

【本期推荐】

刘 珺：下行是暂时的：全球化流变与投资转轨

【“宏观经济发展” 专题】

李 扬：高杠杆率制约经济增长

王永利：全球和中国宏观经济形势预判

任芃兴、曲 强：基建跃进下的转型隐忧

熊 园：反弹非反转，新周期难现

朱 澄：从金融杠杆周期看宏观经济走势

【海外之声】

Steve H. Hanke：习近平应该告诉川普如何避免贸易战

Mthuli Ncube：移动银行的未来模型对市场增长至关重要的兼容性

【IMI 研报·人民币国际化报告 2016】

系列三十四：系统性风险的识别与评估

顾问委员会：（按姓氏拼音排序）

Edmond Alphandery	Yaseen Anwar	陈雨露	陈云贤	Steve H. Hanke
李 扬	李若谷	马德伦	Robert A. Mundell	任志刚
潘功胜	苏 宁	王兆星	吴 清	夏 斌

编辑委员会：（按姓氏拼音排序）

贲圣林	曹 彤	陈卫东	鄂志寰	冯 博	郭庆旺
纪志宏	焦瑾璞	刘 珺	刘青松	陆 磊	涂永红
王 毅	王永利	魏本华	向松祚	曾颂华	张 杰
张晓朴	张之骥	赵锡军	周阿定	周道许	周广文
庄毓敏					



中国人民大学国际货币研究所（IMI）成立于 2009 年 12 月 20 日，是专注于货币金融理论、政策与战略研究的非营利性学术研究机构 and 新型专业智库。研究所秉承“大金融”学科框架和思维范式，以“融贯中西、传承学脉、咨政启民、实事求是”为宗旨，走国际化、专业化和特色化发展道路，在科学研究、国际交流、科研资政以及培养“能够在中西方两个文化平台自由漫步”的国际金融人才等方面卓有成效。

主 编：曹 彤

副主编兼编辑部主任：宋 科

编辑部副主任：安 然

责任编辑：廖佳楠

栏目编辑：刘 欣

刊 名：IMI 研究动态

刊 期：周 刊

主办单位：中国人民大学国际货币研究所

出版单位：《IMI 研究动态》编辑部

地 址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室

邮 编：100872

网 址：www.imi.org.cn

电 话：86-10-62516755

传 真：86-10-62516725

邮 箱：imi@ruc.edu.cn

下行是暂时的：全球化流变与投资转轨

刘璐¹

全球化在争议中，并且质疑声愈来愈大，反对者愈来愈多。缘何昔日人类文明的浩荡潮流顷刻间变成社会公平与进步的阻滞呢？溯源全球化，其萌芽于国与国之间的贸易，始于物的跨境移动，延伸到人的跨国移动和资金的跨国移动，继而开启政治、社会、环境和文化的国家间交流和全球性协调。

全球化概念真正成型于上世纪 70 年代，交通和通讯的便利是前提，互联网和移动通讯是加速器。1983 年经济学家 Theodore Levitt 以“全球化市场”（globalization of markets）为标题的文章，被认为是全球化在学术上严格定义的发端。2000 年国际货币基金组织（IMF）规范了全球化的四项主要内容：贸易和交易、资本和投资、人的迁徙和流动以及知识的传播和分享。全球化从萌芽期、初始期、成长期逐步进入现代意义上的形成期，在一个多世纪的时间里最为显著地标识人类的发展和进步。

一、全球化上行

第一次工业革命以降，工业化先行国不遗余力地推广国际贸易，重商主义成为理论武器，无论是 Anoine de Montchrestien 的货币差额论还是 Thomas Mun 的贸易差额论，均把政策重心放在限制进口鼓励出口上，是基于维护国别利益的生产本地化、市场全球化的模式。由于其零和博弈的本质，虽然客观上按下全球化的启动键，但进一步上行的思想驱动力明显不足。于是，亚当·斯密和大卫·李嘉图接棒，以更符合经济全球化的古典经济学理论特别是自由市场和比较优势学说推动全球市场和国际分工，全球化有了“主义”的指南。之后，经济方面是第二次工业革命和第三次工业革命，其间发生 1929 年-1933 年大萧条和互联网泡沫等危机；理论方面是凯恩斯主义和新古典经济学，同时存在政治经济学、行为经济学、制度经济学、供给学派等。

¹ 刘璐，中国人民大学国际货币研究所学术委员、中国投资有限责任公司副总经理

在 2000 年之前，全球化始终处在加速状态，边际效益为正，帕累托改进的步伐未停。

两条主线脉络清晰：三次工业革命积聚的全要素生产率充分焕发，发达经济体生产力水平不断提升并主导全球产业链和分工，科技创新的作用日益突出；发展中国家的人口红利开始显现，劳动密集型的生产制造和禀赋依托型的资源出口被差异化地嵌入了全球分工体系（发达经济体中也有资源和原材料出口国，比如澳大利亚等）。欧美国家开发并掌握核心技术，输出低端产能，进口廉价商品；新兴经济体进行产业升级，构建制造业体系，积累财富并输出储蓄盈余，进口关键技术和高端产品。如此两分的经济体集群在微笑曲线上实现了共生，合力塑造后工业化的国际政治经济秩序。

“经济基础决定上层建筑”，在这一超长的全球化上行周期，国际规则和全球治理由发达国家设计，不断构建出有利于全球化的制度框架。

政治方面，自由民主是主题。“二战”之后的冷战铁幕轰然倒下，“历史终结”指向“华盛顿共识”的西方模式。虽然其间中国走出一条相对独立的发展之路并衍生出“金砖国家”等发展集群，但大方向是意识形态让位于经济发展、保守主义让位于自由主义，国别事务让位于国家间协调机制和全球共治，如国际组织、国际仲裁机构等，一般性规则和先例的国际化形成大致共识。

经济方面，欧美坚持自由市场，国内市场与国际市场融合，以市场之“大”制衡政府“看得见的手”，具体政策针对福利和保障多、干预市场和企业少，政府与市场始终保持一定的距离（at arm's length）。

社会方面，德国俾斯麦时期的现代社会保障制度得以继续完善，保障体系的广度和深度得到强化，福利改善为社会的相对融洽培土强基。

全球范围内政策组合的主基调是促进生产力的持续进步和社会福利的持续提升。财政政策上，赤字预算和转移支付等的积极运用助推投资和消费，较大幅度地改善了基础设施和公共服务；货币政策上，中央银行的独立性置于原则性地位，政策目标高度聚焦，即以防通胀为主，政策传导机制的主渠道是市场和市场化主体，政策工具遵循单一规则，以利率等价格型工具为主，通过加息以稳定 CPI 水平并给过热经济降温是基本桥段，降息以应对萧条并刺激经济增长是插曲。

在全球化上行期，与和平和发展相契合，未来和增长是投资主题，价值嵌套

于增长，增长凸显出价值。

国别选择方面，发达经济体是技术禀赋和资本禀赋引领科技创新和产业转移，新兴经济体是发展红利和改革红利驱动产业承接和工业化城市化“两化”。二者的执旗者投资价值和回报巨大，比如美欧日、金砖国家等。

行业选择方面，金融资产和非金融资产均表现良好，金融加速实体经济效率，实体经济在新需求的作用下依托新技术不断产出新产品，行业性机会频现，特别是与创新相关的自动化和电子技术等。

资产类别选择方面，周期性资产相对于成长性资产表现中规中矩，但上行的大趋势始终保持，其中大宗商品更是在“中国需求”的虹吸效应下从历史新高走向另一个历史新高，成长性资产的估值“没有最高，只有更高”，超预期贡献 alpha。

期限选择方面，短期限（short duration）、交易型让位于长期限、持有型，且持有期不断延长，时间的价值表达与成长的故事叙述融为一体。

风格选择方面，风险追逐（risk-on）是市场主流，可供选择的载体从原生工具到衍生工具、从股票到债券、从主动（active）到被动（passive）、从传统到另类（alternative investment，如对冲基金 hedge fund 等），每一种载体均有充分的生存和壮大空间，均展现可观的价值捕捉能力。

二、全球化平行

新千年前后，全球财富的普遍增长遇到瓶颈，财富效应的聚集特征显性化，而分配特征被扭曲，贫富差距和阶层分化明显，1%与99%的矛盾激化，帕累托最优的理想状态没有实现，全球化进入平台期。科技创新与资本市场的对接和高效率运转受到冲击，互联网泡沫先被引爆，以危机的方式预告发展范式变迁的来临。

政治方面，民粹主义（populism）和民族主义（nationalism）回潮，极端理念和观点开始获得响应，以“9·11”为分界点，恐怖主义从非核心关注变为全球治理的主要议题。

经济方面，GDP 走势开始分化。新兴经济体的改革红利仍处释放期，特别

是中国加入 WTO 之后国际分工利好发展中国家集群，使其增长得以延续，但已然出现增长疲态，而发达经济体基本进入低增长期。

同时国际收支失衡有所加剧，贸易顺差集中在以中国为代表的新兴经济体、以澳大利亚为代表的资源国和以德日为代表的制造业强国，而传统发达经济体的赤字状况持续恶化，导致其国内利益置于国际市场之前优先排序，非市场化的保护主义抬头。

社会方面，阶层和民族对立与宗教和意识形态冲突在国家内部和国家之间多维度展开，公平的相对缺失诘问发展成果的分享偏离，福利国家的财富创造与分配高度不同步，社会幸福指数逐级下降。

全球政策组合的主基调是防通缩。财政政策上，积极的财政刺激（fiscal stimulus）大行其道，但加大政府投资受制于财政收入匮乏，赤字政策的运用也受财政纪律的约束，整体效果乏善可陈，而欧债危机后适用于希腊等国的紧缩政策（fiscal austerity）更是在反思基础上的变向；货币政策上，稳健向积极转化，央行的作用达到极致，甚至成为影响经济和市场的最为重要的力量，量化宽松（quantitative easing）、央行扩表等非常规手段常规化，央行不断向市场注入流动性，利率被人为设定在极低水平（主要发达国家利率在零附近甚至进入负利率区间），投资者的能力从分析市场变成与央行的货币政策对表，如 Mohamed A. El-Erian 所说的央行成了“唯一表演”（The Only Game in Town）。

全球化平行期的投资主题是价值与增长并重，但普遍性增长的信号变弱，价值中枢被低利率政策所压制，beta 低，获取 alpha 的难度也较大。

国别选择方面，新兴经济体的高增长题材难以为继，违约与通胀的风险凸显，回报率难以覆盖风险，投资价值急剧下降；发达经济体却能为避险投资给予支撑，虽然绝对回报水平已无昔日辉煌，至少可以为流动性过剩背景下的超量全球货币提供泊位。

行业选择方面，金融类资产是投资重点，股票、债券、房地产（既有居住属性，又有投资属性）的价值被不断推高，彰显资本在经济增长的大趋势中力量之大；非金融类资产表现欠佳，工业品和食品等由于生产力的提升价格长期承压，石油、煤炭等大宗商品由于“中国元素”的剂量锐减而无法持续居于高位。

资产类别选择方面，周期性资产起起伏伏，财务回报无圈点之处，石油、煤

炭等资产的下行区间远多于上行区间，成长性资产除信息互联网领域的“独角兽”（unicorn）外，投资陷阱多于投机机会；并且过多资金追逐下的一级市场估值已然很高，二级市场投资价值和退出通道的收窄均挤压整体回报水平。

期限选择方面，股票的波段操作上位，交易性得以强化，而债券以长期限为主，以获取央行主导的低利率下可能的期限溢价。

风格选择方面，风险追逐基于债市收益过低，任何风险溢价都不能放过，而风险规避（risk-off）是基于主要经济体股指均处历史高位，特别是美国，市场反转冲向出口（rush for the exits）的心态潜移默化左右市场情绪，两种风格平行上演，投资载体主动、被动兼用，愈到后期愈倾向于被动。以基准收益（benchmark return）为指针的 ETF 大行其道，对冲基金等主动投资平台的收益能力被广泛质疑，即便投资者没有放弃主动的取态，具体实现方式也转向“智慧贝塔”（smart beta）。

三、全球化下行

全球化上行和平行期是过去时，而全球化下行是正在进行时，是近两年来发生和变化并仍在持续的进程。新经济和互联网时代信息的交换和共享是全球化的，使得离现在最近的三次危机（1997 年的亚洲金融危机、1995 年至 2001 年的互联网泡沫危机和 2007 年开始的全球金融危机）外溢和传染效应在速度、范围和烈度上几何级数地增强，并引发政治形态、社会结构和文化现象等方面的深刻调整。

英国脱欧、欧洲难民危机、特朗普当选美国总统等历史性事件，蕴含的不是简单的经济抑或政治信息，而是表象之下的人类发展方式的反思，尽管呈现出来的是抗议及情绪压制理性的激烈表达方式。

全球化成为众矢之的，无论是概念还是实践都受到重压，全球化站在了下行通道的门口。

政治方面，民粹主义和民族主义出现泛化端倪，主张不同甚至迥异的政党不约而同把民粹和民族主义视为获取选票的“法门”，选举政治与国际恐怖主义极端化交织，国别利益是主流，全球共治变成非主流，国际形势进入超常不稳定状态；经济方面，全球金融危机的续集不断上演，欧债危机、新兴市场货币贬值、

石油价格断崖式下降、非洲灾荒等，甚至中国都进入“三期叠加”，GDP 增速转换为中档，全球景气状况低迷；社会方面，老龄化和环境恶化积弊甚重，全球变暖使人类生存受到挑战，抚养比之低使人类延续成为问题，人与人的冲突和人与自然的冲突不断升级。

全球范围内政策组合的主基调是激活通胀、就业回归和制造业在岸化。财政政策上，紧缩政策不再被推崇，减税和加大基础设施投资等重回政策选项，供给学派的味道浓重；货币政策上，利率向常态回归，特别是美国加息提速，欧洲央行退出量化宽松和负利率提上议事日程，日本的量化和质化宽松的力道趋弱，主要经济体利率走高的大趋势形成，通货膨胀抬头。

全球化下行期的投资主题散乱，从侧面印证全球化的发展趋势并没有根本性的改变，下行是暂时的，是片段。国别选择方面，内向型经济体和资源国受益，外向型经济体由于保护主义盛行而受到冲击，由于美元升值的因素，与美国制造业回归和本土化生产消费高度相关的项目受到追捧；行业选择方面，金融与科技的“混搭” Fintech 是热点，非金融资产以服务贸易的系统集成者是重点，且服务贸易的技术含量要足够高；资产类别选择方面，具有科技驱动力的成长性资产孕育明日之星，周期性资产中与科技有机融合的佼佼者亦值得关注；期限选择方面，短期限集中交易的吸引力较大，长期持有在技术颠覆和模式转化的窗口期并不最符合逻辑；风格选择方面，投资者进入了“选择焦虑”，并且不仅是在主动、被动、智慧贝塔等之间选择，而且要在人和机器之间选择，人工智能范畴的机器人投顾（robo-advisor）与量化投资、程序化交易（algorithm trading）一起，将革命性地改变现有的投资版图。

四、全球化新常态

全球化的将来时会如何展开？世界仍在变化，科技马太效应和创新摩尔定律仍在“挥斥方遒”，丝毫没有消减的迹象。精英阶层与草根阶层的分野没有弥合，反而愈发偏离中点。即便如此，与全球化相左或背道而驰的人类发展新趋势能继承大统吗？可如是观。

去全球化是国际性协议或多边安排向国家间协议或双边安排的转变，逆全球化是向保护主义的转变，而反全球化是向孤立主义的转变。全球化已然是现实存



在，走回头路是小概率事件，回到原点更无可能。要素禀赋是因，贸易数字是果；进步是目的，如何进步是方法。若运用去竞争的方法重塑国际竞争力格局，逻辑上大谬，实践上也难以行稳致远，全球化新常态是不二选项，因为人类的追求远没有想象的差异那么大。

高杠杆率制约经济增长¹

李扬²

先说一下中国经济，这是总的背景。我想大家也看到过很多分析，每个人也可以做分析，我们提供一个视角，结构性减速的视角，也是科学院坚持的视角，我们不再讲 3+ 法则，那东西谁都会说，鹦鹉都会说的。结构性的分析，尤其我们面对着一个长期现象的时候，结构性分析肯定是最准确的分析角度。

然后我们谈一下债务和杠杆率问题，我想现在、未来杠杆问题都是非常大的问题。也恰好有些同志会知道，我率领一个团队，我们延续 7 年来一直制订与编制中国负债表，现在手头 11 年中国负债，和 20 年中国债务的偿还。有一些心得和大家分享一下。

第三，人民币汇率。其实我不喜欢说汇率，20 年前喜欢说。因为有些东西不好说了，因为汇率问题有太多非经济问题，经济因素不是特别的强，我们天天说基本面不支持，天天看它往下贬。再说汇率是一个非常综合的因素造成的。

最后结语更正能量了，中国其实还是比较领先的，特别是下一步的改革在理念上还是很领先的。我们要做的是把这些理念很好的理念变成现实。

有个简单的导言，中国经济运行的国际背景，导言的标题就已经显示出我们的看法，我仍然不乐观。尽管看价格的变化，美国很多的变化，我仍然不乐观，我认为全球危机尚未有近期。原因我们没有看到特别明显的征兆可以恢复。我们还是借用拉嘉德女士的概括，当前未来一段时间里，有五个特征，而且五个特征非典型特征。比如说复苏，弱复苏起起伏伏，也不是像大危机下去了，也不是非常爽快的就恢复了。很重要的问题就是目前影响经济运行的两大类因素都在起作用。

¹ 本文系作者在“2017 上投摩根国际投资趋势论坛”上针对全球和中国的经济特征、债务和杠杆问题、以及人民币汇率发表演讲的实录。

² 李扬，中国人民大学国际货币研究所顾问委员、国家金融与发展实验室理事长、中国社会科学院原副院长



一大类导致危机的因素。我们说至少可以概括，导致此次百年不遇危机因素至少五六条来，而且条条都很要害。那么这样一些因素解决了没有呢？没有解决。比如说大家说的杠杆率的提高，美国没有去杠杆，美国政府加杠杆了，而且去的多得多，致使美国国家加杠杆，再增加债务，美国政府要对外大规模的借债。但是用借债支持强美元，支持加杠杆能持续多久？我表示怀疑，我不认同美元从此走向了强的道路，我不认为。因为他是靠借债来支撑，就这种问题。

不仅是说老问题没有解决，新问题来。因为在应对危机过程中，我们最常见到一个词“超常规”。你超了常规可能就有问题了，现在它就有无穷多的副作用，现在全世界货币泛滥，洪水泛滥，但是全世界物价低廉。还有就是债务特别是政府的债务，居高不下。大家知道政府欠债是最坏的事情。

第二特征低增长，当然大家可以观察一个事实，现在问题在于这样一个增长长期的低于它的潜在水平，如果长期低于潜在水平，对经济的损坏是非常大的，就像开车大家都知道的，你开车最怕的绕，然后你不能走。长期如果说设备不能够充分的利用的话，设备会损坏，损坏非常厉害，现在整个就是这样。国内经济学家经济增长有不同看法，有人说 20 年有 8%，那是潜在增长的，实际上是 6.7%，可能还会往下走。这样一个状况长期存在，潜在增长率也会逐渐现实的增长率在下，这样一种情况，全世界都如此。

第三，通货紧缩。也是非典型的通货紧缩，通货膨胀定义就是货币长期持续增长，应当是货币的长期持续的缩减办支物价的长期低迷。现在我们见到的情况不是这样的，见到货币长期持续的增长的物价水平长期低迷，解释不了，理论教科书找不到。我们是搞研究的，就觉得现在可以做得事情很多，可以修改教科书了，像这些书没有了。今天早上听广播说中央银行把通货膨胀搞上去，反通胀是中央银行的天职，现在要搞通胀。

失业问题也是这样，美国失业率有所改善，但是看结构它失业率的改善因为很多人不去找工作了，人口参与率在下降。我们知道失业率，第一在美国很严格的，是有能力工作，愿意工作，并且在寻找工作的人找不到工作叫做失业。现在大量的有能力工作的人不愿意工作，更不去寻找工作，就在街头游荡，枪击案件

等等。能去工作而不去工作的人，也不去登记失业率下降了，这是非常可怕的一种下降。

另外，结构来说，有特定的人群就是年轻人，再比如说年轻人中的受过高等教育的人失业率及高，欧洲像这种人失业率 50%，这种情况在中国也很突出，我们就业市场上的格局上半年招工难，下半年大学生就业难，结构性的矛盾已经持续很长时间了，一年几百万大学生进入就业市场，就业状况怎么样大家都清楚。这些都是潜在的矛盾，这么多的年轻的受过良好教育的人不就业，你说这是什么事。

高负债也是这样，负债我们说因债务引起的危机，当然要以债务减少，杠杆率下降为前提才能去解决。但是现在根本就看不出任何的可以减债的出路，看不到任何降杠杆的出路。刚才讲的美国例子，美国都说去杠杆了，确实去了，银行部门去了，但是政府上来了，上的还要更多。都在政府手里，政府的运作的逻辑和市场是不太一样的，会有很多的问题。当然政府掌握大量债务之后，特别是美国政府对全球的影响更加深远的。

总之，这样一个背景我想简单的借拉加德的概括说一下我的体会，我觉得是一个长期的低迷的一个情况。

这张图告诉我们全球经济下行已经有 8 年，这个在经济预测不断下移已成常态，这是国家报告一句话，说明连续 5 年以来我们的预测总是高于实际增长，表明经济增长在嘲笑我们搞预测的人，确实百年不遇的大危机，觉得差不多就下去了，连续 5 年阶梯般下滑对我们智慧是一个嘲笑。

我们还要说一下有诸种事态坐实下行趋势，还有美联储在加息问题上，加就加，反正对加息已经忽悠我们 3 年了，现在实体经济其实并不太支持，现在政策因素显然是，这种状况我觉得不太可能有长期持续的很迅速的上涨。

第二个事态一个英国“脱欧”和当选，“脱欧”不是小事情，深刻地反映了发达国家体内部一个直观的崩坏以及制度自信的丧失。失望、彷徨、倒退的情绪在整个西方世界蔓延，美国总统大选的鸾翔，更显示出西方社会的撕裂。现在当然对价值观对这条模式有质疑，现在是这样。这么伟大的社会，显示出这种负面，应该说危机很慎重的。在这种情况下任何所谓举措，其实都服从于政策目的。对于中国来说，2016 年 10 月 28 日大家都在说年底的经济中国会怎么样，配套召



开的中央金融会议怎么样，其实在 10 月 28 号政治局会议上已经基本上信息都已经披露了，关于形势的判断有一句话“当前中国经济发展新常态特征更加明显”。用中国的语境就是形势还要差下去，经济形势还要下滑，这个已经没有任何疑问了。

国际上也如此，国内也如此，所以下行趋势可以确认的，会有波动，会有一些起伏，但是总的趋势没有大的改变，所以我们无论做什么工作，就是要有一个长期的应对衰退的打算。

下面我们讨论中国，中国经济大家都知道是有很多的概括，我们现在用的是两个概括。

- 1、新常态。
- 2、结构性和供应侧。

这两个是理论体系上是一致的，这个图告诉我们中国经济减速自 08 年开始的事情，到现在已经有 7 年多了。全球同步的，在全球化的背景下，你说哪一个国家能够独占齐升是没有可能的。

关于下行中国科学院也做过更进一步的工作，我们编了一套书用来预测未来发展，那么这两套指标大致覆盖了将近 40 个实体经济指标，包括下行发电量、周转量等等；这些东西编成两个指数，比较明显的指数就是经济下行压力还是比较大的。那么这两个指数它的扩散指数，也是指这样的趋势，所以我不用多说，这张图告诉我们中国的下行还没有完全的到底。

讲到这里我们有一个官方的概括，这个概括是中国经济增长速度呈“L”型，我们认同这个概括，但是不认同在“L”这个上面做文章。印刷体的 L，还是罗马体的 L，就很无聊了。我们关注的是这里面说的事情，为什么下行？

1、经济接触经济条件没有明显的改变条件下，资源的安全供给、环境质量、温室气体减排等强化压缩经济增长空间。这说的很严密的一段话，什么意思呢？现在我们经济发展优先事项有一点变化，原来优先事项就是增长，于其他的环境问题、安全问题等等可以放在第二，第三考虑。如今这个问题变化优先的甚至是第一的考虑。比如说治雾霾，就要考虑是要蓝天，还是要 GDP。要蓝天吗？获得一个阅兵蓝，就知道为了换这个蓝，用几个省的 GDP，下降了几个点。所以

习主席对这个事情，说的非常的专业说“做过了一个压力测试，我们现在已经很清楚在技术条件不变，经济结构不变情况下，要想使天蓝就要损失多少个 GDP，很严了。”我的目标函数发生一些变化，这个大家比较清楚，现在北京又开始治理了，这些东西使得你的增长遇到了上线。

2、一些风险凸显。如杠杆率高企、经济风险上升等都对经济增长形成了制约。要解决就得面对要增长还是要稳定，这样一些选择。

3、经济总量不断增大，速度会相应慢下来。这也是比较有规律的，中国这么大的规模，速度不可能非常的快。于是对于这种现象做概括之后，就有这样一个表述，L 型是一个阶段，不是一两年能过去的。3、5 年头 10 年都可能，今后几年，总需求低迷和产能过剩并存的格局难以出现根本改变。

我们解释一下下行，为什么下行了呢？从供应侧结构的因素来讨论，那就是因为经济结构调整了。所有经济下行现在经济减速，减速之前有一个增速，增速也罢，减速也罢，都是因为经济结构调整所致，那个时候的调整是增速的，现在大量的资源，包括人、土地到一线转移，这个转移就是工业化的过程，这个背后是一个什么事情？像劳动力更高的部门集中，这个集中程度是不得了的。中国像制造业劳动生产力相对于农业和种植业 10 倍—20 倍，所以有这么多的资源进行这样的结构调整，一定是提高了劳动资源率，进一步提高了经济增长。这个规模有多大？用人衡量，一年至少 1000 多万，用时间来衡量 20 多年。没有增长奇迹那就是怪事。但是今天的情况又改变了，制造业过剩了，于是服务业转移。但是服务业劳动力远低于制造业。发达国家也一样，为什么现在 1、2 的增长率，现在以服务业为主，就只能是 1、2、3、4，必然速度下降，必然是劳动生产力变化。我们有统计 08—15 年 3 产劳动生产力仅有 5%，二产 7.4%。当我们欢呼服务业占比上升的时候，就得接受一个冰冷的事实，劳动生产力下降了，经济增长速度下降了。当然我们想说的是正能量了。

这个下降符合客观规律，这个下降也正是中国从一个传统工业社会走向现代服务社会的一个必由之路。应当有定力，你成为那个过程中要接受经济增长速度下降的冰冷的事实，这是结构调整史的，是一个规律。

第二结构为什么下行，我们再看一个结果，是生产函数的结构。过去那种情况在生产函数里人口这个函数是不断增加的，大量的人口从不就业，低就业状况



变成高就业。所以每年一千万的劳动力从闲置、半闲置，但是 12 年开始中国人口参与率下降，15 年劳动力投入了增长率是负 0.9%。劲头的下降，工资上去了，当然这还是蓝领，基本形成来看过去几十年里，我们的投资，我们用固定资产形成，过去 26% 的增长，在座的可能都会想起，只要稍微往前看一看报纸，看一下中央文件第一号任务就是压投资，投资太多了，不平衡、不协调、不可持续。第一条就是过高依赖投资，投资下去了。去年 9.5%，增长率下降了。你接受不接受？我们当然应当接受，还是那话不能叶公好龙，现在低下来了，你就应当接受这个结果。在接受这个结果前提下，提高投资效率，提高质量。这个要素的投入也是下降的。

技术进步，劳动、资本、技术进步、组织形态。我们技术进步是一个慢变量，非常慢。技术尽管在进步，但是还没有进步快到能弥补人投入下降，和资本形成率的下降留下缺口的程度，你自然的结果要接受一个不断下滑的经济增长速度。而且这样一个不断下滑的经济增长速度是从不平衡，不协调不可持续的状态转向平衡协调可持续，是不是正能量？就是正能量。

第三，从供应侧说。为什么下行？自主创新能力不足，刚才已经讲了创新。中国改革开放将近 40 年来我们的创新如果用广义的来说，是增长非常快。但是从它的具体内容看我们的创新主要是学习，引进学习、模仿再创造。但是现在已经到了一个结点，或者是我们已经到前沿了，没有东西可学了，他跟我差不多。更多的情况是因为中国的崛起使得一些国家提高了警惕，让你不再跟着学习了。现在中国关于贸易的纠纷，前所未有的多，今后还会多，因为在这个阶段上，所以一定是这样。所以干中学这个模式，已经全面转换了。要转换自己的自主创新，可以说现在为止自主创新我们太多的把注意力注重在发论文，申请专利上，这是问题。所以习主席说“创新不是发表论文，申请到专利就大功告成了，创新必须落实到创造新的增长点，把创新变成实实在在的产业活动。”点出我们今天的问题，大家都在说创新，找两个院士去创新，那是发论文。找一些企业在创新，那才是搞经济，这个问题也是很突出的。

还有为什么下行？资源和环境的约束。我们以前浪费资源，我们以前污染环境，现在资源已经是不可再生，而且越来越强的约束，环境已经对我们形成非常

大的约束，所以这些外在要素已经变成内在要素，从内生的给我们增添了资源环境约束的必要性，现在各地形成了蓝色预警，黄色预警，其实都是预知，这些对我们的约束也是非常强的。

这是我们经济研究所的增长预测，大家看 17 年的增长我们说 6.5%。

一、中国债务及杠杆问题

中国杠杆率不断上升，危机后尤其严重。我们统计从 1996 年到 15 年，我们看到中国杠杆率变化三个阶段。

1、中国的杠杆不断上升，危机后尤甚。

中国的金融结构天生是一个加杠杆的结构，钱都在建机构里面，他们出来只能贷款，所以刺激经济就是刺激贷款，贷款到了企业手里就是债务，就是债务情况。中国金融结构就是加杠杆的结构，加入 WTO 之后危机之前是平稳而且有一点下降，原因也很简单。因为这一段时间是中国经济增长最快的时候，我们说杠杆现在按照国际通行的做法，分母都是 GDP，成长十几，什么债都可以稀释，所以杠杆不高。随着 GDP 上涨，杠杆就上升了。

2、全社会杠杆率继续攀升。

3、居民部门。

红色的柱状表示开始上升。

4、非金融企业部门。

非金融企业部门我们说中国的整个杠杆率算中等在全世界里，但是其中有几个问题。一个问题就是企业的杠杆率高，尤其是中间的国企的杠杆率高，所以企业债务中归于国企的 65%，国企杠杆率过高显然是中国债务问题的一个关键所在。其实本世纪以来要准确到 2002，实际上有赢余，看看表，看看库存的存款，余额是不断增加的。表现为在央行表是过户，过户现金的增加。随着在发债，增长速度比债务增长还快。但是危机以后确实开始有变化(图表显示)中央政府来看，中央政府没有问题。地方政府就有很多问题要讨论，我们不说他有问题。主要就是地方，现在称之为地方债的东西，我们并没有一个稳定的法律架构与界定。我们现在研究者，特别是想挑刺的人，就从政府角度探讨债务，凡于政府有关的都是地方政府债，地方政府说不是我的啊，都是企业的啊，你看我哪有啊？我们就



赶紧跑，跑过去从企业角度研究他们的债，他们说我们哪有企业，我背后是政府，我完成的是政府的任务啊？这已经显示出最快是“三不管”，所以今年上半年才野蛮生长，增加稳增长压力，这一块要赶快动手术。我们觉得应该有一个新的方法，我们主张借鉴各国成熟的经验，专设“政府机构债务”券种，并制定专门法律(或由全国人大专门授权)明确专门机构(可由财政部代管)。

金融部门，窄口径是不多的只有 20%，但是宽口径差别主要就是同业的部分，它都算。我们觉得同业部分不能算，一加进去 20，21%，大家知道这个，金融帐不是这样算的，很也同业一并表示没有了，一定要摘出来，大家知道一下就可以了。

对外部门，任何的分析都不注意这个，中国的对外部门杠杆很健康，特别是现在我们可以确认这个事实，人民币汇率在升值双向波动，私人部门大规模调整其资产负债结构，由以往的资产本者化，负债外者化转向资产外者化，负债本者化。

从这种结构看，本者外债规模降速高于外者外债规模江苏，从期限结构看，短期外债规模下降 22%，高于中长期外债，从债务主题看，银行等其他接受存款公司的外债规模下降极快，成为外债规模下降的主因。从债务类型看，贷款货币与存款下降较快。

外债总规模降低，使外债整体风险下降，2015 年末，中国负债率为 13%(20%)，债务率 58%(100%)，偿债率为 5%(20—25%)短期外债和外汇储备比为 28%，均在安全线以内。

离债务危机甚远，三句话概括：

- 1、中国债务问题比较大。
- 2、随着危机还在深入，还会更加严重。
- 3、远没有严重到发生危机的程度。原因就在于中国在有债的同时，有大量的资产。

一个口径宽口径，所有的资产扣掉所有的负债，103.2 万亿。把不流动的土地、资产全部扣掉，剩下都是高度流动的剩下还有 20.7 万亿元。无论宽口径还是窄口径，中国的主权资产净额为正，这些资产主要由外汇储备、黄金等贵金属

储备，以及在全球主要资本市场上市的中国企业资产等高流动性资产构成。结果是：中国发生债务危机是小概率事件。

而且我们说中国不会出现债务危机有两个体制原因：一个中国高储蓄，中国基本上是自己欠自己的债，左口袋欠右口袋的债，不像其他国家。在西方这种情况像欧洲，欧洲的情况可是欠别人的债，稍微有一点事情就顶不住。还有日本，日本这一点跟中国一样的。日本政府的债占 GDP—500%多。美国是净负债国家，美国有一条美元可以用美元债务来支持它的负债，这个世界就是这样的。中国国家根本不可能，除非把人民币国际化跟美元程度我们也可以开创印钞机支持我们的债务，现在没有到那种时候。我们只好用自己的储蓄支撑自己的债务。

第二条，我们金融结构我们以借鉴融资为主不好啊，遇到危机之后感觉真好啊，因为不会有常债危机。但是轻易不会发生这种问题，在中国由于都是机构，占有大量的金融资源，主要问题是流动性的危机，那就简单了。一个中等规模甚至大规模的印钞票，所以发生大的，像在美国那个时候就必须倒闭，一点都掩盖不了。全部在市场上，你知道工商银行[股评]什么时候抵债，这么大的银行根本不能这样算帐，所以金融结构它有它的多样性。

不管怎么说去杠杆都是要去的，但是我们要知道去杠杆是一个曲折过程，美国的情况去了这么多年不是也没有去得了吗？只是说杠杆转移了，为什么？因为古典危机中，去杠杆是银行关门，全部消灭掉，短期内集中爆发，都消灭掉了，就没有杠杆了，重新来过。我们现在不允许这种事情发生，危机之后 G20 开会就是防止这种事情，各国共同来攻克时间，采取共同的政策，采取超常规政策，频频发钞票。

现在经济条件下，特别是经济广泛类金融化，基于互联网的信息成本急剧下降，货币当局应对传统危机的技术已相当娴熟的条件，去杠杆将是一个极为缓慢，曲折波动的长过程。

关键在于：去杠杆和保持适当的增长速度(需要加杠杆)存在着矛盾。要在两者间保持某种平衡，殊非易事。

既然去杠杆不会说一日解决，没有杠杆哪有金融？哪有现代工业，哪有现代社会？农耕社会才是不要杠杆的。所以杠杆在相当程度上是好事情，于是问题就是我们要归结于怎么是可持续的。我们讨论的问题是债务的可持续性。于是有宏



观和微观两套指标，微观上植物和吸税前的利润。就是你还得起利息，这是完全符合我们的现实实践。宏观上就有很多指标，比如说债务可付息的收入流，比如说利率和经济增长率，利息和债务的保障率等等；大家比较关注的是利率和经济增长率，中国的经济增长相比来说，经济增长完全可以覆盖利率，这也就是为什么那些国家搞个负利率。因为它的增长是负的或者是零，它债务是不可持续的，所以这是一个问题。去杠杆必须综合实测，要注意五个要点？

1、处理债务和去杠杆的过程。

2、民企和国企同等对待。

3、在遇到新法、旧法同时运行的时候，依旧法，按轻的办。大家看一下这个文件，《人民日报》头版头条登录的。进一步完善我们的市场经济。

4、法制化原则。

5、全球化的原则。考虑国际投资者，现在国际投资者有很多看好中国的不良资产，要进入中国处理不良资产的过程。我们看没用，人家看是一个宝贝，所以按照市场化、法制化的原则来符合国际市场进行交往，进行处理这个问题。

二、关于人民币汇率

2015 年以后人民币对美元贬值，这是 5 年的 2012 年到现在的情况，曾经我们觉得该破 6 了，结果没有破，是 6 点零几，现在到 6.9 这样的水平。但是我觉得确实是应该多重视角，刚才说人民币兑美元，我们早就说了，人们老不相信。早就说是一篮子，影响汇率水平因素很多，参考一篮子的单一货币相比，有一个综合的好处，所以要按照一篮子相比，我们略微有点贬值。因为篮子里面美元贬值比较大，我们对几个主要货币可能就是对英镑的升值，总的来说还是比较平稳的。

原因有多重的，现在有五个原因：

1、经济运行的基本面，绝对水平还是变化趋势？大家看到看变化趋势，中国 6.7 的增长水平，比哪个国家都要好啊。不看这个，看实际定下来的。你从那么跌下来的，所以变化趋势，大家对这个趋势还不太理解中国的新常态，我们这个是很自然的过程，同时也是一个当局，心中有数的一个过程，因此也是一个可

控的过程，大家对这个理解的不够，我刚才分析中国的经济减速，对这一点应该有新的认识。

2、国际收支的动态。因为现在贸易收支很好，这是回归正常了，现在一顺差，逆差应该正常了。

3、资金的安全性。相比日本经济比我们差到哪儿去了？大家愿意买日元，汇率搞上去了，觉得那里安全。二十几年没有事情，我们不知道还有什么事情，也许是好事情，也许不是好事情，所以对安全有担忧。

4、公众的信心。稍微有一点变化，多次再一个地方变化。

5、当局的宣誓及可信度。各级领导都说，说一遍贬一遍就不可信了，再说还贬，不说反而好了。也确实反映什么问题呢？我们还没有做好充分准备应对做一个对国际社会产生重大影响的大国，我们该怎么做？有的该说，有的不该说，有的假说，有的该真说，有的是背后说，我们还不会这一套，作为一个大国应该有的我们还不够充分，经济就是不错嘛，怎么下来呢？对综合考虑不够。

我贬其实是人家升了，不能说把它的上升全部说成是我的贬值，美元几乎所有货币都在上升，美元指数对美国经济有非常密切关系，似乎也暗示美国经济还是有一些好转。新兴市场货币汇率下挫，作为新兴市场大国之一，我也没有逃脱我是新兴市场的本质特征，所以他们下挫我们也在下挫，虽然进入 SDR 但是我根本不熟悉，这一点我说的很清楚。中国有多少人具有国际操作的经验，现在基本上还是学习过程中，所以这个也很自然。

我们汇率大概是这样子，我说的已经很清楚，还是在于别人对我们不太信任，还是有些政策不稳定，不确定。特别是股市，2015 年对我们的伤害太大，觉得好像你不会搞经济，对我们伤害比较大。

对外汇储备变化主要归因于资本和金融帐户的变化，资本和金融帐户的变化，不是错误遗漏的变化，你还是在帐户里，那就是另外一个问题。所以可以一个很大的解释，中国全球配置资源，从美元债务转向人民币债务资产，这是因为近年来国内收益率在下降，外资、中资和中国住户部门，尤其是高净值人群，正在将集中于中国境内的配置，逐步转向相对均衡的全球配置之中。这是中国资本外流的主因。

如果用国民来衡量，资本外流的问题没有那么严重。



过去两年人民币汇率的软弱极大的强化了这一趋势，而情绪恐慌导致的外流，并非主因。

未来的真正的挑战是当大家真这么自由的国内国外的资产，外者资产，人民币资产这样倒来倒去的时候，外汇管制现在成为阻碍人们进行资产配置的一个因素。所以不要管这个，就应该放弃了。所以冲击有效性该不该放弃。

接下来转一个问题，汇率形成机制，刚才说到汇率，说到一套相关的储备，再说汇率形成机制的问题。

2015 年 8 月 11 号汇改之前，央行同样是允许外汇市场对人民币的美元交易价浮动幅度不断扩大，然后汇率形成机制中，相对稳定的依然表现为比较重要的政策目标。现在 2015 年这个改革的意义，其实在于要杜绝这种现象，但是说实话，你不是刚刚有过股市胡闹吗？我们其实政策当局想通过，我还是市场化的汇率都开始调控形成机制，进一步市场化了，被人解读为“你又胡来了”，这个解读肯定是错误的。意图是进一步市场化，而且确实有进一步市场化的作用，现在汇率的变化就是市场化的结果，无非就是说这样一些预期被做坏了，因素被夸大了，有一些因素没有被大家很好的解读。

如果是这样的话，新机制的目标实现人民币双向波动相对稳定的协调和统一，如果是这样的话，我们觉得应该是一个正能量的解释，稳定，稳定。很注重预期，稳定下来之后就差不多了。而且我也认为美元强势不会那么久。今天早晨我看有一个到 9，很可怕的。普遍预测 7.2、7.3 说的这个多一点，一下这个预测法根本不太可能出现的，目前已经有一点偏离均衡。

我们说形势可控的，新兴市场国家的经验表明，维持相对固定汇率的国家在面临外部经济动荡时，经常项目、资本项目以及外汇储备可能产生的互相影响，形成负反馈机制，从而放大外部事件对本国的溢状效应，甚至引发内部危机。

在汇率形成机制的转轨的过程中，叠加外部政治经济环境变动的影响，市场波动幅度扩大是正常的现象。去年以来，人民币贬值的幅度年率仍在 5—11% 的幅度内，无论国际比较和人民币汇率自身比较，这个波动可以接受。

长期来看，随着贬值预期逐步释放，得益于更加市场化的汇率形成机制。

我就分享到这里，谢谢大家。

环顾全球，中国风景独好 ——2017 年全球和中国经济形势研判

王永利¹

现在世界格局正在发生极其深刻的变化，各种矛盾错综复杂，在这种情况下，要对明年全球经济形势，包括正在对世界格局变化发挥重要推动作用的中国的经济形势进行预测，其实非常困难，但一些基本的影响因素，以及在其影响下宏观经济的基本态势，仍存在脉络可循。

一、全球经济的主要影响因素

（一）科学技术在进步，特别是互联网和人工智能技术加快发展，对经济社会的影响力在加大。

这会进一步产生相关的影响：

一是人口素质的差距不断拉大。其中，人们需要学习和掌握的信息与知识非常多，高素质人口学习、研究和工作的压力以及劳动力培育成本也在加大，但生育能力可能下降。而低素质的人口可能生育能力受到的影响较小，但越来越难以适应工作素质的要求，就业难度加大，培养子女的能力受到影响。这必然会拉大社会阶层的差距，激化社会矛盾。

二是互联网的覆盖面和渗透率在提升，全球性的交通通讯更加通畅，资源的全球化整合和财富的重新配置程度已经很高，未来在大趋势上也不是会弱化，而只能是不不断强化。这也必然拉大世界范围内贫富差距和国家的地位分化，也会激化地域矛盾乃至影响国际关系。

（二）刺激经济的传统思维和宏观政策只能延缓危机，而不能消除危机，甚至还在不断积聚危机隐患。

随着全球化的发展，全球性资本和产能转移的规模越来越大，速度越来越快。大规模的资本和产能进出，必然产生经济金融的大起大落，甚至形成金融和经济

¹ 王永利，中国人民大学国际货币研究所学术委员、乐视金融 CEO



危机。面临危机挑战，各国政府最自然的选择就是加大救市和增长刺激力度，并最终体现为进一步加大货币和产能投入，相应的带动社会负债规模不断扩大。这尽管可能区域性、阶段性延缓危机或缓解危机，但从全世界范围内看，却是在积累更大的危机隐患。

在以中国为核心的发展中国家纷纷推动改革开放，为世界经济发展提供了巨大的廉价的原材料和劳动力供应以及产成品销售市场，推动资本和产能大规模转移，在推动区域和全球经济金融加快发展的同时，也不断引发大大小小的金融和经济危机，乃至引发影响巨大的 1997 年东南亚金融危机，进而引发 2000 年 10 月份网络泡沫破灭，世界经济进入整体低迷状态。之后，美国大幅度降低基准利率，大规模刺激房地产，但 2001 年“9.11”恐怖袭击进一步推动资本外流；2001 年底中国加入 WTO，全面深化改革开放，大量国际资本和产能流入，推动经济加快发展，成为拉动世界经济新的火车头；紧随中国，印度、巴西、俄罗斯、南非等发展中国家也加快发展，推动世界经济重新反弹，大宗商品价格快速上涨。这又迫使美国从 2004 年 6 月开始不断提高基准利率，最终引发“次贷危机”，并进一步酿成 2008 年底的全球性金融危机。

全球性金融危机爆发后，20 国集团联合采取力度空前的联合救市运动，大规模投放货币和扩大投资，有力地遏制了金融市场的剧烈动荡及其对经济的严重冲击，但也因此造成更大规模的产能和流动性过剩，积累了更加严重的危机隐患。

2014 年开始，危机之后大量投资的项目开始形成产能投入市场，在有效需求本来就严重不足的情况下，大量供给的投入，使得大宗商品价格急速下降，对依托原材料和产品出口支持的国家构成严重打压，国际资本随之大量转移并主要回流美国，全球经济发展格局再次发生明显变化，一些新兴经济体经济增长明显下滑，世界经济形势并没有得到预期的改观，反而使很多国家宏观政策调控空间趋于枯竭，政府和社会债务不断扩大，屡创历史最高水平；越来越多的国家实施量化宽松货币政策，进入零利率乃至负利率状态。

（三）二战之后世界格局深刻变化，原有的治理机制不能很好适应。

二战之后，世界划分成为西方资本主义阵营和东方社会主义阵营尖锐对立，部分中间派犹豫观望的格局。

其中，西方阵营在历经两次大战和经济大萧条的冲击后，社会制度进行了重大改革，除严厉打击市场垄断和恶性竞争，注重保护消费者利益外，更是推出高税收、高福利的社会制度，形成中产阶级为主、“中间大、两头小”的社会格局，缩小贫富差距，有力地促进了社会稳定，加快战后生产发展。

东方阵营则更多的依靠战时共产主义的体制，高度集中社会资源，以弱胜强，打败了外国列强的侵略，恢复了国家主权，进而依靠人民的信仰团结和胜利的喜悦，形成强大的发展热情，推动经济加快发展。但随着和平时期的延续，在外部威胁解除之后，人们追求自身利益最大化的本性与计划经济大锅饭的体制产生越来越严重的矛盾和冲突，进而严重束缚生产力的发展，社会矛盾日益尖锐。但在引领国家取得胜利的主要领导人在世的情况下，并且西方阵营又时刻准备推翻东方阵营的情况下，很难放下共产主义大旗，对赖以取代巨大胜利的体制机制进行深刻的改革，反而只能进一步强化原有体制机制，使得社会矛盾更加尖锐，经济发展遭遇更大阻力。

在东西方两大阵营的发展势头明显分化的情况下，一些中间派国家纷纷倒向西方阵营，推动改革开放，国际资本和产能的进入推动其经济加快发展。这又进一步增强了东方阵营的压力。

在当时的主要领导人去世后，东方阵营陆续开始改革开放，为国际资本和产能提供了巨大的市场，这有力地推动了经济金融全球化发展。最终，苏联解体，世界格局突变，美国一国独大，联合国的影响力削弱。

在带动全球经济加快发展的同时，发达国家依靠其领先优势，在全球化资源整合与财富分配中获得更大的收益，并加快了本国经济结构的调整，制造业特别是普通加工业大量向发展中国家转移，收益也更多地向大型跨国配置资源的集团聚集，中产阶级的实力受到越来越明显的削弱，贫富差距不断拉大。其中美国更是依托其美元作为国际中心货币的独特地位大量对外负债，参与全球财富的分配并获得了巨大的好处。

当发展中国家的国际影响力增强，特别是中国成为世界第二大经济体之后，世界的格局发生重大变化，全球资源的配置已不再完全受制于西方阵营。在参与平等的国际竞争中，西方阵营高税收、高福利的体制没有竞争优势，原来依靠高福利掩盖的社会矛盾开始暴露，社会阶层分化不断增强，反全球化的举动明显增



多，国际性、区域性组织加快调整。其中，全球金融危机爆发以来，原来特别强势的 7 国集团（G7）几乎已经被 20 国集团（G20）盖住；2016 年英国脱欧已经对欧盟乃至欧元区产生深刻冲击；美国大选结果似乎出人意料，反映出美国社会的分化，并可能带来其全球政策的重大调整。这都反映出原有的社会治理机制已经难以适应世界格局的深刻变化。

（四）世界人口增长和资源环境支持进入瓶颈期。

二次世界大战之后，随着经济的发展，全球人口也快速增长，从 20 多亿增长到 70 多亿，而且人均寿命在延长，人均生产力和消费力在增强，这又反过来有力地促进了经济社会的发展。但是，由于多重因素的影响，现在世界人口的增长越来越乏力，越来越多的国家进入人口低增长乃至负增长状态，全球人口再次出现高速增长的局面几乎不再可能出现，而快速老龄化则成为很多国家的严峻挑战。

同样，生产能力和消费能力的增强，全球经济的高速发展，也使自然资源的消耗过猛，环境破坏严重，现在很多指标已经进入临界状态或超过极限，正在引发越来越严重的自然灾害，不转变发展方式，地球都可能难以承受。

再者，长期以来，为应对危机或刺激经济发展，越来越多的国家实施量化宽松货币政策，进入零利率乃至负利率状态，政府和社会负债水平不断提高，从多方面透支未来，但刺激效率却在不断减弱，副作用反而在增强，代际关系趋于恶化，宏观调控的潜力已近枯竭。

可以说，二战之后全球化的发展，已经推动全世界的经济增长和好日子走过头了，全球金融危机爆发和经济持续低迷，意味着全球性产能和流动性过剩已经非常严重，在现有情况下，传统经济理论和刺激政策难以奏效，全球范围的有效需求不足很难消除，世界经济将长时间处于“整体低迷、此起彼伏”的状态，贸易摩擦、地缘冲突、货币战争等在所难免，世界格局深刻变化，深层次矛盾不断暴露，不推动人类社会的深刻变革，危机隐患难以消除，反而可能因不断积累而更加危险！

放眼 2017 年，全球经济整体下行压力依然很大，世界格局变化进一步加深，不安定因素依然很多。

二、中国经济发展态势

要分析中国经济未来走势，必须首先弄清楚中国前十几年高速发展的主要推动因素及其发展变化。

进入 21 世纪，中国经济高速发展，几乎超出所有人的想象，国际影响力极大提高。那么，这种成果是如何实现的？

回顾过去，1997 年东南亚爆发严重金融危机，但由于当时中国的金融领域并没有对外开放，外汇管制非常严格，有力地抑制了国际资本大规模进出可能形成的冲击，金融相对稳定，但出口受到影响。此时，如果中国允许人民币大幅度贬值，将给东南亚国家造成更大冲击，所以中国以负责人大国的胸怀决定保持人民币不贬值。这尽管使中国出口和经济发展面临很大压力，但也使人民币在周边国家得到认可并扩大流通，提升了中国在东南亚的地位和影响力。

但祸不单行的是，1998 年夏天中国南方遭遇重大洪灾，使得中国经济从 1998 年下半年开始非常困难。为此，中央政府发动大家寻求新的增长点。最终，从 1999 年确立了三大改革，即全面深化住房体制改革、教育体制改革、医疗体制改革，推动三大领域从公益性发展转变为产业化发展。这吸引大量的社会资金乃至海外资本的投入，政府将资源变资本，再以资本加杠杆，增强了投资能力，包括增加了国有银行资本金，开展了一轮深刻的金融体制改革，银行贷款大幅度增长。这推动整个经济企稳回升，呈现出良好的发展态势。

与中国不同的是，东南亚金融危机进一步蔓延，引发 1998 年的俄罗斯债务危机，拉美本来就动荡的金融局势更加动荡，日本受到很大影响，欧洲经济没有活力，非洲依然没有多大余地，因此，大量国际资本流向北美，除很小一部分流入加拿大，绝大部分流入美国。流入美国的资金，除一部分流向房地产，推动美国房地产价格从 1998 年开始步入上升通道外，绝大部分流向原本就过热的网络产业，结果推动网络泡沫急速聚集，最终造成 2000 年 10 月纳斯达克崩盘、网络泡沫破灭。这使美国经济受到巨大冲击，迫使美国采取一系列举措刺激房地产发展，大幅度下调基准利率，并鼓励次级贷款发展，推动房地产快速升温，抑制了经济剧烈波动。但同样祸不单行的是，2001 年美国遭遇令人震惊的“9.11 恐怖袭击”，使美国反恐局势和投资环境急剧恶化，大量资本加快外流，美国经济趋



于低迷。在这种情况下，全球经济亟需寻找新的增长点。此时，长期争取加入 WTO，有效应对东南亚金融危机和南方大水冲击，政局和社会稳定，经济增长呈现良好态势的中国自然就成为国际关注的焦点。

正是世界经济发展需要中国的情况下，国际组织放弃了一些原来一直坚持的苛刻要求，批准中国于 2001 年 12 月 10 日正式加入 WTO，并给予金融和农业等领域有 5 年过渡期的安排（正可谓“三分天注定，七分靠打拼”）。

中国加入 WTO，进一步扩大改革开放，吸引大量国际资本和产能流入中国，中国也因为货币兑换而大量投放人民币，推动中国经济快速发展，成为新的“世界工厂”和拉动世界经济增长新的火车头（进入 21 世纪，中国在世界经济增量中的贡献度已经大大超过美国成为世界第一）。但中国大规模的出口，也使全球范围内供过于求的状况不断加剧，国际贸易摩擦越来越尖锐。经济过热带来的问题也引起中央的高度重视，提出科学发展观要求，加强宏观调控，控制投资和发展速度，推动转变发展方式。

2008 年全球金融危机爆发后，中国率先调整宏观政策导向，2009 年初更是推出大规模的政府投资刺激计划，带动全社会投资和货币投放急速扩张，使中国经济在主要经济体中率先止跌回升，并跃升为世界第二大经济体，为遏制全球经济下滑做出巨大贡献，国际影响力急剧提升。但中国也为此消耗了更多的资源，形成了更大的过剩产能，环境破坏和空气污染更加严重。

回头看，“三大改革”（住房、教育、医疗）以及加入 WTO 深化改革开放，成为中国迈入 21 世纪之初高速发展的重要动力，但经过 10 年的迅猛发展，三大改革已经阶段性走过头了，加上受全球金融危机冲击世界经济整体衰退影响，到 2011 年，中国经济增长明显乏力，增长速度见顶回落，经济下行压力不断加大。

其中，2000 年以来中国货币增长迅猛，在世界主要经济体中实属罕见：1999 年末 M2 为 11.76 万亿元，2015 年末已超过 139 万亿元，预计 2016 年末可能超过 155 万亿元，约相当于 2000 年初的 13 倍。这其中包含吸收海外投资和出口换汇兑换投放出来的货币，主要体现为央行的外汇占款（从 1999 年末的 1.25 万亿元，上升到高峰期时超过 27 万亿元，目前仍超过 23 万亿元），这部分货币对应的是外汇储备，而不是以货币计量的物质。另外，货币增长的另一个主要渠道是

银行贷款，贷款直接转化为存款（货币），而存款由于没有银行倒闭清算而不会受到损失，但银行贷款却可能因形成不良而核销。这些因素都将使货币总量增长远远超过实有物质等财富的增长，造成包括房地产、教育、医疗等领域大幅度涨价，人们的生活成本和劳动力价格快速提升，生活压力明显加大。这又进一步影响到人口的增长，迫使国家调整计划生育政策，放开二胎管制。目前看，中国人口增长率快速下降、老龄化快速显现、社会保障准备不足的挑战将非常严峻。

经济增长持续下行，货币总量不断放大，社会财富深刻的重新分配，社会资金快速脱实向虚，使得原本在经济发展情况下掩盖的若干深层次矛盾不断暴露和激化，包括干部腐败、党群关系问题越来越突出，经济社会发展进入非常关键的调整转型期。党风廉政、勤政有为方面的问题不解决，改革难以推进，经济发展难以有保证。因此，党的十八大之后，中央迅速推出“八项规定”，并掀起强大的反腐运动。这必然在很大程度上会分散精力，收敛公款消费，影响经济发展，但这却可能为经济发展创造良好的政治环境，是深化改革、实现经济稳定和有效发展的必要阶段和举措。

2017 年将迎来党的十九大，各级党政领导层的换届将到位，大政方针将明确，相信全党凝心聚力、深化改革、加快发展的氛围有望很快显现。

当然，21 世纪前十多年的高速发展积累了很多深刻的问题，现在经济下行周期尚未结束，矛盾依然会不断暴露并且尖锐复杂，需要一段时间非常艰苦的调整期，包括认清形势、理清思路、找准方向、明确战略等，本身就需要一个过程，真正实施和达到目标还要付出艰巨努力。因此，党的十八大至十九大期间，都将是中国至关重要的调整转轨阶段，将对未来的发展产生极其深刻的影响，对这一时期可能面临的经济波动和各种严峻挑战要有充分的心理准备。

需要强调的是，尽管在这样一个调整转轨期中国将充满挑战，但放眼全球，在整个世界格局深刻变化的时期，中国仍是非常幸运和最具影响力的：中国作为世界第二大经济体和最大的发展中国家，拥有庞大的人口和巨大的市场潜力；工业化、城市化、信息化发展取得重大进展，但仍有发展空间；宏观政策仍有调控余地（拥有超过 3 万亿美元的外汇储备；银行法定存款准备金率依然很高；与很多国家接近零利率甚至负利率相比，中国的利率水平相对较高；中央政府的债务水平和国家的外债水平相对较低，自主性、可控性较强等）；中国仍具备改革开



放的巨大潜力，特别是市场化改革的潜力巨大（党的十八届三中全会已经明确提出，要发挥市场在资源配置中的决定性作用。当然，相关的政策和策略还需要明确，相信接下来市场化改革将加快）；中国倡导和大力推动的“一带一路”发展战略，在推动新型区域化、全球化发展中的影响力不断增强；更为重要的是，互联网时代的到来，使中国迎来换道超车、引领世界千载难逢的历史机遇。互联网已经从最初的一项通讯技术，发展到广泛的社交应用，进一步发展到广泛而深刻的商业应用，成为经济社会运行必不可少的基础设施，并将打破传统分工、行政边界等，实现互联互通、跨界融合，形成新的组织和商业模式乃至经济业态。中国巨大的市场和人口规模、良好的基础设施和制造业体系，相对落后的市场化、自由化的经济体制，为互联网的应用提供了巨大空间（电商交易，中国尽管起步较晚，但发展迅猛，现在中国一家的电商交易规模，可能比其他国家的总和都大）。而广泛的应用同时就会增强人才的培养、思维的开化、模式的创新，推动中国互联网的应用和创新引领世界。互联网的广泛应用，还可能成为推进市场化改革的重要推动力。因此，必须高度重视互联网的发展和应用，并要依托中国在互联网应用领域的巨大影响力，加快互联网技术和应用标准的制定与全球范围的推广，增强中国在新兴的网络世界的主导权。

回顾历史，中国曾经保持世界第一大经济体很长时间，但由于失去工业化先机，自 1840 年鸦片战争开始，形势急转直下，沦为饱受列强侵略的半殖民地、半封建，战争连绵不断，严重衰败的国家。到 1949 年新中国成立，从破裂到回复主权，上百年时间里波澜壮阔、巨大变化。新中国成立，进而抗美援朝胜利，极大地增强了党的威望、民族自豪感和人民团结，推动社会制度快速变革，经济建设快速起步。但随着和平的延伸以及国际局势变化，中国生产关系不适应生产力发展要求的矛盾也快速显现，不断激化，最后文化大革命又将经济拖入濒临崩溃的边缘；在新中国成立 30 周年后的 1979 年，中国开始实施改革开放，到 30 年后的 2009 年，中国已经从濒临崩溃的落后经济体，发展成为世界第二大经济体，发展成果令世人瞩目。之后，尽管中国高速发展进入转轨调整期，经济下行压力很大，但可以肯定的是，中国经济下行，也会使全球经济面临更大压力，相对其他很多主要经济体而言，中国可以调整的空间依然很大，中国的相对优势不

会削弱，而只会增强。因此，可以预计，再过 30 年，中国 GDP 超过美国重回世界第一完全有可能。当然，GDP 只是年度概念，并不是累积财富的概念，GDP 第一并不代表综合实力就是最强了。但纵观 1840 年以来的发展轨迹，到 1999 年长达 150 多年的衰落和探索，以及 1949-1979、1979-2009 两个 30 年及其之后的发展变化看，进入 21 世纪中国已经走出了衰败期，步入国运昌盛的繁荣期。

而美国则在 20 世纪取代英国成为世界霸主并保持一个多世纪的国运昌盛期之后，到 2000 年网络泡沫破灭以来，美国的发展态势遭受诸多挑战，国际影响力已经明显减弱，中国在世界格局变化和新的全球化进程中正在发挥越来越大影响力，并将赢得主导力。这样看来，中国在 21 世纪内综合国力赶超美国也是完全可能的。

相对而言，印度随着人口增长，仍有很大发展潜力。但在全球化高潮已过、世界格局深刻变化的情况下，印度可能已经错过工业化、全球化发展的战略机遇期，而且由于其市场相对开放，其互联网应用的潜力也无法与中国相比，因此，印度要赶超中国是非常不容易的。

可以说，21 世纪应该成为中国兴旺发达的世纪，对中国的发展应该充满信心！

由此可见，处于中国经济发展转轨调整期间的 2017 年，又恰逢十九大的换届之年，将是中国发展史上非常重要的一年，中央的工作重心也将加快转移到经济建设和深化改革上来，即使经济增长速度仍有下行压力，但不应该出现大幅度下滑的局面。纵观世界格局，依然将是中国风景独好！



基建跃进下的转型隐忧

任芃兴¹ 曲强²

中西部地区纷纷公布超预期固定资产投资计划，工程机械销量增幅惊人，发改委陆续发布一系列大型交通网络和水利工程建设，1-2 月份基建投资同比增速 21.26%……一串串数字书写着中国基础设施建设的宏伟蓝图。2016 年基建投资占固定资产投资比重已经超过四分之一，考虑到今年房地产投资增速可能回落，制造业投资维持平稳，基建投资的“托底”作用将被寄予厚望，基建跃进已在路上。

基建投资对于推动中国经济增长确实发挥过重要作用，但是这种作用正在减弱。改革开放以来基建投资似乎成为“托底”经济的灵丹妙药，不可否认在过去很长时间内，基建投资对于经济增速具有一定领先性，如 2009 年经济下行压力较大时，全年基建投资同比增速 42.15%，这才成功拉动 2009 年第一季度实际 GDP 同比增速 6.40%到四季度的 11.90%。但是在 2012 年以后，基建投资占 GDP 比重不断扩大，但基建投资和经济增速之间的差距却不断扩大。实际上，类似的问题在日本也出现过，上世纪 90 年代日本经济泡沫以后，从 1991-1995 年，日本政府公共投资平均增速接近 8%，这是日本二战后除重建以外的最大规模公共投资潮，但是日本经济却依然萎靡，其中重要的原因就是日本的公共投资没有投入人口集中和经济报酬高的地区，而是大量投入人口稀少和经济报酬率低的地区，并且在 1991-1995 年私人企业设备投资几乎一直为负，在 1993、1994 年公共投资加码之时，私人投资甚至下滑到-10%以上，公共投资增加不但没有引导私人投资增加，反而加重了可能加重了私人投资增速的下滑，公共投资“救急”的能力也在迅速下降。

如果已经日益低效的基础设施投资仍然占用大量金融资源，将会挤出私人投资。任何投资的形成总会拉动当期的经济增长，但是关键在于是否可以将有限的

¹ 任芃兴，中国农业银行总行研究员

² 曲强，中国人民大学国际货币研究所所长助理、财经评论员

资金投资到效率更高的地方。中国改革开放的历史表明民营经济所具有的经济活力和效率是显而易见的，如 2016 年全年工业企业利润总额同比增速 8.50%，而其中国有企业利润同比增速为 1.70%，过去 10 年除 2014 年民营经济报利润同比略低于国有企业以外，其余年份民营经济利润均大幅高于国有企业。但是从 2011 年开始，民间投资增速出现趋势性回落，整个社会的资金成本一降再降，但是民间借贷的利率却是不断攀升，各种“逼债、催债”以及“跑路”事件不断，这表明社会出现结构性融资问题。2008 年的巨额经济刺激计划，使得本来已经面临转型的过剩钢铁等行业“起死回生”，还有其他大量国有企业因为涉及到社会稳定、就业等因素即使已经成为“僵尸企业”，却仍在“吸血”；房地产泡沫高企“频现”也不断附着社会巨量资金，所有这些无效占用的资金抬高了民营企业用于生产的融资成本。

另外，不断扩张的基建投资正在为当前的金融体系注入不稳定因素，甚至加大整个实体经济的波动。在各地区公布投资目标后，政学界已经开始讨论资金的来源问题，显然在地方财政收入下滑的背景下，巨额刺激计划需要借助外界力量。无论是采用发行地方政府债券、城投债和政策性金融债，还是银行贷款亦或是产业基金、PPP 等形式，真正的民间资本参与热情并不高，其实最后“接盘”的还是商业银行，兜底的仍是“地方政府”。不过，中国的商业银行的负债端对接的是亿万居民，要保证存款完全兑付也就决定了商业银行无法承担市场风险的剧烈波动，所以地方政府往往被要求出具各种担保函、承诺函等，“抽屉协议”乱象丛生，平台债和地方政府债依然没有划清界限，去年贵州省一些地方政府要求金融机构交回承诺函事件引起监管层重视。随着地方政府隐性债务不断攀升，以及地方政府债务与金融机构之间错综复杂的关系，就有可能引起债务风险向金融风险的传染。商业银行作为全社会金融资源配置的中枢，如果不断滚续的地方债务一旦发生延迟支付，就有可能引起商业银行“恐慌”进而对其他经济主体实行“抽贷”，从而冲击实体经济，这种以银行为中心的债务风险扩散机制在上世纪 90 年代亚洲金融危机的韩国表现的特别明显，或许也是值得我们所警惕的。

基建投资作为重要的下游需求之一，大规模基础设施建设不利于钢铁等过剩产能行业去产能。企业的产业升级往往是“逼”出来，而不是“宠”出来的，一个鲜活的例子是南方某钢企老板在 2008 年巨额投资计划推出前，本来要引进先



进的生产线实现钢铁生产的升级,但是因为基建投资潮来临,对粗钢需求增大增,便又重新扩大了粗钢生产线,最后各个地区的钢铁企业在同样的预期下做出了在后来看来错误的决定,再次印证了集体理性下的非理性“悲剧”。简单回顾一下过去的经济数据,可以注意到在基建投资和全国钢铁企业高炉开工率存在明显关联,而在 2013 年、2014 年基建投资增速趋势性下降时,高炉开工率也迅速下降,这一关系在 2016 年上半年基建投资再次发力时又得到印证。虽然去年钢铁去产能进行的如火如荼,但是很多地方用落后产能混淆过剩产能,去过剩产能进展并不顺利。根据绿色和平组织与中国联合钢铁网的报告显示,在某些地区存在用落后产能、违法违规产能替换过剩产能的做法。比如辽宁、福建、广东等省所宣布去除的产能中,很大一部分是国家早已严令禁止的中频炉,压减的粗钢产能中有七成是无效产能,即 2016 年 6 月前已经停产的产能,而有效产能在 2016 年全年增加 3659 万吨。今年的政府工作报告中再次加大了钢铁去产能的力度,这也表明当前去产能工作的艰巨性。钢铁去产能之所以如此“顽抗”,归根结底在于以基建和房地产为主导的经济增长模式释放了“错误的信号”,一方面固有的经济增长模式没有改变,一方面又要去产能,其中的难题如何破解。

除了去产能,金融去杠杆和房地产泡沫也成为当前备受关注的问题,基建扩张引发的宽信用预期也难辞其咎。虽然今年决策层强调要实施积极有效的财政政策和稳健中性的货币政策,但是推动基础设施投资的毕竟是地方政府,在地方政府财政收支下滑的背景下,基础设施投资仍然需要依赖宽松的信用支持,而一旦信用宽松,资金如同大海中的“鲨鱼”会自动去寻找“美味的食物”。近年来金融空转,2012-2013 年非标盛行,2013-2016 年的债市繁荣以及 2014-2016 年房地产不断泡沫化,都是宽信用和经济疲弱叠加后的自然结果,尤其是 2012 年房地产价格高企与当时的基建刺激计划不无关系,如何引导货币流向其该去的地方,依然存在难度,毕竟制造业投资并没有表现出明显的复苏迹象,消费增速从 2009 年以后呈现趋势性下滑,所以基建投资和信用宽松再次配合,资金还会继续涌入金融系统和房地产。不妨观察一下最近两个月一线城市的房地产成交火爆景象,以及商业银行同业存单发行量,说明只要“放水”就一定会往这两个地方流。

基础设施如同“良药”，“药”是用来“治病”的，而不是“强身健体”，不可“久服”。学界已有大量研究证明基础设施投资对经济增长所具有的倒“U”型影响，它虽然可以拉动短期的经济增长，但是长期而言有可能形成拖累，比如前面说过的基础设施投资的“托底”作用其实正在逐渐减弱，这就是经济本身所具有的“抗药性”在增强，并且还逐渐带来一系列“副作用”。基建投资最终会增大政府的负债，根据李嘉图等价原理，政府的负债增加势必对应未来税负的增大，这又会增大全社会的经济成本，而这些经济成本原本有比基建投资更有效率的用处。所以基础设施投资建设不应该盯住量，做大经济规模，更重要的是重视投资的结构和质量，提高经济效率。

显然，经过几十年的发展，中国基础设施已经完善，如继续依赖基建投资会在长期阻碍经济转型。基础设施投资应该兼顾公平性和效率性，如果去看一下西南某些省份就会发现，宏伟的高架桥通向山区某个村庄，虽然兼顾了公平，但是却损失了效率，因为这部分资金或许可以建很多所学校，救活很多家具有发展潜力的中小企业。不过基建投资仅是表象，支持这种模式不断上演的是经济分权模式下的官员“锦标赛”考核机制，以及国企改革的滞后和地方政府隐性的金融干预，还有产权保护的缺失。为此，完善官员考核机制，真正淡化经济增长考核指标，适度引进自下而上的评价机制；营造更好的制度环境，促进民营企业的发展，增加民间资本的话语权，才是实现经济转型的长效机制。



反弹非反转，新周期难现

熊园¹

1 季度 GDP 和工业生产好于预期，投资总体加快，消费反弹，贸易好转，经济迎来开门红。总体看，1 季度 GDP 将为全年高点，二季度回落，全年前高后低，保增长压力会小很多，实现 6.5% 左右的目标增速不成问题。1 季度数据全面超预期，后续更需要关注的是可持续性和预期差。综合宏、微观数据，本人更倾向于认为本次反弹并非反转，新周期难现，后续隐忧主要有三：一是 3 月 PPI 已见顶回落且将逐月下行，对工业企业盈利空间和补库存动能形成制约；二是开局良好为“去杠杆、防风险、抑泡沫”的监管基调提供了好的氛围，强监管之下货币或将实质性收紧；三是投资增速面临强约束：3 月基建投资也已高位回落，而随着各地地产调控再升级，房屋销售下滑拖累房地产投资的效应二季度起将逐步显现。特别提示，“年年岁岁花相似”，去年一季度经济同样走好，后来（16 年 5 月 9 日）人民日报的权威人士谈经济，重申“我国经济运行不可能是 U 型，更不可能是 V 型，而是 L 型走势。这个 L 型是一个阶段，不是一两年能过去的”。

一季度 GDP 略超预期，工业生产是主拉动，结构上看并未好转。2017 年一季度 GDP 同比 6.9%，高于预期（6.8%）和前值（6.8%），为 2015 年 3 季度以来最高，名义 GDP 同比 11.8%，创五年来新高。分产业看，一产同比 3%，较去年四季度上升 0.1 个百分点；二产同比 6.4%，上行 0.3 个百分点；三产同比 7.7%，回落 0.6 个百分点。从贡献值来看，一季度最终消费支出对 GDP 增长的贡献率为 77.2%，较去年四季度提升 13 个百分点，但低于去年同期（历史看，由于一季度由于投资未全部到位，消费贡献通常较高）。

¹ 熊园，中国人民大学国际货币研究所研究员、安邦资产管理责任有限公司宏观策略研究部研究员



图一：1 季度 GDP 增长 6.9%，将为全年高点

资料来源：wind

工业增加值大超预期，PPI 高企是主因，高技术产业和装备制造业表现亮眼。3 月工业增加值同比 7.6%，较前值和市场预期均高 1.3 个百分点，一季度增长 6.8%，比去年同期和去年全年分别高 1 个、0.8 个百分点。分产业看，采矿业增加值同比下降 2.4%（前值-3.6%），制造业增长 7.4%（前值 6.9%），电力等公用事业增长 8.9%（前值 8.4%）。成因看，前 3 月份 PPI 分别为 6.9%、7.8%和 7.6%，是工业企业盈利走好的主推动，其中，高技术产业和装备制造业增加值同比分别增长 13.4%和 12%，增速分别比规模以上工业快 6.6 和 5.2 个百分点，比上年全年快 2.6 和 2.5 个百分点。

房地产投资和制造业投资好于预期，基建投资高位回落，投资总体加快，但后续增长空间受限。1 季度投资增速 9.2%，高于去年 4 季度（8.1%），其中 3 月份投资增速 9.2%，较 1-2 月回升 0.3 个百分点。其中，制造业投资增速较 1-2 月加快 1.5 个百分点至 5.8%（源于 PPI 走高和中上游盈利改善），房地产投资增速加快 0.2 个百分点至 9.1%（地产销售效应滞后叠加 1-2 月销售仍旺），两者带动投资整体回升；3 月基建投资累计同比下滑 0.3 个百分点至 18.7%，单月增速则下滑至 16.8%。往后看，受制于固定资产投资新开工总投资继续走弱（一季度同比下降 6.5%）、到位资金持续负增（一季度同比下降 2.9%）、房地产销售继



1-2 月反弹后继续萎缩（3 月销售增速较 1-2 月回落 4.6 个百分点，高频数据显示一二线销售下滑明显）以及去年高基数，后续投资增速将开始滑落。

消费增长反弹，汽车销售是主贡献，地产销售带动效应仍存。一季度社零同比 10%，增速比上年全年回落 0.4 个百分点，但 3 月份社零增速较 1-2 月回升 1.4 个百分点至 10.9%。具体看，汽车销售由负（前两月-1%）转正（3 月+8.6%）是消费反弹的最大贡献，地产链相关的家电、家具和建筑建材等增速较 1-2 月也有所回升（表明地产销售的带动效应仍存），日常消费品如食品、饮料、衣着等增速有所转弱（春节因素不再）。往后看，随着地产销售持续萎缩和汽车销售放缓，叠加去年高基数，今年消费将总体疲软。

站在现在的时点往后看，比去年年底更为乐观：所谓的“周期复苏（崛起）”并未看到实质性的需求起来，主要还是依靠去产能和供给收缩；短期反弹非反转，短周期（库存周期）已近尾声，中周期（产能周期）尚难开启，新周期难现。

调高今年上半年 GDP 增速：前高后低，全年增长 6.5%左右，四季度分别为 6.9%、6.6-6.7%、6.5%、6.5%（去年底预测为：6.6%、6.4%、6.5%、6.5%）。

对房地产投资更为乐观：预计全年 3%左右（去年底预测为 1.5%左右），二季度末三季度中才会显著下滑（去年底预测为在二季度）。

下调通胀预期：全年通胀无忧，下修全年 CPI 中枢至 2%甚至更低（此前预期为 2.1%-2.3%）；PPI，2 月（7.8%）为全年高点，3 月起 PPI 逐月回落，上半年 PPI 维持在 5.5%上方，前高后低，全年 4%左右。

对汇率更为乐观：二季度大概率继续走稳，下半年贬值压力加大，全年总体在 6.8-7.0 之间震荡，最低有望探至 7.1。

对货币更为悲观：货币政策保持稳健中性、边际趋紧，货币供给将实质性收缩；不会上调存款基准利率，货币市场利率还有上调空间；美联储加息次数由 1-2 次上调至 2-3 次。

从金融杠杆周期看宏观经济走势

朱澄¹

一直以来，实体经济与虚拟经济（金融）的关系都是发展经济所无法绕开的核心问题。2008 年以来，次贷危机引致的经济与金融动荡余波不绝，实虚关系也因之被作为最亟待研究的问题而得到充分地讨论。众所周知，危机通常是某些因素（主要是债务）累积到一定程度时的“集中”爆发，历史经验、实证分析及理论演绎都表明，危机前的繁荣与危机后的衰退，与信贷和杠杆的周期性特征相吻合，信贷和杠杆本身就可以成为危机爆发的原因，危机有其“信贷渠道”，即超额信贷（拙作《金融杠杆水平的适度性研究》一书中，系统阐述了经济中的“超额信用-高杠杆综合征”）。

然而，对于什么是超额信贷，人们至今莫衷一是；对于衡量信贷是否超额的标准，始终众说纷纭。笔者认为，研究和解决超额信贷问题，其一，必须时刻参照实体经济，从存量与流量的关系上研究宏观经济中债务负担的动态变化；其二，必须重点关注实体经济与金融发展的周期性动态，二者有契合，有背离，契合时共进，背离时互碍；其三，必须合理适时地运用宏观经济政策，政策周期会产生更为复杂的“三期叠加”效应，是一把“双刃剑”。

下面，本文拟从上述三个方面对未来一段时期内全球经济发展前景作一简要分析：

一、宏观经济债务负担的变化

当经济增速高于私人部门杠杆增速，经济通常处于繁荣期；而当金融发展速度显著高于实体经济增速时，经济都即将或正处于衰退期。

借助于戈德史密斯（Raymond Goldsmith）的金融相关性比率（FIR）以及托马斯·皮克迪（Thomas Piketty）的资本收入比概念，我们能够将金融体系的体量规模变化（即金融资产总量向对于国民财富总量的上升趋势）转化为一组流

¹ 朱澄，中国人民大学国际货币研究所研究员、中国银行总行

量变化及存量—流量比率——信贷增速/GDP 增速（设其为 e ）、信贷/GDP（金融杠杆率，设其为 l ）以及金融加杠杆速度（变化率，设其为 $\dot{l}$ ），这在逻辑上毫无疑问。宏观杠杆率（ l ）是信用总量或总债务余额与 GDP 之比，是存量与流量之比。与资本收入比不同的是，宏观杠杆率的分子是经济中各主体所负有的未来债务，并非既有财富。假设债务成本为 i ，债务融资所获得资金规模效应为 λ ，那么 l 越高，同样的 i ，未来总国民收入中用于支付债务本息的比例（ $l \times i$ ）越大。显然，单独考察信贷总量而不考虑信贷扩张的速度、单独考察信贷变化而不考虑实体经济的既有体量与增长、单独考察金融杠杆水平而不考虑金融杠杆水平的变化、单独考察金融杠杆水平的变化而不考虑其相对于实体经济增速的快慢，都必然有失于对实虚关系的科学分析。

笔者通过对近 100 年的历史分析发现，当经济增速高于私人部门杠杆增速（ $\dot{l} - \dot{g} < 0$ ）时，经济通常处于繁荣期，特别是发达国家从 1950~2000 年，发展中国家从 1980~2008 年，都是经济发展的黄金期；而当金融发展（加杠杆）速度显著高于实体经济增速时，经济都即将或正处于衰退期（如发达国家从 2001~2013 年）。

表 1 是主要经济体 2008 年至 2015 年末的 $\dot{l} - \dot{g}$ 数据，数据显示，2009 年，主要经济体的加杠杆速度都显著高于实体经济，这并非上述规律的悖反，而是由于各国普遍实施救市政策引发的信贷扩张与实体经济衰退这两方面因素双重作用的结果。2010 年后，各国都经历了显著的去杠杆过程（且不论是总体还是局部），全球经济缓慢复苏。

值得注意的是，我国自 2012 年以来，私人部门杠杆水平出现较为明显的上升， $\dot{l} - \dot{g}$ 的数值也逐渐增大，由负转正，在 2015 年达到 2.5%，我国广义货币增速亦远超其他国家，表现为我国经济货币化率（M2/GDP）的持续上升，这种变化的背后是我国经济调结构所引发的经济和金融制度变迁，是要充分发挥金融调剂资金余缺的引领作用（Supply-leading）。发达国家中，以美国为例，其 $\dot{l} - \dot{g}$ 的“ $\nearrow \searrow \nearrow \searrow$ ”的变化过程（2008~2015）体现的恰是市场的反应以及政府政策的

作用。可以预计，2016~2017 年，美国的 $\dot{i}-\dot{g}$ 将呈现出“↗”的态势。强势美元、国际资本回流、再工业化等情势将共同使美国宏观经济债务负担出现下降。考虑到欧元区经济增速徘徊在 1% 左右，德国近两年来 $\dot{i}-\dot{g} < -3\%$ 说明其信贷供给略显不足。日本经济持续低迷，而宏观经济的债务水平近年来居高不下（>300%），既有债务存量使得加杠杆（ $\dot{i}-\dot{g} > 0$ ）的风险极大。需要强调的是，债务负担的加重并非危机的充分条件，我们还需对经济运行的周期率进行分析。

表 1 主要经济体金融杠杆增速与经济增速差 单位：%

	US	UK	DE	FR	JP	CN
2008	-8.5	6.3	-1.3	-12.7	0.7	-14.9
2009	5.0	5.0	7.4	5.7	9.1	12.5
2010	-5.0	-5.6	-14.5	-1.2	-8.6	-8.9
2011	-6.7	-9.4	-7.5	-1.0	0.7	-12.3
2012	-1.9	-6.8	-1.9	-0.3	-0.5	-3.2
2013	6.0	-8.8	-2.6	-1.2	2.4	-3.7
2014	-1.4	-12.7	-4.4	-2.3	0.6	-2.6
2015	-5.3	-5.4	-3.5	0.1	1.6	2.5

资料来源：世界银行、国际货币基金组织以及作者的计算。

表 2 主要经济体广义货币量增速（2013~2015）

	2013	2014	2015	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
英 国	2.10	-2.53	1.97	-1.71	-0.78	0.06	1.97
美 国	4.37	5.09	3.44	5.78	5.03	4.47	3.44
中 国	13.59	11.01	13.34	9.88	10.23	13.13	13.34
日 本	3.50	3.00	2.97	3.30	3.84	3.34	2.97
欧元区	1.00	3.80	4.70	4.30	4.70	4.70	4.70

资料来源：IFS 统计及作者的计算。

二、杠杆周期与实体经济的相位差

（一）我国宏观经济中已初现超额信用-高杠杆综合征

周期性是全部人类（经济）活动的共同特征，这是自然规律与社会规律（人性规律）共同作用的结果。所有典型周期都具有四个阶段，两个上升期与两个下降期。对于实体经济和金融体系而言，其各自的周期因二者的紧密关联而产生显著的叠加效应，这引发了人们对于信贷市场周期和金融杠杆周期的关注。杠杆周期概念由耶鲁大学金融系教授吉纳科普洛斯（Geanakoplos）提出。金融杠杆对宏观经济运行的作用机制可以通过杠杆周期与实体经济周期的叠加效应来分析。

我们首先将经济与金融的叠加周期划分为 6 个状态，分别以 A、B、C、D、E、F 表示。其中，A+B 表示经济繁荣期，C+D 表示经济衰退期，D+E 表示经济去杠杆时期，E+F 表示经济复苏期（这一时期包括了经济反弹—经济去杠杆时期以及经济复苏—经济加杠杆两个阶段，第二阶段也称作“后”去杠杆时期，即 post-deleveraging）。显然，经济金融叠加周期的某几个阶段之间具有“重叠”区域，这恰说明了经济运行与金融运行的“非同步性”（即相位差）。

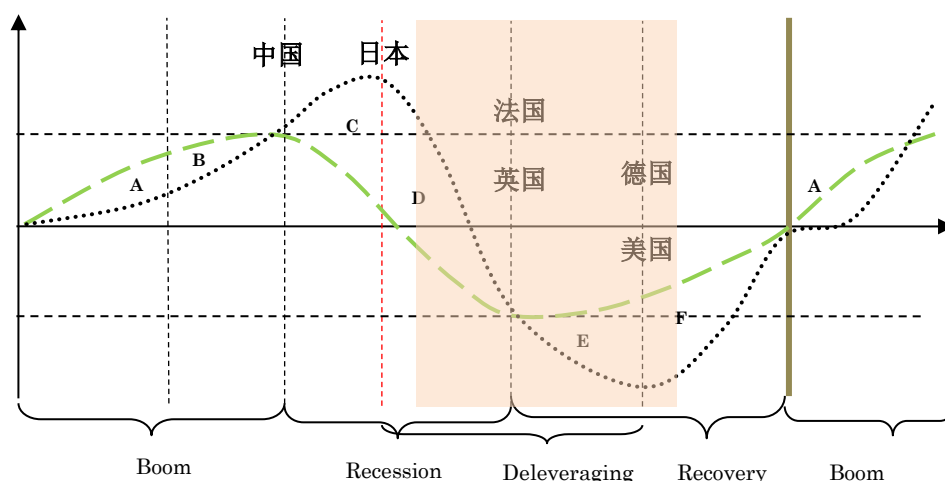


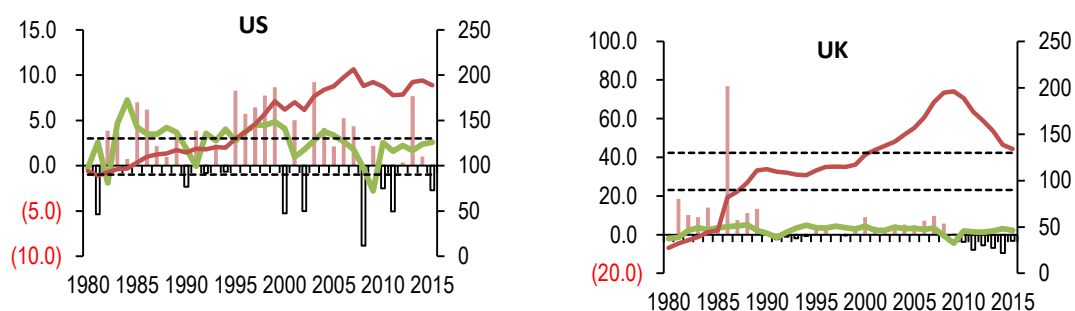
图 1 经济金融发展周期律的阶段划分（A-F）

图 1 中绿色曲线（虚线）表示实体经济增长率的周期性波动（而非实体经济 GDP 的波动），图中黑色曲线（虚线）表示金融杠杆水平的周期性变化（当然，也可画出金融杠杆变化%的曲线），两条曲线存在振幅、频率和相位上的差异，图中所示仅为示例性说明，现实中曲线的形状和特性更为复杂，但这种简化并不

会显著影响我们的分析和结论。图中标示出了经济周期和金融杠杆周期的不同阶段，并将经济运行状态用 A-F 表示。

下图是主要经济体（美、英、德、法、日、中）的金融杠杆水平、金融加杠杆（去杠杆）速度、经济增速的对比图，图中平行于横轴的虚线区域为利用计量分析得出的私人部门杠杆水平的两个阈值（警戒值）——分别为 90%和 130%，该阈值同时参考了国内外的相关文献。根据上面实虚叠加的典型示例图以及下面的国别统计图，我们可以判断各国当前所处的经济金融发展阶段。

美国（E→F）私人部门去杠杆已基本完成，但由于政府部门债务水平较高，故宏观总杠杆水平未出现下降，然而，美元的国际货币地位使得美国能够通过“伪复苏”的方式拉高经济，再通过债务货币化来去杠杆，最后通过向实体经济回归实现真实经济增长，故而美国在短短几年内便实现了从区间 D 向区间 F 的跳转。英国（D→E）私人部门经历了十分显著的去杠杆，但其经济复苏仍然乏力，故而处于衰退与去杠杆的叠加区域。德国（E→F）私人部门杠杆水平仅为 80%左右，其金融杠杆水平处于适度性区间内，其经济增长速度也在近两年出现反弹，故而处于去杠杆与经济复苏的叠加区间。其他两国，法国（D→E）私人部门杠杆水平较低，而日本（C→D）经济自 2000 年后，一直处于经济衰退期，其金融杠杆水平在近年重拾升势，经济的持续低迷则说明了“安倍政府”量化宽松政策的失败。与上述国家不同，我国（B→C）私人部门呈现出显著的加杠杆趋势，与此同时，我国经济进入“新常态”，经济增长速度有所放缓，这直接导致我国的 $i - \dot{g}$ 出现上升乃至变为正值，经济增长的不确定性增大，金融脆弱性增强。客观而言，我国宏观经济中已初现超额信用-高杠杆综合征。



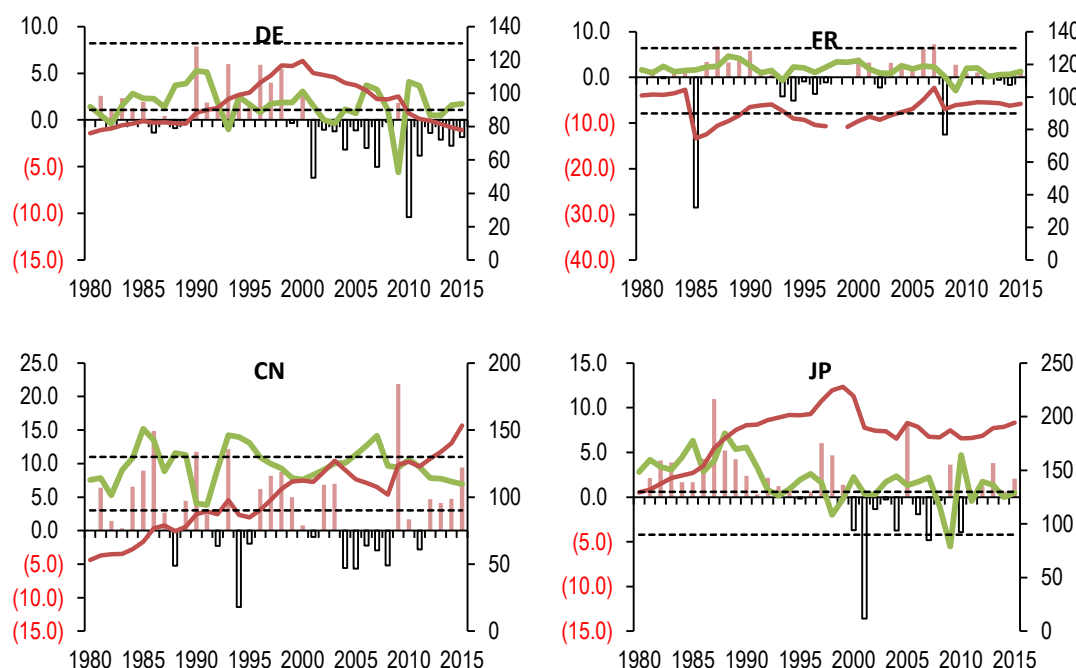


图 2 主要经济体金融杠杆水平及加杠杆速度(1980-2015)

资料来源：世界银行以及作者的计算。

图 2 中较细的红色曲线为私人部门杠杆水平（%），较粗绿色曲线为实体经济增速（%），柱状图为各年度加杠杆速度（%），图中平行于时间轴的虚线分别为金融杠杆水平 $L=90\%$ 和 $L=130\%$ ，用于划定金融杠杆水平的大体适度区间，即位于该区间内或以下的私人部门杠杆水平可以视作大体上适度的，当然，像俄罗斯等中东国家以及一些伊斯兰国家，其金融杠杆水平距离 90% 尚有较大差距，如果其同期经济增速较低（ $<2\%$ ），那么可以视作金融杠杆水平过低（不足）。

表 3 主要经济体的经济运行区间

运行区间	时间长度	主要经济体				
A	5 年				↑ 中国 ↓	印度
B	5 年					
C	1~2 年			巴西	↓	
D	2~3 年		英国	日本		
E	4~5 年	美国	法国			
F	5~10 年	德国				

注：时间长度主要参考了麦肯锡（McKinsey Global Institute）的相关研究。利用这一历史平均数据，我们得以估算出此轮危机前后的经济运行时间表（如上图所示）。

中国目前经济进入“新常态”，超高增速不再，年均增速大体维持在 7% 左右（当然这仍然很高），同时，我国私人部门金融杠杆水平已达 150%，故而经济运行表现出增速放缓和快速加杠杆的趋势，故而也可以将中国归入区间 C，或比较合理的是中国在 B 到 C 的交点处。

三、略论宏观经济政策

我国大体处于经济运行区间 B 与 C 的交界处，而这也正是政府可以“有所作为”的区间，即金融杠杆水平偏高但经济增速稍有放缓的时期。

从经济金融运行的“双重”周期特征看，金融周期内生地具有超调特征，即金融周期经常会过度反应（在经济增速显著放缓时仍然“亢进”，在实体经济已经开始复苏时仍“低迷”），以致造成对实体经济的过度冲击。因此，在何时、以何种程度及何种方法来调节宏观杠杆水平对于实体经济的运行至关重要。殷鉴不远，历史经验表明，前期信贷扩张是否必然引发危机和去杠杆取决于以下因素：

（1）宏观杠杆总水平；（2）杠杆的内部结构；（3）政府的调控措施；（4）外部环境的变化。也就是说，去杠杆可以划分为内生性去杠杆（（1）、（2））和外生性去杠杆（（3）、（4））两大类，前者决定了去杠杆过程可供“腾挪”的空间，后者决定了依靠市场机制无法实现以及一国自身无法控制的情形。

超额信用-高杠杆综合征并不一定引发危机和去杠杆，但因其而引发的危机通常会触发去杠杆过程。无论怎样，去杠杆意味着前期经济中债务总量的相对过度，或者谓之经济增长的负担过重。1870 年至今，全球范围内共出现过 45 次较为明显的去杠杆事件，其中，31 次为私人部门与政府部门的双重去杠杆，9 次为私人部门去杠杆而政府部门杠杆水平不变或轻度加杠杆，3 次为政府部门去杠杆。此外，还有 32 次为政府部门去杠杆而但由于私人部门加杠杆从而宏观经济总体加杠杆；另有 2 次为私人部门去杠杆但由于政府部门债务率的上升从而宏观经济总体呈现加杠杆趋势。其中，根据 Reinhart & Rogoff (2009) 的研究，45 次去杠杆事件中的 32 次发生在金融危机之后（巴曙松的研究也指出，有 32 次去杠杆发生在危机后，另有 13 次政府主导的去杠杆并未发生危机）。

根据麦肯锡（McKinsey）的归纳，历史上的去杠杆可以大体被划分为四类，即紧缩银根（Belt-tightening，简称 BT）、通货膨胀（High inflation，简称 HI）、



大量违约（Massive default，简称 MD）、增长去债（Growing out of debt，简称 GD）。事实上，此轮危机中发达国家（特别是美国、欧盟国家、日本等）普遍实施了量化宽松的货币政策，试图使债务货币化（Debt monetization，简称 DM），这应算是去杠杆的第五类方式。任何一次去杠杆大体上都会持续 6~7 年，且实体经济增速都会在去杠杆的前几年出现下滑，并在随后的 4~5 年中出现较为有力的反弹，与此同时，去杠杆进程并未随之停止（由于实体经济复苏的速度超过信贷复苏，或者由于去杠杆存在一定的惯性——这部分源自于信贷市场的信心恢复需要时间，这与上文所指出的实体经济、金融杠杆水平二者变化具有相位差是一致的）。

另一方面，任何一类去杠杆都会引发信贷增速的显著变化，但却各具特点：历史数据显示，通过 BT 方式去杠杆，则信贷增速会出现极为显著的下降，仅维持在 2%左右的水平，而危机前的长期信贷增速趋势约为 21%（21%→2%）；通过 HI 方式去杠杆，则“名义”信贷增速的下降并不明显（50%→46%），因为高通胀推高了货币与信用的流量水平；通过 MD 方式去杠杆，同样会对信贷扩张产生显著的紧缩效应（41%→10%）；然而，通过 GD 方式来去杠杆的情况下，去杠杆时期的信贷增速则反而要高于此前的长期趋势（0%→12%）。现实中，实体经济增速很少能在一段时间内持续达到 10%甚至更高，因此：除第四类去杠杆以外，其他去杠杆事件的前期，无一例外都经历了经济的加杠杆，因为信贷增速高于实体经济增速；即便是第四类去杠杆，其前期也很可能正处于经济衰退期，因此信贷增速（0%）同样高于经济增速（负增长），经济亦处于加杠杆周期。

经济去杠杆并不一定发生在经济繁荣期，繁荣期过顶点后的去杠杆通常要靠信贷扩张相对于经济增速的紧缩来实现——这通常对应于过度的杠杆水平，而衰退期的去杠杆通常是由于去杠杆惯性（源于恐慌和资产价格泡沫的崩溃）或前期经济负增长而引发的高杠杆随实体经济复苏而显现的“回调”（表现为信贷复苏滞后于实体经济投资的复苏）——这有可能对应于较低的杠杆水平。因此，同样是去杠杆，其背景和未来的走势并不相同。同样的存量和增量信贷，很可能导致不同的宏观杠杆水平（姑且不论宏观杠杆的内部结构）以及经济后果。

表 4 全球主要经济体及区域私人部门杠杆水平(2008-2015)

单位: %GDP

	Arab World	Australia	Brazil	China	Germany	Euro area	France
2008	40.3	121.9	45.8	101.9	96.4	103.4	92.4
2009	47.3	122.8	47.5	124.2	98.2	106.1	94.9
2010	42.7	125.9	52.8	126.3	88.0	103.4	95.7
2011	39.3	122.9	58.1	122.8	84.6	101.7	96.8
2012	38.6	122.0	62.6	128.5	83.4	99.7	96.6
2013	40.2	125.8	64.4	133.8	81.7	96.7	96.1
2014	43.6	129.6	67.1	140.1	79.4	92.8	94.5
2015	52.6	137.6	67.9	153.3	78.0	90.3	95.8
	United Kingdom	India	Japan	OECD members	Russian Federation	United States	World
2008	194.8	50.1	180.7	144.5	41.6	188.0	121.9
2009	196.2	48.8	187.3	150.6	45.3	192.1	128.3
2010	188.8	51.1	179.9	146.8	42.8	187.4	123.0
2011	174.0	51.3	180.2	141.6	42.0	177.9	117.9
2012	164.5	51.9	182.3	142.5	44.7	178.5	119.0
2013	153.1	52.2	189.3	145.8	49.4	192.2	122.0
2014	138.5	51.8	190.5	145.0	54.3	194.1	123.9
2015	134.1	52.6	194.4	146.1	56.4	188.8	128.8

资料来源: 世界银行及作者的计算。

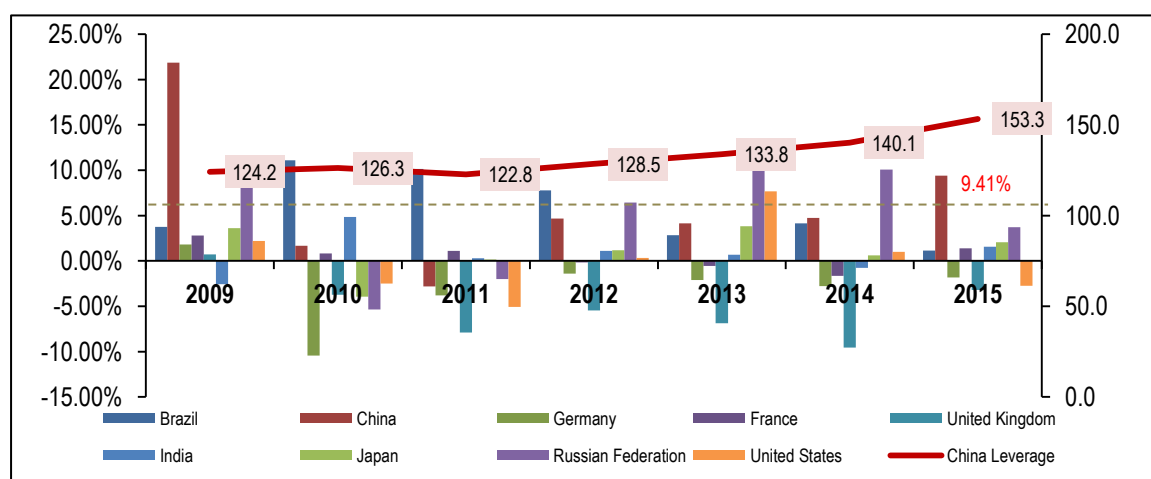


图 3 主要经济体加杠杆速度 (2009-2015)

资料来源: 世界银行、国际货币基金组织以及作者的计算。

说明: 图中曲线为我国私人部门杠杆水平(%GDP), 柱状图为主要经济体的加杠杆速度(左轴)。

表 5 主要经济体宏观杠杆水平(2008-2015) 单位: %

	China			France			Germany			India		
2008	27.0	101.9	128.9	68.1	92.4	160.5	64.9	96.4	161.3	74.5	50.1	124.6
2009	32.6	124.2	156.8	79.0	94.9	173.9	72.4	98.2	170.6	72.5	48.8	121.3



2017 年第 19 期总第 211 期

2010	33.1	126.3	159.4	81.7	95.7	177.4	81.0	88.0	169.0	67.5	51.1	118.6
2011	33.1	122.8	155.9	85.2	96.8	182.0	78.3	84.6	162.9	69.6	51.3	120.9
2012	34.0	128.5	162.5	89.6	96.6	186.2	79.5	83.4	162.9	69.1	51.9	121.0
2013	36.9	133.8	170.7	92.4	96.1	188.5	77.1	81.7	158.8	68.0	52.2	120.2
2014	39.8	140.1	179.9	95.3	94.5	189.8	74.5	79.4	153.9	68.3	51.8	120.1
2015	42.9	153.3	196.2	96.1	95.8	191.9	71.0	78.0	149.0	69.1	52.6	121.7
	Japan			Russia			United Kingdom			United States		
2008	191.8	180.7	372.5	7.4	41.6	49.0	50.3	194.8	245.1	72.8	188.0	260.8
2009	210.2	187.3	397.5	9.9	45.3	55.2	64.2	196.2	260.4	86.0	192.1	278.1
2010	215.8	179.9	395.7	10.6	42.8	53.4	75.7	188.8	264.5	94.7	187.4	282.1
2011	231.6	180.2	411.8	10.9	42.0	52.9	81.3	174.0	255.3	99.0	177.9	276.9
2012	238.0	182.3	420.3	11.8	44.7	56.5	84.8	164.5	249.3	102.5	178.5	281.0
2013	244.5	189.3	433.8	13.1	49.4	62.5	86.0	153.1	239.1	104.6	192.2	296.8
2014	249.1	190.5	439.6	15.9	54.3	70.2	87.9	138.5	226.4	104.6	194.1	298.7
2015	248.0	194.4	442.4	16.4	56.4	72.8	89.0	134.1	223.1	105.2	188.8	294.0

资料来源：世界银行、国际货币基金组织以及作者的计算。

2008 至 2015 年，全球范围内的去杠杆呈现出三个特点：其一，政府债务水平（%GDP）普遍上升，这说明政府对宏观经济的干预力度显著增强，经济中的债务向政府部门转移；其二，私人部门信贷方面，发达国家大多出现去杠杆现象，发展中国家则出现了加杠杆；其三，宏观杠杆总水平变化并不显著。这说明，全球范围内的去杠杆更多地表现为局部部门去杠杆，即宏观杠杆内部结构（包括私人部门内部结构、政府部门的内部和外部债务结构）的变化。事实上，根据 2016 年预测数据，上述趋势和特征仍然成立。因此，结合本文前两部分的分析，美国经济将进一步复苏（美元的特殊地位是其根本保障）；英国的政府部门债务水平尚有一定的下降空间，其经济复苏可期，但“脱欧”事件的负面影响将减缓英国经济的全面复苏；德国实体经济基础牢固，经济复苏趋势已现，然而，今后的一段时期内，德国经济的有力复苏尚需金融部门的充分配合，德国需要适度加杠杆；日本私人部门及政府部门的杠杆水平都极高，经济负重难行、积重难返，日本经济在未来很不乐观。

当前，除美国和德国外，主要发达国家都面临着经济衰退和去杠杆的两难困境，量化宽松货币政策的实施效果并不显著，从长期看，DM 方式总体上是一种“以邻为壑”的经济政策，其负外部性较大，且这是一种“不实在”的去杠杆方式。而真正可靠的是德国所实施的 GD 方式。对我国而言，经济调结构与杠杆调

结构是逻辑一致的，同时也与政府职能转变和金融制度改革是逻辑一致的。

当前，我国大体处于经济运行区间 B 与 C 的交界处，而这也正是政府可以“有所作为”的区间，即金融杠杆水平偏高但经济增速稍有放缓的时期。我国在经济上尚具有一定的加杠杆空间（特别是政府、居民和金融部门——我国政府部门债务率、居民部门负债水平很低，这正是我国宏观经济各部门债务进行转移腾挪的潜力所在，用空间换时间，为我国企业部门去杠杆以及宏观经济调结构赢得机会与时间），这可以看作是对未来经济金融改革过程中的风险缓冲和准备；同时，我国企业部门债务过高的根源是政府（特别是地方政府）对经济的控制，“解铃还须系铃人”，我们要充分利用政府调控进行外生性去杠杆，只不过此次去杠杆不是救助，不是隐性补贴，而应是实实在在的制度变革，是政府为市场创造条件，为民间创造租金（具体策略详见《金融杠杆水平的适度性研究》）。

综合而言，在利用宏观经济政策调节金融杠杆时，大体有三类“工具箱”：其一是直接杠杆控制，其二是提高经济潜能，其三是协调周期相位。索罗斯在阐述其“双重周期”（twin cycles）理论时说：“我相信，政府的监管周期（regulatory cycle）与信贷周期（credit cycle）在相当长的时间内是相互交叠的，而且，最小程度的监管通常与最大程度的信贷扩张相对应，反之亦然。然而，在二者周期性的交叠重合过程中始终存在着持续的互动，这种互动影响并改变了二者各自的周期形态和长度，并形塑出一条独特的路径，该路径不能被简单地归于某一类规则的或重复性的运动模式（pattern）”。所以，在利用宏观经济政策调节金融杠杆时，一定要关注“三期叠加”的收益与成本，充分借鉴他国经验（特别是德国），配合使用好内生性与外生性去杠杆，实现我国经济“新常态”下的宏观经济金融稳定。

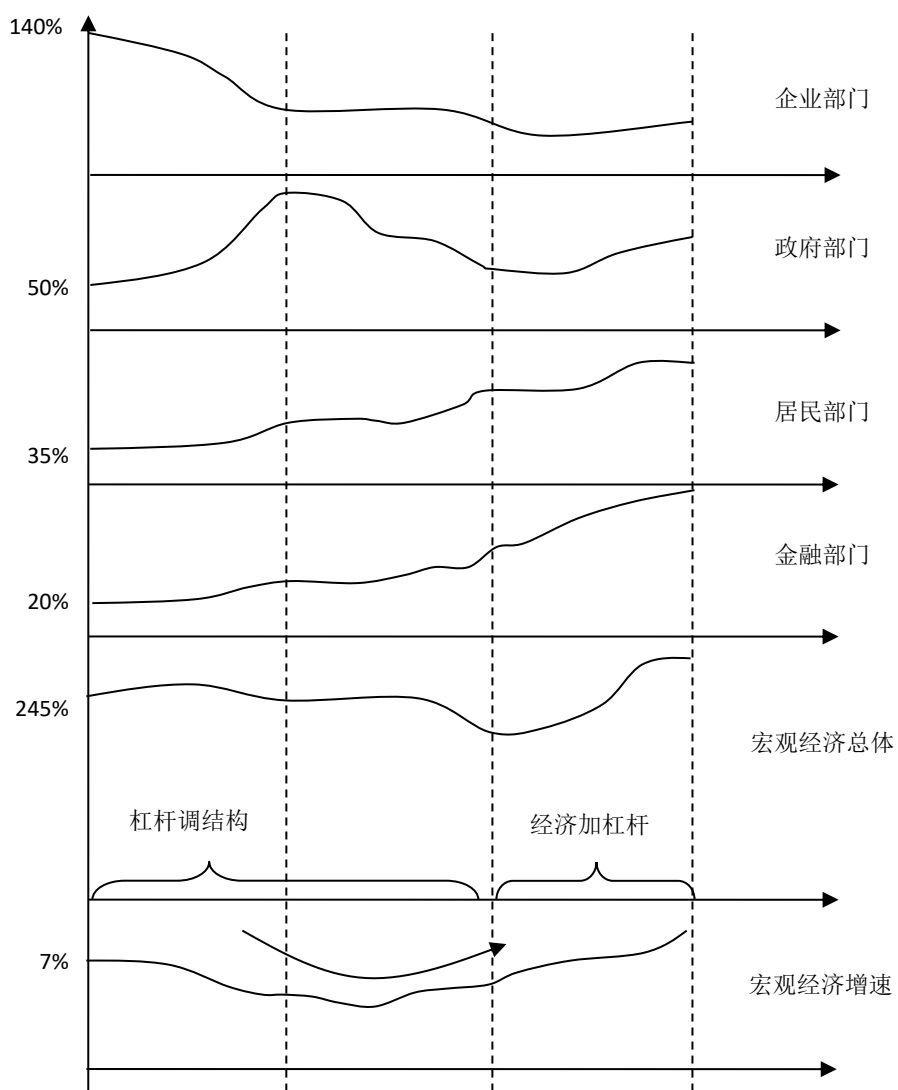


图 4 我国宏观杠杆结构调整与经济运行(示意图)

移动银行的未来模型 对市场增长至关重要的兼容性¹

Mthuli Ncube²

对于成功的移动银行系统，至关重要的是，所有使用它们的人——客户、零售商、移动网络运营商和金融机构——都感受到他们的利益。

因为参与各方目标不同，所以找出让各方都满意的技术和商业模式很具挑战性。。客户希望有便捷的访问和公平的定价，而零售商希望通过提供更多的支付渠道来改善客户服务和吸引新业务。金融机构和移动网络运营商也旨在提供更多的支付方式来提高客户满意度。

任何一方的要求未能满足就可能会导致移动银行业务模式的失败。这些伙伴关系往往要求各方同时竞争和合作。

一、合作模型

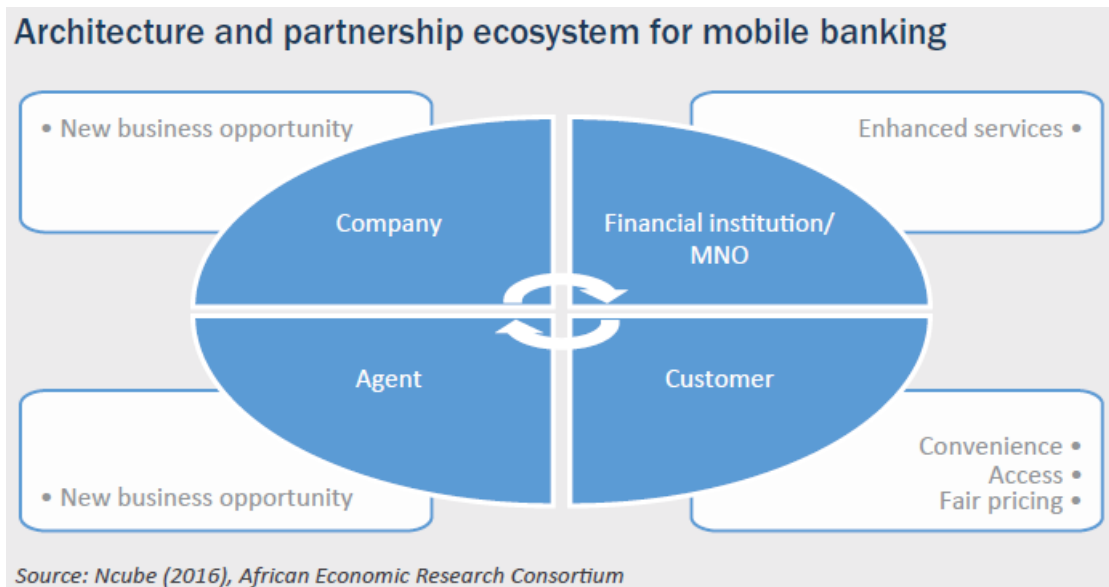
移动银行伙伴关系可以遵循一些具有不同的合作级别的模型。一个模型是“轻触”（light-touch）型，它只要求数字支付系统的参与各方——银行，网络运营商及其他公司之间，有一个最基本层级的合作。。

在以手机为中心的模式中，网络运营商领导着移动支付服务，与银行和其他各方的合作很少。另一个方式是让银行主导支付服务，此时与网络运营商和其他伙伴的合作最少。

在部分整合的模式中，银行和网络运营商的合作层级很高，但他们和提供数字支付服务的其他人之间很少互动。另一种选择是全面整合，所有各方之间合作紧密。

¹ 翻译：刘梦叶；审校：肖柏高。本文原文选自 OMFIF 出版的《The Bulletin》2017 年 4 月期

² Mthuli Ncube，牛津大学客座教授，量子环球集团研究部负责人，OMFIF 董事



二、监管影响

根据移动银行监管的功能方法，央行必须最大限度地扩大金融包容性，并关注价格稳定、网络增长和支付系统稳定性。

监管机构应采取基于风险的方法来支持金融普惠。这是基于市场活动给个人参与者和金融系统稳定性带来的风险而制定的。同样，监管者必须在界定游戏规则的初始监管与针对市场演变的干预措施之间找到平衡。

中央银行和政府等监管机构需要确保市场环境是竞争性的，并限制垄断。让进入和退出市场变得更加容易。提高分属不同电信网络的用户之间通话和交流的能力也很重要。

这种兼容性在移动银行中同样重要，以确保金融服务的数字网络用户可以与属于其他网络的用户进行交易。这加深了移动资金的渗透，降低了交易成本，拓宽了客户选择范围，并鼓励竞争。

代表全球移动运营商的 GSM 协会一直在发展非洲和中东地区网络的兼容性。2014 年 4 月，该协会宣布，两个区域的 9 个移动网络运营商将共同努力，加快实施跨网络移动货币服务。这些运营商在非洲和中东的 48 个国家有 5.82 亿个移动连接。

2014 年 6 月，非洲建立第一个互容性协定。电信公司蒂戈（Tigo）表示，这

可以与竞争对手 Airtel 和 Zantel 联通起来。蒂戈在坦桑尼亚拥有 620 万个客户，并有 340 万个用户使用蒂戈裴飒（Tigo Pesa）系统。去年，坦桑尼亚第四家移动货币提供商 vodacom 与 Airtel 和 Zantel 联通起来后，兼容性进一步扩展。这使得超过 1600 万人可以在坦桑尼亚通过手机汇款，无论他们分属哪个网络。相比之下，在乌干达，移动货币服务的用户被迫要多个手机移动业务提供商，因为在该国他们不兼容。

三、平等获得基础设施的权利

监管的最后一个方面，以及对移动银行服务的成功至关重要的一个方面，是应该能平等获得基础设施。这是指供应商有权按相同的条款获得支撑其服务的基础设施。

对于移动网络运营商，这些基础设施包括电信线路、光纤网络、电网和供水。对于数字金融服务提供商而言，所需的基础设施包括电信系统和用于支付和结算信用的网络服务。

提供商和监管机构在打破限制发展的障碍方面都有重要作用。这是确保移动网络继续改变新兴市场银行业务的关键条件。

Model future for mobile banking

Interoperability essential to market growth

Mthuli Ncube¹

For successful mobile banking systems, it is essential that everyone using them – customers, retailers, mobile network operators and financial institutions – feel they benefit.

Finding technology and business models that work for all parties is challenging because of the different objectives of those involved. Customers want convenience, easy access and fair pricing, while retailers are looking to improve customer service and attract new business by offering additional payment channels. Financial institutions and mobile network operators, too, aim to offer more options for making payments, and thus increase customer satisfaction.

Failure to meet any of these expectations may result in the collapse of the mobile banking business model. These partnerships often require parties to compete and work together simultaneously.

1.Models of co-operation

Mobile banking partnerships can follow a number of models with varying levels of co-operation. One model is ‘light-touch’ with minimal co-operation among providers such as banks, network operators and other businesses involved in digital payments services.

In models that are mobile phone-centred, network operators lead the mobile payments service, and there is minimal co-operation with banks and other parties. A further option is to have services that are bank-led, where there is minimal

¹ Mthuli Ncube is Visiting Professor at the University of Oxford, Head of Research at Quantum Global Group, and a Director of OMFIF.

co-operation with network operators and other parties.

In yet another model – partial integration – banks and network operators have a high level of co-operation but there is little interaction between them and others providing digital payments services. The alternative to this is full-integration, where there is strong co-operation among all parties.



2. Regulatory implications

Under a functional approach to regulation of mobile banking, central banks have to maximise financial inclusion as well as focus on price stability, the growth of the network and payment system stability.

The regulator should adopt a risk-based approach to supporting financial inclusion. This is based on the risk that an activity poses to the individual participant and to the stability of the financial system. Equally, the regulator must find a balance between initial regulation, which defines the rules of the game, and intervention in response to the evolution of markets.

Regulators such as central banks and governments need to ensure that the environment is competitive and that monopolies are curtailed. Easy entry to and exit from the market should be encouraged. It is also important to develop the capacity for

phone users of one telecommunication network to make calls and communicate with those of another.

Such interoperability is equally necessary in mobile banking, to ensure that users of one financial service's digital network can transact with those on another. This deepens the penetration of mobile money, lowers the cost of transactions, broadens customer choice, and encourages competition.

The GSM Association, the body that represents mobile operators worldwide, has been promoting interoperability across Africa and the Middle East. In April 2014, the association announced that nine mobile network operators in the two regions were to work together to accelerate the implementation of cross-network mobile money services. These operators have 582m mobile connections across 48 countries in Africa and the Middle East.

Africa's first interoperability arrangement was announced in June 2014 when the telecommunications company Tigo, which has 6.2m customers in Tanzania and 3.4m users of its Tigo Pesa system, said it would be linking with rivals Airtel and Zantel. Interoperability was extended further last year when Vodacom, Tanzania's fourth mobile money provider, connected with Airtel and Zantel. This allows over 16m people to send money by mobile to each other in Tanzania, regardless of network. By contrast, in Uganda users of mobile money services are forced to use multiple mobile providers as the country has no interoperability.

3.Equal access to infrastructure

The final aspect of regulation, and one that is critical to the success of mobile banking services, is that there should be equal access to infrastructure. This refers to the right of providers to access on identical terms the infrastructure that underpins their services.

For mobile network operators, such infrastructure includes telecommunications lines, fibre optic networks, the power grid, and water supply. For providers of digital

financial services, the required infrastructure includes the telecommunication system, and network services for payment and settlement credit bureaux.

Both providers and regulators have important roles to play in breaking down barriers to expansion. That is the crucial condition for ensuring mobile networks continue to transform banking in emerging markets.

习近平应该告诉川普如何避免贸易战¹

史蒂夫·汉克²

自 1975 年以来，美国每年都出现了贸易赤字。这并不奇怪，美国花费比储蓄多的多。贸易逆差在所难免。这个赤字是通过美国在世界其他国家那几乎无限的信用额度来融资的。储蓄超过花费和有相应贸易顺差的经济体向美国出借资金，满足了美国的无休止的支出。

特朗普总统及其贸易团队显然不了解这些经济基础。这会给美国在外交和经济方面造成无尽的麻烦。当特朗普总统和中国总统习近平将在接下来的两天内在海湖公园会晤时，这些问题肯定会凸显。

日本、尤其是近来的中国一直是储蓄不足的美国的主要债权国。事实也确实如此，美国从亚洲的进口大都是用其在亚洲获得的信用额度支付的。结果是亚洲的贸易顺差很大（主要是制成品部分），以及对美国高额美元债权。如下图所示，中日两国在美国的贸易逆差中占有最大的份额。日本的贡献已经从 90 年代初的略低于 60% 的高峰下降到今天的 10% 左右，而中国的贡献从 20 世纪 90 年代初的 20% 左右稳步上升到今天的 48%。

美国的储蓄缺口导致了美国制造业的空洞化。这是唐纳德·特朗普总统从未提到的一个主题。相反，他声称，美国制造业被外国人生吞的原因是，外国人采取不公平的贸易做法和操纵他们的货币贬值。这个说法纯属无稽之谈。

¹ 翻译：李子怡；审校：肖柏高

² 史蒂夫·汉克，中国人民大学国际货币研究所国际委员、约翰霍普金斯大学教授



图一：美国贸易赤字贡献率

为了了解为什么总统特朗普和华盛顿的许多人，包括新当选的参议院少数党领袖查尔斯·舒默，都是如此有误导性和危险性，应该参考日本的前车之鉴。从1970年代初到1995年，日本被视为美国的经济敌人。华盛顿的重商主义者说，日本不公平的贸易做法造成了贸易逆差，并摧毁了美国的制造业。华盛顿还断言，如果日元对美元升值，美国的问题将得到解决。

华盛顿甚至试图说服东京，日元升值会对日本有好处。不幸的是，日本人屈服了该货币从1971年的360日元兑1美元升值到1995年的80日元兑1美元。此次大幅升值并没有减少日本向美国的出口，在2000年以前，美国对日本的贸易赤字比其他任何国家都多。

1995年4月，当时的财政部长罗伯特·鲁宾迟迟意识到日元过度上涨推动了日本经济陷入通缩困境。因此，美国让日本政府停止日元升值，鲁宾开始唤起他现在着名强劲美元的强口头禅。虽然这个政策切换是受欢迎的，但是对于日本来说已经太晚了。

二十年后，中国取代了日本成为了美国的经济敌人。批评中国言论十分流行。几乎没有一天特朗普和其他重商主义者不对中国进行打击，指责它是不公平的贸易做法和货币操纵行为。希望特朗普总统在海湖公园与习近平主席会晤时，不要再重复他对贸易的错误观念了。



我们还希望，习近平主席向特朗普解释为什么他的支出和税收政策将扩大美国的支出和储蓄之间的差距，导致贸易赤字的膨胀。习主席应该进一步解释，这种赤字不应该是与中国打贸易战争的原因。毕竟，日益扩大的贸易逆差是美国制造。

Xi Should Coach Trump on How to Avoid a Trade War

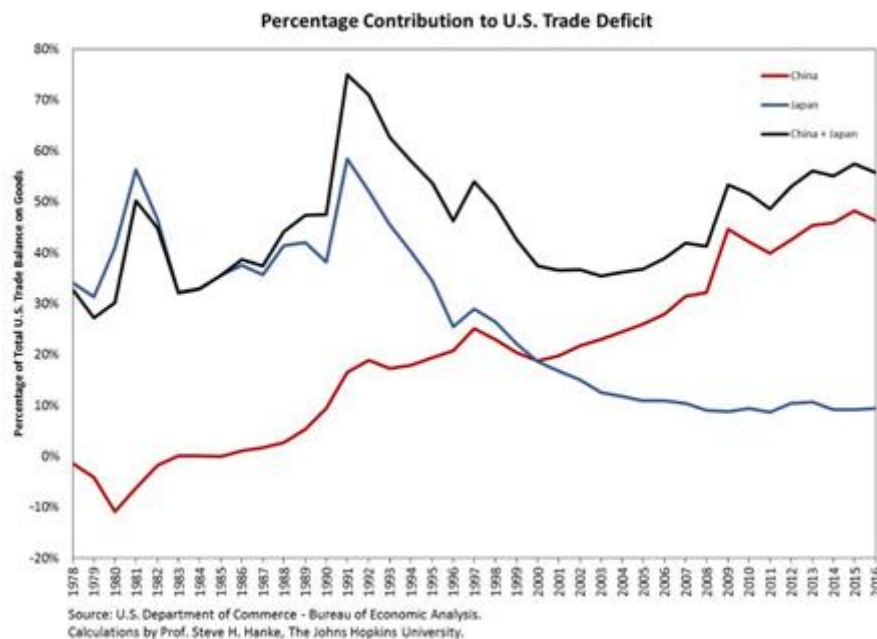
Steve H. Hanke

The U.S. has recorded a trade deficit in every year since 1975. This is not surprising — America spends more than it saves. So, it must run a trade deficit, and this deficit is financed by means of a virtually unlimited U.S. line of credit with the rest of the world. Economies that save more than they spend and record corresponding trade surpluses ship funds to the U.S. to finance America's insatiable spending.

President Trump and his trade team clearly do not understand these economic basics. This promises no end of diplomatic and economic problems for the U.S. These will probably rear their ugly heads in Mar-a-Lago, where President Trump and China's President Xi will rendezvous for the next two days.

Japan and more recently China have been the primary creditors for the savings-deficient U.S. Indeed, Asia's exports to the U.S. have been paid for largely by Asia's credits to the U.S. The result is a huge trade surplus for Asia, largely in manufactured goods, and a build-up of dollar claims against the U.S.

As the chart below shows, China and Japan have been responsible for the lion's share of the U.S. trade deficit. Japan's contribution has fallen from a peak of just under 60% in the early 1990s to around 10% today, while China's contribution has steadily risen from around 20% in the early 1990s to 48% today.



Percentage Contribution to U.S. Trade Deficit

The U.S. savings deficiency has contributed to the hollowing out of American manufacturing. This is one subject which President Donald Trump has never mentioned. Instead, he claims that American manufacturing has been eaten alive by foreigners who adopt unfair trade practices and manipulate their currencies to artificially weak levels. This argument is nonsense.

To appreciate why President Trump — and many others in Washington, including Charles Schumer, the newly-elected Senate minority leader — are so misguided and dangerous, one should look to Japan. From the early 1970s until 1995, Japan was viewed as America's economic enemy. The mercantilists in Washington asserted that unfair Japanese trading practices caused the trade deficit and destroyed U.S. manufacturing. Washington also asserted that, were the yen to appreciate against the dollar, America's problems would be solved.

Washington even tried to convince Tokyo that an ever-appreciating yen would be good for Japan. Unfortunately, the Japanese caved into U.S. pressure, and the yen appreciated. The currency moved from 360 yen to the dollar in 1971 to 80 in 1995. This massive appreciation didn't put a dent in Japan's exports to the U.S., with Japan contributing more than any other country to the U.S. trade deficit until 2000.

In April 1995, Robert Rubin, then Treasury Secretary, belatedly realized that the yen's overdone rise was driving the Japanese economy into a deflationary quagmire. In consequence, the U.S. stopped hounding the Japanese government about the value of the yen, and Rubin began to evoke his now-famous strong-dollar mantra. While this policy switch was welcome, it was too late for Japan.

Two decades later, China, rather than Japan, is America's economic enemy. China-bashing is in vogue. Hardly a day goes by without Trump and other mercantilists railing against China, accusing it of unfair trade practices and currency manipulation. Let's hope President Trump can refrain from repeating his wrongheaded ideas about trade to President Xi when they meet in Mar-a-Lago.

Let's also hope that President Xi explains to Trump why his spending and tax policies will widen the gap between America's spending and savings and result in a ballooning trade deficit. Xi should further explain that such a deficit should not be cause for a trade war with China. After all, the swelling trade gap is made in the U.S.A.

系列三十四：系统性风险的识别与评估¹

编者按：

人民币国际化是中国人民大学国际货币研究所（IMI）的重点研究领域。自 2012 年研究所首次发布《人民币国际化报告 2012》并首创人民币国际化指数（RII）以来，已经连续三年编写并发布《人民币国际化报告》。尽管时间不长，报告因其独立性、客观性和决策参考性，得到了社会各界尤其是政策部门的高度关注。同时报告还被译成英文和日文同步发布，在国内外理论与实务界均产生较大影响。《人民币国际化报告 2016》主题为“货币国际化与宏观金融风险管理”。报告聚焦于人民币国际化新阶段的宏观金融风险管理问题，对人民币加入 SDR 后的宏观金融政策调整及其可能诱发的国内宏观金融风险展开分析，包括汇率波动和汇率管理，以及跨境资本流动对国内金融市场的冲击、银行机构国际化风险和实体经济风险等重要议题。报告建议，要基于国家战略视角构建宏观审慎政策框架，防范系统性金融危机，为实现人民币国际化最终目标提供根本保障。《IMI 研究动态》将连续刊登《人民币国际化报告 2016》节选系列文章，以飨读者。

本文节选自《人民币国际化报告 2016》第九章。

一、定义与辨析

传统的关于系统性风险的研究将其定义为传播风险，即外部冲击不仅限于对经济的直接影响，而是通过在金融体系和实体经济间不断扩散，最终引发危机并对实体经济造成破坏。该观点主要强调对个体机构倒闭的防范、风险的外生性，忽略了金融失衡的前期累积过程以及金融机构持有共同风险敞口在危机发生过程中的作用。

事实上，整个金融体系具有遭受外部因素的冲击以及内部因素的相互牵连而发生剧烈波动、危机的可能性，一旦遭受系统性风险的冲击时，任何单一金融机构都将不可避免的受到波及。本次国际金融危机以来，内生于金融体系中的共同风险敞口与随时间积累的金融失衡而非风险传播本身，被认为是诱发危机的关键因素。与传统定义不同，关于系统性风险解释的更多开始强调金融失衡的严重性、金融体系的顺周期性和关联性以及风险的内生性，等等。

¹ 整理人，中国人民大学财政金融学院博士生李胜男、中国人民大学国际货币研究所研究合作部副主任安然

按照国际货币基金组织、国际清算银行和金融稳定理事会的最新定义，系统性风险是由整个或者部分金融体系失灵（并可能对实体经济产生严重的负面影响）而导致的金融服务（包括信用中介、风险管理和支付体系等）中断的风险。然而，该定义在对于时间和国别环境的依赖、金融体系的行为及其与实体经济的反馈效应、对于政策干预的敏感性等方面表述不清，未能准确表达系统性风险的本质。

此外，更多的研究从时间和空间两个维度来具体刻画系统性风险。其中，跨部门维度主要考虑在特定时间点上系统性风险在金融体系中的分布状况，包括金融机构持有的共同风险敞口，个体或一组金融机构对系统性风险的贡献度等。在现代金融体系下，金融机构直接持有相同或相似的资产，或者间接与其他机构相互联系的风险敞口（如交易对手等）以及倾向于采用相同的价值评估和风险度量手段等等，使金融机构间的关联度、同质性和集中度等问题日趋严重。在这种情况下，风险更容易在金融体系内部“滋生”，并通过由相同的风险敞口编织而成的“风险网络”迅速传播。时间维度（或称“纵向维度”）主要关注系统性风险如何随时间变化的问题——系统性风险如何通过金融体系以及金融体系与实体经济的相互关联而不断放大经济周期波动，从而导致金融危机，亦即金融体系的“顺周期性”问题。在经济的上行期，由于金融机构的风险意识减弱、融资限制减少，金融机构倾向于持有更多的风险敞口，导致金融机构的杠杆率高企、市场流动性泛滥和资产价格飞涨。在此过程中，如果金融机构并没有积累足够的缓冲，便会导致系统性风险不断累积，金融失衡愈演愈烈，从而埋下金融危机的种子。一旦经济走势逆转，经济由上行期转入下行期，金融失衡的释放将导致大规模金融动荡的出现，而且随之而来的去杠杆化、信贷供给等金融服务的大幅减少，会将这种趋势进一步强化。此外，从时间维度与跨部门维度的相互关系来看，两者并不孤立。金融机构持有的共同风险敞口，一来加强了金融机构之间的关联度，二来使金融机构的一致性行动成为可能，系统性风险更容易通过不同市场主体的连锁反应而加大经济的周期波动。

二、基于金融系统与实体经济互动视角的成因分析

（一）金融系统与实体经济互动的理论解释

在现代经济中，金融系统是国民经济中的一个重要部门，其作为服务业的一

部分对实际经济产出有着直接的贡献,所提供的服务能够帮助家庭和企业融资以及分担风险,并且起到更合理的配置稀缺资源的作用。可以说一个现代化国民经济体系的建立,需要一个现代化金融系统作为支撑。

美国经济学家默顿认为,金融体系的首要功能是在存在不确定性的环境下,促进稀缺经济要素的有效配置。这一资源的配置体现在跨经济主体、跨地域和跨时期地合理高效的利用稀缺资源,以获得更大的生产效率和回报。依托这一功能,企业可以通过金融机构进行融资,从事需要大量资金投入的研发活动,从而推动经济发展;在市场前景看好的情况下,也可以较快的扩大生产规模,实现快速增长。家庭则可以通过住房贷款等方式更好的平滑跨期消费,实现福利的提高。围绕着资源配置这一首要功能,默顿进一步总结出了金融系统得以影响实体经济的六大核心功能。第一,金融系统为商品和服务的交易提供了一个支付结算体系。金融系统从诞生的那一天起就让人类摆脱了以物易物这一效率低下的交易方式,从而大大地提高了交易效率、降低了交易成本。近年来,随着互联网产业的发展,以网络支付为代表的新型的结算方式使得交易的效率进一步提高,在交易安全性上也有了长足的进步。第二,金融系统可以通过集中小额资金,为需要大量资本的工程融资。这一功能体现了跨经济主体的资源配置,其中最典型的例子就是银行的吸储放贷过程。很难想象在没有金融行业的情况下,众多现代的大型工程、需要耗费大量资金的研发工程等等是如何能够实现。第三,金融系统还可以实现跨期和跨地区的资源配置。有研究表明,当区域金融实力较高时,会更容易的吸引外商直接投资,并且有助于当地经济增长。这一结果表明,金融系统可以通过跨地区的资源配置提高生产效率,促进经济发展。第四,金融系统提供了一个管理、控制风险的平台。这一功能主要体现在两个方面,一个是金融系统本身可以提供进行风险对冲的交易工具将风险分散,如保险、期货、期权等。另一方面是,金融系统通过优化实体经济的资源配置,可以降低整个经济的风险。第五,金融系统提供了分散决策的市场经济中的价格信号。价格是市场经济的灵魂,良好的金融系统能够准确、快速的通过价格信号来反映市场供求关系,从而帮助经济主体做出决策。第六、良好的金融体系能够缓解不对称信息等阻碍交易顺利完成的问题。

林毅夫将金融系统的功能总结为三类：动员资金、配置资金和分散风险。并且指出最重要的功能是金融系统的资金配置功能。原因在于，高效率的资金配置会提高生产效率，同时也会激励储蓄并且降低整体经济风险。因此，评价一个金融体系的效率主要看中于它的资金配置效率。理论上讲，完善的金融体系可以通过帮助企业解决道德风险、逆向选择等阻碍资本流动的问题，降低企业的外部融资成本。从而将资源配置到最有竞争力和创新能力的行业和企业，以此来提高经济发展的速度与质量。当前中国经济面临的最紧迫任务是，从传统的高耗能高污染的发展模式向以“互联网+”和“大众创业、万众创新”为代表的新的发展模式的转变。改善资本配置效率是实现经济转型的重要支撑，高效的金融体系对创新创业型经济的发展的重要性体现在两个方面。一方面，可以帮助企业在初创时期获得必要的外部融资；另一方面，良好的金融系统能够甄别出真正具有发展前景的企业。

不难看出，金融系统和实体经济有着相互影响，螺旋式交叉促进的关系。金融系统通过优化资源配置、分散风险等功能为实体经济服务，金融服务本身就构成了实际经济产出的一部分，同时实体经济的增长也增加了对金融服务的需求，促进了金融部门的发展。随着中国从制造业强国向创新型国家的转变，企业对技术研发的投入也需要大规模的增加。一般而言，技术研发需要投入的成本大，研发风险高。金融部门既可以为企研发融资，也可以将研发风险分散出去。因此，随着实体经济的增长，其对金融服务的需求也越来越高，也就促进了金融行业的发展。另一方面，随着中国经济开放度的提高，企业和投资者更多的参与到国际经济金融活动中，随之而来的是对金融服务需求的进一步增加。

（二）金融风险与实体经济波动的传染机制

1. 金融冲击对实体经济的影响及其传染机制：以次贷危机为例

从反映经济总体情况的几个主要变量来看，金融冲击会降低产出、资本、和消费的均值，同时也扩大了产出、消费、投资和劳动时间的波动率。即，金融危机对实体经济的冲击同时影响到了主要经济变量的一阶矩和二阶矩，具体表现为经济的衰退和经济不确定性的增加。

由于中国经济并未遭受过源自经济体内部的金融危机，我们以美国 2007 年-2009 年发生的次贷危机为例，来考察金融冲击如何在实体经济中蔓延。如图 1

所示，金融危机到来之后，最先产生异动的变量是 GDP 和私人投资，其中私人投资下降的主要原因是房地产投资的下降。商业投资、消费和总劳动时间直到 2008 年第三季度才开始明显的下降，相较于私人投资有了半年的滞后。然而，相较于最低谷的 2009 年第二季度，经济变量在金融危机初期的下跌幅度并不大。随着 2008 年 9 月雷曼兄弟的破产，GDP、私人投资、商业投资、劳动时间和消费开始迅速地大幅下滑。在最低谷时期，GDP 相对于 2007 年 4 季度下滑了 5.6%，劳动投入下滑了超过 8%，私人投资和商业投资更是分别有超过 20% 和 25% 的巨幅下降。与以往的经济危机的另外一个不同的是，各主要经济变量不仅下滑幅度大，而且在低谷持续了相当长的一段时间才得以缓慢恢复。相应的，全要素生产率的测算指标也有着超过 3% 的下降，但相较于其它主要经济变量，生产率的恢复较快。

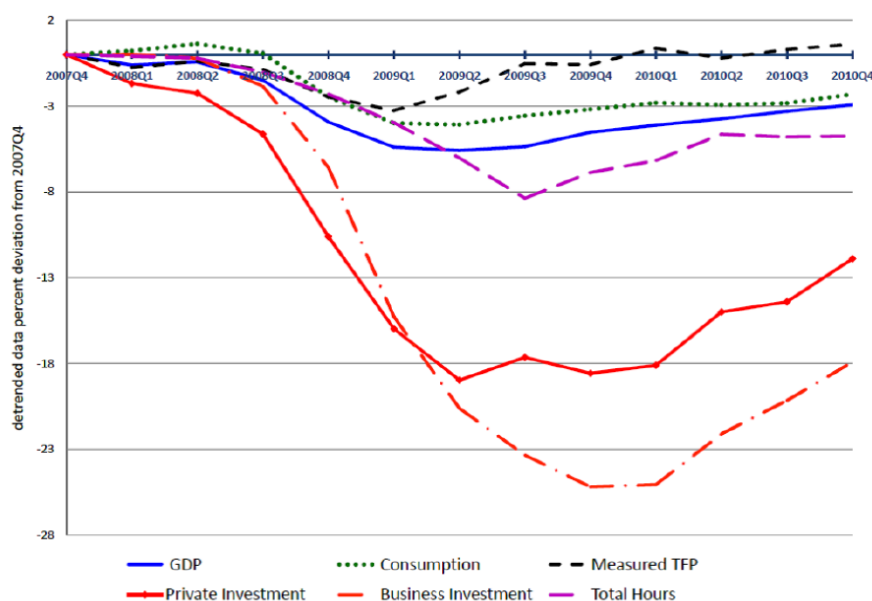


图 1 美国主要经济变量相对于 2007 年第四季度的变化

资料来源：Khan and Thomas (2013)

下面，我们分别从家庭和厂商这两个经济中的微观主体的角度出发，阐述金融冲击是如何影响实体经济的。

由金融危机引起的信贷恐慌，通常表现为借贷困难以及利差加大。从家庭决策角度来看，信贷恐慌由两个渠道影响着家庭这个最基本的经济主体。首先，由于信贷约束的收紧，债务水平较高的家庭不得不减少借贷，降低债务水平。这在一定程度上减少了经济总体的信贷需求。其次，没有受到信贷约束的家庭通常会

采取增加储蓄等预防性措施，来防范未来可能的金融风险的加剧。这将会增大经济的信贷供给。因此，由于信贷需求的减少以及信贷需求的增加，均衡状态下的利率会降低。即，当信贷恐慌发生时，信贷供求关系的变化会导致均衡利率的降低。有研究进一步发现，当一个经济体遭受信贷恐慌的冲击后，利率首先会深度下探，随后缓慢恢复到一个比金融冲击之前低的稳态水平。这一利率的超调现象的原因归结为，在金融冲击到来之前就维持着较高债务水平的家庭，为了适应新的信贷约束条件，不得不迅速地调节信贷水平，从而使得金融冲击初期的信贷需求快速下降，导致利率深度下探。当经济主体的分布缓慢地向新的稳态水平收敛时，信贷需求缺口造成的压力减小，利率则开始缓慢地恢复到新的稳态水平。通常而言，当遭受金融冲击时，负债较高的家庭为了不得不降低杠杆率，不得不通过减少消费和增加劳动供给两种方式调节债务水平。当经济中存在名义价格刚性时，总产出主要由消费需求来决定，从而使得金融冲击带来了产出的下降。更不利的情况是，当名义利率接近于零，或者在开放经济条件下，央行为了稳定汇率、防止资本外流等目的而无法进一步降低名义利率时，金融冲击造成的产出下降将会更为严重。进一步，在理论上，当考虑房地产这一具备一定投资功能的耐用消费品时，信贷恐慌的冲击一方面强制净负债的家庭降低杠杆率，减少对住房的消费；另一方面，预防性措施使得另一部分家庭增加对住房等耐用消费品的投资。因此，经济学理论无法回答房地产投资在金融冲击下会呈现出何种反应。然而，以美国 2007 年的金融危机为例，大量的实证研究表明，房地产市场的崩溃与信贷恐慌的关系非常紧密，是产出、消费以及就业下滑的重要因素。在目前来看，我国家庭整体债务水平虽然并未偏高，但是依然要警惕尚未被纳入监管体系的新型金融工具的过快扩张，以及其导致的我国家庭杠杆率的快速提高。

经济中另外一个重要的微观主体是厂商，下面我们从厂商的角度探讨金融冲击在实体经济中的传播。在实际经济运行中，厂商往往不能完全按照自己的意愿进行投资、生产和研发等活动，而是要面对诸如信贷约束、周转资金约束和库存约束等条件的制约。一个运行良好的金融系统可以帮助企业削弱这些制约带来的不利影响，使得资本能够得到良好的利用，提高整个经济的生产效率；相反，发展中国家往往不具备完善的金融系统，资源错配的情况也就更加常见，经济体的生产效率也就偏低。当一个经济体遭受金融冲击时，随之而来的往往是信贷约束

的收紧。这一信贷约束的收紧带来的最直接影响就是企业周转资金不足，从而使企业不得不通过裁员等措施来维持运营。更为严重的是，信贷约束的收紧使得一部分原本可以按照最优方式进行投资的企业受到了这一约束的影响，而只能选择次优的投资方案。这一次优投资方案的选择导致了资本配置效率降低，经济体的生产率下降。对于年轻或者创业型企业而言，信贷约束收紧的打击往往更大。这是因为，虽然这一类企业的个体生产率通常较高，但是往往自有资本积累不足，更加依赖于外部融资。相反的是，大型企业由于自有资本充足，即使在信贷约束收紧的情况下也不受制于该约束，反而能够利用较低的利率和相对更安全的资产进一步扩大企业规模。有研究表明，2007 年底开始的美国次贷危机使得小企业劳动投入的降低是大企业的两倍。由于大企业相较于小企业而言往往活力不足、生产率低下，资本由小企业向大企业的错配使得经济的整体生产率下滑。在开放经济中，遭受金融冲击的经济体对外商直接投资的吸引力会降低，其引进新技术的可能性也会随之减少。在我国，需要特别注意的是房地产企业的杠杆率和债务水平。在当前去产能、去库存、去杠杆的大背景下，要警惕房地产企业利用政策优势，盲目扩张，反而提高其杠杆率的可能。

金融冲击带来的另一个后果是，经济不确定性的增加，即投资的未来收益变得更加模糊不定、风险加大。不确定性增加的一个直接影响是投资意愿的降低。投资意愿的降低一方面表现为使用原有技术水平的投资规模的下降，另一方面则表现为技术研发投入的大量减少。这些后果将对使得短期的金融冲击给经济体带来中长期的负面影响。在开放经济中，不确定性的增加还可能表现为资本的外流。资本外流则可能使汇率下跌，而汇率下跌会导致资本进一步外流。两者相互影响、相互加强会则可能使得一国经济陷入衰退。

总而言之，金融冲击会使得企业更多的受到信贷约束、周转资金约束、库存约束等经济金融摩擦的制约，迫使企业进行裁员、降低投资、减少研发等活动。在考虑到企业的异质性的条件下，金融冲击对小型和创业型企业的影响较大，对大型企业的影响较小，从而加剧了资本错配、降低了经济整体的生产率。

2. 历次金融危机的成因逻辑

美国著名经济学家，普林斯顿大学经济学教授艾伦布林德曾总结出了七大引

起金融危机的主要因素。在此基础上，我们将这些因素进一步归结为五大类，并且将日本金融危机的类似诱因加以比较讨论。

第一，资产泡沫。资产泡沫体现在两个方面，即房地产泡沫和由房价持续上涨推动的以住房抵押贷款债券为代表的债券泡沫。根据美国经济学家 Karl Case 和 Robert Shiller 开发的 Case-Shiller 房屋价格指数，美国在 1997 年至 2006 年之间真实房价上升了 85%，这一涨幅远远超出了有数据统计以来美国房价的平均增涨幅度。与此类似的是，日本房地产价格在 20 世纪 80 年代中后期也经历了一段惊人的暴涨时期。在两国房地产市场的繁荣时期，由于房地产价格的持续上涨，即使是还款能力较低的住房抵押贷款的持有者也可以很容易地通过再融资获得新的抵押贷款，还掉旧的利率较高的抵押贷款。因此，在这一时期，住房抵押贷款的违约事件非常罕见。较低的违约率使得住房抵押贷款债券的风险溢价达到了一个非常低的水平。事实上，不仅仅是住房抵押贷款债券，整体经济的繁荣表象使得各种债券的风险溢价均较低。较长的市场繁荣甚至是泡沫时期的低违约率向投资者传递了一个错误信号，即债券的违约率可以长期维持在一个较低的水平，从而滋生了债券泡沫。然而，这样超低的风险溢价注定是不可持续的，因而也预示者债券泡沫终究会走向破灭。

回顾历史，我们发现美国和日本两国的房地产泡沫和债券泡沫有着共同的诱因——过度宽松的货币政策。为了应对 2001 年美国经济的规模衰退，美联储将联邦基准利率降低到了 1% 这一水平。与之类似的是，为了应对 1985 年广场协定后带来的日本出口疲软，日本央行在 1987 年将法定利率降到了 2.5% 这一历史新低水平。超低的利率使得大量资金涌入了利率较高且违约率非常低的抵押贷款证券，甚至直接投资于不动产市场。大量资金的涌入推动了房地产价格的上涨，从而催生了房地产泡沫和债券泡沫。

第二，过度的杠杆。美国金融体系在危机之前的脆弱性主要体现在过高的杠杆率上。随着住房按揭贷款首付比例的降低，甚至零首付的出现，美国家庭的杠杆率大幅上升。另外，由于对商业银行表外资产监管的缺失，使得美国银行业普遍运用结构性投资工具进行表外资产交易。这些结构性投资工具往往有着巨大的杠杆率，从而使得银行能够绕开国家金融部门的监管进行高杠杆投资。更严重的是，对高收益有着更高追求的投资银行往往以极高的杠杆率进行交易。以当时的

华尔街五大投资银行为例，其平均杠杆率高达 30:1，甚至 40:1。可以说，在金融危机之前，从美国家庭、到商业银行、再到投资银行，全都在高杠杆投资这条钢丝绳上翩翩起舞，稍有不慎便会血本无归。

第三，金融体系不合理的激励机制。这一不合理的激励机制主要体现在两个方面：一个是金融行业从业者的薪酬体制，另一个是评级机构的激励体系。首先，金融系统的薪酬体制是一个鼓励冒险的体制。具体来说，金融交易往往伴随着较大的风险，但是一旦投资成功，能够获得的收益也极为丰厚。对于交易员来说，进行的某项投资如果能够成功，他将收获极高的报酬，而如若投资失败，损失将由投资者承担。这样的激励机制难以避免地会鼓励金融从业者进行风险较大的交易，从而使得整个金融体系暴露较大的风险之中。在这次金融危机中，这一激励机制带来的最主要问题就是对住房抵押贷款资格的放松，即次级贷款的出现。以次级抵押贷款为基础的金融衍生品的最终崩盘成为了本次金融危机的导火索。另一方面，由于评级机构产品的付费人也是其评估标的的发行者这样一个微妙的体系，使得评级机构对金融产品的评估往往会出现一定的偏差。而投资者由于缺乏信息导致的对评级机构的过度依赖，使得投资者不能够对风险进行准确的判断。另外，评级机构在评估某一金融产品的风险时，往往只关注于产品本身，而忽略了宏观的系统性风险。然而，当系统性风险爆发是，单一金融产品的微观风险往往显得微不足道。

第四，高度复杂化的金融衍生品。伴随着资本的大量涌入，随之而来的是快速的金融创新。高度复杂化的金融衍生品使得原本就处于信息劣势的投资者更加难以准确判断所投资标的的风险，从而加剧了投资的盲目性。

第五，过于宽松的金融监管与肆意扩张的影子银行系统。在金融危机爆发前的很长一段时间里，美国的金融监管部门大都信奉着自由主义，因而或多或少的有着放松对金融行业监管的思想。监管者放松监管的一大表现体现在对次级抵押贷款的过度放纵，导致次贷规模的极速扩张，成为美国金融体系的一颗定时炸弹。宽松的监管还体现在美国国际集团的案例中。美国国际集团是当时全球最大的保险公司，其利用自身非常优秀的信用评级成为了信用违约互换这类衍生品市场的最主要的卖方。然而，早在 2000 年的《商业期货现代化法案》就明确禁止了对

衍生产品实施监管。没有监管的疯狂扩张，使得美国国际集团到 2007 年积累了 5000 亿美元的信用风险头寸。最终，随着金融危机的爆发，美联储不得不花费数百亿美元将之国有化，从而使其免于破产。另外，疯狂生长的影子银行系统，由于其游离在当时的监管体系之外并且规模远大于传统的银行系统，使得金融行业的很大一部分事实上不受任何监管部门的监督。据格拉姆立克估计，在 2005 年这一影子银行系统持有的次级抵押贷款占据了总额的 80% 之多。日本在 20 世纪 80 年代后期的金融系统虽然没有美国在 21 世纪初的金融系统那样复杂，但在当时也出现了大量规模不小的非传统银行类金融机构。其中的典型代表就是以提供住宅按揭为目的的“住宅金融专门会社”（简称“住专”）。与美国率先受到冲击的房地美和房利美两大机构类似，在日本，“住专”的破产通常被认为是日本金融危机爆发的第一波。从美国和日本的经验教训来看，防止金融风险累计甚至金融危机爆发的一个重要条件是，对金融行业特别是影子银行的投机主义行为的完善的监管体系。

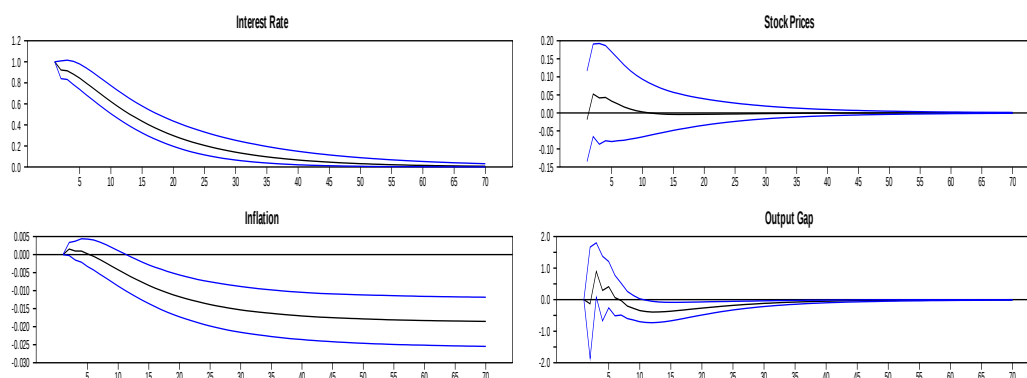
3. 货币政策与金融市场的交互作用及其对宏观经济的影响：以股票市场为例

我们利用同时施加短期和长期约束的结构性向量自回归模型，将货币政策与金融市场（以股票市场为例）的同期关系纳入分析，考察货币政策与金融市场的交互作用及其对宏观经济的影响。与传统 VAR 模型不同的是，为了将货币政策与股票价格可能存在的同期关系纳入模型中，我们放开了传统 SVAR 模型中假设股票价格不受当期货币政策影响或货币政策不受当期股票价格影响的约束，假设了股票价格和货币政策互相受到当期影响。同时，为了使模型可识别，我们假设货币政策冲击对股票价格没有长期影响，因为从长期来看，股票价格主要受到上市公司的盈利能力等基本面因素的影响，而货币政策的长期中性的性质，使得其无法影响到股票的长期价格。

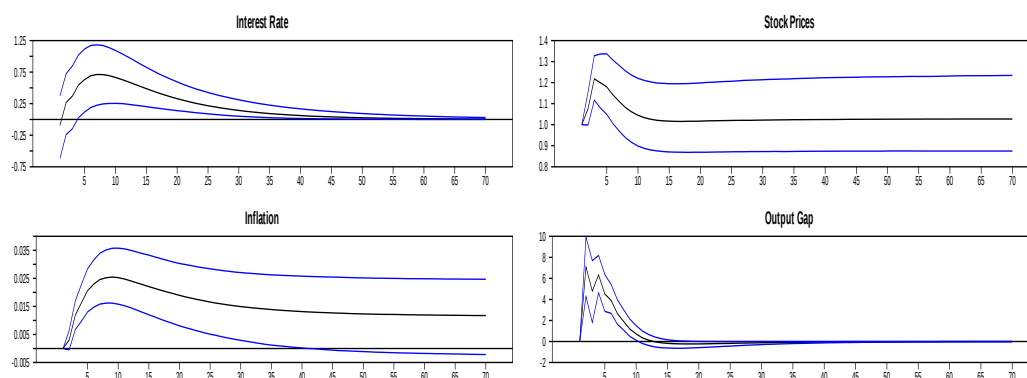
我们以 1997-2015 年作为样本区间，采用月度数据，研究通胀和 GDP 等主要变量对货币政策冲击和股票价格冲击的脉冲响应（如图 2 和 3 所示）。可以看到，无论是利率冲击还是 M2 供给冲击，其对股票价格均没有显著影响。这在一定程度上说明我国货币政策与金融市场之间的传导渠道仍然阻塞，需要进一步推动货币政策与金融市场的相关改革。两种货币政策冲击对通货膨胀均有显著作用，但对产出的影响略有差别，M2 供给在冲击后 5 期开始对产出有显著的正向作用；

而利率效果则相对较晚，在冲击过后 10 期开始对产出有显著的负向作用。可见，两种货币政策工具均是较好的货币政策中介目标。股票价格冲击对利率和 M2 供给均有显著作用，但其对 M2 供给的作用要晚于利率。反映出我国货币政策的制定考虑到了股票市场的状况，资产价格包含了通货膨胀的产出的信息，货币当局应该对资产价格变动做出反应。除此之外，股票价格冲击对通胀和产出的作用也都显著，股价上涨会引发通货膨胀，同时在短期内刺激产出增长。说明我国股票市场在国民经济中已经占有比较重要地位，应该得到政策层面足够的重视，这也可能是股价冲击对货币政策有显著影响的原因。

利率冲击



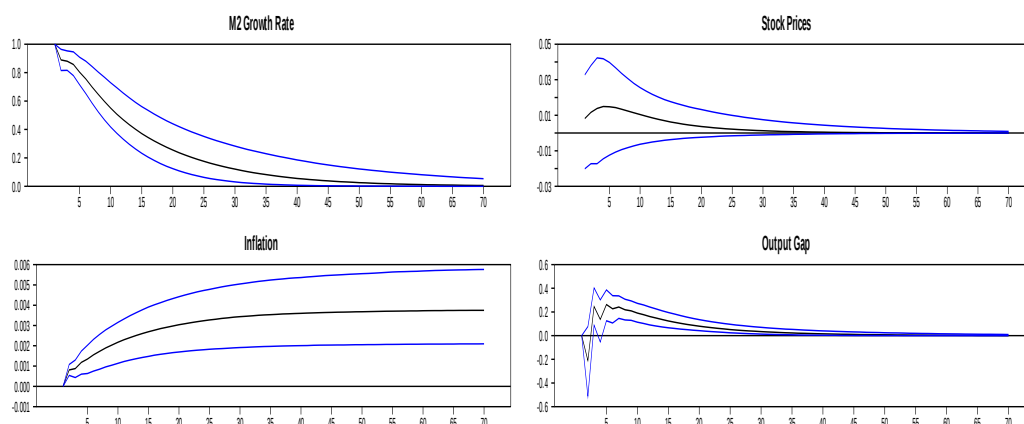
股票价格冲击



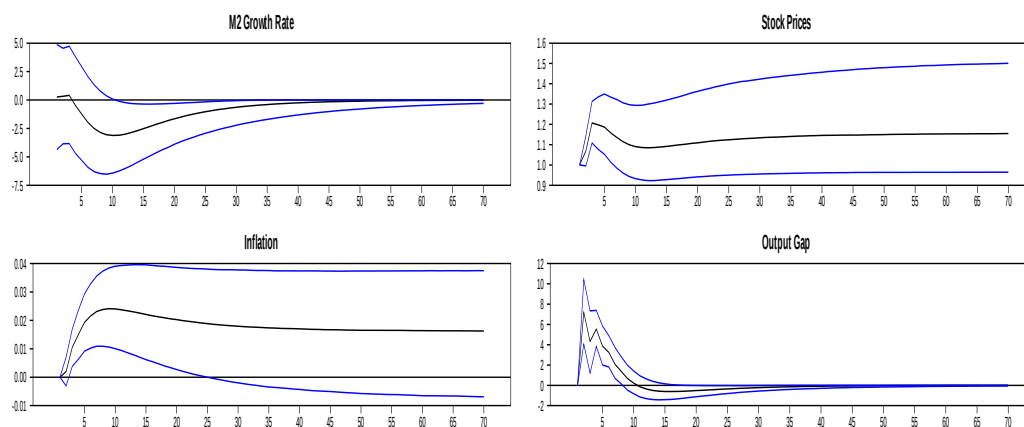
(a) 1997/1-2015/10

图 2 利率冲击与股票价格冲击

M2供给冲击



股票价格冲击

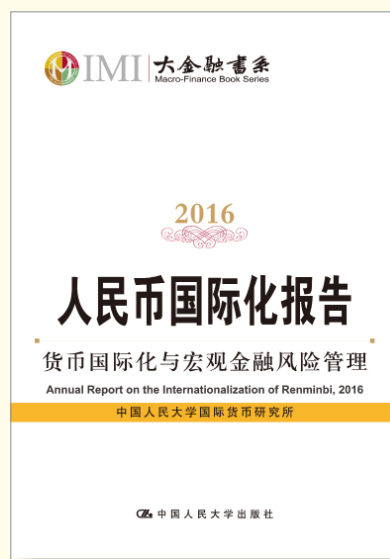


(a) 1997/1-2015/10

图 3 M2 供给冲击与股票价格冲击

《人民币国际化报告 2016》

《人民币国际化报告 2016》的主题为“货币国际化与宏观金融风险管理”。报告聚焦于人民币国际化新阶段的宏观金融管理问题，对人民币加入 SDR 后的宏观金融政策调整及其可能诱发的国内宏观金融风险展开分析，包括汇率波动和汇率管理，以及跨境资本流动对国内金融市场的冲击、银行机构国际化风险和实体经济风险等重要议题。报告建议，要加强宏观审慎管理，抓住重点，推进供给侧改革，防范系统性金融风险，为实现人民币国际化最终目标夯实经济基础并提供根本保障。



具体而言，一是应当进一步推动汇率市场化改革，完善人民币汇率制度，从管理浮动逐渐过渡到自由浮动。二是资本账户开放要与汇率制度改革相互配合，坚持“渐进、可控、协调”的原则，适应中国经济金融发展和国际经济形势变化的需要。三是应充分借鉴国际经验，明确当前我国金融监管改革的原则，构建符合中国实际的宏观审慎政策框架，为加强系统性风险管理提供制度保障。

厦门 国金

XFinTech

资产证券化专业服务商

ASSET BACKED SECURITIZATION SPECIALIST



0755-26418011

xft@xfintech.com.cn

深圳市福田区深南中路1001号
2468号怡化金融大厦20楼



更多精彩内容请登陆国际货币网
<http://www.imi.org.cn/>

刊发日期：2017年5月15日
内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载