

全球智库半月谈

中美的迷你协议，对近期贸易谈判的分析

理解中美人工智能竞争背景下的实体清单

西班牙与中国：解决不对称关系的欧洲路径

美国对土耳其的钢铁制裁恐难起效

复合数字货币可能没有未来

市场指标：基于事实的应对中国经济挑战的方法

经济强则货币强

本期编译

李芳菲

李陆屿

刘铮

史明睿

宋海锐

吴克谦

杨茜

伊林甸甸

张舜栋

张子萱

（按姓氏拼音排序）

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究室

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

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究组

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

国际战略研究组

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

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

联系人: 薛懿 邮箱: xueyi1800@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 1544 邮政编码: 100732

免责声明:

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

目 录

世界热点

中美的迷你协议，对近期贸易谈判的分析 6

导读：10月11日，特朗普宣布中美达成了一项贸易协议，中国将增加美国的农产品进口，作为交换，美国停止对原定于10月15日的2500亿美元的中国商品加征关税。尽管短期，股市和期货市场将毫无疑问的上涨，但是这项协议回避了非常多的问题，如果中美关系没有发生结构性的改变，这种上涨将是短暂的。

理解中美人工智能竞争背景下的实体清单 8

导读：本文围绕实体清单是什么、实体清单对相关企业的影晌以及实体清单对中美两国的影响这几个方面探讨中美人工智能竞争背景下的实体清单。

西班牙与中国：解决不对称关系的欧洲路径 11

导读：中国总理的温家宝曾称西班牙为“中国在欧洲最好的朋友”，西班牙是1989年天安门广场抗议活动后第一个对北京进行外交访问的欧盟国家，后来又试图解除欧盟对中国的武器禁运。在2008-2010年的金融和经济危机时，西班牙经济受到了严重的冲击，中国购买了大量西班牙国债，并成为西班牙第二大国际债权人。当前，西班牙正推行着两党合作的对华政策。

金融危机清理银行业吗？来自美国商业银行的证据 14

导读：本文是基于Laima Spokeviciute, Kevin Keasey, Francesco Vallascas于2019年2月发表的《金融危机清理银行业吗？来自美国商业银行的证据》一文的摘要。

美国对土耳其的钢铁制裁恐难起效 16

导读：今年10月，特朗普突然命令美军从叙利亚北部撤出。随后，土耳其军队迅速进入叙利亚，并对库尔德武装实施打击。作为回应，特朗普威胁其“有能力迅速而彻底地摧毁土耳其经济”，并将土耳其输美钢材关税提高至50%。笔者认为，这种程度的制裁是相当无力的，难以迫使土耳其就范。

复合数字货币可能没有未来 18

导读：近年来，数字货币已成为金融科技创新的核心领域。在货币的三大职能方面，由单独一家中央银行发行的央行数字货币优于由多种货币组成的复合数字货币（例如英国央行行长所倡导的合成霸权货币SHC）。

全球治理

面对“同步放缓”，IMF 会提供稳定性吗？ 21

导读：国际货币基金组织（IMF）和世界银行（World Bank）将于本周 10 月 14 日至 20 日在华盛顿举行年会，这两个机构的领导人都并未试图隐瞒这场年会的严峻性。但本文认为 IMF 或世界银行至少现在尚无法提供稳定性。马尔帕斯今年 4 月被任命为行长，格奥尔基耶娃今年 9 月被任命为总裁，他们的职位应归功于不合法的选拔过程，而且两人的任职时间都不足以建立自己的信誉。

聚焦中国

市场指标：基于事实的应对中国经济挑战的方法 24

导读：随着中美两国在华盛顿恢复贸易谈判，一个重要的问题是如何使谈判取得良好效果，并为未来发展指明道路。本文对中国的经济政策路径进行客观、定量的估算，提出中国的市场化改革出现了倒退，这也是引起西方国家担忧的重要原因。为了避免长期面临的巨大代价，中国应坚持市场化改革。美国也应转变策略，采取一种原则性的方式捍卫市场。在中美谈判中，市场化是双方应共同坚持的正确方向，只要美国坚持原则，中国坚持国家的核心利益，谈判就应该能够取得互利的结果。

经济理论

经济强则货币强 28

导读：虽然新闻上可以经常看到一个国家的经济表现与其货币币值变化之间的联系，但科学文献表明，汇率与经济状况不存在联系，能表示经济周期的宏观变量无法解释资产价格。本文分享了外汇收益率与各国经济周期相对强度之间存在紧密联系的证据。购买强势经济体货币、出售弱势经济体货币的策略，无论是在截面时点上还是在一段时间内都会产生高回报。

菲利普斯曲线真的失效了吗？ 31

导读：经典的菲利普斯曲线理论认为，失业率与通胀水平的运动应存在反向关系，而在劳动力市场趋于饱和时这种关系将体现出非线性的特征。然而，近 30 年来，该模型的解释力却变得越来越弱，许多人认为平缓的菲利普斯曲线意味着该理论已经过时。笔者提出了相反的意见。

本期智库介绍 34

中美的迷你协议，对近期贸易谈判的分析

Jack Caporal/文 李陆屿/编译

导读：10月11日，特朗普宣布中美达成了一项贸易协议，中国将增加美国的农产品进口，作为交换，美国停止对原定于10月15日的2500亿美元的中国商品加征关税。尽管短期，股市和期货市场将毫无疑问的上涨，但是这项协议回避了非常多的问题，如果中美关系没有发生结构性的改变，这种上涨将是短暂的。编译如下：

1. 中美就哪些事宜达成一致

10月11日，特朗普总统宣布，中美两个经济大国在贸易关系经历了持续一年以上紧张态势之后，达成了一项有限的贸易协议。但是，在总统宣布之后，很明显两国需要就所谓的第一阶段协议开展更多工作。美国和中国将进行更多谈判，最终将在11月16日至17日于智利举行的亚太经济合作组织（APEC）领导人峰会上，特朗普总统与中国国家主席习近平举行会议，届时将签署有限的协议。

总统称该协议是“有实质内容的第一阶段”协议，根据该协议，美国同意停止对原定于10月15日的2500亿美元中国进口商品加征关税，但也不会削减关税，而是维持目前的25%的税率。作为交换，中国同意增加来自美国的农产品购买量，以缓解在贸易战中遭受重创的美国农民的处境，特别是种植大豆和玉米的农民。目前，中国将购买多少农产品尚不清楚，据报道，中国将根据美国关税回落水平决定农产品的购买量。无论如何，两种作物的期货价格都在周五协议达成后攀升，整个股市也一样。一些报告声称，该临时协议还将包括有关知识产权和货币政策的规定。目前尚无协议涉及将于12月15日生效的另一轮美国关税。美国财政部长斯蒂芬·姆努钦（Stephen Mnuchin）表示，如果两国未能在亚太经合组织（APEC）达成协议，新一轮关税将生效。尽管该协议的正式版本可能要在几周内才能最终敲定，但也暂时缓解了紧张局势，降低了数月以来影响经济的不确定性。

2. 协议是如何达成的

自2018年3月特朗普总统对超过500亿美元的中国商品加征新关税以来，中美贸易战一直在加剧。从那时起，贸易战扩大到包括超过3600亿美元的中国进口商品，占2018年进口总额的近65%。批评者多次反对特朗普的单边关税措施，认为多边政策才是摆脱美中关系和总体自由贸易秩序的螺旋式下降的唯一选择。甚至总统的本党成员也抱怨对中国的敌对行动和关税影响到了选民，尽管很少有更明确和激烈的异议。

最近一轮的贸易谈判是美国财长姆努钦和中国国务院副总理刘鹤举行的第十三次会晤，意图缓解紧张局势。10月11日的协议是在一周前达成的。当时，

国际货币基金组织（IMF）预计因贸易战而造成的年度损失为 7000 亿美元，占全球 GDP 的 0.8%，同时有报道称，悲观的中国代表团将比原定计划提前离开华盛顿，不能达成任何协议。当美国将八家中国科技公司因违反人权而列入黑名单时，中国回击了，禁止“敌对中国”的美国公民获得签证。尽管最近中美双方针锋相对，同时特朗普总统本月早些时候与日本成功达成了协议，他可能仍渴望宣布一项协议，以稳定当前的商业环境。

3. 接下来会发生什么

不幸的是，这种局势的缓和可能只是暂时的。协议回避的问题远远超过它要解决的问题。为了达成全面的贸易协议，美国和中国将不得不考虑缩减已经实施的双边关税以及对投资、强制性技术转让的限制，可能还要涉及人权和国家安全问题，这些问题由于美国的出口管制和其他限制也和贸易问题纠缠在一起。白宫一直在考虑其他的非关税手段，以向中国施压，并限制美国与北京的经济往来，例如限制中国企业在美国的投资和美国金融资产市场对中国的开放。采取其中的任何一种手段，都会影响贸易谈判。在短期内，达成协议使特朗普总统获得了短暂的胜利，并将短暂地提振股市，但如果不对美中关系进行实质性的结构性改变，眼前立刻将是洪水滔天。

一些人对是否会签署这一握手协议表示怀疑。中国官员希望在 APEC 峰会之前举行进一步会议，以敲定协议细节。尽管中国外交部声称双方“在同一立场”，但仍有许多问题。例如，中国要求除了取消 10 月 15 日的一轮关税外，美方还要取消原计划于 12 月对 1600 亿美元的消费品加征的关税，这是美方没有提到的。甚至连姆努钦周一都承认，在特定的农产品采购方面，“双方需要商定几项条款”。显然，中国将会继续要求进一步降低关税。尚不清楚美国是否会因为一项非常有限的协议而放弃其长期的立场。

本文原题为“[The U.S.-China Mini Deal \(That Never Was?\)](#)”。本文作者 Jack Caporal，是 CSIS 副研究员。本文于 2019 年 10 月刊于 CSIS 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

理解中美人工智能竞争背景下的实体清单

William A. Carter, William Crumber /文 李芳菲/编译

导读：本文围绕实体清单是什么、实体清单对相关企业的影响以及实体清单对中美两国的影响这几个方面探讨中美人工智能竞争背景下的实体清单。编译如下：

10月9日，美国商务部产业安全局（BIS）宣布，因涉嫌在新疆地区侵犯维吾尔穆斯林人权，美方已将28家中国地方政府和中国企业列入“实体清单”实施制裁，在这一实体清单新增名单中，有八家领先的中国科技企业赫然在榜，其中包括了人工智能龙头海康威视、科大讯飞、商汤科技和旷视等。对此，中国政府表示强烈谴责，指出美方干涉中国内政，干扰新疆反恐努力，并敦促美方撤销有关决定。

1. 实体清单是什么？

实体清单是美国商务部产业安全局（BIS）对从事威胁美国国家安全及外交利益活动的组织对美出口部分敏感技术或部件加以限制的重要工具。列入实体清单并不意味着将被完全禁止与美国企业展开业务往来。被列入《出口管理条例》（EAR）的产品和软件在对美出口相关产品和软件之前必须向美国政府申请出口许可。实体清单始于1997年，旨在应对大规模毁灭性武器扩散风险，而在此后逐渐发展成为保护美国国家安全和利益的一般性工具。这并不是第一批面临许可证申请要求的中国企业。此前中国科技巨头华为和中兴都因违反伊朗核制裁规定而被列入了实体清单。

2. 被列入实体清单对这些企业有什么影响？

被列入实体清单对这些企业乃至对中国的影响在很大程度上取决于美国商务部产业安全局（BIS）将如何限制其对美出口。实体清单并未完全禁止相关企业进入美国市场，而是要求其在对美出口之前需要获取美方政府的贸易许可。正如我们在华为案中看到的那样，实体清单本身是一个强烈的政治信号，但实体清单是否将对这些企业产生重大影响则取决于美国商务部产业安全局（BIS）将如何选择行使其许可权。对于华为而言，产业安全局（BIS）对几个大类交易授予了通用许可并在随后予以延长，使得华为能够基本不受阻碍地继续与美国企业开展大部分业务。

另一方面，实体清单带来的影响也将部分取决于这些公司对美国的零部件供应及美国市场的依赖程度。与海康威视（Hikvision）等在相机和服务器方面更依赖于美国专业组件的硬件制造商相比，亿图（Yitu）或旷视（Megvii）等软件开发商可能受禁令的影响则较小。此外，类似于海康威视等企业已经在禁令发布之前采取了相应的预防措施，例如，补充库存以及寻找替代的供应商等。

3. 这些企业对中国而言有多重要？

这八家企业是中国 AI 行业的主要参与者，并且也是世界上最大、最成功的 AI 企业代表。海康威视是全球最大的视频监控设备供应商，科大讯飞的翻译产品销往 200 多个不同的国家，商汤科技近期被评为“全球最具价值的 AI 创新企业”。中国政府将其中一些公司列为国家人工智能先驱企业以凸显其贡献。这些企业从事国内领先的计算机视觉和语音识别等领域的研发工作，同时也是中国人民解放军和国家情报部门的重要合作伙伴，它们立足于全球人工智能创新生态系统顶级梯队之中并成为中国的骄傲。几乎可以肯定的是，保护这类企业的生存并使其免受持续发展的威胁是国家政策制定者的优先考虑事项之一。

4. 实体清单真的与新疆问题相关，还是旨在削弱中国的 AI 实力？

尽管美国商务部产业安全局（BIS）的声明发生于中美贸易局势日趋紧张之际，但仅仅认为此举出于美方试图阻碍中国人工智能领域发展的动机则并不妥当。美国商务部产业安全局（BIS）公告背后的人权问题在美方看来较为严重（见于 Amy Lehr 关于该公告对于人权影响的论文），并且，美方所宣布的限制已久而有之，因此，这一实体清单首先针对的是中国的新疆问题。但话虽如此，实体清单的宣布确实契合了特朗普政府保护美国在人工智能领域领先地位的目标。美方多次声称中国的人工智能企业作为中国军事和情报部门的主要合作伙伴，美国应当确保其将不以威胁美国国家安全的方式使用中国的人工智能技术。此外，美方担心，在全球市场上，实体清单上的中国人工智能企业是否涉嫌从事知识产权盗窃和反竞争行为，并向中国乃至世界各地的反政府组织提供先进技术。

5. 此举是否会适得其反，导致中国建立国内电子产品供应链，打破对美国供应商的依赖？

长期以来中国决心结束对美国技术的依赖，多年以来一直在加大国内产能投资力度，无论美国采取什么行动，中国都将继续推动这一进程。也许实体清单将使中国加快步伐形成国内电子产品供应链，但当前中国面临的重大结构性障碍并不能够轻易改变，实现这一目标并非易事。

如今，中国所使用的半导体只有 16% 在国内生产，而这中间只有一半由中国公司生产。制造先进半导体需要一整套技术，而这并不能仅仅依靠资金投入来实现。中国国内的专家也坦言，美国在半导体技术方面领先了两到三代人，这一差距中国至少需要十年才可能迎头赶上。在中国投入大量资源开发存储芯片和设备制造业的同时，中国为取代美国公司供应的更先进的中央处理器（CPU）、图形处理单元（GPU）和现场可编程门阵列（FPGA）芯片方面而投入的努力则相对较少。几十年来，中国在半导体行业投入了数百亿美元，却仍无法生产高端芯片。打破对美国的技术依赖，并不是一个仅仅依靠投资和政策引导便能解决的问题。

也许，中国自主发展半导体产业的政策目标和财政投入最终将结出硕果，美国不能认为其在高端半导体领域的主导地位将永远高枕无忧，也无法保证中国对美国的零部件依赖将永远是美国强大影响力的来源。但不得不说，美国政府切断中国企业获得美国技术的努力，对解决中国的结构性障碍毫无帮助。也许中国将加速打造其国内供应链，但实体清单对其完成时间表的影响可能相当有限。

本文原题为“Understanding the Entities Listing in the Context of U.S.-China AI Competition”。William A. Carter 是华盛顿特区战略和国际研究中心（CSIS）的技术政策项目副主任、研究员。William Crumber 是华盛顿特区战略和国际研究中心（CSIS）技术项目的研究助理。本文于 2019 年 10 月刊于 CSIS 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

西班牙与中国：解决不对称关系的欧洲路径

Andrés Ortega /文 张子莹/编译

导读：中国总理的温家宝曾称西班牙为“中国在欧洲最好的朋友”，西班牙是1989年天安门广场抗议活动后第一个对北京进行外交访问的欧盟国家，后来又试图解除欧盟对中国的武器禁运。在2008-2010年的金融和经济危机时，西班牙经济受到了严重的冲击，中国购买了大量西班牙国债，并成为西班牙第二大国际债权人。当前，西班牙正推行着两党合作的对华政策。编译如下：

西班牙于1973年与中国建交，2005年，西班牙与中方签订《一体化战略联盟协定》，就文化交流、民用核能等问题上达成了14项切实可行的协定，以实现与中国与其他欧盟成员国的双边平等。中国在西班牙的投资水平与欧洲平均水平相当，但远不如德国或英国。与其他主要欧洲国家相比，从西班牙流向中国的资本也很少。中国在西班牙对外投资排名中仅排第23位，占投资总额的0.7%，西班牙在中国对欧盟的投资中则排名第七（2000-2018年排名第九）。

西班牙和中国的经济关系呈现着严重不对称，2017年，西班牙对华贸易逆差占西班牙总贸易逆差的73%，但这部分仅占西班牙出口的2%，占中国全年贸易顺差的4.7%。但随着2018年西班牙从中国的进口额增至269亿欧元，相比之下，2017年的出口额仅为62亿欧元，西班牙贸易逆差的比例正在不断增加。

尽管两国间的经贸往来不断发展，但西班牙对中国的政治吸引力却有所减弱。对于中国来说，西班牙已经不再是一个新鲜的国家，并开始把西班牙与法国和德国视作相似立场，将其排除在“一带一路倡议（主要针对葡萄牙、意大利和希腊等南欧国家）”之外。

西班牙是亚洲基础设施投资银行的创始成员，且参加了中国的“一带一路”倡议。西班牙企业从中看到了商机，但其中也存在一些问题。2018年11月，在习近平主席对西班牙进行国事访问期间，西班牙拒绝签署“一带一路”谅解备忘录，原因是担心自身在欧盟的地位受到影响，指责一带一路融资透明度缺乏保障、项目的可行性令人怀疑、受惠国的债务过多等等，这种行为也可被理解为对美国示好。目前已经有22个欧洲国家（11个来自欧盟）签署了一带一路协议，还有很多国家参加了同中国的17+1谈判。但不管怎么样，习近平访问西班牙期间，《联合声明》承认了“一带一路”所蕴含的巨大潜力，并呼吁“一带一路”与欧盟的“亚洲互联互通计划”形成协同效应。

西班牙首相佩德罗·桑切斯支持欧盟委员会的立场，认为中国是“追求技术领先地位的经济竞争对手，推动另类治理模式的系统竞争对手”。但这并不意味着西班牙和美国站在同一战线上，将中国视为其最重要的地缘政治挑战。与美国

不同，西班牙正在推行欧洲政策的“第三条道路”，必须考虑经济、地缘、社会保障和企业利润诸多因素。

西班牙公司对来自中国的投资非常积极，但对投资中国没什么兴趣，因为他们在中国本土的经营很难成功。公众对来自中国的投资看法则很有意思：根据 Elcano 皇家研究所 2017 年的一项调查，很多西班牙公民不相信来自中国的投资正大量流入西班牙。此外，根据 2017 年的民意调查，只有 14% 的人欢迎中国在西班牙的投资，22% 的西班牙人不欢迎。

尽管西班牙政府鼓励中国加大投资，但作为 12 个拥有国家安全检查系统的欧盟成员国之一，西班牙也必须支持欧盟的审查从严。在中国远洋运输公司 2017 年购买并持有毕尔巴鄂和瓦伦西亚集装箱港口 51% 的股权后，西班牙对来自中国的投资开始更加谨慎。中国三峡集团公司收购了葡萄牙能源公司和马德里天然气网络的主要股份，他们对西班牙的电力燃气供应十分关键，如果推行全欧盟范围内的审查，西班牙本来是可以预见到这种结果的。

在技术领域上，西班牙还没有确定对华战略，当下的首要任务是部署 5G。国际相关技术市场由中国主导，这也是为什么美国对华为的制裁波及到了一些其他国家的电信公司。例如，Telefónica 观察到，贸易争端后，市场需求增加，华为在西方的替代品，如爱立信和诺基亚等开始提高价格。另外，西班牙政府也意识到可能存在安全问题。人们还担心来自中国的网络攻击与 5G 设备有关系，埃爾卡諾皇家研究所的数据显示，西班牙是受网络攻击最多的国家，2018 年，中国对西班牙发动的攻击排名第二（仅次于朝鲜），其中有许多是针对政府部门或商业公司的。西班牙表示这是来自中国的威胁，但目前不把它当做军事挑战。

尽管西班牙的电信公司在西班牙本土正在减少对华为的依赖，但它们在拉丁美洲并没有减少这种依赖，拉丁美洲市场正迅速的成为西班牙和中国之间的合作与竞争区。中国政府救助了几个拉美地区，以换取自然资源（如矿产、石油、农业）。中国企业也对拉丁美洲越来越感兴趣，尤其是委内瑞拉。当前中国已经不再试图通过西班牙来与拉美构建更好地关系了，但仍然很注意吸取西班牙的经验。2005 年，西班牙曾是中国在拉美地区的主要竞争对手，但根据布鲁盖尔的一份报告，现在是英国和法国了，中国已取代了欧盟成为拉美地区的第二大贸易伙伴。

中国到西班牙旅游的人数也在增长，预计到 2020 年西班牙的中国游客将达到 100 万人次，此外，西班牙还有 20 万的海外移民来自中国。西班牙的足球很受中国人欢迎，三家西班牙俱乐部拥有数百万追随者。但这种热情的增长与经济和文化的变化并不匹配。

西班牙一直在捍卫人权，并遵循欧盟关于促进和保护人权的基本路线，仅通过欧盟来向中国表示自己在人权方面的态度。西班牙还支持欧盟政府所发布的声

明和信函，其中部分文件描述了中国政府对民众的欺压，包括新疆维吾尔族人所受到的待遇。迫于中国的政治压力，西班牙在 2014 年和 2018 年放弃了普遍管辖原则，废除了中国政府官员可以在西班牙因侵犯人权而受到起诉这项条款。西班牙政府对近期香港的游行活动表示不满，但欧盟高级代表团的公报措辞十分温和，这种反应可能也与国内因素有关。最近，一个独立党人把香港和加泰罗尼亚的情况作了比较，一些独立活动家认为香港的游行可能是他们未来行动的一个参照。

西班牙虽然在经济和技术上高度依赖中国，但对中国投资的热情已经减弱，中国也在欧盟找到了其他更欢迎中国、且政治上更具可塑性的国家（匈牙利、希腊和意大利）。西班牙不希望被牵扯进中美之间的竞争，希望在互惠互利和尊重国际法的基础上寻求自己在欧洲的“特殊道路”，尽管在欧盟内部存在分歧的情况下，这是难以实现的。

本文原题为“Spain and China: A European Approach to an Asymmetric Relationship”。本文作者 Andrés Ortega 是西班牙皇家埃尔卡诺研究所高级研究员，主要研究方向是国际事务与技术转型，曾任西班牙政府办公室研究司司长。本文于 2019 年 10 月刊于 CSIS 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

金融危机会清理银行业吗？来自美国商业银行的证据

Laima Spokeviciute, Kevin Keasey 和 Francesco Vallasca / 文 杨茜 / 编译

导读：本文是基于 Laima Spokeviciute, Kevin Keasey, Francesco Vallasca 于 2019 年 2 月发表的《金融危机会清理银行业吗？来自美国商业银行的证据》一文的摘要。编译如下：

大量研究都强调了金融危机带来的巨大损失，即金融不稳定和经济增长下降。这些损失是无可争辩的，但具有争议性的是有学者认为金融危机可能会带来好处，例如迫使生产效率较低的公司退出市场。支持这一观点的学者将危机视为一种选择过程，可以加速淘汰生产效率低下的公司，并在总体行业层面产生积极影响。这一论点是在金融冲击的清洗观点中正式提出的，可以追溯到约瑟夫·熊彼特的创造力破坏概念。

我们对在 1984 年至 2013 年发生的重大金融危机期间，上述清洗效应是否适用于美国商业银行的退出进行了研究。了解金融危机期间银行业是否存在清洗效应，对监管机构和政策制定者具有重要意义。例如，在没有清洗效应的情况下，旨在减少危机短期影响的政府政策与最大化银行业生产率的长期目标并不冲突。

我们对现有文献进行了总结和分类，发现现有文献并没有研究金融危机对银行业的清洗效应，而是关注非金融公司。其中，第一组关于经济衰退的研究为清洗效应提供了支持，并得出跟不上创新的公司最终会失败这一结论。第二组关于金融冲击的研究表明，金融危机会摧毁企业，无论其生产力水平高低，并导致疤痕效应。

我们的分析与现有文献对非金融公司的研究在两个方面有所不同。首先，我们研究比较了两次重大危机期间商业银行的退出情况，这两次危机分别是 1980 年代中期的储蓄和贷款（S&L）危机和 2007-2010 年的全球金融危机（GFC）。这两次危机显示出企业退出方面的关键差异。虽然在储蓄和贷款危机期间倒闭的商业银行数量要多于在全球金融危机期间倒闭的商业银行，但后一次危机所涉及的银行存款比例要大得多。这符合广为接受的观点，即全球金融危机是自大萧条以来对银行业打击最严重的系统性冲击。因此，通过分析这两种不同的危机，我们可以了解是否有可能达成银行业危机管理的一般准则。

其次，我们考虑两种银行的退出机制：失败和并购。在任何有关银行退出的研究中，并购的考虑都是至关重要的，因为实力较弱的银行更有可能成为并购目标。此外，监管机构通常倾向于由健康的机构接管陷入困境的机构（尤其是在危机时期），以遏制恐慌的蔓延。因此，忽视并购作为效率低下银行的退出机制可能导致银行由于失败退出的误导性结论。

我们遵循一些文献的方法，研究了银行生产率（以效率进行衡量）对银行退出的影响，而没有特别关注危机时期。因此，我们使用成本效率来衡量银行的生产率，从而量化银行如何有效地利用资源来实现产出。

我们发现，正如清洗观点所表明的那样，储蓄和贷款危机通过两种退出机制加速了效率最低机构的退出。相比之下，全球金融危机增加了所有银行的破产概率，不论其效率水平如何，这有利于并购效率高的银行。此外，在储蓄和贷款危机期间实现的清洗效应在年轻银行群体中消失了，而全球金融危机的调查结果仍然与总体疤痕效应相符，与银行年龄无关。这表明，危机可能会过度惩罚尚未充分发挥潜力的年轻机构。

接下来，我们将研究两种可能（并非相互排斥），以解释在两次危机中观察到的差异。首先，诸如全球金融危机之类的更广泛的危机可能通过在不知情的储户中引起恐慌或通过银行间市场扩大传染风险而影响更健康、生产力更高的机构。根据这种解释，我们证明当系统性冲击的程度较大时，从事出口业务的银行平均效率也较高。其次，全球金融危机的特征是政府通过不良资产救助计划和资本购买计划进行广泛干预，这可能使一些效率低下的银行免于退出市场。按照这些思路，我们发现，在危机爆发之前被救助银行的效率不如其他幸存的银行。

在分析两次危机之间差异的原因后，我们考察了两次危机时期的更广泛影响。首先，着眼于危机对幸存银行市场份额的影响，我们发现只有储蓄和贷款危机会对效率最低机构的市场份额产生负面影响。其次，对于那些在系统性危机期间可能从廉价交易中获益的并购机构，我们发现并购后银行效率水平有所下降。

最后一步，我们考察了在破产机构释放资源后，幸存的公司和新进入的公司在危机后是否获益。我们没有发现任何支持这一猜想的证据，研究表明两次危机后的银行效率仍然大大低于各自的危机前水平。但我们发现危机期间进入的银行受益于危机后的效率提升。

总体而言，我们的研究强调了监管规定的重要性，因为监管规定加强了银行在繁荣时期应对未来系统性困境的能力。这些规定在维护银行业的长期生产力中发挥着作用。

本文原题为“Do Financial Crises Cleanse the Banking Industry? Evidence from U.S. Commercial - Bank Exits”。本文作者 Laima Spokeviciute 是南安普敦商学院助理教授，Kevin Keasey 是利兹大学商学院教授，Francesco Vallascas 是利兹大学商学院教授。本文于 2019 年 9 月刊于 CATO 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

美国对土耳其的钢铁制裁恐难起效

Gary Clyde Hufbauer / 文 伊林甸甸 / 编译

导读：今年 10 月，特朗普突然命令美军从叙利亚北部撤出。随后，土耳其军队迅速进入叙利亚，并对库尔德武装实施打击。作为回应，特朗普威胁其“有能力迅速而彻底地摧毁土耳其经济”，并将土耳其输美钢材关税提高至 50%。笔者认为，这种程度的制裁是相当无力的，难以迫使土耳其就范。编译如下：

日前，特朗普总统宣称将大幅提高土耳其输美钢材关税，作为对土耳其入侵叙利亚北部的反制措施。不过，笔者认为，这项关税恐难实现迫使埃尔多安放弃其军事野心的目标。对土耳其来说，打击库尔德民族主义是其所长期坚持的国策。而特朗普将美军匆忙撤出叙利亚北部的决定，对于埃尔多安而言无疑是一项天赐良机。

作为对土耳其的回击，特朗普将土耳其输美钢材的关税由原先的 25% 提高到了 50%，这基本杜绝了土耳其向美国出口钢材的可能。2018 年，土耳其向美国出口钢材的全年总额为 7.65 亿美元。受早先征收的钢材关税影响，今年这一数字已跌至 2.8 亿美元。如果特朗普坚持提高钢材关税，那么这一数字还将进一步下降。

但是，从全球范围来看，钢材市场是极为庞大的，其规模达到了年均 4000 亿美元。因此，只需稍加调整，土耳其就可以轻易将原先出口美国的钢材销往其他国家。此前，特朗普曾宣称“如果土耳其领导人一意孤行，那我完全有能力迅速而彻底地摧毁他们的经济。”从钢材关税的角度来看，这项威胁无疑显得有些空洞。

从历史来看，美国有些时候会采用严厉的经济制裁迫使其对手就范。在特朗普任内，其对伊朗发动的全方位制裁就是一个很好的例子。但有些时候，美国所威胁发动的经济制裁则更多具有做秀的意味——其首要目标并非打击国外的对手，而是安抚国内的批评者。本次特朗普威胁对土耳其加征的钢材关税，就更多具有做秀的成分。

过去几十年来，多位美国总统都曾发动过这种表演性质的经济制裁。上世纪 80 年代，面对国内日益高涨的压力，里根总统就向实施种族隔离政策的南非发起了制裁。但从制裁的力度来说，这项制裁是相当软弱无力的。此后，老布什总统和奥巴马总统也分别向中国和俄罗斯发起过表演性质的制裁。显然，这样的制裁不可能迫使其他国家屈服。而在大多数情况下，美国国内的反对派也很难感到满意。

纵观大国外交的历史，单纯的制裁手段几乎不可能迫使某国主动放弃其侵占的领土。1935年，国际联盟（The League of Nations）曾希望通过制裁迫使墨索里尼主动退出埃塞俄比亚，而后者对此则置若罔闻。此后的八十年间，类似做法也鲜有成功的案例。因此，我们不能指望特朗普有机会迫使埃尔多安就范。更糟糕的是，在这件事上，特朗普似乎也并不怎么上心。

本文原题为“Steel Tariffs against Turkey Unlikely to Halt Its Attack on Kurds”。本文作者 Gary Clyde Hufbauer 是美国彼得森国际经济研究所（PIIE）资深研究员。此前，他曾任美国外交关系委员会研究部主任，乔治城大学国际政治系教授。本文于 2019 年 10 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

复合数字货币可能没有未来

Edwin M. Truman/文 吴克谦/编译

导读：近年来，数字货币已成为金融科技创新的核心领域。在货币的三大职能方面，由单独一家中央银行发行的央行数字货币优于由多种货币组成的复合数字货币（例如英国央行行长所倡导的合成霸权货币 SHC）。编译如下：

对许多专家和政策制定者而言，数字货币取代现金、支票和信用卡的前景既令人着迷，也令人恐惧。监管部门担心洗钱活动；货币政策制定者担心失去对经济调控工具的控制。如果一种数字货币取代美元成为世界主导货币，那么将是几家欢喜几家愁。因此，Facebook 创建的全球加密货币 Libra 项目受到了一些人的欢迎，但也面临着监管者的质疑和潜在合作伙伴可能的抵制。

然而，其中的一些担忧似乎有些夸张。毫无疑问，非美元加密货币不太可能取代美元在国际金融体系中的核心地位。

当然，金融与科技的结合，即金融科技，并不是一个新现象。无线电传真机是一种用于验证电报电缆签名的设备，它的发明改变了 19 世纪中期的交易。十年前，加密货币比特币首次亮相。如今，金融创新的核心是数字货币，它可以由私人部门发行，例如比特币或以太坊，也可以由公共部门发行，作为央行数字货币（CBDC）。数字货币的赎回价值既可以是固定的，例如以美元为单位或者由市场决定（如比特币）；也可以是参考一篮子货币的，例如 Facebook 的私人倡议 Libra，或者像英国央行行长卡尼倡议的那样，由各国政府发起“合成霸权货币”（synthetic hegemonic currency, SHC），他支持 SHC 的原因是认为其能够降低美元在国际金融领域的主导地位和美联储对其他国家货币政策的影响。

由主要央行发行的、记账单位有固定名义赎回价值的单一单位数字货币可能会有未来。它将降低用户的交易成本，因为它比私人部门发行的数字货币更可能让用户信任；同时它的推出可以建立在现有的官方支付基础设施上。而像 SHC 这样的复合数字货币不会有这些优势。

1. 复合数字货币将不如单一数字货币

在传统货币的三个主要功能方面（记账单位、价值储藏、交易媒介），由单独一家中央银行发行的央行数字货币都优于由多种货币组成的复合数字货币（如 SHC）。除非 SHC 能成为国际交易的主导工具，否则相关市场将会更小，因此 SHC 的流动性更差、交易成本更高。此外，在任何实际或预期的交易中，都至少会涉及两个市场，增加了费用。

作为记账单位，SHC 相对于本国货币而言是不稳定的，这与作为记账单位的货币需要在金融体系中起到主要锚定的作用是不相匹配的。用户不得不将 SHC 的单位价值转换为本国货币或基础货币的单位。

作为价值储藏手段，以 SHC 计价的资产相对于投资者或发行人的首选计价单位可能会出现波动，这种波动可能会低于以另一个国家的货币计价，但会涉及到汇率风险，除非 SHC 能成为占主导地位的国际货币，否则汇率风险的对冲将是昂贵的。

作为支付手段，SHC 会给用户带来双重风险和成本。用户必须将本国货币兑换成 SHC，然后再兑换成另一种国家的货币，反之亦然。

一些学者对于旨在保持相对稳定价值的“稳定币”模式持有更积极的态度，例如与美元挂钩的数字货币（Tobias Adrian 和 Tommaso Mancini Griffoli; Markus Brunnermeier, Harold James 和 Jean-Pierre Landau; Barry Eichengreen）。然而，这些作者也指出了这种模式的潜在风险：银行去中介化、私人垄断发行、助长非法活动、对消费者保护和隐私的担忧、金融不稳定、铸币税的损失以及对弱势货币的威胁。这些风险导致他们更倾向于 CBDC 类型的稳定币。

如果一家主要央行开始发行数字货币，它的净利润或铸币税可能会增加。对央行而言，生产货币的成本将会下降，而货币的需求将会上升。具体而言，与印刷纸币或管理电子交易相比，成本将会下降，消费者支付的服务价格就会降低。以美国为例，用于法定交易的美元需求将会上升，美联储赚取的铸币税将会增加。这种竞争优势与稳定币对弱势货币使用的威胁相一致。如果能够较好地保护 CBDC 不受非法交易的影响，并且随着纸币使用的减少或停止，对美元纸币形式的需求下降，那么与非法交易有关的铸币税可能会下降。总体而言，美元可能会增强其国际金融领域的主导地位。

卡尼和其他一些人，如 Joseph Gagnon、Gonzalo Huertas，对 SHCs 的前景持积极态度。但是他们的分析低估了需求的作用，而需求是数字货币成功的必要条件。

2. 与国际货币基金组织特别提款权的比较

四十多年前，国际货币基金组织（IMF）发行了一种官方国际资产——特别提款权（SDR），其价值基于一篮子五种货币（美元、欧元、日元、英镑和人民币）。目前，特别提款权尚未发展成为《国际货币基金组织协定》第八条第七款所要求的国际货币体系主要储备资产。特别提款权不是一种货币，也没有被广泛用来为私人资产和负债计价。即使在这个有限的角色上，它也要面临许多障碍才能获得广泛的接受。最新关于 SDR 在国际货币体系中潜在作用的研究得出结论：“M-SDR（市场上以 SDR 计价的金融工具）必须克服市场基础设施、结算等方

面的问题。”由于需求不会自发产生，因此官方部门将不得不为使用 SDR 计价工具的私人用户提供激励或诱因。与 SHC 一样，M-SDR 也处于不利地位，因为它的货币构成与公共或私人部门潜在发行方或投资者的投资组合偏好不匹配，需要对冲以匹配这些偏好。

除非主要货币发行者对 SHC 的最初使用给予大量补贴，否则 SHC 可能也会遭遇类似的需求不足问题。但是，这是不现实的。中国当局已经表达了他们对 Libra 的反对，据说是因为他们想保护中国在金融科技领域的领导地位。

这种对 SHC 前景持怀疑态度的观点应该在两个方面加以限定。首先，正如 Claudia Biancotti 和 Riccardo Cristadoro 所主张的那样，央行和监管机构必须积极推动 CBDC。私人部门的数字货币将引发 21 世纪版本的“野猫式”自由银行业，这种 Eichengreen 描述过的状况在 19 世纪曾经出现过。其次，如果美国当局将美元过度武器化以实施有争议的外交政策，例如对伊朗、中国或土耳其的制裁，其他国家可能会决定资助建立一种数字货币替代美元。然而，这种官方选择更有可能是与单一国家货币挂钩，而非一篮子货币，甚至可能不包含美元。

本文原题为“A Composite Digital Currency Is a Non-Starter”。本文作者 Edwin M. Truman 是 PIIE 非常驻高级研究员。本文于 2019 年 10 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

面对“同步放缓”，IMF 会提供稳定性吗？

Kevin Carmichael/文 宋海锐/编译

导读：国际货币基金组织（IMF）和世界银行（World Bank）将于本周 10 月 14 日至 20 日在华盛顿举行年会，这两个机构的领导人都并未试图隐瞒这场年会的严峻性。但本文认为 IMF 或世界银行至少现在尚无法提供稳定性。马尔帕斯今年 4 月被任命为行长，格奥尔基耶娃今年 9 月被任命为总裁，他们的职位应归功于不合法的选拔过程，而且两人的任职时间都不足以建立自己的信誉。编译如下：

国际货币基金组织（IMF）和世界银行（World Bank）将于本周 10 月 14 日至 20 日在华盛顿举行年会，这两个机构的领导人都并未试图隐瞒这场年会的严峻性。

10 月 7 日，世界银行行长马尔帕斯在蒙特利尔麦吉尔大学发表演讲时说：“6 月份，世界银行集团预测，2019 年全球经济增速将达到 2.6%，为三年来最低。受到脱欧、欧洲衰退和贸易不确定性的影响，我们预期现在的增长会比这更为脆弱。此外，在发展中世界的许多地方，投资增长对未来收入适当增长的影响太小。”

第二天，国际货币基金组织总裁克里斯塔琳娜·格奥尔基耶娃（Kristalina Georgieva）在会前的讲话中，用同样不祥的语气表达了自己的看法。她指出，两年前，占全球国内生产总值 75% 的经济体在加速增长；而现在全球经济体的 90% 正在放缓。她说，“全球经济目前正处于同步放缓之中。”

在两年前的“同步上升”期间，上个月离职接任欧洲央行领导权的 IMF 前总裁克里斯蒂娜·拉加德敦促各国在阳光明媚的时候修好屋顶，而各国并未听从。美国总统特朗普在多个方面发动贸易战，并将赤字扩大至 1 万亿美元，而这一赤字一直处于大衰退的余波之中；中国继续累积债务；即使欧洲经济开始停滞，德国也拒绝刺激内需。

而现在时机已晚；现在要做的是避免衰退，而不是从长远角度来加强全球经济。预期到全球需求将严重下滑，自今年夏天以来，各国央行一直在降息。这种刺激需求的转变可能已经创造了经济缓冲，但很少有人对短期效果感觉良好。

总部位于多伦多的新斯科舍银行的经济学家在 10 月 10 日发表的最新预测中表示：“不确定性正在对全球经济造成影响。不确定性的进一步显著增加，特别是源自贸易方面的行动或威胁的不确定性，可能导致商业活动缩减到足以引发衰退的程度。最近美国总统的声明和行动清楚地提醒人们，不确定性很可能在目前的水平上有所增加。”

来自 189 个国家的财政部长和央行行长的聚会通常是一个灌输信心的机会。官员们利用 2008 年和 2009 年二十国集团（G20）会议的机会，启动了全球应对金融危机的行动。格奥尔基耶娃在讲话中提到了这一点，“如果全球同步放缓恶化，我们可能需要同步的政策回应。”

我们有理由怀疑，目前的领导团体是否能够像 10 年前 20 国集团（G20）所取得的成就那样组织救援。当时掌舵的美国总统——一开始是主持 20 国集团领导人第一次峰会的小布什，然后又是 2009 年初宣誓就职的巴拉克奥巴马——得到了国会的支持，没有面临潜在的弹劾。过去几年，美国也没有疏远盟友。20 国集团为扭转大衰退做出的承诺之一就是抵制新的贸易壁垒。国际货币基金组织和其他机构认为，保护主义抬头是当前经济放缓的主要原因，而特朗普对保护主义抬头负有责任。

因此，很难想象特朗普政府是全球危机应对团队的有效领导者。这很重要，因为 G20 从未如此分裂过。在金融危机发生时，英国由前财政大臣戈登布朗领导，现在由前记者鲍里斯·约翰逊领导。与特朗普一样，约翰逊坚称，无论是否达成协议，他都将在 10 月底离开欧盟，而这是不稳定和分裂的根源。20 国集团（G20）的许多成员国对中国主导战略产业的愿景越来越谨慎，俄罗斯在吞并乌克兰克里米亚的问题上也开始与其他国家隔绝。10 月 9 日，另一个 20 国集团成员国土耳其不顾美国、欧盟和加拿大的反对，开始对叙利亚库尔德人发动军事攻击。

另一方面，IMF 或世界银行本可以提供稳定性，但是至少现在不行。马尔帕斯今年 4 月被任命为行长，格奥尔基耶娃今年 9 月被任命为总裁，他们的职位应归功于不合法的选拔过程，而且两人的任职时间都不足以建立自己的信誉。每一位国际货币基金组织（IMF）的总裁和世界银行（World Bank）的总裁都是如此，因为华盛顿和欧洲各大资本相互勾结，确保前者永远是美国人，后者永远是欧盟成员。

但这次更糟。今年早些时候，当特朗普选择马尔帕斯时，尽管马尔帕斯并不符合工作标准，但全世界都未发表意见。马尔帕斯是一位平庸的财政部官员，此前曾作为经济学家在华尔街工作。世界银行执行董事会曾明确表示，它希望有一位具有“管理具有国际影响力的大型组织的经验”的领导人，而马尔帕斯没有这样的经验。

格奥尔基耶娃以前是世界银行的首席执行官，现在有了一份更好的简历。尽管英国央行行长马克卡尼和新加坡前金融主管萨曼·尚穆加拉特南等国际金融界重量级人物被传言为潜在候选人，但格奥尔基耶娃的提名也没有遭到反对。此外

国际货币基金组织执行董事会不得不取消对总裁候选人的年龄限制——以前是 65 岁——为 66 岁的格奥尔基耶娃让路。

新任国际货币基金组织（IMF）总裁格奥尔基耶娃在讲话中呼吁各国做好最坏的准备。目前 IMF 对于是否有必要采取协调一致的财政对策持怀疑态度。她说，“我们需要明确，我们还没到那个程度。”我们但愿没到那个地步，毕竟没有人已经做好准备。

本文原题为“Will the IMF Provide Stability in the Face of a "Synchronized Slowdown"?”。本文作者 Kevin Carmichael 是国际治理创新中心的高级研究员，也是英国《金融邮报》的国际商业专栏作家。十多年来，凯文一直在为彭博新闻社和《环球邮报》撰写经济和政治方面的文章，被称为加拿大的杰出商业记者之一。他为《环球邮报》的多个获奖项目做出贡献，并获得 2010 年加拿大国家杂志奖提名。本文于 2019 年 10 月 15 日刊于 CIGI 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

市场指标：基于事实的应对中国经济挑战的方法

Scott Kennedy, Daniel H. Rosen /文 刘铮/编译

导读：随着中美两国在华盛顿恢复贸易谈判，一个重要的问题是如何使谈判取得良好效果，并为未来发展指明道路。本文对中国的经济政策路径进行客观、定量的估算，提出中国的市场化改革出现了倒退，这也是引起西方国家担忧的重要原因。为了避免长期面临的巨大代价，中国应坚持市场化改革。美国也应转变策略，采取一种原则性的方式捍卫市场。在中美谈判中，市场化是双方应共同坚持的正确方向，只要美国坚持原则，中国坚持国家的核心利益，谈判就应该能够取得互利的结果。编译如下：

1. 中国的隐形改革？

尽管美国仍对新疆采取各种制裁措施，NBA 和香港方面局势紧张，其他冲突随时可能爆发，美国和中国今天仍在华盛顿恢复了贸易谈判。随着双边问题、选举周期和弹劾前景的循环出现，此轮会谈可能是本届总统任期内解决经济紧张、避免“经济铁幕”和脱钩的最后机会。如果美国官员想要在打破僵局方面取得进展，中国经济体系的性质和发展轨迹的基本事实将必须扮演更重要的角色。

特朗普团队在中国问题上的干练和不断升级的行动已经取得成效，过去两年特朗普政府向中国抛出的大量并无确凿证据的指控，且两党对此问题的态度完全一致。中国总是向世界宣称它对自由化的承诺是坚定不移的。正如其在 2018 年 9 月发布的白皮书所指出的：“改革开放是中国的基本政策，是推动中国发展的根本动力。中国改革的方向不会逆转，只会不断深化。中国开放的大门不会关闭，只会越开越大。”

最近出台的一系列政策可以证明这一点，包括降低关税、出台新的知识产权法规、开放金融、汽车和医药领域的市场等。与此同时，中国已经就美国广泛使用补贴、购买美国产品，以及特朗普正在推动的管理贸易运动表示抗议。随着美国不断对 WTO 及其他国际机构发起攻击，中国甚至宣称，与美国的重商主义相比，自己才是全球化的捍卫者。

美国的本土主义及其对多边主义的冒犯确实令人悲哀。但最引起美国和世界担忧的是过去十年间，中国与全球市场规范的趋同程度在下降，这为特朗普的单边主义吸引了一批听众。西方国家对中国缓慢转型的耐心取决于，要有足够的证据来证明它是真实的。与几年前相比，如今发达经济体对中国仍走在这条道路上并无信心。

2. 市场指标

无论是美国或中国的姿态，还是美国或欧洲的商业立场文件，都不足以解决经济冲突。要想谈判回归有效谈判并为未来指明道路，必须对中国的经济政策轨迹进行客观、定量的估算——中外经济学家已对此达成一致。首先要对“改革”

有一个清晰的认识——最传统的定义是国内市场化和国际自由化。即生产要素（土地、劳动力、资本）、最终商品和服务的价格由市场决定，为国内和国际参与者开放进入和退出市场，以及对保护产权。除了中国以外，并没有一个同等规模的经济体，采取政府定价、操纵市场和随意征用财产。

从这些基本原则来看，对中国经济的冷静审视表明，渐进式改革的背后是改革的倒退。

最重要的指标是，信贷分配出现了明显的掉头，从私营部门向国有企业转移。尽管国有企业对国内生产总值（GDP）的贡献不到四分之一，但却获得了绝大多数银行贷款。在过去的五年里，私营企业在中国上市以及发行债券的机会大大增加，但这些市场只占中国整个金融体系的一小部分。此外，无论是通过银行贷款还是公司债券融资，私营企业最终都要比国有企业支付更高的利率。另外，最近几乎所有的债券违约都发生在私营企业，而不是受到保护的国有企业。考虑到私营企业的资产回报率远高于国有企业，这种模式在经济上毫无意义。另一方面则是债务状况的显著差别：国有企业占了企业债务的绝大多数，资产负债率远高于私营企业。

与此相关的是在政府支持产业上的重复投资。我们看到，由于国家的支持信号，企业在一些行业内的投入规模远远超过其可能的需求。因此，中国的工业产能利用率就像过山车一样上下波动。这种跷跷板模式最初在房地产和钢铁、玻璃等基础设施行业最为明显，但现在已经扩展到了太阳能电池板、风力涡轮机、电动汽车和机器人等高科技行业。中国目前拥有 450 多家电动汽车生产商，它们将在 2019 年分享至多 180 万辆的乘用车市场份额，即每家公司 4000 辆。这几乎不足以为任何生产商提供规模经济。

造成系统性资源配置不当的原因是普遍存在的国家支持。在中国，来自正式财政预算的官方补贴是巨大的。虽然作为经济一部分的显性补贴已经下降，但保守估计，隐性补贴——如免费的土地、廉价的自然资源和低于市场价格的贷款等，仍占 GDP 的近 3%，甚至可能更多。对许多行业来说，这占到了整个行业经济活动的很大比重。回到电动汽车，2009 年到 2017 年间政府在该行业的支出占到了 2007 年到 2017 年行业总销售额 40% 以上。尽管中国声称要让制造商和消费者摆脱补贴，但我们估计，仅 2018 年，正式的行业补贴总额仍达 1230 亿元人民币（约合 176 亿美元）。

“中国制造 2025”计划涵盖的其他领域的情况也大同小异，例如商用飞机和半导体。我们注意到，波音和空客有时也会得到直接和间接的支持，但它们在商业上的成功远远超过其中国的同行，中国商用飞机公司（COMAC）。截至 2017 年初，COMAC 已向 C919 飞机投入至少 80 亿美元，目前的总支出可能接近 100

亿美元。但这架飞机远远落后于计划，距离投入商业服务还需数年，技术上低于空客 A320 和波音 737。C919 是典型的白象（昂贵而无用的东西），象征着在当今中国，国家偏好远胜过市场逻辑的事实。

中国的扭曲行为不仅造成大量企业把资金投入到政策支持领域，造成浪费和债务，而且很少有公司因其选择不当而蒙受损失。在市场驱动的经济中，那些跳入饱和市场的生产商会破产或与更明智的公司合并。在中国，从汽车到太阳能，再到钢铁和机器人，一个又一个行业的制造商正通过融资来保持原地踏步，通过侵占竞争对手的份额来证明其竞争优势。尽管在 1986 年，中国通过了第一部破产法，但正式的企业破产却十分罕见。2017 年，美国有约 2.4 万家企业破产，而拥有更多不良贷款的中国只有 5665 家——就连前社会主义小国罗马尼亚也都有 8371 家。

关于外部自由化的讨论将更加复杂，总体朝着积极的方向发展。但中国开放的大门并不是像官方宣称的那样“越开越大”。关税下降了，但非关税壁垒取代了它们。在卫生和植物检疫标准的应用、许可证发放和政府采购等方面均存在歧视。经济合作与发展组织（OECD）报告称，由于在股权归属、实际投资筛选程序以及对于关键员工的规定等方面存在持续的壁垒，中国仍然是对外国直接投资限制最严格的地区之一。这些壁垒的另一个表现是，外国企业收购中国企业十分困难。根据我们的计算，对于纯国内并购交易而言，只有大约 5% 需要进行国家特别审查，而当外国企业参与时，这一数字跃升至 25% 左右。中国政府不仅（向破产企业）继续提供超出合理限度的支持，而且在外国买家想出手相救时，他们往往会畏缩不前。

3. 接受现实，寻求解决方案

这些指标清楚的展现出，中国已经改变了其先前的市场化道路，而这一改变并未得到认可。随着资本的不当配置转化为生产力对经济增长贡献的下降，中国发展道路的后果也显而易见。正如世界银行所指出的，中国的长期代价将是巨大的：假设在不遭受金融危机的情况下，实施全面的改革将使中国的人均收入在 2046 年前增长到近 5 万美元；而如果继续走目前的道路，收入将低得多。

中国需要直面现实，否则就要为自己的行为承担相应后果，美国也是一样。美国需要重新评估其在双边谈判和全球经济方面采取的对策。华盛顿方面有事实表明，美国将采取一种原则性的方法来捍卫市场，这不仅体现在它对中国的要求，也体现在它自己的愿望和行为上。更具原则性的姿态会更有效，因为它与盟友的合作更为协调。马修·古德曼（Matthew P. Goodman）和他的团队最近的一份 CSIS 报告显示，美国谈判战略中最大的问题是忽视了朋友和盟友，而他们都对中国的发展路径有着相似的担忧，本可能在很多方面提供帮助。

最重要的是，市场化是中美双方应共同坚持的正确方向，因为这是唯一能确保中国增长的手段。中国的繁荣有利于美国和全球经济，但无论是加大自主创新力度、国家指导信贷和发展人工智能，还是美国正在采用的管理贸易模式，都无法带来一个经济上成功的中国。从这一方面考虑，只要美国坚持原则，中国坚持国家的核心利益，避免为了达到对方的要求而进行战术上的改变，谈判就应该能够取得互利的结果。

本文原题名为“Market Metrics: A Fact-Based Approach to the Chinese Economic Challenge”。
本文作者 Scott Kennedy 是 CSIS 高级顾问和中国商业与经济受托人主席；Daniel H.Rosen 是 CSIS 中国商业与经济受托人主席，铨金集团创始人。本文于 2019 年 10 月刊于 CSIS 官网。
[单击此处可以访问原文链接。](#)

经济强则货币强

Ric Colacito, Steven Riddiough, Lucio Sarno /文 史明睿/编译

导读：虽然新闻上可以经常看到一个国家的经济表现与其货币币值变化之间的联系，但科学文献表明，汇率与经济状况不存在联系，能表示经济周期的宏观变量无法解释资产价格。本文分享了外汇收益率与各国经济周期相对强度之间存在紧密联系的证据。购买强势经济体货币、出售弱势经济体货币的策略，无论是在截面时点上还是在一段时间内都会产生高回报。编译如下：

资产定价的一个核心问题是了解基本宏观经济条件与资产市场回报之间的关系（Cochrane 2005, 2017）。在外汇市场中，这个关系是最为核心，也是最难建立的。因为在外汇市场中，尽管外汇回报率和国家层面的经济基本面在理论上高度相关，但经验关系通常被认为是薄弱的（Meese & Rogoff 1983, Rossi 2013）。然而，最近在宏观金融领域的一篇文献表明，一旦在某时点截面上对汇率进行相互研究，而不是孤立地进行研究（例如 Lustig 和 Verdelhan 2007），汇率的行为就会变得更易解释。

基于这一简单的观点，在最近的一篇论文中，我们检验了各国的相对宏观经济状况是否揭示了货币市场回报率与宏观经济基本面之间存在更强的关系（Colacito 等人, 2019 年）。研究的重点是货币波动的截面特性，为外汇收益率与国家层面商业周期之间的关系提供新的证据。**我们研究的主要发现是，商业周期是各国某时间截面上货币超额收益和即期汇率波动的关键驱动因素和有力预测因素，这种可预测性能够基于风险的角度进行理解。**下面让我们了解上述结论从何而来，以及结论所具有的含义。

衡量各国的商业周期

对于 27 个发达和新兴市场经济体的样本，我们使用产出差距（定义为一国实际产出水平和潜在产出水平之间的差值）来衡量商业周期。产出缺口不可直接观察，但现有文献中已经开发了过滤器，允许我们从工业生产数据中提取产出缺口指标。从本质上讲，这种计算方式是根据各国经济在经济周期中的地位来界定国家经济的相对实力，即某国经济是接近周期中的低谷（疲软）还是峰值（强劲）。

按商业周期对国家/货币进行排序

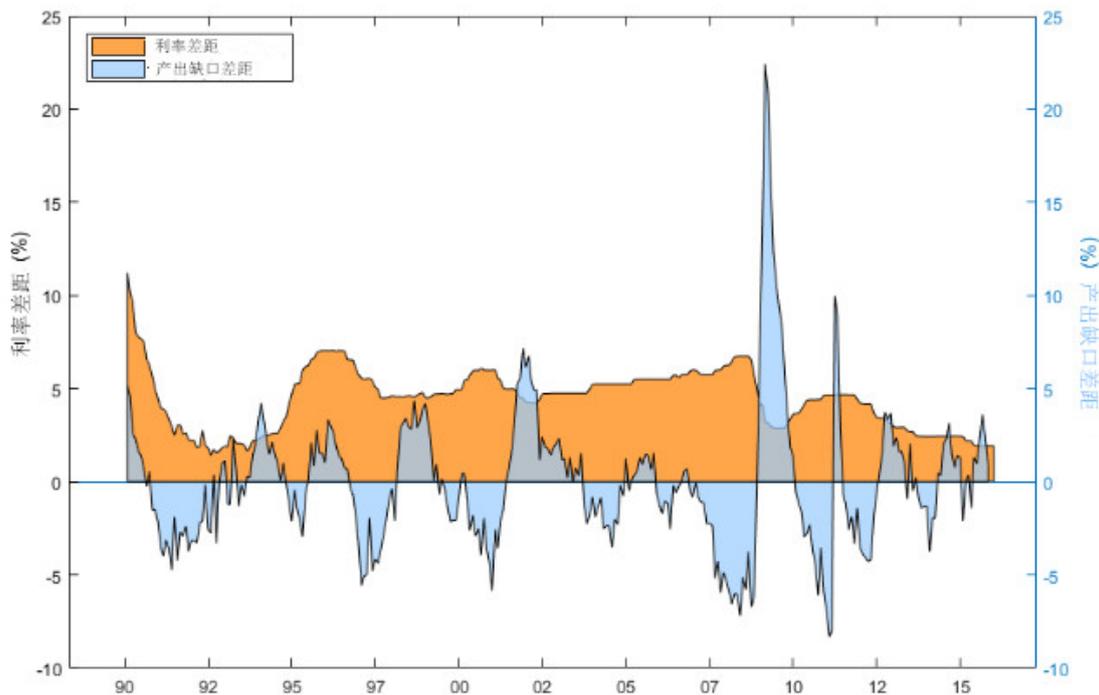
利用 1983 年至 2016 年的月度数据，我们基于各国产出缺口相对于美国的差值，将各国货币分类成投资组合，当我们将弱经济国家货币投资组合转为强经济国家货币投资组合时，即期回报率和货币超额回报率均单调上升。这意味着，经济强劲国家的即期货币回报率和货币超额回报率更高，而且国家相对商业周期的状态与国家未来货币回报率的变动之间存在一种预测关系。

这和套利交易不一样吗？

重要的是，来自商业周期的可预测性与现有文献中能够观察到的截面货币收益率可预测性的依据指标大不相同。例如，按产出缺口对货币进行分类并不等同于货币套利交易（currency carry trade），套利交易是按照不同货币名义利率上的差额对货币进行分类，然后购买高收益货币，出售低收益货币。

这一点可以通过观察图 1 并研究两种常见的套利交易货币——澳元和日元来清楚地看到。近几十年来，澳元与日元之间的息差持续性很强，且持续为正。因此，套利交易投资者通常会做多澳元，做空日元。相比之下，产出缺口差异随着时间的推移而大幅变化，因此，随着其相对商业周期的波动，产出缺口投资者将同时持有澳元和日元的多头和空头头寸。除此之外，研究结果还表明，两国即期汇率的截面可预测性主要来源于商业周期，而非利率差距。**也就是说，强经济国家的货币倾向于升值，弱经济国家的货币倾向于在随后的一个月内贬值。**这一特征使得利用商业周期信息所获得的收益不同于大多数经典的货币投资策略所提供的收益，并且最显著地不同于套利交易，前者能产生负汇率收益。

图 1 利率差距与产出缺口差距



这对预测样本之外的汇率同样有用吗？

上述讨论是基于 2016 年工业生产全时间序列数据得出的结果。这种分析方式使人们能够利用最长的数据样本，对产出差距随时间的变化做出最精确的估计，从而详细显示相对宏观经济条件与汇率之间的关系。事实上，在国际经济学现有文献中，很难揭示宏观经济基本面与汇率之间的预测性联系，即便是计量经济学

家已经被认为可以对未来宏观经济基本面进行完美的预测（Meese & Rogoff, 1983）。然而，这也引出了一个问题，即这种关系是否可以实时利用。我们使用从 1999 年开始的更短“年份”（更早时间）数据样本来探讨这个问题，发现结果在质量上是相同的（Colacito 等人, 2019）。数据模仿了投资者可用的信息集，因此排序仅以当时可用的信息为条件。在 1999 年至 2016 年期间，根据各国之间的相对产出差距进行排序的高减低截面投资策略产生的夏普指数为考虑交易成本前 0.72，考虑后 0.50。使用时间序列数据也可以获得类似的表现。简言之，商业周期可以预测两种样本货币之外其他国家货币的汇率波动。

产出缺口风险溢价

似乎有理由认为，产出缺口排序投资组合的回报反映了对风险的补偿。在我们的工作中，我们使用各种常见的线性资产定价模型来测试传统风险因素的定价能力，但没有成功。然而，我们发现，正如许多宏观金融模型所暗示的那样，商业周期代表一个定价状态变量，从而产生“缺口风险溢价”。产生溢价的风险因素的定价权涵盖了按产出缺口、利差（息差）、动量和价值进行排序的投资组合。

这些发现可以在 Colacito 和 Croce（2011）的国际长期风险模型下被理解。在模型中关于冲击相关性的温和假设下，能够表明按利率对货币进行排序与按产出缺口排序不同，并且在这种情况下，模型中货币的产出缺口溢价是在均衡状态下产生的。

结语

这里讨论的证据是一个令人信服的例子，由产出缺口代表的经济周期是预期货币回报截面的一个重要决定因素。这一发现的主要含义是，强经济国家的货币（高产出缺口）获得更高的预期回报，这反映了对商业周期风险的补偿。通过衡量各国所处商业周期的差异，很容易捕捉到这种风险。

本文原题为“Strong economy, strong currency”。本文作者 Ric Colacito 是北卡罗来纳大学教堂山分校金融与经济教授，美国国家经济研究局（NBER）副研究员；Steven Riddiough 是墨尔本大学金融学高级讲师（助理教授）；Lucio Sarno 伦敦大学卡斯商学院金融学教授。本文于 2019 年 10 月刊于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

菲利普斯曲线真的失效了吗？

Peter Hooper, Frederic S. Mishkin, Amir Sufi / 文 张舜栋 / 编译

导读：经典的菲利普斯曲线理论认为，失业率与通胀水平的运动应存在反向关系，而在劳动力市场趋于饱和时这种关系将体现出非线性的特征。然而，近 30 年来，该模型的解释力却变得越来越弱，许多人认为平缓的菲利普斯曲线意味着该理论已经过时。笔者提出了相反的意见。编译如下：

在今年 9 月的一场活动上，美联储副主席 Richard Clarida 表示：“近几十年来，我们观察到菲利普斯曲线正变得愈发平滑，这是我们政策制定背后的核心假设。”平滑的菲利普斯曲线意味着通胀压力愈发减小，这使得美联储得以在金融危机期间采用更有力的政策刺激就业，而不用担心随之而来的通胀压力。在如今的美联储看来，通胀危机似乎已不再是个威胁。而许多市场人士则更加激进，他们认为，菲利普斯曲线不仅是“变平缓了”，而是已经失效了。在目前的市场环境下，高通胀已经成为一件难以想象的事。

近年来美国、欧洲和日本的经验支持这一观点——尽管劳动力市场表现喜人，但通胀水平依然维持在较低的位置。过去两年来，美国的失业率已达到历史低点，就业率接近（乃至略有超出）充分就业水平，然而通胀率依然显著低于美联储设定的 2% 目标。这一切都与菲利普斯曲线的基本结论背道而驰。那么，这是否说明菲利普斯曲线已经过时了呢？如果不，是什么因素导致了这一现象？又有哪些因素可能逆转这一趋势，并使菲利普斯曲线重新生效呢？

近年来，许多实证文献——例如 Yellen (2015), Kiley (2015), Blanchard (2016), Nalewaik (2016), Powell (2018) 和 Hooper et al. (2019)——都试图回答这些问题。从上世纪 50 年代到 80 年代，菲利普斯曲线都具有惊人的解释力。在这一时期，价格与工资水平显著受失业率影响，在失业率下行时，通胀压力随之走高。而当劳动力市场接近充分就业时，这种负相关关系就变得更加敏感。在 60 年代，美国的劳动力市场一度饱和。起先，通胀率并未随之上涨。但仅仅几年后，美国便爆发了 70 年代的高通胀危机。奇怪的是，自 80 年代末以来，价格与失业率的关系突然变得相当微弱。此后，鲜有基于国别数据的实证研究显示菲利普斯曲线依旧有效。

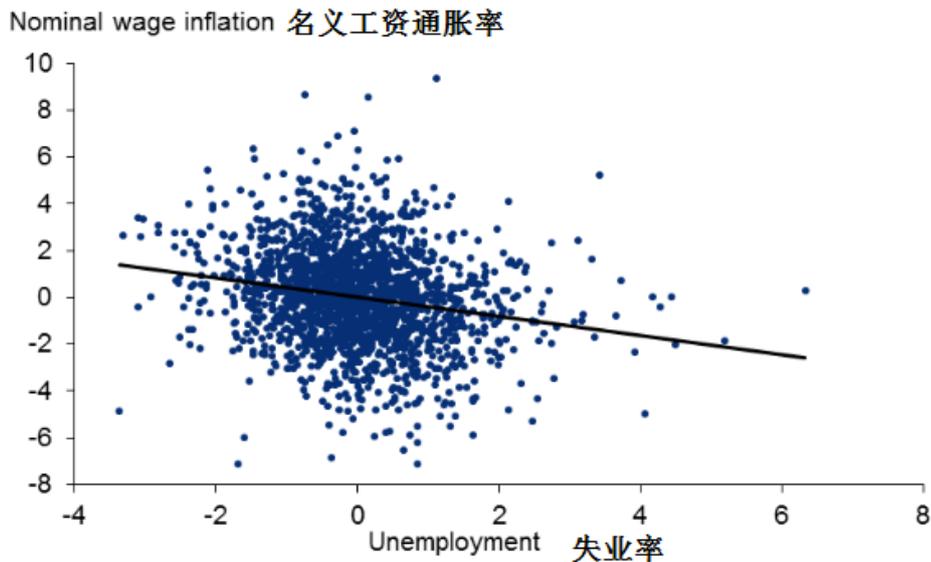
那么，这是否意味着菲利普斯曲线已不再有效了呢？笔者认为，这种论断恐怕过于草率。在近期的一篇论文(Hooper et al. 2019)中，笔者提出了相应的三条证据。一是市场预期已被锚定：由于美联储长期以来成功将通胀率维持在很低的水平，市场对通胀的预期也随之固定，这使得价格对劳动力市场的变化更不敏感；二是国别数据本身的问题：过去三十年间，由于各国的失业水平都相对较低，因

而该变量的变化幅度相当有限，这使得我们使用计量方法估计菲利普斯曲线时很难得出显著结果；最后是货币政策内生化的问题：近年来美联储的主要目标是稳通胀、保就业。有研究（Fitzgerald and Nicolini, 2014; McLeay and Tenreyro, 2018）发现，这种政策将对菲利普斯曲线的规律形成对冲，从而使得其曲线斜率变得平缓。简单来说，美联储近年来的政策目标使得菲利普斯曲线变得更加平缓，但这并不意味着菲利普斯曲线已经失效。

基于上述判断，为了更精准地测算菲利普斯曲线斜率，我们需要使用比国别数据波动率更高的数据，并排除内生货币政策的干扰。那么，我们首先想到的自然是美国 50 个州的工资及物价水平数据。这套面板数据不仅包含了更大的波动，而且由于美联储的货币政策是在全国层面制定的，因此对各州市场而言货币政策可被视为外生冲击。

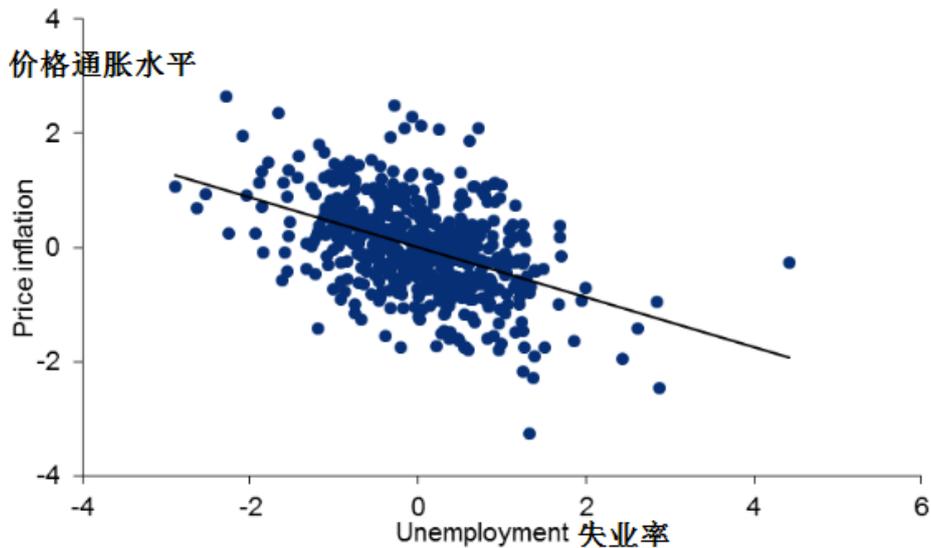
我们在图 1 和图 2 中展示了基于州级数据测算的菲利普斯曲线。结果显示，菲利普斯曲线不仅依然十分有效，而且在接近充分就业水平时表现出了显著的非线性特征，这与经典理论是一致的。

图 1 美国各州名义工资水平的菲利普斯曲线，1981-2017



显然，基于州级数据的测算显示，菲利普斯曲线并未过时，而仅仅是暂时进入了休眠期。

图 2 基于美国大都市统计区数据的菲利普斯曲线，1990-2017



那么，菲利普斯曲线是否会有复苏的一天呢？事实上，回顾历史我们就会发现，过去确实发生过类似的案例。在 60 年代中期，美国的通胀水平长期处于低位，市场预期较低，而当时美国的失业率水平也在持续走低。直到 1965 年美国失业率低至自然失业率以下 1 个百分点时，通胀水平才开始升高。从 1965 到 1966 年间，美国的通胀率从 1.5% 跃升至 3%。几年后，这一指标又翻了一番。正是基于这段历史，Stock and Watson (2009) 提出了一条经验结论，即“在失业率低于自然水平 1 个百分点后，通胀率才会开始与失业率反向运动”。

如今，历史同样可能重演。眼下美联储的首要任务是维持经济扩张周期，即便失业率过低也在所不惜。联储副主席 Richard Clarida 在演讲中披露，联储正在考虑采取措施将通胀率提高到 2% 以上，这意味着联储可能将失业率继续下压，直至自然水平 1 个百分点以下。这背后的核心假设，是菲利普斯曲线已经失效。然而，正如笔者所指出的那样，这种认识很可能是种误判。眼下的情形让人联想到上世纪 60 年代。如果未来美国真的爆发通胀危机，那么在菲利普斯曲线相对平缓的背景下，美联储将很难控制通胀水平。

本文原题为“The Phillips curve: Dead or alive”。本文作者 Peter Hooper 是德意志银行全球经济研究部董事总经理，Frederic S. Mishkin 是哥伦比亚大学商学院教授，Amir Sufi 是芝加哥大学布斯商学院金融学副教授。本文于 2019 年 10 月刊于 VOXEU 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/>

The Center for International Governance Innovation (CIGI) 国际治理创新中心

简介：CIGI 是关注全球治理的独立智库，由 Jim Balsillie 成立于 2001 年。它的主要活动包括资助研究、创造交流网络、促进政策讨论、提高多边治理能力。具体而言，它的研究集中于以下四个方面：全球经济、环境与能源、全球发展、全球安全。它致力于将学术应用于政治，通过优秀的研究与分析来影响政治决策。

网址：<http://www.cigionline.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、无党派在美国的智库。2006年，为了纪念其共同创始人彼得·乔治·彼得森（Peter G. Peterson），更名为“彼得·乔治·彼得森国际经济研究所”。在《2011年全球智库报告》（The Global Go To Think Tanks 2011）中，PIIE 在全球（含美国）30大智库中列第10名，全球30大国内经济政策智库中列第4名，全球30大国际经济政策智库第1名。

网址：<http://www.piie.com/>

Cato Institute 加图研究所

简介：加图研究所位于华盛顿特区，成立于1977年，是美国最具影响力的大型智库之一。加图研究所所以古典自由主义传统为思想根基，致力于“扩展公共政策辩论维度”，通过独立、超越党派的公共政策研究和讨论，旨在“恢复小政府、个人自由、自由市场以及和平的美国传统”。加图研究所的政策分析曾经影响过里根政府和布什政府的政策。在《2011年全球智库报告》（The Global Go To Think Tanks 2011）中，加图研究所在全球（含美国）30大智库中列第14名，全球30大国内经济政策智库中列第3名，全球30大国际经济政策智库第8名。

网址：<http://www.cato.org/>

Center for Strategic and International Studies (CSIS) 战略与国际问题研究中心

简介：该机构建于1962年。创始人是前海军作战部部长阿勒·伯克海军上校、尼克松政府助理国务卿戴维·阿布希尔和前总统国家安全事务助理查德·艾伦。该中心以维护美国传统的价值观念，主张强硬路线为宗旨，素有“强硬路线者之家”之称。主

要研究政治与军事、国际资源、对外政策和第三世界问题。现有研究员人员 200 多人。在《2017 年全球智库报告》（The Global Go To Think Tanks 2017）中，CSIS 在全球（含美国）30 大智库中列第 5 名。

网址：<http://www.csis.org/>