

全球智库半月谈

中国经济增长：平衡之举

控制影子银行

如何使负利率发挥作用

中国冲击与越南的收入不平等

加拿大做好了开放式银行的准备吗

忘掉政府停摆！政府支出才是大麻烦

本期编译

刘铮

史明睿

申劭婧

杨茜

伊林甸甸

张寒堤

张舜栋

张子萱

(按姓氏拼音排序)

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究室

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

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究组

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

国际战略研究组

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

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

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

通讯地址: 北京建国门内大街 5 号 1544 邮政编码: 100732

免责声明:

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

目 录

世界热点

加拿大做好了开放式银行的准备吗? 6

开放式银行（open banking）是全球金融创新领域最新的热点之一。近日加拿大财政部发布了一份关于开放式银行的咨询报告，并向社会征求意见。作者认为，这份报告把握住了金融创新的大势，但仍需在政策和法律创新上做更多讨论。

聚焦中国

中国经济增长：平衡之举 9

中国 2018 年 GDP 年增速为 6.6%，为近二十多年来的最低增速，并且在 2019 年这个增速预计还会有所下滑。中国经济增长放缓的原因是什么，对于中国政策制定者和世界经济的启示又是什么，下文将为我们进行解读。

经济政策

控制影子银行 14

如今杠杆融资正呈现着一片欣欣向荣的景象，仿佛是全球危机又要重新上演一样。中央银行一边冷眼旁观，一边出台一些简单的政策提示资本市场的玩家们要审慎。本文认为，还有一些未被使用过的监管方法可以更有效地控制杠杆扩张，跨部门调控法就是其中之一。

如何使负利率发挥作用 17

金融危机期间，央行政策利率降低，但危机后并未提升，目前国家利率普遍偏低，没有继续降低利率提振经济的空间。IMF 建议使用现金与电子货币并行且不同价的新系统取代原有系统，打破零利率的下限，提供降低利率空间。

经济理论

电子货币的内生不稳定性 20

比特币估值的下跌引发了关于去中心化货币是否可靠稳定的争论。本专栏认为，与通胀目标制的成功不同，没有可行的途径来实现去中心化货币的稳定。加密货币的不稳定性是系统性“公域协调失败”的结果。这是其设计的固有特性。

战略观察

公共债务是便宜的午餐吗? 23

奥利维尔·布兰查德在美国经济协会举行的演讲中指出，公共债务的财政和福利成本可能低于预期。我们回顾他的论文以及一些学者的评论，并提供与欧洲背景的比较。

中国冲击与越南的收入不平等 28

中美之间贸易的突然增长——被称为“中国冲击”，一直是许多研究的主题，但中国与亚洲发展中国家之间贸易的急剧增长却被忽视了。本文主要研究中国冲击对越南收入不平等的影响。结果表明，越南与中国的贸易增加缓解了收入不平等的现象。它使得低收入群体的收入增长，高收入群体的收入下降。

忘掉政府停摆！政府支出才是大麻烦 31

特朗普与国会的纷争导致美国经历了有史以来最长一次政府停摆。但是，笔者认为，问题的真正核心在于美国高企不下的联邦政府开支，以及数量巨大的国债。笔者呼吁国会进一步约束联邦政府的预算规模。

本期智库介绍 33

加拿大做好了开放式银行的准备吗？

Teresa Scassa / 文 伊林甸甸 / 编译

导读：开放式银行（open banking）是全球金融创新领域最新的热点之一。近日加拿大财政部发布了一份关于开放式银行的咨询报告，并向社会征求意见。作者认为，这份报告把握住了金融创新的大势，但仍需在政策和法律创新上做更多讨论。编译如下：

2019年1月11日，加拿大财政部发布了一份咨询文件，题为《开放式银行的优点综述》（A Review into the Merits of Open Banking）。财政部欢迎各界相关人士就报告提出反馈意见，不过其急迫的截止日期（2月11日）似乎与这个问题的技术性和复杂度不甚相符。事实上，这也从一个侧面反映出加拿大当局的尴尬——在探索开放式银行的问题上，加拿大已经落后于其他发达国家（包括澳大利亚、英国、欧盟和日本）了。正如其他互联网金融领域的创新一样，探索建设开放式银行需要包括基础设施、创新能力和政策支持等在内的全方位协同保障，而这些要素无一例外都需要大量的时间精力才能落实。尽管加拿大在互联网金融和金融创新的立法及政策领域已有相关进展，但要想全力推动开放式银行的创新，现有水平恐怕还远远不够。

那么，什么是“开放式银行”（Open Banking）呢？在前文提到的文件中，加拿大财政部将之定义为“供消费者和商家授权的第三方金融服务提供商，使之通过安全渠道获取其金融交易信息的框架性平台”。开放式银行只是加拿大政府致力于引领数字经济潮流的雄心壮志的一部分。除开放式银行外，加拿大政府还就智慧城市和人工智能撰写了政策报告。此外，加拿大政府还正草拟国家数字与数据战略（National Digital and Data Strategy）。

就开放式银行的报告而言，这份文件强调了几项原则，其中包括：第三方供应商必须符合严格的隐私和安全要求、消费者必须自愿授权第三方使用自己的交易信息，以及消费者应能够随时撤销这样的授权。为了满足这些条件，第三方供应商将通过开放应用程序编程接口（API）来获取用户的金融信息。这意味着，个人或小微企业用户可以通过加密程序授权第三方金融服务商，以使后者获取前者在多家金融机构（如传统银行）的账户信息，并为前者做出相应的咨询服务。此外，开放式银行还使得个人用户在银行间转账变得更加便捷。显然，在大数据飞速发展的时代背景下，开放式银行的应用前景是一片光明的。

当然，开放式银行，正如其他形式的金融机构和服务一样，也存在风险。首先，金融数据是最为敏感的个人信息之一，而开放式银行的落地无疑将增大个人金融数据的隐私和安全风险。此外，也有人担心利用金融数据精准化订制的推销

方案可能使得高风险人群的资产状况更加恶化。最后，海量的金融信息即便在脱敏化后依然存在潜在风险，而目前针对这个领域的立法进程还比较落后。

从许多角度来看，建设开放式银行都像是在加拿大国情下探索数据迁移权的一次尝试。数据迁移权（data portability）是由《欧洲通用数据保护法》（GDPR）首次规定的一项公民权利，这项权利意味着公民有权向其使用的互联网产品提供商索取其个人浏览数据，并进一步将这些数据迁移到其他产品或服务上。举例来说，当用户使用新的网络视频平台时，他就可以要求先前使用的网络平台提供他的浏览记录及偏好数据，从而从新的网站直接获取精准推送信息。而开放式银行也涉及类似的“迁移权”问题——虽然法律应严格界定有权接触用户金融信息的第三方服务提供商的资质问题，但我们总归是难以避免用户自行决定将信息授权给不合格的第三方。而开放式银行的本质，从某种意义上讲即是将数据的接触权“迁移”给第三方。因此，我们还有必要就开放式银行涉及的敏感信息与隐私安全问题做更多研究。

从财政部给出的这份咨询报告中，我们可以清晰地看到加拿大当局的焦虑。在这场金融创新的竞赛中，加拿大已经大大落后于欧盟和英国了。不过，与其他国家相比，加拿大还是有其特殊性——即《个人信息保护与电子文档法》（PIPEDA）。在加拿大，这项法律一向以缺乏强制力而著称。因此，单凭目前的这种“弱法”，一旦开放式银行侵犯了公民隐私，法律很可能难以惩治肇事方。相比之下，英国和欧盟施行的《欧洲通用数据保护法》（GDPR）的强制力要好得多。所以，要想在加拿大推进开放式银行，立法机关必须做出努力，对现行法律进行较大调整。

除了隐私和安全问题外，开放式银行还可能带来其他一些问题。这些问题包括（但不限于）：算法管理问题、决策的公平性问题，及透明度问题等。举例来说，人工智能可以完全基于数据做出决策，但这些数据本身可能是有偏误的，数据的搜集、排序、处理方式都可能带来这些偏误。那么，基于有偏数据的决策会不会带来一种新的歧视，并影响人获取金融服务的权利呢？显然，我们还需要从透明性、可靠性和道德性的角度思考开放式银行的技术细节。

笔者认为，这份报告的不足之处在于完全没有提及开放式银行与公共权力过度扩张的关系。开放式银行能够整合分散在全国各个金融机构的零散的金融信息，这使得执法机关得以大大提升对金融诈骗、洗钱和逃税的侦查能力。打击犯罪当然是件好事，但在缺乏监督和制衡的前提下，对公民的金融大数据进行全方位监控就未必是件好事了。另外，如此大规模的金融数据存储也将使之成为各路犯罪分子垂涎的目标。因此，为了建设更安全的开放式银行，我们有必要从监管当局、执法部门及保密程序等多个角度出发，审慎地设计安全方案。

最后，根据这份报告的估计，尽管开放式银行可能受到一些阻力，但这些阻力恐怕不会太大。事实上，无论是从需求端还是供给端来看，目前市场上已经存在很多分散式的具备开放式银行特征的金融服务了。一套由政府牵头协调、全国整合的、安全的开放式银行体系显然符合大多数人的共同利益。

总的来说，这份报告对开放式银行的未来高度乐观，认为其具有无与伦比的前景。但是，由政府牵头的创新战略不能把眼光仅仅局限在技术问题上。相反地，他们更应该重点关注法律和政策上的创新匹配。此外，对于加拿大的金融创新来说，开放式银行还将起到试验田的作用。伴随开放式银行而来的将有一系列政策和法律的创新，而这些都将为加拿大在国际金融创新大潮中取得领先地位发挥重要作用。

本文原题为“Is Canada Ready for Open Banking?”。本文作者 Teresa Scassa 是加拿大全球治理创新中心（CIGI）国际法律研究项目高级研究员、渥太华大学法学院教授。本文于 2019 年 1 月刊于 CIGI 研究所官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中国经济增长：平衡之举

Konstantinos Efstathiou /文 张寒堤/编译

导读：中国 2018 年 GDP 年增速为 6.6%，为近二十多年来的最低增速，并且在 2019 年这个增速预计还会有所下滑。中国经济增长放缓的原因是什么，对于中国政策制定者和世界经济的启示又是什么，下文将为我们进行解读。编译如下：

根据中国国家统计局的初步估计，中国 2018 年第 4 季度 GDP 同比增速为 6.4%，和中国在全球金融危机最差时期（2009 年第 1 季度，见图 1）的表现相同。2018 年全年，中国经济增速为 6.6%，是自 1990 年来最低增速。就在上周 IMF 发布更新后的世界经济展望（见表 1），其中预测中国 2019 和 2020 年的经济增速将会更低（6.2%）。

图 1 中国 GDP 增速



数据来源：中国国家统计局

尽管没有对中国经济的增速进行调整，但 IMF 下调了全球经济增长的预期。IMF 新任首席经济学家吉塔·戈皮纳特（Gita Gopinath）提醒，发生“更为显著经济下行的矫正力量”的风险正在提升，其中就包括中国经济增速下滑快于预期。

表 1 最新世界经济展望预测：全球扩张势头衰减

(percent change) 百分比变化	估算	Estimates		Projections 预测	
		2018	2019	2020	
World Output 世界水平		3.7	3.5	3.6	
Advanced Economies 发达经济体		2.3	2.0	1.7	
United States 美国		2.9	2.5	1.8	
Euro Area 欧元区		1.8	1.6	1.7	
Germany 德国		1.5	1.3	1.6	
France 法国		1.5	1.5	1.6	
Italy 意大利		1.0	0.6	0.9	
Spain 西班牙		2.5	2.2	1.9	
Japan 日本		0.9	1.1	0.5	
United Kingdom 英国		1.4	1.5	1.6	
Canada 加拿大		2.1	1.9	1.9	
Other Advanced Economies 其他发达经济体		2.8	2.5	2.5	
Emerging Market and Developing Economies 新兴市场 发展中经济体		4.6	4.5	4.9	
Commonwealth of Independent States 独立国家联合体		2.4	2.2	2.3	
Russia 俄罗斯		1.7	1.6	1.7	
Excluding Russia 除俄罗斯		3.9	3.7	3.7	
Emerging and Developing Asia 亚洲新兴及发展中经济体		6.5	6.3	6.4	
China 中国		6.6	6.2	6.2	
India 印度		7.3	7.5	7.7	
ASEAN-5 东盟5国		5.2	5.1	5.2	
Emerging and Developing Europe 欧洲新兴及发展中经济体		3.8	0.7	2.4	
Latin America and the Caribbean 拉丁美洲和加勒比地区		1.1	2.0	2.5	
Brazil 巴西		1.3	2.5	2.2	
Mexico 墨西哥		2.1	2.1	2.2	
Middle East, North Africa, Afghanistan, and Pakistan 中东、北美 阿富汗、巴基斯坦		2.4	2.4	3.0	
Saudi Arabia 沙特阿拉伯		2.3	1.8	2.1	
Sub-Saharan Africa 撒哈拉以南非洲地区		2.9	3.5	3.6	
Nigeria 尼日利亚		1.9	2.0	2.2	
South Africa 南非		0.8	1.4	1.7	
Low-Income Developing Countries 低收入发展中国家		4.6	5.1	5.1	

数据来源：IMF 更新版世界经济展望，2019 年 1 月

尽管评论家一直认为经济增长的放缓并不令人意外，但他们也同意，中国经济增长形势比表现出来的要更为复杂。第一个问题是中国经济增长的实际情况比数字表现得更低。卡内基国际和平基金会的迈克尔·佩蒂斯（Michael Pettis）赞同这一观点。他认为，真正的增长率可能低至报道的一半，为此他提出了三个不同的原因来解释其中的差异。

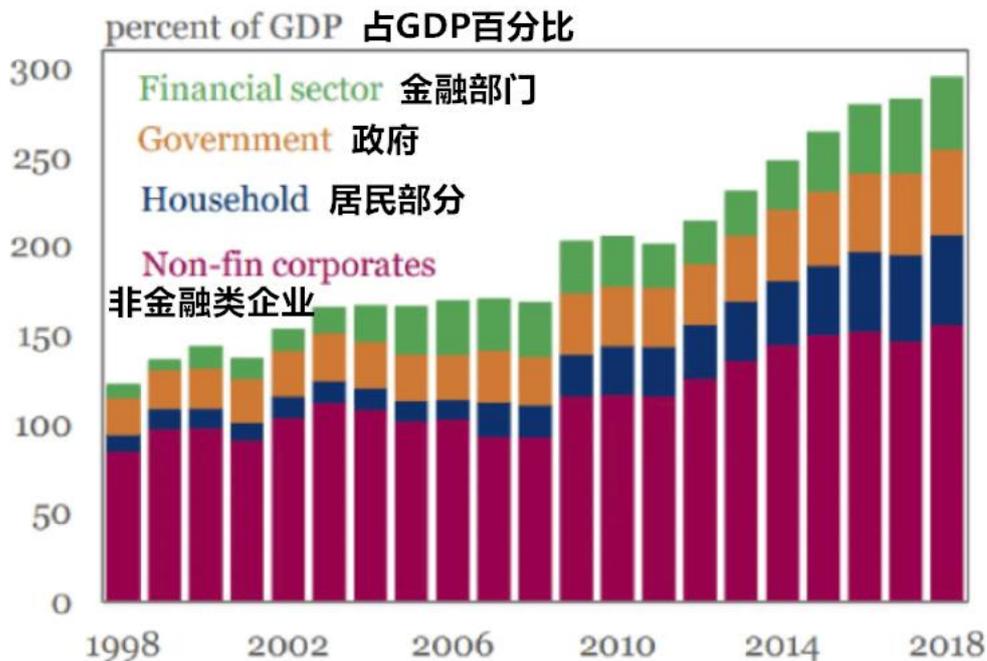
前两个原因尽管与中国特别相关，但是也在其他国家出现：GDP 可能无法真实反映创造的实际经济价值；报告的数字并不准确。但是佩蒂斯认为，第三个

原因更令人担忧：GDP 增速是中国经济体系的一种前定值——由中央政府提前设定好的目标——而不是经济增长的结果。为此，地方政府为了实现目标进行支出和借贷活动。

如佩蒂斯所说，这种经济活动一直持续到大概十年前都是有生产力的，那么在那之前讨论 GDP 增速都是一个非议题。而现在，即使这种经济活动不再具有生产力，在没有面临硬性预算约束，避免冲销坏账的前提下，中国都可以达到他设定的任何国内生产总值目标。不同之处在于，GDP 增速不再反映经济健康或者表现的真实信息。因此，佩蒂斯的观点是，人们应该更少关注报告的数字，更多地关注由非生产性投资而产生的金融风险。

事实上，英国金融时报阿尔法维尔（Alphaville）研究中心的科比·史密斯（Colby Smith）记录了在全球金融危机之后，中国国内杠杆率如何大幅提升（见图 2）。该专栏指出，债务的迅速增加推动了投资热潮，用前总理温家宝的话来说，经济增长“不稳定、不平衡、不协调和不可持续”。

图 2 中国债务占 GDP 比重

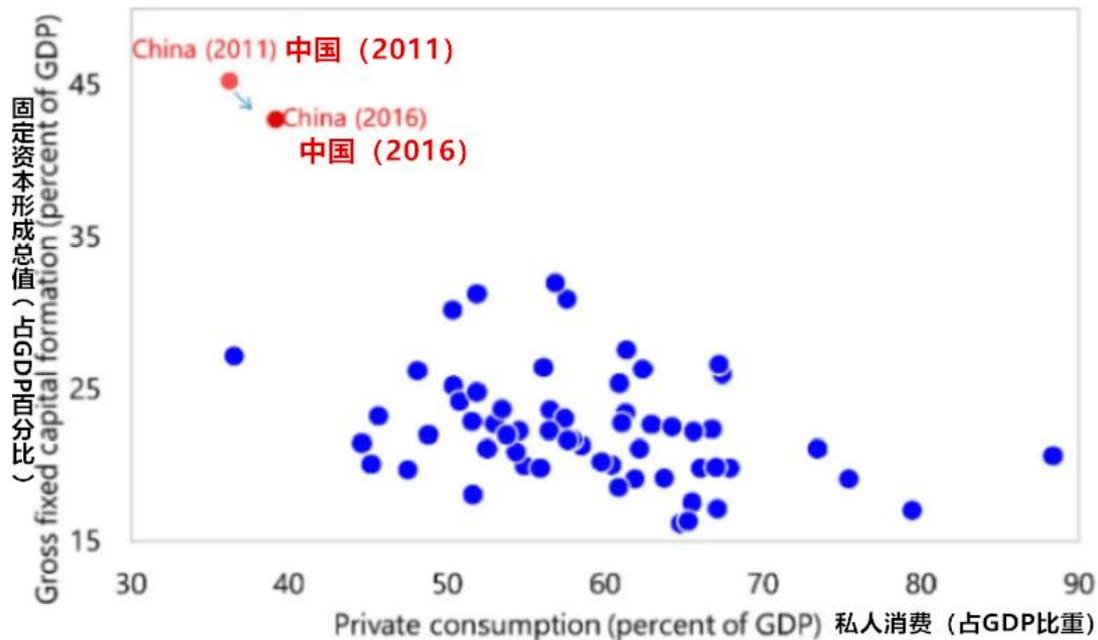


数据来源：BIS, Haver 数据库，IIF

他突显了中国经济增长的主要问题：不平衡发展，过度依赖投资而过少倚重消费。投资占 GDP 的 43%，私人消费占 38%，中国在全球标准下是一个异常点（世界消费平均占 GDP 的 60%），自 2011 年以来在重新平衡投资和消费关系方面的进展很少（见图 3）。史密斯引用 IMF 的观点指出，中国的人均 GDP 与巴西

相当，但其人均消费量却与尼日利亚相当，如果中国像巴西一样消费，其消费水平必须加倍。

图 3 中国经济缓慢由投资拉动转向消费拉动



数据来源：世界经济展望、IMF 员工估算

保罗·克鲁格曼评论说，如此高的投资水平下，必将遭遇收益递减。虽然高投资率可以在快速增长的经济中长期维持，但中国未来经济增长的潜力已经减少，原因有二：技术已经与其他先进国家趋同；劳动年龄人口已经停止增长。但是，克鲁格曼写道，中国政策制定者似乎在加倍支持投资，而不是将经济转向更高的国内消费，例如将国有企业的利润返还给公众，并加强社会安全网络。

相反，在报业辛迪加的专栏中，余永定强烈主张货币和财政扩张。他认为，宏观经济刺激可能无法解决中国的长期问题，但增长放缓是中国面临的巨大风险，危及其经济、金融和社会稳定。在他看来，由于通货膨胀率仅为 2%，货币紧缩以实现其他目标，比如汇率管理和遏制房价上涨，是弊大于利的。在房价上涨问题上，余永定驳斥了房价上涨是由中央银行政策引发的观点，并认为正确的逻辑应该恰好相反，提倡用财政工具解决这个问题。注意到房价在任何货币政策的刺激之前就一直在上涨，余永定相信，正是住宅部门对流动性的吸收创造了需求，并且需要通过进一步投入产出来支持其他部门的经济增长。他还补充说，即使考虑到地方政府的债务问题，中国仍然有财政空间来扭转基础设施投资放缓的局面，

而这是经济增长放缓的根本原因。为提高基础设施项目的效率，余永定主张通过中央政府为项目提供资金，而不是由地方政府进行贷款。

吉姆·奥尼尔（Jim O’Neill）考虑的不是短期后果，而是中国再平衡的长期影响。奥尼尔从苹果给其股东的信中得出的结论是，公司削减了 2019 年第 1 季度的收入预测，并引用了中国经济增速的放缓。他的前提是中国消费在过去十年中推动了全球经济的增长，并已经成为像苹果公司这样的主要市场。

在 2010 年至 2017 年间，中国的消费额从 2.2 万亿美元增长到 5 万亿美元以上，而美国则分别为 10.5 万亿美元和 13.5 万亿美元。奥尼尔认为，中国的消费增长在未来绝对至关重要。他写道，假设从 2018 年到 2030 年，国内生产总值平均增长 8%，预计到那个时候，中国的消费量将超过美国的消费量。奥尼尔想知道如果这些假设没有实现，对全球经济意味着什么。并且得出结论，无论是发达国家还是发展中国家，都无法填补中国所造成的消费空白。美国可能是一个例外，但因为通货膨胀，更高的借贷成本和美国储蓄压力上升导致的脆弱性，奥尼尔对于美国消费者的消费能力持怀疑态度。

就像克鲁格曼一样，奥尼尔主张更多的直接财政支持，也提出了户口制度的改革。他认为，这种改革为农村地区农民工提供经济保障，将成为中国人口减少储蓄，增加消费转型的重要组成部分。

也许奥尼尔最引人注目的说法是“中国消费的持续下降比现在的美中贸易战更令人担忧”。中国经济放缓迫在眉睫，其影响可能具有破坏性，这与其他评论相呼应。但正如克鲁格曼写的那样“前几天，我发出对中国经济的警示...不幸的是，前几天是在六年前”。鉴于丰富的政策建议，中国似乎仍然有许多选择来应对其影响。

控制影子银行

Dirk Schoenmaker /文 张子萱/编译

导读：如今杠杆融资正呈现着一片欣欣向荣的景象，仿佛是全球危机又要重新上演一样。中央银行一边冷眼旁观，一边出台一些简单的政策提示资本市场的玩家们要审慎。本文认为，还有一些未被使用过的监管方法可以更有效地控制杠杆扩张，跨部门调控法就是其中之一。编译如下：

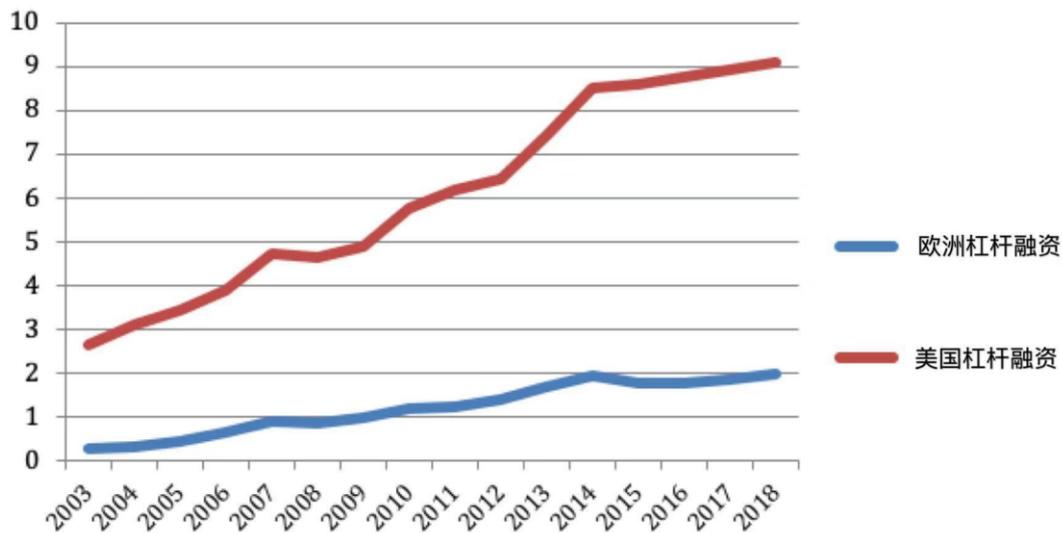
历史总是在重演，经济也总是在繁荣与萧条之间不断切换。当前的形势表明，此时此刻的我们很可能处于金融危机的前夕。我们真的能通过主观行动来使经济避免萧条的悲剧吗？在高估值和低资金成本的推动下，企业间并购在不断进行着。

央行和证监会对市场过热的警告并无成效，对银行业的监管收紧反而使融资企业转向其它资金来源。全球危机后，Brunnermeier 等人警告了这一风险，并呼吁要对整个金融体系进行审慎监管。在之前的论文中我们也演示了监管者可以通过对其他金融机构（例如对冲基金）设定最低杠杆率，减缓其资产负债表的扩张，但这一机制目前尚未被激活。

活跃

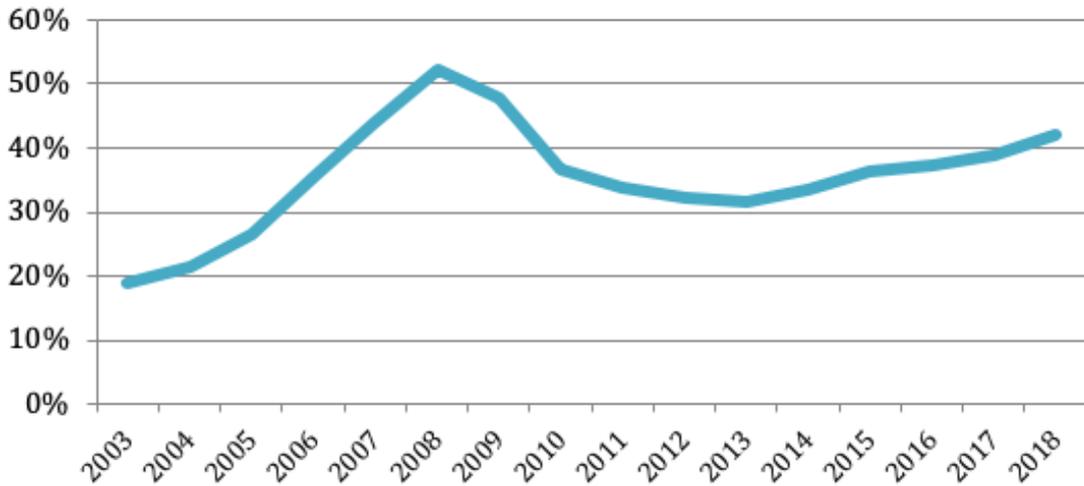
杠杆融资分为杠杆贷款和高收益债券，这些债券的发行方一般是高负债的非金融企业，它们的股权为私人所有，下图显示了全球危机以来杠杆资金的增长。

图一 欧洲与美国的杠杆融资规模（单位：十亿美元）



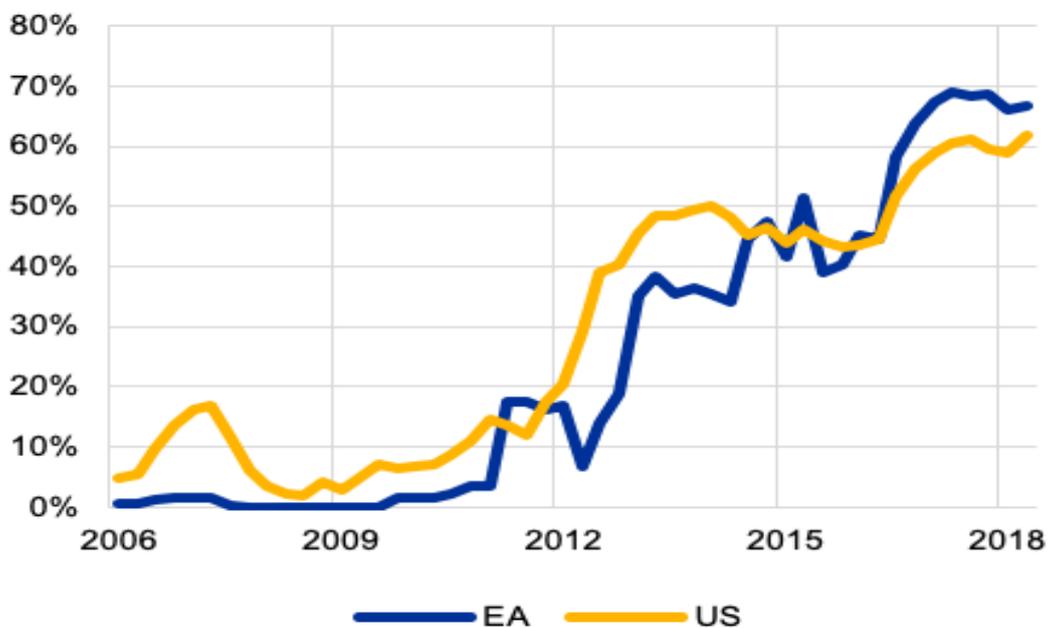
除融资总量增加外，杠杆结构也发生了变化，这就同金融危机前夕一样，杠杆贷款的份额正在不断增加。且这部分杠杆的风险极高，因为当经济形势恶化时，股权融资较少且杠杆率过高企业的股票很快就会被抛售，导致企业出现经营危机。

图二 杠杆贷款占杠杆资金总量比率 (%)



最后一个令人担忧的问题是低门槛贷款的份额已经快速上升到了 60%~70%。融资额的增加与宽松的放贷标准都是资本市场过度繁荣迹象。在当前低利率的大环境下，银行和各类基金都在推动杠杆金融的发展。

图三 低门槛贷款占杠杆贷款比率



明斯基的金融不稳定理论定义了经济从繁荣到萧条的五个阶段：

1、信贷扩张——资产价格上升；2、繁荣——交易过热；3、触顶下挫——不及预期事件频发；4、失信——企业清算；5、恐慌——银行挤兑。我们现在正处于第二阶段的末期，黑天鹅事件随时都可能出现，并狙击金融市场，导致杠杆的崩溃，这种影响还可能波及整个金融体系。

当前的部门调控

央行一直在警告当前的贷款和宽松政策都是不可持续的，但这些话没人听得进去，只要市场还在，资本家的生意就会继续。

金融监管者规定银行持有的公司债务不应超过其息税折旧摊销前利润的六倍，但并没有约束非银金融机构，如社保、投资基金、对冲基金和私募股权机构。英格兰银行 2018 年显示，约三分之一的杠杆贷款由银行持有，三分之一由保险公司和社保基金持有，剩余三分之一由对冲基金和公募基金持有。

正如此前预期的那样，银行业出现紧缩后，有传闻称杠杆融资业务正在非银金融部门转移。因此，我们需要一种全行业的监管方法。

全系统监管

在早期的研究中我们演示了监管者通过设置最小杠杆比率，减缓金融机构资产负债表扩张的过程。当杠杆比率（所有者权益/总资产）固定时，企业权益总额能够成为总资产增长的制约因素。目前银行业与保险业的杠杆比率都能受到监管者的控制。除此之外，监管者还能通过投资基金经理指令规定投资公司（对冲基金和私募股权基金）的最大杠杆倍数（负债/所有者权益）。这一最大杠杆倍数就等于最小杠杆率，例如，5%的最小杠杆率相当于 19 倍杠杆。

但对投资基金的杠杆倍数制约至今还没有被施行。对整个金融系统进行监管的一个主要问题是不同行业的标准与监管方法不同，每个行业监管者都要使用该行业的特定语言。在审慎度方面，非银监管往往比银行监管更宽松。

为了避免监管漏洞，宏观监管有必要在整个金融体系内实施。我们建议首先通过抵押贷款或高收益债券最大限度地提高融资机构的杠杆倍数。这将迫使监管者行使最高杠杆设定权来约束这些机构。再向所有融资方提供对借款人的审核指导（总债务不应超过息税折旧摊销前利润的 6 倍）。在荷兰，我们对所有金融机构都采用与借款人一致的审核标准，取得了良好的结果。

综上所述，对金融全行业的监管有助于控制杠杆融资扩张的风险。

本文原题为“Reining in Shadow Banking”。本文作者 Dirk Schoemaker 为鹿特丹大学银行与金融学教授；布鲁盖尔研究所非常驻研究员；CEPR 研究员。本文于 2019 年 2 月刊于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

如何使负利率发挥作用

Ruchir Agarwal & Signe Krogstrup / 文 史明睿 / 编译

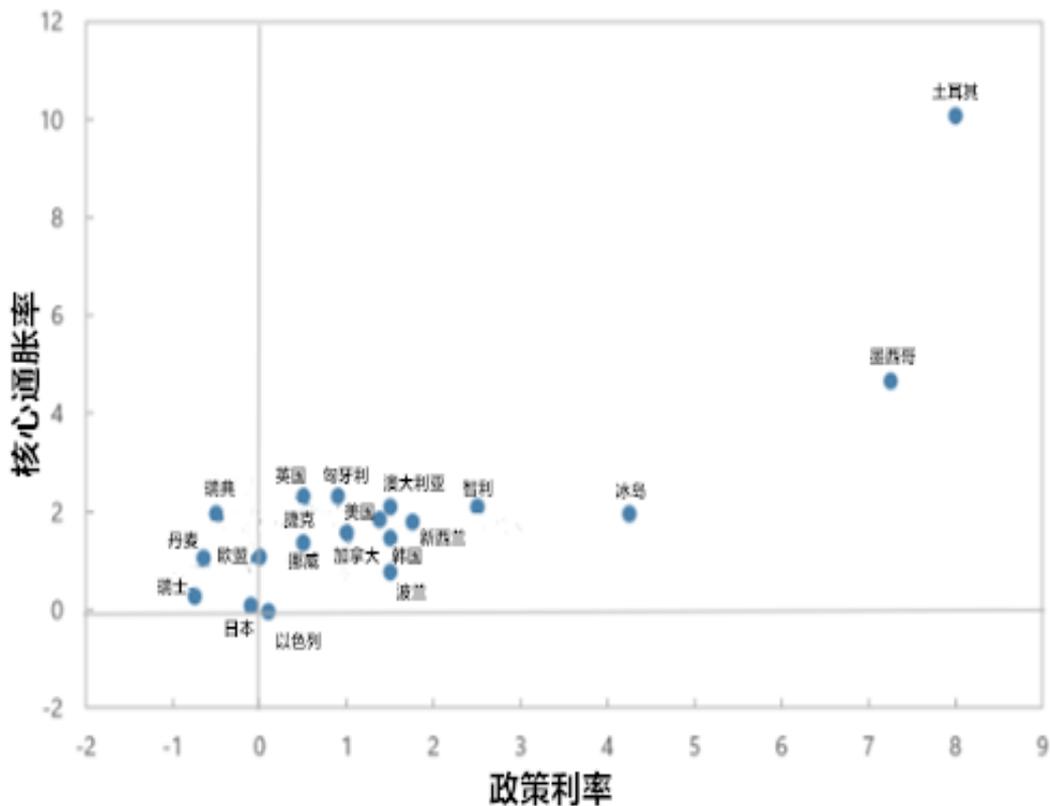
导读：金融危机期间，央行政策利率降低，但危机后并未提升，目前国家利率普遍偏低，没有继续降低利率提振经济的空间。IMF 建议使用现金与电子货币并行且不同价的新系统取代原有系统，打破零利率的下限，提供降低利率空间。编译如下：

在全球金融危机期间，许多央行为了促进经济增长，将政策利率降至零。全球金融危机已过十年，大多数国家的利率仍然很低。虽然全球经济正在复苏，但未来的经济衰退是不可避免的。历史上严重的经济衰退需要政策利率降低 3—6 个百分点以提振经济。如果发生另一场危机，没有几个国家拥有上述的货币政策回应空间。

为解决这一问题，国际货币基金近期组织工作人员进行了研究，主要内容为中央银行如何建立制度使深度负利率成为可行选择。

从历史上看，危机需要利率下调 3—6 个百分点提振经济，但 OECD 国家中只有土耳其、墨西哥、冰岛现在拥有上述政策空间。

图 1 没有政策空间（单位：%）



资料来源：各国央行。

负利率可以持续多久？

在无现金的国家里，利率没有下限。央行可以将政策利率从 2% 降至负 4%，以应对严重的经济衰退。降息将传递到银行存款、贷款和债券。如果没有现金，存款人将不得不支付负利率以便将资金存入银行，从而使消费和投资更具吸引力。这将刺激贷款，刺激需求并刺激经济。

但是，当市场有现金可用时，大幅降低利率是不可能的。现金具有与银行存款相同的购买力，但名义利率为零。它可以由银行资金无限量换取。因此，人们不会选择支付负利率，而是可以简单地以零利率持有现金。现金是选择零利息的表现，也是选择利率下限的表现。

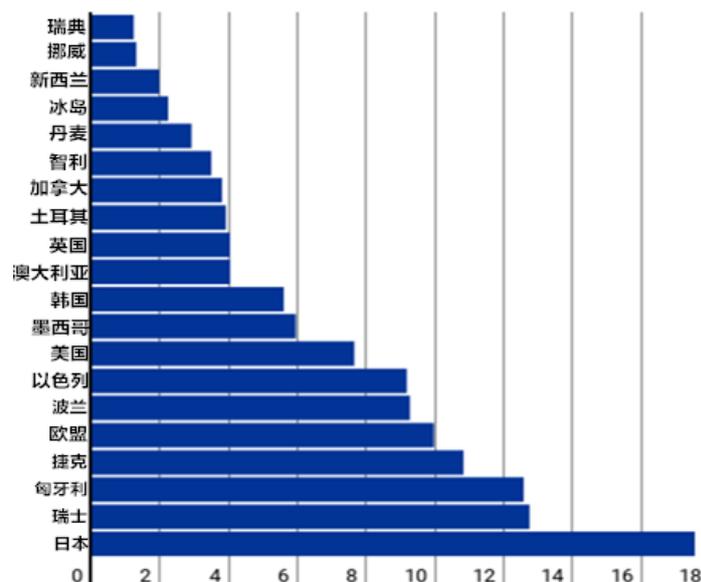
由于该下限的存在，央行采取了非常规的货币政策措施。欧元区、瑞士、丹麦、瑞典和其他经济体已经允许利率略低于零，这是有可能的，因为大量提取现金既不方便又代价高昂（例如，存储和保险费）。负利率政策有助于刺激需求，但在利率非常低时，它们无法完全弥补政策空间（利率下调空间）的丢失。

突破零利率

突破零利率下限的一个选择是逐步淘汰现金。但这并不简单。在许多国家，现金在支付中发挥着重要作用。为了解决这个问题，在国际货币基金组织工作人员近期和之前的研究中，我们提供了一项建议，即让中央银行将现金的成本与负利率银行存款的成本持平，从而使负利率在保持现金作用的同时仍然可行。

在下图中可以看到，瑞典和其他一些国家正转型为无现金经济体，但其他大部分国际仍依赖现金。

图 2 现金依旧为王



（计算后货币占 GDP 比重，%，2017）

资料来源：各国央行。

建议中央银行将基础货币分为两种不同的本地货币——现金和电子货币（电子货币）。电子货币只能以电子方式发行，并适用政策利率，现金与电子货币存在兑换率。这个兑换率是该建议的关键。中央银行在设定电子货币负利率时，会让电子货币与现金的兑换率按电子货币负利率的相同利率贬值。因此，现金相对于电子货币的价值会下降。

举例来说，假设银行今天公布了 100 美元的银行存款利率为-3%，还假设中央银行宣布现金美元现在成为一种单独的货币，每年对电子美元贬值 3%。因此，现金美元兑换成电子美元的汇率将从 1 变为 0.97。一年后，你的银行账户里会剩下 97 美元。如果你今天拿出 100 美元现金，在家里保管一年，那么一年之后把现金兑换成电子货币也会得到 97 美元。

与此同时，商店将开始分别用电子货币和现金进行价格广告，就像一些小型开放经济体的商店已经用国内货币和边境外币进行价格广告一样。因此，无论是商品还是电子货币，现金都将失去价值，持有与银行存款相关的现金也不会有任何好处。

这种双重本地货币制度将允许中央银行实施必要的负利率政策，以应对经济衰退，且能不触发大规模的现金替代现象。

利弊分析

虽然双重货币体系挑战了我们对货币的先入之见，但各国可以通过对中央银行运营框架进行相对较小的变革来实施这一理念。与其他方案相比，该体系具有完全从零利率下限中解放货币政策的优势。它的出台将再次证明央行对通胀目标的承诺，而非质疑通胀目标。

尽管如此，实施这样一个系统并非没有挑战。这需要对财务和法律制度进行重要修改。特别是必须解决与货币法有关的基本问题，同时需要确保与国际货币基金组织的法律框架保持一致。与此同时，实施新系统也需要大量的沟通工作。

新系统的利弊是国家特有的，应与其他建议（如提高通胀目标）仔细比较，以便在低利率环境中增加货币政策空间。我们在研究中考虑了这些问题。

本文原题为“Cashing In: How to Make Negative Interest Rates Work”。本文作者 Ruchir Agarwal 为 IMF 经济学家，曾在欧洲、中东和亚洲处理过一系列政策问题；Signe Krogstrup 是 IMF 研究部的顾问。本文于 2019 年 2 月刊于 IMF 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

电子货币的内生不稳定性

Joshua Aizenman /文 申劭婧/编译

导读：比特币估值的下跌引发了关于去中心化货币是否可靠稳定的争论。本专栏认为，与通胀目标制的成功不同，没有可行的途径来实现去中心化货币的稳定。加密货币的不稳定性是系统性“公域协调失败”的结果。这是其设计的固有特性。编译如下：

2018 年比特币和其他加密货币估值的下降可能验证了 Roubini (2018)和 Eichengreen (2018)的关键评估，也可能只是去中心化货币发展的又一个节点。加密货币的数量不断增加，这表明私人对匿名、去中心化的金融创新需求很大。这导致了关于央行可能——或应该——如何对这样的事态发展作出反应的讨论。IMF 总裁拉加德 (Christine Lagarde) 最近提出的一项提案“变革之风：新数字货币的案例”(Lagarde, 2018) 就是这场争论的例证。

这种价格波动加剧了关于去中心化货币稳定问题的争论。信徒们认为，更智能的管理加密货币的软件将解决这些问题，而稳定的去中心化货币的出现只是时间问题。他们说，通胀目标的设定验证了货币制度的可行性。诚然，大多数国家的通胀率已降至稳定的个位数水平，导致 Rose (2007) 得出结论，通货膨胀目标“不是计划好的，也不需要依赖国际协调”。

但是，从通胀目标到稳定的加密货币可行性的推断存在成分谬误。系统协调失败 (类似于公域的悲剧)导致目前没有建立一个确保去中心化货币稳定的全球央行的可行途径。

通胀目标如何成功

通货膨胀目标的成功扩散表明，一个国家有能力稳定该国货币的购买力，即价格水平。这种成果是由有能力且相对独立的中央银行所达成的。目前，全球国内生产总值的大部分是从成功采用通胀目标的国家产生。相比之下，限制央行独立性的国家之后会慢慢发现，其本国货币已经贬值。这增加了资本外逃、金融脆弱性和发生银行危机的可能性 (津巴布韦、委内瑞拉、阿根廷和土耳其就是例子)。在通胀目标下，国家央行拥有明确的所有权和稳定国家货币的义务，从而可以使用其控制下的工具。它可以调整政策利率，以保持低通胀，管理关键货币总量，并传达央行的政策。

相反，去中心化加密货币没有明确的负责保持其稳定的中央所有和管理者，也没有任何实体对其负责。因此其估值不稳定，因为各利益相关方之间的博弈可能导致多重均衡、泡沫和崩溃。

这种不稳定反映了与加密货币相关的公域的悲剧——其价值稳定的公共利益与能够影响其价值的匿名大持有人("鲸鱼")的利益相抵触。大持有人可能受益于探索其市场影响过程中内生的不稳定性 (Gandal 等, 2017)。不稳定还可能反映与去中心化加密货币买入卖出有关的多重平衡 (Biais 等, 2018)。

加密货币不会改变私人金融的规则。对其的估值受到交易员过度乐观或悲观的态度以及可能的市场操纵影响。当然, 国家货币也面临类似的投机性攻击。然而, 明确分配给央行的义务以及银行采取金融稳定和货币估值稳定政策的意愿为其提供了与可扩展安全货币相关的公共利益服务。

这是一个复杂系统的一部分, 可能包括由国家纳税人支持的存款保险计划(类似于 FDIC)。因此, 我们可以预期相对不稳定是常态, 而不是例外。

为什么去中心化的货币不同

去中心化货币和与加密货币相关的匿名性的结合, 使得在美国 "自由银行" 时代大型参与者使用的稳定力量不再能发挥作用。回顾一下, 在 1907 年的金融恐慌中, 摩根大通拿出了自己的巨额资金, 并说服其他纽约银行家也这样做以支撑银行体系。他们实际上是最后贷款人。

当时的大持有人显然与稳定的金融中介利益相关, 因此只要这样可以最大限度地减少预期损失, 他们就会选择主动提供稳定服务。1907 年的危机也说明了私人救助的风险——其可信度会受到金融机构资产负债的限制, 因此必须有一位能够说服其他金融大持有人加入救助计划的领导人。

此外, 私人救助反映了大持有人希望最大限度地提高他们的租金, 而不是担心国家利益, 也不是想让其救助对家庭、小银行和小企业产生积极影响。事实上, 1907 年危机促成了 1913 年《联邦储备法》建立联邦储备系统。与摩根大通 (JP Morgan) 协调的救助计划形成鲜明对比, 加密货币持有人的匿名性意味着缺乏代理, 因此无法展现出 1907 年私人救助计划中的那种稳定力量。

对于如何建立一个负责去中心化货币价格稳定的全球央行, 目前还没有明确的方案, 这并不奇怪。在正常情况下, 各国央行都不愿意进行合作, 因为每个央行的任务都是优先考虑国内情况, 重点是维持国内价格稳定, 而不是其货币的全球价值。这种协调失败的原因是, 有观察表明在正常情况下, 国家间更深层次的宏观合作与类似于哈伯格二量级三角形的福利收益有关, 这就降低了合作的概率。当坏尾事件引发迫在眉睫的金融崩溃威胁时, 所感知的损失就会达到足以终止总体马沙利安盈余的一级规模。

在危险时期，对这些损失的担忧可能很难引起有益的宏观合作（Aizenman, 2016）。相反，加密货币所有者的匿名性可能会放大波动性，因为没有理由期望加密货币的大持有人能在糟糕的日子里提供稳定支持。

可扩展性导致失败

去中心化加密货币可扩展性的成功将导致其私人失败——国家可能会忽视小规模金融创新，但如果它们的规模和不稳定性成为了系统性威胁，国家将进行监管，甚至将其“国有化”。不过只要私营部门与国家协调政策，成功的去中心化货币就有可能实现有效的可扩展性。

挑战国家执法能力的可扩展金融创新将引发用户与国家执法部门之间的“军备竞赛”。一个运作良好的国家可以获得深度的可扩展资源。经合组织国家、中国和其他高效的中心化政治组织都找到了控制可扩展金融创新的方法。

如果去中心化货币具有可扩展性，民族国家和央行将面临日益激烈的竞争。对此，它们要么实施法规，要么就降低可扩展性和加密性。这两种行动都会使得目前的竞争消失。或者正如拉加德（2018）所阐述的那样，他们也可以通过提供自己的电子货币，直接与加密货币竞争。

本文原题为“On the Built-in Instability of Cryptocurrencies”。本文作者 Joshua Aizenman 为美国南加州大学经济和国际关系的首席教授，也是 NBER 的研究助理。本文于 2019 年 2 月刊于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

公共债务是便宜的午餐吗？

Jan Mazza /文 刘铮/编译

导读：奥利维尔·布兰查德在美国经济协会举行的演讲中指出，公共债务的财政和福利成本可能低于预期。我们回顾他的论文以及一些学者的评论，并提供与欧洲背景的比较。编译如下：

奥利维尔·布兰查德(Olivier Blanchard)在美国经济协会(American Economic Association)的最新演讲引发了一场激烈的争论，讨论的重点是与公共债务相关的成本。简单来说，这位前国际货币基金组织首席经济学家认为，在某些条件下，较高的公共债务也许会带来有限的福利成本，但不会造成财政成本。

财政成本主要取决于 r （政府对其债务支付的名义利率）和 g （经济的名义增长率）。与普遍的认知相反，布兰查德表明，在美国历史上的大部分时间里， g 一直高于 r 。目前，10年期美国国债收益率大概是3%，而名义增长预测接近4%。就欧元区而言，差距更大（欧洲央行通过汇总不同主权债券构建的10年期欧元名义利率指数回报率为1.2%，而10年期名义增长率预测值为3.2%）。如果这种差异持续存在，就意味着政府可以在不增加额外税收的情况下偿还债务，因为他们的跨期预算约束将会消失。

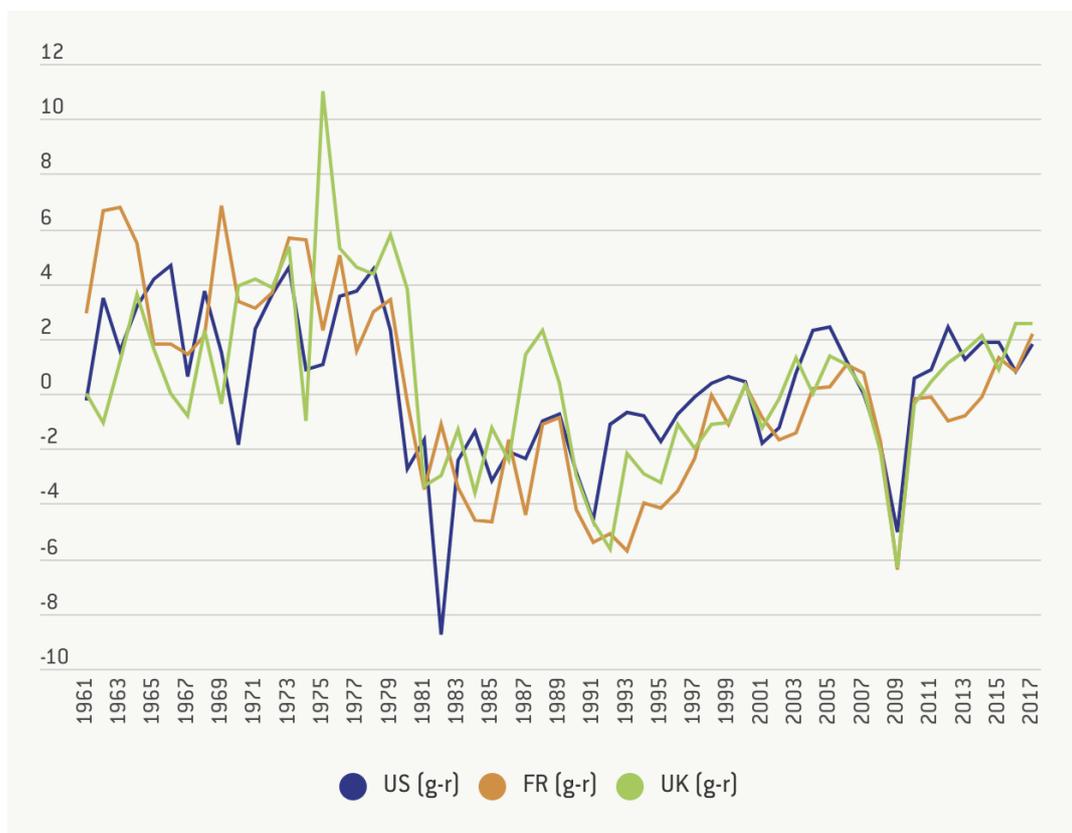
相关的福利成本来自于更大规模的公共债务对资本积累的限制。具体而言，公共债务的福利成本随着资本的边际产量而上升，而资本的边际产量又取决于平均安全和风险利率。据法国经济学家称，在目前情况下，净效应可能是正的。

一些因素进一步质疑了对限制公债规模的过度重视。首先，金融危机之后，财政乘数的估计值一直较高，原因是第一，借贷限制放大了当前收入对支出的影响；第二，政策利率接近于零的条件下，中央银行的回旋余地极为有限。其次，滞后效应（即短期波动对长期潜在产出的持续影响）表明，衰退期间的临时财政扩张甚至可以在更长的时间内减少债务。第三，在一些发达经济体，公共投资受到了财政整顿的影响，尽管它的边际产出可能很高。第四，长期性经济停滞假说描绘了这样一个场景：在负利率条件下，为了保持需求和产出的增长，财政赤字的长期存在是必要的。

布兰查德也提出了一些相反的论点。由于过度的金融监管，如流动性要求等限制的存在，安全利率可能会被人为地压低。此外，未来安全利率和增长率的行为可能与目前观察到的不同，从而破坏了这一论点的核心。更重要的是，高债务水平下存在多重均衡可能导致投资者“自我实现的预言”——投资者认为，较高的债务水平需要更高的风险溢价，这反过来会使偿债更加昂贵，最终使债务变得不

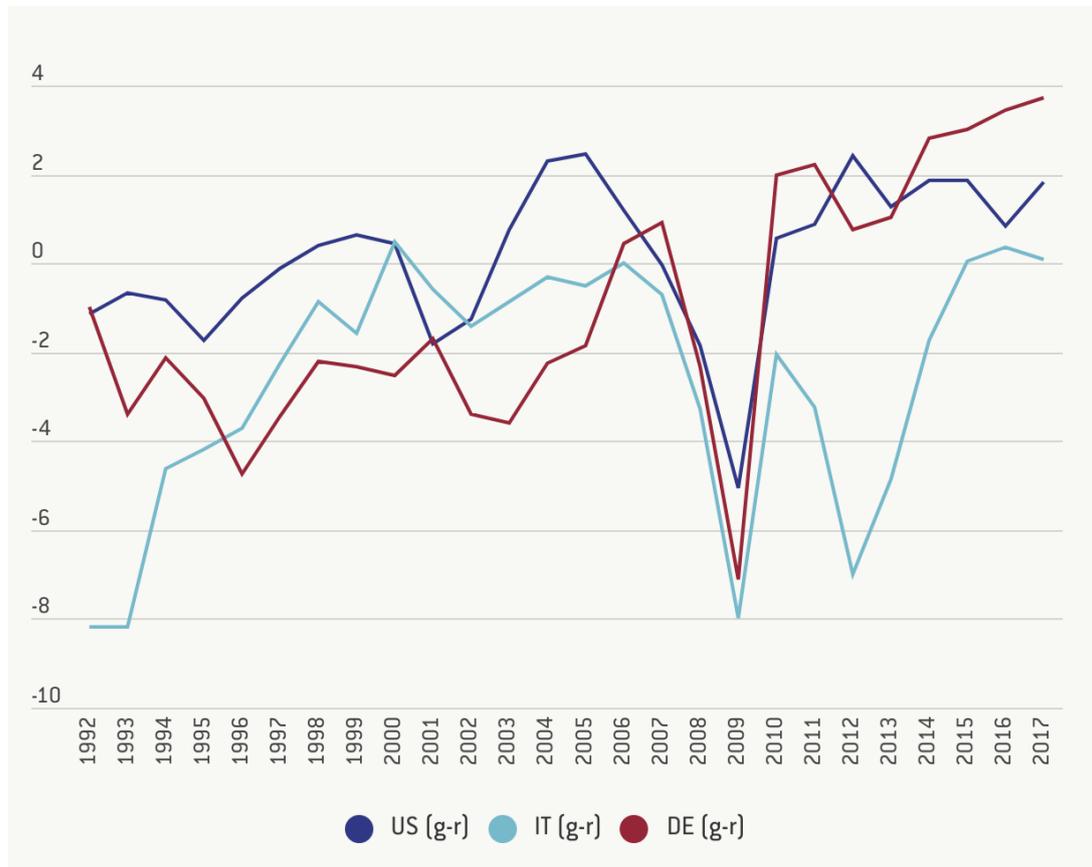
可持续。然而，确定一个最佳债务水平（即债务水平足够低，以免受这种恶性循环的影响）并不容易，大多数发达经济体可能已经超过了临界点。

图 1 名义增长率与十年主权债务到期收益率之差，年度，（%）



数据来源：OECD

图 2 名义增长率与十年主权债务到期收益率之差，年度，（%）



数据来源：OECD

有趣的是，观察欧洲四大主要经济体可以得出截然不同的结果，特别是对于意大利（以及程度较轻的德国）而言。尽管经合组织关于德国和意大利的数据仅从 1992 年开始提供，但上图显示，在过去的二十五年中，意大利的 r 一直高于 g （仅 2000 和 2017 年除外），而只有在危机之后，德国两个利率之差才是正的。从 1961 年开始获得数据的法国和英国则表现出略微不同的行为：前者的 g 和 r 之间的平均差异略高于零，而后者的差距比美国更大（分别为 0.45 和 0.32 个百分点）。当然，这些图表中没有包括的一个关键因素是债务规模，以及它对利率和债务可持续性的相关性影响。

布兰查德的目标是“允许对债务政策进行更丰富的讨论”，并且从他的演讲产生的反响判断，这一目标已经达到了。保罗·克鲁格曼（Paul Krugman）在其纽约时报博客中提到，布兰查德的论文论证了后危机时代的反紧缩立场，并提供了额外的证据，表明在充分就业附近采取紧缩性财政可能是错误——尽管在这种劳动力市场条件下，高债务更有利于当前消费支出而非前瞻性投资支出。如果利率确实低于经济增长率，即使在高债务水平下，自我强化的债务螺旋也不见得一定

发生，而且目前存在的私人投资的低回报率问题表明，政策制定者应该关注公共基础设施的专利缺失。

联邦预算委员会批判了克鲁格曼的观点，因为布兰查德提供的信息仅仅意味着，只要债务率（债务与 GDP 之比）下降，且整体经济处于增长状态，名义债务就可以持续增长，小规模赤字可以持续。然而，预计美国政府今年将出现巨额赤字（接近 GDP 的 4.6%），并在未来几年内危及长期债务的可持续性。此外，有关健康和退休支出的预测显示，美国公共财政在不久的将来会面临更大的压力，因此需要对福利计划和税法进行大规模干预，以平衡账簿。布兰查德的分析在理论上是正确的，但不适用于美国当前的情景——根据该组织的预测，当前的公共财政赤字远非小数，更无法达到基本收支平衡，如果继续施行现在的法律，公共债务率可能会在 30 年内达到 152%。

雷恩西蒙·刘易斯（Simon Wren-Lewis）认识到布兰查德演讲的重要性，并着重于 $r < g$ 不等式。许多经济学家认为，在不存在金融抑制的情况下，实际利率会高于增长率，从而导致跨期预算约束，这就要求主权国家增加未来税收来为当前的额外债务融资。然而，在当前长期停滞的情况下，这种权衡消失了：由于经济增长，政府可以发行债务，通过借贷偿还利息并同时看到债务与 GDP 的比率下降。然而，这涉及到债务的一次性增加，因为持续存在的基本赤字仍会增加债务率。

来自纽约大学商学院的托马斯·菲利普（Thomas Philippon）认同债务的社会成本低于通常的预期，财政政策的重点应放在公共投资或减税上，而非追求财政盈余。然而，该方案只适用于（i）增长率确实高于利率的国家（意大利就不是这样）和（ii）高质量的公共支出，而不是非生产性的转移支付品。

在其专栏中，肯尼斯·罗格夫（Kenneth Rogoff）指出，短期和长期利率可能在 2019 年不会上升，但也并非绝对。促成该结果的因素包括：（i）如果数字革命对经济数据产生更显著的影响，将给生产力带来正向的冲击，（ii）整个亚洲的增长率下降，使其盈余转变为赤字，以及（iii）世界范围内民粹主义兴起，促使人们重新评估应计政治风险给政府债务风险溢价和安全利率带来的影响。虽然低利率确实表明高债务水平是可持续的，但罗格夫强调，额外债务并非免费午餐，它会减少政府在面临冲击时的回旋余地，从而增加经济长期性停滞的风险。

政府融资也是诺亚·史密斯（Noah Smith）在彭博社发表的观点文章的主题，这篇文章涉及到现代货币理论（MMT）的某些方面，这是一种新兴但越来越流行的经济方法——尤其受到左翼政党的支持（见美国民主党女议员亚历山大·奥卡西奥·科尔蒂斯最近的支持）。根据这一理论（更详细的解释见 Josh Barro），更大的预算赤字不是问题，因为它们可以由中央银行提供资金。因此，对主权国

家偿债能力的唯一限制体现在（过度）利用实际资源。这样一个框架要求放弃发达经济体的一个核心原则，即中央银行的独立性，因为后者不仅要与相关财政部门密切协调，而且要将利率保持在接近于零的水平，在极端情况下还要直接购买抵押贷款和公司债务。史密斯表示，主要风险将表现为，如果政府在完全就业情况下持续支出，将无法避免（过度的）通货膨胀——这种风险不值得承担。

MMT 理论的拥护者解释说，增税应该被赋予控制通货膨胀的作用。这被认为是该方法的主要弱点之一，即使是它的一些支持者，因为为了抑制通货膨胀提高税收，从政治动机上来看是受限的。然而，根据 Brendan Greeley 在《金融时报》上发表的文章，美国政策制定者，特别是共和党的决策者，已经有意识或无意识地将预算问题的解决与 MMT 所倡导的方法结合在一起：支出越来越与税收脱节，只有在 20 世纪 90 年代末，偿还债务的成本令人担忧地增加时，平衡账簿才成为暂时的优先事项。

德斯蒙德·拉赫曼（Desmond Lachman）在华尔街日报上将 MMT 与布兰查德的理论联系在一起，因为它们都基于相同的错误假设：利率将无限期保持在较低水平，只要 g 大于 r ，其余的因素债务累积无关紧要。事实上，美国公共部门持续且规模庞大的基本赤字（约 3.5%）意味着，目前观察到的利率和增长率之间的 1% 差距不会阻止美国负债率的增加。经济衰退将进一步增加赤字以及由非税收入支持的基础设施建设计划。此外，美联储公布的公共债务减持计划，再加上投资者担心美国债务堆积如山带来风险溢价的增加，很可能意味着政府债券利率上升。

关于公共债务的最优水平及其相对于税收的相对成本的讨论（至少）可以追溯到大卫·李嘉图，而布兰查德的演讲并不足以解决这一问题（他也没有这样做的野心）。尽管如此，它再次引发了一场极为重要的讨论，尤其是在当前经济增长前景黯淡的背景下。例如，彭博社编辑委员会已经要求德国政府开始准备扩张性财政计划——如果经济放缓持续的话。

国际货币基金组织第一常务副董事大卫·利普顿（David Lipton）强调，在新一轮经济衰退的背景下，当前较高的公共债务水平将导致比 10 年前更小的财政刺激规模。因此，要准备适当的政策应对措施，获得适当的财政利润是至关重要的。

本文原题为“Is public Debt a Cheap Lunch?”。本文作者 Jan Mazza 是布鲁盖尔研究所的研究助理。本文于 2019 年 1 月刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中国冲击与越南的收入不平等

Matthias Helble, Trang Thu Le 和 Trinh Q. Long/文 杨茜/编译

导读：中美之间贸易的突然增长——被称为“中国冲击”，一直是许多研究的主题，但中国与亚洲发展中国家之间贸易的急剧增长却被忽视了。本文主要研究中国冲击对越南收入不平等的影响。结果表明，越南与中国的贸易增加缓解了收入不平等的现象。它使得低收入群体的收入增长，高收入群体的收入下降。编译如下：

中美之间贸易的突然增长及其对美国劳动力市场的影响，即所谓的中国冲击，已经成为众多实证研究的主题（例如 Autor 等人，2016）。但中国与其他一些国家，特别是与亚洲发展中国家之间的贸易增长更为显著，也对这些经济体产生了重大影响。

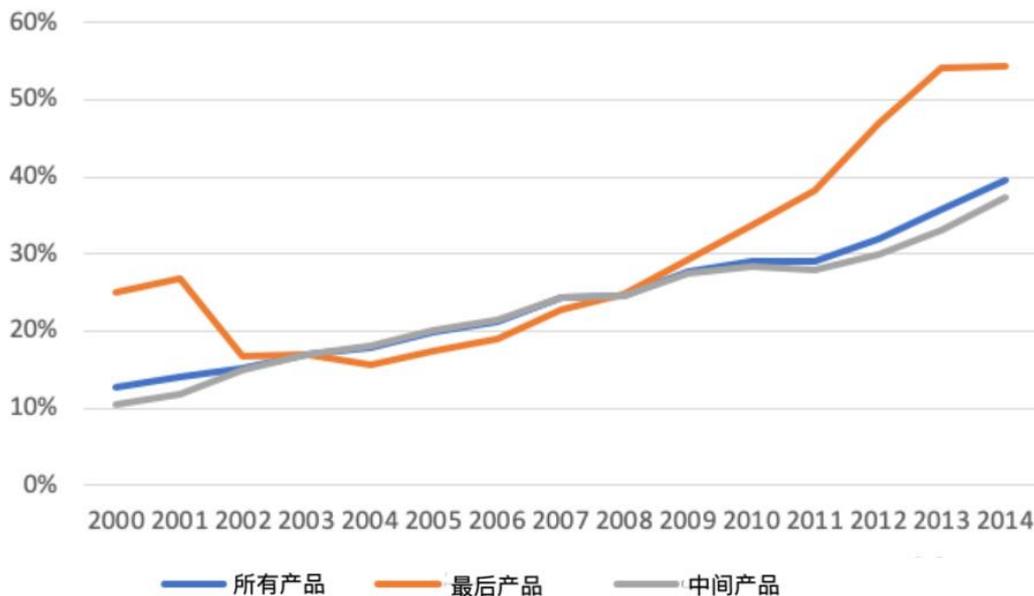
贸易开放是促进经济增长和发展的有力工具。随着对国际市场的开放，要素市场和价格进行调整，生产者和消费者受到影响。虽然一些群体从更开放的贸易中获得净收益，但其他群体可能会面临亏损。总体而言，贸易的收益应该是福利改善，从而为那些遭受不利影响的人提供补偿。然而，福利的再分配并不总是可行的。例如，政府可能在税收方面遇到困难。实证贸易文献表明，贸易开放可以是扶贫或亲富。同样，对收入不平等的影响可以通过两种方式来实现，具体的影响取决于哪些收入群体从贸易开放中获利或亏损。Goldberg 和 Pavnik（2007）认为，在发展中国家，对熟练工人的巨大需求将导致工资差距扩大。

在先前的工作论文（Helble et al.2018）中，我们研究了越南和中国之间日益密切的贸易关系如何影响越南的收入不平等。越南与中国的边界长达 1281 公里，两国的贸易持续快速增长。无论是在出口还是进口方面，中国已成为越南迄今为止最大的贸易伙伴。在进口方面，越南 2000 年自中国进口额约占起当年总额的 13%。2014 年，这一比例增加到 40%（见图 1）。最终产品占据主导地位，其比例超过 50。从中国的角度来看，越南已成为东盟国家中最大的贸易伙伴。人们普遍认为，在贸易关系的背景下，中国和越南已成为不可分割的伙伴。

产品市场与要素市场

我们对 2002-2014 年中国对越南进口增加对越南省级收入不平等的影响进行研究。自中国的进口主要通过两个渠道影响越南经济。首先，通过产品市场。自中国进口增加通过提供额外种类且价格低廉的商品影响家庭部门。第二，通过要素市场。与中国的贸易增加使工资和就业机会发生改变。中国进口的增加可能创造或减少就业机会，这取决于行业受到的影响。此外，它还可能导致非熟练工人或熟练工人的工资增加或减少。

图 1 越南自中国进口额占进口总额的百分比（2000-2014）



来源：Helble et al. (2018)

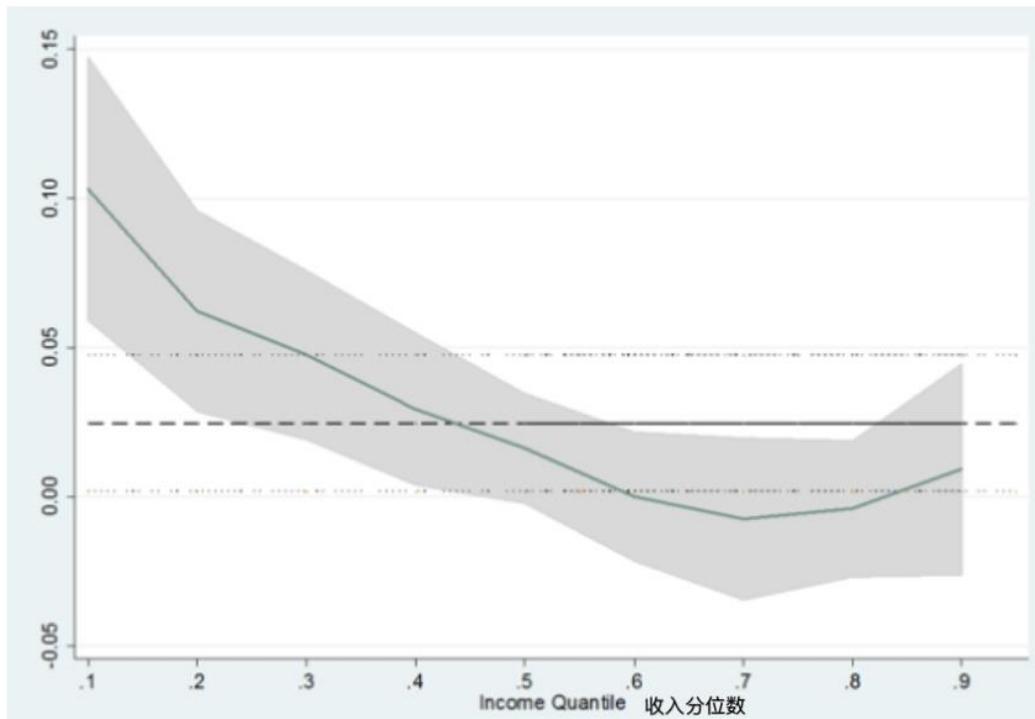
与中国的进口贸易竞争降低了收入不平等

我们的估计结果表明，自中国的进口贸易竞争有助于降低越南的收入不平等。当分别考察中间产品和最终产品的进口竞争时，我们发现二者都有助于减少越南的收入不平等。

此外，我们采用分位数回归方法，更全面地了解自中国的进口贸易竞争对不同家庭收入群体的影响。结果表明，在我们研究的时间范围的开始，所有收入分位数似乎都受到自中国进口增加的影响。负效应随收入增加而增加。然而，在 2006-2010 年期间，除收入最高的群体外，其他任何收入群体都没有受到显著影响。收入效应在最后两个时期（2012 年和 2014 年）完全改变。两个最低收入分位数呈现正的收入效应，最贫困的群体受益最多。图 2 显示了 2014 年的分位数回归结果。

当我们分别对中间商品和最终商品进行研究时，分位数回归方法呈现了一个有趣的结果。更多的中间产品贸易敞口提高了几乎所有人口的收入。更多的最终产品会产生相反的效果，大多数家庭的收入都下降了。

图2 2014年家庭收入的分位数回归



来源：Helble et al. (2018)

总的来说，结果表明，越南的收入不平等程度下降。因为低收入群体在我们研究初期的收入下降相对较低，而在末期的收入增加。同时，对中国的贸易敞口导致两个收入最高群体的收入下降或停滞。

因此，我们的最新研究为与中国的贸易增长如何影响发展中国家的家庭收入和不平等问题提供了新的视角。越南的案例为衡量中国冲击的影响提供了一个特别好的案例。我们的研究表明，收入较低的群体受益程度高于收入较高的群体。需要更多的研究来检验这一结果是否也适用于其他发展中国家。我们的研究很好地说明，在越南，贸易的增加不仅可以刺激增长，还可以降低收入不平等。

本文原题为“The China Shock and its Impact on Income Inequality in Vietnam”。本文作者 Matthias Helble 是亚洲开发银行经济研究和区域合作部的经济学家，Trang Thu Le 是越南国家银行的助理教授，Trinh Q. Long 是亚洲开发银行研究所的研究顾问。本文于 2019 年 2 月刊于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

忘掉政府停摆！政府支出才是大麻烦

Alan Reynolds / 文 张舜栋 / 编译

导读：特朗普与国会的纷争导致美国经历了有史以来最长一次政府停摆。但是，笔者认为，问题的真正核心在于美国高企不下的联邦政府开支，以及数量巨大的国债。笔者呼吁国会进一步约束联邦政府的预算规模。编译如下：

由于用于修建南部边境墙的 57 亿美元预算未获国会批准，特朗普总统不惜使得联邦政府停摆。这次美国历史上最长的政府停摆吸引了各界的强烈关注，但绝大多数讨论都忽略了问题的核心——即联邦政府预算的支出规模实在是过于庞大。

在 2019 财年开始时（即 2018 年 10 月），国会仅批准了 12 项预算案中的 7 项，而且其中许多部门都没有拿到全年的拨款。至于那些未能拿到任何拨款的部门，国会在去年 9 月至 10 月间为他们陆续通过了为期一到两个月的临时拨款。正是在这种背景下，由于特朗普总统提出的边境墙预算案未被国会批准，我们才看到了这次历时一个多月的政府停摆。但我们需要明确的是，即便是当时国会通过了这项提案，在 2 月 8 号之后，联邦政府依然会面临没有预算的尴尬局面——除非国会进一步批准新的拨款方案。

虽然媒体时刻都在关注 57 亿美元的边境墙专项拨款，但问题的根本显然还是联邦政府预算过于庞大——目前，联邦政府支出已经达到了空前的 4.4 万亿美元。早在上世纪 90 年代，美国经济蒸蒸日上，联邦政府支出以年均 3.1% 的速度稳步增长。但进入 21 世纪以来，这一速度先是猛增至 6.6%（2001 年至 2006 年），而自 2007 年以来更是暴涨至 8.5%。以其规模来看，这样庞大的政府支出已经远远超过了财政刺激的应有之义。越来越多的政府采购挤占了私营企业的市场，越来越高的转移支付也降低了贫困居民的就业意愿。受公共投资挤出效应的影响，美国的民营企业在这一时期遭受了损失。

由于公共支出增速远远高于经济总量增速，联邦政府支出占 GDP 的比例由 2001 年的 17.6% 迅速增长至 2011 年的 23%。尽管在国会“自动减支”（budget sequestration）程序的约束下，这一比例在随后几年内略有回落，但截止去年依然高达 21%。从 2007 年到 2012 年，仅仅五年间，由公众持有的美国国债（扣除社保基金和其他信托基金后的部分）与 GDP 的比值就从 35.2% 飙升至了 70.4%。近几年来，这一数字再度开始激增——2017 年为 76.5%，2018 年为 78.8%，而学界预计到 2022 年这一数字将上升至 81.9%。

如果目前的趋势持续下去，我们将悲哀地看到，大量联邦政府支出将被耗费在支付巨额国债的利息成本上。也就是说，我们的公共支出将有被巨额债务拖垮

的风险。理论上说，只要国债利率低于美国名义 GDP 增速，我们就总是可以通过借新还旧的方式，将国债无限地延展下去。但是，考虑到国债存量已经高达 22 万亿美元，我们恐怕不能指望这套游戏能永远玩儿下去。根据国会预算办公室的统计，与 2017 年底相比，2018 年底美国偿还的国债利息总量又增长了 19.4%，超过了美国医保（Medicaid）去年的总开支。根据白宫的测算，到 2023 年，美国每年支出的国债利息成本可能高达 GDP 的 2.4%，共计 6190 亿美元。

多年以来，国会在许多领域都没有做到有效地约束联邦政府权力——总统不仅可以随意增加关税，限制移民，甚至还可以批准在海外动武。然而，这其中最不应该发生的，就是国会没有及时地、足够有力地约束联邦政府的财政扩张行为。诚然，特朗普与国会纷争导致的政府停摆确实造成了一些混乱，但真正的问题恐怕在于国会没有及时阻止联邦政府财政状况进一步恶化。在局势变得不可收拾之前，国会应当采取行动。

本文原题为“A Federal Shutdown Is an Annoyance — Interest on \$22 Trillion in Debt Is a Problem”。本文作者 Alan Reynolds 是美国卡托研究所（CATO）高级经济学家。本文于 2019 年 1 月刊于 CATO 研究所官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

本期智库介绍

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

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

网址：<http://www.voxeu.org/>

The Royal Institute of International Affairs Chatham House (Chatham House) 英国皇家国际事务研究所

简介：英国皇家国际事务研究所成立于1920年，位于伦敦圣詹姆斯广场著名的查塔姆大厦内。是目前英国规模最大、世界最著名的国际问题研究中心之一。其宗旨是“推动个人和组织对日益复杂多变的世界进行全面研究，并提供政策参考。”英国皇家国际事务研究所与英国政府、企业、媒体和学术界均有着广泛的联系，对政府的外交政策有一定的影响。在《2011年全球智库报告》（The Global Go To Think Tanks 2011）中，Chatham House 在全球（含美国）30大智库中列第2名，全球30大国内经济政策智库中列第6名，全球30大国际经济政策智库中列第4名。

网址：www.chathamhouse.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/>

Council on Foreign Relations (CFR) 外交关系协会

简介：成立于1921年，是美国非政府性的研究机构，致力于对国际事务和美国外交政策的研究。CFR是一个由精英学者组成的组织，成立伊始就成为20世纪美国最有影响力的智囊机构，曾为威尔逊总统在第一次世界大战中出谋划策。该协会主办的《外交事务》杂志曾刊登过乔治·凯南、基辛格和斯坦利·霍夫曼等美国知名外交家、国际政治学者的论文。在《2011年全球智库报告》（The Global Go To Think Tanks 2011）中，CFR 在全球（含美国）30大智库中列第4名，全球30大国际经济政策智库第6名。

网址：<http://www.cfr.org/>

RAND Corporation (RAND) 兰德公司

简介：兰德公司成立于1948年，是美国最重要的以军事为主的综合性战略研究机构。在其成立之初主要为美国军方提供调研和情报分析服务。其后，RAND逐步扩展，并为其它政府以及盈利性团体提供服务。在《2011年全球智库报告》（The Global Go To Think Tanks 2011）中，RAND 在全球（含美国）30大智库中列第6名，全球30大国内经济政策智库中列第8名，全球30大国际经济政策智库第13名。

网址: <http://www.rand.org/>

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

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

网址: <http://www.cigionline.org/>

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

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

网址: <http://www.iie.com/>

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

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

网址: <http://www.imf.org/>

Cato Institute 加图研究所

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

网址: <http://www.cato.org/>