

全球智库半月谈

低利率时代下的政府债务：以欧洲为例

汇率战将挑战全球经济韧性

新兴技术与中国技术转移风险的管理

印度的去货币化如何重创经济

银行竞争的兴起：来自中国银行业放松管制的证据

中国的电商发展与家庭消费增长

中国正在考虑如何应对僵尸国有企业问题

本期编译

刘铮

李陆屿

申劭婧

宋海锐

吴克谦

熊春婷

张子萱

张舜栋

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

低利率时代下的政府债务：以欧洲为例 6

本文讨论了近来由 Olivier Blanchard (2019) 发现的美国利率与经济增长率间差值 (r-g) 收窄的现象，多大程度上适用于欧洲。在过去几十年中的欧洲，(r-g) 平均值为正，但同样有收窄趋势，并且 (r-g) 在欧洲各国中水平差异显著。即使在现行条件下将一些财政政策延续，也会使某些国家的债务率进一步攀升。文章认为，现在 (r-g) 的低水平应该被一些高债务水平国家善加利用，进一步进行财政整顿。同时，各国应该趁低利率时期提振一次性投资项目。

汇率战将挑战全球经济韧性 14

8月初，美国总统唐纳德·特朗普发动了对中国的货币战争，给市场带来了很大的政治风险，特朗普正在考验全球经济能否适应美国不稳定的政策。货币战争现在重新开始了，每个主要的中央银行都必须权衡激怒白宫的风险。

新兴技术与中国技术转移风险的管理 17

高科技与新兴技术愈发成为中美较量的最新战场。笔者认为，现有的技术监管体系已落后于时代要求。为了减小技术转移带来的安全风险，美国必须改革现有的监管政策。

印度的去货币化如何重创经济 20

印度于 2016 年开始实行的去货币化政策，成为一个货币在社会中的作用的现实实验。作者的研究表明，该政策导致了印度国内就业、产出和信贷的减少，对经济产生了负面影响。与此同时，人们也发展出了应对该情况的一些替代方法。

印度小微贷款新模式：社区调查 24

本文研究表明，一方面，提高对小微企业同行评估的准确性，能使资金流向最有可能实现增长的企业家；另一方面，低收入国家的社区成员可以成为社区其他小微企业评估一个重要信息来源，这是传统方法常常忽略的细节。但是，当真正的资金摆在桌面上时，贷款人和授权经销商如何知道这些社区成员并没有夸大甚至说谎以支持他们的朋友呢？

聚焦中国

银行竞争的兴起：来自中国银行业放松管制的证据 27

本文研究了 2009 年放松银行业进入壁垒的经济影响。研究发现，政策放松导致了更高的贷款筛选标准、更低的贷款利率以及较低的违约率，从而使得获得贷款的私人企业增加了固定资产投资、净收入和资产收益率。另一方面，预算软约束的存在也使大量贷款资金流向

效率较低的国有企业。基于次优理论，文章建议政策制定者应考虑改革中不同类型市场摩擦的相互作用，以最佳顺序进行改革，以尽量减少风险，实现收益最大化。

中国的电商发展与家庭消费增长 31

中国已经迅速成为了全球最大的电商市场。近年来，电商改变了消费方式。本文研究了电子商务如何影响中国家庭消费增长。研究发现，电商的发展与较高的消费增速相关，对于农村、内陆地区和贫困家庭而言，这种相关性更大；耐用消费品、时尚品和高收入弹性商品的消费增速快于本地服务的消费增速。

中国的制造业就业在征收关税前就在下滑 35

近期特朗普的一些错误阐述可能让人觉得中国制造业岌岌可危，担心在谈判桌上中方将被迫满足美方的要求。例如，特朗普 7 月的推文表示，美国提高对中国的关税将使中国失去 500 万个工作岗位，其中 200 万属于制造业；在 8 月的 G7 峰会上，特朗普表示：“中国在短的时间内就失去了 300 万个工作岗位”。但中国的实际情况与特朗普描述的相差甚远。

中国正在考虑如何应对僵尸国有企业问题 37

近年来，中国经济增长一直受到许多“僵尸企业”的拖累，这些长期亏损企业（通常是国有企业）实际无力偿债，只有通过持续的银行贷款和政府补贴才能维持生存。中国意识到了这个问题，自 2016 年启动系统化重组经济的去杠杆化运动以来，中国政府一直在通过破产重组慢慢解决僵尸企业问题，本文探讨了中国僵尸国有企业的问题。

本期智库介绍 40

低利率时代下的政府债务：以欧洲为例

Clemens Fuest 和 Daniel Gros/文 张寒堤/编译

导读:本文讨论了近来由 Olivier Blanchard(2019)发现的美国利率与经济增长率间差值($r-g$)收窄的现象,多大程度上适用于欧洲。在过去几十年中的欧洲, ($r-g$) 平均值为正,但同样有收窄趋势,并且 ($r-g$) 在欧洲各国中水平差异显著。即使在现行条件下将一些财政政策延续,也会使某些国家的债务率进一步攀升。文章认为,现在 ($r-g$) 的低水平应该被一些高债务水平国家善加利用,进一步进行财政整顿。同时,各国应该趁低利率时期提振一次性投资项目。编译如下:

1、引言：政府债务的成本需要被重新评估吗？

在过去的几十年中,政府债务水平的不断攀升是公共财政中的一个重要问题。对于公共债务的影响有两派看法,一些经济学家认为不断增长的债务/GDP 比率破坏公共财政的可持续性,减少经济下行时,财政政策发挥的空间;其他经济学家则强调需要更多的政府债务以吸收增长的储蓄。

在近来 Olivier Blanchard (2019) 一篇研究中指出,政府债务政策需要被重新评估,因为近年来利率持续下降并在低位保持了很长时间。更具体地,Blanchard (2019) 指出美国政府债务的利率比经济增长率低是一种常态,而不是美国经济史中的例外。如果政府债务的利率水平低于经济增长率,即使政府的财政永远处于基本赤字状态,债务/GDP 比率也不会进一步上升。更进一步地说,如果资本的边际产出比经济增长率低,即使在挤出私人投资的情况下,政府债务的增长也会提升社会福利。

那么这种现象是否也适用于欧洲经济?我们重点关注政府债务的利率与经济增长率之间的关系,和这种关系对债务/GDP 比率的影响。政府的融资条件和经济增长率在欧洲,尤其是各欧盟成员国之间差异显著。

本文的重要发现如下:欧洲的 ($r-g$) 水平高于美国,且在过去 20 年中平均值为正。美国如果考虑隐藏的利率水平而不是现行市场利率水平,则情况类似欧洲。近来欧洲 ($r-g$) 水平下降,欧洲各国的 ($r-g$) 水平差异显著,所以需要维持债务/GDP 比率的基本盈余也各异。从 2015 年以来欧洲 ($r-g$) 水平异常低,除意大利外,其他国家 ($r-g$) 均为负值。但即使 ($r-g$) 为负值的情形得以延续,按照现行的财政政策,意大利甚至法国还是会出现公共债务上升的现象。

文章认为,具有高债务水平的欧元区成员国应该善加利用 ($r-g$) 低的机会来降低他们的债务水平。同时,这也是提振一次性投资项目的好机会,特别是对于那些近年来公共投资处于低水平的国家而言。相反,去挑战欧洲公共债务的制度限制会十分危险,更多的债务并不定然刺激更多的公共投资,政府债务的风险贴水会因此上升,进一步提升高债务水平国家 ($r-g$) 水平。

2、历史经验中的利率与经济增长率差值（r-g）

美国经验并非偶然，Jorda 等人（2017）对许多工业化国家进行了很长历史时段的回顾。他们关注两个关键回报率：安全资产（以政府债券为首）和风险资产（股票等）。结果发现，安全资产和风险资产的回报率在 19 世纪都处于高位，由于第一次世界大战逐渐下滑，战后又急剧提升。从 1930 年开始，风险资产回报率稳定保持高位，然而安全资产回报率大幅下降后一直处于低位，20 世纪 80 年代后半段开始上升和回落的振荡趋势。

得出的第一个结论是，风险资产回报率与安全资产回报率不同，不体现长期周期性。但安全资产回报率展现高波动性，并在近来有下降趋势。如果考虑很长一段时间，安全资产的回报均值“低于，但十分接近”GDP 增长率（即使均值有很大波动性）。这个发现进一步佐证 Blanchard 认为经济增长率有时会高于利率的猜想。

然而 Jorda 等人同样发现，风险资产的回报率均值大幅超出 GDP 增长率。风险资产回报率是对于真实投资产出的一个良好度量，这个发现同时也揭示了政府债务挤出私人投资会有很大的成本。

3、欧洲公共债务的成本

公共债务成本和经济增长率之间的关系对于财政政策十分重要。公共部门需要形成足够的基本盈余以稳定债务/GDP 比率。根据公式计算，能够维持稳定债务/GDP 比率的基本盈余为：

$$p_{t+1} = \frac{d_t(r_t - g_t)}{1 + g_t}$$

p_{t+1} 是 (t+1) 期基本盈余与 GDP 的比率， d_t 是 t 期政府债务与 GDP 的比率， r_t 是 t 期政府债务的利息偿还成本， g_t 是 t 期经济的名义增长率。公式表明基本盈余和维持稳定债务比率的财政努力由不同水平的 (r-g) 决定，也由 GDP 的增长率和债务的初始水平决定。

3.1、应该使用何种利率？

在任何的实证检验中我们都需要区分利率和公共债务的偿还成本。即使对于安全资产而言，也没有一概而论的利率，因为短期利率和长期利率有很大差别，长期利率往往大幅高于短期利率，而公共债务是由许多期限的债务混合而成。

在我们的实证检验中，使用欧洲委员会报告的实际偿还成本。这个指标定义为利息支出与公共债务水平的比率，是一个隐含利率。Blanchard 运用短期和长期市场回报利率的加权平均。究竟隐含利率，还是现行市场利率是一个更好的指标取决于不同情况：市场利率描述新发行债务的成本，而隐含利率描述所有债务存量的平均成本。文章在计算时运用隐含利率，但稳健性检验时运用政府债务

的市场回报率。另一个需要关注的问题是，经过收入税调整的利息收入该如何计算。由于税收调整后的基本盈余数据不是很好获得，我们使用税前利率和标准基本盈余。

3.2、过去 20 年间的 (r-g) 水平变动

过去 20 年间的利率 (r) 与经济增长率 (g) 是如何变动的？图 1 比较了 2000-2019 年美国与欧元区的 (r-g) 水平变动情况。数据显示欧洲和美国的 (r-g) 水平与商业周期高度关联并且波动明显，最近一次 (r-g) 下降对于美国和欧洲同等适用。美国 (r-g) 值自 2012 年来一直为负，最近由于利率的提升，(r-g) 水平有所上升，欧元区 (r-g) 自 2015 年以来一直为负。

图 1 2000-2019 年欧元区和美国 (r-g) 水平变动



数据来源：欧洲委员会 AMECO 数据库，作者计算得到

当然，美国和欧元区的—个关键不同之处在于，后者是一个具有财政主权的货币联盟，每个成员国都面临着不同的融资成本和增长前景。图 2 显示了法国和德国的 (r-g) 水平，可以看出两国的 (r-g) 关联度很高，但德国 (r-g) 水平随时间下降程度更大，很好地反映出德国最近经济增长表现，并且在欧元区内比法国更适合作为安全港。德国在金融危机之后经济恢复迅速且强劲，所以现在债务/GDP 比率下降到 60% 的水平也不足为奇。而欧元区中的安全港地位则更有利于德国降低公共债务。德国 (r-g) 水平自 2014 年以来就为负值，法国 (r-g) 则自 2017 年以来为负值。

图 2 2000-2019 年德国和法国 (r-g) 水平变动



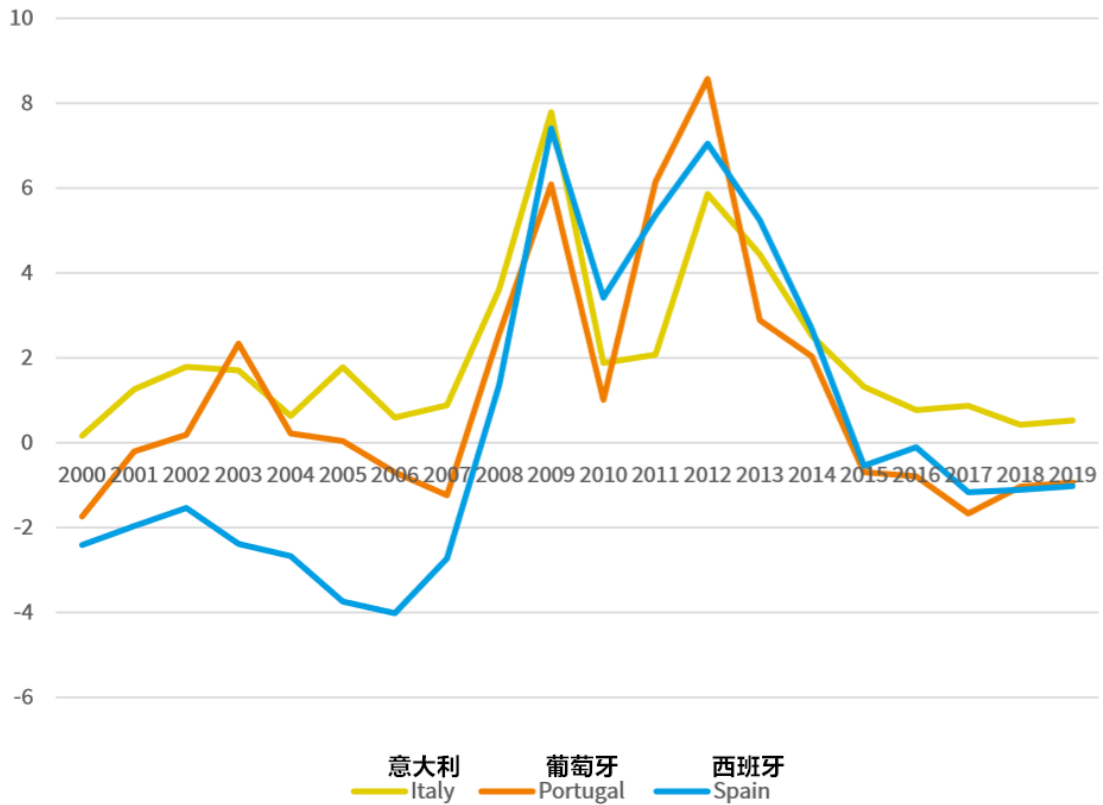
数据来源：欧洲委员会 AMECO 数据库，作者计算得到

图 3 比较了意大利，西班牙和葡萄牙三国的 (r-g) 水平，这三个国家正经受很重的财政压力。令人惊讶的是西班牙在遭遇金融危机之前，长时间受益于显著为负的 (r-g) 水平。西班牙在金融危机期间，受到经济增长崩盘和政府债券风险贴水上升的影响，(r-g) 水平急剧上升。但 (r-g) 为正值的情况并未持续很长时间，西班牙自 2015 年以来 (r-g) 就由正转负。对于葡萄牙而言，发展的轨迹和西班牙相似但没有这么显著。意大利是欧元区内唯一持续保持 (r-g) 为正的 国家，关键点在于意大利经济增长疲软，近期意大利政府债券风险贴水的上升导致意大利 (r-g) 进一步上升。

在过去 20 年中的 (r-g) 趋势表明，差值随着商业周期波动剧烈。特别地，最近五年稳定经济增长和低利率的情形不会是一个未来的常态。文章采用隐含利率计算，在利率下降的时代会高估新发行债务的成本。图 4 显示上述各国 (r-g) 平均水平，并且比较了隐含利率与市场利率。

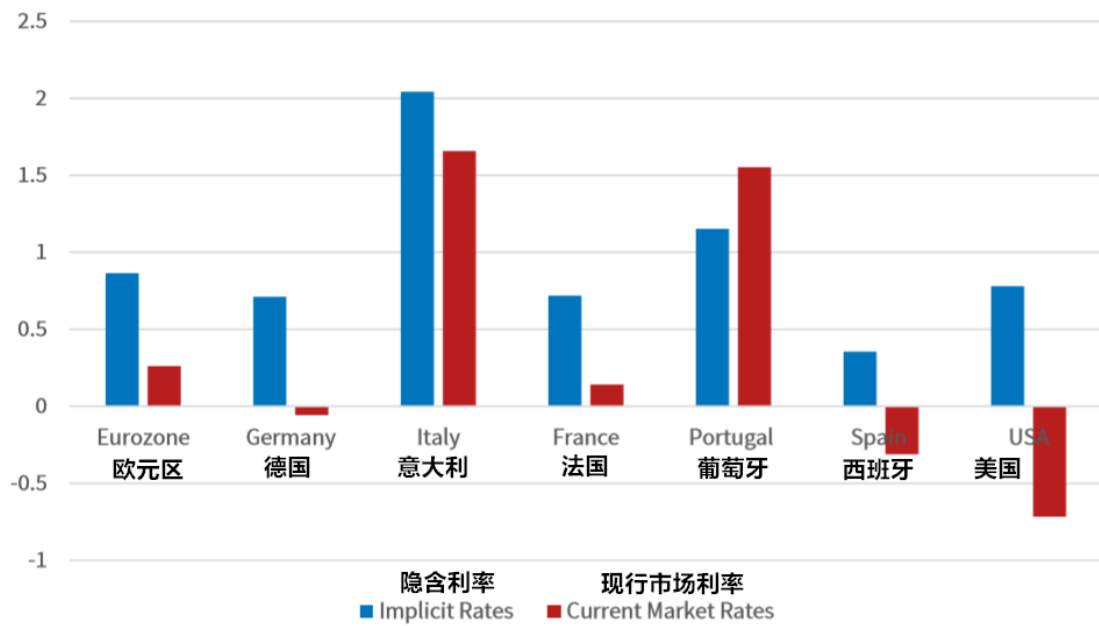
图 4 显示不同的利率在分析中会产生不同的结果。使用隐含利率，在过去 20 年中包括美国在内的所有国家 (r-g) 均值水平都为正，使用市场利率，那么德国、西班牙和美国的 (r-g) 则为负值。在利率下降的时代，现行市场利率低估政府发债的成本，而隐含利率则高估政府发债的成本。图 4 同样显示 (r-g) 水平在欧元区成员国之间也各异。得出的第一个结论是，欧元区各国政府的融资条件和增长前景各异，不能简单认为融资成本会永远低于 GDP 的增长。高债务低增长国家将面临很高的风险贴水。同样，他们需要更多的财政努力来保持基本盈余，以控制债务率。而美国各州也面临相同的挑战，需要控制债务增长，保持宪法规定的预算收支平衡。

图 3 2000-2019 年意大利、葡萄牙和西班牙 (r-g) 水平变动



数据来源：欧洲委员会 AMECO 数据库，作者计算得到

2000 年-2019 年各国 (r-g) 均值

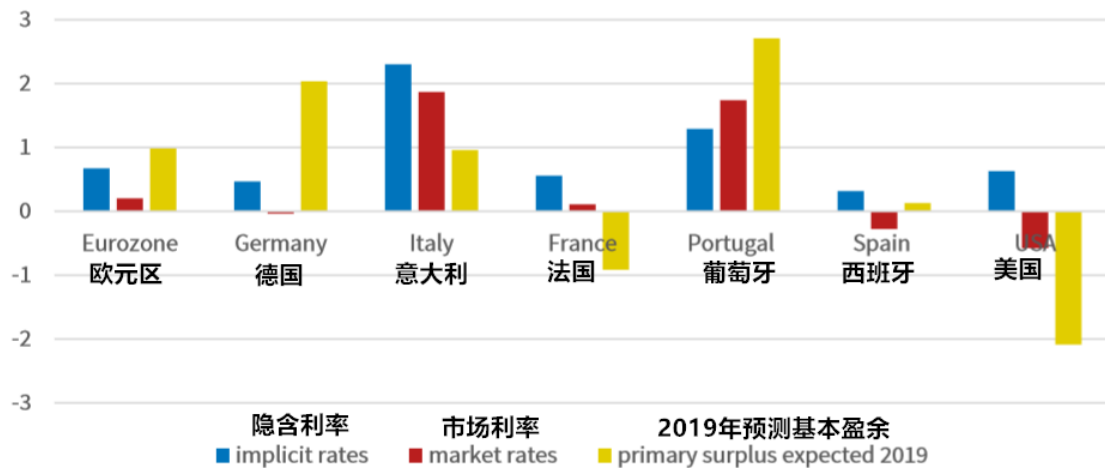


4、对于财政政策的启示

当债务水平上升时，公共债务的成本也要跟着增加。这一事实表明控制一直攀升的债务/GDP 比率是欧元区的一项重要政策目标。结合 $(r-g)$ 和债务率可以帮助各国计算出稳定债务/GDP 比率所需要的基本盈余水平。虽然对于高债务国家而言，稳定债务率并不足够，但这也是非常重要的基础。

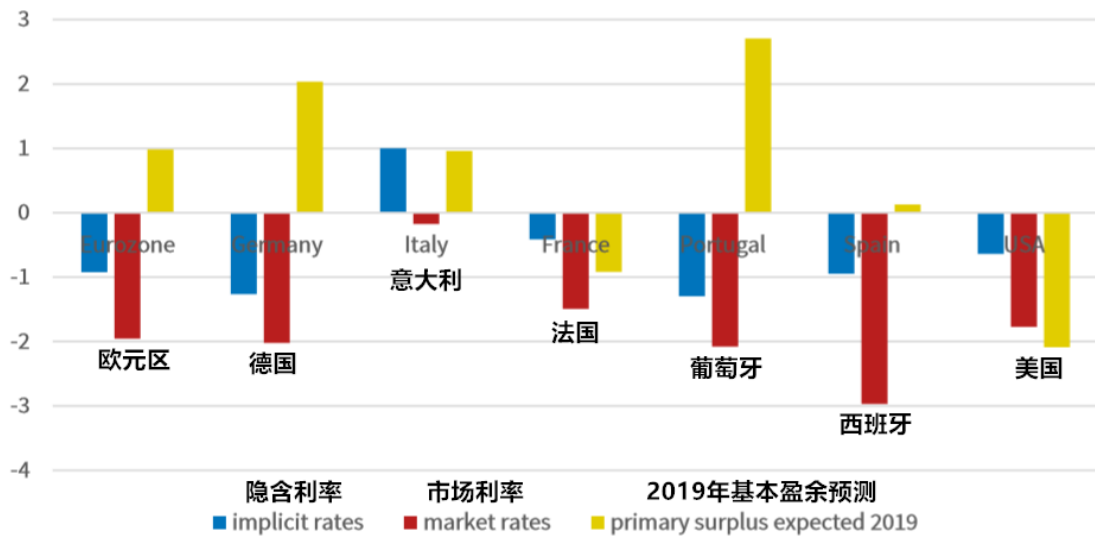
当然，要估计未来基本盈余的水平，我们需要估计未来利率成本，增长率和债务率将如何变化。图 5 阐释了在 2000-2019 年需要稳定债务水平所需要基本盈余水平的平均值，不仅运用隐含利率和市场利率两种度量，还预测了 2019 年可能的基本盈余。

图 5 稳定债务所需基本盈余水平（2000-2019 年均值）及 2019 年基本盈余水平预测



结果表明，只有德国和葡萄牙两个国家现在有基本盈余来降低债务/GDP 比率，假设 $(r-g)$ 在未来短期会与过去 20 年的平均值相近。当然， $(r-g)$ 在未来短期低于过去二十年的平均水平的假设也合理，因为利率下降还会是一种常态，而类似于在 2008 年金融危机之后出现的名义 GDP 下降在未来则不太可能发生。图 6 展示了在极度乐观假设下 $(r-g)$ 的未来水平预测。

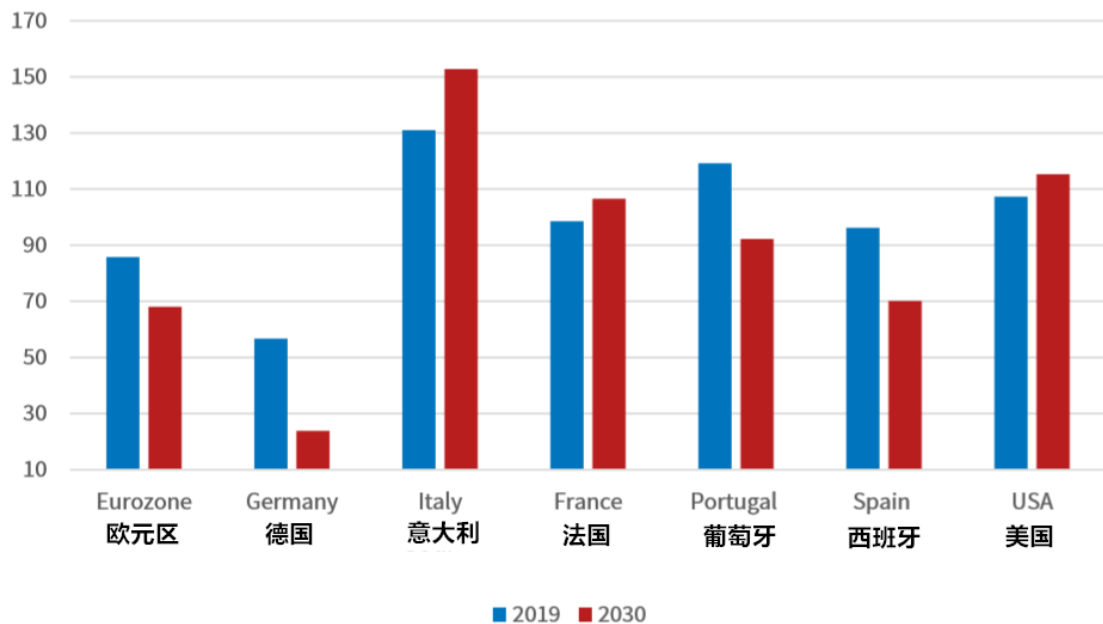
图 6 稳定债务所需基本盈余水平（2015-2019 年均值）及 2019 年基本盈余水平预测



即使在极度乐观的假设前提下，美国的基本赤字也过于高而无法稳定债务率。德国，西班牙和葡萄牙则从这种乐观假设条件中受益，从而能很快降低债务率，意大利和法国则在降低债务率上表现得挣扎。

看清当下一些国家的财政状况有多严峻的另一种方式是，假设基本盈余的水平保持不变，模拟计算下一个十年的债务率。关键的问题是 $(r-g)$ 水平将如何发展，在此文章做出极度乐观的预测，隐含利率和增长率在下一个十年将会保持 2015-2019 年均值的水平，并且基本盈余还等同于这段时期的均值水平。图 7 展示了在该种假设下的预计债务率水平。

图 7 模拟 2030 年各政府债务率（无政策变化）



结果显示表明，进一步的财政整顿在意大利和法国极为重要。在最乐观假设前提下，意大利的债务率会提升到 150%，这还会招致风险贴水的上升，使意大利政府更难稳定债务。

5、结语

Blanchard 观察到美国低水平并正在收窄的利率与经济增长率差值（ $r-g$ ）现象在欧洲同样适用，并且可以为欧洲的财政政策提供一些启示。但在过去的 20 年间欧洲各国之间的（ $r-g$ ）水平波动剧烈且差异明显。德国受益于过去 20 年间下降的（ $r-g$ ）水平，其他国家则不得不处理经济增长低迷或者债务的高风险贴水问题。从 2015 年来具有了财政整顿的良好条件，因为增长率经常超过利率水平，但我们不能完全依赖于这些良好条件的延续。

未来的利率和增长率水平依然未知。许多欧洲国家预期增长率会下降，因为人口老龄化问题，他们需要更多的基本盈余以应对老龄化问题带来的超额花销。财政整顿依然是一项政治议程，质疑或者全然不顾债务的制度约束会适得其反。当财政约束放松时，风险贴水将上升，带来一个更加不利的（ $r-g$ ）水平。

每个成员国都有公共投资的需求，但是对于赤字没有严格的约束，那么带来更多的投资只会成为一种空想。债务上升的空间需要被用于消费和税收减免。受益于当下优良的（ $r-g$ ）条件，可以提振一次性投资项目，特别是针对那些近年来投资水平低下的国家而言。

本文原题为“Government Debt in Times of Low Interest Rates: the Case of Europe”。本文作者 Clemens Fuest 为德国经济学家，德国 IFO 经济研究所主席和慕尼黑大学经济研究中心主任，Daniel Gros 为欧洲政策研究中心（CEPS）主任。本文于 2019 年 3 月刊于 CEPS 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

汇率战将挑战全球经济韧性

Kevin Carmichael/文 李陆屿/编译

导读：8月初，美国总统唐纳德·特朗普发动了对中国的货币战争，给市场带来了很大的政治风险，特朗普正在考验全球经济能否适应美国不稳定的政策。货币战争现在重新开始了，每个主要的中央银行都必须权衡激怒白宫的风险。编译如下：

谁也想不到新北美贸易协定第33章——《宏观经济政策和汇率问题》将成为加拿大和墨西哥迅速批准这一协定的理由。

在第33.2条中，加拿大，墨西哥和美国“承认市场决定的汇率对于稳定宏观经济和促进强劲、可持续、平衡的经济增长至关重要。”第33.4条规定，每个国家“均应避免竞争性贬值，包括通过干预外汇市场的方式”。如果任何成员国认为另一成员国已经实施了“与竞争性贬值相关”或“出于竞争目的的汇率目标”的“政策或措施”，则第33.7条将允许利益受损方提出要求，与竞争性贬值方进行双边协商以解决该问题。如果不能达成一致，可以向国际货币基金组织请求仲裁。

第33章是对美国-墨西哥-加拿大协定（USMCA）奇怪的补充，因为这三个国家都采取浮动汇率制度。

人们普遍认为，美国希望与曾干预过外汇市场的国家进行谈判。华盛顿战略与国际研究中心高级研究员斯蒂芬妮·塞加尔（Stephanie Segal）表示：“这次把第33章补充进来，是USMCA首次在贸易协议中明确规定宏观经济和汇率政策”，她还说，“第33章对三国当前政策和做法的实际影响有限。”

现在回头看，这一条款的补充仿佛是对美国后续行动的某种预兆。8月初，美国总统唐纳德·特朗普（Donald Trump）发动了对中国的货币战争，给近几年来几乎没有政治风险的市场带来了很大的政治风险。通过增加新的不确定性，特朗普正在考验全球经济能否适应美国不稳定的政策。

哈佛大学经济学教授、美国前财政部长劳伦斯·萨默斯（Lawrence Summers）表示：“最近几天的市场反应非常紧张，投资者纷纷涌入债券，黄金甚至比特币等避险资产，并从股票和企业贷款等高风险资产中大量涌出”，他于8月6日在《华盛顿邮报》上写道：“衰退的风险现在可能比2008年金融危机以来的任何时候都要高。”

几十年来，美国政客一直抱怨其他国家操纵货币，而不提自己实实在在地控制着世界通行货币这一特权。罗伯特·鲁宾（Robert Rubin）是比尔·克林顿（Bill Clinton）时代任期最长的财政部长，他推出了一项非正式的“强美元政策”，之后美国政府在乔治·W·布什（George W. Bush）和巴拉克·奥巴马（Barack Obama）

的支持下均坚持这一政策。在 2018 年 3 月在布宜诺斯艾利斯举行的二十国集团（G20）会议上，各国财政部长和中央银行行长表示，他们将“避免竞争性贬值，并且不会使汇率服务于竞争的目的”。金融危机后，重新达成这一共识让外汇市场略微平静。最近，20 国集团领导人在日本大阪峰会上强调，将继续坚持 2018 年的承诺。

但是，在外汇方面，特朗普和他的官员更像是国会中的保守派，而非温和的经济外交官。2018 年 1 月，财政部长史蒂文·姆努钦（Steven Mnuchin）表示，“显然，弱美元对我们有利，因为弱美元能带来更多的贸易和机会”，但他最终会放弃这些言论¹。六月，特朗普在一条推文中提到了欧洲央行行长德拉吉，指责他有意使欧元对美元的贬值。

然后，在 7 月底，特朗普从发推特转变为采取行动。白宫证实，官员们考虑购买国际货币以削弱美元的价值，总统反对这种行为。但是，当特朗普被直接问到这个问题时，他回答说：“我没说我什么都不会做。”大约一周后，他的确做了。

8 月 1 日，特朗普表示，他将对尚未缴纳关税的 3000 亿美元中国商品加征 10% 的关税。（不到两周后的 8 月 9 日，特朗普政府表示其中一些商品的关税将推迟到 12 月中旬加征。）中国通过放松人民币管制来进行报复，允许人民币兑美元汇率有所下滑。特朗普政府立即予以反击。财政部判定中国为“汇率操纵国”，并启动了正式的法律审查，震惊了全球金融市场。财政部在 8 月 5 日的声明中说：“财政部长姆努钦将与国际货币基金组（IMF）合作，以应对中国通过货币贬值获得不公平的竞争优势。”

之后，金融市场一直动荡。多家银行分析师警告客户美国可能有干预行动。上一次发生类似事件是在 2011 年，当时美国与其他国家削弱日元，因为日元在地震和海啸摧毁了日本之后飙升。这一举动使美元走强。自 2000 年美国财政部干预以提振欧元以来，美国从未尝试过削弱美元。

塔夫茨大学弗莱彻法律与外交学院国际政治学教授、前美国财政部官员丹尼尔·德雷兹纳（Daniel Drezner）8 月 6 日写道：“刚刚过去的 24 小时发生的事情就证明这次汇率战不是一场低强度的冲突”，“有可能很快失去控制”。

特朗普的货币战争比贸易战更糟。货币战争无视了所有的经济逻辑。美元的价值相对较高，是因为美国经济强于大多数国家，还因为加征关税使得投资者追捧以美元计价的安全资产。美国在中国放弃干预人民币后，将中国标记为汇率操

1

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-12-18/mnuchin-says-strong-dollar-reflects-confidence-in-u-s-economy>

纵国。中国经济一直在放缓，市场一直在向人民币施加贬值压力。之前中国央行一直在用外汇储备购买人民币来抬高人民币价格，部分原因是为了维持市场稳定性。

萨默斯在《华盛顿邮报》的一篇评论文章中说：“姆努钦将中国判定为汇率操纵国显然是对特朗普政策的自然反应，这一行为损害了姆努钦和他办公室的信誉。”

财政部更多时候是一个象征符号。但是在当下，财政部象征的可能不是美国货币法的精神。特朗普政府现在是影响全球经济的一个前后不一致、政策不连贯的力量。货币战争曾经停止，而现在被重新开启了，此后每个主要的中央银行都必须权衡激怒白宫的风险。

当加拿大总理贾斯汀·特鲁多，墨西哥前总统恩里克·佩尼亚·涅托和特朗普去年秋天结束有关最新北美贸易协定的谈判时，并没有讨论货币条款，但他们现在会讨论。一旦协议获得批准，加拿大和墨西哥可能被迫遵守协议中的货币条款。

本文原题为“Currency Wars Will Test the Global Economy's Resilience”。本文作者 Kevin Carmichael，是 CIGI 高级研究员和《金融邮报》国家业务专栏作家。本文于 2019 年 8 月刊于 CIGI 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

新兴技术与中国技术转移风险的管理

James Andrew Lewis / 文 张舜栋 / 编译

导读：高科技与新兴技术愈发成为中美较量的最新战场。笔者认为，现有的技术监管体系已落后于时代要求。为了减小技术转移带来的安全风险，美国必须改革现有的监管政策。全文如下：

当几十年前美国接纳中国加入全球化大家庭时，美国的政策制定者们认为这将使得中国转变为一个亲美的市场经济国家。现在看来，这样的假设显然过于乐观。虽然目前中美关系究竟将走向何方尚无定论，但与过去相比，如今的中国显然表现出了更强的民族主义倾向，其在对外交往中的立场也变得更加强硬。几十年来，中美两国经济愈发呈现出深度关联的态势，而在此过程中，中国也从西方获取了大量先进技术，这大大加速了中国的现代化进程。

考虑到中美经济的高度相关性，完全阻断这种技术转移是难以想象的。但是，我们还是可以在充分研究的基础上，从多个角度对现有的技术转移格局进行调整。举例来说，近年来就有国会议员推动立法，呼吁当局对“新兴基础性技术”加强监管。现有的监管规范对许多尚处早期阶段的关键性技术存在监管空白——在当局眼中，由于这些技术尚未接近商业化或军事化应用阶段，因此当局难以对其进行敏感性评估，而立法改革则有助于帮助当局弥补这些漏洞。

与推动立法相比，更关键的问题在于——美国是否应当批准中资企业对美国的新兴技术企业进行收购、是否应当允许中国公民在美国工作和学习，以及是否应当加强对华高科技技术转让的限制。显然，这些问题没有非黑即白式的简单答案。笔者认为，我们有必要逐步加强这些限制。但与此同时，我们又必须坚持开放包容的美式价值观。具体来说，笔者认为我们应当坚持市场在跨境投资中的指导性作用，并将限制技术转移的政策集中在国家安全层面。在设计这些限制性政策时，我们应当坚持的首要原则是保持美国在科技领域的领先地位，并增强美国的创新能力。也就是说，对这些新的限制性政策而言，其最终目标并不完全是排他性的。对新兴技术过于模糊而宽泛的限制可能反过来伤害我们的国家利益，因此在制定具体政策时我们必须保持谨慎。

对美国来说，与中国打一场新时代的冷战是完全没有必要的。与之相反，美国应当通过加强监管和进行谈判的方式，落实对知识产权的保护，切实管控由中国带来的技术转移风险，避免美国的企业和国家利益遭到侵害。具体来说，我们要全面改革现有的针对新兴技术转移的监管政策，使之适应新时代的要求——去

年通过的《外国投资风险评估现代化法案》（Foreign Investment Risk and Review Modernization Act, FIRMMA）就是一个很好的例子。不过，要通过更多的新法案也意味着更高的政治成本。为了更高效地推动技术监管政策改革，笔者建议加强现有的外国投资委员会（CFIUS）审核流程，扩大对商业技术出口的限制，并采取主动出击的方式，打击窃取技术的间谍行为。在此，笔者提出 7 条具体的政策建议：

- 开发新型的终端控制技术，防止中国政府及军方通过迂回方式获取美国先进技术；
- 加强与盟国的协调合作，全方位加强对中国投资的审查力度，限制其通过投资获取新兴技术的能力；
- 改革冷战色彩浓重的技术禁运体系，使之适应新时代的要求；
- 增加对 FBI 反间谍活动的资金支持；
- 根据《国家安全决策指示》第 189 号文件（NSDD-189）精神，加强对基础研究的保密力度；
- 对从事敏感领域技术研究的中国学生加强背景审查，但我们不应禁止中国学生及学者赴美学习/工作。尽管存在一定泄密风险，但来自中国的学术交流对美国而言是远远利大于弊的；
- 现阶段我们不应考虑对中国施行技术禁运——禁运不仅不符合美国的国家利益，而且也难以得到盟国的广泛认同；

利用上述措施，我们就可以在维持对外开放的前提下，切实管控技术转移带来的安全风险。在具体实践中，美国应注意在两大目标间保持平衡——一方面来说，美国要尽可能减少有损国家安全的技术流失；但从另一方面来看，新的监管政策不应损害美国的经济利益与创新能力。此外，与盟国的协议一致也是至关重要的。如果美国能在技术转移的议题上团结大部分盟国，那么中方受到的压力将会大得多。

如今，中国已经是世界第二大经济体，而与此同时其国防实力也取得了飞跃式的进步。因此，过去美国对中国许多让步式的做法已显得不合时宜。但加强对技术转移的监管，归根结底还只是防御性的政策。对美国而言，要想在长期维持对中国的技术优势，美国就必须确保自身具备强大的创新能力。早在冷战时期，苏联成功发射人造卫星的举动震惊了世界。当时全世界都在怀疑，许多人认为中

央计划式的科研体系要比基于市场机制的分散式创新模式更加优越。在艾森豪威尔总统的领导下，美国力推了一系列研究与教育项目，这些举措使得美国在漫长的科技竞赛中笑到了最后。如今，我们应当记住这些宝贵的历史经验，并确保美国赢得本轮技术竞赛的胜利。

本文原题为“Emerging Technologies and Managing the Risk of Tech Transfer to China”。本文作者 James Andrew Lewis 是美国国际战略与安全研究中心（CSIS）资深副总裁，科技政策项目主任。本文于 2019 年 9 月刊于 CSIS 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

印度的去货币化如何重创经济

Gabriel Chodorow-Reich/文 申劲婧/编译

导读:印度于2016年开始实行的去货币化政策,成为一个货币在社会中的作用的现实实验。作者的研究表明,该政策导致了印度国内就业、产出和信贷的减少,对经济产生了负面影响。与此同时,人们也发展出了应对该情况的一些替代方法。编译如下:

印度于2016年12月开始实行的去货币化政策,其影响虽然未反映在官方GDP中,但实际上已经导致了就业、产出和信贷的暂时减少

经济学家还在继续争论货币在社会中的作用,部分原因是关于货币的大规模实验仍然很少(Ramey, 2016)。2016年,印度发生了一次被称为“去货币化”的插曲。当地时间11月8日晚上8点15分,莫迪总理在没有事先预告的情况下发表了一场全国电视讲话,宣布为了打击黑钱,两张最大面额的纸币——500卢比(7.50美元)和1000卢比(15美元)——将不再是法定货币,该决定于午夜生效。持有者可以将其存入银行,但不能在交易中使用。此外,它们将被新的500元和2000元面额的纸币所取代。

迅速印制新纸币的困难意味着可用于交易的流通中货币量急剧下降,几个月后才恢复正常。如果去货币化发生在原本稳定的宏观经济环境中,并不会影响货币政策的其他实现手段,如印度储备银行(RBI)的总体负债或目标利率。此外,最终超过99%的丧失流通资格的货币会被转换为存款(RBI, 2018),因此更广泛的货币总量不会变化。

印度去货币化的后果

在最近的一篇论文中,我和Gita Gopinath, Prachi Mishra和Abhinav Naryanan一起分析了一篇论文(Chodorow-Reich等, 2019)。图1显示了大型法定货币票据在去货币化之前未清偿通货总额中所占的份额。这些纸币合计占未清偿通货的86%左右。在公告发布时,政府印制了相当于去货币前库存10%左右的新纸币,因此作为法定货币使用的货币总额在一夜之间减少了75%。

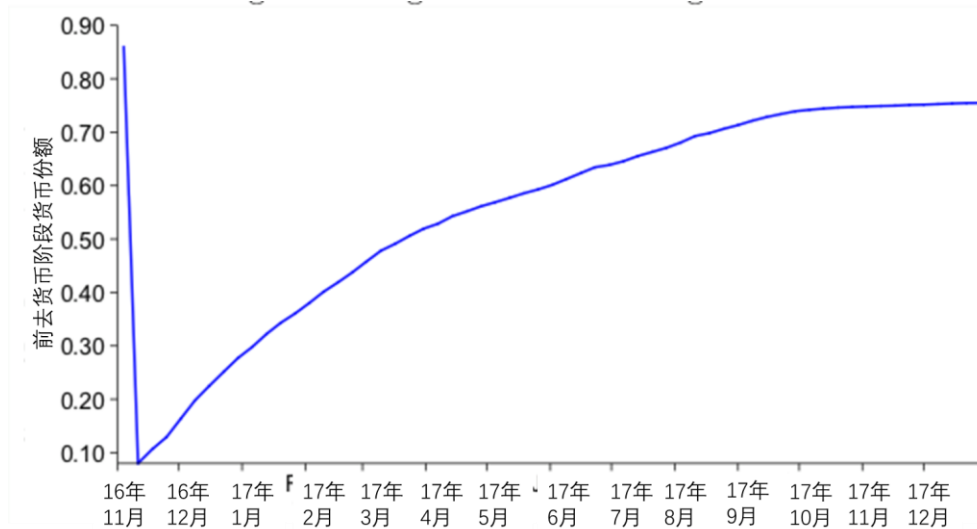


图 1 大面额法定货币

我们研究了印度各地区（全国大约 600 个）的去货币化后果。通过来自印度储备银行的综合数据集，我们计算了每月去货币化后与去货币化前货币的比率，用以衡量去货币化对该区域冲击。这种方法表明，这种极端情况在国家层面上只反应了一种情况，而在此期间可能还有其他方面的经济冲击。另一方面，不存在地区一级经济活动官方、高频的衡量指标为我们的计算带来了挑战。我们合并了多个来源的数据，包括：（i）ATM 取款；（ii）人类活动产生的夜间灯光的卫星数据（这是在许多情况下没有官方数据时使用的经济产出的替代数据（Henderson 等，2012））；（iii）以调查为基础的一个新的就业衡量标准；（iv）电子钱包和借记卡交易；（v）存款和信贷增长。

去货币化在各地区有不同的影响

图 2 总结了我们的主要结果。虽然基本上所有地区在去货币化后都经历了现金紧缩，但各区之间却存在显著差异。

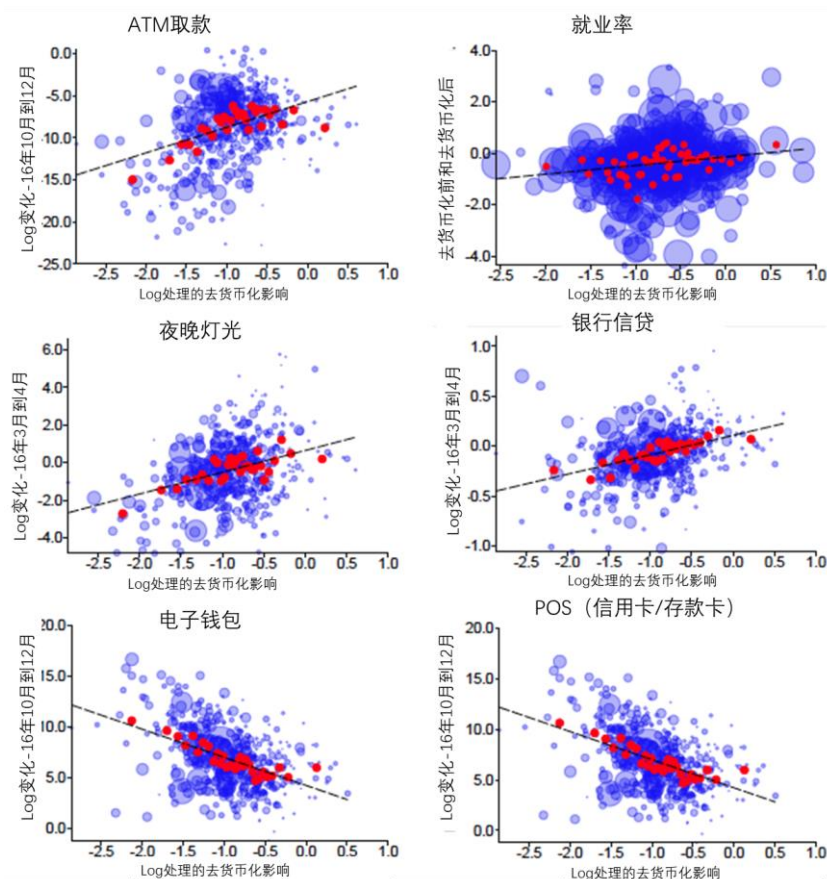


图 2 各地区去货币化的影响

我们发现，经历了更严重去货币化冲击的地区发生了以下情况：

1. ATM 取款大幅减少；
2. 经济活动大幅减少，此项以人类活动产生的夜晚灯光和基于调查的就业数据衡量；
3. 信贷增长放缓；
4. 替代支付技术的使用加快，如电子钱包和服务储值卡。

在印度去货币化期间，这些横截面模式否定了货币的中立性。这意味着真正的变量，即就业和产出，受到货币存量变化的影响。货币的中立性只预测了会受到货币存量变化影响的名义变量（如价格和工资）。

我们的发现也揭示了货币在现代印度的特殊作用。在去货币化期间，广义货币总量没有变化，但产出却有所下降。然而，这些数字所隐含的产出横截面差异比货币本身的衰退要小得多。这种差异表明，人们自发找到了使用法定货币进行交易的方法，例如说服零售商开立非正式信贷额度、接受旧纸币或改用电子支付。我们的分析说明了两种这种替代形式的可行性，即电子钱包支付和借记卡。

去货币化的国家影响

由于去货币化导致现金短缺，相对于未发生去货币化，2016 年 12 月就业和夜晚灯光减少了 3%。这一幅度意味着 2016 年第四季度（同比）增长率比去货币化之前下降了两个百分点。同样，在信贷方面，货币紧缩使 2016 年第四季度信贷季度增长率降低了两个百分点。

这些影响在去货币化后立即达到峰值，并在之后的几个月慢慢消失。使用横断面数据推断出的下降超过了这一时期官方公布的国内生产总值的实际下降。我们方法的一个优点是，它依赖于诸如夜晚活动灯光和就业调查等指标，捕捉了非正式人类活动。相比之下，官方 GDP 并不依赖于非正式人类活动的高频衡量标准，政府本身也承认这一点（CEA 2017）。

更广泛的影响

虽然这肯定是一个独特的插曲，但从去货币化中吸取的教训可能适用于其他场景。例如，一个国家退出欧元区，不得不印制新的国家货币，会产生什么经济代价？或者，在像瑞典这样已经大量使用电子支付的国家，如果国家支付网络中断会发生什么情况？我们的结果表明，这些事件有可能对经济造成重大破坏。

最后，虽然我们的研究侧重于去货币化的短期影响，但税收的改善、非金融工具储蓄增加和非现金支付机制的兴起可能带来长期利益。即使在短期内，去货币化也可能产生跨区域分析无法发现的国家级影响，例如将经济活动从非正式部门引导到正式部门。一些新兴研究已经开始关注并逐渐解决了这些和其他问题。

本文原题为“Cash and the Economy: Evidence From India’s Demonetisation”。本文作者 Gabriel Chodorow-Reich 是哈佛大学经济学助理教授。本文于 2019 年 8 月刊于 VoxDev 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

印度小微贷款新模式：社区调查

Natalia Rigol & Benjamin N. Roth/文 熊春婷/编译

导读：本文研究表明，一方面，提高对小微企业同行评估的准确性，能使资金流向最有可能实现增长的企业家；另一方面，低收入国家的社区成员可以成为社区其他小微企业评估一个重要信息来源，这是传统方法常常忽略的细节。但是，当真正的资金摆在桌面上时，贷款人和授权经销商如何知道这些社区成员并没有夸大甚至说谎以支持他们的朋友呢？具体编译如下：

小微企业家精神和小额信贷及津贴的分配

低收入国家的小微企业家——通常是指家庭经营的企业，如小型杂货店和裁缝店——往往能获得高于标准小额信贷利率的高资本回报率(Fafchamps et al. 2014, McKenzie et al. 2008)。经济理论表明，扩大信贷渠道应是实现更快增长的一个关键因素；然而，最近的研究显示，小额贷款的迅速增长对创业和收入增长的影响有限 (Banerjee et al. 2015)。这可能是因为贷款机构通常将小微企业家视为一个单一的同质群体。

在这方面，同行(指经营自己小企业的社区成员)可以帮助贷款机构或向分销商进行评估，比如在几个竞争对手当中哪家商店最受欢迎。其他细节还包括：手头商品的种类、清洁度、客户服务、企业家的勤奋程度和野心的大小。

在发展中国家人口密集的城市，除了本社区，小企业往往不为外界所知，对同行的调查可能有助于外部贷款机构或授权经销商，如非政府组织(NGOs)，以传统度量方法无法做到的方式进行区分(Besley and Ghatak 2005, Varian 1990)。

研究内容：利用同行信息对小微企业家进行排名以便配置资本

本文调查了印度马哈拉施特拉邦安拉瓦蒂市(Amravati in Maharashtra, India)的一个地区的小企业家，主要集中在一个拥有 55 万人口的地区。本文研究表明，比起仅仅依靠企业自身的特征(如行业、年龄、规模和盈利能力的详细衡量指标，以及其他许多方面)做评估，由该企业所在社区的同行对小微企业家进行的排名进行评估的效果更好。

本文主要关注阿姆拉瓦蒂郊区的 9 个社区。在挨家挨户走访后，我们确定了大约 1300 名小微企业家作为研究对象。本文研究表明，企业的平均日收入约为 2.5 美元，其中 60% 由男性经营，所有者平均年龄为 40 岁。这些小型企业包括制造业(通常是裁缝或裁缝)、食品摊和美发沙龙。

研究结果：同行评估优化了小微企业的潜在增长

为了达到初步调查结果，我们在四到六个相邻小组中进行了几轮排名练习。除了其他几项结果之外，这些小企业家还根据他们的家庭收入、企业利润和使用现金津贴发展企业的能力对彼此进行了排名。

排名之后，我们随机向样本中三分之一的微型企业家发放了 100 美元津贴。以此衡量他们利用该笔津贴发展业务的能力，并且可以帮助我们判断社区信息在预测企业业务增长方面质量的高低。

在进行后续调查之后，结果令人震惊：如果我们使用来自社区报告的信息来分发津贴，而不是随机分发，最终的企业业务将增长两倍以上。

排名调查中的偏误问题

如果评估小组知道他们的报告会影响津贴的分配，情况会怎样呢？他们会撒谎以确保朋友或家人有优势获得资助吗？答案是肯定的。

本发现的做法如下：一半受访者被告知，他们的排名将影响哪些企业家获得了现金津贴。另一半被告知，他们的报告纯粹是为了研究(在这两种情况下，我们都控制了获得资助的可能性，以确保我们的陈述是真实的)。与无法控制津贴分配的受访者相比，那些能够影响津贴分配的受访者更倾向于支持自己的家人和朋友。

激励准确的同行信息

那么如何避免这种偏见呢？毕竟，帮助朋友是人类的天性。

我们决定根据受访者提供的信息的准确性来支付薪酬，看看现金奖励是否能消除偏见。因此，我们将调查对象分为两组：其中一半人可获得准确性奖励，另一半没有。受激励组的受访者被要求诚实回答问题以获得奖励。

我们发现，将现金放在桌面，给这些同行评估者支付报酬确实也消除了他们为帮助他们最喜欢的小微企业家而说谎的可能性。

结论：激励小微企业成长的一项工具

马哈拉施特拉邦阿姆拉瓦蒂的小企业家们彼此之间有着丰富的信息。他们能够可靠地评估哪些同行拥有有利的投资机会，哪些没有，这比基于业务特征的方法有效得多。

虽然我们发现，当社区成员知道他们可以影响谁获得现金津贴时，他们倾向于歪曲评估结构，但对准确性的施以简单的金钱激励几乎可以完全消除这一扭曲行为——他们将如实报告同行信息。

我们谨慎却也乐观地认为，可以灵活地将这些工具纳入小额信贷机构和非政府组织的标准实践中，以促进小微企业的增长。

本文原题为“Allocating capital to micro-entrepreneurs through community surveys in India”。
本文作者 Natalia Rigol 和 Benjamin N. Roth。Natalia Rigol 是哈佛商学院创业管理部门的助理教授。Benjamin N. Roth 是哈佛商学院工商管理助理教授。本文于 2019 年 8 月刊于 VoxDev 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

银行竞争的兴起：来自中国银行业放松管制的证据

Haoyu Gao, Hong Ru, Robert Townsend, Xiaoguang Yang /文 刘铮/编译

导读：本文研究了2009年放松银行业进入壁垒的经济影响。研究发现，政策放松导致了更高的贷款筛选标准、更低的贷款利率以及较低的违约率，从而使得获得贷款的私人企业增加了固定资产投资、净收入和资产收益率。另一方面，预算软约束的存在也使大量贷款资金流向效率较低的国有企业。基于次优理论，文章建议政策制定者应考虑改革中不同类型市场摩擦的相互作用，以最佳顺序进行改革，以尽量减少风险，实现收益最大化。文章编译如下：

在许多国家，银行是最重要的金融中介机构，对经济增长起着至关重要的作用。在全球范围内，银行业往往受到严格监管。一个核心问题是，放松银行业监管并任由竞争加剧的做法是否可取。竞争加剧会降低借贷成本，可能对借款人有利，但也可能产生负面后果，例如银行会承担更多风险，减少信息收集等。此前关于银行业竞争加剧所带来的总体影响的研究并无定论。

我们使用个人贷款层面的数据来识别中国这个全球最大的银行信贷市场日益激烈的银行竞争带来的成本和收益。正如预期的那样，我们发现，在放松银行的地域准入壁垒之后，新进入的银行大大增加了放松监管城市的贷款额。但是，由于银行对国有企业（SOEs）的放贷偏好超过了对生产效率更高的私营企业的偏好，放松管制的潜在收益会因此受到不利影响。因为国有企业具有预算软约束和隐性政府担保，所以新进入的银行更喜欢效率低下的国有企业，而非同等的不透明的地方私营企业。也就是说，对于确实获得资金的私营企业，新进入的银行要求他们提供更多的担保和更高的内部贷款评级作为质量指标。从长远来看，新进入的银行最终会了解当地私营企业的特点，并向它们提供更多的贷款。但正如我们试图阐明的，从某种意义上说，在新市场借给国有企业的一大笔钱是一种“损失”。在损失之外，放松管制还产生了有益的直接影响。放松管制城市的贷款利率显著下降，获得这种信贷的私营企业实现了更高的增长和盈利水平。我们认为这是银行业放松监管的一种新的权衡，这反过来也影响了正在进行的讨论。

我们研究了2009年部分放松银行准入壁垒对银行业竞争及相关经济活动的影响。五家大型国有商业银行主导了中国的银行体系，他们的51557家分行覆盖了中国85%的地区。12家股份制银行在竞争方面受到严重压制，2008年仅有4161家分行，覆盖全国9%的地区。2009年之前，中国银监会（CBRC）限制股份制银行的扩张，只允许股份制银行在一个城市开设一家分行。2009年4月，银监会部分取消了这一壁垒，允许它们在已经设立分行的城市自由开设分

行。已在省会（首府）城市设有分行的股份制商业银行，在该城市所在省（自治区）内的其他城市再申请设立下设分行和支行，不再受数量指标控制。

此次监管的放松让我们有机会分析放宽准入门槛前后的银行业内竞争及其经济影响。特别是，在不允许股份制银行扩张的城市，银行大多不受放松监管的冲击，可以作为控制组。我们识别并量化了在（事前）各种竞争水平的城市，股份制银行如何竞争，五大银行如何应对，以及企业如何反应。

我们的主要数据来自银监会，记录了 2006-2013 年中国 17 家最大商业银行的详细贷款水平信息。贷款水平数据涵盖了所有年信贷额度超过 5000 万元人民币（约 800 万美元）的借款人，约占中国银行贷款市场总量的 80%。这些数据使我们能够追踪企业所借的每一笔贷款，并研究企业在投资、雇佣、业绩和盈利趋势方面对监管放松的反应。

我们首先梳理了股份制银行如何扩张，以及如何与五大行竞争。自 2009 年放松监管以来，股份制银行规模一直在大幅增长，市场份额从 2008 年的 24.5% 增加到 2010 年的 33.5%。另外，股份制银行覆盖的城市比例也从 2008 年的 9.5% 上升到 2010 年的 15.7%，而同期五大行只增加了 2%。当股份制银行进入一个城市时，扩张主要针对现有借款人；新进入银行 88% 的贷款流向了那些原本从现有银行借款的企业。另一方面，2009 年放松监管对存款端的影响微不足道，这主要是因为中国政府规定了存款利率上限，新进入的银行必须向存款人提供与现有银行相同的利率。

其次，我们研究了放松管制对贷款合同条款和贷款绩效的影响。我们的分析表明，2009 年的放松管制导致放松管制的城市贷款利率显著降低，内部贷款评级提高，第三方担保增多，股份制银行贷款的违约率下降。这些影响主要是针对私营企业而非国有企业。特别是，2009 年的放松管制导致私营企业的贷款利率下降了 6.6%，但对国有企业的借贷成本没有显著影响。放松监管还导致新加入的股份制银行采用了更严格的筛选标准，因此，私营企业贷款违约率下降了 77.7%，而国有企业的违约率没有显著变化。

第三，我们探讨 2009 年放松管制对企业活动的影响。我们将样本仅限于已经从银行借款的公司，因为这些公司直接受到放松管制导致的贷款合同期限变化的影响。我们发现，2009 年的放松管制使固定资产和雇员人数的增长率分别提高了 21.3% 和 8.1%。此外，放松监管还导致企业净收入增长和资产回报率分别增长 44.0% 和 1.8%。在此前市场集中度较高的城市或新进入的股份制银行总资产较大的城市，放松监管对借款人的积极影响更为明显。也就是说，在以前竞争不太激烈的地区，或是当进入的银行更为强势时，放松监管更为有效。

接下来,我们探讨放松管制的负面后果。与许多其他国家的国有企业类似,中国的国有企业的效率远远低于私营企业,并且扭曲了信贷分配。2009年放松监管后,股份制银行向国有企业发放了更多贷款。特别的,我们的分析显示,在放松管制的城市,国有企业未偿贷款数额和份额分别增长了39.3%和5.3%。这一现象在放松管制后的两年窗口期中有所减弱(国有企业贷款数额和份额分别增长33.5%和4.5%),在三年窗口期中变得微不足道。这表明,尽管扭曲很大,但它是短期的(两年内)。在放松管制的城市,股份制银行的分支机构向国有企业中效率较低、生产率较低的企业提供的贷款显著增加,这进一步扭曲了信贷配置。这些效率较低的国有企业拥有更多的资产,在政治层级中排名更高(如中央国有企业),这使它们具备了更软的预算约束(更有力的隐性政府担保)。

对国有企业的扭曲需要进一步推敲,我们从收集的数据中获得更多的信息。一方面,有充分证据表明,国有企业享受政府显性或隐性担保的软预算约束。另外,我们还发现效率较低的国有企业拥有更多的资产和更高的政治地位(如中央国有企业),这又使它们具备了更软的预算约束(即更有力的隐性政府担保)。另一方面,新进入的股份制银行通常对本地借款人信息缺乏了解,特别是那些不透明的地方私有企业。为了降低短期内的信贷风险,它们更倾向于向预算软约束的国有企业放贷。与此一致,我们发现,当新进股份制银行积累了更多本地企业信息时,它们就开始增加对生产效率更高的企业的贷款(三年内)。为了进一步支持这一假设,我们使用样本中每笔贷款的每月内部评级来衡量银行关于借款人的信息,即银行在违约前降低贷款内部评级的能力。我们发现,在新设分行后的两年内,银行可以预测约22.6%的拖欠事件,而第三年后,这一比率上升至42.3%,这表明新进入银行在成立之初确实没有足够的本地借款人信息,但随着时间的推移,信息不断累积。

不仅新进入股份制银行更偏好预算软约束的国有企业,现任的五大银行对国有企业的贷款在监管放松后也没有显著改变。因此,在监管放松之后,更多的信贷资金流向国有企业。我们发现,在增长和盈利能力方面,私营企业比国有企业更能从放松管制中获益,因此信贷本应给予生产效率更高的私营企业。

这些结果强调了中国放松银行业监管可能带来的不利后果。放松监管改善了拥有银行信贷准入权的私人公司的增长和盈利能力,特别是在以前竞争较弱的银行业领域。然而,对效率低下的国有企业的信贷分配恶化削弱了放松监管的积极作用。通过事后计算,我们发现放松管制后,国有企业信贷错配总量约为6840亿元人民币,相当于2008年中国GDP的2%。

这一意外的不利后果在中国以外有着广泛的影响。第一和第二福利定理的核心是市场竞争是有益的，而在次优理论下，由于摩擦的存在，事实可能不是这样。解决一个摩擦（例如银行进入限制）可能会带来其他摩擦（例如国有企业的软预算约束）而产生意外的不利影响。这些结果表明，政策制定者应考虑政策变革中不同摩擦的相互作用。各国政府应以最佳顺序进行改革，以尽量减少风险，实现利益最大化。

本文原题名为“Rise of Bank Competition: Evidence from Banking Deregulation in China”。本文摘译于 NBER 第 25795 号工作论文，该论文于 2019 年 5 月发表。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中国的电商发展与家庭消费增长

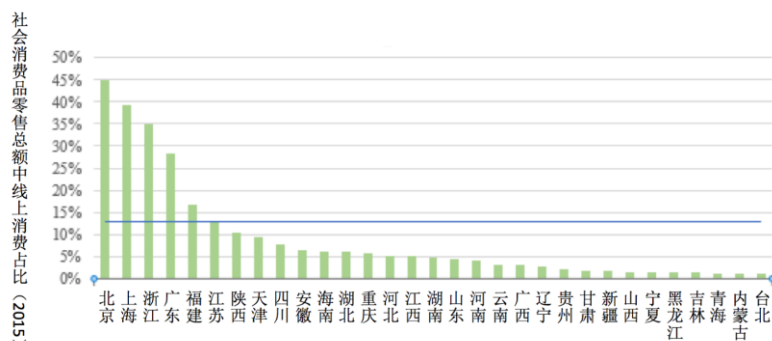
Xubei Luo, Yue Wang 和 Xiaobo Zhang/文 吴克谦/编译

导读：中国已经迅速成为了全球最大的电商市场。近年来，电商改变了消费方式。本文研究了电子商务如何影响中国家庭消费增长。研究发现，电商的发展与较高的消费增速相关，对于农村、内陆地区和贫困家庭而言，这种相关性更大；耐用消费品、时尚品和高收入弹性商品的消费增速快于本地服务的消费增速。编译如下：

中国已经迅速成为了全球最大的电子商务市场，每年电商交易总额从 2004 年的 9300 亿元增长 30 倍至 2017 年的 29.16 万亿元，年复合增长率为 30%，2018 年达到 32 万亿元。中国的互联网用户数量在 2017 年达到 7.72 亿人，其中 5.33 亿人进行过网上购物。2016 年快递服务超过 300 亿件，其中约 60% 与电商有关。

然而，我们通过 AliResearch 开发的在线商业指数（OBI）和在线购物指数（OSI）发现，网上零售业的发展在中国各个省并不均衡。2015 年，北京社会消费品零售总额的 45% 是通过网上购买的，其次是上海的 40%、浙江的 35%、广东的 28%；但在九个内陆省份，这一比例要低得多（不到 2%）。

图 1 社会消费品零售总额中线上消费占比（2015）



来源：作者基于《中国统计年鉴（2016）》的计算。

图 2 在线商业指数（县级）

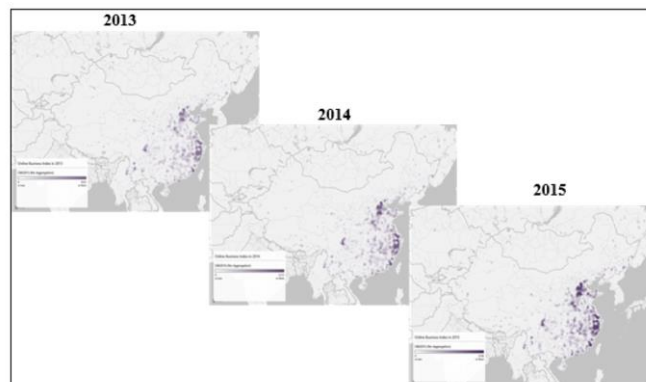
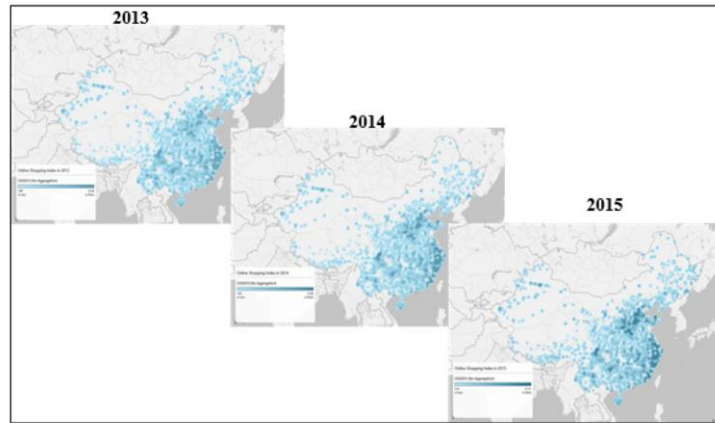


图 3 在线购物指数（县级）



来源：AliResearch

电子商务对福利的影响在一些文献中已有讨论，重点关注发达国家（Brown 和 Goolsbee, 2000; Hortacsu 等, 2009）。一方面，电商为消费者提供了比传统零售商店更低的搜寻成本和更多的产品种类，从而提高了消费者福利；消费者还可以通过访问在当地没有实体店的在线商户而获得福利提升（Dolfen 等, 2019）。另一方面，电商的激烈竞争会通过影响价格，从而提升全社会的效率和福利。但是，激烈的竞争也可能挤出实体店和较小的零售商，从而抑制线下购物（Goldmanis 等, 2010）。

在发展中国家，很大一部分人生活在偏远地区，线下零售店有限，电商这种方式具有覆盖更广泛消费者的潜力。Fan 等（2016）的研究表明，与大城市相比，电商的发展极大地提升了中国偏远地区消费者的福利。Couture 等（2017）发现，电商的发展降低了使用它的特定农村人群的生活成本，尽管平均影响并不明显。

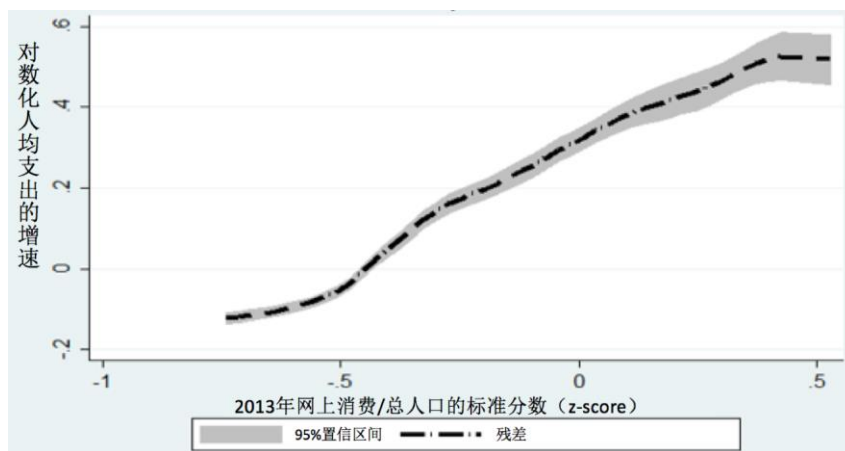
在方法上，我们将具有全国代表性的中国家庭追踪调查（CFPS）与从阿里巴巴获得的县级电商数据进行匹配，从三个方面推进了现有研究。首先，我们直接研究了电商对家庭消费增长的影响，而不是像 Fan 等（2016）在城市整体水平上进行研究。第二，我们的结果可能更具有代表性，因为 CFPS 涵盖的县比 Couture 等（2017）使用的 3 省 8 县的样本多很多。第三，我们的研究考察了电商发展与各种消费类别之间的异质性关联，这在其他研究中没有过讨论。

我们的实证结果提供了三个主要的发现：

首先，电商的发展与更高的消费增速相关联（见图 4）。以“网上购物/普查人口”作为衡量电商发展的指标，高于该指标均值一个标准差与中国家庭人均年支出增长约 30% 相关联。这种关系普遍适用于城市和农村家庭，并适用于大多数家庭经常消费的 10 个类别商品。较低的搜寻和交易成本是电商的一个关键特征，

这使得价格发现变得更容易，“一价定律”更能实现（Gorodnichenko 和 Talavera，2017），并且创造了更多交易，提升了长尾市场的专业化程度。同时，更具竞争力的价格往往会降低居民的生活成本，研究结果与文献相符。Couture 等（2017）表明，电商向中国农村的扩张降低了生活成本，因为对于那些可以同时在网上和村里买到的商品，线上的中位数价格便宜了 15%。根据麦肯锡的一份报告（2013），网络零售可能使中国的平均零售价格在 2011 年降低 0.2% 至 0.4%，在 2012 年降低 0.3% 至 0.6%。在可支配收入不变的情况下，较低的生活成本意味着更大的可自由支配支出能力，这意味着更高的消费。

图 4 中国家庭人均消费增长率与电商发展水平



第二，电商的发展对农村、内陆地区和贫困家庭消费的影响更大。对农村家庭的影响程度是城市家庭的两倍多，对西部地区的影响是沿海地区的两倍，对最贫困四分之一家庭的影响是最富裕四分之一家庭的两倍。这表明电商的发展有助于减轻城乡间的消费不平等。

第三，耐用品、时尚品（例如化妆品和美容、旅游、娱乐）、高收入弹性商品（旅游、汽车、外出用餐）的消费相比于本地服务（例如教育、医疗服务、购买汽车以外的车辆相关支出、房屋维修）消费，表现出更强劲的增长。电子商务能够使得贸易商找到附近的生产商，并直接向消费者出售产品，降低了与远程订购相关的运输和合约成本，还可以节约贸易商的仓储成本，允许他们仅保留少量库存。由于运输、合约和仓储成本较低，卖家可以更频繁地采购，提供更时尚、更多样化的产品（Startz，2018）。如果节约的成本可以传导，那么消费者将获得更低的价格。

除了上述三个主要结果，我们还发现，电商的发展与食品消费增长之间的相关性在农村、西部地区和低收入群体中尤为明显，这种关联似乎违背了恩格尔曲

线。造成这种困惑的原因可能是婴儿食品和配方奶粉的在线购买大幅增加，这两种食品排在中国包装食品线上销售的前两名。

总之，我们的实证结果表明，中国家庭消费的增长与电商的发展呈正相关。相对于沿海和城市地区，这种相关性对于欠发达内陆地区和农村地区更强，对于贫穷家庭也更强。电商的发展与地区和收入群体之间更低的消费不平等性相关。电商对消费的影响主要通过价格和多样性渠道，与某个地区的电商业务发展相关的收入增长也是影响消费增长的潜在渠道。

中国的电子商务一直在快速发展。发展电子商务不仅需要互联网，还需要很多因素配合，例如基础设施和物流服务、技能、企业家精神，以及有利于线上和线下业务的整体商业环境。如果政策得当，进一步发展电子商务可以促进消费增长，并缩小电商发展过程中的区域差距，进而形成更具包容性的空间发展格局。

本文原题为“E-Commerce Development and Household Consumption Growth in China”。本文作者 Xubei Luo 是世界银行高级经济学家，Yue Wang 是康奈尔大学经济学博士研究生，Xiaobo Zhang 是北京大学国家发展研究院经济学教授、国际粮食政策研究所高级研究员。本文于 2019 年 9 月刊于 VOXCHINA 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中国的制造业就业在征收关税前就在下滑

Nicholas R. Lardy /文 张子萱/编译

导读：近期特朗普的一些错误阐述可能让人觉得中国制造业岌岌可危，担心在谈判桌上中方将被迫满足美方的要求。例如，特朗普7月的推文表示，美国提高对中国的关税将使中国失去500万个工作岗位，其中200万属于制造业；在8月的G7峰会上，特朗普表示：“中国在短短的时间内就失去了300万个工作岗位”。但中国的实际情况与特朗普描述的相差甚远。编译如下：

首先，从就业规模看，美国的非农业就业人数为1.5亿，一年内失去500万个工作岗位对他们来说将是一场灾难。但中国非农就业总量为5.7亿，几乎是美国的四倍，500万对中国来说算不上一个很大的数字。

“500万”这个数字又从何而来呢？这一数据似乎出自中金公司的一篇报告，据其估计，自2018年7月以来，矿业、制造业、公用事业和建筑业（统称为广义制造业）的综合就业人数下降了500万。特朗普总统首次对中国征收关税时，中金公司也曾表示，2015至2017年，广义制造业的就业人数减少了2300万，每年的下降接近800万。那么就特朗普近日所说的200万制造业就业下降来看，贸易战后制造业就业的收缩不仅没有恶化，相反，这一衰退过程还放缓了。另外，中国劳动生产率也在不断提高，广义制造业虽然增长放缓，但当前服务业对经济增长的拉动不断变大，提振了就业总量。

鉴于中国的出口基本都属于商品类，我们还是重点研究制造业的就业。与其他工业国家一样，中国制造业就业的高峰已过，制造业就业率自2014年以来一直在下降。官方数据显示，2014至2017年，中国城镇制造业就业人数减少了400万。

更直接地看贸易，虽然征收关税以来，中国对美国的出口额下降了300亿美元，约为13%，但中国对世界其他地区出口额的扩大已经足以抵消对美的出口损失。2019年上半年，中国全球出口同比增长6.1%。2018年7月和9月，受关税影响最大的行业总销售额仍在增长，这些子行业的就业率的降幅也小于制造业整体。如果关税是就业率下降的主要原因，那为什么受关税影响的子行业反而就业率下降得更慢呢？

作者认为中国正因美国关税而出现就业危机的说法有待进一步考证。过去一年，中国制造业的就业下降速度已经比2014-2017年征收关税前要慢了，贸易战直接导致的就业损失看起来微乎其微。对于特朗普来说，将贸易政策建立在关税会冲击中国制造业这一虚假的前提上，或许是他向美国公众推销其政策的一种有效方式，但他的这一假设并不是中国的实际情况。

本文原题为“China's Manufacturing Job Losses Are Not What They Seem”。本文作者 Nicholas R. Lardy 是彼得森国际经济研究所高级研究员，他还曾是布鲁斯金学会高级研究员，耶鲁大学管理学院国际贸易与金融副教授。本文于 2019 年 8 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中国正在考虑如何应对僵尸国有企业问题

Tianlei Huang /文 宋海锐/编译

导读：近年来，中国经济增长一直受到许多“僵尸企业”的拖累，这些长期亏损企业（通常是国有企业）实际无力偿债，只有通过持续的银行贷款和政府补贴才能维持生存。中国意识到了这个问题，自 2016 年启动系统化重组经济的去杠杆化运动以来，中国政府一直在通过破产重组慢慢解决僵尸企业问题，本文探讨了中国僵尸国有企业的问题。编译如下：

近年来，中国经济增长一直受到许多长期亏损企业（通常是国有企业）的拖累。这些企业被称为“僵尸企业”，因为它们实际无力偿债，只有通过持续的银行贷款和政府补贴才能维持生存。国际清算银行的数据显示，从 2008 年到 2018 年，中国非金融企业债务增长超过 4 倍，从 4.56 万亿美元增至近 20 万亿美元。国际货币基金组织估计，2016 年僵尸企业债务约占中国所有非金融企业债务的十分之一。

中国政府一再救助这些不健全的公司，而不是允许它们破产，以避免裁员、税收损失和注销贷款等需要银行重建资本金的过程。但让这些僵尸公司存活下来，造成了许多行业产能过剩及长期资源配置不当。

中国并非没有意识到这个问题。自 2016 年启动系统化重组经济的去杠杆化运动以来，中国政府一直在通过破产重组慢慢解决僵尸企业问题。2015 年至 2018 年间，中国法律体系每年受理和裁决的涉及各种所有制企业破产的案件数量增长了约 5 倍。这些新案件产生的部分原因是，中国到 2018 年底已建立了 98 个专门的破产法院。

好消息是，中国终于利用破产法来推动去杠杆化，但目前来看，尚不清楚增加的破产中有多少国有企业，尽管亏损的国有企业数量在逐渐增加。据财政部统计，截至 2017 年底，中国近五分之二国有企业的亏损总额达 14 万亿元人民币（合 1990 亿美元），显然更多长期亏损的国有企业需要通过破产退出市场。

最近，中国政府承诺减轻政府对国有企业破产的干预，这一迹象表明，李克强总理承诺今年解决僵尸企业问题的事情正得到认真对待。2019 年 7 月提出的实现这一目标的详细计划指出，“对于已经达到破产标准的国有企业，所有关联方不得以任何方式阻碍其退出市场，以避免产生新的‘僵尸企业’。这指出了一个事实，即地方政府的干预在一定程度上阻止了地方国企的破产。2018 年最高人民法院也明确提出，对于不值得重组的僵尸企业，要坚决通过清算退出市场。但目前来看，最重要的是以上这些言论能否付诸实践。

1、法律与实践脱节

根据 2007 年生效的《中国企业破产法》，如果债务人公司的资产负债表不足以偿还到期债务，债务人公司或债权人可以提出破产申请。然而在去杠杆启动之前，极少有企业（尤其是国有企业）提出破产申请。截至 2015 年底，逾 6.2 万家国有企业亏损 1.3 万亿元人民币（约合 1830 亿美元），其中许多是僵尸企业。但 2015 年，中国法律系统受理的各类所有制企业破产案件只有 3683 件，其中裁定 2352 件、重组 366 件。

有几个因素阻碍了破产的实施，特别是银行、地方政府的权力、以及僵尸企业自身的政治联系使这些企业能够避免倒闭。资不抵债的国有企业宁愿依靠政府和债权人的持续支持，而不愿通过清算资产来偿还债务。当地银行一直向无法生存的公司提供信贷以避免减记贷款，而这种行为将侵蚀银行的资本。与此同时，担心裁员、以及财政收入流失的地方政府，往往会补贴资不抵债的地方国企，以维持其生存，同时向地方银行施压，迫使它们继续向这些僵尸企业放贷。

在 2015 年中央经济工作会议上，很显然，中国政府会与将破产作为解决僵尸企业难题的一种方式持谨慎态度。在这次会议上，中国领导人决定促进并购，同时尽量减少破产清算。自那时以来，中国国内并购交易数量从 2016 年的 2938 宗猛增至 2018 年的 7234 宗（包括国家策划的所有国有企业之间的并购）。因此，国有企业的资产规模不断扩大，但它们的平均盈利能力仍然极低。

2、要提防以后的困难

允许更多的僵尸国有企业破产，虽然短期内是痛苦的，但也会带来长远的好处。这样的改革将为所有制企业提供公平的竞争环境，中国经济将受益于更有效的资源配置，终使回到更快的增长轨道。

中国还应允许更多无债务偿还能力的国有企业违约，这种违约将有助于打破国有企业债务的隐性国家担保，迫使国有企业遵守预算限制，实行更严格的信贷纪律。

同时，为了加快破产进程，中国应该让银行承认损失，同时允许更大的坏账冲销。这样的话，一些银行可能需要补充资本，以保持资本水平高于监管最低水平。

最后，为了解决更多中国企业倒闭后的裁员问题，国家应该分配一部分预算资源从而对下岗职工进行再培训，并为他们提供必要的社会福利。诚然，考虑到

中国的财政限制，帮助失业工人可能是一个严峻的挑战，但即便如此，在再培训和帮助工人方面投资是有意义的。

本文原题名为“China Is Only Nibbling at the Problem of "Zombie" State-Owned Enterprises”，于2019年8月23日发表。本文作者 Tianlei Huang, 自2019年3月以来，他一直担任彼得森国际经济研究所的研究分析师。在加入研究所之前，黄在布鲁金斯学会的东亚政策研究中心工作，主要研究中国-东盟经济关系和跨台湾海峡关系。[单击此处可以访问原文链接。](#)

本期智库介绍

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

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

网址：<http://www.voxeu.org/>

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

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

网址：www.chathamhouse.org/

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

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

网址：<http://www.bruegel.org/>

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、无党派的美国家智库。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/>