



## 学科综述

# 2015 年全球宏观经济学综述

杨盼盼 常殊昱\*

**【内容提要】**2015 年全球宏观经济领域的研究主要集中在以下六个方面。第一, 评估、分析与预测全球经济尤其是主要经济体的中长期潜在经济增速。第二, 分析、预测大宗商品价格的走势及其对宏观经济的影响。第三, 分析国际收支调整的决定因素, 特别是汇率的效应。第四, 分析量化宽松货币政策的效果与作用机制, 预测其未来走向。第五, 分析美联储货币政策正常化对新兴国家的影响, 尤其是对新兴国家资本外流的影响。第六, 分析中国经济增长放缓与未来出路, 包括中国经济增速放缓的原因、未来走势以及走出平台期的出路。

**【关键词】**潜在增长 大宗商品 国际收支 货币政策正常化 新兴市场国家风险 中国经济

2015 年全球宏观领域的主要研究仍然与当年的宏观经济形势密不可分, 主要包括如下方面。其一, 对全球经济增长的关注已经从危机冲击逐步转向中长期增长前景, 对经济潜在增长水平的研究集中出现。其二, 大宗商品价格的持续低迷以及主要大宗商品出口国经济表现持续恶化引发了广泛关注, 本年度研究侧重于对大宗商品价格走势及其经济影响的分析。其三, 主要经济体汇率波动水平上升, 使得汇率对国际收支影响这一传统国际经济学问题重新引发关注, 本年度也有不少研究关注国际收支调整的其他影响因素。其四, 随着美国经济的好转, 美国的货币政策开始正常化, 本年度的关注重点是研究量宽政策的传递机制和效果。其五, 历经 7 年, 美联储加息于 2015 年底“靴子落地”, 由于世界经济的紧密联系, 加息周期开启之时, 很多研究关注加息周期是否会给新兴经济体压力, 这样的压力会产生怎样的影响。其六, 中国经济进入转型期, 转型期经济增速放缓是否意味着衰退, 转型如何展开, 中国经济的一系列转变会对全球经济产生怎样的影响。

本学科综述参考了国外学术期刊 68 份, 国内学术期刊 21 份, 国际知名智库 8 家, 确定本年度全球宏观领域重点研究的主题包括以下 6 个: 中长期增长和潜在产出, 大宗商品的经济学分析, 国际收支调整, 如何评价量化宽松货币政策, 加息周期令新兴市场经济承压, 中国经济的成绩和争议。

---

\* 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助理研究员, pamelapanda@126.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。作者感谢匿名审稿人的建设性意见, 并自负负责。

## 一、中长期增长和潜在产出

全球金融危机已经走过了第七个年头，危机对全球经济的影响深远。2015年，人们对全球经济的担忧从短期剧烈波动逐渐转向中长期增长动力的不足。与之相对应的，学者们越来越关注经济的中长期增长和潜在产出问题。对这一问题的研究可以包括如下三个方面。第一方面是对中长期增长和潜在产出的预测，因为对于经济前景的判断涉及对未来若干年经济增长趋势的判断，所以这一预测十分重要。本年度的研究既有对传统方法的修正和新的预测方法提出，也有对现有预测方法的批评，还有提出新的增长指标以弥补以GDP衡量经济增长的不足。第二方面是对影响经济增长的某一因素进行重点分析，主要分析该因素影响经济增长的渠道和逻辑，并在此基础上提出相应的建议。本年度文献主要关注人口因素、金融因素和债务因素。第三方面是在多重因素中寻找影响潜在产出的最重要因素，基于此，或给出对增长前景的判断，或对提升潜在增长给出建议。此外，本部分还就分析中国潜在增长的研究进行了综述。

从可操作的视角来看，可靠的潜在增长预测和长期增长预测是进行研究和政策制定的基础。因此，对中长期增长和潜在产出的预测十分重要，这是本年度研究的第一方面内容。在金融危机期间估算潜在产出会因受到金融周期变动的影 响而不精确。Bergeret al. (2015)、Blagrove et al. (2015) 通过多重变量滤波 (MVF) 的方式识别金融周期对潜在产出的影响，通过这一方式得出的潜在产出水平更加平稳，更接近于长期产出本身的特征。充分考虑金融周期的影响有助于政策制定者更加客观地看待本国的潜在产出水平，进而能够更好地制定相应的增长政策。<sup>①</sup>

另一个切入点是直接分析产出缺口，即潜在GDP和实际GDP之差，这是衡量经济运行状况非常重要的指标。其中潜在GDP依靠估算得出。Darvas (2015) 通过分析欧盟委员会和国际货币基金组织对产出缺口的修正幅度发现，两个组织在事后对于产出缺口的修正幅度都非常大，因此这些估计可能遗漏了一些重要信息。Darvas指出，产出缺口的调整大小和经常账户余额变动程度之间的相关性很强，需要考虑这一因素的影响。<sup>②</sup>

Mlachila et al. (2015) 提出了一种新的增长测算方法——测算增长质量。考虑到经济增长本身并不意味着社会福利的改善，但对于如何衡量经济增长质量却缺乏正式的量化指标，Mlachila et al. (2015) 提出了一种测算增长质量的新指标，这一指标可以反映增长本身（强度、稳定性和构成）以及其社会效应（健康和教育），这使得指标本身可以直接用于跨国和时序比较，继而有利于进行政策评估。基于93个发展中国家1990~2011年的数据，各国的增长质量在过去二十多年间不断提升，但各国、各地区的差距仍然较大，公共资源投入、健全的制度环境、稳定的宏观经济政策、稳定的政治环境有助于增长质量的提升。<sup>③</sup>

<sup>①</sup> Berger, H., Dowling, T., Lanau, S., Lian, W., Mrkaic, M., Sanjani, M. J. & Rabanal, P. (2015). Steady As She Goes—Estimating Potential during Financial “Booms and Busts”. *IMF Working Paper* 15/233.

<sup>②</sup> Darvas, Z. (2015). Mind the gap (and its revision) <http://bruegel.org/2015/05/mind-the-gap-and-its-revision>.

<sup>③</sup> Mlachila, M., Tapsoba, R. & Tapsoba, S. (2015). Benchmarking growth performance: Quality matters. <http://voxeu.org/article/growth-quality-new-index>.



本年度研究的第二方面从单一因素影响潜在产出的视角切入并基于此对提升潜在产出提出相关建议,主要考察了人力资本和知识因素、人口因素、金融因素和债务因素。

Lucas (2015) 建立了一个模型,通过假定人们可以向更富有能力的人学习,该模型使得人力资本能够解释现有的全部增长。<sup>①</sup> Grossman & Helpman (2015) 从知识积累的角度分析了全球化如何影响增长,全球化有助于提升知识积累和传播的效率,具体有如下渠道:全球化促进了知识的跨境传播;全球化为知识的市场化提供了更为广阔的市场和更充分的竞争;全球化基于比较优势鼓励分工;全球化影响技术扩散的动机。<sup>②</sup>

长期停滞假说为潜在产出下降和长期增长放缓提供了一个合理的解释,即实际利率的持续下降导致充分就业时的实际利率为负。因此,在利率零下限的约束下,货币政策将越来越难以实现充分就业。Gottfries & Teulings (2015) 的研究认为人口因素特别是预期寿命的上升在促使实际利率下降中发挥了重要作用,因此人口因素可被视为长期增长放缓的一个重要因素。具体而言,根据美国、中国、日本和德国这四个世界最大经济体的相关数据,预期寿命的增加并没有导致退休年龄的提高,相反,平均退休年龄甚至出现微小的下降。在其他条件不变的情况下,人们为了满足更长退休时期的消费,将需要更多的储蓄,这将使得长期实际利率下降。Gottfries & Teulings (2015) 生命周期模型的测算表明,平均寿命的增加可能导致期望储蓄存量占 GDP 的比重上升一倍。考虑到这四个经济体占全球 GDP 接近一半,以及许多其他国家也经历了类似的趋势,这种期望储蓄的增加将导致资本成本和实际利率的下降,由此对全球资本市场产生重大影响。资本回报率的下降将会刺激投资,然而,如果投资的利率弹性不够高,投资的刺激可能不足以吸收所有的额外储蓄。额外储蓄的一部分将被更高的资产价格所吸收,特别是较长期和固定收益的资产,例如房地产。因此,人口结构特别是平均寿命的增加是危及货币政策能否实现充分就业的重要原因,并且很可能会进一步推升房价。<sup>③</sup>

Chopra (2015) 认为,金融深化通过影响资本在各部门的分配,从而影响生产率提高和技术创新。Chopra 以亚洲国家为分析样本后发现,亚洲低收入国家通常拥有较多的银行,通过银行体制改革从而激活国内储蓄,降低信贷的成本,促使信贷资源流向生产率较高的部门。亚洲高收入国家应该大力发展国内的资本市场,包括债券市场、股票市场等,降低资本的成本,提高企业的全要素生产率。此外,亚洲发展中国家还应该丰富长期融资和中小企业融资渠道,降低中小企业融资成本;同时应鼓励企业创新活动,为创新活动设立专项的融资部门,使创新而非模仿在经济增长中发挥越来越重要的作用。<sup>④</sup> Cecchetti & Kharroubi (2015) 的研究则指出,金融过度发展可能对经济增长产生负面影响,他们的模型认为高技术人员选择在金融行业工作挤出了实体部门的人力资源,这使得金融的过度发展降低了全要素生产率。<sup>⑤</sup>

张成思和刘贯春(2015)则以一个较为中庸的态度看待金融结构对经济增长的作用,他

① Lucas, R. E. (2015). Human Capital and Growth. *American Economic Review*, 105 (5), 85 - 88.

② Grossman, G. M. & Helpman, E. (2015). Globalization and Growth. *American Economic Review*, 105 (5), 100 - 104.

③ Gottfries, A. & Teulings, C. (2015). Can demography explain secular stagnation? <http://voxeu.org/article/role-demography-explaining-secular-stagnation>.

④ 转引自阿贾·乔普拉、李笑然(2015):“融资如何促进生产率提高”,《国际经济评论》,第3期。

⑤ Cecchetti, S. G. & Kharroubi, E. (2015). Why does financial sector growth crowd out real economic growth? *BIS working paper* 2015490.

们基于金融内生视角,运用新古典经济增长模型,研究最优金融结构形成与经济增长的内在机制及最优金融结构的动态特征(演化轨迹、偏离及恢复)。在此基础上,构建了考察金融结构与经济增长关系的分析框架,并采用1996—2012年间中国的省际面板数据,利用面板分位数技术检验经济增长进程中金融结构的边际效应。最优金融结构内生决定于其要素禀赋结构,而非单纯取决于经济发展阶段,即不存在“银行主导型”和“市场主导型”金融体系孰优孰劣之说。伴随着资本形成,存在最优的金融结构与实体经济相匹配,且在不同经济发展阶段最优金融结构是动态演化的。<sup>①</sup>

Ventura & Voth (2015) 回溯英国工业革命时期的国家债务、税收以及战争情况后发现,债务在促进经济转型中发挥重要作用。他们认为,工业革命时期,金融业的发展受到打压,私人融资渠道不畅,政府的大量举债为企业家提供了大量资金。举债之前,英国的贵族非常富有但缺乏投资渠道,对土地投资的回报仅有2%,但举债之后贵族将注意力转向政府债务,原来依附于土地的劳动力就被释放出来,不断补充到工业部门里,投资于政府债务的贵族也转变为资本家,举债帮助英国促成了工业革命与经济转型。<sup>②</sup>这一事例对当前转型与增长的借鉴意义在于,刺激革命部门的回报率将是经济增长的第一步,政府债务的存在可以帮助剔除那些无效投资。

本年度研究关注的第三个重点是分析影响中长期增长及潜在产出的最重要因素。IMF (2015a) 测算了全球主要经济体的潜在产出水平及其影响因素,研究表明,发达国家和新兴市场国家的潜在产出增速均出现了放缓。对于发达国家而言,这一潜在产出增速的下降早在二十一世纪之初危机爆发之前就已经产生了,危机的爆发使之趋于恶化。对于新兴市场国家而言,潜在产出下降发生在危机爆发之后。中期来看,发达国家潜在产出趋势性下降仍因人口老龄化不可避免,但是危机的冲击逐渐消退,投资和产出逐步回升,这将有助于潜在产出的回升。对于新兴市场国家而言,潜在产出则可能出现进一步的下降,因为人口老龄化、投资增速下降以及全要素生产率的增长放缓这些因素在短期内难以改善。<sup>③</sup>

经历了数十年的高速经济增长之后,亚洲各经济体,尤其是中国经济增长趋于放缓。Ghazanchyan et al. (2015) 考察了亚洲经济增长的驱动力,实证分析了投资、汇率制度、金融危机、资本账户开放度等因素的作用。结果表明,私人 and 公共投资是亚洲经济增长的强劲动力,但海外直接投资与预防金融危机的作用有限。汇率制度的影响并不显著,但某些描述性结论表明弹性汇率促进经济增长。金融危机对资本账户开放程度较高的经济体的阻碍作用更强。<sup>④</sup>

从历史角度研究这一问题是一个新的视角。产出水平在全球的放缓是引发当前担忧的一个重要原因,不过这一情况是否是这次危机之后出现的? Eichengreen et al. (2015) 的研究表明,从历史的角度来看可能并非如此。根据他们对于20世纪五十年代以来世界各国全要素生

① 张成思、刘贯春(2015):“经济增长进程中金融结构的边际效应演化分析”,《经济研究》,第12期,第84-99页。

② Ventura, J. & Voth, H. (2015). Debt miracle: Why the country that borrowed the most industrialised first. <http://voxeu.org/article/debt-miracle-why-country-borrowed-most-industrialised-first>.

③ International Monetary Fund (IMF) (2015a). World Economic Outlook, April.

④ Ghazanchyan, M., Stotsky, J. G. & Zhang, Q. (2015). A New Look at the Determinants of Growth in Asian Countries. *IMF Working Paper* No. 15/195. <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=43246.0>.



产率 (TFP) 变化的研究, 在各类不同收入水平的国家中, 共出现了 77 次 TFP 的大规模下降, 不能说最近出现的 TFP 变化是新特点。从导致 TFP 下降的原因来看, 全球性因素中, 全球金融紧缩、风险厌恶上升和石油价格上涨会加速全要素生产率下滑; 国家性因素中, 平均教育年限越短、政治体制不稳定和投资占 GDP 份额越高, 全要素生产率越可能下滑。加大教育投资力度、降低投资占 GDP 的份额和稳定的政治体制只能降低全要素生产率下降的风险, 无法完全消除这一趋势。<sup>①</sup>

从一个更长期的视角来看, Reinhart 和 Reinhart (2015) 运用涵盖 66 个经济体并且历时一个半世纪的面板数据证明发现, 包括银行危机、货币危机、内外债危机及高通货膨胀在内的各类经济危机的爆发与中期低速经济增长显著相关。这可能源于直接因果关系渠道, 可能源于反向渠道, 也可能源于同时影响经济增长和金融体系的其他因素。该文通过进一步研究发现, 这些经济危机现象对经济增长的作用似乎是长期的, 并且在大多数样本经济体之间呈现出规律性, 即各类经济危机的强度与 GDP 增长负相关, 并且这种负效应是长期的。金融危机还倾向于在国家之间集聚, 并具有持久性, 这可以用于解释为何近年来全球经济增长持续低迷。<sup>②</sup>

国内研究主要关注中国在中长期的潜在产出水平。吴国培等 (2015) 在详细测算资本存量的基础上, 根据生产函数法, 综合考虑了资本、劳动力数量、劳动力质量和全要素生产率, 利用状态空间模型估计得到要素投入的动态产出弹性, 测算了 1978—2012 年的潜在产出, 在此基础上预测了 2016—2020 年中国经济平均增速约为 7%。总体而言, 资本投入对经济增长的贡献将减弱, 劳动力数量的变化对经济增长有负面影响, 需要重视全要素生产率增长对经济增长的作用。<sup>③</sup>

郭豫媚和陈彦斌 (2015) 使用附加人力资本的增长核算模型对 1979—2014 年中国经济增长率进行了核算, 并在此基础上估算了 1979—2020 年潜在经济增长率。计算结果显示 2012—2014 年间中国潜在经济增长率出现了放缓, 但下降幅度有限, 这表明中国目前的经济增长放缓主要是周期性放缓。但是, 由于中国面临潜在通货膨胀风险, 因此只能谨慎使用货币政策来应对当前的经济下行风险。这一研究预测结果表明, 2015—2020 年中国潜在经济增长率将会进一步下滑。由于中期内现实增长率与潜在增长率会保持一致, 宽松货币政策难以阻止经济增长率的下滑, 故不应持续使用。<sup>④</sup>

生产率是决定经济潜在增长的重要因素。刘世锦等 (2015) 认为, 改革开放以来中国全要素生产率快速提升, 对高速增长起到了十分重要的作用; 如果考虑到进口中间投入品技术含量的提升, 生产率提升的贡献将更加显著; 近年来中国的全要素生产率确实呈现放缓趋势, 这与成功追赶的经济体类似阶段的经验规律是相吻合的, 但与拉美国家陷入“中等收入陷阱”时的情形有着根本区别; 今后中国生产率的提升, 应由过去主要依靠技术追赶和要

① Eichengreen, B., Park, D. & Shin, K. (2015). The Global Productivity Slump: Common and Country-Specific Factors. NBER Working Paper No. 21556.

② Reinhart C. M. & Reinhart V. R. (2015). Financial crises, development, and growth: A long term perspective. World Bank Economic Review, 29 (s. 1), S53 - S76.

③ 吴国培、王伟斌、张习宁 (2015): “新常态下的中国经济增长潜力分析”, 《金融研究》, 第 8 期。

④ 郭豫媚、陈彦斌 (2015): “中国潜在经济增长率的估算及其政策含义: 1979—2020”, 《经济动态》, 第 2 期。

素跨部门流动，向更加注重原始性创新和部门内部竞争转变。<sup>①</sup> 白重恩和张琼（2015）估计了中国1978—2013年全国和各省各年的生产率水平，之后考察生产率波动的影响机制，并对2008年以来生产率下降的成因进行分解。研究发现：（1）就技术进步与技术效率角度而言，研发强度和对外开放程度对生产率的影响显著为正，而相对收入水平的影响显著为负；（2）存货规模和就业参与率通过影响要素的有效使用量，分别对生产率产生显著的负向和正向影响；（3）从要素配置效率角度来看，政府干预对生产率有显著负面影响，投资率与生产率显著负相关。中国近年来生产率下降主要源于其“后发优势”不断减弱、就业参与率持续降低与投资率不断攀升。<sup>②</sup>

## 二、大宗商品的经济学分析

大宗商品价格在2011年之后就出现了显著下跌，大宗商品价格的持续低迷以及主要大宗商品出口国经济表现持续恶化引发了广泛关注。对于大宗商品的经济学分析主要有三个主要内容：大宗商品价格低迷的经济影响；大宗商品价格的决定因素分析；大宗商品价格的未来走势。

大宗商品价格对经济增长的影响如何？这一影响是周期性的还是结构性的？这一问题的回答对于政策制定者而言至关重要。因此，这一领域的第一类研究重点是大宗商品对主要出口国和主要进口国的影响。

世界银行（2015）的报告全面分析了油价下跌对不同国家的影响。总体而言，持续低迷的油价将使得财富由石油出口国向进口国的转移。对于进口国而言，低油价有助于促进本国经济活动的开展，降低通货膨胀压力，降低经常账户和财政收支赤字，还是加快要素价格和财政补贴改革的好时机；对于出口国则意味着反向的不利影响，还可能导致金融市场波动、汇率贬值及主权债务违约等风险。<sup>③</sup>

IMF（2015b）的研究则进一步分析了大宗商品出口国可能面临的经济增长不利局面。大宗商品价格变动带来出口国贸易条件的变动，这一变动将同时影响经济体的实际产出（收入下降）和潜在产出（投资下降）。具体而言，对于大宗商品出口国而言，本轮大宗商品价格下跌及不乐观的价格回升前景将使得这些国家2015—2017年的经济增长与2012—2014年相比下降1个百分点，这一降幅对于能源出口国更大，达到2.25个百分点。长期来看，大宗商品出口国的潜在产出将下降0.3个百分点，其中能源出口国的潜在产出下降0.6个百分点。<sup>④</sup>

Dabrowski（2015）研究了油价冲击对主要石油出口国的影响，尽管石油出口国是受油价冲击最为明显的一类国家集合，但是不同国家之间的差异仍然较大。加拿大、印度尼西亚和马来西亚等更多元化的经济体，受油价冲击的影响低于那些高度依赖能源生产和出口的国家。在高度依赖石油生产和出口的国家中，采取大规模财政刺激措施的国家（海湾国家、文莱和阿尔及利亚）受到油价下跌的冲击确实缓和了，但他们不得不付出财政状况和经常账户恶化

① 刘世锦、刘培林、何建武（2015）：“我国未来生产率提升潜力与经济增长前景”，《管理世界》，第3期，第1—5页。

② 白重恩、张琼（2015）：“中国生产率估计及其波动分解”，《世界经济》，第12期，第3—28页。

③ World Bank（2015）. Global Economic Prospects: Having Fiscal Space and Using It, January.

④ International Monetary Fund（IMF）（2015b）. World Economic Outlook, October.



的代价。从长远来看,此类政策反应的可持续性取决于未来的油价水平、财政盈余及央行国际储备的规模。采取审慎宏观政策并在繁荣时期积累起大规模财政盈余的国家(海湾国家、挪威、文莱)有更多政策选择的余地,它们能采用逆周期的财政政策缓解油价下跌的影响。油价冲击对汇率调整的影响在各国表现不同,浮动汇率和通货膨胀目标制国家(加拿大、哥伦比亚、印度尼西亚、马来西亚和挪威)顺利地未引发金融市场动荡和通胀的同时调整了汇率,不过这些经济体并非最依赖石油生产的国家;实行汇率长期挂钩的国家(文莱和海湾国家,科威特除外)也成功避免了金融动荡并保持经济增长,这些国家的汇率挂钩对于价格的稳定起着重要作用。没有明确证据表明,灵活的汇率制度能够将更好地为这些经济体服务。被迫放弃汇率挂钩、在市场压力下贬值本币的国家(如俄罗斯),面临着信誉损失、宏观经济不确定性、资本外逃、通胀和经济萎缩的巨大挑战。<sup>①</sup>

尽管从整体上来看,油价下跌对石油净进口国有利,但是从区域上来看,仍然有差异。Zachmann (2015)指出,对于欧盟来说,油价下跌对欧盟经济的正面影响十分有限,主要原因包括:油价下跌产生的效果不如油价升高的效果明显,油价对于宏观经济的重要性下降;当前经济环境降低价格负面冲击的效果;石油需求方的价格冲击对经济影响较弱;贸易条件指数恶化限制对生产、投资和就业的影响;石油出口国的政治影响导致某些经济风险。

从一个更宽泛的角度来看,大宗商品价格的下跌对于大宗商品出口国而言意味着贸易条件的恶化, Schmitt-Grohé & Uribe (2015)测算了贸易条件恶化冲击对于38个新兴市场国家经济增长的影响,利用结构向量自回归(SVAR)模型得出的结论是:贸易条件恶化冲击可以解释宏观经济变量10%的变动幅度,而构建经济周期模型则可以解释30%的经济变量变动。

谭小芬等(2015)基于短期约束的SVAR模型,考察了1998—2015年导致国际油价波动的三种结构性冲击对中国37个工业行业的影响及其机理,得到如下发现。(1)供给冲击、特定需求冲击和金融投机冲击带来的油价上涨会抑制工业产出。行业的能源密集度越高,或者国有企业产量占行业产量比重越高,这种抑制效应越小。(2)总需求冲击带来的油价上涨会扩张工业产出,国内需求冲击对产出的扩张作用高于国外需求冲击,新兴经济体需求冲击的产出扩张效应高于发达经济体需求冲击。由于中国与发达经济体在产业和外贸方面互补性较强,而与新兴经济体竞争性更强,行业的出口依存度越高,其受国外需求冲击和发达经济体需求冲击的正向影响也越大,但受国内需求冲击和新兴经济体需求冲击的影响却越小。(3)油价的特定需求冲击对工业行业的抑制效应远高于供给冲击和需求冲击。为有效应对油价波动带来的负面效应,中国需要转变经济增长方式,完善成品油价格形成机制,构建原油期货市场和能源金融体系。<sup>②</sup>

油价大幅下跌在资产市场引起震荡,并导致了卢布贬值。但是Bützer et al. (2015)使用了1986—2013年的43个发达国家和新兴市场国家的数据,采用VAR模型,区分了由三种不同原因导致的石油价格震荡:全球性需求、石油相关需求和石油供给,得到了三个主要结论:总体而言,没有发现能证明油价震荡后石油或商品贸易平衡和实际汇率变化之间显著相关的

<sup>①</sup> Dabrowski, M. (2015). The impact of the oil-price shock on net oil exporters, <http://bruegel.org/2015/11/the-impact-of-the-oil-price-shock-on-net-oil-exporters>.

<sup>②</sup> 谭小芬、韩剑、殷无弦(2015):“基于油价冲击分解的国际油价波动对中国工业行业的影响:1998—2015”,《中国工业经济》,第12期,第51—66页。

系统性证据；然而，石油出口国倾向于通过减少外汇储备来抵消贬值压力，这在石油需求冲击后比较明显，但在全球性需求冲击后也会出现；汇率制度会影响汇率变动，采用浮动汇率的石油出口国不仅在遭受石油需求下降冲击时会减少外汇储备，而且会经历名义汇率下跌。对这些国家来说，石油需求冲击和汇率就是相关的了。总体而言，该文认为，卢布下跌也许只是个特例，油价震荡对全球汇率结构影响有限。<sup>①</sup>

对大宗商品价格研究的第二个角度是对影响大宗商品价格的因素分析。Verrastro et al. (2015) 从供给和需求两个方面分析了油价低迷的原因，从供给的角度来看，OPEC 为了保证市场份额，OPEC 国家不愿意通过减产来提升价格，且内部分化严重是主要原因。需求的未预期放缓是另一个重要原因。以史为鉴，除非供给大幅度降低，需求激增消耗过剩的产能，否则不可能回到 2010—2013 年的稳定高油价时代。也许我们进入了一个温和的低油价时代。但它带来的影响是复杂的。<sup>②</sup>

Kilian (2015) 利用四变量油价预测模型，分析了 2014 年中之后布伦特原油价格迅速下跌的原因，认为下跌的 49 美元中，有 27 美元来自 2014 年中之前已经得到的信息，可被预期；而剩余未预期到的 22 美元，有 9 美元来自 2014 年 7 月的未预期冲击，13 美元来自于 12 月的未预期冲击。2014 年 12 月的预测表明，2015 年 1 月的油价仍将下跌至约 60 美元，并且在 2015 年 6 月恢复至 70 美元左右。但是，2015 年 1 月油价跌至 50 美元以下表明，石油市场又经历了新的冲击。这可能来源于对油价预期的进一步下降，或是全球经济再次恶化。<sup>③</sup>

张峻晓和谭小芬 (2015) 从实体经济需求、货币因素和投机因素三个层面，选取全球工业生产总产值、短期利率、美元实际汇率以及商品期货市场投机四个解释变量，运用全样本向量自回归 (VAR) 和滚动 VAR 方法，对 2003—2014 年国际大宗商品价格波动的驱动因素进行分析，得到如下发现。实体经济需求和美元汇率是 2003—2014 年驱动大宗商品价格变化的长期性因素；投机因素的作用在 2005 年之后日益凸显并成为 2006—2008 年大宗商品价格上涨的重要推手；2009—2011 年大宗商品价格的上涨很大程度上源于全球经济的复苏和宽松的货币政策；2012 年后的需求不足和美元走强是导致国际大宗商品市场疲软的重要原因。<sup>④</sup>

Hammoudeh et al. (2015) 基于结构向量自回归模型 (SVAR) 分析了美联储货币政策对不同大宗商品价格的影响。美联储加息会带来大宗商品价格指数的上升，不过这一上升可能存在加总谬误，因此本文区分了不同类别的大宗商品所受到的冲击。具体而言，加息冲击会带来非燃料大宗商品和农业原材料商品价格的一次性上升，但随后价格将下降，带来食品价格的持续上升和饮料价格的下降，加息还将带来金属和能源价格的下降。<sup>⑤</sup>

李靛和穆月英 (2015) 分析了全球八大经济体的实体经济与货币金融政策对大宗商品价

① Bützer, S., Habib, M. M. & Stracca, L. (2015). Plummeting oil prices, depreciating oil currencies? Not so simple, <http://www.voxeu.org/article/oil-prices-and-value-oil-currencies>.

② Verrastro, F. A. & Caruso, G. (2015). Toward a Better Understanding of Oil Markets, <http://csis.org/publication/toward-better-understanding-oil-markets>.

③ Kilian, L. (2015). Why did the price of oil fall after June 2014?, <http://www.voxeu.org/article/causes-2014-oil-price-decline>.

④ 张峻晓、谭小芬 (2015): “国际大宗商品价格波动: 基本面还是投机因素——基于 2003—2014 年全样本 VAR 和滚动 VAR 模型的分析”, 《金融评论》, 第 3 期, 第 59—74、124 页。

⑤ Hammoudeh, S., Nguyen, D. K. & Sousa, R. M. (2015). US monetary policy and sectoral commodity prices. *Journal of International Money and Finance*, 57, 61—85.





格的影响。总体而言,实体经济对大宗商品价格波动影响的持久性较强,货币金融因素的短期影响强度较大;从国别来看,发达国家的利率政策、新兴市场国家的货币政策是造成大宗商品价格波动的重要原因。<sup>①</sup>

苏治 et al. (2015) 的研究表明,量化宽松政策对国际大宗商品市场的影响主要表现为溢出性、非对称性和长记忆性,即金融市场的溢出效应在政策实施后得到加强;量化宽松政策对大宗商品市场有显著影响,且呈现行业性差异;大宗商品市场的典型长记忆特征得到显著增强,冲击造成的市场波动将持续较长时间。<sup>②</sup>

油价的下跌是基于油价的大幅度上涨,国际原油价格自 2002 年以来持续上涨,部分学者认为中国需求是主要原因。田利辉和谭德凯 (2015) 分析 2002 年到 2012 年原油价格的影响因素发现,原油价格的长期走势受美国股票指数影响最大,全球需求居次,中国需求没有显著影响。短期来看,虽然中国需求显著影响原油定价,但其程度弱于美国金融因素。作者进而分析金融因素影响原油价格的作用机理,实证发现金融投机对原油市场存在导向作用和放大作用。因此,金融投机是 2002 年以来原油价格持续上涨和 2008 年暴涨暴跌的主要原因。<sup>③</sup>徐国祥和代吉慧 (2015) 基于 VAR-MGARCH-BEKK 和 MGARCH-DCC 模型,从市场的角度分析了国内和国际大宗商品期货和现货市场的价格关联性。他们的研究表明,国际大宗商品期货市场对中国大宗商品期货和现货市场均存在显著的单向均值溢出和单向波动溢出效应,国际大宗商品市场对中国大宗商品市场影响较大,在价格引导方面处于主导地位,中国大宗商品市场和国际大宗商品市场间的联系则不够紧密。<sup>④</sup>何启志等 (2015) 基于动态相关系数的带 Granger 因果检验的多元随机波动模型 (DGC-MSV) 检验了美国、英国和中国的石油现货价格之间、期货价格之间以及期货价格与现货价格之间的波动溢出效应。他们通过研究发现,中国石油现货价格受美国石油现货价格的波动溢出影响,而同时中国石油现货价格又对美国和英国的石油期货价格波动有显著溢出效应。<sup>⑤</sup>

第三个视角是对于油价未来走势的预判。从历史的视角来看 (Powell, 2015), 过去的一百多年, 油价经历了两次大起大落, 这两次大幅波动的共性在于, 油价的反弹都经历了较长的调整时期, 且均下跌至比此前更低的水平。如果历史继续重演, 那么低油价时代还将持续, 需要政策持续加以应对。<sup>⑥</sup>张斌等 (2015) 通过回顾 20 世纪七十年代以来六轮油价下跌的历史发现, 长期供给面的改善将在长期内抑制油价上涨, 预计未来 5 ~ 10 年油价将维持在靠近边际生产成本的低价位时代。石油价格下跌对中国经济增长总体有利, 货币政策不宜对油价

① 李靛、穆月英 (2015): “大宗商品国际市场价格波动的影响因素研究——基于分组国家的比较”, 《国际金融研究》, 第 10 期。

② 苏治、尹力博、方彤 (2015): “量化宽松与国际大宗商品市场: 溢出性、非对称性和长记忆性”, 《金融研究》, 第 3 期。

③ 田利辉、谭德凯 (2015): “原油价格的影响因素分析: 金融投机还是中国需求?”, 《经济学 (季刊)》, 第 3 期, 第 961 页。

④ 徐国祥、代吉慧 (2015): “中国与国际大宗商品市场价格之间的关联性研究”, 《统计研究》, 第 6 期, 第 81 - 89 页。

⑤ 何启志、张晶、范从来 (2015): “国内外石油价格波动性溢出效应研究” 《金融研究》, 第 8 期, 第 79 - 94 页。

⑥ Powell, A. (2015). Commodity prices: Over a hundred years of booms and busts. <http://www.voxeu.org/article/commodity-booms-bust-evidence-1900-2010#fn>.

变化带来的通货紧缩压力过度反应。油价下降为国内消化债务压力、财政政策改革和外汇储备管理政策提供了改革机遇。中国应积极参与多边和双边政治协商，帮助缓解产油国可能出现的地缘政治冲突。<sup>①</sup>

### 三、国际收支调整

2015年国际收支调整的一个重要关注点是一个国际经济学的传统问题，即汇率对国际收支调整的影响。相关研究结合了当前宏观经济背景，引入了全球价值链领域研究的新进展。从宏观背景来看，主要货币调整幅度在2014~2015年间有所上升，美元自2014年中期以来已升值了超过10%，欧元自2014年初以来贬值了近10%，日元自2012年中期以来贬值了30%（IMF，2015b），人民币8月11日被大幅调低了中间价格，其他新兴市场国家的汇率也有较大规模的调整。这些变动引发了各国学者对汇率宏观经济调整作用的关注。Ollivaud et al.（2015）认为，汇率对宏观经济的调整作用在危机之后出现了变化，对于主要OECD国家的研究表明，那些融入全球价值链较深的国家，汇率对贸易条件的传递效应减弱，继而使得贸易收支对汇率变动敏感程度降低。<sup>②</sup>此外，汇率的大幅波动也没有带来金融市场危机，这主要是因为在过去的二十多年间，净债务国家的净外汇敞口出现了下降，这使得经由汇率带来的外部收支估值效应影响减弱。总体来看，汇率对贸易和国际金融的影响均有所减弱。

还有不少文献研究了汇率对贸易的影响。例如，Eichengreen & Tong（2015）通过研究来自44个国家的共计9753个出口企业发现，人民币汇率升值对出口行为没有影响，但是这一加总结果在细分之后并不成立。具体而言，加工贸易企业对汇率不敏感，但是汇率升值促进了最终产品出口企业将货物出口至中国。<sup>③</sup>不过，对于全球价值链带来的汇率对贸易影响的减弱，目前文献尚不能得到一致结论。IMF（2015b）对于跨国数据的分析表明，由于一般贸易仍然普遍存在，汇率对贸易的影响并未削弱，一国实际汇率出现10%的升值将带来相当于其GDP1.5%的净出口的提升。<sup>④</sup>

还有学者研究了汇率制度选择对国际收支调整的影响。Gnimassoun（2015）采用贝叶斯模型平均（BMA）和一般到特殊法（GETS），分析了撒哈拉以南非洲国家汇率制度选择影响经常账户失衡的机制。基于1980—2012年数据的实证分析显示，浮动汇率制更有利于避免经常账户失衡，这对于发展中国家选择合适的汇率制度以及考虑是否加入货币联盟有着重要的借鉴意义。<sup>⑤</sup>

国内学者研究了人民币汇率同中国的经常账户之间的关系。刘红忠和秦泰（2015）采用

① 张斌、顾弦、陈博（2015）：“油价长期维持低位”，中国社会科学院世界经济与政治研究所世界经济预测与政策模拟实验室工作论文，2月25日。

② Ollivaud, P., Rusticelli, E. & Schwellnus, C. (2015). The Changing Role of the Exchange Rate for Macroeconomic Adjustment. OECD Economics Department Working Paper 1190, Organization for Economic Co-operation and Development, Paris.

③ Eichengreen, B. & Tong, H. (2015). Effects of Renminbi Appreciation on Foreign Firms: The Role of Processing Exports. *Journal of Development Economics* 116, 146–57.

④ International Monetary Fund (IMF) (2015b). *World Economic Outlook*, October.

⑤ Gnimassoun, B. (2015). The importance of the exchange rate regime in limiting current account imbalances in sub-Saharan African countries. *Journal of International Money and Finance*, 53, 36–74.



经常账户跨期分析法,分析实际汇率等相对价格变动对居民最优消费路径的期内替代和跨期替代效应,以及由此造成的对经常账户的影响,并对这种潜在影响的方向和程度进行实证检验。估计结果显示,我国居民的跨期替代弹性约为0.16,包含相对价格因素的跨期均衡模型对我国经常账户的波动具有相当程度的解释能力;预期收入变动和实际汇率等相对价格因素对最优消费路径的共同作用——特别是实际汇率变动带来的期内替代效应——是导致2005年以来我国经常账户顺差与人民币升值幅度之间同向波动的重要原因。<sup>①</sup>王彬(2015)基于新凯恩斯动态随机一般均衡框架,从经济内部均衡和外部平衡的角度研究了人民币均衡汇率和汇率失衡程度。结果显示,人民币在2005年汇率形成机制改革后失衡趋势逐步缩小,近期汇率已接近均衡,未来大幅升值的可能性不大。研究进一步考察了汇率失衡与我国贸易顺差之间的关系,认为2005年以来的人民币持续升值已使得当前汇率对贸易顺差的贡献度大幅减弱,未来贸易部门的优化调整应更多着眼于贸易领域中结构性问题的有效解决。<sup>②</sup>

文献还从多个角度丰富了经常账户水平的决定因素,包括政府开支、金融结构、人口因素、劳动力因素、部门储蓄投资情况等。Kim(2015)使用面板向量自回归模型检验了18个工业化国家政府开支冲击对实际汇率和经常账户的影响。他的研究表明,政府支出上升的冲击将带来实际汇率的贬值,但是对于经常账户的影响因汇率制度、资本账户开放程度和贸易开放程度的不同而有所不同。浮动汇率制国家、资本账户开放程度低的国家和贸易开放程度高的国家实际汇率的贬值更多,经常账户的改善也更多。<sup>③</sup>

Tan et al.(2015)分析了一国金融结构影响企业储蓄和经常账户余额。他认为,中小企业在一个以银行融资为主而资本市场不够发达的金融结构下获取外部融资较为困难,所以有动力进行更多的储蓄,而资本市场不够发达的国家则更有可能拥有更多的经常账户顺差(或更少的经常账户逆差)。基于1990—2007年66个国家的面板数据或企业层面的微观数据,均支持上述假说:在欠发达的资本市场,中小企业会更多地储蓄。<sup>④</sup>

李兵和任远(2015)利用第二次世界大战的资料构造了人口结构的工具变量,通过2005—2012年165个国家的跨国面板数据考察了人口结构与经常账户结余的因果关系。通过考察发现,人口抚养比对一国的经常账户结余有显著的正向影响,而且在利用工具变量处理了内生性问题之后,这个影响在程度上更大,显著性也更强了。人口抚养比提高导致的“预防性储蓄”动机的上升抵消了“生命周期理论”的效应,使得人口结构对于储蓄率没有稳健的显著影响;而由于“谨慎性投资”效应,使得人口抚养比的上升显著降低了一国的企业家精神和投资率。因而,人口抚养比拉大了国内储蓄与投资的差额,形成了经常账户结余。这些发现表明,在中国人口抚养比面临拐点,未来可能持续上升的情况下,中国的经常账户盈余也会持续存在。<sup>⑤</sup>刘钻石等(2015)根据中国二元经济中劳动力市场的特点,构建了开放

① 刘红忠、秦泰(2015):“相对价格、收入预期与中国的经常账户波动——基于两部门跨期消费视角的实证研究”,《金融研究》,第9期,第34—49页。

② 王彬(2015):“人民币汇率均衡、失衡与贸易顺差调整”,《经济学(季刊)》,第3期。

③ Kim, S. (2015). Country characteristics and the effects of government consumption shocks on the current account and real exchange rate. *Journal of International Economics*, 97 (2), 436—447.

④ Tan, Z., Yao, Y. & Wei, S. (2015). Financial structure, corporate savings and current account imbalances. *Journal of International Money and Finance*, 54, 142—167.

⑤ 李兵、任远(2015):《人口结构是怎样影响经常账户不平衡的?——以第二次世界大战为工具变量的经验证据》,《经济研究》,第10期,第119—133页。

条件下两部门随机动态一般均衡模型,分析二元经济融合、技术进步、国际收支等宏观经济变量之间的关系。研究表明:(1)二元经济融合和农民工进城数量的增加对中国大部分宏观经济变量有正向影响,会引起贸易顺差,提高农民工工资,促进消费和国家总产出水平;(2)城市部门的技术进步不仅对本部门有益,还会引起贸易顺差和提高农民工工资,吸收更多的农民工进城;(3)农村部门的技术进步会提高农民收入水平,吸收农村更多劳动力,但是会引起贸易逆差;(4)二元经济融合对外国的消费和产出有正的溢出效应。<sup>①</sup>

杨盼盼等(2015)利用修正后的资金流量表分解住户、企业和政府在2002—2008年对中国经常账户顺差的贡献。研究发现,中国经常账户顺差扩大不仅存在明显的长期趋势,而且在短期内也具有波动性特征,前者主要来自居民和政府部门的储蓄倾向持续增加,而后者源于企业和政府的短期投资倾向发生变化。居民部门的储蓄倾向增加与居民(尤其是城镇居民)部门的人口结构变化以及收入迅速上升密切相关,政府部门的储蓄倾向增加则与财政情况的好转、社保净收入增加和土地出让金收入增加有关;企业和政府投资倾向出现的短期波动与经济周期景气和政府宏观调控密切相关<sup>②</sup>。

#### 四、如何评价量化宽松货币政策

2015年是量化宽松(QE)货币政策实施的第七个年头(以下简称量宽),对量宽的效果评价、作用机制的研究和争论还在继续,主要可以概括为以下三个方面:量宽与主要宏观经济变量的关系和政策传导机制;量宽在经济发展不同阶段的不同政策效果;量宽未来的政策走向。

第一方面,学者们通常以量宽和通胀、杠杆和资产价格的关系来衡量量宽的政策作用机制和对宏观经济的影响。Cline(2015)通过分析量宽的作用机制,指出量宽不会盲目增加广义货币供应量,因此不会带来高通胀。该文检验了经典货币数量理论是否成立,即量宽带来美联储资产负债表的扩大是否在未来会引发通胀。作者认为,货币供给的迅速增长可能是二十世纪60年代到80年代早期发生通货膨胀的原因,但接下来的数据并没有支持货币供给增速增加和通货膨胀的关系。因此无需担心通胀,因为量宽仅增加了银行体系超额储备,使得货币乘数变小;当然,在货币政策常规化过程中美联储需要谨慎处理这些超额储备。

作者认为,量宽确实增加了基础货币的供应,但是却并没有增加广义货币供应量。原因在于增加的货币更多转化成了银行的超额储备,而不是公开市场上的流动性。量宽推出的真正目的并不是增加公开市场中的货币与信贷供给,其制度设计的真正出发点在于:一是降低长期利率,鼓励投资;二是通过美元的供给来纠正美元作为安全资产在危机中被高估的名义汇率。为防止银行选择利用量宽的货币供给投入信贷造成通胀危机,美联储一直支付0.25%的利率给超额储备。基于以上研究,作者认为,弗里德曼对于货币数量论的总结,即“一切通胀总是货币现象”并没有解释从二十世纪80年代中期之后的美国经济实际现象。在过去的三十年中,货币供给在上升,但是美国没有发生过货币扩张性的通货膨胀,一种可能的解释是

<sup>①</sup> 刘钻石、张晨峰、赵炎、张娟(2015):“二元经济融合对国际收支影响分析”,《国际贸易问题》,第1期,第79-89页。

<sup>②</sup> 杨盼盼、马光荣、徐建炜(2015):“理解中国2002~2008年的经常账户顺差扩大之谜”,《世界经济》,第2期,第112-139页。

资金需求的上升,持有货币机会成本的下降。当然,由于量化宽松政策是摸着石头过河,货币供应量扩张引发潜在通胀后果的可能性并非为零概率。货币快速增长与低通胀的组合模式需要货币供应急剧逆转就是可能触发高通胀的情形。除此之外,美国的通胀是取决于劳动力市场和产品市场的(菲利普斯曲线)。<sup>①</sup>

Claeys 和 Darvas (2015) 从量宽对市场上主要金融机构的影响来研究和评价政策效果。作者从量宽与价格、通胀、杠杆的关系入手,以美国、英国、日本和欧元区四个超宽松货币政策实行的主要国家和地区的银行业作为研究对象,指出在过去六年,未见通胀的提高,同时样本国家金融体系中的风险行为也未显著增长。针对之前有人担心的货币供给增加有增加金融机构风险行为、提高杠杆率和提高金融资产、房地产价格的风险,作者通过对美国、英国、日本和欧元区相关数据分析,发现上述情形并未发生。<sup>②</sup>

Cline (2015) 也讨论了量宽对金融机构资产价值的影响。作者认为,负面影响仅限于人寿保险公司。因为这类公司长期负债多于资产,而负债的回报是固定的或有保证的,因此未预期的低利率会影响到它们的利润和偿付能力。数据显示,德国、奥地利和立陶宛的人寿保险公司暴露在利率降低的风险之下。但非人寿保险公司因为没有这样的资产错配,受利率降低的影响较小。

对于量宽在不同时期的政策效果,Fielder et al. (2015) 认为,在经济发展的不同阶段,量宽的政策效果是不同的。第一,与非金融危机时期相比,金融危机时期货币政策对产出和通胀冲击的响应更加显著和迅速,尤其是在金融危机初期;第二,货币政策传导在金融危机初期和复苏期具有不对称性。在金融危机初期,市场主体面对较高的不确定性,缺乏信心,这不利于货币政策传统传导机制的发挥。但是,宽松的货币政策冲击可以降低不确定性,提高市场信心,这不会直接刺激产出和价格,而且会间接强化货币政策传统渠道。在金融危机的复苏期,货币政策传统机制的发挥受阻。产出和通胀对来自货币政策冲击的响应并不显著。甚至导致不确定性增加,信心下降。在金融危机初期,宽松的货币政策会被认为是为了稳定市场,防止事态进一步恶化的措施,在金融危机后期,未预期到的宽松货币政策会被认为是经济弱于预期的信号。因此,在2008和2009年全球金融危机初期,宽松的货币政策有助于消除全球金融危机的负面影响。但是,货币政策在复苏阶段的无效也成为该阶段经济下滑的部分原因。<sup>③</sup>

对于未来的实体经济走势与货币政策变更,Cline (2015) 提供了三种可能的情形。第一是作者认为最有可能的情形。即随着经济回归常态,美联储将使货币政策回归正常化,伴随着加息,美联储可以通过调高支付储备的利率以防止银行将超额储备取出并投放到信贷出品中,从而避免实际货币供应量的加大。第二种是作者认为最具挑战性的一种情形。即经济环境的变化使得银行的风险偏好发生改变,从风险规避转为风险偏好,这样超额储备的利率收

① Cline, W. (2015). Quantity theory of money redux? Will inflation be the legacy of quantitative easing? *National Institute Economic Review* No. 234.

② Claeys, G. & Darvas, Z. (2015). The Financial Stability Risks of Ultra-loose Monetary Policy. <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/876-the-financial-stability-risks-of-ultra-loose-monetary-policy>.

③ Fielder, S., Gern, K., Hauber, P., Jannsen, N., Kooths, S., Reitz, S., Schwarzmuller, T. & Wolters, M. (2015). Kiel Business Cycle Forecast: World Economy Summer 2015. [https://www.ifw-kiel.de/think-tank/macro-economic-forecasts/konjunkt\\_e/2015/konjunkturprognosen\\_welt-7\\_sommer-2015\\_englisch.pdf](https://www.ifw-kiel.de/think-tank/macro-economic-forecasts/konjunkt_e/2015/konjunkturprognosen_welt-7_sommer-2015_englisch.pdf).

益不再是影响银行风险决策的主要指标，这就可能让商业银行提出超额储备投放信贷。面对这种情况，如果美联储不愿在短时间内相应加息，则会发生实质性的货币供应量的扩张。第三是出于政治压力的情形。作者认为，政府出于对公共债务的利息成本的担心，给予美联储压低利率的政治压力，这种情形可能导致货币乘数反弹。由此，高通胀可能变成缓解公共债务负担必须付出的代价。

## 五、加息周期令新兴市场经济承压

在2014年的学科综述中，我们就回顾了美联储货币政策正常化对新兴市场国家的影响。在“靴子落地”的2015年，美联储货币政策正常化对新兴市场国家的外溢效应仍是被广泛讨论的年度议题。

2015年12月，美联储完成危机后的首次加息，对于加息时点的选择，2015年的争论远不及2014年大，美国经济增长、就业指标的持续回暖，虽然通胀还未见抬头，但学术界和市场就美联储货币政策正常化开启在2015年已无大的争议。大家更多把研究重点放在美联储货币政策正常化对新兴市场国家的影响上来。金融危机后，发达国家的超宽松货币政策让美元流动性在全球泛滥，大量资金流入新兴市场国家，新兴市场国家也不负众望地承担起拉动全球经济复苏的重要使命。这些国家货币的流动性不及美元，因此它们不得不面临美国货币政策正常化后的资本外流风险。当投资向美元回流，这些流动性较弱的货币可能会过度波动。在经济金融高度全球化的今天，美联储显然有责任考虑其决策对全球金融系统的影响。这不仅关乎新兴市场国家的利益，也关乎美国和全球经济体的利益。

对于这一问题的讨论，主要集中于三个方面：全球化进程深入下的资本流动机制；资本外流是否会引发新兴市场国家债务危机或其他类型的经济危机；新兴市场国家所面临的风险会不会反噬发达国家利益。

Carmen & Reinhart (2015) 回顾了跨国资本的流动趋势，从2000年到2008年期间，资本绝大多数流向了发达国家，尤其是外围欧洲国家。经历了2008—2009年经济危机之后，与发达国家经济增长低迷相比，诸多新兴市场经济体的经济发展前景看好，资金开始流向新兴市场国家。作者提示，当遵循经济发展路径考虑其他因素时，各国决策者应该意识到资本流入影响的“喜忧参半”。因为在全球一体化背景下，危机除了由传统原因引发，如不稳定的财政和货币政策，对法律规则和财产权的忽视，还有可能由资本的跨国流动导致，这给一国政府的国内财政货币政策的制定、执行和管理带来了更大的挑战。<sup>①</sup>

危机后国际资本大规模向新兴市场国家流动，在美联储加息背景下，资本回流的可能性在提升。这是否会引发新兴市场国家特别是开放经济体国家的债务危机或其他形式的经济危机呢？在国家风险层面，IMF在《2015年溢出效应报告》中提到，吸取上一轮危机的教训，新兴市场国家在外储管理水平上的提高让其发生债务危机的风险大大减小。从二十世纪90年代中期开始，新兴市场国家吸取之前的教训，净国际投资头寸（一国公共和私营部门所持有的在世界其他国家或地区金融资产减去该国被外国持有的资产）大为改善，使得它们对汇率变化的抵抗力大幅增强。但是，尽管新兴市场的净国际投资头寸改善了，大量的以外国货币

<sup>①</sup> Reinhart, C. & Reinhart, V. R. (2015). Financial crises, development, and growth: A long term perspective, <http://www.aei.org/publication/financial-crises-development-and-growth-a-long-term-perspective>.

计价的债务仍然使得新兴市场国家容易受到利率波动和利率风险的影响。而本国货币形式的外债,尽管不太受汇率波动的影响,但也存在一定的风险。与此同时,随着国际债券市场的发展和美元等国际货币流动性的泛滥,新兴市场国家的公司在国际债券市场上通过发行公司债进行融资的规模越来越大,这就造成虽然在国家层面上暴露于汇率波动的总体风险减小了,但对于公司部门风险却大大提高了。当然,相比于传统的银行信贷,公司债以长期为主,长周期的债券使得该国不容易受到像美元升值这样的波动的影响。但这并不代表没有影响,具体而言,一些公司在发债的同时并未做套期保值等风险对冲业务,这些公司在美元升值通道中必然面临大量的汇兑损失,另一些国家的公司可能积极地采取措施对冲这一风险,但数据的限制使得套期保值的程度很难量化。一旦这些公司层面的行为达到一定规模,类似于系统性重要机构的作用机制会让他们集体的行为对本国经济产生系统性影响,这就是所谓的资产负债表效应(Bruno and Shin, 2015)。因此,虽然发生危机可能性尚小,但新兴市场国家的外债持有、管理、风险防范却值得持续关注。<sup>①</sup>

Lee (2015) 指出全球债务水平的不断增加会阻碍全球经济增长,增加市场违约和动荡的风险。债务问题最多的国家包括希腊、波多黎各和中国,而全球其他国家的债务也都在不断积累中。截止到2014年中,全球总债务——包括政府、企业和家庭——达到199万亿美元,比2007年底增加了57万亿美元,相当于全球人均增加27500美元。日益上升的杠杆率,在发达国家采取财政紧缩、冲销债权,以及自2008年以来实施更严格的贷款要求的背景下,更加让人担忧。目前,关于什么是债务过高并没有统一结论,但高债务不利于经济增长却是大家的共识。由于全球经济一体化,任何一处风险的爆发都有可能引起系统性风险,比如希腊债务危机和雷曼兄弟倒台。作者认为,当前世界面临的债务风险并不是某一地区特有的债务问题,应当建立一个统一的国际框架来管理主权债务问题。<sup>②</sup>

Jarand & Stahler (2015) 讨论了美联储货币政策正常化预期下巴西、印度、印度尼西亚、土耳其和南非,即“脆弱五国”的表现。作者通过几个重要的宏观经济指标比较了“脆弱五国”抵御加息预期的能力是否有所提升,比较对象是这五国之前应对2013年美联储“削弱恐慌”的表现。作者考察的指标包括四个方面:经常账户与贸易平衡;外汇储备;货币升值与贬值;政治、政策、法律等不可量化的指标。

首先,作者通过考察第一个指标发现,土耳其、印度两国经常账户余额比GDP有所提高,贸易条件亦有改善,南非、巴西、印度尼西亚三国则几乎没有进步。作者认为,“脆弱五国”的经常账户逆差是长期问题,早在危机之前就存在,这让五国经济对海外资本的依赖程度高。直到2014年底,这一局面也并未得到根本扭转。这意味着在美联储的加息预期下,五国经济风险会因资本外流压力而增大。唯一的利好就是原油价格下跌,但这也存在很大的不确定性。其次,作者通过考察五国外储总量和增长等指标发现,印度、印度尼西亚两国外储增速较快,提高了两国的抗风险能力,土耳其、南非的外储增长较慢,无明显变化,而巴西的情况最糟,外储增长率为负。再次,从五国汇率表现看,只有印度货币走出了贬值趋势,其他四国的货币贬值趋势并未缓解。最后,在政治稳定性、政策友好性方面,作者未做量化

<sup>①</sup> International Monetary Fund (2015c). Monetary Policies in Advanced Economies: Good for Them, Good for Others. <http://http/www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2015/pol072315a.htm>

<sup>②</sup> Lee, D. (2015). Rising global debt is increasing the risk of another financial crisis. <https://www.cigionline.org/articles/rising-global-debt-increasing-risk-of-another-financial-crisis>.

处理和比较,只给出了未有明显提升的定性结论。<sup>①</sup>

随着全球化的深入和新兴市场国家经济的不断发展,一国政策的溢出效应已经不仅局限于发达国家对新兴市场和其他非发达国家和地区影响,新兴市场国家的反溢出效应同样值得关注。Setton (2015)认为,“量化紧缩”是指当新兴市场国家面对当前的资本流出时,使用外汇储备来维护汇率稳定,从而导致外汇储备下降,这有可能会进一步导致资产价格的下滑,尤其是在出现危机时。Davies (2015)同样认为新兴市场国家的资本流出规模巨大,为了维护汇率稳定,导致外汇储备下降。具体表现为出售发达国家的债券。在8月份,新兴市场国家出售的发达国家债券规模超过欧央行和日本央行在整个量宽期间购买的债券数量,这让全球陷入了量化紧缩。<sup>②</sup>

## 六、中国经济的新常态与未来

2015年对中国经济来说是很有争议的一年,这一年对中国宏观经济的评价有赞许和希冀,也有否定和质疑。成绩方面,人民币国际化进程加快,金融自由化改革逐步深入,“8.11”汇改迈出汇率定价机制改革市场化的关键一步,人民币正式加入国际货币基金组织(IMF)特别提款权篮子,这些成绩都令世界瞩目。但另一方面,2015年中国GDP增速为6.9%,自1990年起首次低于7%。随着经济数据的出炉,国外经济学研究者开始越来越关注中国经济增速放缓的相关议题。研究领域主要包括中国经济增速放缓的原因,中国经济未来的可能走向,中国经济增速放缓对全球其他经济体的溢出效应。

对中国经济增速放缓的原因研究中,学者关注了世界共有因素和中国特有因素。

先看共有的影响因素。Gottfries & Teulings (2015)从人口因素角度分析包括中国在内的世界人口结构的变化对经济造成的负面冲击。文章基于生命周期模型和一系列强假设,研究了美国、中国、日本和德国从1970年到2010年对储蓄存量需求的变化。文章的主要结论是,到2010年,由于人口结构的变化,四国都需要正储蓄来满足日益繁重的养老需求,美中日德四国储蓄存量与GDP的比例分别是0.5、0.9、1.2和3.2。而在1970年,美国、中国和日本的该项比例都是负的,德国是1.9,也远低于2010年的3.2。储蓄的增加将带来实际利率和资本成本的下降,资本成本的下降将会刺激投资。如果给定投资的利率弹性不够高,那么低利率带来的投资增加可能不足以吸收所有的额外储蓄。其中未被投资吸纳的部分可能被其他资产所吸收,特别是较长期和拥有固定收益的资产,比如房地产行业。投资需求的增加会导致固定资产价格的上升,但并不会增加新的资本。<sup>③</sup>

再看中国经济自身的问题。Chang et al. (2015)从中国经济增长由投资拉动的角度,提出“中国式增长”的概念,将中国近期的增速放缓归结于投资不振。作者分析了过去20年中国政府偏向于重工业的信贷政策带来的负面影响,指出中国在未来应当更加关注如何给予

<sup>①</sup> Jarand, M. & Stahler, K. (2015). The Taper Tantrum Revisited. <http://blogs.piie.com/realtime/?p=4912>.

<sup>②</sup> Cohen-Setton, J. (2015). Unlearning economic paradigms, <http://bruegel.org/2015/11/unlearning-economic-paradigms>.

<sup>③</sup> Gottfries, A. & Teulings, C. (2015). Can demography explain secular stagnation? <http://voxeu.org/article/role-demography-explaining-secular-stagnation>.



银行对小微企业借贷的激励。<sup>①</sup>

从广义货币供给量的角度分析中国经济增速放缓的原因, Hanke (2015) 认为, 名义 GDP 增长的最重要决定因素是广义货币供给量 (M2)。2012 年以来, 中国放缓了 M2 增速, 目前每年增速约为 10%, 远低于过去的平均增速 17.06%, 而广义货币供给量减少是中国经济陷入麻烦的原因。<sup>②</sup>

Lardy (2015) 批评了仅看工业和投资数据就判断中国 GDP 造假的行为。他认为, 中国经济的增长模式已经改变, 服务业和私人消费成为增长的推动力量, 仅看工业和投资数据无法准确判断中国经济的走势。<sup>③</sup>

还有作者将增速放缓归结于经济体发展过程中必然经历的“均值回归”效应。Pritchett & Summers (2015) 探讨了中国当前经济增速放缓与“中等收入陷阱”的关系。他们认为, 不能将中国的增长放缓简单归结为陷入“中等收入陷阱”。文章提出了“均值回归”的概念, 认为任何经济体都“不可持续高增长”, 因此中国目前经济增长放缓的一个可能的解释是经济经历连续高增长后向均值回归。所以不能简单把中国目前的经济增长放缓归结为中国经济已陷入“中等收入陷阱”, 而忽视评判经济增长向均值回归的状态是否具有持续性。显然, 两种不同的判断所对应的政府决策是不同的, 错误的判断可能会影响政府决策的方向。<sup>④</sup>

Ho & Mauro (2015) 认为, 2015 年之前 IMF、OECD、Consensus 对于发展中国家的经济预测普遍过于乐观, 例如很多机构在对中国和印度的经济增长预测中, 就没有充分考虑均值回归效应。作者认为, 之前的很多报告中, 多用基于历史数据的线性外推来预测未来的经济增速, 这种方法是不够科学的。例如, 以十年为跨度, 考虑十年的人均 GDP 增速与前一个十年和后一个十年的相关系数很低。以二十世纪 90 年代的十年和二十一世纪初的十年为例, 从文章的全样本看二者的相关系数只有 0.24, 子样本中发达国家的相关系数也是 0.24, 新兴市场国家为 0.36, 发展中国家为 0.2。而这种过分乐观带来的危害很大, 会让政府在制定政策时没有充分考虑未来债务的可偿还性。<sup>⑤</sup>

对于中国经济的未来走势, 乐观与悲观声音共存。积极方面, Rosen (2015) 在分析中国当前经济增长问题时侧重于产业结构, 他认为中国采取的是苏联的 GDP 可算体系, 而基于对经济生产的定义, 这一套体系排除了大部分服务型产业。这说明, 中国的 GDP 核算存在低估现象, 中国的服务业早在 2009 年就超过了工业。与此同时, 中国在 2014 年的结构转型也颇有成效, 总体而言“再平衡”趋势正日益明显。<sup>⑥</sup> Neill (2015) 对中国经济增速放缓持非常乐观的态度, 他认为中国的经济增长已经远超预期, 还有很大的增长空间。城市化和经济结

① Chang, C., Chen, K., Waggoner, D. & Zha, T. (2015). Trends and cycles in China's macroeconomy. <http://www.voxeu.org/article/trends-and-cycles-china-s-macroeconomy>.

② Hanke, S. H. (2015). Why China Is in Trouble, <http://www.cato.org/blog/why-china-trouble>.

③ Lardy, N. R. (2015). Skeptics of China's GDP Growth Have Not Made Their Case. <http://blogs.piie.com/china/?p=4469>.

④ Pritchett, L. & Summers, L. H. (2015). Growth slowdowns: Middle-income trap vs. regression to the mean. <http://www.voxeu.org/article/growth-slowdowns-middle-income-trap-vs-regression-mean>.

⑤ Ho, G. & Mauro, P. (2015). Rapid Growth in Emerging Markets and Developing Economies: Now and Forever?

⑥ Rosen, D. H. (2015). Global Economics Monthly: A Deeper Assessment of China's 2014 Growth. <https://www.csis.org/analysis/global-economics-monthly-deeper-assessment-chinas-2014-growth>.

构转型会成为中国未来经济增长的动力。中国应该抓住人民币进入特别提款权篮子的契机,向世界展示其能力以及负责任大国的形象。<sup>①</sup>

Blanchard (2015) 对此持不同观点。他认为,以中国为代表的新兴市场国家 2015 年的表现将弱于发达国家。作者从增长、通胀、就业、贸易等多个角度做出分析,预测发达国家 2015 年的表现将好于 2014 年,新兴国家与低收入国家经济增速相对 2014 年将放缓。<sup>②</sup> 德国智库基尔研究所 (Kiel Institute, 2015) 在“2015—2017 年经济展望”一文中指出,中国经济“硬着陆”风险进一步加剧,中国经济增速预计将从 2015 年的 6.6% 降低到 2016 年 6.3% 以及 2017 年 6.0% 的水平,中国经济“硬着陆”的可能性进一步提升。

同样持悲观声音的还有 Gottfries & Teulings (2015), 作者从人口结构角度切入,认为世界和中国自身人口结构的变化无论从外部还是内部都对中国经济的未来有不利影响。外部看,经济体投资的上升动力不足可能导致总需求的下降,这也是近期全球贸易量增长下降的重要原因,这一定程度可能限制中国出口的上升空间。另外,中国潜在最强进的竞争对手印度的人口红利期即将到来,这也是中国经济不可忽视的一个负外部性。而从内部影响看,人口结构原因带来投资水平的下降同样会抑制经济的长期增长动力。<sup>③</sup>

全球一体化的深入让各国经济利益前所未有地紧密相连,中国作为最大的新兴市场国家,经济增速放缓的现状和未来发展趋势受到了广泛的关注和讨论。Rosen & Bao (2015) 在分析中国经济放缓的现象时,认为中国经济的规模和表现在很大程度上影响着世界其他经济体,但人们对其经济统计数据的准确性却抱有怀疑,这影响了对中国经济未来表现的相对预期。用全球标准来重新衡量中国的经济规模,可以更好地理解中国经济。<sup>④</sup>

Kiel Institute (2015) 认为,中国经济的“硬着陆”将会显著影响世界经济的经济增长表现。中国经济的衰退会严重影响世界其他国家生产行业的发展。Ubide (2015) 认为,中国经济进入错综复杂的经济转换阶段,即投资向消费、外需向内需、大型国有企业向私营部门的转换,同时需要降低债务水平。这种错综复杂的转换不可能在一个稳定增长率条件下顺利完成。中国应该停止宣布增长率目标,否则将会导致不切实际的期望和次优政策。<sup>⑤</sup> Fielder et al. (2015) 在讨论中国经济的当前状况和“硬着陆”经济风险时认为,中国经济被政府刻意修饰,不能准确地反映中国经济实情,中国经济存在着很大的“硬着陆”风险。<sup>⑥</sup>

在对中国经济的担忧中,还有对中国经济是否能适应全面的市场化环境的担心。Car-

① O'Neill, J. (2015). Pessimistic views of China's economy are unconvincing—China's economy has surpassed our expectations, but still has large development space. <http://www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/1604-pessimistic-views-of-chinas-economy-are-unconvincing>.

② Blanchard, O. (2015). An assessment of the state of the world economy. <http://voxeu.org/article/assessment-state-world-economy>.

③ Gottfries, A. & Teulings, C. (2015). Can demography explain secular stagnation? <http://voxeu.org/article/role-demography-explaining-secular-stagnation>.

④ Rosen, D. H. & Bao, B. (2015). Broken Abacus? A More Accurate Gauge of China's Economy. [http://csis.org/files/publication/150824\\_Rosen\\_BrokenAbacus\\_WEB.pdf](http://csis.org/files/publication/150824_Rosen_BrokenAbacus_WEB.pdf).

⑤ Ubide, A. (2015). China in Its Labyrinth.

⑥ Fielder, S., Gem, K., Hauber, P., Jannsen, N., Kooths, S., Reitz, S., Schwarzmueller, T. & Wolters, M. (2015). Kiel Business Cycle Forecast: World Economy Summer 2015. [https://www.ifw-kiel.de/think-tank/macroeconomic-forecasts/konjunkt\\_e/2015/konjunkturprognosen\\_welt-7\\_sommer-2015\\_englisch.pdf](https://www.ifw-kiel.de/think-tank/macroeconomic-forecasts/konjunkt_e/2015/konjunkturprognosen_welt-7_sommer-2015_englisch.pdf).

michael (2015) 认为, 中国政府投入超过 1400 亿美元挽救国内股市, 被质疑过度干预。另外, 中国央行 8 月 11 日大幅下调人民币兑美元汇率中间价的举措让人怀疑中国并未做好依赖市场而非行政干预发展经济的充足准备。<sup>①</sup> Kennedy (2015) 针对“8. 11”汇改, 通过问答的方式对汇改的内容、目的、市场反应及其意义进行了全面的介绍。他认为, 从短期看, 汇改是对出口下降的回应。从长期看, 汇改是逐步实现汇率自由化机制的一个环节, 旨在为人民币加入国际货币基金组织特别提款权 (SDR) 一篮子货币做铺垫。<sup>②</sup> Subacchi (2015) 认为, 中国的股市动荡反映出中国经济的不成熟, 还没有适应全球市场的规则。<sup>③</sup>

关于中国经济如何能够走出现有的平台期, 文献主要从结构转型、去杠杆和再平衡角度提出建议。中国经济进入新常态后, 经济结构转型迫在眉睫, 如何进行结构调整, 是中外学者共同关心的话题。中国经济结构转型是一个非常广泛的议题, 2015 年, 国内外学者主要着眼于第三产业代替第二产业、中国房地产行业改革、“中国制造 2025”和引进外资的政府和社会资本合作 (PPP) 模式。

Rutkowski (2015) 认为, 在中国经济增速放缓的大背景下, 中国的决策层已经意识到了服务业对经济和就业的提振作用, 服务业可成为经济增长新引擎。服务业改革构想主要从三方面着手: 减少价格信号扭曲, 鼓励民营资本进入和推动国有资产私有化进程。<sup>④</sup> Kennedy et al. (2015) 认为“中国制造 2025”代表制造业升级, 是中国经济结构转型的重要途径。文章指出“中国制造 2025”的核心目标在于整体提升中国工业水平。“中国制造 2025”除了提倡创新, 还关注整个生产过程、提升整体工业能力, 是更适应于当下中国的计划。<sup>⑤</sup>

低效企业的高杠杆也是中国经济发展中的一大难题。通常认为, 经济发展过程中必须要面对安全和效率的博弈, 而目前中国的高杠杆现象则面临着高风险、低效率的窘境。因为中国的信贷金融资源不对等地向国有企业倾斜, 而国企的类政府特性让其不不以利润最大化为经营目标, 运营效率明显低于非国有企业。

García-Herrero (2015) 认为中国的负债规模较大, 尤其是企业负债。中国不该再进行财政与货币刺激, 而应着手进行去杠杆过程; 虽然短期内会产生阵痛, 但有利于长期的可持续增长。<sup>⑥</sup> Troutman (2015) 则认为, 去杠杆不等用于在全社会范围内收紧贷款, 应该被去杠杆的对象是效率低、风险大的企业, 甚至要允许非生产性和无竞争力的公司破产, 由此腾出的金融资源为更有效率的公司 (主要是私人公司) 服务。<sup>⑦</sup>

① Carmichael, K. (2015). The Surprise Yuan Devaluation Shows Beijing Not Ready for Markets. <https://www.cigionline.org/blogs/kevin-carmichaels-observer/surprise-yuan-devaluation-shows-beijing-not-ready-markets>.

② Kennedy, S. (2015). The RMB Announcement: A Stimulating Reform. <http://csis.org/publication/rmb-announcement-stimulating-reform>.

③ Subacchi, P. (2015). Beijing's Economic Inexperience Has Been Exposed. <http://www.chathamhouse.org/expert/comment/beijings-economic-inexperience-has-been-exposed>.

④ Rutkowski, R. (2015). Deleveraging the State in China. <http://blogs.piie.com/china/?p=4239>.

⑤ Kennedy, S. & Parker, D. A. (2015). Building China's 'One Belt, One Road'. <http://csis.org/publication/building-chinas-one-belt-one-road>.

⑥ García-Herrero, A. (2015). Why is China finding it hard to fight the markets? <http://bruegel.org/2015/08/why-is-china-finding-it-hard-to-fight-the-markets>.

⑦ Troutman, K. (2015). Property Series Part 2: China's Property Correction in Historical Perspective. <http://blogs.piie.com/china/?p=4341>.

Rutkowski (2015) 认为, 在国有企业的去杠杆化进程中要加入国企运营中的民企和外资元素。作者指出, 在当前经济增速减缓、信贷增长放缓的背景下, 局部私有化可以解决国有企业杠杆过高的困局。<sup>①</sup> 陈志敏等 (2015) 则着眼于引进外资的 PPP 模式, 讨论经济新常态下, 将外资以股权形式引入 PPP 项目中, 既能够有效去国有企业的杠杆, 又能利用外资先进的管理经验和严格的公司治理模式提升企业的经营效率。<sup>②</sup>

中国作为全世界最大的出口国, 出口一直是拉动经济增长的重要因素, 但在外部平衡的管理上, 还有很多需要反思和改进的方面。在中国加入 WTO 之后的十年里, 中国经济政策叠加外部较好的世界经济形势使中国向外部盈余倾斜。但这一过程伴随着中国对外买入资产收益率与中国卖出资产收益率的失衡 (Aizenman et al., 2015)。中国大量买入低收益率的外国资产 (大部分是国际储备), 并卖出高收益资产 (大部分是伴随着过去 FDI 净流入的大量负债)。2013 年, 中国外部金融资产净值约占 GDP 的 20%, 但这些资产的真实净回报率却是负的。考虑到人口结构的老龄化趋势, 外部资产的低回报率不利于中国经济的可持续增长。

为避免这种失衡给中国经济带来的长期不利影响, 中国政府在 2007—2008 年左右就采取了一系列再平衡措施, 试图改善中国外部账户的低收益率局面。Aizenman et al. (2015) 总结了中国政府采取的一系列再平衡措施, 包括如下内容。(1) 建立主权财富基金、鼓励用有形资产进行对外直接投资, 并提高预期收益率的方式多样化配置美元国际储备。(2) 在 2008 年金融危机之后与多国开展大规模双边货币互换。(3) 将金融操作 (借贷、互换协议、贸易信用)、贸易和对外投资 (包括出口资本品和劳动服务) 与对外直接投资绑定在一起, 提升其逐渐上升的市场影响力。这一绑定战略大多应用于发展中和新兴市场国家, 以及大宗商品国家。在全球金融危机期间及之后, 中国迅速增加对外直接投资、互换协议及对特定国家的进出口。中国可以在提供货币互换和最后贷款人的角色中施展市场力量, 向贸易伙伴提供资本品和基础建设服务。(4) 中国给大宗商品国家的部分借贷采取以石油或其他商品长期实物支付的形式。<sup>③</sup> 作者认为, 由于数据的问题无法准确评估出再平衡系列措施的效应, 但通过实证研究发现, 中国和这些政策的作用国的进出口量和贸易联系程度都在提升, 从而可以推理出, 这些措施让中国对这些国家的出口地位在提升, 而一系列的信贷、金融、货币互换措施让中国对这些国家金融市场的影响力在增强, 有些国家甚至将中国视作“最后贷款人”。同时, 实物支付策略也有效降低了对外投资和信贷的风险。

最后, 中国在 2015 年的对外开放步伐上有进有退, 引起了各方关注。保持开放的方向是各界的共识, 宋泓 (2015) 在研究开放型经济时提出, 推行开放型经济是大国崛起的必由之路, 中国应大力推进结构转型升级, 向开放型经济迈进。<sup>④</sup> 但如何把握好开放顺序, 如何处理好对外政策和对内政策的关系, 仍是放在中国政府面前的巨大挑战。学者们针对此问题给出了诸多建议。

在坚持开放的道路上, 加入特别提款权 (SDR) 是中国经济开放程度提高的重要一跃。

① Rutkowski, R. (2015). Deleveraging the State in China. <http://blogs.piie.com/china/?p=4239>.

② 陈志敏、张明、司丹 (2015): “中国的 PPP 实践: 发展、模式、困境与出路”, [http://iwep.ccn.cn/xscg/xscg\\_lwybg/201509/t20150914\\_2254078.shtml](http://iwep.ccn.cn/xscg/xscg_lwybg/201509/t20150914_2254078.shtml).

③ Aizenman, J., Jinjarak, Y. & Zheng, H. (2015). Chinese outwards mercantilism: The art and practice of bundling. <http://www.voxeu.org/article/assessment-state-world-economy>.

④ 宋泓 (2015): “中国是否到了全面推进开放型经济的新阶段?”, [http://iwep.ccn.cn/xscg/xscg\\_lwybg/201508/t20150827\\_2138548.shtml](http://iwep.ccn.cn/xscg/xscg_lwybg/201508/t20150827_2138548.shtml).

Liu (2015) 认为, 西方应欢迎人民币加入 SDR, 这将有助于中国的金融体系与全球金融市场融合, 推动资本项目开放、金融自由化和对外开放, 进而为解决全球失衡问题提供契机。<sup>①</sup> Truman (2015) 认为人民币不是可自由使用的货币。但是, 中国希望人民币加入 SDR 彰显了在全球经济的地位, 美国和其它国家想以此来推动中国加快金融改革。IMF 迫于政治压力, 降低标准, 这不利于 SDR 作为全球储备资产和 IMF 的独立性。<sup>②</sup>

经济对外开放的同时, 也要把握好对外开放与对内经济政策的关系, 其中的关键是处理好中国金融资本市场的开放顺序。着眼于金融改革和经济去杠杆, Rutkowski (2015) 认为, 中国的金融改革进程明显加快, 利率市场化、汇率制度改革、资本项目开放及人民币国际化伴随着政府、企业和公众债务水平的显著上升。要处理好金融改革和杠杆化的关系, 关键在于坚持金融改革, 放宽地方税收权利, 监管影子银行。<sup>③</sup>

关于开放资本金融市场的顺序和优先级问题, Borst & Lardy (2015) 回顾了中国金融体系从传统的银行和政府主导向市场主导的转变过程, 并研究出建立私营金融机构, 发展资本市场, 加快利率自由化, 向市场化汇率迈进, 提高资本项目可兑换性, 建立存款保险制度, 混合所有者改革的金融改革最优顺序。<sup>④</sup> 张明 (2015) 探讨了是否应加快资本账户开放, 认为除非对“资本账户的基本开放”给予更加宽松的定义(即在当前的资本流动管理状况上并不取得实质性突破), 否则资本账户的加快开放, 仍然可能导致短期国际资本的波动性增加, 从而加剧国内金融风险的显性化。<sup>⑤</sup> 徐奇渊和何帆 (2015) 认为, 人民币出口结算、RFDI 和初期人民币合格境外投资者 (RQFII) 不会影响中国的利率和资产价格; 人民币进口结算、RODI 和初期人民币合格境内机构投资者 (RQDII) 会使得外汇储备增速加快; 而 RQDII 和 RQFII 的进一步推动、点心债和境外对内借贷会影响货币市场。<sup>⑥</sup> Eichengreen (2015) 也认为, 中国应该采取谨慎的、渐进的战略来发展金融、开放资本账户和人民币国际化。为了加快人民币国际化并控制风险, 中国政府应该采取如下措施: 资本账户开放主要集中于长期投资者和资本流入、与外国央行进行货币互换和建立离岸金融中心方面。<sup>⑦</sup> 高海红 (2015) 研究了人民币国际化的政策红利问题。她认为, 人民币国际化的政策红利渐渐消化, 接下来是市场选择的时期, 要看人民币市场是不是有足够大的容量, 人民币是否有足够的市场吸引力。<sup>⑧</sup> Truman (2015) 认为, 中国应当率先完成国内金融开放, 而不是一味地加速对外金融

① Liu, L. (2015). Why the West Should Welcome Chinese Yuan's Inclusion into the SDR" <http://www.iie.com/publications/opeds/oped.cfm?ResearchID=2790>.

② Truman, E. M. (2015). The Chinese Renminbi Is Not a Freely Usable Currency Yet " <http://blogs.piie.com/realtime/?p=5141>.

③ Rutkowski, R. (2015). Deleveraging the State in China. <http://blogs.piie.com/china/?p=4239>.

④ Borst, N. & Lardy, N. (2015). Maintaining Financial Stability in the People's Republic of China during Financial Liberalization. <http://www.iie.com/publications/interstitial.cfm?ResearchID=2767>.

⑤ 张明 (2015): “资本账户的进一步开放仍应谨慎从事”, <http://www.iwep.org.cn/news/750225.htm>.

⑥ Xu Qiyuan and Fan He (2015). The influence of RMB internationalization on the Chinese economy: Theory and policy. CIGI Papers No. 58.

⑦ Eichengreen, B. (2015). Sequencing rmb internationalization.

⑧ 高海红 (2015): “人民币国际化新关口”, <http://www.iwep.org.cn/news/751018.htm>.

开放，否则有可能造成国际经济及金融的不稳定。中国应该放缓金融开放的步伐。<sup>①</sup>

## 总 结

综述从以下六个方面分析和评述了2015年全球经济宏观领域的主要文献：中长期增长和潜在产出，大宗商品的分析，国际收支调整，量化宽松货币政策的作用机制及效果评价，加息下新兴市场经济体面临的风险与挑战，中国经济增速放缓的原因及未来出路。

全球金融危机对全球经济的影响深远，对全球经济的担忧从短期剧烈波动逐渐转向中长期增长动力的不足，研究日趋关注经济的中长期增长和潜在产出问题。本年度的研究主要在三个方面展开：一是对中长期增长和潜在产出的预测；二是对影响经济增长的某一因素进行重点分析，主要包括人口因素、金融因素和债务因素；三是在多重因素中寻找影响潜在产出的最重要因素，基于此，或给出对增长前景的判断，或对提升潜在增长给出建议。此外，本部分还综述了中国潜在增速相关研究。

大宗商品价格的持续低迷以及主要大宗商品出口国经济表现持续恶化引发了广泛关注。这些分析主要有三个主要内容：大宗商品价格低迷的经济影响，大宗商品价格的决定因素分析，大宗商品价格的未来走势。

受主要货币2015年调整幅度上升的影响，汇率对国际收支调整的影响这一传统国际经济学问题重新受到关注，相关研究结合了当前宏观经济背景，引入了全球价值链领域研究的新进展。国际收支领域的文献还从多个角度丰富了经常账户水平的决定因素，包括政府开支、金融结构、人口因素、劳动力因素、部门储蓄投资等。

2015年是量化宽松货币政策实施的第七个年头，学界对量宽的效果评价、作用机制的研究和争论还在继续，主要集中在以下三个方面。第一，量宽与主要宏观经济变量的关系和政策传导机制，学者们通常以量宽和通胀、杠杆和资产价格的关系来衡量量宽的政策作用机制和对宏观经济的影响。第二，量宽在经济发展不同阶段的不同政策效果，部分学者将量宽放在非金融危机时期、金融危机时期、金融危机初期、金融危机复苏期四个不同时期进行比较，探讨量宽在不同时期的不同政策效果。第三，量宽未来的政策走向，或者是货币政策随经济正常化而回归正常，或者是银行的风险偏好发生变化，变得偏好风险，或者政府给予美联储低利率压力，从而推高通胀。

近两年，美国经济增长、就业指标的持续回暖，2015年美联储货币政策正常化开启已无大争议。随之而来的，是关于美国货币政策正常化对世界其他经济体，尤其是对新兴经济体影响的研究。对这一问题，现有研究集中在如下三个方面。第一，全球化进程深入下的资本流动机制是否会加大资本由新兴经济体回流到发达经济体的可能性。第二，资本回流是否会带来新兴经济体的发展动能不足，进而引发新兴经济体债务上升，公司汇兑风险上升。第三，随着全球化的深入和新兴市场国家经济的不断发展，新兴市场国家的政策溢出效应已经影响到发达经济体。如果资本流出规模过大，其对新兴经济体产生的冲击也可能影响发达经济体的稳定。

2015年是中国经济转型的一年，在增速放缓的大环境下，经济结构调整亟需进行。在这

<sup>①</sup> Truman, E. M. (2015). The Chinese Renminbi Is Not a Freely Usable Currency Yet. <http://blogs.piie.com/realtime/?p=5141>.

一重要转型期,国内外学者对中国经济的现状也出现了不同的看法。部分学者认为中国不会发生“硬着陆”,不应过分唱衰中国,但还有部分学者却对中国经济非常悲观。与此同时,还有大量学者就中国经济如何转型,如何去除低效企业高杠杆,如何开放中国资本金融市场,如何实现中国经济再平衡,如何对外开放而发声。

### 英文参考文献

1. Aizenman, J., Jinjarak, Y. & Zheng, H. (2015). Chinese outwards mercantilism: The art and practice of bundling. <http://www.voxeu.org/article/assessment-state-world-economy>.
2. Berger, H., Dowling, T., Lanau, S., Lian, W., Mrkaic, M., Sanjani, M. J. & Rabanal, P. (2015). Steady As She Goes—Estimating Potential during Financial “Booms and Busts”. *IMF Working Paper* 15/233.
3. Blagrove, P., Garcia-Saltos, R., Laxton, D. & Zhang, F. (2015). A Simple Multivariate Filter for Estimating Potential Output. *IMF Working Paper* 15/79.
4. Blanchard, O. (2015). An assessment of the state of the world economy. <http://www.voxeu.org/article/assessment-state-world-economy>.
5. Borst, N. & Lardy, N. (2015). Maintaining Financial Stability in the People’s Republic of China during Financial Liberalization. <http://www.iie.com/publications/interstitial.cfm?ResearchID=2767>.
6. Büttner, S., Habib, M. M. & Stracca, L. (2015). Plummeting oil prices, depreciating oil currencies? Not so simple. <http://www.voxeu.org/article/oil-prices-and-value-oil-currencies>.
7. Carmichael, K. (2015). The Surprise Yuan Devaluation Shows Beijing Not Ready for Markets. <https://www.cigionline.org/blogs/kevin-carmichaels-observer/surprise-yuan-devaluation-shows-beijing-not-ready-markets>.
8. Cecchetti, S. G. & Kharroubi, E. (2015). Why does financial sector growth crowd out real economic growth? *BIS working paper* 2015490.
9. Chang, C., Chen, K., Waggoner, D. & Zha, T. (2015). Trends and cycles in China’s macroeconomy. <http://www.voxeu.org/article/trends-and-cycles-china-s-macroeconomy>.
10. Claey's, G. & Darvas, Z. (2015). The Financial Stability Risks of Ultra-loose Monetary Policy. <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/876-the-financial-stability-risks-of-ultra-loose-monetary-policy/>.
11. Cline, W. (2015). quantity theory of money redux? Will inflation be the legacy of quantitative easing? *National Institute Economic Review* No. 234.
12. Cohen-Setton, J. (2015). Unlearning economic paradigms, <http://bruegel.org/2015/11/unlearning-economic-paradigms/>.
13. Dabrowski, M. (2015). The impact of the oil-price shock on net oil exporters, <http://bruegel.org/2015/11/the-impact-of-the-oil-price-shock-on-net-oil-exporters/>.
14. Darvas, Z. (2015). Mind the gap (and its revision) <http://bruegel.org/2015/05/mind-the-gap-and-its-revision/>.
15. Eichengreen, B. & Tong, H. (2015). Effects of Renminbi Appreciation on Foreign Firms: The Role of Processing Exports. *Journal of Development Economics* 116: 146–57.
16. Eichengreen, B. (2015). Sequencing rmb internationalization. <https://www.cigionline.org/publications/sequencing-rmb-internationalization>.
17. Eichengreen, B., Park, D. & Shin, K. (2015). The Global Productivity Slump: Common and Country-Specific Factors. NBER Working Paper No. 21556.
18. Fielder, S., Gern, K., Hauber, P., Janssen, N., Kooths, S., Reitz, S., Schwarzmüller, T. & Wolters, M. (2015). Kiel Business Cycle Forecast: World Economy Summer 2015. [https://www.ifw-kiel.de/think-tank/macroeconomic-forecasts/konjunkt\\_e/2015/konjunkturprognosen\\_welt-7\\_sommer-2015\\_englisch.pdf](https://www.ifw-kiel.de/think-tank/macroeconomic-forecasts/konjunkt_e/2015/konjunkturprognosen_welt-7_sommer-2015_englisch.pdf).

19. García-Herrero, A. (2015). Why is China finding it hard to fight the markets? <http://bruegel.org/2015/08/why-is-china-finding-it-hard-to-fight-the-markets/>.
20. Ghazanchyan, M., Stotsky, J. G. & Zhang, Q. (2015). A New Look at the Determinants of Growth in Asian Countries. *IMF Working Paper* No. 15/195. <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=43246.0>.
21. Gnimassoun, B. (2015). The importance of the exchange rate regime in limiting current account imbalances in sub-Saharan African countries. *Journal of International Money and Finance*, 53, 36–74.
22. Gottfries, A. & Teulings, C. (2015). Can demography explain secular stagnation? <http://voxeu.org/article/role-demography-explaining-secular-stagnation>.
23. Grossman, G. M. & Helpman, E. (2015). Globalization and Growth. *American Economic Review*, 105 (5), 100–104.
24. Hammoudeh, S., Nguyen, D. K. & Sousa, R. M. (2015). US monetary policy and sectoral commodity prices. *Journal of International Money and Finance*, 57, 61–85.
25. Hanke, S. H. (2015). Why China Is in Trouble, <http://www.cato.org/blog/why-china-trouble>.
26. Ho, G. & Mauro, P. (2015). Rapid Growth in Emerging Markets and Developing Economies: Now and Forever? <https://piie.com/publications/policy-briefs/rapid-growth-emerging-markets-and-developing-economies-now-and-forever>.
27. Good for Others. <http://http/www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2015/pol072315a.htm>.
28. International Monetary Fund (IMF) (2015a). World Economic Outlook, 2015 April.
29. International Monetary Fund (IMF) (2015b). World Economic Outlook, 2015 October.
30. International Monetary Fund (IMF) (2015c). Monetary Policies in Advanced Economies: Good for Them, Jarand, M. & Stahler, K. (2015). The Taper Tantrum Revisited. <http://blogs.piie.com/realtime/?p=4912>.
31. Kennedy, S. & Parker, D. A. (2015). Building China's 'One Belt, One Road'. <http://csis.org/publication/building-chinas-one-belt-one-road>.
32. Kennedy, S. (2015). The RMB Announcement: A Stimulating Reform. <http://csis.org/publication/rmb-announcement-stimulating-reform>.
33. Kilian, L. (2015). Why did the price of oil fall after June 2014? <http://www.voxeu.org/article/causes-2014-oil-price-decline>.
34. Kim, S. (2015). Country characteristics and the effects of government consumption shocks on the current account and real exchange rate. *Journal of International Economics*, 97 (2), 436–447.
35. Lardy, N. R. (2015). Skeptics of China's GDP Growth Have Not Made Their Case. <http://blogs.piie.com/china/?p=4469>.
36. Lee, D. (2015). Rising global debt is increasing the risk of another financial crisis. <https://www.cigionline.org/articles/rising-global-debt-increasing-risk-of-another-financial-crisis>.
37. Liu, L. (2015). Why the West Should Welcome Chinese Yuan's Inclusion into the SDR. <http://www.iie.com/publications/opeds/oped.cfm?ResearchID=2790>.
38. Lucas, R. E. (2015). Human Capital and Growth. *American Economic Review*, 105 (5), 85–88.
39. Mlachila, M., Tapsoba, R. & Tapsoba, S. (2015). Benchmarking growth performance: Quality matters. <http://voxeu.org/article/growth-quality-new-index>.
40. O'Neill, J. (2015). Pessimistic views of China's economy are unconvincing—China's economy has surpassed our expectations, but still has large development space. <http://www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/1604-pessimistic-views-of-chinas-economy-are-unconvincing/>.
41. Ollivaud, P., Rusticelli, E. & Schwellnus, C. (2015). The Changing Role of the Exchange Rate for Macroeconomic Adjustment. OECD Economics Department Working Paper 1190, Organization for Economic Co-operation and Development, Paris.
42. Powell, A. (2015). Commodity prices: Over a hundred years of “booms and busts”. <http://>



www.voxeu.org/article/commodity-booms-bust-evidence-1900-2010#fn.

43. Pritchett, L. & Summers, L. H. (2015). Growth slowdowns: Middle-income trap vs. regression to the mean. <http://voxeu.org/article/growth-slowdowns-middle-income-trap-vs-regression-mean>.

44. Reinhart C. M. & Reinhart V. R. (2015). Financial crises, development, and growth: A long term perspective. *World Bank Economic Review*, 29 (s. 1), S53 - S76.

45. Rosen, D. H. & Bao, B. (2015). Broken Abacus? A More Accurate Gauge of China's Economy. [http://csis.org/files/publication/150824\\_Rosen\\_BrokenAbacus\\_WEB.pdf](http://csis.org/files/publication/150824_Rosen_BrokenAbacus_WEB.pdf).

46. Rosen, D. H. (2015). Global Economics Monthly: A Deeper Assessment of China's 2014 Growth. <https://www.csis.org/analysis/global-economics-monthly-deeper-assessment-chinas-2014-growth>.

47. Rutkowski, R. (2015). Deleveraging the State in China. <http://blogs.piie.com/china/?p=4239>.

48. Subacchi, P. (2015). Beijing's Economic Inexperience Has Been Exposed. <http://www.chathamhouse.org/expert/comment/beijings-economic-inexperience-has-been-exposed>.

49. Tan, Z., Yao, Y. & Wei, S. (2015). Financial structure, corporate savings and current account imbalances. *Journal of International Money and Finance*, 54, 142 - 167.

50. Troutman, K. (2015). Property Series Part 2: China's Property Correction in Historical Perspective. <http://blogs.piie.com/china/?p=4341>.

51. Truman, E. M. (2015). The Chinese Renminbi Is Not a Freely Usable Currency Yet. <http://blogs.piie.com/realtime/?p=5141>.

52. Ubide, A. (2015). China in Its Labyrinth. <http://www.iie.com/publications/opeds/oped.cfm?ResearchID=2847>.

53. Ventura, J. & Voth, H. (2015). Debt miracle: Why the country that borrowed the most industrialised first. <http://voxeu.org/article/debt-miracle-why-country-borrowed-most-industrialised-first>.

54. Verrastro, F. A. & Caruso, G. (2015). Toward a Better Understanding of Oil Markets. <http://csis.org/publication/toward-better-understanding-oil-markets>.

55. World Bank. (2015). Global Economic Prospects: Having Fiscal Space and Using It. January.

56. Xu Qiyuan and Fan He (2015). The influence of RMB internationalization on the Chinese economy: Theory and policy. CIGI Papers No. 58.

#### 中文参考文献

1. 阿贾·乔普拉、李笑然 (2015): “融资如何促进生产率提高”, 《国际经济评论》, 第3期。
2. 白重恩、张琼 (2015): “中国生产率估计及其波动分解”, 《世界经济》, 第12期, 第3-28页。
3. 陈志敏、张明、司丹 (2015): “中国的PPP实践: 发展、模式、困境与出路”, [http://iwep.cissn.cn/xscg/xscg\\_lwybg/201509/t20150914\\_2254078.shtml](http://iwep.cissn.cn/xscg/xscg_lwybg/201509/t20150914_2254078.shtml)。
4. 高海红 (2015): “人民币国际化新关口”, <http://www.iwep.org.cn/news/751018.htm>。
5. 郭豫媚、陈彦斌 (2015): “中国潜在经济增长率的估算及其政策含义: 1979—2020”, 《经济学动态》, 第2期。
6. 何启志、张晶、范从来 (2015): “国内外石油价格波动性溢出效应研究” 《金融研究》, 第8期, 第79-94页。
7. 李兵、任远 (2015): 《人口结构是怎样影响经常账户不平衡的? ——以第二次世界大战为工具变量的经验证据》, 《经济研究》, 第10期, 第119-133页。
8. 李靓、穆月英 (2015): “大宗商品国际市场价格波动的影响因素研究——基于分组国家的比较”, 《国际金融研究》, 第10期。
9. 刘红忠、秦泰 (2015): “相对价格、收入预期与中国的经常账户波动——基于两部门跨期消费视角的实证研究”, 《金融研究》, 第9期, 第34-49页。
10. 刘世锦、刘培林、何建武 (2015): “我国未来生产率提升潜力与经济增长前景”, 《管理世界》, 第

3 期, 第 1-5 页。

11. 刘钻石、张晨峰、赵炎、张娟 (2015): “二元经济融合对国际收支影响分析”, 《国际贸易问题》, 第 1 期, 第 79-89 页。

12. 宋泓 (2015): “中国是否到了全面推进开放型经济的新阶段?”, [http://iwep.csn.cn/xscg/xscg\\_lw-ybg/201508/t20150827\\_2138548.shtml](http://iwep.csn.cn/xscg/xscg_lw-ybg/201508/t20150827_2138548.shtml)。

13. 苏治、尹力博、方彤 (2015): “量化宽松与国际大宗商品市场: 溢出性、非对称性和长记忆性”, 《金融研究》, 第 3 期。

14. 谭小芬、韩剑、殷无弦 (2015): “基于油价冲击分解的国际油价波动对中国工业行业的影响: 1998—2015”, 《中国工业经济》, 第 12 期, 第 51-66 页。

15. 田利辉、谭德凯 (2015): “原油价格的影响因素分析: 金融投机还是中国需求?”, 《经济学 (季刊)》, 第 3 期, 第 961 页。

16. 王彬 (2015): “人民币汇率均衡、失衡与贸易顺差调整”, 《经济学 (季刊)》, 第 3 期。

17. 吴国培、王伟斌、张习宁 (2015): “新常态下的中国经济增长潜力分析”, 《金融研究》, 第 8 期

18. 徐国祥、代吉慧 (2015): “中国与国际大宗商品市场价格之间的关联性研究”, 《统计研究》, 第 6 期, 第 81-89 页。

19. 杨盼盼、马光荣、徐建炜 (2015): “理解中国 2002~2008 年的经常账户顺差扩大之谜”, 《世界经济》, 第 2 期, 第 112-139 页。

20. 张斌、顾弦、陈博 (2015): “油价长期维持低位”, 中国社会科学院世界经济与政治研究所世界经济预测与政策模拟实验室工作论文, 2 月 25 日。

21. 张成思、刘贯春 (2015): “经济增长进程中金融结构的边际效应演化分析”, 《经济研究》, 第 12 期, 第 84-99 页。

22. 张峻晓、谭小芬 (2015): “国际大宗商品价格波动: 基本面还是投机因素——基于 2003-2014 年全样本 VAR 和滚动 VAR 模型的分析”, 《金融评论》, 第 3 期, 第 59-74、124 页。

23. 张明 (2015): “资本账户的进一步开放仍应谨慎从事”, <http://www.iwep.org.cn/news/750225.htm>。

(编辑: 刘仕国)