

全球智库半月谈

后退欧时代中英贸易协定的影响

全球价值链与亚洲国家的竞争力

国际货币基金组织七十年

实现全球经济的包容性转型

宏观审慎监管：历史、理论和政策

中国经济再平衡或体现于工资占比 GDP 份额的增加中

本期编译

郭子睿

侯书漪

黄杨荔

刘天培

申劭婧

司 丹

谢晨月

许平祥

杨 茜

张舜栋

(按姓氏拼音排序)

中国社会科学院世界经济与政治研究所

世界经济预测与政策模拟实验室 国际战略研究组

《全球智库半月谈》是中国社会科学院副院长李扬主编的中国社科智讯数据分析报告的组成内容，由中国社会科学院世界经济预测与政策模拟实验室和国际战略研究组为您提供。

世界经济预测与政策模拟实验室

主任	张宇燕		副主任	何帆
首席专家	张斌	开放宏观		
团队成员	刘仕国	欧洲经济	徐奇渊	中国经济
	吴海英	对外贸易	曹永福	美国经济
	冯维江	新兴市场	肖立晟	国际金融
	高凌云	对外贸易	熊爱宗	国际金融
	梁永邦	宏观经济	杨盼盼	国际金融
	常殊昱	国际金融	侯书漪	科研助理
	安婧宜	科研助理		

国际战略研究组

组长	张宇燕		副组长	何帆
召集人	徐进		协调人	彭成义
团队成员	李东燕	全球治理	袁正清	国际组织
	邵峰	国际战略	徐进	国际安全
	薛力	能源安全	欧阳向英	俄罗斯政治
	黄薇	全球治理	冯维江	国际政治经济学
	王鸣鸣	外交决策	高华	北约组织
	卢国学	亚太政治	王雷	东亚安全
	彭成义	中外关系	徐秀军	全球治理
	田慧芳	气候变化	李燕	俄罗斯政治

任 琳	全球治理	丁 工	发展中国家政治
赵 洋	科研助理	刘 畅	科研助理
周 乐	科研助理		

联系人: 侯书漪 邮箱: iwepceem@163.com 电话: (86)10-8519 5775 传真: (86)10-6512 6105

通讯地址: 北京 建国门内大街 5 号 1543 邮政编码: 100732

免责声明:

版权为中国社会科学院世界经济预测与政策模拟实验室和国际战略研究组所有, 未经版权所有人许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登, 如有违反, 版权所有人保留法律追责权利。《全球智库半月谈》所编译的文章, 仅反映原文作者的观点, 不代表编者、版权所有人或所属机构的观点。

目 录

世界热点

从德银危机看欧洲的银行体系 3

导读：近期以来，德意志银行（德银）的财务危机受到各界广泛关注。德银究竟面临多么严重的困境？如果德银真的面临破产危机，德国政府和欧元区会作何反应？又会对市场造成哪些影响？作者给出了他的分析。

后退欧时代中英贸易协定的影响 5

导读：文章认为英自由贸易协定不会给英国带来明显的优势。第一，在英国没有和欧盟建立新的后退欧时代贸易关系下，中英很难达成自由贸易协定。如果英国退出欧盟的关税联盟，首先需要和其他成员国进行关税谈判，这个过程耗时耗力；第二，即便中英达成自由贸易协定，英国也不可能成为中国产品进入欧盟市场的通道，因为欧盟会通过原产地规则限制中国。另外，通过英国进入欧盟会增加运输成本，这会部分抵消关税带来的优惠；第三，英国和其它欧盟经济体对中国的出口商品完全不同，二者很难有替代功能。

全球价值链与亚洲国家的竞争力 7

导读：产业竞争力受到了学术界的广泛关注，但对这方面的研究往往集中在欧洲和北美。本文对六个亚洲国家的产业竞争力进行研究。与欧盟国家的就业不同，亚洲国家的就业受益于全球价值链收入增长带来的竞争力。

全球治理

国际货币基金组织七十年 11

导读：本文介绍了国际货币基金组织（IMF）七十年的历史。作者从客户转移、需求演变、驱动因素、目标矛盾几个方面入手，指出 IMF 想要保持独特的地位，唯一的途径是向存在短期金融危机的国家提供流动性支持，即扮演最后贷款人的角色。

实现全球经济的包容性转型 13

导读：本文为 IMF 总裁拉加德在 IMF 和世界银行年会上的演讲。她指出，世界与 IMF 正在经历快速变化，全球增长形势不容乐观。在当下全球经济向数字时代转型的关键节点上，应采取包容性的增长政策，一方面逃离低增长、低就业率和低工资的“新平庸”，另一方面为每个人提供公平竞争的环境，而 IMF 和国际合作有助于降低国际不平等。

再谈宏观经济政策的国际协作 17

导读：沉寂了 30 年之后，对国际宏观经济政策合作的呼声又重新出现。在传统博弈论中，溢出效果的存在表明比起纳什非合作性均衡，国家可以通过协调政策获益更多。但是溢

出和合作的本质究竟是什么？本文用四种可能的框架讨论了财政和货币政策合作。与此同时，不同的经济模型以及不同的国内利益可能与合作或非合作的均衡点同样重要。

经济政策

零利率时代，我们需要积极的财政政策 20

导读：本文认为，在当前低利率甚至零利率环境下，我们需要财政政策刺激总需求，以抵抗通缩风险。精心设计的扩张型财政政策可以从如下三个方面刺激经济增长：第一，通过多年的公共投资提高生产率，从而提升经济潜在增长率；第二，通过增加政府债券的供给和提高均衡利率，有助于提高货币政策的有效性；第三，有助于降低收入不平等。

宏观审慎监管：历史、理论和政策 22

导读：全球金融危机导致宏观审慎监管的兴起以及很多新型工具的产生。本文主要从历史、理论基础以及具体的政策工具三个角度阐述宏观审慎政策。最后提出了有关宏观审慎政策未来的研究方向。

聚焦中国

最近在中国开会的感受 25

导读：作者往返中国参加会议已经有 28 年时间，他最近几次来到中国，明显感觉公共会议比以前低效了，文章阐述了这一现象，并分析了可能的原因。

中国经济再平衡或体现于工资占比 GDP 份额的增加中 28

导读：中国正逐渐转型为消费驱动的经济，这是由于 GDP 中工资份额上升。中国劳动力供给开始走低，而经济向服务业转型则增加劳动力需求。这两个因素将长期作用，使得工资在长期将上升。

本期智库介绍 30

从德银危机看欧洲的银行体系

Jacob Funk Kirkegaard /文 张舜栋/编译

导读：近期以来，德意志银行（德银）的财务危机受到各界广泛关注。德银究竟面临多么严重的困境？如果德银真的面临破产危机，德国政府和欧元区会作何反应？又会对市场造成哪些影响？作者给出了他的分析。编译如下：

德国最大的银行——德意志银行（德银），其股价正处于数十年未有的低谷当中。如果德银无法处理好本次危机，那可能导致投资者对德银丧失信心，甚至引发储户挤兑的现象。当然，尽管市场上类似的谣言不断出现，但迄今为止德银还没有落到如此糟糕的境地。不过，无论事态将如何发展，这次危机必将促使德银进行大幅度改革。同时，本次危机对欧元区和欧洲央行的单一监管机制（SSM），也意味着一次意义深远的压力测试。

近期的危机表明，德银目前的商业模式是不稳定的，考虑到德银的资产规模高达 1.69 万亿美元，这种模式的不稳定性就更加暴露无遗。这种杠杆率高达 30、40 甚至是 50 倍的模式与如今的欧洲银行体系格格不入，而德银在宣称自己拥有大量定价机制不透明的所谓“3 级资产”的同时，却不愿意公开自己资产负债表的做法，也必须得到纠正。由于德银资产负债表的真实价值实在是过于的不确定，因此德银必须简化自己的资产负债表，或是注入更多资本来确保它的安全。

不过我们必须明确一点：雷曼兄弟的悲剧并不会在德银身上重演，要知道，由于欧洲央行的支持，本质上德银拥有无限量的流动性储备，因此不太可能因为一次危机的冲击而破产。同时，家底殷实的德国政府也很可能在危急关头全力支持德银。关于这个问题，新通过的《欧盟银行复苏指导条例》第 32 条第 4 款（d）部分是这样规定的：“当成员国遭遇严重的经济危机时，为了避免金融危机，政府应当采取特别手段，为相关机构提供金融支持。具体的支持手段可以是：（i）由国家担保，央行为相关机构提供流动性支持；（ii）国家直接向相关机构提供流动性支持；（iii）在相关机构不藉此盈利的前提下，由国家购买相关机构的基金或金融工具”。

考虑到德国最大银行的倒闭必然会在“成员国内引发严重的经济波动”，德国联邦政府必然会为危机中的德银提供流动性支持——毕竟，德国政府怎么会不支持自己最大的银行呢？由于现在德国发行的十年期国债实际收益率为负，政府出面拯救德银的成本最终很可能会转嫁到投资者身上。简单来说，目前我们还看不到德银迅速破产，并在欧元区引发空前危机的危险。

德银在国内的竞争者，德意志商业银行，上周实施了一项影响深远的改革计划。毫无疑问，市场上的投资者和欧元区银行监管当局如今也迫切希望看到德银

的管理层尽快行动，开展真正的银行改革。近期的一系列事件已经反复证明，德银的投行业务显得大而无当，它必须行动起来，改革自己的投行部门。

同时，德银的处境对于欧洲央行的单一监管机制（SSM）而言也是一次压力测试。如果未来情况进一步恶化，德银不得不求助于政府资本，那对于刚刚批准德银通过压力测试的 SSM 而言无疑是沉重打击。很明显，如果 SSM 批准德银在资产负债表如此不健康的情况下继续营业，那 SSM 的有效性将受到广泛质疑。

另外，德银的问题绝不仅仅局限于欧洲。美国司法部曾经对德银在金融危机前后涉及超过 140 亿美元的房贷抵押证券的不当销售进行过调查。欧洲的监管者应该记住，美国司法部已经以此为理由向美国自己的各大银行开出过数十亿美元的罚单，德银也不太可能独善其身。不要忘了，欧盟委员会前几天才刚刚对苹果公司开出过避税罚单。

同时，德银背负的 140 亿美元罚款也可能成为压死骆驼的最后一根稻草。因此，美国司法部最好不要对德银开出全额罚单，而是转而追究案情中较为明确的一小部分——规模为 54 亿美元的罚款，否则的话，这次事件必然对美欧关系产生重大打击。想想看，如果美国司法部把德银告到破产，那天下会乱成什么样子！

另一个问题是德银所谓的 CoCo 债券（条件下可转化债券），这种债券在银行资产负债表出现问题时，将会自动转化为资产从而缓解银行的资金困境，但也有人认为这种债券实际上加剧了问题的严重性。总之，CoCo 债券确实能使德国政府和纳税人多安心几天，但也无疑会让德银的管理层和投资者多提心吊胆几日。总之，无论如何，德银必将采取重大改革举措来度过危机。至于德银是否能够度过这次财务危机？我们也将拭目以待。

本文原题为“[What Deutsche Bank’s Troubles Tell Us about the Health of Europe’s Banking System](#)”。本文作者 Jacob Funk Kirkegaard 为彼得森国际经济研究所高级研究员。本文于 2016 年 9 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

后退欧时代中英贸易协定的影响

Alicia Garcia-Herrero 和 Jianwei Xu /文 司丹/编译

导读：文章认为英自由贸易协定不会给英国带来明显的优势。第一，在英国没有和欧盟建立新的后退欧时代贸易关系下，中英很难达成自由贸易协定。如果英国退出欧盟的关税联盟，首先需要和其他成员国进行关税谈判，这个过程耗时耗力；第二，即便中英达成自由贸易协定，英国也不可能成为中国产品进入欧盟市场的通道，因为欧盟会通过原产地规则限制中国。另外，通过英国进入欧盟会增加运输成本，这会部分抵消关税带来的优惠；第三，英国和其它欧盟经济体对中国的出口商品完全不同，二者很难有替代功能。编译如下：

英国退欧意味着英国可以自主拥有独立的贸易政策，并和其它国家签订自由贸易协定。本文主要研究如下三个问题：如果中英签订自由贸易协定，那么中国的出口商是否可以通过英国进入欧盟市场，使中欧自由贸易协定名存实亡？中英自由贸易协定是否有助于英国的出口商在中国获得竞争优势？英国的生产商是否可以通过进口便宜的中国中间产品而获利？

从英国“走后门”没那么容易

如果中英签订自由贸易协定，中国的出口商是否可以通过英国这个“后门”进入欧盟市场。答案取决于英国在退欧之后与欧盟签订的贸易协定类型。如果英国和欧盟还保持一个市场的状态，那么中英自由贸易协定确实可以把英国作为进入欧盟市场的“后门”。但这是不现实的，英国退欧意味着英国和欧盟必将成为两个独立的市场。而且，欧盟会使用原产地规则来限制从英国进入欧盟市场的商品。通过英国进入欧盟会增加运输成本，这会部分抵消关税下降带来的优惠。此外，在英国没有和欧盟建立新的后退欧时代贸易关系下，中英很难达成自由贸易协定。如果英国退出欧盟的关税联盟，首先需要和其他成员国进行关税谈判，这个过程耗时耗力。因此，短期内，中国不可能通过英国这个“后门”进入欧盟市场。

中英自由贸易协定使英国在中国的市场获益

中国占据欧盟出口份额的 9.5%，是欧盟第二大出口目的地。如果中英达成自由贸易协定，毋庸置疑英国在进入中国市场方面将会获得竞争优势。那么这对欧盟的出口会带来什么影响？比较英国和欧盟对中国出口的结构发现，英国对中国的出口的消费品、中间品和资本品的比例分别是 45%、25% 和 14%，而欧盟相应的比例是 25%、17% 和 46%，这说明二者的出口结构比例完全不同。从具体的产品来看，中英自由贸易协定将会使英国的汽车行业受益最大。这显然会给德国和斯洛伐克对中国的汽车出口带来负面影响。另外，德国的内燃机出口也会受到影响。而对于其他类型的产品，最多只有温和的溢出效应。

中英自由贸易协定对英国进口商的成本削减不大

英国从中国主要进口消费品，占 53%，其次是资本品和中间品，分别占 22% 和 16%。但每一类商品的结构构成比例完全不同。消费品的种类广泛，份额最大的是家具部分，也只占 2.36%。资本品的分布较为集中，份额前三的分别占 9.51%，4.86% 和 2.78%。中间品贸易一直备受全球关注，因为其可以降低进口商生产的成本。但我们的研究表明，英国从中国进口的商品真正属于中间品的只有 8%，因而中英自由贸易协定对英国进口商的成本削减有限。即便有些中间品进口确实大大降低生产商的成本，如针织、钩针编织的面料，但其占进口的比例过低，因此对整体生产商的成本削减不大。即使中英在中间品贸易上达成零关税，对最终产品定价的影响也还不到 4%。

政策建议

我们的研究表明：中英自由贸易协定不会给英国带来明显的优势。第一，在英国没有和欧盟建立新的后退欧时代贸易关系下，中英很难达成自由贸易协定。如果英国退出欧盟的关税联盟，首先需要和其他成员国进行关税谈判，这个过程耗时耗力；第二，即便中英达成自由贸易协定，英国也不可能成为中国产品进入欧盟市场的通道，因为欧盟会通过原产地规则限制中国。另外，通过英国进入欧盟会增加运输成本，这会部分抵消关税带来的优惠；第三，英国和其它欧盟经济体对中国的出口商品完全不同，二者很难有替代功能。

因此，在后退欧时代，英国的当务之急是和欧盟建立新的贸易关系，而不是与中国签订自由贸易协定。在当前的环境下，英国需要推迟所有与欧盟外经济体之间的自由贸易协定谈判，包括中国。事实上，在退欧之后，英国与其它国家达成的独立自由贸易协定越多，英国与欧盟谈判时将越是艰难。英国离开欧盟之后，将不能享受欧盟成员的待遇，英国需要与 WTO 主要成员国进行关税谈判。对于英国来说，最好的策略是与欧盟保持亲密关系，把欧盟的关税水平作为一个起点来与其它成员国进行谈判，而不是一切重新开始。

本文原题为“ What consequences would a post-Brexit China-UK trade deal have for the EU? ”。
本文作者 Alicia Garcia-Herrero 为 Bruegel 的高级研究员，Jianwei Xu 为 Bruegel 的访问学者。
本文于 2016 年 10 月刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

全球价值链与亚洲国家的竞争力

Kozo Kiyota, Keita Oikawa 和 Katsuhiko Yoshioka /文 杨茜/编译

导读:产业竞争力受到了学术界的广泛关注,但对这方面的研究往往集中在欧洲和北美。本文对六个亚洲国家的产业竞争力进行研究。与欧盟国家的就业不同,亚洲国家的就业受益于全球价值链收入增长带来的竞争力。编译如下:

产业竞争力一直是经济学研究的核心问题之一。传统上,用一国的出口份额来衡量其产业竞争力。然而,由于中间投入品贸易的增加,“基于总出口的常规竞争力指标变得越来越没有说服力”。这是因为,如果一个订单的主要生产过程是对进口的中间投入品进行简单的装配活动,那么出口份额大并不一定意味着该产业有较大的附加值。

1、iPod 的案例

苹果 iPod 在中国的出口就是一个典型的例子。Dedrick 等人(2009)关注 iPod 的生产过程,调查了提供中间投入品和其他相关服务的公司的利润分配。他们发现,iPod 虽然是由苹果公司在美国设计的,但由英业达公司在中国组装,其中间产品来自不同国家的各个公司。因此,附加值(以营业利润率衡量)分布在不同国家和公司。美国苹果总公司获得营业利润率的 11.8%。剩余利润由韩国三星公司、日本 TDK 公司、日本 Display 公司和日本东芝公司分配,韩国三星公司提供初级记忆卡(占营业利润率的 9.4%),日本 TDK 公司提供电池(7.6%),日本 Display 公司提供显示器(3.9%),日本东芝公司提供硬盘驱动器(3.8%)。相比之下,在中国,即使 iPod 在那里组装,产品的附加值也非常低。这清楚地表明,iPod 从中国出口并不一定意味着 iPod 的所有增值都分配给中国工厂。

2、先前的研究

鉴于中间投入品贸易的重要性不断增加,Timmer 等人(2013)根据全球价值链(GVC)收入衡量了欧盟 27 国的产业竞争力。GVC 收入被定义为产业对最终制造商品生产贡献的附加值。与出口附加值不同,全球价值链的收入考虑了国内最终需求和国外最终需求产生的附加值。请注意,发达国家正面临国内需求下降,新兴国家正面对着日益增长的国内需求。如果不考虑这种差异,就可能高估发达国家工业的竞争力或低估新兴国家的产业竞争力。Timmer 等人(2013)还调查了最终制造商品生产中涉及的就业,即全球价值链就业(GVC 就业),以研究欧洲国家对就业技能需求的变化。

使用 1995 年至 2009 年的 WIOD 数据库,Timmer 等(2013)提出了两个重要的发现。首先,当工业严重依赖中间投入品进口时,总出口高估了产业竞争力。

第二，只有少数欧洲国家能够将增加全球价值链的就业与实际工资的上升结合起来。

他们的研究对经济学文献做出了重要贡献。然而，他们只关注欧洲国家。请注意，亚洲国家可能与欧洲国家不同。例如，Kimura（2006）认为，东亚的跨境产品分工的发展比北美和欧洲更为发达。同样，Baldwin 和 Lopez-Gonzalez（2015）指出“亚洲工厂”像一个网络，不同于在“北美工厂”和“欧洲工厂”观察到的中心辐射模式，这是因为制造产品的过程通常涉及多个国家。因此，亚洲的 GVC 收入和 GVC 就业是否与欧洲存在类似的发现？要搞清这个问题，需要详细分析亚洲国家的产业竞争力，以便更好地为全球化的政策讨论提供信息。

鉴于这种背景，我们调查了六个亚洲国家和地区的产业竞争力：中国、印度、印度尼西亚、日本、韩国和台湾（Kiyota 等 2016）。按照 Timmer 等人的方法（2013），我们使用 GVC 收入衡量产业竞争力。为了计算 GVC 收入，我们使用最新版本的 WIOD 数据库，它涵盖了 1995 - 2011 年的数据。在这一框架下，我们能够追溯六个亚洲国家的附加值来源。此外，它允许我们调查最终制造商品生产中的变化对技能需求的影响。

3、发现

我们有两个方面的发现。首先，中国，印度和印度尼西亚制造业的竞争力正在增加，而在日本，韩国和台湾的正在减少。表 1 显示了六个亚洲国家的 GVC 收入。德国和美国的 GVC 收入也呈现出来以供参考。日本、韩国、台湾、德国和美国在世界制造业 GVC 收入中的份额在 1995 年至 2011 年间迅速下降。与发达国家相比，中国、印度和印度尼西亚的份额迅速扩大。尽管我们专注于 GVC 收入而不是总出口，中国、印度和印尼制造业的竞争力依然突出。

表 1 亚洲国家实际制造业产品 GVC 收入

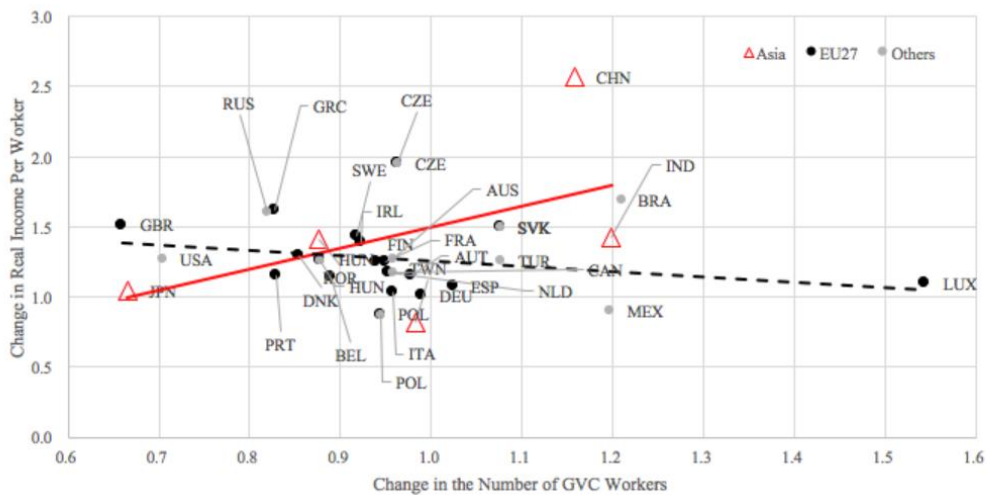
	Real manufacturers GVC income (in 1995 US\$m)		Ratio of manufacturers GVC income (2011/1995)	Share in world manufacturers GVC income	
	1995	2011		1995	2011
China	280,325	1,626,578	5.80	4.1%	16.2%
India	124,483	336,877	2.71	1.8%	3.4%
Indonesia	84,716	168,601	1.99	1.2%	1.7%
Japan	1,159,456	734,694	0.63	16.9%	7.3%
South Korea	156,577	214,578	1.37	2.3%	2.1%
Taiwan	88,338	85,086	0.96	1.3%	0.8%
Germany	663,129	682,369	1.03	9.7%	6.8%
United States	1,325,204	1,456,101	1.10	19.3%	14.5%

注：亚洲国家实际制造业产品 GVC 收入是制造业产品 GVC 收入用 1995 年为基期的美国 CPI 指数进行平减。

数据来源：作者根据 2013 年 11 月的世界投入产出表和 2014 年 7 月的社会经济账户计算而得。美国 CPI 指数来源于 OECD 国民账户统计。

第二，与欧盟国家不同，亚洲国家一般能够将全球价值链增加的就业机会与实际收入的增加结合起来。图 1 显示了我们有消费者价格指数数据（33 个国家）的 WIOD 国家在 1995 年至 2009 年期间每个工人的实际收入变化以及工人数量的变化。每个工人的实际收入被定义为制造全球价值链中每个工人的平均劳动收入减去国家的消费物价指数。图 1 似乎表明，每个工人的实际收入的变化与工人数量的变化之间没有相关性。事实上，它们之间的相关性是 0.06，意味着没有系统的关系。然而，如果我们关注六个亚洲国家（即中国、印度、印度尼西亚、日本、韩国和台湾），我们可以确认一个强烈的正相关关系。六个亚洲国家的每个工人的实际收入的变化与工人数量的变化之间的相关性为 0.55，而欧盟国家为 -0.26。

图 1 1995 - 2009 制造业产品 GVC 的就业变化与每名工人的实际收入变化比率(1995 年= 1)



注：实际收入是每位工人的 GVC 劳动收入用全国 CPI 进行平减。

数据来源：作者根据 2013 年 11 月的世界投入产出表和 2014 年 7 月的社会经济账户计算而得。

虽然需要进一步讨论因果关系，但结果表明，与欧盟国家的就业不同，亚洲国家的就业受益于 GVC 收入的增长。亚洲国家一般能够将增加 GVC 就业机会与实际收入增长相结合。亚洲国家的 GVC 收入因此呈现出与欧洲国家不同的现象。政策制定者和学术研究者的重要任务是确定这种正相关的来源，并调查哪些政策可以帮助维持这种良性循环。

本文原题为“The global value chain and the competitiveness of Asian countries”。本文作者 Kozo Kiyota 为经济产业研究所(RIETI)研究助理, Keita Oikawa 是经济产业研究所(RIETI)顾问研究员, Katsuhiko Yoshioka 是 Shoko Chukin 银行销售部的员工。本文于 2016 年 10 月 刊于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

国际货币基金组织七十年

Carmen Reinhart 和 Christoph Trebesch/文 许平祥/编译

导读：本文介绍了国际货币基金组织（IMF）七十年的历史。作者从客户转移、需求演变、驱动因素、目标矛盾几个方面入手，指出 IMF 想要保持独特的地位，唯一的途径是向存在短期金融危机的国家提供流动性支持，即扮演最后贷款人的角色。编译如下：

我们有时把货币基金组织称为“各国的中央银行”或者“国际上的最后贷款人”。自从大约 70 年前创立以来，IMF 在几个场合和不同方面进行了革新。20 世纪 50 年代和 60 年代，货币基金组织的贷款实际上大都是发达经济体政府对相对适度汇率调整的短期贷款。从 20 世纪 70 年代末开始，基金组织的方案越来越多地涉及向具有更广泛危机（包括与外汇有关的危机）的国家贷款。自 2007 年以来，国际货币基金组织重新定义了其作用，向欧洲富裕经济体提供极大的贷款。

1. 客户转移

从成员国的数量角度看，IMF 是一个成功的机构。自 1945 年至 2015 年，成员国数量已由最初的 28 个平稳增加到 188 个。它的客户构成主要经历了三个阶段。

（1）早期：向发达经济体的重大贷款。比利时和芬兰是首次使用 IMF 资金的国家，随后还有英国、法国、冰岛、意大利等。早期的贷款工具主要是备用安排，期限为一年。

（2）新兴市场，转轨经济和动乱：二十世纪七十年代，新兴市场经济开始繁荣。繁荣之后的八十年代又陷入低迷。一些欠发达和不发达国家成为了 IMF 的客户。IMF 启动 ESAF 计划，向低收入国家提供低利率贷款，以解决其债务危机。

（3）2008 年后：欧债危机。2008 年全球金融危机爆发，严重影响了金融活动。从 2008 年至今，IMF 已经向希腊、冰岛、爱尔兰、葡萄牙等发达国家贷款超过 2 千亿。

2. 需求演变

七十年来，IMF 和它的成员国面临的挑战以及危机在不断演变。

（1）从货币危机到银行和债务危机：在布雷顿森林体系下，货币危机是一件常事，由于资本管制，银行危机很少爆发。后来，浮动汇率的实行和新兴市场的繁荣导致汇率变动频繁，货币危机重现。08 年银行危机爆发，导致经济衰退。债务危机持续十年也是很常见的。总之，这些危机的解决得益于 IMF 的支持。

（2）IMF 贷款计划期限延长：1950-1960 年，IMF 贷款计划期限在一至两年内波动。到九十年代末期，贷款期限增加至三年。

(3) 长期债务负担和贷款导致破产的现象增多：很多国家面临欠款和私人债务导致的破产问题，由此 IMF 增加了贷款额。官方债权人在低收入国家占据重要的地位，但在中高收入国家却并非如此。很多国家成为 IMF 的长期债务人一是因为这是一种向私人 and 官方债权人寻求持续性贷款的有效途径，二是要想从十七国集团或重债穷国减债计划获得信贷必须首先接受 IMF 计划。在经济基础和政治因素的影响下，这些国家越来越依赖 IMF。

(4) 欧债危机的影响加深：首先，欧债危机下高额的债务给 IMF 带来了巨大的风险；其次，欧债危机损害了 IMF 的国际声誉；最后，欧债危机使 IMF 放弃了长期存在的向有不可持续债务的国家发放贷款的准则。

3. 需求驱动还是供给驱动？

一种观点认为，IMF 贷款计划受需求驱动的影响：八十年代，资本再全球化使 IMF 的主要活动由与贸易相关转向与资本流动相关，加之没有私人境外资本市场的贫困国家的金融需求，IMF 的贷款增加。另一种观点认为，IMF 是供给驱动的债权人。主要发达经济体在 IMF 的份额与他们的政治权力挂钩，他们将 IMF 视为本国国库的扩充。总之，尽管我们倾向认为需求拉动是对 IMF 贷款更好的解释，但是不能排除政治因素对 IMF 贷款计划的设计与实施的重大影响。

4. 目标矛盾

受成员国的需求演变和世界银行等其他国际机构的竞争的影响，IMF 早期为缓解流动性紧张和调节收支平衡而向成员国发放短期贷款的目标与如今的现代化经营产生矛盾。很多国家政府担心像银行机构一样，一旦向 IMF 借款就会发出破产的消极信号。为了减少此类风险，IMF 仅扮演最后贷款人的角色，只向特定的符合标准的国家提供贷款。同时，我们期望 IMF 在减少金融危机对长期经济增长的影响方面发挥一定的作用。

5. 结论观测：前方是什么？

最近几年，发达经济体向 IMF 的借款达到了历史最高水平，大部分新兴市场也从 IMF 获得贷款。保持 IMF 的独特地位的唯一途径是把重心放在向短期金融危机下的成员国提供流动性支持上，即扮演最后贷款人的贷款来源——中央银行的中央银行的角色。

本文原题为“*The International Monetary Fund: 70 Years of Reinvention*”。本文作者 Carmen Reinhart 为彼得森国际经济研究所的丹尼斯 Weatherstone 高级研究员和 Christoph Trebesch 为慕尼黑大学教授。本文于 2016 年 10 月刊于哈佛大学肯尼迪政府学院 Working Paper Series。
[单击此处可以访问原文链接。](#)

实现全球经济的包容性转型

Christine Lagarde/文 黄杨荔/编译

导读：本文为 IMF 总裁拉加德在 IMF 和世界银行年会上的演讲。她指出，世界与 IMF 正在经历快速变化，全球增长形势不容乐观。在当下全球经济向数字时代转型的关键节点上，应采取包容性的增长政策，一方面逃离低增长、低就业率和低工资的“新平庸”，另一方面为每个人提供公平竞争的环境，而 IMF 和国际合作有助于降低国际不平等。编译如下：

除了经济预测与政策制定，过去几天我们的讨论还关注创新、新技术及其他因素驱动的经济转型。今天，我想谈谈如何以一种包容性的方式实现转型，从而使所有人受益。我觉得，要是能请过去的几位大思想家帮助我们思考，就经济转型提供建议，该是多么美妙的一件事。因此，我打算请他们中的几位参与今天的演讲。

从凯恩斯这位 IMF 的创始元勋开始再适合不过了。他说，挑战往往“源自逃避旧事物而非创造新思想”。以下，我将逐一阐释我们面临的挑战。

1、变化的 IMF，变化的世界

IMF 正经历着快速的变化，从应对金融危机到信贷设施、监管及产能建设改革，约有 75 个总额高达 4150 亿美元的项目、近 17000 项技术援助任务。去年年会以来，我们已经完成了 2010 年提出的配额改革和治理改革，获得了美国国会的批准。这意味着 IMF 的代表对象发生了重要转变：已有四个新兴市场国家成为我们的前十大股东。

就在一周前，我们终于将人民币迎入特别提款权货币篮子，这是中国及全球经济向前迈进的一大步。就在几天前，我们的会员国决定在所有 IMF 优惠设施中拓展零利率，这对帮助低收入国家应对未来的冲击、实现可持续发展的目标而言也迈进了一大步。就在今天，我们的成员国承诺以总额达 3400 亿美元的双边借贷协议框架来强化第三道防线，以帮助维持 IMF 约 1 万亿的“弹药”。

感谢你们，感谢 IMF 执行委员会，使我们得以迈向这些里程碑。当然，还要感谢我的卓越的同事们，以及出色的、无私奉献的基金组织成员们。还有一件事：感谢成员国，感谢你们在我担任总裁的第二任期内对我的支持和信任。能够服务于该机构是我最大的荣耀。

2、全球展望

全球增长形势已不如从前鼓舞人心。发达经济体仍然受困于低增长、低投资、低通胀的恶性循环。尽管新兴市场经济增速上升，低收入的商品出口国仍在低价格的困境中挣扎。

我们对今年全球经济增速的预测是 3.1%，明年则是 3.4%。简单来说：增速如此之低已经维持太久，带来的好处越来越少。由此引发的社会和政治问题显而易见。很多国家的不平等程度已经过高，冲突和移民引发了可怕的代价，贸易成了被踢来踢去的政治“足球”。

如果 IMF 的成立者今天也在场的话，他们会分享一个坚定的信仰：贸易与开放将使其拥护者受益。他们会认为，多边对话是实现全球经济稳定的关键。这也是 IMF 协议条款第一项的核心思想。如今，这些条款正面临数十年来最大的考验。当然，我们知道，如今开放与国际合作的重要性远胜于从前，它们是改善各地人民生活的良方，并将面对人口压力、气候变化、新技术等方面的挑战。

3、步入数字时代

虽然我们将面对很多挑战，然而越来越清晰的是，没有什么比技术领域的变化更加急速。我们可以达到一定的质变点，正如从前汽车、卡车还不那么常见，如今它们却变得到处都是，机器人和自动化成为所有行业不可缺少的因素，手机取代银行分支机构，人工智能和量子计算为全球经济带来了革命。

没人能确切地知道未来将如何呈现。不过毫无疑问，这个新的机器时代将使技能更高的劳动力倍加收益，并使低技能劳动力承受更大的竞争压力，无论在发达国家、新兴市场还是发展中国家均是如此。

大思想家对此会怎么说呢？有一位这么说道：“机器对劳动力的替代……可能使人口变得冗余”。这位思想家就是李嘉图，200 年前在工业时代之初他就道出了担忧。然而，在当前这一特殊时点上，他被证明是错误的。从石器时代到蒸汽机时代，再到电力时代，伟大的创新一次次地重塑、创造新产业，改善生产率，促进就业。无疑，技术提高了全球福利。想象一下，如果农业仍然依赖于马车耕田，我们的社会将是怎样？

但是，我们也知道，在主要的经济转型时期，有些国家落后了。历史告诉我们，要加强教育和社会安全网络，以使人们适应于瞬息万变的世界。否则，全球化将遭遇重大逆转——想想大萧条时期和斯姆特-霍利关税法。

所以，在拥抱即将到来的转型时，我们必须明智地应对它。我们需要增长，但应是包容性的增长。我们需要向数字时代转型，但必须使所有人受益。而且，我们现在必须加快速度，使所有人受益于包容性的增长。

4、包容性增长的政策

包容性增长的第一要义就是逃离低增长、低就业率和低工资的“新平庸”。这意味着使用所有政策工具——货币、财政和结构性工具，以最大化国内的协同效应，并通过国际合作扩大影响力。这一“三叉”途径将为政策制定打开更多空

间。推行结构性改革以释放经济潜力是关键。采用可行的财政工具为转型做准备也是一大关键。

当前利率处于历史低位，正是公共投资的绝佳时机：提高高速互联网的覆盖率，推广节能交通工具，建立气候友好型的基础设施。尽管财政空间有限，政府也可以通过提供税收抵免、支持公共研究机构等方式向研发领域重新分配资源。记住：所有使移动手机“智能”的技术都受益于公共基金，比如无线网络、GPS、触屏技术等。这表明，好的公共政策能为经济增长提供长期驱动力。

要使经济复兴，我们还需要复兴贸易。过去 25 年来，贸易使新技术融入了全球生产率的提高，帮助全球减少了一半极端贫困人口，并创造了上百万个更高薪的工作。相反，构筑贸易壁垒显然降低了全球产出、投资和就业机会。不过，我们需要再次强调如下的政策：它有助于缓和贸易的副作用，并使每个人都收益。事实上，在更大程度上实现包容性是个棘手的任务。不仅对宏观经济提出了要求，还涉及政治、社会契约等，后者需反映国家、地区和文化多样性。

包容性增长的第二要义是为每个人提供公平竞争的环境。我举三个例子。第一，提高机会的平等性，比如明智的教育政策，尤其对女孩而言，比如再培训措施以帮助那些被外包夺走工作的工人，比如设立最低工资和税收激励，以便为女性在就业市场上提供更多机会。第二，促进公平的责任共担环境。我们需要一个国际税收体系，以便将漏洞减至最少，并对抗腐败的侵蚀。我们需要保护低收入国家，使其免受税基缩减和利润流失的损害。第三，保持竞争与市场开放，这对数字经济而言尤其重要。网络效应能提高市场集中度，这不利于创新，并将使财富积聚于顶层，而更多、更公平的竞争可以保证数字时代的巨大潜力可以充分挖掘，以施惠于众。

5、国际合作和 IMF 的角色

如果上述政策能够降低各国内部的不平等，那么，如何降低国与国之间的不平等呢？在去年发起 2030 年可持续发展目标时，国际社会朝这一目标迈出了一大步。但要实现这一目标，低收入国家需要更高、更可靠的政府收入，以便投资于基础设施、医疗和教育，他们可以优先考虑在这些领域建设产能。这也是 IMF 的优先考虑。IMF 每年都帮助 100 多个国家提高其本国收入。

降低不平等也意味着构筑更强健的全球金融安全网络，以帮助新兴和发展中国家更好地应对波动。增强 IMF 的借贷工具包，有助于与区域性机构建立更强有力的合作。去年年会上，我曾提过“AIM”的概念——构建更为机敏（Agile）、综合协调（Integrated）、关注成员（Member-focused）的 IMF。我们有进步吗？是的！我们已在专业擅长的领域加紧努力，包括财政、货币和汇率方面，并拓展宏观金融领域的分析。我们也在其他关键的宏观问题上加强了工作，比如金融包

容性、性别平等、腐败、移民和气候变化等。我们还通过增设区域培训中心、促进技术分享强化了产能建设能力。来自 184 个国家的 13000 多人完成了我们的在线课程（MOOCs）。我们在不断改进，并将持续下去。这就是我们对你们的承诺。

结论

美国财政部长小亨利·摩根索曾在第一次布雷顿森林会议上说道，“繁荣没有固定的极限……正如和平一样，繁荣是不可分割的。我们无法使其零散分布于少数幸运者中，或以他人为代价享受成果”。因此，我们的任务就是明智地应对即将到来的经济转型，以实现更大的繁荣——不仅限于少数幸运者，更要面向所有人。

自成为总裁以来，我已走访过 60 多个成员国，受益匪浅，也拥有很多美好的回忆，但印象最深刻的是我遇到的人们，其中之一是一位约旦难民营中的叙利亚妇女，她握着我的手问道：“你能帮我们重建国家吗？”

这就是那些激励我的人们，也是我所服务的人们。如果我们齐心协力，就能构筑一个更美好的世界。

谢谢！

本文原题名为“Managing an Inclusive Transition for the Global Economy”。本文作者为 Christine Lagarde，IMF 总裁。本文于 2016 年 10 月刊于 IMF 网站。[单击此处可以访问原文链接。](#)

再谈宏观经济政策的国际协作

Jeffrey Franker /文 申劭婧/编译

导读：沉寂了 30 年之后，对国际宏观经济政策合作的呼声又重新出现。在传统博弈论中，溢出效果的存在表明比起纳什非合作性均衡，国家可以通过协调政策获益更多。但是溢出和合作的本质究竟是什么？本文用四种可能的框架讨论了财政和货币政策合作。与此同时，不同的经济模型以及不同的国内利益可能与合作或非合作的均衡点同样重要。编译如下：

国际宏观经济政策合作在 30 年前由 G7 发起，达到顶峰。但是之后合作的形式不再流行，一些实践也证明了该方法的局限。此外，G7 的结构没有为新兴市场国家（EMs）留出发挥的空间，但它们在国际经济上发挥的作用日趋重要。

然而，近些年来局势的变化使得国际合作再度流行。一方面，对于正确模型选择的分歧与国内外利益的分歧越发相当。另一方面，国家内不同政治团体的诉求也不比不同国家的诉求小。在此情境下，我们将考虑四种博弈性合作的可能性。

1. 财政政策合作

传统的合作博弈中，非合作性均衡被视作整体需求匮乏，合作主要涉及联合刺激。在非合作均衡下，美国和欧洲都追求紧缩性财政政策，它们都害怕独自承担财政扩张的任务，因为他们相信这将导致财政赤字。他们都希望对方扩张，这样就可以享受出口需求的扩张。但是如果二者都这样做，世界经济将停滞不前。合作性的解决方法是，各方都同时采取财政刺激，普遍的刺激将带来普遍的增长，任何国家都不需要以其他国家为代价实现贸易增长。具体情况详见表 1。

表 1 动态博弈

	美国实行紧缩性财政政策	美国实行扩张性财政政策
欧洲实行紧缩性财政政策	非竞争性“以邻为壑”均衡：全球衰退	美国出现贸易赤字，其出口商及受进口冲击的公司不满
欧洲实行扩张性财政政策	欧洲代表其出口商和受进口冲击的公司不满	合作性“动态”结果：没有人贸易盈余，但高消费提振经济

一些人认为，动态性均衡同样适用于欧盟成员，部分国家的财政紧张加剧了欧洲经济的衰退。但是德国等国并不这样认为。相反，它们声称预算赤字向邻国施加了消极影响。因为任何国家的预算赤字都将对全球利率造成影响，并使局势整体不利，比如地中海国家的财政挥霍给整个欧洲带来了负外部性。这就引发了道德风险博弈，详见表 2。

表 2 道德险博弈

	其他欧盟成员财政盈余	其他欧盟成员财政赤字
德国财政盈余	财政规则的 cooperativeness 协定, 消除了道德风险	德国担心它必须要帮助其他成员
德国财政赤字	其他成员担心它们必须要帮助德国	非合作性道德风险均衡。各方都拥有超额赤字, 因为需要提供经济援助的可能性加重了经济增长的不利因素

2. 货币政策合作

联邦储备银行率先针对全球金融危机采取宽松货币政策, 其他主要银行却不愿如此。这使得危机很快蔓延到其他国家, 因此合作的呼声见长。但是问题的关键是货币政策溢出效果的本质究竟是什么, 以及货币合作的方向如何。

艾肯格林针对 1930 年后的经济的发展为汇率提供了一个可行的解决性方案, 如表 3 所示。这种动态平衡的其他版本也在 2008 年金融危机之后发挥了作用。

表 3 艾肯格林对竞争性贬值的解释

	美国保持货币秩序 (如保持金本位)	美国货币贬值, 转向更简单的货币政策 (如 1933 年)
欧洲保持货币秩序 (如保持金本位)	紧缩的货币政策使世界经济处于衰退 (如大萧条时期)	
欧洲货币贬值, 转向更简单的货币政策		各方获益。都无需提高贸易平衡, 但是更低的利率刺激了全球复苏

利率则是货币政策需要考虑的另一个重要因素。由于对高利率的担忧以及其带来的负面效果远高于低利率, 在这里我们着重考虑前者。

由于国家想要吸引外国投资或实现本国货币升值, 它们可能采取高利率。但是不可能所有国家都实行高过其他国家的利率, 因此对应的合作性解决方案就是双方同时降低利率。如表 4 所示。

表 4 竞争性升值博弈

	美国提高利率	美国保持利率稳定
其他国家提高利率	非合作性均衡: 世界范围内高利	美元贬值。美国的 CPI 通胀增加

	率，经济长期衰退	
其他国家保持低利率	美元升值。以其他国家利益为代价，美国的 CPI 通胀减小	合作性均衡：世界范围内低利率。汇率不变，但是增长稳定

尽管四种合作性博弈模型都有理论与现实实践的支撑，但是国际性的政策合作是否真的必要可行？不幸的是，由于各国的经济目标、调控手段等的不同以及各个利益团体的冲突，国际合作可能并不像我们想象的那样乐观。

本文原题为“International Coordination”。本文作者 Jeffrey Frankel 为哈佛大学肯尼迪政府学院教授。本文于 2016 年 1 月刊于肯尼迪政府学院网站。[单击此处可以访问原文链接。](#)

零利率时代，我们需要积极的财政政策

Ángel Ubide /文 谢晨月/编译

导读：本文认为，在当前低利率甚至零利率环境下，我们需要财政政策刺激总需求，以抵抗通缩风险。精心设计的扩张型财政政策可以从如下三个方面刺激经济增长：第一，通过多年的公共投资提高生产率，从而提升经济潜在增长率；第二，通过增加政府债券的供给和提高均衡利率，有助于提高货币政策的有效性；第三，有助于降低收入不平等。编译如下：

根据彭博，2008 年之后，关于财政刺激的新闻越来越多。在一些国家，财政政策已经变成刺激经济的主要政策。甚至在美国和欧盟，财政政策对经济的贡献也越来越大。最近 G20 也宣称：“我们需要灵活的实施财政政策。”在金融危机之前，经济周期的管理主要依靠货币政策，财政政策主要用来保证债务的可持续性。在大缓和时期，经济增长接近潜在产出，通胀高于目标通胀水平，财政略有赤字。然而今天，需求持续萎靡、通胀较低、自然利率为零甚至为负。而且，这一现状有可能还要长期继续下去。因此，我们在管理经济时，不能再简单套用过去的经验。

在零利率时代，需求的利率弹性下降，对于高债务，货币政策也无能为力。货币政策的作用效果大大降低，我们需要财政政策刺激总需求以抵抗通缩的风险。如果现在采用紧缩的财政政策，将会导致债务/GDP 比例进一步上升。精心设计的扩张型财政政策可以从如下三个方面刺激经济增长：

第一，通过多年的公共投资提高生产率，从而提升经济潜在增长率。多年的公共投资本身也有助于稳定增长和通胀预期。公共投资不一定局限于道路桥梁建设，可以是消除一国增长瓶颈的任何投资，包括人力资本投资。长期利率为零的环境下，一定有很多能带来正回报的长期投资机会。而且，在当前风险过度厌恶的情况下，公共投资可以提升投资信心，有助于带动私人部门投资。

第二，通过增加政府债券的供给和提高均衡利率，有助于提高货币政策的有效性。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。但是，很多金融机构也不愿意出售带来正回报的债券，从而导致资产稀缺。而扩张型财政政策在促进总需求的同时，也会导致政府债券供给增加，从而缓解这种稀缺性。扩张的财政政策能够降低全球储蓄，有助于提高均衡利率。

第三，有助于降低收入不平等。仅仅依靠货币政策来刺激总需求会恶化收入不平等。因为在低利率环境下，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。在复苏的过程中，工资收入上涨较慢甚至停滞。就像日本过去 20 年那样，工资基

本没有上涨。精心设计的公共投资计划可以创造更多的高收入职位，再加上扩大收入的措施，一定会导致工资上涨，降低收入不平等。

对积极财政政策的批评主要源于财政空间有限。但是，他们没有考虑到对长期政府债券的强劲需求。而且，是时候通过加快财政政策改革来提升财政政策空间，尤其是欧盟的财政政策。当然，提倡积极的财政政策并不是呼吁不负责任地财政扩张。只是在当前的低利率环境下，我们需要摒弃过去大缓和时代的政策管理思路。一旦增长和通胀出现持续的上升，我们就可以进行财政整顿。当前，我们需要把财政政策作为刺激经济的主要政策手段。

本文原题为“[The case for an active fiscal policy](#)”。本文作者 Ángel Ubide 是高盛的董事总经理。本文于 2016 年 10 月刊于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

宏观审慎监管：历史、理论和政策

Turalay Kenç /文 郭子睿/编译

导读：全球金融危机导致宏观审慎监管的兴起以及很多新型工具的产生。本文主要从历史、理论基础以及具体的政策工具三个角度阐述宏观审慎政策。最后提出了有关宏观审慎政策未来的研究方向。编译如下：

1929 年的大萧条催生了宏观经济学，以便更好的理解整个经济是如何运转的。2008 年全球金融危机之后，宏观审慎政策以相似的方式出现，旨在消除整个金融体系的风险或者系统性风险。这一新的政策对我们理解整个经济的运行产生了深刻的影响，如货币政策的角色、货币，财政以及审慎政策如何协调、最优的制度框架是什么。本文主要从历史、理论和政策工具三个角度阐述宏观审慎监管。

宏观审慎监管的历史

宏观审慎一词源于 20 世纪 70 年代，但直到最近宏观审慎政策才被全球采纳。美国是第一个实施宏观审慎政策控制信贷增长的国家。美国早期的宏观审慎政策不仅包括实现金融稳定，还要实现平滑经济和金融周期，价格稳定以及一些具体的产业政策。美国的经历表明大幅度的收紧宏观审慎政策要比放松宏观审慎政策的效果更明显。

不仅美国，二战之后很多欧洲国家，由于经济繁荣、利率政策掣肘于资本流入以及财政政策受限于过高的公共债务水平，也开始实施宏观审慎政策。欧洲实施的宏观审慎政策大致可以分为三类：控制信贷的工具、流动性和准备金要求，以及对银行部门的建议。从 20 世纪 50 年代一直到 70 年代，信贷控制是最常用的工具。到了 20 世纪 60 年代，欧洲国家开始越来越多的使用准备金要求。

经历了 20 世纪 80 年代和 90 年代的金融危机，很多新兴市场国家也开始实施宏观审慎政策，尤其是面对大规模的资本流入时。在 20 世纪 70 年代以前，宏观审慎政策被描述为系统性监管或者对宏观经济的监管，直到 80 年代才正式称为宏观审慎政策。本次金融危机之后，宏观审慎政策成为各国普遍使用的政策。

宏观审慎政策的理论基础

宏观审慎监管的合理性源于有限负债、有限约束以及信息不对称带来的外部性。单个的金融机构出于自身利益最大化，增加杠杆、扩大资产负债表和依赖短期流动性融资，从而风险集聚。由于“合成谬误”，个体的理性带来集体的非理性，系统性风险在金融体系内形成。金融机构之间由于持有相似的资产或者由于混业经营，联系日益紧密，进一步促进风险的传染。由于策略的互补，某一机构的行为会强化其它机构也采取类似的行为。资产的投降式抛售也会进一步强化羊

群效应。这些外部性分别被称为联系型外部性、策略互补性以及货币外部性。各个金融机构不能将这种外部性内部化，而宏观审慎政策刚好用来规避这种外部性。

货币外部性源于金融机构在经济下滑时期的资产抛售。经营困难的金融机构为了获取流动性，抛售资产，甚至以低于资产基本面价值的价格出售。其它金融机构为了防止资产缩水，也纷纷抛售资产，对资产价格形成进一步的打压。资产价格的下降会降低借贷者抵押品的价值，导致银行出现惜贷行为，不利于实体经济的总需求，这种外部性会带来社会的福利损失。

联系型外部性源于金融机构之间由于金融业务相互联系在一起，尤其是银行业。即便一个小的冲击也有可能蔓延到整个银行业。如果冲击源于系统性重要金融机构，那么产生的外部性将会更大。由于金融中介机构不考虑自身的行为对其他机构以及金融体系整体性的影响，联系型外部性会导致金融不稳定。

策略互补型带来的外部性源于银行与其它金融机构之间策略的相互作用，在金融周期的繁荣阶段导致脆弱性的积累。策略互补性的来源有多种，最经典的就是 Diamond-Dybvig 银行风险模型。

宏观审慎政策

宏观审慎政策是金融危机后金融稳定框架的重要组成部分。宏观审慎政策通过约束金融市场参与者事前的过度风险承担动机，降低他们对系统性风险的贡献。其目标是强化金融体系的弹性和限制金融系统性风险的积累。宏观审慎政策针对整个金融体系或者系统重要性金融机构，强调“时间”维度和“跨部门”维度的金融风险。系统性风险的来源有多种：过高的杠杆率、弱化的信贷标准、金融机构以及借款者的资产负债过度错配。风险的多样性也决定了宏观审慎政策工具的多样性。宏观审慎政策工具包含信贷类政策工具、资本类政策工具和流动性类政策工具。其中信贷类政策工具主要针对金融机构的借款者，其主要通过对借款者实施贷款约束以限制贷款数量，如贷款价值比、贷款收入比、债务收入比等。资本类政策工具和流动类政策工具主要针对商业银行等金融机构。资本类政策工具关注金融机构的安全性，并通过提升金融机构的资本金要求而增加其抵抗冲击能力。资本类政策工具主要包括资本充足率要求、杠杆率要求、动态拨备等。流动性类政策工具主要关注于金融机构的流动性，并通过提升金融机构稳定的资金供给能力而增加其抵抗流动性冲击能力。流动性类政策工具主要包括流动性覆盖率、净稳定资金比率、准备金要求、存贷比要求等。如表 1 所示，上述三种外部性可以通过相应的宏观审慎政策工具进行纠正。有两种类型的政策工具纠正与策略互补性相关的外部性：逆周期资本要求和对银行资产分配的限制。应对投降式抛售的行为主要采用流动性相关的工具。存在四种工具应对由于相互联系导致的外部性。

表 1 外部性与宏观审慎政策

Externalities and macroprudential policies					Table 2
Externalities due to	Can be addressed by				
	Capital instruments	Liquidity instruments	Capital instruments	Liquidity instruments	Resolution mechanism
Strategic complementarities	X		X		
Fire sales	X	X		X	
Interconnectedness	X		X	X	X

Note: This Table is a slightly modified version of Table 1 in De Nicolò, Favara, and Ratnovski (2012).

结论

全球金融危机导致宏观审慎监管的兴起以及很多新型工具的产生。这些措施的实施还处于初级阶段，有很多问题需要解决：宏观审慎政策的有效性；采用固定规则还是相机抉择；与其它宏观政策尤其是货币政策的相互作用；有效的制度框架以及国际协调等等。

本文原题为“Macroprudential regulation: history, theory and policy”。本文作者 Turalay Kenc 是土耳其中央银行的副行长。本文于 2016 年 9 月刊于 BIS 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

最近在中国开会的感受

Scott Kennedy/文 侯书漪/编译

导读：作者往返中国参加会议已经有 28 年时间，他最近几次来到中国，明显感觉公共会议比以前低效了，文章阐述了这一现象，并分析了可能的原因。编译如下：

今年我到中国来已经有六次了，并且至少还要再来两次。28 年后，穿越太平洋或北极点的跋涉并不会给我带来同样的兴奋，但我仍然喜欢与朋友和同事们见面，看一看不同的景点，并学一些关于中国的新东西。每次访问我都希望能够看到或听到令我感到惊讶的东西。

但我不得不承认，有时候我会思考这些旅行到底有什么用。我不介意时差，我认为这是一个放下手边的工作看日出的好机会，我也并不多么在意北京和中国许多城市的交通或污染以及不便。开始困扰我的是，我所参加的事件似乎没太大的价值。当然，在中国召开的公共会议从来不是讨论复杂的观点和实现突破的最佳时机。有学者的研究指出，会议是政治正确性的展示场馆。也就是说，我本能地得出了如下结论：我们已经达到了一个新的最低点，公共会议似乎比过去几年的效率要低得多。

我举三个例子：

六月初，我参加了中美创新对话——中美战略经济对话的组成部分之一。现在，在其第八年，美国方面最初的目标是将会议作为一种促进市场化规范创新的工具，而不是政府主导的某些技术的支持和反对。今年的会议期间，美国和中国，官员和商人，共同阐明了这一规范。但同时，一些中国的发言者为新兴产业在某些情况下需要政府支持而辩护。当被问及非常有利于中国电动汽车电池企业发展的信贷优惠政策的具体情况时，官方正式回应称这种支持是完全合法的，如果非中国企业想要获得这样的支持，他们应该在中国投资。其他发言者强调通过国际合作来推动创新的重要性，这是美国对中国的技术转让免费或有所补贴的信号。这或许值得称赞，但隐含的预期是，即使中国政府继续为本土技术发展提供广泛的资金支持，这也仍应该出现。总之，至少从美国的角度来看，创新对话的初衷在很大程度上被减弱了，甚至反向发展。

六月下旬，我参加了一个由中美两个大学共同举办的关于政府治理的会议。政治科学从来不是中国最进步的学科，但这次会议感觉像回到了上世纪 80 年代，中国学者才刚开始熟悉社会科学的理论和方法。中国的一些与会者强调，中国需要找到自己的治理模式，而不是接受西方社会科学理论，而他们所提倡的是受到普遍批评的非多党民主制。有一个人强调说，在中国共产党的领导下的中国政府，

已成为一个彻底的“服务型政府”，其目的是帮助社会，而不考虑自身。有反对的声音，主要来自于非中国的专家，但分歧是相互交谈时的练习，而不是直接提出对立的意见。

最后，九月中旬，我参加了东北亚和平与发展滨海论坛。中国与会者的公开演讲并未在经济或安全问题上实现突破。丝绸之路和中蒙俄经济走廊大获好评。朝鲜因其最近的核试验被批评，但美国却被鼓励做更多安抚朝鲜的事，而不是继续部署“终端高空区域防御系统”（萨德导弹防御系统）。我可以、也确实已经在《新华社》的报告中读过这一切。此外，会议在一个豪华会议度假中心举行，但它被高墙包围着，远离天津市中心，将与会者与中国普通地区隔绝开来。

在这三个会议中，中国和国际参与者之间缺乏实质性的意见交换。我想知道，是否会有一些人的想法通过任何公开的交流而改变。过去，我参加过有更多开放性的、吸引人的交流的中国会议，包括在中外参与者之间和中国参与者内部的交流。但最近的事件留下的印象是，在中国的公共讨论已经变得陈旧和价值有限。

问题是，为什么。我最初的反应是，可能在习近平时代，更需要维护公众的共同立场，失去公信力的成本可能已经上升。但也有另一种可能，过去几年，我的判断本身是不准确的。这可能是因为在邓小平、江泽民、甚至胡锦涛的领导下，中国的官方立场在许多事情上是更自由的，这一段时期的会议上，我听到了更高水平的协议，误把它们作为深入交流的符号。与此相关的是，全球金融危机后，美国在反恐斗争中的困难和中国经济外交上的相对胜利，很可能使中国的态度有了明显的改变。

我的结论是，它可能是政治正确性不断增加的压力与对自由主义的经济和政治方法的质疑两者的组合。无论如何，我认为说中国的公共会议是完全无关紧要的，我们应该避免参加是错误的。即使它们看似被无聊的官方政策的朗诵或对这些立场的辩护所填满，但仍有很多需要我们学习和观察的部分。没有充分了解各方的立场，你就不能有真正的对话。而仅仅听到中国的立场，有利于推动我们更加熟悉美国政策，弄清各方的利弊和其他人的立场。不管别人的动机是什么，被推动和被刺激，都是我们应该欢迎的一个很好的练习。

最后，即使是公共事件也有私下的讨论，人们不仅能听到对公开声明的辩护，也能听到更复杂的分析，反映了中国也有着更广泛的观点。在这些会议的间隙与学者、商人和官员交谈是非常令人愉快的，因为我们可以谈论任何宏观课题和微观问题。在创新对话的间隙，非正式的谈话产生了一系列关于政府在促进创新中应有的作用的想法。在治理研讨会的午饭上，当地分析人士更愿意交流关于精英政治的话题。在天津，我有幸结识了来自蒙古和俄罗斯的新朋友，这两个国家我

以前几乎没有什么联系。他们对中国的观点相互之间不一致或者带有会在美国听到的典型色彩。

所以，也许在中国出席会议并没有像我最初认为的有那么多改变。与 20 世纪 80 年代末唯一不同的是，现在我喜欢喝茶，而我的中国朋友喜欢喝咖啡。虽然我害怕即将到来的航班，但更令我期待的是，当我着陆后将会发生什么。

本文原题为“Thoughts from the Chairman: The Ambiguous Benefit of Meetings in China”。本文是作者是 Scott Kennedy，他是 CISI 中国研究项目的副主任和中国商业与政治经济项目的主任。本文于 2016 年 10 月刊于 CSIS 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中国经济再平衡或体现于工资占比 GDP 份额的增加中

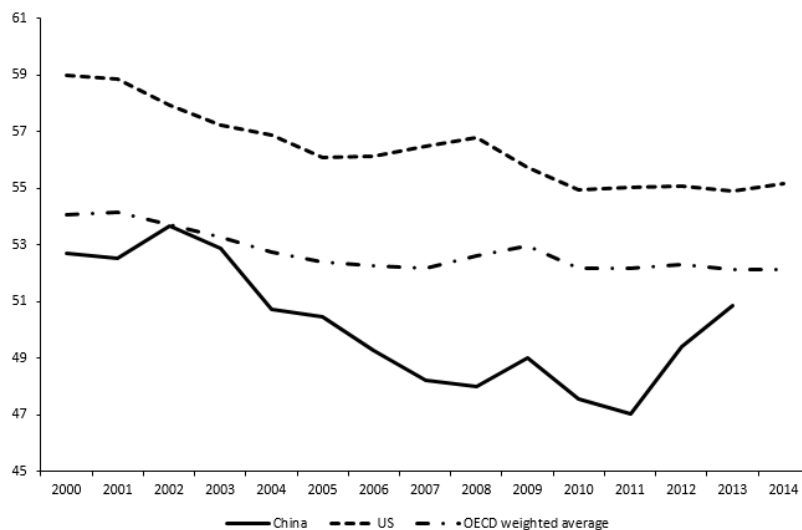
Zixuan Huang and Nicholas R. Lardy/文 刘天培/编译

导读：中国正逐渐转型为消费驱动的经济，这是由于 GDP 中工资份额上升。中国劳动力供给开始走低，而经济向服务业转型则增加劳动力需求。这两个因素将长期作用，使得工资在长期将上升。编译如下：

中国经济再平衡已经进展了五年，服务业与消费而非投资和工业，成为经济的驱动力。很少有人注意到，国家收入在工人、企业和政府之间的分配也反映着这种变化。

从 2011 年开始，GDP 中的工资份额开始扭转下降的趋势，使得消费成为带动 GDP 增长的一个因素。雇员补偿在中国和美国与其他 OECD 国家间形成了鲜明的对比。美国和其他 OECD 国家都经历着平台期。

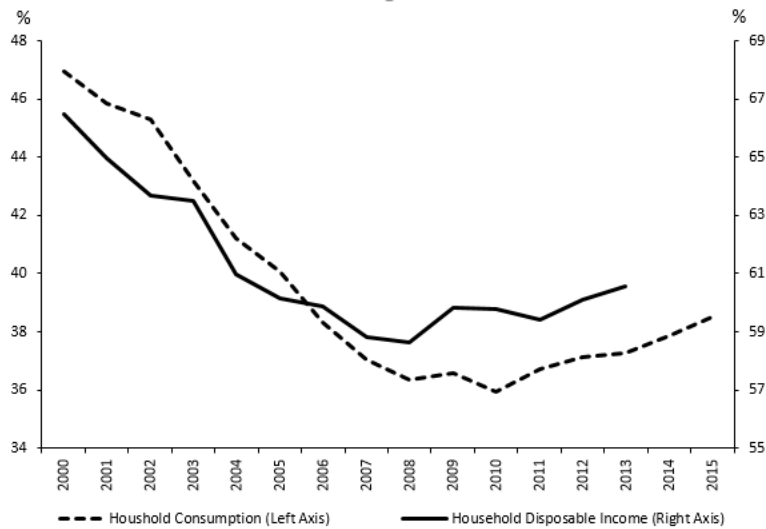
图 1 2000-2014 年增加值份额中的雇员补偿



注：数据来源于中国国家统计局、OECD 数据（2016）。OECD 使用 GDP 加权的平均值。土耳其并没有包含在内，因为没有相关数据。雇员补偿是指支付给雇员的各种薪酬，现金或者是社保或者医保等。

图 2 展示了增长的可支配收入和消费水平。到目前为止消费带动的经济增长仅仅抵消了一小部分之前十几年经济增长不均衡导致的经济萎缩。

图 2 2000-2015 年 GDP 份额中的家庭消费和可支配收入



注：数据来源于中国国家统计局。

自 2011 年，工资份额的增长与利润份额的下降相抵消。随着利润份额走低，投资也开始萎缩。这促使政府采用鼓励消费的刺激手段。政府收入在近年来稍微提高。

驱动工资增长存在两个因素。一是人口：处于工龄的人数增长率下降，2014 年增长率变为负数。二是经济转型：相比于工业经济，服务经济中对劳动力需求更高。对劳动力需求上升，劳动力供给下降，双重因素导致了工资提升。

两个结构因素会在将来一段时间内推动工资份额走高。GDP 支出中消费比例将走高，GDP 生产中服务份额将走高。这两个结构因素会在长期产生持续作用。尽管劳动力萎缩在长期将阻碍经济发展，至少在短期之内，会促进中国经济转型。

本文原题为“China’s Rebalance Reflected in Rising Wage Share of GDP”。本文作者 Zixuan Huang 为 PIIE 研究分析师，Nicholas R. Lardy 为 PIIE 高级研究员。本文于 2016 年 10 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

本期智库介绍

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

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

网址：<http://www.voxeu.org/>

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

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

网址：<http://www.iie.com/>

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

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

网址：<http://www.bruegel.org/>

International Monetary Fund (IMF) 国际货币基金组织

简介：IMF于1945年12月27日成立，为世界两大金融机构之一，职责是监察货币汇率和各国贸易情况、提供技术和资金协助，确保全球金融制度运作正常，其总部设在华盛顿。IMF主要通过监督、贷款以及技术援助和培训三大职能来促成国际金融体系的稳定。IMF的工作论文及其他出版物在全球宏观经济政策研究方面拥有巨大影响。

网址：<http://www.imf.org/>