月二十六日提交了他的卸任书，同时她会命令她的十位总统高级秘书辞职。

问题四：反对党弹劾的呼声可信吗？

回答四：这很复杂。尽管有些人呼吁，但这是一把双刃剑。在 2004 年，总统卢武铉被国民大会弹劾，但立宪法院却发现这份弹劾违反宪法。卢武铉和激进派得到了公众巨大的支持。在 2017 年总统选举中，这一幕可能重演。

本文原题为“Controversy Roils Park Government”。本文作者为 Victor Cha，高级研究员。
本文于 2016 年 10 月刊于 CSIS 网站。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中巴经济走廊建设中的风险

Sean Miner /文 谢晨月/编译

导读：本文介绍了中巴经济走廊的相关项目，包括核电站建设、港口扩建以及高速公路和铁路的建设和升级。短期内，这些项目有利于双方的经济发展，但在中长期，与项目有关的融资问题会带来潜在的风险，此外，由于地缘政治，中巴经济走廊可能会激起与印度的矛盾。编译如下：

2015年4月，中国主席习近平访问巴基斯坦，并签订了中巴经济走廊框架协议，这是一带一路建设中的标志性协议。截止到目前，中国已经向巴基斯坦投入超过440亿美元。巴基斯坦是中国最坚定的盟友之一，其和中国最动荡的新疆接壤。但向一个国家投资这么多资本可能会带来一些风险。

中巴经济走廊只是中国与60多个国家达成一带一路倡议的一个缩影。作为经济发展和地缘政治的一部分，中巴经济走廊有助于中国和巴基斯坦的经济进一步合作，缓解巴基斯坦经济和安全形势的压力。对于巴基斯坦总理纳瓦兹·谢里夫，这是一个非常有意义的合作。这些项目的成功为其参与在2018年3月的下一届选举奠定基础，而且很多项目就在他的家乡。事实上，中国对非洲的资金援助很多都是流向非洲领导人的家乡。

由于很多项目是在巴基斯坦的偏远地区建设，谢里夫非常重视中巴经济走廊项目的安全。为此，巴基斯坦专门成立特别安全部门与15000多军队和民间力量以确保项目的顺利开展。可以预见，中巴经济走廊有助于提振巴基斯坦的经济，这些基础设施建设有助于增加贸易，降低失业，促进发展。

中巴经济走廊项目

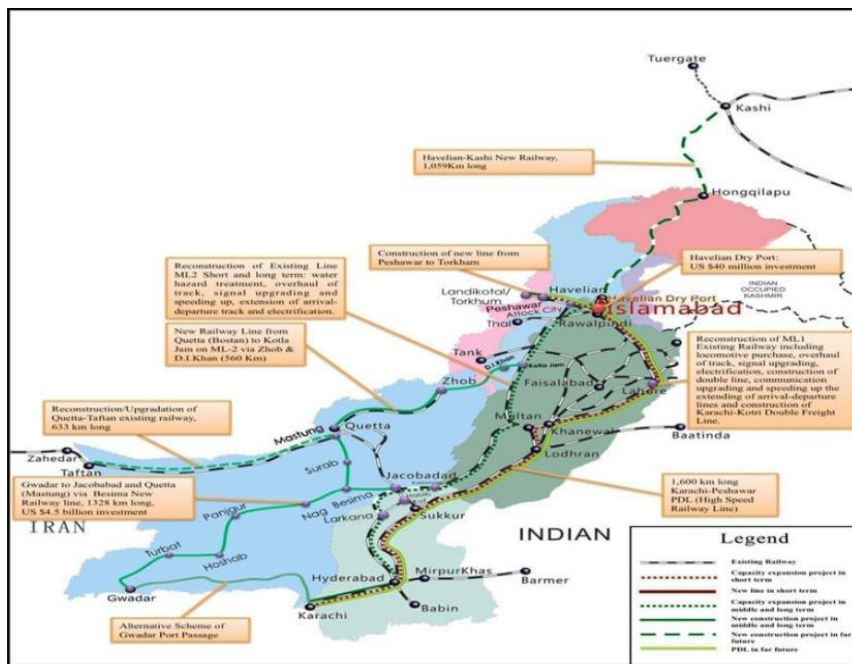
巴基斯坦的基础设施建设非常糟糕，经常缺电，很多道路遭到破坏。因此，中国为其建设面临着巨大的融资缺口。在440亿美元中，有350亿美元用来建设能源相关的项目，第一个项目是在拉瓦尔品第建设核电站，预计在2020年完工。

中国也计划扩建俾路支省的瓜达尔港，已经获得了瓜达尔港及其周边土地直到2058年的使用权。建立瓜达尔港的主要目的是通过高速公路和铁路连接中国的西南地区，给中国一个旁路连接马六甲海峡。中国海外港口控股有限公司计划使该区域成为自由贸易区，并建设一个机场以及一个完整的港口。后者会将两个石油码头和浮式的液化天然气终端管道最终扩大到拉合尔。

在卡拉奇，中国已获批准建设两个核电站。一个是太阳能核电站，一个是风能核电站。外交官估计中巴经济走廊的能源项目最终可能会产生16400兆瓦的电力，超过巴基斯坦电力缺口4500兆瓦的三倍，它可以满足未来经济走廊建设对

电力的快速需求。高速公路的建设和升级也是工程浩大，连接拉合尔和卡拉奇的高速公路需要至少四车道高速公路。大规模的铁路项目升级主要位于巴基斯坦的1号线铁路，从卡拉奇南部一直延伸到白沙瓦北部（超过1000英里），项目资金绝大多数来自中国的80亿美元融资。

图1 中巴经济走廊计划的铁路投资



未来的风险

本月 IMF 发表了对巴基斯坦三年期贷款的报告，给中巴经济走廊敲响了警钟。报告指出，与中巴经济走廊相关的出口导致明年巴基斯坦的经常账户赤字/GDP 高达 1.5%。投资在短期内有助于促进增长，但在中长期由于“贷款偿付和利润汇回本国”导致资本外流。

事实上，鉴于一些国家延迟或者拒绝支付债务，中国一直在承受着大量的风险。中国通过政策性银行借给委内瑞拉总计 650 亿美元左右。委内瑞拉已经重新谈判债务，暂时放弃支付本金。中国认为对委内瑞拉的投资是安全的，因为其拥有世界上最多的原油储备。但随着原油价格稳定在较低水平以及国家混乱，委内瑞拉政府越来越有可能拖欠国际债务。

此外，中巴经济走廊可能会激起与印度的矛盾。经济走廊的一些项目通过有领土纠纷的克什米尔地区。而且，印度担心经济走廊升级的瓜达尔港可能有一天被用来为中国海军服务。因此，印度可能会给中巴经济走廊设置路障。

显然，中巴同盟关系通过经济走廊建设进一步强化，两国之间的贸易和投资也会增加，虽然经济走廊项目也面临着风险和收益的权衡。在短期内，经济走廊

会带来明显的好处，如弥补电力缺口，降低失业。在长期，与项目融资相关的问题可能会阻碍共同繁荣的实现。

本文原题为“Pakistan: A Rocky Bridge on China’s Silk Road”。本文作者 Sean Miner 是彼得森研究所的副研究员，中国项目经理。本文于 2016 年 10 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中国如何被纳入金融监管框架

Nicolas Véron /文 李笑然/编译

导读：近期，中国在世界经济和金融方面的领导地位对全球治理的方方面面产生深远影响。现有大多数研究聚焦于对世界贸易秩序、国际货币基金组织（IMF）或者多边发展银行（MDBs）的影响，很少有学者从全球的角度，研究全球金融监管政策和标准该如何制定，本文将此称之为全球金融监管框架。尽管全球金融监管框架在过去十年间已经发生了翻天覆地的变化，但仍不完全符合中国当前的领导地位，并且成为当前北大西洋国家（欧洲和北美）金融系统的不稳定因素。这种滞后的模式既不利于北大西洋国家，也不利于中国，更不利于全球发展。为了进一步达到制度平衡，全球金融监管机构应在管理和运营方面提高中国的参与度。同时，中国应作出更大努力，推动制度的改进，以应对当前模式下难以解决的挑战。编译如下：

1. 全球金融监管框架：概述

世界性金融框架的建立始于 20 世纪 20 年代后期。典型的有 1930 年建立的国际清算银行（BIS）和国际货币基金组织（IMF），随后又出现了全球金融系统委员会（CGFS），国际财务报告准则基金会（IFRS Foundation）、国际证监会组织（IOSCO）、巴塞尔银行监管委员会（BCBS）以及 G6（现在的 G7）。20 世纪 80 到 90 年代，尤其是 1997-1998 年的亚洲金融危机之后，更多的金融框架建立起来。这场金融危机使得 G20 应运而生，当时（1999）的 G20 由各国金融部长、央行行长以及金融稳定论坛（FSF）组成。

2008 年的金融危机后，G20 于 2008 年 11 月在美国华盛顿举行了第一次国家首脑峰会，探讨金融监管等问题。FSF 继而将成员扩大至主要发展中国家和非西方国际金融中心等，并且在第二次 G20 全球首脑峰会上改名为金融稳定委员会（FSB）。美国财政部长将 FSB 称为继 IMF、世界银行以及 WTO 三大金融机构之后的“第四极”。

除此之外，全球金融监管框架还包括 BIS 的国际支付和市场基础委员会（CPMI）、国际保险监督官协会（IAIS）、经济合作与发展组织（OECD）、反洗钱金融行动特别工作组（FATF）、全球法人机构识别编码基金会（GLEIF）、国际存款保险机构协会（IADI）和独立审计监管机构国际论坛（IFIAR）。表 1 展示了各机构的成员和主要任务。

表 1 全球金融监管框架

机构简称	建立时间	总部	主要职责	管辖区域	成员国
BIS	1930	巴塞尔（瑞士）	协助央行	60	60
IMF	1945	华盛顿（美国）	国家的金融稳定	189	189

World Bank	1945	华盛顿（美国）	发展	189	189
OECD	1948	巴黎（法国）	经济稳定	34	34
CGFS	1971	巴塞尔（瑞士）	监控市场发展	22	23
IFRS Found.	1973	伦敦（英国） ^c	财务会计准则	不相关	不相关
BCBS	1974	巴塞尔（瑞士）	银行监管标准	28	45
IOSCO	1974/83	马德里（西班牙）	证券市场管理	123	126
CPMI	1980	巴塞尔（瑞士）	金融基础设施标准	24	25
IAIS	1994	巴塞尔（瑞士）	保险监管标准	195	210
FSB	1999	巴塞尔（瑞士）	金融监管	25	68
IADI	2002	巴塞尔（瑞士）	存款保险标准	79	80
IFIAR	2006	东京（日本） ^f	审计监管	51	55
GLEIF	2014	巴塞尔（瑞士）	法人确定	不相关	不相关

距离华盛顿峰会已经过去了八个年头，G20 金融监管改革的成效很难统一定论。金融改革的效果难以评估，一方面原因是找不到客观的方法衡量金融稳定，另一方面原因是很多改革举措需要很长的过渡期，目前还难以显现。成果还是有很多的，如 2010 年的巴塞尔协议 III，提出了资本、杠杆率和流动性的新要求，以及对大型金融机构提出的附加资本要求等补充措施。这些要求显著增强了大型金融机构的稳健性。

金融改革有成功也有失败，如统一全球财务会计准则的改革。该项改革原本是 G20 的重要目标，但却被不断拖延，最终不了了之。

不难发现，G20 金融监管改革的成败和相应的改革机构的影响力显著相关。BIS 的影响力促成了世界主要央行间的长期合作，在此之上还达成了巴塞尔协议 III 等行之有效的改革措施。相反，证券监管者之间的合作更具临时性质，因此 IOSCO 很难达成强有力的各方普遍接受的共同标准，G20 统一财务会计准则的失败就是例证。场外衍生品交易改革发展畸形的原因之一就是负责金融稳定的央行（如 CPMI）和负责市场完整的证券监管者（如 IOSCO）责任上存在重叠。一些标准由 CPMI 和 IOSCO 共同提出（如 2012 年 4 月提出的金融市场基础设施原则），但是和其他全球金融监管标准相比，这些标准缺乏针对性和有效性。

2. 全球金融监管框架以北大西洋国家为主

全球金融监管系统仍沿守北大西洋风格

2008年的金融危机后，世界国家领导人峰会由7国扩展到20国。2009年初，一些新兴经济体和非西方金融中心加入到FSB和几个重要的BIS委员会(BCBS、CGFS和CPMI)之中。

但是，很多此类全球金融监管系统的会员组成和治理都很不均衡。

会员组成上：G20偏重于讨论IMF成员国发展；GCBS的28个名额中，欧盟成员国和欧盟自身占据10个；FSB督导委员会中，欧洲的分量也过高，10个全球机构代表中包含8个欧盟国家，而没有亚洲国家。

组织治理上，北大西洋国家在高管人员中的比重更加突出。表2列出了所有表1组织的高管信息。

表2 全球金融监管系统高层管理者

机构	职位	姓名	工作	国籍	地区
BIS	董事长	Jens Weidmann	兼职	德国	北大西洋
	行长	Jaime Caruana	全职	西班牙	北大西洋
IMF	常任董事	Christine Lagarde	全职	法国	北大西洋
World Bank	行长	Jim Yong Kim	全职	美国	北大西洋
OECD	秘书长	Angel Gurría	全职	墨西哥	北大西洋
CGFS	主席	William Dudley	全职	美国	北大西洋
	秘书长	Kostas Tsatsaronis	全职	德国	北大西洋
IFRS	受托人主席	Michel Prada	全职	法国	北大西洋
Foundation	IASB 主席	Hans Hoogervorst	全职	荷兰	北大西洋
BCBS	GHOS 主席 ^A	Mario Draghi	兼职	意大利	北大西洋
	主席	Stefan Ingves	兼职	瑞典	北大西洋
	秘书长	William Coen	全职	美国	北大西洋
IOSCO	董事长	Ashley Ian Alder		澳大利亚	其他
	秘书长	Paul Andrews	全职	美国	北大西洋
CPMI	主席	Benoit Coeuré	兼职	法国	北大西洋
	秘书长	Morten Bech	全职	德国	北大西洋
FATF	主席	J.M. Vega-Serrano	兼职	西班牙	北大西洋

	秘书长	David Lewis	全职	英国	北大西洋
IAIS	执行委员会主席	Victoria Saporta	兼职	英国	北大西洋
	秘书长	Yoshihiro Kawai	全职	日本	其他
FSB	主席	Mark Carney	兼职	加拿大	北大西洋
	秘书长	Svein Andresen	全职	挪威	北大西洋
IADI	主席	Thomas Hoenig	兼职	美国	北大西洋
	秘书长	Gail Verley	全职	美国	北大西洋
IFIAR ^B	主席	Janine van Diggelen	兼职	荷兰	北大西洋
GLEIF	董事长	Gerard Hartsink	兼职	荷兰	北大西洋
	CEO	Stephan Wolf	全职	德国	北大西洋

总部所在地：表 1 中，除了 IFIAR 即将在东京设立代表处以外，其他组织的总部都在北大西洋国家。不过还没有找到确切的证据证明这种地理上的偏重会影响监管政策的制定。

总之，尽管 G20 总是口头约定要照顾到发展中国家，国际金融监管框架一直存在明显对北大西洋国家的倾斜。这种倾斜无法找到明确的证据，如我们并不能明确的验证巴塞尔 III 是否更偏向欧盟和美国。不过，非西方国家在争取利益方面也有成功的案例，如 FSB 在规定总损失吸收能力时，对发展中国家的大型银行采取特殊标准，这一建议是由中国提出的。

即使如此，G20 对北大西洋国家的倾斜仍然明显。一方面原因是，原有成员毫无疑问想要保持既得利益。另一方面原因是，中国等发展中国家也没有强烈改变这一局面的诉求和行动。中国反而把国际金融监管标准作为国内金融框架改革的推手，这很像金融危机前的欧盟，欧盟在 21 世纪初开始贯彻 IFRS 标准。

3. 全球金融监管框架需要中国力量

近年来，中国金融发展飞速，中国已经在几项指标上开始掌握全球中心。

银行业：表 3 显示，中国已经超越欧洲成为全球银行资产最高的国家。如果加上影子银行，这一数据将更加巨大。此外，中国上市公司的总市值、企业债券市场也非常庞大。

表 3 国际银行框架比较（2015 年底）

银行体系	总资产（万亿美元）	国内资产（万亿美元）	海外资产（万亿美元）
中国	32.1	30.7	1.4

欧元区	31.6	25.9	5.7
美国	16.3	14.8	1.5

中国金融的市场化也在加速，如放开银行存款利率管制、允许国有企业破产等。2015 年中国政府在股票市场的大肆干预得到了惨痛的教训，因此未来可能更加偏向市场自身调节。短期内，中国在全球银行资产以及全球市值中所占比重仍将不断上升，这一趋势基本不会变化。

中国与其他国家之间的金融联系将不断加深。主要原因在于，即使中国比其他国家更为保守，但其庞大的规模本身就具有全球影响力。此外，中国企业在海外市场越来越活跃，这一方面是由于民营企业的发展战略，另一方面也是国家政策的推动作用，如一带一路。与此同时，中国对境外投资者投资国内股票和债券市场的限制也在减少。全球金融框架如同一条“大运河”，将中国与其他国家紧密联系在一起。

中国开始走在现代金融发展的前列，在一些领域甚至领先于北大西洋国家，如互联网金融领域。互联网金融再次证明了金融发展在带来财富的同时，也能带来金融秩序紊乱的风险。

因此，全球金融监管框架需要提升中国的位置。这不仅依靠中国努力争取话语权，还需要监管框架自身发生改变。如果不这么做，所有利益相关方都会面临巨大风险，如不能及时应对与中国相关的重大金融风险等。接受中国自己主张的“与国际接轨”也不失为一种方法，尽管没那么有效。提议将全球金融监管框架与中国在国际金融领域不断提高的地位相匹配是极具挑战性的。但对现有金融监管框架的调整无论是对北大西洋国家、中国还是世界都是有利的。

4. 中国如何被纳入金融监管框架

中国能够占据主要地位的全球金融监管框架不可能一蹴而就，需要一个长期的推进过程。至少做到以下三项举措：

第一，相关组织自我改革，提高中国的存在感和重要性。其中包括上文提到的成员国组成，高管组成以及地理位置等。欧元区的国家央行在建立欧洲银行联盟后，很大程度上丧失了政策制定的自主性，因此这些央行在巴塞尔银行监管委员会和 FSB 的个体代表权也应相应减少或取消。反过来，FSB 应将中国证监会以及美国金融存款保险公司（FDIC）加入进来；IMF 里中国投票权也应在 2010 年改革基础上进一步增加。高管层面，当前一些北大西洋国家官员任期结束后，金融监管机构应推动称职的中国官员继任，并为中国专家建立职业晋升通道。地理位置上，可将 FSB 的常设秘书处迁到亚洲地区，如香港或新加坡。

第二，中国的努力必不可少。尽管政治观察家们表示要继续“韬光养晦”，中国官员应更加鲜明地主张其在全球金融监管机构中的参与权，包括组织领导人的推选等。中国应尽力减少不合规现象，以进一步实现与相关国际标准接轨。同时，中国需改革自身的审计准则框架，确保其与 IFIAR 和其他国家的审计监察机构的一致性，从而实现在专业领域的合作。此外，国家间金融数据的交流也需要中国和其他国家提供数据接口。

中国需在几个关键领域推进全球金融监管改革进程。如全球数据共享方面，中国可以把完全信息中介的机构放入全球监管范围，如信用评级机构、交易存储库和审计公司。他们与银行不同，如果破产不会引发财政风险，最后，中国还需继续推进国内金融改革，从而进一步推动市场自律以及资本配置的有效性。

习近平在 2015 年宣布主办 G20 峰会时提到，“中国愿与各方一道携手共进，合作共赢。我们应当集思广益，相得益彰……共同推进国际经济合作”。这需要一系列在国家主权前提下，受到国际法律制约的金融监管。同时，国际社会也需要有足够的视野、勇气和决心将中国的地位提升，从而使得国际金融监管框架走上可持续发展的道路。

本文原题为“Financial Regulation: The G20’s Missing Chinese Dream”。本文作者 Nicolas Véron 为 Bruegel 的高级研究员，同时也是彼得森国际经济研究所的访问学者。本文于 2016 年 10 月刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

需求低迷、负利率政策背景下财政政策是否需要重构？

Silvia Merler /文 杨茜/编译

导读：最近有一些讨论，关于我们是否应该重新思考财政政策的框架，以适应在很长一段时间内需求长期贫乏、通货膨胀率低，利率接近零甚至是负的局面。这些问题在欧元区尤其紧迫。编译如下：

Ángel Ubide 陈述了要实施积极财政政策的理由。危机前财政政策使用的共识是，商业周期由货币政策管理，而财政政策只侧重于债务的可持续性。在危机前，财政政策是不对称的。它创造了像欧元区的稳定和增长公约这样的经济规则。但我们现在面临需求持续不足、通货膨胀太低、中性实际利率可能是零甚至是负的局面。当前，财政政策必须有助于支撑总需求和防止通货紧缩。如果我们把旧框架应用到今天，如果我们不能刺激经济，我们就有可能滞后将需求的持续疲软转化为更低的潜在增长。

Ubide 认为，完备的扩张性财政政策可以通过三种方式促进经济。首先，它可以通过多年期公共投资计划提高生产力从而促进潜在增长。其次，它通过增加政府债券供给，提高均衡实际利率，从而提高货币政策的有效性。第三，它有助于减少收入不平等。对这种积极财政政策的典型批评是：没有财政政策空间，特别是在欧元区。这是一个有争议的说法，鉴于对政府债券的强烈需求推动长期利率维持在创纪录的低水平上。无论如何，是时候通过加速建立欧洲财政政策（包括欧元债券）来创造财政空间了。

Lawrence Summers 和 Antonio Fatas 在最新的关于财政整顿永久效应的文章中指出，他们的问题是周期性（需求）冲击是否可以通过滞后效应产生永久效应。滞后的存在最初是在劳动力市场的背景下讨论的：Blanchard 和 Summers（1986）认为周期性失业可能会变成长期失业，使周期性冲击持续甚至是永久性的。Fatas 和 Summers 认为，我们可以考虑更广泛的滞后概念，包括对生产力和资本积累动态的影响，并在经济危机和长期增长趋势之间建立更强大的联系。对此一个合理的假设是，在经济衰退期间驱动长期增长的力量减缓，从而暂时的减速给 GDP 水平带来永久性影响，导致滞后。

全球金融危机放慢了所有发达经济体国内生产总值的步伐。以欧元区为例：相对于 1999-2007 年的趋势，欧元区 GDP 已经下降了约 15%，其潜在水平也进行了类似幅度的下调。为了应对政府债务水平不断上升，许多国家从事财政整合的同时产生了对增长率的负面影响。Fatas 和 Summers 的论文探讨这两者之间的关系，结果为财政政策强滞后效应的存在提供了支持。大规模的影响指向自我削

弱的财政整合方向：通过财政整顿减少债务的尝试很可能通过对产出的长期负面影响导致债务与 GDP 的比率更高。

Brad DeLong 以 IMF 近期会议为基础写了题为“新常态下的财政政策”的文章，主要围绕财政政策在全球复苏乏力，货币政策已经极端化的世界中的作用。在长期缓慢增长的“新常态”中，我们是否应该在反周期角色和提高生产力和促进更长期包容性增长的效率方面重新考虑财政政策？

Brad DeLong 还深入研究了财政政策在(2009 年后)美国复苏中的作用。2008 年财政政策没有发挥作为反周期角色的作用，而作为自动稳定剂被鼓励。有观点认为，财政政策应根据“经典”原则设定：调控国家，有效地征收税收，实现长期的财政平衡以及反周期财政政策受限于自动稳定器。原因有三：相机抉择财政政策作为反周期的政策工具是不必要的，因为货币政策可以做到这一点；自由财政政策作为一种反周期政策工具是无效的，因为决策和执行滞后时间太长；自由反周期政策作为一种反周期财政政策工具适得其反，因为立法者及其工作人员无权选择适当的政策。

FT 的 Jason Furman 也认为，许多决策者放弃了扩张性财政政策作为支持经济增长的工具，这将给货币政策带来负担，他提出了实施新财政政策的五项原则。首先，当传统货币政策在全球较低利率条件下面临限制时，财政政策是特别有效的补充。第二，因为私人投资“挤入”导致更强劲的经济增长以及更高的通胀预期，当前财政政策可能比以前更加有效。强劲的增长促使私营企业投资增加，而更高的通胀预期降低了实际利率和资本成本。第三，发达经济体有更大的空间扩大财政政策，因为在当今的经济条件下，有效制造的投资可以提高产出超过他们筹集的债务。第四，长期较低的利率和低于潜在经济体的经济体表明，财政扩张应该更加持续，特别是如果它导致了在促进长期增长领域的投资。第五，如果协调更多的国家，通过跨境贸易和资本流动的溢出效应，财政政策将更有利。但 Furman 认为，欧元区财政政策在国家层面面临障碍，尽管欧盟的稳定和增长公约近来有所改善，但它仍然不透明，并且变得越来越复杂，能够促使更快的削减赤字，但不能协调财政扩张。他认为积极的财政政策和机制，如欧元区范围内的失业保险，更好的国家之间的协调或将重点放在短期增长的简化协议，都是值得考虑的。

同时，Igor Masten 和 Ana Grdović Gnip 对欧盟财政框架进行压力测试，看看周期性调整后的预算余额（CABB）是否是衡量自由支配财政政策的很好指标。他们的研究表明，当被要求确定财政政策立场时，官方的电子商务法表现不佳。平均而言，它大约在 40% 的时间错误地表明扩张或限制性财政政策立场。这是因为电子商务法将预算余额的周期性变化大部分误认为相机抉择财政政策。

他们还认为，SGP 对于遵守马斯特里赫特赤字占 GDP3% 限制的规定似乎过于严格。SGP 规定的严格性加上 CABB 获取自由支配财政政策措施的能力弱，为宏观经济稳定提供了不理想的条件。Masten 和 Grdović 总结认为，CABB 估算方法需要明确纳入相机抉择财政政策的结构描述，而且 SGP 限制对有效的财政稳定太紧。根据他们建立的模型预测，允许相机抉择政策发挥更大的作用可以提高财政政策的稳定效率，而不会危及“马斯特里赫特条约”的遵守。

本文原题为“Should We Rethink Fiscal Policy?”。本文作者 Silvia Merler 为 Bruegel 附属研究人员。本文于 2016 年 10 月刊于 Bruegel 网站。[单击此处可以访问原文链接。](#)

发达经济体的货币政策挑战

José De Gregorio /文 郭子睿/编译

导读：本文主要围绕两个问题展开：第一，货币政策还有哪些工具可以使用；第二，政策制定者在未来如何看待货币政策的角色。作者认为央行很难通过提高通胀预期，来提高货币政策的空间。央行本身在刺激经济方面已经无能为力，货币政策必须和财政政策协调使用。此外，货币政策也无法确保金融稳定。编译如下：

金融危机之后，发达经济体纷纷采用量化宽松政策，当前经济正在非常缓慢的复苏。但有两个问题成为政策讨论的焦点：第一，货币政策还有哪些工具可以用来刺激经济？第二，考虑到当前的零利率环境，政策制定者在未来如何看待货币政策的角色。作者认为，央行本身在刺激经济方面已经无能为力，货币政策必须和财政政策协调使用，而且合作的时点非常关键。

将利率降到零下限后，发达经济体的央行实施了一系列的非传统货币政策工具。对利率的前瞻性指引以及资产购买计划大大降低了借款者的成本。然而，央行资产负债表的扩张已经达到极限，并对金融市场产生扭曲。最近实施的负利率政策，效果还不确定，但会降低银行的利润，增加银行的运营压力。如果进一步降低负利率，也许会对经济产生紧缩的影响。

未来该如何增加货币政策的功能？名义均衡利率不断下降，大大降低了货币政策的执行空间。例如，如果名义均衡利率是 5%，那么央行在到达零利率下限之前，有 5% 的降息空间；而名义均衡利率为 2% 时，央行只有 2% 的降息空间。在 2002——2004 年期间，美国联邦基金利率低于均衡利率 2% 还多，这大大挤压了后来美联储降息的空间。

如果永久性提高通胀目标值呢？通胀目标从 2% 提高到 4%，可以增加货币政策的操作空间。但很难说 4% 的通胀目标是稳定的物价水平。最近的研究表明，提高通胀目标值的成本并不是很大，但这一政策的有效性取决于对新的通胀目标值的预期。

如果将货币政策目标改为盯名义 GDP？名义 GDP 既包含了通胀也包含了增长。当增长较低时，通胀上升，反之则反之。该框架面临两个问题：第一，通胀目标值不断发生变化，不利于形成稳定预期；第二，很难确定潜在增长率，导致无法校正该规则。相关的问题也有很多，比如采用哪一种形式的 GDP。

所有的上述改进方法都需要提高通胀预期。这需要市场主体形成一致的预期，认为未来的物价和工资会持续上涨。这并不容易。通胀预期的形成需要政策具有较强的公信力。提高通胀而且不会导致恶性通胀，这需要政策制定的艺术。事实上，通胀预期的粘性似乎比宏观经济模型所建议的还要大。

日本是典型的一直想提高通胀的国家。2013 年安倍要求日本银行将通胀目标设为 2%，并采取大规模的量化宽松政策。日元开始贬值，从 1 美元兑 80 日元贬值到 105 日元；日本银行的资产负债表扩张了三倍，与 GDP 的规模相当，而美联储的资产负债表占 GDP 的 25%。但日本的通胀还是负的，核心通胀略微为正。这表明通胀预期和实际通胀一旦形成，将很难改变。Blanchard-Posen 建议日本可以协调将工资和物价同时上涨，短期内也许可以提高通胀，但如果通胀预期不发生变化，短期的通胀上升很难持续。

发达经济体一旦在 2% 的通胀水平建立了公信力，将很难改变通胀目标。而且，中央银行也不愿意改变通胀目标，不仅仅因为不断变化的通胀目标带来的潜在成本，而且会降低央行本身的公信力，尤其是无法实现更高的通胀目标值时。发达经济体从危机中应该吸取的一个重要教训是尽力避免大规模的衰退，提高金融体系的弹性，维护金融稳定。但这并不能通过货币政策来实现。

本文原题为“Challenges for Monetary Policy in Advanced Economies”。本文作者 José De Gregorio 是彼得森研究所的高级研究员。本文于 2016 年 10 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

如何化解中国的企业债务风险

James Daniel /文 司丹/编译

导读：最近几年中国的企业债快速上升。金融危机之后在大规模的刺激政策下，投资效率下降，企业的财务不断恶化，金融机构的不良率上升。中国的企业债问题需要一套综合的策略来解决。包括：辨别处于财务困境的企业，识别金融体系的潜在损失，负担分享，企业重组和公司治理改革，硬化预算约束和扩大市场进入。积极的增长模式短期内会带来成本，但有利于中长期的增长。编译如下：

自金融危机之后，中国的信贷高速增长。为应对金融危机和萎靡的外需，中国出台了大规模的刺激政策。自 2009-2015 年，中国信贷平均增速为 20%，远远高于名义 GDP 增速。非金融企业信贷/GDP，包括地方政府融资平台，从 150% 到目前的超过 200%，超过历史均值水平的 20%-25%。

历史经验表明，快速增长的信贷最终会导致经济衰退或者金融危机，或二者同时发生。我们研究了在 5 年之内信贷/GDP 增长超过 30% 的 43 个经济体，发现有 38 个经济体经历了严重的经济衰退或者金融危机。Dell Ariccia and others (2016) 的研究表明，如果信贷繁荣持续超过 6 年，而且金融深化程度越高，信贷增速越快，最后发生危机的概率越大。而中国都满足这些条件。

信贷快速增长的原因

企业利润不断下降，用于投资的留存利润不足，需要外部融资。中国的高储蓄为企业融资提供了足够的空间。银行作为金融中介机构，将居民储蓄转为企业信贷。

信贷增加甚至超过部分企业的投资需求。不断增加的信贷导致企业资产负债表扩张，出现大量的现金缓存。一些企业以委托贷款的形式再贷款，放长贷款的链条。

宏观层面上，信贷的效率不断降低。每增加一单位 GDP 所需要的信贷不断上升。信贷资源的错配源于金融危机后大规模的刺激政策。信贷资金主要流向房地产和基础设施建设。房地产虽然以商业为目的，比基础设施建设更为高效。但地方政府出于政治业绩，房地产行业并不是以市场化的方式运作，导致过度建设，从而带来钢铁，水泥等上游行业的繁荣。当房地产建设放缓之后，这些行业都面临着产能过剩问题。

信贷资源错配的另一个特点是国有企业的杠杆率较高。国有企业是金融危机之后中国政府稳定经济和社会的重要政策工具。国有企业虽然盈利能力很低，但受政府补贴优惠，存在预算软约束，从银行获得大量的信贷资源。

未来的出路

A 当局者的计划

当局者在十三五规划中准备采取如下措施：第一，在煤炭和钢铁行业削减产能，在未来的 3-5 年削减 10%-15% 的产能；第二，识别僵尸企业。国资委确定了 345 家僵尸企业，计划在 3 年内解决；第三，国企改革扩大所有权，进行混合所有制改革，提高效率。

B 综合性的计划

中国需要一个更加综合和积极的策略。Grigorian and Raeli (2016) 建议解决中国的债务问题需要一个综合的途径：第一，高层次的指示。中国需要快速有效的处理债务问题，以免演变成系统性问题。因此中国需要高层次的领导做出指示，以协调相关的公共部门，地方政府以及金融监管机构；第二，辨识企业的财务困难；第三，损失识别和财务重组。一旦确认损失，股债转换、不良贷款证券化和资产管理公司，可以有助于解决不良资产；第四，负担分享；第五，企业重组；第六，硬化预算约束。

对于企业重组需要一些额外的政策：第一，扩大法律框架，长期目标是完善破产制度；第二，将对增长和就业的短期影响降到最小化；第三，鼓励市场进入，尤其是降低对民营企业的进入壁垒；第四，提高地方政府的财政约束。地方政府的公私债务模糊，地方政府通过地方政府融资平台借款，既属于企业债也属于公共债务。

两种增长情景

中国非金融企业债的处理决定了未来的增长情景。我们将其分为“旧增长模式”和“积极的增长模式”。

旧增长模式场景。继续增加信贷，扩大投资，预算软约束进一步刺激资源的错配。在这种模式下，由于投资的低效，未来中长期增长停滞。产能更加过剩，通胀较低，企业的利润不会得到改善。银行的不良贷款增加，金融脆弱性不断集聚。预计到 2021 年，信贷/GDP 高达 210%，金融危机发生的概率增加。

积极的增长模式场景。新的增长模式假设采取了综合的债务重组并取得成效。产能过剩行业削减产能，银行资产重组，稳健性大大增强。国有企业所有制改革，硬化预算约束，提高了资源的分配效率。因此，新的信贷变的更加有效，信贷集中度下降。积极的增长模式短期内会带来成本，但有利于中长期的增长。模拟结果表明，在积极的增长模式下，到 2017 年全要素增长率会上升到 6%。中长期为 6.5%。信贷/GDP 在中长期也会变得更加具有可持续性。

本文原题为“Resolving China’s Corporate Debt Problem”。本文为 IMF 的工作论文，于 2016 年 10 月刊于 IMF 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

关于中国新核心的问答

Christopher K. Johnson / 文 张舜栋 / 编译

导读:在北京举行的党的第十八届中央委员会第六次会议确立了习近平总数据的领导核心地位,使他成为继毛泽东、邓小平、江泽民之后的新核心,这也打破了胡锦涛执政时期的方针。此外,本次会议上,反腐问题始终是关注的重点。编译如下:

这周早期,中国共产党(CCP)在北京举行了第十八届中央委员会第六次全体会议。总书记习近平主持了这次 350 个中央会议委员及其它党内和政府要员参会的会议。会议的关注点在于党内政策,主要包括防止干部渎职以及绝对遵从中央命令。但是最大的新闻来自于一场闭门会议,它将习近平任命为领导核心,而这一描述此前只适用于中国的最高领袖毛泽东、邓小平和江泽民。

问题一:习近平被任命为“核心”的重要性是什么?

回答一:这意味这他追求超越后毛时代的权力共享和集体统治,并且证明他有能力这么做。前主席江泽民是最后一位党内被任命为领导核心的主席。习近平执政以来有一系列功绩,包括建立新的党内高级立法机构,剥夺国务院对经济的管控,以及宣布他本人成为最高军事长官。习近平似乎比他的前任做的更好。江泽民在他的任期早期被邓小平在众多竞争者和在 1989 年天安门事变后力量增强的党内前辈面前指定为领袖核心。在这个意义上,江泽民的领袖地位不是自己“赢的”的。但习近平作为党的最高领袖,在文件“在十八届中央委员会会议中,习近平同志作为总书记”中被承认,而这一成为也适用于他的前任党内最高领袖胡锦涛。结果,通过获取核心领袖称号,习近平证明了他的政治体量足以使得共产党接受这个更高的地位。

同样的,江泽民在“第三代”的最高领袖地位也是在附加会议上被秘密赠予的,但实质上的核心是邓小平。在习近平的案例中,会议只是简单授予他中央会议核心的地位。尽管有很多可能的解释,但习近平可能尝试突出他的个人成就,因为他是共产党的代表。

无论习近平地位提升的理论细节是什么,这都向共产党政治局的同事们发出了一个不容置疑的信号,那就是他无意被那些近期党内所谓的框架限制住。这似乎是在为下一届党的十九次会议宣布的新任领袖做准备,因为这体现出习近平准备召开下一次秘密会议,而他已经多次违反了其它规则。这可能包括在会议中指定下一任继任者或者重新界定年龄界限,并逐步提高那些自 2002 年十六届会议以来领导政治局的成员的成员的地位。可以确定的是,习近平领导核心地位的确立,无可避免地阻碍了胡锦涛主席任期中显示出的共产党在政治上正常化和机构化的趋势。相反地,这体现出胡锦涛未成为领导核心,将成为历代领导人中的例外。

问题二：为什么本次会议的重心为党的纲领政策？

回答二：每一届党的第六次会议的重心都在于文化和意识形态领域。例如，1981年举办的第十一届中央会议的第六次会议上，毛泽东承认他在文化大革命中的错误而非罪行，因此是好多于坏的。第十二届和十四届会议（分别在1986年和1996年），都强调了社会精神文明的发展。在2006年的十六届会议中的重点则是建立和谐社会。

在习近平的任期内，反腐成为重要思想。在2013年以来，超过一百万名党内官员被双规，这是1956-1957反右运动被贴上右派标签的官员数量的两倍。反腐的努力被认为是长期的行动，这也对共产党官员行为预期做出明确和规范化的规定。在会议结束后发布了两个文件，第一个是规范了共产党员的政治生涯，第二个则是关于党内监督规则。如果延续过去的惯例，这两篇文件隔天就会被公布。

党内纲领的重点与加强“法治”不同。尽管共产党员应该遵守每个公民都应遵守的法律法规，但共产党有中共中央纪检委员会规定的对腐败行为的惩罚。很明显，共产党会继续施行自我约束的条例，而非外部统计系统（如一个独立的反腐委员会）。国际透明组织发布的数据显示，腐败问题是在过去几年中激增的。但是，会议的重点在干部对中央命令的响应力，证明了中纪委在铁腕领导人中央政治局常务委员会委员王岐山的指导下加强监管力度。正式规范党内监督来规范党的干部的行为也符合习近平加强党的控制力以及共产党应当成为政策制定核心的意愿。

问题三：本次会议有与经济直接相关的议题吗？

在会议进行中和结束后的文件中都未提到经济问题。但是，会议关注的不仅仅是官员腐败问题，也有干部回避责任，不执行党和政府政策的问题。2016年，经济问题的重中之重是削减过度的基础设施建设领域的开支，但是鉴于可能的经济损失和工人失业问题，地方官员不愿关闭产品线和工厂。本次会议的重点精神是否贯彻将会对政策施行产生实质影响。

本文原题为“Now China’s “Core” Leader, Xi Jinping Looks to Dominate Leadership Shuffle”。
本文作者 Christopher K. Johnson 为 CSIS 中国政策问题研究与国际研究高级顾问，本文于
2016年8月刊于 VOX 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/>

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/>

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/>

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/>

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/>