

全球智库半月谈

中国的经济刺激措施能否使其摆脱通缩？

中国对特朗普：漠不关心但保持警惕

中国房价与出生率

特朗普经济学将如何发挥作用？

特朗普的胜利是联邦共和国历史上经济上最困难的时期

欧盟应该对特朗普的关税有何期待？

德国房地产价格复苏得到确认，新建公寓接近历史最高水平

用于衡量全球绿地外商直接投资地缘政治碎片化的新指数

政府可以成为人工智能领域的风险投资者

本期编译

安怀雨

廖世伟

申劭婧

王琬婷

熊春婷

薛懿

张丝雨

(按姓氏拼音排序)

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究室

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

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究组

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

国际战略研究组

组长	张宇燕			
召集人	徐进		协调人	彭成义
团队成员	李东燕	全球治理	袁正清	国际组织
	邵峰	国际战略	徐进	国际安全
	薛力	能源安全	欧阳向英	俄罗斯政治
	黄薇	全球治理	冯维江	国际政治经济学
	王鸣鸣	外交决策	高华	北约组织
	卢国学	亚太政治	王雷	东亚安全
	彭成义	中外关系	徐秀军	全球治理
	田慧芳	气候变化	李燕	俄罗斯政治
	任琳	全球治理	丁工	发展中国家政治

联系人：王琬婷 邮箱：wangwanting@ucass.edu.cn

电话：(86)10-8519 5775 传真：(86)10-6512 6105

通讯地址：北京建国门内大街 5 号 1544 邮政编码：100732

免责声明：

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

目 录

聚焦中国

中国的经济刺激措施能否使其摆脱通缩? 6

导读：中国正考虑推出规模约 10 万亿元人民币的多年期财政刺激计划。目前中国经济面临通货紧缩压力，GDP 平减指数已连续六个季度为负。虽然央行行长多次强调要恢复通胀，但受制于央行缺乏独立性等因素，货币政策效果有限。已公布的财政措施主要针对地方政府债务、银行资本和房地产库存等问题，但这些措施更多是为了控制金融风险，而非直接刺激内需。若要有效提振经济，政府应突破财政保守主义思维，增发一般债券，将资金重点投向社会保障、公共卫生和教育等民生领域，特别是惠及农村居民和农民工群体。

中国对特朗普：漠不关心但保持警惕 8

导读：特朗普回归对中国而言既有风险也有机遇，欧洲则可能成为附带的牺牲品。在中国，唐纳德·特朗普在美国总统选举中的胜利至少在官方层面上并未引起太多反响。第二次特朗普政府不一定比拜登政府对中国更糟糕，这将取决于特朗普最终选择与中国和解，还是继续推动与中国脱钩。

中国房价与出生率 10

导读：自 2016 年以来，中国同时经历了出生率下降与城市房价的急剧上涨，这引发了对二者潜在因果关系的思考。本文通过一个独特的准实验来探索这种联系，揭示了一个以前未被充分探索的房价影响生育率的通路，并讨论了该研究对中国住房市场和人口未来的影响。

全球热点

特朗普经济学将如何发挥作用? 16

导读：在撰写本文时，美国全国大选已过去一周，当选总统唐纳德·特朗普所在的共和党似乎将获得国会和两院的控制权，使他能够实施自己的经济议程。他已经明确了自己的意图：用关税保护美国经济，帮助企业减税，驱逐非法移民。

特朗普的胜利是联邦共和国历史上经济上最困难的时刻 19

导读：特朗普的保护主义关税和进口限制政策将对德国经济带来极大压力。德国需要与其他欧洲国家团结一致，免除国防投资的债务约束，制定政策并做出努力以应对特朗普当选对德国经济造成的不利影响。

关税是件好事吗? 20

导读：特朗普在第二个总统任期期间宣称将对其他进口产品征收 10%-20% 的关税而对中国征收 60% 的关税，这将提高国内企业的生产成本和居民的消费价格。过高关税一旦征收，由此对世界贸易体系和美国经济造成的一些损害将难以挽回。

欧盟应该对特朗普的关税有何期待? 23

导读：唐纳德·特朗普在美国大选中的决定性胜利表明，“美国优先”保护主义是一种异常现象的看法是错误的。在摇摆州强大选民基础的支持下，这一政策反映了过去四十年来推动局势发展的关键因素：美国逐步放弃在后苏联时代自我标榜的自由规则体系维护

者角色；中国崛起为主要竞争对手；以及对新自由主义政策的反弹，这些政策导致高度不平等、移民激增和低技能本土工人，尤其是男性工人的疏离感。新一届特朗普政府可能对关税采取分步实施的方法，这将使欧盟面临艰难的抉择。

德国房地产价格复苏得到确认，新建公寓接近历史最高水平 25

导读：本文详细报道了2024年第三季度德国房地产市场的最新动向。根据德国房地产指数（GREIX）的数据，尽管市场经历了近期的剧烈波动，但公寓和单户住宅的价格相比上一季度以及去年同期均有所上涨，显示出市场正在逐步复苏。新建公寓价格更是接近历史最高水平，仅比2022年的峰值低1.5%。此外，文章还对德国七大城市的房价走势进行了分析，其中科隆和斯图加特表现最为强劲。然而，整体交易量仍然低于繁荣时期，新建建筑的市场份额也有所下降。这篇报道为关注德国房地产市场的读者提供了宝贵的信息和深入的市场分析。

经济理论

用于衡量全球绿地外商直接投资地缘政治碎片化的新指数 29

导读：全球外商直接投资（FDI）流动日益反映出世界地缘政治的分裂。本专栏介绍了一个用于衡量FDI碎片化的新指数，该指数将投资流动划分为三个不同的阵营：西方阵营、东方阵营，以及非结盟国家的中立阵营。属于不同地缘政治阵营的国家之间的绿地FDI流动减少了近三分之二，这一变化不仅仅是由于中国、俄罗斯与西方国家之间投资减少造成的，还反映出一种更为广泛的现象，正在重塑全球投资格局。

政府可以成为人工智能领域的风险投资者 33

导读：本文探讨了政府作为风险投资来源在人工智能领域的角色与影响。政府风险投资基金（VC）结合了私人风险投资的特点与政府创新政策，目的在于通过资金投入推动技术创新和产业发展。相较于传统的政府创新策略，这些基金更能利用其行业专长和长期企业关系，优化对特定行业和企业投资。本文还分析了政府与私人风险投资基金在目标、时间范围和地理分布等方面的差异，并通过实证数据展示了中国政府风险投资基金在人工智能领域的具体应用及其效果。通过深入研究，作者提供了对政府风险投资在推动地方经济和战略目标中所扮演角色的独到见解。

本期智库介绍 41

中国的经济刺激措施能否使其摆脱通缩？

Tianlei Huang/文 薛懿/编译

导读：中国正考虑推出规模约 10 万亿元人民币的多年期财政刺激计划。目前中国经济面临通货紧缩压力，GDP 平减指数已连续六个季度为负。虽然央行行长多次强调要恢复通胀，但受制于央行缺乏独立性等因素，货币政策效果有限。已公布的财政措施主要针对地方政府债务、银行资本和房地产库存等问题，但这些措施更多是为了控制金融风险，而非直接刺激内需。若要有效提振经济，政府应突破财政保守主义思维，增发一般债券，将资金重点投向社会保障、公共卫生和教育等民生领域，特别是惠及农村居民和农民工群体。编译如下：

中国目前的刺激计划仍在进行中。中国人民银行（People's Bank of China, PBOC）在 9 月下旬宣布的货币宽松政策已经实施，但该计划的财政部分仍缺乏细节。虽然财政部已经公布了即将出台的财政一揽子计划的用途，但其规模要到 11 月初中国最高立法机构开会并批准该计划后才能知道。据报道，北京目前正在考虑的即将召开的全国人大会议上，宣布一项为期多年的 10 万亿元人民币的一揽子财政计划。如果特朗普赢得美国总统大选，实际规模可能会更大，因为他对中国进口商品加征关税的提议一旦实施，将对中国经济造成相当大的损害。

尽管中国宏观经济政策方向明确，但北京如何定义成功仍不清楚。共产党领导人在 9 月 26 日明确表示，他们的近期目标是实现今年 5% 左右的 GDP 增长率，这一点也得到了财政部副部长的重申。但如果他们止步于此，将会错失良机。中国现在迫切需要的是扭转通货紧缩的局面。中国的 GDP 平减指数（衡量一个经济体整体通胀的指标）已经连续六个季度为负值。如果要恢复通胀，政府仍需采取比已宣布的更多的措施。

值得注意的是，中国人民银行行长潘功胜最近几周至少两次表示，央行的一个重要目标是恢复通胀。通过发表这些声明，潘功胜试图锚定通胀预期。然而，鉴于中国人民银行没有操作独立性，其行长的声明是否能够可信地锚定预期仍有待观察。最终决定中国重大经济政策的是最高领导人。但到目前为止，还没有对恢复通胀做出任何明确承诺。

央行在进一步放松货币政策方面也面临多重制约，包括对银行盈利能力、资本外流和人民币汇率的担忧。此外，单靠货币政策所能达到的效果也是有限的。在信贷需求疲软的时期，即使央行持续降低借贷成本，其政策也可能收效甚微。

因此，迫切需要财政刺激。它不仅可以使宽松的货币政策更加有效，自身还在对抗通货紧缩方面发挥关键作用。迄今已宣布的财政措施，是朝着清理地方政府、银行和房地产开发商资产负债表迈出的重要一步。但这些措施可能不足以恢复通胀。地方政府可能被允许发行更多特殊再融资债券，将其通过融资工具欠下的表外债务置换为利率较低政府债券。在这一过程中，地方政府从

节省的利息支出中能够释放出少量现金，用于偿还承包商、提供公共服务和进行新的资本投资。

对于大型国有银行，财政部将通过发行特别国债进行注资，使其能在维持资本充足率的同时扩大贷款规模。但银行将把部分增强的放贷能力用于购买新发行的中央和地方政府债券。这种资本重组将在多大程度上激励银行响应北京的举措，并向房地产等行业发放信贷，仍有待观察。

对于房地产开发商来说，地方政府将被允许增发专项债券，以购回闲置土地和过剩房屋库存。根据规模，如果成功实施，这可能会成为政府对一些陷入困境的开发商的救助。但地方专项债券的自偿要求意味着，地方政府用债券收益购买的任何土地或住房项目都必须产生足够的回报，以覆盖债券发行的利息成本，否则只会加剧地方政府本已庞大的债务负担。中国人民银行早在 5 月份创建了一种再贷款工具，用于支持地方国有企业购买过多的库存，并将其转换为保障房，但该工具的使用率一直较低。虽然北京这一次通过财政政策重新推动，但可能再次因无法获得地方政府的足够兴趣而难以奏效。

无论如何，所有这些措施都是为了防范整个金融体系的风险，而不是直接刺激国内需求。中国政府目前迫切需要做的是大幅提高直接支出。地方政府今年还没有花完预算中批准的所有资金，造成了紧缩效应。中央政府现在要求地方更充分地执行预算，在今年年底前发行所有剩余的专项债券，并将募集资金投资于有一定回报前景的项目，特别是基础设施。但问题是仍然缺乏合格的项目。即使地方政府能够设法发行所有剩余的债券，他们可能仍然难以花掉这些钱。

正如之前所主张的，增加政府开支的一个更有效方法是，中央政府或地方政府可以发行更多的一般债券，这些债券不像专项债那样对回报前景有限制，并将收益投资于民生领域，如加强社会保障、公共卫生和教育，特别是农村居民和农民工。但要做到这一点，北京需要克服其长期的财政保守主义和对直接用于家庭支出的偏见，这并非易事。

本文原题为“Will China's Stimulus Be Enough To Get Its Economy Out Of Deflation?”。本文于 2024 年 11 月刊于 PIIE 官网。本文作者 Tianlei Huang 是 PIIE 的研究员兼中国项目协调员，主要研究中国经济的相关问题。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中国对特朗普：漠不关心但保持警惕

Alicia García-Herrero /文 廖世伟/编译

导读：特朗普回归对中国而言既有风险也有机遇，欧洲则可能成为附带的牺牲品。在中国，唐纳德·特朗普在美国总统选举中的胜利至少在官方层面上并未引起太多反响。第二次特朗普政府不一定比拜登政府对中国更糟糕，这将取决于特朗普最终选择与中国和解，还是继续推动与中国脱钩。编译如下：

在中国，唐纳德·特朗普在美国总统选举中的胜利至少在官方层面上并未引起太多反响。第二次特朗普政府不一定比拜登政府对中国更糟糕，这将取决于特朗普最终选择与中国和解，还是继续推动与中国脱钩。

当拜登上台时，中国领导人曾希望中美关系能够改善，远离特朗普的严厉遏制政策。但拜登对中国进口商品加征了更多的关税，最重要的是，他对美国技术实施了更严格的出口管制。这让中国意识到，无论谁入主白宫，中美战略竞争将会持续下去。

新一届特朗普政府可能会给中国带来一些优势，主要有四个原因。首先，中国领导层了解特朗普的立场可能是反复无常的，而他喜欢达成交易。2019年12月时，中美双方就达成了所谓的“第一阶段协议”，时任中国副总理刘鹤与特朗普达成协议。该协议旨在减少至少部分美国对华关税，换取中国从美国进口6000亿美元商品以及为美国公司提供，特别是在金融领域的优惠准入。

其次，特朗普的孤立主义议程有利于中国，因为包括欧盟在内的美国传统盟友可能别无选择，只能从其他地方寻求支持。这可能意味着与中国走得更近。中欧投资协定（CAI）的谈判恰好在“第一阶段协议”签署后加速，这削弱了欧洲在中国的利益。

第三，特朗普已经明确表示，一旦他成为总统，他就打算结束乌克兰战争。一个快速解决方案势必会满足俄罗斯的一些（可能是很多）要求，这对中国来说是积极的。如果美国政府放弃乌克兰，将使台湾政府对美国在大陆可能发动侵略时会支持台湾的信念动摇。

第四，更广泛地说，特朗普的胜利将使中国领导人更容易传播美国衰落和民主堕落的说法。自以色列对加沙以及最近对黎巴嫩发动军事袭击以来，中国对全球南方的影响力大大增加，超出了其长期倡议，例如“一带一路”倡议和金砖国家合作机制。与拜登政府相比，特朗普预计将为国际伙伴提供更少的合作激励和更多的交易方式。这将使全球南方与中国更加接近。

但特朗普的回归也可能让中国付出高昂的经济代价。特朗普承诺对中国出口到美国的商品征收60%的额外关税，并推动与中国的进一步脱钩。在特朗普的第一个任期内，中国对美投资大幅减少，因为通过对美国外国投资委员会（CFIUS）的改革，使得相关要求更加严格。特朗普还威胁将中国企业从美国股市中除牌，从而阻碍了中国企业在美国筹集资金。人员交流也变得更加困难，

尤其是对于学习硬科学的学生。在第二个任期内，特朗普几乎表明科技、金融以及人文交流领域的脱钩将会继续，远远超过关税的范畴。

在这种情况下，中国领导层在应对特朗普的关税时将几乎没有空间进行反制，可能会选择尽早谈判达成协议。为了促使特朗普同意“第二阶段协议”，中国将不得不在 2019 年的基础上作出更多的让步，不仅是进口量方面，还包括为美国公司在更多领域提供优惠准入。

在这种情况下，最大的输家可能是欧洲，因为其对华出口的大部分产品与美国出口的商品存在竞争。航空航天就是一个例子，当然还有很多其他领域。特朗普的政策显然会对欧盟产生直接影响，可能比对中国的影响还要大。中美贸易投资协议可能会让欧洲的处境雪上加霜。

对欧盟来说，最好的结果可能是特朗普继续推动与中国脱钩，而不是达成第二份协议。虽然脱钩的后果显然在贸易进一步分裂的层面上是负面的，但在中美和解的情况下，中欧贸易转向美国的程度将会减少。

本文原题为“China on Trump: indifferent but wary”。本文作者 Alicia García-Herrero 是总部位于香港的法国投资银行 Natixis 的亚太区首席经济学家，也是 AGEAS 保险集团的独立董事成员。Alicia 还担任新加坡国立大学 (NUS) 东亚研究所 (EAI) 的非常驻高级研究员。本文于 2024 年 11 月刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

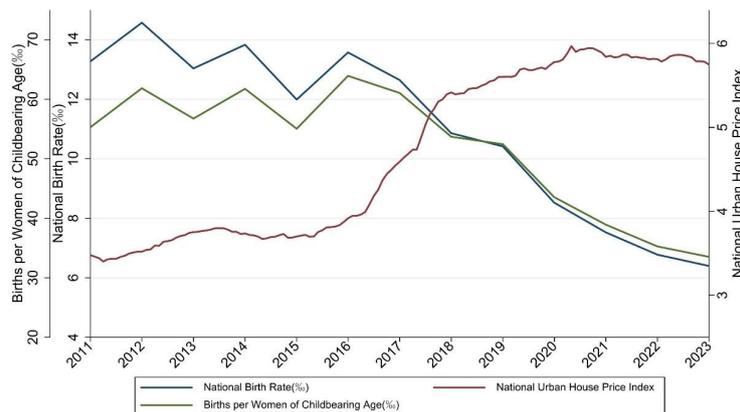
中国房价与出生率

Ziqian Liu & Yu Zhang / 文 申劭婧 / 编译

导读：自 2016 年以来，中国同时经历了出生率下降与城市房价的急剧上涨，这引发了对二者潜在因果关系的思考。本文通过一个独特的准实验来探索这种联系，揭示了一个以前未被充分探索的房价影响生育率的通路，并讨论了该研究对中国住房市场和人口未来的影响。编译如下：

自 2016 年以来，中国经历了出生率的显著下降。在此之前的 21 世纪初以来，中国平均出生率约为千分之十三，一直低于世代更替水平。对人口老龄化的担忧导致了 2013 年独生子女政策的放宽，但这并没有显著提高出生率。事实上，出生率从 2016 年的千分之十三迅速下降到最近的千分之六。原始出生率和育龄妇女出生率都急剧下降（图 1），导致该国人口在 2023 年达到峰值后开始下跌。对中国来说，出生率下降的潜在后果包括劳动力短缺、老年护理系统压力增加和经济增长放缓（Prasad, 2023）。放眼全球，中国的出生率下降也会产生深远的影响：重塑全球人口结构，改变经济和政治力量的平衡。

图 1 房价飙升和生育率下降同时发生



有趣的是，中国出生率的下降与城市房价的快速上涨同时发生。如图 1 所示，全国平均城市房价指数在 2016 年至 2021 年间上涨了 54%，而原始出生率下降了 45%，同期育龄妇女的出生率下降了 39%。这一巧合引出了一个重要问题：城市房价飙升与出生率下降之间是否存在因果关系？

研究这种潜在的联系是必要的，也是具有挑战性的，因为人口结构的变化会影响房价，而房价本身反映了对未来的预期。识别房价的有效工具变量并非易事。例如，一种常用的识别策略采用与供应弹性有关的工具变量，但对这一工具变量的解释很复杂，因为住房供应缺乏弹性的城市往往是“超级明星”城市，在房价上涨的繁荣时期往往同时经历更快的经济增长，而这会通过经济基本面影响个人的机会成本，从而在房价的直接影响之外影响出生率。

房价如何影响出生率下降的准实验

在最近的一项研究（Liu & Zhang, 2024）中，我们调查了房价对中国出生率下降的因果影响。我们使用了一个独特的准实验来识别这种效应，它与中国一些房价上涨的城市相关。这一准实验的背景是中国住房市场中普遍存在的投资性购房，及其控制政策的意外后果。2016年，中国主要城市实施了购房限制，通过抑制当地投资和投机来冷却过热的房地产市场。我们在早期的工作（Deng et al., 2022）中表明，受管制的大都市中未被满足的投资需求会被重新引导到附近不受管制的城市，即我们实验组的城市。这一冲击导致这些城市在没有发生根本性变化的同时，房价上涨，与之进行对比的是距离更远的不受监管的城市，即我们控制组的城市。

我们使用了 CityRE 的城市房价指数，并从城市政府发布的年度统计公报中手工收集了各个城市的出生率。使用这个城市房价准实验，我们发现投机驱动的房价上涨会显著导致出生率下降。与控制组城市相比，实验组的城市——明星城市附近不受监管的城市——房价从趋势上大幅上涨（图 2），出生率从趋势上大幅下降（图 3）。

图 2 在房屋限购溢出冲击的准实验后不久，实验组城市（附近未受管制的城市）的房价偏离了正常趋势，与控制组城市相比，房价大幅且持续上涨。

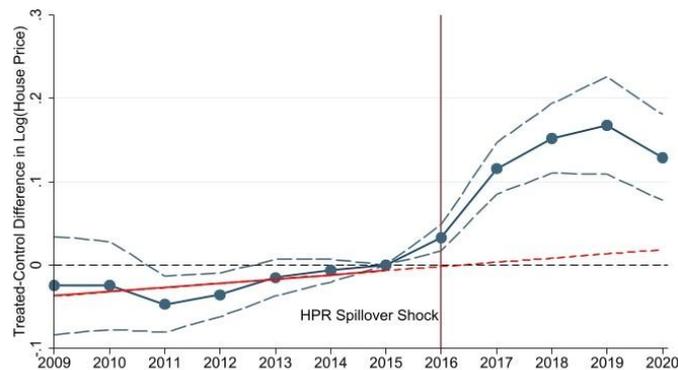
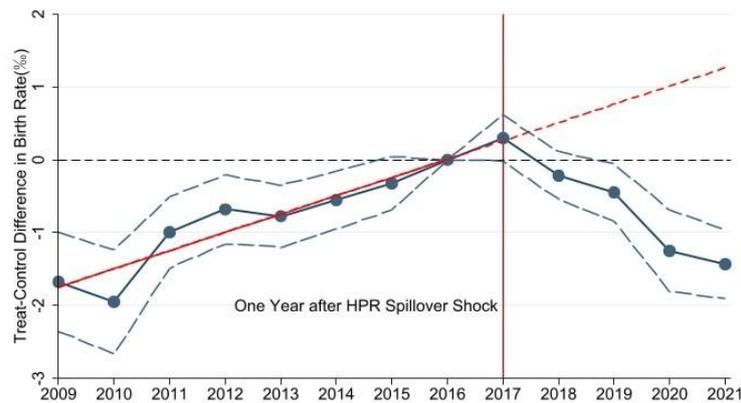


图 3 在城市房价异常上涨的准实验一年后，实验组城市（附近未受管制的城市）的出生率偏离了正常趋势，与对照组城市相比急剧而持续地下降。



我们发现，在城市房价冲击后，与对照组城市相比，实验组城市的出生率急剧下降，且这不能归因于纳入考虑的任何其他因素。一个潜在的问题是，实验组和控制组的城市可能不完全具有可比性。一个天然因素是，实验组的城市更接近受管制的明星城市，可能在经济上更有活力。事实上，我们的分析显示，实验组城市规模更大，经济增长更快，房价水平更高，居民工资水平相似，但人均财政支出更低。为了解决这些固有的差异，除了城市固定效应和城市特定趋势外，我们还控制了这些随时间变化的特征。此外，我们将实验组城市与在这些特征上具有可比性的控制组城市进行匹配，最终得到了相似的结论。

另一个值得关注的问题是，与对照城市相比，实验组城市的出生率早早就呈现负趋势，但在猛降趋势前有所缓和，这可能会影响我们对实验效果的估计。一个可能的原因是，实验组城市可能经历了育龄妇女人口的相对增长。为了解决这一问题，我们使用育龄妇女的出生率作为因变量，同样得到了相似的定量结论，表明这一问题的影响是有限的。

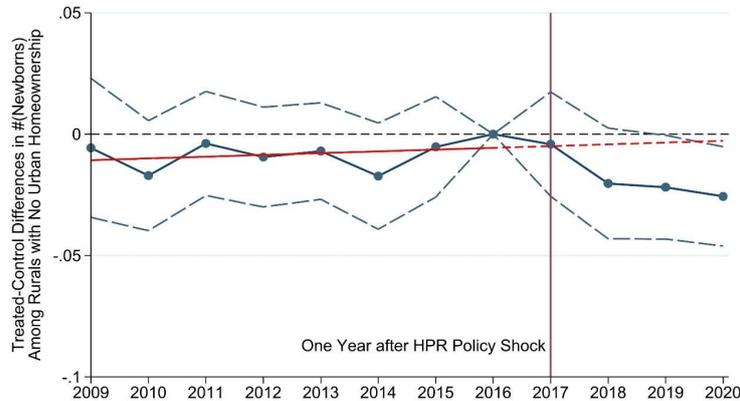
我们还考虑了如教育和收入等个人层面的因素在房价冲击之前影响出生趋势的可能性。为了解决这一问题，我们利用了中国家庭追踪调查（CFPS）的数据——这是一项具有全国代表性的调查——并根据其两年一次的调查重建了年度出生记录。我们在个体水平上估计了实验对新生儿数量的影响，控制了这些个体水平的因素以及个体固定效应。分析显示，在没有观察到显著的冲击前趋势的情况下，实验个体水平的生育率产生了显著的负面影响，这进一步支持了我们的研究结果。

我们估计的房价对出生率下降的经济影响巨大。据估计，半弹性系数为 8.8，即房价每上涨 10%，出生率就会下降 0.88 个百分点。利用溢出冲击的空间衰减和潜在结果框架，我们估计，相对于不受监管的城市中先前存在的预测，仅这一房价冲击就减少了 246 万的出生。

农村居民对城市住房所有权的渴望推动了房价对出生率下降的影响。

为什么房价上涨影响了出生率？我们通过使用个人层面的 CFPS 数据对此进行了探索，并分析了不同住房保有状态的城市和农村个人对新生儿数量的影响。

图 4 在房价冲击后，相对于控制组城市，实验组城市育龄妇女的新生儿数量显著下降，特别是在拥有住房但不拥有城市住房的农村居民中



我们发现，仅在拥有农村住宅但不拥有城市住宅的农村居民中，实验组的出生率有显著的负向变化，这个群体也占我们样本中的大多数。值得注意的是，这些人拥有村庄分配的住房用地，因此他们的住房成本不会受到城市房价冲击的直接影响。此外，我们观察到城市租金没有变化。对这一群体的出生率的负向变化有这样一种解释，即农村居民对城市住房所有权的渴望推动了房价对出生率下降的影响，我们将在下面详细阐述这一假设。

我们没有在城市房屋拥有者中发现显著的负面效应，这可能是由于两个传统因素的抵消效应：新生儿需要未来更大住房的替代效应和积极的财富效应。本实验设计的初衷就是城市房主不受假设的影响，即农村人对城市住房所有权的渴望推动了房价对出生率的影响，我们的研究结果证实，这一群体确实不能解释房价对出生率下降的影响。

相反，我们在另外两组中发现了不精确但一致的效果。在当地既不拥有农村住房也不拥有城市住房的流动个体表现出不精确的负面效应，而同时拥有农村住房和城市住房的农村个体则表现出不精确但正向的效应。这些发现与我们的假设一致。

我们的假设是，农村居民渴望在城市拥有住房，而这可以解释房价对出生率下降的影响，这一假设与拥有城市住房可以改善婚姻前景、获得更高质量教育的观点有关。我们分别测试了这两种路径，并找到了支持性的结果。

婚姻市场的社会规范加剧了房价冲击对出生率下降的影响。

我们观察到，在性别比例严重失衡的地区，没有城市住房的农村人口的出生率下降尤其明显，这由当地婚龄人口的高性别比例来反映。此外，我们的分

析显示，在房价冲击后，城市中没有城市住房的农村个人经历了显著的婚姻延迟。

在中国的婚姻市场中，城市住房所有权（与农村住房不同，因为农村住房是不可交易的）是竞争的关键因素（Wei & Zhang, 2011; Wei, Zhang & Liu, 2017）。一项由武汉大学、中国社会科学院、新浪网和新华网联合开展的调查发现，83%的农村受访者认为，来自家乡的年轻人需要在城市买房才能结婚。然而，我们的个人层面的数据显示，只有17%的农村个人真正拥有城市住房。这些统计数据支持这样一种解释，即房价冲击增加了婚姻的障碍，这是由强调城市住房所有权的婚姻市场规范所决定的，从而导致了出生率的下降。

城市住房所有权作为克服城乡教育资源差距的途径，也在房价对出生率下降的影响中发挥了关键作用。

城市房价上涨对农村人口出生率的影响在农村上学机会有限的地区也特别明显，该特征用从家到学校的通勤时间长来代表。在中国，拥有城市住房与获得教育机会密切相关，因为公立学校入学往往与学校所在地区的房产所有权和/或拥有城市户口有关，而城市户口往往是通过城市住房所有权获得的。现有文献记录了教育程度的显著城乡差距（例如，Li et al. 2015）。此外，最近农村学校的合并和关闭（Ding, Wang & Ye, 2016）增加了上学距离，减少了当地受教育的机会，使无法进入城市学校的农村学生处于更加不利的地位。

我们的研究结果进一步表明，实验组城市中，没有城市住房的农村已婚夫妇减少了生育，这一行为与战略适应的解释一致。由于这些夫妇在获得与城市住房所有权相关的公共教育方面面临着更高的障碍，他们选择了降低生育。此外，在这些农村夫妇中，我们观察到有孩子带来了私人教育投资的增加，这表明农村家庭通过转向以前较少依赖的私人替代教育来克服日益增加的获得城市公共教育的困难。

我们的研究如何丰富关于出生率的学术讨论

长期以来，文献表明房价在决定生育结果方面起着不可忽视的作用（例如，Becker, 1960; Yi & Zhang, 2010; Lovenheim & Mumford, 2013; Dettling & Kearney, 2014），一些研究表明，房价上涨可以通过财富效应提高生育率（例如 Lovenheim & Mumford, 2013; Daysal 等, 2021; Ang 等, 2024）。然而，其他研究发现，房价上涨也可以通过提高住房成本来降低生育率（例如 Yi & Zhang, 2010; Clark, 2012; Dettling & Kearney, 2014; Liu, Liu & Wang, 2021; Meng, Peng & Zhou, 2023）。

我们的研究提供了第一个证明以前一个未充分探索的房价影响生育结果的通路的因果证据：通过影响教育资源的价格和与住房所有权相关的婚姻市场收益。这一渠道虽然受到的关注较少，但在理解房价与出生率之间的关系方面可能同样重要。它与关于不平等、公立与私立教育、人力资本生产（de la Croix &

Doepke, 2003; 2004) 以及竞争性储蓄动机 (Wei & Zhang, 2011) 的经典理论有关。我们的研究表明, 要理解房价对中国近期出生率下降的影响, 不能忽视这一逻辑链路。

我们的研究结果强调了在理解和解决中国未来人口和人力资本发展问题时, 考虑农村居民及其与城市住房市场互动的重要性。这一考虑与住房市场的再分配特征有关 (Chen, Fang & Tang, 2024)。如 Chetty 等人 (2014) 指出的那样, 儿童向上流动的前景受到搬迁到正确地区的极大影响, 以及居住隔离的负面影响。此外, 赫克曼 (Heckman) 和兰德斯 (Landersø) (2022) 指出, 家庭居住决定通常是在儿童生命早期做出的, 甚至通常是在他们出生之前。

未来中国的出生率会怎样?

一个悬而未决的问题是, 随着房地产市场降温, 中国的出生率会发生什么变化。我们分析的大多数城市都是三线城市 (Rogoff & Yang, 2024), 这些城市的房价在 2016 年之前经历了缓慢增长, 但在 2016 年至 2021 年期间出现了飙升。在我们的样本期之后, 这些城市开始面临价格下行压力。有几个因素造成了围绕这一问题的不确定性。首先, 地方政府对土地和住房价格的积极管理 (通常通过地方政府融资工具以高于市场的价格购买土地) 可能会在需求降温的情况下维持住房成本 (Chang, Wang & Xiong, 2024)。

其次, 随着对住房快速升值的预期下降, 与住房所有权相关的个人成本可能上升, 从而使个人在婚姻和生育方面的决定进一步变得复杂。这可能导致人们在生育高峰期推迟组建家庭, 进而导致总体子女人数减少, 因为个人可能将生育推迟到其黄金年龄之后。

第三, 房价上涨可能引发了社会预期的永久性变化, 拥有住房、结婚和生育等传统里程碑不再被视为基本的生活目标。随着越来越多的人因住房负担能力问题而推迟或放弃结婚生子, 这些行为可能会变得常态化。这种规范的转变可能意味着, 即使城市房价降温, 中国的出生率将仍然保持低位。

从政策角度来看, 需要在住房市场之外进行干预。解决公共教育资源的城乡差距——例如通过将城市入学资格与住房所有权和户口脱钩——可以缓解一些阻碍生育的压力。决策者可能还需要重塑有关婚姻和组建家庭的社会规范, 营造一种让年轻人感到有能力在没有住房负担的情况下组建家庭的环境。最终, 生育率是否会恢复到冲击前的水平, 或者房价上涨是否已经永久性地重塑了中国人口结构的未来, 仍有待观察。

本文原题为 “How House Prices Affected China’s Birth Rate Decline”, 本文作者 Ziqian Liu 是华盛顿大学福斯特商学院的博士生, Yu Zhang 是北京大学的助理教授。本文于 2024 年 11 月 13 日发表于 Vox China 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

特朗普经济学将如何发挥作用？

Olivier Blanchard /文 熊春婷/编译

导读：在撰写本文时，美国全国大选已过去一周，当选总统唐纳德·特朗普所在的共和党似乎将获得国会和两院的控制权，使他能够实施自己的经济议程。他已经明确了自己的意图：用关税保护美国经济，帮助企业减税，驱逐非法移民。编译如下：

根据教科书上的宏观经济原则，同时也保持谨慎态度去做预测，我预测他会对结果感到失望。然而，我也预测，结果也不会像他的批评者所警告的那样是一场经济灾难——除非他迫使美联储（Fed）听从他的命令，在这种情况下，所有的赌注都会落空。

以关税为例。特朗普承诺对所有进口商品征收 10% 的关税，对来自中国的进口商品征收 60% 的关税。（一些人认为，他可能会利用这一点作为谈判的开场白，如果他得到了他想要的东西，他就会让步。我对此持怀疑态度，因为他显然喜欢关税收入。）

最初的效果可能正如他所希望的那样。美国的进口将会下降，关税收入将会增加（尽管没有他预测的那么多，正是因为税基（即进口）将会减少），而美国的贸易赤字将会减少。

但这只是故事的开始。

首先假设中国或欧洲相互之间没有进行针锋相对的关税报复。随着美国需求从国外商品转向国内商品，在一个已经处于充分就业状态的经济体中，对国内商品的更高需求将给价格带来上行压力。这种压力将迫使美联储提高利率以控制通胀。由于更高的利率和贸易平衡的改善，美元将走强，这与特朗普想要的正好相反。美国的出口将受到影响，贸易赤字不会有太大改善，甚至根本不会改善。

中国和欧洲的报复都有可能改变这个故事，但不会变得更好。美国出口商将遭受更大损失。贸易平衡可能根本不会改善。就净值而言，进出口下降可能导致经济活动减少而不是增加。即使在那时 关税仍将导致更高的通胀以及更高的利率，这让特朗普政府在提高关税方面没有什么收益。

出口商不高兴、贸易赤字几乎没有改善（即使有也很少）、可能更高的通胀以及美元走强，这些都不会让特朗普高兴。他会怎么做？

加倍下注才符合他的性格。但出口商的反对和进一步征收关税的通胀效应可能会阻止他走这条路。让步和降低关税同样不太可能。因此，最有可能的情况是关税将保持不变。如果是这样的话，贸易和产出方面最初的好消息（可能一直持续到 2026 年中期选举）将逐渐消失，这使得贸易赤字带来负面影响，更少地使用比较优势。

转向移民话题：特朗普承诺驱逐非法移民。据估计，他们的人数约为 1100 万，每年约有 100 万人被驱逐出境。

美国总就业人数约为 1.6 亿人。因此，如果他每年驱逐 100 万移民，每年将减少 0.5% 的就业，最终总体减少 5%。职位空缺将大幅上升并保持高位，职位空缺与失业工人的比率也将上升，从而导致持续的通胀压力。美联储将提高利率来应对上述压力，这又将导致汇率升值——这同样不是特朗普所希望看到的结果。

考虑到这种情况下的数字规模，这种情况不会发生。不满的雇主，特别是农业、建筑业和餐饮业的雇主，很快会发声抗议，减缓驱逐非法移民出境的速度。事实证明，通货膨胀在政治上代价极其高昂，这可能会让特朗普三思而后行。因此，人们必须假定，虽然会驱逐非法移民出境，但在很大程度上是象征性的举措，最终可能只会驱逐数万或数十万人，而不是高达数百万人。在某种程度上，驱逐出境将导致通货膨胀和更高的利率，以及与美联储发生潜在冲突。更多介绍请看下文。

转向税收话题：特朗普承诺延长 2017 年颁布的减税政策。这很有可能发生。此外，他还在不同时期建议社会保障福利和小费完全免税，增加国家和地方税收减免，并建议将已经从 2017 年从 35% 降至 21% 的公司税率进一步降至 15%。然而，这些额外的措施可能会遭到一些保守的众议院共和党人的反对，从而导致一个规模较小但仍然可观的财政方案。

任何关于财政计划的讨论都必须从联邦预算赤字已经极其庞大这一事实出发。联邦债务占 GDP 的比率约为 100%。财政赤字约为 6.5%，基本赤字约为 3.5%。如果 2017 年的减税政策到期，2025 年的赤字占 GDP 的比率将下降至 1% 左右。但即使在这一假设下，国会预算办公室（Congressional Budget Office）预测的基本赤字仍将达到 3% 左右。特朗普正在考虑的措施将使这一数字增加大约 1% 至 2%，导致基本赤字持续保持在 4% 至 5% 的同时债务比率快速上升。如果利率和增长率大致相等（这似乎是一个合理的假设），这将意味着将基本赤字调整为 GDP 的 4% 至 5%，或相当于联邦预算的 16% 至 20%，以稳定债务比率。这是一个非常大的数字，没有理由认为削减企业税率会在未来几年大幅减少赤字，即使它们提振了投资和潜在增长。

如果特朗普实施了他所建议的所有措施，那么问题将是投资者需要多少年才能质疑美国国债的无风险地位。没有人确切知道这样的质疑是在他担任总统期间还是之后开始的。如果发生这种情况，投资者开始对风险溢价进行定价，这可能会导致更负责任的财政政策。然而，撇开这一风险问题不谈，从接近充分就业的经济开始，进一步的财政扩张很可能会导致通胀，并由此导致美联储政策利率上升和美元走强。这种情况将再次引发与美联储的潜在冲突。

因此，也许最关键的问题是美联储将采取什么行动。如果它坚持自己的使命，它将在一定程度上阻止特朗普使用关税、驱逐出境和减税政策。它将不得不限制经济过热，提高利率，并促使美元升值。

因此，最大的问题是特朗普能否迫使美联储放弃其使命，在通胀上升的情况下维持低利率。美联储主席杰伊 鲍威尔已经表明他仍然致力于履行这一使命，并继续担任美联储主席，直到 2026 年 5 月他的主席任期结束（他作为董事会成员的任期将于 2028 年结束）。现任美联储理事会成员不太可能遵循不同的路线。但 2026 年 1 月将有一个董事会职位空缺，特朗普可能会任命一位更温顺的董事会成员。如果是这种情况，并且董事会同意（这不太可能的），结果将是低利率、经济过热和更高的通胀。考虑到高通胀的不受欢迎，更不用说金融市场对美联储丧失独立性的反应，这一前景可能足以让特朗普在采取这一选择时犹豫不决。

我忽略了其他可能的宏观经济结果，包括放松管制（特别是金融体系）、能源政策、让加密行业自由发展，以及更高的经济不确定性对投资和消费的影响。总结一下我的预测：特朗普经济可能在一段时间内看起来不错，经济增长强劲（尽管上次选举中选民的看法不同，但拜登政府给特朗普政府留下了一个强大的美国经济，在这种情况下这是一份珍贵的礼物）。预测即将发生的灾难或股市崩盘是不明智的，就像一些人在 2016 年所做的那样。但最初的积极影响也许在特朗普任期结束之前就会消失，甚至逆转为消极影响。

本文原题为“[How will Trumponomics work out?](#)”。本文作者 Olivier Blanchard。Olivier Blanchard 是彼得森国际经济研究所高级研究员，麻省理工学院罗伯特·索洛经济学名誉教授，其研究重点是货币和财政政策的作用、投机泡沫、劳动力市场和失业的决定因素、前共产主义国家的经济转型以及全球金融危机的性质。本文于 2024 年 11 月发表于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

特朗普的胜利是联邦共和国历史上经济上最困难的时期

Moritz Schularick/文 王琬婷 / 编译

导读：特朗普的保护主义关税和进口限制政策将对德国经济带来极大压力。德国需要与其他欧洲国家团结一致，免除国防投资的债务约束，制定政策并做出努力以应对特朗普当选对德国经济造成的不利影响。编译如下：

唐纳德·特朗普（Donald Trump）可能的大选胜利标志着德意志联邦共和国历史上最困难的经济时刻将要开始。除了国内结构性危机外，德国现在还面临着巨大的对外贸易和安全政策挑战，而我们对此毫无准备。特朗普的经济政策措施可能包括保护主义关税和进口限制，这将给德国和欧洲的经济增长带来更大压力。

让德国的安全依赖于美国摇摆不定的选民是短视和不负责任的，这种做法现在正在付出代价。我们需要在短期内对国防能力进行大规模投资，并与法国和其他有意愿的欧洲伙伴一起带头建立欧洲防御。德国的各民主党应该团结起来，免除国防投资的债务约束，从而使德国和欧洲有能力采取地缘政治行动。

本文原题为“Trump victory economically most difficult moment in the history of the Federal Republic”。作者为 Moritz Schularick 是基尔研究所（Kiel Institute）所长。莫里茨·舒拉里克（Moritz Schularick）自 2023 年 6 月起担任基尔世界经济研究所所长，并担任巴黎政治学院经济学教授。他是 2022 年莱布尼茨奖的获得者，这是德国最负盛名的研究奖，由德国研究基金会（DFG）颁发。他的研究包括金融市场和资产价格、货币宏观经济学问题以及金融危机和经济不平等的原因。本文于 2024 年 11 月 6 日刊于 Ifw Kiel Institute for the world economy 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

关税是件好事吗？

Alan Wm. Wolff / 文 王琬婷 / 编译

导读：特朗普在第二个总统任期期间宣称将对其他进口产品征收 10%~20% 的关税而对对中国征收 60% 的关税，这将提高国内企业的生产成本和居民的消费价格。过高关税一旦征收，由此对世界贸易体系和美国经济造成的一些损害将难以挽回。编译如下：

大选结束一天后，在向一群企业高管介绍特朗普第二个总统任期的贸易政策时，有人问了这样一个问题：“好的关税的例子是什么？”

答案与 16 世纪瑞士内科医生和炼金术士帕拉塞尔苏斯（Paracelsus）对药物剂量的回答如出一辙——适量且用于正确的目的，可以帮助治疗。如果过量就会变成毒药。

特别附加关税是现行贸易救济措施的一部分，作为一项国家政策被采纳，并被纳入美国国内法律和国际协议。因此，即使这些措施的反对者几乎从不欢迎这些措施，国会仍认为这些措施是“好的”。在发现实质性损害时，必须征收额外关税，以抵消倾销（低于公平价值的销售）和外国补贴。在出现严重损害的情况下，总统有权根据保障条款酌情征收额外关税。采取这些补救措施背后的政策不仅仅是公平问题。为了使普遍开放的贸易体系能够在国内政治的充分支持下生存下去，提供贸易救济措施很可能是必要的。

还有第二类关税（以及补贴，这是另一种形式的保护）被拜登政府认为是好的，或许国会的大多数人认为是好的。这些措施是有选择性的。在拜登执政期间，美国国家安全的一个关键目标是确保美国有能力制造尖端半导体。为此，美国在《CHIPS 法案》中提供了补贴，并在总统的单独授权下征收关税。同样，在拜登入主白宫期间也十分关注气候变化和地缘政治问题。因此可以理解目前对电池、电动汽车（EV）等的额外关税和补贴。

然而，关税（以及补贴）的使用并非没有争议。电动汽车和电池的关税降低了该国实现气候目标的能力。而对于另一个极端，气候变化是否被视为一个重要问题，甚至是否被下一届政府承认，都是未知数。

特朗普总统在竞选中提出的建议远不止选择性使用关税。他经常谈到对所有进口产品征收 10% 或 20% 的一揽子关税，对中国进口产品征收 60% 的关税。除非美国国内有足够的相关产品供应，而且国内生产的价格会因关税而提高，或者有足够的官僚机构来寻求关税豁免，否则 10% 或 20% 的一揽子关税不容易避免。

很明显，一些可能在即将上任的特朗普政府中扮演重要角色的人以及当选总统都认为这是对关税的良好利用。新政府以外的其他人将继续持不同意见，其中包括几乎所有经济学家、许多依赖进口作为必要投入的美国企业，以及所有美国贸易伙伴。

人们普遍认为，1930年由赫伯特·胡佛总统（President Herbert Hoover）签署生效的高关税是一个巨大的错误。从富兰克林·D·罗斯福（Franklin D.Roosevelt）到巴拉克·奥巴马（Barack Obama）在内的13位总统都接受了降低关税并根据商定的规则开展贸易将增加全球经济活动有利于美国这样一个前提。这一政策随着唐纳德·特朗普（Donald Trump）就任而终结，也没有被小约瑟夫·R·拜登（Joseph R.Biden Jr.）恢复。现在可能会尝试提高关税，以实现控制美国贸易赤字和增加美国制造业就业的既定目标。贸易赤字的减少可能会在国内外经济活动水平较低的情况下实现。但是这种情况可能导致制造业就业会下降。一揽子关税显然会造成价格上涨压力，并降低进口产品的消费量。

美国人民没有被告知他们将承担关税成本（事实上，他们被告知外国出口商将支付关税），也没有被告知他们会减少消费。一揽子关税是一种降低消费的方式。美国政府从来没有国内产品不受欢迎而试图征收增值税（一种全国性的销售税）。大选也不会降低美国居民的消费水平，尤其是对于那些经济水平较低的人来说。

据称，一揽子关税将导致生产向国内工厂转移。然而，这种说法是否有效并不明确。美国的钢铁和铝产量并没有因为特朗普分别征收25%和10%的关税而增加。同样的，现在几乎完全从国外采购的商品，如鞋子和服装，将回归国内生产也是不可信的。征收10-20%的税是否能收回因比较优势转移到国外而失去的产业？如果不从已经在生产所需商品和服务的部门（包括出口行业）来购买生产原料，那么制造这些新商品的额外资源从何而来？经济正处于充分就业状态。的确，关税带来的10%-20%的成本优势可能足以决定未来工厂选址的投资决策。但要实现这一点，美国必须在相关产品的成本竞争力上更接近于成本优势才行，而关税将使美国成为竞争力较弱的出口基地。

由于在普选中大获全胜，再次当选的美国总统特朗普将认为他有明确的授权来更多地使用关税。然而，鉴于英国脱欧的经历，我们应该谨慎行事。英国脱欧使英国最大的贸易伙伴欧盟之间的贸易变得更加困难。

保守党政府把英国脱欧说成是一笔不花钱的幸运之举。事实并非如此。2016年6月，51.89%的英国选民投票支持脱欧，48.11%的选民投票支持留欧，相差3.78个百分点。今年，负责的政党在投票中大败。目前的民调（截至2024年5月）显示，超过55%的人认为脱欧是个错误，33%的人认为脱欧是正确的。尽管如此，英国现在重返欧盟仍面临着巨大障碍。有些损失是无法轻易弥补的。

在2024年美国总统大选中，特朗普的得票率为50.3%，而卡马拉-哈里斯的得票率为48.1%。这一比例与我们这个时代的另一场重大经济投票——英国脱欧——相差无几。现在，毫无疑问，特朗普可能会在国会的帮助下征收更高的关税。2026年中期选举可能会显示选民对特朗普总统在2025年初突然大幅征

收关税的看法。即使他们改变主意，由此对世界贸易体系和美国经济造成的一些损害也将难以挽回。

本文原题为“Can tariffs be a good thing?”。作者为 Alicia Alan Wm. Wolff 是彼得森国际经济研究所的杰出访问学者。在加入 PIIE 之前，他曾担任世界贸易组织（WTO）副总干事。他的研究重点是发展 WTO 的改革；回应美国、欧盟和中国在国际贸易体系中的作用；以及满足所有国家利用贸易实现经济繁荣的需求。本文于 2024 年 11 月 12 日刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

欧盟应该对特朗普的关税有何期待？

Uri Dadush /文 廖世伟/编译

导读：唐纳德·特朗普在美国大选中的决定性胜利表明，“美国优先”保护主义是一种异常现象的看法是错误的。在摇摆州强大选民基础的支持下，这一政策反映了过去四十年来推动局势发展的关键因素：美国逐步放弃在后苏联时代自我标榜的自由规则体系维护者角色；中国崛起为主要竞争对手；以及对新自由主义政策的反弹，这些政策导致高度不平等、移民激增和低技能本土工人，尤其是男性工人的疏离感。新一届特朗普政府可能对关税采取分步实施的方法，这将使欧盟面临艰难的抉择。编译如下：

唐纳德·特朗普在美国大选中的决定性胜利表明，“美国优先”保护主义是一种异常现象的看法是错误的。在摇摆州强大选民基础的支持下，这一政策反映了过去四十年来推动局势发展的关键因素：美国逐步放弃在后苏联时代自任的自由规则体系维护者角色；中国崛起为主要竞争对手；以及对新自由主义政策的反弹，这些政策导致高度不平等、移民激增和低技能本土工人，尤其是男性工人的疏离感。特朗普将这些力量转化为一股强大的政治运动。

特朗普打算提高关税，这粉碎了另一种一厢情愿的想法：即世界经济的分裂将沿着简单的地缘政治线划分，一边是中国及其盟友，另一边是美国。然而，现实将远比这复杂得多。特朗普的关税政策将扰乱美国与其盟友之间的贸易，也将因经济和安全利益的分歧引发紧张局势，因为美国的盟友对此会做出不同的反应。

即使不借助国会，特朗普也有大量手段可以对各国进行单独打击，历史上法院在贸易政策方面通常给予总统广泛的自由。此外，控制国会可能使特朗普能够迅速推动全面的关税增加。

然而，关税可能不会一次性全面实施。特朗普可能会选择谈判和分步实施的方式，原因有三：

- 特朗普的方式是交易性的，正如他在《美墨加协定》和与中国的“第一阶段协议”谈判中所表现的那样。虽然特朗普是一个坚定的保护主义者，但他也相信美国足够强大，可以利用贸易作为杠杆获得更好的交易，不仅限于贸易领域。他从墨西哥想要的东西，与他从欧盟或中国想要的东西并不相同。

- 他必须警惕通货膨胀。选后分析表明，高物价是导致民主党败北的主要原因。对中国征收 60% 的关税，对其他国家征收 10%-20% 的关税对美国物价的影响取决于合作伙伴在关税前降低价格的幅度、国内生产商是否随着关税后的进口价格提高而同步提价，以及美元对关税的反应是否升值。我的最佳估计是，关税将对美国物价产生一次性的 2%-3% 的影响。但在包括减少移民、驱逐出境、减税和宽松货币政策等其他供给限制和需求扩张措施的背景下，关税如果一次性实施，可能引发新的通货膨胀周期。

- 在没有事先谈判的情况下单方面提高关税，增加了美国贸易伙伴协调报复的可能性。根据美国的要求，逐一击破的方法会更为有效，对不同的伙伴采取不同策略，有些更强硬，有些较为宽松，这取决于美国的要求。

回到亚当·斯密之前的思维方式，特朗普通过美国的贸易余额来衡量贸易收益。从这个角度来看，最大的问题国家是中国，其与美国的贸易顺差最大，为 2540 亿美元。墨西哥排在第二（1540 亿美元），然后是欧盟（1070 亿美元，其中德国占 860 亿美元）和日本（620 亿美元）。

如果美国的贸易伙伴同意不对称和歧视性的协议（如强制购买要求），或者面临关税的威胁，世界贸易组织（WTO）将受到进一步损害，甚至可能不可逆转。这样会带来许多意想不到的后果，政策的不确定性也会急剧上升。例如，如果中国与美国脱钩，它将寻求将其出口重新转移至日本和欧盟等大市场，即使其增长放缓、进口减少，这将进一步加剧紧张局势。值得一提的是，特朗普不太可能像拜登那样支持工业补贴，这可能是唯一的亮点。

特朗普将不会像拜登那样倾向于将中国和俄罗斯视为头号敌人。这可能为此前看似不可能的贸易协议打开大门，但也可能意味着在俄乌冲突中做出妥协，而这一点将让欧盟感到反感。

欧盟必须慎重考虑是否应该进行谈判。上一次与美国的大型谈判（跨大西洋贸易与投资伙伴关系协定）历时三年，进行了 15 轮，尽管气氛友好，但在 2016 年特朗普当选后不久就失败了。在压力下与特朗普进行谈判将更加艰难。作为协议的一部分，欧盟可能需要购买美国的天然气、农产品和武器。

如果欧盟无法接受特朗普要求的单方面让步，就必须明确表示欧盟已准备好进行报复。欧盟内部的分歧如果引发对这一承诺的怀疑，只会增加不良结果的可能性。

欧盟的困境表明，贸易和安全是密不可分的。欧盟如何在依赖美国防务的同时保持贸易自主？欧盟如何在不将中国变成敌人的情况下处理与中国的贸易分歧？可以确定的是，欧盟无法在两条战线上同时进行贸易战。

本文原题为“[What the European Union should expect from Trump's tariffs](#)”。本文作者 Uri Dadush 是华盛顿特区布鲁盖尔研究所的非常驻研究员，也是马里兰大学公共政策学院的研究教授。本文于 2024 年 11 月刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

德国房地产价格复苏得到确认，新建公寓接近历史最高水平

Jonas Zdrzalek/文 安怀雨 / 编译

导读：本文详细报道了 2024 年第三季度德国房地产市场的最新动向。根据德国房地产指数（GREIX）的数据，尽管市场经历了近期的剧烈波动，但公寓和单户住宅的价格相比上一季度以及去年同期均有所上涨，显示出市场正在逐步复苏。新建公寓价格更是接近历史最高水平，仅比 2022 年的峰值低 1.5%。此外，文章还对德国七大城市的房价走势进行了分析，其中科隆和斯图加特表现最为强劲。然而，整体交易量仍然低于繁荣时期，新建筑的市场份额也有所下降。这篇报道为关注德国房地产市场的读者提供了宝贵的信息和深入的市场分析。编译如下：

德国房地产市场的复苏在 2024 年第三季度继续。公寓和单户住宅的价格与上一季度（2024 年第二季度）相比有所上升，甚至与去年同期相比也有所上升。按建设年份进行的比较显示，新建公寓的价格已经再次接近峰值。

最新更新的德国房地产指数（GREIX）显示了这一点，该指数是当地专家委员会（Gutachterausschüsse für Grundstückswerte (GaAs)）、eContribute 和基尔研究所的联合项目。根据最新的科学标准，对包含公证销售价格的 GaAs 交易数据库进行评估。目前 20 个城市和地区（包括其社区）的所有数据均可在以下网站免费获得（www.greix.de）。

“德国房地产市场证实了上一季度的信号，即私人住宅物业的购买价格在最近的大幅下跌后已经触底，现在又开始回升，” 乔纳斯·兹扎莱克表示，他是基尔世界经济研究所的房地产专家。“然而，势头仍然有些减弱，目前没有新的繁荣迹象。”

Price Development Market Segments

Index, Change in Percent



	Previous Quarter	Previous-Year Quarter
Apartments	+ 1.4 %	+ 0.9 %
Single-Family Houses	+ 1.3 %	+ 0.1 %
Multi-Family Houses	- 0.4 %	- 2.8 %

The GREIX is a joint project of the local expert committees, EContribute and the Kiel Institute tracking real estate price trends of currently 20 German cities and regions.

» 2024 Q3, as of November 7, 2024

» greix.de

与上一季度相比（2024 年第三季度与 2024 年第二季度相比），公寓价格上涨了 1.4%。单户住宅增加了 1.3%。相比之下，多户住宅的价值略有下降，降幅为 0.4%，尽管上一季度价格大幅上涨了 4.4%。然而，由于交易数量较少，该细分市场的波动性较高，因此信息价值有限。

与上一季度一样，总体价格趋势高于目前的通货膨胀率。

自大约两年前的低迷以来，价格首次出现同比上涨。与去年同期相比（2024年第三季度与2023年第三季度相比），公寓价格上涨了0.9%，单户住宅价格为中性（+0.1%），多户住宅价格下降了2.8%。然而，与前几个季度相比，下降速度一直在稳步缩小，这是房地产市场好转的另一个迹象。

房地产交易数量再次增加，但仍明显低于繁荣时期的水平，约为2019至2021年平均水平的75%。新建筑在这些交易中所占的份额也有所下降，从繁荣时期的约20%降至仅10%。

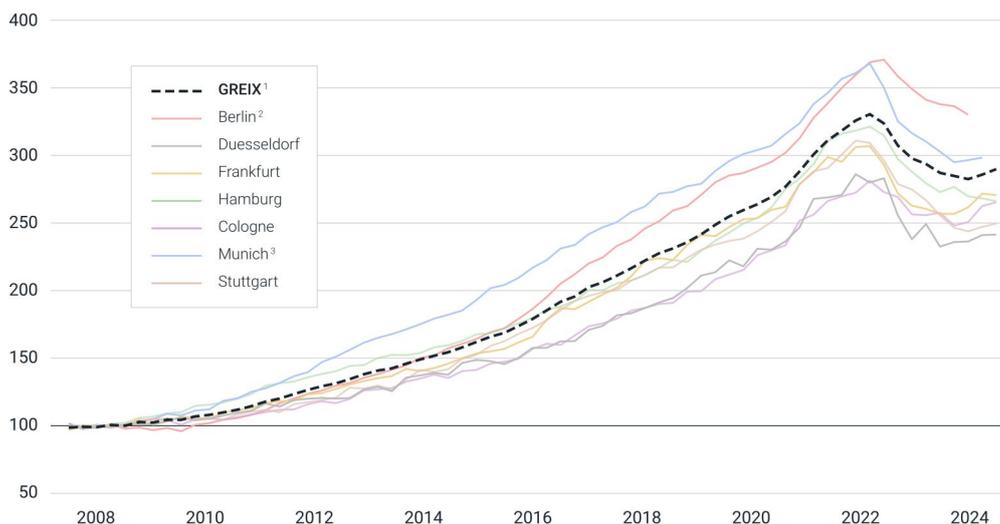
排名前7的城市

在德国最大的7个城市（柏林、杜塞尔多夫、美因河畔法兰克福、汉堡、科隆、慕尼黑、斯图加特），与2024年第二季度相比，整体呈横向波动，略有上下波动。

Price Development Apartments

Top-7 Cities, GREIX; Index 2008=100

GREIX



¹ The GREIX is a joint project of the local expert committees, ECONtribute and the Kiel Institute tracking real estate price trends of currently 20 German cities and regions. ² Data from 2024 Q1. ³ Data from 2024 Q2.

» 2024 Q3, as of November 7, 2024

» greix.de

科隆（+1.1%）和斯图加特（+1.0%）的增幅最大，而汉堡的降幅最大（-0.7%）。杜塞尔多夫的价格（+0.2%）和法兰克福的价格（-0.4%）都在横向波动，而法兰克福的价格在上个季度已经大幅上涨（2024年第二季度与2024年第一季度相比）。

注：本次 GREIX 更新中没有提供 2024 年第三季度柏林和慕尼黑的的数据。

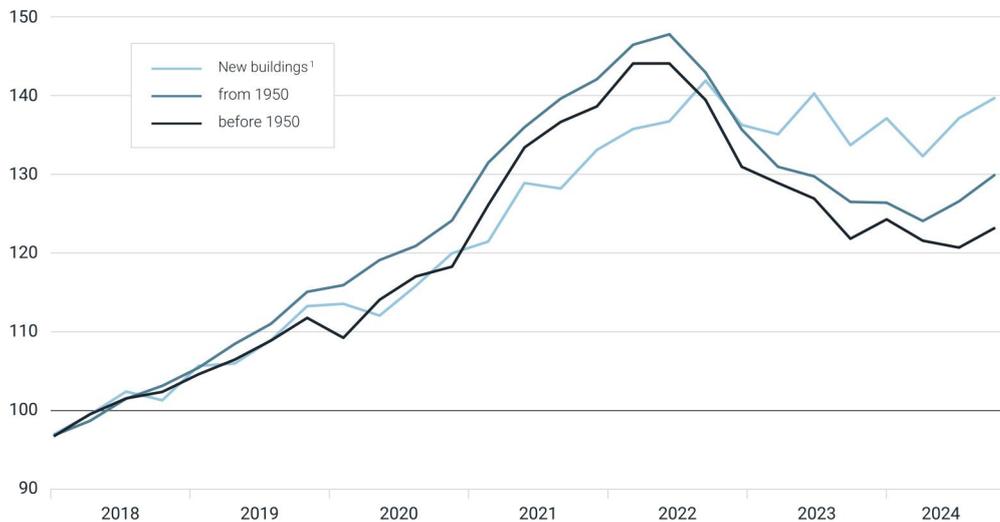
新建筑仅比峰值水平低 1.5%

德国前 7 大城市的新建公寓表现出很强的价格稳定性。从 2022 年开始，价格几乎回到了峰值水平，2024 年第三季度的价格仅比峰值低 1.5%。总体而言，在最近房地产市场价格大幅下跌期间，价值仅下跌约 6%。

Price Development Apartments by Construction Year

GREIX

Top-7 Cities, Index 2018 = 100



The GREIX is a joint project of the local expert committees, ECONtribute and the Kiel Institute tracking real estate price trends of currently 20 German cities and regions. ¹At contract, not older than previous year.

» 2024 Q3, as of November 7, 2024

» greix.de

德国 7 个最大城市的存量公寓价格下降更为明显，约为 16%。基于最新数据，1950 年以前的老建筑和战后至今的公寓的价格仍比其高点低 10% 左右。

其他城市

在排名前 7 的城市之外，公寓的季度价格变化趋势比大都市地区更加一致。几乎所有城市都呈上升趋势；然而，市场总体上仍然更加动荡，由于交易数量减少，价格波动可能更加剧烈。

莱比锡的房价涨幅尤其大（+7%）。杜伊斯堡（+6.3%）和波茨坦（+5.3%）也经历了显著的增长，这两个城市都显示出在上半年下降后迎头赶上的潜力。只有多特蒙德的房价下跌了 2.2%。

兹扎莱克表示，“总体而言，相对较低的交易量显示许多市场参与者仍在采取观望态度。”然而，可以想象的是，更多的买家近期将重返市场，因为房地产价格已经有近四年没有这么低了，而且正在好转。“新建筑的需求似乎非常高，有限的供应反映在价格上。”

阅读完整报告：

GREIX 2024 年第三季度-房地产价格复苏得到确认，新建公寓接近历史最高水平

方法说明

GREIX 的价格发展被计算为一个指数。这是使用统计方法（Hedonic 方法）消除误差的唯一方法，而用每平方米的平均价格则会发生扭曲。例如，出售大量价格很高的物业（这种高价格是由于诸如户型大、良好的位置或良好的

条件造成的），会导致每平方米的平均价格上涨，但这种上涨并不是基于物业价值的普遍上涨。该指数的构建方法意味着，价格趋势不会因所售物业的具体特征而存在向上或向下的偏差。

关于 Greix:

什么是 Greix 数据集？

GREIX 是德国的房地产价格指数，基于当地专家委员会收集的销售价格，其中包含经过公证的销售价格。它基于 200 多万条交易数据，追踪了 1960 年以来各个城市和社区的价格发展。该数据集可用于分析房地产市场的长期趋势，并将当前的发展置于历史背景中。

创建指数的数据和方法是什么？

数据收集和评估是与当地专家委员会合作进行的。所有房地产交易都有完整记录。根据最新的科学标准和统计方法（特征回归法）计算价格发展。因此，GREIX 代表最高的科学数据质量。

谁在资助 Greix？

GREIX 由公共资金资助，是波恩-科隆卓越集群 eContribute 的一个项目，该项目由 DFG 和基尔世界经济研究所与当地专家委员会合作资助。其目的是增加房地产市场的价格透明度。20 个城市和地区的不同价格指数可免费访问网址：www.greix.de。更多的城市将逐渐被添加到数据集中。

本文原题为“Recovery in real estate prices confirmed, new-build apartments near all-time high”。[单击此处可以访问原文链接。](#)

用于衡量全球绿地外商直接投资地缘政治碎片化的新指数

Lukas Boeckelmann, Isabella Moder, Tajda Spital / 文 张丝雨 / 编译

导读：全球外商直接投资（FDI）流动日益反映出世界地缘政治的分裂。本专栏介绍了一个用于衡量 FDI 碎片化的新指数，该指数将投资流动划分为三个不同的阵营：西方阵营、东方阵营，以及非结盟国家的中立阵营。属于不同地缘政治阵营的国家之间的绿地 FDI 流动减少了近三分之二，这一变化不仅仅是由于中国、俄罗斯与西方国家之间投资减少造成的，还反映出一种更为广泛的现象，正在重塑全球投资格局。编译如下：

“友岸外包”或“近岸外包”生产是围绕在地缘政治紧张局势中增强供应链韧性的热点议题。全球贸易与价值链网络的任何重大重组，都可能与全球外商直接投资（Foreign Direct Investment，以下简称 FDI）的变化相关联。尽管已有多篇研究探讨了地缘政治碎片化对贸易的影响（Aiyar et al., 2023a; Attinasi et al., 2023; Campos et al., 2023; Bosone et al., 2024），但近年来，地缘政治碎片化对 FDI 流动的影响也逐渐受到关注（IMF, 2023; Casella et al., 2024; Gopinath et al., 2024; ECB, 2024）。

在本文中，我们探讨了全球绿地 FDI 流动在地缘政治碎片化背景下的趋势。不像以往的分析，我们提供了一个连续的实证测度来揭示地缘政治联盟如何在时间维度上影响这些流动。在分析中，我们利用了来自 fDi Markets 的专有绿地 FDI 流动数据，这些数据提供了关于新建实体项目或扩展现有投资的跨境投资的洞见。为了分析 FDI 的碎片化，我们采用了一个技术假设，即全球经济可能外生地碎片化为三个独立的阵营：一个以美国为中心的西方阵营，一个以中国为中心的东方阵营，以及一个由非结盟国家组成的中立阵营。需要强调的是，这种假设——在近期文献中广泛使用（ESCB, 2024; Gopinath et al., 2024; Gopinath, 2023; Aiyar et al., 2023; Felbermayr et al., 2023）——是高度简化的，因为 FDI 的碎片化也可能发生在同一阵营的国家之间。因此，这种对全球经济的划分仅应被视为一种叙述工具，而不旨在反映任何政治立场。我们的分类依据是 den Besten 等人(2023)开发的地缘政治指数。

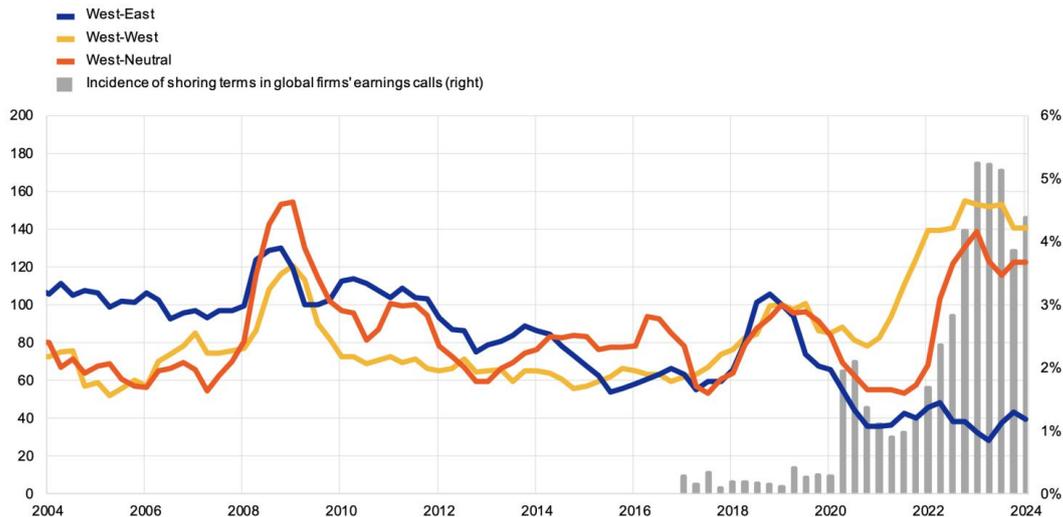
地缘政治碎片化对 FDI 流动方向的影响从理论上看不确定的。一方面，企业和政策制定者可能选择“友岸外包”或“近岸外包”以降低供应链对地缘政治紧张局势的脆弱性，或者保护其资产免受未来潜在的产权侵害。另一方面，企业可能会增加对地缘政治立场显著不同的国家的投资——这些国家在外交政策问题上持明显不同的立场——如果企业认为未来的贸易紧张可能会妨碍其进入当地市场的机会。

描述性分析表明，整体绿地 FDI 流动正日益沿地缘政治断层线碎片化。西方企业加大了对友好国家（西方国家）的投资，同时减少了对地缘政治关系疏远的国家（东方国家）的投资。自 2016 年以来，西方阵营内部的绿地 FDI 流动不断增加，而东西方阵营之间的流动则有所下降（图 1）。此外，西方企业对

友好和中立国家的绿地投资增长，与收益电话会议数据中的证据一致，这些数据表明“友岸外包”相关术语的提及率显著上升，显示出西方企业正越来越多地将生产能力转移到友好国家或邻近地区。

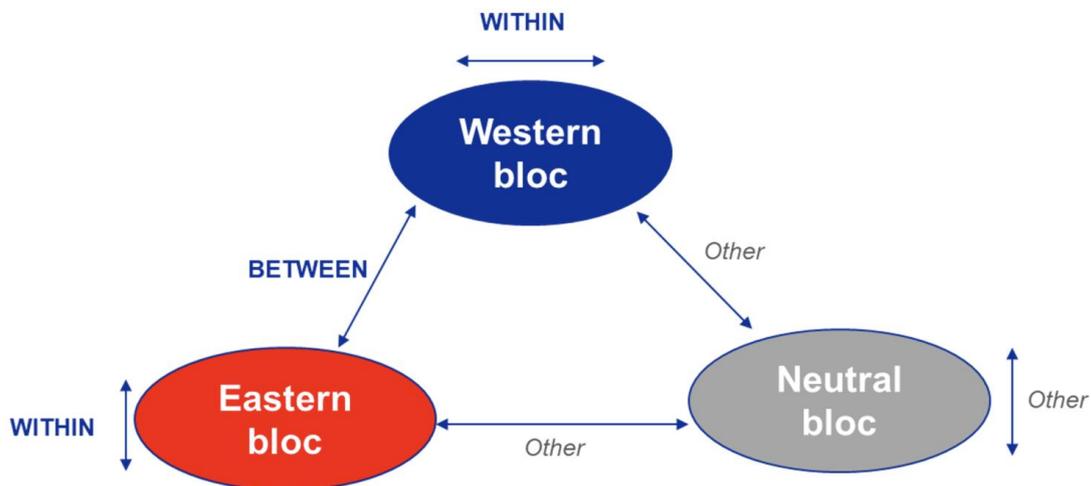
工业政策可能是近期 FDI 流动演变的另一个驱动因素。例如，《通胀削减法案》（Inflation Reduction Act, IRA）的通过可能通过相关激励措施增强了流入美国及 IRA 相关行业的绿地 FDI 流入，推动企业将生产转移到美国。

图 1 全球绿地 FDI 流量



接下来，我们通过计量分析控制可能解释 FDI 流动时间变化的混杂因素，以探讨地缘政治断层线对 FDI 流动的影响。我们建立了一个引力模型，并使用特定的虚拟变量捕捉发生在地缘政治阵营内部或阵营间的 FDI 流动（图 2）。阵营内部的虚拟变量被分配给发生在西方或东方阵营内部的 FDI 流动，而阵营间的虚拟变量则标记发生在西方与东方阵营之间的 FDI 流动。“其他”类别作为剩余（省略的）类别，包括以下流动：（1）西方与中立国家之间，（2）东方与中立国家之间，以及（3）中立阵营内部。

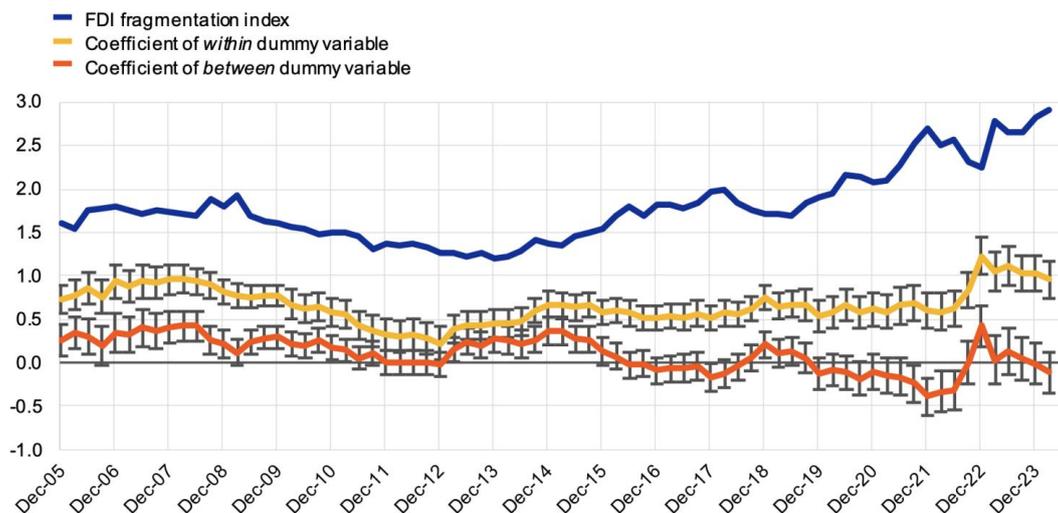
图 2 按地缘政治集团分类的 FDI 流量



我们的回归分析还纳入了多种控制变量，如传统的时不变引力变量（地理距离、共同语言、共同法律背景以及前殖民关系）、优惠贸易协定的虚拟变量、欧盟内部投资的虚拟变量，以及源头-时间和目的地-时间固定效应。模型类似于 Gopinath 等人 (2024) 的分析，但我们不是对整个时段进行面板估计，而是采用 2003 年第一季度到 2024 年第一季度的滚动窗口回归，每个窗口覆盖 12 个季度。该方法的主要优势在于提供了地缘政治碎片化如何随时间变化影响 FDI 的连续测度。被解释变量是估算出的两国之间的累计 FDI 流动（以美元计），涵盖了绿地 FDI 的广泛和集约边际。

研究结果表明，无论是东方阵营还是西方阵营，阵营内部的 FDI 流动历来高于“其他”类别。图 3 显示了地缘政治阵营之间和阵营内部虚拟变量的回归系数的演变。自 2005 年以来，阵营内部的虚拟变量系数始终为正（图 3）。相比之下，在整个样本期内，阵营间的虚拟变量系数通常较小，有时甚至为负或与零无显著差异。近年来，阵营间的系数进一步下降，而阵营内部的虚拟变量系数大体保持稳定，导致两者之间的差距逐渐扩大。

图 3 FDI 碎片化指数及集团内和集团间虚拟变量的系数

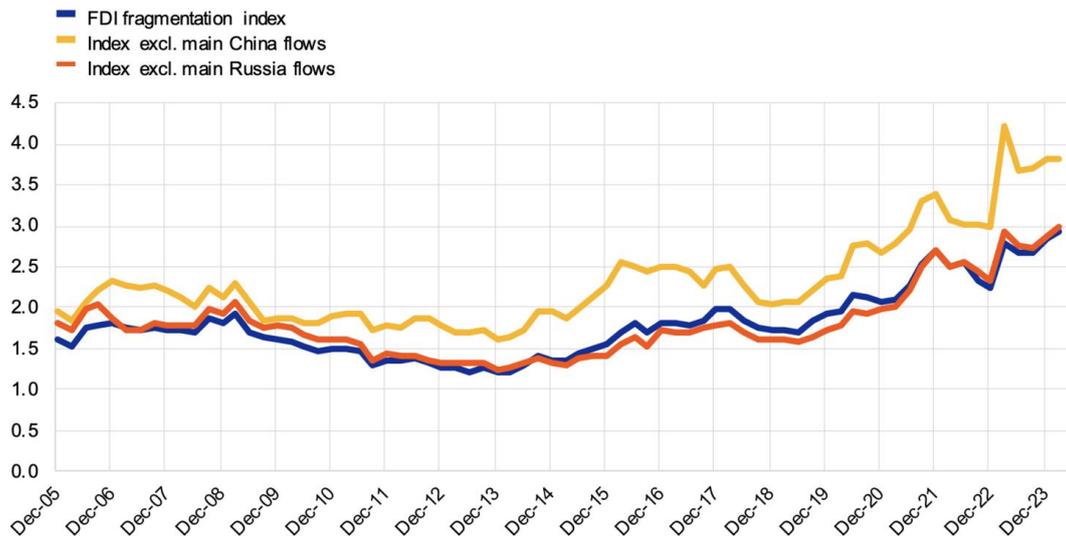


我们基于“阵营内部”和“阵营间”系数的比值，提出了一个用于衡量 FDI 流动地缘政治碎片化的指数（FDI 碎片化指数）。该指数表明，在截至 2024 年第一季度的三年中，地缘政治阵营内部的 FDI 流动几乎是阵营间的三倍，而这与经济规模或地理距离等因素无关。几年前，该指数表明这一比率低于二，有时接近于一，显示当时地缘政治联盟对全球 FDI 流动的解释力要小得多。

我们建立了一系列替代指数，以评估最近东西方阵营间 FDI 流动下降是否主要由涉及中国或俄罗斯的流动驱动。为此，我们剔除了属于“阵营间”类别的特定国家的数据，以确定它们对碎片化指数变化的影响。一种回归剔除了中国与其主要西方投资对手（美国、日本、欧盟和台湾）之间的 FDI 流动，以评

估这一变化是否主要由曾经流向中国的 FDI 流动再平衡驱动。另一种回归剔除了俄罗斯与其主要西方对手（美国、欧盟、日本和韩国）之间的 FDI 流动，以考虑俄乌冲突后的地缘政治转变是否是碎片化指数变化的驱动因素。然而，替代碎片化指数显示的动态与基准结果非常相似，这表明最近东西方阵营间 FDI 流动的变化并非主要由涉及中国或俄罗斯及其主要西方对手的流动驱动，而是反映了一种更广泛的现象（图 4）。

图 4 FDI 碎片化指数：稳健性分析



研究结果支持了早期研究的发现，即绿地 FDI 正越来越多地受到地缘政治分裂的影响。描述性证据表明，绿地 FDI 在地缘政治阵营内保持稳定或有所加强，而在阵营间则有所减少。利用引力模型的计量分析也显示，截至 2024 年第一季度的三年间，地缘政治阵营内的 FDI 流动几乎是阵营间的三倍，无论是国家的经济规模还是距离等特定特征。这些关于全球绿地 FDI 网络的最新发展可能预示着全球贸易和价值链网络沿地缘政治断层线日益碎片化的重新配置。

本文原题为 "A new index to measure geopolitical fragmentation in global greenfield foreign direct investment"。作者为 Lukas Boeckelmann, Isabella Moder 和 Tajda Spital。Lukas Boeckelmann 是欧洲央行外部发展部门的经济学家，目前暂时离职于法国央行。他曾在法国央行金融稳定部门以及欧洲复兴开发银行首席经济学家办公室工作，拥有巴黎经济学院的博士学位。Isabella Moder 是欧洲央行国际与欧洲事务总局的高级经济学家。她拥有美因茨大学的经济学博士学位。Tajda Spital 欧洲央行外部发展部门的经济学家，在此之前她曾在欧洲复兴开发银行和欧洲委员会工作。她目前在法兰克福歌德大学攻读经济学博士学位，并拥有伦敦政治经济学院和巴塞罗那经济学院的硕士学位。本文于 2024 年 11 月刊于 VoxEU 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

政府可以成为人工智能领域的风险投资者

Martin Beraja, Wenwei Peng, David Yang, Noam Yuchtman / 文 安怀雨 / 编译

导读：本文探讨了政府作为风险投资来源在人工智能领域的角色与影响。政府风险投资基金（VC）结合了私人风险投资的特点与政府创新政策，目的在于通过资金投入推动技术创新和产业发展。相较于传统的政府创新策略，这些基金更能利用其行业专长和长期企业关系，优化对特定行业和企业投资。本文还分析了政府与私人风险投资基金在目标、时间范围和地理分布等方面的差异，并通过实证数据展示了中国政府风险投资基金在人工智能领域的具体应用及其效果。通过深入研究，作者提供了对政府风险投资在推动地方经济和战略目标中所扮演角色的独到见解。编译如下：

风险资本在资助和影响世界各地的技术进步和创新成果方面发挥着重要作用（see, among others, Kortum and Lerner 2000; Samila and Sorenson 2011; Puri and Zarutskie 2012; Bernstein, Giroud, and Townsend 2016; Nicholas 2019; and Akcigit et al. 2022）。风险投资者的特点是对技术、行业和机构的深入了解，以及与创业和创新社区的长期关系。在追求创新和前沿技术（如人工智能领域）的全球领先地位的过程中，中国在国家和地方政府层面都设立了政府风险投资基金。

政府风险投资（VC）基金结合了私人风险投资和政府创新政策的特点。与更传统的政府创新政策和更普遍的产业政策相比，政府风险投资基金可以利用传统风险投资的优点。例如，政府风险投资基金可以拥有专门知识，通过基金与企业的长期合作关系，改善特定部门和公司的投资目标。公司和基金所有者/管理者之间的利益一致可能会加强这种专业知识，因为政府是公司增长和收入的剩余索取者（尽管这种一致也可能成为腐败的工具）。此外，政府风险投资基金可以创造一个良性循环，因为基金的积极表现可以注入政府的财政收入，从而改善企业经营的商业环境（进一步刺激企业业绩等）。

与私人风险投资基金相比，政府风险投资基金可能有不同的目标，因为它们可能会权衡基金的财务回报与其产生地方经济溢出效应的能力，优先考虑政府的战略目标，或由于腐败机会而削弱创新产出。政府风险投资基金也可能与私人风险投资基金有不同的时间范围，在选择投资组合时有不同的信息集（例如，可以解决政策不确定性的明确信号），以及地理分散（例如，远离私人风险投资基金往往集中的城市和主要创新金融中心）。

在最近的一篇论文（Beraja al.2024）中，我们提供了关于中国政府风险投资基金及其在人工智能（AI）领域融资中的作用的实例，列举了政府和私人风险投资之间的区别，并实证检验其相互作用与差异。

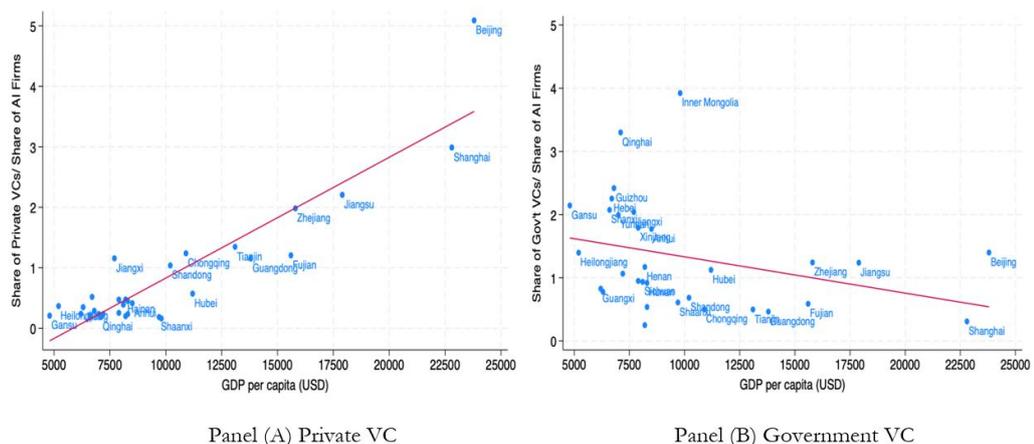
在这一过程中，我们全面收集了有关政府风险投资基金及其投资组合的数据。特别是，由于政府风险投资基金的很大一部分投资于其他政府和私人风险投资基金（而不是直接投资于企业），我们深入研究了股权投资的四个层次，直到超过 90% 的投资可以追溯到特定的公司，囊括 1, 863 家政府风险投资基

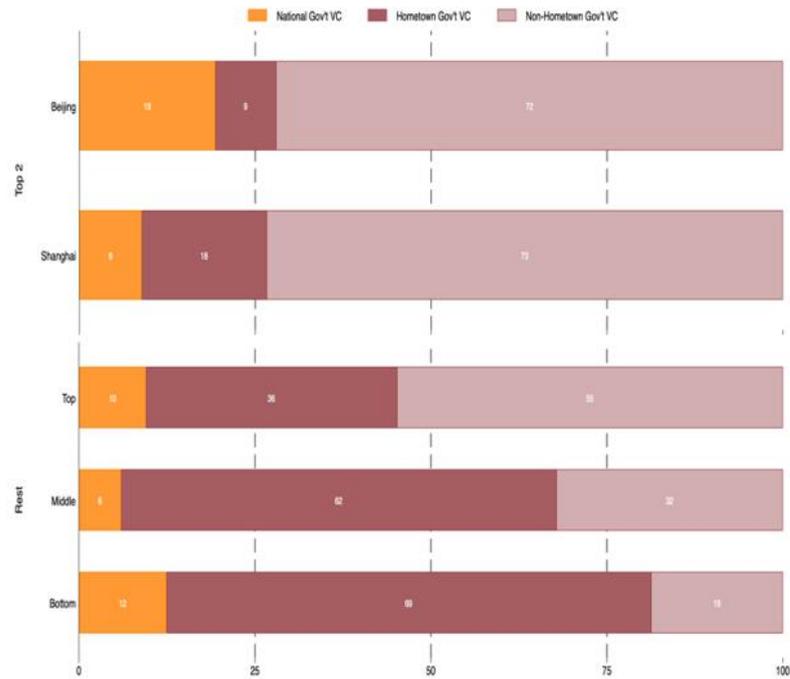
金，6,514 家中间基金，45,419 家被投资公司。在 2023 年第二季度之前的十年里，这些政府风险投资基金总共投资了 9120 亿美元，每年的投资规模与美国在同一时期发起的所有产业政策的年度支出相当，几乎是欧盟产业政策支出的两倍（see Hufbauer and Jung 2021 and Landesmann and Stöllinger 2020, respectively）。

我们聚焦于中国官方企业注册档案中被认定为人工智能企业的 140 万家公司的投资，占政府创投基金总投资交易的 24% 和总投资金额的 23%。人工智能行业在私人风险投资基金的投资组合中也占有类似的份额：占其总投资交易的 22%，占总投资金额的 21%。

从考察风险投资基金的地理分布开始，我们发现政府风险投资基金可能有助于解决中国的一个关键市场摩擦，因为空间流动性限制可能会破坏私人风险投资活动。中国的流动性限制意味着不是所有的企业家都能搬到私人风险投资基金聚集的高科技中心，这使得私人风险投资基金不太可能在中国周边地区发现高潜力的公司。在这方面，空间上更加分散的政府风险投资基金取代了这些地区的私人风险投资基金。事实上，我们发现，虽然私人风险投资基金的总部主要设在中国的沿海地区，这些地区的发达程度不成比例，但政府风险投资基金的地理分布更均匀，内陆欠发达地区也有相当大的投资活动。重要的是，当我们将基金的地理分布与人工智能公司在全国的分布进行比较时，如图 1（a）所示，我们发现，在人均 GDP 较高的地区，相对于人工智能公司的存在，私人风险投资基金的比例过高，而在人均 GDP 较低的地区，相对于人工智能公司的份额，私人风险投资基金的比例过低。政府风险投资基金的情况正好相反：在人均 GDP 较低的地区，相对于人工智能公司的份额，政府风险投资基金的比例过高。与政府风险投资基金在欠发达地区（匹配摩擦可能最大）取代“失踪”的私人风险投资基金相一致，我们观察到“家乡”政府风险投资基金在欠发达地区的人工智能投资中发挥了更大的作用，如图 1（C）所示。

图 1. 风险投资基金相对于人工智能公司的地理分布

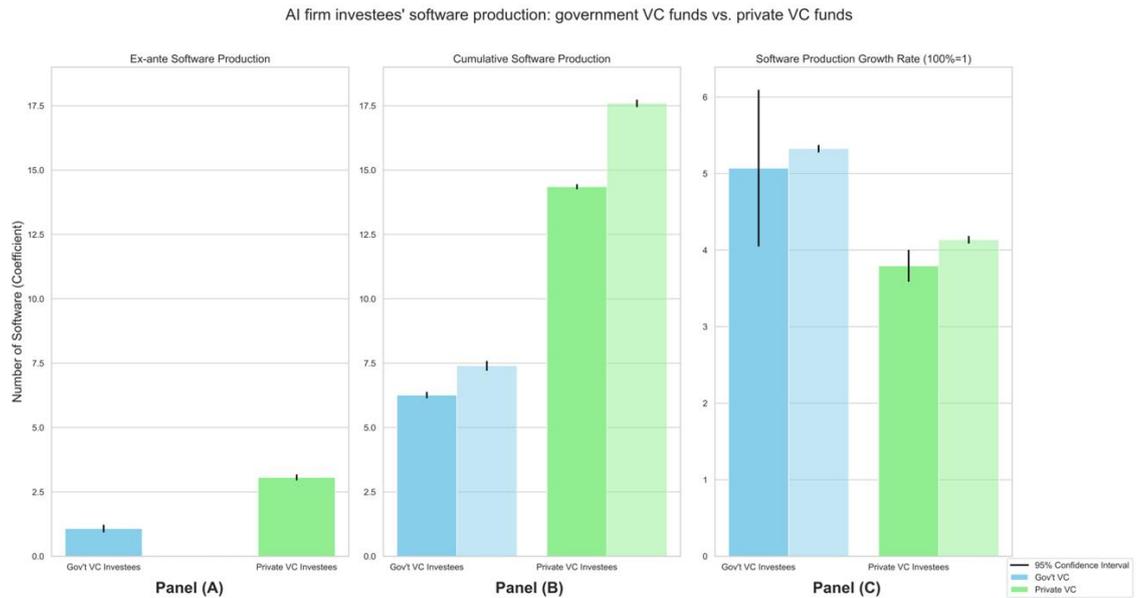




Panel (C) Decomposition of government VC fund shares across provinces

接下来，我们调查了政府和私人风险投资基金的投资组合构成。在行业层面，我们发现政府和私人风险投资基金的投资组合构成表现出高度的相似性：在获得投资的前五个行业（HS-2 位数水平）中，有四个在政府和私人风险投资基金中是相同的。对于人工智能领域的投资对象，我们发现政府风险投资基金比私人风险投资基金更有可能投资于事前生产力信号（以投资前主要人工智能软件产品的数量衡量）较弱的公司，如图 2 所示。政府风险投资基金投资的人工智能公司显著优于未接受此类投资的人工智能公司（即使考虑到事前差异），甚至比接受私人风险投资基金投资的人工智能公司表现出更高的软件生产增长率。

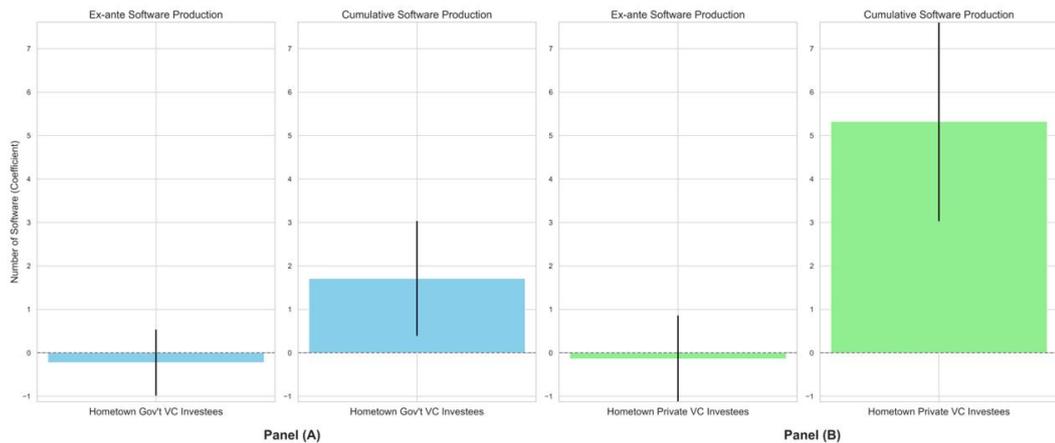
图 2.对人工智能公司的投资：政府风险投资基金与私人风险投资基金



注：该图绘制了获得不同类型风险投资（例如，政府风险投资或私人风险投资）的 AI 公司和未获得风险投资的 AI 公司之间的软件生产比较系数。在图（a）中，我们比较了获得不同类型风险投资的人工智能公司与未获得风险投资的公司的软件生产。对于有投资的公司，在收到第一笔投资之前，对事前软件生产进行测量。对于没有投资的公司（省略的基线组），事前软件生产从公司成立后的第三年开始测量，因为有投资的公司通常在第三年收到第一笔投资。在面板（B）和（C）中，我们关注累积软件生产和增长率；这些是横断面比较，汇总了截至 2023 年研究期结束时的软件生产。对于深蓝色和绿色的条形，我们绘制了控制公司年龄和事前软件生产的系数。对于所有回归，我们控制了进入年份固定效应和位置固定效应。标准误差在省一级聚集。

接下来，我们研究了风险投资基金在选择位于基金总部地区的高绩效人工智能公司时是否具有优势，分别研究了政府和私人风险投资基金。如图 3 所示，我们发现从“家乡”风险投资公司获得资金的公司与从“外地”风险投资公司获得资金的公司的事前软件生产方面几乎没有差别，政府和私人风险投资基金都是如此。然而，我们发现，到 2023 年，接受本地风险投资基金（无论是政府还是私人）投资的公司生产的软件要比接受外地基金投资的公司多得多。这表明家乡基金有能力在当地公司中选择高潜力的投资机会。

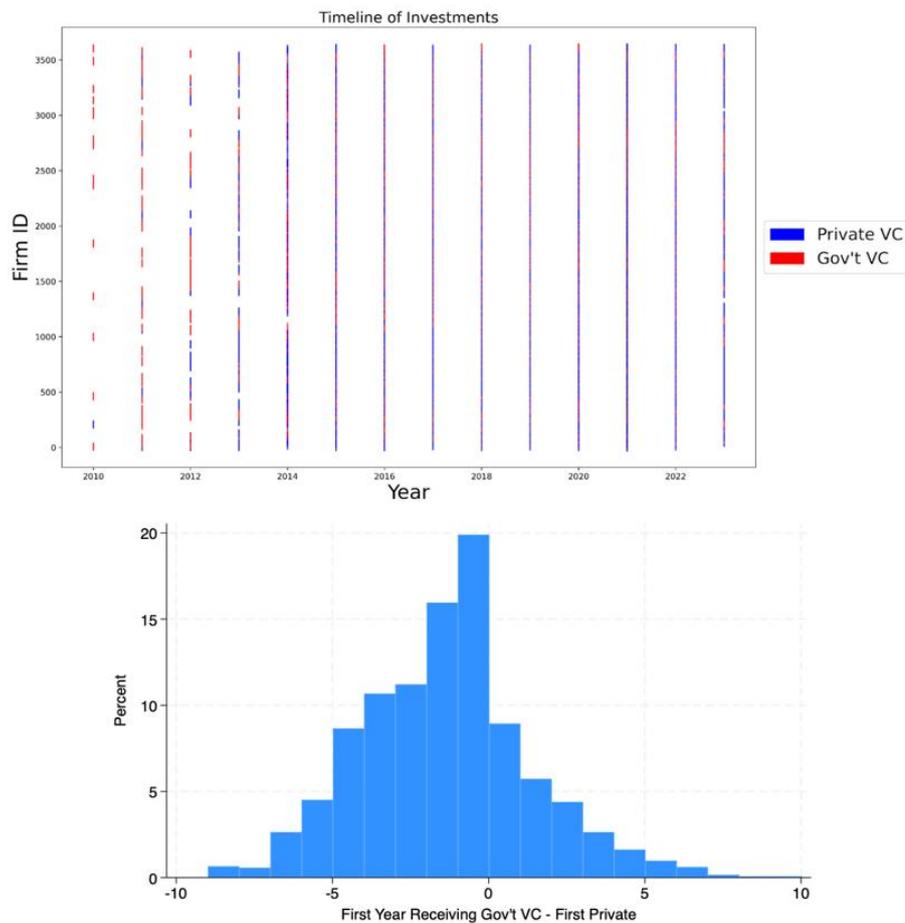
图 3.基于不可观察量选择高性能人工智能公司的家乡优势



注：此图绘制了获得家乡政府风险投资（或家乡私人风险投资）的人工智能公司和获得外地政府风险投资（或外地私人风险投资）的人工智能公司之间的事前和事后软件生产比较系数。在（a）中，我们比较了获得家乡政府风险投资的 AI 公司和获得外地政府风险投资的 AI 公司的软件生产。在（B）中，我们比较了接受本地私人风险投资的人工智能公司和接受外地私人风险投资的公司的软件生产。对于累积软件生产比较，我们控制公司年龄和事前软件生产，使所有的回归控制了企业进入年份的固定效应和企业位置的固定效应。标准误差在省一级聚集。

最后，我们研究了政府和私人风险投资基金在投资选择中的互动。我们重点关注获得政府和私人风险投资基金投资的大部分人工智能公司（9623 家中的 4115 家）。中国政策不确定性导致的摩擦可能会破坏私募创投基金的活动：这些摩擦使得行业和企业的增长高度依赖于政府政策环境及其演变，而这对私募创投基金来说可能是不确定和不透明的。在这方面，政府风险投资基金的投资可以将信息传递给私人风险投资基金，挤进他们的投资。

图 4.政府 VS.私人 VC：人工智能投资谁在领导谁？

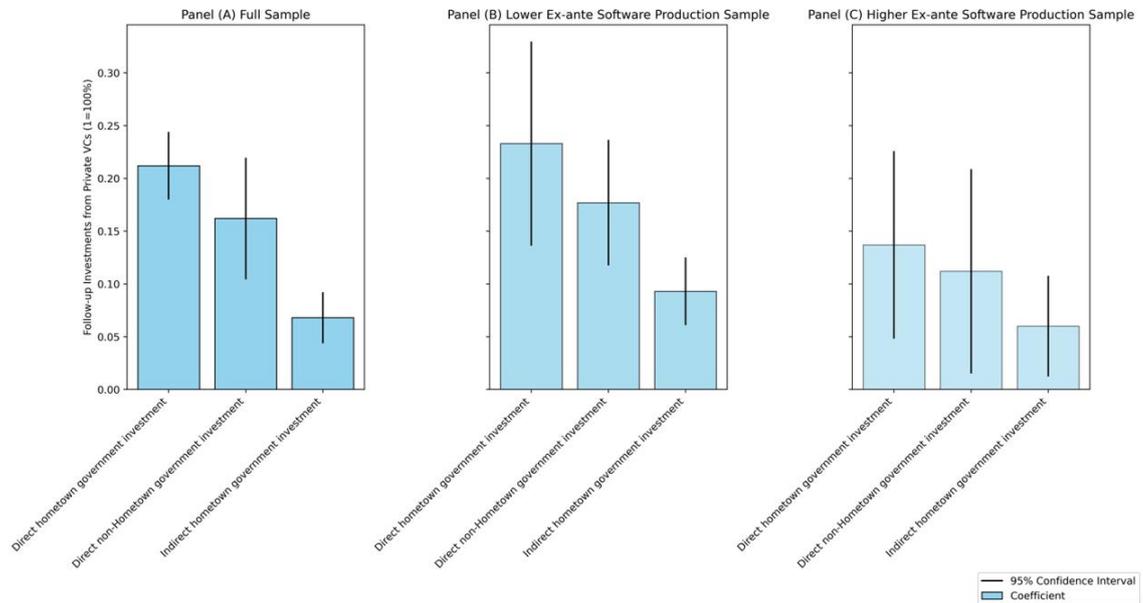


注：（a）展示了 2010 年后成立并获得政府和私人风险投资投资的 3,600 家 AI 公司按风险投资类型（例如，政府与私人）划分的投资时间表。每条水平线代表一个 AI 公司投资对象；红点表示政府风险投资，蓝点表示私人风险投资。（b）绘制了公司首次政府投资和私人投资之间的时间差分布。

为了检验政府和私人风险投资之间的关系，我们首先考虑基金投资于同一公司的顺序。政府风险投资基金的选择受到私人市场重视的一个迹象是，在政府和私人风险投资基金投资于同一家公司的绝大多数情况下，私人风险投资者投资于政府风险投资之后（而不是相反），如图 4 所示。然后，我们调查了哪些政府风险基金的投资决策促使更多的私人风险资本后续投资。如图 5 所示，我们发现，与政府基金通过其他基金进行的间接投资相比，政府风险投资基金对特定公司的直接投资更有可能引发对这些公司的后续私人风险投资。这表明，私人风险投资基金将政府资金本身解读为有价值的信号，而是政府对特定公司的明确选择。在直接投资选择中，与外地政府基金相比，家乡政府做出的直接投资选择与促进后续私人风险投资的可能性略高。最后，在生产事前信号较弱（即投资前软件生产较少）的公司中，政府直接投资——无论是本地还是外地基金——更有可能带动后续私人投资。我们的研究表明，政府投资通过

识别与政策环境更匹配的有前途的本地企业来吸引私人风险投资部门的投资，尤其是在缺乏替代信号的情况下。

图 5. 哪些政府风险投资基金的投资决策促进了更多的私人风险投资后续投资？



该图考察了哪些类型的政府风险投资基金的投资决策促使私人风险投资公司进行更多的后续投资，重点关注至少获得过一次政府风险投资的人工智能公司。在图（a）中，我们分析了所有至少有一次政府风险投资的人工智能公司，比较了四种类型的政府风险投资基金的投资决策对私人风险投资基金后续投资的影响：（a）来自家乡政府风险基金的直接投资；（B）外地政府风险投资基金的直接投资；（C）来自当地政府风险投资基金的间接投资；（D）来自外地政府风险投资基金的间接投资（省略的群体）。在（B）和（C）中，我们分别关注具有较低（低于平均值）事前软件生产和较高（高于平均值）事前软件生产的人工智能公司的子样本。这些公司的事前软件生产是在收到第一笔投资之前进行衡量的。所有的回归都控制了企业的进入年份固定效应和地点固定效应。标准误差在省一级聚集。

总之，我们发现，一方面，中国的政府风险投资基金像私人风险投资基金一样，投资于高潜力企业，并在行业和企业发展的早期阶段解决信息不确定性。另一方面，政府风险投资基金也不同于私人风险投资基金：因此，政府风险投资基金的投资行为所传达的信息与通过其他方式获得的信息截然不同，而这些重要的信号会影响其他市场参与者。政府风险投资基金可能会成为实施创新政策的一种新的有效工具。在像中国这样的环境中，存在着摩擦和政府榨取信息租金的角色，政府风险投资基金可以塑造（或实际上“引导”）私人市场投资活动，甚至解决公共和私人参与者之间的一些信息不对称问题。

我们的研究表明，政府风险投资基金可以提高资本配置效率，并有助于政府创新政策和市场激励的结合。然而，在从这项研究中吸取一般政策教训时需要谨慎。首先，许多经济体可能不会表现出中国所体现的市场和政治经济摩擦，从而限制了政府风险投资对创新投资格局的贡献力度。其次，即使在中国，也需要更多的证据来确定政府风险投资基金的创新回报是否证明其投资的合理性，以及其是否超过其他政府产业和创新政策的回报。最后，制度设计的细节很重要：由于政府风险投资基金赋予官员和官僚高度的自由裁量权，因此存在腐败和政治俘获的风险，必须通过补充制度来降低这种风险，以确保政府风险投资基金作为投资和政策工具的有效性。

本文原题名为“Government as Venture Capitalists in AI”。作者为 Martin Beraja, Wenwei Peng, David Yang, Noam Yuchtman。Martin Beraja 是一位研究政府政策在稳定商业周期及应对新数字和自动化技术挑战中作用的经济学家，通过理论建设、运用新型数据和实证分析，尤其是将二者结合的方式。Wenwei Peng 是哈佛大学经济学系的博士后研究员，研究中国、科技与政府议题。David Yang 是哈佛大学经济学系教授，同时担任哈佛历史与经济研究中心主任。杨教授是美国国家经济研究局的研究员，加拿大先进研究院的全球学者，以及 BREAD 的研究员。他的研究重点是政治经济学，特别是研究威权政体中稳定力量与变革力量，从历史与当代中国汲取经验。Noam Yuchtman 是牛津大学经济学系和全魂学院的德拉蒙德政治经济学教授，也是《经济研究评论》的编辑。本文于 2024 年 3 月刊于 PIIE 官网。单击此处可以访问原文链接。

本期智库介绍

Kiel Institute for the World Economy (IfW Kiel) 基尔世界经济研究所

简介：基尔世界经济研究所是一个研究全球经济事务、经济政策咨询和经济教育的国际中心。该研究所尤其致力于为全球经济事务中的紧迫问题提供解决方案。基尔研究所的研究领域包括经济预测、经济政策咨询、出版物、全球解决方案倡议、科学教育和公共关系。该研究所在其研究的基础上，向政策、商业和社会决策者提供咨询，并向更广泛的公众通报国际经济政策的重要发展。

网址：<https://www.ifw-kiel.de/>

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

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

网址：<http://www.piie.com/>

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/>