

学科综述

2017 年全球宏观经济学综述

熊婉婷 崔晓敏 常殊昱 杨盼盼*

【内容提要】2017 年是全球金融危机发生十周年。本综述以危机后全球经济复苏与重建为核心,分四个部分介绍了全球宏观经济领域的最新研究进展。第一部分为总览,对本轮全球经济复苏的特征、风险和政策应对与建议进行了概括性介绍。第二部分聚焦于货币政策,讨论了美欧等发达国家在经济复苏过程中,货币政策正常化的路径及其对新兴市场国家的影响。第三部分聚焦于审慎监管政策,总结了目前全球银行业的发展现状以及审慎监管改革的最新动态,并对审慎监管政策改革中存在的争议和最新研究进展进行了评述。第四部分聚焦于全球价值链和经济政策不确定性,介绍了有关全球化生产、收入分配失衡、经济保护主义三者间逻辑关联的最新研究。

【关键词】经济复苏 货币政策正常化 审慎监管 生产全球化 政策不确定性

2017 年是全球金融危机爆发十周年。全球经济首次呈现全面企稳向好态势,全球经济表现为 2012 年以来最佳,并且显著高于全球金融危机爆发以来全球经济的年平均增速。新兴和发展中经济体及发达经济体增长同步复苏,是 2017 年全球经济发展最值得关注的新特征。

在这一背景下,危机后的经济复苏态势以及各国在经济重建中获得的经验和教训成为全球主要智库和学术界关注的重点。本学科综述共参考 68 篇/份文章或报告,涉及国外学术期刊 19 份,国内学术权威期刊 9 份,国际知名智库 11 家。以危机后的复苏与重建为核心,分四个部分对本年度全球宏观领域的研究进行综述:第一,全球经济复苏事实、风险和政策应对;第二,危机后的全球银行业发展与审慎监管改革动向;第三,美欧货币政策正常化的路径与影响;第四,生产的全球化与经济政策不确定。其中,第一部分为全球经济总览,首先概括了本轮复苏的特征,然后详细介绍了此次复苏中应当关注的各种风险,最后总结了实现可持续复苏的相关政策应对和建议。后三部分为细分专题,分别介绍了复苏过程中的货币政策调整状况,银行业发展与审慎监管改革动态,以及生产全球化和政策的不确定性这三个领域的最新研究进展。

一、全球经济复苏特征、风险和政策应对

整体来看,本轮复苏的主要特点如下:首先,总体增长水平为近年最佳;其次,全球经

* 作者均供职于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。其中,熊婉婷为助理研究员, wanting_xiong@sina.com。崔晓敏为助理研究员, sunnylizzie@163.com。常殊昱为助理研究员, changshuyu@126.com。杨盼盼为副研究员、研究室副主任, pamelapanda@126.com。

济首次出现同步复苏，即新兴和发展中经济体与发达经济体增长普遍提升；最后，各国面临的外部环境出现显著改善。

尽管全球经济呈现复苏态势，但是绝大多数研究者对于复苏的可持续性表示担忧，主要的复苏风险点包括：首先，国内政策的不确定性，继续推出合理政策来支持复苏、提高生产率增速和加强风险抵御能力受制于国内的重重约束；其次，国际政策的不确定性，包括贸易保护主义、国际税收协调及宏观政策的溢出效应；第三，全球各国经济并未实现真正意义上的同步复苏；第四，杠杆率带来的金融不稳定；第五，新技术带来的挑战。

为了实现全球经济可持续复苏，研究者对相关政策应对做出了总结和建议。一方面，国内仍需实现财政政策、货币政策和结构性改革政策的相互配合，特别的，在信贷过热的国家，应考虑部分使用财政政策作为信贷政策的替代；对新兴市场国家而言，建立稳定的基本面仍是在外部环境好转的情况下的最优选择；对中高收入和高收入国家而言，制造业向高附加值的转型是促进增长的重要抓手。另一方面，全球经济增长中的国际合作必不可少。

在下文中，我们分三方面，即全球经济复苏的基本情况、面临的风险和可持续复苏的政策应对，对相关研究进行具体介绍。

（一）全球经济复苏的基本概况

全球经济自 2016 年下半年以来进入了新一轮上行周期。2017 年，这一上升态势有所增强并持续至今。根据国际货币基金组织（IMF）2017 年秋季最新的预测，2017 年全球经济增速预计将上升至 3.6%，2018 年将进一步上升至 3.7%。^① 2017 年全球经济增速是 2012 年以来最佳，且显著高于全球金融危机爆发以来全球经济的年平均增速。世界经济在近期出现的上佳表现为中国的发展提供了一个较为宽松的外部环境，同时中国也为这一轮的回暖做出了卓有成效的贡献。但是全球经济短期靓丽的成绩单不能掩盖中长期深层次的问题，正如习近平主席在十九大报告里就全球经济总体概况做出的判断，全球经济仍然面临着多样的不确定性，中长期的增长动能依然不足，全球经济复苏任重道远。^②

全球经济出现了全球金融危机以来的首次同步复苏，新兴和发展中经济体及发达经济体增长普遍提升，这是当下全球经济发展最值得关注的新特征。在制造业与贸易的周期性复苏以及全球金融市场的稳定发展下，全球经济复苏向好势头比较突出。根据 IMF（2017）的预测，2017 年按照购买力平价计算，占全球经济四分之三的国家实现了增长提速，IMF 监测的九大全球次区域均实现正增长。发达经济体 2017 年的经济增速预计为 2.2%，比 2016 年高 0.5 个百分点，预计 2018 年经济增速为 2.0%。发达国家经济增长普遍好转，2017 年欧盟、欧元区、七国集团及其他发达经济体整体增速均较上年有所提升，七国集团中，除了英国之外的其他六国 2017 年经济增长均好于上年。新兴和发展中经济体 2017 年的经济增速预计为 4.6%，比 2016 年高 0.3 个百分点，2018 年将进一步上升至 4.9%。与 2016 年相比，2017 年增长提速的新兴和发展中经济体次区域包括：独联体国家、亚洲和欧洲新兴市场和发展中国家、拉丁美洲和加勒比海地区国家、撒哈拉以南非洲国家。

① IMF (2017). *World Economy Outlook*. Oct 2017.

② 习近平. (2017). 习近平在党的十九大全国代表大会上的报告. <http://cpc.people.com.cn/n1/2017/1028/c64094-29613660.html>

（二）全球经济复苏面临的风险

尽管全球经济出现了危机以来最为乐观的一次复苏，但是进行经济预测的代表性国际组织和研究机构对于全球经济的未来均不甚乐观。IMF 总裁 Lagarde (2017) 指出全球经济的增长势头正在加强，但取得更多进展还取决于能否推出政策来支持复苏、提高生产率增速和加强风险抵御能力。在技术快速进步的背景下，各国已从贸易和金融一体化的多边合作框架中受益良多，产生了巨大的经济效益。然而，部分群体并没能分享到这些利益：危机后复苏进程过于缓慢，不仅使社会各阶层获得经济收益的空间受限，而且更是暴露出了上述问题。各国应在多边框架下开展合作，努力实现更平衡的强劲增长，同时为所有人提供经济机会。为此，各国应展望技术进步和经济一体化带来的影响，让本国民众具备必备的技能以从中获益，并出台国内政策来更广泛地分享这些成果。基金组织将通过提供量身定制的政策建议、促进平稳调整的贷款安排以及开展能力建设等形式，为成员国提供支持。^①

IMF 第一副总裁 Lipton (2017) 认为各国在经济复苏上存在差距，各国间的发展不平衡正在加剧。目前宽松的宏观政策环境存在巨大风险，较为脆弱，容易受到意外冲击的影响，宽松货币政策的退出机制仍有待进一步的研究。他还指出了影响全球复苏的三个因素：债务、技术转型和数字金融，呼吁各国政策制定者尽快制定响应政策。^②

德国基尔研究所的研究者 (Gernert al., 2017) 认为几乎所有的主要经济体都同步向好，但这并不意味着全球经济周期同步，各国所处的经济周期阶段并不完全一致。因此，世界经济持续的强劲复苏很难发生。全球经济风险依然存在。尽管全球政治风险很高，但对美国可能采取贸易保护主义以及不负责任的财政政策的担忧可能会拖累世界经济。经历各国选举结果之后，欧洲的政治风险似乎也在降低。但随着发达经济体货币政策逐渐正常化，与之伴随的金融风险很大。^③

在一些新兴经济体，由于快速增长的非金融私人部门债务，金融风险逐渐凸显，尤其是中国。来自国际货币基金组织的一份研究 (Chen & Ratnovski, 2017) 表明，从历史来看，信贷支撑了中国的产出增长，但现在已不能支撑中国的经济继续发展。这可能是中国经济信贷达到饱和，新增信贷配置到了低效的部门，如过热的房地产市场、低效的国有企业或地方政府融资平台。^④ Lardy (2017) 认为，中国经济调控有望实现更为温和的信贷增长，与此同时接受经济增长的放缓以及财政压力的增加，从而保证经济的可持续性增长。^⑤

① Lagarde, C. (2017). The Managing Director's Global Policy Agenda: A More Inclusive and Resilient Global Economy. <http://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2017/04/18/md-spring-global-policy-agenda-a-more-inclusive-and-resilient-global-economy>.

② Lipton, D. (2017). The Challenges to Sustaining the Global Recovery. <http://www.imf.org/en/News/Articles/2017/10/23/sp102317-the-challenges-to-sustaining-the-global-recovery>.

③ Gern, K. J., Hauber, P., Kooths, S. & Stolzenburg, U. (2017). World Economy in Full Swing. https://www.ifw-kiel.de/think-tank/forecasting-center/konjunkt_e.

④ Chen, S. & Ratnovski, L. (2017). Propping up the Chinese Economy: Credit Versus Fiscal Stimulus. <https://blogs.imf.org/2017/12/12/propping-up-the-chinese-economy-credit-versus-fiscal-stimulus/>.

⑤ Lardy, N. R. (2017). Focus on Financial Risk Puts China on a More Sustainable Path. <https://pie.com/commentary/op-eds/focus-financial-risk-puts-china-more-sustainable-path/>.

对于新兴经济体而言,目前的经济好转更可能是一种表象。Lachman (2017) 指出,特朗普总统上任以来,并未顺利贯彻其在竞选时提出的经济计划,并未实现资本回流美国的目标。相反,他的政治失误使投资者对美国投资信心下降,新兴经济体迎来资本流入。但是这种新兴经济体金融市场行情的好转不可能无限期的持续下去,新兴经济体应该利用这些有利条件,为可能面临的“雨天”做好准备。他们应该通过解决本国经济弱点和不平衡现象,降低本国经济在全球流动性枯竭时所受到的干扰。^①

欧央行高峰论坛 (Constâncio et al., 2017) 总结了世界经济和欧洲经济中长期增长的五个关键领域的问题:第一,解释全球生产率的下滑。生产率的下滑由于创新和资源的错配,且创新对增长的边际贡献在下降;第二,技术进步对就业的影响。总体而言,由于技术进步引起的结构性变化,在新的行业创造的岗位会超过对旧的行业取代的工作岗位;第三,危机后复苏迟迟未出现的原因。导致每一个国家长期停滞的因素都不一样,包括失业率、劳动力供给、生产率以及人口因素。而且,很多因素并不是周期性的因素,不能通过宽松的货币政策来解决。如劳工参与率、生产率等因素属于供给端因素,政策制定者需要对这一情况加以注意;第四,投资较弱的原因主要在于不断恶化的产品市场竞争、企业的集中度、企业的投资缺口等;第五,对经济增长的讨论应当延伸至社会领域,经济的改变并没有带来社会环境的改善,表现为大众对经济环境的不满与工人收入的停滞,社会阶层固化以及对政治制度的不信任。^②

(三) 全球经济可持续复苏的政策应对

为了使全球经济走向可持续复苏的轨道,研究者有如下建议:

第一, Lagarde (2017) 提出了全球经济复苏的下一步框架,具体包括:继续通过货币政策、财政政策和结构性改革政策三者配合,维持复苏势头,为全球经济强劲增长打下基础;特别关注结构性改革政策的制定,提高生产率,解决脆弱性问题,增强全球经济的风险抵御能力;在技术变革和经济一体化快速发展的时代,应提高全球经济的普惠性,确保每个人都有机会从经济增长和工作机会中受益,有利就业的经济增长是实现可持续、普惠增长的先决条件;提高经济的可持续性,包括债务可持续性和环境可持续性;在各国间开展多边合作,各国协调行动促进增长,充分发挥协同增效作用。^③

第二,对于新兴市场国家来说,复杂的外部环境是全球金融危机之后它们面临的新情况。Grusset et al. (2017) 的研究表明,自 20 世纪 90 年代以来,新兴经济体已进一步融入了全球贸易体系和国际资本市场。随着这一过程的推进,它们的进出口相对价格、外部需求,特别是外部金融状况,越来越多地影响到它们的实际人均收入增长。在 2000 年之后的很长一段时期

^① Lachman, D. (2017). Trump is Making Emerging Markets Great Again. <http://www.aei.org/publication/trump-is-making-emerging-markets-great-again/>.

^② Constâncio, V., Hartmann, P. & McAdam, P. (2017). Investment and growth in advanced economies: Selected takeaways from the ECB's Sintra Forum. <http://voxeu.org/article/investment-and-growth-advanced-economies-selected-takeaways-ecb-s-sintra-forum/>.

^③ Lagarde, C. (2017). The Managing Director's Global Policy Agenda: A More Inclusive and Resilient Global Economy. <http://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2017/04/18/md-spring-global-policy-agenda-a-more-inclusive-and-resilient-global-economy>.

内, 新兴市场和发展中经济体的外部环境特别有利——外部需求旺盛、资本流入相对充足, 以及大宗商品价格上涨。然而过去几年里, 这些经济体面临的外部环境变得越来越复杂, 这种情形可能将持续。新兴经济体需通过加强自身的体制框架、保护贸易一体化、允许实行灵活汇率以及控制高水平的经常账户逆差和大规模的公共债务所导致的脆弱性等措施, 充分利用外部环境提供的较弱的增长动力, 实现追赶型增长。^①

第三, 对于金融杠杆较高的国家而言, 财政政策的合理运用优于信贷政策的滥用。Chen & Ratnovski (2017) 对中国的研究表明, 2010年至2015年, 预算内支出的财政乘数为1.4。换言之, 预算内支出与初始GDP之比每变化1个百分点, GDP就会提高1.4%。这一乘数不仅在国际上处于较高水平, 在中国也高于2001年至2008年的历史较高水平(0.7)。因此, 面对潜在的冲击(包括信贷增长减缓带来的冲击), 财政政策可以有效支持经济增长。在使用财政政策部分替代信贷政策的过程中, 应当注意: 首先, 预算内支出和预算外支出的财政乘数不同, 在中国的案例中, 预算内支出更加有效; 其次, 财政优先工作的选择十分重要。从历史上看, 中国大部分财政刺激针对的都是基础设施和与制造业相关的支出, 未来的财政刺激措施应优先考虑社会支出和转移支付, 以促进中国经济持续向服务业转型。最后, 信贷配置也很重要。虽然信贷对经济增长的总体影响似乎很低, 但对高效率企业谨慎提供信贷依然是可取的, 并且能够支持经济增长。^②

第四, 对于中高收入国家和高收入国家来说, 制造业向高端转型是实现经济增长的一个重要渠道。Veugelers (2017) 提出了欧洲视角的思路, 他认为制造业向高端转型的一个重要思路是: 如何促进和吸引全球价值链中的高附加值活动, 从而让这些活动为可持续增长和提升竞争力提供基础。^③ 这意味着不需要将整个价值链的所有活动都放在本国完成, 同时, 这些活动并不一定与产品相关, 而是越来越具有类似服务的特征。具体而言, 应有如下做法: 第一, 建立一个旨在消除障碍、激励企业制定创新战略创造新高附加值活动的政策框架, 把建立一个有效的内部市场和创新的监管及竞争政策作为首要事项。第二, 能力建设以使得劳动力市场足以适应从经典生产工作到高附加值类型工作的结构性转变, 相应的教育政策需要保证工程师和技术人员有足够的供给, 并提供更多的职业培训和再培训计划, 以提高现有工人或下岗职工的技能。第三, 需要一个支持整体的、横向的产业政策, 并应密切监测这一产业政策的有效性, 并定期进行实证分析和反馈, 以便为后续政策制定提供信息。这种监测应当包涵行业视角, 特别关注如何在仍然脆弱的新兴行业开展业务。同时, 由于挑战和趋势对于所有附加值创造行业来讲是共同存在的, 因此, 政府的干预应当是广泛的, 不应局限于某一特定行业。

第五, 全球经济增长中的国际合作必不可少。普林斯顿大学历史与国际事务学教授 James (2017) 指出, 国际组织在多边合作中的作用已经从在国家间仲裁上扮演一个司法或准司法性的角色以及作为政府的私人顾问, 为其在政策及与世界其他国家政策互动上提供资源和帮

① Gruss, B., Nabar, M. & Poplawski-Ribeiro, M. (2017). Emerging Markets and Developing Economies: Sustaining Growth in a Less Supportive External Environment. <https://blogs.imf.org/2017/04/12/emerging-markets-and-developing-economies-sustaining-growth-in-a-less-supportive-external-environment/>.

② Chen, S. & Ratnovski, L. (2017). Propping up the Chinese Economy: Credit Versus Fiscal Stimulus. <https://blogs.imf.org/2017/12/12/propping-up-the-chinese-economy-credit-versus-fiscal-stimulus/>.

③ Veugelers, R. (2017). Remaking Europe: the New Manufacturing As an Engine for Growth. <http://bruegel.org/2017/09/remaking-europe/>.

助,转变为充当公共任务公共说服者的形象。为了更好地完成这一使命,多边机构应基于更大规模的可测数据,充当不同政策后果和利益信息的提供者,让数据发挥作用。^① 中欧主要智库人员(2017)提出了中国-欧洲2025合作路线图,具体内容包括:尽快达成中欧投资协定、开启建立中欧自由贸易协定谈判、将中国的“一带一路”政策用作扩大双边贸易和经济合作的平台、深化中欧在气候变化和能源安全领域的合作、关注科技创新领域新突破带来的机遇、在金融领域加强深入合作、为加强良好的全球治理贡献力量。Lester & Zhu (2017)认为中美经贸关系在近期的紧张态势应从美方角度加以解决,美国需要以积极的态度与中国进行协商谈判,而不是制造贸易冲突或采取诉讼的方式。在协商谈判时,可以考虑贸易投资一起谈判,尊重中国的利益诉求,采取妥协折衷的策略以实现双方的共赢。^②

二、货币政策正常化的路径与影响

(一) 美欧货币政策正常化之路

2017年,全球经济普遍复苏,美欧货币政策正常化被广泛讨论。在投资、消费和贸易的拉动下,发达国家广泛实现增长,中国、欧洲新兴国家以及俄罗斯都保持着强劲增长。货币政策应如何应对经济复苏?学者们就相关议题进行了广泛的讨论,具体包括:(1)对货币政策效果的评价;(2)货币政策正常化进程及潜在风险;(3)货币政策中既有通胀目标的调整。

1. 欧美货币政策的执行效果评价

Papadia et al. (2017)从透明度、效率和简明性三个方面比较了欧元区 and 美国的货币政策效果。发现欧元区的货币政策透明度虽有改善但仍落后于美联储,工作人员数量是美联储的两倍,运行成本高昂。作者建议应在未来增加披露货币政策做操信息,简化资产购买程序,并继续降低雇员人数和运营成本,从而改善欧元区货币政策的操作效率。^③ Véron (2017)则指出,为使欧元区统一的货币政策更好地发挥作用,应该创造一个激励相容的财政体系,实现成员国货币政策与财政政策的跨国协调。^④

Orphanides (2017)讨论了危机后量化宽松货币政策(QE)的效果。^⑤ 文章以美国、英国、日本和意大利为样本国家,这些国家在危机后都实行QE,但政策效果截然不同。作者认为, QE的最终政策效果还取决于其他同时期的宏观经济政策。什么样的政策会使经济陷入债

^① James, H. (2017). Reconciling Hayek's and Keynes' Views of Recessions. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2017/09/james.htm/>.

^② Lester, S. & Zhu, H. (2017). It's Time to Negotiate a New Economic Relationship with China. <https://www.cato.org/publications/free-trade-bulletin/its-time-negotiate-new-economic-relationship-china>.

^③ Papadia, F. (2017). The single monetary policy and its decentralised implementation: an assessment. <http://bruegel.org/2017/10/the-single-monetary-policy-and-its-decentralised-implementation-an-assessment/>.

^④ Véron, N. (2017). Giving Asia its due in global financial regulation. <http://bruegel.org/2017/01/giving-asia-its-due-in-global-financial-regulation/>.

^⑤ Orphanides, A. (2017). Central Bank Policies and the Debt Trap. <https://object.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/2017/5/cj-v37n2-4.pdf>.

务陷阱呢?首先是扼杀增长的政策。当货币不利于经济增长,融资成本高于经济增速时,债务风险会显著增大。其次,低通胀或通缩会使债务动态变得不可持续。第三,如借贷政策对政府再融资成本有显著影响,如用提高投资者的风险溢价补偿关于违约的担忧,可能会导致违约的自我实现,恶化债务的可持续性。如何能避免债务陷阱呢?首先是健全的财政政策。避免持续的财政赤字,给财政政策保留适度空间。第二,促进经济的长期实际增长,推进结构性改革,提高潜在产出。Dell'Ariccia et al. (2017) 也持类似观点,认为QE、负利率等货币政策支持,加上财政政策与结构性改革,才能从根本上推动经济的全面复苏。^①

2. 欧美货币政策正常化进程及潜在风险

Claeys (2017) 回顾了美联储的货币政策正常化进程,认为到目前为止都是比较成功的。^②从2015年起,美联储已经进行了四次加息,在加息的过程并没有对实体经济和金融市场产生负面的影响。从今年10月份,美联储计划缩减资产负债表,也没有对金融市场产生动荡。

虽然美联储货币政策的正常化目前看还算成功,但也有很多学者就其潜在的风险进行讨论。Nabil (2017) 认为,美联储加息后,美元将进一步走高。强势美元给美国企业的海外投资带来严重的负面影响,尤其是利润依赖于海外市场的跨国公司,如可口可乐、宝洁均因为强势美元造成了利润的下降。基于此,作者提醒,美联储在加息进程中应更加关注欧洲和中国的经济情况,如意大利和波兰的债务问题和中国经济的增长放缓(Nabil, 2017)。并提醒政府在国际经济政策时,应该多与企业进行协调。^③

Falck (2017) 则提示了加息举措可能在短期内提升通胀。^④作者发现通胀预期的异质性使得货币政策对通胀的传递效果与传统理论不同。如果通胀预期具有强异质性,关于经济情况的不同信息就会导致公司采取不同的方式来解读政策利率的变化。它们会认为这是中央银行针对低生产率和高需求做出的调整,而这一情况会增加公司边际成本和价格压力。公司会因此提高价格,而通胀和通胀预期就会暂时上升,直到货币政策冲击的目标变得清晰起来。因此,货币政策制定者要考虑加息、通胀预期与通胀三者之间的作用机制,价格稳定才是金融稳定的前提条件,货币政策应该与通胀保持明确的联系(Obstfeld, 2017)。^⑤

关于欧洲方面,在经历2017年的经济复苏后,欧央行已经在减少资产购买的规模,越来越多的学者开始讨论欧元区货币政策的方式与路径。Claeys et al. (2017) 指出,欧央行在未来的缩表进程中,应向美联储学习,及时与市场沟通,降低不确定性对金融市场的影响。同时,也要充分考虑到欧洲与美国金融体系的差别,关注货币政策正常化对信贷创造的影响,

① Dell'Ariccia, G., Haksar, V. & Mancini-Griffoli, T. (2017). A Dip into Subzero Policy Rates. <https://blogs.imf.org/2017/08/03/a-dip-into-subzero-policy-rates/>.

② Claeys, G. & Demertzis, M. (2017). How should the European Central Bank 'Normalise' Its Monetary Policy? <http://bruegel.org/2017/11/how-should-the-european-central-bank-normalise-its-monetary-policy/>.

③ Nabil, R. (2017). Dollar Don'ts-The Trump Administration isn't Paying Enough Attention to Undue Strengthening of the Dollar. <https://www.usnews.com/opinion/economic-intelligence/articles/2017-04-06/trump-administration-needs-to-pay-more-attention-to-the-dollars-strength/>.

④ Falck, E. (2017). How Disagreement in Inflation Expectations can Influence the Transmission of Monetary Policy. <http://voxeu.org/article/disagreement-and-monetary-policy/>.

⑤ Obstfeld, M. (2017). Two Trilemmas for Monetary Policy. <http://www.voxeu.org/article/reconciling-hayeks-and-keynes-views-recessions>.

对高债务国的影响，及对利率和通胀的影响，避免2011年利率大幅上行的局面。^①

3. 货币政策中既有的通胀目标的调整

Eggertsson et al. (2017) 通过建立大型生命周期模型，发现自然利率由人口结构、劳动生产率、企业投资需求和市场垄断竞争结构等因素决定，该模型测算出2017年美国的均衡利率为-1.6%，低于美联储测算的-1%。美联储如继续维持2%的通胀目标，任何小的外生冲击都会使名义利率触及零利率下限。通胀、信贷的波动会明显放大，宏观经济与金融体系的不确定性显著增加（杨光等，2017），Eggertsson et al. (2017) 判断波动会来得猛烈而持久。由于出生率和劳动生产率短期内很难大幅提高，作者提出重设通胀目标、提高债务/GDP和增加社会保障支出等政策建议以避免经济陷入长期停滞。^②

Demertzis (2017) 探讨了将通胀目标重置为4%在欧洲的适用性。作者认为提高通胀目标确实可以有效避免通缩，但是执行中如何保证物价的稳定，及能否实现管理过渡都是重置通胀目标面临的挑战。作者还引用波兰、智利、以色列、墨西哥等国家的经验，提出可以小步伐、逐渐更改通胀目标到合意水平。^③

（二）欧美货币政策变化对新兴市场国家的影响

随着发达国家货币政策的正常化趋势，关于新兴市场国家的担忧越来越多。一方面，发达国家的货币紧缩增加了新兴市场国家货币贬值压力和资本外流压力。另一方面，部分新兴市场国家的经济增长放缓也会降低自身相对发达国家的投资吸引力。2017年，对于发达国家货币正常化对新兴市场影响的文献主要研究以下几个方面的内容：（1）回顾金融危机以来新兴市场跨境资本流动的变化；（2）新兴市场在管理资本流动方面取得的进步；（3）发达国家货币正常化给新兴市场带来的潜在冲击与风险。

1. 全球金融危机以来新兴市场跨境资本流动回顾

全球金融危机后，发达国家与新兴市场国家的利率差异扩大，资本向新兴市场国家流动。这对新兴市场的经济发展起到了促进和提振作用。目前，新兴市场和发展中经济体占到全球经济增长的近80%，这一份额是二十年前的两倍。新兴市场国家在全球经济中的意义显著提升，角色不再限于制造、打包货物，作为贸易枢纽服务发达经济体。新兴市场国家的需求在不断扩张，越来越多地成为商品和服务的最终目的国。2017年，新兴经济占全球消费的比例增长近85%，相当于20世纪90年代的两倍多。

资本的不断流入也让新兴市场国家的信贷规模快速扩张，造成一些国家外债迅速增加，外部资产状况恶化。在这些增加的债务当中，非金融企业部门的信贷扩张占据了最主要的部分。2007年到2015年，全球新兴市场国家非金融企业的国内外信贷规模从2.4万亿美元扩张到了3.7万亿美元，而他们在国际市场上发行的债券规模也从3600亿美元增长到了1.1万亿美元。目前，市场普遍担忧新兴市场国家的经济增长放缓和发达国家的货币紧缩将会导致新

^① Claeys, G. & Demertzis, M. (2017). How should the European Central Bank 'Normalise' Its Monetary Policy? <http://bruegel.org/2017/11/how-should-the-european-central-bank-normalise-its-monetary-policy/>.

^② Eggertsson, G. (2017). To Accommodate or Not: The Federal Reserve's New Normal. <http://voxeu.org/article/accommodate-or-not-federal-reserve-s-new-normal>

^③ Demertzis, M. (2017). Raising the inflation target: a question of robustness. <http://bruegel.org/2017/06/raising-the-inflation-target-a-question-of-robustness/>.

兴市场国家货币汇率下跌,这会导致新兴市场国家的企业更难偿付其用外币发行的债券。(Laura Alfaro et al., 2017) ^①

2. 新兴市场国家对待资本流动的管理更加成熟

亚洲金融危机后,新兴市场经济体从危机中吸取教训,普遍加强了对资本流动的管理(Obstfeld, 2017)。在当下更加复杂的外部环境下,多数新兴市场国家在运用正确的政策组合管理资本流动,同时继续加强政策框架的合理性和科学性,从不利的条件中获取更大的增长动力。政策组合主要包括体制框架的完善、积极推动贸易全球化和一体化、加大汇率制度的灵活性、促进国际收支平衡和管理公共债务等措施,并充分利用外部环境提供的增长动力。^②

Gruss (2017) 也肯定了过去二十年新兴市场取得的重大成就。新兴市场和发展中经济体通过实施结构性改革,完善政策框架,取得了经济上的重大成就。金融危机后的资本流入也对新兴经济体的崛起发挥了重要的促进作用。^③ 为防止经济因资本大规模流入流出造成剧烈波动, Ghosh (2017) 编制了2005-2013年间约50个新兴经济体的季度数据,这是新兴经济体资本流向特别波动的周期。^④ 发现新兴经济体的决策者有五种可能的管理资本流动、减轻不利影响的工具: 货币(利率)政策、财政政策、汇率政策、审慎措施和资本管制。货币和财政政策有助于解决资本流入带来的通货膨胀和经济过热问题。当货币未被低估时,可以使用外汇干预来限制货币升值,以提升竞争力。审慎措施可以用来遏制过度信贷增长和有关金融稳定的风险。如果适用范围广泛的话,可以通过限制资本流入量来支持其他政策,或采取更有针对性的管制,以解决资产负债表漏洞,比如货币和期限的错配。控制资本流出的国家也可以放宽这些限制,以减少净流量,缓解资本过热和货币升值压力。

3. 欧美货币政策正常化给新兴市场国家带来的潜在风险

欧美货币政策正常化给新兴市场国家带来的第一个潜在风险是债务问题。Alfaro et al. (2017) 使用了亚洲金融危机前夜的企业杠杆率和金融脆弱性指标作为参照系,检验了新兴市场国家内企业资产负债表的健康程度。将数据分为了两个时期: 一个是亚洲金融危机前的时期(1996-1998)、另一个是全球金融危机后的时期(2009-2014)。^⑤ 使用 Altman 提出的新兴市场 Z 指数(Altman's Emerging Market Z-score) 量化企业的杠杆率、偿付能力、资产流动性、盈利能力,和企业整体的金融脆弱程度。作者对两个子样本中的每个国家都计算了相

^① Alfaro, L. (2017). Corporate Balance Sheets in Emerging Markets: A Comparison of the Global Crisis and the Asian Financial Crisis. <http://voxeu.org/article/corporate-balance-sheets-emerging-markets-comparison-global-crisis-and-asian-financial-crises/>.

^② Obstfeld, M. (2017). Two Trilemmas for Monetary Policy. <http://www.voxeu.org/article/reconciling-hayeks-and-keynes-views-recessions/>.

^③ Gruss, B., Nabar, M. & Poplawski-Ribeiro, M. (2017). Emerging Markets and Developing Economies: Sustaining Growth in a Less Supportive External Environment. <https://blogs.imf.org/2017/04/12/emerging-markets-and-developing-economies-sustaining-growth-in-a-less-supportive-external-environment/>.

^④ Ghosh, A. R., Ostry, J. D. & Qureshi, M. S. (2017). Policy Responses to Capital Flows in Emerging Markets: Some New Evidence. <http://voxeu.org/article/policy-responses-capital-flows-emerging-markets/>.

^⑤ Alfaro, L. (2017). Corporate Balance Sheets in Emerging Markets: A Comparison of the Global Crisis and the Asian Financial Crisis. <http://voxeu.org/article/corporate-balance-sheets-emerging-markets-comparison-global-crisis-and-asian-financial-crises/>.

应的 Z 值, 并且将其在全球金融危机后的 Z 值与以下两组数据做了对比: 一是亚洲金融危机前的新兴市场 Z 值均值; 二是在亚洲金融危机中最受冲击的五大国家 (即“危机五国”: 印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、韩国和泰国) 的 Z 值均值。通过观察数据发现, 当前新兴市场国家在企业的金融稳定性方面有两大特征。第一, 与上次亚洲金融危机前的“危机五国”数据相比, 如今, 在后全球金融危机时期, 超过一半以上的新兴市场国家企业杠杆率都低于“危机五国”的均值, 而超过这一均值的仅有两个国家。第二, 从企业对短期流动性的需求程度而言, 超过半数国家的企业都比亚洲金融危机前面临更严峻的流动性短缺问题, 此外, 更有 85% 国家的平均企业偿付能力弱于亚洲金融危机前的水平。作者还发现尽管大型企业与小企业相比平均杠杆率更低, 但其更容易受到本国货币贬值的影响。这是因为大型企业在融资方式上选择更多, 配置了更多以外币计价的海外债券。因此, 作者认为大幅度的货币贬值对新兴市场国家而言意味着规模可观的潜在冲击。但这种冲击在新兴市场国家内部具有很强的国别异质性, 不同国家面临不同的风险传递渠道。

投资放缓是欧美货币政策正常可能给新兴市场带来的另一个潜在负面影响。随着发达国家和新兴市场国家利差的缩小, 良好的融资条件被抵消, 低借款成本、充足的金融市场流动性都不复存在。贸易战、资本流出等也会给投资行为带来负面冲击。新兴经济体和发展中国家近年来虽然取得了不俗的经济发展成就, 但进一步的发展仍然需要外国投资的支持, 融资缺口较大 (Kose et al., 2017)。其中一些国家落后的硬件跟不上快速的城市化和工人日益增长的需求。这也需要投资来平衡从靠自然资源 (商品出口商) 或非外贸行业 (部分商品进口商) 的发展到依赖可持续资源发展的转变。因此, 如何处理好投资的回落是新兴市场国家未来要解决的难题。

Gruss (2017) 则指出新兴经济体面临的外部环境发生了根本性变化。发达经济体的单边和贸易保护主义思想在上升, 再伴随货币政策正常化的趋势对新兴市场的经济发展非常不利。相比过去, 新兴市场和发展中经济体从外部环境中获得的增长动力可能会减弱。^①

三、全球银行业发展与审慎监管改革的最新动态

自 2007 年英国北川银行挤兑和美国雷曼兄弟倒闭以来, 全球银行业发生了巨大改变。其中最为重要的改变莫过于对金融稳定性的重点监控和各种金融监管政策的出台和实施。以 2011 年巴塞尔 III 协议的出台为起点标志, 各国也纷纷出台相应金融监管改革方案, 并在实践中探索更优化的审慎监管制度和政策, 以达到增强金融系统稳定性和防范未来金融危机的目的。在全球性金融监管趋严的背景下, 审慎监管政策的金融影响和宏观经济效应不容忽视, 因此关于金融稳定和监管政策的话题也持续受到广泛关注。在下文中, 我们首先总结了目前关于全球银行业发展与各国监管改革现状的最新研究结果。其次, 我们介绍了近期有关最优审慎监管强度之争的相关研究进展。最后, 我们进一步讨论了有关最优审慎监管制度设计的争议和最新研究方向。

^① Gruss, B., Nabar, M. & Poplawski-Ribeiro, M. (2017). Emerging Markets and Developing Economies: Sustaining Growth in a Less Supportive External Environment. <https://blogs.imf.org/2017/04/12/emerging-markets-and-developing-economies-sustaining-growth-in-a-less-supportive-external-environment/>.

（一）全球银行业发展与各国金融监管改革现状

关于危机后的全球银行业的发展和变化, Schoenmaker (2017) 从银行业规模、资本水平和跨境银行业务三个层面做出了总结。^① 从银行规模来看, 全球各区域呈现分化特征, 主要体现在亚洲持续增长、美国危机后复苏、欧洲普遍缩减。从资本水平来看, 由于全球性审慎监管趋严, 银行业资本率普遍提升, 且主要原因在于资本增加而非资产规模缩水。跨境银行业务的变化趋势与银行规模类似, 即亚洲区域银行全球化业务明显提升, 而美欧相关业务明显下降。

可以看出, 亚洲区域与美欧区域在银行业发展中出现差异的主要原因在于受 2007 - 09 全球金融危机的影响程度不同。然而, 尽管美国和欧洲同样都是受危机影响最大区域, 但是二者在危机后的重建和复苏表现却大相径庭。Veron & Zettelmeyer (2017) 指出, 由于美国和欧洲发生金融危机的根源不同以及在危机后的复苏速度差异, 二者在危机后的金融监管改革侧重点应有所差别。^② 他们认为, 美国的风险积累主要发生在居民房地产部门和过于复杂的影子银行体系, 而欧元区的风险积累则主要发生在过度依赖批发性融资的银行体系和存在严重道德风险的政府部门。相较于美国, 欧元区相对较少依靠金融创新的风险承担机制, 而是依赖于货币联盟对成员国的救助以及政府对银行部门的隐性担保。综合这些考虑, Veron & Zettelmeyer (2017) 认为, 欧元区的金融监管改革应注重两个方面: 一是增强市场纪律, 减少由于隐性担保导致的风险承担行为; 二是建立多元化的金融体制, 降低对银行的依赖。

进一步而言, 在针对不同国家的具体研究中, 我们也可以看出各国在危机后金融监管改革的侧重点存在显著差异。近期关于意大利银行业的研究主要关注对僵尸银行以及僵尸信贷的处置和改革。所谓僵尸银行, 指的是不良贷款不足以使其破产, 但由于不良贷款规模过大, 导致其无法向生产性企业提供贷款的银行。Schiardiet al. (2017) 分析了意大利银行在危机前后的资源错配程度, 并发现: 资本错配的银行更可能贷款给僵尸企业; 资源错配会提高正常公司破产的可能性, 降低僵尸企业破产的可能性; 资源错配对正常公司增长率和全要素生产率 (TFP) 分配的影响微乎其微。^③ Gandrud & Hallerberg (2017) 认为, 在处理僵尸银行这一问题上, 意大利应借鉴日本的经验教训。他们认为, 历史案例表明, 对僵尸银行进行简单的资产重组并不能解决不良贷款带来的问题, 甚至可能导致金融资源错配问题加深, 僵尸银行问题扩散至更多。^④ 其次, 独立的监管机构的创建对于资本重组和解决银行问题非常关键。最后, 解决不良贷款问题应更多采用市场化手段。

在美国方面, 有关监管改革的争论主要聚焦于是否应该恢复 1933 年的《格拉斯 - 斯蒂格

^① Schoenmaker, D. (2017). What happened to global banking after the crisis? | Bruegel. [2018 - 08 - 20]. <http://bruegel.org/2017/03/what-happened-to-global-banking-after-the-crisis/>.

^② Veron, N. & Zettelmeyer, J. A. (2017). European perspective on overindebtedness. Policy Contribution, Bruegel, 201725.

^③ Fabiano, Schivardi, Enrico, Sette, Guido & Tabellini, 安婧宜 (2017): “欧洲金融危机中的资源错配”, 《中国外汇》, 18: 30 - 31.

^④ Gandrud, C. & Hallerberg, M. (2017). How not to create zombie banks: lessons for Italy from Japan. Policy Contribution, Bruegel, 201706.

尔法案》或参考英国的“Vickers 方案”，以促进投行业务从商业银行业务中的剥离。^① 关于这一监管法案能够发挥的作用，监管政策专家 Tarrulo (2017) 认为，即便 2008 年以前《格拉斯-斯蒂格尔法案》依然有效，那也不会从根本上改变许多深陷危机的大银行的命运。与这种意见相对的是经济学家 Luigi Zingales (2017) 的看法，他认为《格拉斯-斯蒂格尔法案》所强调的业务分化有助于降低金融业的政治游说能力，因为在这一法案下，零售银行、投资银行和保险公司的立场并不是完全一致的，其游说重点也各有差异。

在中国方面，一个重要话题在于如何推行各种审慎监管政策以实现金融去杠杆的目标。关于这一点，García-Herrero (2017) 指出面对愈加复杂和严格的审慎监管，中国银行业开始与监管部门玩起“猫鼠游戏”，即通过各种金融创新手段（如财富管理产品和可转让存款证明书等）进行监管套利。他认为，虽然金融创新是一种积极表现，但这些创新相关的风险需要仔细的评估，尤其在于监管政策是否会导致银行新的资金来源变得更不安全。^② 此外，García-Herrero (2017) 还指出审慎监管政策给不同银行所造成的压力存在很大差异，并且会造成五大国有银行受益其他银行受损的局面。针对中国在维持金融体系稳定中所遇到的挑战，包括经济发展需要贷款增长支持、层出不穷金融创新造成金融结构体系复杂化、银行为投资者提供隐性担保等，IMF (2017) 为中国审慎监管体系的改革提出了五个改进建议。一是在系统风险监测方面，应建立专注于金融稳定的机构，监控系统性风险，提升数据质量。二是在机构间协调方面，应在公司层面强调财务管理的独立性，以确保存在于公司各个层面上的有效协调。三是在银行资本方面，应继续提高资本金水平，以应对周期性经济衰退和金融体系改革带来的冲击和风险。四是在流动性缓冲方面，应修改金融机构间的贷款规则，鼓励机构间贷款长期化和增持流动性资产。五是在危机管理方面，应减少金融体系对公共资金的依赖。^③

（二）审慎监管要求的最优强度

随着审慎监管政策的普遍推行，全球银行业的资本充足率和流动性资产持有量普遍提升。但是，目前对资本充足率和流动性水平的监管最低要求是否足够高呢？又或者已经过高了呢？Vickers 指出，关于监管要求的最优强度，银行业从业者、监管者和经济学家们之间存在巨大分歧。^④ 按照诸多著名经济学家们（包括诺贝尔奖得主）在 2011 年于金融时报发表的联名信的说法，银行资产中至少应有 15% 的资本构成。然而，在巴塞尔 III 中，对杠杆率的最低要求仅为 3%，远低于经济学家们认为的安全标准。类似的争议也适用于最低流动性要求。英国金融稳定委员会主席 Carney 在给 G20 提交的信中提出，“规模最大的银行应被要求拥有比金融危机前最高值还要高 10 倍的流动资产”。然而事实上，英国主要银行的流动性资产在 2016 年相对于危机之前的五年多了 1.25 倍，远远达不到 10 倍的要求。

那么，应该如何理解监管最优强度之争呢？Vickers & Haldane (2017) 均认为，关键在

^① Pthokoukis, J. (2017). Is the Trump White House serious about new Glass-Steagall rules? Should it be?. AEI, 04-06. [2018-08-20]. <http://www.aei.org/publication/is-the-white-house-serious-glass-steagall-rules/>.

^② Chinese banks (2017): An endless cat and mouse game benefitting large players. <http://bruegel.org/2017/09/chinese-banks-an-endless-cat-and-mouse-game-benefitting-large-players/>.

^③ IMF BLOG (2017). Improving Financial Stability in China.

^④ Vickers, J. (2017). Banking reform nine years on. VoxEU.org.

于对监管条例的成本与收益的深入分析。理论上来说,审慎监管政策是一把双刃剑,一方面是具有提升金融稳定性以及预防和应对金融危机的正面作用,另一方面也可能产生约束银行信贷、扭曲金融市场和抑制经济增长的负面影响。无论是关于正面作用还是负面影响,近期文献均有新的发现。在正面作用方面,尽管学术界在加强资本监管能促进金融稳定性已经达成共识,但是对于如何衡量资本监管条例正面作用的大小依然存在争论,而争论的焦点在于如何准确衡量危机发生的可能性和造成的损失大小。目前,解决这一问题的主要方式是构建压力测试。然而,不同的压力测试设计和对危机损失的评估考量会造成对最优资本水平判断的巨大差异。以美国为例,Perri et al. (2017) 基于银行资产负债表数据和股票数据的实证研究认为,更高的资本要求(20% - 30% 区间)能够显著降低金融机构脆弱性,进而降低对公共部门银行救助依赖。^① 同样基于美国数据,Firestone (2017) 考虑了更加优化的危机应对方案对危机造成损失的缓解作用,并得出美国银行业的最优资本水平应在13% - 25% 之间的结论。^② Passmore et al. (2017) 考虑了没有巨额公共部门救助的经济情景,并认为巴塞尔 III 协议对系统性重要银行的资本额外缓冲要求明显过低。^③ 即使在由美联储最新发布的权威性金融稳健性评估中,所采用的压力测试也被认为存在诸多缺陷,并导致了对目前美国银行业所面临的金融风险的低估^④。此外,最新的研究还进一步区分了银行资本在预防危机和缓解危机损失中的不同作用。Jorda et al. (2017) 通过对多个国家的银行资产负债表数据进行实证研究,发现更高的资本水平不能够预防金融危机的发生,但是具有加快经济复苏的作用。^⑤

在资本监管的负面经济影响方面,除了对银行信贷的最为直接的约束效应以外,学者们进一步探索了更为多元化的影响途径,包括对银行风险承担行为的影响、对市场流动性的影响、对银行网络的影响、以及对跨境资本流动的影响等。Tracey et al. (2017) 在对英国银行业的实证研究中则发现在负向外部资本冲击的影响下,银行会放松借贷标准,进而导致金融危机严重程度加深。^⑥ Bicu et al. (2017) 将视角转向国债市场,发现杠杆率条例会造成各种形式的流动性问题,比如受杠杆率约束的银行会显著减少在金融市场中的参与行为。^⑦ 类似的,Baranova et al. (2017) 也发现监管政策对市场流动性会产生负面影响,并且这种影响效果会随经济状况发生改变。^⑧ Erolet et al. (2017) 通过建立理论模型分析了流动性监管条例的最优设计,发现在考虑银行间网络的情况下,当最低监管要求高于特定临界值时,会造成银

① Perri, Fabrizio, Stefanidis, Georgios. (2017). Capital Requirements and Bailouts. Staff Report.

② Bicu, A., Chenel & Elliott, D. (2017). The leverage ratio and liquidity in the gilt and repo markets. *Bank of England working papers*, 690, Bank of England.

③ Hafften, A. H von. (2017). Are Basel's Capital Surcharges for Global Systemically Important Banks Too Small?

④ Dowd, K. (2017). Fed Stress Tests: One Big Public Relations Campaign. *American Banker*, 182 (167).

⑤ Jorda, O., Richter, B., Schularick, M. & Taylor, A. M. (2017). Bank Capital Redux: Solvency, Liquidity, and Crisis. CEPR Discussion Papers, 11934, *C. E. P. R. Discussion Papers*.

⑥ Tracey, B., Schnttker, C. & Sowerbutts, R. (2017). Bank capital and risk-taking: evidence from misconduct provisions. *Bank of England working papers*, 671, Bank of England.

⑦ Bicu, A., Chenel & Elliott, D. (2017). The leverage ratio and liquidity in the gilt and repo markets. *Bank of England working papers*, 690, Bank of England.

⑧ Baranova, Y., Coen, J., Noss, J., Lowe, P. & Silverstrll. (2017). Simulating stress across the financial system: the resilience of corporate bond markets and the role of investment funds. *Bank of England Financial Stability Papers*, 42, Bank of England.

行间网络崩溃和系统性风险攀升的不良结果。^① Forbes et al. (2017) 研究了微观审慎政策对跨境银行业务的影响, 并发现监管政策的收紧会导致国际银行借贷增长率显著下降。^② 此外, Forbes 还指出, 某些类型的非传统货币政策与监管政策的相互作用会产生重要的全球溢出效应。

在对近期文献进行梳理的基础上, Haldane (2017) 认为从收益来看, 目前研究结果表明高资本水平能够缓解金融危机所造成的损失; 从成本来看, 提高资本水平的成本并不大。^③ 但是, Haldane 也指出目前的研究在评估金融危机损失和发生金融危机可能性时, 没有考虑总损失吸收能力提案等政策工具对金融危机损失的降低效应, 所以在评估危机损失时可能存在偏差, 进而造成对资本监管要求收益的高估。此外, 近期有关资本监管要求会对市场流动性造成负面影响的最新发现, 也会对最优资本水平的判断产生冲击。因此, Haldane 认为对最优资本水平的设计应将上述发现纳入考虑。一方面, 在危机发生可能性和造成损失较大以及提高资本水平对危机造成损失缓解效果好的情况下应增加最低资本要求。另一方面, 如果存在其他危机应对措施能够更好实现危机防范和损失应对, 应当降低最低资本要求。

(三) 审慎监管制度的最优设计

除了关于现行监管政策的最优力度之争, 审慎监管改革中出现的另一个问题在于最优审慎监管制度应该是怎样的? 尽管有关金融稳定性和审慎监管的研究, 尤其是宏观审慎政策, 在危机后取得了极大进展, 但是无论是在理论层面还是在实践层面, 目前都存在许多盲点和空白。为了找到最为有效的审慎监管制度, 近期研究开始在以下四个方向进行探索和拓展。

第一个方向是进一步探索现有微观审慎政策工具的作用机制, 尤其是对资本充足率监管要求以外的政策工具。事实上, 尽管目前已经有大量关于资本监管的学术研究, 但对流动性监管政策以及其他审慎工具的研究却仍在起步阶段。Allen et al. (2017) 综述了目前关于流动性监管的研究, 并写道, “关于流动性监管条例的作用机制我们并没有一个统一的说法”, “在这个问题上我们需要投入更多。”^④ 同样的研究空白也适用于总损失吸收能力 (Total Loss-Absorbing Capacity, 简称 TLAC) 提案。该提案是针对银行的“大而不能倒”问题所提出的监管对策, 其目的是确保大型银行可以在没有纳税人救助的情况下能够得到缓冲并以有序的方式融资。尽管该政策的提出标志着危机应对方案的进一步完善, 但在很多学者眼中, TLAC 最多是一个次优选择, 在很多时候可以被更高的最低资本要求替代。更为极端的看法甚至认为如果真的发生危机, 该政策很可能无法实现以银行自救代替公共部门外部救助的目的。^⑤^④

^① Erol, S. & Ordonez, G. (2017). Network Reactions to Banking Regulations. *Journal of Monetary Economics*, 89.

^② Forbes, K., Reinhard, T. D., Wielade, K. T. (2017). The Spillovers, Interactions, and (Un) Intended Consequences of Monetary and Regulatory Policies. *Journal of Monetary Economics*, 85: 1 - 22.

^③ Haldane, A., Aikman, D., Hinterschweiger, M. & Kapadia, S. (2017). Rethinking Financial Stability.

^④ Allen, F. & Gale, D. (2017). *How Should Bank Liquidity be Regulated?* World Scientific Book Chapters. World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd., 135 - 157.

^⑤ Best, D-V. S., Read, O. Mrel & Tlac. (2017). The Path from Bail-out to Bail-in for Banks' Creditors in the European Union. *Credit and Capital Markets*, 50 (3): 337 - 362.

第二个方向是对不同微观审慎政策工具之间的相互作用和对最佳政策组合的探索。我们可以看到,为了能够对不同类型的风险进行全面防范,巴塞尔 III 协议改变了过去对于资本水平的单一监管要求,而转为多重监管条例并行的复杂模式。尽管这种多极化的新模式优势明显,但是我们也不能够忽略不同监管条例之间的相互作用,因为这些政策效果并非彼此相互独立,而会发生复杂的相互作用。在近期的研究中,Greenwood & Hanson (2017) 认为,多重监管条例并行会导致银行商业模式和行为发生扭曲,进而增加银行的同质性和系统性风险增加。^①对于这一批评,Haldane et al. (2017) 持反对意见,并认为多重监管能够防范和应对更多不同种类的风险,只要监管约束能够作为防范高风险商业模式的控制边界,那么多重监管就能够增强金融稳定性。^②在另一份研究中,Cecchetti & Schoenholtz (2017) 比较了不同审慎监管改革的效果,并认为:最低资本监管要求应当进一步提高;新流动性监管要求尽管非常有用,但是需要进行精简;系统性的宏观审慎政策缺乏统一标准,国际合作应当进一步加强。^③

第三个方向是对现有宏观审慎政策框架的完善与拓展,包括政策目标的扩展和政策工具的创新。尽管有关系统性风险与宏观审慎监管的讨论已成为危机后监管改革讨论的重要热点,然而,有关宏观审慎监管的实践仍处于“摸着石头过河”的探索阶段,无论是在政策目标还是在实现手段等方面都存在诸多争议。比如,Poldnaet al. (2017) 认为,在防范银行网络中的系统性风险方面,当前巴塞尔 III 所采用的针对系统性重要银行的附加资本要求并非最优方案,而基于风险的金融交易税可能会更有效率。^④但是整体而言,Boaret al. (2017) 的研究结果表明,宏观审慎政策的实施对经济发展能够起到提高增长率和降低经济波动的正面促进作用。^⑤此外,值得引起注意的是,这份研究也指出非系统性的宏观审慎干预会对经济增长造成毁灭性打击。

第四个方向是审慎监管政策与其他经济政策之间的相互作用,尤其是如何与货币政策相互协调。这个方向的研究可以进一步细分为两类话题,一种是其他经济政策对审慎监管政策实现金融稳定的目标有何影响,另一种是审慎监管政策会如何影响其他经济政策的传导机制和政策效果。关于第一个话题,童中文等 (2017) 探讨了金融稳定是否应纳入货币政策目标这一问题,并认为货币政策与宏观审慎监管具有协同性,央行专注于维持物价稳定的货币政策可以熨平金融资产价格波动,达到防止金融系统性风险的金融监管目标。^⑥罗娜等 (2017) 考察了房价波动的宏观审慎政策与货币政策协调效应,并发现从协调策略角度来看,针对不同类型的房地产市场应制定有差别的宏观审慎政策,同时配合货币政策,这样既能发挥宏观

① Greenwood, R., Stein, J. C., Hanson, S. G. & Sunderam, A. (2017). Strengthening and Streamlining Bank Capital Regulation. *Brookings Papers on Economic Activity*, (2): 479 - 565.

② Cecchetti, S. G. & Schoenholtz, K. (2017). Regulatory Reform: A Scorecard. CEPR Discussion Papers, 12465, *C. E. P. R. Discussion Papers*.

③ Poledna, S., Boehmann, O. & Thurner, S. (2017). Basel III capital surcharges for G-SIBs are far less effective in managing systemic risk in comparison to network-based, systemic risk-dependent financial transaction taxes. *Journal of Economic Dynamics & Control*, 77.

④ Boar, C., Gambacorta, L., Lombardo, G., Pereira da S & Luiz, A. (2017). What are the Effects of Macroprudential Policies on Macroeconomic Performance? *BIS Quarterly Review*.

⑤ 童中文、范从来、朱辰、张炜 (2017): “金融审慎监管与货币政策的协同效应——考虑金融系统性风险防范”,《金融研究》,3: 16 - 32。

审慎政策对房价调控的结构性功能，又能弥补货币政策对房价总量调控的不足。^① 关于第二个话题，董琦和赵柏功（2017）基于中国系统重要性银行视角，研究了宏观审慎政策对货币政策信贷传导途径的影响，并发现不同监管工具对银行的货币政策敏感度的影响也不尽相同。^② Xionget al.（2017）研究了多重审慎监管和量化型货币政策之间的相互作用，也得出了类似结论。^③

四、生产的全球化与经济政策的不确定性

经济全球化，尤其是生产的全球化，是过去四十年中全球经济发展最突出的特点。Baldwin（2017）^④ 依据驱动贸易和工业化的力量将全球经济划分为两个历史时期。第一阶段，从工业革命到上世纪八十年代早期，运输成本下降和贸易自由化的推行，发达国家经历了以创新（innovation）、聚集（agglomeration）和制造业竞争力（competitiveness）提升为代表的工业化进程，而发展中国家则经历了去工业化的进程。1920年，G7国家GDP占全球的比重仅为1/5，1990年这一指标则达到2/3。第二阶段，1985-1995年，信息和通讯技术的变革使得上一阶段发达和发展中国家的工业化趋势发生了反转——发达国家“去工业化”并转向服务业，发展中国家则是“工业化”。在这一时期，来自发达国家的高科技企业发现将他们的先进技术与发展中国家廉价的劳动力结合起来能够创造可观的利润，而发展中国家则通过与跨国企业合作获得了融入全球产业链、乃至经济增长的机会。这导致发展中国家制造业快速发展，在全球制造业的占比迅速提高。Bernard & Fort（2017）将那些像苹果公司一样在政府官方统计中不属于制造业部门却密切参与制造品生产的企业成为“无工厂产品生产商”（Factoryless Goods Producers）^⑤。

在全球化生产的大背景下，近期学术研究开始关注全球化对企业行为的影响。在理论建模上，Antràs et al.（2017）认为传统的出口模型假设企业在不同市场获得的利润具有可加性，忽略了企业在不同市场选购进口品存在相互依存的问题。他们构建了一个从多国采购进口品的模型（Sourcing Model），将碎片化生产（Fragmentation）的理论建模从出口扩展到进口，并发现企业在不同市场采购进口品的行为存在内在互补性。^⑥ 在实证研究上，吕越等

① 罗娜、程方楠（2017）：“房价波动的宏观审慎政策与货币政策协调效应分析——基于新凯恩斯主义的DSGE模型”，《国际金融研究》，357（1）：39-48。

② 董琦、赵柏功（2017）：“宏观审慎政策对货币政策信贷传导途径的影响——基于中国系统重要性银行的分析”，《金融论坛》，1：35-45。

③ Xiong, W., Wang, Y. (2017). The impact of Basel III on money creation: a synthetic theoretical analysis. *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*.

④ Baldwin, Richard (2017). *Factory-Free Europe? A Two Unbundlings Perspective on Europe's 20th Century Manufacturing Miracle and 21st Century Manufacturing Malaise*, chapter 1 in L. Fontagné and A. Harrison editors, *The Factory-Free Economy. Outsourcing, Servitization, and the Future of Industry*, Oxford University Press, March.

⑤ Bernard, Andrew B. and Teresa C. Fort (2017), *Factoryless Goods Producers in the US*, chapter 5 in L. Fontagné and A. Harrison editors, *The Factory-Free Economy. Outsourcing, Servitization, and the Future of Industry*, Oxford University Press, March.

⑥ Antràs, P., Fort, T. & Tintelnot, F. (2017). The Margins of Global Sourcing: Theory and Evidence from US Firms. *American Economic Review*, 107 (9): 2514-64.

(2017) 采用2000-2006年中国工业企业数据、中国海关进出口数据以及2001-2011年世界投入产出数据库,发现全球价值链嵌入与企业的生产效率改进存在“倒U型”关系。参与全球价值链将通过大市场效应、中间品效应、竞争效应和低端锁定效应影响企业的全要素生产率。^①

然而,全球化生产也存在负面影响,尤其是会使得发达国家的分配失衡问题日益严重。Baldwin (2017) 指出在“去工业化”的过程中发达国家国内制造业的工作机会将会持续减少,留下来的工作更多是高技术密集型工作。从宏观经济层面看,发达国家将面临增加值创造和工作创造不完全关联的巨大挑战,以及日渐严重的分配问题。比如,日本的跨国企业就业数据显示全球化生产对日本国内制造业就业存在明显的挤出效应。1997-2012年,制造业部门的日本母公司本国就业减少约3%,而日本跨国企业的海外就业则明显增加(Ryan & Toubal, 2017)^②。此外,Fontagné & Harrison (2017) 表明尽管发达国家正在进行的经济转型符合其比较优势,但可能存在较高的短期调整成本,并要求更加富有远见的投资。^③ 比如,从工业型向服务型经济转变将给工人带来调整成本,以及需要对新的基础设施和教育进行投资以帮助下一代人为新的角色进行准备等。

由于全球化生产的负面影响未能得到足够重视,这致使经济保护主义和“逆全球化”浪潮在部分发达国家再度抬头。比如,英国脱欧、美国以“国家安全”发起“232”和“301”调查,挑起与主要伙伴的贸易争端。唐宜红和符大海(2017)指出当前世界经济出现了“逆全球化”思潮,其主要原因是高收入国家经济疲软、不平等加剧、全球力量平衡发生重大转变。全球化思潮导致贸易保护主义蔓延,将会给世界政治经济带来深刻的不确定性。^④ 佟家栋教授认为当前的“逆全球化”倾向是第二波经济全球化带来的收入分配不均衡导致的。事实上,经济保护主义也与全球化生产的负面影响紧密相关。佟家栋(2017)从政治经济学的视角解释了美国当下采取经济保护主义的原因——资本追求最大限度利润的本性与国家追求社会稳定和创造更多就业机会的意愿形成难以调和的矛盾。^⑤

经济保护主义将对固有的全球产业链形成冲击,不利于全球经济的增长。一方面,关税和非关税贸易壁垒等贸易保护措施将直接冲击双边贸易流,甚至对各国的经济发展带来不利影响。王孝松等(2017)发现国外反倾销措施对中国各行业参与全球价值链及其所处位置产生显著的负面影响。另一方面,经济保护主义还可能导致全球经济政策的不确定性提高,进而不利于全球经济发展。^⑥ 中国企业层面数据为这一结论提供了微观证据。信心危机对贸易

① 吕越、黄艳希、陈勇兵(2017):“全球价值链嵌入的生产率效应:影响与机制分析”,《世界经济》,第7期,第28-51页。

② Ryan, Michael J. and Farid Toubal (2017), Hollowing Out of the Japanese Economy: A Long-Term Perspective, chapter 2 in L. Fontagné and A. Harrison editors, The Factory-Free Economy. Outsourcing, Servitization, and the Future of Industry, Oxford University Press, March.

③ Fontagné, L. & Harrison, A. (2017). The Factory-Free Economy: Outsourcing, Servitization and the Future of Industry. NBER Working Papers No 23016.

④ 唐宜红、符大海(2017):“经济全球化变局、经贸规则重构与中国对策——‘全球贸易治理与中国角色’圆桌论坛综述”,《经济研究》,第5期,第203-206页。

⑤ 佟家栋(2017):“分工与国际经济保护主义:驳‘中国威胁论’”,《世界经济》,第6期,第3-22页。

⑥ 王孝松、吕越、赵春明(2017):“贸易壁垒与全球价值链嵌入——以中国遭遇反倾销为例”,《中国社会科学》,第1期,第108-124、206-207页。

的冲击非常之大。2015年以来,在内、外部经济环境波动加剧的冲击下,中国出口月度同比增长率的方差从2014年的9.5增长至2015年的19.7。鲁晓东和刘京军(2017)利用宏观变量波动、股票价格波动、汇率波动、债券收益率波动以及GDP预测偏差5个指标来度量外部经济的不确定性,也验证了不确定性和外部冲击会对中国出口产生负面影响。^①谭小芬和张文婧(2017)则发现经济政策不确定性通过实物期权和金融摩擦两种渠道抑制了中国企业投资,同时对于外部融资约束程度越大的企业而言,金融摩擦渠道作用越重要。^②

二战后,全球经济持续快速增长得益于全球贸易的大发展,而全球贸易的大发展则得益于全球经济政策不确定性的下降。Arbatli et al. (2017)基于Scott Baker、Nicholas Bloom、Steven Davis三位教授提出的方法构建了1987年1月以来全球经济政策的不确定性指数。^③这种方法通过统计新闻报纸中包含的特定经济政策不确定性词汇的频率,进而估计特定时间某国的经济政策不确定性情况。他们的研究表明可信赖的政策计划、强有力的国家政策能够降低经济活动所面临的政策不确定性,进而有利于该国的宏观经济表现。Handley & Limão (2017)在一般均衡框架性讨论了政策不确定性通过影响企业的进入投资策略,进而对贸易、价格和真实收入的影响。他们发现加入世贸组织降低了中国企业面临的美国进行恶意关税惩罚的威胁,并贡献了1/3以上2000-2005年中国出口的增长。^④Feng et al. (2017)利用2001年前后中国对美国企业-产品层面出口数据估计了贸易政策不确定性对企业层面出口决策的影响。他们发现产品层面关税不确定性的下降,通过影响企业的进入退出行为促使企业间出口规模的再分配。^⑤Balli et al. (2017)表明经济政策不确定性的溢出效应取决于贸易、共同语言、财政、贸易和金融债务不平衡情况。^⑥

五、总结

自2007年全球金融危机爆发以来,已经十周年。本综述分四个部分,对2017年全球宏观经济领域的研究进行了总结与回顾。第一部分总览性地介绍了本轮全球经济复苏的特征、风险和应对建议;第二部分重点关注货币政策,介绍了美欧货币政策正常化的路径及其对新兴市场国家的影响;第三部分重点关注审慎监管政策,阐述了危机后全球银行业的发展状况,并讨论了审慎监管改革的最新动向;第四部分重点关注全球产业链与经济政策不确定性,讨论了全球化生产、收入分配失衡与经济政策不确定性的相互作用。

有关本轮全球经济复苏,主要关注点和结论可总结为三点。第一,当前全球经济复苏是

① 鲁晓东、刘京军(2017):“不确定性与中国出口增长”,《经济研究》,第9期,第39-54页。

② 谭小芬、张文婧(2017):“经济政策不确定性影响企业投资的渠道分析”,《世界经济》,第12期,第3-26页。

③ Arbatli, E., Davis, S., Ito, A., Miake, N. & Saito, I. (2017). Policy Uncertainty In Japan. *NBER Working Papers* No 23411.

④ Handley, K. & Limão, N. (2017). Policy Uncertainty, Trade, and Welfare: Theory and Evidence for China and the United States. *American Economic Review*, 107 (9): 2731-83.

⑤ Feng, L., Li, Z. & Swenson, D. (2017). Trade Policy Uncertainty and Exports: Evidence from China's WTO Accession. *Journal of International Economics*, 106 (C): 20-36.

⑥ Balli, F., Uddin, G., Mudassar, H. & Yoon, S. (2017). Cross-Country Determinants of Economic Policy Uncertainty Spillovers. *Economics Letters*, 156 (C): 179-183.

危机以来最为强劲的,但是各国经济复苏并不同步。在这其中,新兴经济体比发达经济体更加值得担忧,新兴经济体应当继续夯实经济基本面。第二,各国经济停滞和复苏的原因不一样,因此,应当采取差异化的政策予以应对,同时通过国际政策协调避免负向外溢效应;第三,高杠杆率被视为经济复苏的一个重要威胁,通过财政政策部分替代信贷政策以及适度调低增长预期是应对之策。

随着全球经济复苏,发达国家货币政策开始走上正常化之路,并对新兴市场国家造成影响。关于美欧货币政策正常化路径,主要关注点如下。1)对货币政策效果的评价;2)货币政策正常化进程及潜在风险;3)货币政策中既有通胀目标的调整。为了理解美欧货币政策调整对新兴市场国家的影响,本综述回顾了金融危机以来新兴市场跨境资本流动的变化,评述了新兴市场在管理资本流动方面取得的进步,最后讨论了发达国家货币正常化给新兴市场带来的潜在冲击与风险。

危机后全球银行业发展呈现区域分化特征,对审慎监管体系和政策的改进成为危机后金融改革的重点。有关审慎监管政策改革,主要关注点和结论总结如下。第一,审慎监管政策创新层出不穷,但各国改革焦点存在差异。第二,有关现有审慎监管要求的最优强度的争议仍在持续并更加深入。关于最低资本要求的最新研究认为,在危机发生可能性和造成损失较大以及提高资本水平对危机造成损失缓解效果好的情况下应增加最低资本要求。而在存在其他危机应对措施能够更好实现危机防范和损失应对的情况下,应当降低最低资本要求。第三,学术界和政策制定者们仍在探索审慎监管制度和政策工具的最优设计。相关最新研究方向如下:1)除资本监管要求以外的其他微观审慎政策工具的作用机制和影响;2)多种微观审慎政策工具之间的相互作用和最优政策组合;3)对宏观审慎政策框架的完善与拓展,包括政策目标的扩展和政策工具的创新;4)审慎监管政策与其他经济政策之间的相互作用,尤其是如何与货币政策相互协调。

有关全球化生产和经济政策不确定性,主要关注点和结论包括四部分。第一,运输成本下降和贸易自由化带来了生产的全球化。第二,尽管全球化生产带来了生产效率的提高,但同时会导致发达国家分配失衡问题日益严峻,并在一定程度促使经济保护主义抬头。第三,经济保护主义和“逆全球化”浪潮不利于全球经济增长,并且会增强政策不确定性。第四,经济政策不确定性会对全球经济造成进一步损害。