

## 学科综述

## 2016 年全球宏观经济学综述

崔晓敏 常殊昱 杨盼盼\*

**【内容提要】**2016 年全球宏观经济领域的研究主要集中在以下四个方面：主要发达经济体的政策及溢出效应；新兴市场经济表现及其溢出效应；中国经济问题及其溢出效应；两大黑天鹅事件的经济影响。第一个方面可细分为三个子话题：以欧美为代表的主要发达国家货币政策的变化；如何依靠财政政策弥补货币政策失效；发达国家经济政策对新兴市场国家的溢出效应。第二个方面包括新兴市场经济增长放缓的主要特征、主要原因、对策以及未来的风险点。第三个方面则包括四个子话题：中国经济的短期波动、结构转型和增长潜力；所有制差异和金融市场问题；货币、财政、宏观审慎和产业政策及其经济影响；中国经济增长的溢出效应。第四个方面包括英国脱欧和特朗普当选美国总统这两大“黑天鹅”事件的经济影响。

**【关键词】**发达经济体 新兴市场 中国经济 “黑天鹅”事件

2016 年全球宏观经济领域的主要研究仍然与当年的宏观经济形势密不可分。

从发达国家来看，首先，以欧美为代表的主要发达国家货币政策发生变化。2016 年美联储加息步伐谨慎、慢于市场预期，欧洲央行、日本央行、瑞士央行和瑞典央行将短期利率下限设定为低于零，美联储也表示不排除在模型里对负利率进行测试，全球正式进入负利率时代。其次，金融危机后，货币政策发挥空间受限，财政政策已经变成刺激经济的主要手段，尤其在美国和欧盟，财政政策的作用也越来越大。如何依靠财政政策发力弥补货币政策的不足成为文献研究的焦点。最后，外部环境变化对新兴市场经济发展的压力不断凸显，如何有效防范发达国家宏观经济政策对新兴市场国家的溢出效应，也成为文献研究的热点话题。

从新兴市场来看，经济增速下滑的问题仍然是新兴市场国家面临的主要问题。根据 IMF 世界经济展望数据库，2016 年新兴市场和发展中国家的经济增速为 4.1%，低于 2000—2006 年平均 6.3% 的水平。新兴市场经济增长放缓的主要特征、主要原因、应对策略以及未来面临的主要风险点，是 2016 年相关文献的主要关注点。

中国仍然是 2016 年全球宏观经济研究的重点。中国经济的短期波动、结构转型和长期增长潜力，所有制差异和金融市场问题对经济发展的影响，货币、财政、宏观审慎和产业政策

\* 崔晓敏为中国社会科学院世界经济与政治研究所助理研究员，sunnylizzie@163.com。常殊昱为中国社会科学院世界经济与政治研究所博士后，changshuyu@126.com。杨盼盼为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副主任、副研究员，pamelapanda@126.com。作者感谢匿名审稿专家的建设性意见，并自负文责。

的经济效果以及中国经济的一系列转变对全球经济的影响,都得到了国内外学者的广泛关注。

特别地,2016年全球宏观经济遭遇了两大“黑天鹅”事件——英国脱欧和特朗普当选美国总统。它们对全球经济产生了重要影响并吸引了各大智库的关注。

本学科综述共参考172份国内外学术期刊文章和知名智库报告,涉及国外重要学术期刊10份、国内学术权威期刊17份、国际知名智库11家,确定本年度全球宏观经济领域重点研究的四大主题:主要发达经济体的政策及其溢出效应,新兴市场经济表现及其溢出效应,中国经济问题及其溢出效应,两大“黑天鹅”事件的经济影响。

## 一、主要发达经济体的政策及其溢出效应

2016年,关于如何有效促进全球经济复苏的讨论仍在继续。全球宏观领域的文章主要关注三个方面:以欧美为代表的主要发达国家货币政策的变化;如何依靠财政政策发力弥补货币政策的不足;如何有效防范发达国家宏观经济政策对新兴市场国家的溢出效应。

### (一) 以欧美为代表的主要发达国家货币政策的变化

2016年,美国的货币政策在继续正常化之路,但加息步伐谨慎,慢于市场预期。美联储在12月完成全年的唯一加息,联邦基准储蓄利率由0.25%上升到0.5%。推迟加息是外因和内因综合作用的结果:外因是欧美的货币政策分化,内因是美国经济增长和通胀不及预期。

在加息节奏上,Acalin & Zilinsky (2016)认为,美联储货币政策的制定仍是遵照菲尔普斯曲线。<sup>①</sup>在就业数据已接近“充分就业”时,低通胀是美联储年中没有加息的重要原因。另外,外部环境的不确定性也是美联储保持谨慎加息节奏的重要参考因素,包括英国脱欧公投和中国经济增长的不确定性。

Stockton (2016)认为,美联储推迟加息的一个原因是经济增长及通胀指标不及预期。<sup>②</sup>2015年,美联储官员曾预计2016年的经济增速将上涨到2.5%—4%,但实际仅在2%附近。通胀指标PCE也未及预期。另外,当经济指标的变化趋势与预期不符时,美联储货币政策的决策依据也发生了一些变化——之前用加息防范高通胀,之后则避免加息对金融稳定造成不利冲击。不管依据哪一原则,在究竟什么是合适的目标利率问题上,货币委员会似乎仍在探讨和寻找中。所以,加息节奏变得更为谨慎。

O'Driscoll (2016)认为,除上述因素外,美联储还必须考虑加息可能给美国经济带来的不利影响。<sup>③</sup>随着美联储开始加息,美国与欧洲、日本的货币政策出现分化,进一步加息可能给美元带来升值压力,对出口的不利影响是美联储不愿意看到的。美联储不会以牺牲国内经济增长的方式完成货币政策正常化之路。另外,作者还提到了加息的技术性障碍——市场利率可能不会按照政策制定者预期的方向上行:加息可能没有意义。

<sup>①</sup> Acalin, J. & Zilinsky, J. (2016). "Is the Fed Behind the Curve?". <https://piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/fed-behind-curve>.

<sup>②</sup> Stockton, D. J. (2016). "Nothing Normal about this 'Normalization'". <https://piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/nothing-normal-about-normalization>.

<sup>③</sup> O'Driscoll, G. D. (2016). "Can the Fed Raise Interest Rates?". <http://www.cato.org/blog/can-fed-raise-interest-rates>.



美联储依然走在货币政策正常化的道路上,但由于石油价格下跌,通胀率不能达到加息条件,加息进程依然缓慢而谨慎。Dorn (2016) 认为,美联储回归货币政策正常化的一个措施就是提高准备金支付的利率。<sup>①</sup>但是,这可能会鼓励银行通过持有准备金获得无风险收益,不能有效地将流动性注入实体经济中。

欧洲货币政策与美国背离。2016年3月,瑞士央行和瑞典央行决定把他们的短期利率下限设定为低于零,随后欧洲央行和日本央行也把利率下限设定为零。与此同时,美联储也表示不排除在模型里对负利率进行测试。全球正式进入负利率时代(O'Brien & Palma, 2016)。<sup>②</sup>

Claeys (2016) 讨论了负利率货币政策产生的原因。<sup>③</sup>他认为,负利率的产生并非源于超发货币或债券市场泡沫。其根本原因在于投资减少、储蓄增多引起通胀预期下降,进而引起实际利率下降。在长期停滞、缺乏新增长点的大背景下,负利率是一种政策表现。在传统的实践操作中,央行影响短期利率以和均衡利率保持一致,并通过预期渠道影响中长期利率。但当短期利率达到零下限时,央行只能通过非传统货币政策影响中长期利率,包括前瞻性指引、负利率政策以及资产购买计划。

Boysen-Hogrefe et al. (2016) 则指出了欧洲货币政策面临的挑战。<sup>④</sup>通常非常规货币政策有提振经济和投资者信息的效果。但是,长期实施并不是解决区域经济问题的良方。这是由于国家间存在着结构性差异、劳动力差异、债务水平差异等问题,同样的政策并不适用于所有国家。另外,作者也提示欧洲货币当局应该重视货币政策正常化的时点选择。如果2016年的欧洲低通胀更多归结于油价的低迷,那么以通胀为目标时点开启货币政策正常化可能会错过最佳时点。

## (二) 如何依靠财政政策弥补货币政策失效

金融危机之后,财政政策已变成刺激经济的主要政策(Ubide, 2016)。<sup>⑤</sup>尤其在美国和欧盟,财政政策对经济的贡献也越来越大。这主要是因为进一步通过货币政策促进经济发展的空间有限,因此IMF建议通过财政政策增加投资力度,改善需求(IMF, 2016)。<sup>⑥</sup>财政政策发力主要通过三个途径:一是有效补充货币政策,二是注重财政政策和其他公共政策的合作,三是注重区域国家间财政政策的协调与合作。

① Dorn, J. A. (2016). "Unconventional Fed Policy Hasn't Paid Off". <http://www.cato.org/publications/commentary/unconventional-fed-policy-hasnt-paid>.

② O'Brien, P. & Palma, N. (2016). "Unconventional monetary policy in the past: Lessons for today". <http://voxeu.org/article/lessons-18th-century-unconventional-monetary-policy>.

③ Claeys, G. (2016). "Low long-term rates: bond bubble or symptom of secular stagnation?". <http://bruegel.org/2016/09/low-long-term-rates-bond-bubble-or-symptom-of-secular-stagnation/>.

④ Boysen-Hogrefe, Fiedler, Jannsen, Kooths & Reitz. (2016). "Risks of Quantitative Easing are Increasing". <https://polcms.secure.europarl.europa.eu/>.

⑤ Ubide, A. (2016). "Economic Reflections at Year End 2015". <https://www.iie.com/publications/opeds/oped.cfm?ResearchID=2899>.

⑥ "IMF Note on Global Prospects and Policy Challenges". <http://www.imf.org/external/np/g20/022616.htm>.

在金融危机之前,经济周期的管理主要依靠货币政策,财政政策主要保证债务的可持续性。稳定时期,经济增长接近潜在产出,通胀高于目标水平,财政略有赤字。而今天的情形显然不同,需求持续萎靡、通胀较低、自然利率为零甚至为负。预期货币政策正常化的进程缓慢而漫长。因此,Ubide认为不能再简单套用过去的经验而要如下三个方面刺激经济增长。(1)提高长期公共投资以提升经济潜在增长率,稳定增长和通胀预期。公共投资包括道路桥梁建设和人力资本投资,后者还有助于消除一国增长瓶颈。另外,公共投资还可以在市场风险过度厌恶的情况下,提升投资信心,带动私人部门投资。(2)扩张的财政政策能够降低全球储蓄,有助于提高均衡利率。由于均衡利率较低,央行不得不大量购买政府债券来降低长期利率,刺激经济增长,但很多金融机构并不愿意出售带来正回报的债券,从而导致资产稀缺。扩张型财政政策可以增加政府债券供给,缓解资产稀缺问题。(3)弥补货币政策缺陷,缩小收入不平等程度。在宽松的货币政策下,收入不平等可能被加剧。在低利率环境下,货币政策主要通过刺激资产价格上涨影响总需求,资产价格上涨只会提高资产持有人的收入,但他们的边际消费倾向往往较低。而对于普通大众而言,工资收入在经济复苏过程中上涨较慢甚至停滞。比如日本在过去20年中工人的平均工资都未见上涨。而财政政策带来的新增公共投资计划可以创造更多的高收入职位,再配合上扩大收入的政策措施,将带来工资水平的上涨,降低收入的不平等。

Merler (2016) 分析了金融危机前欧洲财政政策与货币政策的配合逻辑,即货币政策负责商业周期管理,财政政策侧重于债务的可持续性。但在目前,全球金融危机放慢了发达经济体的经济增速。<sup>①</sup>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。欧洲经济复苏乏力,需求持续不足、通货膨胀率低、中性实际利率接近零甚至低于零。在此情形下,不能用原有的财政货币政策框架管理经济,财政政策必须要发挥支撑总需求、防止通货紧缩的角色。

关于如何让财政政策更好地与货币政策相配合,Merler提出了五项原则。第一,财政政策应当在传统货币政策面临低利率下限限制时,发挥有效的补充作用。第二,目前,投资有增长势头,给扩张型财政政策的实施提供了很好的时点。私人投资增加和扩张财政政策的实施都有利于提升通胀预期。这会进一步促进私人部门投资的增加,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政策空间保证扩张型财政政策的实施,这是因为他们之前的财政赤字小、政策中性。第四,在长期低利率和经济增长低于潜在增速的情况下,财政扩张应该更加持续,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产生溢出效应,财政政策将更有利。

同时,Bénassy-Quéré et al. (2016) 阐述了欧盟国家间财政政策合作的重要意义。<sup>②</sup>为更好应对未来可能的危机情形,作者建议提前建立欧元区层面的合作救助政策,如建立欧洲的失业保险计划,约定一些触发时点,在特殊的经济困难时期,各国财政可转移部分财力到欧元区层面用于统一的救助。

Sandri (2016) 则讨论了财政政策如何在对希腊、爱尔兰和葡萄牙等欧洲国家主权债务

<sup>①</sup> Merler, S. (2016). "Should We Rethink Fiscal Policy?". <http://bruegel.org/2016/10/should-we-rethink-fiscal-policy/>

<sup>②</sup> Bénassy-Quéré, A., Ragot, X. & Wolff, G. B. (2016). "Which fiscal union for the euro area?". <http://bruegel.org/2016/02/which-fiscal-union-for-the-euro-area/>.

危机的救助中发挥重要作用。<sup>①</sup> 随着国际金融市场合作的日益增强,对一国或地区财政危机救助的思路和以往会有所不同。作者用模型给出三个救助方案,分别是财政整顿、债务重组和国际社会的转移支付。在不考虑溢出效应时,前两者会是最优救助模式,有效避免了道德风险。在溢出效应低时,可以考虑将财政整顿与转移支付相结合。若负面影响的可能性变大时,应提高国际转移支付的比例,才能有效防止危机的全球性负面溢出。为避免道德风险,应在救助框架中规定未来的偿还或救助他国的义务。

当然,除财政政策合作外,欧盟国家在其他领域的合作与共享能让区域治理更有效率。Veugelers (2016) 就提出,针对欧债危机后欧盟各国在创新政策和创新投入上的分化,作者同样建议在欧盟层面上通过合作协同弥补这种分化。<sup>②</sup> 具体政策包括经验与政策的交流、评价和反思,通过建立共同创新基金弥补各国创新投入的缺口。

当然,欧元区财政政策在国家层面面临障碍,欧盟的稳定和增长公约近来有所改善,但仍不透明,并越来越复杂。它能够促使更快的削减赤字,但不能协调财政扩张。因此,积极的财政政策和机制,更好的国际协调,更简化的短期增长协议,都值得考虑。

### (三) 发达国家经济政策对新兴市场国家的溢出

在金融、经济全球化的今天,新兴市场国家受到的“溢出”主要体现在两个方面,一是货币政策独立性受到限制,二是资本的大规模流入和流出。在金融危机应对上,汇率已成为全球金融变化的调整机制,新兴市场各国已经逐渐适应短期资本流动带来的汇率剧烈波动。

Georgiadis & Mehl (2016) 研究了全球金融周期、净外币头寸效应对一国货币政策的影响。结果表明,两种机制对货币政策均有显著影响。<sup>③</sup> 一方面,全球金融周期会降低货币政策的产出效应,另一方面,净外币资产头寸的增加会增强货币政策的产出效应。

作者还按照区域分组,研究这两种机制对不同经济体的影响。结果表明,不同区域经济体所受的影响程度不同。比如,在欧元区,紧缩的货币政策产出效应受金融全球化的影响降低了5%,也就是说金融全球化并没有显著改变欧元区货币政策的有效性。但是新兴市场经济体紧缩的货币政策产出效应受金融全球化的影响增加了将近25%。

从政策的视角来看,汇率变动对资产负债表的估值效应变得越来越重要。汇率不仅仅影响进出口价格,还会影响财富效应。另外,这也会改变货币政策的传导机制,传统的利率渠道受全球金融周期的影响变得越来越弱。对于外币头寸高的新兴市场国家来讲,要防止外部环境变化造成的汇率波动冲击本国经济。

Knight (2016) 指出,在过去两年内,新兴市场经济体的大量资本确实正在外流。<sup>④</sup> Gre-

<sup>①</sup> Sandri, D. (2016). "How to resolve a systemic sovereign debt crisis". <http://www.voxeu.org/article/how-resolve-systemic-sovereign-debt-crisis>.

<sup>②</sup> Veugelers, R. (2016). "Getting the most from public R&D spending in times of budgetary austerity". <http://bruegel.org/2016/02/getting-the-most-from-public-rd-spending-in-times-of-budgetary-austerity/>.

<sup>③</sup> Georgiadis, G. & Mehl, A. (2016). "Financial globalisation and monetary policy effectiveness". <http://www.voxeu.org/article/financial-globalisation-and-monetary-policy-effectiveness>.

<sup>④</sup> Knight, M. D. (2016). "Capital Flows to Emerging Market Economies: Feast or Famine Forever?". <https://www.cigionline.org/publications/capital-flows-emerging-market-economies-feast-or-famine-forever>.

gorio (2016) 以拉丁美洲国家为研究对象, 发现外部环境变化给拉美国家带来货币贬值压力。<sup>①</sup> 一些货币一年内对美元贬值 15% - 25%。拉美不同国家的经济状况不一样。例如, 哥伦比亚是最晚进入减速模式的, 哥伦比亚比索今年对美元贬值 80%, 通胀从年初的 3.8% 上升到 11 月的 6.4%。因此, 面对不断上升的通胀预期, 货币当局已经将利率上调到 5.5%。墨西哥则完全不同。它是唯一一个自金融危机之后没有采取紧缩货币政策的国家。而且, 它的通胀低于目标 3%, 核心通胀率低于 2.5%, 通胀预期非常稳定。但墨西哥当局似乎非常担心美国加息对本国货币的影响, 他们甚至将会议议程推迟到美联储议息会议之后。

但是作者认为, 随着金融全球一体化, 汇率已成为全球金融变化的调整机制。虽然对新兴市场国家造成暂时的冲击, 但各国已经逐渐适应货币的剧烈波动。随着美国 QE 退出, 新兴市场国家货币出现超调, 但没有必要担忧这种短期的剧烈变化。随着美联储加息, 拉美国家采取紧缩的货币政策也许有一定的道理, 但实体经济活动并没有出现改善的迹象。因而, 到 2016 年末, 也许会重新转向宽松的货币政策。

## 二、新兴市场经济表现及其溢出效应

2016 年, 新兴市场的经济增长出现连续第五年下滑。根据 IMF 世界经济展望数据库, 2016 年新兴市场和发展中国家的经济增速为 4.1%, 低于 2000—2006 年 6.3% 的年均水平。在这样的背景下, 2016 年全球主要智库和学术杂志均关注新兴市场的增长问题, 主要研究领域包括以下四个方面: 新兴市场经济增长放缓的主要特征; 新兴市场经济增长放缓的主要原因; 新兴市场应当采取哪些政策应对经济增长下滑; 新兴市场未来面临的主要风险点。

### (一) 新兴市场经济增长放缓的主要特征

新兴市场经济增速下滑不是某一个国家的特别现象, 而是大范围的, 尤其是大型新兴市场国家面临的问题 (Kose et al., 2016)。<sup>②</sup> 尽管各个国家都在刺激经济增长, 但新兴市场经济增速下滑的问题还是没有解决。到 2014 年, 连续三年经济下滑的国家数量达到了 2008 年金融危机期间的水平。IMF 总裁 Lagarde (2016) 指出, 在经历了高速增长后, 发展中国家面临了一个新的现实。<sup>③</sup> 经济增长率较低, 周期性和结构性的因素正在阻碍传统的经济增长路径。基于目前的预测, 新兴国家才走完了三分之二的通往发达国家的道路。IMF 首席经济学家 Obstfeld (2016) 指出, 新兴市场仍面临较多挑战, 一些国家的资本流入减少, 主权债务扩大, 货币疲软, 增长显著降低, 包括能源在内的大宗商品价格进一步下降, 给出口国带来很多问题。<sup>④</sup> 分国别来看, 中国正在进行的结构转型将继续拖累经济尤其是制造业的增速,

① De Gregorio, J. (2016). "Following the Fed: Latin America". <http://www.iie.com/publications/opeds/oped.cfm?ResearchID=2893>.

② Kose, M. A., Ohnsorge, F. & Ye, L. (2016). "Emerging markets at a crossroads?". <http://www.vox-eu.org/article/emerging-markets-crossroads>.

③ Lagarde, C. (2016), "The Case for a Global Policy Upgrade". <http://www.imf.org/external/np/speeches/2016/011216.htm>.

④ Obstfeld, M. (2016). "The Global Economy in 2016" <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2016/int010416a.htm>.

但或能使增长更可持续。印度仍是特殊的亮点，实际收入与信心的持续上升提振国内需求。东盟五国——印尼、马来西亚、菲律宾、泰国和越南也仍在强劲增长，墨西哥、土耳其则保持稳步增长。但受制于不利的外部环境，发展中国家经济活动总体较弱（IMF，2016）。

## （二）新兴市场经济增长放缓的主要原因

新兴市场经济增长放缓的原因包括外因和内因。新兴市场经济增速下滑原因初始主要来自外部，自2014年以后国内因素越来越重要（Kose et al., 2016）。外部因素包括疲软的国际贸易，较低的大宗商品价格和金融环境不确定的。国内因素包括生产率增速平稳下滑、信贷波动上升、政策不确定，而且财政政策和货币政策受到约束。

从外因的视角来看，研究者对于新兴市场国家间相互溢出的关注上升。来自世界银行的Huidrom et al. (2016) 分析了新兴市场经济放缓溢出效应的作用机制，考虑在世界经济和增长中所占的份额，主要新兴经济体增长放缓带来了巨大的溢出效应。<sup>①</sup> 在2010-2014年间，世界经济增长当中60%由新兴市场国家贡献，而其GDP相应地占全球34%的份额（2014数据）。此外，自2000年以来，新兴市场国家间尤其是金砖国家间的跨境贸易显著增长。2014年，新兴经济体的出口对象有30%都是其他新兴经济体国家，在1990年这一数字仅为12%。因此，经济增长放缓可能通过国际贸易、国际金融、日用品价格和市场信心等机制对其他国家包括新兴市场自身造成影响。

Huidrom et al. (2016) 利用贝叶斯向量自回归模型测度这些溢出效应，结果表明，平均而言，金砖国家增长速度每降低1个百分点，在接下来的两年中世界经济增速就会放缓0.4个百分点，新兴市场国家增速会降低0.8个百分点。不同金砖国家溢出效应的大小也有不同。中国每1个百分点的增长放缓将导致非金砖国家新兴经济体0.5个百分点的回落，然而对于俄罗斯而言，相应的对其他非金砖国家新兴经济体的影响只有0.3个百分点。而巴西的影响就更小。总的来说，南非和印度对其他国家的溢出效应都要小很多。中国的溢出效应非常可观，但金砖国家同步的经济下行甚至具有更强大的溢出效应——将会对新兴市场 and 全球增长造成0.1—0.2个百分点的下降。

Cashin et al. (2016) 使用GVAR模型定量研究了中国经济下滑以及全球金融市场波动增加的负面溢出效应。结果显示，与中国贸易联系越紧密的国家，负面的溢出效应越严重：<sup>②</sup> 东盟五国（菲律宾例外）增速下降0.23-0.35个百分点，亚太地区下降0.06%—0.17%。Gelos & Surti (2016) 则发现，新兴市场对国际金融市场的影响过去20年显著上升，其中金融一体化的影响比贸易更为重要，而这些国家较高的企业杠杆率和共同基金放大了溢出效应。<sup>③</sup>

另一个外因是“黑天鹅”事件。Eichengreen et al. (2016) 研究表明，从股票和外汇市场

① Huidrom, R., Kose, M. A. & Ohnsorge, F. (2016). "Painful spillovers from slowing BRICS growth". <http://www.voxeu.org/article/painful-spillovers-slowng-brics-growth>.

② Cashin, P., Mohaddes, K. & Raissi, M. (2016). "China's Slowdown and Global Financial Market Volatility: Is World Growth Losing Out". <http://www.dallasfed.org/assets/documents/institute/wpapers/2016/0270.pdf>.

③ Gelos, G. & Surti, J. (2016). "The growing importance of financial spillovers from emerging market economies". <http://www.voxeu.org/article/growing-importance-financial-spillovers-emerging-markets>.

来看,新兴市场受到了英国脱欧的强烈负面影响。<sup>①</sup>这种影响实际上比“削减恐慌”时期更加强烈而广泛。英国脱欧的短期金融冲击不仅由新兴市场的股票和外汇市场见证,诸如 VIX 等全球性风险规避指标也有所反应。新兴市场中,主要出口欧盟市场的国家受影响最为严重。“缩减购债恐慌”主要表现为金融冲击,而英国脱欧显然被认为具有实体和金融双重影响。

从内因看, Kose et al. (2016) 对新兴市场国家经济增长的支出法分析表明,新兴市场国家国内需求整体下降,出口大幅减少(不到 2003 - 2008 年间的一半),已经形成趋势性下滑。潜在增速下滑大致能解释自 2010 年以来新兴市场经济增速下滑的 1/3。

信贷不稳定带来的经济波动是另一个内因。Bahadir & Gumus (2016) 指出,近年来新兴市场国家信贷扩张的一个重要部分是居民部门信贷的扩张,这会给经济体带来更大的波动。<sup>②</sup>具体而言,居民部门信贷扩张对经济扩张、实际汇率升值和贸易逆差扩大的影响显著大于企业部门信贷扩张。基于此,该文建立了一个两个行业小型开放经济体的真实周期模型,模型的冲击包括三个部分,居民部门的信贷冲击、企业部门在可贸易品行业的信贷冲击和企业部门在不可贸易品行业的信贷冲击。这三类冲击对行业投入产出水平和实际汇率有不同影响。模型成功刻画了信贷周期和经济周期之间的关联,特别是私人部门信贷同产出、实际汇率更强的正向关联及同净出口更强的负向关联。

### (三) 新兴市场未来面临的风险点

第一个风险点是经济放缓叠加外债风险。

近十年间,国际债券市场在全球金融市场中的地位愈发重要,越来越多的企业选择发行公司债券融资(Knight, 2016)。其中,新兴市场国家公司在离岸市场发行的外币公司债引人关注。2008 年全球金融危机后,主要发达国家的超宽松货币政策让利率一路下行。投资者方面,越来越多的投资机构愿意将新兴市场企业作为自己的投资对象,分散资产组合的风险并保障投资的多样化。而从发行人角度,不断拉开的新兴市场国家与发达国家的利差极大地鼓励了公司在国际债券市场发行外币债券,再将低成本融得的发债资金转移回国内使用,实现跨境套利。这些结构性变化催生了国际金融市场上一个快速增长的资金流,资金流向上既有发达经济体流入新兴市场经济体的,也有新兴市场经济体之间跨境资本流动。

Tarashev et al. (2016) 分析了跨境债权融资的优势与潜在风险。<sup>③</sup>次贷危机后,全球资本市场环境鼓励新兴市场企业大幅增加国际债券的发行。这种新增融资方式的优势在于,这些资金支持了大量的可投资项目,同时低成本融资提高了经济增长率,但它不可避免的给借款人增加了融资、再融资的利息支出和货币风险;另一方面,这些资金也鼓励了投机行为,一些公司(特别是一些民营企业而非贸易部门)在没有充分对冲风险的情况下,借用国际低成本美元进行套利活动。这增加了这些公司、相关部门和国家经济的风险。如果这些风险因

<sup>①</sup> Eichengreen, B., Gupta, P. & Ospino, A. (2016). "The Brexit Surprise and emerging markets". <http://www.voxeu.org/article/brexit-surprise-and-emerging-markets>.

<sup>②</sup> Bahadir, B. & Gumus, I. (2016). Credit decomposition and business cycles in emerging market economies. *Journal of International Economics*, 103, 250 - 262.

<sup>③</sup> Tarashev, N., Avdjiev, A. & Cohen, B. (2016). "International Capital Flows and Financial Vulnerabilities in Emerging Market Economies: Analysis and Data Gaps". Note submitted to the G20 International Financial Architecture Working Group.



素在现实中兑现,那么势必会使得相关国家经济的脆弱性上升。非金融公司的债务压力可能会使其自身在银行系统及债权市场的再融资能力下降,这种风险将迅速蔓延到其他行业和部门。

Caballero et al. (2016) 以 17 个新兴经济体样本作为研究对象,发现经济一体化程度高的国家外债/GDP 高达 15%,大大超过 7.5% 的平均水平。在全部债券发行人中,金融公司和非金融公司各占一半。<sup>①</sup>

从发债动机看,Caballero et al. (2016) 用套利动机解释企业的发债行为。当资本账户存在管制时,非金融公司更有动力去国外发行非本币债券,并利用跨国公司优势,借道外商直接投资渠道,在国家间转移金融资产。境内外利差越大、境内资本管控越严格,海外公司债的发行量越大。发行行为与发债公司的流动金融资产持有呈显著正相关关系,说明非金融公司利用比较优势在套利活动中追求无风险、高回报并在境内资本管制严格时充当金融中介作用。

从发债后续影响看,Caballero et al. (2016) 提示了三点风险。第一,新增的跨境融资方式提高了发债公司的杠杆率。发债公司的杠杆率呈显著增长之势,尤其是在东欧和拉美地区。以拉美国家为例,平均债务股本比从 2005 - 2007 年的 58% 增长到 2013 - 2014 年的 71%。同时,杠杆率的国别差异很大,哥伦比亚发债公司的平均杠杆率增长 28%,而土耳其发债公司的杠杆率则增长 70%。第二,大多数公司表现为美元负债本币资产的资产负债表结构并且未做必要的外汇风险对冲。这意味着宏观汇率风险将直接影响企业的财务成本。同时,若企业的境内投资本身具有投机属性,如投向风险高、波动大的大宗商品,这意味着更大的风险。第三,一旦出现汇率贬值或其他外部冲击,这些公司可能需要依赖境内金融系统应对境外的财务危机,这会进一步挤出境内的其他需要信贷支持的企业,影响境内融资生态,甚至对境内金融体系的稳定造成冲击。

新兴市场国家的存量外汇储备能有效防止外币计价债务的系统性风险么? Tarashev et al. (2016) 的观点并不乐观。作者认为,一国账面国际收支的平衡可能会掩盖一国潜在的外债风险,特别是这种来自企业部门的风险。企业部门风险的系统性爆发有可能由外部风险引起,如发达国家货币正常化幅度加快,加息节奏的增快一方面引起新兴市场国家货币贬值,企业财务成本上升,货币错配加剧;另一方面会加剧资本向发达国家流动,导致新兴市场国家海外再融资供给不足。无论哪种情况,从新兴市场国家政府的角度,即使官方外汇储备超过企业部门的外币计价总债务,当局出于防范道德风险的角度也不愿轻易动用外汇储备来缓解这种压力。这意味着,陷入困境的企业需要从投资支出中腾挪资金用于债务偿还,难免会影响企业正常的经济活动。但如果企业的财务风险集中爆发,为了防止风险进一步扩散到国内金融和经济体系中,政府可能不得不动用外汇储备。

第二个风险点是经济放缓叠加金融危机风险。金砖国家低于预期的增长可能与全球金融市场波动叠加。尽管美联储执行的全球利率紧缩政策步伐稳健,且是基于美国经济长期增长稳定预期而制定的政策,但这一举动依然可能对世界金融市场造成风险。一旦新兴市场国家增长预期疲软,投资者的信心可能遭受重大打击。如此一来,新兴市场攀高的风险可能进一

<sup>①</sup> Caballero, J., Panizza, U. & Powell, A. (2016). "Foreign currency corporate debt in emerging economies: Where are the risks?". <http://voxeu.org/article/identifying-risks-corporate-currency-mismatches-emerging-economies>.

步抬高融资成本，并且使增长前景雪上加霜。如果金砖国家的同步下行遭遇金融危机，只会使其溢出效应更为显著，导致增长率下降达到三分之一之多。

第三个风险点是经济放缓叠加全球资本流动的不确定性。全球金融危机爆发之后，国际资本总是要么大规模流入新兴市场，要么大规模流出新兴市场，这使得本已放缓的经济体脆弱性进一步上升。Knight (2016) 指出，由于全球投资者对于新兴市场经济体的发展前景在乐观和悲观之间摇摆不定，新兴市场国家政府仍面临不小的困难和政策挑战。<sup>①</sup>

#### (四) 新兴市场的应对之策

Kose et al. (2016) 指出，导致经济增速下滑的因素既有周期性因素也有结构性因素，因此需要同时采取周期性和结构性政策。但二者的重要性对每个国家不一样。对于主要由于周期性因素导致的经济下滑，可以采取扩张的财政政策和货币政策；而针对中长期增长下滑，则应当采取结构性改革政策。

对于财政政策，IMF 第一副总裁 Lipton (2016) 主张财政政策应该在复苏中发挥更多作用。<sup>②</sup> 一方面，通过改变财政支出的结构，支持友好型的发展；另一方面，对于有财政空间的国家，应该加大基础设施投资，尤其是存在较大基础设施缺口的国家。基础设施投资不仅有利于经济增长，还存在正面溢出效应。考虑到全球经济的风险，还需要妥善处理公共债务问题。Kose et al. (2016) 认为，由于在金融危机时期采取扩张的财政政策，很多国家实施财政政策的空间已经有限，尤其是依赖石油出口的国家。基础设施投资是刺激经济和提升就业的有效政策，但这些政策的有效性依赖于财政政策的空间。Eggertsson & Summers (2016) 则认为，在经济长期停滞的背景下，央行一方面有保住经济增长率的压力，另一方面也很担心“货币战争”使货币政策的执行遇到阻碍。真正可行、共赢的做法是：将那些外部性内生化，通过协同的扩张性财政政策提升各国的潜在产出，并帮助其他国家实现他们的经济目标。<sup>③</sup>

对于货币政策，Kose et al. (2016) 指出，大宗商品出口国家采取货币政策的空间大大受限。货币贬值，给本国带来通胀压力以及外部风险增加。而对于石油进口国，由于石油价格不断下降，这有助于缓解本国通胀压力，给央行留下了降息空间。Lipton (2016) 也认为适宜的货币政策是必要的，但很多国家采取了负利率，这将货币政策刺激需求的作用发挥到极致，但效果有限。Lagarde (2016) 主张，在全球层面实施货币政策“升级”，这一体系应当保证各国的均衡增长，并减少危及所有国家的全球风险。这一政策应当包括：全球金融安全网和安全的资本流动框架。目前，金融安全网面临着不对称的问题：现有的互换额度主要发生于发达经济体的中央银行，许多新兴经济体没有进行互换。然而在贸易和金融领域，新兴经济体严重依赖发达国家货币，脆弱性比较明显。不应该依靠分散的和不完美的地区或双边安排，而是需要一个覆盖国际网络的预防工具。资本流动框架应当包含国际和国内两个层面，国际层面着手于制度设计，使得国际资本流动从短期向长期债务和股权流动转变；国内

① Knight, M. D. (2016). "Capital Flows to Emerging Market Economies: Feast or Famine Forever?". <https://www.cigionline.org/publications/capital-flows-emerging-market-economies-feast-or-famine-forever>.

② Lipton, D. (2016). "Policy Imperatives for Boosting Global Growth and Prosperity". <http://www.imf.org/external/np/speeches/2016/030816.htm>.

③ Eggertsson, G. & Summers, L. (2016). "Secular stagnation in the open economies: How it spreads, how it can be cured". <http://voxeu.org/article/how-secular-stagnation-spreads-and-how-it-can-be-cured>.

层面出台政策促进本国金融体系对资本流动的弹性,例如可以通过调整税收政策,使市场更倾向于直接投资和股权融资,而不是更多依赖债券市场进行投融资。

在金融全球化的背景下,新兴市场国家的货币政策需要置于开放条件下予以考量。一方面,很多国家的货币政策环境越来越受到其他国家的影响。例如,美国的货币政策通过金融周期传导到非中心国家,非中心国家的长期利率基本与美国长期利率同步,这一现象在新兴市场国家最为明显,这将降低这些国家国内货币政策的有效性。另一方面,Georgiadis & Mehl (2016)的研究则表明,全球化带来的汇率估值效应则可以增加货币政策的有效性。

IMF的几位经济学家为新兴市场国家提供了一个可行的货币政策选择(Ghosh et al., 2016),即采用通货膨胀目标制,同时使用两种货币政策工具——调整政策利率和在外汇市场实施冲销式干预。<sup>①</sup>对于新兴市场国家而言,传统理论认为通货膨胀目标和汇率相对稳定难以两全,早期实施通货膨胀目标制的国家倾向于实施浮动汇率制。但是,对于一些新兴市场国家而言,由于存在着汇率传递、货币错配等原因,实施浮动汇率制本身意味着过高的政策成本。Ghosh et al. (2016)通过估计央行的政策反应函数,相较于相机抉择的货币政策,在通货膨胀目标制下同时采取汇率的冲销干预,对于福利增进最有利。因此,对于新兴市场国家来说,在资本部分管制的背景下,同时采纳这两种工具更加合适。

资本在新兴市场内外无序流动得到了学界的广泛重视。总体而言,金融危机之后新兴市场国家面临的资本流动冲击大于发达国家,这也使得Lagarde (2016)所提出的安全的资本流动框架十分必要(Bussière & Phylaktis, 2016)。<sup>②</sup>Aizenman & Binici (2016)研究了本国因素和全球因素在金融危机前后对外汇市场压力的影响,基于最新的资本管制数据库,他们研究的侧重点在于检验针对不同资本流动的资本管制措施在缓解外汇市场压力方面是否有效。<sup>③</sup>他们使用2000-2014年的季度数据进行动态面板估计发现,外部因素显著地提高了外汇市场压力,对新兴市场国家来说更是如此。对于新兴市场来说,短期资产组合的流进和流出均对外汇市场产生压力,长期对外直接投资也对新兴市场国家的外汇市场产生压力。资本管制能够在很大程度上缓解这一压力,不过,其效果还取决于当局的政策质量。

结构性改革可以缓解中长期的经济增长下滑。自2008年全球金融危机以来,新兴市场国家的结构性改革比较混乱。尽管一些国家在强化基础设施建设和简政放权方面取得进步,但政府改革一直滞后,腐败仍然是主要障碍。改善投资环境,增强劳动力市场的功能,提高人力资本是促进生产率提高的有效政策(Kose et al., 2016)。Lipton (2016)主张要优先推行结构性改革中易在短期内奏效的举措。例如,降低产品和服务市场进入壁垒特别有效,可以在短期内带来收益。此外,改革劳动力市场,如减少劳动力税收,这在经济低迷时期会尤其有效。还需要鼓励创新消除竞争壁垒,精简行政,提高劳动力流动性,加大对教育和研究的投入。这对提高生产力和潜在产出至关重要。出于同样的原因,还要鼓励技术共享。其他关

<sup>①</sup> Ghosh, A. R., Ostry, J. D. & Chamon, M. (2016). Two targets, two instruments: Monetary and exchange rate policies in emerging market economies. *Journal of International Money and Finance*, 60, 172 - 196.

<sup>②</sup> Bussière, M. & Phylaktis, K. (2016). Emerging markets finance: Issues of international capital flows-Overview of the special issue. *Journal of International Money and Finance*, 60, 1 - 7.

<sup>③</sup> Aizenman, J. & Binici, M. (2016). Exchange market pressure in OECD and emerging economies: Domestic vs. external factors and capital flows in the old and new normal. *Journal of International Money and Finance*, 66, 65 - 87.

键措施包括进一步整合资本市场,加快国有企业改革,加强公司治理和提高透明度,提高公共投资效率和消除私人投资的障碍。

Kyobe et al. (2016) 研究了新兴市场国家结构性改革能否提升生产率。他们考虑了不同国家不同时间段的情况,使用了细分的结构性改革措施数据库,并采用了前沿距离的框架进行实证分析,分析了不同结构性改革措施对不同发展阶段新兴市场潜在增长率提升的短期和中长期作用。<sup>①</sup> 对于低收入国家而言,促进要素自由流动、降低壁垒、开放贸易和投资的结构性改革措施有助于更好地获取先进技术,从而提升潜在产出。当一国产业升级之后,结构性改革的一揽子措施更加需要具体情况具体分析。深化金融市场、实现金融体系的市场化发展、实施促进竞争的产品和劳动力市场规则、降低服务业外商直接投资壁垒等举措在实证分析中是有效的。另外,各类结构性改革的长期效果存在较大的差异,资本市场发展、法律和知识产权体系改进对促进生产率的提升具有持久效果,但银行体系改革则需要较长时间才看得到效果。这意味着,一揽子、渐进式的结构性改革措施是一个较为可行的路径。

Knight (2016) 观察到,新兴市场经济体已经开始运用通过政府间合作以拓宽非居民投资渠道的方法。<sup>②</sup> 新兴市场经济体应当采用长期性结构,从而缓和资本流动中“从盛宴到饥馑”的破坏性循环。毕竟,该循环在过去已经引发过不可预测的资本账户波动,并为这些国家的经济增长前景带来了不稳定因素。新兴市场经济体需要稳定的全球性资本流入,以长期的资本积累支持金融行业的投资 and 经济发展。然而,即使有效的结构性政策已经建立,资金流动“从盛宴到饥馑”的周期在可预见的未来很可能还会继续。

杨盼盼 (2016) 通过梳理 G20 主要发达国家和新兴市场国家的结构性改革措施侧重点发现,尽管两类国家都侧重于关注基础设施投资、财政可持续性和包容性的改革,但侧重点存在差异,例如对财政可持续性的关注就存在关注“开源”还是关注“节流”的差异。<sup>③</sup> 创新作为促进经济增长的主要动力,受到发达国家的广泛关注,而发展中国家对其的关注存在不足。因此,G20 对结构性改革议题的关注应当注重各国结构性改革的这些共性和差异性。在共性领域,应注重各国之间存在的协同和合作的可能性,并提供智力支持;在差异性领域,应注重以提升经济增长潜力为导向,帮助各国缩小差异,实现共同发展。中国同样可以以各国结构性改革合作为契机,推进各项经济战略。

国际政策协调也非常重要,各国可以共同行动,以实现促进新兴经济体复苏之目的。Lipton (2016) 主张在贸易领域应通过贸易谈判更好的促进贸易一体化,努力建立一个明确的多边贸易体系前进道路,并在全球层面推广。金融体系也需要共同行动,例如为大宗商品出口商提供新的融资渠道以应对未来的风险,此前 Lagarde (2016) 主张的货币政策升级也需要各国的合作和协调才能实现。

在金融危机之后,人们提出宏观审慎政策体系,以减弱金融市场的顺周期性,降低相关的系统风险。Cerutti et al. (2016) 梳理了 119 个国家于 2000 - 2013 年间采用的宏观审慎政

① Kyobe, A. J., Dabla-Norris, E. & Ho, G. (2016). Structural Reforms and Productivity Growth in Emerging Market and Developing Economies. IMF Working Paper No. 16//15.

② Knight, M. D. (2016). “Capital Flows to Emerging Market Economies: Feast or Famine Forever?”. <https://www.cigionline.org/publications/capital-flows-emerging-market-economies-feast-or-famine-forever>.

③ 杨盼盼 (2016): “G20 结构性改革的进展与评述”,《国际经济评论》,第 5 期,第 48 - 67、5 页。



策和工具，找出了不同国家最常用的政策手段和使用时段，分析了政策对于抑制家庭和企业部门信贷增长的有效性，并对国别差异、政策是否会刺激跨境借贷、金融周期对政策有效性的影响进行了研究。<sup>①</sup> 总体来看，宏观审慎政策能显著控制发展中国家和新兴市场的信贷增速，宏观审慎指数（MPI）变化1个标准差，信贷增长分别降低9%和8%，即2/3和1/2个标准差。信贷政策方面，直接限制工具非常有效，贷款价值比、负债收入比、外币贷款、存款准备金率等限制工具对于控制新兴市场国家的分部门信贷规模效果较为明显。金融周期更强，即信贷（或房价）波动更大时，宏观审慎政策更有效。

需要说明的是，中国属于新兴市场国家，并面临增速放缓、结构失衡、债务风险聚集等问题，但本部分的分析均不涉及中国。这主要是因为与其它新兴市场国家相比，中国的经济规模巨大并已成为世界第二大经济体，产业结构也具有较大的异质性——对出口的依赖性较高、劳动密集型产业的占比较高、产业间的关联性较为复杂，地域辽阔且区域发展极为不平衡。同时，2012年以来中国政府大力推进供给侧改革，产业结构变动较大。因此，本文单列中国经济问题及其溢出效应的文献综述。

### 三、中国经济问题及其溢出效应

2016年，中国国民生产总值增速不足6.7%，较上年下调0.2个百分点，进出口总额为24.3万亿元，比上年下降0.9%。经济增长的放缓引发了国内外对中国能否继续扮演世界经济增长引擎的担忧<sup>②</sup>（余森杰和崔晓敏，2016）。此外，随着增速的放缓，中国经济所面临的结构失衡、要素扭曲等方面问题愈发凸显。2015年中国开始全面推进以去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板为重点的供给侧结构性改革，经济增长的不确定性大幅增加，并一度导致全球经济不确定性指数迅速抬升。然而，由于学术研究的滞后性，2016年的文献中关于中国经济溢出效应的研究见刊的并不多，较多的文献将聚焦于中国经济问题的现状和影响。因此，本节我们将综述主流文献中关于中国经济问题的研究发现，从而探究中国经济问题潜在的全球影响。2016年全球主要智库和学术杂志密切关注中国经济问题，主要的研究领域包括以下四个方面：

第一，中国经济的波动、转型和增长。

第二，所有制差异和金融市场问题。

第三，中国的货币、财政、宏观审慎和产业政策及其经济影响。

第四，中国经济增长的溢出效应。

#### （一）中国经济的波动、转型和增长

波动、转型和增长向来是宏观经济研究的主体。与此同时，2012年后中国经济增长速度放缓，为促进经济发展提质增效，政府进一步推出供给侧改革方案。因而2016年中国经济的

<sup>①</sup> Cerutti, E., Claessens, S. & Laeven, L. (2016). "The use and effectiveness of macroprudential policies: New evidence". <http://www.voxeu.org/article/use-and-effectiveness-macroprudential-policies-new-evidence>.

<sup>②</sup> 余森杰、崔晓敏（2016）：“‘十三五’外贸发展的战略方向”，《开放导报》，第5期，第32-36页。

波动、转型和增长是国内外文献关注的焦点。总体来看,这些研究可以分为两类:一类关注当前中国经济的增长潜力,另一类则是关于结构转型调整的讨论。

经济增长。许多研究指出,中国经济在改革开放后的30多年保持了年平均超过10%的增速。但Wu(2016)基于修正的Maddison-Wu方法重新估计了1980-2012年中国的GDP增速,约为7.2%,比中国工业生产率数据库公布的数据低1.7个百分点。<sup>①</sup>在增长前景问题上,Barro(2016)和Frankel(2016)认为中国经济增速会大幅减慢。具体而言,张军等(2016)指出2015-2035年中国按购买力平价折算的人均GDP增长率约为6.02%。<sup>②</sup>赖平耀(2016)认为,中国经济已经进入索罗下行通道,并可能经历有管理的硬着陆。<sup>③</sup>他认为,市场化改革滞后和扩大投资促使全要素生产率增速下滑,进而引起GDP增速下降。<sup>④</sup>而Yao(2016)则认为中国区域辽阔、经济规模巨大且内部发展较不平衡,能够通过内部调整在下个10年继续保持高速增长。<sup>⑤</sup>

经济增长的影响因素。Lin等(2016)认为,中国的经济增长要关注消费、出口和资本形成等供给和需求面因素的影响。<sup>⑥</sup>具体而言,技术发展(Chen & Kung, 2016)<sup>⑦</sup>、“全面二孩”政策、减税(陆旸和蔡昉, 2016)<sup>⑧</sup>、官员家乡认同(李书娟和徐现祥, 2016)<sup>⑨</sup>、市场化改革(吕朝凤和朱丹丹, 2016)<sup>⑩</sup>、生育率、人口老龄化、人口迁移、企业家精神(耿志祥等, 2016; 郭凯明等, 2016; 谭海鸣等, 2016)<sup>⑪</sup>、延迟退休(严成樑, 2016)<sup>⑫</sup>、偏向型信贷

① Wu, H. X. (2016). Sustainability of China's Growth Model: A Productivity Perspective. *China and World Economy*, 24 (5), 42-70.

② 张军、徐力恒、刘芳(2016):“鉴往知来:推测中国经济增长潜力与结构演变”,《世界经济》,第1期,第52-74页。

③ 赖平耀(2016):“中国经济增长的生产率困境:扩大投资下的增长下滑”,《世界经济》,第1期,第75-94页。

④ Barro, R. J. (2016). Economic Growth and Convergence, Applied to China. *China and World Economy*, 24 (5), 5-19.

⑤ Yao, Y. (2016). Will China be Able to Avoid the Japan Syndrome? *China and World Economy*, 24 (5), 98-121.

⑥ Lin, J. Y., Wan, G. & Morgan, P. J. (2016). Factors Affecting the Outlook for Medium-term to Long-term Growth in China. *China and World Economy*, 24 (5), 20-41.

⑦ Chen, S. & Kung, J. K. (2016). Of maize and men: the effect of a New World crop on population and economic growth in China. *Journal of Economic Growth*, 21 (1), 71-99.

⑧ 陆旸、蔡昉(2016):“从人口红利到改革红利:基于中国潜在增长率的模拟”,《世界经济》,第1期,第3-23页。

⑨ 李书娟、徐现祥(2016):“身份认同与经济增长”,《经济学(季刊)》,第3期,第941-962页。

⑩ 吕朝凤、朱丹丹(2016):“市场化改革如何影响长期经济增长?——基于市场潜力视角的分析”,《管理世界》,第2期,第32-44页。

⑪ 耿志祥、孙祁祥、郑伟(2016):“人口老龄化、资产价格与资本积累”,《经济研究》,第9期,第29-43页;郭凯明、余靖雯、龚六堂(2016):“人口转变、企业家精神与经济增长”,《经济学(季刊)》,第3期,第989-1010页;谭海鸣、姚余栋、郭树强、宁辰(2016):“老龄化、人口迁移、金融杠杆与经济长周期”,《经济研究》,第2期,第69-81、96页。

⑫ 严成樑(2016):“延迟退休、内生出生率与经济增长”,《经济研究》,第11期,第28-43页。

政策 (Chen et al., 2016)<sup>①</sup>、要素配置 (韩其恒等, 2016)<sup>②</sup>、结构变迁 (傅元海等, 2016)<sup>③</sup>、资本管制和融资结构 (游宇和黄宗晔, 2016)<sup>④</sup>、外部需求 (García-Herrero, 2016) 等因素对经济增长有重要影响<sup>⑤</sup>。特别地, 陆旸和蔡昉 (2016) 指出, 中国经济增长的人口红利正在消失, 但“改革红利”依然能够使潜在增长率平均增加 1-2 个百分点。<sup>⑥</sup> 陈斌开和陆铭 (2016) 则表明中国经济当前的“扭曲增长”不可持续, 金融市场改革仍然是重点。<sup>⑦</sup>

创新一度被认为是中国经济增长的源泉, 因而关于经济增长的文献中不少是关于创新的研究。Fang 等 (2016) 利用 1998-2007 年中国企业数据, 基于倾向匹配得分的方法检验了企业内专利数目增加和企业规模、出口间的关系, 并发现了有利的证据。<sup>⑧</sup> 张杰等 (2016) 从发明专利、实用新型和外观设计专利三个方面来量化企业的创新行为, 并指出实用新型和外观设计专利对真实人均 GDP 增长影响不显著。<sup>⑨</sup> 此外, 产品创新还将增加企业的市场份额, 降低其生产成本, 从而带来企业成本加成率的提高 (刘啟仁 and 黄建忠, 2016)。<sup>⑩</sup>

中国的创新情况并不乐观。这不仅是由于政府干预、非市场化因素、灰色竞争、利益集团勾结 (王海兵 and 杨蕙馨, 2016; 张峰等, 2016)<sup>⑪</sup>、要素扭曲 (戴魁早 and 刘友金, 2016a and 2016b; 白俊红 and 卞元超, 2016)<sup>⑫</sup> 和偏向性房地产贷款 (张杰等, 2016) 的抑制作用<sup>⑬</sup>, 还

① Chang, C., Chen, K., Waggoner, D. F. & Zha, T. (2016). Trends and Cycles in China's Macroeconomy. NBER Macroeconomics Annual, 30 (1), 1-84.

② 韩其恒、李俊青、刘鹏飞 (2016): “要素重新配置型的中国经济增长”, 《管理世界》, 第 1 期, 第 10-28、187 页。

③ 傅元海、叶祥松、王展祥 (2016): “制造业结构变迁与经济增长效率提高”, 《经济研究》, 第 8 期, 第 86-100 页。

④ 游宇、黄宗晔 (2016): “资本管制对融资结构和经济增长的影响”, 《金融研究》, 第 10 期, 第 32-47 页。

⑤ García-Herrero, A. (2016). “China continues to focus on growth not reform”. <http://bruegel.org/2016/03/china-continues-to-focus-on-growth-not-reform/>.

⑥ 陆旸、蔡昉 (2016): “从人口红利到改革红利: 基于中国潜在增长率的模拟”, 《世界经济》, 第 1 期, 第 3-23 页。

⑦ 陈斌开、陆铭 (2016): “迈向平衡的增长: 利率管制、多重失衡与改革战略”, 《世界经济》, 第 5 期, 第 29-53 页。

⑧ He, H., Fang, J. & Li, N. (2016). China's Rising IQ (Innovation Quotient) and Growth: Firm-level Evidence. IMF Working Paper No. 16//249.

⑨ 张杰、高德步、夏胤磊 (2016): “专利能否促进中国经济增长——基于中国专利资助政策视角的一个解释”, 《中国工业经济》, 第 1 期, 第 83-98 页。

⑩ 刘啟仁、黄建忠 (2016): “产品创新如何影响企业加成率”, 《世界经济》, 第 11 期, 第 28-53 页。

⑪ 王海兵、杨蕙馨 (2016): “创新驱动与现代产业发展体系——基于中国省际面板数据的实证分析”, 《经济学 (季刊)》, 第 4 期, 第 1351-1386 页; 张峰、黄玖立、王睿 (2016): “政府管制、非正规部门与企业创新: 来自制造业的实证依据”, 《管理世界》, 第 2 期, 第 95-111、169 页。

⑫ 戴魁早、刘友金 (2016): “要素市场扭曲如何影响创新绩效”, 《世界经济》, 第 11 期, 第 54-79 页; 戴魁早、刘友金 (2016): “要素市场扭曲与创新效率——对中国高技术产业发展的经验分析”, 《经济研究》, 第 7 期, 第 72-86 页; 白俊红、卞元超 (2016): “要素市场扭曲与中国创新生产的效率损失”, 《中国工业经济》, 第 11 期, 第 39-55 页。

⑬ 张杰、杨连星、新夫 (2016): “房地产阻碍了中国创新么? ——基于金融体系贷款期限结构的解释”, 《管理世界》, 第 5 期, 第 64-80 页。

受市场规模（王志高等，2016）<sup>①</sup>、基础设施（蔡晓慧和茹玉骢，2016）<sup>②</sup>、制度质量（王海成和吕铁，2016；潘越等，2016）<sup>③</sup>和遗传距离（阮建青等，2016）等因素的影响<sup>④</sup>。除了本土创新外，企业还可以直接引进国外先进技术。肖利平和谢丹阳（2016）利用门槛回归方法，指出技术吸收能力是国外引进和本土创新到底是存在互补还是替代关系的关键。<sup>⑤</sup>

结构转型。2012年以来，中国经济增速放缓，发展中的结构性问题不断凸显。这包括两类问题：一类是产业结构的自然调整，从农业向制造业、从制造业向服务业的转型；另一类是政策和要素扭曲问题下结构失衡和产能过剩问题。在第一类问题上，劳动、资本和土地等要素在农业、工业和服务业间的自然流动，促进经济增长并扩大地区发展差异。严成樾（2016）指出，劳动要素再配置贡献了1978-2013年经济增长的25.37%。但企业从制造业向服务业转型的时机依赖于经济周期的表现（陈漫和张新国，2016）。<sup>⑥</sup>对于第二类问题，张斌和茅锐（2016）量化了政府偏向工业部门的政策对资本回报率和要素配置的影响——当政府增加约10%国民生产总值的工业品需求时，资本真实边际回报率减小0.4个百分点。<sup>⑦</sup>杨其静和吴海军（2016）指出，管制行业的城市土地出让行为受到了抑制，但那些未受管制的产能过剩行业的城市土地出让宗数仍然有增无减，继续深化市场经济改革仍然任重道远。<sup>⑧</sup>邵朝对等（2016）认为，房价对低端劳动者的挤压以及偏向基础设施的土地财政都对中国的产业结构和城市多样化产生了影响。<sup>⑨</sup>

除了产业结构问题外，中国经济还面临着再平衡问题，包括经济增长同债务、收入和环境等方面的相互协调。Zhang（2016）评估了中国经济的再平衡进展以及中长期前景，并发现：（1）外部再平衡取得很大进展，内部再平衡进展程度不一；（2）供给端进步很大，需求端进步一般，信贷端进步有限；（3）收入均等和环境保护方面的再平衡也进展不一，收入中的劳动份额上升，但收入不平等和局部空气污染很严重。<sup>⑩</sup>Lipton（2016）认为尽管中国经济

① 王志高、王如玉、梁琦（2016）：“企业创新成功率与城市规模”，《统计研究》，第7期，第55-63页。

② 蔡晓慧、茹玉骢（2016）：“地方政府基础设施投资会抑制企业技术创新吗？——基于中国制造业企业数据的经验研究”，《管理世界》，第11期，第32-52页。

③ 王海成、吕铁（2016）：“知识产权司法保护与企业创新”，《管理世界》，第10期，第118-133页；潘越、潘健平、戴亦一（2016）：“专利侵权诉讼与企业创新”，《金融研究》，第8期，第191-206页。

④ 阮建青、王凌、李垚（2016）：“创新差异的基因解释”，《管理世界》，第6期，第107-117、187-188页。

⑤ 肖利平、谢丹阳（2016）：“国外技术引进与本土创新增长：互补还是替代——基于异质吸收能力的视角”，《中国工业经济》，第9期，第75-92页。

⑥ 陈漫、张新国（2016）：“经济周期下的中国制造企业服务转型：嵌入还是混入”，《中国工业经济》，第8期，第93-109页。

⑦ 张斌、茅锐（2016）：“工业赶超与经济结构失衡”，《中国社会科学》，第3期，第80-98、206页。

⑧ 杨其静、吴海军（2016）：“产能过剩、中央管制与地方政府反应”，《世界经济》，第11期，第126-146页。

⑨ 邵朝对、苏丹妮、邓宏图（2016）：“房价、土地财政与城市集聚特征：中国式城市发展之路”，《管理世界》，第2期，第19-31、187页。

⑩ Zhang, L. (2016). “Rebalancing in China—Progress and Prospects”. <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=44225.0>.



增长仍强劲,但企业债务高企形势严峻,需要解决债务和公司治理等问题。<sup>①</sup>

## (二) 所有制差异和金融市场问题

所有制差异。总体上看,文献研究发现国有企业拥有较高的信贷支持和财务杠杆率(Zhang & Zhang, 2016<sup>②</sup>),对部分“僵尸”(申广军, 2016<sup>③</sup>)国企的偏向性政策和对非国企的扭曲管制恶化了资源配置的效率(王永进和刘灿雷, 2016; 张天华和张少华, 2016<sup>④</sup>),阻碍了技术进步和经济增长(胡永刚和石崇, 2016; 王永进和刘灿雷, 2016<sup>⑤</sup>)。尤其是,这种政策偏向不仅体现在国内企业上,还延伸至跨国有企业。徐思远和洪占卿(2016)基于中国省际面板数据发现,金融发展规模加强了国有企业比重对技术进步的正向影响和对技术效率的负向作用。<sup>⑥</sup>

具体来看,胡永刚和石崇(2016)基于两部门企业家选择和才能配置模型,量化了非国有企业管制对经济增长的影响——给定寻租回报,管制程度下降0.1个单位,经济增长率平均上升0.72个百分点。<sup>⑦</sup>在影响渠道上,张天华和张少华(2016)指出,产出扭曲和大型企业是国企偏向性政策影响资源配置效率和经济增长的主要渠道。<sup>⑧</sup>Ma et al. (2016)则从国有企业兼并后长期经济表现提升更大的视角间接指出国企和非国企的效率差异。<sup>⑨</sup>钟宁桦等(2016)在对国有企业和非国有企业经营效率的对比中得出不同的结论。<sup>⑩</sup>通过从国有企业和非国有企业的盈利能力、经营风险、偿债能力等方面对比,发现国有企业虽有明显的资源和融资优势,但是在盈利能力和经营效率上并不及非国有企业。

① Lipton, D. (2016). "Rebalancing China: International Lessons in Corporate Debt". <http://www.imf.org/external/np/speeches/2016/061016.htm>.

② Zhang, R. & Zhang, X. (2016). Capital Structure Premium in Multinational SOEs: Evidence from China. *Review of Development Economics*, 20 (1), 283 - 293.

③ 申广军(2016):“比较优势与僵尸企业:基于新结构经济学视角的研究”,《管理世界》,第12期,第13-24页。

④ 王永进、刘灿雷(2016):“国有企业上游垄断阻碍了中国的经济增长?——基于制造业数据的微观考察”,《管理世界》,第6期,第10-21、187页;张天华、张少华(2016):“偏向性政策、资源配置与国有企业效率”,《经济研究》,第2期,第126-139页。

⑤ 胡永刚、石崇(2016):“扭曲、企业家精神与中国经济增长”,《经济研究》,第7期,第87-101页;王永进、刘灿雷(2016):“国有企业上游垄断阻碍了中国的经济增长?——基于制造业数据的微观考察”,《管理世界》,第6期,第10-21、187页。

⑥ 徐思远、洪占卿(2016):“信贷歧视下的金融发展与效率拖累”,《金融研究》,第5期,第51-64页。

⑦ 胡永刚、石崇(2016):“扭曲、企业家精神与中国经济增长”,《经济研究》,第7期,第87-101页。

⑧ 张天华、张少华(2016):“偏向性政策、资源配置与国有企业效率”,《经济研究》,第2期,第126-139页。

⑨ Ma, M., Sun, X., Waisman, M. & Zhu, Y. (2016). State ownership and market liberalization: Evidence from China's domestic M&A market. *Journal of International Money and Finance*, 69, 205 - 223.

⑩ 钟宁桦、刘志阔、何嘉鑫、苏楚林(2016):“中国企业债务的结构性问题”,《经济研究》,第7期,第102-117页。

然而也有研究指出,国有企业并非一无是处。周铭山和张倩倩(2016)认为,国有企业高管政治晋升激励机制促进了创新。<sup>①</sup> 谢莉娟和王诗椅(2016)在区分行业差别的前提下,比较国有企业和其他所有制企业在效率上的差别。<sup>②</sup> 作者将样本行业区分为制造业、批发业和零售业。用代表盈利能力、经营效率等财务指标代表企业的财务效率。用数据包络分析(DEA)的Malmquist指数进行企业全要素生产率的测算与比较。从而发现,在商品流通领域,国有批发业的全要素生产率略低于零售业,但拥有更优的盈利状况。在批发行业中,国有企业效率优势突出,高于私营和外资企业。在零售行业,国有企业表现为“低占比”和“高效率”。另外,在批发行业中,国有企业表现出“高占比”和“高效率”。通过进一步的效率分解可以发现,国有批发企业的全要素生产率主要来源于技术效率。

关于2016年民间投资增速严重下滑,刘树成(2016)认为投资的盈利预期不振、前景迷茫是关键因素,<sup>③</sup> 而何帆和朱鹤(2016)则认为制度缺陷、挤出效应及预期恶化均无法完全解释这一想象。他们通过对民间投资主体进行拆分,发现民间投资的“失速”可能来自于纯民间投资主体转向混合民间投资主体的转变,国有资本扩张和农产品价格大幅下跌在其中扮演了重要角色。<sup>④</sup>

金融市场问题。发达国家的发展经验表明:金融发展程度和一国的宏观经济密切相关,对中国来说也是如此。但不少研究指出,中国的金融市场发展程度落后于经济发展情况,金融市场的扭曲甚至在一定程度上阻碍了中国经济增长潜力的进一步释放。Yu & Lu (2016)还发现,金融危机后由于资本效率和企业利润率恶化,以及融资成本增加导致中国非金融企业债务迅速增加,并进一步威胁了中国金融系统的稳定性。<sup>⑤</sup> 2016年,文献中关于中国金融市场和宏观经济增长的研究可以分为以下四类。

第一类为关于金融市场对宏观经济影响的研究。这类研究讨论了金融发展对技术创新、资本配置效率、实业投资率和经济增长等方面宏观表现的影响。具体来看,张一林等(2016)指出,由于技术创新存在较大的不确定性,因而更适于从高风险、高回报的股权融资获得金融支持;而银行体系需要通过资产抵押克服信用风险,故不适于缺乏抵押物的创新企业。<sup>⑥</sup> 陈创练等(2016)认为,国内金融市场的发展程度影响国内和国际资本对资本配置效率和经济增长的效果。<sup>⑦</sup> 当国内金融市场发展较为完善时,国内资本的增长有助于行业资

① 周铭山、张倩倩(2016):“‘面子工程’还是‘真才实干’?——基于政治晋升激励下的国有企业创新研究”,《管理世界》,第12期,第116-132页。

② 谢莉娟、王诗椅(2016):“国有资本应该退出竞争性领域吗——基于行业比较与批发业效率机制的分析”,《财贸经济》,第2期,第127-144页。

③ 刘树成(2016):“民间投资增速严重下滑与宏观经济波动”,《中国工业经济》,第11期,第5-12页。

④ 何帆、朱鹤(2016):“‘消失’的民间投资——2016年民间固定资产投资同比快速下滑原因分析”,《国际经济评论》,第6期,第31-46、5页。

⑤ Yu, Y. & Lu, T. (2016). China's Nonfinancial Corporate Debt Dynamics. *China and World Economy*, 24(1), 1-17.

⑥ 张一林、龚强、荣昭(2016):“技术创新、股权融资与金融结构转型”,《管理世界》,第11期,第65-80页。

⑦ 陈创练、庄泽海、林玉婷(2016):“金融发展对工业行业资本配置效率的影响”,《中国工业经济》,第11期,第22-38页。

本配置效率的提升。马勇等(2016)及陈雨露等(2016)均认为,金融杠杆或金融周期波动时不利于经济增长和金融稳定。<sup>①</sup> 罗来军等(2016)从银行融资的角度解释了不同所有制企业引发的市场扭曲差异和利润迷失问题——除民营企业外,企业利润对企业发展普遍没有起到显著作用。作者发现国有企业银行融资会引发较为严重的冷性市场扭曲行为(上游企业经营业务缩减随后带来的一系列经济表现)。<sup>②</sup> 张成思和张步县(2016)认为,非金融企业通过金融渠道获利以及金融资产的风险收益错配导致了实业投资率的下降。<sup>③</sup>

第二类为利率市场化研究。利率市场化是中国金融市场改革的重要方面。田国强等(2016)从存款保险制度视角,分析了利率市场化如何稳定取款预期、避免银行挤兑。<sup>④</sup> 彭建刚等(2016)则探讨了利率市场化和商业银行利差间的关系,表明利率市场化将导致商业银行利差先增后减。<sup>⑤</sup> 纪洋等(2016)指出,中国存在正规和非正规两个金融市场,因而在推动利率市场化时要同步推动价格和数量的双重改革。<sup>⑥</sup> 价格改革有利于放松正规利率被压低的扭曲,而数量改革能减轻企业融资歧视。具体而言,金融市场化改革将推高正规金融市场融资成本3.01-3.69个百分点,而降低非正规金融市场利率0.85-1.19个百分点。

第三类为影子银行方面的研究。金融危机以来,中国的金融市场有两个独特的现象,一个是互联网金融的蓬勃发展,另一个则是影子银行业务的异军突起。狭义的互联网金融包括第三方支付、P2P网络贷款和众筹融资、电商金融、互联网理财和网络虚拟货币等。广义的互联网金融则指所有涉及金融业务的互联网经营模式(李克穆,2016)<sup>⑦</sup>。当前,互联网金融存在技术、业务、法律、监管和易扩散及放大五类风险。

委托贷款是中国影子银行的独特现象。Chen et al. (2016)发现,在金融危机过后的紧缩性货币政策时期,委托贷款迅速发展,银行在其中扮演了重要角色。<sup>⑧</sup> 大部分的影子贷款通过非国有银行流入高风险行业,如果缺乏适当的管制,这将最终阻碍经济由投资导向型增长向平衡增长的转型。此外,经济下行时,影子银行体系风险将增加(胡利琴等,2016),<sup>⑨</sup>

① 马勇、田拓、阮卓阳、朱军军(2016):“金融杠杆、经济增长与金融稳定”,《金融研究》,第6期,第37-51页;陈雨露、马勇、阮卓阳(2016):“金融周期和金融波动如何影响经济增长与金融稳定?”,《金融研究》,第2期,第1-22页。

② 罗来军、蒋承、王亚章(2016):“融资歧视、市场扭曲与利润迷失——兼议虚拟经济对实体经济的影响”,《经济研究》,第4期,第74-88页。

③ 张成思、张步县(2016):“中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角”,《经济研究》,第12期,第32-46页。

④ 田国强、赵禹朴、官汝凯(2016):“利率市场化、存款保险制度与银行挤兑”,《经济研究》,第3期,第96-109页。

⑤ 彭建刚、王舒军、关天宇(2016):“利率市场化导致商业银行利差缩窄吗?——来自中国银行业的经验证据”,《金融研究》,第7期,第48-63页。

⑥ 纪洋、谭语嫣、黄益平(2016):“金融双轨制与利率市场化”,《经济研究》,第6期,第45-57页。

⑦ 李克穆(2016):“互联网金融的创新与风险”,《管理世界》,第2期,第42737页。

⑧ Chen, K., Ren, J. & Zha, T. (2016). “Unintended consequences of monetary and regulatory policies on banks’ risk-taking behaviour: A closer examination of China’s shadow banking”. <http://www.voxeu.org/article/causes-and-consequences-china-s-shadow-banking>.

⑨ 胡利琴、陈锐、班若愚(2016):“货币政策、影子银行发展与风险承担渠道的非对称效应分析”,《金融研究》,第2期,第154-162页。

从而加大中国金融系统的脆弱性(林琳等, 2016)<sup>①</sup>。尽管影子银行体系存在一系列问题, 胡志鹏(2016)则表明特定时期“影子银行”的发展有助于产出、投资和消费的提高。<sup>②</sup>

第四类为中国私人部门的债务问题研究。中国债务问题近年来一直是市场和学界的关注焦点, 2016年各方对此问题的讨论仍在继续。对中国债务问题的担心, 主要源于金融危机后中国信贷的高速增长。为应对金融危机中萎靡的外需和降低金融危机对中国经济发展的冲击, 中国政府于2009年出台了大规模的刺激政策。在随后的6年中, 年均信贷增速为20%, 远高于名义GDP增速(张前程和杨光, 2016)。<sup>③</sup>其中, 非金融部门的信贷增速最快。包括地方政府投融资平台在内, 企业部门的信贷/GDP从150%升至200%以上, 远超金融危机前水平(Daniel, 2016)。<sup>④</sup>在信贷规模高企的同时, 信贷歧视和政府在企业融资过程中的隐性担保作用同样是2016年的研究热点。

钟宁桦等(2016)发现, 信贷歧视在去杠杆政策下表现得更为严重。在去杠杆政策下, 社会资金更向国有、大型和上市企业集中, 中小企业、非上市民营公司的融资环境变得更加严峻。但在企业的经营效率上, 融资优势大的国有企业并未表现出更高的盈利能力和更好的经营风险管理, 反而是非国有公司的表现更加优秀。<sup>⑤</sup>

刘骥和卢亚娟(2016)阐述了金融危机后地方政府争相设立平台、银行争相贷款给平台的“双羊群效应”。<sup>⑥</sup>对于地方政府而言, 设立平台公司的目的在于增加融资渠道, 解决地方政府财权与事权不匹配的矛盾。对于银行来说, 融资平台的企业信用与政府信用捆绑, 因此那些笃信“地方政府不会违约”的银行将投向地方政府融资平台的贷款视为优质资产。如果仅考虑当下, 二者行为符合利益最大化的标准——政府是政绩优先的, 因此希望获得更多的财权与事权相匹配; 银行是对风险利润综合考量。从信贷历史看, 政府背景的企业出险概率最小, 却是缺乏效率的, 融资平台的双重信用属性难以厘清, 导致内部治理失范、资产管理无序及人力资本低效, 从而加剧了平台债务风险爆发的可能性。

无担保城投债背后存在政府的隐性担保(罗荣华和刘劲劲, 2016)<sup>⑦</sup>。就发行城投债的地方政府投融资平台而言, 无担保城投债的发行利差与第三方担保城投债无显著差异。这表明, 市场认为无担保城投债背后存在政府的隐性担保。此外, 发债公司的资产负债表信息不会影响债券定价, 体现了城投公司形似“公司”实为“融资工具”的现实特点。真正影响城投债

① 林琳、曹勇、肖寒(2016): “中国式影子银行下的金融系统脆弱性”, 《经济学(季刊)》, 第3期, 第1113-1136页。

② 胡志鹏(2016): “‘影子银行’对中国主要经济变量的影响”, 《世界经济》, 第1期, 第152-170页。

③ 张前程、杨光(2016): “产能利用、信贷扩张与投资行为——理论模型与经验分析”, 《经济学(季刊)》, 第4期, 第1507-1532页。

④ Daniel, J. (2016). “Debt-Equity Conversions and NPL Securitization in China—Some Initial Considerations” <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=43876>.

⑤ 钟宁桦、刘志阔、何嘉鑫、苏楚林(2016): “中国企业债务的结构性问题”, 《经济研究》, 第7期, 第102-117页。

⑥ 刘骥、卢亚娟(2016): “转型期地方政府投融资平台债务风险分析与评价”, 《财贸经济》, 第5期, 第48-59期。

⑦ 罗荣华、刘劲劲(2016): 地方政府的隐性担保真的有效吗? ——基于城投债发行定价的检验, 《金融研究》, 第4期, 第83-98页。

定价的是地方政府的财力状况和宏观环境、债券特征和发行人规模。地方政府的财力状况越好,政府的担保意愿和担保能力就越强,使得地方政府的整体担保水平上升,明显降低城投债的信用违约风险,进而拉低城投债的发行利差。由此可见,相较于政府的显性担保,政府隐性担保同时受到担保能力和担保意愿两条途径的共同作用。不同于第三方担保城投债,市场对于无担保城投债背后的政府隐性担保,既会评估其可能性(地方政府的担保意愿),也会考量其救助力度(地方政府的担保能力)。王永钦等(2016)从收益率差异视角发现了地方政府债务的隐性担保。<sup>①</sup> 地方政府债务的违约风险并没有在城投债的收益率价差中得到反映,而中国的整体违约风险则在其中得到了有效的定价,整体违约风险价差在2012年后大幅飙升。这表明,中国的地方政府债务存在普遍的软预算约束问题。

### (三) 中国的货币、财政、宏观审慎和产业政策及其经济影响

宏观政策是政府干预经济的主要工具之一,它对市场分割、产业升级和经济增长具有十分重要的影响(Brandt & Thun, 2016)。<sup>②</sup> 因此,本节将对2016年文献中关于货币、财政、宏观审慎和产业政策的研究进行综述。总体上,中国的宏观政策主体经历了从行政性干预到市场化调控为主的转变(马文涛等,2016)。<sup>③</sup>

货币政策。公开市场操作、定向降准、再贷款等是央行管理经济发展所采用的主要货币政策工具。1992-2012年,中国主要采用了被动型的货币政策和财政政策,有效控制了政府债务,但容易滋生通胀、导致经济泡沫(马勇,2016)。<sup>④</sup> 货币政策通过影响企业的运营成本和金融市场操作,进而有效地应对外生冲击对经济的影响(彭俞超和方意,2016)。<sup>⑤</sup> 但是,当前中国货币政策体系面临多元化目标取舍,数量和价格目标的平衡,长短期政策工具配合,调控时机、力度和模式选择,传导机制复杂化等方面的问题(潘敏,2016)。<sup>⑥</sup>

财政政策在中国这样一个从计划经济向市场经济转型的国家扮演了极其重要的角色。2016年关于财政政策的研究主要集中在四个方面——财政政策的经济影响、中央和地方财政分权制度、税收政策和土地财政。

财政政策的经济影响。首先,政府投资支出扩张导致了上游企业产能的过度扩张,使得

① 王永钦、陈映辉、杜巨澜(2016):“软预算约束与中国地方政府债务违约风险:来自金融市场的证据”,《经济研究》,第11期,第96-109页。

② Brandt, L. & Thun, E. (2016). Constructing a Ladder for Growth: Policy, Markets, and Industrial Upgrading in China. *World Development*, 80, 78-95.

③ 马文涛、冯根福、李成、魏福成(2016):“宏观政策转型、行政性干预调整与通胀预期管理”,《经济研究》,第4期,第30-46页。

④ 马勇(2016):“中国的货币财政政策组合范式及其稳定效应研究”,《经济学(季刊)》,第1期,第173-196页。

⑤ 彭俞超、方意(2016):“结构性货币政策、产业结构升级与经济稳定”,《经济研究》,第7期,第29-42、86页。

⑥ 潘敏(2016):“经济发展新常态下完善中国货币政策体系面临的挑战”,《金融研究》,第2期,第106-112页。

当财政政策收缩时上游部门产能过剩（郭长林，2016）。<sup>①</sup>其次，财政政策是否有利于经济增长的命题依然争议不断。一方面，Hsieh et al.（2016）认为，中国政府2009-2010年采取的四万亿财政刺激政策导致国内生产总值和生产率长期下降。<sup>②</sup>刘明（2016）认为，财政转移支付会恶化地方治理水平，不利于地方经济增长。<sup>③</sup>吕炜、高帅雄和周潮（2016）则指出政府投资建设性支出扩张会导致上游国有企业的杠杆率水平迅速提升。<sup>④</sup>另一方面，马光荣等（2016）则基于1997-2009年县级层面数据和断点回归方法指出一般和专项转移支付均有利于地区经济增长，且专项转移支付作用更大。<sup>⑤</sup>而严成樑和徐翔（2016）认为，生产性财政支出有利于结构转型，而福利性财政支出则有抑制作用。<sup>⑥</sup>最后，金融市场可能会影响财政政策对经济增长和居民消费的影响（薛立国等，2016；郭长林，2016），<sup>⑦</sup>甚至带来区域性金融风险（何德旭和苗文龙，2016）<sup>⑧</sup>。

中央和地方财政分权制度。改革开放初期，中国首先采用的是“财政承包体制”。然而随着中央财政危机问题的逐步暴露，中央和地方财政分税制改革拉开帷幕。1994年以后，中国延续了中央和地方分税的体制，同时在财政政策的实施上表现出了明显的“逆经济周期”（杨子晖等，2016；王瑞民等，2016）和“支出驱动收入”（杨子晖等，2016）的特点。<sup>⑨</sup>

中央和地方财政分权制度及其影响。在分税制下，中央的资产性补贴、预算外收入和债务成为地方政府发展经济、赢得晋升锦标赛的主要手段。这一方面会造成过度举债，另一方面也会影响企业的融资约束（陈工和陈明利，2016）<sup>⑩</sup>。为防控区域性金融风险，解决过度举债问题，政府还应在“减少隐性补贴、增加预算约束”上继续发力（姜子叶和胡育蓉，2016）。<sup>⑪</sup>Lipton（2016）认为中国需要在平衡财政预算、纠正价格扭曲、高效使用国有资产

① 郭长林（2016）：“被遗忘的总供给：财政政策扩张一定会导致通货膨胀吗？”，《经济研究》，第2期，第30-41页。

② Bai, C., Hsieh, C. & Song, Z. (2016). The Long Shadow of China's Fiscal Expansion. *Brookings Papers on Economic Activity*, 47 (2), 129-181.

③ 刘明（2016）：“财政转移支付、地方政府治理和制造业增长”，《南方经济》，第2期，第1-12页。

④ 吕炜、高帅雄（2016）：“房价波动、土地财政与中国宏观经济”，《经济社会体制比较》，第4期，第54-67页。

⑤ 马光荣、郭庆旺、刘畅（2016）：“财政转移支付结构与地区经济增长”，《中国社会科学》，第9期，第105-125、207-208页。

⑥ 严成樑、徐翔（2016）：“生产性财政支出与结构转型”，《金融研究》，第9期，第99-114页。

⑦ 薛立国、杜亚斌、张润驰、徐源浩（2016）：“财政政策对宏观经济波动的影响研究——基于金融加速器模型的分析”，《国际金融研究》，第10期，第15-27页；郭长林（2016）：“财政政策扩张、纵向产业结构与中国产能利用率”，《管理世界》，第10期，第13-33页。

⑧ 何德旭、苗文龙（2016）：“财政分权是否影响金融分权——基于省际分权数据空间效应的比较分析”，《经济研究》，第2期，第42-55页。

⑨ 杨子晖、赵永亮、汪林、（2016）：“财政收支关系与赤字的可持续性——基于门槛非对称性的实证研究”，《中国社会科学》，第2期，第37-58、205-206页；王瑞民、陶然、刘明兴（2016）：“中国地方财政体制演变的逻辑与转型”，《国际经济评论》，第2期，第101-126、6-7页。

⑩ 陈工、陈明利（2016）：“财政分权是否缓解了地方上市公司的融资约束？”，《经济社会体制比较》，第2期，第11-25页。

⑪ 姜子叶、胡育蓉（2016）：“财政分权、预算软约束与地方政府债务”，《金融研究》，第2期，第198-206页。

和再平衡四个方面继续推进财政政策改革。<sup>①</sup>

税收政策。理论层面上,程宇丹和龚六堂(2016)指出,在分税制框架下,消费税是地方政府的最优税收方式。<sup>②</sup>在实证层面,柳光强(2016)认为税收优惠和财政补贴对不同产业和不同目标的激励效应存在差异。因而在实施财政政策干预宏观经济时,需要考虑行业和目标的不同。<sup>③</sup>贾俊雪和应世为(2016)进一步指出,税收激励在不同所有制企业间也存在差异。民营企业面临的有效税率最高。<sup>④</sup>对于增值税改革,倪红福等(2016)和申广军等(2016)分析了税收政策的价格和收入效应以及对企业生产行为的影响。<sup>⑤</sup>“营改增”不仅有利于城镇家庭税负的下降(Brondolo & Zhang, 2016; 倪红福等, 2016)<sup>⑥</sup>,还刺激了企业的固定资产投资和供给效率的提升(申广军等, 2016)。但企业间有效增值税税率的差异也可能带来资源配置扭曲(蒋为, 2016)<sup>⑦</sup>。

土地财政。在分税制框架下,地方政府的财税收入低于其支出,这使得土地交易和税费收入成为地方政府获取财政收入的重要手段。2005年,全国土地财政规模约为6549亿元,到2013年迅速扩张到40838亿元(彭刚和朱莉, 2016)<sup>⑧</sup>。当前,地方政府主要通过挂牌和拍卖两条渠道配置土地资源,具体选择哪条渠道和地方资源禀赋的优劣相关。王媛和杨广亮(2016)认为,政府干预对土地使用效率和当地经济增长作用有限,土地财政和政治变迁、官僚规模相关,而和地方城市建设支出无关(Chen & Kung, 2016)<sup>⑨</sup>,并可能带来财政风险(Jin & Rial, 2016)<sup>⑩</sup>。

宏观审慎政策。上世纪七十年代末,为维护金融体系稳定,国际清算银行提出了“宏观审慎”的概念,力主从宏观而非微观层面对金融系统进行管理,以防止金融体系对经济体系的负面影响。方意(2016a)指出,只有当钉住目标和最终监管对象没有指向性或者指向性一致时,宏观审慎政策才能发挥作用。<sup>⑪</sup>方意(2016b)则从系统性风险传染渠道的角度研究了银行特征、宏观审慎政策和风险传染渠道的关系,并表明在实施宏观审慎政策时应考虑金

① Lipton, D. A. (2016). “Preparing the Ground”. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2016/03/straight.htm>.

② 程宇丹、龚六堂(2016):“财政分权框架下的最优税收结构”,《金融研究》,第5期,第1-18页。

③ 柳光强(2016):“税收优惠、财政补贴政策的激励效应分析”,《管理世界》,第10期,第62-71页。

④ 贾俊雪、应世为(2016):“财政分权与企业税收激励——基于地方政府竞争视角的分析”,《中国工业经济》,第10期,第23-39页。

⑤ 倪红福、龚六堂、王茜萌(2016):“‘营改增’的价格效应和收入分配效应”,《中国工业经济》,第12期,第23-39页;申广军、陈斌开、杨汝岱(2016):“减税能否提振中国经济?——基于中国增值税改革的实证研究”,《经济研究》,第11期,第70-82页。

⑥ Brondolo, J. & Zhang, Z. (2016). Tax Administration Reform in China: Achievements, Challenges, and Reform Priorities. IMF Working Paper No. 16//68.

⑦ 蒋为(2016):“增值税扭曲、生产率分布与资源误置”,《世界经济》,第5期,第54-77页。

⑧ 彭刚、朱莉(2016):“土地财政:核算问题与省际规模估计”,《统计研究》,第10期,第21-30页。

⑨ Chen, T. & Kung, J. (2016). Do land revenue windfalls create a political resource curse? Evidence from China. *Journal of Development Economics*, 123, 86-106.

⑩ Jin, H. & Rial, I. (2016). Regulating Local Government Financing Vehicles and Public-Private Partnerships in China. IMF Working Paper No. 16//187.

⑪ 方意(2016):“宏观审慎政策有效性研究”,《世界经济》,第8期,第25-49页。

融周期和系统性风险类型。<sup>①</sup>

产业政策。产业政策是政府引导微观企业决策的重要工具，但文献对此褒贬不一。宋凌云和王贤彬（2016）认为，产业政策总体上是有利于增长的，但由于政府对不同产业的了解程度不同，因而实施的效果具有明显的差异性。<sup>②</sup> 赵卿（2016）则认为产业政策的正向激励效果存在于长期，短期则存在明显的负面效应。<sup>③</sup> 李文贵和邵毅平（2016）基于中国工业企业数据发现，产业政策可能引导民企国有化，更重要的是尽管这些企业随后获得了更多补贴，但经营效益显著变差。<sup>④</sup> 白让让（2016）利用企业行业数据验证了政府管制效果的短视性。<sup>⑤</sup> 黎文靖和郑曼妮（2016）认为，产业政策仅仅是激励企业为获得补贴而增加创新数量，并不能带来创新质量的提高。<sup>⑥</sup> 此外，高额政府补贴并没有提高企业的风险承担能力，反而可能提高企业退出市场的风险（毛其淋和许家云，2016；许家云和毛其淋，2016）。<sup>⑦</sup>

#### （四）中国经济增长的溢出效应

随着经济体数量的增大，中国对世界经济的影响逐步凸显。金融危机以来，中国经济增速放缓，一度引发了国内外对中国能否继续扮演世界经济增长引擎的担忧。2016年文献中关于中国经济增长溢出效应的研究可分为两类。一类是关于中国经济增长对其它国家的影响，另一类则重点关注2013年习近平主席提出的“一带一路”发展战略的影响。

一方面，中国崛起引发多国担忧。随着中美竞争的激烈化，越来越多人开始担忧“修昔底德陷阱”的印证。中国的崛起使得美欧关系日趋紧张，并使得欧洲国家感到不安（Foot，2016）。<sup>⑧</sup> 随着中国经济增长放缓，中国的地区地位将大大缩减，日本将在中日博弈中获得更多筹码，而中国周边小国和东盟国家受到的中国压力将所有缓和（Glaser & Funaiolo，2015）。<sup>⑨</sup> 然而，中国向生产链上游的攀升有利于低、中等收入国家（Mano，2016）。<sup>⑩</sup>

① 方意（2016）：“系统性风险的传染渠道与度量研究——兼论宏观审慎政策实施”，《管理世界》，第8期，第32-57、187页。

② 宋凌云、王贤彬（2016）：“产业政策的增长效应：存在性与异质性”，《南开经济研究》，第6期，第78-93页。

③ 赵卿（2016）：“国家产业政策、产权性质与公司业绩”，《南方经济》，第3期，第68-85页。

④ 李文贵、邵毅平（2016）：“产业政策与民营企业国有化”，《金融研究》，第9期，第177-192页。

⑤ 白让让（2016）：“竞争驱动、政策干预与产能扩张——兼论‘潮涌现象’的微观机制”，《经济研究》，第11期，第56-69页。

⑥ 黎文靖、郑曼妮（2016）：“实质性创新还是策略性创新？——宏观产业政策对微观企业创新的影响”，《经济研究》，第4期，第60-73页。

⑦ 毛其淋、许家云（2016）：“政府补贴、异质性与企业风险承担”，《经济学（季刊）》，第4期，第1533-1562页；许家云、毛其淋（2016）：“政府补贴、治理环境与中国企业生存”，《世界经济》，第2期，第75-99页。

⑧ Foot, R. (2016). “China’s resurgence and its effects on transatlantic relations”. <http://csis.org/publication/pacnet-17-chinas-resurgence-and-its-effects-transatlantic-relations>.

⑨ Glaser, B. S. & Funaiolo, M. P. (2016). “Geopolitical Consequences of China’s Slowdown”. <http://csis.org/publication/geopolitical-consequences-chinas-slowdown>.

⑩ Mano, R. (2016). Quantifying the Spillovers from China Rebalancing Using a Multi-Sector Ricardian Trade Model. IMF Working Paper No. 16//219.



另一方面,中国经济增速放缓具有全球影响,对东盟国家影响可能最大。Kennedy (2015)认为,人们应该期待而非担忧中国经济的良好表现。<sup>①</sup>中国经济放缓不仅使得美国、澳大利亚、中东等国家的出口下降,同时还可能通过全球债券市场波动对美国等国家的宏观政策造成压力 (Rediker, 2016)。<sup>②</sup> Cashin et al. (2016)量化了中国经济下滑的全球影响:中国GDP增速每下降1个百分点,短期内全球经济增速将下降0.23个百分点。<sup>③</sup> Dizioli et al. (2016)认为中国经济转型对全球影响不大,<sup>④</sup>但对中国的主要贸易伙伴国尤其是大宗商品出口国影响较大等。<sup>⑤</sup> Rafiq (2016)进一步明确中国经济增长降低1%将导致印度尼西亚、马来西亚和泰国增长放缓0.3%,柬埔寨、老挝和越南增长放缓0.2%。<sup>⑥</sup>而 Hsieh & Ossa (2016)基于一个量化贸易模型发现,1995-2007年中国生产率提升对所有样本国家的溢出效应均较小——真实收入的累积影响仅在正负0.2%之间。<sup>⑦</sup>

2013年,习近平主席提出共建“丝绸之路经济带”和“21世纪海上丝绸之路”(简称“一带一路”)的重大倡议。“一带一路”国家战略是中国“十三五”对外发展策略的核心内容,不仅将对沿线国家的经济发展产生重大影响,还可能重塑全球经济和政治关系格局。该倡议是习近平主席的代表性战略规划,其在实施的过程会遇到很多困难和风险,但一旦成功将成为未来十年的重要力量 (Johnson, 2016)。<sup>⑧</sup>面临美国政府的战略挤压,中国政府通过“一带一路”战略重塑地区发展战略和全球秩序设计,并与美国展开地缘政治、地缘经济和国家软实力投射“三重博弈”(信强, 2016)。<sup>⑨</sup>该战略可以通过对外投资和贸易的渠道提高人民币国际化水平 (林乐芬和王少楠, 2016)。<sup>⑩</sup>

① Kennedy, S. (2016). "Economic Consequences of China's Slowdown". <http://csis.org/publication/economic-consequences-chinas-slowdown>.

② Rediker, D. (2016). "Reconciling Hayek's and Keynes' views of recessions". <http://www.iie.com/publications/papers/paper.cfm?ResearchID=2920>.

③ Cashin, P., Mohaddes, K. & Raissi, M. (2016). "China's Slowdown and Global Financial Market Volatility: Is World Growth Losing Out?". <http://www.dallasfed.org/assets/documents/institute/wpapers/2016/0270.pdf>.

④ Dizioli, A., Hunt, B. & Maliszewski, W. (2016). "Spillovers from the Maturing of China's economy". <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=44381.0>.

⑤ Dizioli, A., Guajardo, J., Klyuev, V., Mano, R. & Raissi, M. (2016). "Spillovers from China's Growth Slowdown and Rebalancing to the ASEAN-5 Economies". <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=44179.0>.

⑥ Rafiq, S. (2016). When China Sneezes Does ASEAN Catch a Cold? IMF Working Paper No. 16/214.

⑦ Hsieh, C. & Ossa, R. (2016). A global view of productivity growth in China. *Journal of International Economics*, 102, 209-224.

⑧ Johnson, C. K. (2016). "President Xi Jinping's 'Belt and Road' Initiative". <http://csis.org/publication/president-xi-jinpings-belt-and-road-initiative>.

⑨ 信强 (2016): "三重博弈: 中美关系视角下的'一带一路'战略", 《美国研究》, 第5期, 第19-30、5-6页。

⑩ 林乐芬、王少楠 (2016): "'一带一路'进程中人民币国际化影响因素的实证分析", 《国际金融研究》, 第2期, 第75-83页。

## 四、两大“黑天鹅”事件的经济影响

2016年度,全球宏观经济遭遇了两大“黑天鹅”事件,分别是英国脱欧及特朗普当选美国总统,主要智库对这两大事件的经济影响展开了诸多分析。

### (一) 英国脱欧的经济影响

英国脱欧被视为2016年的重大“黑天鹅”事件,学者们对其经济影响展开了深入分析。首当其冲的是对英国经济的影响。英格兰银行货币政策委员会前成员、彼得森国际经济研究所主席亚当·波森(Adam Posen)指出了英国脱欧的五大风险(Costa, 2016):英国资本市场发展不利、央行货币政策空间缩窄、经济复苏遥遥无期、受反欧洲、反移民情绪误导以及加剧政治风险。<sup>①</sup>英国经济与社会研究所在公投之前召集了多位学者就英国退出欧盟的经济影响进行讨论(Armstrong, 2016),学者们认为脱欧的负面影响主要包括:脱离单一市场将拖累英国生产率的提升和经济增长;<sup>②</sup>伦敦金融城地位的下降使英国失去对国际金融监管规则的发言权;订立新贸易协定的风险较大。国际企业和国际银行可能将其欧洲业务从英国转出;同时,与欧盟再度订立的贸易条约可能不会对英国有利,这也将给英国经济带来负面影响(Wolff, 2016)。<sup>③</sup>在脱欧影响下,英国汽车产量可能大幅下降(Head & Mayer, 2016)。<sup>④</sup>Matthes & Busch (2016)利用后验性模型,全面地量化了经济融合与分化对福利、收入、增长的影响,他们发现,英国退出欧盟会对英国经济造成更高的风险,可能会在长期对英国带来GDP 10%左右的冲击。<sup>⑤</sup>

脱欧对金融业的负面影响。Danielsson (2016)认为,理论上,脱欧给了英国和欧盟一个提高金融市场的弹性、效率和服务质量的机会。<sup>⑥</sup>不幸的是,脱欧带来的金融混乱可能占据上风。随着英国作为最大自由主义加盟国的离去,欧盟可能会大幅提高规则强度,更加关注政治和贸易保护而非效率。这将会导致一个更加多样化和高成本而非更加安全的金融体系。最可能的是,英国的金融规则将因为同时遵守英国和欧盟双重要求而变得十分繁重,伦敦世界金融中心的地位可能逐渐失去。

对于欧盟内部而言,另一个负面影响源自对欧盟未来经济政策制定的掣肘。Djankov

① da Costa, P. N. (2016). "Five Reasons to Fear a Brexit". <http://blogs.piie.com/realtime/?p=5423>.

② Armstrong, A. (2016). NIESR Conference: "Economics of the UK's EU Membership". <http://www.voxeu.org/article/britain-s-eu-membership-alternative-views>.

③ Wolff, G. B. (2016). "The three dangers of Brexit". <http://bruegel.org/2016/05/the-three-dangers-of-brexit/>

④ Head, K. & Mayer, T. (2016). "Reversal of regional trade agreements: Consequences of Brexit and Trumpit for the multinational car industry". <http://voxeu.org/article/consequences-brexit-and-trumpit-multinational-car-industry>.

⑤ Matthes, J. & Busch, B. (2016). "The economic impacts of Brexit: Results from a meta-analysis". <http://voxeu.org/article/meta-analysis-economic-impact-brexit>.

⑥ Danielsson, J., Macrae, R. & Zigrand, J. (2016). "On the financial market consequences of Brexit". <http://www.voxeu.org/article/financial-market-consequences-brexit>.

(2016)认为,脱欧已经对欧盟制定经济政策产生负面影响。西班牙和葡萄牙两国的财政赤字规模未达到欧盟委员会的政策目标,但欧盟委员会却做出决定,对违规的西葡二国免于惩罚。<sup>①</sup> 欧盟委员会的这一决定背后暗含着对脱欧风潮扩大化的担忧。Wolff (2016)也表示了这种担忧,脱离欧盟的决议将会激化其他欧洲国家的民粹主义情绪。与欧盟谈判,以达成一种责任减少而利益不变的特殊关系的需求将会增长。

脱欧事件的溢出效应也较大,特别是对新兴市场国家而言。Eichengreen et al. (2016)比较了英国脱欧公投和美联储2013年“缩减购债恐慌”对新兴市场影响的差异。从股票和外汇市场这一金融渠道来看,新兴市场受到了英国脱欧的强烈负面影响,这种影响实际上超过了“缩减恐慌”的影响。然而,“缩减恐慌”的负面影响渠道主要集中于金融市场,但是脱欧的影响则具有实体和金融双重渠道的特征。新兴市场中,主要出口欧盟市场的国家受影响最为严重。欧盟内的新兴国家与英国及其他欧洲国家的贸易往来更为频繁,它们受到的负面冲击更大,且与欧盟贸易比与英国贸易的影响更大。对于新兴市场整体而言,欧洲前景与英国前景的影响差异不大,但是对于欧盟内的新兴国家而言,欧盟市场在规模上比英国重要得多,脱欧事件给欧盟带来的负面影响比英国的直接影响更重要。

脱欧事件对中国的影响。García-Herrero & Xu (2016)采用情景模拟法,分析英国脱欧对中国的短期和长期影响。<sup>②</sup> 在当前欧盟不发生重大变化的情形下,中国与欧盟以及英国的短期贸易和学生交流不会受到脱欧的影响。但是,中国与欧盟自由贸易区谈判进程将会放缓,中国对英国的投资以及伦敦作为欧盟最重要离岸人民币中心的地位将会下降。

## (二) 特朗普当选美国总统的经济影响

特朗普当选美国总统是2016年的又一个重大的黑天鹅事件。特朗普当选对美国和世界的影响是广泛的,在经济议题上,目前的关注主要集中于贸易政策、货币政策以及美国在国际经济事务的领导地位上。

贸易政策是智库研究关注最为集中的领域。多数学者认为,特朗普在竞选中宣称的贸易政策对美国不利。Jensen (2016)指出,即将上任的特朗普政府正在寻找办法惩罚那些将工作外包到海外的公司,并且似乎正在考虑增加进口商品的关税。但是这一做法行不通,因为进口企业和出口企业可能是同一批企业,因此征收关税很难在不影响美国出口商的同时惩罚进口商。<sup>③</sup> Schneider-Petsinger (2016)认为,特朗普的贸易政策在实践中可能并不如他在竞选演讲中所宣称的那样激进,他的当选为解决当前全球贸易体系的缺陷提供了机会,与其担心特朗普可能打破全球贸易体系,不如把这视为重塑现有贸易体系的机会。<sup>④</sup>

第二个关注点是对美联储货币政策的影响。White (2016)认为,作为总统,特朗普有权

① Djankov, S. (2016). "Brexit, Spanish Elections Loosen Fiscal Discipline in the Eurozone". <https://pie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/brexit-spanish-elections-loosen-fiscal-discipline-eurozone>.

② García-Herrer, A. & Xu, J. (2016), Assessing China's post-Brexit, Globalization Strategy.

③ J. Bradford Jensen. (2016). "Importers are Exporters; Tariffs Would Hurt Our Most Competitive Firms". <https://pie.com/blogs/trade-investment-policy-watch/importers-are-exporters-tariffs-would-hurt-our-most-competitive>.

④ Schneider-Petsinger. (2016). "Beneath the Bluster, Trump Offers the Chance to Rethink Trade". <https://www.chathamhouse.org/expert/comment/beneath-bluster-trump-offers-chance-rethink-trade>.

立即任命两名新成员进入美联储董事会。<sup>①</sup> 目前美联储公开市场委员会现有的五名董事会成员和五名美联储地方分行行长基本都强烈支持抑制通胀。因此，特朗普政府委任的新成员将有望为公开市场委员会带来更加温和的声音，从而改变投票的格局。特朗普还可能支持国会加强对美联储货币政策的监管，从而降低美联储的独立性。

第三个关注点是特朗普的一些竞选承诺是否会影响美国在国际经济事务中的领导地位，受到广泛关注的是美国退出《跨太平洋伙伴关系协定》(TPP)和重谈《北美自由贸易协定》(NAFTA)。Alden (2016) 认为在美国贸易政策是否出现倒退的问题上，未知数大于已知数。<sup>②</sup> 对 TPP 和 NAFTA 的否定是特朗普贸易政策的核心，但是对于是否有好的替代，则存在着较大的不确定性。Goodman (2016) 认为，退出 TPP 会对美国的利益带来沉重的打击。<sup>③</sup> 高标准的 TPP 会给美国带来重要的经济和战略利益，包括数字经济，劳工和环境标准以及国有企业。Bandow (2016) 也认为 TPP 协定对于美国在亚太地区国际贸易体系中保持领导地位至关重要，如果特朗普一意孤行要取消 TPP，那等于把美国在亚太经济事务上的领导地位让给中国。<sup>④</sup> Niblett (2016) 认为，英国脱欧公投的结果和美国继任总统特朗普的确定，标志着这两个国家开始放弃自由经济，意味着英美对世界经济领导地位的终结。<sup>⑤</sup>

## 五、总结

综述从主要发达经济体的政策及溢出效应、新兴市场经济表现及其溢出效应、中国经济问题及其溢出效应和两大“黑天鹅”事件四个方面分析和评述了 2016 年全球宏观经济领域的主要文献，并进一步将这三大主题和一个专题划分为 13 个子话题，深入解析 2016 年全球宏观经济研究的重点内容和主要观点。这 13 个子话题的主要研究结论如下。

(1) 主要发达经济体货币政策发生变化，一方面美国依然在货币政策正常化的道路上，另一方面欧洲货币政策与美国背离。

(2) 金融危机之后，财政政策已经变成刺激经济的主要政策，尤其是美国和欧盟财政政策对经济的贡献也越来越大。

(3) 发达国家经济政策对新兴市场国家具有明显的溢出效应，美国加息等外部环境的变化给许多新兴市场国家带来压力。

(4) 新兴市场经济增速的下滑不是某一个国家的特别现象，而是大范围的，尤其是大型新兴市场国家面临的问题。新兴市场还面临着资本流入减少、主权债务扩大、货币疲软、大宗商品价格下降等一系列问题。

① White, L. H. (2016). "What Will Donald Trump's Presidency Mean for the Federal Reserve?" <https://www.cato.org/blog/what-will-donald-trumps-presidency-mean-federal-reserve>.

② Alden, E. (2016). "Trump and U. S. Trade Policy: What's Known is Scary, What's Not May be Worse". CFR Institute. <http://blogs.cfr.org/renewing-america/2016/09/27/a-winning-trade-policy-for-the-united-states/>.

③ Goodman, M. P. (2016). "Change". [https://csis-prod.s3.amazonaws.com/s3fs-public/publication/161123\\_Global\\_Economics\\_Monthly\\_Volume\\_V\\_Issue\\_11\\_November\\_2016.pdf](https://csis-prod.s3.amazonaws.com/s3fs-public/publication/161123_Global_Economics_Monthly_Volume_V_Issue_11_November_2016.pdf).

④ Bandow, D. (2016). "Donald Trump's Foolish Plan to Hand Asian Economic Leadership to China" <https://www.cato.org/publications/commentary/donald-trumps-foolish-plan-hand-asian-economic-leadership-chin>.

⑤ Niblett, R. (2016). "The Demise of Anglo-American Economic Leadership". <https://www.chathamhouse.org/expert/comment/demise-anglo-american-economic-leadership>.



(5) 新兴市场经济增长放缓的原因包括外因和内因。外因包括疲软的国际贸易、较低的大宗商品价格和不确定的金融环境。内因包括生产率增速平稳下滑, 信贷波动上升, 政策不确定性以及财政政策、货币政策受到约束。

(6) 在开放条件下, 新兴市场国家需要同时采取周期性和结构性政策应对增长放缓, 同时加强国际政策协调。

(7) 新兴经济体未来面临三方面的风险: 经济放缓叠加外债风险; 经济放缓叠加金融危机风险; 经济放缓叠加全球资本流动的不确定性。

(8) 2016年关于中国经济增长潜力的研究看法不一, 大部分认为中国经济增速将会减慢。此外, 中国经济还面临结构失衡和产能过剩问题。

(9) 中国经济依然存在所有制歧视和金融市场发展滞后问题。对国有企业的偏向性政策和对非国有企业管制的扭曲恶化了资源配置的效率; 影子银行和私人部门债务问题依然不可忽视。

(10) 货币、财政、宏观审慎和产业政策是中国政府干预经济的主要工具, 其中财政政策的作用极其重要。

(11) 中国对全球经济发展和政策制定的影响越来越突出。中国崛起引发许多国家担忧。中国经济增速放缓具有全球影响, 并可能对东盟国家影响较大。中国所倡导的“一带一路”战略可能成为未来十年重要的政治和经济力量。

(12) 英国脱欧对英国经济短期和长期的总体影响是负面的, 对伦敦金融城的地位带来不利影响, 对欧盟经济政策制定造成一定的干扰, 其外溢效应将影响其他国家特别是新兴市场国家。

(13) 新当选美国总统特朗普所宣称的贸易政策可能无法充分施展, 即使施展开来也被普遍认为对美国不利。他有可能改变美联储货币政策走向。他可能削弱美国在国际经济事务中的地位。