

全球智库半月谈

川普：浪费的总统

于事无补的保护主义政策

一带一路的福利效应

反思就业率和通胀之间的关系

金融监管的副作用

金融科技与企业融资

本期编译

刘铮

李陆屿

申劭婧

吴泓蓁

吴克谦

熊春婷

伊林甸甸

张舜栋

张子萱

张寒堤

(按姓氏拼音排序)

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究室

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

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究组

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

国际战略研究组

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

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

联系人: 吴泓蓁 邮箱: cinderella_wu97@sina.com 电话: (86)10-8519 5775 传真:
(86)10-6512 6105

通讯地址: 北京建国门内大街 5 号 1544 邮政编码: 100732

免责声明:

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

目 录

世界热点

川普：浪费的总统 6

美国政府已经不再对财政赤字和政府债务忧心忡忡了，民主党的政客们正进行着一场残酷的较量：谁能提出开销最大、最不可持续的财政计划。至于共和党人，随着特朗普的执政一步步遭到质疑，他们已经开始担心债务是“伪造的”了。就连众议院的自由党团都只是拥护特朗普的新推文，并不想对政府的财政预算负责。

拉加德完美卸任，但 IMF 仍需改革 7

在领导 IMF 八年之后，拉加德近日宣布将卸任 IMF 总裁职务。笔者全面回顾了拉加德在 IMF 期间的工作，认为拉加德是一位出色的领导，将 IMF 的影响与议题扩展到了许多全新的领域。但面对目前变化的国际局势，IMF 也面临严峻的挑战，亟待下任总裁继续领导改革。

于事无补的保护主义政策 9

三年前，藉由标志性的保护主义口号，特朗普赢得了大量受工作流失冲击的白人选民的支持。三年来，特朗普政府的保护主义政策对全球贸易体系带来了巨大冲击。笔者认为，美国制造业岗位的流失首要原因是技术进步，而非来自国际竞争。因此特朗普的保护主义政策不仅于事无补，而且或将对美国造成更深的伤害。

中国也不喜欢 Facebook 的数字货币 12

2019 年 6 月，Facebook 在宣布推出一种叫作 Libra 的数字货币，消息引发各国警惕。美国政府担心 Libra 会助长洗钱，降低政府管理货币供应和经济的能力，威胁全球金融稳定，中国则视为对其自 2013 年以来在金融科技领域享有的领先地位的威胁。本文作者认为，美国应在扼杀 Libra 和遏制中国在金融科技领域的地位之间找寻一个中间地带。

聚焦中国

金融监管的副作用：来自中国银行间市场的证据 16

金融监管可能会给金融体系带来难以预料的后果。来自中国银行间市场的证据表明，银行在寻找资金的过程中，倾向于使用新引入的、监管较轻的金融工具来规避监管。那些竞争更为激烈或流动性更加短缺的银行，更有动力从事此类活动。此类银行间活动与银行自营交易密切相关，这表明存在金融风险蔓延的威胁。那么金融监管的副作用具体有哪些？

一带一路的福利效应 19

自 2013 年提出以来，一带一路倡议已经为沿线国家的基础设施带去了许多变化。近年来，一带一路相关项目的债务可持续性引起了各界的关注，但这些基础设施是否为当地带来了相应的福利改善呢？利用地理信息系统和网络算法，笔者的最新研究发现一带一路通过基础设施普遍提高了各国的福利水平，但其成本分担存在不均衡的问题。

经济理论

反思就业率和通胀之间的关系 24

加拿大目前的失业率处于历史较低水平，这似乎是一个市场火爆的信号，但作者认为并非如此。失业率低和各个机构期待的通胀率似乎并不相容。因此，失业率可能并非一个反映经济形势的好指标。

战略观察

竞争政策和产业政策在欧盟应当如何协调发展 27

竞争政策的目标是确保市场行为和策略不会降低消费者福利；产业政策的目标是确保实施有利于产业竞争力的政策框架，涉及（特定行业）的生产规则以及公共资金的使用和税收政策。但是，竞争政策和产业政策应该如何相互协调呢？产业政策促进特定产业发展的做法是否与竞争政策的目标相矛盾呢？

金融科技与企业融资 30

提供数字服务的大型科技公司正在进入金融领域。他们起点是通常是付款业务，再扩大到提供信贷、保险和储蓄产品，而他们的主要优势在于通过网络和业务线产生大量的数据。然而，这也存在一些问题，如，哪些经济效果最能说明金融科技为金融服务的力量？金融科技的贷款人在用户数据的获取和创新方法上，有没有信息优势？获得金融科技信贷的公司，其业绩是否显示差异？论文尝试解决这些问题。

本期智库介绍 32

川普：浪费的总统

Michael D. Tanner /文 张子莹/编译

导读：美国政府已经不再对财政赤字和政府债务忧心忡忡了，民主党的政客们正进行着一场残酷的较量：谁能提出开销最大、最不可持续的财政计划。至于共和党人，随着特朗普的执政一步步遭到质疑，他们已经开始担心债务是“伪造的”了。就连众议院的自由党团都只是拥护特朗普的新推文，并不想对政府的财政预算负责。编译如下：

本周，特朗普总统和两党国会领袖达成了一项无视财政原则、高达 1.37 万亿美元的预算协议。这一协议取消了政府两年预算方案中的最后一次预算上限，受到了广泛关注。不过，预算上限在美国已经是徒有其表，国会曾多次放弃这一上限，今年的协议达成后，美国政府预算将在未来两年高出上限 3200 亿美元。政府实际支出总额将增加约 490 亿美元，国防支将增加 220 亿美元，国内可自由支配开支增量更高，约 270 亿美元，没有人对具体哪一类支出更优先感兴趣，因为只要花更多的钱就好了。

这项协议将持续到 2021 年，所以明年大选期间两党的政治家就不用做他们的本职工作了，至少他们有更多的时间为自己的头等大事做准备。该协议还包括取消两年的政府债务限额，彻底摆脱了未来改革的杠杆限制。这笔交易要远比我们想象的糟糕，本财政年度余额仅有 2 个月，政府赤字已经达到 7470 亿美元，比去年增长 23%，年底的赤字基本会超过 1 万亿美元，情况非常不好。

美国的政府债务已经达到了 22 万亿美元，自特朗普总统上任后这一指标增加了 3 万亿美元，现在已经达到了奥巴马时期的最高记录了。但不要忘记，当前美国正处于经济扩张期间，而不是奥巴马所处的衰退期。有些人把赤字部分归咎于 2018 年的减税，这是有道理的，因为政府减税后并没有通过经济增长来“为自己买单”。但债务规模的增加的真正原因是政府开支的增加，据估计，第一任期结束时，特朗普将增加 22% 的政府自由支配开支，我们现在为债务支付的利息比在教育 and 军事上的开销还大。到 2028 年，每年的利息支出预计将达到 9140 亿美元，未来十年的利息成本高达 7 万亿美元。不管政府的意识形态如何，我们支付利息就等于把钱扔进了一个无底洞。

更糟糕的是，这些政府债务还不包括社保和医保等福利计划的非资金负债。社保公司的受托方表示，其项目未来的缺口超过了 43 万亿美元。医保的支付没有确切的额度，这部分的负债很难确定，但也会达到数十万亿美元。所以计算下来，美国债务的真实体量会轻松地超过 100 万亿美元。讽刺的是，民主党人看着这些债务说：我们多花点钱吧；共和党人看着它也说：我们多花点钱吧。

不过美国经济确实比我们想的更富有弹性，现在就对金融危机做出警告还为时过早。但美国的政府债务是不可持续的，赤字对经济的拉动会逐渐消失，高负债会逐渐拖累整个经济体，如果放任下去，终将有一天我们会面临违约风险，这是不争的事实。特朗普总是沉浸在自己的观点中，虽然他做任何事情的初衷都是想成为“有史以来最伟大的总统”，可得到的也许只是“有史以来最高的赤字”，“最大的债务规模”以及“最肆意挥霍的总统”。

本文原题为“Donald Trump, the Profligate President”。本文作者 Michael D. Tanner 为 Cato 高级研究员。本文于 2019 年 7 月刊于 CATO 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

拉加德完美卸任，但 IMF 仍需改革

Edwin M. Truman / 文 张舜栋 / 编译

导读：在领导 IMF 八年之后，拉加德近日宣布将卸任 IMF 总裁职务。笔者全面回顾了拉加德在 IMF 期间的工作，认为拉加德是一位出色的领导，将 IMF 的影响与议题扩展到了许多全新的领域。但面对目前变化的国际局势，IMF 也面临严峻的挑战，亟待下任总裁继续领导改革。全文如下：

在担任 IMF 总裁整整八年后，拉加德将于近日离职，并预计于今年 11 月 1 日担任欧洲央行行长。在供职 IMF 期间，拉加德展现出了优异的领导和协调能力，并主导了一系列影响深远的改革。对于 IMF 而言，拉加德是一位独一无二的领导：她不仅是一位具备丰富国际金融与外交经验的法国前任财长，还是 IMF 的首位女性总裁。在上任后，拉加德领导 IMF 妥善地应对了欧元区债务危机，遏制了塞浦路斯危机的规模，并坚持要求希腊的各欧洲债权国放松对希腊的贷款限制。2015 年，拉加德发挥其娴熟的外交技巧，巧妙说服美国同意签署配额与政府改革协定。此外，在她的坚持下，IMF 执行董事会历史性地同意将人民币纳入特别提款权（SDR）货币篮子。当然，这一决定并非没有争议，笔者就曾基于可持续性的考虑反对这一决策。但公允地说，拉加德确实以加入 SDR 为条件，成功说服中国加快了资本项目开放的速度，这当然是一项杰出的成就。

在其任内，拉加德将大量精力集中在了国际交往上。在某种程度上，拉加德成为了 IMF 最好的代言人，并将 IMF 的存在扩大到了许多非传统的领域。在过去，外界往往认为 IMF 是一个冷冰冰的机构，主要服务于来自公共和私人部门的投资者。但拉加德使得 IMF 的形象更为鲜活，且更受大众欢迎。在拉加德任内，IMF 将其注意力延伸到了更宽广的金融议题上。此外，在她的推动下，IMF

开始重视反对腐败、应对气候变化、扩大性别平等及缩小收入差距等多样的社会经济议题。尽管这样的创新受到了一些指责，但不可否认的是，对这些议题的关注完全符合 IMF 创立之初的中心使命——及推动经济增长，促进金融稳定。

任何机构的成功都离不开出色的领导，而任何领导的成功也离不开敬业的员工。毫无疑问，拉加德不仅是一位优异的领军人物，还领导着一大批高质量的员工。与拉加德上任之初相比，如今的 IMF 无疑变得更加出色、更加多元。但在国际贸易和金融秩序面临变革的大环境下，IMF 也面临着更大的风险与不确定性。对于 IMF 来说，首要的挑战来自日趋多极化的全球格局。以美国为代表的部分 IMF 成员国开始背离曾经的合作共识，甚至破坏现有的国际格局。具体来说，IMF 还面临着以下三大问题：

首先是下届 IMF 总裁的人选问题。下一任 IMF 总裁还会依照惯例由欧洲公民担任吗？我们暂时还不得而知。但无论谁出任下届总裁，他必须具备起码与拉加德同等水平的可信与正直程度，如此才可能赢得各国对 IMF 与全球金融安全网的继续支持。另外，如果下任总裁依旧由欧洲人担任，他必须勇敢并巧妙地说服欧洲各国，以降低欧洲各国目前在 IMF 高得不成比例的投票权。

其次是 IMF 的资源问题。截止今年年底，IMF 各成员国必须达成共识，为 IMF 注入下一个十年的足够资金。目前，IMF 价值大约 4500 亿美元的贷款正面临到期。为了在资金问题上达成共识，各成员国必须就 IMF 的治理结构改革达成一致。在九年前，IMF 内部曾就增加新兴市场成员国的代表权问题发生过激烈争论，而这些争论被搁置至今。显然，我们不能指望这种争论被继续无限期地搁置下去。

最后，IMF 目前面临最重要的问题，是明确其肩上担负的中心任务。当前国际局势正面临巨变，最明显的例子就是日趋紧张的中美关系。如果中美两国不再具有共识，那未来的国际金融合作应当以什么形式坚持下去？这是 IMF 所必须回答的问题。否则，IMF 过去 75 年的辉煌历史恐将面临终结。

拉加德完成了其在 IMF 的使命，并在她身后留下了一段传奇。但要延续这样的传奇，新任 IMF 总裁所要做的还有很多。

本文原题为“Lagarde's IMF Legacy: A Stronger but Still Vulnerable Fund”。本文作者 Edwin M. Truman 是美国彼得森国际经济研究所（PIIE）客座研究员。此前，他曾担任美国

财政部负责国际事务的助理部长，并曾长期供职于美联储国际金融处。本文于 2019 年 7 月刊于彼得森国际经济研究所（PIIE）官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

于事无补的保护主义政策

Marcus Noland, Soyoung Han / 文 伊林甸甸 / 编译

导读：三年前，藉由标志性的保护主义口号，特朗普赢得了大量受工作流失冲击的白人选民的支持。三年来，特朗普政府的保护主义政策对全球贸易体系带来了巨大冲击。笔者认为，美国制造业岗位的流失首要原因是技术进步，而非来自国际竞争。因此特朗普的保护主义政策不仅于事无补，而且或将对美国造成更深的伤害。全文如下：

2016 年特朗普意外胜选的重要原因在于美国社会一系列令人不安的变化，这其中当然包括由技术进步和国际竞争带来的对就业流失的担忧，但其他诸如种族、教育、老龄化和阶层分化等在内的一系列因素也使得许多白人选民选择支持特朗普，在“锈带区¹”尤为如此。不过，相关研究显示，对美国绝大多数制造业行业而言，其工作岗位的流失主要源于技术进步，而非来自国际贸易竞争。如果这一结果是正确的，那么特朗普政府肆意挥舞的保护主义大棒不仅无助于缓解美国面临的社会经济问题，而且还会对美国社会造成进一步的伤害。

针对麦肯锡全球研究院（MGI）统计的 800 余种工作岗位信息，来自布鲁金斯学会的 Mark Muro, Robert Maxim 和 Jacob Whiton 量化计算了这些工作受自动化技术冲击的具体程度。基于这一变量，他们进一步结合美国县级就业数据，生成了美国各县受技术进步带来的就业冲击指数。其中，麦肯锡全球研究院的工作岗位信息是 2014 年统计的，而县级就业数据则更新至 2016 年。当然，从统计意义上来说我们还难以得出因果关系，但从数据中我们可以推断出技术进步带来的就业冲击与选民立场的相关关系。下图（见图 1）展示了 2012 至 2016 年间，共和党在美国各县得票率与该县就业冲击指数的简单关系。从图中我们可以看到，受技术进步冲击更大的县，共和党的得票率更高。

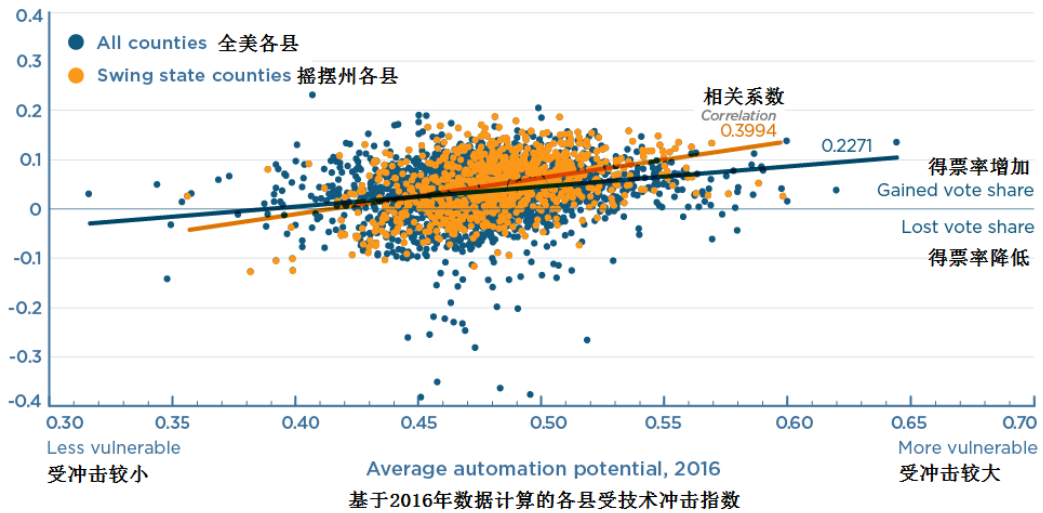
图 1 各县受技术冲击指数与共和党得票率的关系

¹铁锈地带（Rust Belt）最初指的是美国东北部-五大湖附近，传统工业衰退的地区，现可泛指工业衰退的地区。

Republicans gained more ground in counties at greater risk of job automation

共和党在受技术冲击较大的县得票率更高

2012至2016年间共和党在各县得票率（百分点）变化
Percentage point change in Republican vote share from 2012 to 2016



在下表中，笔者展示了简单的回归结果。该回归表引自笔者的工作论文《特朗普的保护主义》，其中使用的县级技术冲击指数来自于前文所述的布鲁金斯指标。在第一列回归结果中，我们将 2012 至 2016 年间共和党得票的增量对各县受技术冲击指数做了简单回归。回归结果显示，二者存在正向的相关关系。在第二列回归中，我们在方程内加入了一系列控制变量，并新增了各县受国际贸易竞争冲击指数。结果显示，尽管系数大小和显著性有所下降，但各县的受技术冲击指数依然与共和党得票率显著正相关。

表 1 技术冲击与共和党得票率的增长

	(1)	(2)
	共和党得票率增量	
未上大学比例		0.223*** (0.016)
非裔美国人比例		-0.027*** (0.010)
拉美裔美国人比例		-0.076*** (0.007)
未上大学比例*白人比例		0.061*** (0.012)
未上大学比例*50岁以上比例		0.179*** (0.025)
仇恨犯罪		0.112*** (0.020)
同性恋平权程度		55.364 (61.937)
教育水平的性别差异		0.022*** (0.004)
受技术冲击程度	0.409*** (0.031)	0.042* (0.025)
常数项	-0.160*** (0.015)	-0.273*** (0.012)
观测值	3111	3106
R方	0.052	0.521

此外，通过对摇摆州样本（科罗拉多、佛罗里达、艾奥瓦、密歇根、明尼苏达、内华达、北卡罗来纳、俄亥俄、宾夕法尼亚、弗吉尼亚、威斯康辛）的研究我们发现，这些州的制造业就业受技术冲击的程度比全国平均水平还要严重，而这些州也成为了特朗普赢得大选的关键。

当然，我们必须承认这些研究结果还只是初步的，并不具备因果关系的准确识别。但通过上述研究我们可以清晰地看到，美国制造业面临的就业流失问题并非来自国际竞争，而是源于技术进步。如若如此，特朗普政府“头痛医脚”的保护主义政策不仅无益于解决问题，反而会因为无法收获实效而使得美国选民受到进一步伤害。

本文原题为“Automation, Labor Market Disruption, and Trade Policy”。本文作者 Marcus Noland 是美国彼得森国际经济研究所（PIIE）执行副总裁、研究部主管。Soyoung Han 是 PIIE 初级研究员。本文于 2019 年 7 月刊于彼得森国际经济研究所（PIIE）官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中国也不喜欢 Facebook 的数字货币

Martin Chorzempa /文 刘铮/编译

导读：2019年6月，Facebook在宣布推出一种叫作Libra的数字货币，消息引发各国警惕。美国政府担心Libra会助长洗钱，降低政府管理货币供应和经济的能力，威胁全球金融稳定，中国则视为对其自2013年以来在金融科技领域享有的领先地位的威胁。本文作者认为，美国应在扼杀Libra和遏制中国在金融科技领域的地位之间找寻一个中间地带。应文章编译如下：

Facebook在2019年6月宣布，计划推出一种叫作Libra的“简单全球货币”，以使数十亿人能够通过短信轻松地在全球范围内转移资金。这一消息引发了特朗普政府、美国国会和联邦储备委员会的警惕。同样的反应来自于中国，它将Libra视为对其自2013年以来在金融科技领域享有的领先地位的威胁。在制定规则以将Facebook的创新之举扼杀在摇篮中之前，美国政府需密切关注中国的反应。

正如Facebook所设想，Libra是一种以数字形式存在的货币，可用于支付或转账。与比特币这样的加密货币（它已成为投机的源头）不同，Libra以银行存款和美国国债等安全资产储备为后盾，其价值应该是稳定的。Libra只有从真实货币兑换时才会被创造出来，当持有人将其兑换成美元或欧元等法定货币时，Libra就不复存在。尽管许多人将其描述为加密货币，但Libra的目标却并不相同。例如，比特币的供应由计算机代码控制，估值波动很大——比特币用户已经赚得几百万，又损失了数百万。Facebook声称它不会控制Libra，并承诺将把货币管理权移交给位于瑞士的Libra协会。

由于与Facebook的24亿用户无缝衔接，Libra可以在一夜之间改变电子商务和金融。这个想法很大胆，因此其遭到的强烈反对并不令人惊讶。Facebook在保护用户数据和隐私方面的糟糕记录使得监管机构和政界人士感到不安。人们越来越担心Libra会给Facebook过多的权力，助长洗钱，资助恐怖主义，降低政府管理货币供应和经济的能力，并威胁全球金融稳定。美国联邦储备委员会主席杰罗姆·鲍威尔在最近的一次国会听证会上提出了这些担忧，民主党人已经起草了一份“让大科技公司远离金融法案”，以使Libra或类似的东西成为非法。

中国的担忧则不同。它的顶级金融科技公司拥有超过10亿用户，这些用户习惯于在这个世界上最大的无现金社会中进行商业交易。中国的金融科技公司在世界上最有价值的公司之中，他们已经将业务拓展到英国和东南亚。凭借Libra，Facebook可以在一夜之间将其货币用户群推广到微信或支付宝的近2.5倍，从而超越中国，占领全球市场。

Facebook 新的商业战略与微信在中国的超级软件地位类似。马克·扎克伯格希望“为人们在‘私人消息传递’之上建立更多的互动方式，包括电话、视频聊天、小组、故事、支付、商业……以及最终为许多其他服务提供的平台”。具有讽刺意味的是，在从抄袭他人中获益多年后，中国正绞尽脑汁地对付一家抄袭中国创意的美国科技公司。

但是，如果美国监管机构禁止像 Libra 这样的项目，或者故意采取过度的风险防范监管措施，那么中国金融科技公司将有机会在世界范围内扩大其主导地位。美国人普遍不了解中国在金融领域的创新程度以及将这种创新转化为全球影响力的能力。而另一方面，中国金融业有许多弱点，可以为美国创新提供机会。

中国科技的弱点是美国的机遇

微信和支付宝将中国变成了一个无现金的社会，人们可以用它们做任何事情，而美国人仍然使用数十亿支票并携带塑料卡。到目前为止，中国的这些超级软件仅在其受保护的国内市场取得了真正的成功，Facebook 和 Google 被封锁，外国支付公司无法合法运营。在中国以外，蚂蚁金融和微信必须从头开始，因为他们缺乏使其在国内如此成功的用户和生态系统。美国科技正好相反，美国科技公司在美国之外的市场取得了巨大成功。

Facebook 的近 24 亿用户证明了该公司在数据、用户和技术方面的巨大优势。没有人知道，将其模式成功应用于金融领域会带来哪些额外优势。Libra 表明美国大科技公司即将结束对进入金融业的畏惧。中国人民银行前行长周小川——中国金融科技最重要领军人物之一，将 Libra 描述为一个创造一种“更有利于全球化的货币”的大规模运动。在全球范围内，Facebook 具有中国科技公司在国内的优势，因此中国知道，Libra 可以迅速使 Facebook 成为金融巨头。

这就是为什么中国政府将 Libra 视为经济和地缘政治威胁的原因。长期以来，他们一直对美元在全球金融体系中的主导地位感到不满，并对美国公司主宰未来数字货币的前景感到恐惧。中国人民银行研究局局长王信表示，Libra 使得央行自 2014 年以来与蚂蚁金融合作的数字货币计划更加具有紧迫性。他指出，“我们起步较早……但需要做很多工作才能巩固我们的领先地位”，他将 Facebook 与美国政府混为一体，并警告说，Libra 可以引领一个拥有单一主宰的世界——美元和美国。

由于担心竞争货币可能造成人民币失控，投机带来金融风险以及对资本管制的逃避，中国对加密货币和货币发行有着世界上最严格的监管。但是，令人惊讶的是，与此相反，王建议中国放松管制，以确保中国拥有“用于与 Libra 竞争的本土数字货币”。他似乎对除了美国或美国公司以外的任何人都很友好，这表明

个别国家可能被迫发行自己的货币，或者国际货币基金组织（IMF）可以根据包括人民币在内的特别提款权（SDR）中的一篮子货币发行一种货币。

另一位中国人民银行官员，支付结算司副司长穆长春，警告说，Libra 的使用可能导致许多人抛售本国货币，导致“当地人民自身经济状况恶化”。他说“我们必须防止像 Libra 这样的货币成为垄断者”，他甚至建议国际机构需要“控制 Libra 的流通并监控货币汇率”，“导致国际央行的出现”。换句话说，中国希望 Libra 在尽可能多的监管障碍中陷入困境，警告其他国家不要允许其辖区采用，如果这些都失败，则建议国际社会努力从 Facebook 夺取对 Libra 的控制权。

中国有多担心？

中国确实应该认真对待 Libra，但不应该把它的成功视为一种确定发生的事件。首先，中国政府可以通过禁止企业和金融机构接受、收取或交换 Libra 来避免其入侵中国市场。强大的防火墙已经阻止了 Facebook、Whatsapp 和 Instagram，少量的中国 Facebook 用户没有可以接入的生态系统。

其次，Facebook 可能发现很难将社交媒体用户直接转换为 Libra 用户。对 Messenger 的支付服务不冷不热的用户以及快速放弃其第一个虚拟货币项目 Facebook Credits，使得人们对 Facebook 推动金融产品的能力并没有信心。

第三，美国政府已经给出了一切迹象表明，它想要放慢速度，而不是充当 Libra 的拉拉队长。Facebook 旗下金融服务子公司 Calibra 的负责人大卫·马库斯在参议院的证词中对中国的隐晦提及受到了广泛的抵制：“如果美国不引领数字货币和支付领域的创新，就会被其他国领先。如果我们不采取行动，我们很快就会看到数字货币由其他价值观大不相同的人控制。”加州民主党人，众议院金融服务委员会主席马克辛·沃特斯（Maxine Waters）要求“暂停任何前进的行动”。总统唐纳德·特朗普发推文称“Libra 将没有什么地位或可靠性”，并建议它应该像银行一样受到监管。美联储主席鲍威尔表示，这“引起了许多严重关切”。七国集团也正在调查 Libra 带来的监管问题。

第四，目前尚不清楚 Facebook 是否有理由认为 Libra 将比现有的数字货币有所改进。如果 Libra 不是那么具有创新性，它可能不会对中国的金融科技创新构成长期威胁。到目前为止，Libra 似乎容易受到与现有数字货币同样的缺陷影响，包括可扩展性和内部治理问题。目前的设计希望在发布时能够处理每秒 1000 笔交易（TPS），与 2017 年已宣称达到 256,000 TPS 的支付宝（Alipay）以及 Visa（65,000 TPS）相比相形见绌。任何参加过没有指定主席的百人会议的人都知道，由 100 个创始成员组成，每个成员都有很小的官方投票权的治理机制，很可能要么被证明是混乱的，要么受到其最强大的投资利益相关者的幕后控制。

如果 Libra 给中国金融服务领域带来更多创新，那么影响可能是健康的。但如果 Libra 的挑战导致中国过早采用金融科技领域尚存缺陷和风险的数字货币/区块链技术，损失也许会非常大。美国和欧洲的监管机构也应该找到一个中间地带。随着其强大的金融科技商业模式在全球范围内扩张，一揽子禁令将使中国所受竞争有限，但是重要的监管保护措施不应被放弃。在不考虑后果的情况下释放一个全新的数字巨兽，对各方来说都是危险的。

本文原题为“Who Likes Facebook's Libra Currency? Not the Chinese”。本文作者 Martin Chorzempa 是 PIIE 研究员。本文于 2019 年 7 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

金融监管的副作用：来自中国银行间市场的证据

Xian Gu, Lu Yun /文 熊春婷/编译

导读：金融监管可能会给金融体系带来难以预料的后果。来自中国银行间市场的证据表明，银行在寻找资金的过程中，倾向于使用新引入的、监管较轻的金融工具来规避监管。那些竞争更为激烈或流动性更加短缺的银行，更有动力从事此类活动。此类银行间活动与银行自营交易密切相关，这表明存在金融风险蔓延的威胁。那么金融监管的副作用具体有哪些？编译如下：

金融监管实际上会产生不可预料的后果。由于监管发生变化，金融机构可以在传统的存款金融机构之外进行银行类业务（Adrian and Ashcraft, 2016; Buchak et al., 2018; Hachem and Song, 2017），这可能会进一步导致金融部门的风险蔓延或潜在的系统性风险(Allen and Gu, 2018)。了解由监管引发的传染或系统性风险的渠道是理解金融部门决策的关键。近期中国影子银行和银行间市场的快速增长，为我们理解银行部门是如何应对监管变化、在监管套利的驱动下发展表外业务，以及这一类影响是如何蔓延至金融体系其他部门提供了一个独特的环境。

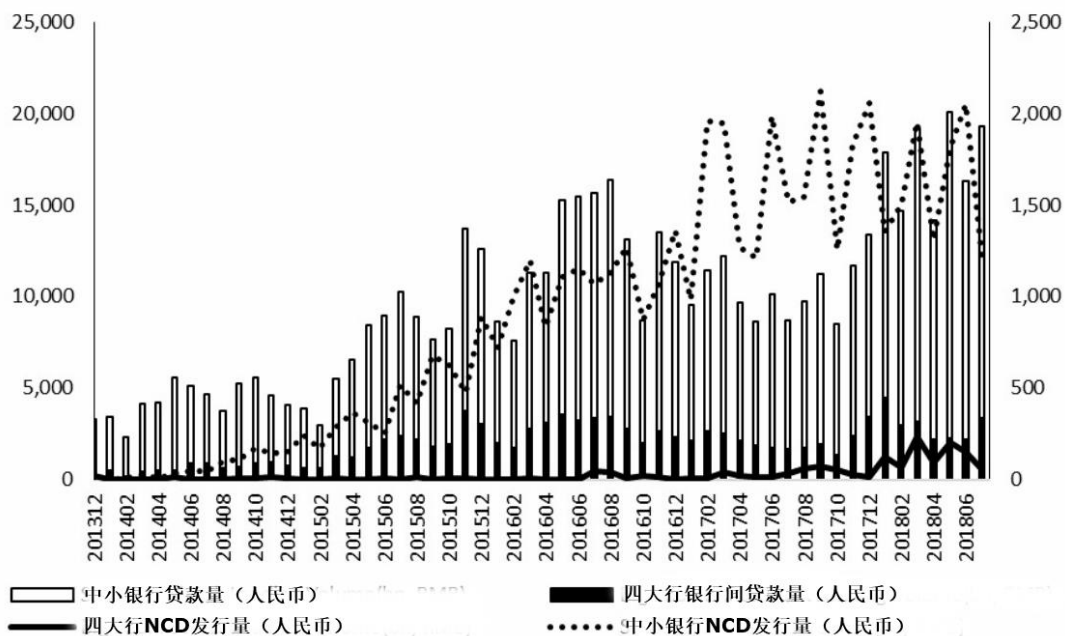
自 2008 年全球金融危机和中国随后出台的“4 万亿计划”以来，中国的影子银行业大幅扩张(Chen, He and Liu, 2018; Acharya, Qian and Yang, 2018)。关于影子银行部门迅速增长的原因，已成为政策制定者和学者们争论的焦点话题(Allen et al., 2018)。在影子银行业务兴起之前，中国银行间业务主要是由传统的借贷业务和银行间债券市场所主导(Amstad and He, 2019)。在 2013 年 12 月，中国人民银行（PBC）推出银行间可转让存单（NCDs），最初是为银行提供额外的基准利率以及进一步提高银行间市场的定价机制。全国银行间融资中心的所有交易成员都可以通过发行银行间可转让存单（NCDs）来融资。自 2015 年年中以来，所有的非金融机构和个人均可以投资可转让存单（NCDs）。

为了规范影子银行活动，有关部门出台了不同的监管规定，如 2013 年的第 8 条和 2014 年的第 127 条。第 8 条款限制银行理财产品（WMPs）最多将其 35% 的资产投资于非标准债务资产。第 127 条款主要监管银行间活动，限制银行间债务（包括银行间存款、贷款和正回购、逆回购下的金融资产）不得超过银行总负债的 1/3。鉴于影子银行实体公司（如信托公司）将正回购/逆回购下的金融资产用于其业务发展，第 127 条款最初是用于抑制影子银行的快速增长。然而由于 127 条款并未将银行间可转让存单（NCDs）列为资产负债表中的银行间负债，故对新引入的银行间可转让存单（NCDs）监管滞后。结果是：由于这一监管漏洞，许多面临流动性短缺的中小型银行（SMBs），尤其是农商行和城商行在银行间市场发行大量的 NCDs 来融资。之后，这些银行将筹集的资金转入银行同业市

场或债券市场的其他金融产品（如其他银行发行的期限更长或收益率更高的银行理财产品（WMPs）或可转让存单 NCDs）。通过 WMPs 和 NCDs 进行融资并对其进行再投资的好处是可以提高银行总资产以满足有关部门的季度审查。

因此，在影子银行监管政策出台后，银行间可转让存单（NCDs）和银行间理财产品(WMPs)均出现了意想不到的大幅增长。图 1 显示：银行间可转让存单（NCDs）的发行量从 2014 年的 8980 亿元人民币增长为 2015 年的 52860 亿元，2016 年进一步增长至 129240 亿元人民币。和四大行（指中国工商银行、中国银行、中国农业银行、中国建设银行）相比，中小银行的 NCDs 发行量更大。

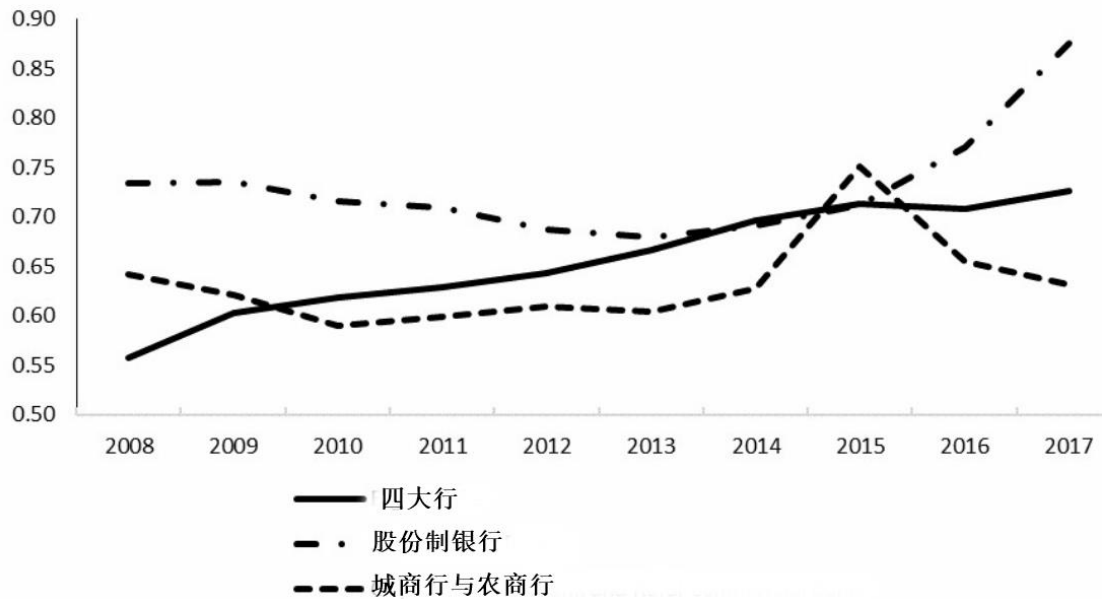
图 1 银行间 NCD 发行量和银行间贷款量：四大行与中小银行



在最近的一篇论文(Gu and Yun, 2019)中，我们利用近期快速增长的银行间可转让存单（NCD）和银行间理财产品（WMP）市场，研究监管变化如何在银行体系的各个子行业之间产生套利机会，以及此类风险如何传导到资本市场。

实证结果表明：在推出 NCD 的同时，还出台了其他金融监管政策，这些 NCD 被银行用于不同行业的监管套利，对于流动性条件更为紧张的银行来说，这些影响更为显著。具体而言，我们发现对于那些非四大行而言，存贷款比率（LDRs）更高的银行更倾向于通过发行新引入的受监管较少的金融工具（如 NCDs）来融资。图 2 显示，随着存贷款比率 LDR 上限的提高（为 75%），股份制银行的贷款发放相对于其存款来说增幅更大。

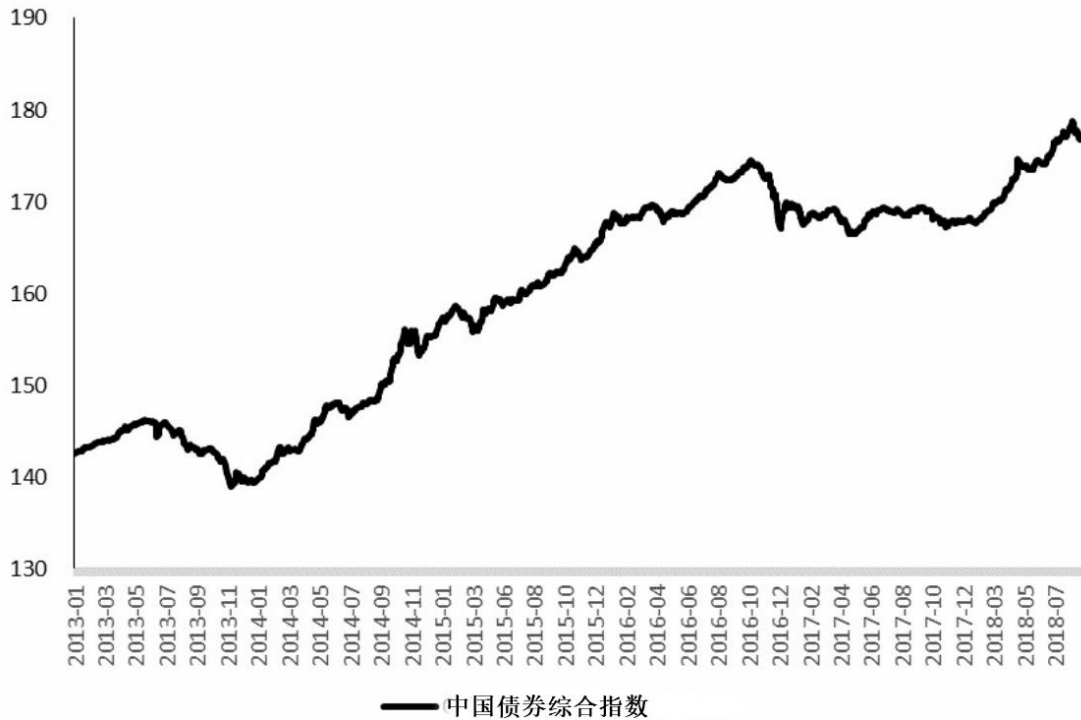
图 2 不同类型银行存贷款比率（LDRS）：2008-2017 年



自取消存款利率浮动区间上限(即所谓的“利率市场化”)以来,规模较小的银行面临着来自同业和四大银行的竞争更加激烈。我们发现:自利率放开后,竞争压力更大的银行更多的参与发行银行同业可转让存单(NCDs)和银行间理财产品(WMPs)等业务,即影子银行业务,当银行间市场流动性紧缩时这一联系更紧密且更为显著。其经济后果也十分显著:通过NCD市场的银行同业业务的增加与银行业绩的恶化有关。

此外,Gu和Yun(2019)的研究表明银行参与影子银行相关业务与银行自营交易密切相关。那些大量发行NCDs和WMPs的中小银行通过自营交易在债券市场进行更多的投资。一级资本比率越低的银行越倾向于在债券市场进行更多的投资。结果如图3所示,2016年和2017年债券市场经历调整后其债券收益率大幅上升,这表明更多的与影子银行相关的银行同业活动可能会通过银行自营交易给资本市场带来额外的风险。金融体系不同部门之间的这种关联表明,金融体系存在蔓延的潜在风险。

图3 中国债券市场指数:2013-2018年



本文原题为“The Unintended Consequences of Regulation: Evidence from China’s Interbank Market”。本文作者是 Xian Gu 和 Lu Yun。Xian Gu 现任北京中央财经大学金融学院副教授，宾夕法尼亚大学沃顿商学院客座讲师，她的主要研究领域包括实证公司金融、银行业和中国经济；Lu Yun 现在是中央财经大学金融学院博士研究生，她的主要研究领域是公司金融和中国金融市场。本文于 2019 年 6 月刊于 VoxChina 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

一带一路的福利效应

Francois de Soyres, Alen Mulabdic, Michele Ruta / 文 伊林甸甸 / 编译

导读:自 2013 年提出以来,一带一路倡议已经为沿线国家的基础设施带去了许多变化。近年来,一带一路相关项目的债务可持续性引起了各界的关注,但这些基础设施是否为当地带来了相应的福利改善呢?利用地理信息系统和网络算法,笔者的最新研究发现一带一路通过基础设施普遍提高了各国的福利水平,但其成本分担存在不均衡的问题。全文如下:

2013 年,中国提出了旨在加强欧洲、中东、中亚和南亚国家贸易往来的一带一路倡议。一般认为,基础设施的投资与建设有助于提高沿途区域的居民福利水平。更有趣的是,由于溢出效应的存在,一国兴建铁路和公路网络还将通过降低物流成本使其邻国受益,而对于那些跨国路网而言就更是如此了。

但兴建基础设施也将给项目所在国带来挑战。具体来说,基础设施建设将加重公共部门的债务负担,并影响一国原本的贸易平衡。另外,基础设施的溢出效应意味着,那些承担了更多建设成本的国家,未必能成为从中受益更大的国家。

在笔者近期的工作论文中(de Soyres et al. 2019),我们采用定量贸易模型,量化分析了一带一路相关基础设施建设对沿线国家 GDP、福利水平和贸易总量带来的影响。本研究是世界银行针对一带一路发起的综合研究的一部分,这项综合研究旨在从债务可持续性、环境保护及区域经济发展的角度全面理解一带一路倡议(Ruta et al. 2019)。此外,我们还基于 de Soyres et al. (2018)的研究,综合运用了地理信息系统和网络算法,从而计算出相关区域内物流时间和贸易成本的下降程度。

我们的研究显示,平均而言,在扣除建设成本后一带一路基础设施建设为沿线国家提高了 3.35% 的 GDP 增长,并将福利水平提升了 2.81%,这些福利效应相当于沿线国家同时下调三分之一的进口关税。此外,如果沿线国家进一步缩短通关时间,并降低关税,一带一路基础设施的福利效应还能够进一步得到提升。

但需要指出的是,上述发现具有很强的国别异质性,这反映出各国独特的进出口结构将在很大程度上影响贸易连通度的福利效果。对个别国家来说(如阿塞拜疆、蒙古、塔吉克斯坦),基础设施建设的成本甚至要大于福利改善。但对绝大多数国家而言,一带一路基础设施建设辅以各国贸易政策的改革都将带来正面的福利效果。

我们的模型还显示,一带一路基础设施建设甚至还将提升非沿线国家的经济增速,并将使得全球平均 GDP 增速提高 2.87%。采用相同的量化模型,我们发现这一效应从规模上要大于典型的区域自贸协定(如北美自贸协定)带来的福利效应。过去典型的区域自贸协定能够使少数国家相互间实现关税大幅降低,而一带一路倡议带来的基础设施建设则能够使绝大多数国家的贸易成本同步降低,其中也将包括那些未参与一带一路倡议的国家。

图 1-1 GDP 增长与贸易成本变化(出口)

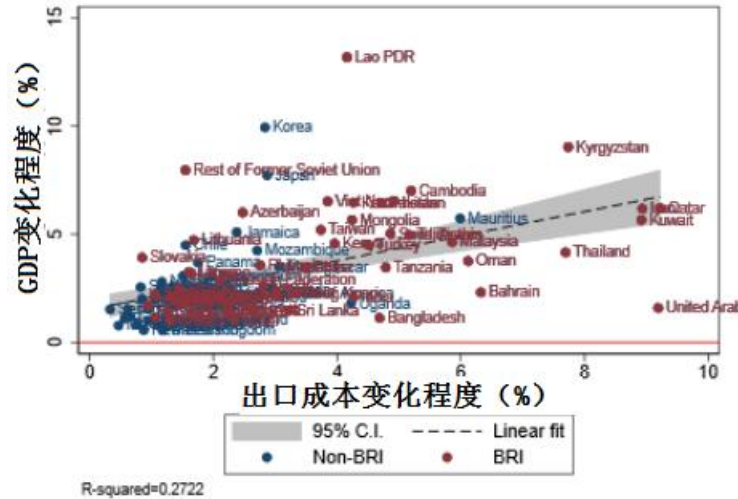
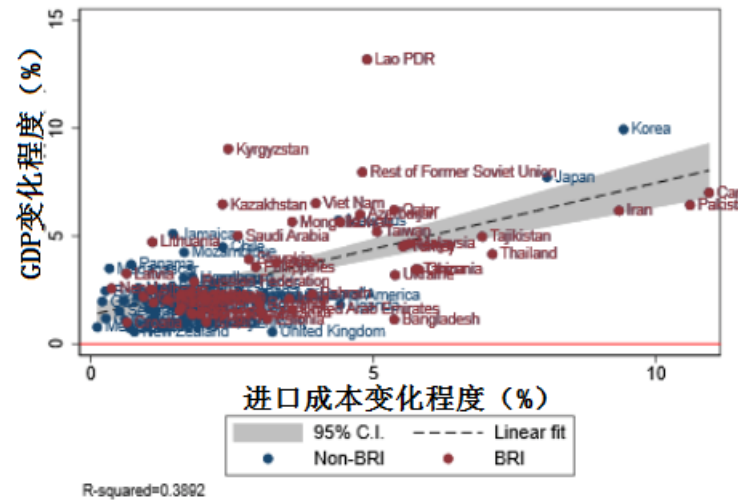


图 1-2 GDP 增长与贸易成本变化 (进口)



在图 1 中，笔者具体展示了一带一路基础设施为各国带来的 GDP 增长与贸易成本改变间的关系。如图所示，进口成本的变化能够解释 GDP 增长当中的 40%，而出口成本的变化则仅能解释不到 30%。类似地，这个结果同样具有高度的国别异质性。举例来说，尽管贸易成本的下降水平相似，但老挝由一带一路获得的 GDP 增长远大于孟加拉国。

图 2 福利改善与相对投资比例

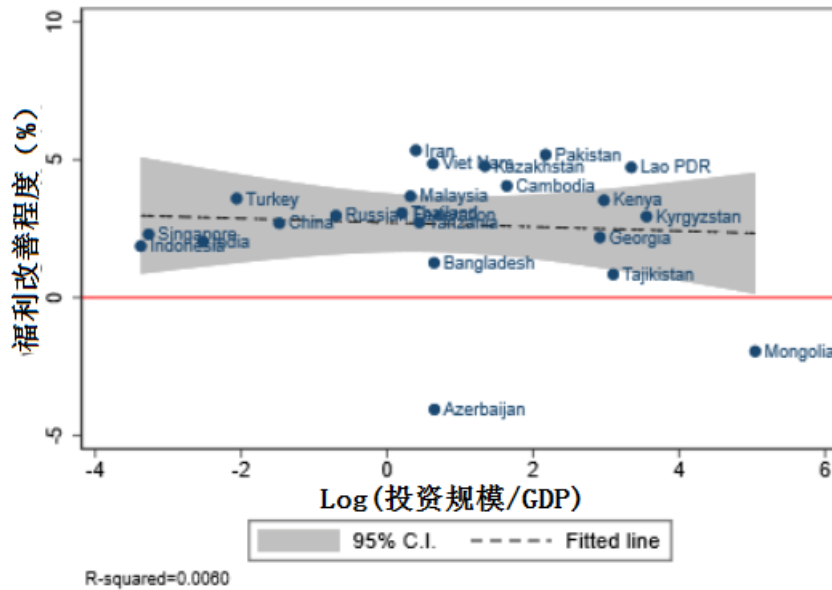
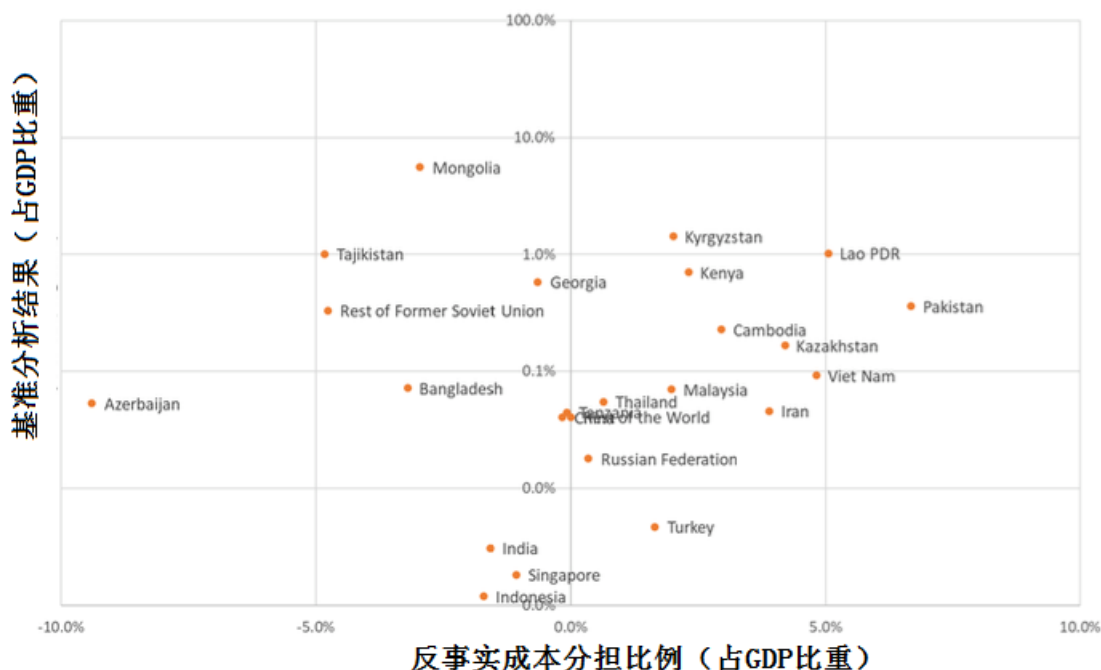


图 2 展示了福利效应与相对投资规模（即投资占 GDP 的比例）间的关系。由图可见，在考虑了基础设施的建设成本后，沿线国家所获得的净福利效应将大为降低，个别国家甚至为负。此外，我们发现福利改善与相对投资规模间几乎不存在相关关系，这意味着投资规模并不是预测福利改善程度的良好指标。

基于上述事实，我们发现一带一路确实为大多数国家带来了福利改善。但对个别国家来说，他们所获得的受益要小于成本。这是由于道路交通设施的系统性所决定的——任何交通基础设施的价值，都潜在地受制于它所连接的其他区域的基础设施。为此，我们设计了一套反事实分析(counterfactual analysis)——在控制投资成本不变的情况下，假设基础设施的成本由其他国家承担，看相关国家的福利改善如何变化。具体来说，基于迭代的原则，我们将总成本的支付比例按各国的福利改善程度加以调整，最终使得所有国家的福利效应大小一致。最终我们发现，这样一来各国普遍获得的福利改善程度为 2.8%。（见图 3）

图 3 成本分担的反事实分析



显然，量化分析一带一路基础设施的福利效应是一项难度很大的工作，但这项研究无疑具有重大的现实意义。我们的研究显示，从总体来看，一带一路能够通过兴建基础设施提高各国总体福利水平。但需要注意的是，由于各国国情各异，一带一路的福利效应有很强的国别异质性。对于个别国家来说，他们所获得的净收益甚至可能为负，这意味着我们必须寻求更合理的成本分担方案，从而确保各国从一带一路倡议中普遍受益。

本文原题为“Common transport infrastructure: Welfare effects of the Belt and Road Initiative”。本文作者 Francois de Soyres 是世界银行的经济学家；Michele Ruta 是世界银行宏观经济、贸易和投资全球实践局首席经济学家；Alen Mulabdic 是世界银行宏观经济、贸易和投资全球实践局分析师。本文于 2019 年 7 月刊于 VOXEU 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

反思就业率和通胀之间的关系

Kevin Carmichael/文 申劭婧/编译

导读：加拿大目前的失业率处于历史较低水平，这似乎是一个市场火爆的信号，但作者认为并非如此。失业率低和各个机构期待的通胀率似乎并不相容。因此，失业率可能并非一个反映经济形势的好指标。编译如下：

上周，加拿大央行宣布维持利率不变，这一决定没有人感到意外。然而，鉴于目前 5.5% 的失业率已经是历史低点，一些专家仍在努力调和央行的现实立场与数据表现间的矛盾，试图说服决策者应开始担心通胀。

C. D. Howe 研究所的史蒂夫·安布勒和杰里米·克罗尼克在《环球邮报》上写道：“市场在定价时已经将其纳入了考虑，但尽管如此，我们有理由对这一决定感到惊讶，甚至可能认为这可能错失机会”。他们指出，劳动力市场似乎“相当强劲”。

加拿大统计局的月度劳动力调查 (LFS) 可追溯到 1976 年 1 月，当时失业率为 7.1%。

对于加拿大工人来说，LFS 的最初时代似乎是最佳时期。第一年，失业率在 3 月、4 月、5 月和 6 月都在 7% 以下，7 月则降至 7.4%。同月，蒙特利尔主办了 1976 年夏季奥运会。失业率在之前 5 年达到 12.1% 的峰值后，直到 1999 年 11 月才再次低于 7%。

加拿大经济在 1990 年代末开始复苏，与美国的自由贸易协定、稳定的通货膨胀、更低的利率和更高的商品价格相结合，造就了令人印象深刻的逆风飞翔。2007 年 8 月，失业率首次降至 6% 以下，这一数字在未来 6 个月中保持了 4 个月。

2008 年秋天，雷曼兄弟破产引发了美国和欧洲的金融危机，导致经济大衰退。十多年后，世界仍在应对这场灾难的影响。在加拿大，危机的后遗症表现在家庭债务和该国最大城市的房地产价格上涨上。彭博经济估计，没有哪个国家面临比加拿大更大的房地产泡沫破裂风险。

不过，仅通过观察 LFS 不会知道加拿大经济有什么问题。最新数据显示，6 月份失业率有所上升，但其已经处于历史最低水平：目前的失业率为 5.5%，而 5 月份为 5.4%。除了两次例外，自 2017 年 12 月以来，每月的失业率均低于 6%，而且自 2018 年 8 月以来就从未触及该关口。

LFS 的数据显示，加拿大的劳动力市场从未像现在这样好过。但央行并不信服。失业率一直牢牢地处于一个决策者将其与“充分就业”联系在一起的数值范围内，在这个状态下，每个想要就业的人都能找到一份工作。这表明通胀压力正在加大，因为火爆的劳动力市场通常与更强劲的需求和更高的价格有关。

然而，加拿大央行选择将基准利率维持在 1.75% 不变，这按历史标准衡量，属于低水平。

这样做的主要出于对美国总统特朗普的贸易战似乎限制了全球需求和商业投资的担心。澳大利亚储备银行在一个月内两次降息，美联储和欧洲央行也在考虑降息。加拿大央行的反应是坚定地保持中立，其公布的研究结果显示，美中贸易冲突升级带来的潜在痛苦远远大于紧张局势缓和后的经济收益。在特朗普和中国国家主席习近平解决他们之间的分歧之前，这都是一个谨慎前行需要坚守的立场。

但加拿大央行做出决定的动机并不像贸易那么简单。这也反映出各国央行处理招聘数据的方式发生了转变。过去几年，美国、欧洲和加拿大的失业率骤降，而没有给通胀带来任何重大上升压力，而通胀是所有机构的目标。这迫使决策者进行更深入的挖掘，以便更好地了解劳动力市场的情况。他们逐渐认识到，失业率不是其经济状况的完美代表。

在加拿大央行发布最新政策决定后，加拿大央行高级副行长卡罗琳·威尔金斯(Carolyn Wilkins)形容劳动力市场“非常健康”。但她不同意招聘是火上浇油的说法。企业报告称，它们正在努力填补职位，这意味着劳动力市场紧张，将给工资和通胀带来上行压力。然而威尔金斯说，仔细观察后发现，将目前的劳动力短缺放在历史背景下时并不“必须值得注意”。

威尔金斯在新闻发布会上说：“所以‘着火’可能是一个过于强烈的说法，而且在这个国家肯定有一些地方，人们根本不会说‘着火’了。事实上，他们会说相反的话”。

美联储主席杰罗姆·鲍威尔(Jerome Powell)上周也说过类似的话。

美国 6 月份的失业率为 3.7%，50 年来的最低水平之一。尽管如此，鲍威尔在 7 月 10 日告诉众议院金融服务委员会，“我们没有任何证据表明这是一个火爆的劳动力市场，”路透社报道。鲍威尔在谈到工资增长乏力时说，“我们需要看到一些热度才能把一件事成为‘火爆’。”

《纽约时报》和《华尔街日报》都称鲍威尔的讲话是官方对劳动力市场新思维方式的拥抱。美联储前主席珍妮特·耶伦(Janet Yellen)推出了一份招聘指标的“仪表盘”，她用这些指标支持她的论点，即失业率可能会下降，而不会引发通胀。最近官员们开始承认，他们关于充分就业的概念可能是错误的。明尼阿波利斯联邦储备银行行长尼尔·卡什卡里(Neel Kashkari)在《华尔街》上发表的一篇专栏文章中说：“最近的失业率错误地表明，尽管仍有数百万失业人士想要工作，但就业人数已经接近最高水平”。

人口统计学可能是一个因素。在加拿大，25至54岁的男女在6月份占总就业人数的64%左右，而金融危机前夕这一比例约为70%。在由大量年长和年轻工人组成的劳动力市场上，其行为方式将不同于由职业中期的男性和女性主导的劳动力市场。

不管是什么原因，央行似乎已经决定就业与通胀之间的关系比关注失业率更微妙。只要通胀有所缓和，他们似乎愿意探索边界。

威尔金斯今年5月在卡尔加里接受采访时说，充分就业的概念以及央行用作指南的其他概念就像“暗物质”。

“你知道他们在那里，但无法真正看到，所以在某种程度上，你需要摸索前进”她说。

本文原题为“Rethinking the Relationship Between Employment and Inflation”。
本文作者 Kevin Carmichael 是 CIGI 的资深研究员。本文于 2019 年 7 月刊于 CIGI 官网。
[单击此处可以访问原文链接。](#)

竞争政策和产业政策在欧盟应当如何协调发展

Georgios Petropoulos/文 吴克谦/编译

导读：竞争政策的目标是确保市场行为和策略不会降低消费者福利；产业政策的目标是确保实施有利于产业竞争力的政策框架，涉及（特定行业）的生产规则以及公共资金的使用和税收政策。但是，竞争政策和产业政策应该如何相互协调呢？产业政策促进特定产业发展的做法是否与竞争政策的目标相矛盾呢？编译如下：

法国财政部长布鲁诺·勒梅尔（Bruno Le Maire）最近在布鲁盖尔（Bruegel）的演讲中提到，需要有效地运用欧盟的产业政策和竞争政策，使技术主权成为欧洲的首要目标之一。

竞争政策的目标不是保护市场竞争，而是确保市场行为和策略不会降低消费者福利。如果在一定程度上限制竞争能够带来一些好处，特别是消费者福利的改善（至少不是降低），那么这种做法也是可取且可接受的。

产业政策（1）旨在确保实施有利于产业竞争力的政策框架，鼓励各行业 and 企业的私人投资（横向产业政策）；（2）设计（特定行业）的生产规则以及公共资金的使用和税收政策，从而进一步鼓励向**特定**技术、行业甚至企业的私人投资（纵向产业政策）。

但是，竞争政策与产业政策应如何相互协调呢？产业政策促进特定产业发展的做法是否与竞争政策的目标相矛盾呢？

为了建立一个成功的经济模式，这两项政策工具应该**相互补充**而不是相互替代。其中，**竞争应当是基础**，竞争政策能够有效保障并促进竞争。有效的竞争政策能够消除现有企业设置的市场准入壁垒，为希望提升市场地位和增加客户基础的新进入企业提供创新激励；同时，也能激励现有企业不断创新，保护自己的市场份额。创新能够带来更质优价廉的产品和服务，从而提升消费者和生产者的福利。

然而，即使是在竞争的环境中，也可能存在市场不完备，从而限制了对创新的投资和增长。因此，有必要制定产业政策以消除这些障碍、激励投资。这些障碍来源于资本市场的完善、信贷限制、行政负担、复杂的劳工或税收规则等。有针对性的产业政策可以为创新企业提供税收优惠、重新设计规则以减轻其行政负担、通过保护无形资产来放松信贷约束等。此外，这些障碍还可能限制企业向新的增长型行业转型（例如信息和通信技术、纳米技术、生物技术）。如果市场是竞争性的，那么适当的政府干预可以更有效地为企业进入这些行业并扩大规模提供一些帮助。

虽然竞争为企业创新提供了更多的激励，但产业政策可以提高企业进行促进增长的投资的能力。一个成功的产业发展模式显然需要：**以竞争为基础，同时在不违反竞争原则的前提下，精心设计产业政策。**

产业政策的有效性在很大程度上取决于市场竞争程度。当产业政策是在具有最佳竞争程度的市场中实施时，它们更有可能取得成功。Aghion 等（2015）使用中国的数据发现，接受国家援助的行业竞争越激烈，国家对该行业的补贴对全要素生产率、增长和产品创新的影响越大；相比之下，对于竞争程度较低的行业，影响则是负面的。

这种互补模式能够成功的一个重要标准是：**（纵向）产业政策不应选择性地向特定企业提供优惠。**事实上，对多数企业一视同仁的全行业产业政策有望更好地促进可持续增长。

挑选一家特定企业成为该行业的领导者，而不是让市场竞争过程来决定，这种做法可能是无效的，因为：（1）政府在判断商业成功的机会方面无法比市场做的更好（政府可能挑选出一个并非效率最高的赢家）；（2）政府的选择过程可能存在寻租风险，特别是在选择过程不透明且规则不明确的情况下。

随着全球化进程的不断深化，越来越多的境外企业进入欧盟单一市场并参与竞争。虽然这在原则上是个好消息——意味着市场竞争加剧、价格下降和生产效率提高——但当其他司法辖区对那些前往欧盟市场的特定企业的产业政策过多时，就可能扭曲竞争。由于欧盟竞争政策法规（确保公平竞争）不适用于其他司法管辖区，那么欧盟该如何处理此类事件？

在最近关于阿尔斯通与西门子合并的辩论中，一些成员国提议修改竞争政策规则，以打造一家欧洲冠军企业，能与中国国有或国家支持的、可能进入欧盟铁路市场的企业展开有效竞争。但是这种提议不太可行，除了上述提到的两个理由外，还因为：

（1）竞争产生投资激励。减少竞争可能对企业的私人投资产生不利影响。在此基础上的产业政策可能是无效的。

（2）产业政策由政府决定。如果根据产业政策调整竞争政策，那么市场透明度将会降低，依赖政治的市场规则的不确定性将增加。这不是促进（长期）投资的理想框架。

（3）依赖政治的竞争政策也可能导致欧盟与其他司法管辖区的紧张关系升级。因为市场竞争将更容易被视为报复手段，损害欧盟企业在海外的运营。

（4）提高市场集中度、价格和不平等性以及透明度的缺失，对消费者的影响更有可能是负面的。

因此，违背“以竞争为基础”的原则并非明智之举。在“以竞争为基础”的模式下，竞争政策在政治上是独立的，且对所有市场参与者一视同仁。在合并控制方面尤其如此，因为欧盟仅在一些可能产生潜在社会危害的情况下阻止了合并。

更好的办法是，研究该如何确保外国政府尊重欧盟规则。正如 Petropoulos 和 Wolff（2019）解释的那样，应该致力于开发一个国际合作平台，以帮助欧盟对扭曲性补贴做出反应。WTO 可能通过成员国之间的补贴和反补贴协议来发挥这样的作用。然而，即使在最好的情况下，这也只能是问题的部分解决办法，因为到目前为止，由于各种原因，WTO 协议并没有那么有效。

另一个可能的办法是，与那些产业政策可能扭曲欧盟市场竞争的国家进行双边对话。欧盟已经与中国展开了这种公开对话。应将这一对话转化为具体的、有约束力的协议，以减少那些扭曲市场的国家援助战略。参与欧盟单一市场不仅意味着利益，也意味着有义务遵守欧盟（竞争）规则。

欧盟还可以考虑对接受扭曲性国家支持的外国企业实施某种形式的准入规则，这种规则的设计应该旨在阻止市场扭曲。欧盟的竞争政策，尤其是合并控制，可以适用于此类准入规则，因为它们的动机是消除对消费者有害的竞争扭曲。然而，**这类规则必须限于明确界定的范围，以防止它成为保护主义的工具。**因此，它不适合作为普遍的限制国家援助的机制。为了更加有效，还应建立监督机制，促进欧盟成员国更好地分享对此类案件的知识。无论如何，提高对所有想进入我们市场的**企业透明度要求**是非常重要的。

本文原题为“[How Should the Relationship between Competition Policy and Industrial Policy Evolve in the European Union](#)”。本文作者 Georgios Petropoulos 是布鲁盖尔的常驻研究员。本文于 2019 年 7 月刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

金融科技与企业融资

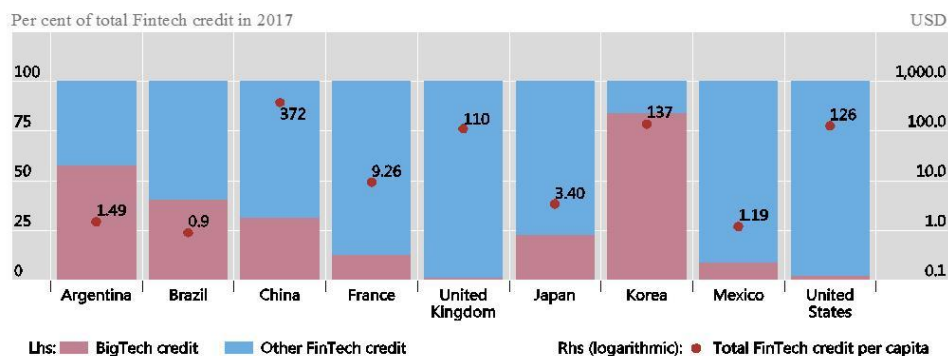
Jon Front /文 吴泓慕/编译

导读：提供数字服务的大型科技公司正在进入金融领域。他们起点是通常是付款业务，再扩大到提供信贷、保险和储蓄产品，而他们的主要优势在于通过网络和业务线产生大量的数据。然而，这也存在一些问题，如，哪些经济效果最能说明金融科技为金融服务的力量？金融科技的贷款人在用户数据的获取和创新方法上，有没有信息优势？获得金融科技信贷的公司，其业绩是否显示差异？论文尝试解决这些问题。编译如下：

本研究（Frost, Gambacorta, Huang Shin 和 Zbinden, 2019）着眼于金融科技的信息优势。采用了金融科技贷款人在新兴市场的独家数据，我们表明这种优势也可能扩展到借款人：金融科技贷款人的小企业客户往往比竞争对手的公司拥有更高的销售额和更广泛的产品。金融科技贷款机构在欠发达、竞争力较弱的银行和监管松散的国家中发展迅猛。

金融科技贷款在中国的某些业务领域可能是最先进的。由蚂蚁金服（阿里巴巴集团）和腾讯领导，每个金融服务都为零售和小企业客户提供广泛的金融服务（Chen, 2016; 罗汉学院报告, 2019。百度、京东和 TikTok 也提供支付服务。此外，金融科技公司正在向许多新兴市场国家提供贷款。韩国在 2017 年推出虚拟银行牌照后，在线银行 Kakao Bank（由互联网公司 Kakao 拥有）和 KBank（由韩国电信拥有）分别在年底前提供 45 亿美元和 13 亿美元；截至 2017 年底，GrabPay 在东南亚的贷款额为 7 亿美元，重点是印度尼西亚（Russell, 2018）。在巴西、阿根廷和墨西哥，Mercado Libre 在 2017 年借出 1.27 亿美元；在欧洲，电信公司 Orange 拥有 Orange Bank 的银行牌照；在 2018 年 12 月，谷歌收购了立陶宛支付许可证，但到目前为止还没有从事大规模贷款。虽然金融科技信贷在全球范围内迅速增长，但与其他形式的融资相比仍然非常有限（见图 1）。2017 年金融科技信贷总流量约占全球私营部门信贷总量（包括银行贷款）的 0.5%。

图 1. 金融科技信贷的全球交易量



The bars show the share of BigTech and other FinTech credit in selected jurisdictions in 2017, while dots show total FinTech credit per capita.

Sources: Cambridge Centre for Alternative Finance and research partners; BIS calculations. Data for WeBank are taken from the public balance sheet: <https://render.mybank.cn/p/s/render/404>.

何为新？金融科技贷款与银行贷款

金融科技公司与银行有两个不同：

- 首先，金融科技公司拥有完善的电子商务平台，消息服务或搜索引擎用户群。他们可以通过现有平台访问大量用户数据。

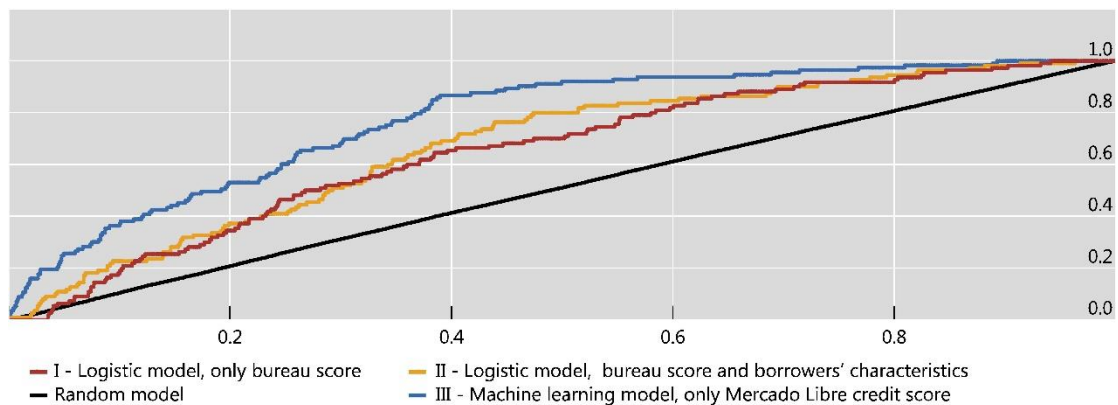
- 其次，他们使用先进技术（如人工智能）来解析大量数据。金融科技贷方可以利用网络和机器学习生成的数据，定制价格和分配金融服务。通常在没有人干预的情况下提供信贷和其他服务。

当然，即使这些公司也可能从网络效应中受益，评委会的规模和相关性仍然存在（Tucker, 2019）。

在研究中，我们将剑桥替代金融中心的 FinTech 信用现有数据与 BigTech 信用的手工收集数据相结合。发现金融科技信贷发展的差异反映了收入和金融市场结构的差异：一个国家的收入越高，其银行系统的竞争力越小，金融科技的信贷活动就越大，其信誉从这些因素中获益就越多。

在分析中，我们还研究了信用评估技术。使用 Mercado Libre 及其贷款产品的数据，我们确定使用机器学习的信用模型和来自电子商务平台的数据比传统的信用局评级更能预测损失（图 2）。

图 2：不同信用评分模型的 ROC 曲线



该图显示了在不同阈值下借款人的正数比率与负数比率的不同模型：（一）采用公司 i 在时间 t 的信用部门得分作为因变量的 Logistic 回归；（二）采用信用部门得分和额外借款人特征进行 Logistic 回归；（三）仅基于 Mercado Libre 内部评级的机器学习模型，包括随机模型用于比较目的。ROC 曲线表明，机器学习模型对信用局得分和借款人特征的信用部门得分都有较高的预测能力。

资料来源：Mercado Libre；作者的计算

对于使用电子商务平台的数据的模型，预测能力显著上升。评分系统的预测能力不仅取决于供应商的数据的高粒度，还取决于利用供应商和客户的网络结构。例如，可以通过识别与其他企业具有有限连接的孤立节点集群来检测欺诈性应用

程序。但是陪审团还在局外，任何关于 BigTech 信用评级更有效地确定信誉的能力的判断都应该基于一个完整的周期，以评估压力情况下的违约概率。

最后，该研究使用两家公司的详细微观数据，以比较借款人及其在获得金融科技信贷后的表现。结果显示，在阿根廷，使用了该种信贷的小公司提供的产品更多，销售额高于次年无信贷公司；中国的小企业也提供更多产品。金融科技信用数字技术的积极实效可以在促进包容性增长模式中发挥重要作用，特别是在发展中经济体中（Chen 和 Spence，2018）。

金融科技进入金融服务的进程正在迅速进行。从支付业务开始，这些公司通过直接或间接与金融机构伙伴合作，把业务扩展到贷款、保险甚至储蓄和投资产品。了解他们在金融中介方面的竞争优势和比较优势是评估的第一步，其中涉及这些技术发展为加强金融中介的可能性、它们可能对实体经济发挥的作用以及带来的挑战提供机遇。

在本文中，我们已经证明了一个金融科技贷款人相对于传统信贷局在信用评级方面具有信息优势。此外，根据阿根廷和中国两家公司的数据，我们证明 BigTech 信贷可以支持公司的在线产品销售和供应。

金融科技服务在金融领域的快速增长无疑会带来有利有弊的变化，以及金融体系可能面临的风险（FSB，2017; 2019）。一方面，科技公司可以加强竞争和金融包容性，特别是在新兴市场和发展中经济体，并有助于提高金融服务的整体效率。另一方面，这些公司可能会进一步集中市场力量甚至引发新的系统性风险。此外，重要的是要了解金融科技公司如何适应当前的金融监管框架，以及应该在哪些原则下组织监管。这些都是未来研究的方向。

本文原题为“BigTech Lending as a New Form of Financial Intermediation”。本文作者 Jon Frost 为 FSB 高级研究员，金融创新网络(FIN)和金融科技问题小组(FIG)成员。本文于 2019 年 7 月刊于 VoxChina 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

本期智库介绍

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

网址：<http://www.voxeu.org/>

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

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

网址：www.chathamhouse.org/

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

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

网址：<http://www.bruegel.org/>

American Enterprise Institute for Public Policy Research (AEI) 美国企业公共政策研究所

简介：美国企业公共政策研究所于1943年创立，原名美国企业协会（American Enterprise Association），1962年改为现名。到70年代将其研究的范围扩大，包括政治、经济、外交、防务、能源和社会等各个方面，大量出版、发行其研究成果，广泛宣传其主张，陆续与三百所大学建立了协作关系，每周举办“公共政策论坛”电视节目，在全国四百个电视台播放，竭力扩大其影响。是美国保守派的重要政策研究机构，与布鲁金斯学会并称为美国华盛顿的“两大思想库”，有“保守的布鲁金斯”之称。

网址：<http://www.aei.org/>

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

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

网址：<http://www.piie.com/>

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) 战略与国际问题研究中心

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

网址：<http://www.cato.org/>