

全球智库半月谈

斯密式增长的良性螺旋：作为矛盾的殖民主义

宏观审慎政策立场评估的增长风险：一个综述

中日韩三边经济合作可缓解紧张局势

欧洲央行必须适应通胀波动的环境

基尔研究所夏季预测：经济衰退隧道尽头的一些曙光

盘点：美元资产、黄金和官方外汇储备

旅程——中国：富足的时代

本期编译

廖世伟

宋海锐

王悦人

熊春婷

薛懿

赵元彬

（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

经济理论

斯密式增长的良性螺旋：作为矛盾的殖民主义 6

导读：在世界经历第四次工业革命信息技术革命之际，我们回顾一下第一次工业革命的结果，这次工业革命始于亚当·斯密撰写《国富论》之时。作为历史记录，我们引用了 Daron Acemoglu 和 Simon Johnson 最近对权力与进步的研究，他们描述了创新的好处是如何在当时的英国社会中分配的。本文关注的是殖民统治下的印度，其中出现了两个主题。首先，在一家总部位于伦敦并被英国政府授予垄断权力的私人公司的控制下，技术转让如何足以在一个世纪或更长的时间里阻碍“斯密式增长的良性螺旋”。其次，两个世纪的殖民统治是如何剥夺了土著居民抵御饥荒的关键保障，即民主问责制。

宏观审慎政策立场评估的增长风险：一个综述 12

导读：这是一篇关于风险增长（Growth at Risk, GaR）的文献综述，主要用于宏观审慎政策立场评估。在确认主要发现和贡献基础上，本文重点关注当前文献中存在的挑战。关键挑战是政策变量的测量和强度，以及内生性问题的缓解。本文建议改进测量政策本身及其强度的方法，审查政策的内生性调整和不同的数据来源。最后，这篇综述将为 GaR 宏观审慎方法的未来路径提供见解。

全球视野

中日韩三边经济合作可缓解紧张局势 36

导读：中日韩三国近期表示“继续讨论加快中日韩三边自由贸易协定的谈判”，可能会调整和复制拜登政府在 2022 年推动的经济合作协定“印度-太平洋经济框架”的相关内容，特别是供应链和清洁能源协议方面。尽管三国之间存在差异和复杂性，但以中日韩三边自由贸易协定为形式的合作有助于恢复信任和重建地区持续稳定的制度

欧洲央行必须适应通胀波动的环境 39

导读：欧洲央行在中短期内面临三大挑战。一是在财政政策大幅收紧的环境下实施货币政策，这意味着如果利率回落至零下限，欧盟各国政府的支持欧洲央行的价格稳定目标方面可能会受到限制。二是在存在分裂风险的情况下实施货币政策的长期问题，这是欧元区仍未克服的难题，而且在中期内也不太可能完全克服。三是欧洲央行必须调整其货币战略，以适应由供给冲击和经济供给侧结构性变化驱动的通胀波动环境

基尔研究所夏季预测：经济衰退隧道尽头的一些曙光 42

导读：根据基尔研究所的夏季预测，德国正在经历温和的经济复苏。预计今年经济产出将增长 0.2%（春季预测为 0.1%）。经济好转将主要由出口和消费的复苏推动。然而，没有迹象表明经济走势强劲。基尔研究所预计 2025 年的增长率为 1.1%（春季预测为 1.2%）。预计通胀率将稳定在 2% 左右，劳动力市场将基本保持强劲。

盘点：美元资产、黄金和官方外汇储备 45

导读：本文深入分析了自 2023 年底以来全球中央银行政策制定者持有的官方外汇储备中美元资产和黄金的比例变化情况，以及这些变动背后的原因。近年来官方对黄金需求的增长普遍被市场解读为一种远离美元资产、寻求多元化投资组合的努力。本文研究结果表

明，黄金在全球外汇储备中的比重仍然相对较低，而且大多数黄金持有量的增加来自少数几个国家，全球其实并没有出现广泛的去美元化现象。

旅程——中国：富足的时代 51

导读：本文深入分析了中国经济发展的现状与未来趋势，报告认为，中国的资本积累策略有效地提高了低收入群体的生活水平，并在全球经济中确立了中国的领导地位。它反驳了西方对中国消费和投资不平衡的批评，强调资本积累是推动经济增长的关键。文章还指出，中国的人口老龄化并不是经济增长的障碍，因为资本的积累可以弥补劳动力的减少。此外，中国的高科技领域，如电动汽车和可再生能源，显示出私营部门的活力，尽管房地产市场正在调整，但中国政府正在通过基础设施投资和技术创新来寻找新的增长动力。报告建议投资者选择性地投资中国股票，而不是依赖宏观市场策略，为理解中国经济发展模式提供了全面的视角，并为投资者提供了宝贵的洞见。

本期智库介绍 73

斯密式增长的良性螺旋：作为矛盾的殖民主义

Marcus Miller/文 廖世伟/编译

导读：在世界经历第四次工业革命信息技术革命之际，我们回顾一下第一次工业革命的结果，这次工业革命始于亚当·斯密撰写《国富论》之时。作为历史记录，我们引用了 Daron Acemoglu 和 Simon Johnson 最近对权力与进步的研究，他们描述了创新的好处是如何在当时的英国社会中分配的。本文关注的是殖民统治下的印度，其中出现了两个主题。首先，在一家总部位于伦敦并被英国政府授予垄断权力的私人公司的控制下，技术转让如何足以在一个世纪或更长的时间里阻碍“斯密式增长的良性螺旋”。其次，两个世纪的殖民统治是如何剥夺了土著居民抵御饥荒的关键保障，即民主问责制。编译如下：

在世界经历第四次工业革命信息技术革命之际，我们回顾一下第一次工业革命的结果，这次工业革命始于亚当·斯密撰写《国富论》之时。作为历史记录，我们引用了 Daron Acemoglu 和 Simon Johnson 最近对权力与进步的研究，他们描述了创新的好处是如何在当时的英国社会中分配的。

本文关注的是殖民统治下的印度，其中出现了两个主题。首先，在一家总部位于伦敦并被英国政府授予垄断权力的私人公司的控制下，技术转让如何足以在一个世纪或更长的时间里阻碍“斯密式增长的良性螺旋”。其次，两个世纪的殖民统治是如何剥夺了土著居民抵御饥荒的关键保障，即民主问责制。

本文最后简要介绍了当今印度的产业政策如何帮助传播当前信息技术革命的好处

关键词：亚当·斯密；专业化；发展；殖民化；饥荒；经济史案例研究

1. 前言

在比较优势理论的指导下，大卫·李嘉图认为一个国家的自然禀赋是其国际贸易的关键决定因素。然而，在《国富论》中，亚当·斯密提出了另一种不那么预先确定的观点。Amartya Sen (2016, p. 286) 将其解释为：专业化的好处和规模经济和技能形成，创造并扩大了贸易和交流的机会。然而，斯密的推理表明，要在某一领域获得专业化的好处，一个国家并不一定要拥有预先存在的天然优势：专业化创造了自己的资源基础。

要了解为什么这会导致持续增长的过程，Duncan Foley 概述了他所谓的“经济发展的良性循环” (Foley, 2016, p. 10):

劳动分工和市场规模之间的联系创造了一个正反馈系统，在这个系统中，劳动分工的增加降低了成本，提高了实际收入，扩大了市场，从而导致劳动分工的进一步增加。这一进程创造了一个自我强化的经济发展的积极螺旋。对斯密来说，这种积极的反馈过程就是国家财富的深层秘密。

2. 专业化：一个成功的故事 - 对一部分人而言 - 在英国

对工业革命时期的英国来说，专业化确实带来了贸易的深度扩张，以及经济增长率的持续增长。但是，为了在整个英国社会更公平地分配福利，英国花

了许多年时间，并施加了巨大的政治压力。例如，正如 Katherine Moos(2020)指出的那样，在企业最大化其个人利润的过程中，工厂法的通过解决了工人健康和环境被外部性破坏的“社会协调问题”。

Daron Acemoglu 和 Simon Johnson 最近的专著(以下简称 A&J)对工业革命时期英国“技术与繁荣的斗争”进行了全面的描述。然而，关于对其他国家的影响，情况看起来非常不同。他们说：“即使是在英国创造了共同繁荣开端的技术，也可能，也确实让世界各地数亿人陷入更深的痛苦之中。”印度就是一个很好的例子。为什么如此？

2a.先发优势

首先要注意的是，新技术的全球领导者可以从“先发优势”中获益。由于工业革命始于英国，作为“斯塔克尔伯格领导者”（**Stackelberg leader**），它可以选择高水平生产，并在世界工业产品市场上占有比“斯塔克尔伯格追随者”（**Stackelberg followers**）更大的份额。

然而，一个更重要的因素是，英国工业革命时期（1750-1910年）恰逢巨大的殖民扩张时期。

2b.殖民控制

在对印度经验的评估中，Tirthankar Roy（2012年，第208页）强调了殖民统治下“市场一体化”的好处。

马克思主义者认为，现代帝国，尤其是印度的大英帝国，热衷于维持市场一体化，这一点是正确的。特殊利益整合的动因是法律、语言 and 知识。法律、语言和技能的帝国保护伞的后果是多种多样的。在最广泛的层面上，它为商品和要素市场交易创造了条件。英国的专有技术与印度的资本、劳动力和自然资源的结合所产生的技术溢出效应相当可观。否则就无法解释印度的早熟工业化。

然而，他也承认，在帝国框架内追求市场一体化存在根本性矛盾。“市场一体化意味着对自由主义和自由的信仰，而征服其他社会的行为本身则意味着对自由的否定。” Roy (2012, p.209)。

事实上，正如威廉·达尔林普尔(William Dalrymple)在《东印度公司的无情崛起》一书中所指出的：并不是英国政府在20世纪90年代中期占领了印度。Dalrymple (2019, p. 194): “十八世纪中叶占领印度的不是英国政府，而是一家私人公司。印度向殖民主义的过渡是通过营利性公司的机制进行的，该公司的存在完全是为了使其投资者致富……”

当然，亚当·斯密（Adam Smith）对垄断的批评是出了名的：因为在追求私人利润的过程中，他们积极地试图扭曲竞争性定价这只“看不见的手”的运作。他对东印度公司（成立于1600年，但在1757年普莱塞特战役后对印度事务的控制越来越多）实施的“殖民地贸易垄断”进行了批评，并得出了这样的结论：“从各方面来看，这些排外的公司都令人讨厌；总是或多或少地给他们建立

的国家带来不便，对那些不幸落在他们政府统治下的人具有破坏性。”（Smith 1776/1976, p.641）。

受殖民统治的国家面临的不仅仅是声称拥有大量市场份额的先行者。它们还受到许多额外的阻碍，例如，先行者有能力操纵关税并引导资金和技术知识的流动，以使其自己的生产享有特权，并阻碍其殖民地附属国的生产。

即使是像英国这样的先行者，也花了近一个世纪的时间，才通过更高的劳动收入和更好的工作条件，将技术进步的好处更广泛地传播到英国社会。而这仅仅是重大的法律和政治变革的结果，赋予了工人阶级更多的权力。

与此同时，印度掌握在一家私人公司手中，该公司以主权的身份行事，目标狭隘，但权力不受约束。尽管东印度公司在一百年后被有效地“国有化”，但英国的官方统治已经奠定了基础，直到 1947 年印度独立。

5. 印度和英国：人均产出的一些历史细节

作为背景，安格斯·麦迪森（Angus Maddison）从 1600 年到 1947 年的印度人均产出（按不变价格计算）的汇总数据如表 1 所示。关于殖民时期的结果，如最后三列所示，他评论道：“在英国统治的第一个世纪，社会结构的变化和旧治理方法的替代导致了人均收入的持续下降，这种下降始于 18 世纪初莫卧儿政权的解体。从 1857 年到 1947 年独立，人均收入缓慢增长。”（Maddison 2001, p. 113）

为了进行比较，他还提供了英国的人均产出数据（第 2 行）。最后一行显示，在殖民统治的第一个世纪，印度的人均产出与英国的人均产出之比从 40% 左右降至 20%（第二个世纪降至 10%）。

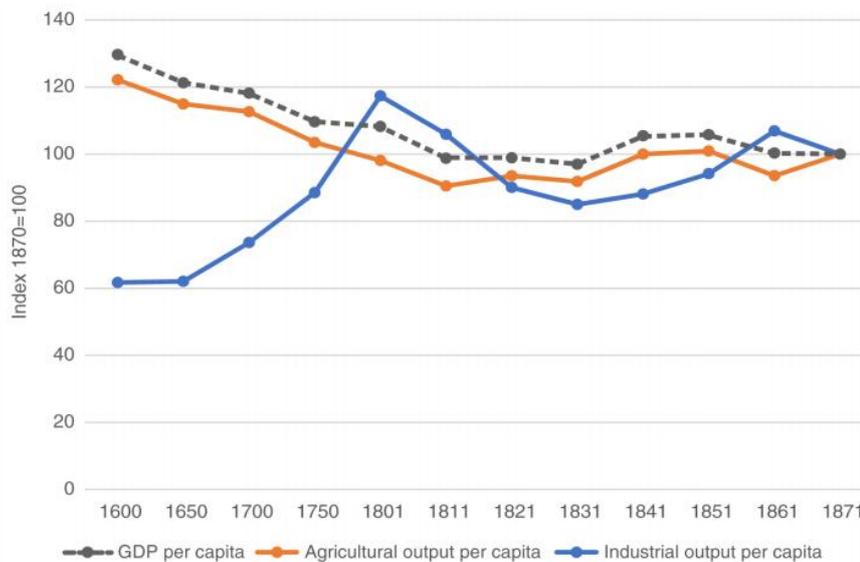
表 1:1600-1947 年印度和英国的宏观经济表现比较

	1600	1700	1757	1857	1947
India	550	550	540	520	618
UK	974	1,250	1,424	2,717	6,361
Ratio	56%	44%	38%	19%	10%

资料来源：Maddison (2001, p. 112). （1990 年美元）

然而，在托尼大学关于印度殖民经历的讲座中，比什努普里亚·古普塔教授(Gupta, 2019)强调了分解的必要性；并分别追踪了 1600 年至 1871 年期间的人均工农业产出的演变，如图 1 所示。

图 1.1600-1871 年印度人均 GDP、农业产出和工业产出（1871=100）



值得注意的是，1750年后，由于纺织品最初从印度运出，人均工业产出上升；但这种增长并没有持续下去。事实上，1870年制造业的劳动生产率比本世纪初还要低！还要注意的，由于工业部门比农业小得多，人均产出的时间序列与农业的时间序列更为接近，而农业在19世纪或多或少处于停滞状态。

因此，至少在十九世纪，印度错过了“斯密式增长的良性螺旋”。正如古普塔教授(Gupta, 2019, p. 804,805)所观察到的：“融入世界经济并没有改善殖民地印度的经济命运。17世纪和18世纪纺织品贸易的增长与收入的下降同时发生。面对从英国进口的工业产品不断增加，工业产出从1800年下降，农产品出口增加。经济没有进入现代经济增长阶段。”

6. 十九世纪的去工业化

图1所示的印度人均工业产出的时间序列有助于说明A.K.Bagchi(1976)所称的印度去工业化。A&J(第208页)提供了这方面的更多详情，如下所示：“东印度公司阻止了棉织品出口回印度。但这部分贸易垄断于1813年结束，导致纺织品大量流入印度市场，尤其是从兰开夏郡。这是印度经济去工业化的开始。到19世纪后半期，国内纺纱厂供应的市场份额不超过25%，甚至可能更少。乡村工匠被廉价的进口产品赶出了这个行业，不得不依靠种植粮食或其他作物。”

在殖民统治下，政府对铁路网络的大量公共投资又如何？尽管它令人印象深刻，但这并没有阻止去工业化，因为根据1853年的“达尔豪西主义”，铁路投资的民用目标是改善英国获得原棉的途径，帮助销售欧洲制成品；吸引英国资本进入印度的钢铁工业，因为印度铁路所需的几乎所有东西都来自英国。(Tharoor, 2016, p.209)。

事实上，正如古普塔教授（Gupta, 2019, p. 808）所指出的那样，尽管“印度以前是一个工业出口国，但作为一个农业出口国，它慢慢融入了大英帝国的全球经济。”那么，许多失业的纺织工人转向的农业又如何呢？

7. 农业和饥荒

农业投资不足，因此，如图 1 所示，农业生产停滞不前。

通过灌溉提高农业生产力的公共基础设施投资明显不足。事实上，“在资本账户中，灌溉只占铁路支出的不到 10%”，尽管“灌溉公共投资的回报与铁路的回报相当”。（Gupta, 2019, p. 808）。

此外，私人努力成为一种“贫困陷阱”的牺牲品。不管是地主还是非地主制度，耕种者本身都太穷了，无法对土地进行投资。殖民时期的印度没有为耕种者提供信贷的机构，耕种者依赖于当地的放贷者获得任何类型的高利率信贷。因此，必要的投资，特别是修建水井的投资，在私人主导制度下并没有实现。Gupta(2019, p. 813)

对 A&J 而言，对社会负责的技术进步的前提条件是全社会共享利益。以此类推，道德上站得住脚的农业政策的前提条件是，在粮食短缺时努力防止饿死。然而，他们认为：“英国人从来没有在灌溉、内陆水道和清洁水方面进行足够的投资，当人们没有其他食物来源或买不起市场提供的食物时，他们从来没有关注铁路的力量。最终，铁路连接成为预防饥荒政策的有效要素。但直到英国人离开印度之后。”（A&J, 2023, p. 210）

殖民占领在多大程度上阻碍了工业进步，这可能是一个涉及反事实历史的辩论问题。但是，在整个英国统治时期，在一系列无情的大饥荒中，它对数百万人的死亡负有什么责任？

正如 Shashi Tharoor (2016, p. 177) 所指出的那样，饥荒几乎总是可以避免的，其原因不是缺乏食物，而是无法获得食物；因此，这种分配是关键；民主是一种使粮食能够得到广泛和公平分配的政府制度。

他还证实，自从殖民统治结束，印度成为世界上人口最多的民主国家以来，那里没有发生过大饥荒。

8. 结论

A&J 关于印度如何受到第一次工业革命影响的评论以一种悲观的方式结束。他们说，“技术在提高生产力方面具有巨大潜力，可以改善数十亿人的生活”，但同时也警告说，“技术的道路往往是有偏见的，往往主要给那些社会上有权势的人带来好处。没有政治参与或发言权的人往往被抛在后面。”（A&J, p.210）

当前，随着新信息技术的迅猛发展，世界正在经历第四次工业革命。希望历史的教训能够帮助避免许多人在第一次工业革命中所忍受的贫困，这样像印度这样的国家就可以在进步的浪潮中采取行动，确保利益得到广泛普及。

然而，根据 Gupta 和 Basole（2020，第 341 页），似乎目前印度的经验是全球“过早去工业化”趋势的一部分，其中制造业在附加值和就业方面的峰值份额(约 15%)正在达到人均收入比过去低得多的水平。

尽管如此，他们对印度业务流程管理(ITBPM)部门的 IT 和辅助服务活动前景的调查提供了积极进展的前景。因为他们得出结论，“对 ITBPM 持续和协调的政策支持有可能扩大该行业，并在此过程中为其他部门创造大量就业机会。”(Gupta & Basole, 2020, p.360)。事实上，他们引用的就业乘数是 3 比 4。

当这些时代的历史被书写时，这些是否会被记录下来，用以显示技术变革的好处是如何在印度社会中更广泛地分配的？

本文原题为 “The virtuous spiral of Smithian growth: colonialism as a contradiction ”。本文作者 Marcus Miller 是华威大学经济学教授。本文是 2024 年 4 月发表的工作论文。[单击此处可以访问原文链接。](#)

宏观审慎政策立场评估的增长风险：一个综述

Maria Demertzis/文 薛懿/编译

导读：这是一篇关于风险增长（Growth at Risk, GaR）的文献综述，主要用于宏观审慎政策立场评估。在确认主要发现和贡献基础上，本文重点关注当前文献中存在的挑战。关键挑战是政策变量的测量和强度，以及内生性问题的缓解。本文建议改进测量政策本身及其强度的方法，审查政策的内生性调整和不同的数据来源。最后，这篇综述将为 GaR 宏观审慎方法的未来路径提供见解。编译如下：

1. 引言

宏观审慎政策（macroprudential policy, MP）的效果如何？如何衡量其立场？几十年来，人们对货币和财政政策的规模和有效性进行了大量研究。与之相比，宏观审慎政策仍然相对较新，需要做更多的工作来识别和评估其传导渠道（ESRB, 2021）。我们仍未就起始问题达成共识的其他原因是，政策本身存在高度不确定性（Buch 等, 2018）；宏观审慎政策的因果效应尚未得到充分探讨（由于数据不可用和定义问题）；宏观审慎政策的影响可能蔓延到金融系统的其他部分而难以提供成本-收益分析；难以量化金融稳定风险，以及由于其与金融稳定目标之间的模型关系不稳定，导致宏观审慎政策工具普遍具有不确定性。中央银行对宏观审慎政策立场本身的定义不同，正如 Arslan & Upper（2017）的调查所示：可以将其视为无条件定义（在货币政策中，这意味着关注利率水平）或有条件定义（同样，在货币政策中，这意味着关注与中性利率的偏差）。此外，很难将多种且通常不同的工具归纳到一个衡量标准。此外，Villar（2017）的研究显示，三分之二的央行没有明确的金融稳定量化目标。

因此，MP 的目标之一是降低未来发生金融危机的可能性及其对实体部门的溢出效应，因为金融危机代价高昂（见实证研究结果：Jordá 等, 2013；Reinhart & Rogoff, 2009；Laeven & Valencia, 2012, 2013）。减少金融系统的系统性风险可以降低未来发生金融危机的可能性，同时提高金融系统韧性（Sánchez & Röhn, 2016）。

“风险值”（At-risk）方法在过去几年备受关注，无论是用于政策目的，如 López-Salido & Loria（2021）的通胀风险估计，Lang & Forletta（2019, 2020）的银行资本风险，Deghi 等（2020）和 Škrinjarić & Sabol（2023, 2024）的房价风险；还是其他一般风险跟踪，如 Adams 等（2020）的失业风险，Eguren-Martin 等（2021）或 Gelos 等（2022）的资本流动风险（2021），或 Botelho 等（2023）的劳动风险。这种方法使我们能够跟踪许多重要变量的下行风险，包括货币和宏观审慎政策。

增长风险（Growth-at-Risk, GaR）通过将金融稳定和 MP 工具与实体经济联系起来，已经发展成为一个衡量 MP 有效性及其立场的概念。GaR 将经济中当前的宏观金融状况与其整个分布中的未来 GDP 增长联系起来。它对政策制定

者具有直接的可解释性，并且可以直接与 MP 定义联系起来（见 Prasad 等，2019）。用于衡量 MP 立场的 GaR 概念有助于确定政策本身收紧或放松的跨期权衡：通过比较 MP 在限制未来增长的极端负面取值实现获得的“收益”与限制未来增长分布的其他部分（更好的增长）的“成本”。GaR 具有直观的解释，因为它与 GDP 增长的单位相同，从而更容易与经济的整体表现联系起来。实证研究利用这一方法来估计 MP 对未来经济增长的总体影响，并以此讨论政策本身的立场：我们可以根据 MP 对未来 GDP 增长的极端负面实现与平均实现的影响，来讨论更紧或更松的政策立场。因此，GaR 捕捉了已应用的政策工具和金融稳定目标之间的平衡。

本文的目的是确定到目前为止在这一领域所做的工作，梳理文献的结果，提取重要的信息，并为今后的工作提供一些基础信息和建议。本文的结果可以为决策者提供帮助。在回顾了 GaR 背景下宏观审慎立场的主要发现之后，我们对迄今为止的主要挑战进行了剖析：对于实证研究中使用的宏观审慎政策变量如何定义仍然缺乏共识，这一点亟待解决。然后，政策变量本身的内生性仍然没有得到充分解决，因为只有几篇论文讨论了这个问题。政策本身的强度是另一个需要解决的挑战。在当前设置中，分析实际上应用的是所谓的措施频率，而不是强度。文献中其他相关变量的定义也不尽相同，无法进行比较。

尽管有许多关于 GaR 建模主题的介绍性论文，但关于测量宏观审慎政策立场的全面且系统的综述（重点是以 GaR 作为主要测量方法）并不存在。大多数现有文献通过实证应用来介绍“风险值”建模的方法，即在一组国家或特定国家的分析中，复现开创性 GaR 论文的结果。在此，我们综合了这些研究结果，为未来工作找到最佳实践。为本文强调的现有挑战提供解决方案，为获得宏观审慎政策立场评估的连贯框架，减少政策不作为偏差，以及加强与公众的沟通提供了一个良好的起点。

本文其余部分的结构如下。第二节简要介绍了一般 GaR 建模的背景，并向感兴趣的读者介绍了开创性的论文。在第三节中，我们回顾了是在 GaR 背景下对宏观审慎立场进行明确建模的工作的主要发现。为了识别文献中的挑战，我们在第四节对其进行了剖析，该部分研究了测量政策变量、定义其强度、处理内生性、纳入 COVID-19 效应以及其他有趣的挑战。因此，第四节和第五节描述了宏观审慎政策变量和方法的当前背景和问题，到目前为止已经做了什么，以及在未来的工作中可以做些什么来解决这些挑战。之后，第六节总结了我们从阅读所有这些研究中学到的一般性结论。

2. 背景

2.1 最新进展

引入“风险值”框架来衡量宏观审慎政策立场，是在两个政策工作领域的基础上开始的。一个是加强对未来 GDP 增长的预测，不是简单的预测，而是关注未来增长的下行风险，同时包括具体的宏观金融状况（Adrian 等，2019）。由于政策制定者对未来 GDP 增长的糟糕实现比好的实现更感兴趣，Adrian 等（2019）研究了借助以前从未使用过的额外金融条件预测整个分布的可能性。另一个领域基于金融脆弱性指标研究了金融危机的可预测性，因为它们反映了有关金融周期和金融危机的信息（Boyarchenko 等，2022a），后者对未来增长具有深远影响。因此，Boyarchenko 等（2022a）研究了不同的潜在候选变量，这些变量可用于评估其预测经济衰退的能力。

估计 GaR 的最常用方法是使用分位数回归方法（Koenker，2005；Davino 等，2013；Koenker & Bassett，1987），因为它使研究人员能够估计解释变量在增长分布不同部分的影响。特别关注分布的左尾（“风险”增长率），也就是较低百分位数（第 5 或第 10 百分位）的增长率（即 GaR 值），它反映了 GDP 动态突然下降的概念，这会造成重大的金融稳定风险。

GaR 研究随后被扩展，将宏观金融条件与未来经济增长动态联系起来。这些分析的结果现在被认为是关于宏观金融联系的典型事实：系统性风险指标（如 Covar、MES、SRISK 等）可以提高短期 GDP 增长预测的准确性（Giglio 等，2015，2016）；金融状况恶化与未来平均 GDP 增长下降有关，无论当前的金融状况如何，上行“风险”都较低（Adrian 等，2016，2019）；对于中期预测，将 GaR 方法与金融脆弱性指标结合起来也很重要（Aikman 等，2018），因为这些指标被大量探讨对未来 GDP 增长的影响。解释变量对未来增长的影响存在期限结构（Adrian 等，2018，2022），即对未来 GDP 增长的影响不仅在增长分布的部分不同，而且因短期和中期而异。

2.2 扩展方法

随后，如 Kygier 和 Vasi（2021，2022）以及 Plagborg-Møller（2020）等所探讨的那样，随着 MP 跟踪并获得更有用信息，即关于其对未来可能出现的风险的中期预测能力，文献在分析中纳入了金融脆弱性指标的不同变化。其他人研究了模型中金融状况分析所用变量的各种定义和转换，如 Alessandri 等（2019）；Buseti 等（2020）的经济不确定性测量；O'Brien 和 Wosser（2021）使用国民收入替代 GDP。有些研究甚至专注于在 GaR 框架下构建不同指标之间的马力赛跑，如 Lang 等（2023）。

一些方法围绕 GaR 方法及其扩展进行了探讨：Chicana 和 Nivin（2021）中最终 GDP 增长分布拟合的不同方法；De Lorenzo Buratta 等（2022）的下行和上行风险、熵和其他概率测量；比较估计 GaR 值本身的不同方法方法，如 Brownlees 和 Souza（2021）以及 Kipriyanov（2022）；或者对不同的金融状况指标和不同的估算方法进行评估，如 Szendrei 和 Varga（2023）所做。此外，

正如 Hodula 等（2023）表明，特定结构性风险水平较高的国家在解释信贷风险实体化的严重性和宏观审慎政策发挥更大作用两方面具有重要作用，一些论文试图处理这一事实，如 O'Brien 和 Wosser（2022）以及 Gächter 等（2012）所发现的。

对于正在了解本文概念的读者可参阅本调查附录中的表 A1 和表 A2。他们总结了为理解 GaR 概念及其目的而进行的初步研究的主要发现和特点，而表 A3 则从理论角度总结了宏观审慎政策立场。最后，Poghosyan（2020）中给出了其他相关研究的综述。

2.3 GaR 和压力测试

GaR 方法的流行也蔓延到了压力测试（stress testing, ST）中。目前，欧洲央行（ECB）和国际货币基金组织（IMF）在压力测试框架内提出了使用 GaR 的具体方法。我们将在本节中讨论最有趣的结果。

尽管 GaR 框架现在几乎完全嵌入了 IMF 的压力测试方法（见 Ding 等，2022；Adrian 等，2020），但它主要用于情景校准目的，而不是用于 MP 立场评估。其基本思想是利用分位数回归（QR）来预测未来 GDP 增长分布的不同部分，并评估这些实现的概率。这些结果用于情景开发阶段，以检查变量路径的合理性。预计该方法将扩展到其他相关的宏观金融变量，并在未来评估 MP 立场。

我们观察到越来越多的 ECB 出版物使用 GaR 方法。有几项初步研究开发了模型，随后在后来的工作中使用：White 等（2015a, b）是首批引入多变量方法对分位数回归建模的论文之一。作者的动机是开发一个框架，该框架可以捕捉模型中所有变量分布尾部之间的相互依赖关系。作者建立了一个多元分位数回归模型，在每个分位数上都有“准”脉冲响应函数。“准”这个词意味着不能像在线性 VAR 模型中那样获得这样的 IRF。相反，假设在某一点上对系统中的一个变量进行了一些干预。然后，观察这种干预的效果来估计准 IRF。本文的应用并不集中在 GDP 增长和金融状况的问题上，但它为随后的实证工作奠定了基础。

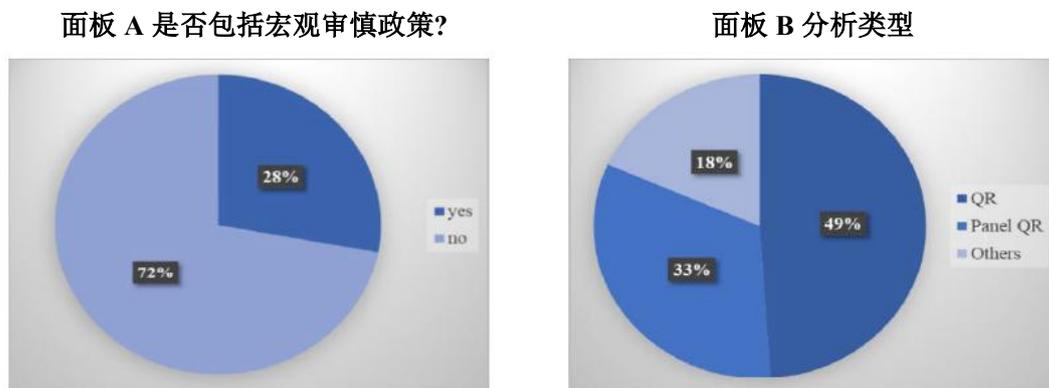
Chavleishvili 和 Manganelli（2019/2020）以及 Chavleishvili 等（2021a 和 b）是与 Adrian 等（2016, 2019）开创性文章相对应的多变量研究。在第一篇论文中，GaR 被嵌入到更广泛的宏观审慎政策文献中，并提出了建立风险管理框架的建议。第二篇提供了第一篇中使用的估算方法的技术细节。作者建立了一种结构分位数向量自回归（quantile vector autoregression, QVAR）模型，并将其应用于工业生产指数和金融压力指标的双变量设置。虽然没有包括 MP 变量，但该论文提供了如何在该设置下进行基本的压力测试模拟，并进行反事实分析，因为这对于随后包括 MP 的论文将变得很重要。

后来 ECB 论文将 GaR 纳入欧元区银行业压力测试（Banking euro area Stress Test, BEAST）。Budnik 等（2021）中发现了一种应用，文章观察了《巴塞尔协议 III 最终版》在欧元区的影响。该模型包括 19 个欧元区经济体的 90 多家银行，并对巴塞尔改革的成本和收益进行了对比。研究结果显示，虽然短期成本存在于平均增长率下降和信贷动态减少方面，但从长期来看，GaR 的收益超过了这些成本。Boucherie 等（2022）更侧重于宏观审慎政策立场评估。除了估计 GaR 外，由于 ECB 建模方法具有丰富的数据结构，作者还对风险贷款（lending-at-risk, LaR）进行了研究。文章发现，宏观审慎政策立场在 2019 年之前收紧，但在 Covid-19 危机期间中断。之后在 2021 年，立场再次收紧。由于该模型嵌套在 BEAST 框架内，它还能跟踪货币和宏观审慎政策之间的相互作用。我们预计，未来将出现更多使用多元方法评估宏观审慎政策立场的 ECB 实证研究。

2.4 本文关注的论文

本次调查重点关注那些试图衡量 MP 立场的论文，其余部分将侧重于那些将宏观审慎政策作为变量纳入分析的论文。后一种做法的论文目前很少。原因是数据不可用，因为大多数经济体是在全球金融危机之后才更正式地引入了 MP 措施。此外，在许多情况下，措施的数量和调整频率都不高，也是缺乏利用 MP 变量进行研究的原因。

图 1 文献的基本结构



通过阅读大多数与本研究相关的重要论文，我们意识到，只有约 28% 的论文实际上在分析中包含了 MP 变量立场以评估政策（图 1，面板 A），其中一半是单一国家分析（QR-分位数回归，图 1，面板 B），而另一半是面板分位数回归和其他方法，包括政策变量，但没有 GaR 方法。在本文的其余部分，我们将重点关注 GaR 方法，而图 1 面板 B 中的“其他”方法在附录中的表 A2 中进行了总结。

3. 关于宏观审慎政策立场的主要发现

在本节，我们将研究评估 MP 立场的 GaR 论文的主要发现，以了解该领域文献的现状，并确定主要挑战。论文按以下顺序自然分组。有几篇论文扩展了 Adrian 等（2016）的原始方法，将资本要求作为额外变量纳入分析。之后，无论是在单一国家还是在跨国面板数据中，研究开始使用完整的宏观审慎政策指数作为政策本身的指标。另一个流派开始比较基于资本的措施（capital-based measures, CBM）和基于借款人的措施（borrower-based ones, BBM）的效果。部分文献表明，观察货币政策和宏观审慎政策的相互作用非常重要，因此已经有几篇论文试图将这一点纳入分析中。我们对这些论文进行了概述，重点介绍一些主要结果。然后在第 4 节中讨论这些论文面临的挑战。

3.1 资本要求

用于衡量宏观审慎政策立场的主要指标是某种形式的指数（详见第 4.1 节）。了解详情）。然而，也存在一些例外情况，即作者关注的是与资本要求相关的更窄范围的工具。由于监管机构规定这一工具是为了提高银行系统的资本充足率，因此可以将其作为一项单独的宏观审慎政策措施来观察，并且在研究正式的 MP 工具数据库时，也会将其作为一项单独的工具纳入正式指数中。因此，将资本要求（比率）作为（部分）MP 指标是有意义的。在全球金融危机之后，这是许多国家增强金融体系韧性的主要工具之一。Aikman 等（2019a, b），Lloyd 等（2022, 2023）& Boyarchenko 等（2022b）都使用了资本比率作为变量，但作者们称其为一种韧性的衡量指标，而非政策工具。我们可以说，系统的韧性是资本要求增加的结果。尽管如此，要区分系统的韧性并不容易，因为它取决于宏观和微观审慎资本要求，以及个别信贷机构的管理/偏好（见 ESRB, 2021）。

Aikman 等（2019 a, b）在其分析中纳入了金融体系中期脆弱性的不同变量，以评估增长的可预测性。除了 GaR 预测中使用的常规宏观金融条件外，还包括资本要求动态，作为金融系统韧性的指标。这项研究的主要结果表明，更高的资本要求导致三年内 GDP 风险值累计提高 0.9 个百分点。这促使作者进行了一次逆周期资本缓冲（countercyclical capital buffer, CCYB）模拟，以在全球金融危机爆发前提高资本要求为例。不出所料，结果表明，在全球金融危机爆发前提出此类要求将大大抵消 GDP 风险。我们可以概括这些发现，如果宏观审慎政策在系统中施加更高的资本要求，由此产生的 MP 立场将会收紧，因为它会对未来的 GaR 值产生积极影响。这在论文中被称为宏观审慎干预。

Lloyd 等（2022, 2023）主要关注有助于分析的外国因素的重要性（侧重于发达经济体），并发现即使在控制国内指标后，外国脆弱性也会显著且稳健地影响未来国内 GDP 增长的条件分布。作者将资本比率作为衡量银行体系韧性的指标。比率越高，未来一个季度的 GaR 预测值就越低，这与上述研究类似。Boyarchenko 等（2022）也谈到了较高的资本比率代表着更高的韧性，并发现资

本比率增长大大降低了信贷增长和金融状况出现最坏结果的可能性。关于对未来 GaR 的影响，作者发现，除了作者所说的通过信贷增长和金融状况产生间接影响之外，资本比率增长还有进一步的直接影响。对于中位数增长率，未发现有任何关系，作者从几个方面解释了原因：银行不是实体经济的唯一信贷提供者，并非所有银行同时增加或减少资本，银行在增加资本时不必牺牲对经济的信贷供应，因为它们通常在经济扩张期间增加资本，可以将资本增长用于这一目的。

值得注意的是，这些分析包括了资本要求不断提高的后全球金融危机时期。目前还缺乏对降低资本要求如何影响未来增长的研究。未来，可以借鉴观察在 Covid-19 危机期间削减 CCYB 利率如何影响贷款的文献（见 Mathur 等，2023，或 Couaillier 等，2024），并将这一时期也纳入分析。然而，将疫情纳入分许也存在一些挑战（见第 4.4 节）。

3.2 完整的宏观审慎政策指标

资本要求并不是宏观审慎政策可以使用的唯一工具，其他工具包括贷款价值比（loan to value, LTV）限制、信贷增长限制等（Alam 等，2019 中共有 17 类）。已经有一些尝试整理各国和不同时期的所有工具（见第 4.1 节）。现在研究人员已经有几个全面的 MP 工具数据库，可以据此获得完整的宏观审慎政策指标并用于测量 MP 立场。大多数论文在实证分析中使用了完整的宏观审慎政策指数/指标（macroprudential policy index/indicator, MPI）变量。这意味着所有具有宏观审慎特征的工具都用于构建 MPI。原因很简单：即使是基于面板的方法，大多数工具单独来看并没有足够的的数据点来进行分析。因此，最简单的方法是讨论 MP 可以应用的所有工具和手段，以评估未来 GDP 增长的有效性。

一些国家有足够的关于政策变量的数据，可以采取单一国家方法进行研究。这些通常是自 20 世纪 90 年代以来就实行积极宏观审慎政策的国家。单一国家方法有时比面板方法更好，有以下几个原因：Ampudia 等（2021）的研究表明，与面板相比，国别分析代表了对单一国家层面政策的深入探讨；并且论文使用了一些金融周期变量，但根据文献发现，这些变量之间并不能很好地同步（Oman, 2019；欧洲央行，2014；Samarina 等，2017）。当由此产生的模型可用于评估基于借款人的措施的效果时，单一国家研究对这些措施的影响提供了更有针对性的分析（Signorini, 2022）。然而，目前来看，结果充其量是不确定的（见 Škrinjarić, 2023b），原因可能是数据定义、缺乏 MP 指数变量强度调整以及普遍缺乏涉及极端事件的数据（单个国家分析在分布的极端尾部没有足够的的数据点，因此无法获得可靠的估计）。令人惊讶的是，使用面板分析的论文并不多。欧盟国家是最常被研究的国家，因为关于宏观审慎政策工具的国际数据库恰恰对这些国家有的覆盖范围最大。总之，迄今为止，基于借款者的措施似乎取得了显著效果。

关于具体的研究发现，有几篇有趣的论文如下。Brandao-Marques 等（2020）估计了面板分位数回归（时期：1990-2016年），以评估政策对 GDP 增长和通货膨胀的影响。文章通过观察政策变量与估计的政策规则的偏差，将政策意外纳入分析。作者发现了政策在降低平均增长和提高 GaR 增长之间权衡的证据。可以说，这是 ESRB（2019a, 2021）中从理论角度描述的结果的“教科书”示例。当关注对通胀的影响时，没有发现跨期权衡，作者对此的解释是，分析中包括的国家的通胀预期锚定良好。

Galán & Rodríguez-Moreno（2020）利用 1970 年到 2019 年的季度数据，对 27 个欧盟国家的 GaR 和 HaR 进行探究。该研究的新颖之处在于将金融周期作为分析中的一个额外解释变量，从而可以根据金融周期的阶段来研究 MP 措施的影响。作者发现，在不同分位数和周期的不同阶段之间，结果存在异质性：在金融周期扩张期间，MP 收紧有积极影响，而在收缩期间，MP 放松对 GaR 有积极影响，并且这种影响在短期内更为显著。Drenkovska & Volčjak（2022）是最近一项针对斯洛文尼亚案例（2003-2020 年期间）的 GaR 研究。作者的动机是制定一个宏观审慎政策框架，将 MPI 纳入 GaR 分析，结果发现 MPI 在分析中并不重要。因此，作者认为，应在今后的工作和实践中改进这一分析。

Fernández-Gallardo 等（2023）对 12 个发达经济体（时期：1990 年第一季度至 2017 年第四季度）的最新研究提供了一些关于 MP 工具因果效应的见解。作者使用叙述-识别策略，发现 MP 对未来 GDP 增长的中位数增长没有影响，但收紧 MP 可以通过减少增长本身的方差和将分布的左尾向中心移动而产生收益。另一个重要发现是，MP 影响信贷的构成：紧缩的 MP 能有效防止家庭和企业信贷激增。作者还探讨了货币政策对信贷增长和房价的影响，并发现紧缩的 MP 降低了未来信贷增长分布的右尾（包括家庭和企业）。

我们可以从这些研究中得出几个结论：当使用面板分位数回归方法时，有足够的数以更可靠的方式评估 MP 的有效性。此类研究很少，并且其时间序列于 2019 年结束。未来的分析应扩展时间序列，不仅要评估疫情时期的影响，还要了解过去两年金融周期的新转折如何影响结果。此外，这组文献中的研究没有考虑到面板设置中包括的经济体之间的重要结构性差异。我们已经提到了试图处理这一事实的论文（O'Brien & Wosser, 2022；以及 Gächter 等, 2022），但这些分析并未评估 MP 立场。未来的工作可以更多地集中在这些改进上，以便确认结果的稳健性。

3.3 具体的 MP 工具：基于资本与基于借款人的措施

有几项研究分别考察了基于资本的措施（capital-based measures, CBM）与基于借款人的措施（borrower-based measures, BBM）的效果。这是有道理的，因为之前关于宏观审慎政策的一般有效性非 GaR 实证研究结果（见附录中的表 A2）确实发现，这两种类型的 MP 对平均增长和贷款的影响不同。此外，从概

念的角度来看，基于借款人的措施应对最终结果产生不同的影响，因为它们同时影响贷款的供给和需求方面，而基于资本的措施则专门针对供给方面（见 Alam 等，2019）。获得关于 BBM 与 CBM 措施潜在不同效果的信息对决策者非常有用，因为他们可以据此定制具体工具。

Galán（2020a, b）使用与 Galán & Rodríguez-Moreno（2020）相同的数据（见上一小节），并将其扩展到评估基于 CBM 与 BBM 的指标，同时测试不同的模型规范和稳健性检验。作者在此基础上得出了几点结论。宏观审慎政策对降低 GaR 值有显著的积极影响，而对中位数增长则有负面影响。与金融周期指标的交互作用与 Galán & Rodríguez-Moreno（2020）先前的研究结果相同。当区分 CBM 和 BBM 措施时，发现后者能更好地缓解未来的 GaR 值，而前者在正常和扩张时期更有效。因此 Galán（2020a, b）得出的结论是，决策者最好在金融周期的早期使用 CBM 措施，而 BBM 措施可以在后期使用。Brandao-Marques 等（2020）还在面板设置中单独评估了 BBM 对 CBM 措施的影响。作者发现 BBM 措施对 GaR 值有好处，而 CBM 被发现更有利于建立金融系统的韧性（即，通过发现它们在资本积累的繁荣时期不会对中位数增长产生负面影响）。

除了增长变量之外，Belkhir 等（2020, 2022）还关注金融危机的可能性，这与成本效益分析的方法略有不同。作者评估了一组国家，但将其分为新兴经济体（emerging economies, EE）和发达经济体（advanced economies, AE），因为新兴经济体国家在全球金融危机之前采取了各种政策来加强金融体系的韧性，这可能会影响整体结果。宏观审慎政策对危机发生可能性的影响被视为分析的受益部分，因为分析表明，宏观审慎政策降低了未来发生此类危机的可能性。另一方面，对平均增长率的影响被视为成本。主要结果表明，收益已经超过成本，并且新兴经济体的结果更加突出。作者还评估了 BBM 和 CBM 措施之间的差异。研究发现，贷款价值比（loan to value ratio, LTV）等 BBM 措施比基于金融的措施具有更大的收益。Cucic 等（2022）是一项关于丹麦 GaR 和 HaR（时期：1982-2022）的简短实证案例研究。其中，BBM 和 CBM 措施也像以前的论文一样被分别进行了研究。作者的结论是，BBM 措施使整个增长分布向右移动，而 CBM 措施在 GaR 和中位数之间进行权衡。

总之，到目前为止，这组论文的结果表明，就分类为 BBM 或 CBM 的措施而言，MP 有效性存在一些差异。与 CBM 相比，BBM 对未来增长的影响更大，但这取决于经济所处的金融周期阶段。人们发现，CBM 措施在脆弱性积累的早期阶段更有助于增强系统的韧性。这为决策者提供了信息，即不仅应在金融周期的不同阶段应用不同的 MP 工具，而且正确估计经济的金融周期也很重要（更多详情见 Lang 等，2019，或Škrinjarić，2023b）。

此外，发达经济体与新兴经济体的结果也存在差异。这并不奇怪，因为即使在全球金融危机爆发之前，新兴经济体在实践中也有许多不同的工具。到目

前为止，似乎 BBM 措施在新兴经济体中更有效，而 CBM 措施在发达经济体中更有助于降低银行业危机发生的可能性。其他国别特征也会影响结果：对于更开放的国家 and 金融更发达的国家，宏观审慎政策的有效性较低（Boar 等，2017）。关于放松 MP 的信息和研究最少。随着时间的推移，政策制定者将调整工具，再次放松和收紧 MP，这样的分析应该重新进行，以便我们对这种行为有更好的理解。

3.4 将其他政策纳入分析

由于本文撰写时的高利率环境，关于货币政策和宏观审慎政策之间的相互作用得到广泛讨论。我们发现有几项研究考察了其他政策的影响，甚至探讨了它们在 GaR 环境中的相互作用。也许最有趣的分析是关于货币政策和宏观审慎政策之间的相互作用，因为从理论角度来看，关于这种相互作用的争论相当广泛。一种思路认为，如果以经济中信贷质量恶化为形式的宽松金融条件导致金融脆弱性的累积，那么只有宏观审慎政策才能有效，因为它可以影响信贷来源的质量，而货币政策则不能（Collard 等，2017）。其他人则声称，最好是两种政策同时发挥作用：在放松金融条件之后，宏观审慎政策不足以应对其后果。因此，货币政策需要帮助抵消金融条件的放松并减少信贷供应（Stein，2013）。在过去的几年里，实证工作开始检验这些考虑因素。

Sánchez & Röhn（2016）可能是这组论文中最早的一项重要研究，重点关注面板研究中的经合组织国家（时期：1970-2014 年）。作者评估了各种政策及其对未来增长的影响：除 MP 外，还评估了劳动力市场、外部政策、监管甚至机构质量。需要注意的是，该研究逐一考察了这些政策的影响，但没有观察到政策之间的相互作用。相反，增长是基于使用单个政策作为解释变量来预测的。当关注 MP 时，主要结果表明，当政策收紧时，未来平均产出增长降低，但尾部风险也会降低。总体来说，宏观审慎政策以及以借款人为目标的工具子集在较高的 GDP 增长分位数上与 GDP 增长显著负相关，这表明收紧 MP 与较小的正增长冲击相关。然而，由于与其他政策相比，这一政策相对较新，因此得出的结论是，今后应对此进行更多的探索。在研究审慎的银行监管政策时，研究结果表明，监管更有效的国家最终经历的负增长冲击更小。总体而言，作者的结论是，他们的研究结果与文献一致，即宏观审慎政策旨在减少周期的繁荣阶段。

Duprey & Ueberfeldt（2018，2020）同时研究了货币和宏观审慎政策对加拿大实际增长的影响（时期：1992-2020 年）。这些论文采用了双重方法：从理论和实证的角度考察了两种政策之间的相互作用。作者的研究结果表明，与货币政策紧缩相比，宏观审慎政策紧缩在降低未来增长的下行风险方面更有效。这两项政策都通过不影响中位数增长来降低左尾风险，并通过银行的信贷渠道增加第 5 百分位数的增长。据作者所知，这项研究是该研究领域中唯一一项既进

行实证分析，又对 MP 效应的理论模型进行校准的研究。作者开发了一个模型，并模拟了宏观审慎政策制定者的选择集，显示了如果采取与 2018 年的实际政策一致的紧缩立场，将如何实现收益。

Franta & Gambacorta (2020) 是另一篇将货币政策与宏观审慎政策相结合的论文。该研究将 GaR 概念应用于 56 个国家的样本（时期：1980-2012 年），来评估通货膨胀、货币政策利率和 MPI 的影响。其他控制变量不包括在内，因此在解释这些结果时需要谨慎。作者重点关注 MPI 中的 LTV（贷款价值比）和贷款损失准备金，以了解其对未来 GDP 增长的影响。结果表明，贷款价值比缩小了未来增长的整体分布，而贷款损失准备金仅使分布的左尾上移。这是一项非常简短的研究，没有介绍关于纳入货币政策的结果。

上文提及的 Brandao-Marques 等 (2020) 的研究也分析了货币和宏观审慎政策之间的相互作用。作者解释说，中央银行在实践中可能会同时使用这两种政策的组合。因此，作者希望通过将这两种政策作为解释变量纳入模型，来探究迄今为止所观察到的这些相互作用的总体影响。分析结果表明，将两种政策结合起来是有收益的。当国内金融条件较为宽松时，与同时收紧两种政策相比，在收紧宏观审慎政策的同时采取宽松的货币政策，带来的收益更大。这可以解释为，紧缩宏观审慎政策带来的好处，被因金融条件宽松而出台的紧缩货币政策产生的成本抵消了。

总之，这两种政策之间的相互作用取决于国家的具体特点、对金融体系其余部分的溢出效应和泄露效应以及其他因素。今后的工作应更明确地包括这两种政策之间的相互作用和权衡，以便相应地理清它们的影响和程度。我们预计未来会有更多关于政策相互作用的理论和实证研究。例如，欧洲央行已经开始将 GaR 方法纳入其压力测试中，并在 Boucherie 等 (2022) 的文章中研究货币和宏观审慎政策之间的相互作用。在撰写这篇文章时，在利率上升的新时代，这一点尤其重要。然而，一些研究仍然忽略了关键的宏观金融变量作为系统性风险累积的控制变量和衡量指标（如 Sánchez & Röhn, 2016）。此外，并不是所有的论文都评估了模型中 MP 和其他变量影响的期限结构。检查 MP 工具的影响在时间上的分布非常重要（详见第 5.2 节）。

4. 宏观审慎政策变量面临的挑战

我们对本文提及的相关文献中仍然存在的几个挑战进行了总结。本节讨论的可能是最重要和最具挑战性的问题——宏观审慎政策变量的正确定义和衡量。另一个重要的主题是 GaR 本身的方法论挑战，我们将在下一节中对此进行讨论。

4.1 MPI 数据的不同来源

宏观审慎政策由过去 25 年中引入的许多不同措施和工具组成。在过去几年中，已经开发了关于宏观审慎政策工具的不同数据库，因此在实证分析中更容

易跟踪和使用 MP 数据。ECB（2018）和 IMF（2022）数据库是常用的数据库，不仅在 GaR 文献中，在其他利用 MP 作为变量的实证研究中也有使用。ECB 数据库名为 MaPPED，是一个综合数据集，其中包含自 1995 年以来欧盟国家采取的大约 1500 项政策行动。审慎监管当局已提交了措施、措施说明和其他相关信息。由于 MP 在全球金融危机之后在某种程度上已经正式化，在此之前的其他措施已被追溯分类，以适应宏观审慎的性质。它还包括措施的变化，即是否进行了微调，因此它为分析提供了一个很好的起点。为了定义 MP 变量本身，我们需要收集关于 MP 工具激活或停用、频率以及其他相关信息的数据，例如工具的意图以及公告和生效的日期。

IMF 的数据库 IMAPP 综合了各种来源的信息，包括宏观审慎政策调查和每年提交信息的国际货币基金组织成员国。该数据库还对提交的每一项措施进行了详细描述，并进行了详细分类，但需要注意的是，并非每一项措施都包括在内（比如，在样本期开始之前引入的措施），并且只有那些与官方文件交叉核对的措施才包括在内（这意味着未以英文公开宣布的措施可能不包括在数据库中）。国际货币基金组织没有考虑一些可被广泛归类为“其他”但具有宏观审慎性质的措施，而欧洲中央银行则考虑了这些措施。更多信息和其他来源见附录中的表 A4。

在撰写本文之前，除了 Škrinjaric（2023）的讨论外，相关文献中尚未发现关于这个问题的讨论，Škrinjaric 展示了在为 MP 相当活跃的国家构建一个累积 MPI 测度时，存在很大差异，这取决于我们使用的是 ECB、IMF 的数据库，还是使用中央银行内部数据库与这两个来源进行全面交叉核对后的数据库。作者在收集 MPI 数据是通常不会对其进行额外检查。这也可能影响 GaR 模型中的结果，因为一些措施可能被错误分类，可能有错误的公告或生效日期，以及其他可能的错误。因此，建议将来对这些数据集进行交叉检查。

4.2 衡量宏观审慎政策的变量

衡量 MP 立场的另一个挑战是 MP 变量本身的定义和测量。宏观审慎政策变量涉及许多不同的工具，其中一些是基础广泛的，另一些是有具体目标的，还有一些实际上并非宏观审慎工具，是在全球金融危机后被调整为宏观审慎目的。首次引入工具的效果与后来对工具本身进行微调的效果之间也存在差异。

MP 变量的定义。对宏观审慎政策本身的定义仍然缺乏共识。通过观察上一节中提到的实证数据库，可以看到 MP 工具是作为二元指标来衡量的，这些指标提供的信息包括工具的宣布时间、引入时间以及工具的方向（即是收紧还是放松措施）。除了收集这些信息并以某种方式对其进行总结（见本节的其余部分）外，对于什么是真正的 MP 立场还缺乏一致意见。讨论 MP 立场的部分文献将其定义为从任何可用数据库中收集的 MP 指数值（以下简称 MPI）。例如，Akinci & Olmstead-Rumsey（2015）指出，“..这些累积变量将虚拟变量

（紧缩与宽松之差）相加，以了解一个国家在某一季度的“宏观审慎政策立场”。Orćehajić & Košak（2019）指出：“我们通过加总一段时间内的所有政策变化（包括紧缩和宽松）来估计我们的主要宏观审慎措施。这使我们能够捕捉特定国家和特定时期的整体宏观审慎立场。”还有一些人在实证模型中使用 MPI 指标，然后在评估对经济增长的影响时谈论 MP 立场。也就是说，立场需要通过其对经济增长的影响，在 GaR 框架内来理解。

令人惊讶的是，一些论文没有明确描述 MPI 指标以何种形式进入分析（净值、累积值等）。通常采用描述性形式给出 MP 工具。因此，作者定义简单的二元变量，其中+1 值表示在给定的季度 T 中发生了收紧措施，-1 表示放松措施：

$$mpi_t = \begin{cases} 1, & \text{如果一项措施正在收紧} \\ 0, & \text{测量缺失（或缺失）} \\ -1, & \text{如果一项措施正在放松} \end{cases} \quad (1)$$

通常情况下，模棱两可和缺乏措施的情况被赋予零值。公式（1）可以适用于任何措施，也可以细分并且只考虑某一措施。例如，人们可以只关注 LTV 比作为一种工具。这意味着仅当该工具被激活或微调时，才会应用公式（1）。更多细节详见 Cerutti 等（2017），Budnik & Kleibl（2018），Garcia Revelo 等（2019）。还有一些其他研究，则不考虑政策在某一季度收紧或放松的次数。这意味着在同一季度内，作者放入+1，而不是取+N（其中 N 是紧缩措施的数量）。更多细节详见 Garcia Revelo 等（2020）。

为了克服 MPI 指数缺乏可变性的问题，一些作者试图通过使用累积 MPI 指数来解决这一点。它是（1）中的值的简单累加，计算公式为：

$$MPI_t = \sum_{t=1}^T mpi_t \quad (2)$$

然后在分析中使用这种转换（见 Akinci & Olmstead-Rumsey，2015）。然而，Plagborg-Møller 等（2020）以及 McCracken & Ng（2016）评论说，如果可能的话，最好使用平稳变量，对于宏观审慎政策历史较长的国家，MPI 的累积值通常不是平稳的。这就是为什么更多的研究着眼于累积指数的逐年变化：

$$\Delta MPI_t = MPI_t - MPI_{t-4} \quad (3)$$

如 Galán（2020 a, b），Vandenbussche 等（2015）Cerutti 等（2017）和 Alam 等（2019）。其他可能的转换方法可以在 ESRB（2021）中找到，例如（2）中累积 MPI 指标的 20 季度变化。

因此，结果的解释取决于 MPI 的定义。另一件需要注意的事情是，转换还需要有意义的解释（除了在解释估计系数时的字面解释）：当我们使用 GaR 方法来估计 MP 对未来经济增长的影响时，观察 MPI 在 20 个季度内的变化对未来 16 个季度的影响意味着什么？虽然宏观审慎政策措施需要一段时间才能产生效果，但我们也需要考虑这些效果的持续时间。

措施的强度。到目前为止，前面小节中讨论的值并没有告诉我们任何关于测量强度或其相对重要性的信息。大多数已发表的论文仍然在使用上述定义的MPI。然而，如果我们通过举一个简单的例子来思考这种方法的后果，就可以理解为什么这会给获得有意义的结果带来问题。让我们比较一下在同一季度引入逆周期资本缓冲（countercyclical capital buffer, CCYB）的两个国家。国家A立即引入2%的值，并在接下来的几个季度中保持不变。另一方面，B国引入了0.5%的值，并在随后的每个季度将其增加0.5个百分点，直到与A国一样达到2%。在上一小节所述的当前设置中，这意味着A国在第一季度获得+1，由于之后没有变化，该工具的值将为0，累积值为原始单位值。另一方面，国家B在每个季度都获得+1，这意味着在结束时，其累积MPI结果的值为4。由于宏观审慎变量的动态显著不同，这种分布可能会显著影响最终结果。我们可以说，在这种情况下，MPI反映的是措施的频率，而不是强度。

因此，必须考虑到政策的起始水平、变化的强度、进入工具包的工具类型以及工具的停用。已经有一些这样的尝试。Eller等（2020），Vandenbussche等（2015）和Richter等（2018 a, b, 2019）对此进行了一些初步研究（见表1）。其他方法包括Galán（2020b），他使用平均监管LTV来检查原始未经调整的MPI结果的稳健性，得到的结果与研究第一部分中的主要结果一致。Chari等（2022）定义了CCYB、LTV比和外汇（foreign exchange, FX）宏观审慎立场的等权指数，另一个是基于对CCYB和LTV的主成分分析，以及样本国家之间的比较度量，即将一个国家实施的工具的值与样本的平均值进行比较。

遗憾的是，关于如何解决这一问题的共识尚未达成，因为研究表明“我们认为更重要的政策行动给予更高的权重”，正如Meuleman & Vander Vennet（2020）所述，以及随后发表的Fernández-Gallardo & Paya（2020）。这是未来研究需要努力的方向，试图找到一种客观的方式来定义这种调整。

应对这一挑战的一种方式确定一种正式的方法，就像过去通过国家一级的协调和工作组来应对一些方法上的挑战一样。在ESRB中可以找到一个示例，其中根据专家工作组制定的方法，对各国住宅房地产的脆弱性进行评估和比较（见ESRB, 2019b）。在达成这种正式协议之后，研究可以应用此加权方案，以便在不同国家和时期之间获得更好的可比性，并进行稳健性检查。可以做的另一件事是分析收紧与放松工具的不同加权方案，以评估潜在的不对称差异。这与引入金融周期变量以考虑此类影响的研究一致（上述研究为Galán, 2020b）。

表1 MPI 工具的强度调整方法

作者	描述
Vandenbussche 等（2015）	初始数的线性变换。参数数量少的规

	则，考虑所有参数，复杂规则：用固定值总结强度。最低 CAR：最低比率的季度变化，抵押贷款的风险权重：除以 25 或 50，并取季度变化。有关其他详细信息，请参阅本文附录。Eller 等（2020）遵循这一方法。
Richter 等（2018a, b）	关注 LTV 作为主要的宏观审慎工具。当最高 LTV 比降低 10 个百分点时，LTV 政策指标取值为 10。当最高 LTV 比增加 10 个百分点时，指标值取-10。当一种贷款被禁止时，最高 LTV 比为零。当最高 LTV 比在给定季度内发生一次以上变化时，将所有变化相加，并将其视为一次变化。当非标准类型的住房贷款受 LTV 变化的影响时，给予贷款类型 10% 的权重。
Fernández-Gallardo & Paya（2020）； Meuleman & Vander Venet（2020）	工具激活：绝对值为 1（收紧为正，放松为负）；工具水平变化：值 0.25（同样，取决于收紧或放松的性质）；工具范围变化：值 0.1，保持现有水平和范围：值 0.05；工具停用：取决于工具的生命周期，指数的累积值为零。

4.3 政策内生性

4.3.1 定义问题

宏观审慎政策的内生性可能是确实其对宏观金融变量因果效应的最大问题之一。问题在于如何识别“真正的”政策冲击，以便估计其因果效应。众所周知，监管机构和政策制定者在决定其工具时，会考虑一些典型变量，如信贷增长、债务负担等。正如 Akinci & Olmstead-Rumsey（2018）所解释的那样，那些经历了快速信贷增长的国家更有可能采取收紧的宏观审慎政策。而 Buch 等（2018）明确指出，宏观审慎政策是内生的：政策制定者对预期的经济环境做出反应，这种形式不能用于识别外生变化。

内生性问题不仅限于宏观审慎政策；货币和财政政策也有这个问题，几十年来一直在解决这个问题。Christiano 等（1999）回顾了一些早期的方法，而

Ramey (2016) 则总结了较新的方法，包括叙事识别、制度转换方法和许多其他方法，也适用于货币和财政政策规范。这就是为什么一些相关的 GaR 研究没有处理这个问题是令人惊讶的。

Richter 等 (2018a, 2019) 为了讨论因果关系，定义了以下标准：政策行动相对于当前变量和滞后变量必须是外生的；这些行动必须与其他冲击无关，而且冲击必须是意料之外的。如果该问题未得到解决，则 MP 效应的估计系数会有向上的偏误 (Vandenbussche 等, 2015)。如下所述，有几种方法可以通过使用一种方法或另一种方法来解决这个问题。然而，有一些研究人员表示，从相关性到因果关系是非常困难的，正如 Sekhon (2009:503) 所说：“如果没有实验、自然实验、非连续性或其他一些强有力的设计，再多的计量经济学或统计模型也无法使从相关性到因果关系的转变具有说服力。”

4.3.2 减少内生性问题

我们找到了几种不同的方法来解决政策的内生性问题。我们将在本节的其余部分逐一介绍这些方法，并解释其基本原理和主要结果。我们重点以下方法：

- 通过回归、probit 回归获得非系统性 MP 冲击，
- 倾向得分匹配，
- 叙事方法，
- 滞后变量，以及
- 多元方法。

获得非系统性政策冲击

非系统性政策冲击被定义为政策中与经济状况无关的部分 (McCallum, 1999)。长期以来，非系统性货币政策冲击已被纳入实证文献，特别是自从 Lucas (1972) 的批评以来，他声称货币政策的非系统性成分是对政策本身很重要的部分。在衡量 MP 冲击对未来 GDP 增长的影响时，这意味着不能使用现有数据库中的 MPI 值，因为引入或微调使 MPI 变化的工具，取决于之前在经济和金融系统中观察到的情况。因此，MPI 变量需要以某种方式分解为以经济的宏观金融特征 (c_MPI) 为条件的值 (即系统性的)，以及“真正的”非系统性冲击： $MPI = c_MPI + 冲击$ 。然后，在进一步的分析中利用冲击 (可以是除了本文讨论的方法之外的其他方法)。

获取非系统性冲击的一种流行方法是，对 MPI 关于一组应该影响宏观审慎政策决策的变量进行回归：金融脆弱性 (通过信贷与 GDP 的缺口来衡量)、系统性风险的综合指标、房价动态，以及早期预警模型文献中发现的其他变量 (详见 Tölö 等, 2018 和 Škrinjarić, 2022a)。然后，将来自第一步的残差用于第二步，即 GaR 估计。原理很简单：在普通回归中，如果模型设定正确，残差的变化就是不能用所选的回归变量解释的因变量变化。这就是为什么一些作者采用这种方法，并将残差称为非系统性 MPI 冲击。需要注意的是：回归分析中

的因变量应为连续数值变量，但 MPI 不是以这种形式设计的（见第 4.2 节）。在一些实证研究中，作者使用了 MPI 的分类定义，并应用回归分析。然而，应避免这种情况，并应采用如下所示的其他回归设计。

在这种情况下，可以使用有序 probit 回归，因为以给定时期内收紧或放松措施的数量定义的 MPI 变量具有这种排序，我们可以从中了解其含义。MPI 可以取值 $\{\dots, -2, -1, 0, 1, 2, \dots\}$ ，-2 可以表示在给定的时间段内有两个放松措施，而 -1 表示引入了一个放松措施，或进行了微调。然而，这并不一定意味着两项措施与一项措施相比具有双倍的效果，因为一项措施可能刚刚引入，并且具有更大的效果，而两项措施可能仅仅是较小的微调。这就是为什么我们可以将 MPI 进行有序排序并应用有序 probit 回归。然后，收集残差并用于主要分析。

Brandao-Marques 等（2020）估计了一个有序 probit 回归，其中 MPI 对上一季度信贷-GDP 缺口、房价缺口和前一年 MPI 本身的累积值进行回归，提取估计的残差并解释为真实的政策冲击。Ahnert 等（2021）关注外汇宏观审慎效应，并效仿财政政策（Auerbach & Gorodnichenko, 2013）和货币政策（Furceri 等, 2016），计算了外汇监管对一系列影响它的不同变量的第一阶段回归。Gelos 等（2022）采用了类似的方法，对比了不同政策在抑制选定国家资本流入方面的有效性，并发现宏观审慎工具在中期内有效缓解了大规模流入的风险。Škrinjarić（2023）还对 MPI 应用了有序 probit 回归，尝试了解释变量的不同滞后结构，并使用信息准则来选择最佳滞后结构，同时观察估计系数，以获得有意义的解释。

一些作者将 MPI 变量对在 GaR 设置中使用的其他变量进行回归：Galán（2020a）就是这样做的，其中对 MPI 应用普通回归，同时在分析中使用其他变量的相同季度值。这确实对使用相同的季度值，同时对基本上是分类的变量使用回归方法提出了问题。在 Boar 等（2017）中也发现了类似的情况，他们也对 MPI 应用了面板回归，而没有滞后其他解释变量（信贷与 GDP 比率的变化、资本流入和 GDP 增长）。

未来工作仍待解决的问题包括：应使用哪些变量进行第一阶段分析？随着宏观审慎政策制定者长期跟踪影响 MPI 工具决策的数十个变量，选择和使用什么变量组合最好？这可能因国家而异，因此如何在面板分析中协调这一点，或者当进行单一国家分析时，如何比较结果？如果最后一个问题对决策者来说并不重要，那么他应该关注在决策过程常用的变量。此外，应该注意的是，MP 工具和措施是在决策者观察了一段时间重要指标之后，才会引入或微调。他跟踪的许多宏观经济变量的发布也存在滞后性，因此使用解释变量的相同季度值来估计纯粹的 MPI 冲击可能是有问题的。如 Lloyd & Manuel（2023）所示，其他问题还包括分位数回归方法中 Frisch-Waugh-Lovell 定理的无效性，以及系数受到遗漏变量偏差的影响。

倾向评分匹配

另一种处理内生性的流行方法是倾向得分匹配（PSM，见 Rosenbaum & Rubin, 1983；以及 Pearl, 2000）。这是一种准实验方法，即构建一个人工对照组，使治疗单位与未治疗单位相匹配，并且两者具有相似的特征。在研究人员无法进行真实实验的情况下，这种方法可以用于因果推理（这正是我们在测量 MP 立场时想要获得的）。在经济和金融领域，研究不能像医学那样进行实验。然而，通过应用 PSM，可以获得“干预”的影响，或者在估计 MP 立场的情况下，可以获得收紧或放松 MP 工具的影响。这种方法使用决策者跟踪的可观测变量来估计倾向得分，即采取政策行动的可能性。这些分数适用于在这些变量动态方面具有相似特征的不同国家，但一些国家确实应用了 MP 工具，而另一些国家则没有。将它们的观察结果进行匹配，并计算平均差异，可以获得 MP 的效果。

PSM 在宏观经济学中的普遍应用仍然相对较新（Alam 等，2019）。在 Jordà & Taylor（2016）的财政政策案例或 Angrist 等（2016）的货币政策案例中可以找到一些应用。Cizel 等（2019），Alam 等（2019），Richter 等（2018 b）以及 Duprey & Ueberfeld（2020）应用 PSM 评估了 MP 效应，最后一项研究是在 GaR 框架内进行的。作者通常观察一组国家，对 MP 冲击的意外部分进行估算，以便估计面临 MPI 意外变化的概率，并与我们实际观察到的值进行比较（Duprey & Ueberfeld, 2020）：

$$MAP_t = (I_{MPI_t > 0} - I_{MPI_t < 0}) - (\Pr(MPI_t > 0) - \Pr(MPI_t < 0)) \quad (4)$$

即，意外变化 MAP 被计算为实际变化（第一个括号）减去 MPI 值概率的变化。一般来说，PSM 有两个步骤。在第一步中，估计等式（4）的后半部分，即估计政策收紧/放松的可能性。在第二步中，将每个观察值与那些具有几乎相同可能性，但没有宏观审慎政策变化的观察值相匹配。如（4）所示，计算两个匹配观测值（国家）之间的因变量差异。这种差异后来被用作 GaR 模型中的自变量。关于 PSM 方法的更多细节，特别是评估审慎政策的影响，可以在 Hafemann（2021）中找到。

在这里，关于变量和滞后选择的问题与前面的方法类似。由于概率是根据宏观经济变量估计的，因此变量和滞后选择仍然是挑战之一。根据以前的金融周期和金融危机预测文献，研究可以利用那些被认为是大多数被调查国家的最佳预测指标的变量。

叙事方法

叙事法的目的是通过研究当代原始资料，如决策者关于其意图的声明，来确定 MP 工具。通过这种方式，相对于当前和以前的相关宏观金融变量而言，行动是外生的。一般来说，叙事政策框架（narrative policy framework, NPF）是一种基于共同假设、概念和假说来研究政策叙事的理论框架（Shanahan 等，

2017)。感兴趣的读者可以参阅 Jones & McBeth (2010)。NFP 要求研究者对 MP 措施的动机和决策者的政策信息集进行详细阅读和理解。其主要思想是将政策措施的变化区分为主要由重要宏观金融变量的当前或预期波动所驱动的变化（称为内生变化）和由其他原因引起的变化，即“真正的”外生变化，并进一步用于实证建模。

这种方法已经被用于 MP 有效性研究。Ampudia 等 (2021) 应用了叙述性面板 VAR（从 1998 年到 2017 年，11 个欧盟国家）。De Schryder & Opitz (2019, 2021) 研究了 1995 年至 2014 年期间，MPI 对欧盟成员国信贷动态的影响。Richter 等 (2019) 删掉了所有以实体经济目标为动机的政策行动。

Fernández-Gallardo 等 (2023) 可能是 GaR 方法中唯一的例子，作者为研究中的每个国家构建了 MP 指标。作者使用政策公布日期为每个政策行动赋值。为了充分利用叙事方法，作者排除了那些具有反周期设计的行动和工具。对此的解释是，这些工具旨在实现短期至中期稳定，而其余行动可用于确定因果效应，因为它们不受同期影响。此外，作者通过将预测的 GDP 增长率作为额外的控制变量，来探讨结果的敏感性。主要发现包括收紧的 MP 政策可以提高未来 GDP 增长的左尾，同时降低了上行风险，而对分布的中心没有影响。

这种方法要求详细阅读数据集中已（取消）引入和微调的每个 MP 工具的解释，以及读者对措施性质的了解。这是一种耗时的方法，因为需要对每一项公告进行调查，并需要检查其推出或停用的原因。这种方法还有另一个缺点：很难区分推动采用 MP 的动机，并且这种方法不能识别未预料到的措施（Biljanovska 等，2023）。

滞后变量

一些作者决定在单方程方法中包括 MPI 指标的滞后值，即在 GaR 模型规范中，因变量是未来 GDP 增长，并引入 MPI 变量及其多个滞后值。这种方法是有吸引力的，因为在使用这种方法之前，不需要额外的步骤或其他估计程序。在与因果关系和内生性分析相关的实证研究中，自变量滞后的原因是多方面的。一个原因来自理论上的考虑，因为一些理论模型解释了变量 x 对 y 的影响是随时间分布的。另一种是统计上的，如在动态面板模型中发现的，这些变量具有统计功能。最后是识别原因，其中变量 x 的滞后值对变量 y 的影响被定义为 x 导致 Y （见 Bellemare 等，2017）。Ossandon Busch 等 (2022) 指出，“因果关系问题可以通过滞后变量政策来解决，以便将政策决定与当前的宏观趋势分开。”，以及 Gelos 等 (2022) 在其模型中添加了滞后一年的 MPI 数据，但没有进行解释。

然而，其他人持有相反观点：Cerutti 等 (2017) 指出，模型中应包括更多其他变量的滞后变量。这在其他试图处理变量内生性的文献中更为常见。如果我们假设 MPI 受到先前值的影响，例如系统中的金融脆弱性，则在模型中包括

后者的先前滞后可能是一个明显的选择。一些论文包括了 MPI 和其他变量的滞后，如 Eller 等（2020）根据贝叶斯信息准则（Bayes information criterion, BIC）决定滞后选择。

Sánchez & Röhn（2016）虽然选择将政策变量滞后四个季度以减轻内生性，但指出不应以因果关系解释结果。这得到了 Bellemare 等（2017）的支持，他们解释说，这种方法并不能缓解内生性问题，也不能识别因果效应，相反，这种方法只是移动了内生性影响估计参数的渠道。总之，这里可以做的是，在观察到混杂因素的情况下，在模型中纳入滞后解释变量是合适的（见 Bellemare 等，2017），并且在没有未观察到混杂因素的情况下，则不应存在反向因果关系（这通常是 MP 立场分析的情况）。

多元方法

一般来说，在宏观经济计量建模中，一个非常流行的方法是使用多变量模型，而不是单变量模型。向量自回归模型（Vector autoregression models, VAR）及其变体已被广泛用于预测经济和金融时间序列，因为它们相对简单，并且可用于结构推断和政策分析（见 Stock & Watson, 2001）。结构 VAR 使用经济理论对变量之间的同期联系进行排序，因此需要识别允许将相关性解释为因果关系的假设。由于这是当今实证分析中最流行的方法之一，我们将简要介绍一些要点，并请感兴趣的读者参考以下参考文献以了解详情：Budnik & Rünstler（2022），Kim & Mehrotra（2017），Tillmann（2015）以及 Morell 等（2022）。

在过去几年中，结构 VAR 在 GaR 建模中的应用不断增加。Kim & Mehrotra（2017, 2018）使用了 Cholesky 分解，该方法要求作者根据经济理论确定变量排序。ECB 文件中关于 GaR 建模的方法（见第 2.3 节）和 Beutel 等（2022）也在 QVAR（分位数）中使用了这种方法。作者发现了三个主要结果：金融条件的外生紧缩提高了国际 GaR，货币政策的意外紧缩对 GaR 的影响强于分布的其他部分，以及特定国家的特征（如汇率制度）对结果造成影响。然而，这也有一定的局限性，特别是在有预见性的情况下，因为政策变化和其他外生冲击实际上很可能是提前预期到的（Ramey, 2016）。此外，（S）VaR 分析要求对因果关系进行理论论证或使用格兰杰因果检验，后者经常受到批评，认为仅仅因为一个变量的滞后值可以解释另一个变量的变异性，并不能从概念上反映因果关系的真正含义（见 Stokes & Purdon, 2017；以及 Maziars, 2015）。

5. 一般 GaR 方法挑战

除了宏观审慎政策的定义、测量，特别是内生性方面的挑战外，研究在使用 GaR 方法估计宏观审慎政策立场时，还会面临其他问题。这指的是应对 Covid-19 等冲击，以及其他方法问题。我们将在本节的其余部分对它们进行讨论。

5.1 Covid-19 冲击的讨论

大多数实证研究都是在 Covid-19 冲击之前完成的，或者如果是在之后完成的，作者会截取这一时期之前的数据。原因是很难对这种类型的冲击进行建模，即使是事后建模也很困难，并且 GaR 模型的目的是捕捉这种冲击。有几篇论文对这一挑战进行了讨论，指出 GaR 方法不适合预测 Covid-19 冲击（Alessandri & Di Cesare, 2021；Krygier & Vasi, 2022；以及 Santis & Van der Veken, 2023）。

有几篇论文试图探索可以做什么，以及模型在这种情况下表现。Kipriyanov（2022）提出了一种方法，他随着危机期间每个新数据点的到来进行递归估计。然而，在将整个 COVID-19 时期输入模型后，没有一个模型成功地捕捉到 GDP 动态中的巨大冲击。相反，正如 Furceri 等（2021）和 Glocker & Piribauer（2021）所发现的，接触密集型服务行业的份额可以更好地预测 Covid-19 危机的严重程度。相反，Szendrei & Varga（2023）比较了分析中不包括和包括 COVID-19 时期的结果，没有发现太多差异。因此，在分析中没有找到关于如何处理 COVID-19 问题的最终共识。

GaR 并不是唯一受 Covid 冲击影响的框架，关于如何进行实证估计的工作仍在进行中。在未来的工作中需要回答的问题是这种冲击是否改变经济变量之间关系的假设。例如，如果我们假设这种冲击没有改变变量之间的结构关系，那么可能会发生某种二元变量的引入。否则，如果研究人员假设 Covid 冲击永久性地改变了某些经济行为，这将需要以不同的方式处理。“清理”数据并不容易，因为 Covid 冲击存在于等式两边的增长变量中。许多经济和金融分析利用动态模型，GaR 是其中之一，因为我们需要观察 MPI 冲击在不同时间范围内对未来 GDP 增长的影响。因此，解决这个问题变得更加有挑战性。由于分析中包括了 Covid 动态，结果中存在一些偏差。

以下是一些可能的解决方案。一种方法是在模型中增加关于 Covid 时期的二元变量，以检验其影响是否具有永久性，另一种方法是将地缘政治指数作为额外解释变量，如 Engle & Campos-Martin（2020）所提出的，因为这一指标能够比其他金融市场变量更好、更快地捕捉 Covid 冲击。第三种方法是，如果初步分析表明一些变量对同样的冲击具有极强的韧性，而另一些变量则没有，则可以纳入平滑一些包含疫情冲击的变量。

5.2 其他挑战

其他一些挑战包括：在 GaR 模型中检验尾部风险的不同分位数，MPI 效应的期限结构问题以及如何将其用于政策校准，以及在 GaR 框架中衡量其他相关变量的挑战。

尾部风险的不同分位数

由于缺乏数据，与其他研究相比，一些研究分析了增长分布左尾的较高分位值。例如，在单一国家方法中，作者研究的是第 10 百分位数的 GaR，而在面板中通常研究第 5 百分位数的 GaR。这也妨碍了结果之间的可比性。分析应集中在为 GaR 值提供足够数据点的分位数上，但在拥有足够数据与增加分布的分位数之间存在权衡，因为极值的概念会丢失。

MP 效应的期限结构

除了评估有效性和 MP 立场外，GaR 框架建模的思想之一是尝试根据结果校准 MP 工具和措施。目前文献中的研究结果显示，预测范围跨度很大，从一个季度到近 9 年不等。这使得沟通和解释结果变得更加困难。预测范围的选择应反映 MP 工具的传输滞后。这可以基于一些现有的研究，这些研究侧重于从 MP 工具调整到贷款和其他相关利益变量的一些传导机制（见 Behncke, 2020；或 Davis 等, 2022）。可以基于 MPI 变量的统计显著性和决策者的以往经验选择“最佳”期限。

衡量其他相关变量的挑战

除了金融条件的指标不同外，作者还在 GaR 模型引入了许多其他变量（见附录中的表 A5）。原因是加入一个或其他变量后，模型的预测更加准确。许多文献都引入了特定国家的金融状况或金融脆弱性指标。作者的动机是某个国家的一些具体动态、特征和/或问题，为了说明这一点，还对变量进行了修改，以尽可能地反映这一点。这可能是分析特定国家的最佳方法，但无法进行跨国比较。

结构因素

面板分析经常需要“纠正”或改变一些国家的具体变量的定义。例如，O'Brien & Wosser (2021) 在他们的面板 GaR 分析中，使用 GNI 而非 GDP 预测爱尔兰的经济增长和信贷与 GDP 之间的差距；为了更好地预测特定国家的表现，还对金融条件变量进行了修改。Plagborg-Møller 等 (2020) 在 GaR 预测中使用的金融变量的结果存在很大的跨国异质性。在进行了一系列预测和估计之后，作者发现了几个显著的平均增长预测因子，但对增长波动性的预测较少，同时结果的符号并不相同，以及结果中存在很大的跨国异质性，这促使作者得出结论，理论模型的建立应该谨慎。此外，单个国家具有一些独特特征以及随时间变化地经历，在面板研究中可能会丢失这些信息。

Ampudia 等 (2021) 也列出了面板设定的一些缺点，其中包括各国宏观审慎措施的高度多样性被简化为简单的指标。Budnik 等 (2021) 评论说，如果模型中遗漏了不随时间变化的国家特征，面板 GaR 估计可能会有偏差。Gächter 等 (2022) 发现，影响结果的最相关的结构性因素是贸易开放度、金融部门规模、公共支出比率和政府效率。基于 1999-2019 年 24 个欧洲国家的面板数据，研究结果表明，这些结构性因素不仅影响国家间 GaRs 的不同水平，还影响

GaR 对这些变量变化的反应。这些结果对欧洲国家很重要，因为宏观审慎立法很普遍，但存在许多结构性差异。正如作者总结的那样，金融部门的规模影响着资本要求提高的影响程度，对那些金融部门规模较小的国家来说，GaR 风险的影响有限。

6. 我们从这次调查中学到了什么？

尽管有许多关于预测 GaR 的实证研究，但使用这种设定来评估宏观审慎政策立场的文章寥寥无几。原因可能在于，许多国家的宏观审慎政策指标的时间序列相对较短，以及定义和衡量这一变量的问题，MPI 很难定义，因为它由许多强度不同的宏观审慎工具组成，而且政策本身的内生性也应该尽可能加以解决。

目前关于 MP 立场的研究结果仍然喜忧参半。我们仍然发现这种异质性有几个原因。一个显而易见的原因是，使用 MPI 作为许多不同措施的简单集合，还有一个事实是，对于一些国家来说，MPI 及其组成部分都是短时间序列。因此，即使经历一个金融周期内，也无法研究一项工具的运作情况。Alessandri & Di Cesare（2022）对实证问题提出了警告，并得出结论，基于这种方法的 MP 工具校准应该非常谨慎。我们在本文所考察的研究中发现的喜忧参半的实证结果与 Reichlin 等（2019）的评论一致，他们认为金融和实际变量之间的关系很难建模。单一国家的分析往往发现不显著的结果，而面板方法则发现一些 MP 工具比其他工具更有效。结果发现，BBM 工具比 CBM 工具更有效，MP 的影响取决于在金融周期中所处的位置，评估效果的时间范围也显示出不同的结果。然而，我们可以稍微概括一下：在金融周期的扩张阶段收紧 MP 在中期是有益的，而放松则对下行风险有积极影响。Galán（2020b）的结论是，这样的发现实际上对 MP 的时机选择很重要。抑制金融周期的证据通常较少。这可能表明，政策制定者应更多地关注那些提高系统韧性的措施，因为降低金融周期的波峰和提高波谷要困难得多。

当使用 GaR 框架评估 MP 立场时，需要注意的一点是，它只是一个“鸟瞰图”。在这种方法中，无法看到 MP 的有效性及其传播渠道。因此，利用 GaR 方法评估 MP 立场时，应辅以更精细的数据分析。这样可以对传输渠道进行更详细的分析。与宏观方法相比，用微观方法估计宏观审慎政策的效果更容易找到具体和有益的结果。在过去的几年里，随着中央银行内部更高颗粒度数据的可用，这类研究越来越多。

本文没有讨论关于 MP 立场评估的理论论文。然而，在过去几年中，这类研究的数量在不断增加（见附录中表 A3 中的简要信息）。随着一些理论基础的建立，可以预见今后理论论文的数量和丰富性也将增加。在这一研究领域中，有必要完善和协调 MP 立场的不同定义，因为对于这一概念，特别是关于“最

佳”立场的定义，仍然存在不同的看法。我们预计，随着更多关于 MP 的程式化事实从实证研究中涌现，理论研究的数量也将会增加。最后，我们预期未来的工作将会形成决策者的反应函数，这将随着我们对不同宏观审慎工具效果的理解加深而实现。

我们预计，无论是 GaR，还是其他评估 MP 立场的方法，将在未来继续发展。这方面的工作已经开始：Ferrara 等（2022）将高频数据与 GaR 方法中通常使用的季度频率相结合，并利用了混合数据采样（mixed data sampling, Midas-QR）方法。一些作者开始关注动态随机一般均衡（Dynamic stochastic general equilibrium, DSGE）建模方法（Buch 等，2018）。其他可能的方向包括从稀疏的叙事工具中识别 SVAR，如 Budnik & Rünstler（2022），他们的研究动机是关于 MPI 测量的许多问题。De Nicolò & Lucchetta（2017）比较了自回归（autoregressive, AR）、因子增广向量自回归模型（factor-augmented VAR）和分位数回归（QR）方法，以确定哪一种方法最适合尾部预测。通过将预测变量（超过 160 个）组合成因子，找到了 QR 方法下最准确的预测。作者指出，这种方法可以在早期预警模型（early warning models, EWM）框架中使用，因为选定的预测变量对于不良的 GDP 实现，显示出良好的信号特性。

在 MP 立场评估中可以进一步发展和纳入的其他方面包括宏观审慎政策泄漏问题（见 Poghosyan, 2019, 或 Araujo 等, 2022, 关于泄漏和溢出效应）。预计 GaR 框架也将在气候变化分析中变得更加普遍。Bayoumi 人（2021）和 Kiley（2021）已经提供了相关介绍。随着气候灾难变得越来越频繁，看到越来越多的应用来观察对金融稳定性的影响并不令人惊讶。

本文原题为“Growth-at-risk for Macroprudential Policy Stance Assessment: a Survey”。本文于 2024 年 5 月刊于 Bank of England 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中日韩三边经济合作可缓解紧张局势

Yeo Han-koo / 文 熊春婷/编译

导读：中日韩三国近期表示“继续讨论加快中日韩三边自由贸易协定的谈判”，可能会调整和复制拜登政府在 2022 年推动的经济合作协定“印度-太平洋经济框架”的相关内容，特别是供应链和清洁能源协议方面。尽管三国之间存在差异和复杂性，但以中日韩三边自由贸易协定为形式的合作有助于恢复信任和重建地区持续稳定的制度。编译如下：

九个月前，美国总统拜登与日本和韩国领导人在戴维营会晤，打造“伙伴关系的新时代”，如今，日本和韩国已转向与中国恢复单独的三边伙伴关系，中国将其誉为“新的开始”。这两个三边框架似乎相互矛盾，毫无疑问，有些人怀疑韩国和日本是否在与北京和华盛顿玩双重游戏。

但中国、日本和韩国之间的三边合作本身可能是一个积极的发展，甚至对美国也是如此。我们能知道的细节很少，但可以明确的是中日韩三国不太可能在短期内达成任何重大贸易协议。此外，日本和韩国继续对中国在朝鲜的军事扩张及支持感到震惊。

中国、日本和韩国的 GDP 总和占全球 GDP 的四分之一，它们在全球制造业中所占的份额接近 40%，包括半导体、电动汽车（EV）和电池、钢铁、铝和造船等制造业领域。

日本和韩国在降低过度依赖中国供应链的风险方面也有共同利益，这一风险因两国此前在政治问题上受到中国的经济胁迫而凸显出来。各方在管理下行风险、遏制相互间的胁迫行为以及防止再次发生类似 19 年新冠疫情期间经济崩溃等各方面拥有共同利益。

中日韩三国表示“继续讨论加快中日韩三边自由贸易协定（FTA）的谈判”，韩国和中国分别同意重启中韩自由贸易协定服务的第二阶段谈判。事实上，多年来中日韩三边自贸区的谈判一直处于停滞状态。为了取得进展，各方应将精力重新集中在一系列有限的共同利益上，即供应链稳定和脱碳，而不是扩大市场准入。

中国、日本和韩国都是《区域全面经济伙伴关系协定》（Regional Comprehensive Economic Partnership, RCEP）的成员国，该协定于 2022 年生效。三国通过 RCEP 相互开放市场，尽管开放程度不高。对于三边自由贸易协定，他们希望以 RCEP+ 为目标，在市场准入、纪律和标准方面超越 RCEP。

但是，当这三个国家以制造业为基础、以出口为导向的产业结构变得更具竞争性而不是互补性时，特别是当中国的产能过剩和廉价出口成为日本和韩国的主要风险时，在这三个国家之间找到共同点将是困难的。一些直接合作领域包括脱碳合作，如可再生能源技术、区域碳市场和该区域的氢供应链。例如，作为该地区三个最大的碳排放国，它们可以联合起来，就碳市场机制共同制定

高标准指导方针，促进发达国家和发展中国家之间的跨境可再生能源和碳缓解投资项目的达成。

考虑到经济安全问题，供应链合作将更具挑战性，但仍有价值。美国是半导体供应链的领导者；中国在电池和关键矿产领域处于领先地位。华盛顿出台了全面的芯片出口管制措施，而中国也对关键矿物和电池技术实施了出口管制。

日本和韩国被卷入了这场战争中。2011年，日本受到中国稀土出口禁令的打击，因此对此持谨慎态度。2017年，韩国部署末段高空区域防御系统（Terminal High Altitude Area Defense, THAAD）导弹后，北京颁布了对韩国的旅游和文化出口禁令，韩国也受到中国经济报复的打击。中国是否会通过最近重启的中韩自由贸易协定服务谈判，重新开放这些对韩国关闭的服务市场，仍有待观察。

这些关键供应链的重大中断不仅会对这三个国家造成严重破坏，还会对包括美国在内的全球经济造成严重破坏。例如，韩国半导体公司在中国运营了大型制造设施工厂，几乎占其全球闪存芯片和动态随机存取存储器芯片产量的20%至40%。中国是世界上最大的石墨国，其生产产量占世界产量的70%；韩国和日本的电池制造商几乎全部从中国采购石墨。通过已建立的沟通渠道、磋商和应急解决机制，在合理的国家安全关切和持久的经济需求之间取得适当的平衡，对三国和美国都是互利的。中日韩三国应探索通过自由贸易协定将这些共同利益和关切转化为新的规则和指导方针，可能会调整和复制拜登政府在2022年推动的经济合作协定“印度-太平洋经济框架”（Indo-Pacific Economic Framework, IPEF）的相关内容，特别是供应链和清洁能源协议方面。

产业政策和补贴是这三个国家非常感兴趣的问题。通过世界贸易组织就这些问题进行多边讨论将是达成协议的理想途径。事实上，中国在电动汽车领域的成功，尤其是在早期阶段，可以部分归因于歧视性补贴。2016年，中国的电动汽车电池补贴有利于本土电池制造商的技术，而不是韩国投资的公司，并为中国本土电池制造商的成功奠定了基础。

然而，就其本身而言，韩国为国内外电动汽车（包括中国生产商）提供了非歧视性补贴。现在中国电动车企业主导了韩国市场：市场份额从2022年的41.8%增加到2023年的54.1%。2021-2023年间，韩国地方政府的电动公交车补贴中，50.9%被提供给了中国企业。。

总而言之，尽管三国之间存在差异和复杂性，但以中日韩三边自由贸易协定为形式的合作可能是一项有意义的举措，有助于恢复信任和重建地区持续稳定的制度。

美国副国务卿库尔特·坎贝尔（Kurt Campbell）在弗吉尼亚州拉帕汉诺克县（Rappahannock County）的家中接待了日本和韩国同行，他对新的中日韩对话

表示欢迎。毫无疑问，美国仍然对中国在该地区的外交入侵保持警惕，但应该鼓励日本和韩国这两个中等强国进行建设性对话，以缓解紧张局势，造福各方。

本文原题为“Economic cooperation by Korea-Japan-China trilateral could ease tensions”。本文作者 Yeo Han-koo。Yeo Han-koo 是 PIIE 首席研究员，其主要研究领域包括研究重点是国际贸易政策、产业政策、供应链弹性、经济安全和国际贸易谈判。本文为 2024 年 6 月发表于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

欧洲央行必须适应通胀波动的环境

Lucrezia Reichlin、Jeromin Zettelmeyer/文 宋海锐/编译

导读：欧洲央行在中短期内面临三大挑战。一是在财政政策大幅收紧的环境下实施货币政策，这意味着如果利率回落至零下限，欧盟各国政府在支持欧洲央行的价格稳定目标方面可能会受到限制。二是在存在分裂风险的情况下实施货币政策的长期问题，这是欧元区仍未克服的难题，而且在中期内也不太可能完全克服。三是欧洲央行必须调整其货币战略，以适应由供给冲击和经济供给侧结构性变化驱动的通胀波动环境。编译如下：

欧洲央行在中短期内面临三大挑战。第一个挑战是在财政政策大幅收紧的环境下实施货币政策，这意味着如果利率回落至零下限，欧盟各国政府在支持欧洲央行的价格稳定目标方面可能会受到限制(Darvas and Zettelmeyer, 2023)。第二个挑战是在存在分裂风险的情况下实施货币政策的长期问题，这是欧元区仍未克服的难题，而且在中期内也不太可能完全克服。第三挑战是欧洲央行必须调整其货币战略，以适应由供给冲击和经济供给侧结构性变化驱动的通胀波动环境。

前两个问题一般都很好理解。欧洲央行在过去开展了广泛的实践来解决这些问题，包括其 2021 年的货币战略以及 2022 年的传导保护工具（Transmission Protection Instrument）。但这并不意味着有简单的解决方案。事实上，在高负债和国家财政政策受限的环境中，持久的解决方案需要在中央银行控制之外同时采取政治上的高难度动作，包括稳固中央财政能力和欧元区安全资产

第三个问题是最近发生的。尽管关于这一主题的文献越来越多，但这些观点尚未反映在欧洲央行的货币战略中，也没有完全“触及”货币政策制定的现实。因此，这是我们这篇文章关注的重点。

面对供给冲击的货币政策：传统问题及其解决方案

货币政策主要通过影响总需求发挥作用。负向的供给冲击会提高价格，同时降低购买力。对于是否需要通过货币收缩来进一步减少需求、遏制通胀的论述尚不清晰。传统观点认为，央行应该适应供给冲击（即最初什么都不做），并只有在出现价格推动导致工资-价格螺旋上升的风险时才采取行动。这时可能需要紧缩货币，这会导致失业率上升，并超出供应冲击通常会导致的失业率水平。

这一观点可以在一定程度上解释为什么 2021 年末欧洲央行起初并没有对能源价格上涨导致的通胀上升做出反应，甚至在俄乌冲突之后也是如此（当然另一个原因是担心分裂风险）。然而，一旦通胀远超预期，且劳动力市场持续吃紧，欧洲央行就会迅速大幅加息，试图先发制人地阻止工资-物价螺旋上升。结果是通货膨胀迅速下降，但代价是经济急剧放缓。

现在评估这个策略是否正确还为时过早，而且在任何情况下，都很难建立货币政策不那么激进的反事实情景。然而,显而易见的是，2021-2022 年这种发

生供需冲击的环境，以及未来可能发生供需冲击的环境，可能会在多个方面偏离教科书模型。为了避免未来出现重大政策失误，欧洲央行的策略可能需要在几个方面进行调整。

供给约束下的货币政策：新问题及其启示

至少有五个原因说明教科书上的观点可能不再适用。

首先，不仅是由于自 20 世纪 80 年代以来发达经济体所经历的更频繁的供应冲击，而且还包括变陡的供应曲线。这是因为供应中断意味着企业将经常面临更高的边际成本，这种供应中断是由地缘政治冲击、供应链中断、气候事件和限制化石燃料使用并降低能源供应弹性的气候政策所引起的。这使得通胀更容易受到需求变化的影响，从而增加了通胀的波动性（超出了直接由供应冲击引起的波动性）。

第二，供应限制对不同部门的影响可能是非对称的。受到供应冲击的部门可能出现短缺和通胀压力，而其他部门则可能出现需求不足和失业。在这种情况下，以快速达到通胀目标水平为政策目标可能会使经济体系更难恢复均衡，因为这将需要改变相对价格。例如，在最近的通胀事件中，整体通胀立即上升，但只是通过商品市场缓慢传播到服务业。这表明，当冲击不对称地影响经济时，货币当局应延长实现通胀目标的期限，以促进相对价格的调整。

第三，按照教科书的观点，货币政策作用于需求，且不影响潜在产出增长。但事实情况可能不再是这样。通过抑制投资和创新，紧缩性货币政策可能会产生长期影响，从而在当前的通胀稳定和未来的生产率下降之间产生权衡。反过来，低生产率增长可能使经济在未来更容易出现通胀。

第四，紧缩的金融环境阻碍投资的一个重要后果是，能源转型将更加缓慢。初步证据表明，绿色专利的数量确实受到金融条件松紧变化的负面影响，并且这种影响大于非绿色专利。在这种情况下，货币政策将面临价格稳定这一首要目标与成功减排这一次要目标之间的潜在冲突。由于欧洲央行的使命不允许其牺牲价格稳定，因此解决这一权衡主要是财政政策的任务。尽管如此，欧洲央行的政策在改善这种权衡方面也发挥了作用，正如下文所述。

对货币政策和货币-财政政策组合的影响

上述讨论至少与欧洲央行下一次战略评估应解决的三个政策问题相关。

1. 实现价格稳定的前景

虽然欧洲央行的使命不包括价格稳定和次要目标之间的权衡，但在实现其主要使命的速度方面可以进行权衡（因为欧洲央行必须在中期内保持政策，而中期的定义是一个判断问题）。基于欧洲央行想要帮助还是损害次要目标，其恢复价格稳定可能会加速，或者可能会保持耐心。例如，在负向供给冲击既损害产出又导致通胀上升时，欧洲央行可能会更有耐心。在负向需求冲击推动利率接近零下限并给金融稳定带来问题时，欧洲央行可能会更加激进。

因此，有必要建立一个灵活的通货膨胀目标框架，其中实现目标的时间范围与次要目标的成本挂钩。

2. 价格稳定的定义

相对价格变化将影响通货膨胀目标制的最优水平。在价格具有粘性的现实情况下，企业层面的系统性生产率趋势意味着更高的最优趋势通胀，因此也意味着更高的通胀目标。正如亚当和韦伯基于意大利和英国的实证分析所表明的那样，这一最优水平应该高于 2%。

这并不一定意味着欧元区的通胀目标应该提高。但这表明，通胀目标应根据不断变化的经济结构和推动通胀的经济冲击来进行审查。为了让欧洲央行在不丧失信誉的情况下做到这一点，最好根据事先制定的日历定期修订通胀目标数字（如果通胀目标被视为“跟随”实际通胀，就可能发生欧洲央行丧失信誉的情况）。

3. 加强货币-财政政策协调

如上文所述，货币政策可能对生产率和投资重新配置产生非中性影响。特别是，紧缩性货币政策导致的总需求疲软可能会损害绿色投资，并减缓能源转型。

鉴于欧洲央行的主要使命，制定合适的应对措施不能仅仅依靠货币政策，而是应该设计一个适当的货币-财政组合，用有针对性的财政政策抵消稳定价格的货币政策不良影响。从政策设计的角度来看，欧洲央行应该考虑货币和财政政策对价格、生产率以及绿色投资充足性的综合影响。

对于单一的货币当局和几个独立的财政当局来说，这是很难做到的。财政当局之间更好的协调以及/或者更大的欧盟预算将有所帮助，但这在政治上是困难的。然而，由于政策动机是协调价格稳定、减排和生产率增长，可能并没有通过共同财政政策提高总需求那么困难。

总之，在欧洲央行面临的几个挑战中，最艰难的是货币政策与经济供给侧之间日益重要的联系。这将使通胀控制更加困难，并将增加欧洲央行政策在短期和中期以外的影响。欧洲央行必须直面这一挑战。

本文全文原题为 “The European Central Bank must adapt to an environment of inflation volatility”，本文于 2024 年 6 月 12 日发表在 Bruegel 政策简报，作者 Lucrezia Reichlin 是 Bruegel 的研究员和伦敦商学院的经济学教授，也是欧洲政策研究中心和国际财务报告准则的受托人，她的工作侧重于货币政策和财政政策，以及气候相关风险的披露标准；Jeromin Zettelmeyer 自 2022 年 9 月起担任 Bruegel 董事，此前担任国际货币基金组织战略和政策审查部副主任。[单击此处可以访问原文链接。](#)

基尔研究所夏季预测：经济衰退隧道尽头的一些曙光

Prof. Dr. Stefan Kooths/文 宋海锐/编译

导读：根据基尔研究所的夏季预测，德国正在经历温和的经济复苏。预计今年经济产出将增长 0.2%（春季预测为 0.1%）。经济好转将主要由出口和消费的复苏推动。然而，没有迹象表明经济走势强劲。基尔研究所预计 2025 年的增长率为 1.1%（春季预测为 1.2%）。预计通胀率将稳定在 2% 左右，劳动力市场将基本保持强劲。编译如下：

根据基尔研究所的夏季预测，德国正在经历温和的经济复苏。预计今年经济产出将增长 0.2%（春季预测为 0.1%）。经济好转将主要由出口和消费的复苏推动。然而，没有迹象表明经济走势强劲。基尔研究所预计 2025 年的增长率为 1.1%（春季预测为 1.2%）。预计通胀率将稳定在 2% 左右，劳动力市场将基本保持强劲。

Key Indicators Germany 2022 – 2025



	2022	2023	2024	2025
Gross domestic product (GDP), price-adjusted ¹	1.8	- 0.2	0.2	1.1
Gross domestic product, deflator ¹	5.3	6.5	2.9	1.4
Consumer prices ¹	6.9	5.9	2.2	1.9
Labor productivity (per hour worked) ¹	0.5	- 0.6	- 0.6	0.4
Employment (million)	45.6	45.9	46.1	46.1
Unemployment rate (percent) ²	5.3	5.7	5.9	5.8
<i>Percent of nominal GDP</i>				
Public sector net lending	- 2.5	- 2.4	- 1.7	- 1.2
Gross public debt	66.1	63.6	63.3	63.2
Current account balance	4.2	5.9	6.8	6.8

¹ Percentage change on previous year; ² As defined by the Federal Employment Agency. | Source: Federal Statistical Office, Fachserie 18, Series 1.2; Federal Employment Agency, Monthly Bulletin; Federal Employment Agency, Employment Statistics; shaded: Kiel Institute forecast, June 13, 2024

ifw-kiel.de

RESEARCH CENTER BUSINESS CYCLES & GROWTH

基尔研究所所长莫里茨·舒拉里克认为，“衰退隧道的尽头出现了曙光。越来越多的迹象表明，德国经济摆脱了经济衰退。欧洲中央银行宣布的利率转变是朝着这个方向迈出的重要一步。”

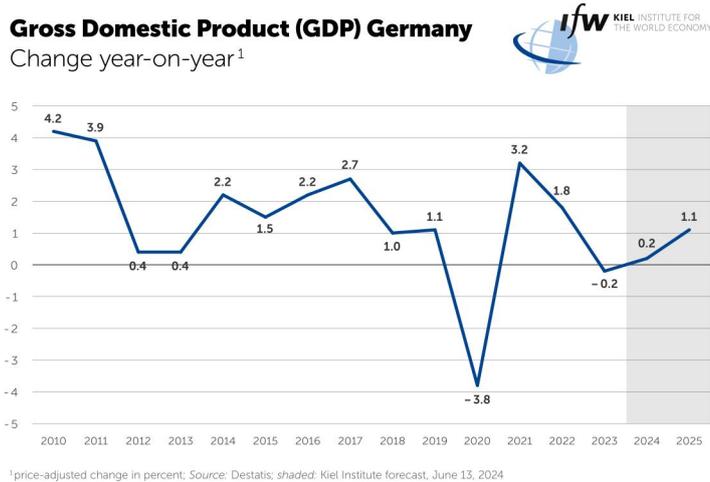
今年6月，欧洲央行将其关键利率下调了0.25个百分点，预计今年还会有两次降息，每次0.25个百分点。降息正在改善企业和消费者的融资条件，这意味着货币政策的限制正在减弱。

基尔研究所的预测负责人斯特凡·库斯认为，“缓慢复苏的景象正在形成。在出口恢复之后，国内消费将随着时间的推移回升。然而，商业投资和住

宅建设仍然暂时疲软。总体而言，刚刚开始的上升势头还很小，就像一支足球队在漫长的防守战斗后挣扎着前进。”

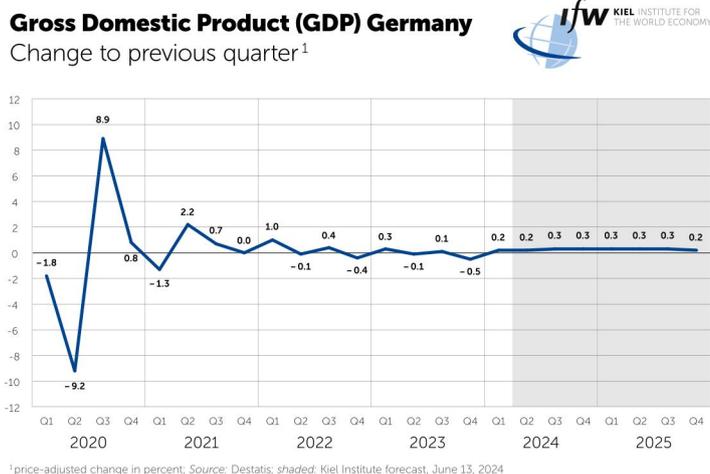
- 2024 年夏季德国经济：复苏缓慢起步
- 2024 年夏季世界经济：温和增长与周期趋同

全年第4季度至第4季度的GDP增长率更能反映经济势头，数值分别为1%（2024年）和1.2%（2025年）。在年潜在增长率预估低于0.5%的情况下，总体经济产能利用率将提高，从而克服衰退并反映出温和复苏态势。



ifw-kiel.de

RESEARCH CENTER BUSINESS CYCLES & GROWTH



ifw-kiel.de

RESEARCH CENTER BUSINESS CYCLES & GROWTH

全球经济增长温和但更加均衡

鉴于客户所在国经济产出的温和扩张以及全球贸易复苏，预计德国出口仍将保持上升趋势。总而言之，出口在 2023 年下降后，将在今年增长 0.6%，2025 年将增长 2.6%。

总体而言，发达经济体之间的经济差异正在缩小：在美国经济增长逐渐放缓的同时，欧洲经济正在明显回升，而中国的经济前景也有所改善。全球经济

的温和扩张可能会持续，预计今明两年全球产出将增长 3.2%。欧洲较高的实际工资正在刺激私人消费；货币政策的宽松在明年会越来越明显；地缘政治风险，特别是与美国总统大选有关的风险，可能会对全球经济活动产生负面影响；贸易冲突升级也会损害全球经济。

高工资增长和强劲的劳动力市场推动了私人消费。

在经历了 2022 年的大幅下降和去年的小幅增长后，今年的实际工资增长了 3.4%，这是 30 多年来的最高水平，这使实际工资略高于 2019 年的水平。总的来说，随着周期性上升的力量被人口导致的劳动力短缺所抵消，就业预计将在未来一年出现横向变化。在复苏过程中，失业率将从 5.9%（2024 年）降至 5.8%（2025 年），而去年失业率为 5.7%。总体而言，劳动力市场的发展将支撑大量收入，从而支持私人消费，预计私人消费将在去年下降 0.7% 后，再次大幅增长 0.6%（2024 年）和 1.2%（2025 年）。

投资目前仍然低迷。

建筑活动仍然疲软。第一季度的增长主要是受天气影响。政治不确定性的增加继续给商业投资带来压力。在未来的一年里，只有当企业的商业环境有所改善，建筑投资因更有利的融资条件而有所回升时，投资才有可能蓬勃发展。

财政整顿集中于收入方面

在预测期内，地方政府支出的增长速度将比近期慢得多，但这将被社会保障方面的额外支出所抵消。因此，尽管最初采取了紧缩措施，但政府一般支出比率将继续上升，到 2025 年达到 49.5%。同时，财政收入方面将进行整合，预计收入将增加 5.3%（2024 年）和 4.7%（2025 年）。作为经济产出的一部分，政府赤字将从去年的 2.4% 分别降至 2024 年的 1.7% 和 2025 年的 1.2%。

本文全文原题为“Kiel Institute Summer Forecast: Some Light at the End of the Recession Tunnel”，本文于 2024 年 6 月 13 日发表在基尔研究所官网，作者 Prof. Dr. Stefan Kooths 是商业周期与增长研究中心主任，主要专业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。[单击此处可以访问原文链接。](#)

盘点：美元资产、黄金和官方外汇储备

Patrick Douglass、Linda S. Goldberg 和 Oliver Z. Hannaoui/文 王悦人/编译

导读：本文深入分析了自 2023 年底以来全球中央银行政策制定者持有的官方外汇储备中美元资产和黄金的比例变化情况，以及这些变动背后的原因。近年来官方对黄金需求的增长普遍被市场解读为一种远离美元资产、寻求多元化投资组合的努力。本文研究结果表明，黄金在全球外汇储备中的比重仍然相对较低，而且大多数黄金持有量的增加来自少数几个国家，全球其实并没有出现广泛的去美元化现象。编译如下：

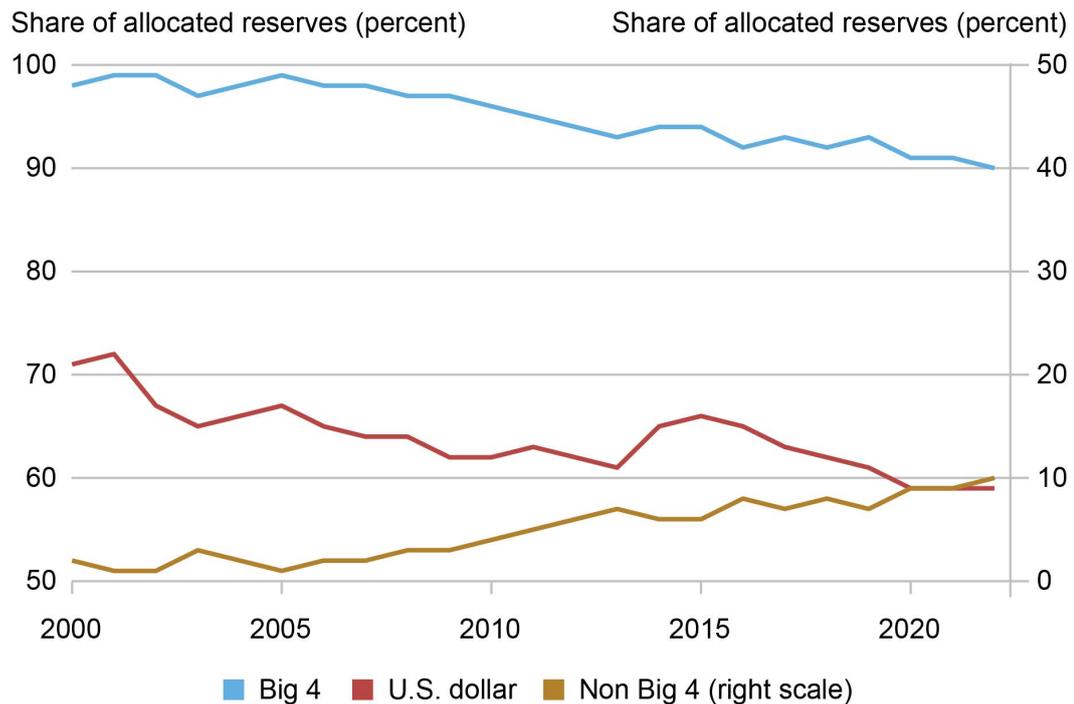
截至 2023 年底，全球央行和财政部持有近 12 万亿美元的外汇储备，其中近 7 万亿美元为美元资产。然而，有一种说法认为，官方外汇储备组合中美元资产占比的下降预示着美元在国际货币体系中地位的减弱趋势初现端倪。一些市场参与者同样将近年来官方对黄金需求的明显增加与从美元转向多元化的愿望联系起来。根据最近的研究和分析，本文对这些说法提出了质疑，认为目前观察到的总体趋势在很大程度上反映了少数国家的行为，并不代表各国央行为摆脱美元而进行多元化配置的普遍努力。

中央银行储备

外汇储备是中央银行持有的外币资产。它们通常包括债券、存款、钞票和政府证券，但也可以包括黄金和白银等商品。许多全球性中央银行选择持有外汇储备，以此支持对本国货币和汇率政策的信心，包括在必要时干预以支撑本币的能力。正如国际货币基金组织（IMF）所讨论的那样，外汇储备还可以在危机期间或国际借贷渠道受限时，帮助吸收对货币的压力，国际借贷渠道受限时，帮助吸收对货币的压力。

IMF 的官方外汇储备的货币构成（COFER）数据报告了各国中央银行持有的外汇储备的货币构成总量。下图显示了美元份额和“四大”货币（美元、欧元、日元和英镑）的份额，两者都在 2001 年达到峰值。在全球金融危机之后，美元份额在 2015 年恢复到 65%，但随后从 2015 年到 2021 年又下降了 7 个百分点。

图 1 近几十年来，美元在外汇储备中所占份额有所下降



资料来源：IMF、官方外汇储备的货币构成（Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves, COFER）以及作者的计算。

注：图表显示了中央银行外汇配置的全球趋势。“四大货币”指的是美元、日元、欧元和英镑。

一种新的（简单）分解方法提供了关于储备资产组合变化的视角

Goldberg & Hannaoui（2024）的新研究表明，从概念上讲，美元在总储备中所占份额的变化是由两种截然不同的力量驱动的。首先，持有美元资产偏好的变化会在国家层面发生，并与一国的初始储备余额相互作用。其次，由于各国投资组合中持有的储备数量发生变化，并与其最初的美元投资组合配置相互影响，全球总量可能会在不同时期发生变化。因此，储备规模变化较大且初始美元权重与平均值相差较大的国家，可能会由于与持有美元资产偏好变化无关的原因，对全球外汇货币份额总量做出重大贡献。

为了进一步揭示这些因素的重要性，我们使用了两类国家级数据：国家外汇储备数据（IMF 国际金融统计）和研究人员估算的国家级储备构成数据（Ito & McCauley, 2020）。利用后者，我们可以估算出 2015 年至 2021 年间美元全球储备份额下降 7 个百分点的构成因素。

下降由三个部分组成。首先，对于那些在 2015 年和 2021 年都有估算数据的国家来说，他们对美元资产偏好加权总和导致的下降约为 0.3 个百分点。总体而言，这一总和几乎不能解释 COFER 美元份额总变化的任何部分。其次，外汇储备组合积累和减少的模式解释了美元份额总下降中的 3.8 个百分点。这一分析的含义是，美元份额总体下降有一半不能归因于美元偏好的变化。

通过分解，我们能够估计出第三部分，即外汇储备总额中美元份额下降归因于无法获得投资组合配置估计值的国家对美元资产的偏好发生了变化的部分。这部分主要由中国和印度较大的外汇储备所主导，占美元总份额 7 个百分点下降中的大约 2.9 个百分点。虽然这些具体的估计结果可能会随着进一步纳入在我们的分析中缺少但在更广泛的 COFER 结构中包含的其他国家而发生变化，但总体模式将是稳健的。

从国家层面的数据来看，一小部分国家在总体统计数据中发挥了重要作用。瑞士在此期间将其总储备增加了近 5000 亿美元，对全球美元储备份额下降的贡献接近 1.8 个百分点。瑞士造成的影响主要是因其积累了大量欧元，这很大程度上源于其货币政策框架，该框架有时会限制欧元兑瑞士法郎汇率的变动。因此，这一现象反映的是瑞士的货币政策状况，而非对美元资产偏好下降的故事。同样，从 2015 年到 2021 年，俄罗斯的外汇储备也大幅增长，其储备余额增加了 1500 多亿美元，与此同时，其美元资产的份额下降了 29 个百分点，这一变化对美元在全球外汇储备中所占份额 7 个百分点的总降幅中贡献了约 1.8 个百分点。

投资组合份额估算数据显示，各国美元资产投资组合份额既有正向变化，也有负向变化。因此，并不是所有国家都在放弃美元。事实上，在有估计数据的 55 个国家中，有 31 个国家美元份额在 2015 年至 2021 年期间有所增加。少数国家（特别是中国、印度、俄罗斯和土耳其）对美元偏好的下降以及瑞士持有的外汇储备数量的大幅增加解释了外汇储备中美元总份额下降的主要原因。

资产的相对回报率和地缘政治因素是否推动了储备资产组合的变化？

我们使用回归分析来探究决定各国储备中美元份额的标准因素。这些标准因素包括货币挂钩的使用、国家与美国、欧元区及日本之间的双边贸易份额，以及外债的货币计价和数额。我们的研究发现，投资组合配置的主要驱动因素仍然是强调货币挂钩的传统因素，它们着重强调了货币挂钩、与欧元区贸易的紧密联系，以及债务头寸的影响。

需要检验的第一个新猜想是，当其他储备货币的回报率更高时，美元份额是否会降低。为了理解投资组合的各个部分可以用不同的策略来管理，官方储备投资组合被解释为由流动性部分（在融资市场出现混乱的情况下，需要满足一些短期目标）和投资部分组成。流动性储备代理指标被定义为一个国家三个月的商品和服务进口额或该国家的短期负债，这两种方法都是根据国际货币基金组织（IMF）的指导原则来确定最低储备水平的。投资储备部分则被定义为官方储备总额超过流动性需求的部分。因此，我们还测试了在美国低利率环境下，以及当央行拥有更大的投资储备份额时，这种因货币回报而导致的投资组合倾斜是否会加剧。

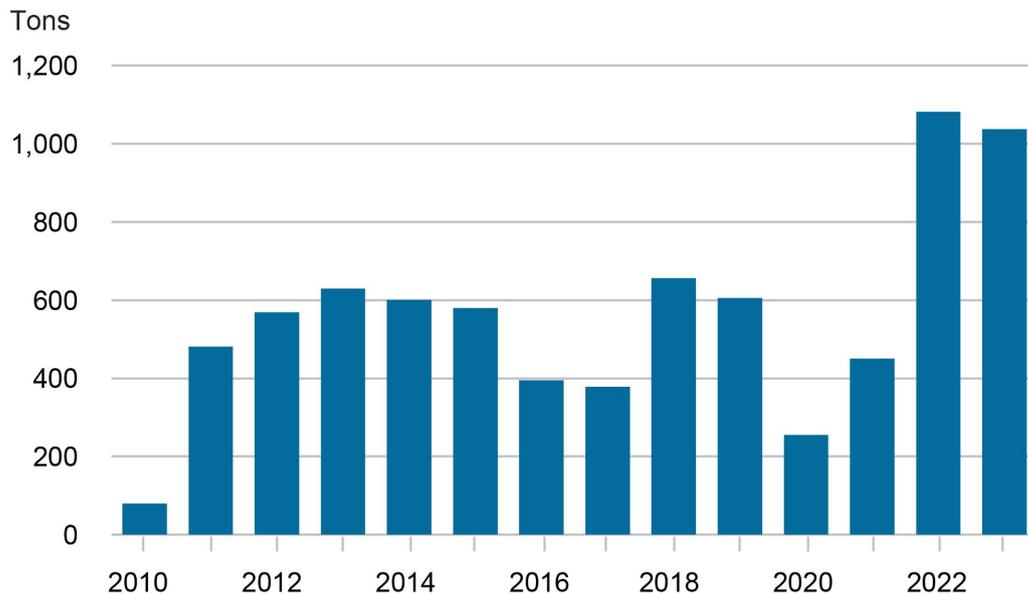
我们的研究表明，对于传统和非传统储备货币而言，主权资产的相对收益对美元在官方储备中所占份额的影响并不大。低利率和零下期限并未显著放大或倾斜相对回报对主权资产的影响。此外，与过去的分析相比，我们发现靠近欧元区的行为对一些国家的投资组合偏离美元资产有更强的影响。

第二个猜想是，地缘政治上与美国不太一致的国家的美元份额可能较低，至少与这些国家的贸易模式、债务融资和货币制度所显示的美元份额相比是如此。部分原因可能是，当中央银行的外汇储备超出其流动性需求时，这些因素的影响会变得更强，从而使得储备管理者能够追求更高的收益。为了验证这一推测，研究采用了国家在联合国大会中与美国投票一致性的数据，这些数据以连续形式或以协议一致性（低、中、高）的离散类别形式呈现。我们的研究发现，地缘政治因素确实在美元份额中发挥了作用，但令人惊讶的是，这些因素主要是在国家储备组合已经足够大以满足其潜在的外汇流动性需求时才会降低美元份额。

如何解读央行大幅增持黄金？

自全球金融危机以来，各国央行显著增加了黄金购买量，而且这一趋势最近似乎有所加快。根据世界黄金协会（World Gold Council）的数据，全球央行在 2022 年购买了 1100 多吨黄金，是上一年购买量的两倍多，并在 2023 年保持了类似的购买水平，如下图所示。

图 2 全球央行增持黄金



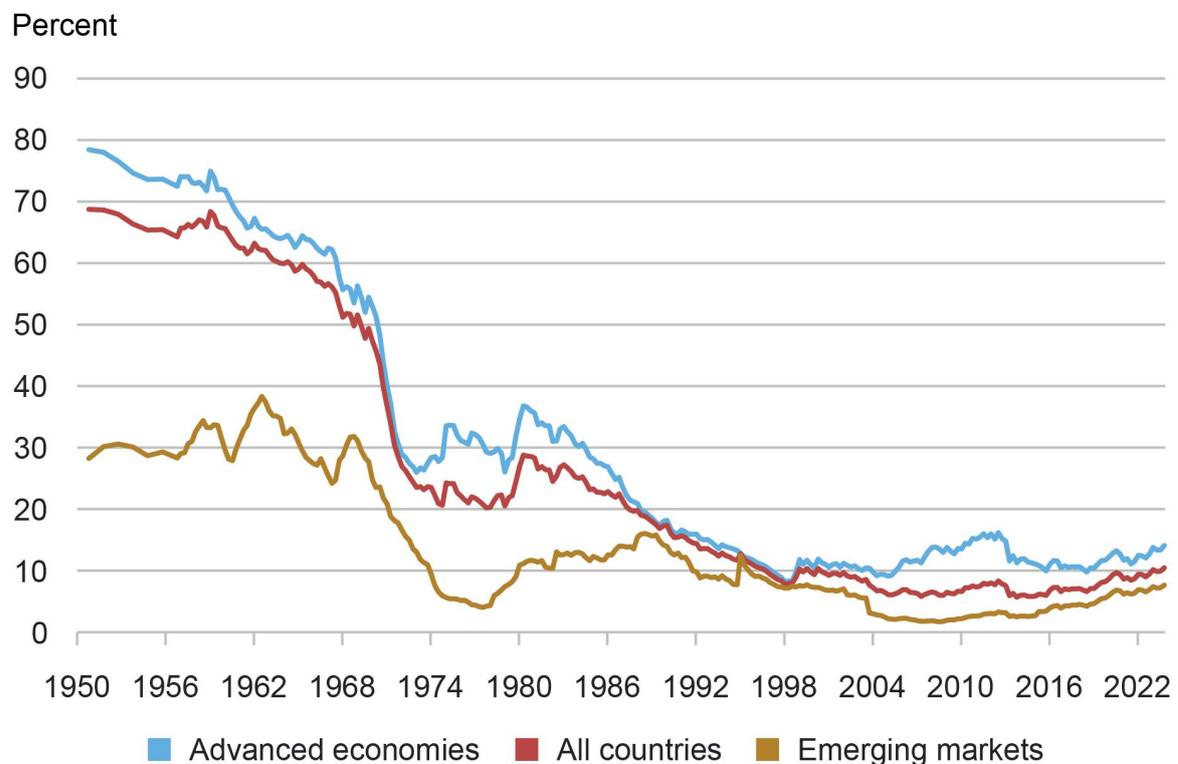
资料来源：世界黄金协会。

市场参与者将需求增长归因于三个因素：（1）在对央行信誉和独立性的担忧日益加剧的情况下，黄金被认为具有对冲通货膨胀的价值；（2）在经济和金融不确定性增加的情况下，黄金被用作风险对冲工具；（3）由于没有发行政府，黄金被用作制裁对冲工具。

自 2022 年爆发俄乌冲突以及 G7 国家随后决定冻结俄罗斯央行的外汇储备，并禁止其银行与俄罗斯同行开展大部分业务以来，黄金表面上免受制裁的安全性被广泛视为官方购买黄金背后的一个特别突出的因素。Arslanalp et al. (2023) 提供的证据表明，多边制裁的实施是新兴市场和发展中国家购买黄金的驱动因素。中央银行在最近的储备管理人调查中也指出，对制裁的担忧是购买黄金和增加国内黄金储备的驱动因素。此外，我们还发现，在地缘政治上与美国不太一致的国家——以其在联合国大会对美国投票的一致性作为代理变量——近年来往往是最大的黄金买家（尽管与美国的低投票一致性并不能有力地预测黄金的总体储备量）。

这些黄金购买固然引人注目，但其对各国央行的广泛影响有限。首先，如下图所示，黄金在总储备中所占的比例仍然不高，约为 10%（或根据黄金的市场价值估值为 15%），大致相当于 21 世纪初的水平。其次，IMF 统计的国家层面的数据表明，官方黄金持有量的增加主要来自少数几家央行。自 2009 年以来，超过一半的黄金储备来自中国和俄罗斯，另有四分之一来自少数新兴市场央行（土耳其、印度、哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦和泰国）。最后，黄金作为法定货币的替代品仍存在重要缺陷。它没有利息，而且作为一种实物资产，很难在交易中使用，更不用说其高昂的运输、仓储和安全成本了。

图 3 黄金占官方外汇储备的比例仍然较低



资料来源：IMF 国际金融统计数据

注：黄金份额根据各国对黄金的国家估值来计算的。

结论

总体而言，我们的研究表明，关于美元在官方储备中所占比例下降以及央行持有黄金的作用增加的说法，不恰当地概括了一小部分国家的行动。美元在外汇储备中所占比例的下降甚至并不总是与美元偏好有关。我们的研究结果补充了欧洲央行 2023 年《欧元的国际角色》报告中相关信息，该报告对各国有意改变其储备货币构成的关键公告进行了仔细调查，却发现这些声明并未伴随着美元国际角色关键指标的重大变化。

本文原题名为“Taking Stock: Dollar Assets, Gold, and Official Foreign Exchange Reserves”。作者为 Patrick Douglass, Linda S. Goldberg, Oliver Z. Hannaoui。Patrick Douglass 是纽约联邦储备银行市场部门的资本市场交易负责人。Linda S. Goldberg 是纽约联邦储备银行研究与统计部门中负责金融中介政策研究的金融研究顾问。Oliver Z. Hannaoui 是纽约联邦储备银行研究与统计小组的研究分析师。本文是 2024 年 5 月发表在纽约联邦储备银行 Liberty Street Economics 上的研究文章。[单击此处可以访问原文链接。](#)

旅程——中国：富足的时代

Jim Walker, Wayne Choi / 文 赵元彬 / 编译

导读：本文深入分析了中国经济发展的现状与未来趋势，报告认为，中国的资本积累策略有效地提高了低收入群体的生活水平，并在全球经济中确立了中国的领导地位。它反驳了西方对中国消费和投资不平衡的批评，强调资本积累是推动经济增长的关键。文章还指出，中国的人口老龄化并不是经济增长的障碍，因为资本的积累可以弥补劳动力的减少。此外，中国的高科技领域，如电动汽车和可再生能源，显示出私营部门的活力，尽管房地产市场正在调整，但中国政府正在通过基础设施投资和技术创新来寻找新的增长动力。报告建议投资者选择性地投资中国股票，而不是依赖宏观市场策略，为理解中国经济发展模式提供了全面的视角，并为投资者提供了宝贵的洞见。编译如下：

1 中国：富足的时代

1.1 如果中国政府方面能沉住气，富足仍会继续。

“正如亚当·斯密在《国民财富的性质和原因的研究》一书中所说，资本是决定能够投入工作的“有用的和有生产力的劳动者的数量”的主要因素。劳动力是由资本“推动”的。资本积累使人口和劳动力增加，为工人提供更好的设备，最重要的是，使更广泛的劳动分工成为可能。资本积累有助于增加总产出和每个工人的产出。一个经济体的发展速度与其投资率成正比。”

——Gerald M Meier（主编），《经济发展中的主要问题》，牛津大学出版社，1989年第五版，第173页

“然而，尽管平均消费水平增长缓慢，中国在过去三十年中最显著的成就是使低收入群体的基本需求远远好于大多数其他贫穷国家……预期寿命——其对许多其他经济和社会变量的依赖性使其可能成为衡量一个国家实际贫困程度的最佳单一指标——对于一个处于中国人均收入水平的国家来说（64岁）是非常高的。”

——同上，第56页

西方经济学家、政治家和财经媒体一直在批评中国的消费和投资“失衡”。这仅仅是对受压抑的中国消费者的担忧吗？正如我们将在下面看到的那样，它不可能是关于该国外部平衡问题的，因为中国的外部账户余额现在已经接近于零。或者这是一种不那么善意的指责？这是因为，中国越是在支持资本形成（供给侧）优先于消费（需求侧）的道路上奋力前行，就越有可能成为全球经济霸主。它已经拥有世界历史上最多样化和最广泛的供应链。

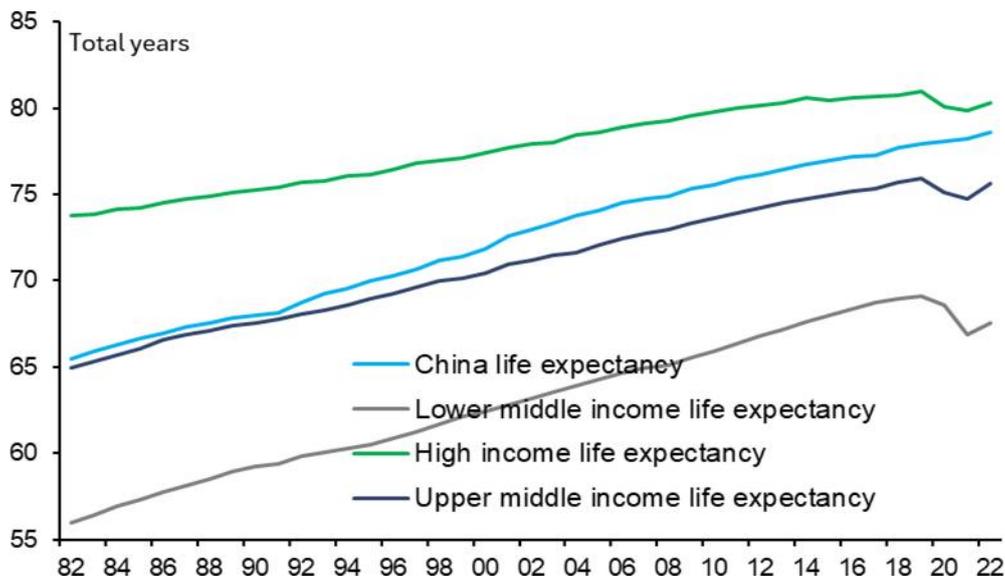
中国发展模式的批评者指出其对资本形成的依赖，并谴责其对全球经济的影响（仿佛利他主义曾经是经济政策的一个特征一样）。当时最著名的经济学家、古典经济理论之父亚当·斯密（Adam Smith）会对这些批评感到困惑和不知所措。正如他在上面的引文中清楚地解释的那样，劳动力是由资本“推动”的，因此他得出的结论是，经济发展的速度与其投资率成正比。这一结论的基

础是斯密的洞见，即贪婪和利己主义比任何有计划的供需分配都更能服务于更大的利益。

但是，这当然不是许多西方反对者的问题。他们的观点不是由经济观点驱动的，而是由政治观点驱动的。如果中国继续以比其他任何国家都快速度积累资本，它将主导全球经济活动。简而言之，它将成为世界上最大的经济体和制成品的最大生产国。它将把全球的稀缺转化为富足。在许多行业，情况已经如此。

这些迹象对旧世界秩序来说是不祥的预兆。图 1 显示了自 20 世纪 80 年代末以来，中国的预期寿命——正如 Meier 所描述的那样，“衡量一个国家实际贫困程度的最佳单一指标”——的增长情况。富裕（高收入）国家的预期寿命也有所增加，但中国已经大大缩小了这一差距。1985 年，中国人的预期寿命为 66 岁（略高于上文引用的 1986 年世界银行报告中的估计），但到 2022 年，这一数字已上升至 79 岁。在同一时期，富裕国家的预期寿命从 74 岁增加到 80 岁。鉴于西方无家可归和绝望的问题日益严重，这一数字将会下降。与其他中高收入国家相比，中国已经遥遥领先。

图 1：预期寿命比较——中国接近高收入水平



来源：世界银行，Haver Analytics

因此，即使没有凯恩斯主义者所要求的全能消费引擎，中国的预期寿命记录也是相当不错的。也许亚当·斯密对资本积累的强调并不离谱。

然而，一路走来，中国在投资主导模式上也犯过错误。在 2010-13 年的高速增长中，钢铁、水泥、铝、化工和造船行业的产能过剩对经济造成了严重损害，尤其是以坏账的形式，尽管这将世界从长期经济衰退中拯救了出来。依赖房地产作为增长动力成为政府的另一个沉重负担，尽管这一问题在过去三年中已经得到了正面解决。

财经媒体将房地产事件描述为中国政府的一场“危机”，这是西方对中国内地经济分析中普遍存在误解的又一例证。“危机”可以通过政策行动来解决的，即美联储在 2008 年次贷危机后对美国金融部门的救助。“危机”通常不是计划好的，也不是由政府行动引发的。正在进行的房地产调整是政策行动的预期结果，而不是意外或政策失误。

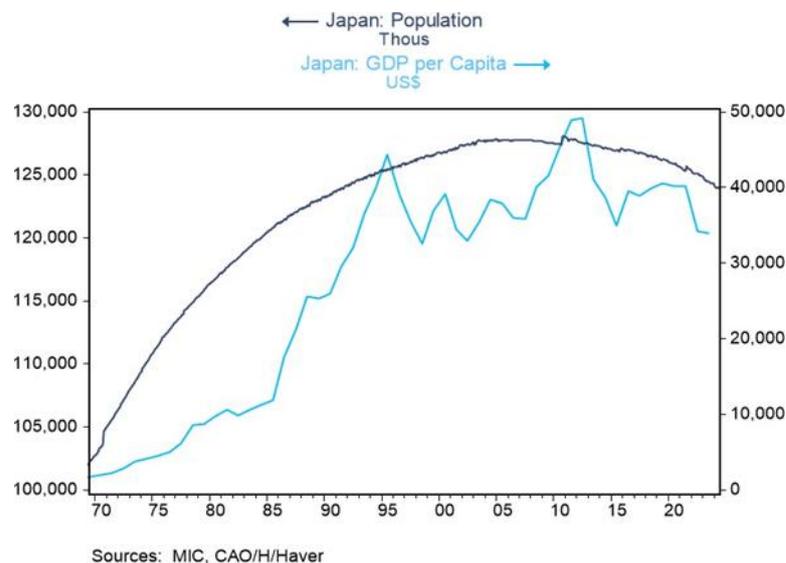
对中国来说，最大的危险将是任何将富裕国家的主流政策和共识强加给本质上仍是发展中国家的中国的企图。但随着中国影响力的增长，西方政客将继续对中国吹毛求疵。最近的“产能过剩”指责就是一个很好的例子。尽管美国和欧盟试图通过征收关税和其他贸易壁垒来挽救其宝贵的汽车制造业，但中国大陆在电动汽车和电池制造业极具竞争力。“又大又坏”的中国一直在制造比其他地方更便宜的东西，并大胆地向海外出售其过剩产能。事实上，比亚迪在欧盟以两倍于国内市场的价格销售同样的电动汽车，这几乎没有“倾销”的味道。一个简单的事实是，全球电动汽车产能不足以满足需求。我们在最近的一份报告（附录 1，第 19 页）中解释了西方精英的伪善。

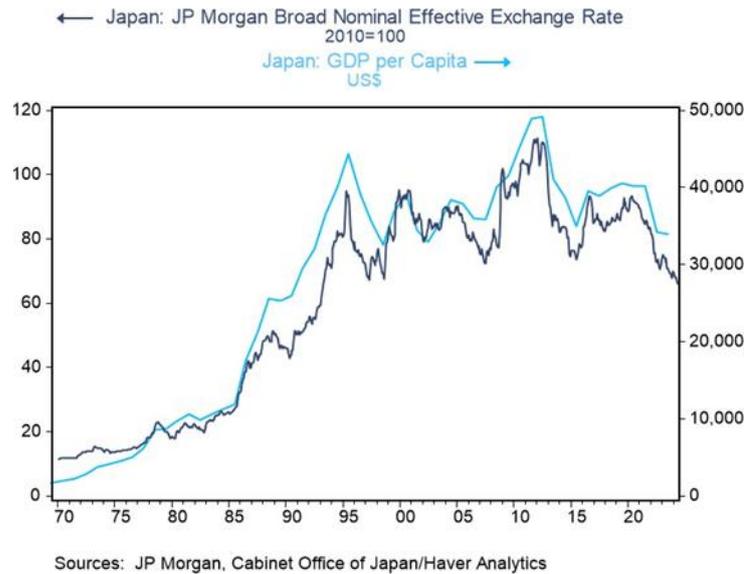
我们将在下文中更多地解释中国不断变化的投资环境，但首先我们将解决中国反对者的一个主要担忧，并解释为什么这是一个机遇，而不是他们所坚持的威胁。

1.2 中国老龄化的神话：资本才是关键

“中国未富先老”。这些话我们都听过，人们常常拿来把富裕的日本和相对贫穷的中国进行比较。和日本一样，中国的劳动力已经见顶，因此，据说，中国的经济增长和财富也必然见顶。如图 2a 所示，在过去的 50 多年里，日本的人口与其人均 GDP（以美元计算）显示出密切的关系。但在日本从全球制造业强国沦为地区落后国家的过程中，是否至少还有另一个其他因素在起作用？部分原因是否可能与同期的日元汇率有关（图 2b）

图 2a 和 2b：是什么让日本变得富有？ - 汇率还是人口统计？





两张图的相关系数分别为 0.91 和 0.98。如果不对过去 60 年日本和世界经济的政策和条件进行全面分析，就不可能说出究竟是什么造就了它的黄金时代，又是什么导致了它的灭亡。例如，廉价的日本产品崛起时，全球经济的其他廉价产品生产者，尤其是共产主义国家，被排除在贸易体系之外。在这方面，有许多因素在起作用，将该国的经济衰落归咎于劳动力是牵强附会的，因为从 1990 年到 2009 年的峰值，该国的劳动力变化只相差 500 万人。

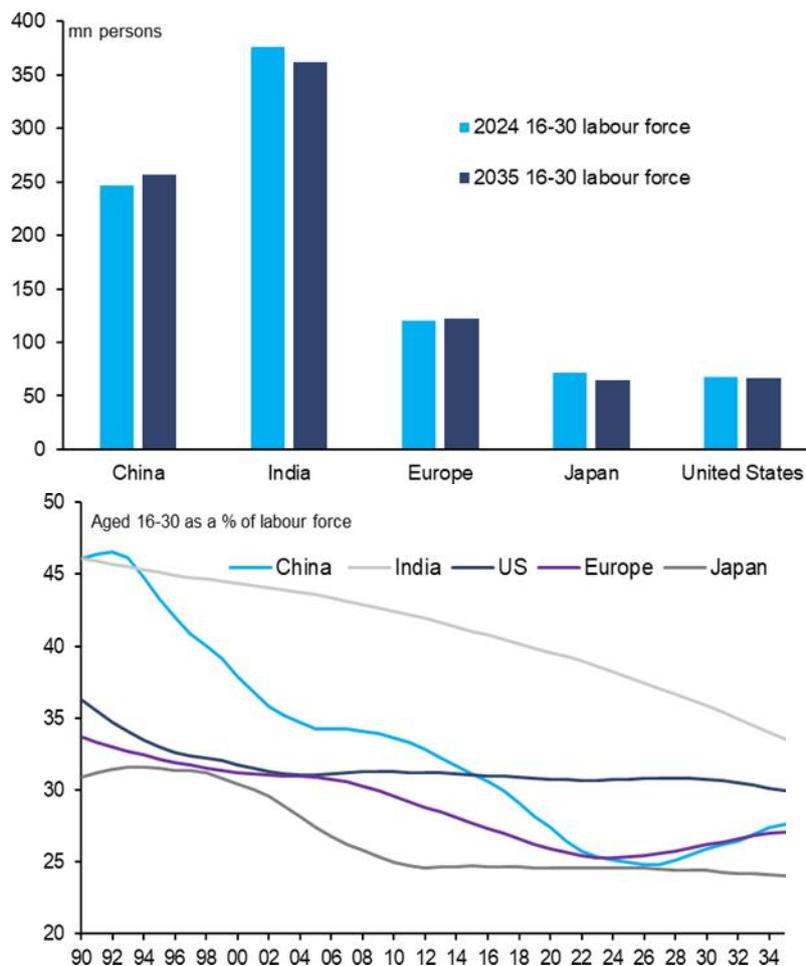
事实上，在过去 200 年里，人口规模——甚至劳动力规模——在超级大国的利益中一直是不重要的因素。英国在 1850 年是无可争议的经济霸主，是因为其人口规模（在当年全球 12 亿人口中只有 2700 万），还是因为工业革命起源于英国，以及英国在非洲和亚洲拥有庞大而雄心勃勃的军事存在？

100 年后，轮到美国主导世界经济了。在全球 25 亿人口中，美国有 1.52 亿人，占总人口的 6%，而 1850 年英国只占 2.2%，但这很难保证美国的统治地位。也许这更多地与过去 50 年中出现的庞大的军工复合体和世界储备货币的所有权有关。

今天，随着中国以更现代的形式建设其工业基础，对贸易、竞争和外国技术更加开放，而不是在毛泽东时代实行工业自给自足，仅其人口就占世界人口的 17.5%。如果人口结构是经济超级大国的驱动力，那么中国和印度将在几个世纪以来一直处于经济树的顶端。

但关于衰老的比喻呢？图 2a 显示了与欧洲、美国和日本相比，这两个亚洲大国目前年轻工人占主导地位的程度。有趣的是，如图 2b 所示，到 21 世纪 30 年代中期，中国年轻工人在劳动力中所占的比例将超过欧洲。如果“老龄化社会”的说法有任何事实依据，中国就不需要担心未来几十年的增长前景。

图 3A 和 3B: 年轻工人——印度和中国占主导地位



但这没有抓住重点。正是资本和劳动力的结合决定了雄心勃勃的国家的经济实力（这也是中国迄今击败印度的原因）。可悲的是，就像英国和美国的情况一样，军事力量也是一个关键的驱动因素。到目前为止，中国已经避免了过去和现在的经济超级大国所采取的直接军事对抗路线，但目前富有的西方老牌精英决心对“新”孩子关闭市场，这可能会改变这一平衡，对整个世界造成损害。

撇开地缘政治方面的担忧不谈，如果中国能够保持冷静，并保持其供给侧政策重点，那么中国作为全球经济领袖的崛起是不可避免的。中国在电动汽车领域新近取得的成功，就是对这一战略的证明——更准确地说，是对中国私营企业实力的证明。这些公司在很大程度上依赖于自动化工厂，正在生产全球最便宜、最好的电动汽车。上世纪 90 年代和本世纪初在广东和浙江血汗工厂工作的低技能农民工大军已经一去不复返了。取而代之的是深圳和上海的现代化机器人装配线。非技术工人已转变为产品主管和生产经理。

但就创造就业而言，这难道不是一个问题吗？实际上，不是。人口老龄化和人口减少的另一面是，需要扩大劳动力的快速经济增长不再是政府的当务之急。中国现在可以进入下一个发展阶段了：更高质量的、资本密集型的成长，

而不用担心创造大量就业机会。如图 4 所示，适龄劳动人口正在减少。这并不意味着经济衰退，而是给了政府更多的喘息空间，为更高质量的增长创造条件。正如我们将看到的，这一进程今天在中国内地顺利进行。

图 4：实现增长和创造就业的当务之急——不再紧迫



来源：Haver Analytics, Aletheia Capital Ltd

图 4 是解释中国政府未来政策思路及其解决问题的方法的关键，这些问题包括以前在促进经济增长方面对房地产行业的过度依赖。所有呼吁采取严厉措施纾困房地产开发商或通过增加财政支出提振需求的分析师，都忽视了图表中的信息：创造就业现在是政府的次要关切。刺激需求的政策火箭筒只会适得其反，于事无补。发展中国家的高质量增长、技术进步和地缘政治影响是新的当务之急。

2 增长驱动因素：交接棒

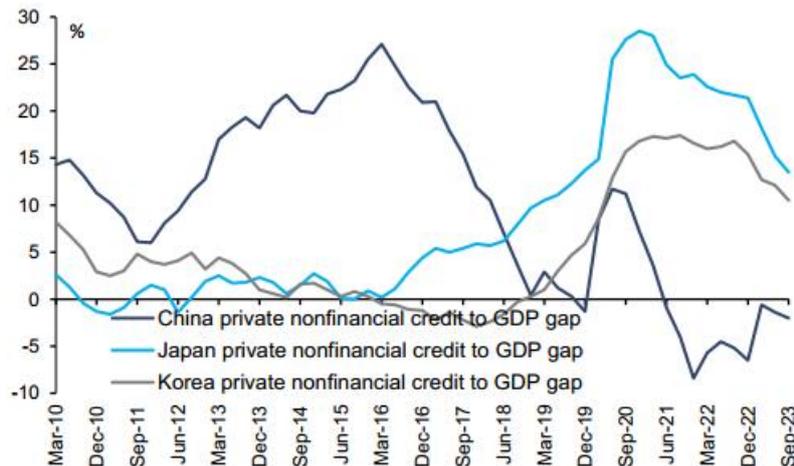
自上世纪 90 年代初开始改革开放以来，中国一直依赖廉价劳动力、出口市场、廉价信贷、国内企业家、雄心勃勃的国有企业、基础设施开发和房地产行业来推动经济快速增长。所有这些驱动因素都有它们的优点和缺点，随着他们的成熟和财富的增长，他们都以最初的形式来了又去。但到 2012 年习近平担任中国共产党总书记时，疯狂“致富”的弊端已经变得显而易见。重工业产能过剩、危险的高杠杆、猖獗的房地产投机和过度的外部资产积累（这给国内货币管理带来了问题）都是中国政府面临的经济问题。

作为应对，政府对钢铁、水泥、铝、造船和其他行业进行了合理化和整合，他瞄准了公共和私营部门的债务积累，并推广“居住房地产”，作为投机的替代选择。这项工作尚未完成，但早期确定的所有关键问题都已得到推进。他们的进步是否为许多西方或市场观察人士所接受？不。

但没有人会指责中国仓促实施再平衡战略。2013 年和 2014 年，重工业产能被大幅削减，但自那以来，整合步伐更加缓慢。去杠杆化将需要几十年而不

是几年的时间，“重组”（事实上的违约）是不良贷款管理的关键方法。也就是说，国际清算银行（BIS）所钟爱的信贷与 GDP 之差（图 5）表明，中国是“未来三年内”最不可能发生金融危机的国家之一。世界银行对极端金融部门风险的标准是信贷与 GDP 之差超过 10%，中国上一次有意义地展示这一信号是在 2018 年，但日本和韩国至今仍是危机的争夺者。

图 5：非金融信贷与 GDP 之差——对中国来说，这不是一个令人担心的问题



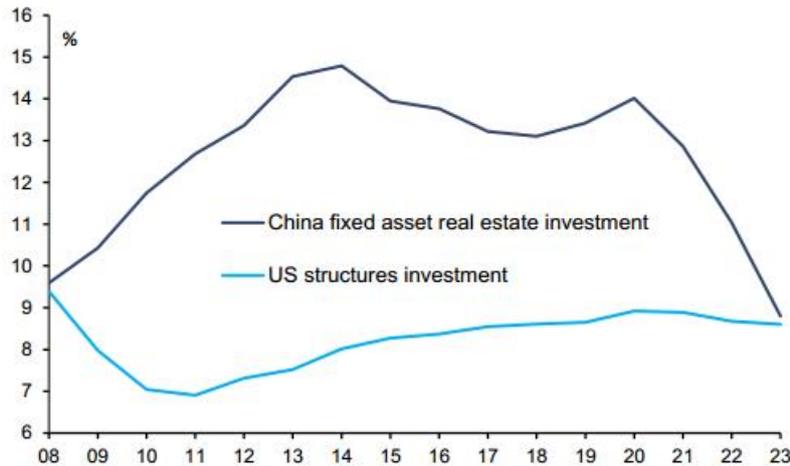
来源：Haver Analytics, Aletheia Capital Ltd

在 2014/15 年为解决房地产投机而进行的第一次失败尝试在 2016 年被明确放弃。但这一次，房地产开发商脖子上的绳子并没有松开。尽管分析师和经济学家（主要是投资顾问，他们的客户正在遭受损失）一再呼吁政府撤销 2021 年对房地产行业的打压，但中国政府没有听从。放宽房地产限购的多项措施，以及最近为地方政府购买空置住房并将其转化为社会保障住房而预留的资金，都是为了限制房价下行趋势，而不是重新点燃繁荣。在过去三年里，投资、房价和房地产销售都下降了 30-80%。

改革的必要性是显而易见的。根据各种估计，房地产行业——房地产加上国家统计局编制的投入产出表中确定的相关上下游产业——占 2019 年 GDP 增长的 25%。就产出而言，房地产占经济的 18%。中国越来越依赖房地产市场投机来推动整体经济增长。这种情况必须停止。从我们上个月在北京的谈话中得出的估计表明，在过去三年里，房地产行业本身已从占 GDP 的 12% 萎缩至 7-8% 左右。2024 年第一季度，房地产固定资产投资同比进一步下降 9.5%，连续三年收缩。调整还有很长的路要走，但可能不会走得太远。

房地产业和建筑业，这两个与房地产最密切相关的两个工业部门的投资水平，已从打击前名义 GDP 的 14% 下降到现在的 10% 以下（图 6）。在美国，最接近的可比数据是“建筑”投资（当然，这是一个比房地产更广泛的类别）。目前，两国房地产业和建筑业在 GDP 中所占的比重相当。

图 6：房地产/建筑投资——在中国落地



来源：Haver Analytics, Aletheia Capital Ltd

我们能确定最坏的情况已经过去了吗？我们采访过的一位专家认为，2023年房地产使GDP增长减少了1.4个百分点。今年预计这一数据将降至0.9个百分点。好了一些，但仍在拖后腿。

正如我们上面所说，危机不会持续三年——深思熟虑的政策行动才会持续三年。中国政府已基本实现了将房地产业在经济中的比重收缩至更可控规模的目标。这充分证明，房地产投机——即多重所有权——无论现在还是将来，会给财务造成危害。作为主要的增长动力，房地产业已经风光不再。

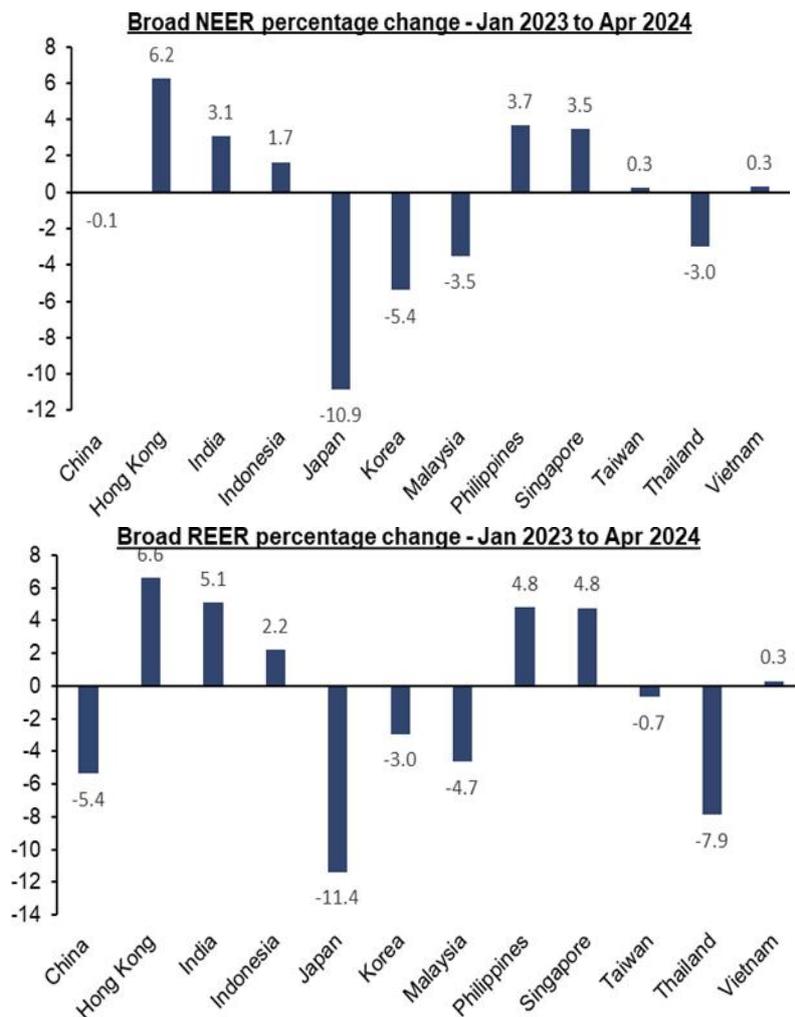
2.2 新的增长源：出口、新技术和基础设施

根据官方GDP数据，中国经济在2024年第一季度同比增长5.3%。在最近的两份报告中（旅程——《中国：透过黑暗的玻璃》，2024年4月22日，《贸易：世界之窗》，2024年4月29日），我们从国内和外部指标中找到了支持“强劲”增长说法的大量间接证据。此外，正如在一次会议上有人指出的那样，2024年是闰年，因此第一季度的产出比前一年多了一个工作日，或者可能增加1.1%。但新的增长动力在哪里？让我们从出口开始讨论。

中国的货物贸易在2022年达到3.54万亿美元的峰值，然后在2023年下降3.6%，为3.38万亿美元，但2022年的数据受到出口价格同比增长近13%的推动。2023年，出口价格下降了3.6%，这表明按实际价值计算，在电动汽车的带动下，2023年中国的出口创下了历史最好水平。

有确凿的证据表明，中国出口商的出色表现有望持续下去。图7A和7B分别显示了自2023年1月以来亚洲国家的名义有效汇率和CPI调整后的实际有效汇率的变化。正如过去十年的大部分时间一样，中国的名义有效汇率（NEER）在过去16个月中几乎没有变动。相比之下，与美元挂钩的港元升值了6.2%，而陷入困境的日元则贬值了10.9%。

图 7A 和 7B：中国的广义 NEER 和 REER（基于 CPI）——竞争力不断增强

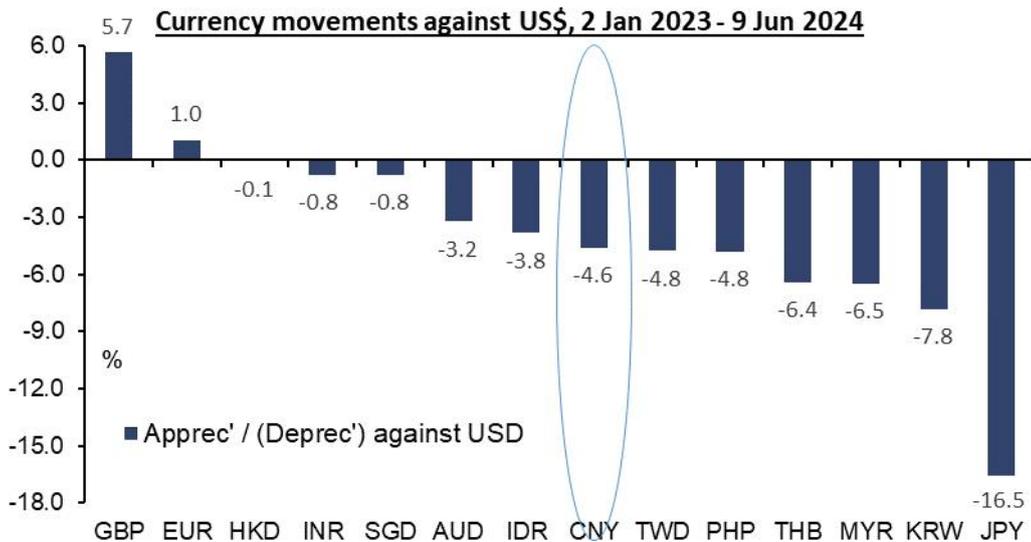


来源：Haver Analytics, Aletheia Capital Ltd

但实际情况并非如此。由于国内物价通胀较低，同期人民币实际贬值了 5.4%。尽管泰铢的跌幅超过了人民币，但日元仍然是亚洲的弱势货币。简言之，与亚洲其他国家和大多数相竞争的富裕国家相比，中国过去一年的竞争力有所上升。

当然，这并不是头条新闻作者关注的重点。他们更喜欢叫嚷人民币兑美元贬值，如图 8 所示，他们指出人民币正在贬值是正确的，尽管他们更有理由对新台幣、韩元和日元评头品足。这三个国家的经常账户盈余都高于中国。他们坚持无视中国政府在 2016 年转向交易一篮子货币管理体系的事实。

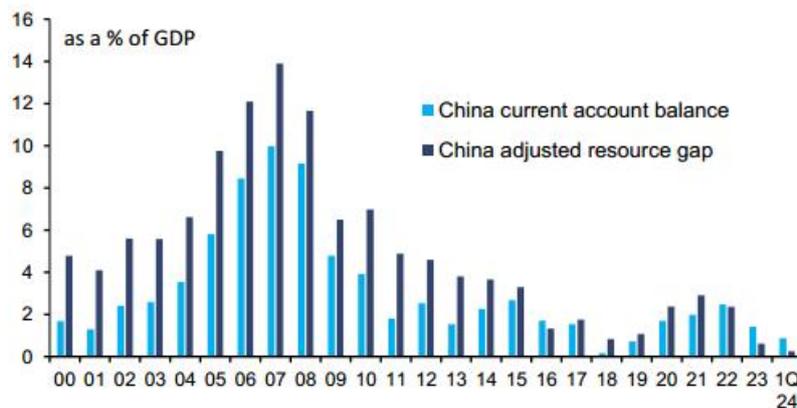
图 8：亚洲货币与美元的变化——中值



来源：Haver Analytics, Aletheia Capital Ltd

尽管如此，中国的贸易顺差仍处于历史最高水平（2023 年为 8000 亿美元），这是因为自 2016 年以来，人民币实际有效汇率普遍贬值 11%，导致竞争力激增。但这并没有反映在其经常账户或调整后的资源缺口状况中（图 9）。更广泛的对外收支接近平衡，这证明货币相对于国际贸易伙伴是稳定的，而不是正在升值。在更广泛的对外收支平衡指标中，顺差的减少表明该国正在大力促进贸易体系的稳定，而不是相反做法。

图 9：经常账户和收支平衡——全球好公民



来源：Haver Analytics, Aletheia Capital Ltd

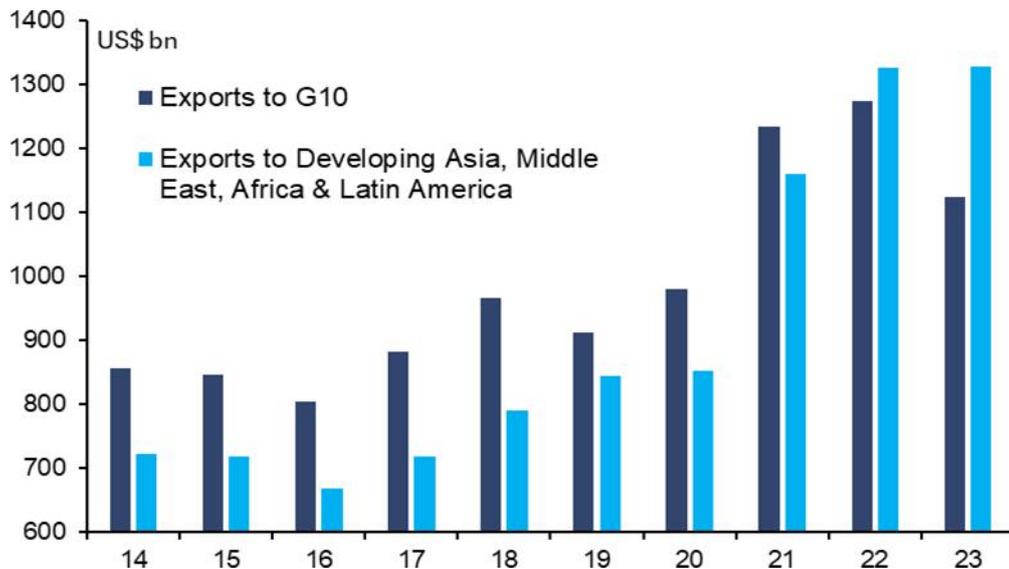
维持人民币稳定的最大危险是美国和欧洲持续的激进贸易言论。地缘政治的紧张局势可能会鼓励短期资本外流，并带来相关的影响汇率。美国经济学家可能会批评人民币疲软，但美国政界人士在很大程度上也是原因之一。

出口的成功很大程度上要归功于电动汽车、电池和可再生能源（如光伏电池）等领域的技术推动。中国的现代化计划——到 2025 年实现高科技投入的自给自足——的一部分就是鼓励这些行业的发展。与大多数其他国家一样（美国的《通货膨胀抑制法案》（Inflation Reduction Act）和《科学与芯片法案》

（Science and CHIPS Act）也有同样的目的），中国对这些前沿科技行业进行了补贴和激励。如今这些行业正面临着因过于成功而受到打压的危险。

如图 10 所示，为了避免制裁，中国的出口制造商正在迅速实现市场基础的多样化。尽管美国和欧盟的贸易限制以及疲软的进口需求有助于加快这一转变的速度，但目前大部分中国出口的目的地是全球南方国家，而非 G10 国家。同样，那些被鼓励离开中国到其他地方进行出口产品最后组装的公司对半成品投入的需求也是如此。无论富裕国家是否愿意，供应链都牢牢掌握在中国企业手中。

图 10：中国对十国集团和全球南方的出口——位置变化



来源：Haver Analytics, Aletheia Capital Ltd

我们在北京的会议上经常提到的另一个增长动力是基础设施。人们普遍预计，中国将加大这方面的财政支出力度，以抵消房地产业的持续拖累。据一位消息人士透露，已发行但尚未动用的 2 万亿元人民币的专项债券随时可能投入使用。有趣的是，这一财政刺激措施是否即将出台？因为迄今为止，这一措施从未落地。2022 年政府支出增长 6%，2023 年进一步增长 5.4%，仅略高于名义 GDP 增长。这两年，政府总预算赤字一直稳定在 GDP 的 4.5% 左右。

污水处理系统的检修、架空电线的迁移、净水的供应和地方运输系统都被认为是急需关注的问题。下个月召开的中国共产党第二十届三中全会可能会在财政方面出台更多公告。但鉴于其近期的表现，我们预计中国政府将保持相对保守的财政立场。

3 消费支出：虚假信号？

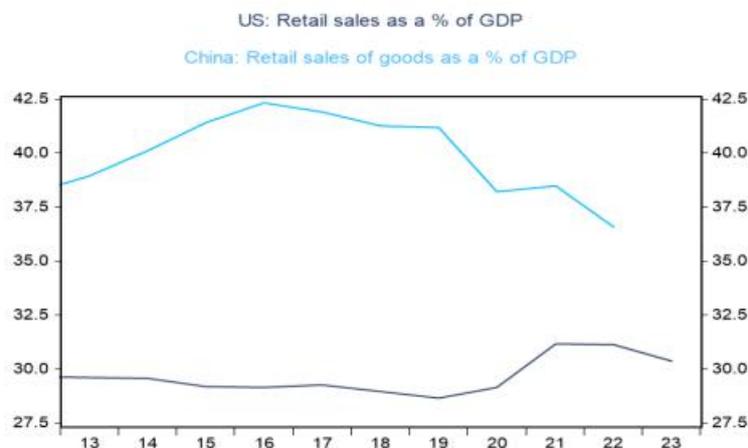
在本报告的引言中，我们已经讨论了消费和资本支出的作用，但中国真的缺乏消费吗？凯恩斯主义的叙述很清楚：中国的问题在于生产过剩（大概历史上所有出口国都是如此）而消费不足。这也是中国经济学家担心的问题。

在他们看来证据确凿，中国占全球 GDP 的 18% 左右，拥有 30% 的工业产能，却只消费了世界产出的 13%。但这个故事有一个直接的问题，工业产能与全球 GDP 总量之间的关系是虚假的。像自然资源一样，生产制成品的能力也不是均匀分布的。此外，富裕国家将大量家庭收入用于服务。如果其他国家没有工业能力，这些国家的工业结构将需要进行重大的、成本不断增加的长期调整。要实现这一点并非易事。

在美国，2023 年私人消费占 GDP 的 68%。在中国，居民消费（概念不完全相同，但报道的都是居民消费）在同一年仅占 GDP 的 39%。既然全世界都必须像美国人那样消费，中国就是有罪的——因为中国持续消费不足。

然而，如果我们看看商品的零售支出，就会出现不同的情况（图 11）。中国消费者购买的“东西”占 GDP 的比例比美国消费者高。这两个国家提供服务的性质使情况更加复杂。许多中国家庭雇用家庭佣工，但这些工人往往是非正规经济的一部分，因此不包括在官方统计数据中。此外，中国的金融服务、教育和医疗服务远不如西方发达。以储蓄的形式提供这些服务——特别是教育、医疗和社会保障——至关重要。而且，我们都应该知道，储蓄有助于启动投资引擎——亚当·斯密提出的推动进步的真正驱动力。

图 11：美国和中国商品零售额占 GDP 的百分比——中国人的大额支出



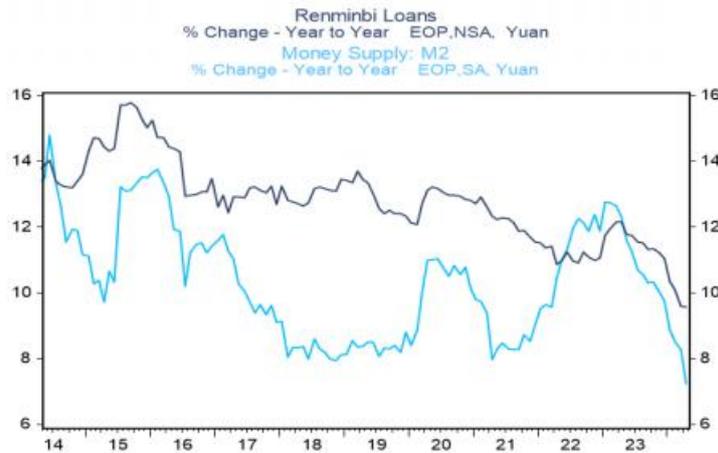
资料来源：Haver Analytics

比较苹果和桔子（美国和中国的个人消费比例）是宏观经济学家最喜欢的把戏，但仍是一种毫无意义的做法。中国游客正重新大量涌入东南亚、欧洲和其他地区；国内游客挤爆了杭州西湖等热点旅游景点的火车和出租车，一线城市住家保姆的月薪高达 3 万元人民币。消费不足？几乎没有。

4 货币状况：比最初看起来更好

就内地的货币状况而言，我们的经济周期指标之一（见附录 2，第 24 页）——广义货币供应量供应——正亮起红灯。如图 12 所示，狭义货币供应量和人民币贷款增长在过去十年中一直在放缓，但在 2023 年下降更为明显。

图 12：人民币贷款和广义货币供应增长——警示的信号？



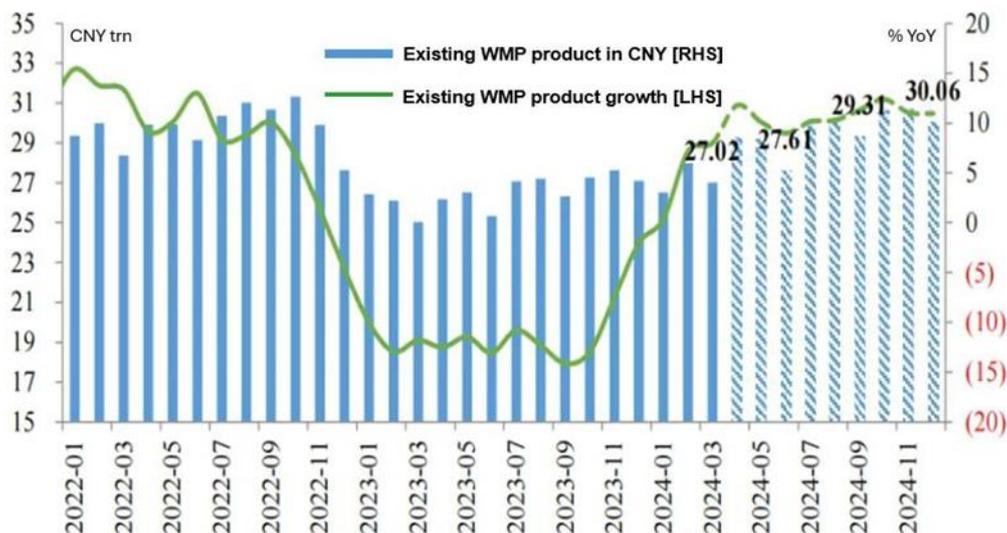
资料来源：中国人民银行，中国人民银行/Haver Analytics

因此，当一位债券市场联系人告诉我们“整体货币环境有利”时，我们感到惊讶。他坚持认为，在中国内地获得资金并不难，但越来越多的企业正避开银行贷款，转向债券市场。有趣的是，他指出大型企业发行的债券期限比过去长得多。最近几个月发行了 10 年期、20 年期甚至 30 年期的债券。一家大公司以不到 3% 的收益率发行了长期债券。而在过去，债券的发行期限通常为一至五年。

他还指出，狭义货币供应量数据可能被人人为压低，因为对理财产品（WMP）的需求有所回升，而理财产品不在中国央行的监管范围内，因此没有计入狭义货币供应量数据。据这位联系人称，家庭对这种高收益票据的需求正在恢复，其他人也证实了这一观点。

图 13 显示了中国中央国债登记结算有限责任公司发行的理财产品数据。它显示了截至 2024 年第一季度的统计数据，以及截至今年年底的产品预测。在经历了惨淡的 2023 年后，理财产品持有量收缩，但下半年同比增长将超过 10%，总发行量恢复到 2022 年的水平。

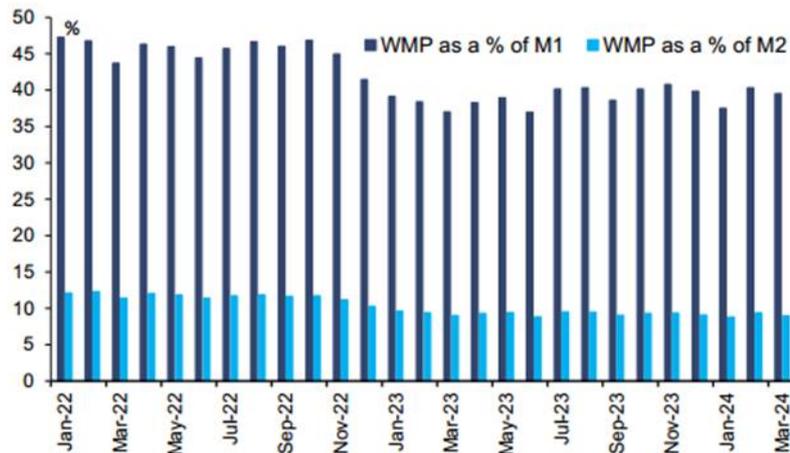
图 13：现有理财产品及增长-反弹



资料来源：中央国债登记结算有限责任公司

但是，理财产品供求的这种变动真的会对狭义货币供应量的计算产生有意义的影响吗？如图 14 所示，主要影响将体现在狭义货币供应量 M1 上（目前同比收缩）上，因为现有理财产品相当于狭义货币供应量 M1 的 40%。理财产品对 M2 的影响较小，仅为广义货币的 10%。

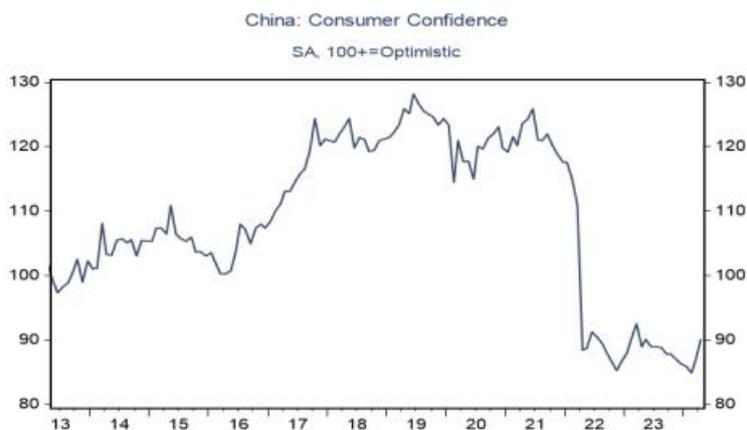
图 14：理财产品占 M1 和 M2 的百分比——大得惊人



资料来源：中央国债登记结算有限责任公司、Aletheia Capital Ltd

有趣的是，对这些高风险工具的需求增加与消费者信心的上升相吻合（图 15）。3 月（86.9）到 4 月（90.1），即使处于早期阶段，但信心增长是自 2022 年底新冠疫情防控政策放开以来最强劲的。如果在未来几个月得到证实，我们预计经济将在今年晚些时候加速增长。

图 15：消费者信心——转折点？



资料来源：中国国家统计局/Haver Analytics

5 富足的时代：球在中国政府的球场上

对中国政府经济政策的批评主要集中在，人们认为它更倾向于供给侧解决方案（意味着投资），而不是需求侧（意味着消费）举措。正如我们在本报告开头所述，这在很大程度上是古典主义经济学派与现代主流凯恩斯主义和货币主义激进主义之间的争论，古典主义经济学派以亚当·斯密的资本理论为代表，

后来由奥地利经济学派发展成为经济周期理论的核心。在后者看来，解决经济“困境”的唯一办法是政府增加支出，家庭增加借贷。我们认为，随着国内信贷与 GDP 之比逼近 300%（见附录 2，图 A2），中国在低谷中已经沉溺太久了。值得庆幸的是，政府似乎也认同这一观点，并在过去几年的政策行动中得到了体现。

就人口而言，今天的中国比 1850 年工业革命鼎盛时期的全球经济规模还要大，其内部市场是地球上最多样化的产业集群。国家领导集中精力为全体公民打下坚实的教育基础，这是人力资本形成的重要起点（与鼓励企业投资同样重要）。中国共产党愿意将旧的共产主义封闭经济模式转变为广泛开放的市场经济模式，这是中国在 30 年内成功成为世界第二大经济体的关键。

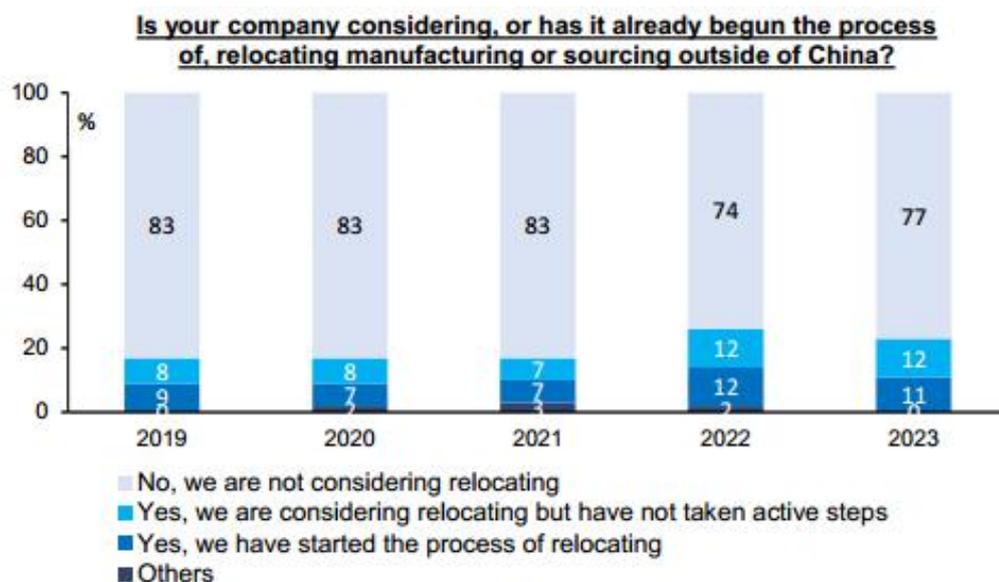
但在北京的会议上，我们反复提出一个问题：当今中国的私营企业和企业家精神如何？

答案几乎是一致的：企业家精神依然活跃（尤其是在一些常见的地方），私营部门——除了高科技行业、房地产开发和教育服务的一些关键领域——一如既往地活跃。电动汽车和可再生能源领域几乎完全由私营部门主导。

也有令人惊讶的评论。一位外国联系人声称，海外投资者仍然渴望在中国经济中占有一席之地。正如他所说，“他们乐于看到激烈的竞争压低了成本，而且参与中国经济使他们在国际上更有竞争力。他们并不认为中国经济是不公平的，只是竞争激烈而已。”

这对经济学家来说很容易，但有证据支持吗？图 16 显示了今年早些时候发布的美国商会最新年度调查中一个问题的答案。美国企业及其附属企业正在退出市场吗？

图 16：制造公司的搬迁意向-按兵不动

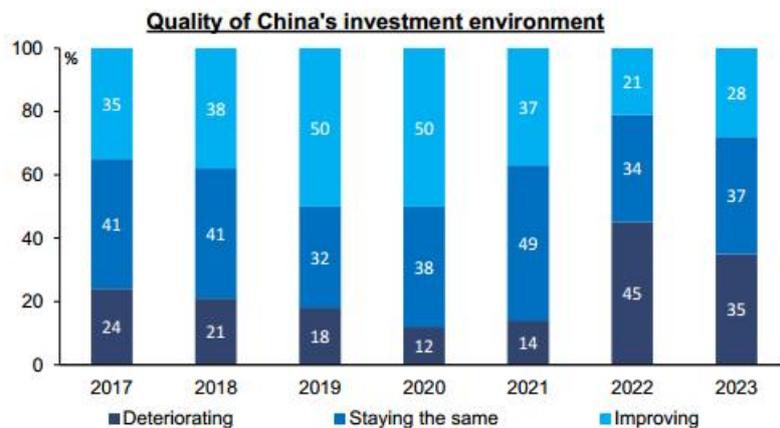


来源：中国美国商会《2024 年中国商务环境调查报告》，Aletheia Capital

尽管来自华盛顿和欧洲的压力和“中国不好”的声音不绝于耳，但仍有77%的受访者表示他们甚至没有考虑从中国搬迁。这一比例比2019年的83%有所下降，但考虑到新冠疫情和地缘政治言论，这是一个惊人的结果。另有12%的受访者尽管正在考虑离开中国，但没有采取任何积极措施。

投资环境质量如何？报告投资环境恶化的公司比例确实有所增加（图17）。然而，考虑到过去三年经济增长势头放缓（当经济的大部分出现逆转时，这是不可避免的）以及随之而来的对盈利的影响，这也就不足为奇了。令人惊讶的是，28%的受访者声称投资环境正在改善！

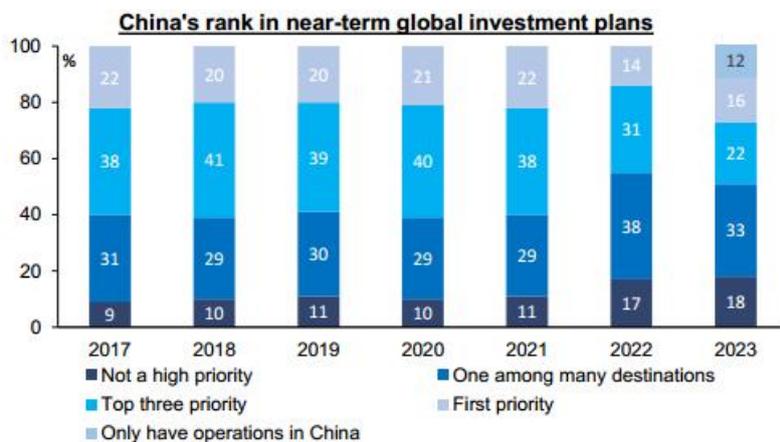
图 17：投资环境质量——需要促进增长和盈利



来源：中国美国商会《2024年中国商务环境调查报告》，Aletheia Capital

根据回答投资计划问题时给出的排名，中国的卓越地位不太可能在短期内改变（图18）。50%的受访者将中国视为其公司全球投资计划最可能的三个目的地之一，这是对中国大陆作为国际企业投资目的地的认可。请注意，对这些外国企业而言，离开中国的最大压力来自本国政府。

图 18：近期全球投资计划——半数看好中国



来源：中国美国商会《2024年中国商务环境调查报告》，Aletheia Capital

关于中国故事终结的报道还为时过早，但有一件事是肯定的，那就是中国政府无意采用西方经济体中的常规政策。没有必要这样做，因为治理体系不同，金融体系的运作更注重拖延问题，而不是具体认识问题。美国的私募股权部门

也采用了同样的投资方法。按市值计价不是这两个行业的特征。投资者在内地配置资金时，必须考虑到所有这些因素。

这意味着在投资中国股市时，要采取更加注重企业和微观经济的方法，一刀切的宏观投资是行不通的。寄希望于美国式的量化宽松或日本式的零利率政策，再辅以巨额赤字支出来刺激需求，这完全是误解了中国政府政策制定者的优先考虑事项。研究一下他们在政策文件中的表述，以便确定他们认为的问题所在以及将得到支持和促进措施的领域，也许是有帮助的。这样一来，投资就可以流向可能的企业受益人。

现在是投资中国股市的时机吗？从 12-24 个月的角度来看，答案无疑是肯定的，但采用宏观市场策略（例如购买指数）的表现可能会落后于传统的公司研究。应该选择性地购买中国股票。

通常来说，水涨船高，大多数船只都会受益……

附录 1: WeeBits-2024 年 5 月 13 日：产能过剩

产能过剩

己所不欲，勿施于人？

“在棉花市场蓬勃发展的推动下，英国各种各样的商品充斥着世界市场，并把其他国家拒之门外。英国政府咄咄逼人，愿意在必要时发动战争，为英国工业保留了这一广阔的领域，其扩张似乎永无止境…1800 年至 1850 年间，棉织品的价格下跌了 81% 以上……”

——Fernand Braudel, 《文明史》，企鹅出版社，1993 年，第 382 页

Braudel 的这句话简洁地解释了英国作为 19 世纪初的头号经济体，为保护其工业基础愿意采取的行动。但我们之所以选择这段话，还因为它提到了英国国内无法生产的一种产品——棉花。

相反，英国不得不从其前殖民地美国进口大型纺织厂和制线厂的原材料。美国棉花（以及印花布、靛蓝和烟草）供应充足，这些都是由来自非洲的极其廉价和丰富的劳动力生产的。肥沃的土地和奴隶劳动力带来的比较优势，为美国在那个时代巨大的贸易顺差提供了推动力。

在过去的几个月里，美国政府成员严厉批评和抱怨中国的“产能过剩”，特别是在电动汽车（EV）和电动汽车电池等高科技领域。在周末的一次采访中，美国总统拜登（Biden）的首席经济顾问珍妮特·耶伦（Janet Yellen）警告说，在阻止廉价（据耶伦称中国为电动汽车提供补贴）中国电动汽车流入美国（以及她希望的其他国家）方面，“没有什么措施是不可能的”。

就在一周前，欧盟主席乌尔苏拉·冯德莱恩（Ursula von der Leyen）重复了美国的说法，称中国的出口引擎构成了威胁，必须不惜一切代价让其脱轨。

我们只能说，这些指责中国的人要么不了解历史，要么没有讽刺意识。

英国和美国在过去 100 年中在全球贸易中占据的卓越地位并不是由市场经济和比较优势法则推动的。它们是政府——有时是军方——干预、保护主义和剥削的产物。在中国的维吾尔族问题上，美国对中国强迫维吾尔族劳动甚至种族灭绝的指控，与 18 世纪和 19 世纪发生在美国土著部落的事情相比根本不值一提。也许美国土著部落被清洗并赶出这片土地是为了更大的利益。当然，在那时他们并没有妨碍其他国家与美国的贸易。

至于莱恩女士，她似乎很容易就忘记了欧洲煤钢共同体(European Coal and Steel Community)及其后续组织设置的保护主义壁垒所造成的葡萄酒湖、黄油和糖山以及其他政治导致的产能过剩问题。最初欧盟的所有“共同”政策都是为了保护成员国的工业，并使其他地方的生产者陷入贫困。毕竟，中国仍然是一个相对贫穷的国家，它的所作所为与这些自由贸易的居民过去为促进自身增长而一再采取的措施有什么不同吗？

至于整个“产能过剩”的概念，简直是无稽之谈。是否每个参与出口活动的国家/行业/企业都存在产能过剩？“过剩出口”曾经是一种国际贸易理论，它欢迎这样一种观点，即只要具有经济意义，国外市场就会愿意接受世界各地企业的过剩产品。这就是中国生产者正在做的，以具有竞争力的价格满足人们的需求。如果最终他们在这些产品上赚不到钱，他们就会像之前的恒大一样破产。

但我们不应该对凯恩斯主义主流学派现在大谈这种经济上的胡言乱语感到惊讶。毕竟，这是中国“储蓄过剩”问题的另一面。本·伯南克(Ben Bernanke)曾指责中国“储蓄过剩”问题是导致 21 世纪初美国房地产泡沫的罪魁祸首。

高储蓄率会带来高投资率和高增长率。如果利率信号适当，这些储蓄将被配置在那些回报率至少与名义 GDP 增长率一致的企业中。当利率被人为压低时，就如同 2010-2013 年中国经济繁荣时期，会导致钢铁、水泥、化工、建筑和造船等行业出现真正的产能过剩(在这些行业，能够获得廉价资金的国有企业占主导地位)。现在的情况并非如此。

中国电动汽车行业是否存在补贴吗？毫无疑问存在——就像其他所有汽车制造经济体的电动汽车行业一样，包括且尤其是美国。这是否给其他国家造成了生存威胁？只给全球霸主及其追随者带来了威胁，因为他们已经忘记了自己的经济史。

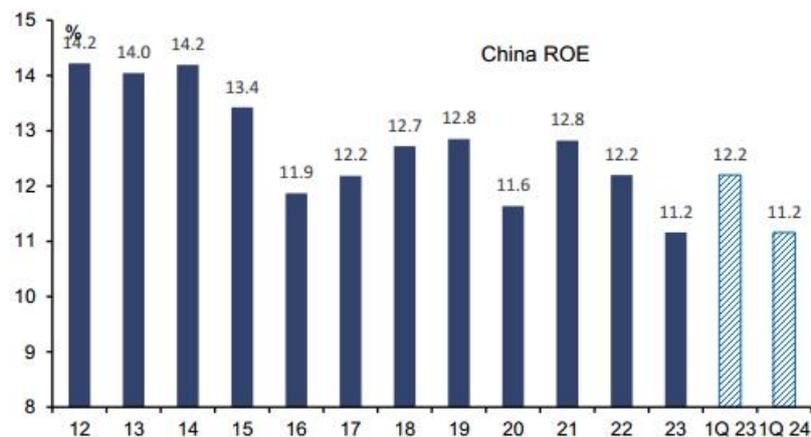
我们将在下周的国家访问中就中国产能过剩的话题进行更多报道。

附录 2:经济周期压力指标

在《旅程》2024年1月8日的文章《国内分析》中，我们使用奥地利压力指标来评估该地区每个经济体在经济周期前景方面的地位。印度无疑发出了最强烈的积极周期信号，得分为+3（最高得分为+5），但中国、菲律宾和台湾紧随其后，得分为+1。自今年1月以来，对中国的评估发生了怎样的变化？

在该评估中，我们将上海股市的净资产收益率（我们衡量经济利润的指标）评为中性。我们现在有2024年第一季度的数据，该数据为相对平淡的11.2%，低于2023年第一季度的12.2%（图A1）。然而必须记住，新冠疫情后的重新开业始于去年第一季度，当时出现了大量被压抑的消费。如果说有什么不同的话，那就是当时的收益率被夸大了。随着今年的发展，净资产收益率可能会在2023年的基础上有所改善。目前我们继续将这一指标评为“中性”，尽管一位评论员确实向我们提到，企业正在利用内部资本来源进行投资支出，这是经济中投资回暖的迹象，也是收益改善的证明。

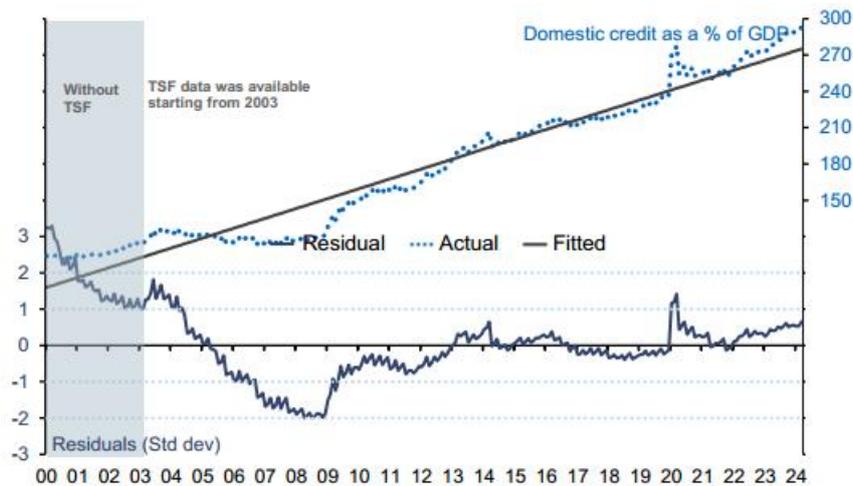
图 A1：股本回报率-尚未出现所需的好转



来源：彭博社

尽管人们认为金融体系中的货币需求不足，但国内信贷的扩张仍略高于趋势水平（图A2）。这并没有达到令人担忧的水平（我们认为与趋势相差两个标准差的信号是令人担忧的），并支持了消费模式开始改善的观点。我们保留对这一周期性变量的积极评估。

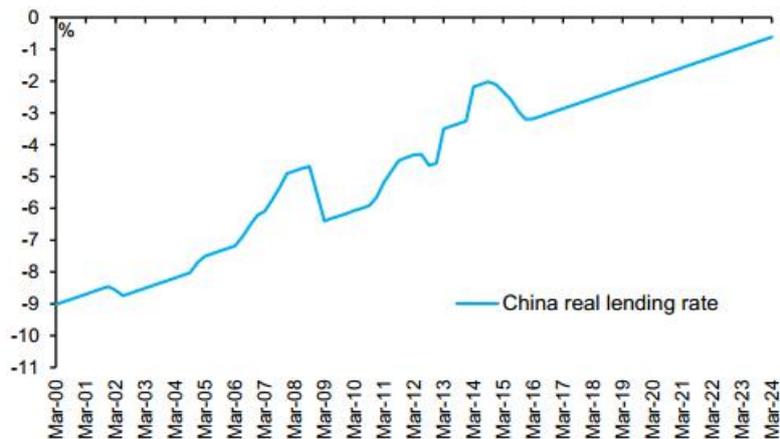
图 A2：银行相对信贷-生机勃勃的迹象



来源：Haver Analytics, Aletheia Capital Ltd

实际贷款利率（图 A3）正在缓慢接近我们首选的零目标（贷款利率与名义 GDP 增长和理论上的利润增长相一致）。这向我们表明，未来的投资决策质量将好于过去（当时，高负值的实际利率鼓励了不正当投资，特别是在国有企业主导的行业）。我们认为这一商业周期信号是积极的，1 月份的情况也是如此。

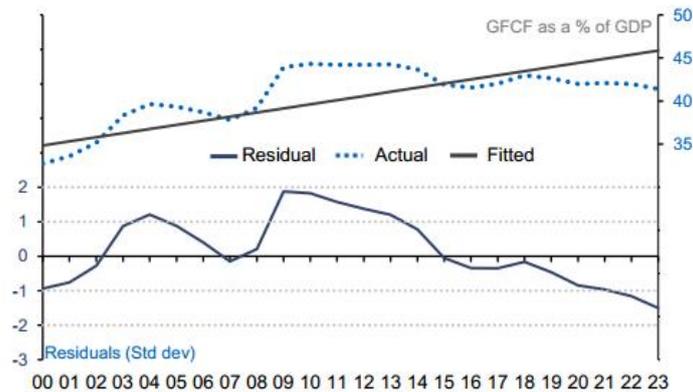
图 A3：实际贷款利率-达到最佳投资点



来源：Haver Analytics, Aletheia Capital Ltd

最困扰我们的指标是投资相对指数（图 A4）。不是因为投资趋势本身疲软（尽管这也让我们担心），而是因为我们被迫同时使用年度数据和名义数据来得出这一结论。过去两周公布了 2023 年 GDP 账户支出方面的数据，至少让我们看到了去年的趋势。然而，这使得对近期投资趋势的评估变得意义不大。

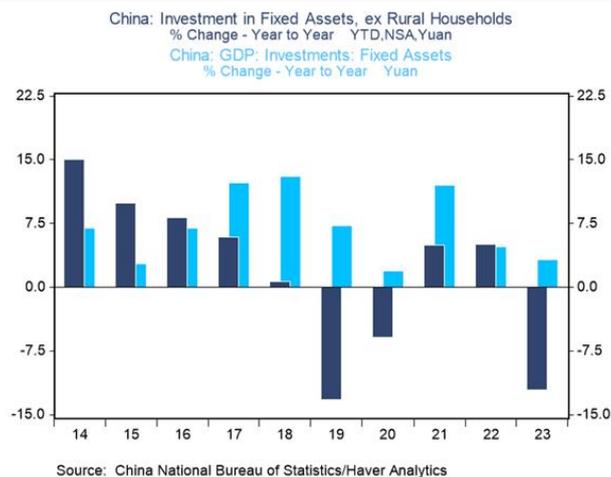
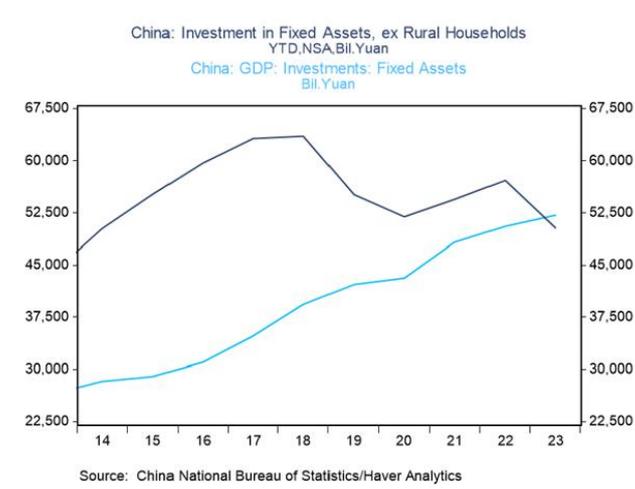
图 A4: 相对投资-过去的趋势疲软但糟糕的数据



来源: Haver Analytics, Aletheia Capital Ltd

为什么不使用固定资产投资数据呢？这些数据每月都有，而且很容易汇总成季度数据。这里的问题是，“除农村家庭外的固定资产投资”系列和固定资本形成总额（在国内生产总值账户中也称为“固定资产投资”）在价值方面有很大不同（图 A5a），在增长方面经常存在分歧，甚至在年度基础上也是如此（图 A5b）。简单地说，它们在任何程度上都是不可替代的。

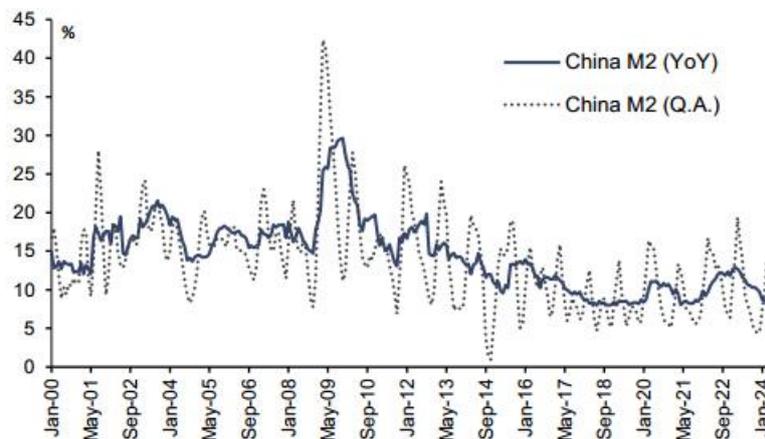
图 A5A 和 A5B: 固定资产投资比较-乱成一团



我们对 1 月份的投资进行了相对负面的评价，同时对当时的投资效率持保留态度。我们很不情愿地决定将该指标从我们的中国评估中剔除，直到我们能够找到一个可以与其他国家进行更有意义的短期比较的系列。

我们的最后一个指标是广义货币供应量 M2（图 A6）。我们在 1 月份给出的得分是中性的，尽管当时相对较弱。自那以后，中国经济进一步放缓。但是，正如我们在上文（第 14 页）所述，在过去六个月中，家庭偏好从银行存款转向理财产品，扭转了 2023 年对这些工具需求下降的趋势。我们的联系人还强调，货币状况远未陷入困境，债券发行正在进行，通常优先于银行借款。不过，我们不愿对这一变量持积极态度，并将维持中性的评估。

图 A6：广义货币供应增长-中性但有上行潜力



来源：Haver Analytics, Aletheia Capital Ltd

综合这些评估，中国的得分为+2，比 1 月份的+1 有所提高。放弃投资相对指数的决定使得结果更加令人质疑，但考虑到我们在国家访问中听到的乐观情绪的改善，一些消费者信心复苏的早期迹象以及房地产拖累的减轻，我们对这种更加乐观的观点感到满意。中国已经度过了最糟糕的时期，并开始重新加速。未来 12 个月可能会出现新一轮的投资上升周期。

本文原题为“Peregrinations--China: The Age of Plenty”，作者为 Jim Walker, Wayne Choi。本文是由 Aletheia Capital Ltd 发布的一份报告，由 Aletheia Analyst Network Ltd (AAN) 准备并由 AAN 和 Aletheia Capital (Singapore) Pte Ltd (ACSG) 发布和分发。

本期智库介绍

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/>

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/>

Research Papers in Economic (RePEc) 经济学预印本平台

简介：RePEc（经济学预印本平台），创建于1997年，由全球63个国家的100多位志愿者共同建立的可以公开访问的网站，主要收集经济学领域相关工作论文、书籍/章节和应用软件等，致力于促进经济学及相关学科研究成果的广泛传播与交流。目前共收录了300万篇文章，其中，预印本可免费访问全文；期刊可检索和浏览到论文题录文摘信息，部分可以免费下载全文，商业期刊则需要订购权限。

网址：<http://repec.org>

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/>