

全球智库半月谈

以国家安全为由攻击美国盟友会削弱国家安全

来自德国和国外的逆风：机构大幅下调预测

中国继续沿用出口驱动模式必将陷入僵局

1260-1368 年中国纸币的兴衰

再论软着陆

脆弱体制下的发展-环境互补性

本期编译

安怀雨

孔祥奕

廖世伟

宋海锐

王琬婷

熊春婷

张丝雨

(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：王琬婷 邮箱：wangwanting@ucass.edu.cn

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

全球视野

以国家安全为由攻击美国盟友会削弱国家安全.....6

导读：去年 12 月，新日铁公司对美国钢铁的收购可能受阻，此案可能会阻碍盟友和合作伙伴未来的投资，美国国家安全范围的不断扩大可能会损耗盟友和伙伴之间艰苦建立的信任，打破在安全与经济利益之间取得的微妙平衡。美国只有在国家安全得到严格和明确界定的情况下，才能获得盟国的支持。美国必须超越有限的、国内的国家安全观，与盟国一起采取更广泛、更全面的集体国家安全观。

新兴国家贸易填补了俄罗斯失去的与发达经济体的贸易..... 9

导读：总体来看，俄罗斯的贸易没有受到制裁影响；与此同时，俄罗斯与制裁国之间的药品和食品贸易仍在继续。

来自德国和国外的逆风：机构大幅下调预测.....15

导读：据德国五大经济研究机构称，该国经济表现出周期性和结构性弱点。在他们的春季报告中，他们将德国今年的 GDP 预测大幅下调至 0.1%。在最近的秋季报告中，这一数字仍为 1.3%。对未来一年的预期几乎保持不变，为 1.4%（此前为 1.5%）。然而，由于目前的疲软阶段，经济活动水平将减少 300 多亿欧元。

聚焦中国

一名女商人在中国被捕，显示出中国有缺陷的增长模式.....17

导读：43 岁的女企业家马依佳怡在中国步履维艰的建筑行业工作，她的创业精神本应得到政府的赞扬。相反，今年早些时候，她在中国西南部欠发达的山区省份贵州被当地警方逮捕，原因是她试图向市政府追讨未支付的费用。在一家官方报纸报道了她被捕的消息后，引发了中国公众的强烈抗议。

中国继续沿用出口驱动模式必将陷入僵局..... 20

导读：李强总理在 2024 年 3 月 5 日正式提出了自己的第一份工作报告，报告更加强调经济的供给侧而不是需求侧，提出中国目标是加倍努力发展制造业和先进制造业，注重“新质生产力”。但中国关注制造业生产而非消费能否会成功，取决于世界其他地区会接受多少中国产品。由于周期性和结构性的不利因素，实现 5% 的高目标将具有挑战性。这种主要通过加倍发展先进制造业来实现超潜力增长的压力，势必会加剧与中国主要贸易伙伴的紧张关系。中国 2024 年 5% 的增长目标将比去年更难实现。如果能够实现，那将归功于世界其他国家吸收了中国的过剩产能。

1260-1368 年中国纸币的兴衰..... 22

导读：在 13 世纪初的中国，蒙古人引入了银本位制，这是历史上第一种由贵金属支持的纸币。本专栏分三个阶段研究了 13-14 世纪中国纸币的兴衰：完全银币兑换、名义银币兑换和法定本位制。特别是军事压力导致了货币的过度发行，尤其是在法定标准下。最终，随着王朝的崩溃，过度发行导致了高通胀。中国的历史经验强调，经济繁荣取决于合理政策的有效执行，这一过程受到政治格局的影响。

经济理论

再论软着陆.....27

导读：在最新的金融市场分析报告《再论软着陆》中，作者通过编译国际数据和调查，为我们解读了当前全球经济软着陆的可能性。本文详细讨论了多个关键经济指标，包括强劲的经济数据、温和的通胀情况以及央行政策的变化等因素对金融市场的影响。同时，报告还探讨了技术创新，特别是在人工智能领域对生产率增长的推动作用。文章展示了资本支出的活力、通货膨胀预期的变化以及供应链状况的最新动态，为我们提供了关于未来经济趋势的重要视角。

脆弱体制下的发展-环境互补性..... 32

导读：在这篇文章中，作者通过一般均衡模型探讨了发展中国家在环境政策与经济发展间的复杂关系。研究指出，当存在制度薄弱如产权不完整和税收泄漏时，环境税可能适得其反，加剧资源过度开采。文章呼吁在制订环境政策时，应充分考虑到促进可持续发展的其他重要目标，以避免政策单一化导致的负面效应。

金融监管当局如何利用人工智能..... 36

导读：人工智能既会给金融当局带来相当大的帮助，也会带来新的挑战。本专栏认为，如果金融监管当局不愿参与人工智能且行动迟缓，他们将面临变得无足轻重的风险，并讨论了当局可能希望如何利用人工智能，它可以在哪些方面提供帮助，以及需要注意什么。

气候极化与绿色投资..... 41

导读：气候变化是一个特别容易出现政治极化和“非对称更新”的话题，人们倾向于对符合先前信念的信息给予更多的重视，而对挑战这些信念的证据给予较少的重视。本专栏报道了瑞典两项调查的结果，这两次调查之间相隔了一次高温，结果显示，虽然大多数人在高温过后更加关注气候变化，但居住在瑞典右翼民主党得票率较高地区的男性平均而言对气候变化的关注程度有所降低。总体而言，更关注气候变化的个人倾向于选择气候评分更高的退休基金。

本期智库介绍..... 45

以国家安全为由攻击美国盟友会削弱国家安全

Yeo Han-koo / 文 廖世伟 / 编译

导读：去年 12 月，新日铁公司对美国钢铁的收购可能受阻，此案可能会阻碍盟友和合作伙伴未来的投资，美国国家安全范围的不断扩大可能会损耗盟友和伙伴之间艰苦建立的信任，打破在安全与经济利益之间取得的微妙平衡。美国只有在国家安全得到严格和明确界定的情况下，才能获得盟国的支持。美国必须超越有限的、国内的国家安全观，与盟国一起采取更广泛、更全面的集体国家安全观。编译如下：

去年 12 月，美国钢铁宣布被新日铁公司收购后，声明将保留其匹兹堡总部、与美国工人的合同以及其“标志性”的名称。美国钢铁工人工会（United Steelworkers）谴责该协议是对其成员的背叛。国家经济顾问莱尔·布雷纳德（Lael Brainard）声称，就其对国家安全和供应链可靠性的潜在影响而言，该交易似乎值得认真审查。美国总统拜登本月声明，美国钢铁公司必须仍然是一家由美国国内拥有和经营的美商钢铁公司。

但是，一个总部位于一个与美国关系密切的盟友国家的创新钢铁生产强国收购美国钢铁，是否会损害美国国家安全或破坏供应链？几乎可以肯定不会。不幸的是，大选年对新日铁公司收购美国钢铁的愤怒可能预示着华盛顿在国家安全决策方面的错误导向，为拜登政府与盟友重新接触并重新确立美国在国际经济舞台上的领导地位的进程上留下污点。更重要的是，这场争论会削弱而不是加强美国的国家安全。

美国工业能力不足；在军民两用国防领域的亲密盟友之间开放和连接贸易与投资可以加强美国的国家安全

美国钢铁公司（U.S. Steel）和新日铁公司（Nippon Steel）坚持认为，此次收购将新日铁投资于新运营效率和创新技术的计划与美国钢铁公司（U.S. Steel）强大的品牌、客户基础和制造传统相结合，将产生协同效应。既定目标是满足美国国内对基础设施和制造业日益增长的需求。这一目标能否实现还有待观察。但这一拟议中的交易引起的喧嚣与 20 世纪 80 年代日本公司收购洛克菲勒中心（Rockefeller Center）、哥伦比亚电影公司（Columbia Pictures）和其他美国品牌的争议相呼应。

然而，欧洲公司 ArcelorMittal 世界第二大钢铁生产公司（新日铁是第四大），拥有大量美国钢铁生产的所有权，却并未引起类似的关注。日本一直是印度-太平洋及其他地区的关键盟友，正如其最近与美国合作向美国补充爱国者导弹以填补因向乌克兰转移而减少的库存所证明的那样。仅凭国家安全之外的任何理由阻止这样一个密切盟友的交易是不合理和自相矛盾的，因为所有人都在谈论“友邦支撑”和“去风险化”。

如果新日铁交易最终受阻，无论出于何种原因，此案可能会阻碍盟友和合作伙伴未来的投资，包括对制造业的投资。长期以来，外国投资一直是国内制

造基础的一部分，也是新兴关键行业（如半导体、电动汽车和电池）供应链发展的一部分。根据《金融时报》报道，在《通货膨胀削减法案》和《芯片与科学法案》颁布后，相当一部分外国制造业投资来自韩国、日本和欧盟等亲密盟友——例如，俄亥俄州的本田和 LG 能源解决方案合资电池厂以及南卡罗来纳州的大众电动汽车工厂。

实际上，无论是美国还是其他任何一个国家都不能将其所有的供应链都设在国内。美国需要建立一个国际联盟的制造业生产网络，特别是在钢铁和造船等关键的军民两用国防工业部门。乌克兰战争告诉西方民主国家，为了赢得一场战争，尤其是一场旷日持久的战争，他们不仅需要军事能力，还需要纯粹的工业能力，以便在盟国之间迅速且具有成本效益地增加弹药和其他工业产品的产量。

目前美国的工业能力远远不足。据报道，美国一整年生产的炮弹数量，在大约一个月的时间里就可以被乌克兰军队用完。韩国通过美国传递炮弹弹药填补了这一差距，其数量据称超过了所有欧洲国家的总和（韩国不允许直接向处于战争状态的国家供应武器）。

美国造船业也需要外国投资。近日，美国海军部长卡洛斯·德尔·托罗参观过韩国和日本的造船厂，其分别是世界第二大和第三大造船厂，并敦促他们投资休眠的美国海军造船厂，在美国建造船只，以帮助满足生产需求。考虑到来自遥远的印度洋-太平洋海上战区（包括台湾海峡和朝鲜）的巨大安全风险，需要尽快以尽可能低的成本修复和重建受损船只的能力。国会研究服务部的一项研究发现，就总吨数而言，美国仅占世界总吨数的 0.2%，而中国、韩国和日本则超过 90%。据《华尔街日报》报道，中国的一家造船厂每年建造的民用船只和核潜艇数量超过了美国自 2014 年以来建造的所有船只。

这些事实表明，美国和盟国必须共同投资和共同建设工业能力，以增加钢铁、弹药、造船和其他军民两用产品的供应，以便在任何可能的紧急情况下迅速动员。通过开放和连接与密切盟友之间的贸易和投资，可以增强美国的国家安全。

确定对国家安全构成威胁的过程往往漫长，应该简化对密切盟友的流程

没有美国政府官员明确宣布新日铁与美国钢铁公司的交易是对国家安全的威胁，只是如国家经济顾问布雷纳德所说，潜在风险应该受到审查。美国外国投资委员会（Committee on Foreign Investment in the United States, CFIUS）将负责进行这样的研究，这一过程可能需要相当长的时间。

美国外国投资委员会（CFIUS）对新日铁与美国钢铁交易的审查可能会考虑许多因素。即使美国钢铁公司（U.S. Steel）目前不生产与军事相关的钢铁，它也可以确定该交易损害了国家安全。美国外国投资委员会可以建议拜登总统

阻止该交易，也可以通过一些修改来批准该交易，比如将特定的国防合同置于美国公民的控制之下。或者它可以在没有任何附加条件的情况下清除它。

美国外国投资委员会对投资的频率和繁琐程度已大大增加，包括来自盟友的投资，从 2012 年面临审查的 158 宗新交易增至 2016 年的 326 宗，翻了一番以上。这些审查引起了投资者和其他人的批评。即使是两党间以鹰派著称的美中战略竞争特别委员会对于盟友投资可能带来的意外后果也表示担忧。2023 年 12 月，该委员会建议将日本和其他盟友加入美国外国投资委员会的“白名单”，这将使他们免受美国外国投资委员会增加的一些审查，与拜登政府的一些评论相比，这向盟友发出了一个积极的信号。日本和韩国作为 2023 年 8 月戴维营三边峰会的参加国，应被列入美国外国投资委员会的白名单。目前，只有加拿大、英国、澳大利亚和新西兰享有这种豁免，但前提是外国部分的投资是非控股的。根据这一提议，新日铁的交易将不会被美国外国投资委员会豁免，因为新日铁将是一个控股投资者。

国家安全范围的不断扩大可能会损耗盟友和伙伴之间艰苦建立的信任，打破在安全与经济利益之间取得的微妙平衡。美国只有在国家安全得到严格和明确界定的情况下，才能获得盟国的支持。美国必须超越有限的、国内的国家安全观，与盟国一起采取更广泛、更全面的集体国家安全观。

本文原题为“Invoking national security against US allies weakens national security”。本文作者 Yeo Han-koo 吕汉九，韩国前贸易部长，自 2023 年 6 月起担任彼得森国际经济研究所高级研究员。他的研究重点是国际贸易政策、产业政策、供应链弹性以及经济安全和国际贸易包括印太经济框架（IPEF）和跨太平洋伙伴关系全面进步协定（CPTPP）在内的谈判。本文于 2024 年 4 月刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

新兴国家贸易填补了俄罗斯失去的与发达经济体的贸易

Zsolt Darvas, Luca Léry Mofat, Conor McCafrey/文 孔祥奕/编译

导读：总体来看，俄罗斯的贸易没有受到制裁影响；与此同时，俄罗斯与制裁国之间的药品和食品贸易仍在继续。编译如下：

自两年前俄乌冲突爆发以来，俄罗斯的贸易关系发生了巨大变化。大多数发达国家采取措施限制了对俄罗斯的进出口。总部位于发达国家的公司减少了在俄罗斯的活动和与俄罗斯的贸易。然而，许多新兴国家，尤其是中国，正不断加深与俄罗斯的经济联系。这两种不同的贸易趋势在总体层面上的影响是怎么样的呢？

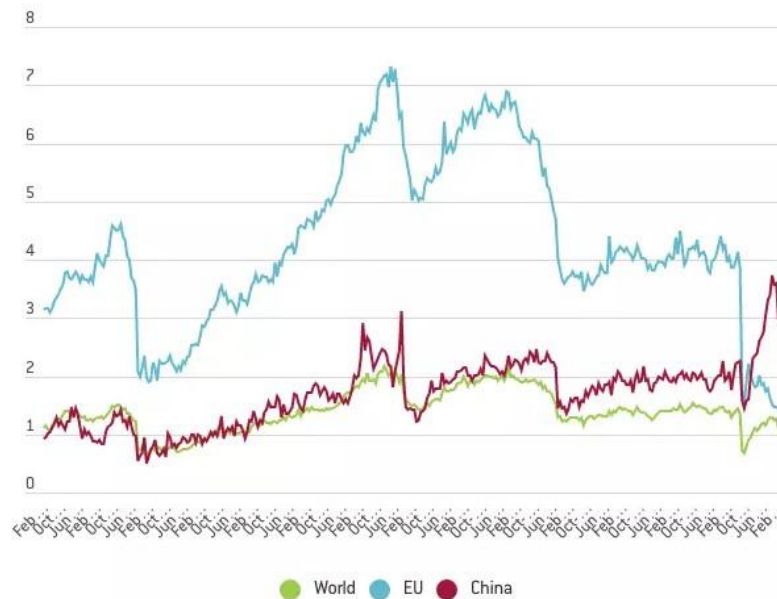
对俄罗斯的出口

从全部商品来看，俄罗斯作为全球出口目的地国的份额有所下降，从 2017-2019 年的平均 1.39% 下降到 2022 年 9 月至 2023 年 10 月的平均 1.17%（图 1）。若剔除 2022 年 2 月俄乌冲突爆发时的情况，2023 年 10 月 1.03% 的份额达到了 2002 年秋季以来的最低水平。全部商品出口份额的下降，说明新兴国家和发展中国家只在一定程度对发达国家禁止向俄罗斯出口的商品上起到了替代作用。

俄罗斯在欧盟和中国对其出口中发挥着独特作用（图 1）。俄罗斯在 1990 年代末的经济危机后，贸易上逐渐与欧盟融合，欧盟对其出口的份额从 1999 年的约 2% 增加到 2007 年的 7% 以上。2008 年全球金融危机期间，这一份额暂时下降。俄罗斯 2014 年吞并克里米亚，2022 年俄乌冲突后，出口份额大幅下降。尽管如此，欧盟目前仍保持着对俄罗斯 1.4% 的出口份额。

与此同时，自俄乌冲突爆发后最初的贸易下滑以来，俄罗斯在中国出口中所占的份额显著增加。即使在经历了 2023 年第 2-3 季度的下滑后，3% 的份额也远高于几年 2% 左右的份额。

Figure 1: Share of total exports going to Russia (excluding intra-EU exports), %, January 1995 - October 2023



Source: Bruegel based on the International Monetary Fund Direction of Trade Statistics database. Note: Intra-EU exports are included in global exports and EU exports in the IMF database; we thus excluded intra-EU exports from both. We seasonally adjusted the data using the X13 method.



对俄罗斯的出口构成

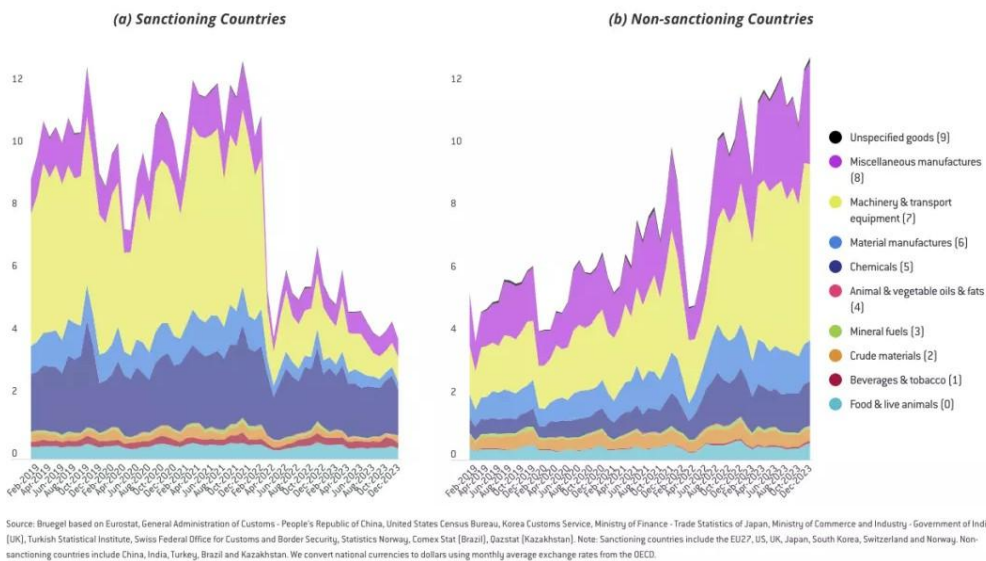
本文研究了 Bruegel 的《俄罗斯对外贸易追踪》（Darvas 等，2022）中包含的 38 个国家的对外贸易构成。2019 年，这些国家占俄罗斯商品进出口的 80%。我们将俄乌冲突爆发后，对俄罗斯实施制裁的国家（27 个欧盟国家、日本、挪威、韩国、瑞士、美国和俄罗斯）和未实施制裁的国家（巴西、中国、印度、哈萨克斯坦、土耳其）分开研究。

在俄乌冲突之后，制裁国家对俄罗斯的出口急剧下降（图 2a）。从 2019 年 1 月到 2022 年 2 月，平均每月出口 105 亿美元，到 2023 年平均每月出口 46 亿美元，减少了 59 亿美元。下降主要是由于机械和运输设备（国际贸易分类第 7 类）的出口下降，同期月均出口额从 49 亿美元下降到 11 亿美元。

在俄乌冲突之前，未实施制裁国家对俄罗斯的出口正在稳步增长。俄乌冲突初期发生下降后，自 2022 年 8 月以来出口一直处于较高水平（图 2b）。平均而言，从 2019 年 1 月到 2022 年 2 月，未实施制裁国家平均每月向俄罗斯出口 60 亿美元的商品，上升到平均每月向俄罗斯出口 115 亿美元，平均每月增加 55 亿美元，略低于制裁国 59 亿美元的出口减少。

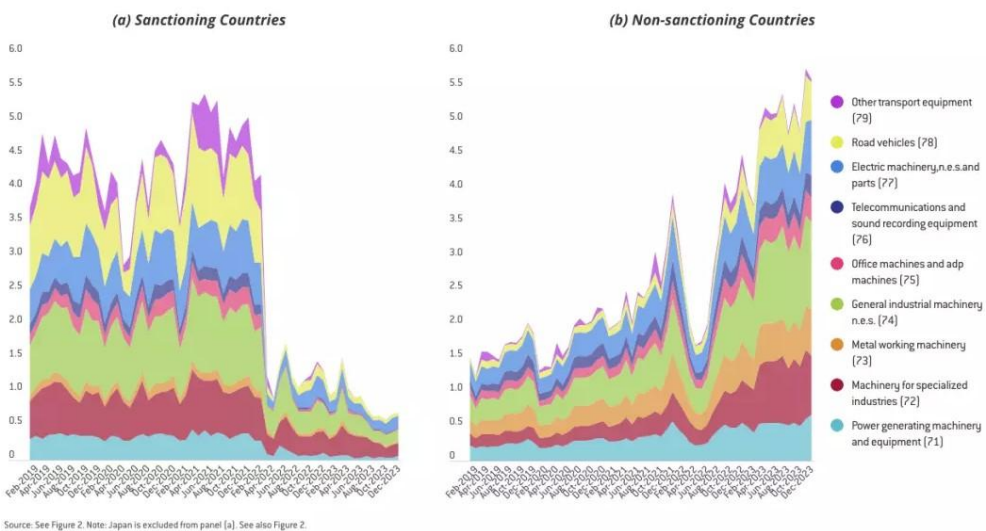
值得关注的是，未实施制裁国家出口主要增加在机械和运输设备，与制裁国出口下降的品类一致。

Figure 2: The composition of exports to Russia from sanctioning and non-sanctioning countries, \$ billions, January 2019 – December 2023



深入研究机械和运输设备贸易的构成（图 3），我们发现，制裁国出口减少的一些类别如第 78 类道路车辆，没有被未实施制裁国家完全取代，一些其他类别如第 74 类一般工业机械和第 72 类专业工业机械，则几乎被完全取代，也有一些制裁国出口减少的类别如第 71 类发电机械和设备，未实施制裁国家的出口不仅完全取代，并且超过了制裁国家之前的出口。

Figure 3: Exports of machinery and transport equipment to Russia by sanctioning and non-sanctioning countries, \$ billions, January 2019 – December 2023



机械和运输设备属于受制裁的商品，未实施制裁国家向俄罗斯出口这些商品的增加，令人感到担忧。此类出口的增加可能反映了俄罗斯现在购买中国产品而不是欧盟产品进行贸易转移和欧盟通过哈萨克斯坦向俄罗斯转出口来逃避制裁。

有证据表明，俄罗斯正通过这两种渠道间接购买制裁的商品（Astrov 等，2024；Bergmann 等，2023；Bilousova 等，2024；Bilousova 等，2023；Borin，2023）。Borin 等（2023）研究表明，2022 年第四季度欧盟对俄罗斯的出口下降中约有 10%可能是通过第三国转出口俄罗斯的，他们估计欧盟对俄罗斯的此类出口下降的 75 亿美元里，欧盟限制产品的转出口金额约为 7.6 亿美元。俄罗斯通过其他方式也可能逃避制裁，但金额难以量化计算。根据欧盟海关数据，由欧盟出口并运往第三国的产品可能会被运往俄罗斯，但这种行为甚至可能没有被记录在第三国的进口数据中，这种现象被称为“幽灵贸易”。他们的研究在总体层面证实了差异。但使用更细维度的数据，受制裁产品和未受制裁产品的差异增加相似，因此需要进一步研究导致差异的因素。

受出口禁令约束的产品清单内容非常详细且广泛，我们无法获得每种受制裁产品的数据。因此，我们选择了五个较宽口径的类别，其中既包括受制裁的产品，也包括非受制裁的产品（图 4）。

Figure 4: Exports to Russia of selected categories that include goods subject to export bans, from sanctioning and non-sanctioning countries, \$ billions, January 2019 – December 2023



Source: Darvas et al (2022). Note: The five categories shown include office and automatic data-processing machines (category 75), telecommunications and sound recording equipment [76], electric machinery and parts (including semiconductors) [77], instruments and apparatus (including lasers) [87], transport equipment (other than road vehicles) [79].



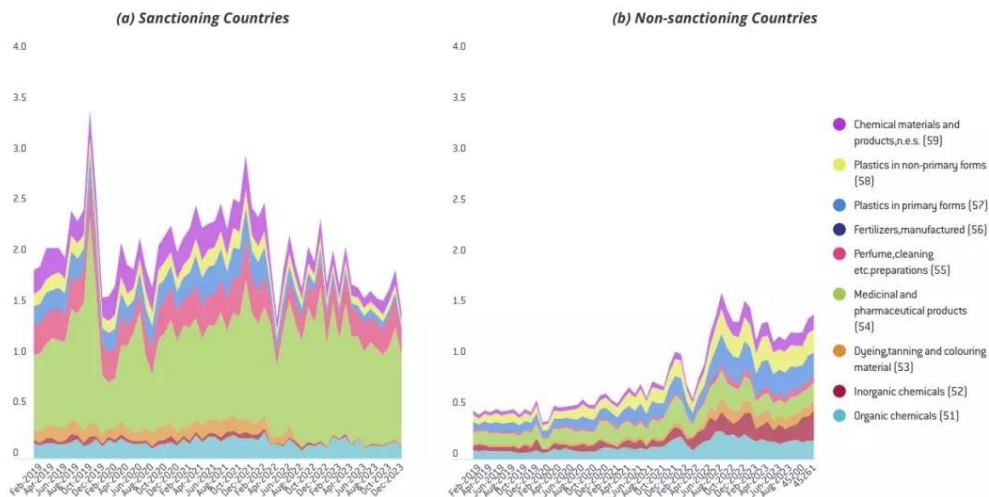
从 2019 年 1 月到 2022 年 2 月，这些类别的 38 个国家对俄罗斯的月度出口总额平均为 24 亿美元，尚未从俄乌冲突爆发后的下降中恢复。2023 年，这些品类的平均月出口额为 18 亿美元。制裁国出口急剧下降的同时，非制裁国的相

同商品出口量增加。虽然月度数据受季节影响可能波动较大，但 2023 年 12 月来自未实施制裁国家的这些产品出口金额呈上升趋势。

欧盟等国家尚未对所有商品实施制裁。在图 2a 中，化学品和农产品是俄乌冲突爆发后制裁国出口没有发生重大变化的两类商品。

在化学品中，占主导地位的类别是医药品，这些产品继续大量从西方国家流向俄罗斯，大大超过了未实施制裁国家的出口量（图 5）。制裁的目的是损害俄罗斯发动战争的能力，而不是剥夺俄罗斯人民获得药品的渠道。

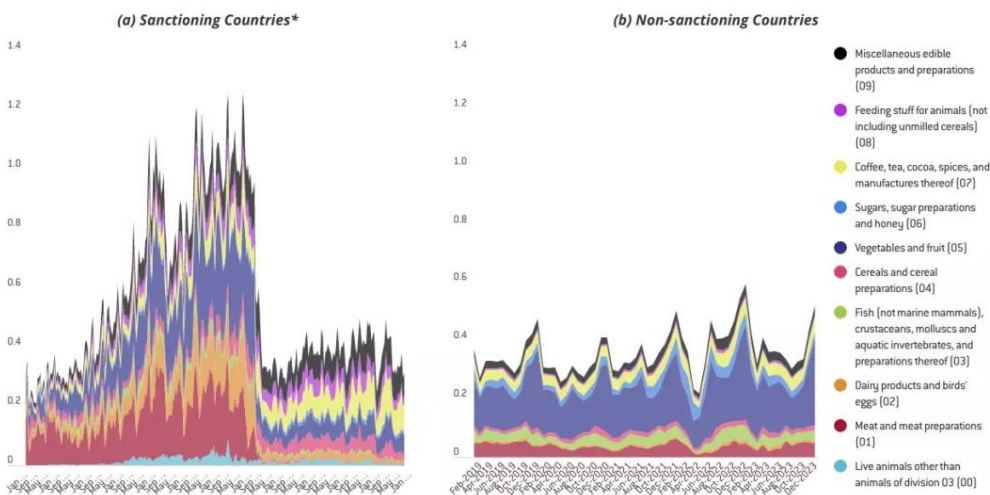
Figure 5: Exports of chemical products to Russia from sanctioning and non-sanctioning countries, \$ billion, January 2019 – December 2023



Source: See Figure 2.

从西方出口到俄罗斯的农产品也是如此，农产品贸易并未因 2022 年俄乌冲突而中断，西方农民保住了市场（图 6）。

Figure 6: Exports of agricultural products to Russia by sanctioning and non-sanctioning countries, \$ billion, January 2000 to January 2024 (left panel), and January 2019 to December 2023 (right panel)



Source: See Figure 2. Notes: * The left panel for sanctioning countries includes the EU27, US, UK, Norway and Switzerland, but does not include Japan and Korea. See also notes to Figure 2.

然而，应当在早期农产品出口占比大幅下降的背景，理解 2019-2023 年欧盟对俄罗斯农产品出口的稳定性。2014 年，俄罗斯出台农产品进口禁令，以应对对其实施制裁的国家。禁令的出台影响了欧盟作为乳制品、水果、蔬菜和肉类等主要供应国的产品（McEldowney, 2016）。以美元计算，从 2011-2013 年到 2015-2017 年，欧盟 27 国对俄罗斯的农产品出口平均下降了 68%，美国的出口下降了 90%。

从俄罗斯进口

观察从 2019 年 1 月至 2022 年 2 月的月均值到 2023 年的月均值，制裁国每个主要类别从俄罗斯的进口都有所下降（图 7）。对俄罗斯化石燃料产品的进口禁令（Darvas 和 Martins, 2022）导致制裁国此类产品的进口大幅减少。与此同时，未实施制裁国家对俄罗斯化石燃料的进口有所增加，最明显的是中国和印度（McWilliams 等, 2024）。

俄乌冲突前，西方国家从俄罗斯的第二大进口项目是材料制成品，进口额从 2019 年 1 月至 2022 年 2 月的每月 26 亿美元下降到 2023 年的不到 10 亿美元。

2019 年 1 月至 2022 年 2 月，制裁国从俄罗斯的进口总额总共下降了 124 亿美元，非制裁国的进口总额为 120 亿美元，略低于这一下降的幅度。

总结

2022 年 2 月俄乌冲突爆发后，导致俄罗斯贸易严重转移。西方制裁国家大幅减少了与俄罗斯的贸易，而未实施制裁的新兴国家，如中国、印度和土耳其，则扩大了与俄罗斯的贸易。截至目前，未实施制裁国家贸易的增长尚未完全填补制裁国贸易损失造成的缺口，但已接近。如果增长趋势继续上升，可能很快就会完全填补缺口。

需要注意的是，制裁国家对俄罗斯并非所有产品的出口都在下滑，以药品为主的化学品和农产品的出口持续保持稳定。

本文原题为“Emerging Countries Have Replaced Most of Russia's Lost Trade with Advanced Economies”。本文作者 Zsolt Darvas 系 Bruegel 高级研究员，Luca Léry Moffat 系 Bruegel 分析师，Conor McCaffrey 系 Bruegel 研究助理。本文于 2024 年 3 月刊于 Bruegel。[单击此处可以访问原文链接。](#)

来自德国和国外的逆风：机构大幅下调预测

Stefan Kooths / 文 熊春婷/编译

导读：据德国五大经济研究机构称，该国经济表现出周期性和结构性弱点。在他们的春季报告中，他们将德国今年的 GDP 预测大幅下调至 0.1%。在最近的秋季报告中，这一数字仍为 1.3%。对未来一年的预期几乎保持不变，为 1.4%（此前为 1.5%）。然而，由于目前的疲软阶段，经济活动水平将减少 300 多亿欧元。编译如下：

“在整体经济发展低迷的情况下，周期性和结构性因素相互叠加。尽管经济复苏可能从春季开始，但总体势头不会太强。”基尔世界经济研究所（Kiel Institute for the World Economy）经济研究主管 Stefan Kooths 说道。

在当前年度，私人消费将成为经济最重要的推动力，其次是未来一年更强劲的出口。

目前的经济产出水平仅略高于新冠疫情前的水平。自那以后，德国的生产力一直处于停滞状态。最近国内外经济的逆风因素多于顺风因素。

与联合经济预测项目小组先前的预期相比，私人消费的回升较晚，也不那么活跃。尽管全球经济活动日渐活跃，但德国出口仍旧出现下滑，主要是因为对德国来说至关重要的资本和中间产品的需求疲软，能源密集型产品的价格竞争力受到影响。

经济政策的持续不确定性给企业投资带来压力，尽管预计未来一年会有所好转，但企业投资可能会保持在 2017 年的水平。

预计 2024 年和 2025 年名义有效工资将分别增长 4.6% 和 3.4%。这意味着实际工资将在整个预测期内增加，并弥补 2022 年和 2023 年上半年的损失。然而，在通胀大幅飙升之前，预计要到 2025 年第二季度才能达到 2021 年底的经济水平。

总体而言，该机构预计今年消费价格将上涨 2.3%，未来一年将上涨 1.8%。经能源价格的抑制作用调整后，核心通胀率分别为 2.8%（2024 年）和 2.3%（2025 年）。

强劲的劳动力市场正在支撑与消费相关的上行力量。尽管实际单位劳动力成本在工资上涨后再次大幅上升，但仍对劳动力需求起到支撑作用。

从春季开始，失业率可能只会略有上升，然后再次下降。在这一年中，失业率可能为 5.8%（2024 年）和 5.5%（2025 年）。

政府总预算赤字占经济产出的比例将从前一年的 2.1% 降至 1.6%（2024 年）和 1.2%（2025 年）。在 2024 和 2025 年，德国整体公共部门收入比率将达到创纪录的水平，分别为 47.5% 和 48.4%。

关于债务刹车，专家建议进行温和的改革。尽管支持德国央行（Deutsche Bundesbank）的提议，即允许比以前更多的债务融资投资，但这些机构也建议，重新启动赤字上限需要一个过渡阶段，而不是突然收紧。

然而，更重要的是重组整个财政结构，以更好地保护市政投资活动（占公共投资总额的 40%）不受周期性预算短缺的影响。

本文原题为“Headwinds from Germany and abroad: institutes revise forecast significantly downwards”。本文作者 Stefan Kooths。Stefan Kooths 是商业周期和增长研究中心主任。他的主要研究领域包括宏观经济预测、稳定政策、货币和银行、全球化和宪法经济学。本文为 2024 年 3 月 27 日发表于 IFW KIEL 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

一名女商人在中国被捕，显示出中国有缺陷的增长模式

Tianlei Huang / 文 熊春婷 / 编译

导读：43岁的女企业家马依佳怡在中国步履维艰的建筑行业工作，她的创业精神本应得到政府的赞扬。相反，今年早些时候，她在中国西南部欠发达的山区省份贵州被当地警方逮捕，原因是她试图向市政府追讨未支付的费用。在一家官方报纸报道了她被捕的消息后，引发了中国公众的强烈抗议。编译如下：

据《华尔街日报》报道，在全国各地无数由地方政府支持的建设项目中，区政府欠马女士2.2亿元人民币(约合3100万美元)。区政府仅支付马女士1200万元人民币(约合170万美元)，但马女士和她的律师拒绝了，结果很快马女士就被当地警方拘留了。

这一事件说明了当今中国面临的一些最严峻的经济挑战。由于土地收入锐减和巨额债务，地方政府财政状况不断恶化，拖欠民营企业款项的情况正在增加，中国商业信心日益下滑。

此外，它揭示了中国增长模式的一个关键的缺陷，一些经济学家称之为“市长经济”，指的是地方政府在国家经济快速增长中发挥的关键作用。然而，随着时间的推移，市长经济也给中国经济带来了许多扭曲，包括腐败、巨额债务、地方保护主义和产能过剩。中国的政策制定者现在正在努力处理像贵州这样失控的地方所造成的遗留问题。

地方政府财政状况恶化，民营企业首当其冲。

马女士的公司在贵州六盘水市建设的建筑项目是许多地方官员追求经济增长的典型奢侈投资。这些项目包括：“鞭陀文化博物馆——其中一部分现已沦为杂货店，一个度假胜地——现在已经废弃，还有一个部分完工的自行车赛道。当地市委书记希望这些景点能将这个沉睡的城市从一个依赖煤炭和钢铁生产的城市转变为一个受欢迎的旅游目的地。但这并没有奏效。

为了建设所有这些项目，当地市政府通过六个新成立的融资平台筹集了1500亿元人民币（折合约210亿美元）（该市的年产值仅为1300亿元人民币/180亿美元），并以出售当地土地或未来土地预期收入作为抵押。这些平台试图绕过正式的财政制度，这是许多其他地方官员的常见做法。除此之外，当地政府还存在“隐性债务”——如需向马女士这样的承包商支付建设费用。政府现在正努力偿还其显性和隐性债务。

其他地方政府也面临着类似的情况，其特点是房地产崩盘导致的不同程度的财政收入不足。许多公司还推迟了对私人承包商的付款。2023年的政府审计发现这场债务危机困扰着许多省份。审计报告称，以河南为例，地方政府和国有实体至少欠民营企业100亿元人民币。

在这种可怕的情况下，在地方银行或国有企业等其他债权人之后，民营企业大概是最后一批从地方政府拿到汇款的企业。因此，中国经济正受到民营企业

企业家信心不足的困扰，其中许多人不愿进行长期投资。因此，为恢复商业信心政府所做的重大努力中必须包括偿还民营企业相关款项。

这一事件的另一个值得注意的方面是地方法院的作用，法院最初裁定地方政府需要偿还马女士，并下令冻结债务人国家实体的部分资产。然而，据报道，法院在当地党的领导人的命令下不久就解除了资产冻结。

地方法院在马女士案件中所扮演的角色说明了许多民营企业对中国司法制度的根本担忧。地方法院主要听命于地方市委书记。在像马女士这样的案件中，民营企业和地方政府之间存在利益冲突，政府的干预显然会损害民营企业的合法权利。

虽然中国不太可能在短期内拥有独立的司法体系，但它至少应该尽量减少对地方法院的行政干预。中国正在制定一项促进民营经济发展的法律。法律应强调适当保护私营部门的合法权利和地方法院的重要作用。

“市长经济”模式需要修正

地方政府糟糕的财政决策，根源在于中国提拔官员的方式。为了获得晋升，地方官员必须在其管辖范围内实现经济增长，学者们称之为鼓励竞争的“晋升锦标赛”。但锦标赛的一个意想不到的后果是，它也倾向于奖励挥霍的行为。

中国的财政体制在支出方面是分散的，但在收入方面是集中的，这使得地方政府有很多支出义务，但没有足够的资源来支持他们的支出。为了填补这一缺口，地方官员通过出售土地和进行预算外借款来扩大地方经济。

中国经常在全国各地调动地方官员，这也激励了不负责任的行为。其基本原理是防止官员在某地发展过于紧密，从而导致腐败甚至削弱中央政府权力。但这一制度也导致官员肆无忌惮地乱借钱，因为他们知道自己会调到另一个地方，不会被追究责任。

正如北京大学教授林毅夫（Justin Yifu Lin）和他的合著者所说，通过预算外渠道融资的基础设施公共投资在推动快速增长方面发挥了积极作用。然而，地方官员竞相超越同行，也导致了过度投资和产能过剩。许多地方实行以邻为壑的政策，导致地方保护主义抬头。中国蓬勃发展的电动汽车产业就是一个很好的例子。

公平地说，中国各地成千上万的“企业家式市长”在创造中国经济奇迹的过程中发挥了关键作用。但“市长经济”模式造成的扭曲现在日益成为维持增长的障碍。中国领导人宣称需要实现经济高质量的增长。如果不改变他们提拔地方官员的方式，这一目标就无法实现。应鼓励地方官员加强协调与合作。与此同时，当前的财政体系需要改革，以更好地使地方政府的收入与支出需求保持一致。

本文原题为“A businesswoman’s arrest in China illustrates the country’s flawed growth model”。
本文作者 Tianlei Huang 是彼得森国际经济研究所研究员、中国项目协调员。同时他在约翰
霍普金斯大学高级国际研究学院(SAIS)担任中国和日本金融市场的研究生助教。本文为
2024年4月1日发表于PIIE官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中国继续沿用出口驱动模式必将陷入僵局

Alicia García-Herrero / 文 王琬婷 / 编译

导读：李强总理在 2024 年 3 月 5 日正式提出了自己的第一份工作报告，报告更加强调经济的供给侧而不是需求侧，提出中国目标是加倍努力发展制造业和先进制造业，注重“新质生产力”。但中国关注制造业生产而非消费能否会成功，取决于世界其他地区会接受多少中国产品。由于周期性和结构性的不利因素，实现 5% 的高目标将具有挑战性。这种主要通过加倍发展先进制造业来实现超潜力增长的压力，势必会加剧与中国主要贸易伙伴的紧张关系。中国 2024 年 5% 的增长目标将比去年更难实现。如果能够实现，那将归功于世界其他国家吸收了中国的过剩产能。编译如下：

中国的“两会”——全国人民代表大会（NPC）和中国人民政治协商会议全国委员会（CPPCC）——于 2024 年 3 月 4 日至 11 日在北京召开。国务院总理李强发表了他的第一份工作报告，这既标志着中国新时代的开始，也标志着中华人民共和国成立 75 周年。今年是中国在新冠疫情全面放开后经济全面正常化的第一年，因为 2022 年中国针对新冠疫情的“动态清零”政策结束后给 2023 年的经济数据带来了积极的推动作用。

李强总理于 3 月 5 日发表的首份“工作报告”显示了与李克强总理领导下的前十年工作的不同之处。报告更加强调经济的供给侧而不是需求侧。报告中对“新质生产力”的关注表明，中国的目标是加倍努力发展制造业和先进制造业，以需求为导向的刺激措施似乎不那么重要。外国投资者期待中国宣布财政和货币政策的激励措施，以支持刚刚起步的经济。在“工作报告”公布后，恒生指数立即下跌了 2%，这让投资者感到失望。（恒生指数是中国最重要的境外外国情绪晴雨表）。

关注制造业生产而非消费能否会成功，取决于世界其他地区会接受多少中国产品。中国对先进制造业的过度关注会导致供应过剩，进而通过制造通货紧缩的压力帮助世界消化这些产品。然而，即使价格大幅下降，数据仍显示中国多数制造行业（包括太阳能板和电动汽车电池行业）和出口市场（中国已在其中占据主导地位的市场）普遍存在产能过剩。美国和其他国家正采取的保护主义措施将使中国更难销售来自这些“新质生产力”的产品。面对全球保护主义措施，李强期待通过用“新质生产力”而不是促进和支持国内消费来解决中国发展的困境，这似乎是一个内在的矛盾。

中国政策制定者还没有准备好进入“经济高质量发展”的这一未知阶段，放弃中国老式的的目标，特别是考虑到习近平主席对增长质量的重视程度。对质量的强调取决于中国决策者从房地产行业作为主要增长来源转向先进制造业的决心。然而，将实际 GDP 增长目标保持在与去年相同的水平（5%），表明中国对摆脱旧模式缺乏信心。

更大胆的做法是，由于认识到经济结构性减速的持续存在，中国已无法实现与去年相同的 GDP 增长目标，所以相应地调整经济计划。转向高质量增长意

味着，在从以房地产为基础的模式向需要更少投资、更多消费的模式转型的过程中，需要付出一些经济减速的代价。中国不需要在其他行业（如制造业）进行更多投资，因为这只会推迟经济的再平衡。

由于周期性和结构性的不利因素，实现 5% 的高目标将具有挑战性。然而，尽管有了实现高质量增长的新目标，李强总理仍面临着保持高增长目标的压力。这种主要通过加倍发展先进制造业来实现超潜力增长的压力，势必会加剧与中国主要贸易伙伴的紧张关系。中国 2024 年 5% 的增长目标将比去年更难实现。如果能够实现，那将归功于世界其他国家吸收了中国的过剩产能，但这一点并不确定。即使这种情况真的发生，中国对制造业的更多关注也只会 2025 年创造更多的产能，这种经济增长模式像房地产一样不可持续，尽管背后面临的原因是不同。

本文原题为“China's continued focus on the same export-driven model is bound to hit an impasse”。作者为 Alicia García-Herrero 是法国投资银行的亚太首席经济学家，也是 AGEAS 保险集团的独立董事会成员、新加坡国立大学（NUS）东亚研究所（EAI）的非常驻高级研究员和香港科技大学（科大）的客座教授。本文于 2024 年 4 月 2 日刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

1260-1368 年中国纸币的兴衰

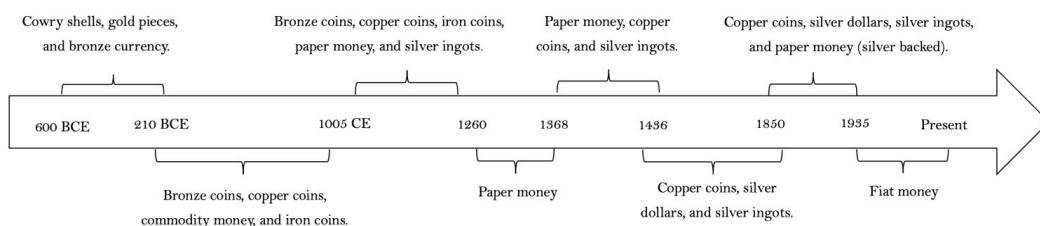
Hanhui Guan, Nuno Palma 和 Meng Wu / 文 张丝雨 / 编译

导读：在 13 世纪初的中国，蒙古人引入了银本位制，这是历史上第一种由贵金属支持的纸币。本专栏分三个阶段研究了 13-14 世纪中国纸币的兴衰：完全银币兑换、名义银币兑换和法定本位制。特别是军事压力导致了货币的过度发行，尤其是在法定标准下。最终，随着王朝的崩溃，过度发行导致了高通胀。中国的历史经验强调，经济繁荣取决于合理政策的有效执行，这一过程受到政治格局的影响。编译如下：

中国近年来的经济表现引起了全球的关注。与过去 40 年的奇迹般增长相比，该国现在正面临经济放缓的问题。房地产市场危机、股市暴跌、消费者价格下跌和货币贬值引发了人们对世界第二大经济体是否正在进入衰退的担忧。中国未来的不确定性也促使中国政策制定者重新调整一些政策，并寻求新的增长来源（De Soyres and Moore 2024）。在最近的一次讲话中，习近平主席强调了高质量的金融发展。习近平主席指出，有一系列要素可以加快建设具有中国特色的现代金融体系：强货币、强中央银行、强金融机构、强国际金融中心、强金融监管和强金融人才库（Xinhua 2024）。

回顾中国历史可以发现，中国统治者及其大臣在管理国家时，往往在制定货币政策和设计金融工具方面有所创新。早在公元前六世纪，著名的哲学家和政治家管仲就注意到，调节轻钱（劣币）相对于重钱（精币）的数量是一种“子母相依”的关系。后来，在 11 世纪，中国部分地区出现了第一张纸币，称为“交子”。13 世纪初，在征服中国北方之后，蒙古人引入了银本位制，这是历史上第一种以贵金属为基础的纸币。当忽必烈建立了蒙古对蒙古、中国和朝鲜的统治，并于 1271 年建立了元朝时，他宣布银质纸币是唯一的法定货币。从那时起，以白银为后盾的纸币经济取代了之前各种纸币与铜钱、铁钱、银锭混合的混乱的货币体系（图 1）。

图 1 从公元前 600 年到现在的货币格式的演变



在最近的一篇论文（Guan et al. 2024）中，我们研究了人民币在中国的兴衰（例子如图 2 所示）。基于大量的原始印刷资料，我们构建了一个新的、全面的数据集，包括元朝的年度货币发行、物价指数、御赐、人口、税收、战争和自然灾害。这一系列数据得到了定性历史证据的证实，使我们能够研究元帝国货币制度的演变，考察纸币发行与政府财政约束之间的关系，并调查解释纸币过度发行最终导致王朝崩溃时的高通胀。

图 2A 1 管注：中通元宝交钞中统交钞发行元。

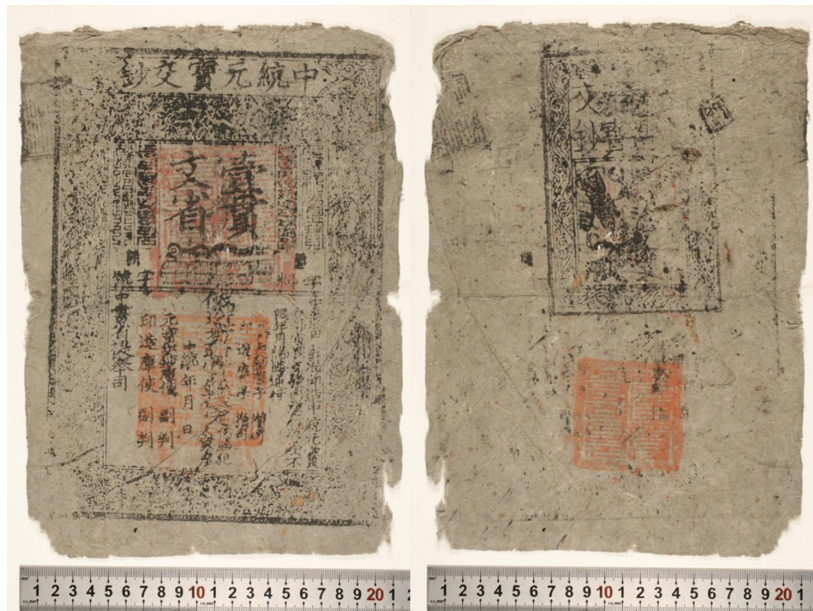
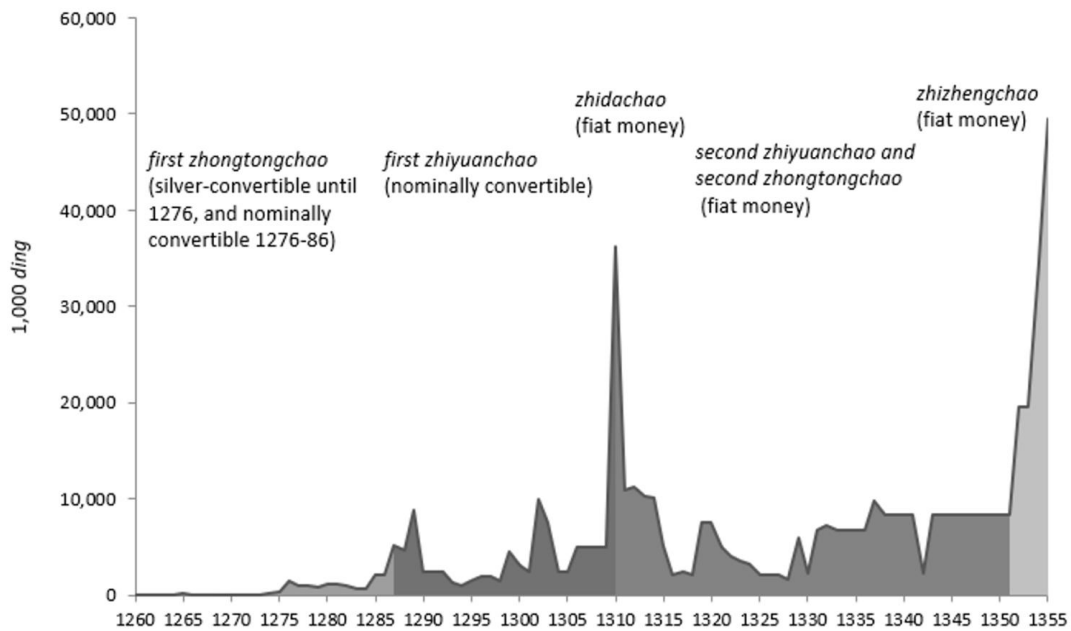


图 3 绘制了年度名义货币发行额。它反映了元朝政府总共发行了四种纸币，即中统钞（1260 - 86）、第一次至元钞（1287 - 1309）、至大钞（1310）、第二次至元钞（1311 - 51）和至正钞（1352 - 68）。尽管最初数量不多，但随着时间的推移，中统钞的发行量稳步增长。第二种纸币至元钞的发行旨在解决中统钞的贬值问题。在其 23 年的流通中，至元钞的年度发行量保持相对稳定。

第三种纸币——至大钞，虽然流通时间只有一年，但与第一、第二种纸币相比，发行规模之大，令人瞠目。这次发行是对政权更迭的一种财政动机的回应：它是在第三任可汗屈吕格（r. 1307 - 1311），他通过军事政变夺取了政权。然而，仅一年后他就突然去世了，大钞也被遗弃了。

从 1311 年到 1350 年，中统钞和至元钞都被重新引入，纸币的发行量从 200 万丁到 1100 万丁不等。1352 年发行了最后一种纸币，即至正钞。与前几次相比，至正钞每年的发行量更加引人注目。两年内，其年发行量从 2000 万飙升到 5000 万锭。当代学者王云写道，无节制地印刷纸币使其成为空洞的数字（von Glahn 1996:61-3）。

图 3 年名义货币发行量，1260 - 1355 年



基于历史叙述，我们将人民币货币制度划分为三个阶段：白银完全可兑换时期（1260–1275）、名义白银可兑换时期（1276–1309）和法定本位制（1310–1368）。在第一阶段，纸币的发行是由一定数量的白银以固定汇率支持的。在整个名义银本位制期间，新发行的债券不再完全由储备支持，只有在当地兑换局拥有白银时才能兑换。1310年，当元朝政府开始印制第三种纸币“至大钞”时，白银并没有起到储备的作用，因此，1310年后，货币制度转变为法律上的法定货币（图 4）。

图 4 元朝时期的货币标准

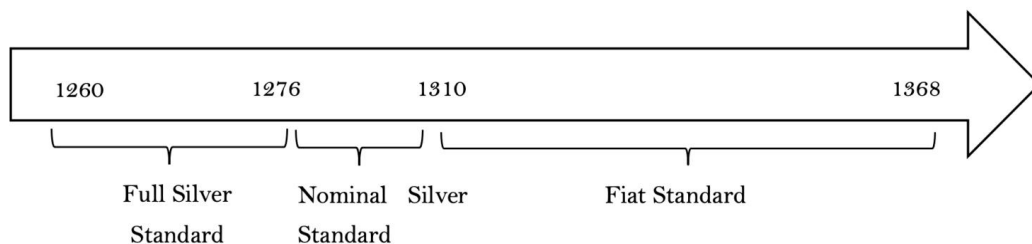
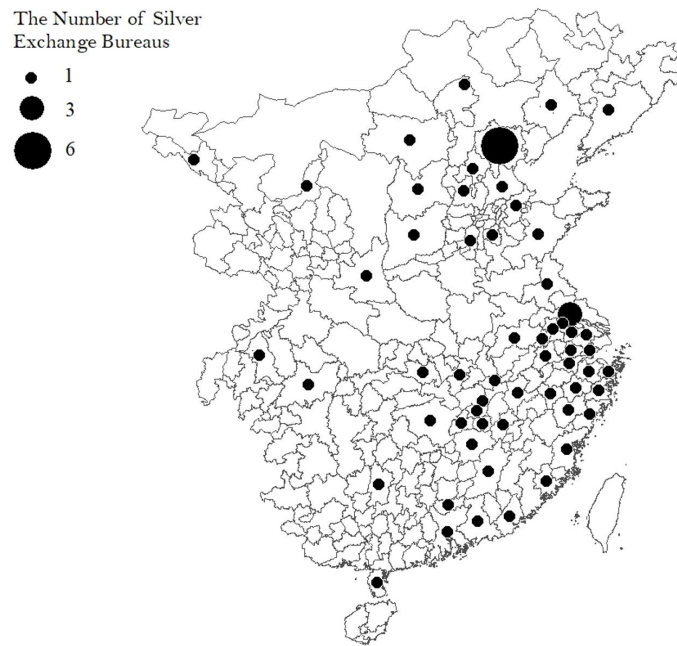


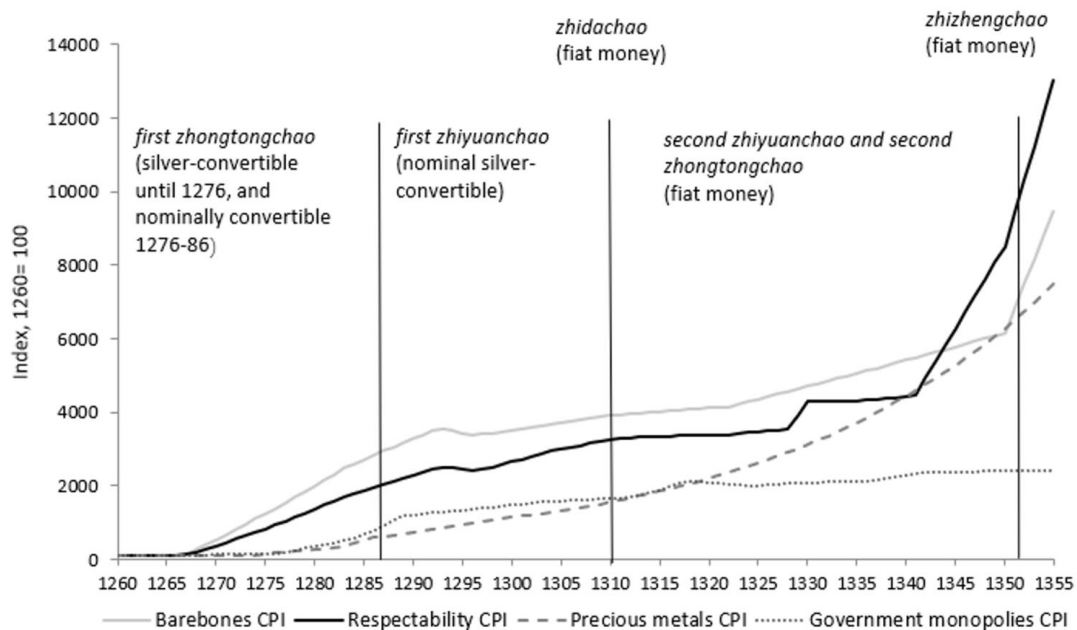
图 5 描绘了 12 世纪 90 年代银币兑换所的位置。显示政府在省级市、路，或地级市、府、州设立兑换所。人们可以以面值的 70%至 80%的折扣将纸币兑换成白银，带上破损的纸币，并通过支付 3%的小额佣金来换取新的纸币。对于生活在中国西部或中部的人来说，他们赎回白银的地方很少。考虑到中国的面积，对于生活在西部偏远地区的人或生活在小城镇的人来说，前往城市兑换白银的成本很高。

图 5 白银兑换所的位置，大约在 1290 年代



为了评估一段时间内实际货币发行的价值，我们构建了四个价格指数：基本消费者价格指数（CPI）、体面 CPI、政府垄断 CPI 和贵金属 CPI。如图 6 所示，帝国在 13 世纪 70 年代开始经历通货膨胀，当时中统钞的发行量开始增长。价格水平也表明，13 世纪 90 年代至 14 世纪 30 年代价格稳定。除此之外，我们还发现，在有数据可查的过去十年（1346-1355）中，复合通胀率为 12.7%，相当于价格水平从 1346 年到 1355 年几乎翻了一番。所有四个价格指数在这 96 年中都有所上升，但幅度不同，如图所示。

图 6 四个价格指数，1260 - 1355 年



据当代观察家和学者记载，战争、帝国拨款和自然灾害是所观察到的财政行为的主要原因。通过经济计量分析，我们探索了这些因素如何与纸币发行量相关，并研究了银本位制在调节纸币发行中的作用。我们发现，军事压力，特别是内战，产生了导致货币过度发行的财政需求。相比之下，自然灾害和御赐并没有引发货币的过度发行。与银本位制时期相比，战争更有可能增加法定本位制下的纸币发行。

我们的发现与经典金本位的研究相呼应（Bordo and Kydland 1996，Eichengreen 1987，Obstfeld and Taylor 2003）。我们发现，与古典金本位制类似，中国人民的完全银本位制（1260-1275）证明了一种约束纸币过度发行的承诺机制——只要它持续下去。鉴于价格水平在菲亚特标准时期的前半段保持稳定，名义银本位制被证明是成功的。然而，到 1368 年明朝推翻元朝时，纸币几乎一文不值，城镇和城市都诉诸易货经济（von Glahn 1996:70）。随着纸币在财政虚弱的明朝政权下彻底崩溃，在西方技术和制度的影响下，中国将不得不等待几个世纪才能重新使用纸币（Palma 和 Zhao 2021）。

中国的历史经验强调了这样一种观念，即无论在历史上还是在当代，持续的成功都是不能假设的。经济繁荣总是取决于正确政策是否能够有效执行，这一进程深受动态政治格局的影响。

本文原题为“*The rise and fall of paper money in Yuan China, 1260–1368*”。作者为 Hanhui Guan, Nuno Palma 和 Meng Wu。Dabrowski。Hanhui Guan 是北京大学经济学院的终身副教授，也是北京大学历史与经济发展中心的主任。Nuno Palma 是英国曼彻斯特大学经济系教授、阿瑟·刘易斯比较发展实验室主任，同时还在里斯本大学社会科学学院担任研究职务。Meng Wu 是曼彻斯特大学经济系英国学院博士后研究员，拥有伦敦经济学院经济史博士学位。本文于 2024 年 3 月刊于 CEPR 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

再论软着陆

Andrew Cates / 文 安怀雨 / 编译

导读：在最新的金融市场分析报告《再论软着陆》中，作者通过编译国际数据和调查，为我们解读了当前全球经济软着陆的可能性。本文详细讨论了多个关键经济指标，包括强劲的经济数据、温和的通胀情况以及央行政策的变化等因素对金融市场的影响。同时，报告还探讨了技术创新，特别是在人工智能领域对生产率增长的推动作用。文章展示了资本支出的活力、通货膨胀预期的变化以及供应链状况的最新动态，为我们提供了关于未来经济趋势的重要视角。编译如下：

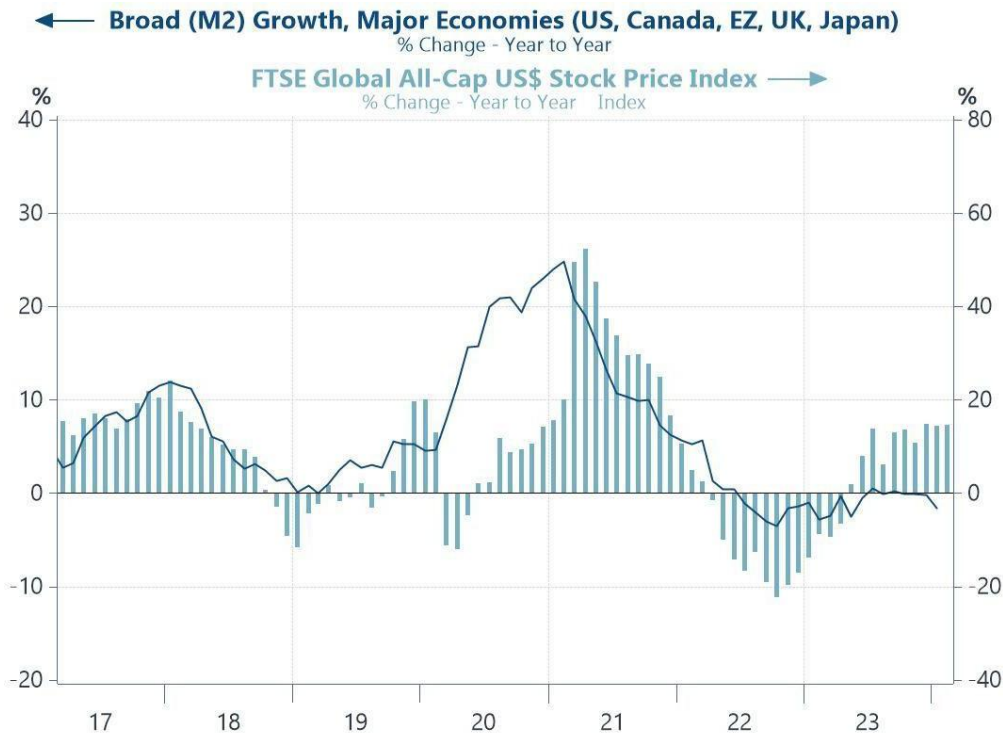
最近几周，金融市场乐观情绪高涨，认为全球经济正在走向软着陆。这种乐观情绪源于一系列因素，包括强于预期的经济数据、多家央行的温和表态以及欧洲和亚洲温和的通胀结果。换言之，近年来推动通胀大幅上升的供应面冲击也许正在超预期减弱。然而，还有另一种争议更大的可能，即投资者正乐观地认为技术创新（如人工智能）正在提高生产率增长。

我们本周的一些图表为软着陆的论点提供了一系列新视角。首先，请看全球股市和狭义货币供应量的广义指标之间的脱钩（见图 1）。其次，我们将回顾本周的美国耐用消费品订单数据，以及它们揭示的美国资本支出活动仍然稳健的具体证据（图 2）。此外，我们研究了欧元区最近的一项调查，该调查显示消费者通胀预期略有下降（图 3）。接下来，我们调查了上周 PMI 预览值调查的证据，这表明欧洲的供应链瓶颈可能正在缓解。最后，转向亚洲，我们评估了海外投资者对该地区股票市场的新兴趣（图 5），并考虑了这种兴趣背后的结构性因素之一，即印度经济赶超增长的潜力（图 6）。

股票和广义货币供应量的增长

广义货币供应量增长和股票市场之间的关系是复杂的，受到各种因素的影响，包括货币政策、投资者情绪和全球经济状况。虽然两者相互关联，但狭义货币供应量变化对股市的影响可能因更广泛的经济背景和政策环境而异。考虑到这些因素，值得注意的是，近几个月来，一些主要发达经济体的货币增长率与全球股市之间的差异正在加剧（见图 1）。尽管新冠疫情后短暂的激增和随后的广义货币供应量增长放缓反映了全球股票市场的波动，但这种相关性在过去 12 个月中有所减弱。例如，尽管广义货币供应量供应的增长仍然不温不火，但股票市场表现出了显著的力量。

图 1:发达经济体与全球股市的广义货币增长

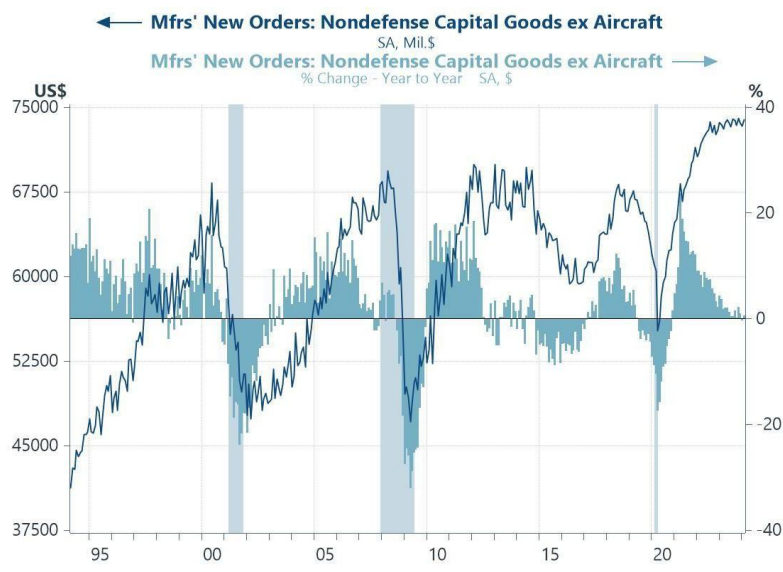


Source: Financial Times/Haver Analytics

美国资本支出

本周的耐用消费品订单数据表明，美国资本支出仍在持续，并超预期反弹。核心（除国防外，例如，二月份的航空制造业订单）资本货物订单增长了 0.8%，比去年同期增长了 0.6%。与此同时，货物订单的总体水平，尽管明显受到较高的资本货物价格通胀的支持，但比在利率上升的环境中可能预期更强劲（见下图 2）。这有几个原因，包括美国政府的经济刺激计划、绿色能源转型以及更广泛的重新配置供应链的努力。

图 2:美国核心资本货物订单

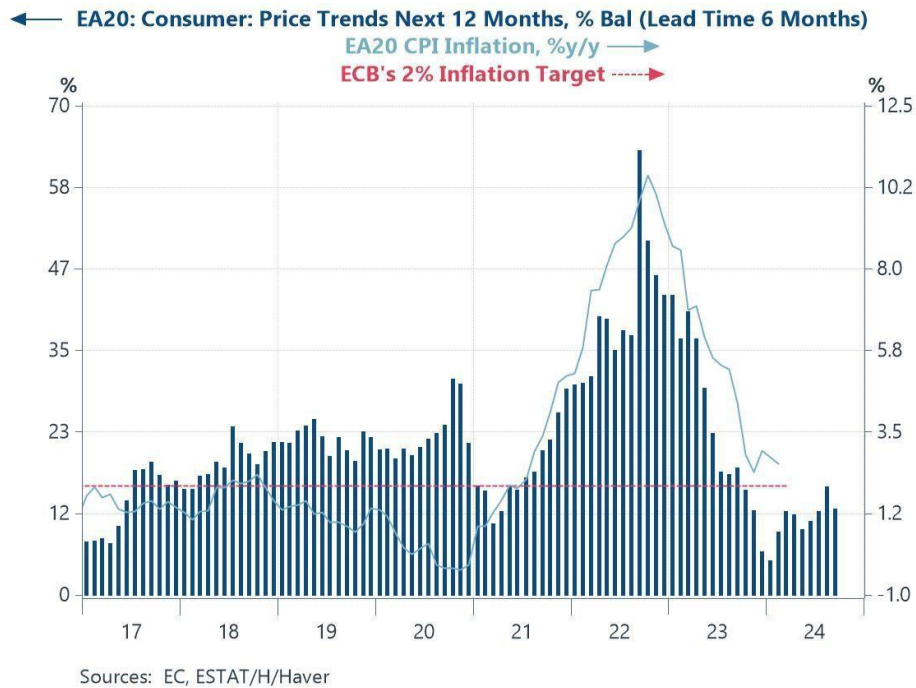


Source: Census Bureau/Haver Analytics

欧元区通胀预期

本周，欧盟委员会（European Commission）对消费者和企业信心的调查与最近几天发布的其他地区调查相吻合，表明欧元区的经济活动略有回升。消费者信心调查的数据细则也在通胀方面表现出了乐观信号。具体而言，未来 12 个月的通胀预期指标回落，特别是 3 月份的百分比差额从之前的 15.4 降至 12.3，显示了自去年 11 月以来的首次月度下降（见图 3）。

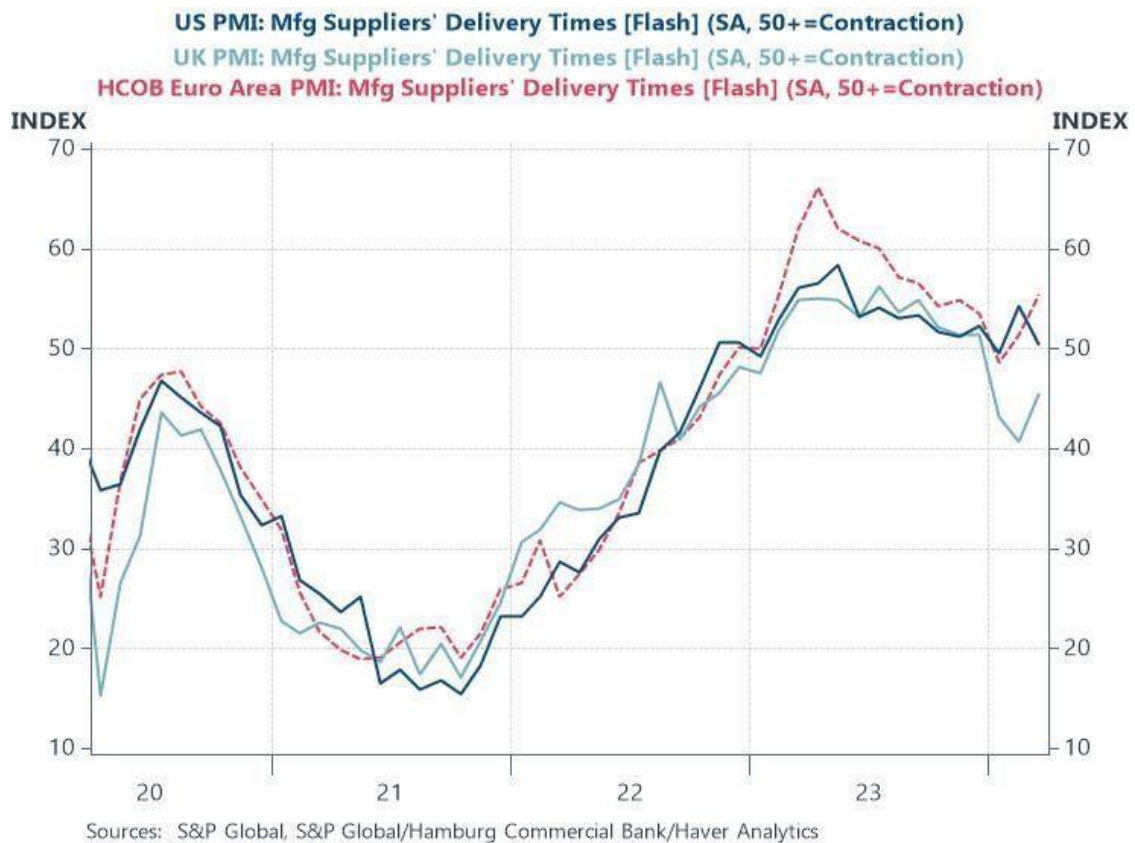
图 3:欧元区：未来 12 个月通胀预期与整体 CPI 通胀



供应链瓶颈

尽管红海航运中断曾威胁到全球供应链，但对全球经济前景的威胁似乎要小一些。这至少是上周美国和欧洲制造业 PMI 预览值调查所传达的信息。与上个月相比，欧元区的供应商交货时间进一步缩短，而英国的供应商交货时间则没有那么长。美国的调查还显示，3 月份的交付周期较短，但没有前一个月那么短（图 4）。

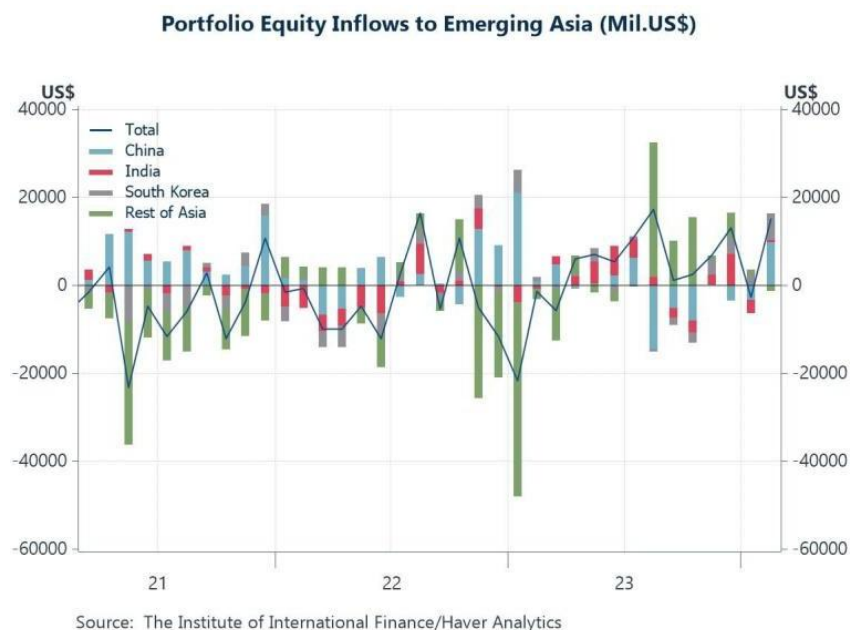
图 4:制造业 PMI 预览值调查: 美国、英国和欧元区的供应商交货时间



亚洲的投资组合流动

在中国大陆和韩国资产净购买量的帮助下，外国投资者流入亚洲股市的资金在 2 月份出现好转。在此之前，1 月份外资流入停滞，但相对于 2023 年的流入速度，这是一种形式的回归。尽管最近更广泛的亚洲地区的半导体销售和出口数据令人鼓舞，但中国的经济前景仍有许多问题值得密切关注。

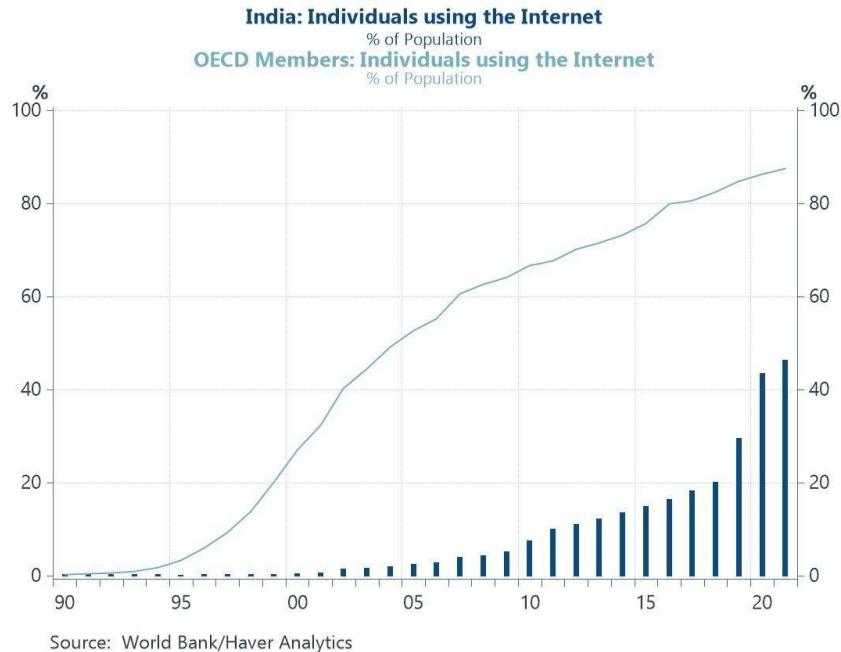
图 5:流入亚洲新兴市场（包括中国、印度和韩国）的投资组合股票



印度的赶超潜力

正如上一次数据分析所表明的那样，在过去几个月里，印度见证了外国股票的巨额流入。一定程度上，这可以归因于它相对于该地区其他更发达经济体的经济增长潜力。例如，从互联网的普及程度来看，印度有很大的潜力追赶许多更发达的经济体近年来取得的技术进步（见下图 6）。

图 6:印度与经合组织的个人互联网使用情况



本文原题为“[The Soft Landing Narrative \(Again\)](#)”。作者为 Andy Cates。Andy Cates 在预测全球经济前景以及评估对政策环境和金融市场的影响方面拥有超过 25 年的经验。他曾在伦敦多家投资银行担任多个高级职位，包括野村证券（Nomura）发达市场经济主管和苏格兰皇家银行（RBS）首席欧元区经济学家。此前，他在瑞银（UBS）担任了 21 年的高级国际经济学家，其中 5 年在新加坡度过。在进入金融服务业之前，Andy 是伦敦 HM Treasury 的英国经济学家，在国内预测和宏观经济建模部门任职。本文于 2024 年 3 月刊于 HaverProducts 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

脆弱体制下的发展-环境互补性

Cem Karayalcin, Harun Onder /文 安怀雨 / 编译

导读：在这篇文章中，作者通过一般均衡模型探讨了发展中国家在环境政策与经济发展间的复杂关系。研究指出，当存在制度薄弱如产权不完整和税收泄漏时，环境税可能适得其反，加剧资源过度开采。文章呼吁在制订环境政策时，应充分考虑到促进可持续发展的其他重要目标，以避免政策单一化导致的负面效应。编译如下：

发展中国家正面临着将环境问题纳入其政策改革议程的越来越大的压力，这导致人们担心传统的发展援助可能会被排挤在外。本专栏认为，在制度薄弱的情况下，税收收入的很大一部分会从经济中流出，而征税等解决环境外部性问题的普通政策措施反而会加剧环境外部性。因此，只关注环境政策而忽视其他发展目标可能会弄巧成拙。

发展中国家正面临着将环境问题纳入其政策改革议程的压力，并随着时间逐渐加剧。一方面，欧洲碳边界调整机制(Carbon Border Adjustment Mechanism)等贸易政策措施旨在促进发达经济体以外的污染缓解措施（Young 2022）。另一方面，对环境和/或气候改革的日益重视似乎重新配置了对发展中国家的政府援助（Ramachandran 2023）。这些援助协议的缔约方越来越担心，对气候和环境的新关注可能会挤占传统的发展援助。

在一篇新论文（Karayalcin 和 Onder 2024）中，我们强烈反对这种挤出的倾向。我们的分析表明，在制度薄弱的情况下，包括以自然为基础的资产（下面称为自然资产）的产权不完整和一部分税收从经济中流失，而通常的政策行为，如征税来解决环境外部性，反而会加剧环境外部性。因此，只注重环境政策而忽视其他发展目标很可能事与愿违。

在缺乏全面证据的情况下，我们的分析基于对少数国家的制度质量和缓解努力之间关系的早期观察。图 1 显示了各国国内生产总值的二氧化碳排放强度在二氧化碳税实施日期前后的演变情况。对于那些制度质量高于中位数的国家，在引入碳税后，排放强度基本保持在正轨上。相反，对于制度质量低于中位数的国家，税后二氧化碳排放强度的减少低于其税前趋势。这个例子虽然纯粹是描述性的，而且是由少数案例推动的，但它仍然表明了政府机构在塑造未来环境努力方面的潜在作用。

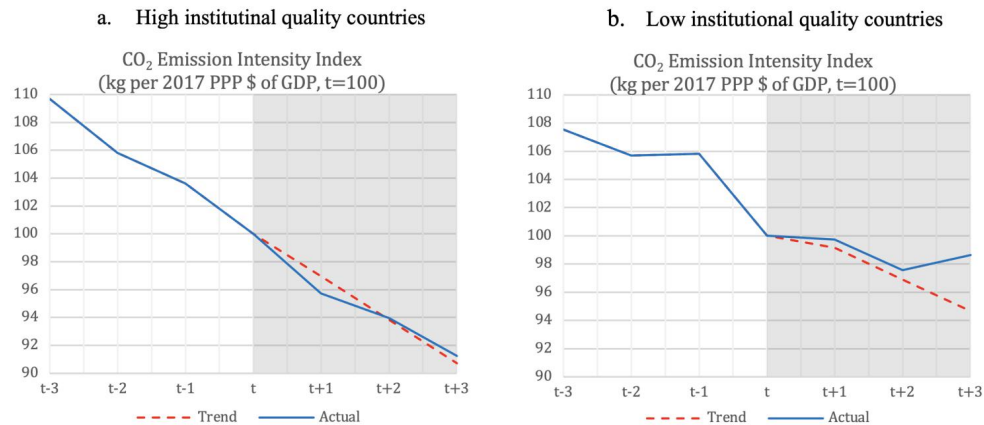
框架

我们的分析采用了两个部门——农业和制造业——的一般均衡模型，遵循传统的方法，如 Matsuyama（1992）。制造业只使用劳动力，而农业既使用劳动力，也使用基于自然的投入（土地）。工人在各部门之间流动，只对工资差异作出反应。偏好是非同位相似的：食物消费的生存水平将食物需求的收入弹性设定为小于 1。

在基准情景中，假设经济是封闭和分散的。它的制度也很薄弱，包括（一）对自然资源的产权不完整，导致动态失衡（从社会角度看，对自然资源的过度开发）；（二）行政管理薄弱，如精英垄断或税收效率低下，导致部分税收流出经济之外。

在这一框架内，我们研究了决策者是否可以通过在分散的框架内对农业产出征税（退还给消费者）来减少对自然资源的过度开采。

图 1 征收碳税的国家经济活动的碳排放



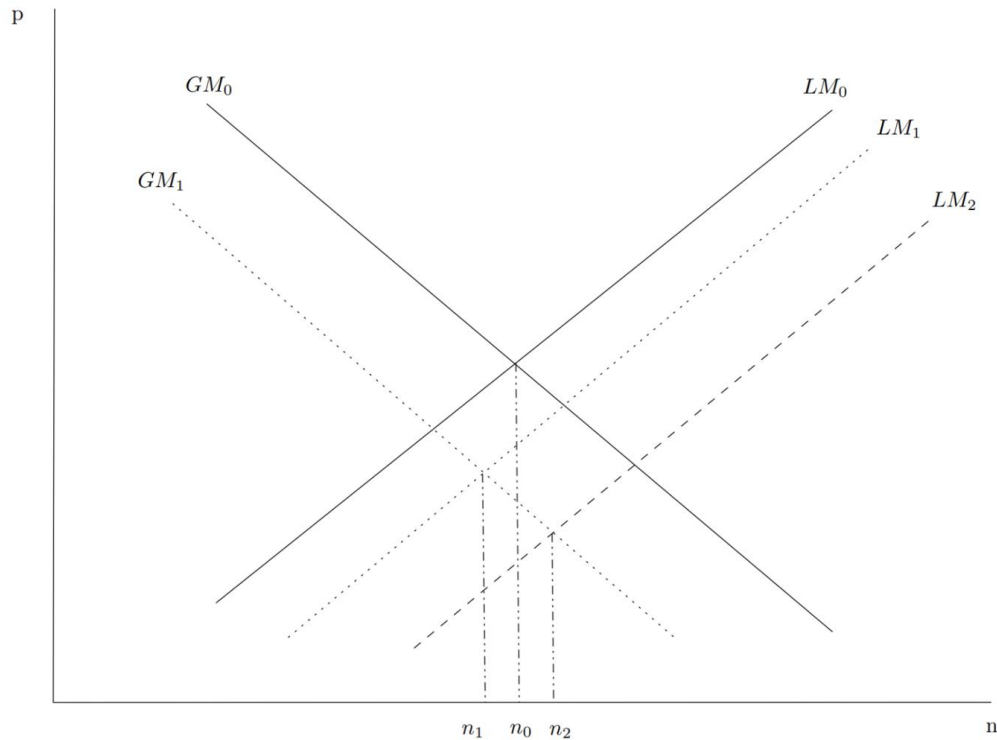
注：图中显示了实施二氧化碳税改革（第 t 年）的国家，这些国家在改革日期前后（14 个国家）有 1990-2020 年期间的完整排放数据。排放以年度频率使用世界发展指标数据，并对改革年份进行标准化，这因国家而异。机构质量基于全球治理指标的“法治：百分位排名”指标（“高”高于人口中位数，“低”低于人口中位数）。

看似矛盾的结果

在基准案例中，当相对较大份额的税收从经济中流失时，环境税可以增加而不是减少自然资源的开采。这一反直觉的结果是由多部门一般均衡模型中常见的三个渠道驱动的。首先，环境税降低了农业劳动力的边际生产率，促使工人转向制造业。其次，在一个封闭的经济体中，这种负面的供给冲击会导致食品价格上涨，从而阻碍劳动力从该部门外流。第三，在非位似偏好下，不利的收入冲击增加了对食品的需求，强化了价格效应。总体而言，当漏损足够大时，需求方的影响可能会主导供应方的影响，从而增加对自然资源的开采。

图 2 通过商品（GM）和劳动力市场（LM）均衡条件的透镜说明了这些机制。给定初始劳动力配置（ N_0 ），农业产出税（ τ ）降低了农产品的供给，降低了制成品的相对价格，并将 GM0 曲线下移至 GM1。它还降低了劳动力的边际生产率和农业的工资率，并且，给定 P ，使 LM 曲线向右移动，增加了 N 。尽管这些移动的效果是明确地减少 P ，但平衡 N 是上升还是下降取决于 GM 和 LM 曲线中移动的相对幅度。

图 2 相对价格（ P ）和就业（ N ）平面上的商品和劳动力市场均衡

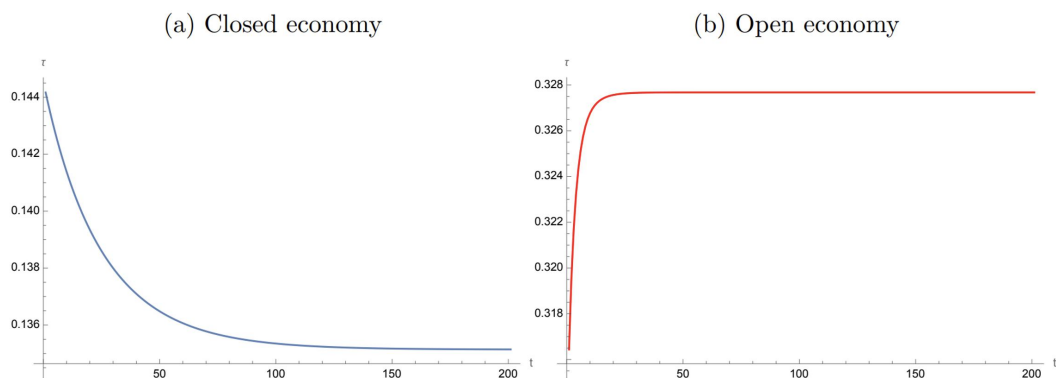


注：图中显示了商品市场（GM）和劳动力市场（LM）在制造业相对价格（P）和就业（N）平面上的均衡条件。

鉴于农业产出税与农业就业之间存在潜在的正相关关系，我们的分析表明，当考虑到这些一般均衡效应时，面对环境外部性的最优政策可能是一种补贴。

考虑到这些影响，我们的数值模拟表明，在封闭和开放经济体之间，对减少自然资源的气候冲击的最优政策反应可能是相反的（图3）。在开放经济的情况下，气候冲击减少了农业中劳动力和工资的边际产出，将劳动力推向制造业，减少了对自然资源的开发。这降低了最优税收。相反，在一个封闭的经济体中，自然资源的减少可以通过减少农产品的供应并推高其相对价格来增加农业就业。如果在这些条件下，最优政策涉及补贴，那么出于同样的原因，气候冲击也可以增加最优补贴。

图3 封闭和开放经济中的最优税收



注：数字显示了在封闭和开放经济体中对负面气候冲击的最优税收调整。参数值为 $\kappa=0$ ，

$\beta=0.3$, $\sigma=0.8$, $\rho=0.5$ 。

政策干预的潜在领域

我们的基准模型的扩展突出了潜在的干预领域，以削弱自相矛盾的结果——即增加阈值泄漏参数，因为当超过该参数时，环境税可以增加对自然资源的开发。

- 农业中土地和劳动力之间的替代弹性的小幅增加可以削弱最初小弹性的矛盾结果（大弹性则相反）。

- 经济开放可以通过固定价格和消除任何需求方面的考虑，彻底扭转这一自相矛盾的结果。

- 如果与转移前接受国的市场均衡相比，国际转移包括更大份额的农产品，则国际转移可以削弱这种自相矛盾的结果。

- 收入中保持均值的不平等的增加可以通过将总需求转向制造业来削弱这一自相矛盾的结果。

在所有这些情况中，不同的因素通过基准模型中确定的三个渠道表现出来。总之，这些结果强调需要在国家更广泛的发展背景下考虑环境政策，而不是孤立地考虑环境与发展。

本文原题为“Development–environment complementarity under weak institutions”。作者为 Cem Karayalcin 和 Harun Onder。Cem Karayalcin 是佛罗里达国际大学经济学教授。他拥有哥伦比亚大学博士学位，研究领域包括开放经济宏观经济学、发展经济学和政治经济学。他目前的兴趣包括自然资源冲击及其分配后果的宏观经济学和政治学。Harun Onder 是世界银行非洲地区的高级经济学家。他曾在非洲、欧洲和中亚以及中东地区的十多个国家提供技术援助并领导政策对话。他的技术工作主要集中在冲突和被迫流离失所经济学、自然冲击、人口结构转型和国际贸易政策等领域。他拥有佛罗里达国际大学经济学博士学位。本文于 2024 年 3 月刊于 CEPR 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

金融监管当局如何利用人工智能

Jon Danielsson、Andreas Uthemann/文 宋海锐/编译

导读：人工智能既会给金融当局带来相当大的帮助，也会带来新的挑战。本专栏认为，如果金融监管当局不愿参与人工智能且行动迟缓，他们将面临变得无足轻重的风险，并讨论了当局可能希望如何利用人工智能，它可以在哪些方面提供帮助，以及需要注意什么。编译如下：

金融监管当局如何利用人工智能

人工智能既会给金融监管当局带来相当大的帮助，也会带来新的挑战。本专栏认为，如果当局不愿参与人工智能且行动迟缓，他们将面临变得无足轻重的风险，并讨论了当局可能希望如何利用人工智能，它可以在哪些方面提供帮助，以及需要注意什么。

如果金融监管当局积极参与，人工智能（AI）可能会对它们有相当大的帮助。但如果它们保守、不情愿、行动迟缓，他们就有可能变得无足轻重以及出现金融不稳定问题。

私营部门正在迅速推进人工智能的应用，尽管许多金融机构表示他们将谨慎行事。许多金融机构拥有大型人工智能团队，并进行了大量投资。摩根大通（JP Morgan）报告称，每年在人工智能上的支出超过 10 亿美元，汤森路透（Thomson Reuters）拥有 80 亿美元的人工智能专项基金。AI 帮助他们进行投资和执行后台任务，如风险管理、合规、欺诈检测、反洗钱和“了解你的客户”。它保证了大幅的成本节约和效率提升，在高度竞争的金融体系中，人工智能的应用似乎不可避免地会快速增长。

随着私营部门应用人工智能，将加快其反应速度，并帮助其发现法规中的漏洞。正如我们在 Danielsson 和 Uthemann（2024a）中所指出的，如果监管当局希望保持重要性，就必须在 AI 应用方面迎头赶上。

到目前为止，金融监管当局在人工智能方面进展缓慢，同时发现推进人工智能应用具有挑战性。这需要文化和人员的改变、监督必须改变且必须分配非常重要的资源。

人工智能的利与弊

我们将人工智能视为一种计算机算法，用来执行以前通常由人类完成的任务，例如给出建议和做出决策，而不像机器学习和传统统计学那样只提供定量分析。对于经济和金融应用，将人工智能视为理性最大化主体是特别有帮助的，这是诺维格和罗素在 2021 年对人工智能的定义之一。

人工智能有其独特的优势和劣势。它非常善于发现数据中的模式，并快速、廉价且通常可靠地做出反应。

然而，这取决于它是否能够访问相关数据。金融系统每天产生海量的数据。但这还不够。为监管当局工作的金融部门人工智能还应从历史、伦理、法

律、政治和心理学等其他领域汲取知识，并在不同领域之间建立联系，且必须对包含此类联系的数据进行训练。即使我们能做到这一点，我们也不知道从广泛的领域和高层次目标中汲取知识的人工智能将如何表现。当进行推断时，它的建议可能会被人类专家判定为完全错误，甚至是危险的。

最终，这意味着在根据现有知识进行推断时，人工智能提出建议的质量应由人类进行检查。

监管当局如何利用人工智能

正如 Danielsson 和 Uthemann（2024b）所讨论的，金融监管当局拥有大量可用于训练人工智能的公共和私人信息，包括：

1. 以往规定遵守的情况和监督决定的意见
2. 价格、交易量以及在固定收益、回购、衍生品和股票市场中持有的证券
3. 商业银行的资产和负债
4. 金融网络连接，如跨机构、跨境风险敞口
5. 文本数据
 - 规则手册
 - 央行讲话，政策决定，工作人员分析
 - 过去危机解决的记录
6. 内部经济模型
 - 利率期限结构模型
 - 市场流动性模型
 - 通货膨胀、GDP 和劳动力市场预测模型
 - 政策分析的均衡宏观模型

数据并不充分，仍然需要大量的人力资源和计算。彭博社（Bloomberg）报道称，2022 年美国银行业的数据、分析和人工智能专家的平均工资为 90.1 万美元，欧洲为 67.6 万美元，这超出了金融监管当局的能力范围。这与央行收入最高的行长收入类似。一般技术人员的收入要少得多。

然而，这些问题很容易被夸大。最大的支出是在大型公开文本数据库上训练人工智能。主要的人工智能供应商已经承担了这一成本，监管当局可以利用迁移学习，以可控的成本用专业知识来增强由此产生的通用引擎。

利用人工智能

人工智能在许多领域对金融监管当局非常有用。

它可以通过设计规则和条例、并强制遵守这些规则来帮助微观当局。虽然人类监督者最初会做出执法决定，但人类反馈的强化学习将帮助监督型人工智能变得越来越高效，从而变得更加自主。对抗性架构（如生成对抗性网络）可能特别有利于理解权威-私营部门互动的复杂领域，如欺诈检测。

人工智能也将有助于宏观当局，例如就如何最好地应对压力和危机提供建议。他们可以对压力的替代反应进行模拟，提出建议并实施干预措施，并分析极端压力的驱动因素。监管当局可以在人工实验室使用生成模型来试验政策和评估私营部门的算法。

人工智能也将在一般的经济分析和预测中发挥作用，通过使用公共和私人数据、已建立的经济理论和先前的政策分析，从而进行迁移学习来增强通用基础模型。具有来自人类专家反馈的强化学习在改进引擎方面是有用的。举几个例子，这样的人工智能对那些进行经济预测、政策分析和宏观审慎压力测试的人非常有益。

AI 产生的风险

AI 还带来了新类型的风险，特别是在宏观方面。在许多应用中，一个关键的挑战是，模型结果需要涵盖我们在现有数据中很少观察到的行为，例如在压力时期市场参与者之间复杂的相互关系。

当人工智能在其训练数据集中缺乏必要的信息时，它的建议将受到过去所发生事情的限制，从而不能充分反映新的情况。这就是人工智能报告其建议的统计置信度非常重要的原因。

面对所有这些风险，监管当局可能会得出结论，人工智能应该只用于低层次的建议，而不是决策，并且要注意让人类参与其中，以避免不良后果。然而，这可能并不像人们想象的那样是一个大的特点。人类可能无法理解人工智能在金融系统的内部表现。这种引擎还可以采取行动以消除人类操作员做出较差选择的风险，实际上成为影子决策者。

虽然当局可能并不希望，但它对人工智能的运用可能最终会达到这一程度。随着我们开始信任人工智能的分析和决策，并意识到它在日益复杂和重要的任务中表现得如此费用低廉和出色，它可能最终会负责一些关键功能。人工智能的成功创造了信任。而这种信任是在相对简单和安全的重复性任务中赢得的。

随着信任的建立，关键的风险是我们变得过于依赖人工智能，以至于当局无法在没有人工智能的情况下实施控制。完全拒绝人工智能是不可能或非常不安全的，特别是随着人工智能不断优化而变得不可替代。最终，我们可能会变得依赖于一个我们并不完全甚至部分理解的批判性分析和决策系统。

人工智能应用于金融政策的六大标准

这些问题把我们带到了评估人工智能在金融政策中应用的六个标准。

1.数据。人工智能引擎是否有足够的数据用于学习，或者是否有其他因素对人工智能建议和决策产生重大影响，但这些因素在训练数据集中可能无法获得？

2.易变性。人工智能是否必须遵守一套固定的不可改变的规则，或者监管机构是否会根据事件更新规则？

3.目标。人工智能能否被赋予明确的目标，并根据这些目标对其行动进行监测，或者这些目标是否不明确？

4.权威。人类工作人员是否有权作出决定，是否需要委员会的批准，或者是否有一个完全分布式的决策过程来解决问题？

5.责任。私人 AI 是否使当局更难监测不当行为并在滥用事件中承担责任？特别是，能否将损害责任明确地分配给人类？

6.后果。发生错误的后果是小的、大的但可控制的、还是灾难性的？

我们可以将这些标准应用于特定的策略操作，如下表所示。

表 1 特殊监管任务和 AI 后果

Task	Data	Mutability	Objectives	Authority	Responsibility	Consequences
Fraud/Compliance Consumer protection	Ample	Very low	Clear	Single	Mostly clear	Small
Microprudential risk management Routine forecasting	Ample	Very low	Mostly clear	Single	Clear	Moderate
Criminality Terrorism	Limited	Very low	Mostly clear	Multiple	Moderate	Moderate
Nation state attacks	Limited	Full	Complex	Multiple & international	Moderate	Very severe
Resolution of small bank failure	Limited	Partial	Clear	Mostly single	Mostly clear	Moderate
Resolution of large bank failure Severe market turmoil	Rare	Full	Complex	Multiple	Often unclear	Severe
Global systemic crises	Very rare or not available	Full	Complex & conflicting	Multiple & international	Unclear even ex-post	Very severe

结论

人工智能将对金融监管当局产生相当大的帮助，但也存在当局因人工智能而失去控制的重大风险。

如果金融当局希望继续有效地监督金融体系，就必须改变自己的运作方式。许多权威人士会发现这很有挑战性。人工智能需要新的监管方式，包括不同的方法论、人力资本和技术。人工智能的高成本和人工智能供应商的寡头垄断性质带来了特别的挑战。如果金融当局不愿且缓慢地与人工智能接触，他们将面临重要性下降的风险。

然而，当金融当局拥抱人工智能时，将对他们履行使命有相当大的好处。微观审慎监管的设计和执行业务将会受益，因为大量的数据、相对不变的规则和目标的明确性都有助于发挥人工智能的优势。

对宏观当局来说更具挑战性。人工智能将帮助扫描系统的漏洞，评估对压力的最佳反应，并找到最佳危机干预措施。然而，它也带来了人工智能幻觉的

威胁，因此也带来了不恰当的政策反应。衡量人工智能建议的准确性将是至关重要的。如果当局克服其经常不情愿的心态，采用一致的量化框架来衡量和报告其基于数据的投入和产出的统计准确性情况，将是有益的。

金融当局需要意识到人工智能的好处和威胁，并将这种意识纳入他们为社会提供的服务的业务执行过程中去。

本文全文原题为“[How the financial authorities can take advantage of artificial intelligence](#)”，作者 Jon Danielsson 是伦敦政治经济学院系统风险中心主任；Andreas Uthemann 是加拿大银行首席研究员、伦敦政治经济学院系统风险中心研究员；本文于 2024 年 3 月 19 日发表在 VoxEU 官网专栏。[单击此处可以访问原文链接。](#)

气候极化与绿色投资

Anders Anderson , David Robinson /文 廖世伟/编译

导读：气候变化是一个特别容易出现政治极化和“非对称更新”的话题，人们倾向于对符合先前信念的信息给予更多的重视，而对挑战这些信念的证据给予较少的重视。本专栏报道了瑞典两项调查的结果，这两次调查之间相隔了一次高温，结果显示，虽然大多数人在高温过后更加关注气候变化，但居住在瑞典右翼民主党得票率较高地区的男性平均而言对气候变化的关注程度有所降低。总体而言，更关注气候变化的个人倾向于选择气候评分更高的退休基金。编译如下：

气候变化是一个特别容易出现政治极化和“非对称更新”的话题，人们倾向于对符合先前信念的信息给予更多的重视，而对挑战这些信念的证据给予较少的重视。本专栏报道了瑞典两项调查的结果，这两次调查之间相隔了一次高温，结果显示，虽然大多数人在高温过后更加关注气候变化，但居住在瑞典右翼民主党得票率较高地区的男性平均而言对气候变化的关注程度有所降低。总体而言，更关注气候变化的个人倾向于选择气候评分更高的退休基金。

在从移民、气候变化、性别认同到外交政策等一系列复杂问题上，我们面临着一连串看似矛盾的事实，我们必须对这些事实进行筛选，形成对该主题的明智看法。经济学家使用“非对称更新”一词来捕捉这样一种想法，即在这些情况下，我们通常习惯于驳斥与先前秉持的信念不相符的证据。非对称更新被广泛理解为政治极化上升的一个重要因素，我们在全球许多情况下都看到了这种情况，这种极化与欧洲右翼民粹主义的兴起密切相关。

气候变化是一个特别容易出现非对称更新和政治极化的话题。尽管气候变化的步伐可能在迅速加快，但总的来说是一个缓慢的过程。它会持续几十年，而不是几周或几个月。任何个人所做的决定都不太可能对气候产生任何可衡量的影响，即使是大规模的变化也需要集体行动。与此同时，局部天气条件的高频变化可能会让人对气候变化的总体方向感到困惑。那些错误地将气候和天气等同起来的人常说的一句话：“如果地球变得越来越热，那为什么外面还这么冷？”

在我们的研究中，我们感兴趣于了解对气候变化的认知如何影响家庭进行气候友好型投资的意愿。就理解金融和气候变化如何相互作用而言，这是一个关键问题。传统观点认为，随着更多资本流入气候友好型投资工具，绿色投资项目的资本成本下降，可能会加快气候适应的步伐。此外，家庭进行气候友好型投资的意愿反映了他们如何将气候因素纳入长期退休储蓄的核心决策标准风险或回报权衡中，与此同时，气候友好型投资以及环境、社会 and 治理（ESG）投资的更广泛的投资趋势，已成为世界大部分地区的极化议题。

为了研究这些问题，我们对瑞典家庭进行了两次具有全国代表性的大规模调查，分别在 2018 年冬季和 2019 年冬季进行。调查衡量了他们对气候变化重要性的信念以及这些信念如何随着时间的推移而变化。在两次调查之间，2018

年夏天，瑞典遭遇了破纪录的高温，引发了 50 多起不同的森林大火，并在整个北欧地区引起了广泛的媒体关注。

我们进行的分析集中在两个核心问题上。高温如何改变了人们对气候变化的严重性和重要性的看法？它如何影响人们做出气候友好型投资选择的意愿？

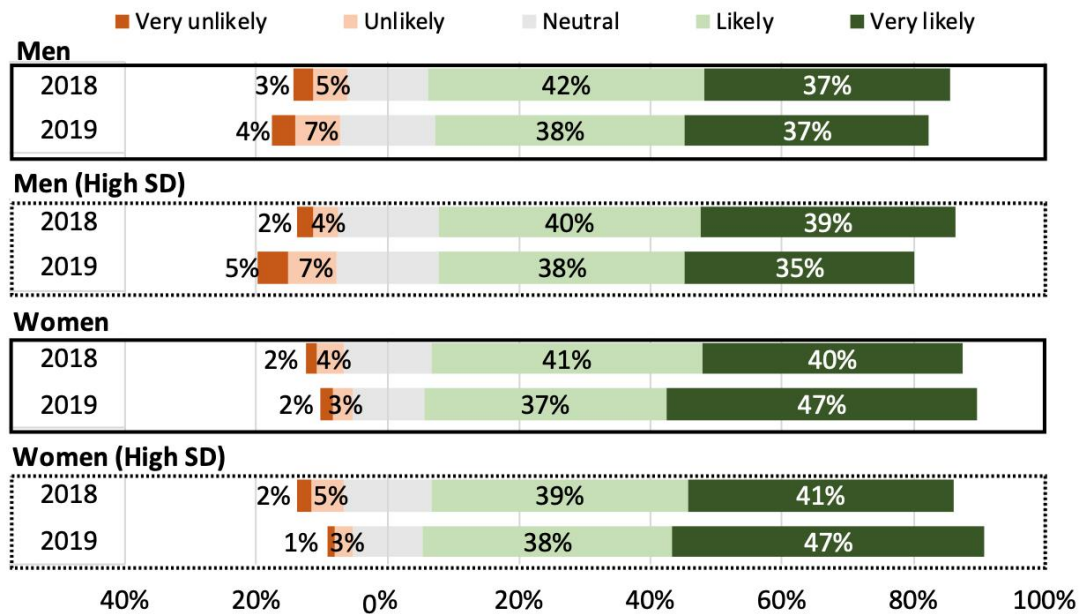
尽管天气和气候是截然不同的自然现象，但第一个问题很重要，因为极端天气事件已被证明在许多情况下起到了唤醒作用。例如，格林斯通（Greenstone, 2019）的研究表明，与五年前相比，现在有更多的美国人相信气候变化，并将日益恶劣的天气作为他们改变观点的原因。天气引起的偏好冲击已经在各种情况下进行了探讨，包括汽车购买（Busse 等人，2015），房地产价格（Bernstein 等人，2015）、股票价格（Choi 等人，2020）和期权定价（Krutli 等人，2021）。

我们在这里找到的答案令人惊讶。尽管在两次调查中，平均受访者对气候变化的关注略有增加，但这种平均水平的适度变化掩盖了重要的意见分歧。虽然大多数人变得更加担心，但相当大比例的个人在高温过后对气候变化的关注减少了。

利用瑞典行政数据的粒度，我们能够将受访者映射到他们的选区（参见图 2）。为了研究政治极化在这种意见分歧中所起的作用，我们测量了瑞典民主党（SD）选区的投票率。瑞典民主党（Sweden Democrats）是瑞典的一个右翼民粹主义政党，在过去几次选举中大受欢迎。他们反对气候变化，并公开反对瑞典应对气候变化的承诺。此外，政党领导人兜售关于气候变化的性质、规模和严重性的错误信息来支持他们的立场。我们将居住在该党投票率高的地区的个人与投票率低的地区的个人进行了比较。

高瑞典民主党选区的受访者普遍不太关心气候变化，也不太可能认为政府有必要采取行动应对气候变化。平均而言，在我们的调查中，居住在极端天气事件地区附近的男性对气候变化更加关注，而在高 SD 地区的男性中，这种影响则相反，他们对气候变化的关注程度较低（见图 1）。

图 1 2018 年和 2019 年的温度评估

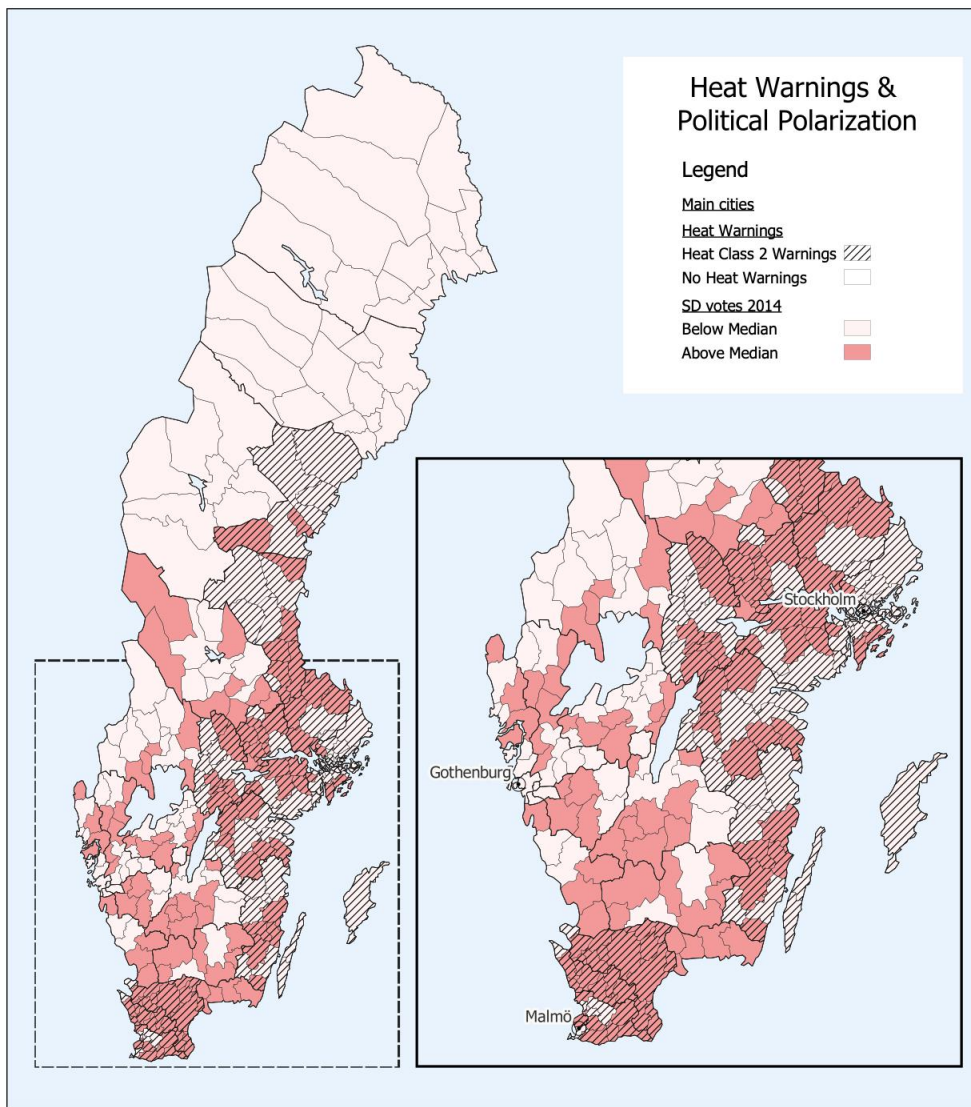


注：此图显示了对以下调查问题的回答：“未来 20 年，全球气温上升 1 摄氏度的可能性有多大”。在 2018 年和 2019 年收集了相同的 2561 个人的回答，范围从“非常不可能”到“非常可能”。结果分别针对生活在高或低 SD 选区的男性和女性。

接下来，我们询问这些意见是否对退休储蓄行为有任何影响。为了研究这一问题，我们将调查结果与瑞典养老金系统中持有的共同基金联系起来，该系统允许个人将其养老金储蓄的一部分直接用于参与政府储蓄系统的数百个共同基金中的多达五个不同的共同基金。该系统有一个网络界面，便于投资者根据 ESG 因素以及各种其他负面指标来筛选潜在的基金选择。

总体而言，更关注气候变化的个人倾向于投资于晨星（Morningstar）气候评分更高的基金。但这种影响仅集中在瑞典民主党（SD）选民投票率较低的地区。在生活在高 SD 选民投票率地区的受访者中，不太关心气候变化的受访者在退休投资组合中减少了排除化石燃料基金的比重。

图 2 高温警告和政治极化



这些发现说明政治极化可以影响普通家庭在资本市场的投资行为。在瑞典退休制度的更广泛背景下，这一结果显得更加重要，因为瑞典退休制度从几乎没有排除化石燃料基金的选择到由排除化石燃料基金主导。随着对气候变化的关切日益尖锐，理解个人层面的行为力量的作用以及这些力量如何聚合成市场层面的结果是学者、市场参与者和政策制定者等的一个重要课题。

本文原题为“Climate polarisation and green investment”。本文作者 Anders Anderson 是斯德哥尔摩经济学院金融学副教授，也是瑞典金融学院研究员。David Robinson 是福卡商学院金融学教授以及国家经济研究局的助理研究员，并担任创业工作组的联合主任。本文于 2024 年 3 月刊于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

本期智库介绍

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/>

Kiel Institute for the World Economy (IfW Kiel) 基尔世界经济研究所

简介：基尔世界经济研究所是一个研究全球经济事务、经济政策咨询和经济教育的国际中心。该研究所尤其致力于为全球经济事务中的紧迫问题提供解决方案。基尔研究所的研究领域包括经济预测、经济政策咨询、出版物、全球解决方案倡议、科学教育和公共关系。该研究所在其研究的基础上，向政策、商业和社会决策者提供咨询，并向更广泛的公众通报国际经济政策的重要发展。

网址：<https://www.ifw-kiel.de/>

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/>