

全球智库半月谈

衰退边缘的德国经济

外资企业会离开中国吗

一带一路倡议：动机，融资和扩张

对失业率测算的一点评价

港元与资本流动

宏观审慎政策可缓解欧元区的失衡

美国是否会制裁中国的能源企业？

衰退风声四起，欧洲应尽管采取应对措施

本期编译

申劭婧

伊林甸甸

吴泓蓁

张寒堤

吴克谦

张舜栋

杨茜

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: 李陆屿 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

美国是否会制裁中国能源企业 7

自去年5月以来，美国陆续宣布并加强了对伊朗及委内瑞拉的石油禁运。目前，中国依然是这两国原油的主要出口对象，但美国尚未宣布对涉事的中国企业实施全面制裁。显然，一旦美国真的宣布制裁中国能源巨头及金融机构，原本已有所缓和的中美贸易局势将再度趋于紧张。

衰退风声四起，欧洲应尽管采取应对措施 9

衰退！这是欧洲和美国面临的新担忧。谷歌趋势显示，在德国、法国和美国，对经济衰退的搜索在过去几周达到顶峰。在意大利，高峰在一月底已经到来。经济衰退是否真正发生，这很难实时判断。但毫无疑问，贸易战和英国脱欧等重大风险依然存在。

战略观察

衰退边缘的德国经济 12

德国经济正处于衰退的边缘，三季度GDP预计下降0.3%，工业疲软，私人消费强劲，国民预算将出现赤字。尽管货币政策转向宽松有利于提振欧元区和全球经济，但贸易摩擦和民粹主义带来的政治不确定性仍会影响增长前景。

经济理论

对失业率测算的一点评价 15

2019年9月，美国公布非农失业率为3.5%，创下近50年来新低。但在数字的表面下，美国经济增长真就像失业率所反映的那样强劲吗。本文为2016年5月Shadow Statistics发表的一篇研究报告，核心观点就是不同的失业率衡量标准也会造成不同的失业率水平。回顾旧文，是否能对当今美国经济局面的解读提供参考价值和现实启示。

聚焦中国

外资企业会离开中国吗 22

特朗普企图用贸易战的方式拖累中国经济，迫使外资企业撤离中国市场。但诸多证据表明事实并不如此。从大量对中国的外国直接投资（FDI）、外资企业在中国的生产和销售网络、生产和迁移成本等方面，作者给出了具体的阐述。

一带一路倡议：动机，融资和扩张 26

“一带一路”是中国提出的，通过海外基础设施建设与对外投资，致力于亚欧非大陆的联通，构建一个多层次的基础设施网络的计划。这一计划的初衷是通过基建投资和产业合作，解决中国产能过剩问题，促进中国和“一带一路”沿线国家的经济经贸发展。在中国的外交战略的转型下，一带一路计划聚焦于中国东南亚和中西部的邻国。但随着“一带一路”的愿景不断扩大，美国及其西方盟国开始对这一计划存疑，猜测这或许是中国为重塑世界经济政治秩序的地缘战略。“一带一路”的国家驱动型增长投资模式与西方市场经济、多边合作的增长模式不同，十分具有中国特色。这种国家驱动的投资模式还存在很多风险，如债务可持续性、不透明与腐败、经济效率低、缺乏私营部门参与等。中国近期已经认识到了这些问题并着手解决，但中国国有企业和银行更多的出于政治目的的行动和预算软约束或将使债务可持续性问题持续发酵。另外，中国掌控着“一带一路”的主要控制权，这使多边机构决策权有限，也阻碍了现有问题的解决。本文认为，中国长期秉承的国家主导投资方式已经根深蒂固，中国所提出的提高债务可持续性的措施效果可能不会明显。

港元与资本流动 42

近年来，在中美贸易战及经济下行的大背景下，香港面临越来越大的资本外流压力，而最近的街头运动则使得情况愈发雪上加霜。作者认为，特区政府的当务之急应当是重塑投资者信心并吸引更多资本流入。相反地，政府不应通过管制手段限制资本流动。

经济政策

宏观审慎政策可缓解欧元区的失衡 45

欧元区外围国家的繁荣-萧条周期几乎使欧元崩溃。本文指出，针对特定地区的宏观审慎政策可实质性地平滑外围国家的信贷周期波动，同时减少外部失衡的累积。相比之下，共同的货币政策可稳定外围国家和核心国家的产出，但却无法显著影响房地产市场或外围国家的贸易平衡。本文还为防止欧元区再次出现内部失衡，提供了政策建议。

本期智库介绍 49

美国是否会制裁中国的能源企业？

Jeffrey J. Schott / 文 张舜栋 / 编译

导读：自去年5月以来，美国陆续宣布并加强了对伊朗及委内瑞拉的石油禁运。目前，中国依然是这两国原油的主要出口对象，但美国尚未宣布对涉事的中国企业实施全面制裁。显然，一旦美国真的宣布制裁中国能源巨头及金融机构，原本已有所缓和的中美贸易局势将再度趋于紧张。全文如下：

跌宕起伏的中美贸易战最近到了较为缓和的阶段，如今全世界都在关注两国能否在年底达成协议。然而，在貌似平静的局势背后，还隐藏着一条重大的潜在风险：近几个月来美国一直威胁对坚持进口伊朗及委内瑞拉石油的国家进行制裁，而中国正是其中之一。

近期，美国政府加大了对伊朗及委内瑞拉经济封锁的力度，试图逼迫两国屈服于美方要求。然而，在这一背景下，中国依然是委、伊两国石油的重要出口对象。今年9月20日，作为对沙特油田袭击案的回应，特朗普总统宣布了新的制裁方案，将多家伊朗银行及主权基金列为处罚对象。但是，对于伊朗石油的主要买方——几家中国的能源企业，美国政府还尚未出台任何措施。依照先前的做法，美国政府可以宣布对涉事的中国企业及金融机构实施多种形式的制裁，包括禁止其进行美元交易

自美国实施禁运以来，随着其他国家纷纷停止进口委、伊两国石油，中国成为了两国石油最主要的出口对象。在去年5月制裁生效前，伊朗日均原油出口量约为250万桶。而到今年6月，这一数据已骤降至50万桶。近期的卫星监控数据显示，目前伊朗的日均原油出口可能已跌至20万桶以下，而其中超过半数都运往了中国。此外，伊朗绝大多数的液化天然气（LPG）也都销往了中国。不过，与原油出口不同的是，伊朗的燃油出口并未受到过大冲击，其中的大部分销往了阿布扎比，每个月可为伊朗创收约5亿美元。

值得注意的是，美国在执行制裁时对中国一直保持着相当的克制。去年11月，美国政府对包括中国在内的八个国家发布了针对伊朗原油的出口豁免，该政策给这些国家提供了为期六个月的缓冲期，供其“大幅度减少来自伊朗的原油进口”。然而，从今年5月2日开始，该豁免政策正式宣告过期。此后，理论上讲任何继续进口伊朗原油的中国企业都处于美国政府的制裁范围之内。不过，迄今为止美国依然没有采取任何行动。其原因之一，或许是中方确实减少了对伊朗的原油进口。此外，由于美方过去已经对中国的科技巨头中兴及华为实施了制裁，

美国政府或许不愿在能源领域再度挑起战火。作为回报，中方或许也愿意在朝鲜和伊朗核问题上加强与美国的配合力度。

但是，美方克制的态度并不意味着其缺乏采取行动的能力。今年7月22日，美国政府宣布对珠海振戎公司实施制裁——这是一家受国资委管理的、行事风格极为低调的能源企业。中石油及中石化则积极配合了美方制裁，在去年5月后就大幅降低了来自伊朗的原油进口。此外，中石油还退出了伊朗的南帕斯天然气田（South Pars）开采项目，以避免受到美方制裁。不过，除了珠海振戎外，还有其他中国的影子企业在进口伊朗原油，目前美方尚无证据证明这些企业与中石油或中石化有关。显然，一旦美方宣布对中石油、中石化或其他中国大型金融机构实施制裁，中美关系将大为恶化，而刚刚缓和的贸易谈判也将再度紧张。

除伊朗外，委内瑞拉也是中国进口原油的来源地之一。截止今年6月，委内瑞拉的日均原油出口约为100万桶，其中超过半数运往中国，并用于偿还先前的债务。此外，俄罗斯石油公司（Rosneft）和西班牙的雷普索尔公司（Repsol）也在购买委内瑞拉原油。8月5日，特朗普总统签署了第13884号行政命令，进一步将对委内瑞拉的制裁范围扩大至委内瑞拉中央银行、委内瑞拉国家石油公司（PdVSA）及任何与马杜罗政府相关的个体——这项行政命令实际上冻结了所有在美国掌控范围内的委内瑞拉政府资产。部分美国企业获得了政府的特殊豁免，允许其在今年10月25日前继续与委内瑞拉国家石油公司（PdVSA）完成尚在进行的交易。显然，美方严厉的制裁举措也可能在未来波及中国企业。在这项命令签署后，中石油很快大幅减少了来自委内瑞拉的原油进口。不过，俄油公司（Rosneft）将其进口的大量委内瑞拉原油又转手卖给了中国。这意味着，只要美国政府下决心这么做，中国的能源巨头及金融机构都可能成为新一轮制裁的目标。这些制裁在未来是否会成为现实？这值得我们密切关注。

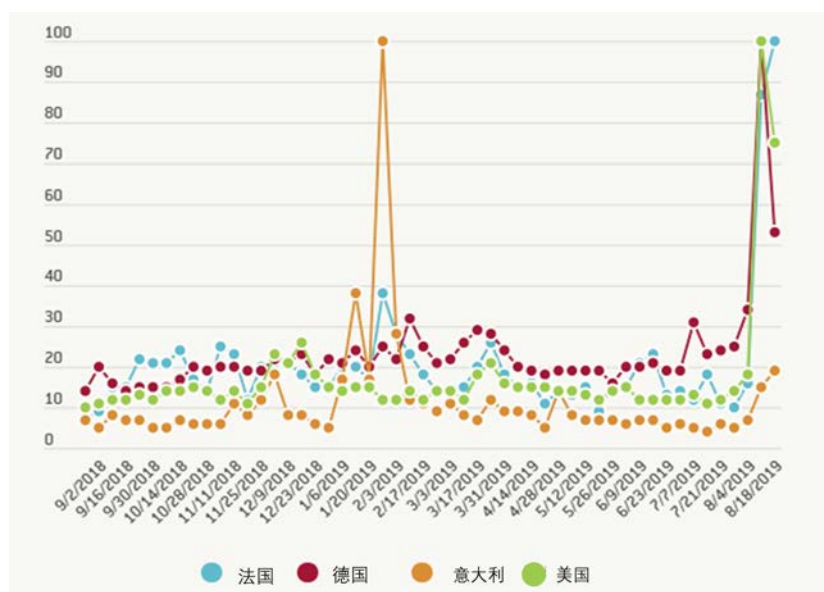
本文原题为“Will Trump Throw Oil Sanctions on the Fire of US-China Relations?”。本文作者 Jeffrey J. Schott 是美国彼得森国际经济研究所（PIIE）资深研究员。在加入 PIIE 之前，作者曾供职于美国财政部。本文于 2019 年 9 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

衰退风声四起，欧洲应尽快采取应对措施

Guntram Wolff/文 申劭婧/编译

导读：衰退！这是欧洲和美国面临的新担忧。谷歌趋势显示，在德国、法国和美国，对经济衰退的搜索在过去几周达到顶峰。在意大利，高峰在一月底已经到来。经济衰退是否真正发生，这很难实时判断。但毫无疑问，贸易战和英国脱欧等重大风险依然存在。编译如下：

图1 搜索“衰退”的谷歌趋势



对欧洲各国财长来说，目前的形势带来一个新的挑战。过去，发生重大衰退时，各国财长们知道央行将是第一道防线。但由于目前利率为零，欧洲央行的降息空间非常有限。不过，它仍可能将超额准备金率进一步推至负值，并重启一些资产购买计划。

欧洲央行的所有这些行动可能都有些用，但现实是在现阶段，央行控制通胀和管理商业周期的能力可能极其有限。欧洲央行前副行长 Vitor Constancio 最近承认，“在任何情况下，单靠货币政策可以任意控制通胀只是一个理论上的神话”。同样徒劳无功的是，美国前财政部长、哈佛大学经济学教授 Larry Summers 认为，现在结构性政策和财政政策是关键的政策工具。

这完全让欧洲各国财长们大为吃惊。但要想成功，需要从根本上改变财政部长的思维定型：

正如德国央行行长 **Jens Weidman** 所暗示的那样，仅仅依靠财政政策的自动稳定作用是不够的。这个问题在于，当工人已经失业时，政策的调节作用为时已晚。它只能抑制经济下滑，单靠它们不足以抵御经济衰退。

现在是欧洲各国财长从应对经济低迷转向主动进行防范的时候了。他们应该制定具体的支出和减税计划，如果经济衰退的担忧成为现实，这些计划可以迅速启动。应急支出计划现在应该列入 2020 年的预算。

鉴于前景的风险和实际利率为负，目前应该已经采取了一些措施，以减轻长期投资不足。事实上，最近对低均衡收益率的估计表明，欧洲在投资和超额储蓄方面处于疲软状态。因此理想的情况是，财政政策应针对长期存在的投资缺口。目前有两个具体措施：

首先，德国应该决定对在德国的企业投资给予 5 年的全部折旧补贴。这不仅能立即激励新的企业投资，还将解决德国经济长期存在的疲软——企业投资率低。与公司减税相反，这样的措施不是给公司的免费赠品，而是一种有时间限制的投资激励。更好的资本存量也将有助于提高工资水平。

其次，如果欧洲想要实现气候中立的目标，就需要一个重要的公共投资计划来使欧洲经济更加环保化。为可持续的欧洲经济融资将需要大量投资，因此这被称为“绿色新政”。事实上，仅仅依靠更高的碳价格是不太可能被接受的。公民和公司都需要找到可靠的方案来取代他们现有的生活和生产方式。只有大量并得到公开支持的投资才能填补这一空白。它还将提振欧洲，在零利率世界中，其资金实际上为零甚至负成本。

那么，问题是如何为欧洲的此类投资提供资金。仅仅依靠国家预算可能是不够的。不仅一些国家的预算严重受限，而且在发展基础设施方面，各国也倾向于依赖欧洲伙伴国家来承担大部分重任。显然，气候变化值得整个欧洲通过整体性融资作出反应。欧洲投资银行将是在这个层面上发行大规模主权债券，为整个欧洲绿色基础设施的必要投资提供资金的合适机构。

许多欧洲国家，例如德国的储蓄银行都抱怨低利率。但是，这些利率一定会低，因为投资很少，储蓄也很少。欧洲央行不能解决这个问题，而欧洲的财政部长们可以。是时候改变心态，从被动的财政政策转向积极的财政政策了。是时候为经济低迷提供财政保险，以零成本为绿色投资提供资金。

本文原题为“Why Europe Needs a Change of Mind-set to Fend off the Risks of Recession”。
本文作者 Guntram Wolff 是 Bruegel 的主席。本文于 2019 年 9 月刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

衰退边缘的德国经济

Martin Ademmer 等 9 人/文 吴克谦/编译

导读：德国经济正处于衰退的边缘，三季度 GDP 预计下降 0.3%，工业疲软，私人消费强劲，国民预算将出现赤字。尽管货币政策转向宽松有利于提振欧元区和全球经济，但贸易摩擦和民粹主义带来的政治不确定性仍会影响增长前景。编译如下：

德国经济正经历着金融危机以来最疲软的增长。基尔世界经济研究所（Kiel Institute）的研究人员预计，2019 年 GDP 仅增长 0.4%，比此前的预测低 0.2 个百分点。上一次出现如此疲软的经济数据是在 2013 年欧债危机之后。不过，经济应该会在明年年中再次复苏。2021 年，公共预算差额进入赤字状态。

德国经济前景受到贸易摩擦和英国脱欧所带来的政治不确定性的负面影响，投资和出口压力很大。同时，由于此前经济长期增长，因此本轮下行也存在周期性因素。2019 年第三季度，GDP 预计下降 0.3%，第二季度仅下降 0.1%。“因此，德国正式符合‘技术性衰退’的定义。但是，如果从宏观经济产能利用的角度来讲，德国目前还没有进入周期意义上的衰退”，基尔世界经济研究所预测中心主任 Stefan Kooths 在对德国、欧元区和世界经济预测时如此表态。

根据最近修订的国民经济核算数据，德国经济自 2017 年底、2018 年初以来已经开始降温，比刚刚谈到的数据早半年左右。研究人员目前的预测显示，2020 年 GDP 将增长 1%（之前预测是 1.6%），其中近一半的增长（0.4 个百分点）是由于工作日数量高于平均水平。2021 年，GDP 预计增长 1.4%。

基尔世界经济研究所所长 Gabriel Felbermayr 指出，“特朗普贸易争端的真正问题不是关税本身，而是关于未来的巨大不确定性，不确定性是投资决策的毒药。但是，世界上许多新兴国家仍有很多需要迎头赶上的地方，这为德国机械工程师和汽车制造商提供了巨大的出口机会。因此，没有理由质疑德国经济的出口导向战略。”

1、工业疲软，私人消费强劲，预计国民预算将出现赤字

尽管工业已跨过衰退的临界值，但经济的下滑尚未完全影响到与消费者相关的服务提供商，且建筑业仍在高速发展。Kooths 表示，“工业疲软的问题将对其他行业产生越来越大的影响，且最近工资的强劲上涨使得经济低迷时期裁员的可能性加大。然而，我们没有理由采取过于激进的政策行动，例如通过会推高建筑价格的投资计划来刺激经济。相反，应当允许国家预算与经济协同发展，并满足‘债务刹车’的要求。”

企业投资继去年增长 3.6% 之后，今年将仅增长 1.4%，在 2020 年甚至还会略有下滑，随后在 2021 年温和回升至 2%。预计 2019 年出口增速将略低于 1%，低于去年的 2% 以上，但随后将回升至 1.8%（2020 年）和 2.6%（2021 年）。

疲软的经济也影响到了劳动力市场，50 年来最长的涨势即将结束。从现在起，失业人数可能会再次增加，失业率将从目前的 5% 上升到 5.2%（2020 年）和 5.3%（2021 年）。明年，就业人数可能会出现大萧条以来的首次下降。

然而，私人家庭的可支配收入很可能仍将保持明显的上升趋势，尽管上升速度有所放缓。特别是由于熟练工人短缺，将继续导致有效工资大幅增长 3.2%（2019 年）、2.4%（2020 年）和 2.8%（2021 年）。同时，大量财政措施也会支持收入增长。此外，通胀率预计将保持在 1.5%（2019 年）和 1.6%（2020 年和 2021 年）的温和水平，因此不会对可支配收入的购买力造成太大影响。

因此，私人消费仍然是经济的支柱，并可能以 1.3%（2019 年）、1.2%（2020 年）和 1.4%（2021 年）的速度增长。建筑业也很可能继续保持增长态势，分别增长 3.2%（2019 年）、1.7%（2020 年）和 2.2%（2021 年），主要得益于持续的、极为有利的融资条件。

疲软的经济也影响到国民预算。年度盈余将从今年的 430 亿欧元降至明年的 140 亿欧元，2021 年将出现赤字 70 亿欧元，为 2011 年以来的首次，占 GDP 的 0.2%。

2、欧元区 and 全球经济：货币政策宽松，政治不确定性减弱

可以预见的货币政策进一步宽松将提振欧元区和全球经济，但贸易摩擦和民粹主义带来的政治不确定性正在对增长前景造成压力。特别是工业低迷。预计今明两年欧元区 GDP 增速均为 1.2%，2021 年增长 1.5%。失业率可能会进一步下降，并跌至金融危机前的历史低点以下。

自年初以来，全球贸易甚至有下降的趋势。发达经济体的经济最近有所减速，而新兴市场的经济则有所回升。今年全球产量可能仅增长 3.1%，明年增长 3.2%，而去年则增长了 3.7%。

Kooths 表示，“由于当前的贸易局势紧张，预测的不确定性很大。我们认为，贸易冲突不会进一步升级，德国出口将再次逐渐回升。如果局势加速缓和，将带来超预期的经济增长；而如果冲突重新升级，将导致更糟糕的经济发展。”

图 1 关键经济指标（2018 年-2021 年）

	2018	2019	2020	2021
GDP增速（不变价）	1,5	0,4	1,0	1,4
GDP平减指数	1,5	2,2	2,1	1,7
物价增速	1,7	1,5	1,6	1,6
劳动生产率（每小时工作）	0,3	-0,2	1,0	1,7
就业	44.854	45.251	45.120	45.168
失业率（%）	5,2	5,0	5,2	5,3
与名义GDP相关:				
公共部门净贷款	1,9	1,3	0,4	-0,2
总公共债务	61,7	59,0	56,7	55,4
经常账户差额	7,5	7,7	7,6	7,4

来源：基尔世界经济研究所预测中心。

本文原题为“E- Kiel Institute Economic Outlook: Germany on the Brink of Recession”。
 本文作者为 Martin Ademmer 等 9 人。本文于 2019 年 9 月刊于基尔世界经济研究所官网。
[单击此处可以访问原文链接。](#)

对失业率测算的一点评价

John Williams/文 张寒堤/编译

导读：2019年9月，美国公布非农失业率为3.5%，创下近50年来新低。但在数字的表面下，美国经济增长真就像失业率所反映的那样强劲吗。本文为2016年5月Shadow Statistics发表的一篇研究报告，核心观点就是不同的失业率衡量标准也会造成不同的失业率水平。回顾旧文，是否能对当今美国经济局面的解读提供参考价值 and 现实启示。编译如下：

1、对失业率测算的替代方法

如果将“沮丧”的工人（discouraged workers）和未被安置的工人（displaced workers）全部纳入考虑，2016年5月的失业率水平将会攀升到23.0%。根据美国政府对失业（U.3）的定义，个体需要在劳工统计局（Bureau of Labor Statistics, BLS）开展调查前的四周内还在积极寻找工作，才能被纳入失业者的范畴。如果个体仅在去年积极寻找工作，但在调查开始前四周内没有积极寻找工作，就会被劳工统计局定义为“沮丧”的工人，从而不再进入劳动力（就业者+失业者）人口的范畴。

本文将在调查开展前四周内没有积极寻找工作的群体定义为短期“沮丧”的群体，超过一年没有积极寻找工作的群体定义为长期“沮丧”的群体，他们可能受到贸易协定的影响，从而使区域性或当地商业活动遭到波及，也有可能受到美国生产性资产转移影响而被迫下岗。在政府的定义中，如果超过一年时间都没积极寻找工作，就会被自动移出“沮丧”工人的范畴。

2008-2009年的经济崩盘到现在都没有完全恢复，2009年的失业率（U.3）达到10.0%的顶峰，2016年5月下降到4.7%的较低水平，很重要的一个原因是许多人放弃继续寻找工作。这一个群体被政府排除在劳动力与失业率的计算范畴外，所以失业率的下降并不一定表明失业工人得到重新安置的机会，或者政府投入大量新的就业岗位。

“沮丧”的工人从U.3转移进U.6的范畴，而超过一年还处于“沮丧”的工人群体就自动被移除出U.6的范畴。所以有时我们可以观察到U.3和U.6水平的同时下降，但被移除出U.6范畴的工人仍然被纳入本文的统计范畴内，这个群体的数量保持相对稳定，并可能接近过去几年的历史最高水平。

除U.3以外，U.6是一个更广泛的失业率衡量标准，但也仅仅包含了短期“沮丧”的工人。此外，U.6还包含没法找到全职工作的兼职工人。而在本文的计算方法中，并没有因为政治的便利性而忽略他们的存在，将“沮丧”一年或一年以上的工人也包含在统计范畴内。

图 1 显示不同测算方法下的失业率水平。官方失业率（U.3）在 2016 年 4 月为 4.98%，5 月为 4.69%；广义失业率（U.6）在 4 月为 9.71%，5 月为 9.73%，本文计算方法下失业率在 4 月为 22.9%，5 月为 23.0%。

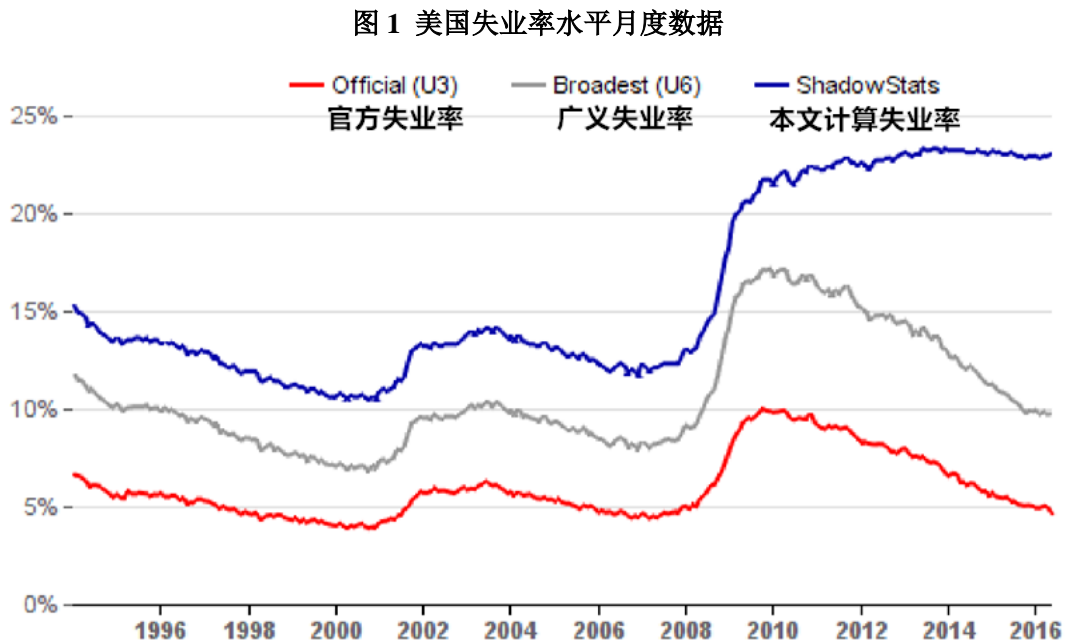


图 2 和图 3 反映了更长期的失业和“沮丧”工人的状况。图 2 中有一个反向关系，即失业率越高，经济表现越弱，这与大多数经济统计的逻辑是相吻合的。本文中失业率指标的倒置趋势也随着就业人口比率的变化而变动，该比率在 2016 年的 4 月和 5 月有所下降，接近 1994 年后的最低水平。

图 2 本文测算方法下的美国失业率（经季度调整）

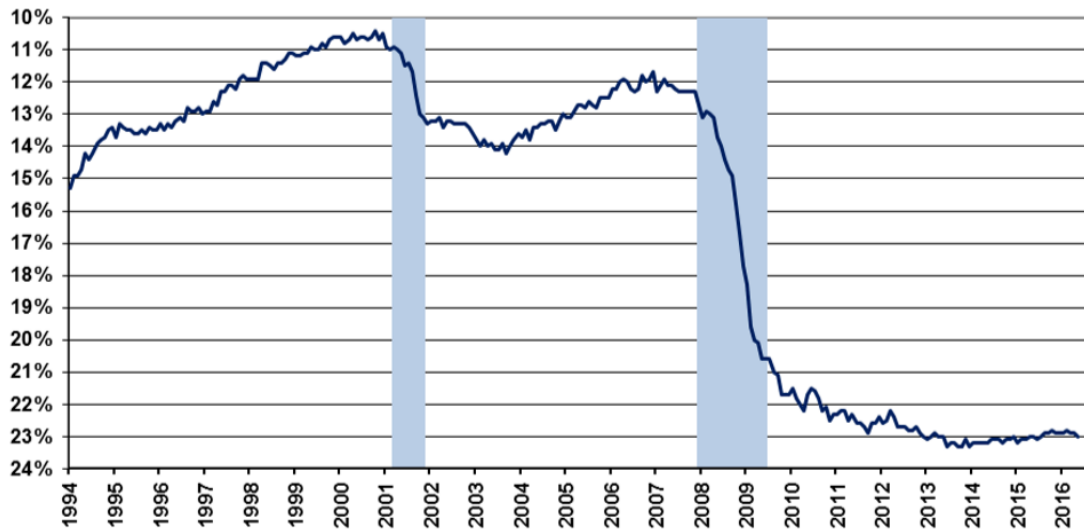
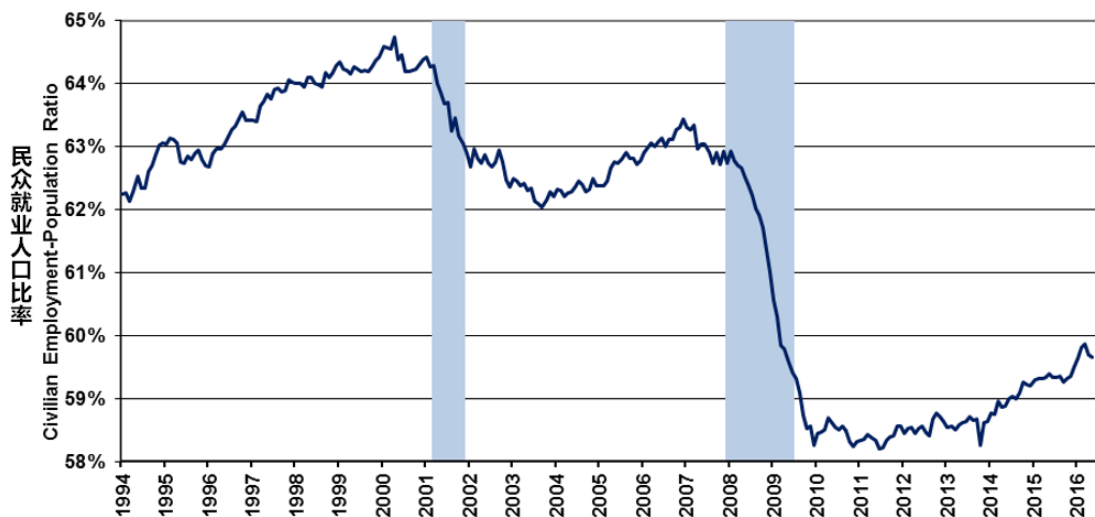


图 3 民众就业人口比率 (经季度调整)



根据本文的定义，劳动力人口包含所有待业人员（包括全部“沮丧”工人和未被安置工人）加上就业人口。劳动力往往与总人口关联，所以就业人口比率就成为失业率的一个替代指标。如图 4 所示，2016 年 5 月的劳动参与率连续第二个月走低。由于 2016 年 1 月的人口再调查，并且家户调查数据在经季度调整后没有保持一致性和可比性，就业人口比率和劳动参与率似乎都达近期峰值水平，并且呈现剧烈波动。4 月份这两个未经调整的比率分别比调整后的数字低 0.2% 和高 0.1%，5 月份的数值差距有所缩小。4 月劳动参与率仍处于 2015 年 9 月后的历史低点，5 月份这个比率还会进一步下降。劳动参与率中劳动力数据使用的

就业人口加上 U.3 分类下的失业人口，存在的一个问题就是忽略长期“沮丧”的工人，使劳动参与率中的人口数据缩水，从而使劳动参与率水平偏高。

图 4 劳动参与率（经季度调整）

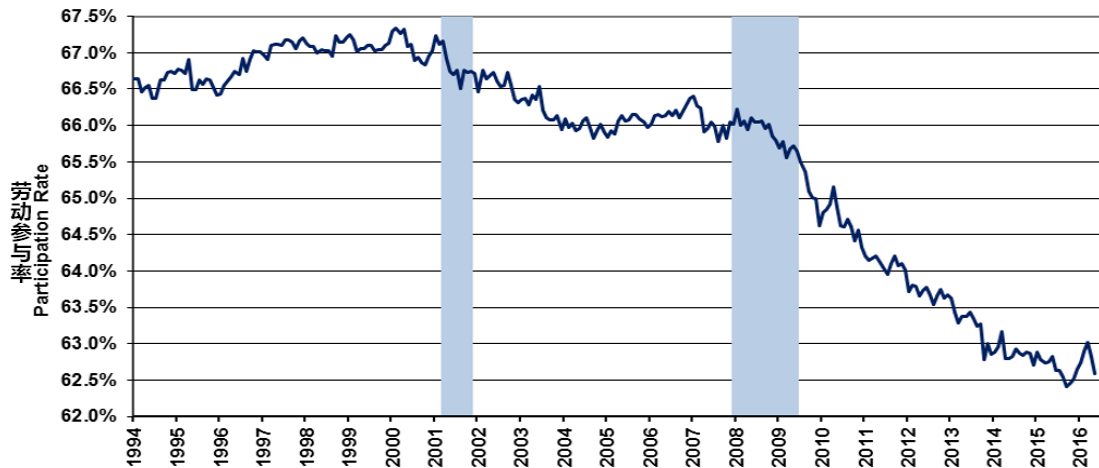


图 1 至图 4 反映了可追溯到 1994 年起详细的家户调查及相关就业和失业测算数据，而在这之前的数据都无法获得。在图 5 中还显示了本文测算下的 GDP 数据，记录从 1994 年起一直到 2016 年第 1 季度的经济活动情况。该图中 GDP 已经针对通货膨胀率的低估进行了修正。

图 5 校正后的实际 GDP（经季度和年通胀调整）

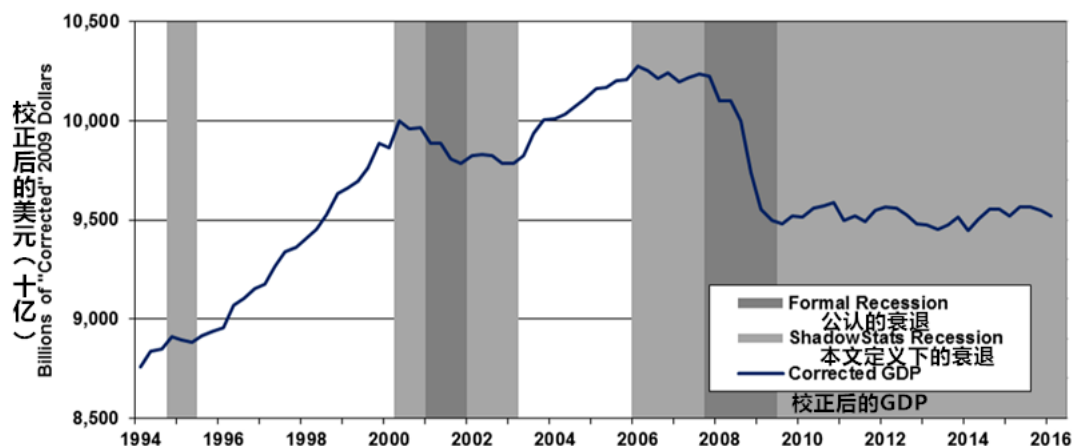
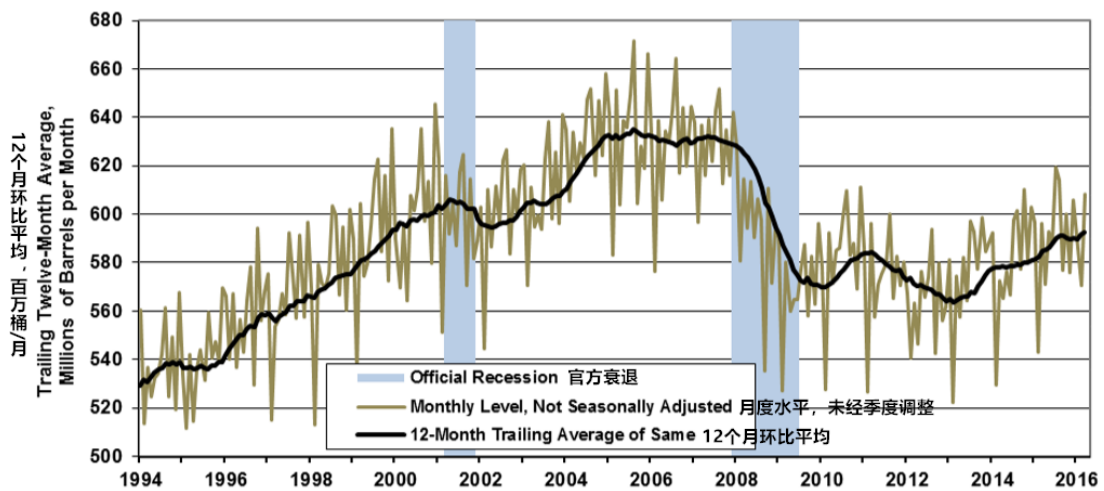


图 6 是美国石油产品的总消费量，以实际消费桶数作为衡量，是广泛经济活动的良好反映指标。美国能源部（Energy Information Agency, EIA）每月发布一次数据，与 CASS 货运指数一样，月度数据未经季节性调整，本文通过追踪 12 个月平均值绘制了石油消费量的时间序列图。平滑后的曲线反映了 2009 年的经济崩溃，随后是一段时期的波动，经历了一段低水平的停滞然后在 2016 年 3 月开始重新有上升趋势。

图 6 美国原油和石油产量（未经季度调整）



相比之下，图 7 中的 CASS 货运指数在 12 个月平均计算下，呈现每月逐渐收缩的态势。可以看出，图 2 和图 3 中显示的就业率下降可以在图 5 校正后的 GDP 中得到证实，也与图 6 中石油产量，图 7 中货运指数和图 8 中标准普尔 500 指数的实际收入结论相一致。CASS 货运指数是对北美货运量的一种度量，与货运活动相比，很少有反映商业活动中实际货物流量的更优良指标。

图 7 CASS 货运指数（未经季度调整）

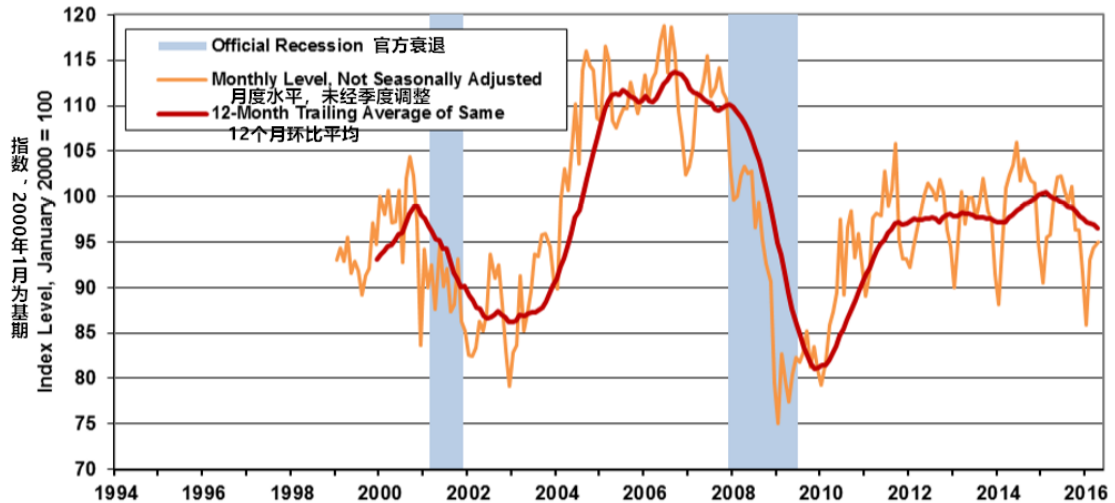
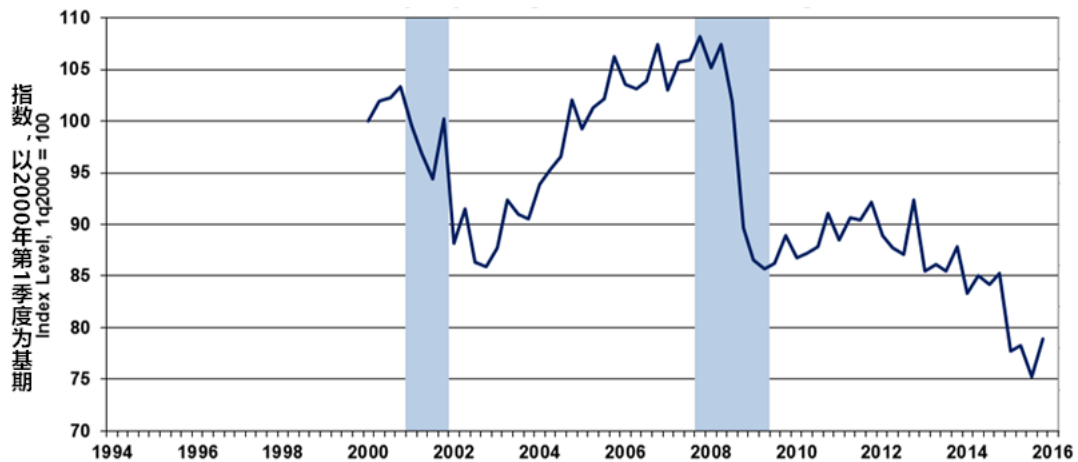


图 8 中的标准普尔 500 指数收入是从 2000 年按照季度数据绘制的，但为了获得与图 2 至图 6 的数据可比性，本文将标准普尔 500 收入从 1994 年开始绘制。

图 8 标准普尔 500 指数实际每股收入（去通胀调整后）



2、本文对美国失业率的测算方法

1994年，劳工统计局（BLS）全面改革了失业率的测算体系，包括更改调查问题和对失业率的定义。在新的体系中，对先前定义为“沮丧”工人的测算方法消失了。这些“沮丧”的工人包括：放弃寻找工作或不再寻找工作的人，在旧的调查方法中，无论他们已经“沮丧”多久，这些人都会被计算在失业人口的范畴内。由于经济状况的严重恶化，或者全球贸易格局变化引起的产业格局变化，这些长期“沮丧”的工人都会被考虑在未被安置工人的范畴内。

但新的调查问题和定义试图将《北美自由贸易协定》（NAFTA）下岗工人的失业影响降至最低。由于本研究机构与一家民意调查公司建立了密切联系，该调查公司每月对大量经济调查进行比较，本文得知新的调查对数字做了更改，曾经作为“沮丧”工人的分类被迅速低估或者有效消除了。更改或调整调查问题，并且更改定义，可以对调查结果产生深远的影响。

1994年后的调查技术同样在一个问题上有所欠缺，那就是对2008-2009年经济崩溃后未被安置的工人无法得到精确的测算。在当前的报告中，美国劳工局对不在劳动力范围内却依然想要工作的人群提供了一个类别，即“准待业工人”，这个类别包含U.6中定义下被低估的短期“沮丧”工人，也包含没在劳动力人口范畴中却依然想要工作的人口。

“准待业工人”中，前者在2016年5月时为171.3万人，后者在5月时增加到了473.6万，从2015年11月开始一直到2016年4月，后者的月度数据分别为360.8万、387.2万、407.7万、414.6万、372.6万和395.6万。尽管有人认为这个数字包含了那些不计其数的“沮丧”工人，但由于调查方法改变，这与现实情况还有差距，现实中这一数字的量级应该为2000万。

本文计算长期“沮丧”工人的近似值是通过过去20年基于各种私人或公众调查的专有模型计算得出的。除了使用美国劳动局U.6估计作为月度基础外，暂时没有找到计算整体失业率的更好方法。

2016年5月失业率更详细的信息是，从4月的22.9%上升到5月的23.0%。4月份的数据比2013年12月的23.3%低大概30个基点，U.3标准下的失业率为4.7%，比2009年10月的10.0%低530个基点。2016年5月的U.6标准下失业率为9.7%，较2010年4月17.2%的峰值下降750个基点。从图1中失业率各种衡量标准可以看出，本文计算方法与U.3，U.6标准依然有很大差异，按照图1的解读，官方失业率（U.3）下降，广义失业率（U.6）持平，而本文计算下的失业率是上升的。

几个数据在长期中出现差异的原因是，U.6仅包括“沮丧”不到一年的工人，而随着这些“沮丧”工人未能找到工作的时间增长，他们就会被排除在政府的计

算范畴内。而 U.3 也会因为“沮丧”工人找不到工作的时间增长而进入 U.6 的划分标准，这也解释了 U.3 和 U.6 之间为什么还存在一定差异。随着时间的增长，工人进入短期“沮丧”的范畴（U.6），并且从 U.6 变为长期“沮丧”的工人或者最终未被安置。

当经济崩溃时，在最初的几个月中失业率数据会表现出一定的滞后性。在经过一年之后越来越多的工人陷入长期“沮丧”的状态，尽管长期“沮丧”的工人在数量上有一定变化，但这里并没有一个清晰的界限，区分什么时候他们不再被算作长期“沮丧”工人的范畴。

通常情况下，本文测算方法包含 U.6 标准，U.6 标准包含 U.3 标准，U.3 失业率的下降表明更多失业者进入 U.6 的范畴，U.6 失业率的下降说明更多失业者进入本文计算方法的范畴。如果通过与大萧条进行比较的话，2016年5月的23.0%失业率大概可以和1933年的25%失业峰值相提并论。据最恰当的估计，现在的失业率水平可能与1973-1975年经济衰退或者20世纪80年代初的经济衰退失业率峰值一样高。用本文计算方法下的1933年非农失业率数值大约为34%-35%。

本文原题为“Public Commentary on Unemployment Measurement”。本文作者 John Williams 为 Shadow Statistics 网站分析专家。本文于 2016 年 6 月刊于 Shadow Statistics 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

外资企业会离开中国吗

Nicholas R. Lardy / 文 吴泓蓁 / 编译

导读：特朗普企图用贸易战的方式拖累中国经济，迫使外资企业撤离中国市场。但诸多证据表明事实并不如此。从大量对中国的外国直接投资（FDI）、外资企业在中国的生产和销售网络、生产和迁移成本等方面，作者给出了具体的阐述。全文如下：

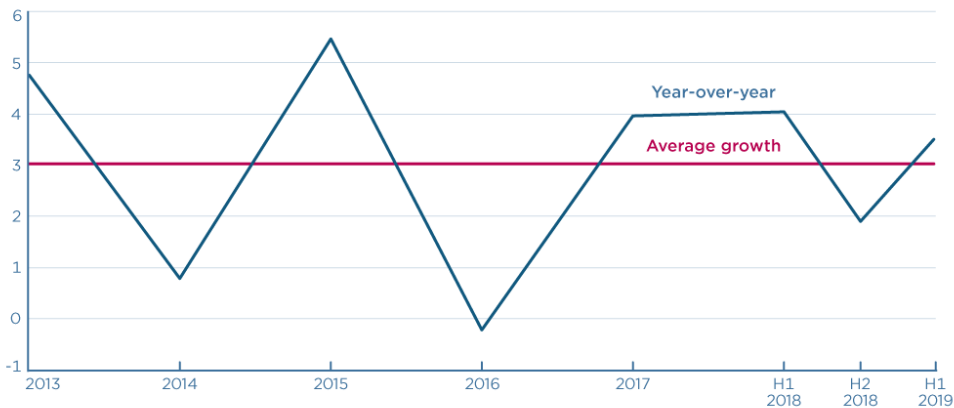
特朗普总统为维护与中国的贸易战，再次使用他的“推特手腕”。他在8月底发推文说：“中国太急迫地想达成协议，数以千计的公司由于关税离开，他们必须阻止这种流动。”外资企业的外流是形成他观点的另一个因素，即中国经济压力加剧，因此迫切需要答应美国提出的贸易协议。对于特朗普的观点，“美国关税正在减缓中国经济并增加失业率”，事实并不支持。

贸易战未抑制中国的国际直接投资

首先，目前中国的非金融外国直接投资（FDI）以每年近1400亿美元的规模进行，这意味着每个月都有成千上万的新外资企业在中国成立。此外，如下图所示，自2018年中期爆发的贸易战以来，外国直接投资每年以约3%的速度增长，与前五年的增长速度大致相同。而且，最近的数据并未反映出对化工厂的大量新投资。中国最近还批准了埃克森美孚和巴斯夫的外资独资，各自创下了100亿美元的纪录。而由于尚未破土动工，这两个项目尚未包括在外国直接投资数据中。同时，大量持续性的外国直接投资流入，并与美中贸易理事会成员公司的期望一致。安理会最近的一次成员调查发现，有97%的人认为他们在中国的业务是有利可图的，而87%的人说他们没有搬迁，也没有计划搬迁。总之，关于大量外资企业逃离中国的观点几乎没有支持证据，而情况恰恰相反。

Despite Trump's tariffs, multinational firms in United States and other countries are still investing in China

Percent growth of actually utilized foreign direct investment (FDI), 2013-H1 2019



Source: Ministry of Commerce of China, www.mofcom.gov.cn (accessed on September 3, 2019).

小部分企业的离开并不是大趋势

最近，确实有几家外资企业离开中国，但有两点需要注意。第一点，数十年来在中国的外资企业不断有离开的。一些公司以失败的业务战略进入，然后退出。典型的例子是西方石油公司（Occidental Petroleum），该公司于1983年进入中国，当时经营策略有缺陷，1990年退出时被迫注销了2.5亿美元的投资。还有一些外资企业，尤其是劳动密集型企业，在中国蓬勃发展了许多年，但最终，由于当地工资的持续上涨，将生产转移到了工资较低的其他国家。第二点，中国有超过五十万家外资企业，几家离开中国的公司的轶事并不能证实这一趋势。

很多外资企业尤其是美国公司，都在中国生产和销售产品

尽管一些公司报告说他们正在考虑在中国生产的替代品，但仍有待观察有多少最终将离开，其中有多少将转移到美国。这其中有如以下几个因素起作用。首先，在中国的大量外资企业，尤其是美国公司，仍主要在中国市场上生产、销售产品。例如，卡特彼勒（Caterpillar）在中国的30多个工厂生产建筑设备，几乎全部销往国内市场。由于运输成本高昂，在美国制造挖掘机，前端装载机和类似产品，然后将其出口到中国是不可行的。和其他在中国生产的外国生产商一样，卡特彼勒不太可能将其生产转移到其他地方。

迁出中国成本很高

其次，将生产转移到中国境外说起来容易做起来难。在中国运营的外国子公司用数十年建立了广泛的本地供应链，雇用大约 2500 万中国工人，包括很大一部分是熟练的工程师和管理人员。越南通常被称为替代品，但它太小，连现在在中国经营的外国企业的一小部分生产都无法吸收。它的总非农就业人数仅为 4400 万，而且在那里经营的外资企业已经报告缺乏熟练的工程师和管理人员。将大量外资企业从中国转移到越南，将给已经上涨的工资带来进一步的上行压力，进一步加剧现有熟练劳动力的短缺，并将越南有限的的能力逼到临界点。

苹果与台湾制造商富士康签约，将在 2018 年在中国生产 2.2 亿部 iPhone。想想如果苹果要求富士康从中国迁出，富士康将面临的困难。富士康在中国雇用了数十万名工厂工人和数万名熟练的工程师和管理人员，组成的网络遍及 1500 多家本地供应商。正如《中国经济季刊》（China Economic Quarterly）的总编辑亚瑟·克罗伯（Arthur Kroeber）所说：“这样的行动能够在越南或印度迅速复制，真是幻想。”

尽管美国对中国对美国的出口产品征收关税，但至少到目前为止，包括美资企业的跨国公司都认为中国具有吸引新投资的环境。因此，特朗普声称外资企业的离开将迫使中国屈服于美国的要求，以解决贸易战，这只是一厢情愿的幻想。而且，已经在中国的美国跨国公司极小有可能将其生产转移回美国。特朗普所谓的对中国商品征收的关税将扭转美国数十年来制造业就业人数比例下降的局面，很可能也无法实现。

本文原题为“Are Foreign Companies Really Leaving China in Droves?”。本文作者 Nicholas R. Lardy 是彼得森国际经济研究所的 Anthony M. Solomon 高级研究员。他于 2003 年 3 月从布鲁金斯学会（Brookings Institution）加入研究所，在 1995 年至 2003 年期间担任高级研究员。。本文于 2019 年 9 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

一带一路倡议：动机，融资和扩张

Alex He /文 张子萱/编译

导读：“一带一路”是中国提出的，通过海外基础设施建设与对外投资，致力于亚欧非大陆的联通，构建一个多层次的基础设施网络的计划。这一计划的初衷是通过基建投资和产业合作，解决中国产能过剩问题，促进中国和“一带一路”沿线国家的经济经贸发展。在中国的外交战略的转型下，一带一路计划聚焦于中国东南亚和中西部的邻国。但随着“一带一路”的愿景不断扩大，美国及其西方盟国开始对这一计划存疑，猜测这或许是中国为重塑世界经济政治秩序的地缘战略。“一带一路”的国家驱动型增长投资模式与西方市场经济、多边合作的增长模式不同，十分具有中国特色。这种国家驱动的投资模式还存在很多风险，如债务可持续性、不透明与腐败、经济效率低、缺乏私营部门参与等。中国近期已经认识到了这些问题并着手解决，但中国国有企业和银行更多的出于政治目的的行动和预算软约束或将使债务可持续性问题持续发酵。另外，中国掌控着“一带一路”的主要控制权，这使多边机构决策权有限，也阻碍了现有问题的解决。本文认为，中国长期秉承的国家主导投资方式已经根深蒂固，中国所提出的提高债务可持续性的措施效果可能不会明显。编译如下：

简介

“一带一路”是中国为建设连接亚洲、欧洲和非洲的多层次全球基础设施网络而制定的海外投资计划，自 2013 年启动以来一直受到广泛关注。在由中国资本主导的东南亚、中亚、东欧和非洲的基础设施投资给受援国带来经济增长和就业机会的同时，“一带一路”计划也受到了许多争议和批评，例如被一些西方国家称为“债务陷阱”、“新殖民主义”。无论如何，截至 2019 年 4 月底，已经有 131 个国家同中国签订协议，参与全球基础设施投资项目，“一带一路”计划以非常中国化的方式搅动了全球经济和政治秩序。今年 3 月 23 日，意大利与中国签署谅解备忘录，成为了第一个正式加入中国基建计划的 G7 经济体，这对“一带一路”计划来说无疑是里程碑式的成就。2019 年 4 月，第二届“一带一路”会议的成功举办正式标志着该计划第一阶段的结束，项目审查、评估、实践和风险管理进入新阶段。在 2018 年“一带一路”五周年之际，习主席曾含蓄的将第一阶段比作是中国传统绘画中的写意，并暗示了下一阶段则是工笔画。如今，回顾过去六年来一带一路计划的发展和演变，我们要了解这一倡议的全貌，并思考中国未来要如何应对争议和批评。

本文首先探讨中国提出“一带一路”计划的动机，以及在过去几年中，最初的丝绸之路项目是如何发展成为中国的一揽子战略的。第二部分从地理分布、路线、项目以及 21 世纪初中国实施的“走出去”战略等角度，探讨中国对外投资的重点和绩效。第三部分将对“一带一路”计划的融资进行详细的回顾。第四部

分在前面对地缘政治经济分析的基础上,揭示这一雄心勃勃的基础设施投资计划对全球治理的影响。第五部分将论述“一带一路”面临的风险和问题,争议和批评。最后总结一带一路不断扩张的愿景、面临的问题和风险,以及它们对未来的启示。

一、一带一路的制定过程

动机

“一带一路”计划源于中国的产能过剩,2008年的全球金融危机中,中国大规模刺激计划虽然帮助中国维持了景气,但也让此后的经济蒙受了产能过剩的挑战。2008年至2012年期间,中国经济学家曾就是否要制定一个马歇尔计划的中国版本做出过讨论,这是一项全球的基础设施投资计划,中国可以投资发展中国家的基础设施建设,这不仅可以提振世界经济,同时也为国内产能过剩问题提供了解决方案。在2012年12月的第一次中央经济工作会议上,产能过剩被列为了解决经济结构战略性调整的重中之重。

在上世纪70年代末以来中国的基本国策“改革开放”中,首要任务是向发达经济体开放,以获取进出口市场份额、技术和投资的机会。而如今中国在经济战略上对西部邻国开放,是中国外交政策和全球战略的革命性变化。2010年,中国成为世界第二大经济体,拥有丰富的产能和资本,对中亚、南亚和东南亚周边国家的开放也符合中国对外投资、产能输出、“睦邻”的外交政策和西进的战略目标。

这一计划也顾及到了新疆地区的维稳与中亚地区的油气供应,这是两个一直以来的政策重点。自2009年以来,新疆的安全局势不断恶化,穆斯林占据了更高的人口比例,激进主义和民族分裂主义不断加剧。2013年,中方在哈萨克斯坦提出新丝绸之路计划的三个月前,新疆发生了一系列暴力袭击事件,这引起了中国高层领导人对新疆稳定与安全的关注。同年12月,在新疆又发生两起暴力袭击事件后,中央召开了第二次政治局常委新疆问题独家会议。2014年4月,新疆被确定为丝绸之路经济带核心区域,发展新疆被纳入国家战略。

新丝绸之路计划的构想还被认为是中国为应对美国的“转向亚洲”政策,对外交战略进行的一次重大调整。美国在2011年秋季提出了中亚丝绸之路战略,由美国国务卿希拉里克林顿推行。在这样的情况下,中国决策者必然会做出应对,2013年9月,新丝绸之路计划提出,随即中国在10月底史无前例地召开了第一次周边外交高层会议,意在以亚洲邻国为支点,构建一个基础设施、贸易、货币、

政策协调和文化交流的共同体，缓解周边区域对中国崛起的担忧，促进区域经济一体化。

综上所述，新丝绸之路计划的提出，标志着邻国外交成为了中国外交战略与经济增长战略的重要组成部分。新丝绸之路计划最终演变成了一个庞大的战略，即 2015 年的“一带一路”，并在之后的几年中加入了其他很多愿景。

时间线

2013 年 9 月 7 日，习近平主席在哈萨克斯坦发表讲话，提出了丝绸之路经济带的构想。不到一个月后，习主席又在 10 月 3 日出席亚太经合组织会议时提出了在印尼建设 21 世纪海上丝绸之路的构想。哈萨克斯坦，一个典型的“一带一路”国家，和印尼，一个象征性的“丝绸之路”国家被中国选为了伟大丝绸之路计划的起点。

一个月后，丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路被写入党的十八届三中全会决议，这意味着丝绸之路计划正式成为官方政策，其最初的构想是通过密切的经贸合作来处理中国与邻国的关系，成为了此后中国标志性的外交政策。

2014 年 11 月 6 日，以习主席为首的中国经济决策最高机构，即中央财经领导小组召开丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路会议，宣布成立亚洲基础设施投资银行（亚投行）和丝绸之路基金。本次会议用“一带一路”代替“丝绸之路”，中国发起成立亚投行和丝路基金。其中亚投行是一家多边银行，主要负责为一带一路国家的基础设施融资，丝路基金则象征着中国对一带一路的直接金融支持。这两家金融机构的成立对一带一路的融资十分具有象征意义，但在接下来的几年里，中国发展银行和中国进出口银行成为了一带一路的主要融资渠道，一带一路还得到了四大国有商业银行的支持，特别是中国银行和中国工商银行。

2015 年 2 月 1 日，国家发改委成立“一带一路”建设领导小组，由张高丽副总理任组长，并成立四个工作组。年 3 月 28 日，经国务院授权，发改委、外交部、商务部发布“一带一路”官方路线图。

2016 年，“一带一路”正式融入中国国民经济蓝图，成为中国“十三五”规划中对外开放新愿景的主导项目。在 2017 年 5 月第一次一带一路会议召开 4 个月 after，该计划在 10 月的中共十九大上被写入宪法，这意味着，“一带一路”已经成为党的长远大计中的关键外交政策之一，将被贯彻执行。

2018 年 3 月，中国国际开发合作署成立，其目标之一就是实施《一带一路》。表明了“一带一路”进一步确立为中国全球治理计划的一部分，也是中国为国际发展作出贡献的关键部分。

二、中国的“一带一路”投资重点及成就

《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》列出了五个优先事项：政策协调、基础设施联通、贸易畅通、金融一体化和民间债券。在资金方面，优先考虑基础设施连通性与合作，特别是交通（铁路、公路、港口、航运）和能源（水电、石油和天然气、煤炭）方面的基础设施项目（见表 1）。基础设施联通和产能合作这两大重点也是按照发改委、商务部联合下发的《关于进一步引导和规范境外投资方向的指导意见》确定的对外投资方向。基础设施部分包括经济走廊、陆、海、空、信息桥梁、铁路、港口和管道网络的大型项目，是“一带一路”的核心和基础。

	Sector	Value (US\$ billion)
1	Energy 能源	225.48
2	Transport 交通	156.44
3	Real estate 房地产	59.76
4	Metals 金属	37.72
5	Others 其它	19.45
6	Utilities 公用事业	15.24
7	Agriculture 农业	13.5
8	Logistics 物流	12.92
9	Technology 技术	11.18
10	Chemical 化学	10.06
11	Finance 金融	8.55
12	Entertainment 娱乐	8.49
13	Tourism 旅游	7.34
14	Health 健康	2.72
	All sectors	588.85

表 1 2014-2018 年中国对一带一路分行业投资与合同签订

从地理上看，一带一路包括中国—中亚—俄罗斯—欧洲；中国—中亚—西亚（中东）—波斯湾—地中海；中国—南亚—东南亚—印度洋；中国南海—印度洋—欧洲；和中国南海—南太平洋这五条路线（见图 1）



图 1 一带一路路线图

从“一带一路”前五年的发展情况看，基础设施互联互通重点区域主要分布在东南亚、中亚和南亚的 6 个经济合作走廊的沿线，包括中巴经济走廊、孟加拉国—中国—印度—缅甸、欧亚大陆桥、中蒙—俄罗斯、中国—中亚—西亚、中国—印度支那半岛（见图 2），以及 21 世纪海上丝绸之路沿线国家的一些关键铁路和港口。

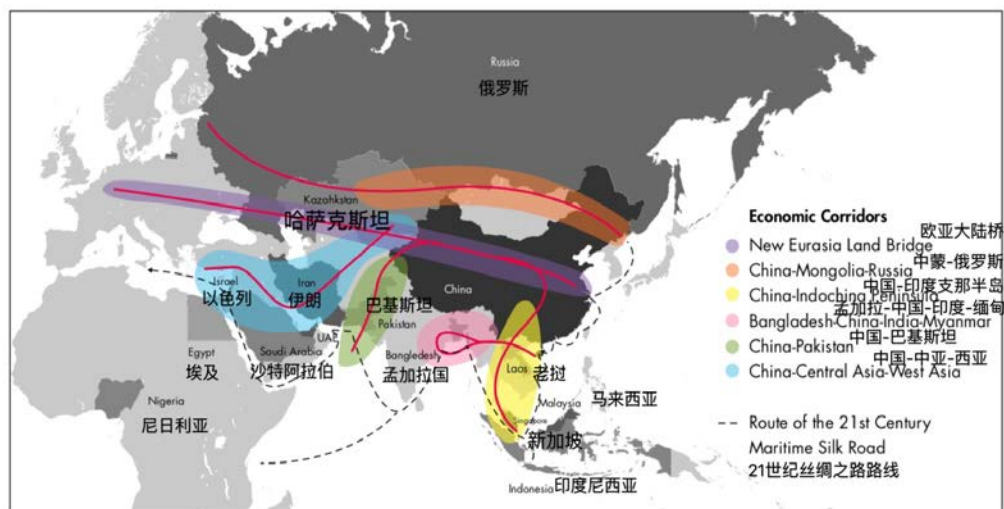


图 2 一带一路的六个经济带和 14 个主要国家

统计显示，在 2014 年至 2018 年间，中国对其投资及建筑订单量最大的十个国家是巴基斯坦、马来西亚、新加坡、印度尼西亚、孟加拉国、老挝、以色列、阿联酋、埃及和尼日利亚，这 10 个国家中有 9 个都位于以上 6 个经济合作走廊内。在巴基斯坦，中国“一带一路”前五年的投资建设合同总额是 2005-2013 年间的三倍；在马来西亚、老挝、新加坡和阿联酋，中国的投资和建筑订单总数几乎翻了一番或超过一番，在印度尼西亚，这一数字增加了 57%。最大的增长发生

在孟加拉国和以色列，增长了 6 倍或近 6 倍，因为这两个国家 2005-2013 年的基数很小。俄罗斯和哈萨克斯坦也被视为优先投资国家，但与前 8 年相比，投资和建筑订单总值没有显著增加，因为在一带一路之前中国就已经对俄罗斯和哈萨克斯坦进行了大量投资。

成就

对外直接投资和建筑订单是中国在一带一路国家投资的两种主要形式。2014-2018 年，中国对一带一路国家的总投资和建筑订单高达 5733.1 亿美元（见表 4），这一时期内，和建筑合同都经历了快速增长 4（见图 3）。

中国的对外直接投资大多流向“一带一路”沿线的重点国家，如印度尼西亚、马来西亚、俄罗斯和新加坡（见表 2、表 5 和表 6），东南亚仍然是一带一路国家中承接最多投资的地区，其中投资最多的是新加坡，这可以解释为新加坡是一个中转站，大量投资从那里流向其他国家，其中物流、网络电商、技术、金融和房地产领域最为热门。

2014-2018 (US\$ billion)		合同价值		外商投资额	
	Country 国家	Contract Value	Country	ODI Value	
1	Pakistan 巴基斯坦	31.41	Singapore 新加坡	24.27	
2	Nigeria 尼日利亚	24.21	Malaysia 马来西亚	14.09	
3	Bangladesh 孟加拉国	17.54	Russia 俄罗斯	10.44	
4	Indonesia 印度尼西亚	16.77	Indonesia 印度尼西亚	9.35	
5	Malaysia 马来西亚	15.8	Israel 以色列	7.88	
6	Egypt 埃及	14.95	Pakistan 巴基斯坦	7.63	
7	UAE 阿拉伯联合酋长国	14.03	Laos 老挝	6.68	
8	Russia 俄罗斯	11.13	UAE 阿拉伯联合酋长国	6.55	
9	Laos 老挝	11.06	Nigeria 尼日利亚	6.54	
10	Iran 伊朗	10.63	Bangladesh 孟加拉国	5.3	

表 2 中国在一带一路国家前十大合同价值和外商投资

	Before	Value	After	Value
1	Russia 俄罗斯	22.93	Pakistan 巴基斯坦	39.51
2	Kazakhstan 哈萨克斯坦	22.19	Nigeria 尼日利亚	30.75
3	Saudi Arabia 沙特阿拉伯	21.56	Malaysia 马来西亚	29.89
4	Nigeria 尼日利亚	19.21	Singapore 新加坡	28.03
5	Indonesia 印度尼西亚	16.6	Indonesia 印度尼西亚	26.12
6	Ethiopia 埃塞俄比亚	16.57	Russia 俄罗斯	24.25
7	Vietnam 越南	16.49	Bangladesh 孟加拉国	22.84
8	India 印度	16.17	UAE 阿联酋	21.22
9	Malaysia 马来西亚	15.77	Laos 老挝	17.86
10	Angola 安哥拉	14.92	Israel 以色列	16.67
11	Iraq 伊拉克	14.71	Egypt 埃及	15.69
12	Iran 伊朗	12.97	Saudi Arabia 沙特阿拉伯	13.83
13	Pakistan 巴基斯坦	12.44	Iran 伊朗	12.97
14	Singapore 新加坡	11.51	India 印度	10.93
15	Turkey 土耳其	10.85	Kazakhstan 哈萨克斯坦	10.44

表 3 中国在一带一路国家合同价值和外商投资（2005-2013、2014-2018 十亿美元）

中国在一带一路国家的建筑订单方面，巴基斯坦、尼日利亚、孟加拉国、印度尼西亚和马来西亚是中国建筑合同的前五大国家；巴基斯坦无疑是中国建筑订单价值最高的国家（见表 2）。

在中国官方的报告中，一带一路在成立后的头五年里取得了巨大的成就。2014-2018 年，中国在一带一路国家的直接投资总额为 845.4 亿美元。建筑订单在数量与价值上都实现了快速增长（见图 4 和表 5）。2015-2018 年，一带一路的建筑合同总值为 4887.7 亿美元（见表 4）。贸易也取得了重大进展：2014-2018 年，中国与一带一路国家的新增贸易额超过 5 万亿美元，年均增长 1%。截至 2018 年 6 月，创造新就业岗位为 24.4 万个，创造税收 20.1 亿美元。

Investment (ODI) 投资（外商直接投资）	84.54	190.23
Construction contracts 建筑合同	488.77 (2015-2018)	387.69
Accomplished turnover 完成营业额	320.1	N/A
Total (ODI and contract value)	573.31	577.92
建筑合同与投资总和	Data from MOFCOM	Data from AEI

表 4 中国在一带一路国家合同价值和外商投资（2014-2018 十亿美元）

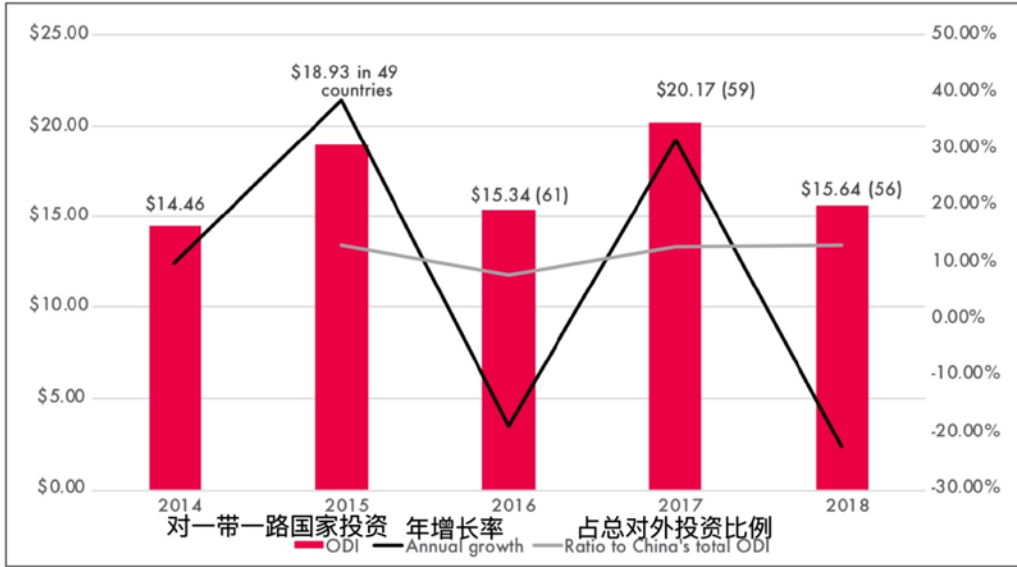


图3 一带一路国家的中国外商直接投资

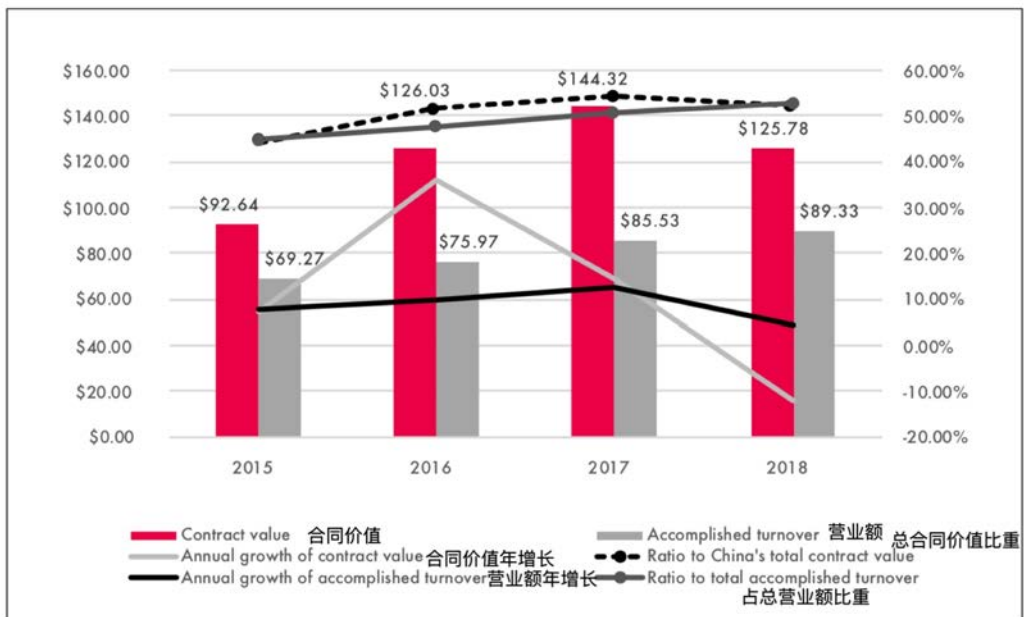


图4 一带一路国家的中国建筑合同

2017			2016		2015	
Country	US\$ million		Country	US\$ million	Country	US\$ million
1	Singapore 新加坡	6,320	Singapore 新加坡	3,710	Singapore 新加坡	10,450
2	Kazakhstan 哈萨克斯坦	2,070	Israel 以色列	1,840	Russia 俄罗斯	2,960
3	Malaysia 马来西亚	1,720	Malaysia 马来西亚	1,830	Indonesia 印尼	1,450
4	Indonesia 印尼	1,680	Indonesia 印尼	1,460	UAE 阿联酋	1,270
5	Russia 俄罗斯	1,550	Russia 俄罗斯	1,290	India 印度	710
6	Laos 老挝	1,220	Vietnam 缅甸	1,280	Turkey 土耳其	630
7	Thailand 泰国	1,060	Thailand 泰国	1,120	Vietnam 缅甸	560
8	Vietnam 缅甸	760	Pakistan 巴基斯坦	630	Laos 老挝	520
9	Cambodia 柬埔寨	740	Cambodia 柬埔寨	630	Malaysia 马来西亚	490
10	Pakistan 巴基斯坦	680	Kazakhstan 哈萨克斯坦	490	Cambodia 柬埔寨	420

表 5 一带一路国家的中国外商直接投资

Country	US\$ million
1 Singapore 新加坡	44.57
2 Russia 俄罗斯	13.87
3 Indonesia 印度尼西亚	10.53
4 Kazakhstan 哈萨克斯坦	7.57
5 Laos 老挝	6.65
6 Pakistan 巴基斯坦	4.97
7 Myanmar 缅甸	5.52
8 Cambodia 柬埔寨	5.45
9 UAE 阿联酋	5.37
10 Thailand 泰国	5.36

表 6 一带一路国家的中国股权投资

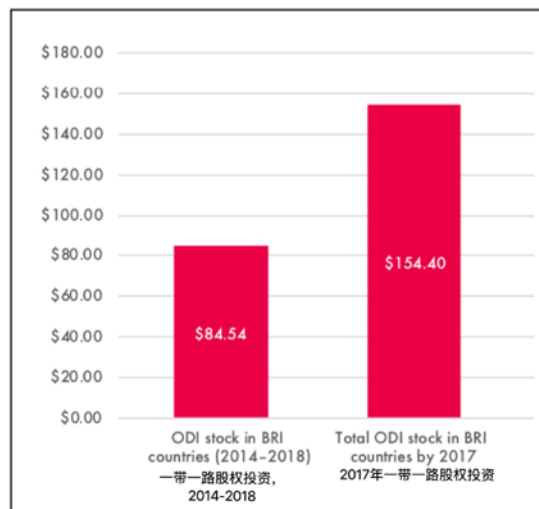


图 5 一带一路国家的中国股权投资对比

除了官方数据，一带一路国家基础设施项目的投资为中国的交通、能源、水利、电信和制造业创造了巨大的机遇。这些产业部门能够以国际产能合作的名义，在各行业大型国企的带动下，向“一带一路”沿线国家扩张。

2015 年“十三五”规划中，“一带一路”被确定为中国对外经济政策新阶段的龙头项目，国际产能和装备制造合作被列为新一轮全面经济开放总体规划的四大发展战略之一。中方认为，产业合作是中国与“一带一路”国家经济合作的根本途径，并在 2017 年 5 月举行的首届“一带一路”论坛上强调在产能和装备制造方面的国际合作。钢铁、煤炭、金属、水利等产能过剩的行业，也在“一带一路”框架下受益匪浅。2017 年，中国钢铁行业分析师指出，“一带一路”沿线地区，特别是东南亚和中东国家对钢铁产品的需求将显著提高，产能合作将为国内钢铁行业的结构性改革提供空间，扩大中国钢铁行业的海外市场，提升中国钢铁的地位。

“走出去”战略 2.0 版本

2015 年一带一路全面启动时，中国的“走出去”战略已经实施了十年。这两者都把中国大量的海外投资和建设订单集中在了基础设施上，特别是在交通和能源领域。另外，这些订单和投资的很大一部分来自已经存在的项目，对于在“走出去”战略和“一带一路”战略中的国有企业来说，加大对战略重叠的地区投资是在向政府表明，他们正响应着国家的号召。这些国有企业主要来自交通、能源、电信等重点行业。截至 2017 年，47 家国有企业共参与了 1767 个项目，截至 2019 年 4 月，超过 80 家国有企业参与了 3120 个一带一路项目，占项目总数的 60% 以上，项目总值的 80%。这也意味着私营部门的项目和项目价值分别约为 40% 和 20%。据统计，到 2017 年，一带一路的私人投资份额达到 49%，较 2014 年的 28%、2015 年的 17% 和 2016 年的 28% 有所增加。国企的融资也占据了主要部分，2017 年，在国开行 176 亿美元的一带一路贷款中，134 亿美元流向了国企。

国企对基础设施的巨额投资也为中国民营企业与“一带一路”沿线国家开展经贸合作创造了机遇。包括华为、阿里巴巴和腾讯等电子商务和互联网巨头、汽车制造商吉利、消费电子公司 TCL 和重型设备制造商三一重工。近年来，一些大型房地产公司也开始在东南亚国家投资。以这些企业为代表的私营部门通过投资以及与“一带一路”沿线国家进行经贸合作，将越来越多地参与到“一带一路”建设中来。在中国主导的“一带一路”沿线经贸合作海外工业园区中，私营企业占据了多数。2017 年私营部门贸易额占中国与“一带一路”沿线国家贸易总额的

43%。在中国 500 强民营企业中，到 2017 年，超过一半的民营企业（274 家）参与建设了“一带一路”。

三、一带一路的融资

来自国有银行的融资

中国的政策性银行和国有商业银行是一带一路融资的主要来源，占资金总额的 81%（见图 6），它们也是中国政府支持的双边基金的主要资本提供者和一带一路债券的主要发行人，加上政府支持的双边基金（2%）和一带一路债券（4%）提供的 6%，中国国有银行约占融资总额的 87%（见图 6）。另外 13% 的资金来自中国资本市场（9%）、多边金融机构（2%）、6 和丝绸之路基金（2%）的企业股权融资。

两大国有政策银行是一带一路融资的主要来源，其中，国开行是一带一路最大的资金来源，截至 2018 年底已提供约 1960 亿美元贷款，占融资总额的 26%。中国工商银行、中国银行、中国建设银行和中国农业银行这四大国有商业银行构成了一带一路融资的另一个重要来源。截至 2018 年底，中国银行为 600 个项目提供了 1300 亿美元的信贷额度支持；工商银行为 441 个项目提供了 1140 亿美元；建设银行为 29 个国家的 29 个项目签署了价值 206 亿美元的贷款协议；最后，中国农业银行提供了 126 亿美元的融资（见图 6 和图 7）。

国有基金的融资

丝绸之路基金是中国政府于 2014 年成立的，专投于一带一路项目的国有基金。其总资产达到 400 亿美元，其中 65% 股权由中国国家外汇管理局旗下的梧桐投资控股持有，15% 由中国主权财富基金持有，15% 由中国进出口银行持有，5% 由国开行持有。截至 2018 年底，丝路基金共为 30 个项目提供了 110 亿美元。

此外，中国政府还和其他政府共同出资设立了一些双边和多边基金，但它们只是名义上的联合出资，中国的国有银行是主要发起人，这些基金对一带一路项目的投资额很难追踪。到 2018 年底，这些基金的总资本达到 846 亿美元，到 2018 年底，投资于一带一路项目的金额约为 169 亿美元。这类主要基金包括中国-东盟投资合作基金（CAF）、中国-中东欧投资合作基金（CEE 基金）、中国-中东欧基金（CEEF）、中国-欧亚经济合作基金（CEF）。俄中投资基金（RCIF）、中非投资基金（CAFIC）、中非发展基金（CADF）、中非合作基金（CLCF）、

中非产业合作基金（CLFIC）、中阿联合投资基金（CUJIF）和中卡塔尔联合投资基金（CQJIF）（见表 7）。

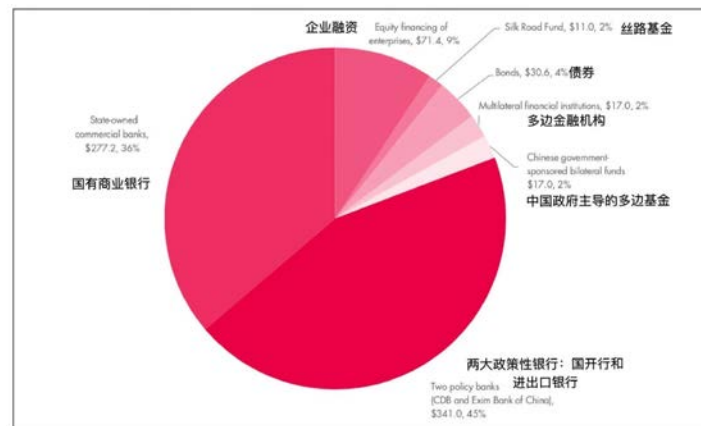


图 6 一带一路资金分类

中国省级政府也出资成立了地方丝绸之路基金，但到 2018 年，这些基金只有一小部分正式投入项目。例如，广东丝绸之路基金于 2016 年启动，集资约 200 亿元人民币，但截至 2018 年 2 月，已投资项目只有两个，价值 45.99 亿元人民币。

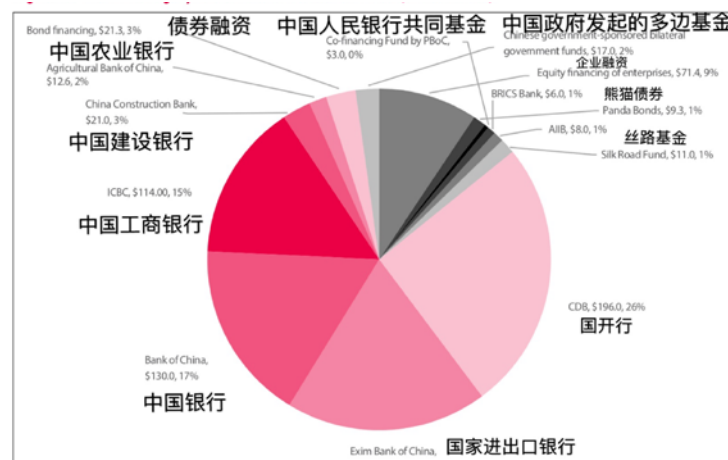


图 7 一带一路资金来源

多边金融机构的融资

亚投行和金砖国家新开发银行和中国的两个多边开发银行也能为“一带一路”沿线项目提供融资。截至 2018 年底，亚投行提供融资总额接近 75 亿美元。新开发银行总贷款承诺达到约 80 亿美元。中国人民银行也与非洲开发银行、美洲开发银行和国际金融公司合作，设立了总额为 70 亿美元的共同基金，到 2019 年第一季度，这些资金已经在近 200 个项目上投资超过 30 亿美元。

债券融资

2015 年以来，中国金融机构和企业还为一带一路项目发行过少量债券。但与中国开行等金融机构提供的贷款相比，债券融资体量仍然很小。作为投资一带一路项目的主体，中国国有企业也是重要的资金来源。中国人民银行行长易纲曾提到，截至 2019 年 4 月，中国资本市场通过对一带一路项目的股权融资为约为 714 亿美元。

Fund	Fund Size	Phase I	Phase II	Realized Investment by 2018	Year of Initiative	Major Sponsors
CAF 中国-东盟合作基金	10	1	3	N/A	2009 中国进出口银行, 中国银行	China Exim Bank, CIC, Bank of China
China-CEE Fund 中国-东欧合作基金	1.435	0.435	1	N/A	2013 中国进出口银行	China Exim Bank
Sino-CEEF 中国-中东欧合作基金	€10 (\$11.12)			N/A	2016 中国工商银行	ICBC
CEF 中国-欧亚合作基金	5	1		N/A	2014 中国进出口银行, 中国银行	China Exim Bank, Bank of China.
RCIF 俄中合作基金				N/A	2012 金砖国家开发银行, 投资公司	中国投 RDIF, CIC
CAFIC 中非投资基金	10			1.795	2015 梧桐投资, 中国进出口银行	Buttonwood, China Exim Bank
CADF 中非发展基金	5*	1	2	N/A	2007 国开行	CDB
CLCF 中非合作基金	10	5	5	N/A	2014 中国进出口银行	China Exim Bank
CLFIC 中非产业合作基金	10			N/A	2015 梧桐控股, 国开行	Buttonwood, CDB
CUJIF 中阿联合投资	10	4		N/A	2015 国开行, 穆巴达拉投资	CDB, Mubadala
CQJIF 中国卡塔尔联合投资基金	10			N/A	2014 中信银行, Qatar 投资	CITIC, Qatar Investment Authority
Total	84.555			16.911 (estimated)		

表 7 一带一路主要多边基金

四、一带一路扩张的愿景

一带一路的核心理念是通过陆基和海上基础设施的互联互通，以及中国与“一带一路”沿线国家的产业合作，促进中国和沿线国家的经济增长。2017 年 4 月，在首届一带一路会议上，中国还提出了绿色丝绸之路、数字丝绸之路，极地丝绸之路（北极航线）等倡议。“一带一路”一是建立了合作共赢的国际关系，二是通过产业、金融、基础设施等方面的合作，实现经济的共同发展和繁荣，三是通过全球治理，鼓励自由贸易和多边投资，维持开放的世界经济。

“一带一路”被定义为“人类命运共同体的伟大实践”，这一计划强调了以协商、合作、共赢的方式推进全球治理，且近年来，“绿色一带一路”和“数字一带一路”在全球引起了更多关注。

中国一直倡导绿色、低碳和可持续发展，并提议与联合国环境规划署共同成立一带一路国际绿色发展联盟，鼓励中国国家绿色发展基金和其他国家基金，支

持绿色项目融资。数字经济则在 2017 年被正式纳入一带一路，在会议上，中方提出了把“一带一路”建设成为创新之路和“数字丝绸之路”的构想。2019 年 5 月，中国已经与 16 个国家签署了关于建设数字丝绸之路的谅解备忘录。中国在互联网、无线互联网(5G)领域技术较为领先，并在这些领域提供数字基础设施。

“一带一路”的概念不受地理限制，截至 2019 年上半年，中国已与拉美 19 个国家签署了谅解备忘录，其中包括巴拿马、智利、哥斯达黎加和委内瑞拉。中国也一直鼓励西方发达国家加入这一计划。2019 年 3 月，意大利成为第一个加入一带一路的 G7 成员国。为开发北极航运线路而建立的极地丝绸之路也在不断地发展。此外，中国还提出了航空丝绸之路、能源丝绸之路、电力丝绸之路等行业构想。

我们可以看到，“一带一路”逐渐扩大成为了中国的一揽子战略，中国还将继续在其中注入新的含义，并为全球经济治理不断做出贡献。

五、问题与风险

2017 年，印度学者布拉马·切拉尼首次将“一带一路”与债务陷阱联系起来，近两年来，“债务陷阱”已成为全球政界、商界、媒体界和学术界抨击中国的热门词汇。

然而，有关中国政府故意使一带一路成员国陷于债务陷阱这种说法缺乏确凿的证据，有人认为一带一路不太可能造成系统性债务问题。约翰霍普金斯大学的数据显示，国际货币基金组织所认定的 17 个或将面临“债务危机”国家的大多数债务并非来自中国。全球发展政策中心的研究人员也认为，来自中国的贷款并没有让这些国家负债率超过可持续性的阈值。委内瑞拉可能是唯一的例外情况，然而中国不想让任何一个“一带一路”国家陷入债务危机。委内瑞拉出现债务危机，中国也成为了受害者，且十分有理由期待委内瑞拉解决债务危机，尽快偿还中国的债务。

指控中国投资一带一路项目是债务陷阱的人们没有理解债务危机的真正发生原因。债务危机的风险源于中国长期以来的国家主导的融资方式：首先由发改委负责项目审批、中央国有企业负责项目实施、国有政策性银行和商业银行提供资金支持。这一模式类似于中国国内长期实行的国家主导型投资，并不是基层的、市场化的投资方式，因此常会导致许多问题，包括不透明、腐败、经济效率低下、本地化程度较低、私营部门和国际投资者缺乏参与等等。

从斯里兰卡的问题来看，中国在“一带一路”的投资应该在项目选择、投标和融资方面保持透明，避免过度借债，防止受援国，尤其是那些已经负债累累

的国家债务危机加剧。中国的国有企业和银行也应该采取更加谨慎的态度，规避盈利能力差的项目，提高债务的可持续性。

国有企业和国有银行的低效率和债务风险本质上是由预算软约束造成的，而且这一问题长期以来一直存在。对于政府、国有企业和银行的官员来说，一带一路更多的是一项政治任务，有部分官员的目标就是取悦中国政府，他们所投资的项目越多，为一带一路的投资做出的贡献越多，自己晋升的机会就越大。

在大多数一带一路国家，主权信用评级较低、国内治理表现不佳、政治环境不稳定突显出了不利投资环境。更糟糕的是，中资银行在政治压力下，对项目的盈利考察、风险管理意识较弱，特别是在与其他国际投资者竞争时，为了中标中国投资者会降低一些必要的要求，这也增加了项目风险。例如，中国在与日本竞争马来西亚、泰国和印度尼西亚投资高铁项目时，为赢得项目放弃了接受政府担保的保护。

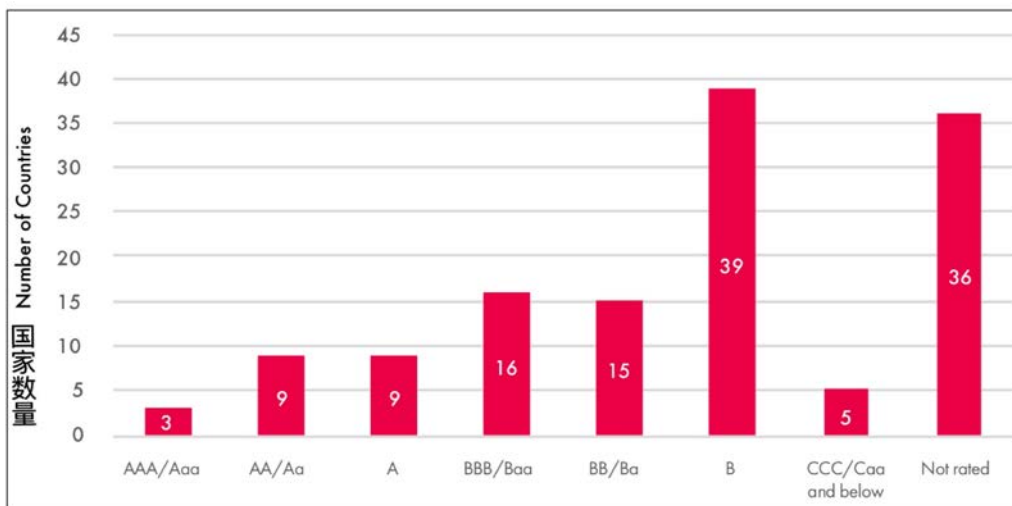


图8 一带一路国家主权信用

中国庞大的经济规模与一带一路沿线国家的经济规模很不对称，这也使得后者更容易受到债务等问题的影响。中国短期内投资的快速增长还进一步加剧了债务问题的积累，例如马来西亚、斯里兰卡等一些受援国根本无法在短时间内吸收中国巨额的贷款和投资，使得债务问题加剧。

六、结论：一带一路的未来

中国与一带一路受援国对这些批评意见的回应对未来“一带一路”的推进具有重要影响。虽然没有确凿的证据认为中国在故意引发债务陷阱，但全球开始对一带一路国家债务的可持续性表现出担忧，这是中国投资一带一路项目所面

临的关键问题。发展中国家的债务问题在稳定和可持续的经济增长中广泛存在，中国短时间内的巨额投资确实增加了一些国家的债务危机风险，包括但不限于斯里兰卡、马来西亚、柬埔寨、孟加拉国、尼泊尔、印度尼西亚、马尔代夫、巴基斯坦、埃塞俄比亚和肯尼亚，这些国家在获得中国资本时别无选择，政府长期以来一直被严重的经济、政治、社会和环境问题所困扰，如果中国在投资大型项目时未能就债务可持续性给予足够重视，巨额的投资很可能将这些国家推向债务危机的边缘。

当前中国已经认识到债务可持续性的重要性，并表示会采取措施解决问题。2019年4月发布中方表示，与28个伙伴国合作，努力提高投融资决策质量和债务管理水平，构建高质量、高标准、可持续发展的融资体系。财政部还牵头八家多边开发银行和金融机构建立了发展筹资多边合作中心作为协调机制，通过信息共享、项目筹备和能力建设来改善项目融资。

从国内的角度看，中国对一带一路项目的投资模式严重依赖政府，在项目的财政可持续性上面临巨大挑战，其中国有企业和国有银行的低经济效率和债务风险影响最为严重。长此以往的低效率将损害中国一带一路的融资能力，近年来外汇储备的下降也表明了目前融资模式所面临的困境。

近年来，为保证债务的可持续性，一带一路的融资方式开始变得多样化。中国资本市场通过股权融资为企业提供了约714亿美元资金，“一带一路”沿线国家和企业在中国资本市场发行的熊猫债券达93亿美元。但大部分融资仍然由中国的政策性银行和商业银行提供。

日益扩大的“一带一路”主题也逐渐引起了美国及大多数西方国家的怀疑，中国是否意在“一带一路”，重塑世界经济和政治秩序。中国对此予以否认，然而“一带一路”的推进必将使中国在基础设施等诸多领域拥有制定规则和标准的权力，并对当前全球经济秩序产生深远影响。“一带一路”代表着全世界的另一种发展模式，即国家驱动的投资和发展。“一带一路”是国家主导的基础设施建设和投资，不同于西方或美国的自由市场经济。在西方大国看来，中国为促进新兴市场和不发达经济体的增长而采用的国家驱动的发展模式，其潜在的风险应该受到审视。

中国改善债务可持续性的真正挑战在于是否能与邻国达成真正的多边合作。中国虽然一直在与邻国进行讨论和合作，倡导实现共同增长的原则，但中国不会放弃项目的最终决定权。中国政府认为“一带一路”是中国为主导的多边网络，它建立在中国与受援国双边合作的基础上。其中亚投行就是一个例子，虽然它已经成为了一个声誉良好、十分权威的多边机构，中国仍对其拥有一票否决权。

但“一带一路”不是亚投行，当前的问题在于，中国能在多大程度上改变其国家主导的投资模式，中国对提高债务可持续性所做的承诺要如何落实。考虑到政治因素、预算软约束等问题，这些问题可能无法很快解决，中国一带一路投资的金融可持续性和接受国的债务可持续性在未来可能还面临着不可逾越的困难。

本文原题为“The Belt and Road Initiative: Motivations, Financing, Expansion and Challenges of Xi’s Ever-expanding Strategy”。本文作者 Alex He 是 CIGI 研究员，研究领域涵盖中国和全球经济治理、G20、中国对外经济政策的制定与加中经济关系，《龙的足迹：中国》作者、《中美关系史》合著者。本文于 2019 年 9 月刊于 CIGI 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

港元与资本流动

Alicia García Herrero / 文 伊林甸甸 / 编译

导读：近年来，在中美贸易战及经济下行的大背景下，香港面临越来越大的资本外流压力，而最近的街头运动则使得情况愈发雪上加霜。作者认为，特区政府的当务之急应当是重塑投资者信心并吸引更多资本流入。相反地，政府不应通过管制手段限制资本流动。全文如下：

从多个角度来看，香港作为重要的国际金融中心具有其独特的特征。一方面，香港的金融市场与内地企业及金融中介高度相关；但另一方面，香港又长期维持了汇率联系制，其港币汇率与美元稳定挂钩。这就意味着，尽管其经济周期与内地紧密相连，但香港的汇率与利率都与美国在事实上保持同步。也就是说，只要经济状况良好，香港的货币当局就不需要担心汇率水平及货币政策。但近年来，在全球经济复苏乏力和中美贸易战的双重背景下，香港经济也开始受到冲击。而对于香港的货币当局来说，其维持港币汇率的能力也如往常一样孱弱不堪。

在当下这个关口，香港经济正面临来自多方的压力——中美贸易战、内地经济增速的下行，以及近期的街头抗议。在一片阴霾之中，唯一的好消息恐怕是美联储终于开始再度扩表，但这显然还不足以确保全球资本继续流向香港。过去多年以来，香港一直稳定接收着大量的资本流入，但如今这个势头似乎已经逆转。香港在未来是否还能维持其离岸金融中心的地位？越来越多的人开始持怀疑态度。

与过去相比，港币的流动性已有所降低。尽管港币的资金成本依然低于美元，但这一指标最近经历了大幅增长。此外，如果未来资金大量流出香港，那无疑会进一步推高港币的资金成本，并使得香港悲观的经济前景雪上加霜。这样的场景，香港并不一定感到陌生——早在 1997 年，他们曾经历过类似的考验。当时，尽管港币的汇率制度最终顶住了压力，但港币的资金成本也大幅增加，房地产市场价格暴跌，整个城市经历了一场持续数年的经济衰退。而如今，考虑到香港复杂的社会情绪，财政及货币当局就更难推行任何大幅度的改革措施。此外，与二十年前相比，如今香港的市场体量也大不相同——仅银行业资产就达到了全港 GDP 的九倍，而股市更是达到了 GDP 的十三倍。试想一下，在资本账户完全开放的香港，如此大规模的金融资产一旦外流，将会对香港造成多么大的冲击。因此，香港完全有必要对资本流动抱有充分警惕。

对特区政府来说，他们也应当采取必要措施，重塑全球投资者对香港未来的信心。当然，这绝不意味着政府应当采取强制手段限制资本外流。相反，政府应

当在尊重市场的前提下，通过政策鼓励资本流入。举例来说，财政刺激方案就是一次很好的尝试。

总的来说，对于香港这样执行汇率联系制的重要金融中心而言，政府应当做的是重振市场信心，并鼓励资本流入。相反地，采取资本管制将对香港造成更大伤害。

本文原题名为“The tricky link between the Hong Kong dollar and capital flows”。本文作者 Alicia García Herrero 是欧洲智库 Bruegel 研究院资深研究员、法国外资银行（Natixis）亚太区首席经济学家、香港科技大学副教授、香港金管局研究部政策顾问。本文于 2019 年 9 月刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

宏观审慎政策可缓解欧元区的失衡

Marcin Bielecki, Michał Brzoza-Brzezina, Marcin Kolasa 和 Krzysztof Makarski / 文 杨茜 / 编译

导读：欧元区外围国家的繁荣-萧条周期几乎使欧元崩溃。本文指出，针对特定地区的宏观审慎政策可实质性地平滑外围国家的信贷周期波动，同时减少外部失衡的累积。相比之下，共同的货币政策可稳定外围国家和核心国家的产出，但却无法显著影响房地产市场或外围国家的贸易平衡。本文还为防止欧元区再次出现内部失衡，提供了政策建议。全文编译如下：

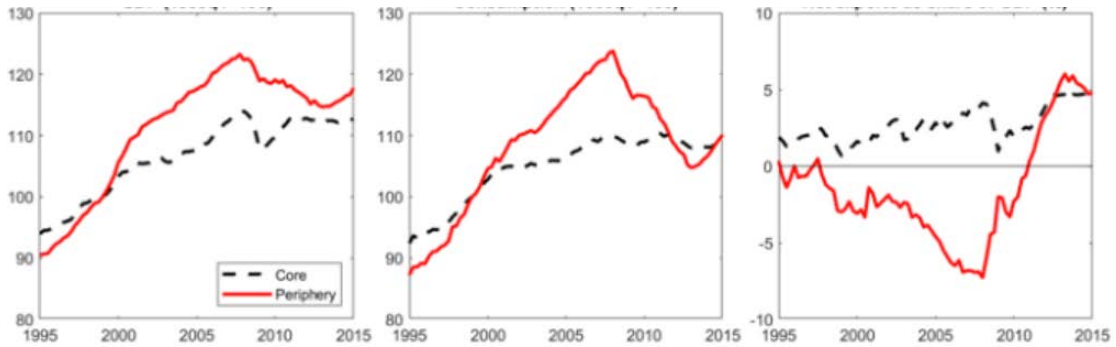
大约自 1999 年至 2013 年，这一时期影响欧元区外围经济的繁荣和萧条周期是发达国家近期经济历史上最具戏剧性但也最有趣的经历之一。它在单一货币区域的一些国家中相对无害地开始。然而，随着时间的流逝，失衡变得如此之大，以至于几乎推翻了单一货币。

上述事件在文献中有广泛的描述（例如 In't Veld 等（2012），Diaz Sanchez 和 Varoudakis（2014），Sinn 和 Valentinyi（2013））。欧元区成立后的几年，欧元区外围国家（希腊，爱尔兰，葡萄牙和西班牙）的融资成本大幅度下降，国外资本大量流入。这导致外围经济体的增长率上升，但住房贷款量也在增加，这反过来又转化为住房价格的快速上涨。与此同时，外围国家的经常帐户和国外净资产头寸有系统地恶化。

2008 年的全球危机使这些失衡迅速纠正。此前流入欧元区外围国家的外国资本开始向核心“避风港”撤退。资本外流伴随着房价的严重下跌以及信贷紧缩。结果如图 1 所示，外围国家的衰退力量远强于核心国家，这导致外围国家的 GDP 和消费等方面陷入持久的衰退中。此外，财政问题接踵而至，使欧元在 2012 年濒临崩溃。

图 1 欧元区失衡的典型事实（黑线为核心国家，红线为外国国家）

国内生产总值（1999 年第一季度=100） 消费（1999 年第一季度=100） 净出口占国内生产总值的比例（%）

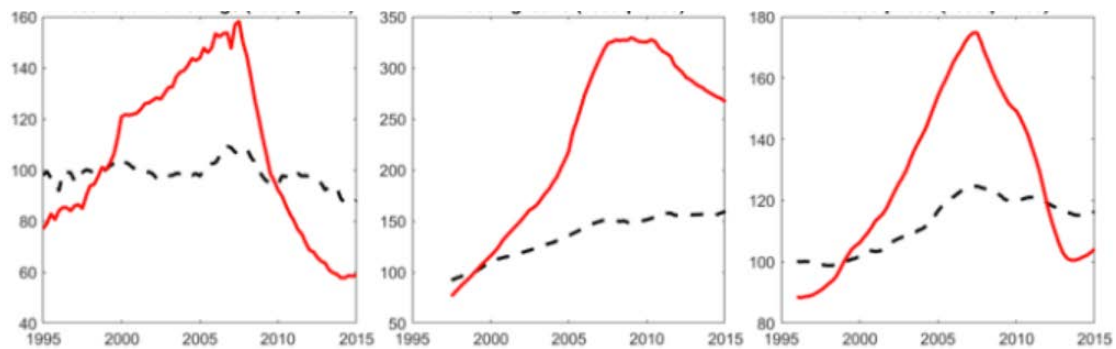


住宅投资（1999 年第一季度=100）

住房贷款（1999 年第一季度=100）

住房价格（1999 第一季

度=100）



众所周知，共同货币政策无法使所有联盟国家在面对不对称冲击时稳定下来。但最近，人们开始关注宏观审慎政策，这种政策通常旨在稳定金融部门本身。宏观审慎政策可使用广泛的工具，例如提高对银行的资本金要求或对调节贷款价值比（贷款价值比决定了相对于所购房屋的价值，银行可为家庭提供多少抵押贷款）。此类政策如果在国家或地区一级实施，可应对货币联盟中金融或住房部门的不对称发展（例如 Quint 和 Rabanal 2014，Rubio 2014）。

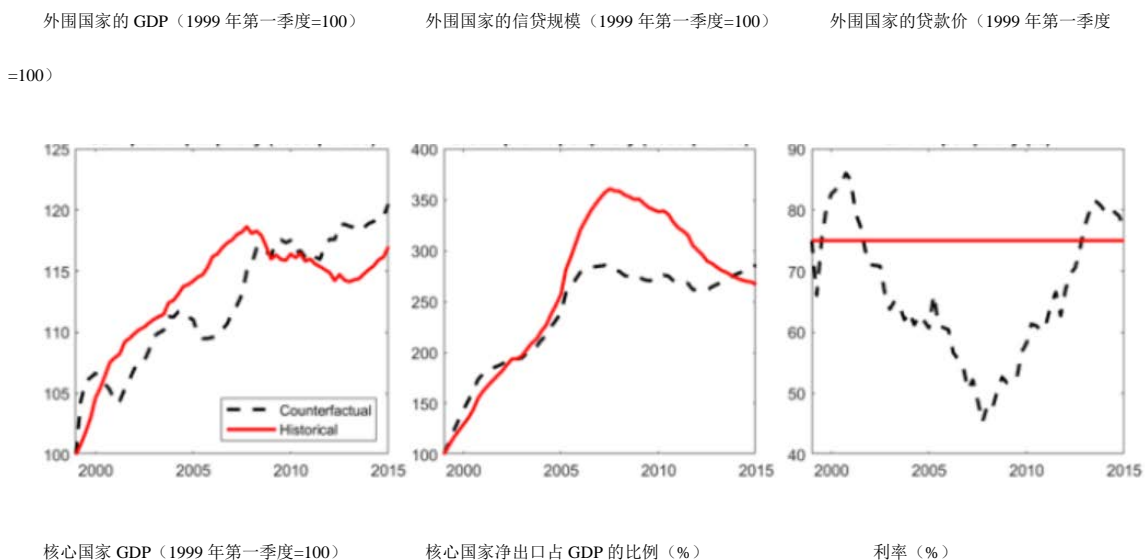
在 Bielecki 等（2019）中，我们分析了如果从货币联盟成立之初，其成员国奉行独立的宏观审慎政策，主要以调节最大贷款价值比的形式，是否可以缓解最近的繁荣-萧条周期。为此，我们构建了欧元区的结构性两区域动态随机一般均衡（DSGE）模型，每个区域分别代表核心国家和外围国家。在这两个区域内，

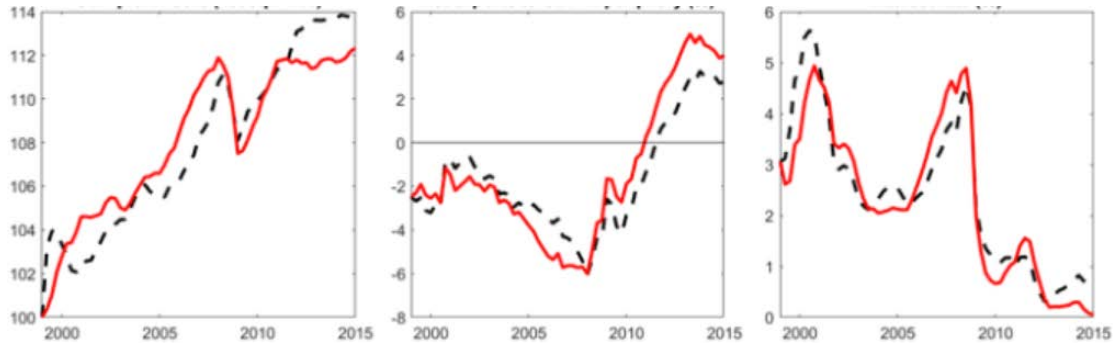
家庭原则上都可以承担债务，直至达到最大贷款价值比。随着银行用国内和国外存款为抵押贷款融资，就产生了国际资本流动。

我们使用 1995 年至 2015 年间，欧元区核心国家和外围国家的 17 个宏观经济变量对模型参数进行估算，利用模型的估算统计性质来获取能够最大化社会福利的货币政策和宏观审慎政策的参数。下一步，我们假设这些最优政策从 1999 年第一季度开始适用于所分析的国家，从而产生反事实情况。假定货币政策对核心国家和外围国家是相同的，而宏观审慎政策被允许在特定国家实行，即在核心国家和外围国家设置不同的贷款对价值比。

图 2 显示了外围国家选定的宏观经济变量的行为，将实际结果与反事实情况进行比较。最佳的宏观审慎政策意味着外围国家在 2001 年至 2008 年大幅收紧贷款价值比，从而有效稳定了截至 2005 年的信贷规模。因此，外部失衡和房地产繁荣将得到缓解，与全球危机相关的衰退变轻。欧元区也将避免触及名义利率的有效下限。

图 2 最优货币和宏观审慎政策下的历史路径（红线）和反事实路径（黑线）





积极的宏观审慎政策存在副作用，主要表现为伴随“爆出”信贷泡沫发生的短暂和轻微的衰退，例如在 2005 年左右。尽管如此，遵循最优宏观审慎政策所带来的福利收益将是普遍积极的。我们发现，在实施最优政策中获益最大的群体是核心国家和外围国家的借款人。虽然在经济繁荣时期，他们在举债方面会受到更多限制，但在经济衰退期间，他们在偿还抵押贷款方面会面临更轻微的问题。

我们的额外实验表明，引入最优宏观审慎政策确实会带来显著的福利收益。相比之下，由于历史上实施的货币政策接近最优，因此追求最优货币政策的收益会非常小。尽管优化的货币政策措施可能会略微减少这两个区域 GDP 的波动，但无法阻止房地产市场和国际资本流动失衡的加剧。

总而言之，我们的研究表明，宏观审慎政策可以成为缓解货币联盟内外失衡的有效工具。如果这些政策是在国家一级而不是在整个地区执行，它们将为对共同货币政策无效的每个经济体提供足够的应对空间。需要注意的是，追求最优的宏观审慎政策可能使不同国家政策工具面临较大差异，例如贷款价值比。由于此类决定可能不受欢迎，特别是在繁荣阶段，因此监管机构应得到适当程度的机构独立性和可信度的保障。

本文原题为“Macprudential Policy Could Have Reduced Imbalances in the Euro Area”。本文作者 Marcin Bielecki 是波兰国家银行的高级经济学家，Michał Brzoza-Brzezina 是波兰国家银行研究部副主任，Marcin Kolasa 是波兰国家银行经济分析部的经济顾问，Krzysztof Makarski 是波兰国家银行研究部的负责人。本文于 2019 年 9 月刊于 VOX 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.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/>