

Financial and Economic Review

金融与经济评论

中文特刊

2020年1月出版

第19卷

匈牙利经济迈向趋同发展之路

毛托尔奇·捷尔吉，保洛陶伊·丹尼尔

寻求均衡的中国——增长和稳定中的转型困境

科姆罗希·劳乌拉，瓦尔高妮·哥尔曼迪·捷尔基

揭开利息的面纱

阿贝尔·伊什特万，罗高·马特，纳吉·尔洛，
沃德凯尔蒂·阿尔巴德

大规模提现时期的储户行为

基什·胡伯特·亚诺什

“布达佩斯人民币倡议”2019年会议简报

梅萨洛什·顿黛

金融与经济评论

匈牙利国家银行出版学术杂志

编辑委员会主任:

PALOTAI DÁNIEL

编辑委员会成员:

BÁNFI TAMÁS, BOD PÉTER ÁKOS, CSILLIK PÉTER, HEGEDÜS ÉVA,
DAVID R. HENDERSON, KOCZISZKY GYÖRGY, KOVÁCS LEVENTE, LENTNER CSABA,
MEYER DIETMAR, NAGY KOPPÁNY, P. KISS GÁBOR, PANDURICS ANETT,
SZEDEDI RÓBERT, VÉGH RICHÁRD, EYAL WINTER

主编: VIRÁG BARNABÁS

责任编辑: MORVAY ENDRE

翻译: LI ZHEN (李震)

校对: HOU JIANLI (侯建利)

编辑人员: DRAPCSIK BERTA, TAMÁS NÓRA, TÓTH GÁBOR

出版发行: Magyar Nemzeti Bank

出版人: HERGÁR ESZTER

1054 布达佩斯, 自由广场 9号

<https://www.mnb.hu/chinese-hitelintezetiszemle/>

HU ISSN 2415-9271 (印刷版)

HU ISSN 2415-928X (网络版)

版式设计: IZSÓNÉ BIGAI MARIANNA

© Copyright: Magyar Nemzeti Bank

(匈牙利国家银行版权所有)

本刊发表的文章只代表作者本人的观点, 不代表匈牙利国家银行的官方主张

Financial and Economic Review

金融与经济评论

中文特刊

2020年1月出版

第19卷

金融与经济评论

Financial and Economic Review

地址: 匈牙利, 1054 布达佩斯, 自由广场9号

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

电话: +36-1-428-2600

传真: +36-1-429-8000

网站: <https://www.mnb.hu/chinese-hitelintezetiszemle/>

电子邮箱: szemle@hitelintezetiszemle.hu

编辑人员联系方式

主编: Virág Barnabás 电子邮箱: viragb@mnb.hu

责任编辑: Morvay Endre 电子邮箱: morvaye@mnb.hu

年刊

HU ISSN 2415–9271 (印刷版)

HU ISSN 2415–928X (网络版)

排版和印刷

Pauker – Prospektus – SPL consortium

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

匈牙利印刷

Printed in Hungary

目录

第19卷，中文特刊，2020年1月出版

毛托尔奇·捷尔吉，保洛陶伊·丹尼尔
匈牙利经济迈向趋同发展之路 5

科姆罗希·劳乌拉，瓦尔高妮·哥尔曼迪·捷尔基
寻求均衡的中国——增长和稳定中的转型困境 25

阿贝尔·伊什特万，罗高·马特，纳吉·尔洛，沃德凯尔蒂·阿尔巴德
揭开利息的面纱 41

基什·胡伯特·亚诺什
大规模提现时期的储户行为 59

梅萨洛什·顿黛
“布达佩斯人民币倡议”2019年会议简报 72

CONTENTS

Vol. 19, Chinese Issue of Selected Studies, January 2020

Matolcsy György – Palotai Dániel:

Hungary Is on the Path to Convergence 5

Komlóssy Laura – Vargáné Körmendi Gyöngyi:

China in Search of Equilibrium – Transition Dilemmas of Growth and
Stability 25

Ábel István – Lóga Máté – Nagy Gyula – Vadkerti Árpád:

Lifting the Veil on Interest 41

Kiss Hubert János:

Depositors' Behaviour in Times of Mass Deposit Withdrawals 59

Mészáros Tünde:

Report on the Budapest Renminbi Initiative 2019 Conference 72

匈牙利经济迈向趋同发展之路

毛托尔奇·捷尔吉，保洛陶伊·丹尼尔

从匈牙利本土和国际经济指标来看，2010年之后，匈牙利经济增长强劲，因此也让匈牙利成为欧盟经济增长的一大原动力。匈牙利政府推行的系列政治经济改革举措也成功地将该国引向经济趋同发展之路，在提高就业率、减少失业率、改善收支平衡和政府债务以及恢复对外均衡等方面，匈牙利走在了欧盟的前列。因此，匈牙利的经济稳定、储备充足，可通过针对性措施增强竞争力转型升级。据国际经济指标显示，匈牙利宏观经济发展取得斐然成就，这些成就同时为该国经济发展奠定了基础，确保了匈牙利国家经济的可持续性趋同发展。本文对相关宏观经济成就展开讨论。

《经济文献杂志》（JEL）编码：E52、E61、E62、O10、O23、O47

关键词：趋同发展；可持续性；经济政策；竞争力

一、引言

匈牙利正处于经济趋同发展阶段，这一阶段在匈牙利经济史上都是独一无二的。得益于成功的经济体制改革，匈牙利自2013年开始便进入持续趋同发展阶段，同时保持着宏观的财务均衡及经济脆弱性的渐进弥补。除了取得的这些成就以外，又再次为匈牙利提供了一个现实机遇，让其在可预见的未来向更发达的欧洲国家趋同发展。

但是，匈牙利并未就此止步经济趋同发展之路，还需稳定地继续贯彻实施竞争力转型举措（Palotai – Virág, 2016）。从国际经验来看，专注经济政策也具有重大意义，因为在国际经济史上成功的经济趋同发展非常罕见。大部分经济趋同发展常常会丧失动力，甚至被阻碍推翻。事实上，这也并不奇怪，因为在趋同发展过程中，会出现更多新的增长机遇，为经济趋同发展指明下一步方向，所以必须能够不断辨识把握这些机遇。只有推行坚定、具有创意和创新性且被社会广泛支持的经济方针才可实现这一点。

自2010年起，匈牙利政府开始创造经济趋同发展的条件，并出台一系列配套措施，寻求全新的危机管理模式，并通过经济增长支撑恢复预算平衡，

毛托尔奇·捷尔吉（Matolcsy György），匈牙利国家银行行长。

保洛陶伊·丹尼尔（Palotai Dániel），匈牙利国家银行执行理事兼首席经济学家。

电子邮箱：palotaid@mnb.hu

本文原文发表于《金融与经济评论》2019年第3期。<http://doi.org/10.33893/FER.18.3.528>

作者对鲍克绍伊·盖尔盖伊（Baksay Gergely）、加伯里埃尔·彼得（Gábor Péter）和萨博·劳约什（Szabó Lajos）在本文写作过程中所提供的帮助表示感谢。

同步推行税收体制改革，以促进就业和平衡预算。自2013年开始，另一项经济发展措施——即财政金融政策协调配合方针也相应出台。匈牙利央行（匈牙利国家银行，MNB）鼓励新型创新项目，支持经济增长，帮助重新启动信贷，同时弥补国家经济的脆弱性。

随着2010年之后改革初见成效，匈牙利经济于2013年迈上均衡增长之路。匈牙利的国内生产总值（GDP）多年来快速增长，且增长速度高于发达国家的平均值。同时，还保持了较低的预算赤字、政府债务水平降低、贸易顺差和轻度通货膨胀。低失业率和工资不断增长让匈牙利的经济增长在广泛的社会层面实现有形化。自2013年开始的经济增长和均衡期在匈牙利现代经济史上从未有过。但是，若想实现向发达国家的经济趋同发展还需要坚持不懈的努力。进行经济趋同发展以保持十年以上的经济增长作为条件，而这期间必须激活更多经济增长储备潜力，即必须实现竞争力转型升级。

本文的主要目的是介绍当前趋同发展过程的主要成就。在之前的文章中已经对促进经济成果实现的措施进行了详细介绍（参见：例如，匈牙利央行，2017a，Matolcsy – Palotai，2018），因此本文中我们只是对此进行概述，仅用于成果的评估。本文结构如下：首先，介绍匈牙利经济基线，即全球金融危机爆发前后匈牙利的经济状况。然后，介绍2010年后匈牙利政府为应对金融危机进行的改革，这些改革是匈牙利经济增长和财务均衡成功的奠基石。最后，对匈牙利经济趋同发展阶段已经实现的成果进行分析，同时与欧洲各国的经济表现进行对比。

二、危机前和危机期间的经济政策失误

全球金融危机无情地向我们强调了一个事实，即只有在宏观经济稳定的情况下才可能实现持久的趋同发展。21世纪伊始，匈牙利在经济政治上的政策失误使失衡进一步加剧。因此，匈牙利受到全球金融危机的冲击尤其严重。

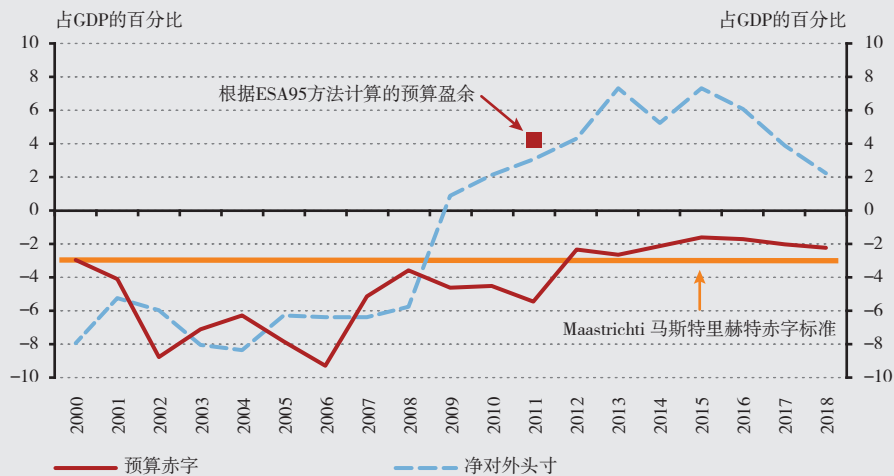
全球金融危机爆发前，匈牙利财政政策过度宽松，且私营企业的债务水平不断加剧。2002年到2006年间，匈牙利政府赤字平均为8%，国外借款净值要求平均也是8%，长期来说这是不可持续的（图1）。从国际指标来看，劳务所得税非常重（再加上宽松而非公平的社会福利，并未形成对就业的促进作用），因此到2007年，匈牙利的就业率和劳动力参与率排在欧洲最低行列。本国基金无法支持高额的政府债务融资（Matolcsy，2008）。政府债务融资中非税务居民比重的提高加剧了匈牙利经济的脆弱性，增加了国家的集资成本，并也间接抬高了私营企业的集资成本。

政府超支和私营企业负债导致通胀超出央行预期。政府出台新的货币政策，试图通过采用高名义利率遏制通胀（图2）。但是，在持久的扩张性财政政策刺激下，这一措施更显乏力；而且，较高的名义利率导致了利息支出的增加，使得国家储备进一步亏空（Matolcsy – Palotai，2016）。此外，较高的利率造成了外汇贷款的蔓延。由于金融监管部门的不作为，个人外币拆借交易激增，这一现象自2003年开始，到金融危机爆发之际大部分未偿还的住房贷款按照外币计价（Lentner，2015）。增持外汇让本国经济极易受国际金融市场的影响。到2006年，由于债务水平上升导致难以维持财政平衡，政府采取了财政紧缩政策，想要降低政府赤字。然而由于政府采取的措施抑制了经

济增长，匈牙利的经济趋同发展因此出现停滞，在经济增长放缓的情况下，也未能实现预期中的平衡改善。

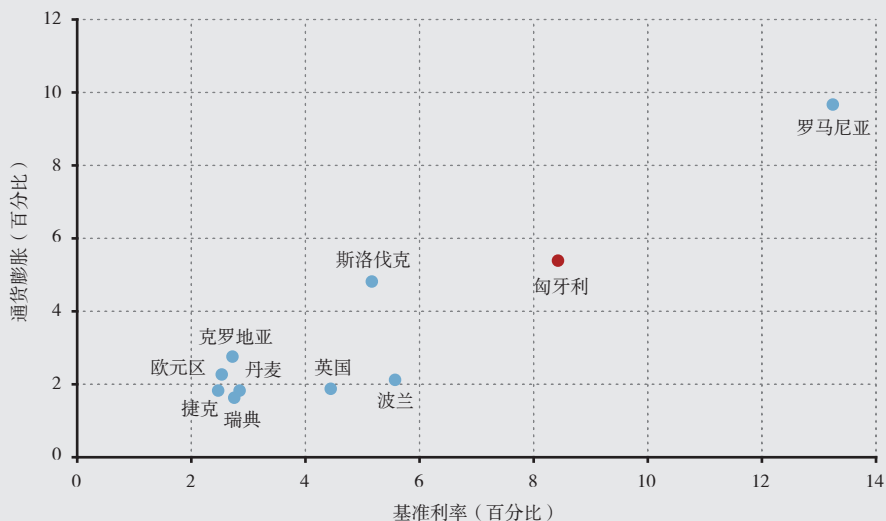
基本上，金融危机之前积累的经济脆弱性和基于政府措施进行的危机管理造成匈牙利在全球金融危机爆发后的几年内成为欧洲经济下滑最严重的国

图1 政府赤字和国民经济的净对外头寸



来源：匈牙利中央银行、欧洲统计局

图2 2002-2007年期间央行的平均基本利率和通货膨胀



来源：国际清算银行（BIS）、欧盟统计局

家。较高的政府债务和持续性高额政府赤字的存在完全压缩了宽松财政政策施行的空间，而当时只有采取宽松财政政策才可缓解经济的低迷。危机爆发后，投资者风险偏好全面降低且信心动摇，从而导致国际金融市场流动性被约束。投资者们纷纷转向安全资产，这就大大加剧了匈牙利预算融资的复杂性。与政府债务融资问题同时出现的还有金融中介机构体系的稳定性被动摇。商业银行频频蒙受损失，并预计会继续负担放款损失，也限制了银行的放款活动，进一步加剧危机影响。理所当然，按揭贷款业务不断恶化所引发的问题不仅仅限于金融部门。人们失去住所的风险也在增加，这也加剧了发生严重社会危机的风险。由于无法从市场上进行政府债务融资，当时的政府转向欧盟和国际货币基金组织寻求一揽子金融救援计划。但是，一揽子救援计划的获批是有条件的，即需要切实的额外财政紧缩措施，这又进一步加深了危机。

三，2010年后成功的危机管理

2010年后，新政府结束之前的危机管理实践，将重点从政府调控转为刺激经济。为遏制预算赤字采取的一项重要促增长措施便是刺激就业。通过税制改革，税收收入结构发生了变化，有利于经济的增长：劳务所得税征收比例下调（Svraka等，2014），同时上调消费税，引入均一个人所得税税收体制，该体制的实施大大降低了劳务边际税率（Giday – Mádi，2018）。除了减税，大力促进就业的另一项举措是缩减不利于就业的社会福利，同时需要公务雇佣配合教育项目及家庭支持的大幅度增加（以就业为前提）。对小型企业进行税收减免倾斜以及转化为劳动力需求的增加提供了额外支持。《劳动保护行动方案》的目的是为劳动力市场处于弱势的人员提供支持。除了刺激就业外，部门特定税的引入及退休金制度的改革也大大改善了预算平衡。为稳定财政而采取的举措被证明是成功的，因此欧盟于2013年取消了针对匈牙利采取的超额赤字程序（EDP）。相较而言，这算是一项重大成就，因为超额赤字程序已经持续长达9年，欧盟基金的中止确实造成了真实的风险。

财政金融政策协调配合是让经济走上增长道路的基本条件（Matolcsy – Palotai，2016）。虽然货币政策的主要目标是促进经济增长，但自2013年开始，其在促进经济增长方面也发挥着更加积极的作用。由于基本利率的逐步下调，私营企业的财务成本降低，同时投资和消费增加，基本利率的降低和央行项目的实施降低了政府债券的市场收益率，同时大大降低了预算的利息支出（Kicsák，2019）。匈牙利央行利用新型创新元素对系列金融政策手段进行扩展，从而有助于匈牙利货币政策的转型。

匈牙利央行发起多项具有针对性的计划，巩固了金融稳定并刺激了经济增长。在增长投资计划（NHP）实施的前三个阶段中，匈牙利央行通过银行业为中小企业部门提供了2.8万亿匈牙利福林的融资。该计划的目的是重启企业贷款，因为金融危机后商业银行的去杠杆化造成了企业贷款的大量下降（Bokor等，2014）。商业银行可利用央行的免息资金，以最高利率为2.5%的形式向中小型企业发放贷款，进行新投资，增加流动资产，实现对欧盟基金的预先融资及对外汇贷款的再融资。通过放宽贷款限制和增加投资，该计划在2013年到2017年间让匈牙利GDP增长了2-2.5个百分点（Fábián – Pulai，2018）。

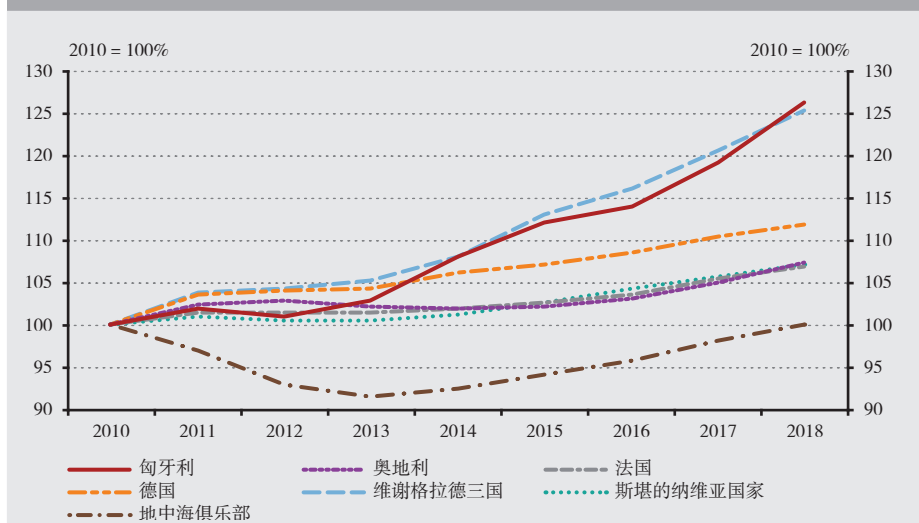
外汇贷款的逐步淘汰对金融稳定性的强化发挥了重要作用。2011年到2012年期间，政府通过提前还款计划减轻了家庭负担。为支持外汇贷款的转换，匈牙利最高法院（Kúria）达成一致决定，匈牙利央行为银行业提供了共计97亿欧元的资金，用以实施福林转换（Kolozsi, 2018）。福林转换不仅为匈牙利解除了严重的金融不稳定风险，而且通过循序渐进的实施，还增加了货币政策传导效率。这一措施执行的时机也非常有利，因为在这之后不久，瑞士央行就放弃了瑞士法郎的汇率下限，这一行为造成了福林兑瑞士法郎汇率的大幅贬值（更多详细信息，请参考Fábián – Zágonyi, 2015; Nagy, 2015）。

由于匈牙利财政和货币政策转向，积极的危机管理阶段结束，平衡恢复，其后经济政策的焦点转向了对可持续性趋同发展的支持。

四，匈牙利经济趋同发展成就（2013年起）

自2013年转向增长开始，匈牙利经济走上了趋同发展道路。若要实现经济趋同发展的成功，经济增长应当明显超过基准国家的经济增长。2013年到2018年之间，匈牙利的GDP累计增长了23%，即远高于西欧更先进国家的产值。例如，在这六年的四年期间，匈牙利的经济增长比奥地利的年增长率高2%以上。匈牙利的经济趋同发展更直接地体现在人均GDP增长率（经济发展的最常见指数）的变化。2013年到2018年期间，匈牙利的人均GDP提高了约20%，比欧盟大型经济体、地中海国家或斯堪的纳维亚国家的生长还快，与作为欧盟增长引擎的维谢格拉德国家¹增长速率相同（图3）。

图3 人均GDP（按照不变价格）

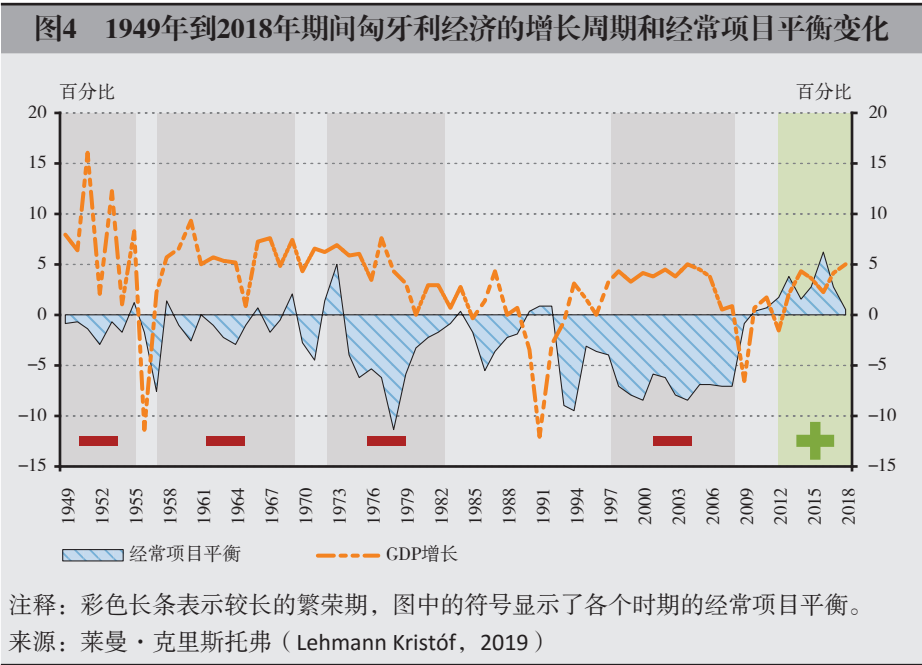


注释：维谢格拉德三国指的是捷克共和国、波兰和斯洛伐克，斯堪的纳维亚国家包括丹麦、芬兰和瑞典，地中海俱乐部集团包括希腊、意大利、葡萄牙和西班牙。

来源：欧洲统计局

¹ 维谢格拉德集团包括捷克共和国、匈牙利、波兰和斯洛伐克。

同时考虑到匈牙利经济的融资结构，自2013年开始的增长期在匈牙利经济史上前所未有。此前，匈牙利经济增长以外债为特点，与当前动态经济增长形成鲜明对比，当前动态经济增长是连同稳定的国际收支经常项目顺差和较低的预算赤字同步实现（图4）。

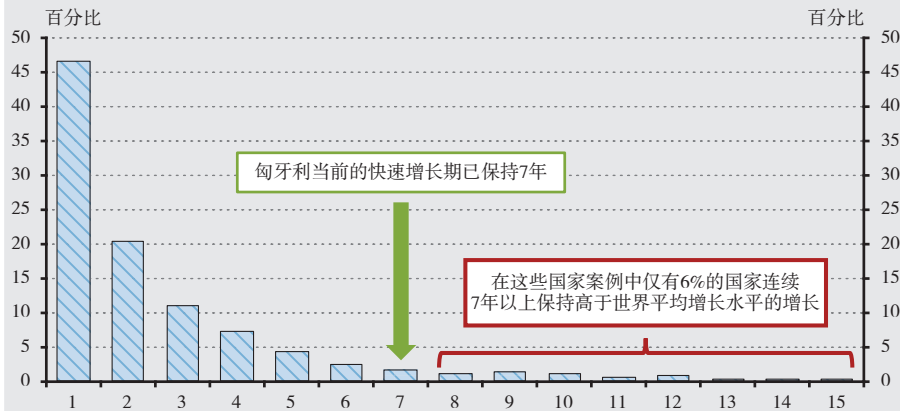


从更广泛角度评估匈牙利自2013年开始的增长表现也是非常有意义的。根据1920年到2016年间的的历史数据，图5显示了各个国家经济增长可超过全球经济增长的年限。过去经验表明单个国家经济增长率超过全球经济增长率的年限通常仅为1到2年。匈牙利当前增长期已经持续了7年，稳步超过全球经济增长且比匈牙利当前增长期还要长的比率仅为6%。

20世纪成功的趋同发展经验表明趋同发展至少每十年发生一次。相应地，如果想要突破中等收入陷阱，匈牙利也需要将当前增长期再延长十数年。在过去五十年间，仅有几个经济体实现了这一目标：例如地处东南亚（Krugman, 1994; Felipe, 2006）的韩国（Yoo, 2008）和新加坡（Kaushik, 2012），西欧的奥地利（Prammer, 2004）和爱尔兰（Powell, 2003）等（图5）。

接下来，我们对经济趋同发展过程的几个因素进行调查，这些因素同时反映在经济增长和稳定性中，其中成因和结果往往相互交织。我们可假定，这些因素无法在其他领域没有进步的情况下独自实现重大且可持续的进步。因此，很难确定影响的顺序，但是在我们看来，就业增长是最重要的因素，因此我们的推理以此作为开端。

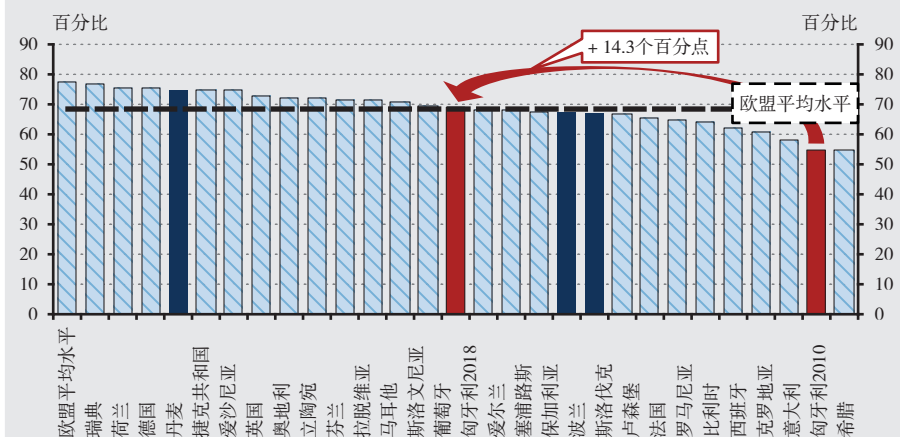
图5 高于全球平均增长率的增长期长度分布（1920至2016年）



来源：根据麦迪森数据库计算

近年来，最重要的经济增长基础便是就业的增长。2010年，匈牙利新政府认为通过提高就业可同时实现经济增长和财政均衡，因此对税收体制（主要通过引入均一个人所得税税收体制）和社会福利系统的改革都是以最大程度上刺激就业为目的。其结果显而易见，2011年到2018年间，匈牙利的就业人数增长了75万，2019年达到了450万。因此，匈牙利的就业率（2010年是欧盟最低水平）已经达到欧盟平均水平，超过法国和爱尔兰公布的就业水平（图6）。

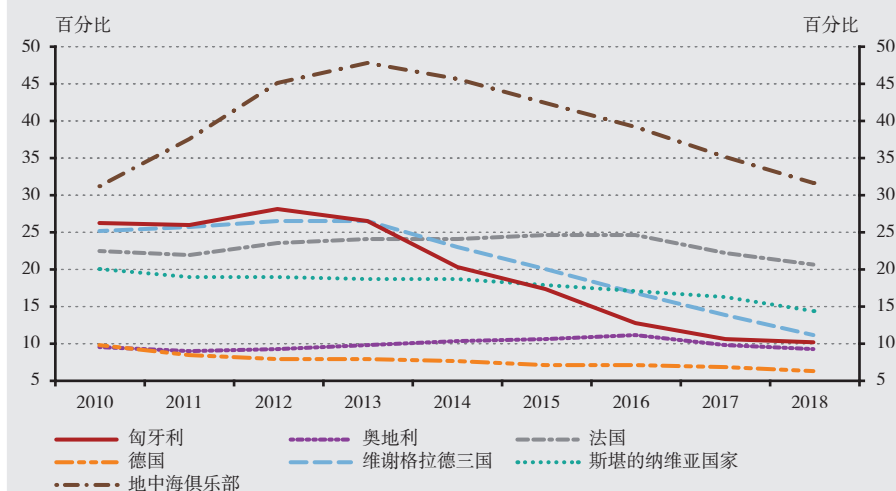
图6 2018年就业率（15-64岁）



来源：欧洲统计局

就业增长的同时，失业比率也显著下降，因此匈牙利向实现充分就业迈出了重要的一步。2018年，失业人数比率为3.7%，排名欧盟最低失业率第三。其失业率仅高于德国和捷克共和国，欧盟其他更发达成员国的失业率都超过了匈牙利。匈牙利年轻人失业人数的降低尤为明显。其失业率从危机前的25%降低到10%（图7），这主要归功于《工作保护行动方案》（以促进25岁以下年轻人就业为目的）中的措施。

图7 年轻人失业率变化（15-24岁）



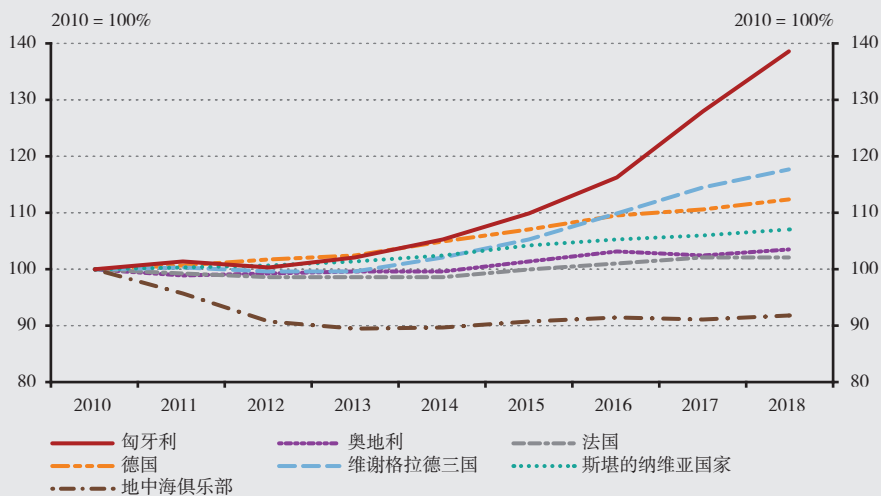
注释：参见图3注释。

来源：欧洲统计局

就业率的增长对经济趋同发展的成功发挥着至关重要的作用，但是也意味着存在着限制，约束就业的进一步增长。匈牙利经济的某些社会团体中仍然存在劳动力过剩，但是远比以前要下降。相应地，经济增长也可主要来源于劳动生产率的提高，及劳动力向更高生产率工作的转型。而这些都依托于投资、技术开发和对经济结构的持续调整。

针对劳动力市场，除了就业增长之外，实际工资上调也是趋同发展过程中的一个标志。工资增长影响了紧缩劳动力市场下大范围的从业人员。最低工资标准上调极大促进了低收入人群的工资增长：2010年到2019年间，全职员工最低工资翻了一番。工资购买力的增长也受到多年通胀的支持。与西欧国家相较，匈牙利实际工资增长率不断提高，并且也超过了其他维谢格拉德国家记录的平均增长率（图8）。但是，工资的动态增长并未影响匈牙利整体经济的竞争力，因为工资水平在最近几年达到了其历史平均值（Balatoni – Erdélyi, 2018）。

图8 实际总平均工资变化

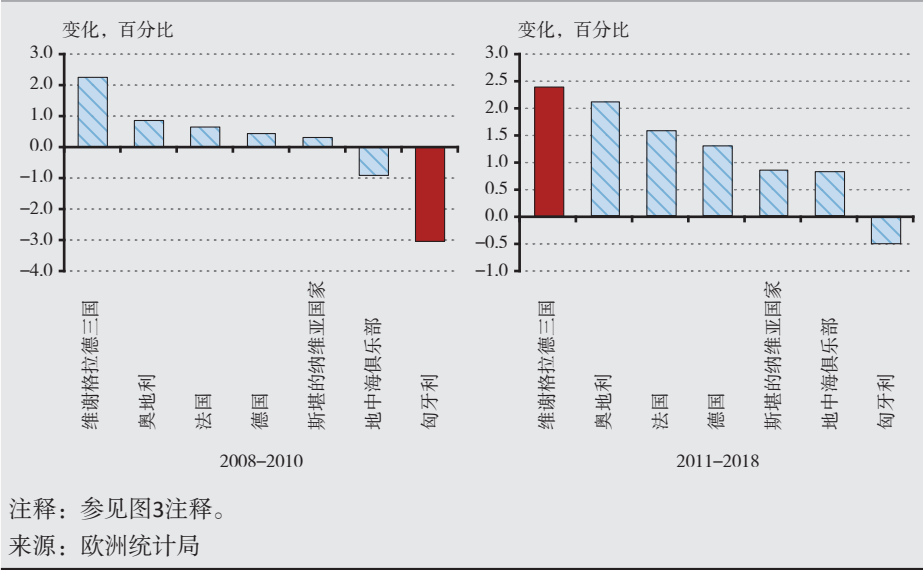


注释：参见图3注释。

来源：欧盟统计局、匈牙利中央统计局

收入的增长同时带动了家庭消费的转向。在金融危机期间，即使与国际水平比较，匈牙利的家庭消费也出现了极大程度的下降（图9），造成这一现象的原因是分期付款的增加和财政紧缩措施的实施：到2010年，扣除物价因素，其消费已经下降到21世纪初期的水平。但是，自2013年的增长转向开始，由于就业和实际工资的增长，家庭的消费支出也加速增加，其中2018年增加了5%以上。因此，匈牙利在这一方面也处于欧盟的前列。匈牙利消费增长不仅超过了大部分发达成员国所公布的水平，而且与维谢格拉德国家平均水平相比也实现了增长，显示了类似的动态GDP增长。因此，税收体制焦点向消费和销售税的转向并没有抑制消费，而是更大程度上增加了预算收入。

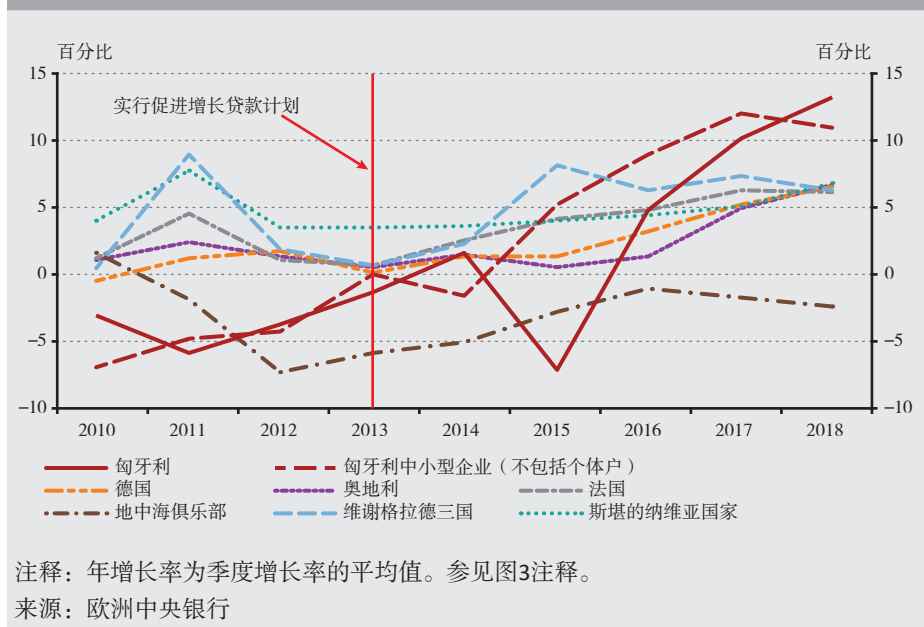
图9 欧盟和匈牙利的消费变化（年平均变化）



除了就业方面的转向，另一个促进增长的动力便是贷款的恢复。金融危机期间，匈牙利经历了信贷紧缩，信贷紧缩的延长影响了金融危机后的贷款恢复进程。匈牙利央行发起了“增长投资计划”，意在阻止信贷紧缩，确保借贷市场上处于不利地位的中小型企业可以按照适宜的利率获得贷款。同时，基本利率下调为各领域贷款利率下调提供了支持。“增长投资计划”结束后，匈牙利央行又出台新的计划，支持中小型企业获得资金。2015年秋实施了以市场为导向的贷款计划，在这一计划框架内，匈牙利央行通过一定手段促进了银行业的贷款意愿，促进了风险管理和清偿能力管理。匈牙利央行2019年实施的计划（即增长投资计划方法和债券融资增长计划）旨在对企业的融资结果产生重要影响，目标是提高长期和固定利率融资的比率。

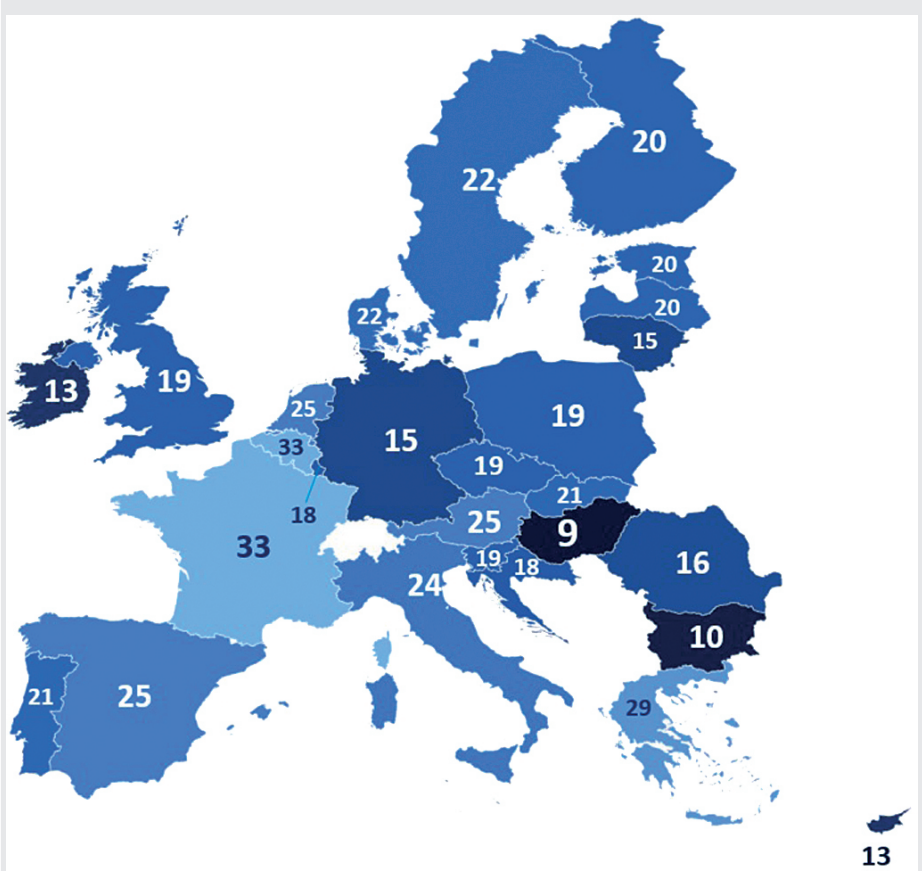
央行所采取的计划和经济前景的改善成功地导致了贷款的转向（图10）。2017年和2018年企业贷款增长都超过10%，与欧洲其他国家相比是极具活力的，而在此期间部分地中海国家由于危机管理失败，其贷款比例仍在下滑。贷款的增长也表明企业有信心保持持续增长和趋同发展。鉴于金融危机期间投资比例下降到GDP 20%以下，而由于贷款转向、欧洲结构基金提供的融资机制和增长支持性政府措施，到2014年该比例超过了22% GDP，2018年达到25% GDP。匈牙利央行2019年通胀报告预计2019–2020年的投资比列为28%左右，确保了公司资产的增长和翻转，从而实现生产力增加。

图10 企业未清偿债项的年度变化



企业所得税税率的大幅度削减也促进了投资活动的增加。除了劳务所得税的削减以外，对直接影响企业的企业所得税下调也刺激了经济活动。自2010年起对规模较小企业的课税进行减负，刚开始时是扩大了可享受优惠企业所得税的企业范围，之后又针对小型企业建立了新的征税方式（小型纳税者的分项一次性征税和小型企业税）。因为财政状况创造了有利条件，自2017年起匈牙利企业所得税税率统一降低至9%，欧盟范围内的最低值（图11）。企业所得税和劳务税税率的削减都大幅度改善了匈牙利的招商引资条件及企业投资的意愿、盈利能力和资本积累能力。投资者更友好环境的出现也反映在就业和投资数据中。跨国企业，包括对匈牙利工业非常重要的汽车行业公司，近年来进行了若干大规模投资。

图11 2018年企业所得税上限比率（百分比）

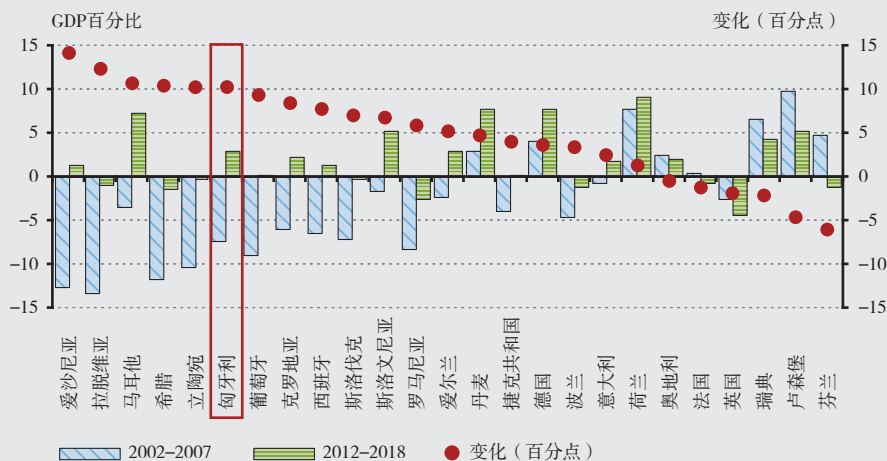


来源：欧盟委员会

过去几年中，匈牙利的经济增长也从国际金融环境和匈牙利重要贸易伙伴的扩张中获得了支持。但是，只有经济趋同发展持续足够长的时期方能称为成功，因此这一阶段也需跨越外部环境不利于经济增长的时期。对于经济趋同发展，金融危机期间全球经济和相对表现衰退与环境有利时所观察到的情况同样重要。国际经验表明，落后国家或陷于中等收入陷阱的国家通常因危机期间遭受重大衰退无法而成功追赶（Cerra – Saxena, 2017）。由于欠发达的制度体系、危机管理机制的缺失、金融风险的累积以及私营企业较差的适应性，与发达经济体相比，危机会对趋同发展中国家造成更大的损害，因此此类国家可能会因危机很快放弃趋同发展。

根据上述内容我们可以知道，保持经济所有领域部门的财务均衡是实现经济趋同发展和长期增长的必要条件（Matolcsy, 2015）。这也就是匈牙利在危机稳定后必须弥补经济脆弱性的原因所在。自2010年起，匈牙利的贷款实现了定期顺差。虽然危机前的经常项目平衡表现出高幅度的赤字，但2012到2018年期间，匈牙利已经实现高额顺差（图12）。

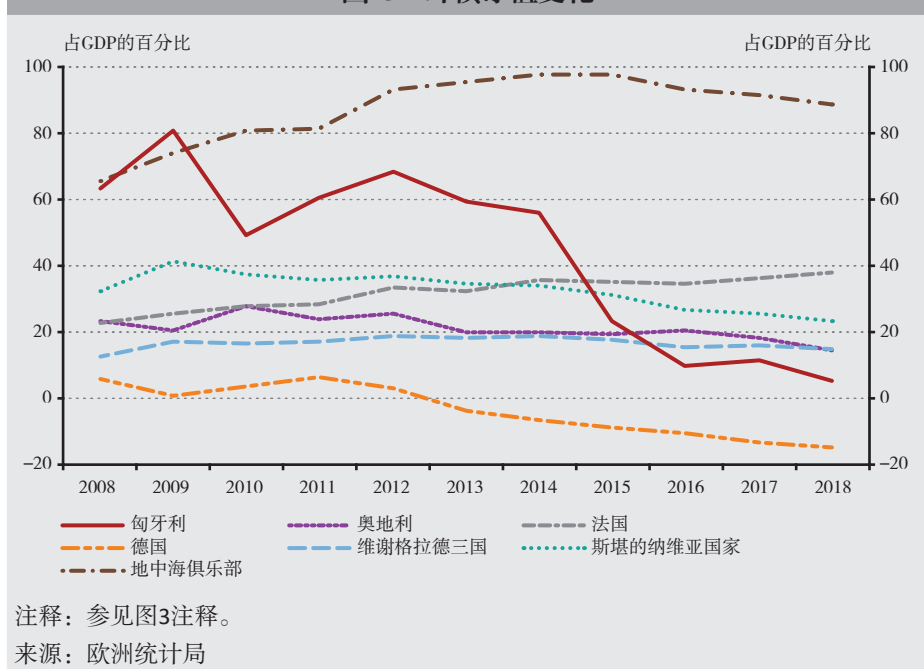
图12 2002到2007年期间和2012到2018年期间平均经常项目平衡



来源：欧盟委员会年度宏观经济数据（AMECO）

国际收支经常项目顺差不断降低了匈牙利的外债，因此也弥补了匈牙利国家经济的脆弱性。2010到2018年期间，匈牙利的外债净值从GDP的49%下降到5.3%（图13），因此匈牙利即将成为净出借人。

图13 外债净值变化

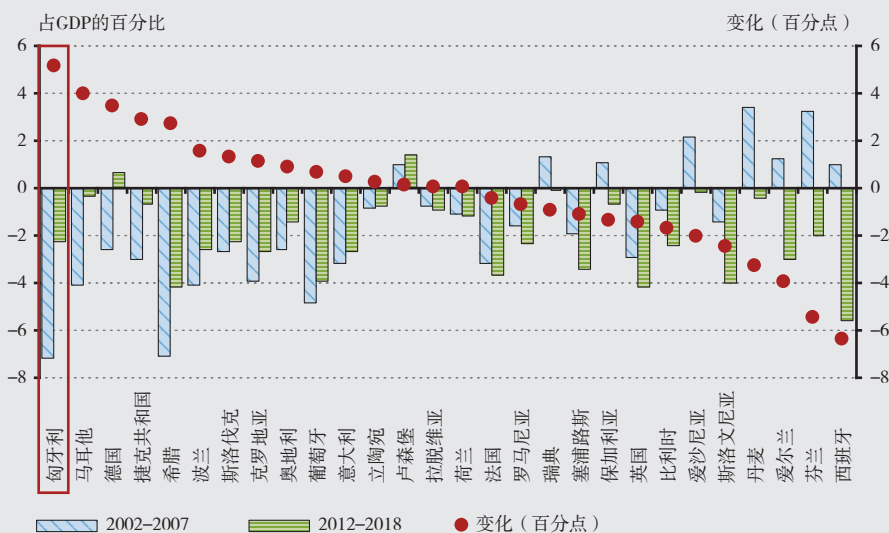


2010年后所采取的严格财政政策也是一大成功。由于财政转向的成功，自2012年开始预算赤字稳定保持在3%马斯特里赫特阈值以下，处于2%左右。与危机前相较，匈牙利的预算平衡改善程度比欧盟其他国家的改善程度都大（图14）。2010年后税制改革渐渐地发挥了其影响，发挥影响的方式部分是通过促进增长实现的。根据索伯斯劳伊（Szoboszlai）等的计算（2018），税制改革与转型升级共同推动了匈牙利政府国库存量的增长，增加值约为2000亿福林。2014年到2016年间在未进行任何增税措施的前提下，税收收入占GDP比率增加了2个百分点（Palotai, 2017）。除了税制改革以外，也通过“席尔·卡尔曼（Széll Kálmán）计划”在支出方面进行了改革。预算赤字的下降也得到匈牙利央行货币政策的支持，支持方式一方面通过基本利率下调，另一方面通过其他各项针对性计划的实施。正是由于这个原因，政府债券的投资效益出现大幅下降，因此预算的利息支出从2012年GDP的4.3%下降到2018年的2.3%，在此期间整整节省了2.4万亿福林。

预算赤字的削减也得益于对影子经济和偷税漏税的大规模打压。之前，偷税漏税不仅削减了预算收入，而且阻碍了公平竞争，增加了利益相关者面对的不确定性风险（例如，未登记的从业人员）。为了完善税务征缴的效率，2012年政府决定引入电子银行交易制度，该引进工作于2014年完成。公路货物运输电子监察系统（EKÁER）及反向增值税税率的引入也为更有效税务征缴的实现提供了支持。通过此类针对性措施，增值税差，即预计增值税收入和实际征缴税收间的差值，在2012年到2016年期间从22%下降到13%。所实

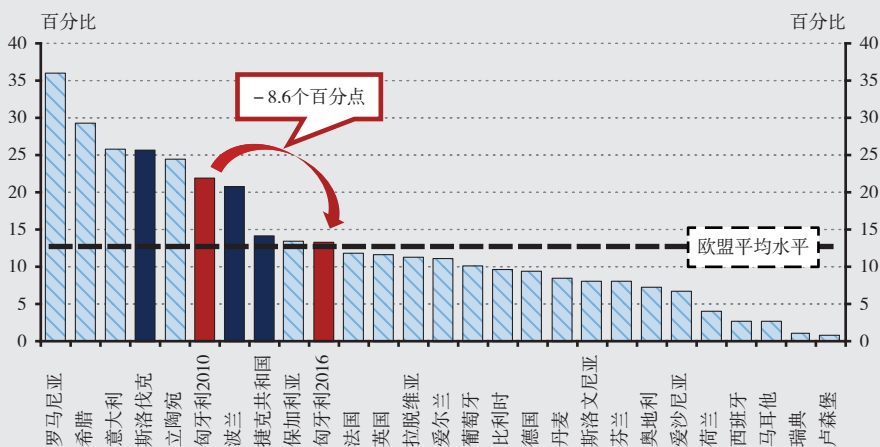
现的水平在四个维谢格拉德国家中为最优，且在这一方面匈牙利也更加靠近欧盟平均水平（图15）。发票实时报告制度于2018年7月1日生效，这一制度的出台更进一步削弱了影子经济的影响。

图14 2002年到2007年间和2012年到2018年间政府总平均余额



来源：欧洲统计局

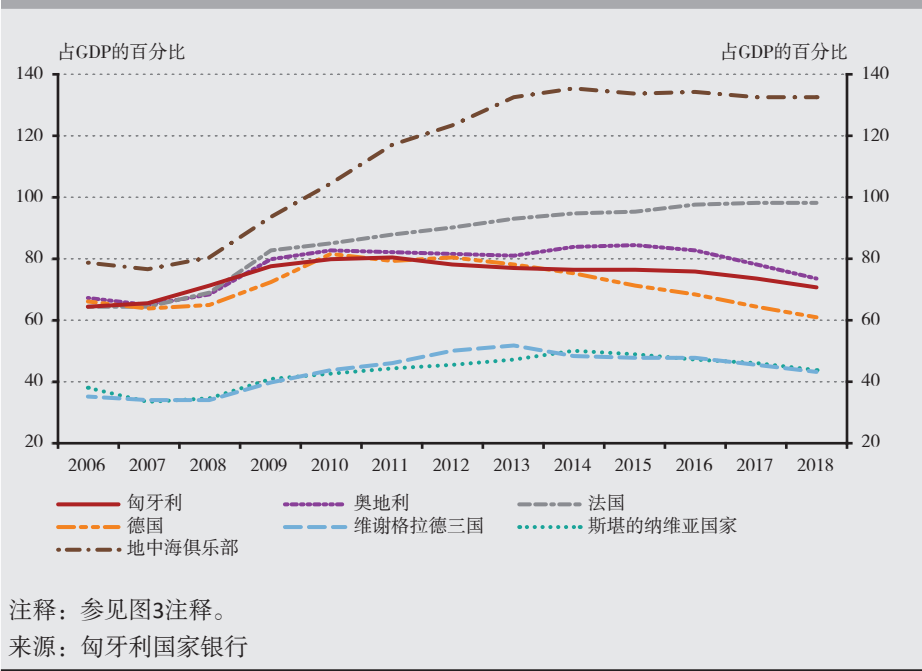
图15 2016年增值税差



来源：欧盟委员会

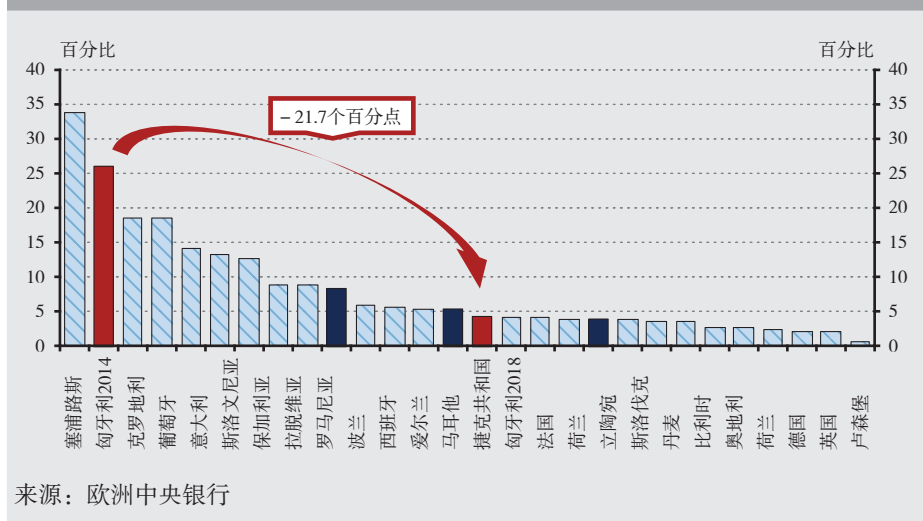
宏观金融稳定的一个最重要标志之一便是政府债务率的削减，其远远低于欧盟平均水平。政府将政府债务削减的目标和要求提升到立宪层次，并纳入到《基本法》中，这一事实证明了政府对该承诺的恪守。由于财政政策的成功，其负债率自2011年开始下降（图16），自此之后，匈牙利力成为欧盟唯一一个政府债务逐年下降的国家。2010年，匈牙利的负债率为80%，高于欧盟的平均值，但是到2018年底，已经下降到71%（欧盟的平均值仍然处于80%左右）。在政府债务下降的同时，债务结构和投资者范围也发生了变化。匈牙利央行在2014年春实施了“自筹资金项目”。该项目的主要目的是增加政府债务融资中匈牙利基金的比率，从而降低外部脆弱性。在“自筹资金项目”框架下，匈牙利央行将银行业的流动资金转向证券市场，包括政府证券市场。央行的项目促进了中央财政预算债务范围内的外汇比率，从2011年底的50%以上降低到2018年底的20%。政府债务的较大部分也是由匈牙利人持有的：2011年，仅三分之一的债务由匈牙利投资者持有，而到2018年底该比率增加到三分之二。稳定的融资结构大大降低了匈牙利的外部脆弱性，该脆弱性的降低也反映在政府债务评级的逐渐提高上。

图16 政府总债务占GDP百分比的变化



对金融系统稳定性的增强也是降低经济脆弱性的必要条件。没有金融稳定也不会有可持续的增长，经济趋同发展也是难以实现的。在央行和金融监管机构进行融合后，匈牙利央行将重点放在改善金融机构的贷款业务质量上。信贷机构将外汇贷款转化成福林投资组合进行整合，并且按照更审慎信贷评估标准实施的新贷款所占份额增加，这两者都促进了不良贷款率的逐渐降低。2012年，家庭和企业经济部门的不良贷款率都差不多是20%，到2018年该比率下降到5%以下。与欧洲其他国家比较，该比率的下降非常突出。到2018年，在维谢格拉德4个国家中，不良企业贷款的比率仅斯洛伐克较低（图17）。金融机构扩大资产负债表，从而使金融中介机构体系成为长期经济增长的中流砥柱。

图17 不良企业贷款比率（2018）



匈牙利央行的宏观审慎政策同时改善了金融中介结构体系长期的稳定性。在央行整合了金融市场监管功能之后，匈牙利央行采取了广泛手段，以防止重大系统风险的形成。广泛措施的实施让匈牙利央行可按照针对性的且高效的方式应对风险。

五、总结与展望

匈牙利当前经历的趋同发展期拥有着经济历史中独一无二的有利条件。基于2010年后成功的危机管理和2013年开始坚持的货币政策转向，匈牙利的经济正走在维持均衡的增长道路上。经济增长率超过欧盟发达经济体的平均水平至少2%（自2013年起按照平均水平来说），这也是经济趋同发展的必要条件，因此这不仅是经济增长，更是趋同发展，后者可从多个方面进行度量。同时保持均衡和增长的基础便是就业率已经达到欧盟平均水平。由于劳动力需求旺盛，最近几年工资水平也出现了趋同发展。收入水平上涨同时也刺激

家庭消费和储蓄，而积极的经济展望和央行计划也在此将贷款提升到一个健康水平。从而可维持经济增长，甚至改善预算平衡。由于较低的预算赤字和积极的经常项目，政府债务率 and 外债都出现下降，而未偿还债务的结构也向更好的方向转变。

但是，趋同发展过程的持续和完成是以竞争力的转向为条件的。自2013年开始的趋同发展是经济历史上的一个重要成果，但是不应将该趋同发展过程的继续视为理所当然。恰恰相反，还需要做出更多的努力。至今，经济增长大部分得益于就业的增长，但是可持续趋同发展是以新增长储备的激活为条件的（匈牙利国家银行，2017b）。这就需要进行其他方面的结构性改革。

除了采取一定手段外，匈牙利央行通过分析和建议为匈牙利的经济趋同发展提供支持。2019年2月发布的“竞争力项目”形成了12个领域中的330条建议，以确保对经济增长潜力的发掘。若要实现让匈牙利在尽可能多的方面走在欧洲和世界的前列这一目标，需要采取大胆创新的措施。在制定“竞争力项目”的同时，匈牙利央行同时强调了其竞争力分析和测量系统。从2019年秋开始，央行将会从两个方面对匈牙利的竞争力变化进行调查：通过持续监测影响竞争力的结构性措施；通过对竞争力的决定性因素进行客观测量。匈牙利央行将在其报告中纳入此类分析的结果，以此为匈牙利完成竞争力转向提供支持。

参考文献：

- Balaton András – Erdélyi Levente (2018): *Nem mese az... a jelentős hazai béremelkedés tényleg megvalósult*. Magyar Nemzeti Bank szakmai cikk. (《不再是传说——匈牙利国内工资确实实现显著增长》，匈牙利国家银行文章)
- Bokor Csilla – Endrész Mariann – Fellner Zita – Hidasi Balázs – Komlóssy Laura – Lehmann Kristóf – Módos Dániel – Oláh Zsolt – Pogácsás Péter – Pellényi Gábor – Plajner Ádám – Dr. Szöllősi László – Vadkerti Árpád – Várpalotai Viktor (2014): *Növekedési Hitelprogram – Az első 18 hónap*. MNB tanulmánykötet. Magyar Nemzeti Bank. (《促进增长贷款项目最初18个月情况》，匈牙利国家银行论文集，匈牙利国家银行出版)
- Cerra, V. – Saxena, S. C. (2008): *Booms, Crises, and Recoveries: A New Paradigm of the Business Cycle and its Policy Implications*. IMF WP/17/250. <https://doi.org/10.5089/9781484325759.001> (《繁荣、危机和复苏：商业周期的新范例及其政策含义》)
- Fábián Gergely – Zágonyi Ádám (2015): *Átfogó segítség, a megmaradt lakossági devizahitelek forintosítása*. Magyar Nemzeti Bank szakmai cikk. (《全面性帮助，剩余居民外币贷款福林化》，匈牙利国家银行文章)
- Fábián Gergely – Pulai György (2018): *A Növekedési Hitelprogram reálgazdasági hatásainak áttekintése*. Magyar Nemzeti Bank szakmai cikk. (《促进增长贷款项目对实体经济的影响概述》，匈牙利国家银行文章)
- Felipe, J. (2006): *A decade of debate about the sources of growth in East-Asia. How much do we know about why some countries grow faster than others?* Estudios de Economía Aplicada,

- 24(1): 181–220. (《关于东亚增长来源的十年辩论——我们对有些国家为什么比其他国家增长更快了解多少?》)
- Giday András – Mádi László (2018): *A munkajövedelem adóterhelése a visegrádi térségben*. Pénzügyi Szemle, 63(3): 387–410. (《维谢格拉德地区工资收入的征税情况》，匈牙利《金融评论》)
- Kaushik, D. (2012): *Evolution of Industrial Landscape in Singapore*. JTC Corporation, Singapore. (《新加坡工业景观的演变》，新加坡JTC公司)
- Kicsák Gergely (2019): *A Bundesbank módszertana szerint is jelentős a magyar költségvetés kamatmegtakarítása*. Magyar Nemzeti Bank szakmai cikk. (《按德国联邦银行的方法，匈牙利的预算大幅节省利率》，匈牙利国家银行文章)
- Kolozsi Pál Péter (2018): *A forintosításnak köszönhetően egy kiemelkedő stabilitási kockázattal számolt le Magyarország*. Magyar Nemzeti Bank szakmai cikk. (《福林化使匈牙利摆脱重大稳定风险》，匈牙利国家银行文章)
- Krugman, P. (1994): *The myth of Asia's miracle*. Foreign Affairs, 73(6): 62–78. <https://doi.org/10.2307/20046929> (《亚洲奇迹的神话》，美国《外交杂志》)
- Lehmann Kristóf (2019): *Tényszerűen a magyar gazdaság teljesítményéről*. Magyar Nemzeti Bank szakmai cikk. (《匈牙利经济的实际变现》，匈牙利国家银行文章)
- Lentner Csaba (szerk.) (2015): *A devizahitelezés nagy kézikönyve*. Nemzeti Közszerkesztési és Tankönyvkiadó. (《外币贷款手册》，匈牙利国家公共服务与教科书出版社)
- Matolcsy György (2008): *Éllovasból sereghajtó. Elveszett évek krónikája*. Éghajlat Könyvkiadó. (《从领先者变成落后者——失落的岁月记事》，匈牙利“气候”出版社)
- Matolcsy György (2015): *Economic Balance and Growth*. Magyar Nemzeti Bank Book Series, Kairosz Könyvkiadó Kft. (《平衡与增长》，匈牙利国家银行丛书，匈牙利“光阴”出版社)
- Matolcsy György – Palotai Dániel (2016): *The interaction between fiscal and monetary policy in Hungary over the past decade and a half*. Financial and Economic Review, 15(2): 5–32. <https://en-hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/gyorgy-matolcsy-daniel-palotai-en.pdf> (《过去15年中匈牙利财政与货币政策的相互作用》，匈牙利《金融与经济评论》)
- Matolcsy György – Palotai Dániel (2018): *The Hungarian Model: Hungarian Crisis Management in View of the Mediterranean Way*. Financial and Economic Review, 17(2): 5–42. <http://doi.org/10.25201/FER.17.2.542> (《匈牙利模式：匈牙利与南欧国家危机管理措施比较》，匈牙利《金融与经济评论》)
- Palotai Dániel – Virág Barnabás (szerk.) (2016): *Competitiveness and Growth – The Road to Sustainable Economic Convergence*. Magyar Nemzeti Bank. (《竞争力与增长——可持续经济趋同发展之路》，匈牙利国家银行)

- MNB (2017a): *The Hungarian Way – Targeted Central Bank Policy*. Magyar Nemzeti Bank Book Series, Magyar Nemzeti Bank. (《匈牙利之路——针对性的央行政策》，匈牙利国家银行丛书)
- MNB (2017b): *MNB Competitiveness Report*. Magyar Nemzeti Bank. (《匈牙利国家银行竞争力报告》，匈牙利国家银行)
- Nagy Márton István (2015): *Forintosítás – hogy is volt ez?* Magyar Nemzeti Bank szakmai cikk. (《福林化——这是怎么发生的？》，匈牙利国家银行文章)
- Palotai Dániel (2017): *Beérték a 2010–2013 közötti adóreform kedvező hatásai*. Magyar Nemzeti Bank szakmai cikk. (《2010–2013年的税制改革的好利影响已见成效》，匈牙利国家银行文章)
- Powell, B. (2003): *Economic Freedom and Growth: The Case of Celtic Tiger*. Cato Journal, 22(3): 431–448. (《经济自由与增长：凯尔特之虎的案例》，美国《卡托杂志》)
- Prammer, D. (2004): *Expansionary Fiscal Consolidations? An Appraisal of the Literature on Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy and a Case Study for Austria*. Monetary Policy & The Economy, 2004(3): 34–52. (《扩大财政合并？财政政策非凯恩斯效应的文献评价与奥地利案例研究》，奥地利《金融政策与经济》)
- Svraka András – Szabó István – Hudecz Viktor (2014): *Foglalkoztatásösztönző adókedvezmények a magyar munkaerőpiacon*. Pénzügyi Szemle, 58(4): 401–417. (《匈牙利劳动力市场中的鼓励就业税收优惠》，匈牙利《金融评论》)
- Szoboszlai Mihály – Bögöthy Zoltán – Mosberger Pálma – Berta Dávid (2018): *A 2010–2017 közötti adó- és transzferváltozások elemzése mikroszimulációs modellel*. MNB-tanulmányok 135. Magyar Nemzeti Bank. (《使用微观模拟模型分析2010–2017年间的税收和转移变化》，匈牙利国家银行研究报告第135期)
- Yoo, I. (2008): *Korea's Economic Development: Lessons and Suggestions for Developing Countries*. Korean Social Science Journal, 35(1): 31–63. (《韩国经济发展：发展中国家的教训与建议》，《韩国社会科学杂志》)

寻求均衡的中国

——增长和稳定中的转型困境

科姆罗希·劳乌拉，瓦尔高妮·哥尔曼迪·捷尔基

中国的经济发展与稳定不仅仅对中国人来说意义非凡。同时，中国是世界上第二大经济体，其经济规模可想而知，再加上中国外贸朋友圈越大，如果中国的经济发展发生意外或产生重大偏离，那么全球经济都会或多或少地受到影响。近几年，中国经济中所存在的重大不平衡和风险不断增加，专业经济人士对中央政府是否可以成功实现软着陆并将经济拉到一个更平衡和可持续发展的道路上，是否必须进行计划外调整，经济衰退现在是否已经成定论等问题议论纷纷，各执一词。本文中，我们介绍了可持续发展的保障政策、让政策实施更加复杂化的相关风险，以及为降低此类风险在经济层面所采取的对策。

经济文献期刊（JEL）编号：E61，P21

关键词：中国；新宏观经济均衡；稳定风险；软着陆

一、引言

中国政治领导层的首要任务是保证经济增长，控制相关的风险，因为经济增长是政局稳定的一大基石。因此，中国在不断地权衡短期增长目标实现和长期可持续性发展之间的平衡。以提效为目标的重组和风险缓解措施可助力长期可持续性发展的实现（Székely-Doby, 2018）。但是，风险也在不断积累，人们对是否能实现经济软着陆，是否必须进行计划外调整，且现在不确定的是否仅仅是明斯基拐点¹产生影响的时间和严重性等困惑不已。

本文回顾了与可持续增长相关的话题：可持续增长的政策、阻碍政策实施的风险（尤其是可能发生类危机调整危险的一类风险），以及为缓解此类风险采取的经济政治措施。相应地，我们指出了经济结构转型的相关风险、人口和环境挑战、债务积累引发的风险、资产价格特别是房地产价格的内在风险，以及金融体系相关模式面对的挑战。我们希望一一阐明，全面地表现出各要素之间的相互关系；但是，由于涉及的话题很多，再加上本文篇幅有限，不在此赘述。

科姆罗希·劳乌拉（Komlóssy Laura），匈牙利国家银行经济分析师。电子邮箱：komlossyl@mnbb.hu
瓦尔高妮·哥尔曼迪·捷尔基（Vargáné Körmendi Gyöngyi），匈牙利国家银行高级经济分析师。
电子邮箱：kormendigy@mnbb.hu

本文原文发表在《金融与经济评论》2019年第3期。<http://doi.org/10.33893/FER.18.3.114134>

¹ 指在一个经济体中若干隐性风险突然并同时显现，资产价格暴跌，接着便发生破产浪潮的时候。

二、增长目标和结构改革

在过去的四十年里，中国围绕提效这一目标进行改革和经济结构调整。其中一个措施就是实现从²计划经济到市场经济的部分转换。中国并没像中欧和东欧国家一样发生迅速、彻底的经济转型，只是在特定时间放开政治领导层指定的领域。过去几十年，动态增长的含义发生了翻天覆地的变化。之前，中国以两位数增长为目标，现在人们认为切实可行的是更加温和的增长。认识到并接受这一观点对中央管理机构来说具有重大意义。在2012年³公布2020年相关增长目标时，中央政府已清楚说明，平均增速会比之前明显降低，且中央政府会坚定致力于这一目标的实现。

中国政府根据当前出现的机遇、风险的积累和国际环境，对增长战略进行过多次重大调整。最初，通过建立和鼓励乡镇企业实现劳动力从农业到工业的转移，之后则是通过境外投资和技术的开放。所有这些措施都大大增加了劳动力效率（Hu - Khan, 1997）并同时提高了资本水平。21世纪初期，出口导向增长策略崭露头角，但是2007–2008年经济危机后却难以为继。之后，虽然当时投资比例已经很高，但是仍然通过增加该比例以抵消萎靡的外部需求。但是，几年后，这种方式的风险和局限也逐渐显现，新的策略刻不容缓。通过刺激国内消费、强化服务部门和现代工业、推进重工业的转向稳增长的新政策应运而生。中央政府将其称为高速增长到高质量增长的结构调整⁴。先前模式积累的问题、发展的转换和此类问题的管理构成一项严峻的挑战。再加上国际环境、人口结构发展过程和环境问题等外部因素，这一问题变得更加纷繁复杂。

2.1. 寻求新宏观经济均衡

毋庸置疑，中国在过去四十年中交上了一份靓丽的经济答卷。不仅实现了经济量的增长，加大了对全球经济的开放，中国在世界经济之林的重要性也在不断增加。在过去四十年中，中国采取了经济开放政策，这让中国更容易接触到外国资本，同时，中国加深了其在全球价值链中的作用，且经济增长显著提速——特别是从2001年中国加入世界贸易组织（WTO）后。不仅如此，中国人的生活水平也在逐渐提高，贫困率出现明显下降（Gyuris, 2017）。在过去的四十年中，中国从世界上最贫穷的国家之一变成世界第二大的经济体量已达到全球三分之一的经济体。

但是，中国也面临着两大挑战：增长趋缓和的不平等加剧。这两大挑战相互关联，越来越突出。2007年，中国实质国内生产总值（GDP）增长超过14%，而近几年降了一半，到2017年，由于结构性因素所致，这一比率仅为7%左右，此前快速增长的刺激因素正逐渐消失。由于独生子女政策的实施，2010年开始工

² Ideological Foundation of the CPC. <http://en.people.cn/206215/206216/7997750.html>. 下载日期：2018年12月14日。

³ China's new economic target: double its 2010 GDP by 2020. <http://en.people.cn/90778/8010379.html>. 下载日期：2018年11月

⁴ 例如，中国央行的新闻稿。<http://www.pbc.gov.cn/english/130721/3656521/index.html>. 下载日期：2018年12月7日

作适龄人口的数量开始下滑，中国也面临着与发达国家一样的社会老龄化问题。过度投资造成的冗余及增量资本产出比率（ICOR）⁵都拉低了资本收益，这也表明投资在拉动经济增长上的作用越来越有限（图1）。

图1 增量资本产出比率（ICOR）的变化



来源：经济合作与发展组织的社会经济调查：中国2017

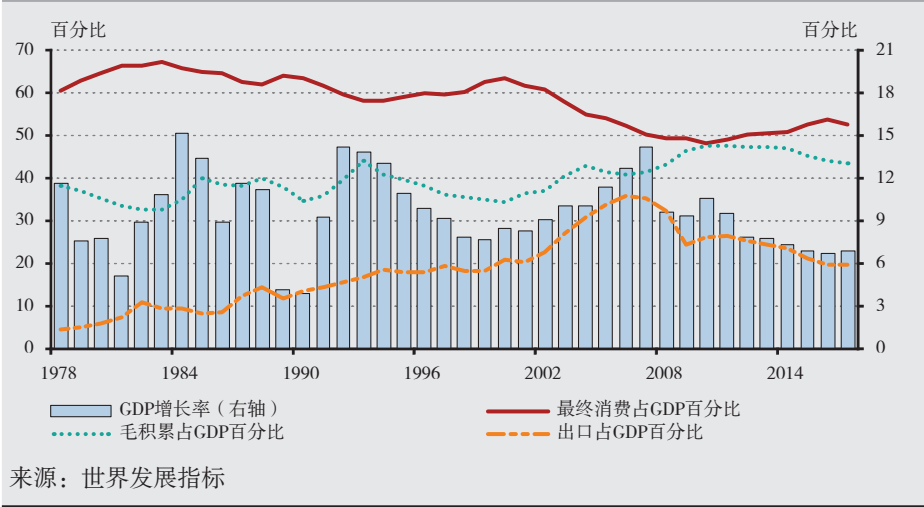
并且，全要素成产率（TFP）也明显放缓。根据文献记录，21世纪潜在增长的平均值为10%左右，而最近几年已经下降到7-8%⁶，预测可能会降至6%以下（Dieppe等，2018）。

危机前的增长模式主要是基于工业生产和人民币的低估，这就大大造成了外部失衡。在危机前的几年中，中国的国际收支经常项目顺差高达GDP的10%，在危机之后这一数据出现明显下滑。外部平衡的恢复部分是由于过去十年中实际汇率的升值，同时也反映出了需求的变化。自2008年开始，外部需求下滑的同时，投资的作用首先被强化（图2），中央政府通过扩大投资来抵消危机导致的负面影响，从而造成了企业负债的明显增长。在后危机时代，投资比例非常显著（甚至与相同工业化水平的其他亚洲国家相较来说），且持续超过47%，除外部失衡外，这还导致了内部失衡的增加。最几年投资收益率明显下滑，同时相关借款偿还问题日益突出。

⁵ 投资比例与GDP增长率的商。比率增加表明投资效率下降。

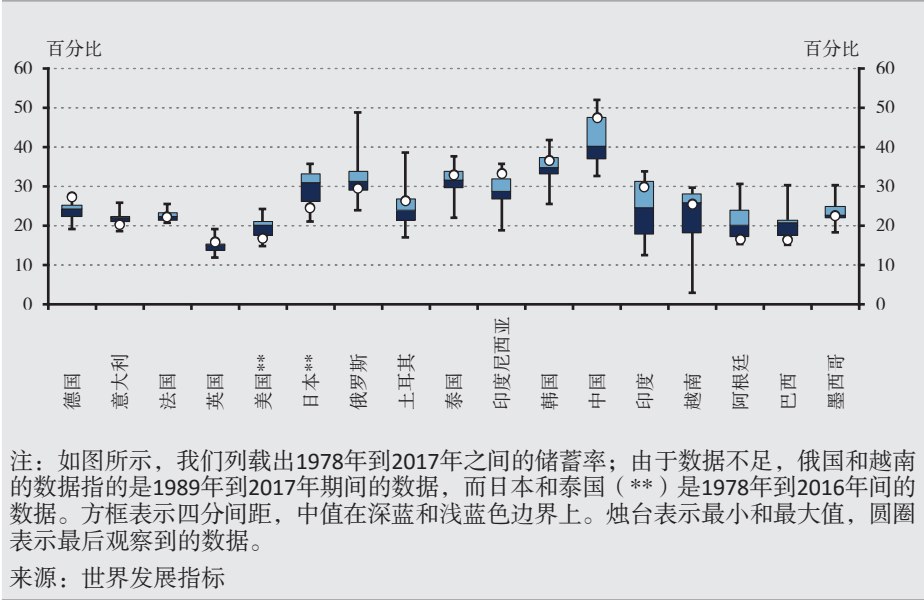
⁶ 更多信息，请参见Alberola等（2013）、Alberola等（2015）、Maliszewski – Zhang（2014）和国际货币基金组织（2014）。

图2 中国经济增长率的变化及基于吸收的GDP构成



中国经济的失衡是相互关联的。较高水平的外部失衡以及内部失衡使得家庭储蓄率居高不下，这一数值即使按照国际标准来看也是非常突出的（图3）。

图3 各国储蓄率在GDP中的百分比



从高企的储蓄水平可以看出中国实施独生子女政策和社会政策中的人口结构变化趋势，包括有限的福利水平和医疗服务（Choukhmane等，2016），较高的收入和福利差距（国际货币基金组织 2017）。同时，金融抑制和（主要）资本账户的关闭也迫使储蓄率水平增加。此类政策也会妨害合理评估和资本分派，从而导致投资激增和债务累积（Huang-Tao, 2011; Pettis, 2013）。因此，尽管近几年中国的不平衡形式发生了变化，但是诱因都是类似的：即，当前经济政策和政治体系的影响（Dieppe等，2018）。除了内部因素之外，其他因素、对外贸易或者甚至地缘政治事件也会影响中国的经济效应。特朗普政府强调，就目前来说，很难评估所有这些因素产生的长期影响。最重要的因素之一便是2018年开始的中美贸易战。2018年，美国三次提高关税，共计2500亿美元的中国产品深受其害。此外，美国总统唐纳德·特朗普宣称如果当前谈判破裂，有可能会对价值约2670亿美元的中国产品征收额外关税。中国对约1100亿美元的美国产品加收关税。中美贸易关系仍然具有很大的不确定性。根据经济学家们的预测，加收关税会对两国的GDP增长都产生消极影响，但是贸易战对中国的消极影响主要表现在对改革进程的减速上。⁷

2013年习近平当选中国国家主席，同时认识到管理体制的不可持续性。所实施的十三五计划确定了2016到2020年的“经济和社会发展”目标，其中包括到2020年GDP比2010年翻一番、加大研发活动、环境考量、社会措施，包括放宽独生子女政策，扩大城市福利事业，重组国有企业，实现人民币的充分可兑换性⁸。

提高家庭消费对经济结构调整发挥着至关重要的作用。近几年政府通过努力，一定程度上拉高了消费在GDP中的百分比。政府采取的措施包括降低工资缴款、推出更先进的个人所得税计划，增加社会、卫生和教育支出。但是，较高的家庭储蓄率可能会稀释政府努力的效果。社会保障体系中存在（退休金和健康保险计划）的缺点、独生子女政策的影响、自己买房的倾向，及很多大城市中仍存在的“户口”制度都促使人们增加储蓄。“户口”阻碍社会的流动性，是引起中国地区差异的主要因素。虽然近来西部和中部地区的经济效益出现快速增长，但是人均GDP仍然明显低于东部沿海地区。东西部地区县级差异也可通过乡镇和乡村间的收入差距中看出（Gyuris, 2017）。近些年中国整体的收入差距越来越明显（基尼系数并没有改善），尤其是在欠发达的西部地区，问题更为严峻。

2013年中国提出了“一带一路”倡议，2015年提出了“中国制造2025”概念，两者都可以助力改善先前经济结构造成的生产率缓慢发展问题，降低工业中所积累的过剩产能。很多重工业和建设公司都存在重大过剩生产力问题，在“一带一路”倡议框架下，他们可以效力于大规模的基础设施投资。基础设施建设有利于高质量的商品向中国涌入，有利于中国产品和服务走向国门。随着劳动力、资本和技术的流动，效率会显著提升，同时交

⁷ <http://www.geopolitika.hu/hu/2019/03/12/kereskedelmi-haboru-az-usa-es-kina-kozott/>。下载日期：2019年4月9日

⁸ https://en.ndrc.gov.cn/newsrelease_8232/201612/P020191101481868235378.pdf。下载日期：2018年12月6日

通基础设施的开发也会改善竞争力。增效是生产较高附加值产品的关键，而较高附加值产品的生产是经济可持续、均衡增长的基础。为进一步提升家庭消费，必须缩小东西部地区经济和收入差距。该倡议也是为了缓解东西部的差距，因为西部地区是通往中亚的必经之路。铁路影响货物运输，中国十五个东中部地区已经开始改善铁路运输，多个城市中建立了经济带和物流中心（Brown, 2017）。“中国制造2025”倡议中制定了改善制造业产出质量的目标。虽然过去几年中，制造业效益为中国经济的强劲增长做出了很大贡献，但是制造业部门附加值仍然较低，仍然属于劳动密集型产业。这一目标的关键是以质量和网络整合为基础建立具有创新性且可持续发展的制造业，让中国跻身最大制造经济体行列（香港贸易发展委员会 2016）。除此之外，国有企业的改革及僵尸公司（运营中不断产生重大损失）的清算对生产率的提高来说也是必不可少的。国有企业的生产率来说远远落后于私营企业，但是所拥有的资产和投资份额非常之巨（Székely-Doby, 2018），这就进一步阻碍了内部均衡的改善。

2.2. 人口趋势

中国于二十世纪七十年代末开始实施独生子女政策，这一政策的实施造成了人口年龄和性别结构的重大扭曲（NBSC, 2016）。生育率的急剧下滑，中国面临着同发达国家一样的人口老龄化问题。自21世纪中期开始，老年人口不断增加。根据联合国的预测⁹，65岁以上的居民人数将会从当前的1.31亿增加到2050年的3.71亿，其中80岁以上人口将从0.22亿增加到1.21亿。中值年龄增加，同时工作适龄人数将大大减少，因此，老年人口抚养比也会大大增加。中国社会老龄化的速度之快，给社会和经济的发展都带来了巨大压力。全国范围内养老制度的建立为快速老龄化的人口提供适当财政支持，但对中央政府来说是一项巨大的挑战。此外，在医疗保健系统的巩固和进一步发展中也会出现一些挑战。

除了人口老龄化以外，性别比例失衡也不容小觑。独生子女政策的实施，让男孩的出生比例增加，2017年中国男性居民数目超过女性居民3000多万。虽然近期这一比例有所改善，但是与理想状态仍然相去甚远。

近来，中央政府就此采取了众多措施，从支持计划生育开始，到严格遵守禁止性别歧视。为降低社会老龄化的速度，政府同时放宽独生子女政策，推出二孩政策。此外，政府强调当前的养老制度要以家庭护理为主，以社区和政府的老年人社会福利机构为辅。人口老龄化的出现滋生财政压力问题，为缓解此压力，政府同时计划逐渐提高退休年龄。除前述事项以外，近几年，中央政府大手笔投入旨在提高教育质量，特别是在自然科学教育方面。2010年到2014年间，接受高等教育的学生比例明显上升（Losoncz, 2017）。中国现在不仅可以复制外国产品，还可以制造自主设计的产品，特别是高科技产品。该趋势的进一步发展能大大保障工作适龄人口的减少不会导致GDP增长的大幅下滑。

⁹ https://esa.un.org/unpd/wpp/publications/files/key_findings_wpp_2015.pdf。下载日期：2018年12月6日

除了人口问题以外，从农村到城市的广泛内部迁移也是一项挑战。中国的城市人口包括两种类型：在本地登记（有“户口”）的居民和未在本地注册的居民。很多从农村来到城市工作的人已经在城市中工作多年，但是仍然被视为“临时移民”，面临着被遣送回原户口的风险。

这一不确定性因素，加上没户口居民所受的限制，割开了很多中国家庭。劳动者来到城市中工作，而他们年迈的父母、年幼的孩子、甚至是配偶却不得不留在乡村中生活。在过去的十年中，数亿中国农民涌入城市当中希望获得更好的生活，他们为中国经济的增长和城市发展做出了重大贡献，但是他们的基本权利却常常得不到中国法律的适当保护。虽然中央政府的2016–2020¹⁰五年计划将“户口”范围扩展到1亿通勤员工，但这部分仅占当前“流动人口”的40%。¹¹为贯彻远大的城市化计划，中央政府提出了多项策略，其中包括城市和农村地区的和谐发展，促进城市化进程，改善中小规模城镇，支持农村人口到城镇中定居。

2.3. 环境问题

每每谈及长期均衡增长，无论如何我们都无法忽略环境问题。正如塞凯伊-多比（Székely-Doby, 2017）强调的一样，由于环境污染和环境退化的巨大严重性，环境问题对经济、社会和政治来说都是一个重要问题。环境污染和退化也会对健康和经济造成重大损害，而若要改善已经发展的状况或消除此类状态成本也是非常巨大的。除前述事项外，能源和材料利用效率的改善也是一种提高效率的重要形式，考虑到资源的有限性和资源利用的环境效应，必须利用此类改善，以确保随着经济不会与所需原材料和燃料及污染程度不会出现正比例增长关系。过去通常为了增长而牺牲环境；但是，由于污染的增加，这种选择越来越不可持续。现已开始投入大量财政资源进行逐步改善¹²。但是由于存在诸多限制因素，大部分情况下只有通过极其缓慢过渡的方式才可实现目标。这是因为，当前单纯降低现有污染源的排放已经无法解决问题，因为还要考虑到动态经济增长导致的大规模新排放。

几十年来，环境保护一直是中国政治领导层的一个重要议题：宪法和法律中都规定了相应原则，五年计划中也分出独立章节描述了相关的策略。此外，还包括对自然和生物多样性的保护、材料利用率的增加、减少排放的预期、废物废水治理的扩大、耕地保护及全球气候变化相关问题等。通常对这些目标进行集中化定义，然后分派给不同区域单位，而计划的详细阐述和贯彻一般是地方政府的责任。除实施基于标准和禁止规定的定量限制和控制要求，还利用财政激励促进此类目标的实现。例如，银行监管通过窗口指导限制高污染、高能耗的企业借贷，且在中期借贷便利（MLF）范围中，央行

¹⁰ https://en.ndrc.gov.cn/newsrelease_8232/201612/P020191101481868235378.pdf。下载：2018年12月6日

¹¹ 根据中央统计局的数据，2017年“流动人口”达2.44亿。http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/201802/t20180228_1585666.html。下载：2018年12月12日

¹² 2007年中央和地方政府的预算中，0.37%的GDP用于环境保护，而在2015年和2016年，该值分别为0.70%和0.64%。在这八九年间，GDP翻了一番。需要强调的是，经过努力之后，空气污染减少，因为过去几年该领域一直受到特别关注。根据国家统计局的日期记录，在30个大城市中23个出现污染水平二级及以上天数减少了。

同意接收绿色贷款和债券¹³（中国人民银行，2018）作为抵押，这便促进了环境投资的融资。

三、金融体系中的增长模式方面

混合经济结构和早期的增长模式使得金融体系中积累了很多重大风险。对于此类风险，中央管理机构希望通过改革和加强管制进行修复。1998年中国取消信贷配给，改由银行自主决定其贷款政策，并就此承担全部责任，但是中央管理机构在实施其增长计划时，仍然过度依赖于国家或地方政府占主导所有权的信贷机构。在申请信贷时，国有企业仍然占据实质性优势，因为如果是国有企业借款，放款人会认为受到国家的隐性担保¹⁴。地方政府也会进行大量借款和发放债券，以利用政府投资和基础设施开发项目取代外部需求——全球金融危机导致外部需求的丧失。因此，在实施基于投资的增长模式时，非常依赖动态信贷的扩张（图4）。但是，正因为这个原因，国有企业的低效投资也会融到资金，因此银行部门面临的风险会远远超出其放款时所假设的风险。

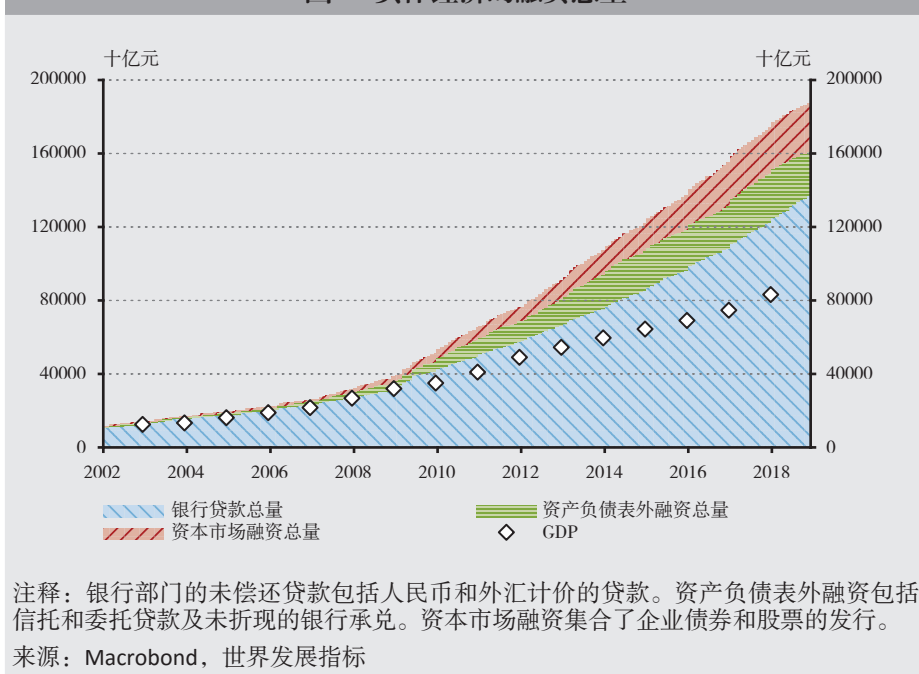
该过程也会以稍微不同的结构方式出现在银行资产负债表之外。通过影子银行系统，社会资本也会因为国家隐性担保为某此项目提供贷款（这里不涉及借款人，而是国有和地方政府所有银行作为中间人），社会资本无法审慎评估其中的风险。因此，这种形式的中介现象也会产生大量交易，其收益风险要远远超过投资人的预测，进行此类投资会降低宏观经济资本分配的效率。多年以来，银行部门资产负债表外的贷款经营大行其道，主要得益于其对中央政府增长目标的支持，以及影子银行系统通过其接近市场机制的价格设置促进了金融自由化的进程。由于现在已不需要第二个功能，且其对增长的支持被具体化的风险大大降低，所以中央管理机构已经开始对影子银行系统进行更严苛的管控和打压¹⁵。

¹³ 绿色债券在中国非常受欢迎；按照国际定义，2017年中国是全球第二大绿色债券发行国，市值为229亿美元。同时，根据中国特点，中国法规适用了较国际标准更广泛的定义，从而将额外的142亿美元债券归类为绿色债券。一方面，中国的绿色债券定义并不排除化石燃料相关项目，另一方面，它不仅允许为新项目融资，还允许再融资和营运资本融资（CBI—CCDC，2018）。

¹⁴ 央行副行长潘功生于2018年11月6日发表的讲话也证实了这一点。<http://www.pbc.gov.cn/english/130721/3660929/index.html>。下载：2018年12月6日

¹⁵ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-01-23/china-s-15-trillion-shadow-banking-edifice-showing-more-cracks>。下载：2018年12月17日

图4 实体经济的融资总量



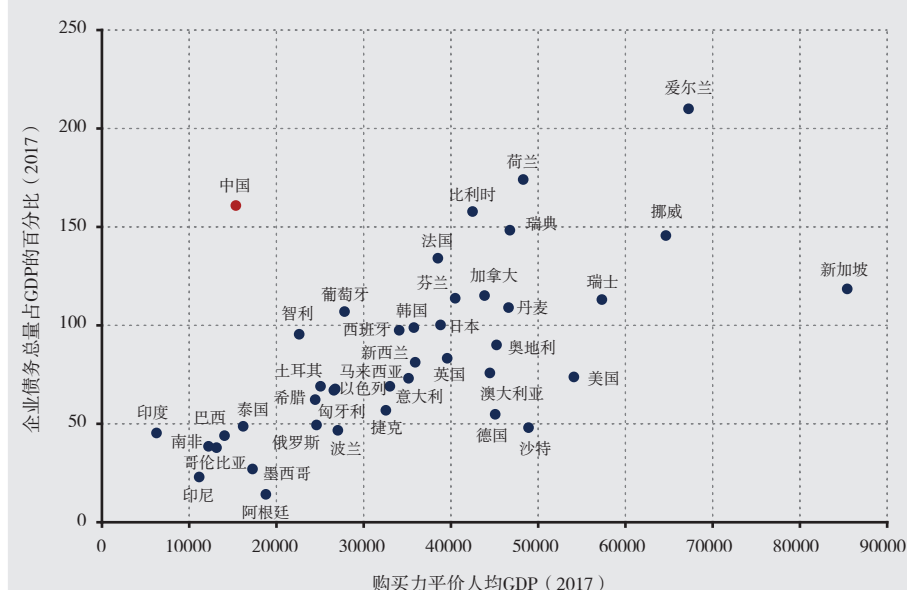
除之前增长模式所遗留的问题之外，新模式也对银行部门提出了挑战。基于消费的增长需要以私营企业、家庭、小型企业和农业部门为融资对象实施更加平衡的贷款策略，而不是之前主要为国有企业提供融资的银行为对象。但是，零售市场所取得的业绩成就要求银行规程进行重大改变，以达到潜在客户群，合理评估贷款应用和管理风险。随着新市场的增长，银行风险也在增加：由于抵押贷款，银行受到房地产市场变化影响的风险增加，而因为小型企业和农产品生产者在运作和功能特点方面与大型公司完全不同，所以它们也具有先前暴露的内在风险。

除了改变宏观经济策略以外，中央管理机构还计划通过增强金融中介的效率来支持增长，长期来看其可从近几年的自由化进程中获得支持。但是，改革措施的贯彻需花费多年时间，而其生效也需很长一段时间。由于预期利差收缩，需要适应不稳定的市场行情，自由化进程对信贷机构提出了新的挑战。

3.1. 旧模式的遗留：不同形式的过度负债

即使按照国际标准来算，中国的企业负债（无论其融资来自银行部门基金还是影子银行系统基金）也非常之高（图5）。根据先前危机总结的经验，高水平企业负债会引起严重焦虑，因为贷款的不断外流通常会伴随着更加弱勢的资本分配，因此增加收益风险。

图5 企业负债和经济发展



来源：世界发展指标、国际清算银行

大型银行作为出借人对大型国有企业进行放贷时会强烈感觉到这些企业存在的效率问题。企业改革已经拖延了很多年，到目前为止仅有少数公司取得了实质性进步（Székely-Doby, 2018）。一直到现在，国家也未提供任何帮助来降低未偿付贷款水平。目前来说，不良贷款仅转移到集团内部的资产管理公司，也就是说，它的风险和损失会继续影响银行的资本充足率。虽然在政府倡议下设置了债转股计划，但是公司并没有进行实质性改革，作用着实有限。较大型银行的不良贷款率看起来依然非常低¹⁶，但是管理机构预测的亏损覆盖范围却非常高，从而促使银行对“长久有效”贷款进行扩展。小型农村商业银行的情况与此不同，它们较少关注大型交易，但是由于客户基础不同，它们所汇报的不良贷款率较高，即4.23%。对标国际标准，这一比率并不高，但是却说明这些机构非常脆弱。它们的损失覆盖范围水平远远低于大型机构，但是仍然超过100%¹⁷。

¹⁶ 根据中国银行保险监督管理委员会2018年9月的数据，中国五家最大国有银行的不良贷款率平均为1.47%，以有限公司形式运营的银行的不良贷款率平均为1.7%，而城市银行的不良贷款率平均为1.67%。

¹⁷ 根据中国银行保险监督管理委员会2018年9月的数据，中国五家最大国有银行的不良贷款减值覆盖率平均为205.94%，以有限公司形式运营的银行不良贷款减值覆盖率平均190.47%，城市银行的不良贷款减值覆盖率平均198.85%，而农村商业银行行为125.6%。

国际专业人士一直关心的一个问题就是过度的贷款外流和信贷风险的发生（与之前的信贷危机类似）将迫使银行进行重组，而重组则需要大量资源支持。监管当局试图通过常规严密的措施和严格审计阻止问题的升级，央行因此出台宏观审慎政策。此外，目前为止，中央管理机构都没有采取任何实质性干预，这也可被解释为一种要打破隐性国家担保迷思的行为，将有利于未来贷款评估。之前也有先例，为限制负债，根据中央管理机构指导，企业的未偿付债项增速被限制在GDP增长率以下，这一措施持续了大约一年半的时间。¹⁸同时，这些措施并未解决现有问题，因此如果不良贷款大量出现，银行可能需要通过国家进行资本重组。作为所有者，国家如果具备所需资源可在其能力范围内相对顺利地实现这一操作，因此也就会避免发生市场扰动和需要牺牲实体经济的信贷紧缩。但是，如果涉及到大量资本注入，便有可能造成信贷周期暗自转换，因为如果银行对国有企业和私营公司的要求相同，便会降低企业的贷款动力。

源自影子银行系统的信贷组合质量参差不齐。由于借款人的异质性，缺乏统计数据的支撑，但这也是不可避免地。一方面，很多公司需要借助这一融资方式，因为作为私营公司，它们无法在传统银行部门中获得贷款。

可假设，其中很多此类公司都具备较低风险。但是，即使借款人通过风险评估看到短板，也会故意选择这种融资形式，因为如果进行真正评估，它们是没有任何机会获得融资的。受到法规限制的借款人无法获得银行贷款，例如污染源行业的公司。此类情况下，环境法规的变化和潜在的排放限制出现在信贷风险中，会造成风险的增加。

在影子银行借贷中信贷机构仅承担代理人的角色，理论上信贷风险由投资人承担。到目前为止也发生过破产，但是一般不会公开投资人的赔偿额度。在这种情况下没有任何制度框架可以保障投资人的收益，投资人可能通过个人协商分担损失。相应地，国家引起的损失程度也是无法确定的。

对影子银行的态度已从之前的宽容转向日益严格。银行业监管委员会推出了新的规则，首先针对资产管理产品，其后针对委托贷款（Varga, 2017）。但是，仅在2017年新领导郭树清就职后才获得的显著成果。新规实施之后，这一市场细分大幅缩水，对防止风险进一步累积来说，称得上是非常重要且积极的一步。同时，新背景下的融资对很多公司来说不容易，私营企业能够获得充分的银行融资比以前更加重要，这也是央行一直以来的重点所在。

但是，影子银行系统的机制和产品结构并不总是这么简单。同时，该系统还会形成一个非常复杂的产品或机制结构，这通常是因为监管机构之间存在分歧，各个地区的法规不同，某些监管法规可以被规避¹⁹。在问题根源的管理方面，首先采取了协调一致的行动，之后2018年实现了监管部门的部分整合；然而，现在不透明机构依然存在。即使预期损失发生概率最小的机构也可能发生损失，解决监督和监管问题的难度非常之大，因为对于一项新规或限制来说，无法提前评估其全部重大影响。

¹⁸ 根据国际清算银行数据，2016年下半年和2017年全年，企业的未偿债项占GDP的百分比下降。

¹⁹ 在2017年3月2日举行的新闻发布会上，郭树清提到相关法规的标准化是他最重要的目标之一：“监管机构的不同、法律法规的不同都会引起混乱。”

对于负债，除了需要关注公司经营部门外还应关注地方政府。2007–2008年全球经济危机爆发后，地方政府也尝试贷款融资发展基础设施建设，以替代日益降低的出口需求。地方政府一般通过信贷机构或国有企业（Wu，2014）获得基金，或通过地方政府筹资工具从影子银行投资人处获得贷款（Csanádi，2014）。但是，投资形成的收入通常不足以偿还贷款；贷款最终会增加地方政府的预算负担，因此进一步阻碍地方发展。根据国际货币基金组织的评估（国际货币基金组织，2018:47），2017年底，直接债务和间接债务分别占GDP的20%和24%。

认识到问题的严重性，中央政府意欲通过采取更加严格的管理措施，阻止地方政府债务进一步累积。为降低现有债务成本，2015年发起了一个三年计划，通过债券取代现有贷款²⁰。中央政府从多个方面收紧新借贷。一方面，限制地方政府的借贷，禁止向国有企业贷款，同时银行仅可以债券形式发行贷款。由于上述内容的实施，无论是在新达成交易方面还是再融资组合方面，地方政府的新借贷都出现大幅下滑。此类措施实施后，地方政府的投资活动减少，很多发展建设项目延后。为此，中央政府开始促进新融资方式的渗入。新一代政府债券的一个重要特点是投资完成后实现的收益必须足以偿还利息和债券。银行可以购买债券；大型事业单位为此进行单独配给，以保障中央政府有关发行的远大计划能够实现²¹。但是，仍然无法确定是否能够利用中央确定的工具实现较高的收益率（按照经济术语来说），或者一旦项目收益率很差利用此类工具是否能够实现中央计划，这明显加重了银行业的负担。

因此，负债相关的最大问题便是现有投资组合的风险；风险升级可能会导致重大损失，进一步削弱增长。政府正在不断深入地解决这一问题，努力防止风险的进一步累积。从上述内容中可知，现有高风险投资组合也对未来构成重大负担，但是在政府采取适当措施前，风险以不受控、危机式方式发生升级的可能性较小。

3.2. 新模式的挑战

新增长模式是建立在国内消费的基础之上的，可引导信贷机构从为过度负债的国有企业融资转向实施更加平衡的策略，即也为私营企业和零售部门提供借贷。监管当局（中国银监会，2017）在其年度报告中建议，银行应当重点向创新型私营企业融资，改善中小企业对贷款和其他银行服务的获得度。关于零售借贷，直到现在为止，也主要是以抵押贷款的渗入为主要特点，因此可支持中产阶级购买房屋。同时，报告突出强调了小额贷款，信贷机构可利用此类贷款来消除贫困。借贷限制的放宽可以产生新动能，而通过银行中介的介入，可以让借贷风险保持在控制之下。虽然点对点借贷的渗入似乎提供了可替换方案，事实上，此类借贷会造成风险的累积及层压式推销的形成，从而造成投资人的损失²²。

²⁰ https://www.bofit.fi/en/monitoring/weekly/2018/vw201817_6/。下载日期：2018年12月12日

²¹ https://www.bofit.fi/en/monitoring/weekly/2018/vw201836_6/。下载日期：2018年12月12日

²² 在短短几年内，中国的点对点借贷便超过了世界其他地区的点对点借贷。尽管与银行业未偿贷款相较，其贷款数量看起来很小（约占银行未偿贷款的1%），但是因为它涉及到的投资人和借款人非常之广，所以相关违约率的大幅上升（部分归因于层压式推销）便促使监管机构采取了紧缩措施。该平台只有一小部分可以满足新规定要求，因此，预计这种中介形式将会大大缩减

中小型企业的管理人在汇报中指出其面临着信贷供应不足的情况，银行也发现自己设立的借贷条件太过严苛，企业根本无法满足²³。由此可知，对于中小型企业来说，还存在实现潜在高收益投资的空间。同时，银行面临着一定困难，它们获取的有关中小企业的信用信息有限，这一方面，银行可在较小程度上利用其在国有企业上累积的经验。而且，由于相关交易规模要小得多，投资组合建设也需要更长时间，因此审慎行为下很难实现动态增长。各种经济政策都强烈鼓励和支持中小企业部门可以获得融资²⁴。

零售信贷限制的放宽促进了销售的平稳实现，增加了房地产市场需求，因此为新增长模式提供了支持。家庭领域中，抵押贷款在未偿还贷款中占据很大比重，而无抵押银行贷款则以信用卡为主²⁵。在小额贷款领域，传统银行竞争对手强劲：网上贸易公司相关贷方，它们通过客户的贸易数据在该市场上获得了重要的信息优势。旺盛的抵押贷款需求得益于中国人自己买房的倾向。除此以外，投资炒房的现象盛行，出于宏观审慎的考虑，银行的抵押贷款融资受到了部分限制。近年来，零售贷款呈动态增长，超过企业贷款和GDP增长。

虽然在过去为建设项目融资的银行也受到房地产价格变化的影响，但随着抵押贷款的渗入，它们各自面临的风险也在增加。同时，按照国际标准，家庭负债水平不高；央行、银行监管委员会和地方政府试图通过收紧贷款条件来防止重大风险的累积。主管机构通过规定个人强制性出资，限制个人可拥有的房屋数量，来减少房地产价格变化的风险。通过此类宏观审慎措施，主管机构不仅限制了银行可能承担的风险，而且降低了房地产价格的波动性。价格上涨特别强势的城市（一些城市中所观察到的价格涨幅高达20-40%），主管机构通常会介入干预。同样，在价格明显下降的地区，主管机构则采取了旨在刺激需求的措施²⁶。根据70个城市的统计数据²⁷，自2006年以来，价格曾三度出现停滞或下跌，最后一次是2015年。因此，应当去思考当前价格是否存在重大高估这一问题。如果答案是肯定的，根据迄今为止的经验，为了防止类似危机发生，如果出现任何问题，国家很有可能会再次进行干预。因此，虽然房地产市场动荡会降低经济增长，但发生真正危机的可能性很小。

由于金融自由化，波动性（由银行解决）增加的原因不仅仅在于资产价格的起伏。由于无法获得央行的一系列货币政策工具，小型银行更容易受到银行同业拆放市场的影响，因此，必须调整其流动性管理以适应市场上不时发

²³ <https://www.reuters.com/article/us-china-economy-policy-smallfirms-analy/lost-in-transmission-chinassmall-firms-get-more-loans-on-paper-but-not-in-reality-idUSKCN1MQ0JT>。下载日期：2018年12月17日

²⁴ 中国人民银行在中期借贷便利（MLF）中为银行业提供较长期的融资，而对于基金的利用，中国人民银行则确定了首选贷款领域。中国人民银行鼓励参加该计划的银行向农业部门和中小企业部门提供贷款（中国人民银行，2014）。同时还为中小型企业提供支持，要求其他银行把因法定准备金比率下降释放的部分流动资金用于中小型企业部门的融资。<http://www.pbc.gov.cn/english/130721/3567947/index.html>。下载日期：2018年12月12日

²⁵ 根据中国银监会的数据，截至2016年底，零售银行贷款的73%为抵押贷款，其中17%为信用卡（中国银监会 2017:211）。

²⁶ https://www.bofit.fi/en/monitoring/weekly/2016/vw201614_4/。下载日期：2018年12月17日

²⁷ 根据国际清算银行70个大城市的汇总统计：https://www.bis.org/statistics/pp_selected.htm?m=6%7C288%7C596。下载：2018年12月12日

生的大幅波动。此外，机构也需关注到人民币汇率变化更加频繁这一事实，就此央行已多次提醒信贷机构。利率自由化促进了机构之间的竞争，因此之后的利息差幅可能会缩小，这便对机构的盈利能力构成了挑战。针对过程变化进行调整和做好准备工作对于银行和整个金融体系来说都是至关重要的。

尽管中国金融中介的主要形式仍然是银行业，但其资本市场无论是在规模上还是在重要性上都在经历动态发展。与房价类似，中国在股票交易价格超支和调整方面也积累了经验：2007年以及2015–2016年在股价交易价格急剧上涨之后均进行了重大调整。在这两次情况中，政府都采取了协同行动，通过购买股票，经济刺激性政策措施等来应对价格下跌，并试图通过监管工具遏制调整。在未来类似情况下，政府也可能会积极干预，因此，在思考潜在动荡的影响时，除了应考虑消极影响外，还应考虑到干预措施的成本。

四、总结

过去几十年中，中国所采用的增长策略导致其宏观经济和金融上出现重大失衡。中央政府也认识到该体系缺乏可持续性，因此从量的增长转向质的增长，并努力通过实体经济和金融领域的一系列改革来实现这一目标。尽管对于中央管理机构是否能够实现软着陆，或者由于风险的累积计划外调整是否已经不可避免这类问题圈内专业人士意见不一，但考虑到中央政府之前的危机经验和对解决问题的承诺，整个经济崩溃并产生溢出效应的可能性非常小。

考虑到发展失衡和风险，亟需干预的领域是国有企业。由于效率低下，它们从其他领域吸收资源。此外，它们未偿还债务过多，增加了信贷机构面临的风险。此外，直到全面改革设法消除低效运营机制时，短期增长目标仍然优于可持续增长的改革，这一选择潜在地加剧了问题的恶化。因此，在投资驱动型增长向消费驱动型增长的转型中，国有企业改革至关重要。

除了国有企业改革外，中国政府也需要在影子银行体系的贷款和地方政府的未偿债务方面做出重大改变。而且，中国已就此采取了重要监管措施，以打破之前的发展趋势。此类过程的持续和完成对于显著降低所累积的风险至关重要。此外，为确保可持续新型增长以尽可能动态地方式实现，抵消不利的人口发展趋势、大幅减少环境污染、并放宽私营公司和零售部门相关贷款限制也至关重要。

参考文献：

- Alberola, E. – Estrada, A. – Santabábara, D. (2013): *Growth beyond imbalances. Sustainable growth rates and output gap reassessment*. Banco de España Working Paper, No 1313. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2338504> (《超越不平衡的增长。可持续增长率和产出缺口重新评估》)
- Albert, M. – Jude, C. – Rebillard, C. (2015): *The Long Landing Scenario: Rebalancing from Over-investment and Excessive Credit Growth. Implications for Potential Growth in China*. Banque de France Working Paper Series, No 572. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2671760> (《长期着陆景象：过度投资和信贷过度增长的再平衡——对中国潜在增长的影响》)

- Brown, F.J. (2017): *China Paves the Way for a New Silk Road*. <https://worldview.stratfor.com/article/china-paves-way-new-silk-road>. Downloaded: 12 December 2018. (《中国为新丝绸之路铺平道路》)
- CBRC (2017): *Annual Report 2016*. China Banking Regulatory Commission. (中国银监会年度报告, 2016)
- CBI – CCDC (2018): *China Green Bond Market 2017*. Climate Bonds Initiative – China Central Depository & Clearing Company. (气候债券倡议组织与中国中央国债登记结算有限责任公司《2017年度中国绿色债券市场》)
- Choukhmane, T. – Coeurdacier, N. – Jin, K. (2016): *The One-Child Policy and Household Savings*. https://personal.lse.ac.uk/jink/pdf/onechildpolicy_ccj.pdf. Downloaded: 12 December 2018. (《独生子女政策与家庭储蓄》)
- Csanádi Mária (2014): *Állami beavatkozás, lokális eladósodás, túlfűtöttség és ezek rendszerbeli okai a globális válság alatt Kínában*. Tér és Társadalom, 28(1): 113–129. <https://doi.org/10.17649/TET.28.1.2592> (《全球经济危机下中国的国家干预、地方债务、产能过剩及这些问题的体制性原因》, 匈牙利《空间与社会》杂志)
- Dieppe, A. – Gilhooly, R. – Han, J. – Korhonen, I. – Lodge, D. (eds.) (2018): *The transition of China to sustainable growth – implications for the global economy and the euro area*. ECB Occasional Paper Series, No 206. European Central Bank. (中国过渡到可持续增长对全球经济和欧元区的影响)
- Gyuris Ferenc (2017): *A kínai gazdasági csoda okai és korlátai*. Földrajzi Közlemények, 141(3): 275–287. (《中国经济奇迹的原因与局限》, 匈牙利《地理公报》)
- HKTDC (2016): *China's 13th Five-Year Plan: The Challenges and Opportunities of Made in China 2025*. Hong Kong Trade Development Council. <http://economists-pick-research.hktdc.com/business-news/article/Research-Articles/China-s-13th-Five-Year-Plan-The-Challenges-and-Opportunities-of-Made-in-China-2025/rp/en/1/1X000000/1X0A6918.htm>. Downloaded: 12 December 2018. (香港贸易发展局《中国第十三个五年计划：中国制造2025的挑战与机遇》)
- Hu, Z. – Khan, M. S. (1997): *Why Is China Growing So Fast?* IMF Economic Issues 8. International Monetary Fund, Washington DC. <https://doi.org/10.5089/9781451940916.051> (《中国为何增长如此迅速?》)
- Huang, Y. – Tao, K. (2011): *Causes of and Remedies for the People's Republic of China's External Imbalances: The Role of Factor Market Distortion*. ADB Economics Working Paper Series, No 279. Asian Development Bank. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1810682> (《中华人民共和国国外向失衡的成因与对策：要素市场扭曲的作用》)
- IMF (2014): *People's Republic of China: 2014 Article IV Consultation – Staff Report*. IMF Country Report, No 14/235. International Monetary Fund, Washington DC. <http://dx.doi.org/10.5089/9781498308571.002> (《中华人民共和国：2014年第四磋商报告》)

- IMF (2017): *People's Republic of China: Selected Issues*. International Monetary Fund, Washington DC. <https://doi.org/10.5089/9781484314722.002> (《中华人民共和国: 问题选编》)
- IMF (2018): *People's Republic of China: 2018 Article IV Consultation – Staff Report*. IMF Country Report, No 18/240. International Monetary Fund, Washington DC. (《中华人民共和国: 2018年第四磋商报告》)(国际货币基金组织国别报告)
- Losonczi Miklós (2017): *The Dilemmas of China's Shift in Growth Trajectory and Economic Governance*. Financial and Economic Review, 16 (Special Issue): 21–49. <https://en-hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/miklos-losonczi.pdf> (《中国经济增长的路径转变与经济治理的困境》, 匈牙利《金融与经济评论》第16卷专刊)
- Maliszewski, W. – Zhang, L. (2015): *China's Growth: Can Goldilocks Outgrow Bears?* IMF Working Paper, No 15/113. International Monetary Fund, Washington DC. <https://doi.org/10.5089/9781513504643.001> (《中国经济增长: 适度增长能够战胜低迷吗?》)
- NBSC (2016): *China Statistical Yearbook 2016*. National Bureau of Statistics of China. <http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2016/indexeh.htm>. Downloaded: 29 April 2019. (中国国家统计局《中国统计年鉴2016》)
- PBC (2014): *China Monetary Policy Report Quarter Three, 2014*. People's Bank of China. (中国人民银行《2014年第三季度中国货币政策执行报告》)
- PBC (2018): *China Monetary Policy Report Quarter Two, 2018*. Peoples' Bank of China. (中国人民银行《2018年第二季度中国货币政策执行报告》)
- Pettis, M. (2013): *Avoiding the Fall: China's Economic Restructuring*. Carnegie Endowment for International Peace. (《避免下滑: 中国经济重组》)
- Székely-Doby András (2017): A kínai fejlesztő állam kihívásai. Közgazdasági Szemle, 64 (június): 630–649. <https://doi.org/10.18414/KSZ.2017.6.630> (《中国作为发展中国家的挑战》匈牙利《经济评论》杂志)
- Székely-Doby András (2018): *Why Have Chinese Reforms Come to a Halt? The Political Economic Logic of Unfinished Transformation*. Europe-Asia Studies, 70(2): 277–296. <https://doi.org/10.1080/09668136.2018.1439453> (《为什么中国的改革停下来了? 未完成的转变的政治经济学逻辑》)
- Varga Bence (2017): *Current Challenges Facing Chinese Financial Supervision and Methods of Handling these Challenges*. Financial and Economic Review, 16(Special Issue): 126–139. <https://en-hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/bence-varga.pdf> (《中国金融监管上的挑战与措施》, 匈牙利《金融与经济评论》第16卷专刊)
- Wu, Y. (2014): *Local government debt and economic growth in China*. BOFIT Discussion Papers 20/2014. The Bank of Finland Institute for Economies in Transition. (《中国地方政府债务与经济增长》)

揭开利息的面纱

阿贝尔·伊什特万，罗高·马特，纳吉·尔洛，
沃德凯尔蒂·阿尔巴德

央行在金融危机之后的动作让人们开始关注利息。本文中，我们提出了一个与传统经济学理论相悖的有关实际利息概念的新理论框架。在该框架下，我们抛开模棱两可且并非必要的实际利息，在政策和业务决策时不再将其纳入考虑范围。传统宏观经济学在论证时依赖于实分析背景，这在一定程度上会妨碍有关经济过程的理解。熊彼特和之后的凯恩斯对该方法持有异议，早在一个世纪之前他们便向货币分析伸出了橄榄枝。他们按照传统经济学理论将货币政策描述为对自然利率的一种调整。而在本文中，我们独辟蹊径。关于信用货币的作用，按照内生货币理论来说，货币创造的重心在于商业银行的放款活动。这一概念也将央行的货币政策放在了一个新的框架中，央行在利率的决定中也因此发挥着独特的作用，但是利率政策的核心意义减弱。一旦商业银行在货币创造中发挥的关键作用被确认，那么央行的作用和操作便会发生改变。央行不再仅仅通过制定利率政策进行货币创造的管理，还可通过对借贷的微观和宏观审慎监管进行控制。

经济文献期刊（JEL）编号：E43、E52、E31

关键词：宏观经济学；经济政策；货币政策；利息

一、约瑟夫·熊彼特的经济发展和货币分析理论

随着2008年全球金融危机的升级，人们的批判矛头急剧转向主流经济学及植根于古典和之后新古典理论中的主导经济思想流派。几乎是所有的利益相关者——包括经济政策制定者、经济政策相关从业人员——及普通大众都表达了他们对主流经济学方法及其所提供范例的不满。人们的争论点已经基于自身的认识聚焦到了具体的基本问题上，但是经济学教材并没有做出相应变化和调整。早在1911年，约瑟夫·熊彼特（Joseph Schumpeter）就通过其经

阿贝尔·伊什特万（Ábel István），布达佩斯经济大家教授。电子邮箱：abel.istvan@uni-bge.hu

罗高·马特（Lóga Máté），匈牙利国家银行部门负责人。电子邮箱：logam@mnbb.hu

纳吉·久洛（Nagy Gyula），布达佩斯经济大学学院教授。电子邮箱：drnagy.gyula@uni-bge.hu

沃德凯尔蒂·阿尔巴德（Vadkert Árpád），匈牙利国家银行专业秘书。电子邮箱：vadkertia@mnbb.hu

本文原文发表于《金融与经济评论》2019年第3期。<http://doi.org/10.33893/FER.18.3.2951>

本文的撰写得到匈牙利科学院下属大学和其他机构附属研究团队办公室的帮助，它们为匈牙利科学院与布达佩斯经济大学宏观经济可持续发展研究团队提供了支持。纳吉·久洛是研究团队的成员。本文所表达的为相关作者的个人观点，任何方面都不能作为其所代表机构（匈牙利国家银行、布达佩斯经济大学）的官方观点。

济发展和创新理论剖析了传统（古典）方法的主要短板，但该传统（古典）方法至今仍然大行其道，即理论虽然建立在实分析原则上，但经济行为者们却要在决策前考量名义货币过程中的表现（Schumpeter, 1980）。熊彼特对我们现在所谓的主流——当时占主导地位的古典经济学理论——进行了尖锐地批判，并在之后一篇文章中总结了实分析的精髓：

“实分析的出发原则便是经济生活的所有相关现象都可通过商品和服务、相关决策及其相互间关系等范畴进行描述。在具体交易过程中，货币仅发挥适度作用。（……）但是，只要其运转正常就不会影响经济过程，其行为方式与物物交易经济中的方式相同：这是中介货币概念所传递出的基本点。因此，对于日常活动中的家庭或企业来说及观察经济现象的分析家们来说，货币被称为真正重要事物的“外衣”或“面纱”。无论什么时候我们在分析经济过程的基本特点时都可以排除货币这一元素，而且必须要排除这一元素，就像如果要看到面纱后的面孔必须要揭开它一样。”（Schumpeter, 1954: 264）

熊彼特不提倡该“古典”理论，他支持货币分析，在该文章的后面部分他通过论证强调了这一立场。

“货币分析将货币元素引入分析结构的每一基本层面，抛弃了物物交易经济模型可代表经济生活所有基本特点的思想。货币价格、货币收入，及影响此类货币收入的储蓄和投资决策都不再是商品和服务数量及交换比率的非本质元素（……）：它们获得了生命和本身的重要性，必须要认识到资本主义经济过程的基本特点可能取决于这一‘面纱’且没有这一‘面纱’则‘后面的面孔’是不完整的”。（Schumpeter, 1954: 265）

实分析范围中的这些理论都基于一个假设，这一假设被罗德里克（Rodrik）（2015）描述为一种“关键性假设”。即，实变量间的关系可充分捕捉经济的运行。按照这种观点，货币仅“起媒介作用”或货币遮盖着这些现实关系。因为货币的作用仅在于促进交换的顺利进行，也就是说该描述实际上将经济定义为基于商品的直接交换（物物交换）。货币在该系统中发挥中介作用，保持物物交换的顺利、免费和协调。这就假设了一个完全竞争市场。相比之下，货币分析则关注于资金的流动，资金流的具体化是交换过程的实际资金反映。它强调货币收入、名义价格和投资决策的效应，其中货币流动具有独立特殊的意义且决定着经济生活的循环流动。“实际”一词强调此类效应同时包括参与者间权力结构产生的影响，即权力本身，这与完全竞争的思想不同，其中权力的渗透让绝对完全竞争的假设不再成立。经济发展无法通过主流实分析进行把握的概念是熊彼特经济发展理论中的一个关键要素。作者对主流经济学理念和思想的反对尤其清楚地表现在其对经济变化中信贷所发挥关键作用的解释。正是信贷提供了所需的手段，实现经济更新和新组合形成出现所需的资源再分配（Schumpeter, 1980: 116–117）。

本文中，我们直击主流利率理论的缺点。相关事实是古典经济学和（在某些方面）当代主流的新古典理论取决于利率相关的现实方法。

要讨论主流经济学的缺点，首先应当明确什么是主流经济学。就这犯难了，因为主流是不存在的。流派众多，只能进行高度的概括。在本文中，除了古典宏观经济学以外，我们也没有放过之后的主流说法。文中我们不时引述熊彼特和凯恩斯（Keynes）的反对声音。显然，他们批判的主要对象是古典

主义。因此，对于新凯恩斯主义则采用了不同的措辞用语。本文中引用的表述与后凯恩斯主义方法隐含的重点和内涵一致。

在下一节，我们转而分析各个经济学流派，列出了不同货币政策理论概念的重要主张，最具代表的便是以新古典流派的新凯恩斯主义综合学派。由于目前该学派被视为货币政策的宏观经济框架，在本节中，我们将其称为“新共识”。

二、主流方法和后凯恩斯主义方法之间的比较

1929年到1933年全球经济危机后，或者甚至是第二次世界大战后，凯恩斯主义思想在经济政策的制定中起着主导作用。凯恩斯与古典方法完全不同，其中一个便是在自由竞争和市场万能论的情形下，为保持有效需求，国家队对经济过程的干预越来越多。到二十世纪七十年代，该经济政策陷入僵局。居高不下的政府开支无法刹住经济增长速度的下滑和通胀的增长（经济停滞型的通货膨胀）。新古典综合学派和货币主义方法利用紧缩预算控制应对这一挑战。政府将米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）的理论作为货币政策的理论框架，强调货币政策的首要作用，实施严格限制，成功控制了通货膨胀。根据米尔顿·弗里德曼的理论，央行可按照被假定为稳定的货币乘数分配央行流动资金（央行储备），对货币量进行有效控制。

但是，上述理论在实际应用中却遇到了难题，因为货币乘数并不是常数，而且是一个变量。货币市场和银行服务日新月异，新的产品和支付方式涌现，对货币量的定义提出了挑战。之前有关广义货币的范畴概念无法再描述货币在经济中所发挥的真实作用。为解决货币政策的实际问题，新凯恩斯主义经济学家的研究（Lavoie, 2004: 15–16）催生了新的新古典主义共识，它以事实为基础，认为央行不应再对货币量进行管制，应当将注意力转到对利率的设定上。这也说明，新的古典理论摒弃了IS-LM模型框架（Blinder, 1997; McCallum, 2001; Romer, 2000）。此外，新凯恩斯主义修正促使主流学派融合后凯恩斯主义（现代货币理论）的两个关键元素：内生货币供应和外生利率原则。这也意味着，不再假设央行可以控制货币量的（外生），而是将货币政策的重点转移到央行对利率的设定上（外生）。相比之下，IS-LM模型理论则假设货币量是由央行外生性决定的，而市场利率是由储蓄供应和投资需求的平衡的内生因素决定的。

就主流的货币政策而言，新凯恩斯主义对新古典综合学派的修正（即表1中的新共识），与后凯恩斯主义在当代政策框架方面的补充极为相近。

在本文中，我们分析了传统（主流）的利率理论，并将其与后凯恩斯主义的现代阐释进行比较。新共识的主要焦点在于维克塞尔（Wicksell）的论断，即央行应当让其利率决策与利率的自然均衡保持一致。后凯恩斯主义方法却不这样认为。拉沃耶（Lavoie）认为，后凯恩斯主义方法和新共识（也同意货币供应的内生性）之间的最大差异在于后凯恩斯主义对自然利率的排斥（Lavoie, 2014: 190）。

表1 后凯恩斯主义原理与主流货币政策理论（新共识）

	主流（新共识）	后凯恩斯主义
熊彼特原理	实分析	货币分析
均衡利率、自然利率	均衡时，由生产力和储蓄所定义（维克塞尔）。	无经济政策意义。任何利率下都可出现均衡，均衡不一定表示充分就业。
关键政策利率	古典主义主流：由市场决定（内生）。 新共识：由央行决定（外生）。	由央行决定（外生）。
货币供应	古典主义主流：由央行决定（外生）。 新共识：非央行目标变量（从央行角度来说，它是内生性的，通过央行储备的变化进行货币乘法）。	由经济的信贷需求决定（银行业内生性形成；货币乘法不相关）。
通胀	通胀是由超额货币供应引起的。	根据信贷供应的变化，调整货币供应以适应物价上涨和经济增长。贸易偿债能力需求的增加和未尝贷款的扩展是相互关联的。
金融稳定	价格稳定可维护金融稳定（一个目标一项手段）。	除了价格稳定外，央行还可通过对各银行资产负债表结构的管制促进价格稳定的维护（多个目标多项手段）。

三、有关欧文·费雪的利率理论

经济学主要流派在利率的确定上持有不同的观点，但是它们有一个共同的特点，那就是绝大多数都属于实分析的范畴。理论上主要关注均衡利率，均衡利率却是由均衡状态下的现实因素决定的。货币政策涉及到作为中性利率的均衡利率，因为其利率水平下的输出恰如其分，因此不会引起通胀或通缩压力。

简单来说，该经济学流派建立在实分析的排他性上，并且假设经济层面的资金流动仅使交换更简单、更具弹性，且货币对均衡比例未施加任何影响。金融工具仅在交换执行、连接或促进中发挥作用。正是在该概念框架下，美国经济学家欧文·费雪（Irving Fisher）最全面的古典利率理论问世，该理论至今仍然富有影响力。

费雪利率理论的出发点是，所有经济实体都可以对跨期的实际收益进行调整，以实现相关期间（不同时期）收益的最大化（Fisher，1907；1930）。如果在某一时间段消费量低于收益所允许的量，那么该经济实体可利用储蓄

购买金融工具或发放贷款。相反，如果消费量高于当前收益，那么该经济实体需要从投资组合中出售（或借贷）资产。投资组合的交易旨在实现收益的最大化。为此，经济实体可管理其收益型金融投资组合，例如持有现金或债券等。可购买高回报投资，处置低回报投资。由于对高回报工具的需求会抬高此类工具的价格，此举反过来会降低特定工具的投资回报，这样市场上的收益会达到最终均衡。¹

市场上出现的均衡实际回报在理论中被称为自然利率²，通常用 r^* 表示。 i 指金融工具的市场利率。按照费雪的解释， i 表示个体的不耐烦，即时间优选， r 指基于投资成本的投资收益率（费雪，1930：280）。在跨期收益最大化情况下，均衡状态下金融工具的名义收益率（借款利息） i 和自然（真实）利率 r^* 间的关系是：

$$i_t = r_t^* + E_t(\pi) \quad (1)$$

其中， $E_t(\pi)$ 表示时间 t 时的未来通胀预期。

根据费雪的理论，如果方程（1）中的变量 i 比 $r_t^* + E_t(\pi)$ 小，则表示借款成本低于实际资产投资的名义收益率。这种情况下，应当借款进行投资。但是，加大投资的同时，通胀会加速，因为需求增长拉高了生产资料的价格。根据方程（1），通胀的增加会继续推高名义利率，一直到均衡恢复。但是，在相反情况下，当名义利率（ i ）高于投资回报率时，信贷需求下降。随着信贷购买的衰退，通胀持续减速，直到实现均衡。在上述费雪的利息理论中，名义利率（ i ）实现调整以适应方程（1）右边的 $r_t^* + E_t(\pi)$ 项。因此，名义利息取决于方程右边出现的因素，基本上依赖于实变量；这就是为什么该理论被称为现实利息论的原因。

按照费雪的操作，人类行为相关现实范畴被赋予重要作用，例如影响消费行为偏执、自控力、对未来一代的责任感或时尚感（费雪，1930:284）。这其中也包括远见，它可帮助驾驭预期通胀（将通胀的货币纳入经济的实分析中）。

四、对欧文·费雪利率理论的批判

在经济学领域，能够形成均衡或中性利率的费雪实际利率范畴是央行运作的基础，同时可以捕捉在通胀目标确定的本质。该观点认为央行应当仅仅将注意力放在通胀上，而最好的办法就是调整关键政策利率以适应取决于储

¹ 考虑以100单位价格购买的工具每年可产生10个单位收益（10%）。该工具价格的增加（例如，现在成本为200）会为卖家带来重大回报，但是投资者（新持有者）的回报仍然为10，换算后其200单位的投资回报仅为5%。

² 在过去100年中，自然利率概念随着资本、货币、信贷和价值理论的变化而变化。基于跨时期消费最大化的利率理论可追溯到费雪时期（1930年）。该理论至今都属于主流学派。欧拉方程

$C_t^{-1/\sigma} = E_t \left[\frac{1+r_{t+1}}{1+\rho} C_{t+1}^{-1/\sigma} \right]$ 定义了跨时期消费最大化的一阶极限条件：其中，当前消费（ c ）是实际利率（ r ）的递减函数，递减率取决于跨期替代（ σ ）的弹性和人群的贴现率（ ρ ）。消费决策的很多方面仍需深入研究。Cohen等人（2016）在利率环境下对该课题进行了概述，重点放在折现和时间优先问题上。

蓄和投资之间均衡的均衡利率。为实现这一目的，米尔顿·佛里德曼提出货币量增长规则，认为完全可以摆脱任何央行的干预，他的这一规则进一步加剧了人们对上述观点的误解。在本文的后面部分，我们会讨论央行在利率形成中发挥的作用和肩负的重要责任。现在，我们将抛开货币政策方面可以得出的结论，转而从理论内在的逻辑出发，重点分析费雪的理论主张。

蒂莫伊涅（Tymoigne，2006）详细分析人们对费雪利率理论的批判和反对意见，其中包括凯恩斯（1965）、哈罗德（Harrod）（1971）和戴维森（Davidson）（1986）的观点。根据费雪方式的方程（1），由于均衡实际利率（ r^* ）取决于经济结构，是既定的，那么名义利率（ i ）的变化则取决于通胀的变化。费雪认为下列套利机制引导过程的动态发展：假设一个均衡状态，其中名义利率与均衡利率一致，但是人们预期央行会通过扩大货币供应产生通胀。在这种情况下，方程（1）会指示立即提高市场上的名义利率，以应对通胀预期的增加。凯恩斯提出了三个反对该机制的理由（Tymoigne，2006：3）。首先因为方程（1）中可观察到的变量只有名义利率，所以决策者仅可得知名义利率。该利率的增长会让债券投资产生资本损失，但方程（1）并未将其考虑在内。其次，资本资产（投资）和消费（储蓄）的变化与费雪一直坚持的假设是逆相关的。凯恩斯强调利率增长（更高储蓄水平）引起的消费下降并不会转化成投资增长。如果会有结果，也是与费雪的预期恰恰相反，因为需求的下降会给投资带来负面影响。最后，费雪所研究的当前/未来消费套利并不支持通胀变化和利率间的直接关系。利率的大幅上升反映的是通胀上升造成的不确定性的增加，而不是收益率的降低。不确定性的增加促使个人调整其投资组合中流动性和非流动性工具的比例。不确定性提高了流动资产本身的重要性，并且只有在利率较高的情况下，才可恢复两个资产组之间的平衡。

1929到1933年的全球经济危机和债务积累在费雪的作品中被赋予了重要意义，很明显，即使从现在来看，作者对这一问题的理解也非常清晰（Fisher，1933；Shiller，2011）。讽刺的是，费雪一时声名狼藉，因为他在1929年10月22日版《纽约时报》上以股价低廉为由鼓励投资者们购买股票。两天后，股市崩盘。通过分析公司股票的基本价值，麦克格拉坦与普雷斯科特（McGrattan – Prescott）（2001）发现费雪理论对低估股奏效，因为即使股价处于峰值时相对基本（实际）价值来说都是低的。但是，这也表明了基于实分析理论的失败，因为在诸如金融危机的货币市场现象中，实分析无法完全应对。

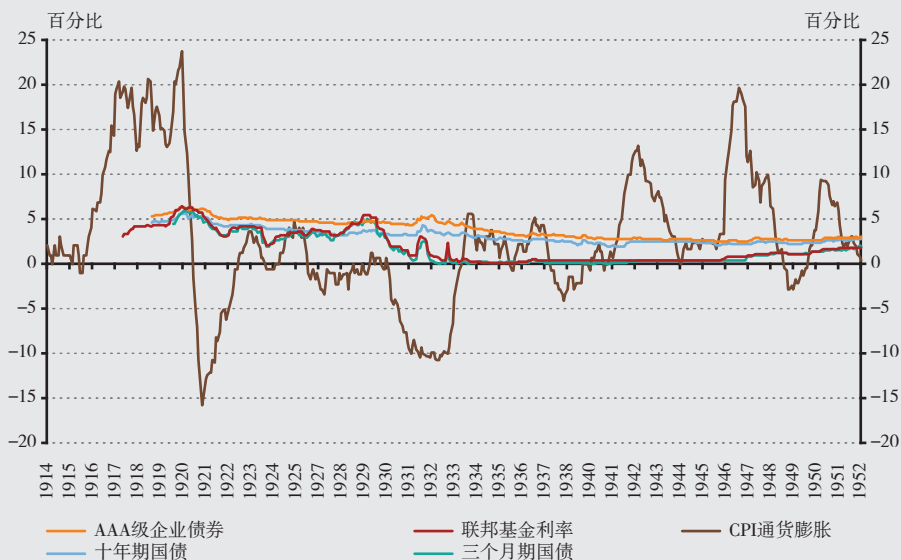
实分析提倡完全市场竞争和理性政策制定者产生的均衡，认为政府干预或监管约束只会产生不均衡和不稳定。就像市场价格信号这种情况，央行也不应干涉利率的变化。人们普遍认为全球危机的原因之一便是美国联邦储备委员会长时间将利率控制在不必要的低水平，使得投机横行。蒂莫伊涅（2017）对这一观点进行了批判，按照实分析，他认为利率应该交由市场决定。但是，经济参与者应当独立理性判断，以决定是否值得投资相关的业务、教育或医疗，或是否值得投资某一边际收益超出边际成本的领域。对个人来说，如果高利率水平环境下表明支持个人财富投资回报率不高，那么理性个体对未拥有房屋或未上大学也会感到满足，因为这在当前的利率环境下对他吸引不足。

五、费雪利率理论的实用性备受质疑

方程（1）呈现了市场利率、均衡利率和通胀预期之间的相互关系。根据该方程，人们认为看出通胀和利率之间的密切相关性。当可观察利率和可观察通胀不稳定时，均衡利率不会大幅浮动。如图1所示，并没有证据表明费雪时代（即二战之前的几年中）美国的经济数据中存在此类相关性。

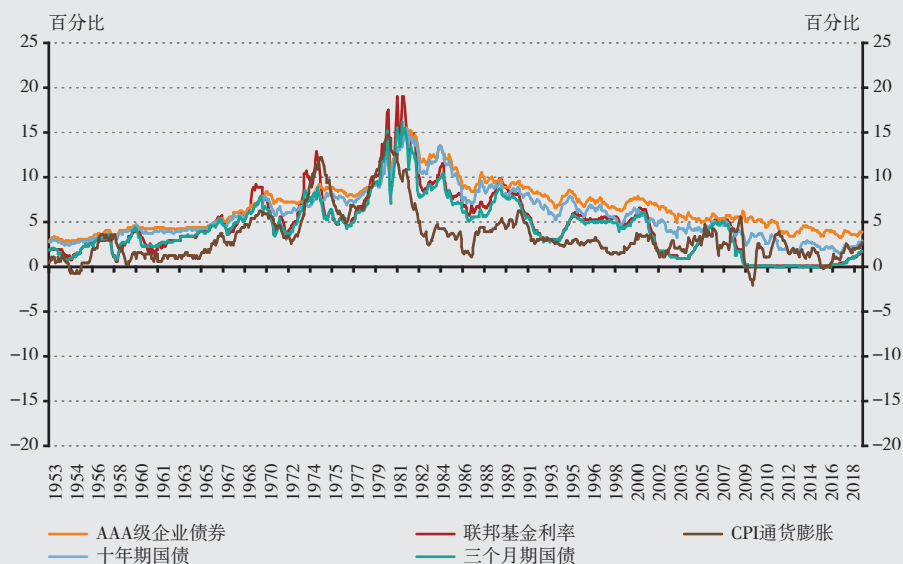
蒂莫伊涅（2006）采用多种方法对利率和通胀之间的相关性进行了分析，发现此类变量在1953年之前这段时间的美国经济中存在极微弱的关系。1953年以后，联邦储备局的货币政策发生明显改变，且联邦储备局经常利用联邦基金利率来影响通胀和就业。因此，利率和通胀间开始形成密切相关性（图2）。但是，该相关性不可被作为支持费雪理论的证据。利率受市场机制驱动，并未表现出受通胀影响的趋势，除非央行根据通胀函数调整利率（Tyomigne, 2006: 31）。

图1 企业债券和各种期限政府证券的收益率与联邦基金利率和通胀（1914-1952）



来源：美甲圣路易斯联邦储备系统、全国经济研究所、劳工统计局

图2 美国企业债券和各种期限政府证券的收益率vs联邦基金利率和通胀
(1953–2018)



来源：美国圣路易斯联邦储备系统、全国经济研究所、劳工统计局

六、凯恩斯的利息和货币理论：流动性偏好和财务状况

维持流动性和偿付能力对于企业财务至关重要。企业按照名义价值而非实际价值解释经济效益。这便会影响到一系列变量，例如利率等。在此方法中，利率用来提倡组合性的投资，而非鼓励储蓄。企业根据其未来现金流预期进行投资决策，其中利率并不是唯一的，甚至也不是最重要的一个因素。以前文所述的费雪现实理论为代表的古典利息理论，之所以未被采纳，是因为它并不能反映影响对其日常决策有重要影响的财务关系³。

凯恩斯的流动性偏好利息理论与费雪的利率理论有很多的相似点。凯恩斯和费雪都认为经济实体会按照一定方式重新调整其投资组合，从而努力实现高回报资产的囤积并摆脱低回报资产。此类重组（套利）会持续进行，直到市场回报实现均衡。但是，两人的观点存在重大不同。与费雪相反，凯恩斯将其观点建立在金融工具的名义回报上，而不是实际资产的实际回报上（Kollarik – Szalai, 2017）。按照凯恩斯的理论，名义利率“锚定”着这一系统。这是与主流方法截然不同的地方。

³ 萨劳伊（Szalai）（2015）的观点，促进了对凯恩斯利息理论的评估。

另外，虽然按照实分析框架理论利率决定中不使用货币理论，但是凯恩斯观点以货币理论为前提。在他的作品中，可以看出凯恩斯有关货币的观点随着时间发生变化，他在货币理论中采用了若干种方法。根据本文的目的，我们利用《一般理论》和希克斯（Hicks）（1937）的相关阐释论证了在IS-LM模型框架中对凯恩斯思想进行阐释所形成的观点是具有误导性的。

根据IS-LM模型方法，IS曲线代表储蓄和投资间的均衡。按照古典经济学（及当代主流学派）的理解，这意味着均衡利率是由储蓄和投资间均衡的实现决定的。相对储蓄来说，投资诱因的增加会趋向于提高利率，利率的提高反过来又会降低投资诱因并增加储蓄规模。重要的是理解在该方法中，储蓄和投资都属于流量变量。这种解释与凯恩斯的理论完全不同。在对凯恩斯的基本概念进行重新阐释时，主流学派将其嵌入实分析中，并且完全漠视以下是事实，即凯恩斯一直坚持货币分析且像熊彼特一样反对主流学派的程序。为说明这一教材阐释与凯恩斯利率理论有多么不协调，我们仅需指明该阐释指的是流量联系，而凯恩斯的利息理论却是建立在存量范畴上的。流动性是凯恩斯核心范畴之一，作为货币存量，流动性属于存量变数。存量使用和流量变量产生的差异仅是两种理论间众多明显差异中的一个。在下文中，我们将更详细讨论储蓄和投资间的阐释差异。

对主流观点的另一重大偏离是凯恩斯的模型是建立在有效需求理念上的（Taylor, 2010）。相比之下，当前占主导地位的传统新古典经济学阐释假定家庭收入是由供应侧、由所有生产投入的充分就业决定的。家庭自由决定多少收入用于储蓄或消费，根据主流经济学观点，投资必须进行调整以满足这一可用储蓄的要求。换言之，投资需要填补储蓄引起的需求缺口。建立在这一假设上的理论对某些情况无能为力，即当银行业无法发放贷款且家庭被迫储蓄时，这会引起他们储蓄倾向的极具下跌，而同时企业面对需求的崩溃也看不到投资机会，反而会努力降低自己的负债。换言之，投资无法弥补由储蓄增加所导致的供应和需求间的缺口（Taylor, 2010: 5）。尽管如此，就像大部分金融危机中，此类情况可能会经常发生。

凯恩斯一直希望通过实际问题细化他的理念，这一点可以从他发表刊登的出版物中看出来。毫无疑问，有时，凯恩斯的理念模棱两可，这也使得一段时间后有关利息理论产生了各种各样的误读。针对外界各种各样的声音，他一一理顺做出解释。有关凯恩斯的利息理论，我们可从1937年多期《经济学期刊》收录的、以“替代性利率理论”为题的系列争论中获得更清晰地了解（凯恩斯，1937a, 1937b；奥林等，1937）。《一般理论》的第17章“利息和货币的基本特性”也对这一理论进行了详细讨论（Keynes, 1965）。

凯恩斯的利息理论基于流动性偏好概念，他从资产价格的演化中推导出了利率。资产的预期回报取决于多个因素，具体可参见《一般理论》第17章的公式。根据前述公式，资产所有权产生的预期总回报包括四个主要成份： $q - c + i + a$ ，其中 q 表示资产的预期收益； c 表示财产维持费； i 表示流动性溢价； a 表示预期升值/贬值。凯恩斯坚持认为对于大部分流动资产（货币）来说，收益来自于 i ，相较而言其他成份微不足道（Keynes, 1965: 251）。

资产价格可能会随着流动性偏好的变化而变化。如果流动性偏好下降，受影响最大的是流动资产（货币）需求，因为该类资产估值最大。这一理论

的提出者兰德尔·雷（Wray）（2004）强调，凯恩斯并不认为流动性偏好是决定资产价格的唯一因素，或者上述公式涵盖了所有因素。但是，我们仍然可以清晰看到，他将资产表示为存量变量而非流量变量⁴。

流动性偏好发生变化的原因很多，流动性偏好也会影响市场利率。但是，我们并没有理由像实分析主张的一样去假设流动性偏好的利率与平衡投资需求和储蓄的利率一致。

七、凯恩斯眼中的实变量

就凯恩斯的实变量观点而言，约翰·维克斯（John Weeks）强调，由于实变量和货币变量间的二分法，古典经济学未能融合相对价值（即利率）与货币理论（Weeks, 1998: 270）。值得注意的是，凯恩斯认为：“经济学家们只要涉及到所谓的价格理论，便习惯于讲授以下理念，即，价格取决于供应与需求条件；且，边际成本的变化和短期供应的弹性发挥着尤其重要的作用。但是，在后续版本，或更常见的是在三另一篇文章中提及货币和价格理论时，我们便不会再看到这些习以为常但可理解的概念。经济学家们让我们进入另一个世界，其中价格取决于货币量、收入速度、相对于交易量的流通速度、囤积、强制储蓄、通胀和紧缩等，让人难以将这些更加模糊的措词与之前的供应和需求弹性理念联系在一起。如果反思一下我们学到的知识，可以看出在简单的情况下，供应弹性似乎为零且需求与货币量成正比；但是情况复杂时，我们便会云里雾里，任何都是不确定的，任何事情都有可能发生。”（Keynes, 1965: 317）⁵

八、实分析和货币分析下的储蓄和投资

新古典主义主流理论通过利率作用储蓄和投资；也就是说，如果与投资偏好相较储蓄偏低，那么信贷需求便会抬高利率。高企的利率会增加储蓄规模，降低投资偏好，反而会降低信贷需求，最终会使市场利率达到一个使储蓄规模和经济投资偏好平衡的水平。这一论点看起来无懈可击，确实，投资和储蓄都是流量型变量。考虑到所投资的总产出和非消费储蓄都是实变量，在这一阐释中，理论面向的是实变量而非金融变量。在实际操作中，储蓄规模决定投资量。

但是，凯恩斯并没有按照这一基础决定利率，他采用的是货币和债券之间的流动性偏好。虽然现金没有任何利息，但是投资债券后，则会产生较

⁴ 弗雷（Foley）（1975）对宏观经济模型提出的两个规范进行了分析：存量和流量规范，其中存量的规划意味着“期初”，而流量规划意味着“期末”。在特定条件下，这两种方法是等同的。流量规范中假设完全预见时，便会出现这种情况。根据直觉方法，我们从描述初期的存量规范开始，为其添加流量值，达到了期末。但是，这里存量变化也是流动的一部分。相应地，假设价格/利率的完全预见，存量和流量规范便是等同的了。虽然出现此类等同，弗雷（1975）同时将关注点引向阐释中的重大不同点。弗雷（1975: 320–321）论证到在凯恩斯（1937a）和奥林（Ohlin）等（1937）就利率进行的争论中，奥林的辩论遵循了流量方法，而凯恩斯是在存量规范背景下提出其想法的。也是这个原因造成了他们观点中的冲突，虽然现实中，他们提出了等同的主张。

⁵ 凯恩斯的文章文本在 <https://cas2.umkc.edu/economics/people/facultypages/kregel/courses/econ645/winter2011/generaltheory.pdf>。第185页。

高回报。回报取决于利率水平，即私营部分为了获取利息收益想要舍弃的流动性部分。值得注意的是，凯恩斯在其利息理论中并未提及投资。在该论点中，我们利用了金融变量。流动性和货币是积极参与者。作为储量变量，流动性需求会对利率产生影响。储量-流量的区别在这充当了分水岭：作为流量变量，投资不能与该利率定义混合。上述情况也适用于储蓄，储蓄也被理解为一个流量变量⁶。

无论投资如何，利率都会发展变化；投资偏好会进行调整以适应市场利率。但是，一旦通过利率确定了投资，也就意味着储蓄也已经被确定。投资指的是从产量（收入）超过消费的剩余储蓄。在货币分析中，投资决定储蓄的最终规模。

应该强调的是，实分析和货币分析间的不同并不是来自于对概念的不同阐释。根据货币方法，储蓄概念（作为流量变量）表示总产出，就像在实分析中一样：总产出不用于消费。总产出的测量和总计相当于两种方法下总收入的确。实分析和货币分析所采用的收入范畴具有相同内容和定义，但是它们间的相关性却大大不同。实分析中，储蓄规模的增加会降低利率，并拉高投资。按照货币方法，储蓄规模的增长会降低投资需求，但不会影响投资金融或利率，因为投资不受当前年度储蓄规模的影响，且利率由流动性偏好决定，流动性偏好属于年度储蓄的储量变量而非流量变量。

九、IS-LM模型描述的相关问题

在主流经济学的现实方法中储蓄（S）曲线和投资（I）曲线发挥着关键作用，理论中假设这两条曲线是独立的，且两个曲线交叉时达到均衡。事实中，储蓄和投资不是独立的。更多的投资通过投资需求的增加也会促进GDP增长。反过来，收入增加也会提高储蓄规模，投资总额的增长也会产生更高的储蓄。

凯恩斯的分析是建立在对实分析的反对上，这并不是偶然的；理论形成时，凯恩斯视图避免使用所有实变量，将注意力集中在货币概念和就业上。

除了其他方面的缺点，凯恩斯的利息理论因前后矛盾不一致广受诟病，他的理论甚至被主流学派忽视。阿佩尔特（Appelt, 2016）概述和总结之后发现认为，凯恩斯的利率理论影响深远。例如，“自由市场并不会确保资源的一定实现有效配置。为防止过度储蓄导致失业，国家的干预是必须的。利率便是实现此类干预的主要工具”（Appelt, 2016: 7）。专注于完全自由竞争市场的方法完全放弃了这一理念，放弃的原因是可以理解的。在对凯恩斯职业生涯的总结中，萨科尔曹伊（Szakolczai）（2016）将凯恩斯理论在其去世后受到的忽视归因于主流学派对事实的无视倾向。正如作者所说：“凯恩斯所希望的并没实现；确实，今天世界的事实与凯恩斯的愿景背道而驰。《一般理论》中提出的原则（……）被当前主流经济学拒绝。（……）因此，失业仍然存在，而且还在恶化（……）；收入和财富差距并没缓解，而在加剧，国家的经济政策不仅没有阻止该过程的继续发展，实际上火上浇油。投

⁶ 在古典经济学中，储蓄被理解为年度经常收入和经常消费间的差，即一个流量变量。相比之下，在日常语言和商务语言中，储蓄表示的是储存在银行中或以金融资产方式持有的之前累计存量。

资管制不仅没有被扩大，反而削弱了，当前主流经济学显然在纵容这一事态的发展”（Szakolczai, 2016: 853–854）。

凯恩斯深耕实践领域，他一直有参与政府机构的日常工作，利用理论分析工作中出现的问题。这一方法也反映在他对待古典经济学的态度上，其总结如下：“我们对公认古典经济学理论的批判不是为了找出其分析中的逻辑漏洞，而是指出其中默认为的假设很少或是完全不能实现，因而无法解决现实世界中的经济问题。”（Keynes, 1965: 402）对待这一质疑，古典和之后的新古典流派都试图通过一系列理论细化来证明凯恩斯所设想的完全是画蛇添足。希克斯（1937）对这一框架进行了概括，之后IS-LM模型方法的出现看起来像是凯恩斯主义经济学在古典框架中的融合，虽然很明显凯恩斯仍对其中的一些元素持反对观点。正是在对这些发展变化的总结概括中蒂利（Tily, 2007）和齐克与蒂利（Chick – Tily）（2014）将此类理论的演化称为对凯恩斯思想的背叛。

在IS-LM模型方法的IS这一方面，我们已经提到了很多反对意见。LM这一方面也并非没有问题。其主要问题在于广义货币供应量被视为外生变量，可由央行进行控制。事实上，它的确定是内生性的，央行最多仅能够控制其中的一小部分。在LM方法中，货币供应占据主导地位，完全忽视货币需求的作用，即使在货币内生理论中，货币量的变化恰恰是由信贷需求导致的。

十、内生货币——外生利率

简单来说，凯恩斯和古典经济学家们之间的争论点在于，古典经济学家分析均衡实际利率产生名义利率的方式，而凯恩斯则认为均衡实际利率仅是实分析的一个理论创造，在现实中不具有任何实际相关性。因此，这不应当作为名义利率相关争论的出发点。凯恩斯的流动性偏好利息理论完全没有均衡实际利率一说。在《货币论》（1930）中，凯恩斯的观点仍然非常接近维克塞尔的自然利率概念，被定义为储蓄和投资间的均衡。但是，在《一般理论》中，凯恩斯完全放弃了这一观点，因为他已经认识到各种收入（就业）水平都可出现均衡，且在一般原理中凯恩斯仅关心的是充分就业均衡。他写道：

“在我的《货币论》中，我定义了所谓的唯一利率，将其称为自然利率——在论文的术语部分，我解释到该利率可以保持储蓄率（……）和投资率之间的平等。我认为这是对维克塞尔‘自然利率’的一个发展和说明，根据维克塞尔的观点，自然利率指的是可保持某一（并未清晰规定）价格水平稳定的利率。（……）我不再认为‘自然’利率（之前对我来说似乎最理想的一个理念）对我们的分析会有很大的帮助或作用。它仅仅是可以保持当前状态的利率；一般而言，我们对其表示的现状并没有很大兴趣。”（Keynes, 1965: 266）

将凯恩斯理论与古典流派分离开来的是实分析和货币分析间的本质差异：他在货币对经济过程的影响上持有的货币观点。直接产生了均衡阐释和充分就业背景下均衡阐释间的差异。另一个差异涉及到货币理论，特别是利率确定过程中流动性偏好发挥的关键作用及货币创造相关信贷的关键作用；换言之，确立了商业银行在内生货币创造中的作用。阿贝尔（Ábel）等（2016）对传统宏观经济学中银行和货币的矛盾支持进行了概述，并论证了

在面对主流经济学时，内生货币理论的实际意义。但是，作者们并未讨论凯恩斯主义内生货币理论的根基或利率的确定这一问题。皮尔金顿（Pilkington）（2014）将内生货币理论称为后凯恩斯主义理论上的一颗璀璨的明珠。在巴希尔·莫尔（Basil Moore）（1988）发表其具有影响力的作品之后，内生货币理论的兴起强调了货币供应曲线是水平的，而不是古典方法中所假设的垂直的（水平主义与垂直主义）。但是，到目前为止，甚至主流观点也融合了水平主义论点⁷。因此，本质差异并不是央行在采用内生货币理论的同时，放弃了它们确定货币供应的徒劳尝试并让独立于央行的外部因素决定货币供应量。正如帕雷（Palley）（2006）所说，内生性（作者称为“央行内生性”）与内生货币理论的理论根基是完全不同的，后者相信通过信贷进行内生货币创造。帕雷（2006：80）将其称为“金融内生性”。在这种意义上，我们指的是内生货币理论。

宾德塞尔与哥尼格（Bindseil – König）（2013）在25年之后重新评估了巴希尔·莫尔的理论，令人鼓舞的是他的书经受住了时间的考验。⁸我们将尔和主流学派之间的差异简化成水平主义和垂直主义间的冲突，并能够声明按照传统垂直主义观点，货币供应是外生的、独立于货币需求的（业务报酬）且由央行控制在一定合理范围中的。相比之下，我们认为莫尔的水平主义理论为货币创造提供另一个具有现实意义的描述，其中货币创造与银行信贷相关。而银行信贷则取决于信贷需求。央行最多可能会影响“价格”，即贷款利率，而对货币供应（信贷额）爱莫能助。货币供应（信贷额）是由信贷需求决定的，信贷需求则取决于业务报酬。垂直主义范例可应用于商品或纯法定货币领域。但是，为了正确描述信贷经济，应当采用水平主义的观点。（Bindseil – König, 2013: 384）

顾名思义，货币供应的内生性是指，除了央行（国家）创造的货币以外，市场也会创造法定货币，例如商业银行可释放贷款。国家创造的货币属于外存货币，内生性创造的货币属于内部货币。在现代市场经济中，与现金（外存货币）相比，内部货币在支付业务中占有压倒性的权重——超过90%。

兰德尔·雷（Wray）（2004）简单将利率的外生性描述为央行（单方面）对利率的调整⁹。货币政策的系列工具和体制结构对利率（包括它们直接影响的利率）和货币政策传导（即其传递到剩余货币市场利率和市场其他特点的方式，例如通胀）具有重大影响。

⁷ “我们现在都是水平主义者！”巴希尔·莫尔的一个采访（Moore, 2010）题目如是说。

⁸ 由于巴希尔·莫尔的理论很大程度上一直被忽略，多年的实践方才让央行大梦初醒，求助于莫尔多年前便已精确分析的观点。虽然宾德塞尔（2004）在他讨论货币政策工具框架的重要作品中引用了莫尔（1988）的书，但是25年后宾德塞尔才认识到莫尔对当代央行工具发展趋势和主要功能的判断是正确的（Bindseil – König 2013:387, 脚注1）。

⁹ 兰德尔·雷（2004）引用了外生变量三个最常用的阐释：（1）在控制意义上，外生变量指的是政府政策确定的变量。（2）在理论意义上，模型中的外生变量被认为可引起内生变量的变化，但是反之则不然：外生变量独立于内生变量。（3）在统计意义上，外生变量指的是独立于所测模型说明变量的变量。根据本文的目的，我们采用了第一种阐释。这里需要引用巴希尔·莫尔就这一主题在一次采访中发表的言论：“没有什么真正是外生的，即使是利率，因为央行总会根据经济情况作出应对。（……）在这层意义上，利率总会保持内生成份。”（Moore, 2010: 9）。相应地，第一种阐释不是关于央行调整利率的时间和原因；它仅仅表明利率是由央行确定的。

但是，央行在利率确定方面的自由裁量权是有限的：并未涵盖所有类型的利息，并且并非所有时候都是同等有效的。央行对短期利率具有最直接影响，即关键政策利率。根据系列货币政策工具的结构，修饰词“关键”可能意味着各种利率。对于大多数央行来说，这是一种隔夜工具，可直接影响银行间隔夜拆借利率的发展变化。

十一、名义利率由什么确定？

后凯恩斯主义的实践务实地通过描述央行的日常操作程序和过程解释了货币政策的运作。后凯恩斯主义理论也因此更加接近现行实践。在对央行日常实践的描述中，很多学者引用了阿尔弗雷德·埃希纳（Alfred S. Eichner）（1987）就央行“保护”功能和“调节”功能做出的区别。市场流动性的日常（事实上，每分钟）管理属于保护功能。对于外汇市场和内部货币市场上出现的流动性冲击及各经济参与者、政府和私营部门资金流量和支付业务的异常波动，央行都会对其进行监视并促进相关顺利管理。央行利率形成活动的另一长期元素指的是对货币政策目标和原则及经济过程长期变化的执行实施。埃希纳在描述央行的调节功能时提到了这一责任。但是，央行不仅调节适应经济周期中发生的变化，还可为进一步实现其目标利用货币政策对经济周期进行积极干预。这点非常符合后凯恩斯主义的货币政策理论框架。

一般而言，央行可快速的以最高效方式影响名义利率的发展。央行在利率的形成中发挥着主导作用；事实上，它们对利率进行定义，并拥有且可使用广泛工具在市场上实施其确定的利率。通过选择和应用管制工具，央行也可对市场汇率的发展变化产生重大影响。

显然，短期利率的变化也会影响长期利率，但是该影响仅仅是间接的。除了危机期间常用的非传统性量化措施，央行可通过宏观审慎、决议或信贷市场监管影响长期利率。在监管资本和符合减记或转换（MREL）负债方面的最低要求以及对流动性指标的宏观审慎监管会从根本上影响商业银行的借贷活动，从而影响货币创造。李伯尧（Li Boyao）等（2017）就货币创造提出了一个有趣的模型计算。

十二、总结与结论

利率是经济学领域的一个关键变量。在传统经济学中，基于跨期优化的论证主张经济运行中的所有物质终归会无限接近自然利率。该理论的核心根植于费雪的利息理论。通过本文的论证，我们认为利率理论是传统经济学实分析框架必不可少的一部分。但是，该理论缺乏数据支撑，以此为关注点的传统理论不适合用于分析当代的经济过程。通过实分析，我们抛出了首先由熊彼特和凯恩斯提出的货币分析，然后通过法定货币理论发展成内生货币理论。在该框架中，利率由央行确定，而非市场。内生货币理论认为，商业银行按照市场需求通过放款活动决定货币供应，而央行创造外存货币在重要性和意义上已经不再重要。利率在现代央行的货币政策中不再发挥主要角色。虽然利率由央行定义，但是央行不再通过该渠道管控货币创造。根据内生货币创造（贷款）的目的，通过流动资产的设计和运作控制央行工具及微观和

宏观审慎监督，此类设计和运作与传统思维下央行以利率决定为目的而采取的措施发挥相同的作用。

参考文献：

- Ábel István – Lehmann Kristóf – Tapaszi Attila (2016): *The controversial treatment of money and banks in macroeconomics*. Financial and Economic Review, 15(2): 33–58. <https://en-hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/istvan-abel-kristof-lehmann-attila-tapaszi-en.pdf> (《宏观经济中货币与银行间矛盾的处理》，匈牙利《金融与经济评论》)
- Appelt, K. (2016): *Keynes' Theory of Interest Rate: A Critical Approach*. Theory, Methodology, Practice, 12(1): 3–8. <https://doi.org/10.18096/TMP.2016.01.01> (《凯恩斯的利率理论：批判的方法。理论、方法论、实践》)
- Bindseil, U. (2004): *Monetary Policy Implementation*. Oxford: Oxford University Press. (《金融政策的实现》)
- Bindseil, U. – König, P.J. (2013): *Basil J. Moore's Horizontalists and Verticalists: an appraisal 25 years later*. Review of Keynesian Economics, 1(4): 383–390. <https://doi.org/10.4337/roke.2013.04.01> (巴希尔·莫尔的水平论者和垂直论者：25年后的鉴定)
- Blinder, A.S. (1997): *A core of macroeconomic beliefs*. Challenge, 40(4): 36–44. <https://doi.org/10.1080/05775132.1997.11471984> (《宏观经济信念的核心》，美国《挑战》杂志)
- Chick, V. – Tily, G. (2014): *Whatever happened to Keynes's monetary theory?* Cambridge Journal of Economics, 38(3): 681–699. <https://doi.org/10.1093/cje/beu011> (《凯恩斯的货币理论怎么了？》，《剑桥经济杂志》)
- Cohen, J.D. – Ericson, K.M. – Laibson, D. – White, J.M. (2016): *Measuring Time Preferences*. National Bureau of Economic Research Working Paper 22455 <https://doi.org/10.3386/w22455> (《衡量时间优先》)
- Davidson, P. (1986): *A Post Keynesian view of theories and causes for high real interest rates*. Thames Papers In: Political Economy, Spring. Reprinted in Davidson, L. (ed.): *The Collected Writings of Paul Davidson*, vol. 1. New York: New York University Press, 1991. (《以后凯恩斯主义观察高实际利率的理论及成因》)
- Eichner, A.S. (1987): *The Macrodynamics of Advanced Market Economies*. Armonk, N.Y.: M.E. Sharpe. (《先进市场经济的宏观动力学》)
- Fisher, I. (1907): *The Rate of Interest*. New York: Macmillan. (《利率》)
- Fisher, I. (1930): *Theory of Interest, as determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to Invest it*. New York: Macmillan. (《由急于支出收入和机会进行投资所决定的利益理论》)
- Fisher, I. (1933): *The Debt Deflation Theory of Great Depressions*. Econometrica, 1(4): 337–357. <https://doi.org/10.2307/1907327> (《大萧条的债务紧缩理论》)

- Foley, D.K. (1975): *On Two Specifications of Asset Equilibrium in Macroeconomic Models*. Journal of Political Economy, 83(2): 303–324. <https://doi.org/10.1086/260324> (《宏观经济模型中资产均衡的两个规范》)
- Harrod, R. (1971): Discussion paper. In: Clayton G. – Gilbert, J.C. – Sedgwick, R. (eds.): *Monetary Theory and Monetary Policy in the 1970s*. Oxford: Oxford University Press. (《1970年代的金融理论与金融政策》)
- Hicks, J.R. (1937): *Mr Keynes and the „Classics”: A Suggested Interpretation*. Econometrica, 5(2): 147–159. <https://doi.org/10.2307/1907242> (《凯恩斯先生与“经典”：所建议的解释》)
- Keynes, J.M. (1930): *A Treatise on Money*. MacMillan & Company, London, UK. (《货币论》)
- Keynes, J.M. (1937a): *Alternative Theories of the Rate of Interest*. The Economic Journal, 47(186): 241–252. <https://doi.org/10.2307/2225525> (《利率的替代理论》)
- Keynes, J.M. (1937b): *The “Ex-Ante” Theory of the Rate of Interest*. The Economic Journal, 47(188): 663–669. <https://doi.org/10.2307/2225323> (《利率的“事前”理论》)
- Keynes, J.M. (1965): *A foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elmélete*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest. (《就业、利息与货币理论》，布达佩斯经济与法律出版社)
- Kollarik András – Szalai Zoltán (2017): *The 2008–2009 crisis and the new international economic environment*. In: Lehmann Kristóf – Palotai Dániel – Virág Barnabás: *The Hungarian Way – Targeted Central Bank Policy*. Magyar Nemzeti Bank, Budapest, pp. 27–71. (《2008–2009年危机与国际经济新环境》)(《匈牙利道路——针对性的央行政策》，匈牙利国家银行)
- Lavoie, M. (2004): *The New Consensus on Monetary Policy Seen from a Post-Keynesian Perspective*. In: Lavoie, M. – Seccarecia, M. (eds.): *Central Banking in the Modern World: Alternative Perspectives*. Cheltenham: Edward Elgar, pp. 15–34. (《从后凯恩斯主义角度看货币政策新共识》)
- Lavoie, M. (2014): *Post-Keynesian Economics. New Foundations*. Edward Elgar. Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA. (《后凯恩斯主义经济学——新基础》)
- Li, B. – Xiong, W. – Chen, L. – Wang, Y. (2017): *The impact of the liquidity coverage ratio on money creation: A stock-flow based dynamic approach*. Economic Modelling, 67(December): 193–202. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2016.12.016> (李伯尧、熊婉婷、李红刚、王有贵《流动性覆盖率对货币创造的影响：一种基于库存流动的动态方法》)
- McCallum, B.T. (2001): *Monetary policy analysis in models without money*. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 83(4): 145–159. <https://doi.org/10.20955/r.83.145-160> (《无钱的模型中的货币政策分析》)
- McGrattan, E.R. – Prescott, E.C. (2001): *The Stock Market Crash of 1929: Irving Fisher Was Right!* NBER Working Paper No. w8622. <https://doi.org/10.3386/w8622> (《1929年的股市崩盘：欧文·费舍尔是对的！》)

- Moore, B. (1988): *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*. Cambridge University Press, Cambridge. (《水平论者和垂直论者：信贷货币的宏观经济学》)
- Moore, B. (2010): *We are all Horizontalists now!* Interview with Basil Moore. *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, Edward Elgar Publishing, 7(1): 7–11. <https://doi.org/10.4337/ejeep.2010.01.01> (《我们现在都是水平主义者!》)
- Ohlin, B. – Robertson, D.H. – Hawtrey, R.G. (1937): *Alternative Theories of the Rate of Interest: Three Rejoinders*. *The Economic Journal*, 47(187): 423–443. <https://doi.org/10.2307/2225356> (《利率的替代理论：三连击》)
- Palley, T.I. (2006): *A Post-Keynesian framework for monetary policy: why interest rate operating procedures are not enough*. In: Gnos, C. – Rochon, L.-P. (2006): *Post-Keynesian Principles of Economic Policy*. Edward Elgar, Cheltenham, pp. 78–98. (《后凯恩斯主义货币政策框架：为什么利率操作程序不够充分》)
- Pilkington, P. (2014): *Endogenous Money and the Natural Rate of Interest: The Reemergence of Liquidity Preference and Animal Spirits in the Post-Keynesian Theory of Capital Markets*. The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 817. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2509361> (《内生货币与自然利率：后凯恩斯主义资本市场理论中流动性偏好和动物精神的再现》)
- Rodrik, D. (2015): *Economics rules: the rights and wrongs of the dismal science*. WW Norton & Company. (《经济学规则：惨淡科学的是与非》)
- Romer, D. (2000): *Keynesian macroeconomics without the LM curve*. *Journal of Economic Perspective*, 14(2): 149–169. <https://doi.org/10.1257/jep.14.2.149> (《没有LM曲线的凯恩斯主义宏观经济》)
- Shiller, R.J. (2011): *Irving Fisher: Debt Deflation and Crises*. Cowles Foundation Discussion Paper No. 1817. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1909810> (《欧文·费舍尔：债务通缩与危机》)
- Schumpeter, J. (1954): *History of Economic Analysis*. Allen Unwin, London. (《经济分析史》)
- Schumpeter, J. (1980): *A gazdasági fejlődés elmélete. Vizsgálódás a vállalkozói profitról, a tőkéről, a hitelről, a kamatról és a konjunktúraciklusról*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest. (《经济发展理论——企业家的利润，股权，信贷，利息和商业周期考察》)，布达佩斯经济与法律出版社。
- Szokolczai György (2016): *Keynes életútja és a Nemzetközi Valutaalaphoz vezető gondolatai*. *Közgazdasági Szemle*, 63 (július–augusztus): 838–857. <https://doi.org/10.18414/KSZ.2016.7-8.838> (《凯恩斯的人生道路及其对国际货币基金的思索》，匈牙利《经济评论》2016年7–8月号)
- Szalai Zoltán (2015): *Időpreferencia és Keynes kamatelmélete*. Magyar Nemzeti Bank, Monetáris Stratégiai Főosztály, kézirat. (《时间优先与凯恩斯利率理论》，匈牙利国家银行货币战略司材料)

- Taylor, L. (2010): *Maynard's Revenge. The Collapse of Free Market Macroeconomics*. Harvard University Press, Cambridge, MA. (《梅纳德的复仇——自由市场宏观经济学的崩溃》)
- Tily, G. (2007): *Keynes Betrayed: The General Theory, the Rate of Interest and 'Keynesian' Economics*. Palgrave Macmillan, London, New York. <https://doi.org/10.1057/9780230801370> (《凯恩斯背叛：通论，利率和“凯恩斯主义”经济学》)
- Tymoigne, E. (2006): *Fisher's Theory of Interest Rates and the Notion of Real: A Critique*. The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 483. <https://doi.org/10.2139/ssrn.948755> (《费舍尔的利率理论与实物概念批判》)
- Tymoigne, E. (2017): *Money and banking, Part 21: The Interest rate*. <http://neweconomicperspectives.org/money-banking>. Downloaded: 24 May 2018. (《《金钱与银行》第21部分：利率》)
- Weeks, J. (1998): *A neoklasszikus közgazdaságtan kritikája*. Aula Kiadó, Budapest. (《新古典主义经济学批判》，布达佩斯奥乌拉出版社)
- Wray, L.R. (2004): *When are Interest Rates Exogenous?* SSRN. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1010158> (《利率何时外生》)

大规模提现时期的储户行为

基什·胡伯特·亚诺什

本研究回顾了储户行为的实证和实验数据，并在此基础上，总结出可通过基本面问题及储户间发生的联系解释储户的决定及大规模提现现象。文中指出，储户的异质性与该现象相关，且基本面问题的存在决定个人特征所产生的影响。储户的一些个人特征，例如教育、金融知识深度、财富、银行经验和联系，可促进其收集银行信息。在未出现基本面问题时，这些特征会降低大规模提现的发生概率；如若出现基本面问题，这些特征也会增加其大规模提现的几率。社会网络影响（以及社会网络中信息流动的影响）也与该现象有关。存款保险可降低银行挤兑发生的概率，但是无法完全避免其发生。同时，实验数据也验证了我们的实证经验。

经济文献杂志（JEL）编码：C91、D8、G4、G21

关键词：银行挤兑；储户决定；实证数据；恐慌

一、引言

在本次重大经济危机发生的一百年前，即1907年，发生过一次金融危机，就是这次金融危机，动摇了美国经济。那次经济危机主要表现在纽约市场上，当时证券交易同比下降50%，储户大规模的从银行和其他金融机构提现。而且，当时并没有金融稳定制度体系（联邦储备制度，即美国央行，应运而生），因此银行家 J. P. 摩根及其银行业界努力阻止危机的发生。在挽救行动框架内，摩根对记者说：“如果人们能把钱留在银行……，一切问题都会解决。”¹同时，他的下级去拜访了城市中的所有神父、牧师和拉比，让他们说服自己的信众不要从银行取款²。几周后，危机平息，一切回归常态，这一挽救行动最终取得成功。这一事件暗含一定的道德意义，经济动荡中，储户担心自己的存款，很多人出于不确定因素将存款从银行中取出，这一现象是可以理解的。看到有人从银行中取钱，其他人也会纷纷效仿，便会引起银行恐慌。需要有权威的人站出来发表自己的观点，让人们对金融机构重拾信心。1933年，美国联邦存款保险公司成立，试图以制度化稳定人心，自1934年起，便设立基金在一定程度上为人们在银行中的存款提供保障。

基什·胡伯特·亚诺什（Kiss Hubert János），匈牙利科学院经济与区域研究中心经济研究所高级研究员，且担任匈牙利罗兰大学社会科学院经济系的助理教授。电子邮箱：kiss.hubert.janos@krtk.mta.hu
本文原文发表在《金融与经济评论》2018年第4期。<http://doi.org/10.25201/FER.17.4.95111>
尧伊·亚诺什研究资助金为本研究提供了支持。

¹ J.P. 摩根在《银行家冷静，天空放晴》报道中语，《纽约时报》1907年10月26日。

² Bruner 和 Carr（2008）的著作对危机进行了全面描述。

之后，多个国家按照同样原则设立了国家存款保险制度。这些制度基本上都运作良好，数十年来发达国家未发生银行挤兑现象。但是，2007年秋英国的北岩银行却一反常态，大规模挤兑发生，经济危机（也称为“大萧条”）开始。这次挤兑完全出人意料之外，因为上次银行挤兑发生在1866年，存款（部分）具有保险，且英格兰银行（英国央行）也声称会为该银行提供继续运营所需的支持（Shin, 2009）。北岩银行发生大规模提现后，其他发达国家也未能幸免：例如，香港的东亚银行、荷兰的DSB银行和美国的印地麦克银行。这些银行所在的国家 and 地区都为存款设有保险，但是上述银行仍然未逃脱被挤兑的命运。这一发展变化，让人们认识到对储户决策的理解目前仍是一个具有现实意义的问题。

本研究试图在文献基础上总结储户决策的有关知识。该问题并不简单。储户从银行中提现，单纯就这一事实来说并无法体现出储户在该行为中有过多理性因素。储户需要钱吗？储户看到其他人这样做，于是也跟着这样做吗？或者是因为储户了解到银行的一些负面信息？以下两类数据源可帮助我们更鲜明的定位取款人以及取款人取款的原因。首先，个人数据可形成对储户的综合信息，包括储户所拥有的信息。因此，我们可更容易了解储户决定取款的原因。从下文中读者便可了解到，获取此类详细个人信息的机会非常少。第二，通过实验经济学，可在受控环境中调查储户决策，帮助我们了解其决定背后的动因。当然，这会涉及到计算化实验室中做出的决定与现实世界中决定相关性的问题。相应地，实证结果和实验结果可以共同形成综合信息，有利于更好的了解储户行为。

下一部分中，通过几个基本问题引出实证分析的主要研究成果，然后对这些实验进行了总结。

二、实证经验

提到储户行为，主要问题就是储户是否存在挤兑行为，即储户是否大规模提现，尽管事实上在这一时间段内他们不需要流动资金。为什么会大规模提现？最常见原因便是储户认为他们的钱现在放在银行里不安全。需要注意的是，如果储户知道银行运作不善然后从银行取款，这是一种绝对理性的决定。在这种情况下发生的银行挤兑，为有效的储户行为，彰显了市场规律。

2.1. 银行挤兑和基本面问题，即储户仅仅挤兑运作不善的银行吗？

首先，我们先分析一下基础问题，即储户会挤兑什么类型的银行。如果他们仅挤兑基本上无法正常运转的银行，这是他们对金融中介机构的一种惩戒，管理机构无需介入。但是，如果运作良好的银行也成为他们的挤兑对象，那就需要出手了，因为如果金融中介被无故中断运作，有可能会产生较高的宏观经济成本（Caprio – Klingebiel, 1996; Valencia – Laeven, 2012）。很难清楚分辨大规模提现到底是出于基本理性判断，还是仅仅出于无故的恐慌。例如，查利（Chari）和亚格纳森（Jagannathan）（1988）就此提出了一个非常有趣的理论模型。他们特别假设储户不知道多少人会需要钱，同时假设一部分消息灵通的储户知道银行运作是否正常。如果接下来的时间段内，

消息不灵通用户发现大量储户在银行外排队，他们无法辨别这些人排队取款的原因到底是因为急需流动资金，还是因为消息灵通的储户得到了一些有关银行的负面消息，因此便会发生银行挤兑。若是第一种情况，就无需挤兑，若是后者，则可以挤兑。后来引入存款保险，留置出安全资产为储户提供保障（Gorton, 2017），因为无故恐慌太容易发生。

很多学者认为，银行挤兑现象的背后存在根本原因，其中包括宏观经济原因和/或银行相关原因。戈尔登（Gorton）（1988）通过实证数据调查了1863年到1914年间美国的情况，发现每次银行恐慌发生前都会出现关键经济指标的严重恶化。相应地，银行恐慌与商业周期之间存在系统性的关联，银行恐慌并不是神秘事件，储户无缘无故地开始大规模从银行中取款³。对于后者，戴蒙德与戴布维格（Diamond – Dybvig）（1983）在他们卓有影响力的研究中进行了解释。其中，储户决定是否从运作良好的银行中取回存款。但是他们不知道其他人的决定，因此他们对他人的判断决定了是否值得取回存款。如果储户认为其他人也会取回存款且银行挤兑会发生，那么他能做的便是来到银行取款。相应地，银行挤兑会成为自证预言。这便是银行挤兑均衡。但是，如果储户认为不会发生银行挤兑，那就值得将储蓄存在银行。之后，达到良好均衡，避免银行挤兑现象发生。在该模型中，储户行为会受各种因素影响，包括非经济相关因素或非银行运营因素等。学者们举了一个例子——太阳黑子。需要注意的是也可设立一个模型（例如，Goldstein – Pauzner, 2005），其中均衡不像在戴蒙德–戴布维格（Diamond – Dybvig）模型中一样不确定，但是两种均衡中，哪一种会实现则取决于银行基本面。按照相同思路，恩尼斯（Ennis）（2003）认为经济形式也会决定储户情绪，让储户在听到坏消息时更倾向于以消极方式判断他人的决定，从而可能造成银行挤兑。

除了戈尔登（1988），其他学者也发现宏观经济/银行基本面和银行挤兑发生几率间存在很强的相关性⁴。卡洛米瑞斯与马逊（Calomiris – Mason）（2003）发现1930年到1933年间的基本面（例如，银行资产和负债及指定状态的宏观经济指数）很好地解释了美国哪些银行会发生挤兑。但是，他们同时补充道，这段时期结束时，银行挤兑发生的次数增加，而相关变量并未对此有任何反映。戴维逊与拉密雷兹（Davison – Ramirez）（2014）调查了二十世纪二十年代的美国银行也得出类似结论：经济基本面走弱会增加银行挤兑发生的机率。他们还调查了被挤兑后银行重新营业的比例，结果表明银行基本运营正常，储户提现是由于恐慌。他们发现40%都存在此类恐慌。同时强调，很多恐慌式挤兑是由信息不对称引起的，即储户无法确定哪些银行真正存在基本面问题，他们不仅挤兑特定地区中运作不良的银行，还挤兑运作良好的银行。

³ 艾伦与加勒（Allen – Gale）（1998）和杰克林与巴塔查拉亚（Jacklin – Bhattacharya）（1988）提出也可利用理论模型解释基本银行挤兑现象。

⁴ 但是，恩尼斯（Ennis）（2003）指出在所调查的时段内，即使有时经济基本面非常差也不会发生银行挤兑，而有时经济基本面很好却会发生大规模提现现象。

虽然之前提到的研究是建立在历史数据的基础上的，但新数据研究也得到相同结论。例如，舒马赫（Schumacher）（2000）分析了1994年阿根廷“龙舌兰危机”的影响，结果显示银行挤兑在基本面较弱的银行中发生的机率更高。德格拉维与卡拉斯（De Graeve – Karas）（2014）采用2002年到2007年间俄罗斯有关数据，在文章中分析了基本面和储户恐慌式行为对储户提现的影响程度。他们提出了两种阐释的相关论据。并观察到，比起运营较好的银行，较差的银行中发生提现几率较高，但是前者也常常受到大规模提现的影响。总的来说，学者们发现恐慌式行为的影响大于基于基本面所作决定的影响。

国家援助的影响值得一提。辛（Shin）（2009）指出，在北岩银行案例中，储户挤兑北岩银行源于英格兰银行行为的流动资金援助，储户视为援助是因为北岩银行运营有问题，动摇了他们对银行的信心（Hauser, 2014）。利用理论模型，王春阳（Wang Chunyang）（2013）得出了合理结论，即国家援助的存在会约束银行挤兑的进一步持续，因为国家援助可以稳定储户。但是，一旦银行接收国家援助，便表明政府认识到其基本面并不健康，这便有可能导致银行被挤兑。作者调查了“问题资产救助计划”（TARP，即美国政府的银行援助计划）的实施效果，发现了可证明上述理论的有力实证依据。在对两家瑞士银行的调查中，奎恩（Guin）等（2015）也发现如果银行曾求助过国家援助，那么提现发生的概率明显提高。

从上述实例中可总结出运营不善的银行被储户挤兑的几率较大，但是优质银行也可能会面对大规模提现的发生。

2.2. 银行挤兑中会发生什么？挤兑的储户是谁？为什么挤兑？

下一步我们要探讨的是银行挤兑时会发生什么。我们对挤兑银行的储户了解多少？他们有什么基本信息？有明显的典型特征吗？我们对他们的动机了解吗？

如上文所述，我们无法获得银行挤兑现象中有关个人层面的详细数据。很多研究（Kelly – Ó Gráda, 2000, Ó Gráda – White, 2003）以纽约的移民工业储蓄银行（EISB）为研究对象，1854年和1857年该银行也被储户挤兑过。第一次挤兑的主要原因是另一家银行被传存在长期偿债能力问题，虽然其他银行的基本面并没问题，但是还是被挤兑，因为移民工业储蓄银行被蔓延波及。此次银行挤兑和基本面无关，储户间的协调导致了均衡的失衡，与戴蒙德-戴布维格（Diamond – Dybvig）模型的假设相符。因为银行不存在基本面问题，具备支付能力，挤兑慢慢消退。此次挤兑的参与者主要是不太富裕、与银行经验较少，且不了解银行基本面情况的储户，特别是教育程度较低的储户，鲜少有教育程度较高、富裕，且与银行经验较多的客户的身影。第二个例子，即1857年的银行挤兑，这次挤兑是由一次影响到整个金融体系的突发事件造成的。当时移民工业储蓄银行（EISB）很多经验较丰富、教育程度较高，且从事技术性工作的储户也参与到银行挤兑中。这些储户认为，银行投资的价值总体上呈下降趋势。我们并不清楚是什么样的储户可以知道移民工业储蓄银行（EISB）投资组合的发展变化，但是事实确实是其投资组合在价值上遭受了部分损失。然后，其他储户也会效仿。也就是说，在这一情况下，恐慌是由于信息不对称造成的。因为当时整个银行业都受到这一恐慌的影响，只有通

过停止兑现才可阻止全盘崩塌。根据数据显示,恐慌期间,储户性别或储户所拥有的子女数不会影响其行为。有趣地是,纽约的报纸批判了1854年挤兑基本面运营良好银行的储户,称他们的行为是不理智的,没必要的。正如引言中所述,与之后发生的危机一样,1857年发生大规模挤兑时,天主教神父出面安抚信众,并向信众们保证不会从银行取款。

斯塔尔与伊尔马兹(Starr – Yilmaz)(2007)围绕财富和存款规模进行了一次有趣的研究,分析了2001年土耳其发生的银行挤兑,由于另一家大型伊斯兰银行的关闭,一家未推出存款保险的伊斯兰银行被储户挤兑。根据调查,学者们认为这家银行未不存在任何基本面问题。该银行有支付能力,挤兑现象大概持续两个月,之后该银行已经出现净存款流入。学者们根据存款规模对提现现象进行了分析。这种分析很有必要,因为大部分(90%)提现都是规模较小且由小型储户实施的,大型储户的提现占总数的2%,但是占据了提现总额的62%。学者们发现小型储户对其他中小型储户的行为非常敏感。也就是说,如果他们看到银行外排起了长队,自己便会倾向于加入。但是,可能会对大型储户的提现行为无动于衷。学者们认为,他们可能无法发现大型储户的提现行为。关于中型储户,调查结果类似,即他们也会对很多中小型储户的提现行为做出强烈反应,但是面对大型储户的此类行为不会发生恐慌。不过,对于小型储户的大规模提现行为,大型储户完全没有反应,对中型储户的此类行为也仅仅是反应平平,但是当大型储户取回存款时,便可观察到他们会进行即时且明显的提现行为。很难确认存储规模其他特征产生的具体影响,学术界也仅是猜测,比较有说服力的是存款规模的异质(和相关特征)会导致行为差异。

艾耶尔(Iyer)等(Iyer – Puri 2012; Iyer等, 2016)曾发表过几篇文章,详细讨论了印度合作银行的有关问题。第一个研究中所论及的银行在2001年时发生挤兑,挤兑发生前位于同一镇上的另一家合作银行倒闭。该银行与破产银行没有任何关系,并且基本面也运营正常,所以在该挤兑案例中,发生了危机蔓延。该银行有能力支付客户的提现,一段时间后风平浪静,银行挤兑终止。学者们发现如果储户的储蓄超过被保险赔偿限额,那么他们更倾向于提现。但是,针对恐慌来说,存款保险仅能提供部分保护,对全保存款的调查表明存款额度越大,提现发生的几率越高。所有这些现象都可用以下事实解释,即虽然设立了存款保险,但是储户仍需交易费用才能用钱,认为费用太高。另一项重要发现是储户和银行间关系的持续和深度也与此相关,这符合凯利与欧·格拉达(Kelly – Ó Gráda)(2000)对所谓银行经验的定义。储户拥有银行账户的时间越长,产生恐慌的可能性越小。如果储户同时在该银行中有借贷,那么他提现的可能性会进一步减小。存款保险和信贷之间也存在一定的相关性。也就是说,如果储户的存款高于其保险金额,且该储户并未从该银行中借贷,那么该储户会取回自己的存款,但在该银行中有借贷的大型储户不会这样。更长时间、更深层次的银行经验可让储户获取银行的更多信息,不会发现储户无故挤兑的现象,也会增强储户的信心。学者们还提出了社会网络发挥的作用。第一,他们调查了储户的生活地点,以及附近其他储户的行为。还研究了介绍人网络,因为要想开设账户,需要有已有帐户人的引荐。这一社会网络发挥着重要的作用,因为它们为储户获得信息的重要

要渠道。学者们观察到此类网络捕捉的不仅仅是参与者的一般社会和经济特征。抛开这些影响不谈，社会关系网络看起来不容小觑。储户收回存款的概率越高，其社会关系网络中熟人取现的比率越高。学者们还认为，此类社会关系网络甚至可以让储户收回银行存款的概率翻番。有意思的是，学者们发现在此类银行挤兑中，教育水平、年龄、财富和股权（一种金融知识深度的有效测量）是否提现并没有影响。更有趣地是，学者们在设计调查问卷时，特别问到储户提现的决定因素，而几乎所有人的答案都直指对银行的信心⁵。

2009年另一银行被储户挤兑，但是该银行基本面存在问题。按照央行分析，不良贷款使得该银行价值为负，并且这一负面信息被公之于众。央行终止了部分支付。具体地说，定期存款在到期前无法提取，但是开始时，账户中的现金不受影响。学者们发现，这一负面信息披露后，储户做出了非常不同的反应，这些反应取决于他们的典型特征。与未提款的储户相比，得到消息后取款的储户当前账户中存款一般较多（因此，他们的储蓄超过存款保险的可能性也更大），同时在挤兑发生前也是银行的活跃客户，在银行开户的时间平均约为一年，且更有可能的是他们在银行中有贷款或本身是银行的员工。在个人特征方面，调查发现年龄较大、教育水平较高或从事技术性工作的储户更倾向于取款。报刊阅读和金融素养的影响也非常重要：积极搜集且能更好处理信息的储户更倾向于取款。还有一个问题也很重要，那就是在央行发布消息前便取款的储户。学者们发现储户在银行中拥有账户的时间越长，其在信息发布前取款的几率越低。但是，银行借款人或银行员工提款的比率更高。同时发现的还包括上述社会网络效应，也就是说，如果任一储户的社会网络中有人取回存款，那么这一储户取款的几率会大大增加。有趣的是，2001年该银行也发生了银行挤兑，但是当时银行并没有任何基本面问题。比较两次挤兑可以发现，在发生基本面问题和未出现基本面问题的情况下，银行开户年限和以交易次数为度量的银行活动影响（开户年限较短的储户和活跃储户更倾向于发生恐慌）都是相同的。但是，如果储户在银行中有贷款或是银行员工，行为便会不同：如果银行发生基本面问题，便倾向于挤兑银行；如果没有基本面问题，与其他储户相比，取回存款的倾向较低。与存款有保险的储户相较，两种情况中，存款没有保险的储户发生恐慌的几率都较高；但是若出现基本面问题，恐慌发生的可能性则远远高于另一种情况。这些差异表明储户会根据银行基本运营相关信息做出反应，因此如果银行出现基本面问题，他们会采取不同行为。但是，行为差异的不明显（银行开户年限和银行活动情况中）则表明此类现象的解释不会如此简单，因为这些指数也与储户的知识相关，但是却不会改变储户基于基本面的决定。调查结果同时指出所调查的情况中时间较长的保险存款是非常稳定的。

结合之前对两大瑞士银行的调查研究，奎恩（Guin）等（2015）发现牢固的银行-储户关系可降低提现发生的几率。他们还指出更换银行成本的增加会产生类似效应。与之前的分析结果不同的是，调查结果不受财富、金融知识深度或对金融危机关注度的影响。

⁵ 欧斯利与保罗逊（Osili - Paulson）（2014）和（克内尔与斯蒂克斯（Knell - Stix）（2015）的研究还进一步证实了一个普遍断言，即对银行的信心是影响储户决定的一个决定性因素。

最后，还简单讨论了社会网络的影响。凯利与欧·格拉达（Kelly – Ó Gráda）（2000）高度强调了社会网络的作用，指出在1854年和1857年移民工业储蓄银行发生的银行挤兑变化中，社会网络影响了储户行为，因为当时该银行的很多储户都是来自爱尔兰的移民，同时生活在纽约的近邻社区，相同的出生地和聚居地使他们自然而然联系在一起。与上述观点一致，艾耶尔与普里（Iyer – Puri）（2012）和艾耶尔（Iyer）（2016）也指出社会网络的作用不可忽视。

阿特马卡（Atmaca）等（2017）对一个非常类似的与社会网络有关的现象进行了研究，但这个现象不是储户大规模提现现象。他们调查了储户是否永远离开一家银行及是否注销账户。根据2005年到2012年间华比银行30万储户的数据，他们准确地发现了储户之间或多或少的存在亲戚关系及近邻社区关系。遗憾的是，他们无法反映出其他社会网络效应（例如朋友、同事等）。从这些数据当中还能看出另外一个问题，2008年该银行也被客户挤兑，因此可在危机前、危机期间和危机后对（部分）社会网络相应进行调查。调查结果显示，不存在危机时，储户的决定仅受近亲属（配偶、父母、孩子、兄弟和姐妹）的影响：如果一位储户的近亲属离开该银行，那么该储户也这样做的几率会增加。但是，如果是在危机期间，较远关系亲属（例如配偶父母、叔叔、姑姑、表兄弟姐妹）的决定也很重要，通过分析可知储户也会对此类决定进行考量，而这一期间近亲属决定的影响比危机之前或之后都要大。这些都表明，信息在危机情景中发挥的作用增大，我们会尽力搜寻更广范围的信息。但是，在该情况中，也没有证据显示近邻会发挥重要影响。该研究还发现客户与银行间的关系越长越深刻，其离开该银行的可能性越小，存款保险也会产生此类预期效应，因为全保存款储户离开该银行的可能性远远小于存款完全不受保护的储户。

上述研究可以得出什么信息呢？最基本的便是或许银行挤兑中储户的行为方式会不同，储户的决定由储户个人特征及银行/经济基本面决定。很明显，银行经验和与银行的关系会影响储户决定，但是此类影响也取决于银行是否存在基本面问题。不存在基本面问题时，上述特征会降低储户提现的几率；存在基本面问题时，则会增加储户提现的几率。不存在基本面问题时，教育水平较低且不富裕的储户倾向于挤兑银行；存在基本面问题时，较富裕、教育水平较高且金融知识更多的储户倾向于挤兑。该现象或许与以下事实相关，即人们更容易想到后一群体能够获得并处理银行基本面的相关信息，所以仅在基本面恶化的情况下才收回存款。信息和基本面间关系的重要性如下所示，在印度合作银行的案例中，银行员工仅在出现基本面问题时取回存款。社会网络传递的信息看起来也具有重要作用，但是我们可以看到不同网络产生的信息效应是不同的，基本面问题是否存在也会影响此类效应的强度。与预期一致，存款保险会减少银行挤兑的发生，但是重要的是，我们发现仅设立存款保险并不足以防止大规模提现的发生。很明显，仅对挤兑银行的储户进行总体概括是不够的，需要进行进一步研究更好理解造成银行挤兑的因素和储户特征。

三、实验

现在，我们来讨论以下实验室实验。如何设想一个这样的实验呢？实验参与者们正坐在电脑房中，利用屏幕上显示的信息（例如其他人做的决定、根据决定参与者将获得的资金等）决定自己是否从虚拟银行中取回存款。实验旨在描述现实生活情况，所以如果大量储户决定将存款放在银行，那么存放在银行便是值得的，否则便是提前取回存款（会造成银行恐慌）。实验也允许对管制工具（暂停支付和存款保险）的有效性进行检测。实验与现实生活相同，也有急需使用现金的储户，这类储户会将钱取回；当然也有不需要立即用钱的储户⁶。这两类储户的存在是非常有意思的，因为如果一个储户看到另一储户先收回存款，第一个储户不知道第二储户取款的原因是因为需要用钱还是产生了恐慌，即使不需要用钱，也会取回存款。重要的是，我们观察到，经济实验中的参与者是受物质刺激鼓励的，即，实验结束时，他们会根据自己和其他参与者的决定是否收回现金。

储户的个人特征与实证分析相反，在实验室实验中无法对客户-储户关系和银行经验效应进行分析，因为实验时间（通常为1-2小时）不适于此类关系和经验的发展。但是，可以测量之前负面经验的影响，例如金融危机后的幸存。根据实证数据，欧斯利与保罗逊（Osili – Paulson）（2014）发现如果储户受到金融危机负面经验的影响，他们就不太愿意把钱存在银行。大多数实验情况下，他们发现（Garratt – Keister, 2009; Kiss等, 2014a），如果一个银行之前发生挤兑，其储户会更倾向于取回其存款。基什（Kiss）等（2016和2014b）也证实，认知能力会影响储户的决定；智者一般都会做出明智的决定（当可清楚确定那一决定更好时）；此外，基什（Kiss）等发现性别并不是影响因素之一，即女性的恐慌程度不比男性高，这与上述的实证结果一致。（迪伊克（Dijk）（2017）表明受测者中引起的恐惧会引起更多的银行恐慌，说明大环境也会对储户感知产生重要影响。作者发现，感觉恐惧的女性更倾向于从银行收回存款。

实验也研究了可用信息对其他储户决定的影响，结果与社会网络调查结果吻合。当银行不存在基本面问题时，储户观察到的其他储户的决定会产生很大的效应，且该效应取决于储户肉眼所看到的东西。与理论的研究结果（Kinader – Kiss, 2014）一样，基什（Kiss）等（2014a）发现，储户看到其他储户未取款，远比不知道其他储户的决定更能安抚人心。但是，如果发现其他储户已取回银行存款，与不知道其他储户决定的情况相比，前者会增加储户提现的几率。基什（Kiss）等（2018）还指出，看到其他储户提现后的恐慌式提现是因为受测者认为，取款的储户很可能不是因为需要用钱而取款的。换句话说，如果储户发现其他储户取回存款，大部分情况下，他们会认为发生了银行挤兑，即使事实并非如此。讨论实证结果时，我们便可发现银行中也会存在蔓延，即如果一个储户发现其他银行被挤兑，他也会取回自己的存款，即使他的开户行不存在基本面问题。查克拉瓦尔迪（Chakravarty）

⁶ 在所有情况下，第一类储户都会从银行中取回存款，不会做出明确决定。因此，实验中，这些储户的决定是电脑激发的。

等（2014）也通过实验证明了这一点，布朗（Brown）等（2016）进行了补充，他们认为在其他银行发生挤兑后，储户会相信自己开户行的其他储户取回存款的可能性增加，这就是他自己取回存款的原因。

索特尔与尤鲁尔马泽（Schotter – Yorulmazer）（2009）在实验时变换了经济状态，他们的发现与预期一致，即如果经济基本面较差，提现的速度会更快。他们也调查了存款保险的影响，与实证结果一致，那就是存款保险的设立会降低银行挤兑的发展，虽然不会完全避免银行挤兑的发生。马迭斯（Madies）（2006）和基什（Kiss）等（2012）的研究结果类似。戴维斯与瑞利（Davis – Reilly）（2016）提出暂停支付对银行挤兑发展的影响取决于银行的强硬程度，即如果由于银行恐慌限制提现储户可以取回的存款金额。当银行强硬时，银行挤兑出现的量会较少⁷。有趣地是，对其他储户决策的观察会阻碍这一效应，但是当银行政策较宽容时，其他储户决策的可观察性会降低银行恐慌的继续发展。

大部分实验结果与我们在实证研究中所观察到的结果一样。其中很多结果都能在多个场景、不同参与者的实验中观察到，因此我们非常确定这些调查结果的有效性。在这里强调一下，我们无法确切知道在实证结果中所观察到的决定对环境的针对性以及其适用度。复现性是相关实验的基本要求，实验可促进该领域的研究。

四、结论

经济和金融危机中最主要和最壮观的一个现象便是银行挤兑。发生银行挤兑时，很多储户虽然没有资金需求，但是仍然收回银行存款。如果被挤兑的银行真的存在运营问题，那么银行挤兑是有效的并会对信贷机构产生惩戒。本研究表明储户不仅挤兑运营不善的银行，储户希望借以避免无故的银行破产。这就需要通过实证研究和试验更好的了解储户行为。不幸地是，鲜有实证研究从个人数据出发调查储户的决定。而且其中多个研究还是以很久前发生的银行挤兑为研究对象，多个案例被认为具有特殊性（印度合作银行案例中观察到的行为多大程度上可被概括化及被应用到发达经济体的储户行为上？）。实验中设定的受控环境可帮助于确定实证实验和描述所概括出的机制；此外，因为实验可随时随地进行，大量调查测试的结果可以确认出普适性的结果。

可用实证和实验数据得出下列结论：储户具体多个维度的异质性，该异质性会影响储户决定。仅从储户的特征来说，我们需要确认何种特征会影响储户获取银行基本面信息并根据所得的信息做出决定。教育、金融知识深度、财富及与特定银行的往来经验和关系都属于这一类特征，即如果不存在基本面问题，此类特征会减少提现发生的几率；如果存在基本面问题，这些特征会增加提现发生的可能性。同时实验也证明认知能力越好所作决定质量越高。对银行的信心会减少大规模提现的发生，但是恐惧（特别是女性产生的恐惧）会增加大规模提现的发生，这说明监管机构和金融稳定机构对储户

⁷ 恩尼斯与凯斯特尔（Ennis – Keister）（2009）表示在出现银行恐慌时难以强行宣布暂停支付系统，如果真的发生银行挤兑，也无法简简单单地施行这一规定。

预期有显著影响。在这一大背景下，我们还发现存款保险和暂停支付都非常有效，从某种意义上来说这两种方式可在经验上和实验上降低银行挤兑发生的概率，但是这两种方式并无法完全避免银行挤兑的发生，即使人们很清楚银行不存在任何基本面问题（例如在支付确定的实验中）或央行确定会对该银行施以援手（参见北岩银行案例）。根据实证观察和实验，可认识到社会网络的作用和对其他储户决定的观察也是两个重要因素，一位储户观察到的提现情况越多，他取回自己存款的倾向越大。

上述调查结果表明，我们对储户的行为认识很片面，但是已经相当精确。随着世界的发展变化，有关储户行为问题的答案也会随之变化。还有很多东西我们不知道，例如社交媒体对储户的影响等。从最近几年的几个银行恐慌中可以看出，借助社交媒体传播的信息或谣言被认为是形成恐慌的原因之一⁸。英格兰银行推出一个制度，致力于利用推特信息预测银行挤兑的发生⁹。机构环境也在变化：例如，在欧洲，银行业联盟可能会发生彻底改变。储户也在变化，X、Y和Z代的储户明显与之前年代的储户不同，这一不同也会反映在储户决定上。我们不能停滞不前，应当在日新月异不断变化的环境中继续研究储户行为。

参考文献：

- Allen, F. – Gale, D. (1998): *Optimal financial crises*. Journal of Finance, 53(4): 1245–1284. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00052> （《最佳金融危机》）
- Atmaca, S. – Schoors, K. – Verschelde, M. (2017): *Bank Loyalty, Social Networks and Crisis*. Journal of Banking & Finance. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.12.007> （《银行忠诚度、社交网络与危机》）
- Brown, M. – Trautmann, S. T. – Vlahu, R. (2016): *Understanding bank-run contagion*. Management Science, 63(7): 2272–2282. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2015.2416> （《了解银行挤兑蔓延》）
- Bruner, R. F. – Carr, S. D. (2008): *The Panic of 1907: Lessons Learned from the Market's Perfect Storm*. John Wiley & Sons. （《从市场的完美风暴学到的教训》）
- Calomiris, C. – Mason, J. R. (2003): *Fundamentals, Panics, and Bank Distress During the Depression*. American Economic Review, 93(5): 1615–1647. <https://doi.org/10.1257/000282803322655473> （《萧条时期的基本面、恐慌和银行困境》）
- Caprio, G. – Klingebiel, D. (1996): *Bank insolvencies cross-country experience*. World Bank Publications. （《银行无力偿债的跨国经验》）

⁸ 例如，本文中提到在2014年哈萨克斯坦的Kaspi银行和CenterCredit银行、安联银行、保加利亚的企业商业银行（KTB）和第一投资银行（FIB或Fibank）实例中及2016年肯尼亚的大通银行实例中，社交媒体被认为是引起银行恐慌的主要因素之一。

⁹ 但是，恩尼斯（Ennis）（2003）指出在所调查的时段内，即使有时经济基本面非常差也不会发生银行挤兑，而有时经济基本面很好却会发生大规模提现现象。

- Chakravarty, S. – Fonseca, M.A. – Kaplan, T.R. (2014): *An experiment on the causes of bank run contagions*. *European Economic Review*, 72(November): 39–51. <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2014.09.003> (《银行挤兑成因实验》)
- Chari, V.V. – Jagannathan, R. (1988): *Banking panics, information, and rational expectations equilibrium*. *The Journal of Finance*, 43(3): 749–761. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb04606.x> (《银行恐慌，信息和理性预期均衡》)
- Davis, D.D. – Reilly, R.J. (2016): *On freezing depositor funds at financially distressed banks: An experimental analysis*. *Journal of Money, Credit and Banking*, 48(5): 989–1017. <https://doi.org/10.1111/jmcb.12324> (《冻结陷入财务困境的银行的存款人资金的实验分析》)
- Davison, L.K. – Ramirez, C.D. (2014): *Local banking panics of the 1920s: Identification and determinants*. *Journal of Monetary Economics*, 66(September): 164–177. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2014.05.001> (《1920年代当地银行业的恐慌：识别和决定因素》)
- De Graeve, F. – Karas, A. (2014): *Evaluating theories of bank runs with heterogeneity restrictions*. *Journal of the European Economic Association*, 12(4): 969–996. <https://doi.org/10.1111/jeea.12080> (《评估具有异质性限制的银行挤兑理论》)
- Diamond, D.W. – Dybvig, P.H. (1983): *Bank runs, deposit insurance, and liquidity*. *Journal of Political Economy*, 91(3): 401–419. <https://doi.org/10.1086/261155> (《银行挤兑，存款保险和流动性》)
- Dijk, O. (2017): *Bank run psychology*. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 144(December): 87–96. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2017.08.005> (《银行挤兑心理学》)
- Ennis, H.M. (2003): *Economic Fundamentals and Bank Runs*. Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly*, 89(2): 55–71. (《经济基础与银行挤兑》)
- Ennis, H.M. – Keister, T. (2009): *Bank runs and institutions: The perils of intervention*. *American Economic Review*, 99(4): 1588–1607. <https://doi.org/10.1257/aer.99.4.1588> (《银行挤兑与相关部门：干预的危险》)
- Garratt, R. – Keister, T. (2009): *Bank runs as coordination failures: An experimental study*. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 71(2): 300–317. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2009.03.009> (《作为协调失败的银行挤兑：一个经验性的研究》)
- Goldstein, I. – Pauzner, A. (2005): *Demand–deposit contracts and the probability of bank runs*. *Journal of Finance*, 60(3): 1293–1327. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00762.x> (《需求存款合同和银行挤兑的可能性》)
- Gorton, G. (1988): *Banking panics and business cycles*. *Oxford Economic Papers*, 40(4): 751–781. <https://doi.org/10.1093/oxfordjournals.oep.a041885> (《银行恐慌和商业周期》)
- Gorton, G. (2017): *The history and economics of safe assets*. *Annual Review of Economics*, 9: 547–586. <https://doi.org/10.1146/annurev-economics-033017-125810> (《安全资产的历史和经济学》)

- Guin, B. – Brown, M. – Morkötter, S. (2015): *Deposit Withdrawals from Distressed Commercial Banks* (《从不良商业银行提取存款》)(手稿)。
- Hauser, A. (2014): *Lender of last resort operations during the financial crisis: seven practical lessons from the United Kingdom*. BIS Papers, No 79, pp. 81–92. (《金融危机期间采取最后措施的贷款人：英国的七个实践教训》)
- Iyer, R. – Puri, M. (2012): *Understanding Bank Runs: The Importance of Depositor-Bank Relationships and Networks*. American Economic Review, 102(4): 1414–1445. <https://doi.org/10.1257/aer.102.4.1414> (《了解银行挤兑：储户与银行关系和网络的重要性》)
- Iyer, R. – Puri, M. – Ryan, N. (2016): *A tale of two runs: Depositor responses to bank solvency risk*. Journal of Finance, 71(6): 2687–2726. <https://doi.org/10.1111/jofi.12424> (《两个挤兑事例：存款人对银行偿付能力风险的反应》)
- Jacklin, C.J. – Bhattacharya, S. (1988): *Distinguishing panics and information-based bank runs: Welfare and policy implications*. Journal of Political Economy, 96(3): 568–592. <https://doi.org/10.1086/261552> (《区分恐慌和基于信息的银行挤兑：福利和政策影响》)
- Kelly, M. – Ó Gráda, C. (2000): *Market Contagion: Evidence from the Panics of 1854 and 1857*. American Economic Review, 90(5): 1110–1124. <https://doi.org/10.1257/aer.90.5.1110> (《市场蔓延：1854年和1857年恐慌的证据》)
- Kinateder, M. – Kiss, H.J. (2014): *Sequential decisions in the Diamond–Dybvig banking model*. Journal of Financial Stability, 15(December): 149–160. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2014.09.004> (《戴蒙德-迪布维格银行模式中的顺序决策》)
- Kiss, H.J. – Rodriguez-Lara, I. – Rosa-García, A. (2012): *On the effects of deposit insurance and observability on bank runs: an experimental study*. Journal of Money, Credit and Banking, 44(8): 1651–1665. <https://doi.org/10.1111/j.1538-4616.2012.00548.x> (《存款保险和可观察性对银行挤兑的影响：一项实验研究》)
- Kiss, H.J. – Rodriguez-Lara, I. – Rosa-García, A. (2014a): *Do social networks prevent or promote bank runs?* Journal of Economic Behavior & Organization, 101(May): 87–99. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2014.01.019> (《社交网络会阻止或促进银行挤兑吗？》)
- Kiss, H.J. – Rodriguez-Lara, I. – Rosa-García, A. (2014b): *Do women panic more than men? An experimental study of financial decisions*. Journal of Behavioral and Experimental Economics, 52(October): 40–51. <https://doi.org/10.1016/j.socec.2014.06.003> (《女人的恐慌多于男人？一项财务决策的研究》)
- Kiss, H.J. – Rodriguez-Lara, I. – Rosa-García, A. (2016): *Think twice before running! Bank runs and cognitive abilities*. Journal of Behavioral and Experimental Economics, 64(October): 12–19. <https://doi.org/10.1016/j.socec.2015.01.006> (《三思而后行！银行挤兑与认知能力》)
- Kiss, H.J. – Rodriguez-Lara, I. – Rosa-García, A. (2018): *Panic bank runs*. Economics Letters, 162 (January): 146–149. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2017.11.014> (《恐慌性银行挤兑》)

- Knell, M. – Stix, H. (2015): *Trust in banks during normal and crisis times—evidence from survey data*. *Economica*, 82(s1): 995–1020. <https://doi.org/10.1111/ecca.12162> (《正常与危机时期对银行的信任——调查数据证据》)
- Madies, P. (2006): *An Experimental Exploration of Self-Fulfilling Banking Panics: Their Occurrence, Persistence, and Prevention*. *Journal of Business*, 79(4): 1831–1866. <https://doi.org/10.1086/503650> (《自我实现银行恐慌的实验探索：发生，持续和预防》)
- Ó Gráda, C. – White, E. (2003): *The Panics of 1854 and 1857: A View from the Emigrants Industrial Savings Bank*. *Journal of Economic History*, 63(1): 213–240. <https://doi.org/10.1017/S0022050703001785> (《1854年和1857年的恐慌：移民工业储蓄银行观察》)
- Osili, U.O. – Paulson, A. (2014). *Crises and confidence: Systemic banking crises and depositor behavior*. *Journal of Financial Economics*, 111(3): 646–660. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.11.002> (《危机与信心：系统性银行危机与储户行为》)
- Schotter, A. – Yorulmazer, T. (2009): *On the dynamics and severity of bank runs: An experimental study*. *Journal of Financial Intermediation*, 18(2): 217–241. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2008.06.002> (《银行挤兑的动态和严重性：一项实验性研究》)
- Schumacher, L. (2000): *Bank runs and currency run in a system without a safety net: Argentina and the tequila'shock*. *Journal of Monetary Economics*, 46(1): 257–277. [https://doi.org/10.1016/S0304-3932\(00\)00022-2](https://doi.org/10.1016/S0304-3932(00)00022-2) (《没有安全网络中的银行挤兑和货币危机：阿根廷与龙舌兰酒效应》)
- Shin, H.S. (2009): *Reflections on Northern Rock: The bank run that heralded the global financial crisis*. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1): 101–119. <https://doi.org/10.1257/jep.23.1.101> (《对北岩银行事件的反思：预示着全球金融危机的银行挤兑》)
- Starr, M.A. – Yilmaz, R. (2007): *Bank runs in emerging-market economies: evidence from Turkey's special finance houses*. *Southern Economic Journal*, 73(4): 1112–1132. (《银行在新兴市场经济体中的运转：土耳其特别金融机构的证据》)
- Valencia, F. – Laeven, L. (2012): *Systemic Banking Crises Database: An Update*. IMF Working Paper. (《最新系统性银行危机数据库》)
- Wang, C. (2013): *Bailouts and bank runs: Theory and evidence from TARP*. *European Economic Review*, 64(November): 169–180. <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2013.08.005> (《疏困与银行挤兑：问题资产救助计划中的理论与证据》)

“布达佩斯人民币倡议”2019年会议简报

梅萨洛什·顿黛

2019年3月29日，匈牙利央行举行了“布达佩斯人民币倡议”第五次年度会议。匈牙利央行副行长纳吉·马尔通（Nagy Márton）在开幕致辞中强调匈牙利央行支持人民币的国际化，并汇报了“布达佩斯人民币倡议”年度会议的相关成果。在兼顾全球发展变化的同时，匈牙利央行将以全面和开放的态度迎接中国经济带来的经济和融资机遇。为建立有利于金融科技公司的监管环境，匈牙利央行已经实施了第一阶段的措施。此外，匈牙利央行还为本国金融人才在金融创新领域的领先发展提供助力。

匈牙利外交与对外经济部副部长马扎尔·莱文特（Magyar Levente）在讲话中强调，匈牙利和中国的经济关系正在快速发展，匈牙利借此取得了很多喜人的成就。除了政府和央行取得的成果外，两国间的联系均为进一步合作创造了机遇。副部长还强调了中国资本流入欧洲的地缘政治意义，指出过去10年间中国对匈牙利的投资也显著增加。

复旦大学副校长桂永浩对匈牙利成功引入中国的支付宝为匈牙利提供移动支付服务表示祝贺。他深知两国间金融合作的重要性，并赞赏匈牙利的“向东开放”政策，尤其是中国在中东欧地区开设的第一家银行——中国银行匈牙利分行、已达成的货币套换协议、匈牙利在中国市场发行的债券，以及在经济、金融、文化和教育领域取得的成果，包括复旦大学在布达佩斯考文纽斯大学承办设立的双学位MBA课程（该课程的实施同样获得了匈牙利央行的专业支持）。

匈牙利银行协会主席鲍陶伊·米哈伊（Patai Mihály）¹强调银行业在近几年中吸取了很多重要的经验教训。公司经济部门在融资的道路上困难重重，荆棘遍布，但是匈牙利央行的“增长投资计划”可帮助公司经济部门扭转这一困局。高比例的零售外币借款让匈牙利经济面临重大风险，但是将借款转换成福林后反而促进了匈牙利经济的稳定。银行业的股权结构也发生了变化，目前内资持股已达到50%。2018年国内银行体系中的大部分成员都已经成功盈利，流动资金情况良好，资本情况稳定。

匈牙利联合信贷银行公司副总裁马可·亚纳科内（Marco Iannaccone）提到，匈牙利联合信贷银行是第一家提供中国移动支付方式的匈牙利银行。它将为客户提供创新服务作为一大运营战略，正是在这一战略的指引下，匈

梅萨洛什·顿黛（Mészáros Tünde），匈牙利央行高级专业秘书。电子邮箱：meszarost@mn.b.hu
本文原文发表在《金融与经济评论》2019年第2期。<https://en-hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/fer-18-2-cr1-meszaros.pdf>

¹ 鲍陶伊·米哈伊，2011年4月15日至2019年4月21日任匈牙利银行协会主席。

牙利联合信贷银行引入中国的移动支付方式，让中国游客利用常用的手机软件在匈牙利进行交易。匈牙利零售商们也从这一创新支付方法中收获颇丰。

匈牙利雅典娜图书出版社（PABOOKS）紧随其后，其书店中的支付宝终端现场操作取得成功，标志着支付宝正式进入匈牙利。

随着专业会议流程的继续深入，复旦大学教授理查德·维尔纳（Richard Werner）发表演讲，分析了为什么仅有一部分东亚国家，即日本、韩国、新加坡和中国可以成功地从“发展中国家”发展成“发达”经济体。中国在经济方面所取得的成就令全世界刮目相看，也向世界证明了正确的措施可以实现国家的发展。例如中国推出的“一带一路”合作倡议，中国借此与合作国家分享成功发展的策略，与之前的国际发展机遇环境相比，可以让合作国家更直接地获益。人民币的国际化不仅会为中国，也会为其他国家创造巨大发展机遇。

匈牙利外交与对外经济部副国务秘书波奈瓦齐-鲍纳·拜特拉（Ponévacs-Pana Petra）高度赞扬中国和匈牙利间多样化、强有力和高效合作所带来的裨益，还特别提到了在布达佩斯举行的“16+1”峰会和经济、商业和金融论坛、第一届中国国际进口博览会（匈牙利总理也受邀参加），以及两国间贸易的动态发展和高质量匈牙利农产品的出口。在投资方面，匈牙利政府计划建立研发和创新中心。货币政策方面的合作发展迅猛，匈牙利央行迄今取得的成就有目共睹。

罗伯·洛威（Rob Loewy）代表中国银行伦敦分行介绍了中国金融市场的发展。得益于中国金融市场的逐渐开放，从2013年到2018年间，海外实体在证券市场持有的国内金融资产增长超四倍以上，在股票市场增长超三倍以上。中国发挥的作用越来越大，人民币便是一个标志，外汇市场深入改革刻不容缓。中国银行间债券市场现在已经成为世界第三大场外交易固定收益市场，截止到2018年底已吸纳1200多个海外投资者，预期未来会继续增长。

匈牙利央行执行理事和首席经济学家保洛陶伊·丹尼尔（Palotai Dániel）谈到了中国在世界新经济秩序中所扮演的角色。他还强调，匈牙利和中国间的金融和经济关系迅猛发展势头正盛。近几年来，两国间的商务往来明显增加，中国公民侨居匈牙利或赴匈牙利旅游的人数不断增长，再加上高等教育连通性的显著加深，这些都迸发出深入发展的潜能。除了为中国货币提供国际化支持以外，匈牙利央行还推出“人民币项目”和“布达佩斯人民币倡议”，自2015年以来在匈牙利都取得了重大成果，支付宝终端的引入也说明了这一点。

在接下来的系列专业演讲中，匈牙利央行理事高伯莱尔·盖尔盖伊（Gabler Gergely）从监管视角分享了与匈牙利创新和金融科技相关的话题。央行欲制定一个框架，能够在最小化风险的同时支持全民全领域创新。针对监管两难困局，匈牙利央行采取了两种方案，即，在实施极度限制条件和采取非干预方法间进行选择。通过“创新中心”和“监管沙盒”的开发和运作，央行为相关金融科技提供了监管支持平台和监管测试环境。按照匈牙利央行的方案，下一步是设立即时支付体系。

匈牙利联合信贷银行代表毛洛希·本采（Marosi Bence）的话题有关其银行和支付宝间的国际合作，通过国际合作，中国客户可在匈牙利使用中国的

移动支付服务。匈牙利引入支付宝终端会对相关商户和用户带来颇多裨益。欧洲国家的亚洲游客（主要是中国游客）数量不断增加。事实证明，赴匈牙利游客也非常希望能够在异国他乡使用平常所用的移动支付方法，因此预计我们的移动支付服务也会在匈牙利快速普及。

匈牙利考文纽斯大学金融科技中心的负责人郑英俊（Trinh Anh Tuan）展示了中国、瑞士和美国在当前发展中的金融技术方案，强调匈牙利也会通过越来越多的方式为创新创业公司提供支持（例如，建立专门实验室等）。考文纽斯金融科技中心的目标是在金融技术和数字转型领域实现对大学教育、研究、利益相关者群体和创新的协调和开发，尤其关注人工智能在金融、数字钱包和区块链方面的应用。

谈到中国的影子银行系统，复旦大学院长钱军对银行业最重要因素之一能够快速渗入的原因（银行提供的财富管理产品）和此类现象的风险（包括在投资风险）进行了阐述。他还强调了四家大型银行相关产品和小型机构相关产品间的差异。影子银行系统的扩张不仅加剧了储蓄领域的竞争，并且也增加了机构间的竞争，同时还影响着货币政策的决策。

支付宝代表胡晓琼最后登台。她说，阿里巴巴集团的全球化目标主要集中在进口、扩大出口、全球数字金融平台、全球物流网络的建立和世界范围内方案的传播，以及休闲旅游等方面。超过8亿7千万的用户群体可在任何时间、任何地点在线上和线下使用支付和转账服务。中国城市和农村地区的移动支付的普及率都实现了快速增长。公司提供的借贷服务好消息不断，月平均花费见涨，客户数量和复用率双双上扬。

保洛陶伊·丹尼尔在会议闭幕时对演讲者表示感谢，对其所作演讲表示赞赏，还强调本次会议中支付宝终端的正式交付使用是中匈合作的一个新的里程碑。他同时还希望能够在下届会议上分享更多新成绩。

投稿须知

- 稿件的平均长度为40000英文字符，含空格。文章字符有最多50%的浮动。需用英文同匈牙利文两种文本书写。
- 每篇文章的摘要需800–1000英文字符，摘要的内容要包括主要的假设和论点。
- 摘要之后脚注里显示作者的单位和职业（包括职位）、联系方式、电子邮箱、有关编写文章的信息以及致谢。需英文与匈牙利文两种文本书写。
- 请将JEL分类号写于文章摘要之后（不少于三个）。
- 要求作者使用简明标题，各章标题需加粗字体。
- 文章末尾应包括参考文献列表，注明作者的全名（如有外国作者，姓在前，名在后）、出版年份、出版物的确切名称/标题、出版社名称及出版地。如参考文献属于期刊，则应标注期刊年份、卷号/刊号、出版月份、页码。在正文中只要引用姓氏、年份和页码。在引用原文的情况下，需标明页码是必不可少的。
- 在整篇文章中，表格和图表必须使用连续编号（编号不可在新小节或子小节内被重新编号）。每个表格和图表都必须有一个标题，并且必须指出所含值的度量单位。标题应该放在表格或图表的上方，表格必须在Word或Excel文件中应用英文与匈牙利文两种文本编辑。注释和数据源应直接插入表格或图表下方设置为斜体字体。
- 数学公式应使用连续编号（即编号不可在子部分另起），数学公式应置于右侧括号中。
- 所投稿文章不可已在其他报纸或期刊等公开发表过或被通知即将公开发表。每篇文章将由两位匿名独立的专家评审。
- 应用Word文件以电子方式（通过电子邮件）向编辑提交稿件。图表和表格请另行使用Excel文件。需英文同匈牙利文两种文本书写。
- 详细投稿规则请参阅：<http://english.hitelintezetiszemle.hu/letoltes/authors-guide-en-1.pdf>。

欢迎赐稿

《金融与经济评论》编辑部

匈牙利，1054 布达佩斯，自由广场9号 · 电话: +36-1-428-2600
电子邮箱: szemle@hitelintezetiszemle.hu



Financial and Economic Review
金融与经济评论