

全球智库半月谈

苹果手机如何扩大中美贸易赤字？

数字欧元拯救欧元区

香港和台湾的经济走势分化

关于美国政界财富税讨论的回顾

欧元区纯货币政策无法避免经济衰退

伊丽莎白·沃伦的救星：现代货币理论

美国的长期财政问题

本期编译

安婧宜

李芳菲

刘铮

申劭婧

史明睿

宋海锐

熊春婷

杨茜

张寒堤

张子萱

（按姓氏拼音排序）

《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

苹果手机如何扩大中美贸易赤字? 6

导读：为了追求“公平贸易”，特朗普政府对价值 2500 亿美元的中国商品征收 25% 的惩罚性关税。然而，传统的贸易统计数据极大地夸大了美国对中国的贸易逆差。本文以 iPhone 为例，说明贸易逆差是如何增长的，以及为什么要用附加值来评估双边贸易平衡。如果包括苹果（Apple）公司在内的跨国企业将其部分价值链转出中国，中国有可能不会继续在瞄准美国市场的全球价值链中扮演核心角色。人民币贬值将不足以抵消跨国企业价值链移出的影响。

数字欧元拯救欧元区 11

导读：为了避免信贷和投资周期，一些人主张将过去通过银行信贷扩张货币改为由中央银行或私人实体直接发行货币，或将货币与现有资产挂钩。本文是 Vox 关于欧元区改革辩论的一部分。文章认为，重启欧元作为央行数字货币，有助于减少欧元区债务，并结束主权银行的厄运循环，同时能对未来可能出现的其他全球数字货币构成强有力的竞争。

中国如何在俄罗斯市场上挣钱？以及这对欧盟会产生什么影响？ ..15

导读：在过去的二十年里，中俄经济之间的联系越来越紧密，尤其是贸易和跨境贷款规模上，海外投资的增长则较为缓慢。尽管长期以来俄罗斯比中国富裕，但作为一个净出口国、净债权国和净投资者，中国正主导着中俄双边经济关系的方方面面。

香港和台湾的经济走势分化 18

导读：由于香港、台湾都是受美中贸易战影响的开放型经济体，且严重依赖经济正在放缓的中国大陆，因此两者面临着同样的全球风险。然而，尽管两个经济体以同样的速度增长（2.9%），但方向相反：台湾积极，香港消极。

经济政策

关于美国政界财富税讨论的回顾20

导读：总统候选人、民主党参议员伊丽莎白·沃伦（马萨诸塞州）与伯尼·桑德斯（佛蒙特州）提议，对美国极富裕家庭按年度征收财富税。一些欧洲国家早已开始征收年度财富税（虽然这其中的许多国家后来废除了该项税收），但财富税在美国却从未有过先例。尽管拟议的财富税率本身较低，但考虑到美国财富显著集中的事实，事实上，低财富税征收率已经近乎于相当高昂的超额累进所得税率。虽然来自国外的资本流入可以弥补部分投资的减少，财富税的征收仍将在一定程度上降低美国国民储蓄与投资。在政策的具体执行中，国会可能

会对部分选定资产予以免征财富税，这又将给税收体系带来扭曲，并降低税收的收益率。由于资产存在着被低估和隐瞒的可能性，财富税将在合规和管理方面迎来挑战，如果不对此加以必要的修订，则可能被裁定为违宪。以上挑战并非不可能克服，但以所得税、遗产税和赠与税的改革来实现累进性税收的预期增长将变得更为谨慎、也更易于理解。

欧元区纯货币政策无法避免经济衰退 23

导读：欧元区的经济增长放缓和衰退风险增加自 2018 年初已经开始。然而面对这一形势，由于历史行动和种种限制，欧洲央行的政策空间非常有限。为了应对问题，作者认为欧元区各国的中央政府应当承担起相应的责任。这也是即将卸任的欧洲央行行长德拉吉的观点。

欧元区应对另一场衰退的财政能力有限 26

导读：在可能出现衰退的情况下，欧元区通常会准备动用货币政策和财政政策来缓冲冲击。问题在于，正如之前所详述的那样，欧元区没有进一步放松货币政策的空间。财政行动看似有很大的空间，但欧元区的不统一严重限制了相机抉择政策的实际空间。本文评估了欧盟规则的回旋余地。

伊丽莎白·沃伦的救星：现代货币理论 30

导读：本月早些时候，美国民主党候选人伊丽莎白·沃伦公布了其“全民医疗保险”的融资计划。本文认为沃伦的融资计划是站不住脚的。但其支持者认为现代货币理论提供了一种不产生任何负面影响的融资方式。现代货币理论的基本论点是，“任何技术上可行的东西在财政上都是可负担得起的”。

美国的长期财政问题 33

导读：财政部近期发布了 2019 财年最终的财政预算数字。2019 年来，财政支出增长强劲，占 GDP 的 21.0%。尽管削减赤字是一项长期工程，但是改革应该从现在就着手进行。两党当前的首要顾虑并非财政赤字的削减，但这一问题是无法避免的。两党需要配合进行改革。

应对下次衰退：非常规的货币政策和前所未有的政策协调 35

导读：随着全球利率下跌至零或者更低，货币政策几乎已经用尽。我们必须采取前所未有的政策来应对下一次经济衰退。考虑到高债务水平和政策实施的时滞性，单靠财政政策难以及时提供重要的刺激措施。如果没有一个明确的框架，决策者将不可避免地发现他们模糊了财政政策和货币政策之间的界限。这威胁到政策机构来之不易的信誉，并可能为不受控制的财政政策敞开大门。本文概述了能够缓解这种风险的框架轮廓，通过货币融资的财政机制来实现前所未有的协调。为了实现明确的通货膨胀目标，财政当局应该妥善利用该机制。

本期智库介绍 50

苹果手机如何扩大中美贸易赤字？

Yuqing Xing/文 史明睿/编译

导读：为了追求“公平贸易”，特朗普政府对价值 2500 亿美元的中国商品征收 25% 的惩罚性关税。然而，传统的贸易统计数据极大地夸大了美国对中国的贸易逆差。本文以 iPhone 为例，说明贸易逆差是如何增长的，以及为什么要用附加值来评估双边贸易平衡。如果包括苹果（Apple）公司在内的跨国企业将其部分价值链转移出中国，中国有可能不会继续在瞄准美国市场的全球价值链中扮演核心角色。人民币贬值将不足以抵消跨国企业价值链移出的影响。编译如下：

2018 年，美国对华货物贸易逆差飙升至 4200 亿美元。巨额贸易逆差引发了持续不断的中美贸易战。为了追求所谓的“公平贸易”，特朗普政府对价值 2500 亿美元的中国商品征收 25% 的惩罚性关税。自贸易战爆发以来，人民币对美元一直在贬值。特朗普政府声称中国政府将贬值作为贸易战武器，并将中国列为“汇率操纵国”。

经济学家们一致认为，传统贸易统计数据大大夸大了美国对华贸易逆差（Johnson and Noguera 2012，经合组织和世贸组织 2013，Koopman、Wang、Wei 2014）。Xing 和 Detert（2010）以 iPhone 3G 为例，解释了美国对华贸易逆差是如何膨胀的，以及为什么应该使用附加值来评估双边贸易平衡。

自 2007 年第一代 iPhone 发布以来，中国一直是 iPhone 的独家组装基地。随着 iPhone X 的推出，iPhone 已经发展成为一款豪华的高科技产品。在本文中，我以 iPhone X 为例讨论了三个问题。第一，参与 iPhone 生产的中国公司在价值链阶梯上是否有所提升？第二，iPhone 是否仍然是中美贸易失衡的重要根源？第三，人民币贬值能否对冲特朗普关税风险？

1. 提升 iPhone 价值链

为了了解中国公司在 iPhone 价值链上的提升，我研究了 iPhone 拆解数据，以评估中国公司参与 iPhone X 生产的情况。拆解数据确定了 10 家参与 iPhone X 生产的中国国内公司。他们的任务不仅仅是简单的组装，而是在相对复杂的部分中扮演角色。表 1 列出了中国公司为 iPhone X 和 iPhone 3G 执行的任务。

2. iPhone 仍是中美贸易失衡的重要根源

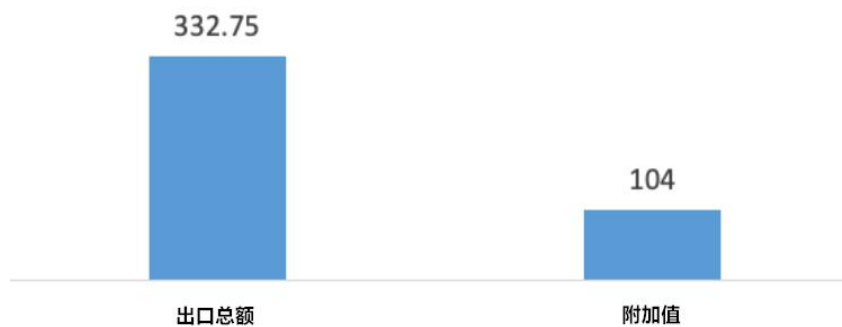
到目前为止，贸易统计仍然是用出口总值来编制的，隐含地假设所有出口总额都是由出口国产生的。根据这一原则，每当中国向美国运送一部 iPhone X 时，现行的贸易统计系统将其计算为向美国出口 409.25 美元。

拆解数据显示，从美国进口的 iPhone X 组装部件总值为 76.5 美元。因此，从中国进口一部 iPhone X 会给美国带来 332.75 美元（409.25 美元-76.5 美元）的贸易逆差。这是计算双边贸易平衡的传统方法。

然而，韩国、日本等国家也参与了 iPhone X 的生产，并供应了超过 45% 的零部件。换句话说，332.75 美元不仅包括源自中国的附加值，还包括韩国、日本和其他非美国国家的附加值。这应该被视为美国和其他所有参与 iPhone X 生产的国家之间的贸易逆差，而非仅仅是中美之间。

从附加值来看，美国对中国进口一部 iPhone X 的逆差仅为 104 美元，不到按出口总额计算的三分之一（图 2）。对于美国进口的每一部 iPhone X，目前的贸易统计数字错误地将其对华贸易逆差增加了 228.75 美元。2017 年，美国消费者购买了 4220 万部 iPhone（Finder 2019）。以这一数字为参考，仅 iPhone 一项贸易就夸大了 2018 年美国对华贸易逆差 96.5 亿美元，约占美国对华贸易逆差总额的 2.3%。

图 2 美国从中国进口一台 iPhone X 的贸易逆差（美元）



资料来源：Xing（2019）

iPhone 的案例清楚地表明，传统的贸易统计数据大大夸大了中国与美国的贸易失衡。作为美国标志性公司苹果公司（Apple）的产品，iPhone 仍然是中美贸易失衡的重要根源。减少美国对中国的贸易逆差不仅需要公平贸易，更重要的是，需要与价值链贸易相一致的公正贸易统计数据。

3. 以人民币贬值对冲特朗普关税：不可能达成目标

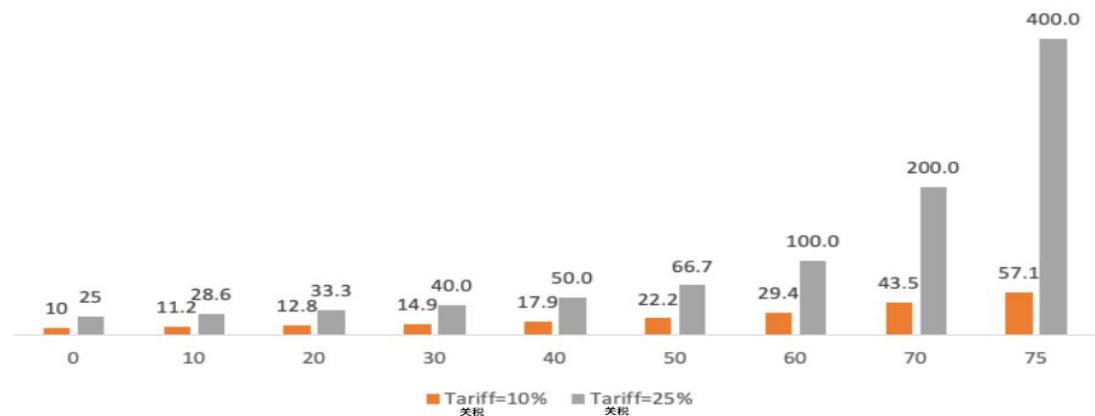
Xing 和 Detert（2010）认为，由于 iPhone 3G 内置了外国附加值，人民币升值对 iPhone 出口美国的影响不大。同样的逻辑也适用于人民币贬值。iPhone X 内置的大量外国附加值，大大削弱了人民币贬值抵消特朗普关税的有效性。

当人民币对美元贬值时，只有 104 美元的 iPhone X 中国附加值会受到影响。iPhone X 其余的生产成本为 305.25 美元，所有为组装 iPhone X 而进口的零部件之和将保持不变，不会受到任何影响。

不过，如果特朗普总统决定对 iPhoneX 征收 25% 的关税，税基将为 409.25 美元，即中国和外国附加值的总和。为了抵消外国附加值部分带来的额外关税负担，人民币应该贬值 25% 以上。

完全抵消关税负面影响所需的人民币贬值水平可以针对任何给定外国的附加值进行计算。图 3 报告了两种关税的计算结果：10% 和 25%，其中水平轴表示中国出口中嵌入的外国附加值的百分比。

图 3 抵消美国关税影响所需的人民币贬值率



资料来源：Xing (2019)

如果美国关税增加 10%，中国出口商品中又没有外国附加值，人民币贬值 11.2% 可以抵消这部分关税对中国附加值的影响；对于出口商品中 75% 的外国附加值，所需的贬值数值就飙升至 57.1%。

如果关税上升 25%，在所有情况下，人民币所需贬值幅度都会大幅增加。如果外国附加值占 10%，人民币将不得不贬值 28.6%，以抵消关税的负面影响；如果中国出口商品中包含 60% 的外国附加值，人民币则需要贬值 100%。

平均而言，外国附加值占中国对美出口商品的 33.9%。这意味着，人民币需要贬值 43.4%，才能完全消除 25% 惩罚性关税对中国所有对美出口产品的负面影。而对于 iPhone X 而言，为了消除对 iPhone X 加征 25% 关税的负面影响，人民币需要贬值 400%，这种贬值幅度是不可思议的也是无法实现的。用人民币贬值来对冲特朗普关税风险是“不可能完成的任务”。

由于传统的方法无法消除关税负担，对于利用中国组装迎合美国市场的产品的跨国企业来说，一个可行的选择是将其部分价值链移出中国。苹果已要求其

主要供应商评估将 15-30%的生产能力从中国转移到东南亚的成本影响（Li 和 Cheng, 2019 年）。

贸易战正在重塑以中国为中心的价值链。重新部署目前以中国为中心的全球价值链将永久损害中国的出口能力，中国将不再在针对美国市场的全球价值链中扮演核心角色。

本文原题为“[How the iPhone Widens the US Trade Deficit With China: The Case of the iPhone X](#)”。本文作者 Yuqing Xing 是东京国立政策研究所经济学教授。本文于 2019 年 11 月刊于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

数字欧元拯救欧元区

Thomas Mayer/文 刘铮/编译

导读：为了避免信贷和投资周期，一些人主张将过去通过银行信贷扩张货币改为由中央银行或私人实体直接发行货币，或将货币与现有资产挂钩。本文是 Vox 关于欧元区改革辩论的一部分。文章认为，重启欧元作为央行数字货币，有助于减少欧元区债务，并结束主权银行的厄运循环，同时能对未来可能出现的其他全球数字货币构成强有力的竞争。编译如下：

自 2007-08 年金融危机以来，货币秩序对信贷和投资周期的作用再次受到关注。以 Knut Wicksell, Ludwig von Mises 和 Friedrich von Hayek 的工作为基础，越来越多的金融分析师和经济学家认为，商业银行在中央银行的指导下通过信贷扩张创造货币是经济不稳定的一个根源。当中央银行将信贷市场的利率管理在“自然利率”（即储蓄和投资均衡的利率）以下时，新增投资带来的信贷扩张创造了更多货币，储蓄则被抑制。随之而来的是信贷和投资热潮，在此期间投资暂时超过储蓄。当投资扩张被有限的产能抑制时，资金价格上涨，促使央行提高信贷市场利率。较高的利率阻碍了新的投资，使一些收益率较低的投资在经济上不可行。随着银行贷款和新投资的下降，繁荣变成了萧条。

如果央行能够将信贷市场利率稳定在自然利率水平，那么信贷和投资繁荣-萧条周期当然可以避免。但由于这一利率是不可观测的，因此中央银行通过一个试错的过程，以找到正确的信贷市场利率水平，这个过程引发了繁荣-萧条周期。因此，许多经济学家和分析师提出，将过去通过银行信贷扩张货币改为由中央银行或私人实体直接发行货币，或将货币与现有资产挂钩。

自 2010 年欧元区危机爆发以来，显而易见的是，欧洲经济和货币联盟（European Economic and Monetary Union）的原有架构很不稳定。尽管已经实施了许多改革，但政治上的不统一阻碍了欧洲货币联盟（EMU）的完成。与普遍认知相反，EMU 仍然只是一个现金联盟，因为只有欧央行（ECB）发行的纸币（以及成员国发行的硬币）在欧元区所有成员国具有相同的信用质量。相反，银行存款的信用质量则因创造这些存款的贷款的质量，以及各国在银行破产时保护存款的财政能力的不同而有所差别。为了确保银行存款质量的统一，应建立一个统一的欧洲存款保险计划（EDIS），但迄今为止，对银行风险共担的政治阻力阻止了这一行动。金融市场参与者迫切要求以无违约风险的政府债券的形式创造一种“安全资产”，但这同样难以实现。

历史一再表明，信用货币体系中的货币联盟需要政治联盟作为保证。但与 20 多年前 EMU 启动时相比，这个梦想似乎更遥远了。即使我们通过建立政治联盟成功地完成了欧洲货币联盟，欧元作为信贷货币还是存在上述所有问题。

以此为背景，考虑到金融业数字化的机遇和挑战，我建议重启欧元作为央行数字货币。我的建议借鉴了下述三种货币改革思路：芝加哥计划中的 100% 货币概念；中本聪首创的加密货币技术；奥地利学派提出的资产支持货币。Mayer（2018）更详细地比较了各种货币改革思路，并阐述了它们将如何改变货币发行实体和商业银行的资产负债表。我认为，数字欧元有四个突出优势：（1）它是一种无需建立政治联盟就能获得的安全的欧洲共同货币；（2）在此货币秩序下，不易出现投资繁荣-萧条周期；（3）结束主权银行的厄运循环；（4）欧元将成为一种关键的国际货币。

1. 引入安全存款（Secure Deposit）

欧元成为央行数字货币的第一步，是建立一个完全由央行货币支持的欧元银行存款。正如芝加哥计划所建议的，欧央行可以通过购买政府债券来创造支付存款所需的央行货币。欧央行自 2015 年以来一直通过这一方式增加货币供应。然而，安全存款将在不增加货币供应量的情况下取代现有存款。当存款人将现有存款转移到安全存款时，存款和货币供应量的总和保持不变。银行可以通过向欧洲央行出售其持有的政府债券来获取支持安全存款所需的准备金，也可以用其他资产在市场上购买政府债券。必要时，欧洲央行可以允许银行使用政府债券以外的其他银行信贷换取准备金，并在赎回时用政府债券置换这些债权。由此，无需任何形式的政府支持，就可以建立一个像钞票一样可靠的安全存款和资产。

第二步，将欧元安全存款纳入到欧洲央行的资产负债表中，并设置为央行数字货币——它可以使用分布式账本（即区块链）技术进行点对点转账。由此，欧元将成为一种完全由政府债券支持的“资产代币”。一个“智能合约”将被嵌入其中，这个合约规定了代币性质和创建新代币的规则（见下文）。智能合约相当于一个数字水印，能够识别代币是否为有效欧元。只有代币是根据智能合约的规则创建时，负责验证区块链中代币传输的实体（即“节点”）才会通过其传输。如果在交易凭证中发现的代币不是根据智能合约中的规则创建的，则该代币将被视为假币。只有欧洲央行有权发行数字欧元代币，信贷货币体系中的商业银行则没有这一权利。对于习惯使用纸币的用户来说，欧洲央行当然可以将数字欧元等价地兑换成银行票据。

2. 规则导向型的货币供应量增加

未来货币供应量的增加将采取欧洲央行额外购买政府债券的形式，由欧洲央行管理委员会独立于政治影响决定，并服从于长远利益。例如，根据米尔顿·弗里德曼的“k%规则”，欧元数字货币供应量的增长可以与实际 GDP 的预期长期增长率（即欧元区经济的增长潜力）相适应。与传统观点相反，同时与日本的经验一致，我不认为零通胀预期是一个问题，但是如果事实证明我错了，我们可以在

货币增长规则中加入一个很小的货币贬值率。货币供应量将通过增加欧央行持有的政府债券，而非通过银行信贷来增加。为了避免为财政政策目的创造货币（就像现代货币理论所建议的），政府应将销售债券获得的资金作为“货币红利”直接分配给其公民。任何违反这一义务政府都在发行假币（在智能合约中规定），自动不再具备向欧洲央行出售债券的资格，因此也不会收到新的货币分发给其公民。

3. 银行作为中介机构

现在，商业银行作为经纪人必须以数字欧元的形式经营客户的储蓄存款，利率将在信贷市场上由投资资金需求和货币储蓄供应决定。银行将类似于一个投资基金，其资产通过股本缓冲来防止首次损失。储户可以根据自己对回报率和首次损失保护的偏好选择适合自己的银行。央行将不再通过操纵利率来控制银行的信贷资金创造。当然，商业银行可以继续通过放贷创造私人债务货币，但国家不会担保其等价转换为数字欧元。货币将不再是自由裁量经济政策的工具。但鉴于目前货币政策的乏力，这也无关紧要。

4. 主权银行厄运循环的终结

由于政府债务将作为资产来支持货币，欧元的数字化可能减少欧元区债务和结束主权银行的厄运循环。回想一下，央行购买政府债券来创造能在区块链中点对点转移的央行货币。因此，央行资产负债表上用于支持央行（数字）货币的债券将永久退出市场。截至 2018 年底，欧元区政府债务达 9.9 万亿欧元，占国内生产总值的 85%。活期存款为 7.1 万亿欧元。为了用准备金换回活期存款，欧央行可以总共持有 7.1 万亿欧元的政府债券（即在现有基础上增加 5 万亿欧元），并将其保持在资产负债表上。由于债券存量永久性地成为货币存量的担保，还款将会暂停。此外，由于债券的利息收入无论如何都会返还给政府，票息可重置为零。在零票息和无限期到期的情况下，这些债券将不再算作政府债券。由此，欧元区政府的未偿市场债务将降至 2.8 万亿欧元，占 GDP 的 24.3%。

数字化可以与“欧元新政”相结合：北方那些财政保守，债务水平较低的国家将同意把欧央行资产负债表上的旧债务一次性货币化，以创建安全存款。作为回报，南方负债率较高的国家会接受这一事实：在旧债一次性货币化之后，再次对国家债务进行货币化是不可能的。因此，欧洲央行将购买政府债券，以将每个 EMU 国家的债务率降低到 GDP 的 24.3%（在上述例子中，基于 2018 年底的数据）。高负债率的南方国家将获得比低负债率的北方国家更多的债务减免。举例来说，要使所有国家的债务率达到 GDP 的 24.3%，德国的债务需要降低 GDP 的 37.6%，而法国和意大利的债务下降将分别达到 GDP 的 74.1% 和 100.5%。但由于所有欧元区成员国都将从新的稳健财政政策空间中受益，因此北方国家会慷慨

解囊。

由于建立数字欧元和增加货币供应的规则已经嵌入资产代币的智能合约之中，因此各国政府将无法强迫欧央行进行债务货币化。支付困难的政府当然可以发行自己的财政货币（正如希腊和意大利政府所设想的那样）。但是，任何违反合同发行的“欧元”都是假币（就像发行伪造的央行票据一样）。

5. 欧元作为国际货币

欧洲人利用美国的平台公司在互联网上交流和购物，并用美元进行大部分国际支付。当他们未来想用数字货币进行支付时，不得不使用一种主要由美国平台公司管理的加密货币——几乎没有一家欧洲公司有资格加入 Facebook 创建的 Libra（一种面向全球用户的私人加密货币）发行和管理协会。或者他们可能不得不使用中国政府发行的数字货币——中国已经宣布要开发一种数字货币，并可能在全球范围内推广。重启数字欧元将会大大减少欧洲对美元作为国际支付手段的依赖，并对未来可能出现的其他全球数字货币构成强有力的竞争。当多种货币形成竞争时，所有全球用户都将受益。

6. 结论

我很清楚，许多经济学家和央行行长将认为我的提议具有挑衅意味。许多人会认为，自由裁量的货币政策会丧失空间。但是难道我们现在还有政策空间吗？还有人认为，货币数字化将带来新的金融风险。但是，难道目前的金融体系没有风险？第三种观点（大概大部分是学术界人士）认为，我是在完全不符合当前宏观经济理论的情况下，重提旧式理论。但既有理论在全球金融危机中没有让我们失望吗？第四种观点（大概大部分受雇于政府和央行）认为，我的提议在政治上是不可想象的。但是，在全球危机和欧元区危机期间，不可想象的事情没有以不可思议的速度成为现实吗？如果说过去十年教会了经济学家什么的话，在我看来，那就是我们应该保持开放的心态，不应该把既有的思想视为理所当然。正是本着这种精神，我欢迎其他经济学家对这一建议进行批判性讨论。

本文原题为“A Digital Euro to Save EMU”。本文作者 Thomas Mayer 是法兰克福大学金融研究中心高级研究员。本文于 2019 年 11 月刊于 Vox 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中国如何在俄罗斯市场上挣钱？以及这对欧盟会产生什么影响？

Alicia García-Herrero /文 张子莹/编译

导读：在过去的二十年里，中俄经济之间的联系越来越紧密，尤其是贸易和跨境贷款规模上，海外投资的增长则较为缓慢。尽管长期以来俄罗斯比中国富裕，但作为一个净出口国、净债权国和净投资者，中国正主导着中俄双边经济关系的方方面面。编译如下：

1. 简介

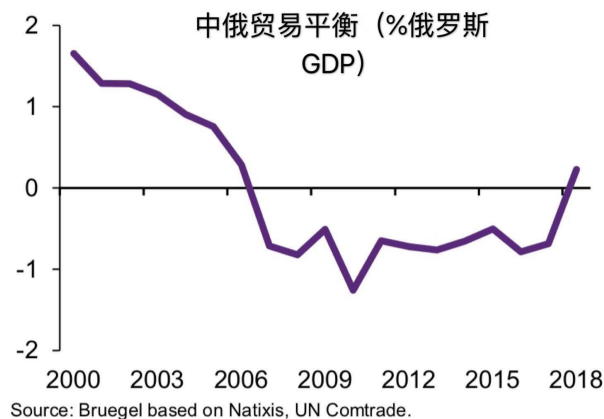
虽然过去曾存在分歧，但近年来，中俄两国越来越将彼此被视为重要的政治和经济伙伴。早在 17 世纪，两国就已经开始了正式的经济往来，在 20 世纪，两国都曾采取中央计划的经济模式。中国加入世界贸易组织的 20 年里，经济迅速发展，并逐渐超过欧盟，成为世界最大的出口国。中国商品也大量涌入俄罗斯，侵占了欧盟和美国商品的份额。此外，西方国家与俄罗斯的制裁和反制裁、美国主导的贸易战和印太战略，也促使了俄罗斯重新向东方定位，中国成为了俄罗斯最大的经贸伙伴。

2. 中俄经济史概述

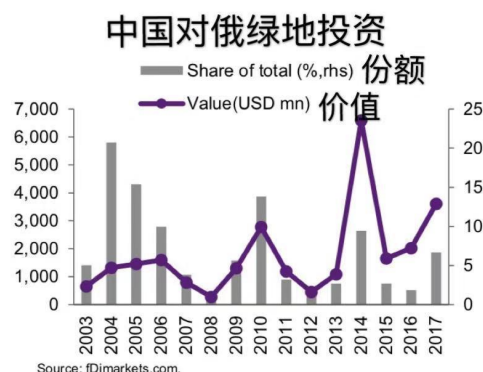
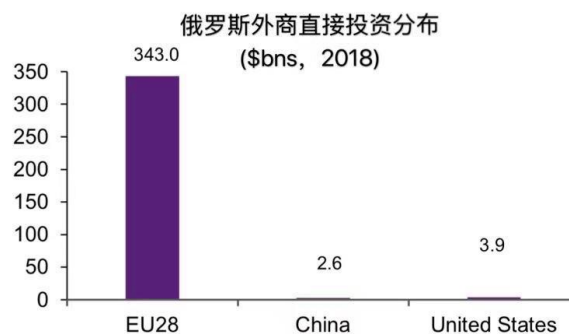
尽管中俄的战略合作可以追溯到 17 世纪，但两国的经济互动还不是很频繁。直到 20 世纪 80 年代中期，两国之间贸易、跨境贷款和小规模的投资活动才开始出现。

贸易：上世纪 90 年代，中俄贸易规模相对较小，中国对俄罗斯的意义更重于俄罗斯对中国的意义。据统计，中国对俄出口仅占中国出口总额的 1%，对俄进口占中国进口总额的 2.8%；而对中出口则占俄罗斯出口总额的 4.7%，对中进口占俄罗斯进口总额的 3.3%。俄罗斯的工业占比更高，因此向中国出口多种工业商品，包括石油和天然气、钢铁、化肥和有色金属、运输设备、道路车辆等资本密集型产品。中国主要对俄罗斯的出口传统的劳动密集型产品，特别是纺织品。2000 年加入世界贸易组织是中国经济发展的重要节点，此后中国经历了奇迹般的增长，而俄罗斯的经济却停滞不前。到 21 世纪初，中国的经济规模已达到俄罗斯的四倍。如今，中国的国内生产总值达到 13 万亿美元，而俄罗斯的国内生产总值目前仍为 1.6 万亿美元。除了经济规模越来越不平衡外，中国加入世贸组织后，出口市场扩大，对俄出口也大量增长，还承接了大量的外国资本流入制造业。但俄罗斯对中国出口的增长则缓慢得多，从 2001 到 2014 的平均赤字约为 12 亿美元，约占俄罗斯 GDP 的 1.2%，但这个数字还不到中国 GDP 的 0.03%。贸易逆差一直到 2018 年才出现急剧变化，当年俄罗斯的贸易盈余录得 15 亿美元，

原因是中国大量进口了俄罗斯的石油。



借贷和投资：近几年来，由于中国的资产回报率越来越低和国际化等原因，中国对外投资的步伐加快。但对俄罗斯的外国直接投资增长仍然较慢，与欧洲相比，中国在俄罗斯的直接投资存量很小。从投资类型来看，相比并购，中国更喜欢绿地投资。自 2012 年以来，中国在俄罗斯的绿地投资占欧美地区的一半以上。鉴于俄罗斯经济规模相对较小，折中资规模是相当可观的。中国正关注着俄罗斯传统的比较优势：工业、汽车、以及石油、金属和煤炭等原材料。

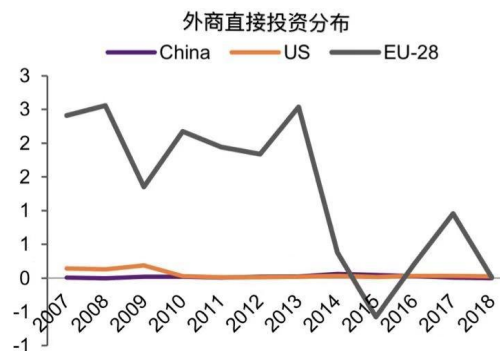


在贷款方面，特别是项目融资，中国在俄罗斯的影响力迅速增强。据统计，2009 年以前，俄罗斯几乎没有中国资助的项目，此后随着来自中国的项目融资不断增长，2017 年中国发起或资助的项目总额达 63.4 亿美元。来自中国的项目

融资也围绕着中国擅长的领域展开，即原材料（包括化学品、金属和能源）、基础设施和房地产。

3. 中国和欧盟在俄罗斯市场上的竞争程度如何？

贸易方面，中国与俄罗斯贸易的激增显然给欧洲企业带来了挑战。从行业来看，中国和欧盟出口俄罗斯最多的前十大商品中，有一半是重叠的，包括电气产品、通用和专用机械以及道路车辆。据俄罗斯统计，2017年，从中国进口的5组重叠产品总值达到160.1亿美元，已经超过欧盟28国进口额（289.2亿美元）的一半。投资方面，中欧在投资领域的竞争则不那么明显。尽管中国在世界投资范围内的投资激增，但在俄罗斯的投资额仍然有限，远低于欧盟。中国投资的行业重点也与欧盟不同。2018年，中国在俄罗斯金融和制造业上的投资减少，房地产成为了第一大投资行业，欧盟则在批发和零售业等服务业领域投资更多。金融竞争方面，2014年，俄罗斯因吞并克里米亚受到西方国家制裁，欧盟在俄罗斯扮演的金融角色被中国接管。与此同时，中国将继续支持在俄罗斯的新项目，中国项目融资的稳步增长也表明了这一点。



4. 结论

我们回顾了中国在俄罗斯日益增长的经济影响力，并将其与欧盟进行了比较。当前欧盟仍然是俄罗斯最大的贸易伙伴、贷款国和投资者，中国正在迅速追赶，特别是在贸易和项目融资方面。然而，中国在俄罗斯的投资仍然有限，尤其是在并购方面。

本文原题为“[How does China Fare on the Russian Market? Implications for the European Union](#)”。本文作者 Alicia García-Herrero 是布鲁盖尔研究所高级研究员、亚太地区首席经济学家、马德里智库 Real Instituto Elcano 研究员、香港科技大学兼职教授、香港金融管理局研究机构和亚洲开发银行顾问。本文于 2019 年 11 月刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

香港和台湾的经济走势分化

Alicia García-Herrero /文 宋海锐/编译

导读：由于香港、台湾都是受美中贸易战影响的开放型经济体，且严重依赖经济正在放缓的中国大陆，因此两者面临着同样的全球风险。然而，尽管两个经济体以同样的速度增长（2.9%），但方向相反：台湾积极，香港消极。编译如下：

香港和台湾公布的第三季度经济增长数据非常接近，但结果却相差甚远。由于两者都是受美中贸易战影响的开放型经济体，且严重依赖经济正在放缓的中国大陆，因此两者面临着同样的全球风险。然而，尽管两个经济体以同样的速度增长（2.9%），但方向相反：台湾积极，香港消极。持续的动荡对香港经济的影响显而易见，而与此相对，台湾表现的更好，并未产生类似的抗议。

不言而喻，自六月中旬以来，香港经济陷入了社会动荡的泥潭，导致经济的快速恶化。但事实是，在经济动荡开始之前，港台两个经济体已经开始分化。因此，问题在于台湾经济如何能比香港表现地更好？甚至比新加坡、韩国等其他类似经济体更好（香港、台湾、新加坡、韩国这四个经济体在 20 世纪 80 年代和 90 年代 1 被称为“亚洲老虎”）？

第一个重要区别是，与台湾相比，香港没有独立的货币和汇率政策。这不仅是因为港币与美元挂钩，而且因为台币并不像港币那样完全可兑换。换言之，台湾对热钱流动和金融体系流动性的控制更加严格。

第二个不同之处在于财政政策，香港并非没有财政政策腾挪空间，而是它并没有使用财政政策。事实上，台湾在全球环境恶化的情况下，推出了基础设施发展计划和能源改革计划，引进可再生能源，从而刺激投资。相反，香港只宣布了两个微小的财政刺激计划（投资额仅占全部国内生产总值的 0.7%），目的是减少企业正在经历痛苦，而不是投资于未来。

第三，今年，台湾在 5G、半导体、数据中心和新能源等领域的外商直接投资大幅增加。除了外国公司外，台湾本地公司由于政府的扶持政策，也加快了利润的回流。境内投资的复苏意味着对外直接投资的转移。

最后，台湾有意识地实行出口结构多样化政策，避免过度依赖中国大陆，这有助于缓冲大陆经济减速的影响。台湾出口扩张的关键领域是东南亚国家联盟的经济体，最近是美国。同样，尽管旅游业受到中国大陆限制的冲击，但来自日本、韩国和东盟的入境旅游增长仍然很高。

总之，社会动荡显然损害了香港经济，但政策的存在，尤其是财政政策缓冲了影响。此外，更多的结构性政策可以用来增加香港对外国投资者的吸引力。香港政府可能会注意到这一点。

本文原题为“HK, Taiwan Divergence Result of Economic Policies”。本文作者 Alicia García-Herrero 是亚太地区的首席经济学家，也是马德里政治智库研究员。她目前是香港科技大学的兼职教授，也是柏林智库梅里克斯咨询委员会的成员。同时，Alicia 是香港金融管理局研究机构和亚洲开发银行的顾问，也是香港论坛董事会成员和光明香港的联合创始人。本文于 2019 年 11 月 5 日刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

关于美国政界财富税讨论的回顾

Alan D. Viard / 文 李芳菲 / 编译

导读：总统候选人、民主党参议员伊丽莎白·沃伦（马萨诸塞州）与伯尼·桑德斯（佛蒙特州）提议，对美国极富裕家庭按年度征收财富税。一些欧洲国家早已开始征收年度财富税（虽然这其中的许多国家后来废除了该项税收），但财富税在美国却从未有过先例。尽管拟议的财富税率本身较低，但考虑到美国财富显著集中的事实，事实上，低财富税征收率已经近乎于相当高昂的超额累进所得税率。虽然来自国外的资本流入可以弥补部分投资的减少，财富税的征收仍将在一定程度上降低美国国民储蓄与投资。在政策的具体执行中，国会可能会对部分选定资产予以免征财富税，这又将给税收体系带来扭曲，并降低税收的收益率。由于资产存在着被低估和隐瞒的可能性，财富税将在合规和管理方面迎来挑战，如果不对此加以必要的修订，则可能被裁定为违宪。以上挑战并非不可能克服，但以所得税、遗产税和赠与税的改革来实现累进性税收的预期增长将变得更为谨慎、也更易于理解。编译如下：

1. 财富税概览

本章探讨了对财富或净值征收年度税的建议。在征收财富税的背景下，家庭每年将依据其净资产纳税，即以资产的公允价值减去其负债的公允价值为纳税基础。财富税通常只适用于高于免税金额标准的净财富。尽管目前美国还未征收年财富税，然而此前美国联邦政府及各州所征收的遗产税和赠与税，其实质上就是通过赠与或遗赠在财富转移时一次性支付终身财产税。

许多欧洲国家此前已经通过征收年度财富税法，尽管这些国家中有大部分后来废除了这一税种的征收。国际经济合作与发展组织（国际经合组织）在 2018 年发布的报告中声称，在 2017 年度，其成员国中只有法国、挪威、西班牙和瑞士四个国家征收了年度财富税。然而，据 Bunn（2019）观察，荷兰在其所得税体系内征收了财富税，意大利则对意大利人在海外的持有资产征税，因此，有 6 个经合组织成员国实际征收了财富税。2018 年，法国废除了财富税，而比利时则推出财富税，经合组织成员财富税征收国家数维持在 6 个不变。目前，除法国以外，其他已经废除财富税征收的经合组织成员国分别为：奥地利、丹麦、芬兰、德国、冰岛、爱尔兰、卢森堡和瑞典。正如下文所述，撤销征收财富税的动机通常源于管理、法规遵从性方面的困难、预期外的行为反应（如移民等）以及令人失望的税收收益。

2019 年 1 月，马萨诸塞州参议员伊丽莎白·沃伦提议征收年度财富税，以作为她竞选 2020 年民主党总统候选人方案的一部分。在她的提案中（Warren, 2019a），超过免税额 5000 万美元的部分建议每年征收的税率为 2%，而超过 10 亿美元的部分税率则为每年 3%。2019 年 9 月，佛蒙特州的民主党另一名总选候选人的参议员伯尼·桑德斯则提议，对个人财富超过 1600 万美元的单身人士、

家庭财富超过 3200 万美元的已婚夫妇征收财富税，税率从每年 1%到 8%不等，其中，个人财富 50 亿美元以上（已婚夫妇为 100 亿美元）每年面临的财富税税率将高达 8%。2019 年 11 月，参议员沃伦修改了她的提案，对超过 10 亿美元的部分将财富税税率提高至 6%（Warren, 2019b）。国会民主党人通常不愿意接受拟议的财富税提案（Elis, 2019）。

多项民意调查显示，多数人支持征收财富税，其中以政治自由派及民主党支持意愿最为强烈。沃伦提案公布后不久，调查数据显示，54%的被调查者对该提案表示支持，另有 19%的被调查者则表示反对。从党派分布来看，自由派人士中有 76%支持征收财富税，保守派人士中这一比例为 36%，其他被调查者中表示支持该项提议的比例则为 56%（Bryan, 2019）。今年四月，昆尼皮亚克大学进行的一项民调（2019）显示，在该议案 60%的公众支持率中，民主党人支持率高达 82%，独立选民支持率为 63%，而共和党人支持率仅为 32%。然而，Sarin 和 Summers 的报告（2019b）指出，在遗产税和赠与税遭受持续的政治攻击、支持度不断下降的同时，财富税的征收也将受到更多的审查，财富税的支持度也可能遭到削弱。

财富税甚至得到了富裕家庭的支持。CNBC 于 2019 年 6 月对美国资产净值超过 100 万美元的人士发起了一项调查，调查发现，其中有 60%的被调查者支持沃伦的提议，从政治党派来看，民主党人中支持率达 88%，独立人士支持率 62%，共和党人政策支持率仅为 36%（Frank, 2019 年）。当然，被调查者中有一大部分其财富低于沃伦所提议的 5000 万美元免税额，并不会被征税。在 2019 年 6 月，19 名根据沃伦提案将需要缴纳巨额税款的千万富翁和亿万富翁联合发布了一封关于该提案的支持信（Bowditch 等, 2019）；2019 年 9 月，微软公司创始人比尔·盖茨表示，他“不会反对”财富税的征收（Metcalf 和 Schatzker, 2019）。

拟议的财富税将适用于全部美国公民（即使居住在国外）和具有美国永久居民身份或在美国逗留特定时间的非公民的全球财富。在沃伦的提案中，允许延期五年纳税以应对部分纳税人缺乏足够的流动资金及时缴纳税款这一可能存在的特殊情况，但要求其支付利息。同时，该提案还包括了强制执行和反避税条款。

2. 结论

年度财富税计划针对极其富裕的家庭，征收范围包括其试图推迟或逃避缴纳所得税的未实现资本收益。然而，财富税的征收将对宪法及行政管理带来挑战。尽管在必要时，以上挑战也可以得到克服，但政策制定者可能会更为审慎地考虑是否可以施行通过没有类似困扰的其他政策加以解决。包括 Sarin 和 Summers（2019a）、《华盛顿邮报》（2019）和 Hemel（2019）在内，有部分赞成增加对富人增税的评论员坚信应当推行所得税、遗产税和赠与税的改革。

Sarin 和 Summers 概述了所得税制度的一系列渐进式变化，预估在未来十年内财富税将带来 2.83 万亿美元税收收入，略高于 Saez-Zucman 对沃伦提案的收益估计。由于财富税是对现有税制的改革而非一项全新的税收，财富税的实际收益率可能大大低于 Saez-Zucman 的估计，Sarin 和 Summers 对提案收入的预计可能更加可靠。

Sarin 和 Summers 在提案其中一项采用了基础结转方式以取代基础增值，如上文所述，当继承人最终出售已增值资产时，纳税人生前未实现的资本利得将被征税，在对公开交易资产的资本利得征税以及对未公开交易的资产递延缴纳的税款征税时，同时对资本利得按一般所得税税率征税，可能是更为可取的方式。

尽管 Sarin 和 Summers 所提出的税收改革方案，以及所得税体系内的其他可能变化仍主要由富裕的纳税人承担，但这些变化并不会完全落在最富有家庭之上。因此，这些提议不能像参议员沃伦和桑德斯所提出的财富税征收方案那样，在一定程度上打破美国财富高度集中的现状。因此，部分财富税支持者可能认为这一替代方案令人失望。但如上文所述，并没有理由能够认为打破财富的集中可以使美国的政治权力分配受到重大影响，并且，在不将全部负担强加给小部分极为富裕家庭的情况下，增长率的显著提升显然可以实现。

因此，尽管财富税是一个大胆的提议，但过于大胆并不总是好的，政策应当审慎提出。

本文原题为“[Wealth Taxation: An Overview of the Issues](#)”。Alan D. Viard 是美国企业研究所 (AEI) 的常驻学者，主要研究联邦税收和预算政策。本文于 2019 年 11 月刊于 AEI 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

欧元区纯货币政策无法避免经济衰退

Jean Pisani-Ferry / 文 申劭婧 / 编译

导读：欧元区的经济增长放缓和衰退风险增加自 2018 年初已经开始。然而面对这一形势，由于历史行动和种种限制，欧洲央行的政策空间非常有限。为了应对问题，作者认为欧元区各国的中央政府应当承担起相应的责任。这也是即将卸任的欧洲央行行长德拉吉的观点。编译如下：

自 2018 年初以来，欧元区经济增长放缓，经济衰退的风险也在增加。然而欧洲央行（ECB）几乎没有为货币刺激留下任何空间。没有一位央行行长会轻易承认自己已经用尽了政策手段，但在 2019 年 9 月，将于 11 月 1 日就任欧洲央行行长的拉加德（Christine Lagarde）似乎承认了这一点，称“央行并非唯一的依靠”。本文将重点介绍为何缺乏用于对抗可能出现的欧洲衰退的货币政策。

正如最近的 PIIE 政策简报所说，尽管对其工具的适用范围存在争议，但没有人会质疑美联储（Federal Reserve）仍有采取行动应对衰退的余地。然而欧洲央行受到的更为严厉的限制。虽然联邦基金利率仍接近 2%，但欧元区的隔夜利率已经远低于零（图 1）。

图 1 欧元区的隔夜利率已经低于 0，限制了 ECB 抵抗衰退的能力

欧元隔夜平均指数（EONIA）率，2002年10月-2019年10月



来源：欧洲央行（ECB）

9 月 12 日，欧洲央行承诺将关键政策利率维持在“现状或较低水平，直到（理事会）看到通胀趋势到达足够接近但低于 2% 预测水平的前景，并且这种趋势将一直反映在潜在的通货膨胀动态中”。鉴于欧洲央行的通胀目标表述略显尴尬，这已经是一个较为明确的表达。10 月 24 日，欧洲央行理事会再次强调了自己的立场——这是即将卸任的行长马里奥·德拉吉（Mario Draghi）主持的最后一次会议。

这一宣布可能有助于稳定市场对未来政策利率的预期，但这本身并不代表提

振，它也没有扩大未来的政策空间。

9月12日，欧洲央行还宣布恢复自2018年12月以来一直中断的净资产购买。德拉吉在10月24日回顾说，这一决定得到了“（理事会）绝大多数成员”的支持，而这一宣言受到一些人的反对。然而，除了直接的争议之外，更重要的问题是是否还有充足空间购买更多的主权债券，以及它们能有多大效果。

2015年最初实施资产购买计划时，欧洲系统（Eurosystem）宣布：

- (1) 购买的分配将尽可能遵循欧洲央行的“资本关键点”（capital key）；
- (2) 为了“保障市场运作和价格形成”，并“降低欧洲央行成为欧元区政府主要债权人的风险”，任何发行主体的总持有量将保持在33%以下；
- (3) 任何带有集体行动条款的债券发行总量将保持在25%以下，这样欧洲央行就避免了否决可能的债务重组决定。

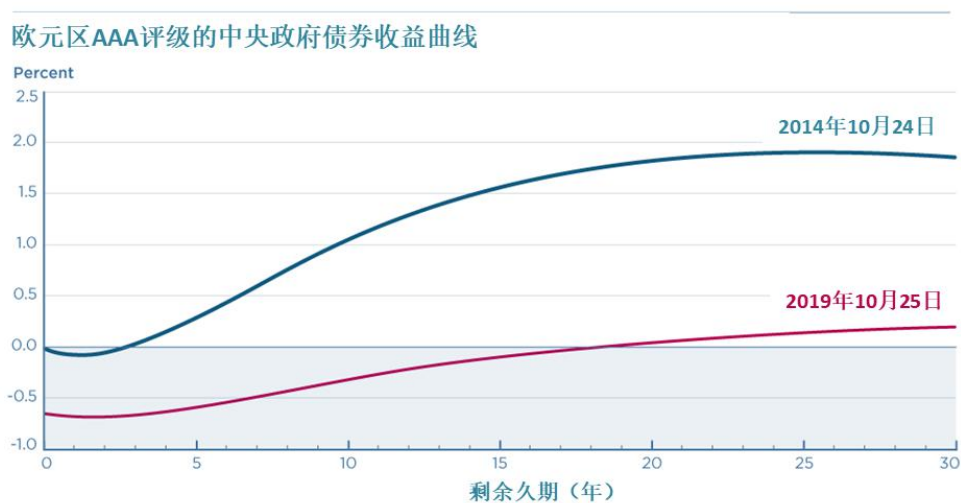
尽管已经多次调整，但如今的自我约束限制了进一步扩展量化宽松（QE）计划的范围。债券组合的构成已经偏离了资本关键点，欧洲央行持有包括德国和荷兰在内的几个国家近三分之一的主权债券存量。

正如德拉吉在10月24日新闻发布会上所说，目前对欧洲央行资产购买的限制是自己加的，原则上可以解除。可以设想几种方案，将限制变得尽可能宽松。欧洲央行可以继续购买由目前持有量低于33%门槛的国家发行的证券，即高债务债券，同时基本上停止净购买AAA级主权债券。这一债券组合的结构将偏离资本关键点，并汇聚到所谓的“市场关键点”上。从货币政策的角度来看，这完全有意义。但是，如果实施这样的战略，QE计划的继续不太可能对无风险资产的长期利率产生重大影响。

或者，欧洲央行可以像克莱斯和莱安德罗（2016）所主张的那样，提高AAA级主权债券（发行人限额）33%的门槛。但这样的政策在某种程度上相当于官方承认德国国债在欧元区拥有安全的资产地位，而法国或意大利政府证券则不能享有。或者可以完全取消33%的限制。但这些举措在理事会内部可能会引起争议，并可能使欧洲央行面临法律挑战。

关于有效性，初步证据表明，影响的范围很窄。如上所示，隔夜利率已经远低于零（2019年10月30日为-0.5%）。此外，期限溢价极低，因为远期指导和资产购买相结合，已逐渐将无风险资产的大部分收益率曲线带到负值区域（图2）。

图2 欧元区20年久期的无风险资产收益率现在为负数



来源：欧洲央行（ECB）

Eser 等人（2019）估计，该计划在 2018 年底中断时，欧洲央行的资产购买计划就已经将 10 年期溢价降低了 95 个基点。重要的是，他们的评估还认为大部分削减已在 2016 年 3 月达到。换言之，额外资产购买的边际效益非常小。进一步购买可能有助于将期限溢价保持在较低水平，但不太可能有明显效果。这些因素加起来，使得德拉吉越来越多地呼吁，政府应该采取财政行动。

本文原题为“The Euro Area Has Run Out of Pure Monetary Policy Options to Avert a Recession”。本文作者 Jean Pisani-Ferry 目前为 PIIE 的访问学者。本文于 2019 年 11 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

欧元区应对另一场衰退的财政能力有限

Jean Pisani-Ferry /文 熊春婷/编译

导读：在可能出现衰退的情况下，欧元区通常会准备动用货币政策和财政政策来缓冲冲击。问题在于，正如之前所详述的那样，欧元区没有进一步放松货币政策的空间。财政行动看似有很大的空间，但欧元区的不统一严重限制了相机抉择政策的实际空间。本文评估了欧盟规则的回旋余地。编译如下：

截至 2018 年底，欧元区政府总债务占 GDP 的 85%。相比之下，美国政府总债务占 GDP 的 104%。欧洲政府的总赤字占 GDP 的 0.5%，也远远低于美国的 5.7%。此外欧洲的债券利率也比美国低 1.7 个百分点，即使考虑到潜在增长和通胀的差异，欧洲的财政空间看起来也比美国大。但是对于一个由 19 个不同国家组成的欧元区来说，集体行动是极具挑战性的。

1. 错综复杂的规则网

因为债务危机涉及多重均衡，所以由市场决定的财政限制很难衡量。就目前而言，意大利的财政状况良好，足以让其债务持续下去。除非发生重大变化，否则很可能是制度受约束，而非市场信心受限。

核心的制度约束体现在欧洲层面的《稳定与增长公约》中(Stability and Growth Pact)中。该公约于上世纪 90 年代末通过，自生效以来几经修订。它由以下四个规则组成：

- (1) 每个成员国年度一般政府预算赤字占 GDP 比例的上限为 3%，如果超过这一上限，该国就会因受到“超额赤字程序”的影响而不得不进行财政调整。
- (2) 债务削减规则，要求一般公共债务总额占 GDP 比例超过 60%的成员国，每年需将实际债务水平与目标水平之间的差距削减 1/20。
- (3) 结构性平衡规则。要求参与国灵活地选择具体的中期目标(Medium-Term Objective, MTO)。该目标的价值取决于三个标准中最具约束力的一个。这些标准决定因素有：一是使自动稳定器发挥作用而不超过 3%阈值的机动预算余地，二是参考老龄化后果和初始债务水平的长期预算规划。
- (4) 支出基准规则。要求将基本支出增长净额(可自由支配的收入)限制在潜在产出增长的范围内，该产出增长已根据依赖于初始债务因素进行了调整。

这些规则只是部分有效(欧洲财政委员会 2019 年)。为避免在低通胀环境下过度整合，减债规定的执行力度已有所减弱。各个国家尤其是较大的国家都在灵活的运用结构性赤字和支出规则。允许欧盟成员国依靠其他计划外收入来达到

3%的上限约束。但总体而言，制度约束有助于减少赤字。

2. 在欧盟规则下，只有德国和荷兰有财政空间

免责条款和灵活性条款使得我们很难评估欧盟规则内财政空间的可用性，但进行大致的量化是可能的。

下表给出了财政空间（如第 5 列所示），即 2019 年结构性平衡（第 2 列）和 MTO（第 3 列）之间的差异。第 4 列表明若放松债务规则（假定在衰退时会放松该规则）用于保持 3% 门槛所需的财政空间（即所谓的最小基准），将导致扩张性财政空间，其中要求财政收缩的国家，其财政空间被设为零。

表 1：2019 年欧元区主要国家可用财政空间(占 GDP 的百分比)

Country	Budget balance ^a	Structural balance ^a	Medium-Term Objective ^b	Minimum benchmark ^b	Official fiscal space	Extended fiscal space
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Germany	+1.0	+1.1	-1.0	-1.5	+2.1	+2.5
France ^c	-3.1	-2.6	-1.0	-1.4	0	0
Italy	-2.5	-2.4	+0.5	-1.4	0	0
Spain	-2.3	-2.9	-1.0	-0.8	0	0
Netherlands	1.4	0.7	-1.0	-1.5	+1.7	+2.2
Belgium	-1.3	-1.4	0	-1.5	0	+0.1

注：数据来源：（1）欧盟委员会，年度宏观经济(AMECO)数据库，2019 年春季预测(摘自 2019 年 10 月 9 日)。（2）欧盟委员会，关于《2019,2020 年稳定与增长公约》的方法指南。（3）2019 年法国赤字数据。

这些计算是近似值。结构性赤字需要大幅修正，财政调整路径最终取决于政治谈判。但数据显示，在最大的几个国家中，在规则范围内只有德国和荷兰具有实施财政刺激的余地，其他四个国家则没有。

德国和荷兰能够为欧元区其他国家提供刺激吗？从数量上看是的，因为 2018 年这两国的 GDP 总和占欧元区 GDP 的 35%。但是由于受到国内制约，两国的回旋余地有限。

在荷兰，执政党之间达成了一项协议，规定多年的实际支出上限，为自动稳定器留下空间，但不能自由地采取行动。然而，这项协议可以重新修订。由于全球经济前景不明朗，荷兰政府于 2019 年 9 月宣布减税。

德国的情况更为复杂：两种不同的财政目标并存。所谓的“黑零”(Schwarze Null)是指一项保持联邦预算盈余的政治承诺。更准确地说，它将事前净债务发行排除在外，同时允许由经济因素造成的意料之外的赤字。

第二种被称为“债务刹车”(Schuldenbremse)，具有宪法地位。它将联邦预算的事前结构性赤字限制在 GDP 的 0.35% 以内，将记录在控制账户中的事后预算

累计超支限制在 GDP 的 1.5% 以内(德国联邦财政部 2015 年)。“债务刹车”还要求州政府从 2020 年起实现结构性平衡。

这两项规则都允许自动稳定机制,而“债务刹车”机制为自主财政行动提供了一些空间。此外,赤字计算不包括用于建立或补充公共实体资本的联邦金融投资。

假设达成政治协议,不再遵守“黑零”,德国联邦政府可以做的有:

- (1) 将联邦结构性赤字增加至 GDP 的 0.3%。最新的官方预测显示,到 2020 年,政府的结构性盈余将达到 GDP 的 0.5%,而联邦政府恰好达到收支平衡(州和地方也达到收支平衡)。因此,债务刹车将为 2020 年自主财政行动留下高达 GDP 的 0.35% 的空间。到 2021 年这一差额为零。
- (2) 在 2019 年和未来几年增加事后赤字,前提是累计赤字仍保持在 GDP 的 2.1% 以内,即控制账户余额(2018 年末为 370 亿欧元,占 GDP 比例为 1.1%) 和用于限制累积预算超支的两个下限的总和。
- (3) 提供资金帮助建立或补充投资金融机构的资本。例如,政府可以为其发展银行 KfW 提供专门用于实现低碳经济目标的基金。相应的赤字将免除债务。德国经济部长彼得·阿尔特迈尔最近提出了这样的建议。

总的来说,在 2020 年这些措施可以带来相当于德国 GDP 的 0.35% 的刺激(或欧元区 GDP 的 0.1%)。此外,德国可以采取以下措施:(1)在州一级进行财政扩张(假设这在政治上是可行的,其宪法空间将限制在 GDP 的 1/3 个百分点以内)。(2)事后预算超支。(3)通过专门基金进行预算外投资。

3. 欧元区的财政自由度不足以应对经济衰退

为防止或应对可能出现的衰退,欧洲受制于狭窄的、非均衡的手段。在不违反规则的情况下只有德国、荷兰和一些较小的国家有采取行动的空间。现有的工具受到政治和宪法的限制。此外,德国政府可能不愿代表欧元区采取行动。

这种关注必须是有限制的。由于存在自动稳定器,而且在规则范围内存在一定的灵活性,欧元区可以应对一定程度的经济放缓。如果出现严重的经济衰退,免责条款将像 2008 年一样生效。《欧盟运行条约》第 126 条实际上授权了“例外和临时”规则,德国“债务刹车”也授权议会在“紧急情况”发生时通过“超出政府控制”的例外措施。

但欧洲的政策体系无法解决这两种情况之间的问题。一场既不特别温和也不特别严重的衰退将很快考验它的极限。如果不采取应对措施,就有可能重揭社会经济伤疤,重燃政治上的紧张局势。政策制定者应专注于现有框架之外的可能选择。

本文原题为“The Euro Area's Fiscal Ability to Handle Another Recession Is Limited”。本文作者是 Jean Pisani-Ferry。Jean Pisani-Ferry 目前是彼得森国际经济研究所的访问学者。他担任了位于佛罗伦萨的欧洲大学研究所 (European University Institute) 的托马索·帕多亚·斯基奥帕的所长 (Tommaso Padoa-Schioppa)，也是欧洲智库 Bruegel 的高级研究员。本文于 2019 年 11 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

伊丽莎白·沃伦的救星：现代货币理论

Benjamin Zycher /文 杨茜/编译

导读：本月早些时候，美国民主党候选人伊丽莎白·沃伦公布了其“全民医疗保险”的融资计划。本文认为沃伦的融资计划是站不住脚的。但其支持者认为现代货币理论提供了一种不产生任何负面影响的融资方式。现代货币理论的基本论点是，“任何技术上可行的东西在财政上都是可负担得起的”。编译如下：

本月早些时候，美国参议员伊丽莎白·沃伦公布了其“全民医疗保险”的融资计划，该提案旨在取消美国的私人健康保险，但她似乎在具体细节上遇到了麻烦，因为如果她赢得民主党总统候选人提名，明年她将无法否认这一提案的细节部分。这个计划太具体了，一个参数的改变涉及其他多个参数的变化。

沃伦融资计划的不公平性，引起了观察人士的强烈抨击。她预计这一计划在10年内将花费52万亿美元左右，其中包括20.5万亿美元的新联邦支出，这些新支出将通过新税款，削减开支和各种“储蓄”进行筹集。

我们可通过一项新税种，更好地认识到沃伦融资计划的不现实性：现在雇主为雇员支付私人医疗保险的8.8万亿美元将“贡献”到“全民医疗保险”系统中。实证文献的结果显示，雇主支付的非工资福利使工资减少了大约同等金额，因为雇主关心的是与劳动投入价值相关的总补偿成本，正如雇员关心的是总补偿方案的价值一样。

因此，将雇主缴费的标签从“私人保险”更改为“全民医疗保险”并不会消除这一基本的经济现实。但沃伦的计划假装取消雇主为私人医疗保险支付的费用将迫使工资上涨，从而产生额外1.2万亿美元的所得税。

此外，沃伦还提出了征收其他税收以筹集资金。其中1.7万亿美元来自于对海外企业收益征收35%的税；3万亿美元来自对“收入前1%的人”征收额外的税收，这其中包括1万亿美元的沃伦财富税，以上所有都可以概括为资本税的大幅增加。抛开提案的不现实性，谁能相信美国将以35%的沃伦税率回到特朗普之前非领土企业收入税的征收水平？

此外，大幅提高资本税将导致资本流向海外，尤其是减少国内投资。沃伦称，终止资产加速折旧将产生1.3万亿美元的收益。但投资减少是显而易见的，这意味着劳动生产率的增长下降，以及随之而来的工资收入降低。沃伦坚持认为，无论是就业减少，工资降低还是退休投资回报减少，中产阶级都不会承担任何不利影响。在她上法学院的时候，关于税收的经济影响的课程一定是选修。我们其他人不必那么天真。

此外，对金融交易和大型银行征税，可筹集约9000亿美元。还有针对企业

的“补充雇主医疗保险供款”和其他税种。“全民医疗保险”计划还将减少对医生、医院以及药品和医疗器械生产商支付的费用，沃伦假装认为这不会影响医疗质量和及时性。

本文的中心观点是，沃伦的融资计划是站不住脚的，随着明年公众对选举的关注度上升，人们对这一计划的认识也会更深入。很难想象特朗普的竞选团队不会抨击这一点，甚至特朗普（不是一个精于政策细节的人）都会认为反驳沃伦的提议是极其简单的。

因此，沃伦必须找到一种方式来证明她为“全民医疗保险”制定的融资计划是可行的。还请注意，沃伦已经批准了绿色新政，其经济成本大约为每年9万亿美元。所以沃伦必须详细地阐释她将如何为联邦政府获得大量的新资源。显然，这是不可能的。

绿色新政的支持者认为现代货币理论提供了一种不产生任何负面影响的融资方式，它是沃伦走出困境的唯一途径。现代货币理论的基本论点是，“任何技术上可行的东西在财政上都是可负担得起的”，因为一个自己创造货币的政府可以用这种货币借贷，然后通过创造更多的货币来偿还由此产生的债务。也就是说，政府总是可以印发美元来偿还美元债务。另一种观点认为，美联储可通过按键创造资金，即支付账单，不需要政府实际借贷。

一些批评人士指出，上述观点在狭义上是正确的：如果政府创造了债务的计价货币，它可以偿还名义债务。但同时，通过货币创造来“偿还”以美元计价的政府债务这种方式会反应出另一个更大的问题，即在一个市场相信政府债务将以货币创造偿还的世界里，是否有可能通过政府借贷来为大规模的新支出提供资金。在这里，必须考虑政府借贷对其提供利率的动态影响。

政府债务稳定的基本条件是，从长期来看，政府债务的实际收益率必须超过政府债务的实际增长率。如果市场预期债务的长期增长率高于债务的实际回报率，那么市场向政府提供实际资源的利率必定提高，甚至是大幅提高。

随着债务的增加，政府背弃还本付息的动机同样增加。此外，潜在的政府贷款人会认为，以美元计价的、具有极高的利息回报率（例如50%）的债务实际上不会得到偿还，因为违约的动机太大。

如果政府利用货币创造来偿还名义债务的动机被认为显著增强，那么利率将再次上升，以反映实际违约的通货膨胀风险，即以同价值美元购买的实际商品和服务更少了。

原则上，有兴趣保留其未来以合理利率借贷或根本不借贷的政府，可能会采取措施维护其信誉。但这可能不会限制决策者想为当前支出获取资源的行为；对债权人产生实际损失的不利影响将发生在其继任者上。长期存在的政党是否会限

制上述行为，这是一个悬而未决的问题。

这就引出了现代货币理论带来的通货膨胀问题。除非假定大量的货币创造会导致货币的流通速度下降（粗略地讲，是美元的消费率），否则将产生严重的问题，即货币供应量的急剧增加必然会导致通货膨胀。考虑交易方程式： $MV = PT$ ，即货币数量与货币流通速度的乘积等于名义收入（价格乘以交易数量）。这是一个恒等式。M 的增加以及 P 的增加（通货膨胀）不能降低货币流通速度，因为通货膨胀的增加会诱使无息货币持有人更快地消费，以避免实际购买力的进一步损失。这必须是正确的，除非以某种方式增加了可供私营部门使用的实际资源。但“全民医疗保险”计划假设有大量资源向政府转移。

因此，在现代货币理论下，通货膨胀的急剧上升是无可避免的。在某种程度上，预期的通货膨胀是对不计利息的货币征收的税，另一种观点认为通过借款来偿还货币创造的“全民医疗保险”计划必须提高货币流通速度，因为个人试图通过减少持有的货币来避免这种税收。在某种程度上，通货膨胀是无法预期的，这是通过对名义债权人征税来补贴名义债务人，债权人将得到名义美元的债务偿还，而这些名义美元购买的实际商品和服务的价值低于预期。请注意，政府始终是净货币债务人，因此现代货币理论的结果是向政府进行了大量财富转移。

支持将现代货币理论作为融资机制的人认为，通过税收从经济中转移货币可避免通货膨胀问题，这是将财政政策转变为货币政策的替代品。这无非是说“全民医疗保险”计划将通过明确的税收筹集资金。然而中产阶级会不会免于承受这些新税收以及随之而来的经济效应？上述支持者还认为，政府能够从私营部门借入实际资源，然后在不转移实际资源的情况下偿还债务。没有人能相信市场如此短视。没有政府的无债午餐。

由于资源必须来自某个地方，沃伦给自己和政治左派制造了一个真正的困境。原则上是否存在不提供免费午餐为前提的走出困境的道路？我认为没有，而现代货币理论认为存在解决办法。当批评的声音越来越多时，希望沃伦可以提出明确的解决办法。

本文原题为“Elizabeth Warren’s savior: Modern Monetary Theory”。本文作者 Benjamin Zycher 是美国企业研究所（AEI）的常驻学者。同时他也是太平洋研究所的高级研究员。本文于 2019 年 11 月刊于 AEI 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

美国的长期财政问题

James C. Capretta /文 安婧宜/编译

导读：财政部近期发布了 2019 财年最终的财政预算数字。2019 年来，财政支出增长强劲，占 GDP 的 21.0%。尽管削减赤字是一项长期工程，但是改革应该从现在就着手进行。两党当前的首要顾虑并非财政赤字的削减，但这一问题是无法避免的。两党需要配合进行改革。编译如下：

财政部近期发布了 2019 财年（在九月三十日结束）最终的预算数字，两党都很庆幸这一数字并未引起很大的关注。那些淡化这一结果（即大约 10 亿美元的年度赤字）的观察者们是对的，国会的当务之急不是削减当前的赤字，而是限制那些从现在开始 10 年、20 年甚至 30 年后才结束的长期借贷项目。否则，最终大量的财政贷款会限制政府的有效性、影响经济的发展甚至带来危机。

2019 年的数字无疑表明了财政预算正朝着一个不利的方向发展。在接近甚至处于零失业率的情况下，政府收入与 2018 年相比下降了。2019 年政府总收入占 GDP 的 16.3%，而 2018 年这一数字则为 16.4%。在过去五十年间，这一数字的平均值是 17.4%。

尽管名义收入增长很低（4%），支出却增长强劲。联邦政府 2019 年的支出为 4.4 万亿美元，占 GDP 的 21.0%，比 2018 年高 7.1 个百分点。其中增长最快的项目是债务利息，比 2018 年高 18 个百分点。社会保障、医疗和医疗补助增长了 5.9%，而军费则增长了 8%。其它项目的支出在 2019 年增长了 6.6%。

急速增长的支出使得政府赤字在 2019 年高达 9850 亿美元，占 GDP 4.6%，而这一数字在 2018 年仅为 3.8%。1951 年到 2018 年的平均赤字为 GDP 的 2.4%。2019 年额外的借贷使得联邦贷款占到了 GDP 的 79.2%。在 2008 年末，联邦贷款只占 GDP 的 39.4%。

随着经济的增长和工资的提高，现在是稳固财政而非继续扩张的时机。迟迟不改正这一错误只会增加年轻一代劳动力的负担。

联邦政府的最新预算表明了社会保障和医疗项目将在 2019 年占 GDP 的 10.2% 上升到 2040 年的 14.6%，这一提升高达 40%。政府收入也会提高，因为在当前法律下 2017 年减税的一大部分会在接下来的十年间过期。尽管如此，税收还是跟不上支出增长的脚步。到 2040 年，联邦收入会达到 GDP 的 18.9%，而赤字则会成为 GDP 的 6.1%，而这还是一个乐观的情况。它假设国会会结束 2017 年的减税，允许已经暂缓的平价医疗继续施行。如果这些假设没有实现，那么联邦贷款可能会在 2049 年达到 200%（而基础情况下这一数字仅为 144%）。

持续增长的赤字对两党来说都是不利的。很明显，额外的财政压力来自吃支

出的增长，但问题已经太大太难单独解决了。问题将在之后的 20 年内逐步解决，并且聚焦于敏感的社会保障和医疗方面，提高退休年龄，同时进行更严格的医保改革。这些变化无需影响已经退休的人员。为了确保这些改革，共和党人应该接受增税，尤其是那些消费税。

在投票者有如此多紧迫的问题需要面对的情况下，对于国会无需考虑长期赤字的顾虑是合理的。但是在税收方面对于一个承诺远高于其能力的政府来说，其决定权是有限的。在面对所有形式的挑战和危机的时候，这也是一个问题。另外，未来的财政压力会改变今天的决策。那些提高生产力的投资有时候在短期内并不能得到回报。在财政预期具有不确定性的时候，这些承诺发生的频率大大减少了。

减少 2030 年或 2040 年赤字最好的方式是从现在就开始实施改变。

新的投资项目需要逐渐改变；长时间的储蓄最终会日积月累到一个惊人的数额，这会让财政压力得到极大的缓解，否则财政压力将会达到顶峰。

在特朗普总统及其竞争者的观点中，这一问题得到修正的可能性较小。但现在还是有一丝希望的。尽管改革变成国会的发论的可能性很小，但是一些议员已经开始重新思考这个问题，迎接长期的挑战。

修复财政预算问题不能只靠两党中的任意一党。这个问题太大了，政治风险也太高了。想要取得进步就得学会妥协，而进步是渐进而非一蹴而就的。虽然财政顾虑不是任何一党当前的首要顾虑，但是外部力量会迫使两党去思考这些他们可以忽略的问题。

本文原题为“2019 at Front End of a Long-Term Fiscal Problem”。本文作者 James C. Capretta 为 AEI 高级研究员。本文于 2019 年 11 月刊于 AEI 官网。单击此处可以访问原文链接。[单击此处可以访问原文链接。](#)

应对下次衰退：非常规的货币政策和前所未有的政策协调

Elga Bartsch, Jean Boivin, Stanley Fischer 和 Philipp Hildebrand/文 张寒堤/编译

导读：随着全球利率下跌至零或者更低，货币政策几乎已经用尽。我们必须采取前所未有的政策来应对下一次经济衰退。考虑到高债务水平和政策实施的时滞性，单靠财政政策难以及时提供重要的刺激措施。如果没有一个明确的框架，决策者将不可避免地发现他们模糊了财政政策和货币政策之间的界限。这威胁到政策机构来之不易的信誉，并可能为不受控制的财政政策敞开大门。本文概述了能够缓解这种风险的框架轮廓，通过货币融资的财政机制来实现前所未有的协调。为了实现明确的通货膨胀目标，财政当局应该妥善利用该机制。编译如下：

1. 政策现状

没有足够的货币政策空间来应对下一次的衰退。当前全球央行的政策空间有限，不足以应对重大的衰退，更不用说急剧的衰退。常规和非常规的货币政策主要是通过降低短期利率和长期利率来产生刺激作用。这种渠道被过分透支：发达市场的政府债券和投资级债券中有三分之一的收益率为负，全球债券收益率接近潜在底线。已经无法通过调低利率对经济提供进一步的支撑了。

财政政策应该发挥更大的作用，但是单靠财政政策并不能有效发挥作用。财政政策可以在不降低利率的前提下刺激经济活动。全球范围内，对于基础设施，教育和可再生能源方面加大支出是很显著的趋势，其目标是提升潜在增长。当前的低利率环境创造了更大的财政空间，但财政政策通常不够灵活，并且自行实现的目标是有限的。由于全球债务处于创纪录水平，主要的财政刺激措施可能会提高利率或加剧对未来财政整顿的预期，从而削弱甚至消除其刺激措施的影响。

温和的协调形式将有助于确保货币和财政政策都能提供刺激，而不是像后危机时期那样，朝相反的方向起着作用。经验表明，更好的政策依旧有发力的空间，但仅仅希望取得这样的结果，而不付诸实践是不够的。

当货币政策用尽，而仅靠财政政策是不够的，此时需要采取前所未有的应对措施。这种回应可能涉及“直接行动”，意味着中央银行会寻找途径，将掌握在公共和私人部门手中的钱收回来。可通过以下几种途径：（1）当传统央行工具用尽时绕过利率传导渠道；（2）加强政策协调，使财政政策扩张的同时不引起利率的抵消性增长。“直接”的一种极端形式是通过货币进行永久性融资，来进行财政扩张，也可以称为“直升机撒钱”。足够规模的，有明确界限的货币融资将推高通胀，如果融资没有明确界限，将破坏机构信誉，并可能导致不受控制的财政支出。

一种实际的直接行动需要包含以下要素：（1）对需要启用这种非常规协调的异常情况进行界定；（2）在这种前提下，财政和货币当局应该共同为实现明

确的通货膨胀目标负责，（3）能够灵活部署具有效率的财政政策机制；（4）明确的退出策略。这种机制可以采取常设紧急财政措施的形式，虽然是永久性质，但只有在货币政策用尽，并且预期通胀在政策范围内系统性低于其目标时才会被激活。

该设施的规模将有中央银行确定并进行校准，以实现其通胀目标，也可能包括对过去通胀偏误的弥补。一旦中期趋势通胀回到目标水平，并且货币政策重新获得空间，就应该关闭该设施。重要的是，这样的设置有助于保持中央银行的独立性和信誉。

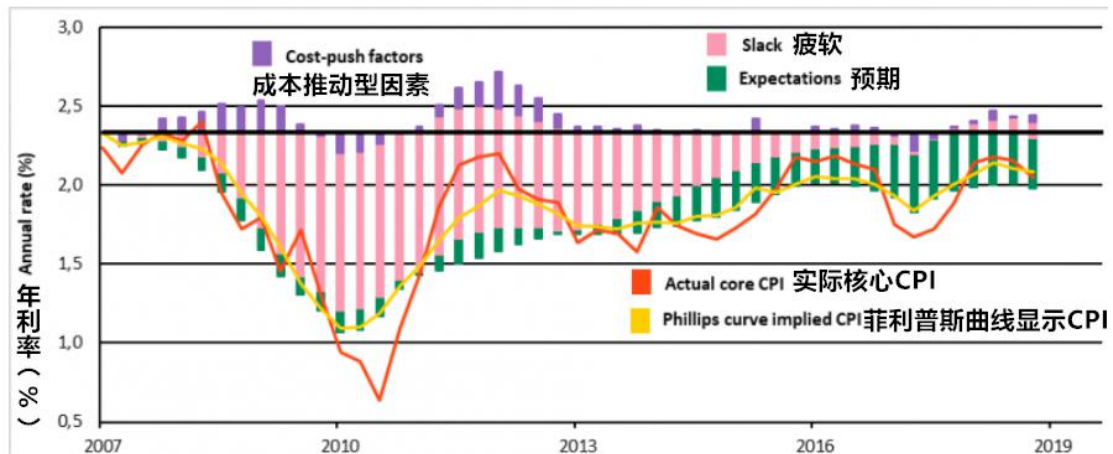
2. 一个不寻常的起点

在创纪录的长期扩张中，货币政策目前处于一个不寻常的位置。在经历了十年来前所未有的全球货币刺激后，大多数主要经济体的实际通货膨胀率和通货膨胀预期仍然保持在较低水平。即使在无法实现充分就业的经济体中（尤其是美国），通货膨胀率仍远低于央行目标。当人们通常将注意力集中在经济过热时，后周期阶段的通货膨胀预期下降情况更为不寻常。

通胀如此之低的原因有两个。首先，在后危机时期，经济活动与通货膨胀之间的联系——菲利普斯曲线关系——似乎已经减弱。通货膨胀对国内经济疲软的减少已经不那么敏感了，这也许是由于全球生产和技术更加一体化的结果。其次，通货膨胀具有自我实现的功能：人们对未来通货膨胀的预期是当今通货膨胀的主要驱动力。如果员工预期未来通货膨胀率会降低，那么工资就不会增加太多。也许是由于中央银行迄今无法将通货膨胀率恢复到目标水平，或者是人们对其能否抵御未来冲击的能力普遍存疑，所以通货膨胀预期一直持续下降。

下图说明了从 2014 年开始疲弱的通胀预期如何抵消美国实际核心 CPI 走强的效果。通货膨胀预期的持续下降可能会对目标通货膨胀建立的货币政策框架产生质疑。其他主要经济体开始看起来像日本一样：多年的增长乏力和通货紧缩没有得到货币或财政政策的充分缓解。我们看到了菲利普斯曲线将来可能会重新显现的原因：图表显示，菲利普斯曲线所显示的核心 CPI 与实际结果没有实质性差异。但是，在本轮周期的剩余时间里，货币当局不太可能迅速采取行动，以至于在下一次经济下滑之前使货币政策正常化（也就是调整短期利率使其升高数百个基点）。

图 1 预期使通胀变低（2007-2019 年美国核心 CPI 驱动因素）



注：该图表显示了美国核心消费者价格指数（CPI）的年率实际变化以及各种经济驱动因素的贡献估计。我们将菲利普斯曲线所显示的通货膨胀驱动因素分为三个：疲软、成本推动型因素（主要是通过生产率增长和各种全球投入成本）和通货膨胀预期。从 2007 年开始，这些因素按菲利普斯曲线通货膨胀的贡献率进行细分。

数据来源：贝莱德投资研究所（BlackRock Investment Institute）

为了应对日益加剧的贸易紧张局势和宏观经济不确定性，各国央行已转向降低利率和增加刺激措施，从而在下一轮经济下行到来之前，就已经开始侵蚀有限的政策空间。在欧元区，这意味着欧洲央行的形势将变得更加不利。这种先发制人的宽松政策（当扩张速度放缓但增长为正）反映了各国央行对增长风险，持续的通货膨胀不足和政策空间减少的担忧。这甚至导致人们谈论使用货币干预作为一种政策工具，这引发了人们对竞争性贬值的担忧。然而，外汇干预并不会改变整体情况，充其量只是一个零和游戏，对促进全球经济没有任何帮助。为恢复货币政策正常运作的扩张已持续 10 年，我们已经在侵蚀剩下的有限政策空间。

3. 侵蚀政策空间

常规和非常规的货币政策都通过降低利率发挥作用。通过降低收益率曲线的利率可以降低对消费或投资的融资成本，从而刺激需求。它还降低了公司的资本成本。如果政策利率接近其有效下限，并且长期利率下降的范围受到限制，那么货币政策将无法通过该渠道提供更多刺激措施，即陷入了流动性陷阱。

中性利率（既不会刺激也不会阻碍经济增长的利率估计值）的长期下降，会缩短与有效下限的距离，从而减少央行在经济低迷中可以下调的幅度。较低的潜在增长是一个因素，但是根据美联储模型，中性利率估计自 2000 年代中期以来下降的幅度就超过了增长。我们认为，这种楔形反映了全球风险规避增加所起的作用，这种风险最初是在 20 世纪 90 年代后期的亚洲金融危机后引发的，后来又

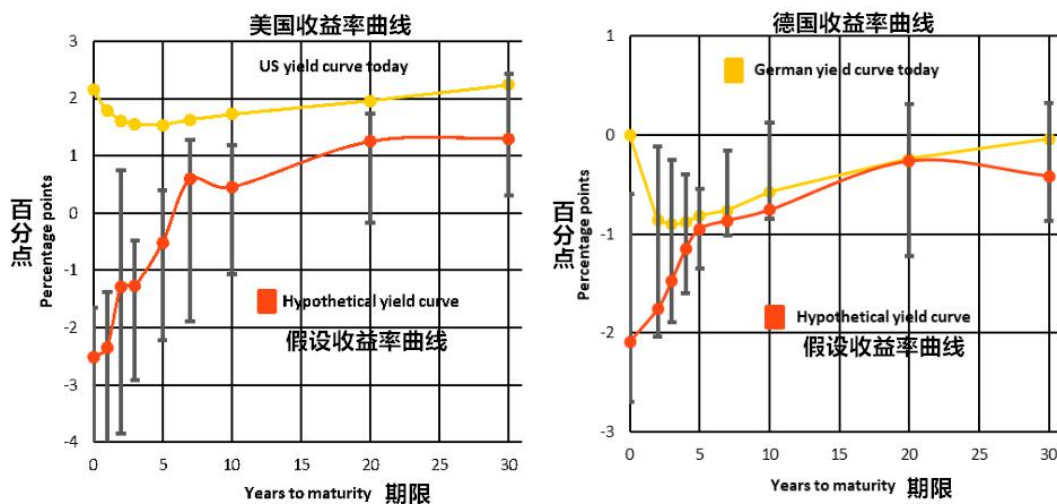
被全球金融危机放大了。这些严重的冲击促使公共部门和私营部门持续增加预防性储蓄，从而拉低中性利率。我们的估计表明，自从全球金融危机以来，更大的风险规避和较低的潜在增长均等地解释了美国中性利率下降约 150 个基点。

相对于其他资产，风险规避度的提高也使安全资产更具吸引力，并压缩了他们相较其他资产的收益。这就是为什么投资者将利率推到更低，并熨平收益率曲线的原因。长期政府债券的名义收益率要么处于新的历史低位——整个德国国债收益率曲线现在为负，要么就回到美国的历史水平附近。溢价一词（投资者通常要求承担长期债券更大风险的补偿）再次变为负数。只要仍有现金，欧洲和日本的利率可能已经接近其极限。

图 2 显示了当前的美国国债和德国国债收益率曲线，并将其与基于最近几十年经济衰退期间的中值曲线变动（根据中性利率的结构变化进行了调整）而得出假设曲线进行了比较。我们这样做是为理解如果曲线还以过去衰退期间的方式做出反应，那么将如何从当前水平发生移动。为了得到相似的移动，两个国家的短期利率都需要降至-2%左右。我们认为这样的举动极不可能发生，中央银行停止降息，投资者停止追逐负收益率的有效下限几乎肯定比这更高。

因此，常规和非常规货币政策空间有限，甚至在各国央行应对下一次经济衰退之前就被迅速用尽，更不用说应对全面衰退，那么现在怎么办？

图 2 央行的弹药即将用尽（基于历史衰退影响的实际和假设美德收益率曲线，2019 年）



注：图表显示了当前的美国和德国国债收益率曲线以及假设的收益率曲线。假设曲线基于过去五次衰退期间的收益率中值绘制。条形图显示了那些衰退期间的收益率移动范围。为了解释过去几十年不断变化的利率环境，曲线移动是根据中性利率结构性下降进行调整的，前瞻性估计可能无法实现。

数据来源：贝莱德投资研究所（BlackRock Investment Institute）

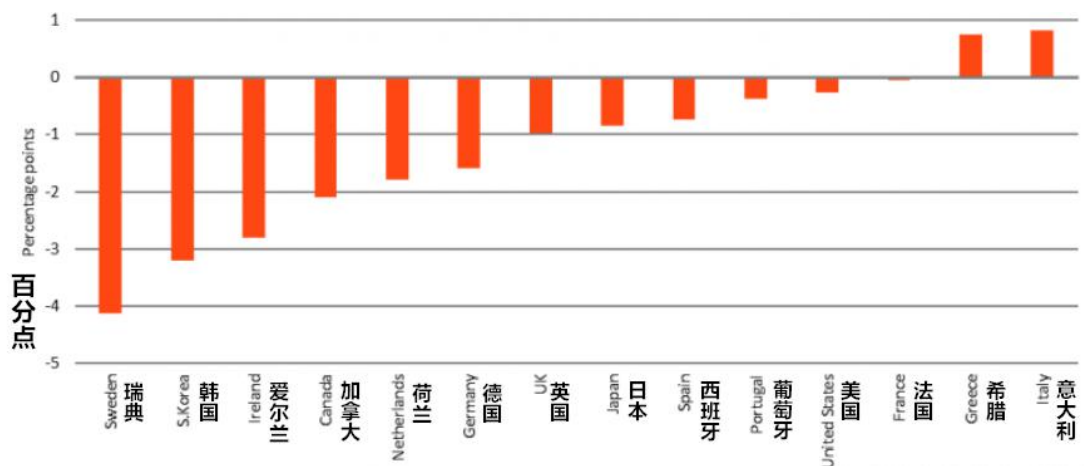
4. 常规的财政政策

当仅使用货币政策不能发挥效果时，财政政策可以有效缓解重压。即使没有任何协调，政府也仍有借贷和投资的空间（尤其是在低利率环境中），从而有效地刺激经济活动。我们认为，全球范围内的政府在基础设施，教育，可再生能源或其他技术上的支出不足，无法将全要素生产率的增长恢复到危机前的趋势并促进潜在的增长。

低利率环境以两种途径增加了财政空间：一是降低借贷成本，二是使一些政府有可能从增长的债务中摆脱出来。尽管债务水平依旧很高，但发达国家政府的平均给利息支出与收入比率目前低于危机前水平。因此，只要无风险利率保持在资本回报率和趋势增长率以下，就有可能增加赤字的同时，使债务与 GDP 比率得到下降。图 3 显示了许多发达国家的真实情况。

如前所述，有充分的理由预期有利于财政政策的环境将持续下去：全球储蓄过剩的根深蒂固不会在短期改变，或需要实质性的外部冲击才能受到影响。这似乎是市场的信念，投资者愿意将长期收益率推低至极低水平：瑞士 30 年期债券收益率接近-0.4%，奥地利 2062 年到期的 50 年期债券是今年表现最好的金融资产之一。

图 3 借贷和消费的剩余空间（实际利率-GDP 增长率，2018）



注：图表显示根据 OECD 2019 年 5 月经济展望数据，真实利率-GDP 增长率。利率是为债务支付的实际利率，因此可以通过债务的到期期限进行调整。

数据来源：贝莱德投资研究所（BlackRock Investment Institute）

然而，不能保证面对重大的财政扩张，利率与增长趋势之间的这种有利关系将持续下去。由于中性利率和定期溢价的下降，全球预防性储蓄的强劲和持续性使实际利率低于增长速度。图 3 显示，据我们的估计，溢价目前已接近 G3 债券市场的-50 个基点。但是，全球各国政府大量借贷可以吸收部分或全部储蓄节余，从而将实际利率推向高于增长的水平。在过去的四十年中，公共债务水平的上升

以及福利国家的扩张（尤其是在退休和医疗保健方面的支出）一直是推动中性利率提高的重要力量。Rachel 和 Summers 在 2019 年估计，仅较高的公共债务水平就使中性利率提升了 150 至 200 个基点，而社会福利支出的增加又提升了 250 个基点，这有效阻止了中性利率的急剧下降。

此外，随着债务与国内生产总值比率达到历史新高，债务比率迅速膨胀，并引发人们对债务可持续性的担忧，但这并不会对增长或利率造成太大的冲击。因此，现有的高债务水平意味着财政政策甚至容易受到短暂利率飙升的影响，利率突然飙升可能会损害财政政策空间。这可能来自所谓的“突然停止”：由于担心债务可持续性或缺乏储备货币地位而导致流动性暂时枯竭。

通常，以本国货币发行债务的国家与那些不能发行债务的国家相比，可以维持更高的债务水平并具有更大的灵活性。然而，以本国货币借款的国家无法完全避免利率上升。如果债务处于不可持续的轨道，则中央银行可以通过印钞增加基础货币或重启量化宽松来进行干预。在第一种情况下，可能会在某个时刻造成通货膨胀的失控。在第二种情况下，量化宽松并不能改善政府的偿付能力：随着央行发行准备金购买债券，政府部门（包括央行）的合并资产负债表保持不变。即使中央银行降低了“突然停止”的风险，量化宽松政策也通过将债券换成准备金来缩短了合并政府债务的期限（Blanchard and Tashiro 2019）。

创纪录的债务水平也可能引起人们对未来将增加税收或减少收益的预期。这样的期望可能会减少当前的私营部门支出，并降低任何公共支出增长的有效性，这种现象被称为李嘉图等价（Ricardian Equivalence）。大规模财政刺激还面临其他重要挑战。历史上，财政政策还不够灵活，在经济最需要刺激需求的时候，人们一直在讨论税收和支出计划。当支出的措施很复杂，尤其是在涉及多层政府的情况下，是需要时间来实施的（例如基础设施和教育的支出）。单靠财政支出并不能保证有效地分配资源。即使融资已经获得批准，监管也可以减缓财政支出的效果，同时还充满政治挑战。高债务水平引发是否需要财政整顿的辩论，特别是在老龄化社会中，政府对不同年龄段人群的利益分配正成为一个热门问题。在某些国家，财政紧缩不仅是一场辩论，赤字水平的限制已被规定为硬性法律。

图 4 财政扩张有助于吸收过度储蓄（1995-2109，全球储蓄与 GDP 比率与期限溢价的倒挂）



注：此图显示我们对 10 年期国债收益率 G3 期限溢价和全球总储蓄的估计。G3 期限溢价是美国、德国和日本期限溢价的 GDP 加权平均值，每个国家/地区使用期限结构模型（基于短期和长期利率之间的关系）进行估算，与纽约联储的模型相似。全球储蓄反映了总储蓄，即不包括最终消费，相对于总体 GDP 的产出。

数据来源：贝莱德投资研究所（BlackRock Investment Institute）、纽约联邦储备银行、IMF

5. 从软性到明确的政策协调

软性的协调依赖于货币和财政政策在需要时都能够提供有效刺激。回顾危机期间和危机后的政策反应，存在着更好的政策组合空间，更少依赖货币政策，而更多地强调财政政策。原则上，这是一个富有成果的探索途径。但是，有一些原因导致未能实现更好的政策组合：首先是从实际和政治的角度出发，货币政策都更容易实现。这些力量将来可能会继续占主导地位，而那些希望有更好形式软性协调的力量可能会感到失望。

根据国际货币基金组织（IMF）截至 2019 年 4 月的预测，主要经济体在未来五年内将保持中性预算或适度的赤字整顿过程。这是由于它们的债务偿还成本相对于经济增长而言有所下降—并且鉴于近期利率的暴跌，偿债成本可能进一步下降。这意味着当前财政政策并未发挥作用。

这意味着在经济低迷时期，唯一并且在历史上不寻常的解决方案，是对货币和财政政策进行更正式的协调，以提供有效刺激。自危机以来，已经采用的许多货币政策工具（包括私人部门资产的量化宽松）都对财政产生影响。主权危机期间欧元区的“直接货币交易”（Outright Monetary Transactions, OMT）等特殊设施也展现央行为了寻求财政解决方案，如何将资产负债表抛之脑后的。

任何刺激经济增长的其他措施都必须超越利率渠道，并且要“直接”：当中央银行直接向私人或公共部门的货币账户存入资金时。这意味着补贴支出，而这种

措施是财政而非货币的。这可以通过财政政策直接完成，也可以通过使用具有财政性质的货币政策扩展工具来完成，例如通过购买股票进行信贷放松。这意味着有效的刺激方案将需要在货币政策和财政政策之间进行协调，无论是隐性还是显性的。

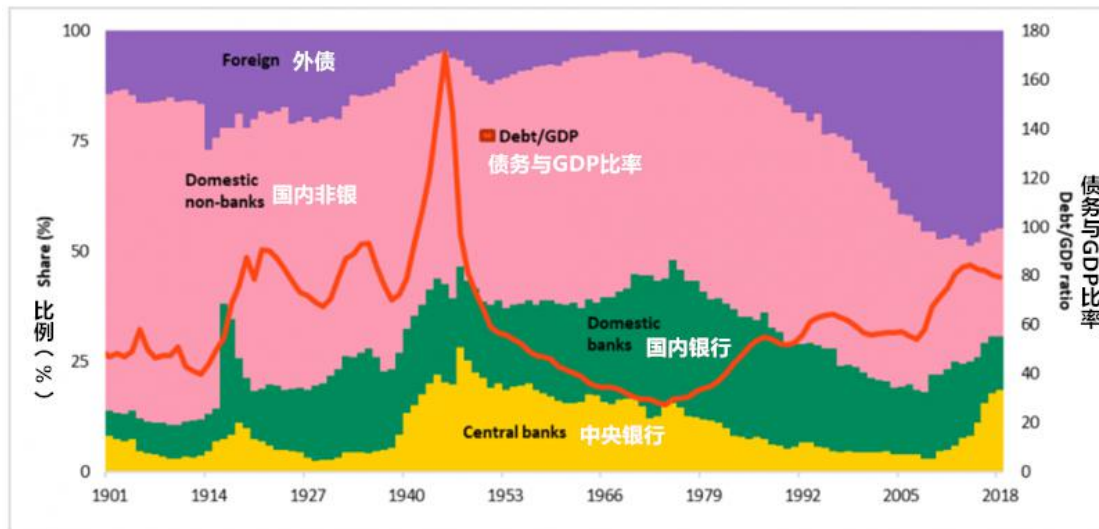
6. 货币融资

货币和财政协调的最极端情况是政府债务的纯货币融资。也就是说，中央银行永久性地增加其资产负债表，以购买政府债务并促进额外支出，或者通过所谓的“直升机撒钱”的方式直接向经济注入资金。直升机撒钱是根据米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）的类比命名的，前任美联储主席本·伯南克（Ben Bernanke）在 2002 年著名演讲中提到日本可以采取何种极端措施来对抗通缩。直升飞机将中央银行创造的资金直接交到支出者手中（家庭、企业或政府），而不是依靠间接注入或刺激措施，例如降低利率。减税或公共支出可以明确通过货币存量的增加来获得融资。

我们将重点介绍直升机资金的两个关键点。首先，它所代表的财政扩张（例如退税）需要与货币储备的增长同时进行。这确保了利率的上升是有限制的，并且不会挤出私人投资。第二，对货币存量的增长必须是永久的。否则，如果预期货币存量的增长在未来会发生逆转，则人们可能不会花掉这笔钱。如果满足这些条件，并且直升机资金的投放量充足，它将加剧通货膨胀。从长远来看，货币供应量的增长将推动通货膨胀。

财政扩张的货币融资并不新鲜，实际上它与恶性通货的第一种情况一样古老。直到 20 世纪 80 年代初，货币融资活动频繁发生在许多发达市场国家：而在意大利、法国、瑞典和英国，这种行为一直延续到 20 世纪 90 年代初。当中央银行在犯下 20 世纪 70 年代的错误，对于控制通货膨胀开始严肃考虑后，这种活动才得到遏制。如图 5 所示，即使在过去十年的所有量化宽松政策下，央行持有的政府债券在总债务中所占的份额仍低于历史峰值。中央银行为确保独立性，目标是限制通货膨胀，在某些情况下，中央银行还被禁止直接为政府预算赤字提供融资。货币融资失控的极端情况众所周知，并且有一个名字：恶性通货膨胀。例子包括 20 世纪 20 年代的魏玛共和国，以及最近的阿根廷和津巴布韦。

图 5 银行所持债务占比的增加（1901-2018，发达市场国家政府债务的持有人）



注：图表显示了不同发达市场国家的政府债券持有人和债务对 GDP 比率的历史细分。

数据来源：贝莱德投资研究所（BlackRock Investment Institute）

这凸显了直升机撒钱的主要缺点：一旦释放出来，如何使通货膨胀这个“恶魔”回到瓶子里将是一道难题。如上所述，历史充斥着央行印制货币如何导致通货膨胀失控或恶性通货膨胀的例子。但是，使用直升机撒钱产生适度的通货膨胀以实现价格稳定的成功经验很少。历史和理论都表明，大规模注入资金根本不是适度增加通胀的合适微调工具。

7. 政治挑战

在此关头，政治背景至关重要。在从 20 世纪 70 年代的高通胀和低增长环境中吸取了惨痛的教训之后，许多中央银行开始变得真正独立。这营造了持久的低通胀和稳定通胀环境，保持强劲的增长，同时使货币政策具有在危机时期迅速做出反应的灵活性。但是，危机后的环境使中央银行成为政治辩论的焦点，它们的独立性受到威胁。正如我们所论证的那样，对下一次衰退的反应将不可避免地模糊目前划分货币和财政政策的界限。我们认为，如果不澄清和调整政策框架，对中央银行独立性的质疑，和不受控制财政扩张的威胁只会在下一次衰退中加剧。

主要经济体之间的政治不满情绪日益加剧：中央银行是目标之一。不平等的增加加剧了对精英阶层的反对。造成不平等的因素很多，包括其根本技术，赢家通吃的动态和全球化。全球金融危机以及随之而来的对“大而不能倒”的金融机构的紧急救助，加剧了这种反对的声音。在全球金融危机期间不采取行动定然导致类似大萧条的结果：更高的失业率，更严重的不平等现象。然而，这种反事实并不能使那些觉得自己被抛弃的人感到安慰。货币政策工具本身可能通过抬高资产价格（这部分资产仅掌握在一部分人手中）而加剧了不平等现象，这与人们的普

遍感知相符。在不平等和再分配问题上，政府（而不是中央银行）具有最大的影响力。而且，政府需要更多地使用财政政策工具来抵消中央银行政策对不平等的影响，包括货币政策的影响。

这就是为什么我们认为财政政策和货币政策之间的界限将继续模糊，以及为什么需要一个明确的框架来缓解这种风险。没有一个明确的框架，许多方面都将会有政治压力。这些压力中的一些可能导致更好的结果，以及货币政策和财政政策之间更好的实际协调。例如，在下一个低迷时期，政策创新可能需要更直接地考虑不平等，以使其政治正确。并非所有资产购买计划都能对不平等产生相同的影响。将金钱更直接地发放到公民手中的政策可能更具吸引力。中央银行数字货币（而非加密货币）的兴起可能会用以前不可能的方式实现这些目标。

但这也是一个“湿滑的斜坡”。偏离中央银行的独立性（中央银行的总体货币政策立场主要由短期政治考虑决定）可能会迅速打开不受控制的财政支出之门。风险是真实存在的，如一些“现代货币理论”（MMT）支持者所言，这种滑坡导致一种论调，即货币政策可以为财政赤字提供资金，并且通货膨胀与货币融资赤字之间只有微弱的联系。

关键是协调并不需要放弃中央银行的独立性。相反，政策框架需要发展以承认需要保持独立性的并非政策应对其本身。危机时期的政策应对措施必须包括财政和货币政策。但是，货币和财政当局政策应对的贡献仍然可以明确区分。下文描述的方法提供了如何完成此操作的具体示例。

8. 更直接的政策框架轮廓

刺激性政策组合的自己产生效果的可能性不大，而不受约束的货币融资会带来重大风险。我们认为，更实际的方法是规定一种应急措施，在该应急方案中，货币和财政政策将共同负责实现通胀目标。可以肯定的是，对于这种协调的适当管理在达成一致时，存在政治困难并且需要时间。

政策框架的轮廓是：常设紧急财政机制（Standing Emergency Fiscal Facility, SEFF）将在自动稳定器和支出自由裁量的基础上运行，其明确目标是使价格水平回到目标水平。无法降低利率并且预计整个政策范围内将出现严重的通货膨胀时，央行将启动 SEFF。

中央银行将根据使中期趋势价格水平回到目标所需的估计来确定 SEFF 的规模，并事前确定退出点。货币政策的运作方式类似于收益率曲线控制，将收益率保持在零，而财政支出增加（见图 6）。中央银行将根据实现其通胀目标所需来调整 SEFF 的大小（底部图表中的红色虚线）。

拟议的框架可能包括伯南克的临时价格水平目标。在该目标中，中央银行不仅要实现其通胀目标，而且还要弥补过去的不足。重要的是，它通过指定机制

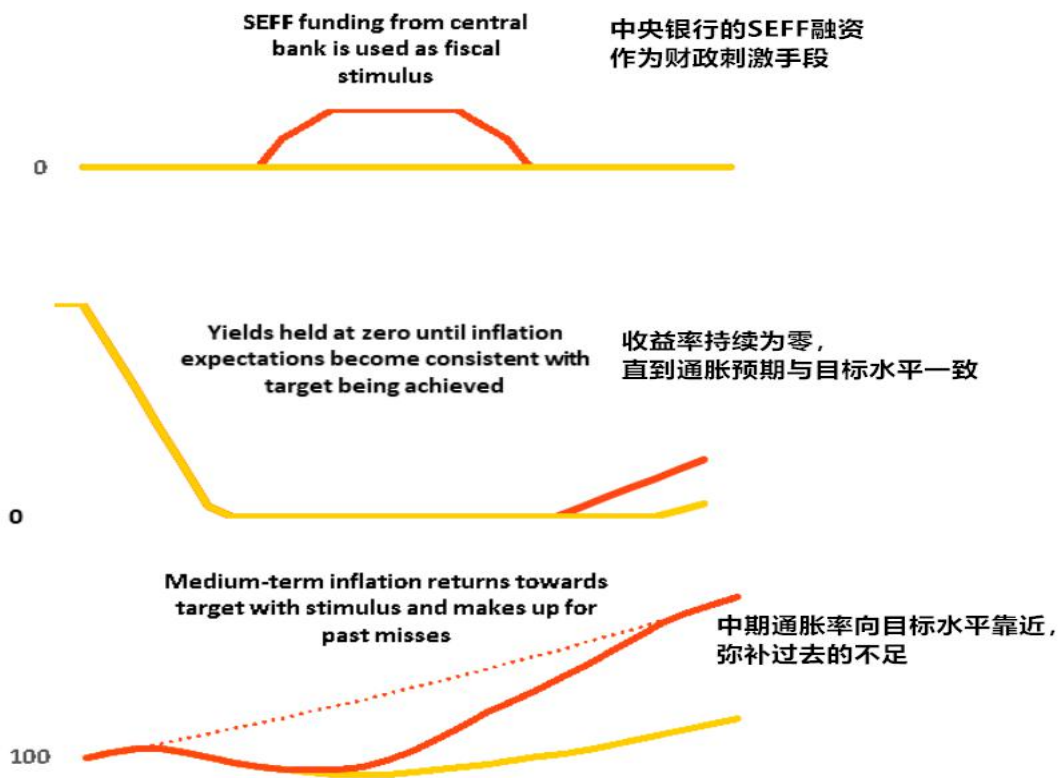
SEFF 来提高通货膨胀。这是受到伯南克在 2016 年提出的以货币融资的财政计划建议的启发。

当利率处于有效最低边界时，此方法会改进其他刺激措施的财政方法。其主张采用财政政策，但并不依赖于利率在刺激经济整个时段内都保持低于增长率的速度。我们的建议与 MMT 支持者的建议形成鲜明对比。他们主张在大多数情况下使用货币融资，并淡化对通货膨胀的任何影响。我们的建议是对财政和货币政策进行不寻常的协调，这种协调仅限于不寻常的情况（流动性陷阱），具有预先定义的退出点和明确的通胀目标。准财政信贷放松，例如中央银行购买私人资产，可以由 SEFF 而不是中央银行来操作，以此区分货币和财政决策。

可靠的刺激策略将帮助投资者了解一旦货币政策空间耗尽后将发生的情况，并为评估系统性财政政策应对提供了清晰的衡量标准。提前制定应急计划将提高其有效性，也可能减少最终所需的刺激措施。正如美国前财政部长亨利·保尔森（Henry Paulson）在金融危机期间著名地说道：“如果你拥有火箭筒，而人们知道你有火箭筒，那么你不一定非得使用它。”

这是实施可靠的协调框架的一种方法。在下次衰退中，中央银行丧失独立性和不受控制的财政支出是潜在风险。任何框架都需要围绕此类政策协调设定边界，以减轻这些风险。

图 6 SEEF 对于收益率以及价格的典型影响



注：这些程式化图表显示了由 SEFF 资金（红线）反映的，由中央银行提供的临时财政刺激措施的假想影响。其他红线表示相对于通胀目标（虚线）的通胀趋势和长期主权债券收益率的影响。如果在这种情况下没有刺激，黄线表示假设的结果。仅用于说明目的，不能保证所做的任何预测都会实现。

数据来源：贝莱德投资研究所（BlackRock Investment Institute）

图 7 各国政府的直接政策框架一览

美国	法律框架	尽管美联储有很大的购买国债的余地，但债务上限以及与财政部和国会的协调，在危机后限制了美联储的紧急借贷权威，带来了挑战。但是合作在第二次世界大战期间和之后都有先例。到 1951 年《财政部协议》结束时，美国财政部和美联储将债务管理和货币政策脱钩，并同意“最大限度地减少货币化”
	政策选项	国会可以在美联储创建一个特殊的国库账户，并授权 FOMC 将该账户填补至预设的限额
欧元区	法律框架	欧盟条约禁止直接赤字融资（第 123 条），央行购买政府债券将受到限制。欧洲央行启动欧洲稳定机制的渠道太接近货币融资。《稳定与增长公约》中债务上限不受欧洲央行持有量的影响
	政策选项	针对每个成年公民施行永久性零息的长期再融资业务（TLTRO）银行贷款。通过欧洲投资银行和其他政策性银行的公共借贷
日本	法律框架	存款分级到位，因此超额准备金的利息比其他地区少了约束。日本银行（BOJ）被禁止在一级市场提供资金。它还禁止外汇干预决策或以自己的账户持有外国资产
	政策选项	日本可以引入适度的额外财政支出，而无需在短期内发行日本国债。未来，日本央行可能会增加量化宽松，以配合更大的日本国债发行量，或者日本央行可能会授权一个政府的账户
英国	法律框架	这里没有针对政府赤字货币融资的国家法规。英国是欧盟规定该禁令的签署国之一，但如果英国脱欧，这可能会改变。英格兰银行法规定了中央银行在货币政策方面与财政部的独立性，但这并不妨碍英国央行加强协调
	政策选项	英国央行拥有向政府提供的常设短期贷款工具以弥补现金的短期短缺。自危机以来一直没有使用过。英国央行可以通过该账户直接向政府提供长期和更大额度的贷款

注：我们对可能影响中央银行直接行动的法律框架提供了意见，并且评估实施此类政策协调方案的能力。本材料代表在特定时间对市场环境的评估，并且可能会发生变化。这并不是要对未来事件进行预测或对未来结果的保证。不应将这些信息作为投资的建议依据。

数据来源：贝莱德投资研究所（BlackRock Investment Institute）

9. 市场的启示

这种政策框架的有效性和对市场的影响将取决于在下一次衰退之前是否能够很好地实施。如果是这样，它将增加市场对该框架的理解，从而巩固其信誉和效力。

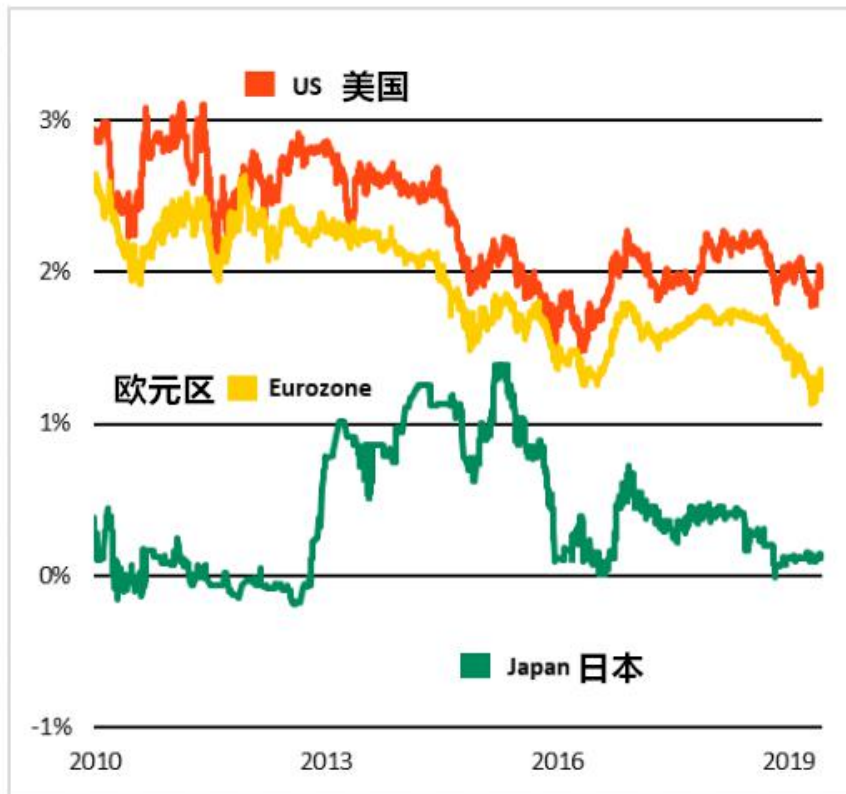
在这种情况下，该框架将缓解当前挥之不去的担忧，即有效下限边界将在衰退中限制决策者，并阻止他们使通货膨胀率和产出缺口回到目标水平。持续的流动性陷阱的风险应降低，从而证明国债收益率的负通胀风险溢价较少，这在通胀预期的市场定价中得到了反映。我们预计在通胀预期的带动下，长期债券收益率最终将上升。这将证明对于名义债券，我们更偏好与通货膨胀挂钩的债券。

当经济衰退发生时，这种与通胀挂钩债券的相对偏好会更加明显。随着中央银行降低对有效最低边界的政策利率，实际收益率将迅速下降。但是市场希望，如果不准备启动该机制，那么积极的货币和财政协调刺激措施将使通货膨胀尽快回到目标。长期通胀预期可能不会下降太多：实际上，短期通胀预期可能会过高，因为央行的目标是在物价目标阶段达到高于平均水平的通胀目标。这将推高通胀挂钩债券相对名义债券的相对回报。

如果仅在经济衰退已经开始时才引入这种框架，其效力将大大降低。在这种情况下，如果没有可靠的方法来逃避有效最低边界造成的流动性陷阱，随着经济衰退的到来，通胀预期将大大下降。同时，通货膨胀预期的压缩将阻止实际政策利率充分下降以提振需求。在这种情况下，只有在最终引入协调框架后，通胀预期才会开始回升。这种情况主张名义债券优先于通胀相关工具。

有效地执行这一协调框架将对市场产生超出固定收益的影响。如前所述，由于全球危机的加剧，投资者规避风险的结构性的增加导致股票风险溢价（ERP）持续上升。如果该政策框架有效地减少了流动性陷阱的可能性，则名义债券收益率将趋于上升，但潜在的经济波动性也可能下降，两者都将导致 ERP 范围缩小。

图 8 恢复通胀预期（2010-2019，市场通胀价格）



注：基于通货膨胀掉期（inflation swaps）计算的五年远期通货膨胀的市场价格。

数据来源：贝莱德投资研究所（BlackRock Investment Institute）、彭博社（Bloomberg）

图 9 持续的风险厌恶（1995-2019，美国股权的风险溢价）



注：我们根据对名义利率和标准普尔 500 指数收益率的预期来计算股权风险溢价。我们使用对利率的预期，因此估计不受长期债券收益率期限溢价的影响。

数据来源：贝莱德投资研究所（BlackRock Investment Institute）

本文原题为“Dealing with the Next Downturn: From Unconventional Monetary Policy to Unprecedented Policy Coordination”。本文作者 Elga Bartsch 为贝莱德投资研究所常务董事，Jean Boivin 为贝莱德投资研究所常务董事，Stanley Fischer 为美联储前任副主席，Philipp Hildebrand 是贝莱德投资研究所副主席。本文于 2019 年 10 月刊于 SUERF 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.piie.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/>

American Enterprise Institute for Public Policy Research (AEI) 美国企业公共政策研究所

简介：美国企业公共政策研究所于1943年创立，原名美国企业协会（American Enterprise Association），1962年改为现名。到70年代将其研究的范围扩大，包括政治、经济、外交、防务、能源和社会等各个方面，大量出版、发行其研究成果，广泛宣传其主张，陆续与三百所大学建立了协作关系，每周举办“公共政策论坛”电视节目，在全国四百个电视台播放，竭力扩大其影响。是美国保守派的重要政策研究机构，与布鲁金斯学会并称为美国华盛顿的“两大思想库”，有“保守的布鲁金斯”之称。

网址：<http://www.aei.org/>

The European Money and Finance Forum(SUERF) 欧洲货币与金融论坛

简介：SUERF位于法国路维希安，成立于1963年11月25日，是一个由法国、英国、荷兰和比利时的一群学者和银行家组成的非盈利组织。SUERF主要分析、讨论和理解金融市场和机构、货币经济、监管行为、监督和货币政策以及相关问题。SUERF的优势在于将其成员的三大支柱——央行和监管机构、金融业代表和学术界联系在一起。SUERF由其管理委员会管理，并且该委员会由来自SUERF三大支柱成员的高级代表组成。

网址：<https://www.suerf.org/>