

2014 年全球宏观经济学综述

常殊昱 杨盼盼*

全球宏观领域的研究同全球宏观当年的重大事件密切相连。2014年,全球宏观领域有如下大事件:全球失衡作为一个现象级事件走过十周年,失衡规模整体缓和;发达国家经济增长速度持续低迷,引发长期停滞担忧;主要发达经济体超常规货币政策开始分化,美国启动量宽退出,欧日持续加码宽松;新兴市场经济体增长放缓引发关注;在全球化程度日益加深的今天,一国宏观经济政策的溢出改变了全球宏观经济政策协调的动力。

本学科综述参考国外学术期刊9份,国内学术期刊9份,国际知名智库7家,IMF和世界银行的报告7篇,确定本年度全球宏观领域重点研究的主题包括以下七个:全球失衡和再平衡,经济长期停滞,美联储退出量宽,日欧通缩困境和超常规货币政策,新兴市场国家经济增长,美联储退出量宽对新兴市场国家的溢出效应,全球宏观经济政策协调。

一、全球失衡和再平衡

从2004年中美经常账户失衡成为一个重要的问题,到2014年正好十年^①,全球失衡和再平衡问题始终在全球宏观经济领域占据一席之地。在全球金融危机之前,研究的焦点问题集中于全球失衡的状态是否可持续。危机爆发初期,全球失衡被视为全球金融危机的重要原因,因此研究的重点又转向全球失衡与危机之间的关联。但是根据IMF(2014)的测算^②,经常账户赤字率排名前十的国家的赤字总和已经减少一半(占世界GDP比例),而相应盈余前十位国家的总和盈余也下降了1/4。总体上看赤字的分布变得相对分散,不再集中在少数几个国家,且中国、日本等大规模顺差国及美国等大规模逆差国经常账户规模有了显著缩窄,对于全球再平衡问题的研究又再次发生转向。当前的核心问题转变为:全球失衡规模下降的原因是什么?继而,全球失衡是否会卷土重来?

第一个问题的共识较大。研究普遍认为全球金融危机导致外部需求疲软是主要原因。IMF(2014)的研究指出,基于他们开发外部均衡评估(External Balance Assessment, EBA)模型,最近的全球失衡调整更多是由于危机过后赤字国大幅减少支出导致的,主要体现为进口的显著下降。支出减少带来的调整成本是巨大的,表现为失业率高企和产出缺口扩大。Ai-

* 常殊昱为中国社会科学院世界经济与政治研究所博士后, changshuyu@126.com; 杨盼盼为中国社会科学院世界经济与政治研究所助理研究员, pamelapanda@126.com。作者感谢匿名审稿人的建设性意见,并自负文责。

① Eichengreen, B. (2014). A Requiem for Global Imbalances. *Project Syndicate*, January 13.

② IMF (2014). Are Global Imbalances at a Turning Point? *IMF World Economic Outlook*, October, Ch4.

zenman et al. (2014) 收集发达国家和发展中国家 1980—2012 年间的经常账户盈余和其他经济变量数据进行面板回归, 结果表明, 危机后全球经济发生了结构性改变^①。在金融危机发生后, 美国不再是其他国家出口需求的重要国家。由于房地产和证券资产价值的下降, 美国私人部门被迫去杠杆化。私人 and 公共部门都发生了巨大调整, 这使美国不能再大量吸收世界的出口。

第二个问题争议较大。IMF (2014) 认为, 经常账户调整主要有两种方式: (1) 支出总量的调整, (2) 在本国和国外商品、服务支出上的结构性调整。前者主要是通过本国相对需求的改变来实现的, 而后者则主要经由实际汇率调整完成, 相比之下, 实际汇率调整对失衡的改善作用则要小一些。正是由于此次调整主要是由支出减少带来的, 一个自然的推论则是未来随着各国经济复苏和产出缺口缩小, 经常账户失衡问题可能再一次加剧。另一个证据是, 对比 2006 年和 2013 年净债务和债权排名前十的国家名单, 可以发现两者的重合度很高——这说明从存量上来看, 失衡问题在国家间的分布有很强持续性。这表明, IMF 认为当前的调整是周期性的。争议主要来源于如下两个方面。其一, 支出减少是否会迅速恢复, Eichengreen (2014) 认为可能性极小, 中美两国要回到危机前的增长率和支出模式均是困难的, 这就意味着经常账户失衡问题的加剧可能性不大。其二, 调整并非周期性, 而是结构性的。Aizenman et al. (2014) 的面板数据研究就发现, 金融危机前, 盈余国的经常账户盈余与外汇储备的增加、贸易和美国经常账户赤字的增加是正相关的; 危机后, 前两项变量的相关性变得不显著, 而与美国需求间的相关性变成了显著负相关, 这是结构性的变化。从中国的角度来看, 中国的贸易盈余对其外汇储备的影响在危机前后都非常对称, 国内信贷的影响在危机前后的影响也差不多相似, 而 FDI 的影响则发生了变化, 在危机前, 对外 FDI 对外汇储备影响微弱, 但危机后影响却变得相当显著。这一转变表明, 中国经常账户盈余的减少和外汇储备积累的减速会成为新常态。全球经济增长缓慢使中国更加依赖国内需求来扩张经济, 而持有外汇储备的高成本会推动中国更多地进行对外直接投资。

由此可见, 对于全球失衡是否会重来的关键分歧出现在对于全球经济未来走势的变化。IMF 认为全球失衡的好转是周期性的, 因此当全球经济回暖之后, 经济自然又回到了危机之前的模式, 全球失衡可能再度出现。Eichengreen 同样认为全球失衡的好转同经济减速相关, 但经济要重新恢复十分困难, 故而全球失衡无法再回到从前。Aizenman et al. (2014) 则认为全球失衡的根基已经发生了结构性的变化, 故而不会再回到此前的失衡模式。

由于学术研究成果的发表存在时滞, 2014 年在学术期刊发表的文章仍有很多在探讨全球失衡的原因, 不过, 尽管全球失衡的规模在事实上已经缩窄, 但全球经济的失衡仍在很大程度上存在, 这些研究对充实全球失衡研究颇有裨益。具体研究视角如下。

第一, 从储蓄—投资的传统视角研究经常账户问题。Ma & McCauley (2014) 重点关注中国和德国这两个顺差国, 并指出两国顺差受益于两个国家在 21 世纪头十年的国内改革措施, 这使得两国企业储蓄上升, 继而经常账户余额上升。Ma & McCauley (2014) 还比较了两国作为净债权国的差异, 中国的主要头寸集中于安全债务资产, 股权净资产为负, 而德国则两者

^① Aizenman, J., Jinjarak, Y., & Marion, N. (2014). "China's Growth, Stability, and Use of International Reserves." *Open Economies Review*, 25 (3), 407-428.

皆为正,是更为成熟的净债权国。^①付海燕(2014)研究了国际直接投资对中国国际收支的影响机理,对外直接投资通过投资效应、利润汇回效应和贸易效应所包含的7种渠道影响母国国际收支;对外直接投资初期会造成母国国际收支净效应为负的情形,但伴随对外直接投资存量的累积,国际收支净效应会逐步为正^②。

第二,从政策视角研究经常账户问题。McKibbin et al. (2014)研究财政政策对失衡格局的影响,发达国家和发展中国家在财政政策上存在着不对称性,发达国家正在经历财政整顿,而发展中国家需要将更多的财政资金投入基础设施投资中,这将成为未来全球国际收支的一个重要变量。^③姚斌、李建强(2014)分析城镇化进程对经常账户的长期结构性影响,探讨未来国际收支格局的调整。以1970~2010年19个G20成员国非平衡面板数据为样本的研究表明,城镇化水平提升将系统性地降低经常账户顺差占GDP比例,且其影响要大于实际有效汇率和人口结构等因素。城镇化水平的上升为未来理想的国际收支格局创造了有利条件。^④赵文生、刘树林(2014)提出货币稀释理论,即纸币的本质特征就是对产出价值的稀释或分割,据此研究了流动性过剩与全球失衡的关系。^⑤

第三,从服务贸易的角度解释经常账户失衡。Barattieri (2014)从服务贸易的角度给出了全球失衡的新解释。通常认为,美国大规模的经常账户逆差主要源自于其大规模的货物贸易逆差,服务贸易则略有盈余,日本、德国和中国则与之相反,但是,Barattieri通过检验20世纪90年代中期起OECD国家和发展中国家数据发现,服务业出口的专业程度同经常账户盈余呈现负相关,服务业专业化是引起经常账户逆差的原因。通过建立一个两国两部门的国际真实周期模型,Barattieri提出对全球失衡的一个新解释,即美国服务业的比较优势,及货物贸易和服务贸易发展的非对称性是造成全球失衡的重要原因。^⑥

第四,从增加值贸易的视角看待全球失衡。Johnson (2014)^⑦和Bems (2014)^⑧分析了增加值贸易给全球失衡研究带来的改变。首先,Johnson (2014)认为对于全球失衡的理解会因为增加值贸易数据的不同而不同,货物贸易领域以增加值衡量的重要性低于传统贸易口径,同时,在不同的国家之间也有较大的差异。其次,Johnson (2014)分析了对于全球失衡的应对,由于增加值的测算实质上相当于将各国的贸易余额重新分配,因此需要重新考虑再平衡的重点,Johnson (2014)特别指出,若想降低美国的失衡,可能应当少关注中国而多关注日

① Ma, G. & McCauley, R. (2014). Global and Euro Imbalances: China and Germany. *China and World Economy*, 22 (1), 1 - 29.

② 付海燕(2014):“OFDI对中国国际收支影响的机理与实际测算”,《统计研究》,第12期。

③ McKibbin, W., Stoeckel, A. & Lu, Y. (2014). Global Fiscal Adjustment and Trade Rebalancing. *The World Economy*, 37 (7), 892 - 922.

④ 姚斌、李建强(2014):“城镇化进程与国际收支格局的定位——以经常账户为‘锚’的分析”,《金融研究》,第3期。

⑤ 赵文生、刘树林(2014):“流动性过剩与全球失衡的世界经济冲击综合分析——基于货币稀释理论”,《财贸经济》,第6期。

⑥ Barattieri, A. (2014). Comparative advantage, service trade, and global imbalances. *Journal of International Economics*, 92 (1), 1 - 13.

⑦ Johnson, R. C. (2014). Five Facts about Value-Added Exports and Implications for Macroeconomics and Trade Research. *The Journal of Economic Perspectives*, 28 (2), 119 - 142.

⑧ Bems, R. (2014). Intermediate inputs, external rebalancing and relative price adjustment. *Journal of International Economics*, 94 (2), 248 - 262.

本和韩国。再次, Bems (2014) 指出传统无生产投入的多部门宏观经济模型实质上是一个基于增加值的模型, 使用传统贸易流估计会产生极大的偏误, 重估的结果表明偏好权重和价格弹性都与此前有很大的差异, 继而使得此前的宏观模型估计产生偏误。

除了分析全球失衡的原因, 李扬 (2014) 指出危机之后的再平衡对于中国而言是重大机遇: 世界经济进入了结构调整期和产业转型期, 这有利于中国培育“发展新优势”和“抢占未来发展战略制高点”; 新兴市场实力上升, 世界治理机制变革, 有助于中国发展壮大自身, 提升全球治理的参与能力。^① 杨盼盼、徐建伟 (2014) 从历史角度研究全球失衡问题, 通过分析和整理 1885—2008 年世界各国的经常账户数据, 他们得到如下发现。第一, 全球失衡并不是新近发生的现象。全球失衡的规模变化与国际货币体系变迁存在显著关联。第二, 全球失衡并没有出现向更多国家扩散的趋势, 而是始终集中在少数主要国家。第三, 世界主要国家在快速成长期间都是伴随着经常账户顺差的积累, 逆差国的产生则与一国的经济发展模式和国际货币体系密切相关。^② 匡可可 (2014) 对经常项目逆差引发金融危机的机制进行研究, 通过一般均衡动态建模及案例分析发现, 财富效应和价格效应的相对变化是影响一国内外均衡的主要因素, 但发达国家金融危机的直接原因是资本流入无法弥补经常账户逆差, 而发展中国家金融危机的直接原因则是汇率失衡引致的国际资本冲击。^③

二、经济长期停滞

由于美国和欧洲经济增长率持续放缓, 在全球金融危机之后没有显著的改观, 亟须新的理论框架对这一典型事实进行分析。美国前财政部部长、哈佛大学校长和白宫经济委员会主任 Summers (2014) 复活了产生于 20 世纪 30 年代的“长期停滞”假说。^④ “长期停滞”研究获得了广泛的关注, 在 CEPR 出版的一本电子书中 (Teulings & Baldwin, 2014), 若干位具有重要影响力的经济学者撰文探讨了他们对长期停滞的看法。^⑤

长期停滞研究的讨论主要集中在以下三个方面。

第一, 长期停滞是什么。Summers (2014) 的分析假定经济体受到了产出冲击, 这通常会增加私人储蓄倾向, 并减少投资偏好。这一冲击在一般情况下将通过以下渠道影响经济增长: 人们会预计利率持续下降, 直到充分就业的利率刚好能使得储蓄和投资相等。也就是说, 由于储蓄和投资倾向的变化, 或为使其变化而导致的政府开支变化可能会影响经济中的充分就业的实际利率 (FERIR), 而不是直接影响产出和就业。但该逻辑推理中的必要前提条件是利率必须具有完全灵活性。事实上, 在现代经济中, 短期内的安全利率不可能降至零以下, 因为货币具有替代的可能性, 市场利率由于存在风险溢价更是不可能降至零以下。所以, 现代经济体系中的利率并不是完全灵活的。由于利率不可能持续向下调整, 也就可能无法得到

① 李扬 (2014): “失衡与再平衡”, 《国际金融研究》, 第 3 期。

② 杨盼盼、徐建伟 (2014): “‘全球失衡’的百年变迁——基于经验数据与事实比较的分析”, 《经济学 (季刊)》, 第 2 期。

③ 匡可可 (2014): “经常项目逆差引发金融危机的机制研究”, 《金融研究》, 第 3 期。

④ Summers, L. H. (2014). Reflections on the ‘New Secular Stagnation Hypothesis’. In Baldwin, R. & Teulings, C. eds. *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*: 27–39.

⑤ Baldwin, R. & Teulings, C. (2014). *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*. <http://voxeu.org/content/secular-stagnation-facts-causes-and-cures>

在充分就业情况下储蓄和投资的均衡。这就是长期停滞假说的情形，此观点最早由阿尔文·汉森（Alvin Hansen）在20世纪30年代提出。据此，根据 Teulings & Baldwin（2014）的总结，长期停滞被定义为，需要实际利率为负才能使充分就业情形下储蓄等于投资。

除了上述实体经济视角对长期停滞进行界定，Summers（2014）还从金融稳定的视角进一步丰富了长期停滞的内涵。即便零利率下限得以突破或是经济体持续维持低利率，这都会以牺牲金融稳定为代价。因为他们增加了投资者风险偏好，促使不负责任的借贷行为。他们也会使得庞氏骗局看起来更具有吸引力，因为利率相对预期增长率来说变得非常低。因此，通过努力把利率降至极低，就算使得经济表现相对让人满意，也必然引发金融稳定性问题。由此看来，长期停滞如果真的存在，就意味着势必要在令人不满的经济增长及就业或是令人不满的金融体系中做选择，这对于一个国家而言，是真正的政策困局。

对于长期停滞理解的分歧在于，“长期停滞”虽然名为“长期”，但仍是关注需求面的中短期问题，许多学者更倾向于关注真正的“长期”增长停滞。Eichengreen（2014）认为对于长期停滞应当有四种理解。第一种是由于所有伟大的发明都已经被发明了，故而经济增长放缓。第二种是总需求停滞，即低利率情况下人们也没有意愿消费，企业也没有意愿投资，这是与 Summers 最接近的理解。第三种是产出和全要素生产率停滞，因为（美国）投资于基础设施、教育和培训的规模下降。第四种是美国供给侧的潜力被危机和随后缓慢的复苏给破坏，譬如失业太久无法回到劳动力市场的情况。在他看来，后两种理解更值得关注。Gordon（2014）则直接指出，需要将 Summers 的“长期停滞”与长期增长放缓区分开来，“长期停滞”关注降低产出缺口，而经济真正面临的是潜在产出下降的问题。在他看来，美国未来25—40年还将持续缓慢增长，因为经济面临人口、教育、不平等和政府债务四大问题。

第二，如何识别长期停滞。正如 Teulings & Baldwin（2014）所言，无论对于经济放缓持有怎样的观点，政策制定者都应该担心较低的实际利率。如果欧元区经济在零政策利率条件下，仍然呈现持续低迷，那么，长期停滞的观点将是令人信服的。但是有可能，即使是另一个5年的经济增长的乏力都不足以说服关键决策者。当然，到那时候，就已经太晚了，将耽误一代年轻欧洲人。长期停滞存在的意义就是要向这样的观点敲响警钟。

对于 Summers 所言的长期停滞，最重要的识别方法也是他自己提出的，即 FERIR 水平的大幅度下降。无论是在世界范围内还是美国，FERIR 在过去十五年均呈现下降趋势，这与 IMF（2014）《世界经济展望》中关于工业国家的实际利率变化趋势的判断是相一致的。IMF 测算表明：全球实际利率在1985年时达到5%的峰值，在全球金融危机之前将至2%，2012年时接近0%。Caballero & Farhi（2014）也同样认为长期停滞主要体现为实际利率的长期下降，他们认为产生这一问题的主要原因是全球安全资产的缺乏，这一问题将持续困扰在危机中复苏的经济体。^①

FERIR 下降的结构性原因如下。缓慢的人口增长和技术创新的速度下降导致对资本品需求减少。收入差距扩大，消费倾向较低的群体获得更多的收入抑制消费需求。金融中介摩擦的增加，市场参与者越来越趋于风险规避。央行和政府积累储备，采用谨慎的投资策略，安全利率降低。通货紧缩持续。如果经济体因结构性问题面临低利率，就极有可能出现长期停滞。由此可见，虽然对于长期停滞的定义仍侧重有长期和短期，但是在识别的时候二者能够

^① Caballero, R. J. & Farhi, E. (2014). On The Role of Safe Asset Shortages in Secular Stagnation. In Baldwin, R. & Teulings, C. eds. *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*: 111 - 122.

在一定程度上实现统一。

对于长期停滞的识别从美国开始,但是 Crafts (2014) 指出,欧洲比美国更可能面临长期停滞的威胁,欧洲的人口结构老化、生产率增长放缓、财政整顿导致财政政策空间受限,欧央行过度关注低通胀目标都是导致欧洲更加危险的原因。^① Jimeno et al. (2014) 的看法更加乐观,他们认为欧洲通过结构性改革能够部分消减上述不利因素。^②

第三,应当采取怎样的政策应对长期停滞。Summers (2014) 提出了如下两类解决方案。第一类方案主要关注货币政策,即设法进一步降低实际利率。具体的举措包括设定更高的通货膨胀目标,提高通胀预期有助于获得一个更低的实际利率,进一步向下突破零利率约束。也可以采取进一步的量化宽松举措,但这类举措有增加金融不稳定的风险,继而对产出造成负面影响。Krugman (2014) 同样认为,在长期停滞的背景下,如果央行仍然过于审慎不设定较高的通胀目标,那么货币政策就更有可能会失败。^③ 对于设定更高的通货膨胀目标,Teulings & Baldwin (2014) 指出,出于对日本“失去的十年”的恐惧,美国和欧洲强烈地主张一个更高的通胀目标。然而,对这类治疗政策持反对态度的主要理由是,德国 1923 年令人厌恶的恶性通货膨胀。对于历史的印记深刻地影响了政策走向,更何况,货币政策本身无法治愈长期停滞问题。

第二类方案主要关注财政政策和结构性改革措施,通过增加投资和减少储蓄来增加资金需求,这在提高 FERIR 的同时,能够促进金融稳定以及增加产出和就业。具体的政策因国家和情境而异,但至少应包括增加公共投资,减少结构性障碍以促进私人投资和促进商业信心,承诺保证基本的社会保障,维护消费能力和向那些有较高消费倾向的群体重新分配收入以降低不平等。扩张型财政政策是这类方案的重要内容,特别是基础设施融资,因为其具备了刺激需求和提升潜在增长的双重作用,但是 Krugman (2014) 指出,如果负利率的情况不能持续,财政就将面临不可持续的问题。Koo (2014) 认为,当前的长期停滞主要源于去杠杆带来的“资产负债表衰退”,财政政策本该发挥更大作用,但是受到民主制度的约束,财政支出的扩张并不是容易的事。^④

三、美联储退出量化宽松货币政策

2013 年下半年,美联储宣布计划于 2014 年初开始逐步退出量化宽松货币政策(以下简称量宽)。在美国经济复苏,各项宏观经济指标向好的背景下,退出量宽是美联储的必然选择,但放水容易,收缩需艺术。5 年的流动性浪潮褪去之时,曾经流动性盛宴掩盖下的风险将暴露、不确定性会增加,加上全球经济复苏的不均衡性,美国货币政策的正常化进程必面临多重考验。

① Crafts, N. (2014). Secular Stagnation: US Hypochondria, European Disease? In Baldwin, R. & Teulings, C. eds. *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*: 91–99.

② Jimeno, J. F., Smets, F. & Yiangou, J. (2014). Secular Stagnation: A View from the Eurozone. In Baldwin, R. & Teulings, C. eds. *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*: 153–164.

③ K Krugman, P. (2014). Four Observations on Secular Stagnation. In Baldwin, R. & Teulings, C. eds. *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*: 61–68.

④ K Koo, R. (2014). Balance Sheet Recession is The Reason for Secular Stagnation. In Baldwin, R. & Teulings, C. eds. *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*: 131–142.



总的来看,五年的非常规货币政策基本完成了其推出时的两个主要目标。第一,熨平国债收益率曲线,降低长期国债收益率,从而起到降低美国住房贷款利率而激励居民消费的作用。第二,缩小风险资产和无风险资产的流动性利差,用央行资产负债表的资产的变化和规模的扩大来缓解金融系统的脆弱性(王永中,2014)^①。从基本面看,到2014年,美国经济在增长、就业、通胀等几方面都表现出了回暖,虽仍有不确定性相伴,但在复苏迹象相对明显、经济处于上行点位退出量宽,是权衡利弊后的必然选择。对于美联储对量宽的退出,学术和政策研究文章主要集中在量宽退出的原因分析和量宽退出过程中面临的风险。

第一,关于退出量宽的原因,可以从多方面理解。

首先,量宽自推出开始就批评声音不断。批评的一个焦点在于认为量宽造成收入的不公平。Cohen-Setton(2014)从分配效应上解读量化宽松,认为非常规货币政策加剧了经济主体间的财富的不平等。^② Dorn(2014)也认为美联储通过前瞻指引维持长时间超低利率的行为助长了收入与财富的分配不公。

其次,量宽对经济的刺激作用边际递减。约翰·马金(2014)指出量宽持续使用和感胃的抗生素滥用原理一致:效果只会越来越差。经济处于平常周期时的美联储货币政策通常是遵循泰勒规则的,即通胀目标制。由于规则明确,市场参与者越来越能够预期到美联储的货币政策节奏,但这也使得货币政策内生性,让美联储用调节联邦基金利率来调控经济的货币政策变得越来越无效。作者引用20世纪70年代罗伯特·卢卡斯和托马斯·萨金特的“出其不意”理论,指出在“理性预期”框架下,只有“出其不意”的政策才能够对宏观经济的重要指标如增长率、失业率等产生有效影响。在这个分析框架下,量宽在推出之初之确实起到了稳定经济的作用,因为它“出其不意”地超出了家庭和企业的预期。而在量宽推出5年后,政策内生性的问题也开始显现,此时市场参与者已经适应了这种新的政策规则,加上这种政策在循环往复操作,必然起到的推动经济增长的作用会越来越小。^③

再次,长期的货币政策非正常化,会造成金融市场的不确定性和脆弱性,必不可持续。易宪容(2014)^④、Dobbs(2014)从不确定性角度分析了不及时退出量宽的代价。指出量宽的作用机制是通过非常规手段,降低政府和企业的债务负担,但这是以居民利息收入损失和金融及保险业利润下降为代价的。在危机时刻,这种部门间利益的输送和转移可助力经济大环境渡过难关,但长此以往,会扭曲经济结构,累积过高的金融市场不确定性和脆弱性。

最后,货币政策正常化关乎美联储信誉。在量宽推出之后,零利率下限使得美联储货币政策的实施和传导已经无法通过下调利率实现,因此美联储推出了前瞻指引作为重要的货币政策沟通机制,具体包括FOMC会议声明、经济预测摘要(SEP)、就业率与通货膨胀门槛指标和点阵图等共同组成沟通机制的载体。其中,关于就业和通胀门槛中,在2013年的声明中,美联储将6.5%的失业率和2%的通货膨胀率作为门槛指标。其中,失业率门槛更受关注。失业率是代表市场当时状况最好的单一指标,同时也是未来劳动力市场较好的预期指标。

① 王永中(2014):“美联储进入和退出量化宽松的节奏与效应——兼论中国外汇储备的投资策略”,《金融评论》,第3期。

② Cohen-Setton, J. (2014). The spillovers of fiscal and monetary policies. <http://bruegel.org/2014/11/the-spillovers-of-fiscal-and-monetary-policies/>

③ 约翰·马金(2014):“为什么量化宽松和抗生素滥用都会失败?”《国际经济评论》,黄懿杰编译,第2期。

④ 易宪容(2014):“美国量宽政策退出的市场不确定性效应”,《财贸经济》,第5期。

吴培新(2014)认为,根据2013年的数据,劳动力市场相对于QE3推出时已有明显改善,若不启动退出,则央行信誉必然受损,市场的迷茫和投资者信心的失去是任何经济都不能承受之殇。^①

关于量宽退出的风险,研究从以下三个角度展开。

第一,从超宽松货币政策下累积的脆弱性暴露来考虑量宽退出的风险。管涛、陈之平(2014)通过历史数据解读这种风险,文章指出三次超宽松货币政策后的加息周期均伴随着不同程度的危机。作者认为,这是货币政策正常化过程中显现出来的之前超常规货币政策中累积的风险暴露。首先,量宽下长端利率被刻意压低,打造了大规模的垃圾债券(高收益债券),而随着国债收益率曲线回归正常,长端利率提升,这些债券的风险将随之迅速提高。其次,股票市场的繁荣面临检验,在流动性过分充足时期,上市公司通过低成本发行债券募集资金后回购本公司股票,造成股票价格的虚假繁荣,这种流动性盛宴而非企业盈利的增长制造的财富效应在货币政策正常化过程无法持续。再次,退出意味着让渡给政府和企业的低债务成本利益将不在,可能使盈利下降与资本成本上升并存。^②

第二,全球经济复苏的不均衡加剧了量宽退出过程中的不确定性。美联储此次货币政策正常化进程除面临国内金融系统风险外,全球宽松美国紧缩的局面也加剧了量宽退出的复杂性。由于复苏的不均衡,欧洲和日本在货币政策上和美国走上了截然不同的道路,而出于对货币政策的连续性考量,这种分化将持续些时日,这一分化造成了美国货币进入收紧通道的最大不确定性,这也与美联储货币政策正常化的道路的缓慢且审慎路径相一致。这也解释了美联储退出QE的同时配合使用了时间为导向的前瞻指引,在FOMC会议声明中提出将在未来相当长的时间里实行超低利率政策,从而中和退出QE对市场的负向冲击(易宪容,2014)。^③

国际货币基金组织首席经济学家奥利弗·布兰查德在2014年1月发布的《全球经济展望》中阐释并肯定了世界经济从危机中的复苏态势,但也指出了这种复苏的不均衡性。作者对美国、英国和欧元区核心国家的复苏呈乐观态度;对于日本经济预测了复苏的可能但偿任务艰巨。因为2014年度,涉及日欧的通缩困境和货币政策应对的文献很多,我们将在下面的第5个论题“日欧经济通缩和非常规货币政策”进行详细论述。

第三,量宽退出对新兴市场的溢出效应。Schachter(2014)认为美国货币政策紧缩使得新兴市场国家,尤其是脆弱五国(巴西、南非、印度、土耳其和印度尼西亚)的经济环境变得更加艰难。^④在这样的背景下,新兴市场国家需要做好准备应对增长前景的恶化。研究溢出效应的文献众多,我们将在专题6“美联储退出量宽对新兴市场国家的溢出效应”展开描述。

① 吴培新(2014):“美联储非常规货币政策框架”,《国际金融研究》,第9期。

② 管涛、陈之平(2014):“美联储退出量化宽松货币政策与金融稳定”,《国际经济评论》,第6期。

③ 易宪容(2014):“美联储量化宽松货币政策退出的经济分析”,《国际金融研究》,第1期。

④ Schachter, C. (2014). Winter is Coming: Beyond the IMF-World Bank Spring Meetings, an Unfinished Battle for Reform. <http://blogs.cfr.org/patrick/2014/04/11/winter-is-coming-beyond-the-imf-world-bank-spring-meetings-an-unfinished-battle-for-reform/>

四、日欧通缩困境和超常规货币政策

2014年,日本、欧洲的宏观经济政策有着共同的关键词,即应对通缩,对于日本来说,2004到2013年10年间的CPI都在0附近徘徊,所以通缩是老问题;而对于欧洲来说,2014年是通缩苗头出现的一年,所以通缩是新状况^①。为应对老问题和新状况,二者也分别采取了不同的政策,政策效果也并不相同。

如上所述,对于日本经济来说,通缩已持续了相当长的时间,但直到2013年,日本央行才终于接受经济学家的建议,开始了日本版的量化宽松货币政策,尝试摆脱通缩,达到2%的通胀目标。在2014年的文献中,学者们的关注点集中在政策的效果及政策的深化上。之所以要进行日本版量宽,最重要的目的是通过改变因通缩预期,使企业和消费者改变长期以来的支出延迟的状况。

具体来说,日本版量宽开始于2013年4月,日本央行增加了日本政府债券的购买量。2013年11月,核心通胀率(扣除食品和能源价格变化之后的通货膨胀率)上升至0.6%。虽然通胀水平依然很低,但这是过去15年来的最大升幅(Swagel, 2014)^②。随后,日本央行为进一步减少市场参与者的通缩预期,在2014年上半年即扩大了资产购买计划,10月底再度推出货币刺激政策,扩大货币宽松规模,以刺激因上调消费税而遭受打击的实体经济。这一决定使得日元大跌,股市大涨(Wolff, 2014)^③。

有文献指出美国对日本非常规货币政策呈欢迎态度,认为虽然该政策会使日元贬值,这会给予日本出口企业竞争的美国企业造成不利影响。但是,日本复苏将有助于工资上升,消费者也会因为不再等待价格下跌而使消费将复苏,最终企业的投资和雇员数量都会增加。这有利于提振美国经济和维护国家安全(Swagel, 2014)。然而从事后看来,这一观点过于乐观,日本的量化宽松效果普通,并没有带来产出增长的趋势,也没有实现在2015年2%的通胀目标,从全球宏观视角,这加大了美联储退出量宽的外部不确定性。

再谈新近面临通缩压力的欧洲,通货膨胀的下降以及经济的疲软引发了警惕通货紧缩以及自我加强螺旋式通货紧缩与萧条的讨论。Wolff(2014)认为日本的货币政策中有三大教训值得欧洲政策制定者吸取。第一,改变民众和投资者对通缩的预期是非常困难的。第二,财政政策和货币政策要协调一致,不适当的财政紧缩力度可能会拖累经济复苏。第三,必须考虑经济政策颁布和实施时可能面临的压力。

因为是新近问题,所以讨论的文献更多。我们可以先从统计数据考证这担忧和讨论的来源。欧元区的通货膨胀率(CPI)在2011年底时高达3%,但到2013年初时已经降到欧洲中央银行通货膨胀目标值2%以下。从2013年10月,欧元区CPI一直在0.3%至0.8%之间徘徊。这么低的通货膨胀率只有在金融危机之后的大萧条期(2009年5月至10月)出现过。

^① 日本2004到2014年的CPI(单位:%)值依次是0.00、-0.30、0.30、0.00、1.40、-1.40、-0.70、-0.30、0.00、0.40、2.70;欧洲2004到2014年的调和CPI值分别是2.10、2.20、2.20、2.10、3.30、0.30、1.60、2.70、2.50、1.40、0.40。

^② Swagel, P. (2014), Monetary policy in Japan: Finally on track. <http://www.esri.go.jp/jp/workshop/040622/040622mishkin1.pdf>

^③ Wolff, G. (2014), Lessons from the Bank of Japan for the euro area. <http://bruegel.org/2014/11/lessons-from-the-bank-of-japan-for-the-euro-area/>

而且,欧元区区的产出也远低于潜在产出,这意味着在中期内欧元区区的产出缺口一直为负。

在政策和学术文献中,对欧元区区通缩现状和相应货币政策的讨论集中于以下两个方面。

第一,通缩让经济复苏举步维艰,这种艰难主要来自于通缩环境对债务环境和真实劳动报酬调整的不利影响。Claeys et al. (2014) 通过使用调和消费者物价指数(HICP)中通货紧缩阶段的分项数量度量了欧洲的通货紧缩风险,认为欧洲的大多数国家自2012年以来都经历了较低的通货膨胀率。剔除了增税的影响后,经济基本面最脆弱的国家自2012年以来表现出了更加显著的通胀紧缩趋势。低通胀加大了相对价格调整的难度,债务的去杠杆化也变得更加复杂,同时债务的可持续性也受到威胁。^①

所有其他条件不变的情况下,Lombardi & Amand (2014) 认为,一个正的通货膨胀率通过增加名义国内生产总值,降低了债务占GDP的比率。而通缩环境下,这显然不利于债务的扩张,影响财政政策发力。而从真实劳动报酬调整的角度看,低通胀使得真实劳动报酬的调整变得更加困难或几乎不可行。而以上二者均对经济的复苏至关重要。^②

Lachman (2014) 认为德国宏观经济指标的衰退,意大利的高债务水平(债务比GDP接近140%),以希腊、爱尔兰和葡萄牙为代表的外围经济国家陷入紧缩疲惫状态,这都可以作为欧洲债务问题的前期预警。^③

Lombardi & Amand (2014) 引用IMF的方法估计欧元区未来一年内有20%的可能性出现通货紧缩。由于这关系到债务状况、不确定性、信贷配置和相对工资的调整,欧央行持续通胀的目标对欧元区的复苏至关重要。作者认为欧元区将持续低通胀,同时存在通缩风险。低通胀不利于欧元区外围国家债务状况的改善,也使得真实单位劳动力成本的调整更加困难,从而对欧元区的复苏产生不利影响。

在一片担忧中,也有不同声音的出现,Wiel & Wolters (2014) 通过菲利普斯曲线分析,预测欧元区出现螺旋式通货紧缩的风险并没有当初日本的概率大。^④ 欧元区不太可能出现自我加强型的通货紧缩。从事后来看,担忧危机并没有爆发,但担忧也被印证,通缩环境下,欧洲的整体复苏慢于美国,而限于欧盟内部的政策限制,个别有条件财政发力的国家如德国也无施展空间。一体化背景下的区域政策协调作用不会被否定,但掣肘的解决,制度的完善甚至再设计都是全球金融危机、欧债危机留给欧洲的未来必答题。

第二,面对通缩困境的货币政策。

2014年9月4日,欧洲宣布购债计划,欧版的QE千呼万唤始出来。Wyplosz (2014) 认为欧央行的QE计划相对于传统的QE计划更复杂也伴随更多争议,不确定性与风险都更高,欧洲分割严重的银行体系会使整个欧元区流动性传导的正常路径受阻。所以欧央行选择利用债券间接地贷款给银行,从而绕开了受阻的传导路径,这也是欧版QE计划不同于传统的原

^① Claeys, G., Hüttl, P. & Merler, S. (2014). Is there a risk of deflation in the euro area? <http://bruegel.org/2014/04/is-there-a-risk-of-deflation-in-the-euro-area/>

^② Lombardi, D. & Amand, S. (2014). The ECB's New Policy Package: A step in the right direction for intra-Eurozone rebalancing. CIGI. June 14.

^③ Lachman, D. (2014). Yellen's Wishful Thinking. <http://www.american.com/archive/2014/february/yellens-wishful-thinking>.

^④ Wieland, V. & Wolters, M. (2014). Is there a Threat of Self-Reinforcing Deflation in the Euro Area? A View through the Lens of the Phillips Curve. <http://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/politikberatung/kiel-policy-brief/kpb-2014/KPB-79.pdf>



因。而其实施有效有待时间的检验。

Darvas & Wolff (2014) 认为单一的利率政策工具无法应对和调节当前问题。因为在欧洲货币联盟内部, 由于不同国家所处的经济发展阶段和发展水平不同, 通胀差异大。欧洲需要更有针对性, 能够打破金融分裂局面的货币政策。^①

五、新兴市场国家的经济增长

2014年初, 美联储开始着手削减量化宽松计划, 在此之前受到削减预期的影响, 新兴市场国家金融市场多出现动荡, 实体经济增长也出现放缓, 新兴市场危机之后增长同发达国家“脱钩”的局面已经消失, 对新兴市场国家增长前景的关注直线上升。具体而言, 研究者主要关注新兴市场国家的如下三个核心议题。

第一个核心议题, 新兴市场的增长动力。

动力一, 外需和外部金融环境。IMF (2014) 指出, 外部条件对于新兴市场国家的经济增长非常关键, 美国经济1个百分点未预期的上升将提升新兴市场0.3个百分点的增长, 且这一影响可以持续1—2年, 欧元区经济更强劲的增长也能够促进新兴市场的增长。外部金融环境趋紧则不利于新兴市场的增长, 新兴市场全球主权利率上升100个基点会导致增长下降0.25个百分点。总体来看, 外部需求、融资成本和贸易条件等外部冲击能够解释新兴市场约一半的增长波动, 不过中国、印度、印尼等大型新兴市场国家的内部因素比外部因素更加重要。中国因素在危机之后对其他新兴市场国家而言变得重要, 具体而言, 2012年新兴市场相对于2010—11年增速下滑的2个百分点中, 中国占了约0.5个百分点, 其他外部因素占了约1.25个百分点, 内部因素约占0.25个百分点。

安德斯·阿斯兰德 (2014) 也指出新兴市场此前的高速增长不具备持续性, 这是周期性的必然。从商业周期的视角来看, 信贷周期繁荣时期和商品周期繁荣时期已经结束, 这会冲击新兴市场国家脆弱的金融体系并引发供给冲击; 投资周期已转入下滑。随着多年高速增长, 新兴市场的赶超潜力已经开始下降, 改革方面, 主要的改革措施出现在1980—2000年, 2000—2012年则几乎没有任何经济改革。此外, 经济危机还使得国家资本主义和产业政策相较于自由市场和私人企业更被广泛接受。新兴市场国家和发达国家尚没有找到利益互补机制。这些因素都使得新兴市场国家的经济增速放缓, 预计未来十年都将如此, 发达国家可能重新主导全球经济增长。^②

动力二, 服务业的发展。如同东亚新兴经济体的迅速崛起, 非洲新兴经济体正经历着远远快于发达经济体的经济增长势头。然而, Ghani & O'Connell (2014) 认为非洲经济增长的路径不同于东亚区域。其中, 东亚新兴经济体的经济腾飞得力于其制造业部门的迅速扩张, 而非非洲新兴经济体的迅速发展源于其服务部门生产力的提高, 同时其农业部门的生产力仍维持在较低水平。^③ Ghani & O'Connell 认为以服务业为主导的第三次产业革命正在颠覆经济发

① Darvas, Z. & Wolff, G. (2014). So far apart and yet so close: Should the ECB care about inflation differentials? <http://bruegel.org/2014/09/so-far-apart-and-yet-so-close-should-the-ecb-care-about-inflation-differentials/>

② 安德斯·阿斯兰德 (2014): “为什么新兴市场经济增速趋于放缓?”, 《国际经济评论》, 第1期。

③ Ghani, E. & O'Connell, S. (2014). Can service be a growth escalator in low-income countries? *World Bank Policy Research working Paper No. 6971*.

展的长期信条,具体而言,服务业本身可以促进经济增长,服务贸易扩张,服务业的生产力受技术进步、贸易和供应链的影响正在提升,服务业能够创造好的工作岗位并实现包容性经济增长。这意味着,服务业对发展中国家的经济增长、就业和贫困减少的贡献大于制造业,对于非洲等后进国家来说,它们无须等中国和其他东亚国家失去竞争力后才能迎来发展的转折点。服务的全球化为非洲后进国家提供了制造业之外的另一个寻求立足点的机会,他们可以专业化服务业分工的某一环节,从而大规模扩张,并最终实现经济突飞猛进的发展。因此,低收入国家不能单维地关注制造业导向型经济增长,而需要更多元的“增长扶梯”。

动力三,本国移民的汇款。移民工作者汇款是流向发展中国家的极其重要的金融资产类别之一,它的数量是官方提供的发展中国家援助资金总额的三倍有余。Bettin et al. (2014)研究了关于意大利侨汇流动情况的一项研究。^①相对于接受汇款国的宏观经济状况,汇款的变化表现出波动较小和反周期的特征,这些特点也极大地缓解了发展中国家面临外来冲击时的脆弱性。此外,令移民者享受到更好的金融服务也会增加汇款的流动。

此外,Hevia (2014)研究了新兴市场国家和发达国家经济增长波动差异的来源。作者使用来自墨西哥和加拿大的数据,在一个标准的小型开放经济体中,将二者波动的差距进行分解,分解的结果表明,二者的差异主要来自于加总的效率、经济周期上劳动力选择以及跨期消费选择的差异。因此,对于新兴市场国家的建模应当考虑能够产生这些特征的冲击和摩擦因素。^②

第二个核心议题,新兴市场经济增长和对外开放的经验和教训。

传统研究一般研究发达国家的发展经验对新兴市场的启示,但是 Chari & Henry (2014)反其道而行之,研究发达国家能够从新兴市场国家的发展中获取怎样的经验。发达国家之所以需要从新兴市场国家那里获得经验,是因为新兴市场国家在1993—2012年间获得了5.4%的年增长率,远高于1980—1992年3.4%的增长率,而发达国家在1980—2012年间的经济增速则基本保持不变(除去2008—2009年衰退的影响)。新兴市场国家取得增长提升的原因在于他们积极实施实用主义的和弹性的增长战略,各国成功的案例可以总结为三个重要原则:在贸易领域恪守开放、放松管制而非贸易保护主义的原则,在财政领域依照本国经济基本面谨慎进行财政整顿的原则,在债务领域当超出政府偿债能力时遵循由债权人和债务人承担调整成本以有效核销债务的原则。^③

内外政策选择方面,靳玉英、周兵(2014)基于经济增长和金融稳定视角,分析29个新兴市场国家三元悖论框架的演化及该框架选择的经济效应,得到如下结果。其一,新兴市场国家的三元悖论框架未遵循三元悖论,而是呈现“中间化”的特征。其二,中间化的三元悖论框架有助于经济增长和金融稳定,符合新兴市场国家利益。其三,储备对经济增长和金融稳定作用显著,能缓解三元悖论框架分离对经济增长的负向作用。但不能弱化三元悖论框

^① Bettin, G., Presbitero, A. & Spatafora, N. (2014). Remittances and Vulnerability in Developing Countries: Results from a New Dataset on Remittances from Italy, <http://voxeu.org/article/remittances-and-vulnerability-developing-countries>

^② Hevia, C. (2014). Emerging market fluctuations: What makes the difference? *Journal of International Economics*, 94 (1), 33 - 49.

^③ Chari, A. & Henry, P. B. (2014). Learning from the Doers: Developing Country Lessons for Advanced Economy Growth. *American Economic Review*, 104 (5), 260 - 65.

架分离对金融稳定的负面影响。^①

外汇市场干预方面,研究者也总结出了新兴市场的新经验。一直以来央行的外汇干预措施多被归因为出于预防性或重商主义动机。但 Daude et al. (2014) 发现另一动因——即稳定汇率水平,也是新兴市场国家外汇干预的重要原因,尤其是考虑到此次金融危机后这些国家汇率水平普遍出现了与均衡水平的较大偏离。^② 现在来看,汇率干预措施确实卓有成效,且相较于贬值压力而言,为抵住升值压力的干预措施效果更加明显。

研究者对新兴市场不同类型危机的总结有了新结论。Balteanu & Erce 对银行和主权债务同时出现危机的“孪生危机”进行研究,他们通过对 1975 年至 2007 年间 78 个新兴国家的数据进行实证分析,描述了银行和主权债务危机是如何联系在一起,从而导致“孪生危机”发生的过程。通过比较单独发生的债务危机和“债务-银行孪生危机”,他们发现在“债务-银行孪生危机”中,银行持有的政府债务更多,并且增加速度也更快。此外,在危机发生时点的附近,中央银行提供的流动性支持也比正常市场环境下要大得多。然而对于单独发生的债务危机,流动性支持的变化则一直比较平稳。这表明“债务-银行孪生危机”会更加恶化银行资产负债表,并且也会极大限制政府提供大规模救助的能力。进一步的事实则表明,在“孪生危机”中,银行危机和主权债务危机谁先发生是非常关键的因素,这可以帮助我们更好地理解危机背后的驱动因素、传递渠道以及对实体经济影响。^③ 郑璇(2014)研究了新兴市场国家的资本骤停,运用 1986—2012 年 26 个新兴市场国家的季度数据,建立面板数据 Probit 模型分别考察流入驱动型和流出驱动型国际资本流动突然中断的影响因素,结果发现,流入驱动型突然中断发生概率与国内贸易及金融开放度、国际利率水平、投资者恐慌情绪、组合证券投资资本占比和风险传染指标正相关。与国内及国际经济增长和国际流动性水平负相关;流出驱动型突然中断发生概率与一国政府消费支出、金融开放度、国际储备规模、组合证券投资资本占比和风险传染指标正相关,与国内经济增长负相关;两种类型的突然中断在中国均为小概率高风险损失事件。近三年流出驱动型突然中断的发生概率相对较高。由此,提出中国防范国际资本流动突然中断的政策建议。^④

金融市场开放方面,林曙、叶海春(2014)在考虑政策选择中存在的非随机自选择问题的基础上,研究发展中国家股票市场开放的长期平均增长效应和短期动态增长效应。研究发现,股票市场开放对发展中国家的长期经济增长没有显著影响;它在短期内存在显著的增长效应,但主要是由消费而非投资的增长所导致;并且这一消费拉动的短暂繁荣也绝非没有代价。在开放后十年左右,投资增长的下降最终带来显著的负增长效应以及货币危机发生概率的显著提高。^⑤

① 靳玉英、周兵(2014):“新兴市场国家三元悖论框架选择为何中间化?——基于经济增长和金融稳定视角的分析”,《国际金融研究》,第9期。

② Daude, C. & Yeyati, E. (2014). Leaning against the wind: exchange rate intervention in emerging markets works. <http://voxeu.org/article/exchange-rate-intervention-emerging-markets-works>

③ Balteanu, I. & Erce, A. (2014). Linking banking crises and sovereign defaults in emerging markets. <http://www.voxeu.org/article/banking-crises-and-sovereign-defaults-emerging-markets>

④ 郑璇(2014):“流入驱动型与流出驱动型国际资本流动突然中断的影响因素分析——以新兴市场国家为例”,《国际金融研究》,第1期。

⑤ 林曙、叶海春(2014):“福兮祸之所伏:发展中国家股票市场开放的增长效应再探究”,《金融研究》,第11期。

第三个核心议题，新兴市场经济增长放缓向外负面溢出。

Agarwal & Samanta (2014) 指出发展中国家在世界经济中扮演着日益重要的角色。第一，发展中国家在世界收入增加额中的比重持续上升。1965—1973 年间，发展中国家占世界收入增加额的比重不到 13%，而到 20 世纪 80 年代，这一比重上升到 25%。2000—2007 年间，这一份额进一步上升到 40%，金融危机期间世界收入的增加几乎全部由发展中国家贡献。第二，发展中国家占世界出口增加额的份额也不断上升。而且发展中国家向发展中国家的出口的份额在 2008 年金融危机之后更是突飞猛进，由 2005 年的 46% 上升到 2011 年的 55%。亚洲国家的这一份额高达 60%。第三，资本流动也出现同样的情景。发展中国家的 FDI 资本流入由 2007 年的 26.9% 上升到 2009 年的 42.9%，FDI 资本流出也出现不同程度的上升，但规模远远小于发达国家。^①

随着新兴经济体在世界经济中发挥越来越重要的作用，其增长放缓或衰退带来的反向溢出开始受到学术界的关注。而在美联储货币政策正常化的背景下，可能的反向溢出路径是加息引起资本流向转向，因贬值预期或资本外流预期引发市场恐慌，从而在流动性充裕条件下累计的风险暴露，经济随之陷入增长放缓、低迷甚至衰退，反过来影响了发达国家的出口需求和制造业复苏。

综合比较新兴市场国家之间的经济体量和对世界经济的影响力，世界最担心上述反向外溢传导机制来于中国。2014 年的文献关于中国溢出的定量研究还主要集中在贸易层面中国经济震荡的对外冲击，如 Drummond & Liu (2014) 指出中国通过贸易，投资，国际救助以及贷款的形式对撒哈拉非洲国家 (SSA) 的经济产生重大影响。在过去的十年里，贸易渠道影响最为显著。中国的国内投资对撒哈拉非洲国家的出口具有明显的溢出效应。中国的国内投资增速每增加 (降低) 1 个百分点，撒哈拉非洲国家的出口增速相应增加 (降低) 0.6 个百分点。这虽然不是研究中国的反向溢出效应，但也佐证了中国经济在世界经济中越来越重要的地位。^②

因此，很多学者开始关注在美联储退出 QE，中国经济增速放缓背景下，中国是否会通过贸易或金融渠道对其他国家造成负向的溢出。Kumar (2014) 关注中国的金融体系风险，认为近来中国日益增多的违约企业数量表明中国的金融体系正在酝酿着一定的危险。作者认为，不完善的问责制度、激励机制和制度上的预算软约束都造成了信贷资本的错配。这一问题不妥善解决，会影响投资者对中国的信心。^③ 与发达国家宏观经济政策的对外溢出效应相比，对中国等新兴市场国家的外溢效应的研究仍然有限，外溢程度、外溢机制和外溢的传导渠道都值得进一步的学术跟进和探讨。

^① Agarwal, M. & Samanta, S. (2014), Financial Crisis of 2008 and Shifting Economic Power: Is there Convergence. [http://www.eldis.org/go/topics/resource-guides/global-health/subscribe-to-reporter & id = 70331 & type = Document](http://www.eldis.org/go/topics/resource-guides/global-health/subscribe-to-reporter&id=70331&type=Document)

^② Drummond, P. & Liu, X. (2014). Africa's Rising Exposure to China: How Large Are Spillovers Through Trade? <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13250.pdf>

^③ Kumar, R. A. (2014). China's Economy: Stable, but needs to be Sustainable. [http://xueshu.baidu.com/s?wd=paperuri:\(d8fac15b1bd8b7290957865adc9fa23b\)&filter=sc_long_sign&sc_ks_para=q%3DChina+economy%3A+stable%2C+but+needs+to+be+sustainable&tn=SE_baiduxueshu_c1gjeupa&ie=utf-8&sc_us=6301048572263671965](http://xueshu.baidu.com/s?wd=paperuri:(d8fac15b1bd8b7290957865adc9fa23b)&filter=sc_long_sign&sc_ks_para=q%3DChina+economy%3A+stable%2C+but+needs+to+be+sustainable&tn=SE_baiduxueshu_c1gjeupa&ie=utf-8&sc_us=6301048572263671965)

六、美联储货币政策正常化对新兴市场国家的溢出效应

从量宽退出被讨论开始,关于其溢出的讨论就从未停止,从“削减恐慌”到国际资本撤离新兴市场,再到新兴经济体的货币贬值。量宽退出的影响一直在延续,2014年,新兴市场均受到不同程度的负面溢出,巴西、印度、印度尼西亚、南非、土耳其尤其受到影响。

在当前全球经济一体化、金融全球化,以及信用货币美元为主导的国际货币体系下,美国退出量宽对国际市场的影响和冲击并非仅是平常理论所讨论的货币政策外溢效应的问题能够理解的。传统的理论是基于国与国间货币政策独立、运行分割假设的,讨论的是“火车头”及“以邻为壑”的外溢效应。但是,在美元为主导的国际货币体系下,美元既是本币也是外币(美元虽由美国政府发行,但其中的70%流向国外使用)。美国的货币政策既是本国的货币政策,也是国际市场的货币政策。所以,无论是美联储推出还是退出量宽,都会对美国及全球经济和市场造成巨大的影响与冲击(易宪容,2014)。

2014年的文献研究认为,无论是“逐步缩减预期”还是2014年初正式开始的每月100亿美元的缩减,都对新兴市场的经济和金融状况产生了强烈的负向溢出。在量宽退出的启动年,对QE退出的外溢效应的研究主要集中于以下几方面。

第一,总体上对新兴市场造成负面溢出。这种负面溢出的隐患在量宽推出之初就已深深买下。对于量宽的推出,易宪容(2014)认为,美国金融市场作为一个完全开放的体系,当美国商业银行对贷款谨慎,而企业信贷需求不足时,闲置的流动性将流向了国际市场,新兴市场经济国家是重要的目的地,造成这些国家资产泡沫的膨胀。而当量宽退出时,可能的资金流向逆转就必然会对新兴市场产生冲击。

Eichengreen & Gupta (2014)认为自2013年5月开始的“逐步退出量宽讨论”(tapering-talk)对新兴市场国家的经济、金融环境造成了极大的负面影响。同时,他们基于跨国的经验研究,发现并没有显著证据表明有着强大宏观经济基础(低赤字、低债务、大储备、高增长)的国家具备较强的“免疫力”,从而在汇率、外汇储备以及股价上下降较少。^①这显然和各国货币政策独立时代的外溢效应是不同的。

Aizenman et al. (2014)更进一步确认了这种不同。作者用股票市场价格、汇率、CDS买卖价差表示新兴市场资产的价格,这些金融资产共同反映了退出QE的潜在影响。预计的结果是,一个更有可能的退出QE的消息会导致新兴市场的资本外流,从而使得股票价格下跌,汇率贬值,CDS价差的增大。文章还将新兴市场一共分为较好基本面(11个国家)和脆弱基本面(16个国家)两大类。发现较好基本面的国家平均上来说会比较差基本面的国家受到量化宽松政策退出的负面影响更大。伯南克主席发布的更有可能退出量宽的消息会导致较好基本面的国家股指的大跌,以及CDS价差上升,而对基本面情况较差的国家,QE的退出对其金融资产影响很小。

世界银行(2014)通过三个不同类别的模型研究测算了退出量宽对新兴市场的影响。其中,前两个关注退出量宽对新兴市场的冲击程度。第一个模型是动态面板模型,估计的是市场平稳接受退出量宽的情形,模型预计到2016年退出量宽将使新兴市场资本流入量减少约

^① Eichengreen, B. & Gupta, P. (2013). Tapering talk: The impact of expectations of reduced Federal Reserve security purchases on emerging markets. <http://voxeu.org/article/fed-tapering-and-emerging-markets>

10%，或使其占发展中国家 GDP 比重下降 0.6%。第二个模型是向量自回归模型，估计快速退出量宽及市场反应过度的情形，这将使得 2014 年新兴市场流量整体下降 45%，或有数月降幅高达 80%。^①

也有研究者认为美联储量宽“削减”政策并非新兴市场动荡最重要的因素。Forbes (2014) 认为，全球经济增长前景和不确定性才是引发新兴市场动荡更重要的因素。直接的证据在于，美联储官员在 2013 年初关于削减美国国债购买的提议引发了市场尖锐的反应，然而，12 月 18 日美联储正式宣布启动削减方案时，新兴市场货币与汇率的反响却很平淡。尽管危机可能同时影响不同国家，然而随着时间推移，投资者开始根据各国的基本面鉴别其内部市场，证据是。贬值幅度最大的国家都是经常账户赤字国，而受影响最小的国家都是经常账户盈余国。国内投资者的重要性增加，对市场起着潜在的稳定作用。在资本外流背景下，如果这些投资者决定将更多资本投向海外市场，以应对美国的削减政策或其他事件，则会加剧外资撤离的影响；相反，如果他们在本土寻求投资机会，则将有助于稳定国内市场。因此，新兴市场资本流动的动荡可能会持续，但是，那些致力于做出正确政策选择并致力于改善基本面以应对这场动荡的新兴市场则有望获得回报。^②

第二，量宽退出作用在不同国家的溢出效应有所不同。在关于“溢出效应”的报告中，IMF (2014) 写道，不同发达国家在不同阶段恢复常规政策会对利率、汇率波动造成更为广泛的影响。以前的正常化几乎都是同步紧缩，这会带来世界性利率的提升和普遍的风险厌恶，新兴市场国家股票证券市场承压。而如今，在货币政策步调不一致的背景下，溢出效应会互相抵消其影响，从而降低利率上升的影响。但是，非同步由可能造成一些主要货币之间汇率的大幅度波动，进而对一些国际收支不稳定、有外汇风险的国家造成困扰。

世界银行 (2014) 通过银行危机概率模型 (第三个模型)，印证了这种溢出效应的不同。考虑新兴市场面临 QE 削减时的脆弱性，各地区面临的风险不尽相同，亚太地区、拉美和加勒比地区新兴市场需要近体信贷扩张和短期债务上 (源于国内的信贷质量和政府的金融需求，南美和撒哈拉以南非洲地区的风险较小。

Eichengreen & Gupta (2014) 构建了潜在可能受影响的金融市场的综合压力指数，探讨该指数与 GDP 增长、市场开放程度、实际汇率和经常账户占 GDP 比例等主要宏观经济指标的关系，并比较这种关系在“逐渐缩减预期”发生前后的变化，得出三点主要结论。第一，受到负面溢出影响最大的国家是那些在美联储量化宽松早期预期阶段，允许汇率升值和大量的资本流入的新兴市场国家。第二，金融部门成长快、规模大、流动性强的新兴市场受到的负外溢性更大。这是因为投资者在美联储政策变化时会寻求再平衡自己的投资组合，为避免损失，这种行为主要集中于金融系统规模比较大和流动性较强的新兴市场国家。加重了这些国家的经济可能遭受的来自外部金融冲击的影响。第三，没有证据表明宏观经济基本面较好的国家 (较小的预算赤字、较低的债务、更多的储备、更好的增长率前景) 外汇储备损失会相对较小，汇率和股票价格下跌也不见得更加缓和。

世界银行也专门发布报告，研究退出量宽对新兴市场国家的影响。Burns et al. (2014)

^① World Bank (2014). Global Economic Prospects: Coping with Policy Normalization in High-Income Countries, Washington, DC.

^② Forbes, K. (2014). Turmoil in Emerging Markets: What's Missing from the Story? <http://voxeu.org/article/understanding-emerging-market-turmoil>

在报告中通过采用银行危机概率模型,检验货币政策正常化在新兴市场中陷入危机这一极端情境下国家的脆弱性。文章通过揭示不同国家和地区的各自不同的风险特征来说明由于QE退出而给不同地区带来负面溢出甚至危机的可能触发路径。具体而言,作者认为亚太区风险集中在信贷的快速扩张和短期债务占比过高问题;中东欧国家由于外债占GDP比重过高可能使一国面对汇率和展期风险;中东和北美地区,在经常账户状况恶化的背景下,风险主要源于国内的信贷质量和政府的金融需求;根据现有数据,南美和撒哈拉以南非洲地区的风险较小,但对印度不良贷款的增加、撒哈拉以南非洲地区许多经济体风险的提高、储备头寸恶化的普遍威胁仍存在担忧;拉丁美洲和加勒比地区目前相对安全,较少国家处于直接危险中。^①

Rahn (2014) 则从各国不同的财政政策态度去评价了新兴市场国家的抗风险能力。他认为财政状况良好的国家包括中国、韩国、智利、瑞士、俄罗斯和澳大利亚。Rahn 特别肯定了中国在过去35年取得的惊人成就,实现了从低收入国家向中等偏下收入国家的转变。同时也表达了当前阶段对中国出现债务泡沫的担忧,认为这可能会使中国经济遭受重创。而对于俄罗斯,作者认为其经济过于依赖自然资源,石油和天然气价格大跌或出口大幅下降会使经济增速急剧下降。和中国一样,俄罗斯面临政治风险,并且邻国乌克兰并不稳定。智利、瑞士和澳大利亚是民主化程度很高的国家,韩国民主化程度稍低。智利增速可能会稍稍放缓,因为在新总统领导下有些左倾。瑞士人和澳大利亚人都富有且敏锐,因此即使难以避免要受到新一轮全球衰退的影响,他们肯定能比大多数国家做得好。大约一年前,印度和巴西是国际投资者最青睐的国家。在经济繁荣时期,两国都纵容不良的财政习惯,导致支出过度浪费、监管不力、裙带关系盛行。因此,2014年两国的经济都可能会走弱。^②

张明(2014)认为美联储QE的退出虽然已经开始对新兴市场国家产生负面溢出和冲击,但冲击有限,因为新兴市场国家则因为吸取90年代危机的教训,在经常账户和外债的管理上都有了长足的进步,抗外部风险能力进一步提高。而对于中国而言,贸易的冲击被美国经济的转好适当抵消,而资本流动的逆转虽在发生,但由于我们的资本账户管制,使得流出规模不及放开资本管制的新兴市场国家,规模有限。但作者也强调,更大的冲击将会在美联储开启加息通道时发生,在面对资本外流,汇率承压的情形下,国内的金融系统风险也需警惕,相关部门需提前做好政策应对。^③

第三,新兴市场国家对溢出效应的应对。

文献普遍认为,与20世纪90年代相比,新兴市场国家应对外生冲击的能力在提高,表现为外汇储备的增加和政府危机应对能力的提高。同时,在必要时进行资本管制,已然成为共识性的应对短期冲击的有效政策工具。当然,长期来看最重要的仍是内功的修炼,国内经济结构改革和金融市场改革是防范外溢的根本。

Setton (2014) 认为,为应对近期的资本流入,新兴市场国家的央行采取了积极的管制措施。希望达到对突发性资本撤离的“抗击”能力。这种在资本管制上“宏观审慎”的态度在学术及政策领域都有着坚实的基础,然而关于其有效性的争论却一直在持续。事实上,有文

^① Burns, A., Kida, M., Lim, J., Mohapatra, J. & Stocker, M. (2014). Unconventional monetary policy normalization and emerging-market capital flows. <http://voxeu.org/article/tapering-and-emerging-market-capital-flows>.

^② Rahn, R. (2014). A World of Economic Trouble. *The Washington Times*, February 14.

^③ 张明(2014):“E退出对中国经济的直接冲击有限”,《中国金融》,22,第43—43页。

献表明资本管制措施具有外溢性，未必能对宏观经济和金融领域的稳定性提供帮助。此外，外溢性会在非监管领域转移风险，决策者进而会在监管领域加强管制以达到稳定。^①

Burns et al. (2014) 认为，发展中国家的决策者需制定应急预案，以对全球金融环境的必然紧缩有所准备。政策缓冲和投资者信心充足的国家或能依靠市场机制、逆周期宏观经济和审慎政策来应对外国资金的减少。而在操纵范围更为有限的情况下，国家可能被迫紧缩财政和货币政策，以减少金融需求并吸引更多资金流入。外汇储备充裕时，可将之用于稳定汇率贬值的步伐；而放松资本流入管制和外国直接投资的激励，可能有助于平滑调整。最终，改善劳动力市场效率与财政管理，改善制度、政府和基础设施建设的广度和深度，由此改革国内经济，将是重建信心、促进稳定的最有效方法。

Eichengreen (2014) 认为，对于产出、贸易、金融稳定的短期波动，政府很少会变更其资本管制。因为无论是执行抑或撤销资本管制，之后都将难以再变回原先的样子。与其随着经济周期波动，资本管制的强度会随着一些长期变量一同演进，这些变量包括国内金融深度、权衡下的民主程度、监管机构的好坏。^②

Schachter (2014) 认为美国货币政策紧缩使得新兴市场国家，尤其是脆弱五国（巴西、南非、印度、土耳其和印度尼西亚）的经济环境变得更加艰难。在这样的背景下，新兴市场国家需要做好准备应对增长前景的恶化。短期来看，提高利率、积累国际储备、达成区域货币互换协议等调整，在政治上比通过结构性改革提高生产率要容易得多。但长期来看，这些调整不会提高这些经济体的经济活力。新兴市场应该主动而非被动应对美国经济复苏，以保护本国经济和维护全球稳定。

七、全球宏观经济政策协调

在全球化背景下的今天，全球宏观经济政策协调当然是全球宏观领域的重要议题。然而现实中的国际政策协调就像尼斯湖水怪（The Loch Ness Monster），被讨论得很多但是却很少看得见（Ostry, 2014）^③。这并不难理解，就像国际公法、条约法的实际效力有限一样，以国家为单位的世界经济政治体系中，注定各自为政是常态。但是随着全球化的深入，国家间经济往来综合交错，环环相扣。所以在2014年，在世界经济在后危机时代面临众多问题时，政策协作领域的相关研究仍在继续，但可能是由于执行层面的难度，对于国际协作的讨论主要还是停留在动机层面。

Ostry & Ghosh (2014) 指出世界经济联系越来越紧密已经成为一个不可逆的过程，国际溢出效应的不确定性使各国更不能忽视政策协调的结果。

Setton (2014) 总结前人研究认为，在缺乏国际政策协调的大国经济政策必然产生溢出。他认为，需要满足以下三个条件，各国的宏观经济政策才不会对外产生负面溢出。一是每个国家在国家市场中是价格接受者（price-takers）。二是每个国家都有充足的政策空间。三是国

^① Cohen-Setton, J. (2014). High frequency trading - too linked to fail, too fast to save? <http://bruegel.org/2014/04/blogs-review-high-frequency-trading/>

^② Eichengreen, B. (2014). Secular stagnation: A review of the issues. https://www.researchgate.net/publication/290950240_Secular_stagnation_A_review_of_the_issues

^③ Ostry, J. D. (2014). We Do Not Have to Live with the Source of Inequality. *Financial Times*, March 3.

家市场不存在任何缺陷。如果上述任一条件不符合,溢出效应通常是非效率的。这三个假设都是非常严格的且很难在现实经济中同时存在,因此各个国家出于本国利益考虑有寻求政策合作的动力,希望通过合作能够逐渐提升自己在世界经济一体化中的福利。^①

Jeanne (2014) 认为拒绝政策合作会导致有些国家必然成为负外溢效应的接受国,而在全球经济一体化背景下,任何国家都有可能成为那个接受国。作者考察分析了宏观审慎政策所导致的国际溢出效应。关键的结论是宏观审慎政策是一种互补策略。即在非合作均衡博弈里,一个国家采取宏观审慎政策会扭曲与其他国家的资本流动,这会导致其他国家采取更加严厉的宏观审慎政策。从而,全球经济处于一种无效率的状态。作者同时认为,在全球需求疲软给国际政策协调提供了比上升周期更好的合作契机。^②

基于以上,经济政策的跨国合作动机被印证,但若将这种动机形成合作的可能,首先需要确定一个判断标准,即基于何种标准去判断一个单独的国内政策是有利或有害别国福利的,也可以基于类似标准判断设计可行的政策合作机制,并对合作效果做出合理预期。Wessel (2014) 提出判断溢出是否损害别国福利的标准,如果一国央行采取的政策意在扩大需求,那么该政策是合法的;若旨在转移需求则反之。当然他也承认这个问题在理念上不难回答,然而在实践中却是一个困难的问题,因为它不仅仅取决于政府是否干预市场运行。例如如果财政机构采取过度紧缩的政策,那么它可能被视为扩张性货币政策的替代品,并使其货币贬值。^③

当然,跨国政策协调命题还有更多的问题等待未来文献的回答,比如采取什么样的方式来进行合作,如果事前预计这种合作的收益和风险,事后如何评估这种合作的优点和不足,未来在这些问题上进一步的研究将使得宏观经济政策的跨国协调命题更加充实和完整。

八、总结

综述从以下7个方面分析和评述了2014年全球宏观领域的主要文献:全球失衡和再平衡、经济长期停滞、美联储退出量宽、日欧通缩困境和超常规货币政策、新兴市场国家经济增长、美联储退出量宽对新兴市场国家的溢出效应、全球宏观经济政策协调。

全球失衡作为一个宏观经济现象进行讨论已经走过了十年的时间,对于全球失衡的研究重点也有了多次变化。目前,对于全球失衡的核心关切是全球失衡大规模下降的原因以及全球失衡是否会再次出现。学术研究还多有对全球失衡原因的探讨,特别是受全球价值链研究的影响,从增加值贸易视角看待全球失衡问题也已出现。

经济长期停滞理论一经 Summers 复活,就引发了学界的广泛关注。关于长期停滞的研究主要关注长期停滞内涵,如何识别长期停滞和如何应对长期停滞。长期停滞关注的情况在当今发达国家较为普遍,即为了实现充分就业下储蓄和投资的平衡,需要使得实际利率为负,其引申含义意味着一国需要在经济增长和金融稳定之间进行权衡。长期停滞对于解释发达国

① Cohen-Setton, J. (2014). The distributional effect of quantitative easing <http://bruegel.org/2014/10/the-distributional-effect-of-quantitative-easing/>

② Jeanne, O. (2014). *Macroprudential Policies in a Global Perspective*. Social Science Electronic Publishing, 2014.

③ Wessel, D. (2014). Remarks at the IMF's Fifteenth Jacques Polak Annual Research Conference. <https://www.brookings.edu/on-the-record/remarks-at-the-imfs-fifteenth-jacques-polak-annual-research-conference/>

家面临的现实很有力，但是在应对措施方面，受超常规经济政策和政治考虑的掣肘，并不尽如人意。

美联储退出 QE 作为经济周期中的关键事件被 2014 年的文献广泛关注和讨论。作为美联储的必做动作，文献更多关注了量宽退出过程中的不确定性和风险。这种风险来自于美国金融体系内部，也来自日欧的宽松货币政策，还有潜在的新兴市场的反向溢出。另外，美联储削减量化宽松政策对新兴市场影响较大，新兴市场需做好应对措施。

美联储退出量宽作为经济周期中的关键事件被 2014 年的文献广泛关注和讨论。作为美联储的必做动作，文献更多关注了 QE 退出过程中的不确定性和风险。这种风险来自于美国金融体系内部，也来自日欧的宽松货币政策，还有潜在的新兴市场的反向溢出。另外，美联储削减量化宽松政策对新兴市场影响较大，新兴市场需做好应对措施。

回顾 2014 年的日欧经济，共同的关键词就是通缩，对日本通缩的担忧来自于企业和居民的延迟消费行为，而对欧洲通缩的担心则主要来自通缩对债务造成的压力和真实单位劳动力成本的调整。为寻求经济的复苏和增长，日欧分别推出了超常规货币政策，2014 年的文献重点分析了退出量宽的必要性和紧迫性，同时也提出了对政策效果的一些担忧，事后看这些担忧不无道理，为何量宽没有给日欧带来通胀和经济的显著复苏值得进一步的研究。

新兴市场国家在危机之后高速增长“脱钩”神话已经破灭，2014 年的研究重点关注了美联储削减量化宽松政策对新兴市场国家的影响，综合来看，美联储削减量化宽松政策对新兴市场影响较大，但新兴市场本身面临的问题也不容忽视。此外，本年度的研究还从多方面探讨了新兴市场在经济增长和对外开放领域的经验教训。

在美元收紧、全球宽松的情况下，退出量宽是美联储货币政策正常化的第一步，是 2014 年全球经济的重头戏。随着美国经济的复苏，退出量宽是必然选择，然而在实施之初就埋下的隐患，必然随着流动性潮水的褪去而暴露出来。美国经济的复苏有待进一步确认，欧日复苏前景不明，量宽退出对新兴市场的溢出，以及可能的反溢出，都构成了量宽退出中的风险因素。因此从退出进程上看，也必然是审慎而徐缓的。

宏观经济政策的跨国合作命题，很早就有提出，危机之后尤其得到重视，但要在实际中取得显著成效则必然经历一个长期的过程。在全球经济一体化逐渐深化的今天，各国出于对自身福利提高和防范别国政策外溢的需求有动力进行国际合作。2014 年的文献从多角度探讨了国际协作的动机，提出评价国际协作机制的可行标准，并认为全球经济疲软为政策的跨国合作提供了良好的契机。

参考文献

1. Aizenman, J., Binici, M. & Hutchison, M. (2014). The transmission of Federal Reserve tapering news to emerging financial markets. <http://voxeu.org/article/transmission-fed-tapering-news-emerging-markets>.
2. Aizenman, J., Jinjarak, Y., & Marion, N. (2014). China's Growth, Stability, and Use of International Reserves. *Open Economies Review*, 25 (3), 407 - 428.
3. Arabaci, M. C. & Ecer, S. (2014). The International Monetary Fund (IMF) and the Catalytic Effect: Do IMF Agreements Improve Access of Emerging Economies to International Financial Markets? *The World Economy*, 37 (11), 1575 - 88.
4. Baldwin, R. & Teulings, C. (2014). Introduction. In Baldwin, R. & Teulings, C. eds. *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*: 1 - 26.
5. Balteanu, I. & Erce, A. (2014). Linking banking crises and sovereign defaults in emerging

markets. <http://www.voxeu.org/article/banking-crises-and-sovereign-defaults-emerging-markets>

6. Barattieri, A. (2014). Comparative advantage, service trade, and global imbalances. *Journal of International Economics*, 92 (1), 1 – 13.

7. Bems, R. (2014). Intermediate inputs, external rebalancing and relative price adjustment. *Journal of International Economics*, 94 (2), 248 – 262.

8. Bettin, G., Presbitero, A. & Spatafora, N. (2014). Remittances and Vulnerability in Developing Countries: Results from a New Dataset on Remittances from Italy, <http://voxeu.org/article/remittances-and-vulnerability-developing-countries>

9. Burns, A., Kida, M., Lim, J., Mohapatra, J. & Stocker, M. (2014). Unconventional monetary policy normalization and emerging-market capital flows. <http://voxeu.org/article/tapering-and-emerging-market-capital-flows>

10. Caballero, R. J. & Farhi, E. (2014). On The Role of Safe Asset Shortages in Secular Stagnation. In Baldwin, R. & Teulings, C. eds. *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*: 111 – 122.

11. Chari, A. & Henry, P. (2014). Learning from the Doers: Developing Country Lessons for Advanced Economy Growth. *American Economic Review*, 104 (5), 260 – 65.

12. Chari, A. & Henry, P. B. (2014). Learning from the Doers: Developing Country Lessons for Advanced Economy Growth. *American Economic Review*, 104 (5), 260 – 65.

13. Claey's, G., Hüttl, P. & Merler, S. (2014). Is there a risk of deflation in the euro area? <http://bruegel.org/2014/04/is-there-a-risk-of-deflation-in-the-euro-area/>

14. Cohen-Setton, J. (2014). The spillovers of fiscal and monetary policies. <http://bruegel.org/2014/11/the-spillovers-of-fiscal-and-monetary-policies/>

15. Crafts, N. (2014). Secular Stagnation: US Hypochondria, European Disease? In Baldwin, R. & Teulings, C. eds. *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*: 91 – 99.

16. Darvas, Z. & Wolff, G. (2014). So far apart and yet so close: Should the ECB care about inflation differentials? <http://bruegel.org/2014/09/so-far-apart-and-yet-so-close-should-the-ecb-care-about-inflation-differentials/>

17. Daude, C. & Yeyati, E. (2014). Leaning against the wind': exchange rate intervention in emerging markets works. <http://voxeu.org/article/exchange-rate-intervention-emerging-markets-works>

18. Dobbs, R. (2014): “退市引发升息，平钱消失早防患”，《香港经济日报》，2月7日。

19. Eichengreen, B. & Gupta, P. (2013). Tapering talk: The impact of expectations of reduced Federal Reserve security purchases on emerging markets. <http://voxeu.org/article/fed-tapering-and-emerging-markets>

20. Eichengreen, B. (2014). A Requiem for Global Imbalances. *Project Syndicate*, January 13.

21. Eichengreen, B. (2014). Secular Stagnation: A Review of The Issues. In Baldwin, R. & Teulings, C. eds. *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*: 41 – 46.

22. Forbes, K. (2014). Turmoil in Emerging Markets: What's Missing from the Story? <http://voxeu.org/article/understanding-emerging-market-turmoil>

23. Ghani, E. & O'Connell, S. (2014). Can service be a growth escalator in low-income countries? *World Bank Policy Research working Paper No. 6971*.

24. Ghani, E. (2014). Growth escalators and growth convergence. <http://voxeu.org/article/growth-escalators-and-growth-convergence>

25. Gordon, R. J. (2014). The Turtle's Progress: Secular Stagnation Meets the Headwinds. In Baldwin, R. & Teulings, C. eds. *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*: 47 – 60.

26. Hevia, C. (2014). Emerging market fluctuations: What makes the difference? *Journal of International Economics*, 94 (1), 33 – 49.

27. Hoffmann, A. (2014). Zero-interest Rate Policy and Unintended Consequences in Emerging Markets. *The World Economy*, 37 (10), 1367 – 87.

28. IMF (2014). (2014). Pilot External Sector Report. Washington.

29. IMF (2014) . Are Global Imbalances at a Turning Point? *IMF World Economic Outlook*, October, Ch4.
30. IMF (2014) . On the Receiving End? External Conditions and Emerging Market Growth Before, During, and After the Global Financial Crisis. *IMF World Economic Outlook* April Ch. 4.
31. IMF (2014) . Perspectives on Global Real Interest Rates. *IMF World Economic Outlook* April Ch3.
32. Jeanne, O. (2014) . *Macprudential Policies in a Global Perspective*. Social Science Electronic Publishing, 2014.
33. Jimeno, J. F. , Smets, F. & Yiangou, J. (2014) . Secular Stagnation: A View from the Eurozone. In Baldwin, R. & Teulings, C. eds. *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*: 153 –164.
34. Johnson, R. C. (2014) . Five Facts about Value-Added Exports and Implications for Macroeconomics and Trade Research. *The Journal of Economic Perspectives*, 28 (2), 119 – 142.
35. Knight, J. (2014) . China as a Developmental State. *The World Economy*, 37 (10), 1335 –47.
36. Koo, R. (2014) . Balance Sheet Recession is The Reason for Secular Stagnation. In Baldwin, R. & Teulings, C. eds. *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*: 131 –142.
37. Krugman, P. (2014) . Four Observations on Secular Stagnation. In Baldwin, R. & Teulings, C. eds. *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*: 61 –68.
38. Lachman, D. (2014) . Yellen’ s Wishful Thinking. <http://www.american.com/archive/2014/february/yellens-wishful-thinking>.
39. Lombardi, D. & Amand, S. (2014) . *The ECB’ s New Policy Package: A step in the right direction for intra-Eurozone rebalancing*. CIGI. June 14.
40. Lombardi, D. & Amand, S. (2014) . *The Outlook for the Euro Zone: Adjusting with Low Inflation*. CIGI. May 14.
41. Ma, G. & McCauley, R. (2014) . Global and Euro Imbalances: China and Germany. *China and World Economy*, 22 (1), 1 –29.
42. McKibbin, W. , Stoeckel, A. & Lu, Y. (2014) . Global Fiscal Adjustment and Trade Rebalancing. *The World Economy*, 37 (7), 892 –922.
43. Rahn, R. (2014) . A World of Economic Trouble. *The Washington Times*, February 14.
44. Schachter, C. (2014) . Winter is Coming: Beyond the IMF-World Bank Spring Meetings, an Unfinished Battle for Reform. <http://blogs.cfr.org/patrick/2014/04/11/winter-is-coming-beyond-the-imf-world-bank-spring-meetings-an-unfinished-battle-for-reform/>
45. Summers, L. H. (2014) . Reflections on the ‘New Secular Stagnation Hypothesis’ . In Baldwin, R. & Teulings, C. eds. *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*: 27 –39.
46. Tassej, G. (2014) . Competing in Advanced Manufacturing: The Need for Improved Growth Models and Policies. *The Journal of Economic Perspectives*, 28 (1), 27 – 48.
47. Veuger, S. (2014) . Be sensible about ‘alternate inflation’. <http://www.aei.org/publication/sensible-alternate-inflation-2/print/>
48. Wieland, V. & Wolters, M. (2014) . Is there a Threat of Self-Reinforcing Deflation in the Euro Area? A View through the Lens of the Phillips Curve. <http://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/politikberatung/kiel-policy-brief/kpb-2014/KPB-79.pdf>.
49. World Bank (2014) . *Global Economic Prospects: Coping with Policy Normalization in High-Income Countries*, Washington, DC.
50. Wyplosz, C. (2014) . Is the ECB doing QE? <http://voxeu.org/article/ecb-doing-qe>
51. 安德斯·阿斯兰德 (2014): “为什么新兴市场经济增长趋于放缓?”, 《国际经济评论》, 第1期。
52. 奥利弗·布兰查德、魏强 (编译) (2014): “全球经济真的在复苏?”, 《国际经济评论》, 第2期。
53. 付海燕 (2014): “OFDI对中国国际收支影响的机理与实际测算”, 《统计研究》, 第12期。
54. 管涛、陈之平 (2014): “美联储退出量化宽松货币政策与金融稳定”, 《国际经济评论》, 第6期。

55. 靳玉英、周兵 (2014): “新兴市场国家三元悖论框架选择为何中间化? ——基于经济增长和金融稳定视角的分析”, 《国际金融研究》, 第9期。
56. 匡可可 (2014): “经常项目逆差引发金融危机的机制研究”, 《金融研究》, 第3期。
57. 李扬 (2014): “失衡与再平衡”, 《国际金融研究》, 第3期。
58. 栗亮 (2014): “美联储退出策略的时机预测”, 《国际金融研究》, 第4期。
59. 林曙、叶海春 (2014): “福兮祸之所伏: 发展中国家股票市场开放的增长效应再探究”, 《金融研究》, 第11期。
60. 孙国峰 (2014): “经常项目顺差和资本项目逆差——总体平衡目标下我国国际收支格局演变的选择”, 《国际金融研究》, 第10期。
61. 王永中 (2014): “美联储进入和退出量化宽松的节奏与效应——兼论中国外汇储备的投资策略”, 《金融评论》, 第3期。
62. 吴培新 (2014): “美联储非常规货币政策框架”, 《国际金融研究》, 第9期。
63. 杨飞 (2014): “次贷危机和欧债危机对新兴市场的传染效应研究——基于 DCC—MVGARCH 模型的检验”, 《国际金融研究》, 第6期。
64. 杨盼盼、徐建炜 (2014): “‘全球失衡’的百年变迁——基于经验数据与事实比较的分析”, 《经济学 (季刊)》, 第2期。
65. 姚斌、李建强 (2014): “城镇化进程与国际收支格局的定位——以经常账户为‘锚’的分析”, 《金融研究》, 第3期。
66. 易宪容 (2014): “美国量宽政策退出的市场不确定性效应”, 《财贸经济》, 第5期。
67. 易宪容 (2014): “美联储量化宽松货币政策退出的经济分析”, 《国际金融研究》, 第1期。
68. 约翰·马金、黄懿杰 (编译) (2014): “为什么量化宽松和抗生素滥用都会失败?”, 《国际经济评论》, 第2期。
69. 张明、肖立晟 (2014): “国际资本流动的驱动因素: 新兴市场与发达经济体的比较”, 《世界经济》, 第8期。
70. 张运成 (2014): “简析世界经济体系‘再平衡’”, 《现代国际关系》, 第7期。
71. 赵文生、刘树林 (2014): “流动性过剩与全球失衡的世界经济冲击综合分析——基于货币稀释理论”, 《财贸经济》, 第6期。
72. 郑璇 (2014): “流入驱动型与流出驱动型国际资本流动突然中断的影响因素分析——以新兴市场国家为例”, 《国际金融研究》, 第1期。

(编辑: 刘仕国)