IMI 研究动态 周刊
RESEARCH INFORMATION

主 编：曹 彤
2017 年 第 25 期 总第 217 期

【本期推荐】

伍晓鹰：中国经济——解读高增长率和低生产率之谜

【“货币政策”专题】

丁剑平：如何看待美联储加息的冲击波？

涂永红：应对美国“缩表”冲击，中国做足了准备

赵海英：特朗普的能源大棋局

熊　园：全球流动性转向尚需时日

张　瑜：加息 + 缩表，美联储紧缩还能走多远

【海外之声】

David Marsh：推动非洲绿色债券发行的机构

Adam Glapiński ：不必害怕宽松货币政策的终结

【IMI 研报 • 人民币国际化报告 2016】

系列四十：2016 年报告建议汇总

中国人民大学国际货币研究所
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

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	张之骧	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和新型专业智库。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

2017 年第 25 期总第 217 期

中国经济——解读高增长率和低生产率之谜

伍晓鹰 [1]

编者按：

5 月 10 日下午，第 11 期“麦金农大讲坛”在人民大学顺利举行。此次活动由中国国际金融学会和中国人民大学国际货币研究所联合举办。日本一桥大学经济学教授伍晓鹰就“中国经济——解读高增长率与负生产率之谜”发表主题演讲，中国银行国际金融研究所资深研究员张兴荣主持本次活动。

伍晓鹰教授从中国经济“高增速”和“低效率”不匹配的问题出发，提出了解释该问题的逻辑链条，并通过各经济部门的实际表现进行了数据验证。伍晓鹰教授在分析中国低生产率与制度障碍之间关系的同时，也对政府干预与市场效率的关系提出了自己的看法。

以下为伍戈博士的演讲摘要：

我们今天下午的题目是为什么中国经济会出现长期高增长率和低生产率，甚至负生产率并行的情况，也可以说这是个中国经济增长之谜。增长率的提高来自两个直接的源泉，一个是人均产出的增长，一个是劳动者人数的增长。前者是劳动生产率，后者就是常说的“人口红利”。强迫性人口政策可以提前收获人口红利，但它是把双刃剑，还可以使老龄化提前到来。当然这不是我们今天的题目，我们关注的是生产率。任何经济的可持续性增长只能源于生产率的持续提高，不是劳动生产率，而是全要素生产率的提高。增加资本投入可以提高资本深化，但这是有成本的。持续的资本深化最终会导致收益递减。就是说人均产出或劳动生产率的增长会越来越慢于人均资本的增长。克服收益递减的关键是提高全要素生产率。劳动生产率是可以（通过投资）买到的，而全要素生产率是买不到的。后者本质上是个制度问题，是一个经济体是否存在内在的，持续追求改善效率和技术创新机制的问题。正是这样的机制才驱动资源不断地从低效率的部门流向高效率的部门，才会出现经济增长。如果缺乏这样的机制，结果只能是低效率加低增

[1] 伍晓鹰，日本一桥大学经济学教授、美国世界大型企业联合会（The ConferenceBoard, TCB）高级顾问、中国中心经济研究部主任。

长。

我长期的实证研究表明，从平均趋势来看，采用目前最好的数据库和最前沿的方法估计出的中国经济全要素生产率并不高，很多时候我们观察到的的确是低效率的高增长。在一些部门，我们可以在相当一段时期明显地观察到迅速的资本深化所伴随的并不是劳动生产率的上升而是下降。这反映了资源配置的严重扭曲，无法支撑一个可持续的经济增长。那么，应该怎么理解这一现象？如果说全要素生产率本质上是个制度问题，我们就不应该只就生产率而论生产率，而应该探讨生产率背后的制度问题，探讨是不是存在影响生产率提高的制度障碍。我觉得这才是回答中国经济可持续性增长问题的真正切入点。

一、政府的目标函数及其引起的问题

解开中国经济增长之谜首先应该考虑的因素就是政府。制度问题离不开政府，离不开政府的目标函数。政府有一个不容挑战的政治目标，那就是经济增长。我们姑且把它外生化。政府追求经济增长率的最大化。为了在最短的时间内实现对发达经济体的赶超，政府通过干预资源分配，甚至直接参与竞争性经济活动的方式，尽可能地保证增长目标的实现或超额实现。这在计划经济时期完全是通过行政手段进行的，是强迫的。在改革时期，由于引进了市场机制，纠正了计划经济时期很多低效率的资源配置方法，所以改善了效率，提高了增长率。但是，政府并没有完全退出，国有企业也没有退出。理由当然还是为了增长。政府的力量是超市场的行政力量，因此政府的加入必然会影响竞争性的资源配置，导致经济运行偏离由相对成本所决定的最佳点，效率下降。比如，高效率的部门可能不能通过市场竞争得到其扩张所需要的资源，相反，低效率的部门反而可能会由于某种原因通过政府的渠道得到过多的廉价资源，实现低效率扩张。结果必然是结构扭曲，所以结构改革的问题被反复地提出。

使用标准的经济理论模型研究我们这样的经济体是有困难的。理论上来看，我们可以有这样的假定，即不管经济本身怎么扭曲，在给定制度条件下，企业是追求利润最大化的。如果所有的企业都在同样的（扭曲的）制度下进行生产和投资决策，效率还是可以被测算和解读的。如果企业所处的制度环境不同，具有不同的制度或政府资源，情况就复杂了。应该说离市场越近的企业，越具有竞争性，

效率越高。如果离政府越近的话可能就会出现相反的结果，效率就会越低。

对实证研究来说，问题会变得更加复杂。怎么准确测算企业和市场/政府的距离？怎么把它引进生产函数？实证上，由于存在各种补贴，造成了增长和效率测算和分析上的一系列困难。比如说，补贴到哪里去了？补贴肯定会夸大利润，夸大利润就会夸大 GDP 的增长。在生产函数中，产出是所有要素和中间投入的函数。如果其中一些投入带有补贴，那就意味着接受这样补贴的企业或行业没有充分支付其生产成本，结果这部分成本就会转变成利润。假定这部分利润没有什么价格因素，它就变成了 GDP 的一部分，提高了增长率。因此，其他因素不变，得到补贴的企业就会出现一个更好的全要素生产率表现。这就增加了实证分析上的复杂性。

其实，实证分析上的复杂性并不止于此。这里还有数据本身的问题。政府的增长目标不是市场的目标。市场是没有目标的，它只是无数生产者和消费者实现其目标的交易机制。市场考验每一个市场的加入者是不是能够竞争性地提高其资源利用效率。但是市场没有增长目标。政府不同，政府是有增长目标的。把政府的增长目标看作政治目标是恰如其分的，一点不为过。既然如此，反映政府增长表现的数据也就会被政治化。增长目标是需要地区、部门，需要各个地方的政府来实现的。增长目标的政治化本身必然促使地方政府之间的 GDP 竞赛。这种竞赛带来了更快的增长，但也造成了更低的效率。与此同时它也使有关增长的数据带上了政治性。结果是，增长数据越带有政治性，就越有可能被造假。

既然问题如此复杂，我们还怎么研究经济增长？怎么正确地测算和解读生产率？特别是，如果我们假定政府、政策制定者也希望得到对增长的正确评估，以便重新回顾和审视以往的政策，考虑纠正制度缺陷，我们应该怎么做？我们有没有办法比较准确地分析制度问题对增长和效率的影响？

二、实证分析结果总结：中国经济全要素生产率指数

让我们首先概括性地浏览一下我的实证工作结果。然后，我们来看这个实证研究最初是如何提出问题，然后如何解决方法和数据问题，如何进行估计，最后如何得到结果。首先，让我们从实证结果来看是不是正确地提出了问题，这个结

果是不是很有意义。

不必要深入解释，给定一个生产函数，全要素生产率（TFP）实际上只是一个产出增长率减去加权后总投入增长率的余量，是个残值。换句话说，如果一个经济体的 TFP 增长为正值，该经济体的产出就可以享有一个可以不用通过购买要素而得到的增长。这里，准确估计 TFP 增长的前提是需要把投入尽可能准确地计算出来。因为我们不希望把没有计入的投入增长误判为 TFP 增长。问题是，投入的测算比你想象的要复杂得多。简而言之，不同质的投入是完全不可比的。比如，一个只受过小学教育 20 多岁的缝纫女工，和一个 45 岁的软件程序工程师的质量即人力资本是不一样的，你怎么把他们加在一起？可是，通常估计生产函数时使用的劳动指标是直接采用（异质的）就业人数。我们所做的一个重要的工作就是尽量准确地完成从异质投入到同质投入的转换。只有这样得到的余值（就是 TFP）才可能更接近事实，比现在文献中所有估计中国经济 TFP 增长的研究都更接近事实。

这项耗时特别长的研究，需要解决很多基本数据问题。我的源数据都是官方数据，这是唯一的行业数据来源，我们不可能建立另外一整套非数据。官方行业数据有很大问题，需要设法补齐。重要的是要建立概念、覆盖、分类上的前后一致性，分量和总量之间的一致性。我们当然知道官方数据会夸大增长率，低估价格。但这反而会告诉我们，这样测算出来的增长率会被高估的。同理，其他因素不变，这样测算出来的全要素生产率的增长可能也会被高估。下面，希望大家在观察我的 TFP 指数时必须记住这一点。

这个 TFP 指数是以 1980 年做基期的指数。为了反映 TFP 趋势，我们加了一条回归线。回归线以上的 TFP 增长反映生产率加速，回归线以下的 TFP 增长反映恢复性生产率增长。可以看到，出现在趋势回归线之上 TFP 增长只有三段时间：农业改革后持续到 1980 年代中后期的增长，1998 年亚洲金融危机后持续到 2002 年的增长，再有就是 WTO 中期 2005-2006 年的增长。可以说这几段生产率的增长都得益于重要的制度因素。一个是“准私有化”的农业改革加上工业简政放权改革的初期（直到天安门事件之前），一个是亚洲金融危机后市场发挥重要作用的结构调整，最后是 WTO 带来的市场效果（后面我们会看到这主要是由于劳动重新配置效率的提高）。

可以说，这三十多年的改革并没有带来全要素生产率稳定持续的增长。它的速度很慢，每年平均只有 0.8%左右。呈现剧烈的波动。同样的测算，几乎同样的时期，印度经济的 TFP 增长就比较平滑，估计的速度为 1.1%左右。如此剧烈的波动说明中国的 TFP 增长受到很多重大冲击，而这些冲击几乎都跟制度有关。2008 年全球金融危机后中国经济的反应是不计成本的高投入，中央的 4 万亿加上地方各种政府融资平台投入的至少 15 万亿的资金。结果虽然维持住了平均 9.2%的 GDP 增长率，但是 TFP 转为负增长，持续下降。这和亚洲金融危机后的情况几乎完全相反。这个严重的效率损失并没有引起决策层的高度关注。

下面我来简单介绍一下我的实证工作是如何进行的。

三、政府在经济增长中的角色

一个研究上的问题是如何预期政府干预经济的结果。我的观点是，政府可以解决增长问题，但是解决不了效率问题。短期来看，增长的问题可以是供给的问题，跟目前的供给侧改革不无关系。如此强势的政府可以轻易动员资源，推动经济增长，这不是什么奇迹。但是，如果只关注供给问题，忽略了需求问题，最终还是没有解，因为长期的问题必须考虑消费。这就不容易了。除非你搞计划经济，否则消费者很难被集体动员起来，整齐划一地在一个口号下参加什么花钱运动。好了，我们先不谈供给和需求的平衡问题，假定需求没有问题，集中在生产函数。政府越是要解决增长问题，越要付出效率的代价。低效率下保增长，越保杠杆率越高。这个逻辑很清楚，如果政府真可以解决效率问题，那就就不需要经济学了，当然也不需要经济学家了。

我们来看改革之后政府和经济的关系。跟过去计划经济相比出现了很大的变化，已经引进了市场，在多数领域国内和国际市场还是相互联系的。虽然政府干预没有停止，但是这种干预后面还是需要大致以市场成本为参照的，这和通过行政力量不计成本强行贯彻计划的时代应该是有本质的不同。有了市场成本的参照，政府的操纵空间在理论上应该变小了。但实际上，中国经济还有异于通常的市场经济，那就是政府可以完全操控土地。这是一个计划时期时所没有的经济资源。现在政府对企业的影响基本是通过补贴和管理层人事控制的方式。后者主要应用

在国有企业上。补贴可以是直接的也可以是间接的，我认为这基本上是根据企业产品和终端市场的距离有关，大致上是越接近终端越间接。我这里有个通过概念建立的只以不同工业部门为例的逻辑模型。中国在相当长的时间里面是出口导向型经济体，即成品和半成品制造业，企业直接面对的是国际市场，政府的补贴和支持难以影响到国际市场，所以基本上是间接的。在地方政府的招商引资竞赛中，政府以零地价、水电气补贴、忽略环境成本，禁止工人集体议价等等，对企业进行直接或间接的补贴。相比之下，政府往往干预甚至直接参与上游从事资本密集型的能源及原材料生产的行业，认为这些部门对整个国民经济，对下游产业具有重要的战略意义。对上游国有企业、央企的补贴最终可能会提高下端的企业竞争力。当然这样的竞争力也是打引号的。

四、一个“交叉补贴”假说

可以认为，越是接近下游的部门受到的直接干预越少，它们也越接近市场竞争，特别是接近世界市场竞争。虽然要想做大做好，要想拿到项目和资源，企业必须要和当地政府搞好关系，这些下游企业远比上游企业更有竞争性，是收入的主要来源，从而也是政府税收，即公共资源的主要来源。上游部门由于可以得到更多的公共资源，也会得到更多的补贴。在这个意义上，存在一种“交叉补贴”。维持这样一个交叉补贴需要下游部门特别有效率，至少在补贴下特别有效率，使下游部门产生的收入总能够很好地支付（事实上）低效率上游部门的成本。当然，上游部门的效率表现不会因此好转。所以维持这种“交叉补贴”的成本会越来越高。

如果这的确是过去三十多年中国经济经历的事实，而且完全可能因此得到了高增长，但是这种模式仍然是不可持续的。因为它缺乏内在的，持续追求效率改善和技术创新的机制。补贴，无论上游还是下游，无论直接还是间接，都造成负外部性，使得到补贴企业把部分成本转嫁给其他企业，其他部门，转嫁给社会公众。补贴还传递了一个虚假的利润信号，进一步鼓励投资，鼓励过度投资。这是资源配置扭曲、结构失衡的主要原因。当经济还可以有市场，还可以扩张的时候，我们可能看得到某种程度的“效率”，原因之一是补贴可以夸大产出，所以问题可能被掩盖，或者得不到重视。一旦市场停止扩张，问题就暴露了。

2017 年第 25 期总第 217 期

如果的确存在“交叉补贴”，上下游部门的效率表现应该是截然不同的，甚至是相反的。下游部门，特别是产品及半成品制造业的生产率表现应该持续地优于上游部门。当然，上游部门效率恶化会影响下游部门。我们需要实证考察和检验这个假说。

五、估计全要素生产率的方法

我们上面所提出的问题，对研究方法和数据都提出了相当严格的要求。长期以来的生产函数研究要么把一个经济体作为一个总体来研究，要么单独研究个别行业的生产率。两者都可能完全扭曲我们对问题的认识。我们需要一个不但可以分析行业各自生产率表现，以及行业间因生产率差异而产生的要素重新配置效果，而且可以在行业分量和经济总量之间建立起逻辑自洽的数量模型。这首先要求我们放弃通常使用的“总生产函数”（用一个简单符号 APF）。放弃 APF 是因为它实际上假定各个行业部门的投入和产出关系都是一样的，或者说它们的生产函数都是一样的，都等同于整个经济的平均值。这种方法既不考虑各个部门不同的权重，在产业链上不同的位置，也不考虑它们会面对不同的要素成本。

这里，行业分量和经济总量之间的关系对于理解整个经济的增长和生产率表现极为重要。如果你只想研究一个行业，比如研究中国交通部门的效率、电子部门的效率，我认为回答不了什么问题。你等于假定这个部门和经济的其他部门没有任何关系。但是产业之间是密切关联的，如果上游企业是低效率的，那就会影响到下游行业的成本和效率。

我在实证研究中采用了乔根森的“总量经济生产可能性边界”的分析框架（用一个简单符号 APPF 表示），再通过多玛权重（Domar weights）对所有的（异质）行业进行加总，这样能够更准确地解释个别行业对总投入和总产出增长所做的贡献。这样一个分析框架尽可能地减少了过强的限制性假定，考虑了在实际经济中处在产业链不同位置的行业或部门完全可能因政府干预或市场缺陷而面对不同的要素价格。

简单介绍一下。首先，这个 APPF 方法的基础是行业层面的，从一个行业总产值生产函数开始。对这个生产函数来说，总产值是资本、劳动力、中间投入和

技术变化（令其与时间趋势相关）的函数。这里我们使用单个行业作为构建模块，从而可以使我们能够直接跟踪总量经济生产率增长及其要素投入增长的行业根源。所有的投入都是时间的指数，生产函数表现为一个超越对数。重要的是，通过引入中间投入建立了行业之间的关联关系。这个框架实际上已经告诉我们应该怎么建立数据以及所有变量之间的逻辑关系。简言之，所有行业的资本成本、劳动成本和中间投入成本权重相加等于一，相当于全部经济的总产值。就是说，不管该经济体有多么复杂，多少部门，也不管投入指标的划分有多详细，所有的部门的要素和中间投入成本相加，等于当年的全部名义产出。但如果去掉中间投入成本，它就等于增加值。没有任何行业会从这个生产函数里漏掉，也不可能无中生有。从这个总量开始，可以通过推导得到加权的各个部门的增长率，这应该就是最准确的 GDP 增长率（如果没有虚报）。

这个 APPF－多玛模型实际上可以考察分析不同的行业在整个经济中的特定位置，看它是如何影响总量经济全要素生产率的。我们的分析工具是三个不同的权重。对于每一个不同的投入要素（资本和劳动）来说，我们可以考察：1）它在本行业增加值中的比重有多大（这就是要素报酬的比重），2）这个行业的增加值在总增加值中的比重有多大，最后，3）每一个行业自身增加值率的高低，即增加值占总产值的比重。如果用第二个比重除以第三个比重，就是多玛权重。可以想像，一个行业如果它的效率并不高，但是它的中间投入占比特别大，如果自身的体积也很大，那就会影响到整个经济的效率。通过这样的方法，不断进行加权计算，就是为了要给资本、劳动，以及中间投入的贡献找到一个恰如其分的，更准确测度，以便把真正的投入都剥离出来，使我们最终能看到接近实际的 TFP 表现。

此外，依靠多玛权重，我们可以估计不同行业间资本和劳动资源重新分配效应对总量经济 TFP 增长的贡献。方法是观察一个差值，即采用多玛权重估计的要素 TFP 贡献和假定行业同质条件下要素 TFP 贡献之间的差值。如果市场是完全竞争的，就是一个很成熟的市场经济，劳动和资本要素都可以自由流动，生产者怎么选择劳动和资本的组合具有充分竞争条件下的选择自由，这个差值应该很很小。对美国的研究已经证明了这一点。当一个经济体从早期的不太发达的阶段向发达的阶段演化，随着制度越来越健全，市场越来越发挥作用，资源越来越可以通过

竞争向更有效率的部门流动，理论上这个差值会显著，而且是个正值，这就会强化整体经济的全要素生产率。

六、描述性统计结果

我们在 APPF 理论基础上建立了数据库。这个工作十分复杂、繁琐，因为源数据的问题太多。官方的很多统计指标很难服务于经济分析，因为历史上我们的经济统计工作过多服务于政策需要。我们数据库遵循的原则就是避免建立“没有理论的指标”。我们对所有的投入指标都实现了同质化处理。目前的这个《中国经济行业生产率数据库》应该是开创性的，但是仍然处在初步阶段，还需要不断地进行修改，也正在更新中。目前数据库中有 37 个行业，35 年的数据。

为了反映政府对上下游部门不同的影响，我们首先把工业部门分成了三个组，分别是（广义）能源部门，基础材料部门，以及成品和半成品部门。接下来对服务业进行类似的重新组合，分别是服务 1、服务 2、服务 3。服务 1 和 2 都可以叫做市场性质的服务业，但是服务 1 基本上是国家垄断的，包括交通仓储、邮政通讯、金融保险。服务 3 是非市场服务业，包括政府的行政管理部门、教育部门和医疗卫生部门，这些部门即便是在完全市场经济里，通常也按照非市场原则来运作。此外加上农业和建筑业，一共是八个组。

从描述性统计结果已经可以看出问题了。大家都知道劳动生产率不是全要素生产率，劳动生产率用全部产出除以人数得到，资本深化是每一个劳动者有多少设备、多少资本存量。作为一个生产者，追求的是产出增长至少能够和投入增长一致。正如我们预期的，只有离市场最近的成品和半成品部门，劳动生产率的增长速度大大超过资本深化的速度。相反，其他所有的部门都出现相反的情况，而且越是经济快速扩张时期，问题越明显。能源行业是其中最糟的，虽然投资在迅速提高，劳动生产率的增长基本上停滞了。这明显是一种低效率的粗放型的扩张。在这一点上我特别同意吴敬琏老师的说法，即中国经济从来都没有真正摆脱粗放的增长模式。

再看单位产出的劳动成本变化（ULC）。它等于劳动者名义人均报酬除以人均实际产出。根据这个指标可以判断生产一个单位实际产出（增加值）的名义劳

动成本变化能不能保证竞争性。要保持竞争性，不管劳动成本怎么上升，实际劳动生产率需要跟它同比例上升。总体来看，中国经济的 ULC 在全球金融危机之后的确在上升。但是相对而言，中国成品半成品部门的 ULC 还是最低的。而其他部门，特别是能源部门就完全不一样了，政府、教育和卫生部门的 ULC 已经特别高，这和大家的感觉是一致的。

资本边际生产率（MPK）的变化也值得思考。长期来看 MPK 下降是个规律。越是高收入的国家，MPK 越低。MPK 下降速度放缓主要来自技术创新。对发展中经济来讲，TFP 增长、效率改善也会体现在 MPK 下降速度放缓上。我们看到亚洲金融危机之后一直到 2002 年、2003 年，在产能过剩严重的情况下，中国经济却没有出现明显的 MPK 下降。也许当时的改革已经在相当程度上使经济接受了市场的调整。实际上，我们看到最有竞争性的成品和半成品部门在 1992 年至 2007 年这个时期出现了明显的 MPK 上升。这个问题也许没有那么简单，也许还不完全是个效率改善的故事。我们可以比较一下劳动边际生产率（MPL）变动和平均劳动报酬变动。理论上我们预期两者的变动应该遵循类似的趋势。但事实远不是这样。在整个加入 WTO 之后直到全球金融危机之前这个时期里，劳动报酬的上升远远慢于 MPL 的上升。这也许说明劳动的成本并没有被充分支付。从这个图上观察，这一缺口大致被支付给了资本，可能部分地说明了为什么这个期间出现了明显的 MPK 上升。

七、实证分析结果

现在我们来看整个增长核算模型系统的估计结果。首先，这 32 年的 GDP 增长率的确很高，但是还是不像官方报告的增长率那么高。我们的结果是 8.9%，而国家统计局公布的达到 10%以上。这是因为我们的计算考虑了行业的权重。在这个 8.9%的年增长率中，贡献最大的还是成品和半成品部门，其次是服务业部门。APPF 的结果也印证了中国经济高增长的低效率性质。1980－2012 年中国平均全要素生产率增长率是 0.83%。不到 8.9%GDP 增长率的 10%。资本增长的贡献最大，中国经济确实是被资本投入所推动。可以看到从中国加入 WTO 起一直到 2008 年以前，TPF 增长速度不断放缓。不如邓小平南巡之后国企改革时期的 1990 年代。2008 年之后的情况则更加糟糕，转为负值，每年下降 2.06%。

2017 年第 25 期总第 217 期

我们也估计了要素重新配置效率。仅从行业内部来看，通过多玛加权我们估计中国经济全要素生产率每年增长仅仅是 0.52 个百分点。部门贡献是非常不一样的，而且有正有负。农业部门贡献的最大，其次是成品及半成品部门。同政府关系最密切的能源部门的情况最糟糕。所有服务业平均的 TFP 增长也是负值的。这样一来，要素重新配置对 TFP 增长的贡献就是 0.31 个百分点（0.83 减去 0.52）。注意，这只是要素重新配置的“净值”。实际情况是，资本重新配置的贡献为-0.13，劳动重新配置为 0.44。我们大致可以说，长期以来中国经济的资本要素在重新配置上有着持续的效率损失。相比之下，劳动要素的重新配置基本上反映了市场原则，或者说劳动市场的不断改善的确促进了竞争性的资源配置，改善了总体经济 TFP 的表现。我们的劳动数据质量相对比较好。通过多年努力已经建立了劳动数量矩阵和对应的报酬矩阵，应该可以更加准确地测算劳动投入。

WTO 那段时期的情况也非常值得注意。初看中国经济还有不错的 TFP 表现（1.19），虽然比起 1990 年代（1.63）已经减速。其实来自行业内部的 TFP 的速度放缓得更严重（0.54），还不到 1990 年代（1.72）的三分之一。这个时期的劳动重置效果特别好（1.68），但是资本重置效率在持续下降，而且是几个时期中最严重的（-1.03）。当时的中国经济的确借助了 WTO 的市场条件，但也许只是尽可能发挥了劳动密集型的竞争性优势，在制度建设上乏善可陈。

最后，对中国经济的实证分析结果可以归纳为一个全要素生产率指数，也就是我们一开始讨论的那个指数。

如何看待美联储加息的冲击波？

丁剑平[1]

2017 年 3 月 16 日，美联储公布利率决议，宣布加息 25 个基点，将联邦基金利率目标区间上调至 0.75%—1.0%。这是美联储自 2016 年 12 月之后的再度加息，也是美联储十年以来的第三次加息。美联储决策官员一致确认，2017 年将加息 3 次；维持 2018 年和更长周期的利率预期不变，2019 年将略微更快地加息。本轮美联储加息与财政刺激政策高度相关，且伴随着油价攀升，这将引出怎样的“特朗普通胀”故事，人们拭目以待。

加息如“抽水机”，将全球资本吸往美国。特朗普政府试图通过加息、放松金融机构监管、财政刺激、企业税改“四管齐下”，让美国跨国公司的资金回流。资本流入美国后，将拉升通胀和名义收入，进而刺激消费和投资。然而，如果收入提升超过“门限”则会拉动进口，这违背了特朗普政府的初衷。为了让“高收入的驱动效应”只留在美国，特朗普政府必然要采取贸易保护措施。同时，收入提高也意味着企业的成本增加，可能逼迫跨国企业再“走出去”。因此，对特朗普来说，最好的办法可能是给一些国家扣上所谓“汇率操纵国”之类的帽子，通过提高关税来让这些经济体货币升值，从而冲销美元升值的不利影响。从历史数据来看，美联储加息与强势美元并非完全同步，其对全球各个经济体的“冲击波”也不一致。因此，对美联储本轮加息周期可能带来的“冲击波”效应，应有较全面的预估。

第一，贸易保护的冲击。美国国会已经在管理国际贸易方面给予总统广泛的自由裁量权，在这种情况下，总统不需国会批准就可以提升对某国的关税，还能够在不经国会批准的情况下，让美国退出北美自由贸易协定（NAFTA）或世界贸易组织（WTO）。在墨西哥边境筑墙是特朗普政府“贸易保护”的开始，其最终甚至可能推翻 WTO 规则。相关研究显示，一国贸易结构对其经济发展有长

[1] 丁剑平，中国人民大学国际货币研究所学术委员、上海国际金融中心研究院副院长、上海财经大学现代金融研究中心主任

久的影响，贸易方向的转变要依赖于本国其他产业功能的迅速提升方能平衡。特朗普政府就是看准了墨西哥对美国市场的依赖，以及其在短期内难以启动应对平衡措施的短板，所以有“底气”来“筑墙”。

第二，对利率的冲击。虽然说目前中国的利率高于美国，但要注意美国的利率还在继续攀升。此外，中国利率面临的扰动幅度远远超过美国。美国联邦基金利率是有序调整的（除了金融危机的冲击之外），加之作为国际货币的美元流动性远远高于人民币，无形之中也提高了美元的收益率。相比之下，中国再加息的空间有限。一方面，2017 年为实现 6.5%的 GDP 增速，中央政府直接债务余额将达到约 13 万亿元，地方政府直接债务余额将达到约 20.8 万亿元，两者合计 33.8 万亿元。地方政府债务问题无疑继续成为中国经济的风险点。另一方面，全球大宗商品价格上升导致的输入性通胀等，可能会推高 2017 年的通胀。一旦通胀上行，将进一步挤压货币政策的调整空间。

第三，对美国主要贸易伙伴国的冲击。在特朗普的竞选宣言中，将中国列为汇率操纵国，声称对中国和墨西哥分别征收 45%和 35%的惩罚性关税，并将进口商品一般性关税提升至 10%。中美贸易顺差占中国出口的 18%，占 GDP 的 3.7%。如果发生贸易战，不可避免地会降低中国的外需。2017 年 3 月初，美国贸易代表提交给国会的《2017 贸易政策日程》文件显示，今年特朗普可能在贸易上更为强势，并拒绝接受 WTO 裁决的约束。由于中国对美国的出口额是美国对中国出口额的数倍之多，这一冲击对中国产生的影响可能要大于美国。2017 年 4 月 14 日，美国财政部公布《国际经济和汇率政策报告》，认为没有主要贸易伙伴是汇率操纵国，但仍将包括中国在内的同样六个经济体置于外汇观察名单中。在“100 天行动计划”中，不排除美国对中国出口产品实施“双反”调查和加大对中国投资审查，或实施其他针对中国的贸易战措施。征收边境税和修改原产地规则这两项措施，是典型的贸易保护主义行为，但对中国的影响相对间接。有研究认为，参考历史情况，一旦中国被认定为“汇率操纵国”，预计之后的 18 个月中，中国对美国出口年度增速可能在应有水平上收窄 5%—10%。中国被美国列入汇率操纵国的主要理由是巨额的对美贸易顺差。按照 SITC 二级分类科目，统计 2015 年 10 月至 2016 年 9 月期间贸易科目明细发现，在 44 个美国对中国贸易逆差科目中，有 15 个科目与汇率显著相关。

第四，全球货币政策不协调的冲击。2017 年是全球汇率波动不确定性最大的一年。2016 年，只有美国的货币政策出现调整。2017 年，由于通货膨胀压力，欧洲、日本似急需在货币政策上作出调整。当前，欧元区面临利率过低、汇率错位、财政限制等多重问题，欧洲央行没有收紧货币政策的底气。若欧洲出现政治上的变局，资金可能流向避险货币国家。欧洲所面临的困局，也是日本央行面临的困境，短期内难以把货币环境正常化。另外，德国、日本也被特朗普指责干预汇率，这又是可能导致其货币政策调整的重大因素。

第五，“一带一路”建设中人民币资产国际化的可能性和风险。既然是对外投资，无论用外汇还是用人民币，都要考虑风险收益。假定使用外汇，就要与美国的国库券收益率（包括流动性和安全性）进行比较；若使用人民币对外投资，则还要考虑与国内的公司债收益率等进行比较。一般来说，上述两类都不得不面对“当地货币定价壁垒”问题。当地投资的雇佣人员工资、项目完工获得收益等都是用当地货币。要用“双向资金池”（人民币资金池+外币），避免“一带一路”建设中企业资产负债的风险。考虑到人民币与“一带一路”沿线国家的货币还没有建立起直接兑换关系，多数通过美元套算来获得，用美元或是人民币对外投资，都面临着当地货币不同程度贬值的风险。为了确保投资收益，可采取两种对策。一是完善上海国际金融中心的衍生品市场；二是建立更多的大宗商品人民币交易平台，对冲预期的风险。

在美联储加息和美元坚挺的背景下，中国资本外流现象凸显。李克强总理 2017 年的政府工作报告明确提到，“保持人民币在全球货币体系中的稳定地位”。为摆脱对美国市场的依赖，增强人民币作为国际储备货币的功能，迫在眉睫。

2017 年第 25 期总第 217 期

应对美国“缩表”冲击，中国做足了准备

涂永红[1]

美国总统特朗普提出一系列新举措，包括大幅减税、增加军费开支和每年 1 万亿美元的基础设施投资，这些似曾相识的承诺不仅让人想起 1981 年当选美国总统的里根。在里根经济学指导下，美国推行“高赤字、高利率、高汇率”政策，导致国际政治经济发生出人意料的动荡，爆发了拉美债务危机，日本“失去十年”，苏联解体和东欧剧变。在特朗普新政拉开序幕之际，需要特别关注美联储的加息动态，防患于未然。

经过近十年的修复，美国经济开始进入上升期。就业达到预期目标，房地产投资恢复性增长，IMF 上调了 2017 年美国的经济增长预期。顺应经济形势发展的变化，美联储必然要尽快退出危机阶段实施的量化宽松政策，出售买入的近万亿美元的政府和企业债券，让货币政策回归常态。由于利率是美联储货币政策的中间目标，恢复常态就是要走出零利率，进行“缩表”瘦身，逐步加息，发挥利率调节货币需求的功能。值得注意的是，美国新政还会增加货币需求，加速美元加息进程。因为，大大减税会刺激私人部门的投资和消费；而扩大政府基础设施和军费开支，也会增加财政赤字和发债规模，加剧流动性紧张。

据一些专家测算，美联储如果卖掉量化宽松时增持的债券，未来三年美元货币供给将减少 3 万亿美元。如此大规模的货币紧缩，一旦造成利率过快上升，必然会打击投资和消费。尤其是美元加息将强化美元升值预期，打击出口，削弱美国企业的国际竞争力，美国强大的目标就有可能落空。为了避免发生这样的负面影响，确保美国国内有充裕的流动性，美联储一定会“美国利益优先”，充分利用其国际货币发行国的地位和权利，在货币市场和外汇市场进行公开市场操作，通过引导利率和汇率这两个杠杆，控制“缩表”节奏和力度，将量化宽松时向国际社会释放出去的美元收回来，让外国人掏钱帮助美联储实现“缩表”目标。

[1] 涂永红，中国人民大学国际货币研究所副所长、中国人民大学财政金融学院教授

实际上，早在特朗普就任美国总统之前，美联储就小试牛刀，释放美元加息信号，通过引导美元升值预期吸引大量资本回流美国。2012 年-2014 年美国以债券形式对外负债年均规模高达 6600 亿美元，仅 2016 第三季度对外负债中新增债券规模就有 2300 亿美元。这就意味着，美联储完全可以借助国外政府和私人部门手中持有的美元，很快完成“缩表”瘦身计划。

美国是中国最重要的贸易伙伴，双边投资规模巨大，经济依存度相对较高，美联储货币政策对中国经济的溢出效应的确不容小觑。毋庸置疑，过去几年中国房地产价格过快上涨、资本市场剧烈波动背后，多多少少都有美元汇率波动和资本异常流动的作用和影响。当前，我国的金融体系还存在清理僵尸企业、不良率较高的风险，面临股市、债市、楼市、外汇市场联动风险加大的新挑战，难怪有人忧心忡忡，担心美国“缩表”可能会加速资本外流，刺破中国房地产泡沫，引发后果不堪设想的金融危机。

俗话说，兵来将挡，水来土掩，中国在应对美国“缩表”冲击方面做足了准备，有能力守住不发生系统性金融风险的底线。首先，大力推动供给侧改革，给经济注入新的增长动力，保持经济中高速增长，投资者信心增强，外商直接投资继续增长，资本外逃的压力缓解。其次，适时进行汇率形成机制改革，增加人民币汇率灵活性，保持人民币汇率指数稳定，不再盯住美元，既释放了短期人民币贬值压力，又赋予央行更大的独立性和货币政策调控能力。再次，“一带一路”战略与人民币国际化战略相辅相成，卓有成效，为中国经济开辟了国际合作新空间。中国与沿线国家贸易、投资快速增长，优化了国际贸易格局，人民币加入 SDR 后得到更广泛使用，2016 年中国对沿线国家新增投资中使用人民币交易的金额同比增长 46%，大约 20%的对外贸易使用人民币结算，中国减少美元需求，无疑会降低美国货币政策、美元流动性变化对中国经济和金融市场的不利影响。最后，我国高度重视金融系统性风险管理，进行顶层设计，制定了宏观审慎管理框架，“一行三会”加强协作，找准关键因素进行精准动态管理，能够有效防止资本流动风险的跨市场传染。

2017 年第 25 期总第 217 期

特朗普的能源大棋局

赵海英[1]

美国总统竞选期间，媒体及大众主要关注特朗普的个性特征，而往往忽视了其政治和经济主张。但近期，随着特朗普密集公布一系列人事任命，一条清晰的主线浮出水面。一场以能源政策为主角的大戏，早已敲响锣鼓，正在拉开序幕。

据接近特朗普团队的人士表示，21 世纪以来，经济全球化进程加速，但美国的中产阶级，尤其是以制造业工人为代表的中低阶层，并没有从国际贸易中得到实惠，社会矛盾随之激增。与此同时，美国医疗、养老等方面的社会负担日趋增加，总体负债率已经相当高。以美国目前 2%的经济增速，债务问题长期不可持续，经济增长率需提升至 3%或以上才能解决此问题。于是，如何增加就业、刺激经济增长成了摆在特朗普面前的首要难题。

作为美国的传统强项，储备丰富、技术成熟的能源行业，现在被特朗普视为重要突破口。他不止一次在公开场合表示，石油是美国的生命线，“美国政府应停止过度监管，努力加大对自身油气资源的开采力度”，他试图通过能源行业的复兴增加就业机会，以此撬动经济增长引擎。

事实也证明，近年持续下跌的油价已经让美国经济和能源企业大受影响。虽受 OPEC 达成减产协议等因素的影响，国际油价有所回升，但目前价格也较 2014 年高位腰斩。在石油储量丰富的德克萨斯州、俄克拉荷马州和北达科他州，受油价暴跌影响，经济增速正在下滑。反应在金融市场上，美国能源公司目前面临 1200 多亿美元的不良债权(Distressed Debt），超过三分之一的美国能源公司高收益债面临困境（接近 2009 年时低点），能源公司的坏账率已攀升至两位数。

上述背景下，特朗普提出“释放美国 50 万亿美元未开发的页岩气、石油和天然气储量，以及数百年的清洁煤炭储量”的目标。为达成这一目标，特朗普拟取消对美国能源储备生产的限制，包括页岩、石油、天然气和清洁煤等。他还提议立即取消奥巴马关于限制化石燃料的燃烧与降低电厂气体排放量的所有政令。

[1] 赵海英,中国人民大学国际货币研究所学术委员，中国投资有限公司首席风险官

在特朗普看来，向联合国应对全球变暖的行动提供资金，是“浪费美国纳税人的钱”，他还扬言要抛弃应对气候变化行动的《巴黎协定》。

但以目前$40-50/bbl 的价位估算，一半以上的石油供给源会受成本因素影响无法开采。特朗普若要以上述措施带动就业、刺激经济，就必须在油价上涨的同时增加供给。这些政策如果落实到位，不难预见的是，美国未来的原油产量和原油价格都将上涨，如此才能使一批能源与传统工业企业将受益；如果执行效果不佳，油价和供给的变化也很有可能导致地缘冲突加剧或恐怖主义抬头等“黑天鹅”事件，反而威胁到美国的安全。

自参选以来，特朗普就多次公开表示“全球气候变暖是一场骗局”，其簇拥和支持者中亦不乏对环保问题持反对态度或与石油以及中东地区有关的人物，这些都为其能源主张作了舆论铺垫，近期的一系列提名更是与此一脉相承。

被提名出任美国国务卿的雷克斯·蒂勒森，是世界上最大的非政府石油生产公司埃克森美孚的 CEO，并以其丰富的能源运作经验和与俄的亲密关系而著称；盛产石油的德克萨斯州前州长里克·佩里将掌舵美国能源部，他曾因呼吁撤销美国能源部而出名；俄克拉荷马州总检察长斯科特·普鲁伊特也受特朗普之命将接管美国环境保护署，此人是当地页岩油开发的极力鼓吹者，并对全球变暖持怀疑态度。

上述提名背后的逻辑，也进一步显示出特朗普对提高产量、推升油价势在必得。

另一方面，特朗普鼓吹的能源独立，亦能客观上减少美国对中东地区和俄罗斯的石油依赖，可以在国际政治话语权上增加筹码，这或将对中东地区的地缘政治产生重大影响。众所周知，历次中东地区的动荡都会大大推升国际油价，特朗普对与中东地区有关的激进主义和种族主义分子的任命，也不排除是其推升油价的险招。

被特朗普提名的国家安全顾问迈克尔·弗林，因反穆斯林言论而著名；国防部长詹姆斯·马蒂斯，参加过阿富汗战争与伊拉克战争，在伊朗问题上态度激进；中央情报局局长迈克·蓬佩奥，反穆斯林的保守主义代表，是伊朗核协议的鉴定反对者；首席策略师史蒂夫·班农，具有强烈种族主义倾向。这些任命，极有可能在未来使中东地区的局势变得更为紧张。

当然，能源政策只是特朗普“组合拳”中的一部分，他提出的其他一些看似毫无章法的政策主张，细究起来也有其内在逻辑性。例如，特朗普反对跨太平洋贸易伙伴协定（TPP），并就国际贸易与各国重新谈判，提出简化税收体系、放松阻碍经济发展的金融监管、扩大基础设施建设支出等一揽子计划，其核心目的也只有一个：促进就业、提升 GDP 增长率以使得高负债下的美国发展可以持续。

从特朗普自身看，这些计划的落实需要强有力的执行团队，而其成员个人能力虽强，但并没有太多政府经验；他们此前大多单打独斗、执掌一方，现在是否能齐心协力、互相配合，也有待观察。近期，特朗普出人意料的提名了南卡莱罗纳州共和党众议员麦克·马瓦尼，出任下一届预算和管理办公室主任，而此人是坚定反对赤字的财政政策“鹰派”人物，或在特朗普大规模的基础设施建设上有政见分歧。

从国际环境看，尽管 OPEC 近期达成了自 2008 年以来的首次限产协议，俄罗斯等非 OPEC 成员国也一致同意减产，但协议是否真正执行尚存不确定性。据国际能源署（IEA）测算，如果各方都遵守协议，市场明年初可能会短缺 60 万桶/日。而此时，特朗普提名石油大亨、气候变化怀疑论者以及与中东地区有关的激进分子和种族主义分子，也不禁让人浮想联翩。

总体看来，笔者认为，特朗普的政策都是险招。他的这套“组合拳”与“里根时代”的减税、放松管制等措施虽然颇有几分相似，但所面对的现实情况与“里根时代”比已经非常不同。如果财政政策不能在短期内创造大量就业机会和经济增长，可能会使负债更高、美元承压；能源政策若成功推行虽可刺激美国经济增长，但亦有刺激中东地缘动荡甚至引发战争的风险，还可能导致恐怖主义报复性袭击。

全球流动性转向尚需时日

熊园[1]

3 月 16 日，美联储和我国央行先后上调利率，日本和英国央行相继按兵不动，但市场还是“嗅”到了英央行收紧的气息（前一周欧央行同样如此），这似乎意味着全球主要央行达成了共识：危机以来全球货币宽松的局面就要结束了。综合来看，美联储加息提前至 3 月属于战术而非战略调整，我国央行跟随“加息”是“随行就市”叠加“去杠杆”，欧、日、英观望的背后反映了各自并未明显好转的经济基本面，再考虑到美国金融监管和财政政策走向宽松，虽然全球货币已然趋紧，但流动性转向其实尚需时日。

美联储把市场普遍预期的 6 月加息提前至 3 月，更多是战术调整，旨在为全年加息节奏腾挪空间。按说（其实是困惑），美国时下的通胀数据和经济表现并未超预期，其实并不支持 3 月加息。包括耶伦在内的多位美联储官员在两周前突然发表鹰派言论，“强行”把此前不到 4 成的加息概率拉升至 90%以上，可能是出于以下考虑：一是 2 月以来全球主要经济体 PMI 持续走强，全球经济复苏动力增强，3 月加息有了好的外部条件；二是 2 月以来包括美国在内的全球股市、债市、汇市都比较平稳，3 月加息对金融市场的冲击较小；三是 2 月底特朗普首次国会演讲总体平淡，大大降低了政策不稳定性；四是 3 月初耶伦讲话指出，去年 6 月没有加息的一大原因就是受英国脱欧公投等外部因素影响，即美联储决策会根据国际环境相机抉择。由于今年二季度欧洲大选可能引致动荡，英国脱欧也将开启实质性谈判，6 月份很大可能“没那么太平”。

反观中国，本次上调 OMO、MLF、SLF 等货币市场利率，显然是“追随”美联储步伐，但“追随”背后其实具备基本面支撑和现实需要。其一，如同美联储提前至 3 月加息很大考量是美国内外部环境比较稳定，我国同样如此，特别是 1-2 月份经济数据总体不错，短期内经济尚有支撑。其二，开年以来，居民放贷增速放缓但绝对量仍高，地产销售和房价超预期走高，以同业存单余额快速上升为表

[1]熊园，中国人民大学国际货币研究所研究员

征的债市杠杆仍居高不下，去杠杆和抑泡沫的迫切性上升。其三，平抑利差的需要。正如央行所说，“中标利率跟着市场利率走也是正常的。如果二者利差越来越大，就会出现套利空间和不公平，市场定价也会扭曲”，本次“加息”之后，央行中标利率（OMO、MLF 等）和市场利率（SHIBOR 等）将明显收窄。其四，上调货币市场利率有助于“稳汇率”，缓解人民币贬值压力。

再看欧、日、英，维持各自货币政策不变的主因是经济基本面有好转但持续性待观察。欧元区 2 月 CPI 自 2013 年 2 月以来再度站上 2%，但未来油价难以大幅走高加之低基数效应不再，通胀继续上行的主要支撑被弱化；脱欧谈判将正式开启，英国经济依然面临巨大不确定性；日本央行行长重申“如有宽松的必要，下调负利率也不是没有可能”，是物价略微抬升但依旧陷于长期通缩困局的“无奈”回应。

往前看，基于 3 月加息是战术而非战略调整的判断，加之美联储维持年内加息 3 次的前瞻指引和耶伦中性偏鸽的表态，预计美联储下一次加息时点在 9 月份或年底；如果二季度法国大选、英国脱欧进展和特朗普“新政”等不确定性均指向“稳定”，不排除 6 月份加息的可能。同时，3 月加息落地展现了美联储强大的预期管理能力，此后美联储高层的讲话需更加重视。之于中国，在“去杠杆、防风险、抑泡沫”的主基调下，我国货币政策将稳健中性、边际趋紧，无论是通胀水平和经济增长情况均不支持全面加息（即上调存贷款基准利率）；受制于中美利差，我国货币市场利率仍有上调的可能。对于欧、日、英央行而言，在经济和通胀没有实质性改善之前，以不变应万变仍是不二选择。

全球经济逐步企稳和油价推动欧美通胀回升，有力地制约了货币进一步宽松的空间。然而，紧的货币并不必然意味着紧的流动性，流动性全面收紧往往伴随着金融监管、财政政策和货币政策的组合拳。回看美国 1999 年和 2004 年这两轮加息周期可以发现，当时紧的货币和松的监管并存，流动性也就没那么紧。当下美国已进入加息周期无疑，但同时特朗普趋于放松金融监管，扩基建也需要宽财政，由此看来，“紧货币、松监管、宽财政”并存应是特朗普不希望“强势美元”的真实动机。

加息+缩表，美联储紧缩还能走多远？

张瑜 [1]

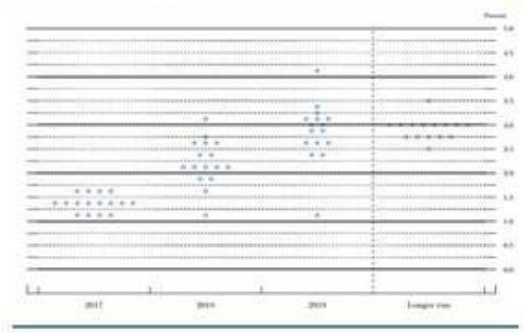
一、现行货币政策立场——本月利率决议首提缩表

（一）6 月 FOMC 会议说了什么？

2017 年 6 月的会议中加息 25 个基点并未超市场预期（根据 CME 的数据，市场对 6 月加息预期已达 100%），美联储超预期提及缩表，但缩表启动规模低于市场预期，并未引发市场剧烈波动。

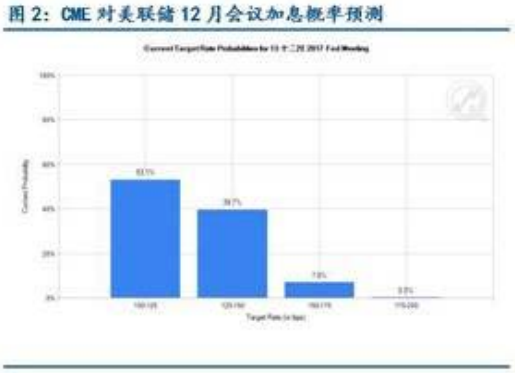
美联储“如期”加息，预计年内再加息一次：美联储宣布加息 25 基点，联邦基金基准利率目标区间上调至 1%-1.25%。同时根据其发布的点阵图显示，美联储预计年内将再加息一次，2018 年还将加息 3 次。

图 1：美联储点阵图



资料来源：美联储，民生证券研究院

图 2：CME 对美联储 12 月会议加息概率预测



资料来源：CEM，民生证券研究院

美联储对经济预期乐观，下调失业和通胀预期：美联储预计今年 GDP 增速预期中值 2.2%，较三月上升 0. 1%。下调 2017 年核心 PCE 通胀率预期中值至 1.7%，三月预期 1.9%。下调年内失业率预期至 4.3% 。

[1] 张瑜，中国人民大学国际货币研究所研究员、民生证券研究院宏观固收研究主管

表 1：2017 年 4 次 FOMC 会议的关键措辞

		2017.06 会议	2017.05 会议	2017.03 会议	2017.02 会议
经济回顾	经济活动	经济温和增长	经济活动**减弱**	经济温和扩张	经济温和扩张
	劳动力市场	劳动力市场改善	劳动力市场改善	劳动力市场改善	劳动力市场改善
	家庭消费和企业投资	家庭支出近期上升 企业投资继续扩张	虽然家庭消费仅小幅上升，**但支持消费增长的基本面依然稳固** 企业投资走强	家庭消费继续温和上涨 企业投资**有走强迹象**	家庭消费继续温和上涨 企业投资疲软
	通货膨胀	通货膨胀低于 2%目标	接近 2%的政策目标 扣除食品和能源后，通货膨胀**在 3 月有所下滑**，低于 2%	通货膨胀在最近一季度有所增长，接近 2%的长期目标 扣除食品和能源后，通胀小幅变化，依然低于 2%	通胀有所回升，但仍低于长期目标。
对经济增长及通胀看法		经济会温和扩张劳动力市场会继续巩固，**近期通货膨胀将在 2%之下**，中期会在 2% 左右的政策目标附近稳定	**Q1 经济放缓是暂时性的** 经济活动会继续温和扩张;劳动力市场会继续巩固，中期通货膨胀将稳定在 2%	经济会温和扩张劳动力市场会继续巩固，中期通货膨胀将稳定在 2%	经济会温和扩张，劳动力市场会继续巩固，中期通货膨胀将稳定在 2%
利率		联邦基金利率从 0.75%~1%**调升**到 1%~1.25%	**维持**联邦基金利率在 0.75%-1%区间不变	联邦基金利率从 0.5%~0.75% **调升**到 0.75%~1%	**维持**联邦基金利率在 0.5%-0.75%区间不变
对未来利率调整的前瞻指引		**联邦基金目标利率 2017、2018 中位数为 1.25%-1.5%；2.0%-2.25%，长期利率为 3.0%**		**联邦基金目标利率 2017、2018 年中位数为 1.25%-1.5%；2.0%-2.25%，长期利率为 3.0%**	
资产负债表规模决议		维持现有政策 **如果经济如愿扩张，今年将开始缩表计划**	维持现有政策	维持现有政策	维持现有政策
投票情况		9-1	10-0	9-1	10-0

资料来源：美联储，民生证券研究院

(二)缩表的细节？

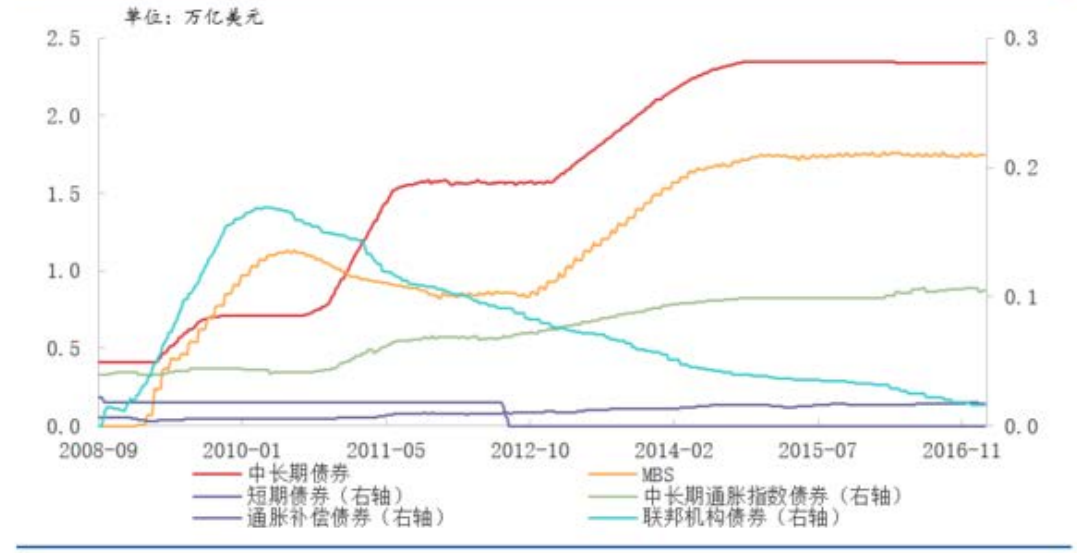
缩表地位，留足回旋余地：美联储明确调整联邦基金利率是其主要的货币政策调节手段，如果经济条件恶化，美联储可能对缩减规模进行调整甚至进一步增加资产购买规模。

缩表方式，稳妥优先：采用被动缩表+主动平滑的稳妥方式，再投资规模低于自然到期规模，从而差额体现为缩表额。

缩表基础，资产构成：自 2008 年金融危机开始，美联储累计购买资产约 4

万亿美元。截止 2016 年底，其主要由中长期国债（占比 58%）、抵押贷款支持债券 MBS（占比 42%）和联邦机构债（占比小于 1%）构成。

图 3：08 年金融危机至今国内 SOMA 资产变化详情



资料来源：WIND，民生证券研究院

缩表进程，五个季度共计缩 4500 亿美元：美联储同时公布了缩减资产负债表计划，具体而言，缩表起步阶段的上限为国债每月缩减 60 亿美元，抵押贷款支持证券（MBS）每月缩减 40 亿美元，此后的四个季度等额增加，直到国债达到 300 亿美元，MBS 达到 200 亿美元。如果按目前公布的缩表方案，则缩表时间长度为 5 个季度，总缩表规模为 4500 亿：如下表测算显示，在缩表的起步阶段（假设时间为 T），当月计划缩表规模为 100 亿，其后每季度等额增加，则随后每季度缩表总规模将扩大至 600、900、1200、1500 亿美元，到第五个季度末美联储将总共缩减 4500 亿美元的国债和 MBS 资产。

表 2：美联储缩表计划

	T		T+1Q		T+2Q		T+3Q		T+4Q	
单位（亿美元）	国债	MBS	国债	MBS	国债	MBS	国债	MBS	国债	MBS
当月规模	60	40	120	80	180	120	240	160	300	200
当季规模	180	120	360	240	540	360	720	480	900	600
当季总规模	300		600		900		1200		1500	
累计规模	180	120	540	360	1080	720	1800	1200	2700	1800
累计总规模	300		900		1800		3000		4500	
总结	预计用五个季度缩表总计 4500 亿美元，其中，国债缩减 2700 亿美元，MBS 缩减 1800 亿美元									

资料来源：美联储，民生证券研究院

缩表规模，缩表情绪冲击大于实质：对于本轮缩表总规模，本次会议并未给出具体数值，但美联储明确表达最终资产负债表规模应介于近些年高位和危机前低位之间。结合联储资产规模与 GDP 比值的经验预估（8%-12%左右比较合理）+FRB 预估两种方式来看，美联储最终合意的资产规模在 2-2.6 万亿美元之间，如果按照五年期缩表进程来看，对应年 4000-5000 亿左右的缩减额，其中缩减的国债量占比整个美国国债市场存量比例仅为 1.3%，整体缩减量占美国债券市场存量占比为 1.7%，实质资产端冲击有限，市场更关注情绪层面是否一致以及联储的预期稳定性。

缩表影响，从国际既往经验来看，缓和的被动缩表+清晰的情绪指引将会大幅降低对金融市场的冲击。速战速决的主动缩减资产负债表的行为对经济冲击非常巨大，如日本央行 2006 年进行的强力主动缩表，对日本经济冲击较大；而欧洲此前多次间歇缩表基本都是围绕被动缩表进行的，对经济冲击较小，影响较为温和。从日本和欧洲的缩表经验来看，缩表与经济表现及金融表现并不存在必然关系，且冲击一般发生在初期，随着时间的拉长和预期的稳定，缩表冲击逐渐弱化。

（三）市场即期情绪？

美联储超预期提及缩表，但缩表启动规模低于市场预期，并未引发市场剧烈波动:加息决议公布之后四个小时窗口看，市场即期反应比较平稳，美元由 96.5 突破 97 后回落至 96.92，道琼斯上涨 0.15%，纳斯达克下跌 0.38%，标普 500 下跌 0.02%，美国 10 年期基准国债收益率跌 6.9 个基点，至 2.1377%，COMEX 黄金由 1275 跌 1.1%回落至 1261。

（四）对美元影响？

美元难强势。美元指数 2016 年年底强势走强是特朗普效应+货币紧缩预期+美元回流预期三方面共同推升，今年以来三个因素都在边际弱化，因此美元指数单边下行。后续随着特朗普在两党威望由于弹劾门进一步降低，作为其政策框架核心的减税改革的后续推进将会面临更大阻力，特朗普效应从正向定价正在逐步转向负相定价，因此特朗普政策年内难支撑美元；美国加息常态化，缩表尚未实质性到来，下半年处于美国货币政策的情绪真空期，货币政策紧缩难支撑美元；美元回流目前看不到；市场普遍预期欧元年底可能缩减甚至退出 QE，欧元在英欧谈判这个不确定性正式落地后，恐迎来修复，作为美元指数篮子中占比近 60%的币种，欧元的走强将会对美元形成较大的下行压力。

（五）对人民币影响？

美元不强，人民币汇率年内恐不会破 7。首先，欧元修复，美元不强，外盘无压力；其次，逆周期因子的公布，已经明确表达了对于外汇即期交易市场贬值交易惯性的逆向调节倾向，即期市场的贬值交易惯性方面的压力下滑；再次，通过逆周期因子，央行增加了对于汇率机制的把控力；最后，2014 年 6 月以来跟随美元被动升值而积攒的人民币汇率的贬值压力，基本已经释放完毕。综上，人民币汇率年内大概率不会破 7。

（六）对国内货币政策影响？

央行短期内跟随美国进行货币市场微加息的必要性下滑，外围掣肘弱化，央行货币政策独立性增强，紧平衡持续。首先，此次加息预期充分，不比 3 月是超预期加息；其次，今年以来中美债市冰火两重天，美国长端利率从 2.6%单边下行至 2.1%左右，中国长端利率单边上行至 3.65%左右，目前中美息差 150bp 左右，息差保护垫足够厚；再次，美国加息对于国内最直接的掣肘是通过资本流动与汇率压力，资本管制保证了资本流动压力可控，汇率方面由于美元不强+逆周期因子+贬值高峰已过，整体也可控，下半年货币政策基于国内基本面为主，外围掣肘边际弱化，且央行本身意愿也是国内货币政策独立性优先；最后，紧平衡依然持续，后续大概率随着银行摸底完成，银监会将会出台业务细则，商业银行无论主动（提前闪避监管）或被动（监管文件明确要求），商业银行的信用缩表都是确定性事件，即便四季度经济年内低位+信用收缩明显，也难期待货币政策

量价双松，这次政策更加坚定，整治金融套利循环，流动性紧张的时候，顶多看到量松价紧。

二、美联储紧缩影响全解析——走不远的货币紧缩

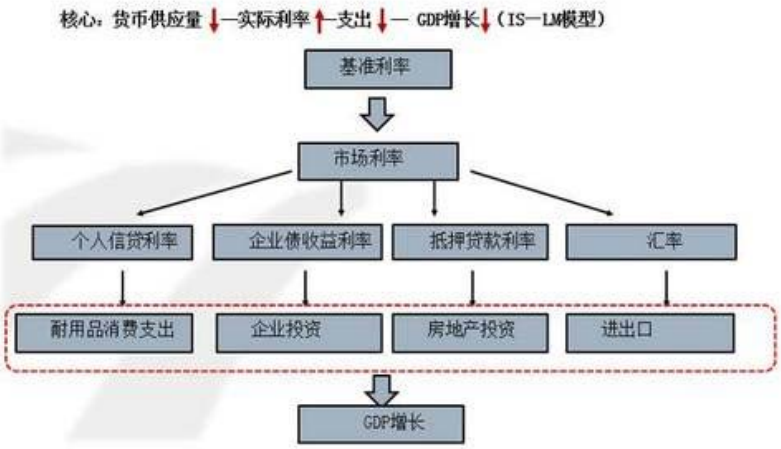
美联储加息+缩表的政策搭配已经初步建立，相对于资产数量确定（相比整体债市规模有限）且缓和的缩表节奏（未来五年期完成缩表）而言，加息是对于资产价格和经济影响更深远、更广阔的货币政策工具，随着加息步伐的常态化，市场对于短期加息节奏的敏感度开始下滑，对于加息中长期影响及远景的关注逐步提升。

那么对于加息到底会如何美国经济这个问题，本部分通过详细梳理其传导机制发现:美国经济的复苏近期有望持续，但未来经济面临回落可能性加大。一方面，利率周期提前于经济周期，美联储加息对实体经济（消费和投资）、资本市场(利率提升和回购的缩减)及政府债务成本的负面影响将在1-2年后充分显现。另一方面，数据表明，劳动力市场是否饱和是观察经济拐点的领先指标。随着美国劳动力市场在短期内逐渐接近充分就业，美国经济回落概率明显增加。

（一）美联储加息的传导机制

传导机制：利率政策的核心是通过对于基准利率的直接或间接调整来影响市场利率，最终作用于实体经济。具体来说，基准利率可以通过对居民信贷利率、企业债收益率、抵押贷款利率和汇率的传导来影响个人消费支出(耐用品支出)、企业投资、房地产投资和进出口。

图 4：美联储加息对实体经济的传导机制



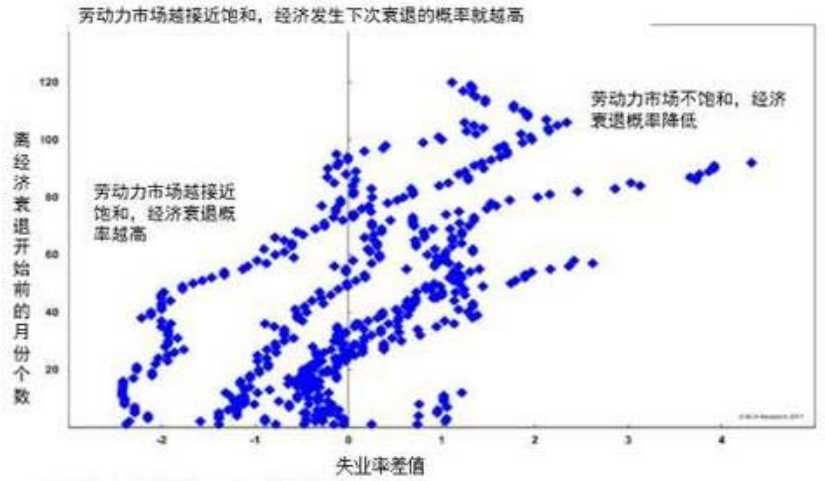
资料来源：民生证券研究院整理

研究方法：研究历次美国加息周期中各经济指标的表现情况。美国 1982 年以来，美联储共经历了五轮较为明确的加息周期（1983 年 3 月-1984 年 8 月、1988 年 3 月-1989 年 5 月、1994 年 2 月-1995 年 2 月、1998 年 11 月-2000 年 5 月、2004 年 6 月-2006 年 6 月）。

哪些指标受影响最大？利率敏感性高的支出受加息影响最大。利率敏感性高的支出包括 1. 耐用品消费支出，如个人消费支出中对于汽车和家电的消费；2. 企业的固定资产投资，如私人投资中对厂房和设备投资；3.房地产投资，如对房屋建筑和住宅的投资；4.进出口商品的消费支出，如对汇率敏感性高的进出口产品的需求。

主要结论：美国经济的复苏近期有望持续，但未来经济面临回落可能性加大。一方面，利率周期提前于经济周期，美联储加息对消费和投资的负面影响将在 1-2 年后充分显现。另一方面，数据表明，劳动力市场是否饱和是观察经济拐点的领先指标（如下图）。我们预计美国劳动力市场在短期将逐渐接近充分就业，叠加美联储的加息政策，这大大增加了美国经济未来回落概率。

图 5：劳动力市场饱和程度和经济回落的相关性



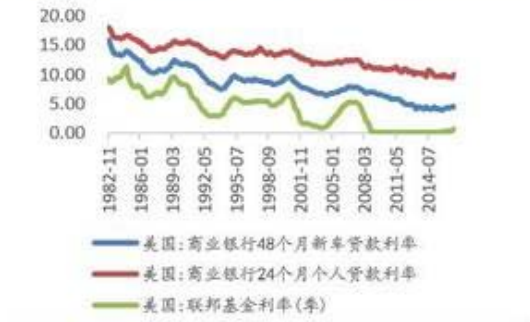
资料来源：BCA，民生证券研究院，

（二）美联储加息对实体经济的影响

1.居民信贷利率上升，耐用品消费支出被延后

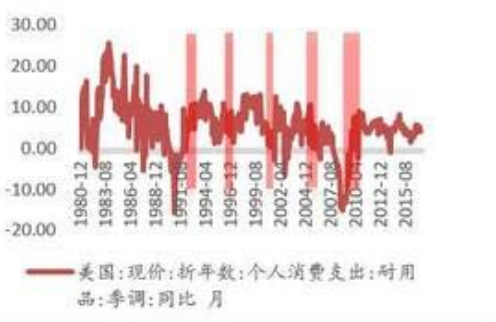
历次加息周期中，基准利率上调对耐用品支出产生负面影响，传导机制为基准利率-市场利率-居民信贷利率-耐用品消费支出：耐用品相对来说较为昂贵，很多需要贷款购买，因此其销量对利率十分敏感。一旦利率上涨，融资成本上升，消费者会做出反映，削减耐用品支出。我们这里选取对耐用品支出影响较大的商业银行的个人贷款利率和车贷利率进行观察，发现历次加息周期中基准利率向居民信贷利率的传导几乎是同步完成，但从基础利率的首次上调至耐用品消费下降有 1-2 年的时滞效应。

图 6：联邦基金利率与车贷利率和个人贷款利率



资料来源：Wind，民生证券研究院

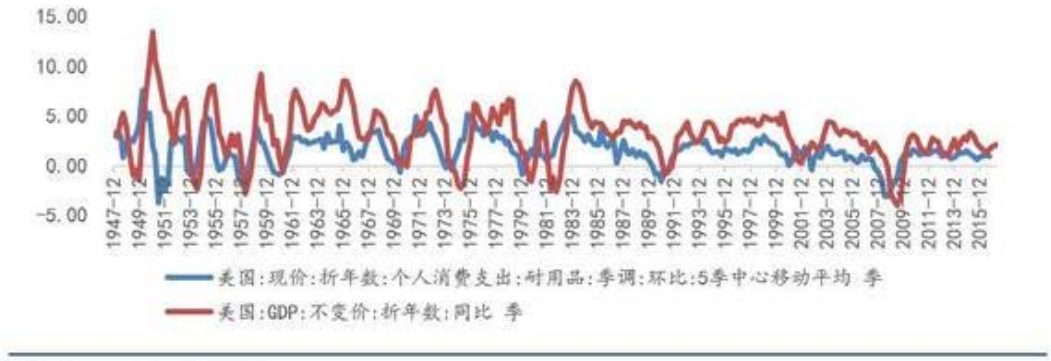
图 7：加息周期中耐用品消费支出变化



资料来源：Wind，民生证券研究院

耐用品支出是经济拐点的领先指标，领先经济活动 2-4 个季度：耐用品占美国个人消费支出的 14%，个人支出又是 GDP 的重要组成部分（超过 70%），虽然耐用品支出占比不高，但是对经济转折敏感度非常高，是经济的领先指标。根据历史经验显示，耐用品支出在经济衰退前 2-4 个季度开始减弱，在经济衰退结束，开始复苏 1-2 个月开始加强。

图 8：耐用品消费支出领先 GDP 增速

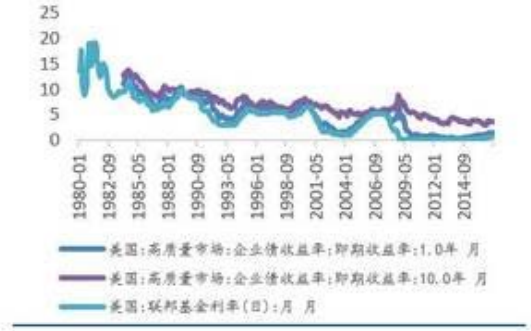


资料来源：Wind，民生证券研究院

2.企业债收益率上升，企业投资成本上升

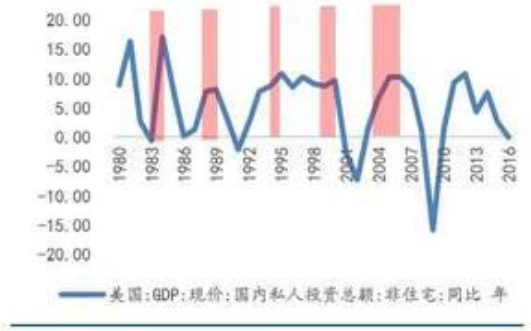
历次加息周期中，基准利率上升会致使企业投资下降，其传导机制为基准利率-市场利率-企业债收益率-企业投资：基准利率和美国企业债收益率走势一致，对短期企业债收益率传导最为快速。企业债收益率的上升推高了企业的融资成本，进而抑制企业的投资活动。非住宅投资（如办公建筑、库房、计算机设备和软件、机床工具）占企业投资的 77%，对利率变化极其敏感。在历史上五次加息周期结束后，非住宅投资年均增速（以加息结束当年与下年开始）会出现平均在 6%左右的下滑。

图 9：联邦基金利率和企业债收益率



资料来源：Wind，民生证券研究院

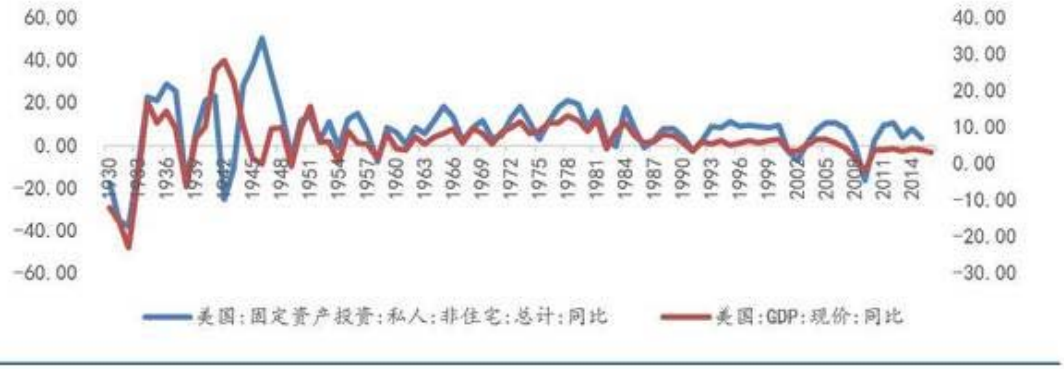
图 10：加息周期中非住宅投资增速变化



资料来源：Wind，民生证券研究院

非住宅企业投资是经济的同步指标：企业支出约占 GDP 的 15%，但波动非常大，由于利率和经济发展前景是企业做投资决策的重要考量标准之一，所以企业投资是国经济的同步指标。

图 11：非住宅投资增速与 GDP 增速变化同步

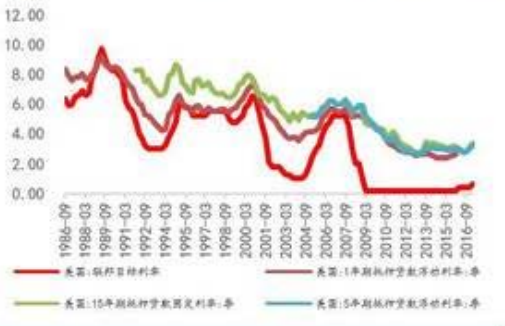


资料来源：Wind，民生证券研究院

3.抵押贷款利率上升，对房地产投资影响负面

历次加息周期中，利率上调会遏制美国房地产市场，其传导机制为-基础利率-市场利率-抵押贷款利率-房地产投资：抵押贷款利率是影响房地产市场的重要指标。以成品房销售为例，成品房占美国住房市场的 80%，根据经验显示，抵押贷款利率每上升 1%，成品房销售额就减少 25 万个单位。由于房地产销售数据反映了消费者的预期，所以成品房销售又是房地产开发投资的领先指标。

图 12：联邦目标利率与抵押贷款利率（1、5、15 年）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 13：加息两年后对经济和房地产市场影响

Estimated effects of monetary policy shock after two years

Source	# of countries	House prices	Economic activity	Ratio
Baseline estimates based on Jordà, Schularick, & Taylor (2015a)				
Full sample	17	-6.3	-1.9	3.3
Postwar sample	17	-6.2	-1.4	5.7
International evidence				
Dà, Tsodrin, & Weidadek	18	-7.8	-7.8	1.0
Assenmacher-Wesche & Gerlach	17	-10.8	-3.0	3.6
Goodhart & Hofmann	17	-7.2	-1.7	4.2
Iacoviello & Minetti	8	-8.8	-2.1	4.2
Calza, Monacelli, & Stracca	19	-2.3	-0.3	7.6
U.S. evidence				
Fratzscher & Schuh		-1.7	-2.1	0.8
Ungerer		-7.2	-3.1	2.4
Climk & Terrones		-5.7	-1.9	3.0
Iacoviello & Minetti		-7.8	-1.3	6.0
Del Negro & Otrok		-13.4	-0.9	13.0
Median				3.9

Note: Responses reported as percent change two years after the shock. Economic activity measured as real GDP except for the following: Otrok & Terrones, global GDP; Dà, Tsodrin,& Weidadek and Calza, Monacelli,& Stracca, private consumption; Ungerer, industrial production; Fratzscher & Schuh, real non-housing GDP; and Jordà, Schularick, and Taylor, real GDP per capita.

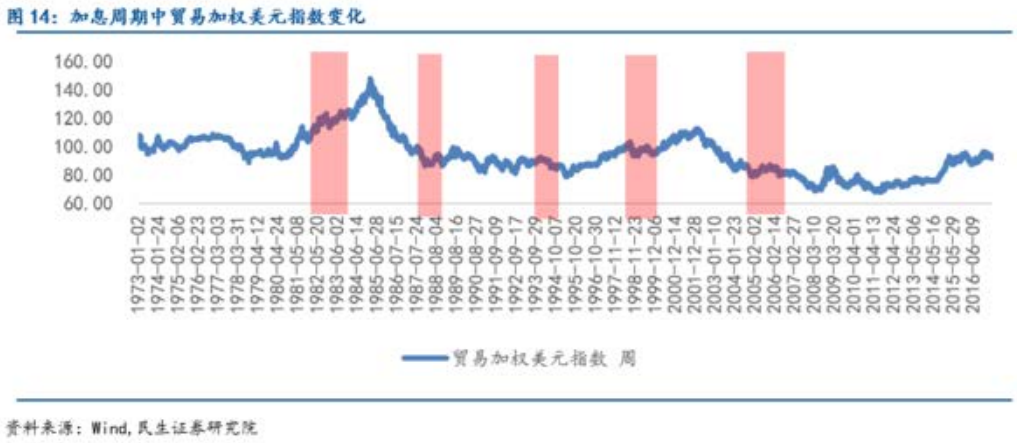
资料来源：Federal Reserve Bank of San Francisco

根据研究显示，利率上涨在 2 年后会对房价和经济产生冲击：房地产是美国本轮经济复苏的驱动力之一。美联储首次加息以来，美国房地产市场火爆甚至过热的势头得到了一定的遏制，但未出现明显降温的迹象。根据研究（Federal Reserve Bank of San Francisco）显示美联储加息两年后，房价有最大 10%左右的

降幅，对经济会产生-0.9 ~ -0.3 不等的负面影响。

4. 政策对外贸影响强于加息

理论上率对进出口的影响通过美元汇率来传导：理论上来说，其他情况不变的条件下，利率上升会推升一国汇率水平，使得其进口增加、出口下降，贸易逆差增加。



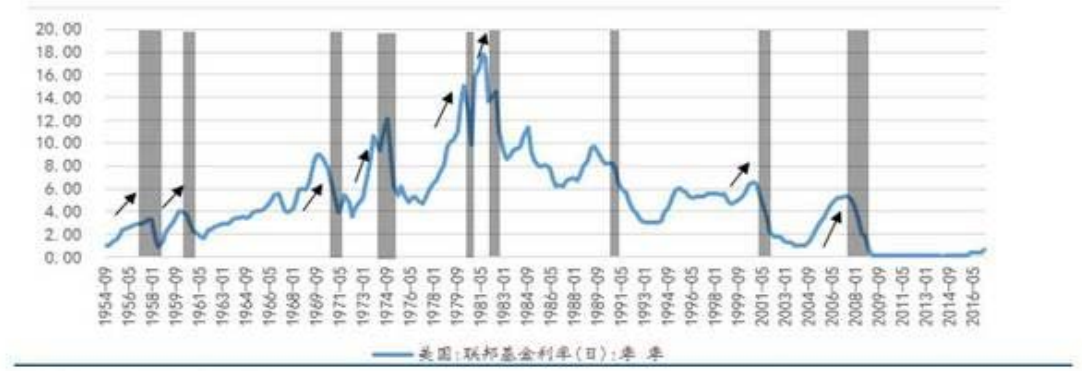
但本次加息没有超强美元：从利率周期视角来看，汇率的背后，利率是重要因素，利率的背后，需求是本质因素，美国过去三十年利率下行的长期结构性因素并未发生反转，眼下美国货币政策转财政政策短期会提升需求，但很难定义为长周期拐点，因此反弹幅度有限，利率对美元的长周期支撑有限。

美国贸易政策对外贸影响强于加息：相比之下，特朗普的政策对美国的外贸影响更大。按照 PIIE 的 Noland、Robinson 和 Moran 在的测算，川普的贸易政策（报复性关税）极容易引发贸易战，而贸易战争将会显著影响美国近 10 年的经济增长。消费、投资连续多年低于无贸易战的基准情形，GDP 增速不断下滑并于 2019 年进入经济衰退，失业率从目前的 4.9%到 2020 年攀升至 8.6%。即便在发布一年以后取消，美国消费、投资也同样会连续数年低于基准情形，GDP 增速到 2018 年将降至 1.2%，失业率到 2019 年将升至 6%。

5. 利率周期领先经济周期：加息增加经济进入回落概率

利率周期领先经济周期：根据美国 NBER（美国经济研究局）对经济周期的划分，美国的经济周期与央行利率周期重合度高，利率是影响经济走势的重要因素，我们可以看到利息上升是经济回落的领先指标。

图 15：利率变化和经济衰退周期（阴影）



资料来源：Wind，民生证券研究院

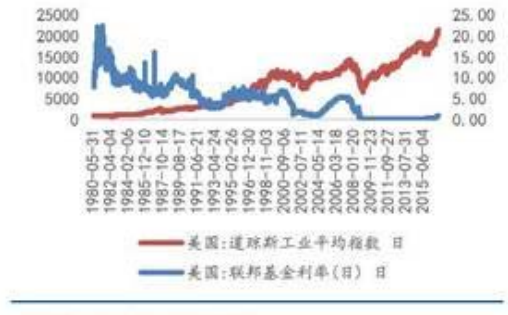
经济进入回落概率加大：联邦基金利率通过消费和投资对 GDP 影响，但负面效果要 1-2 年后才能显现，所以美国经济的复苏表现在近期有望持续，但经济面临回落概率加大。

（三）美联储加息对金融市场影响

1. 美股走势和企业盈利水平相关性强于加息

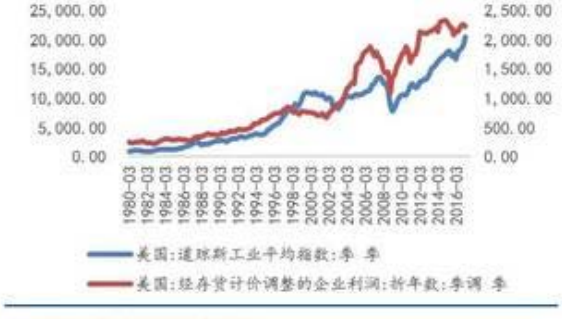
加息周期不改变股指变化趋势，美股走势与企业盈利水平更相关：如下图所示，美国五次加息周期中，股市趋势未发生变化，短期对美股的影响也非常有限。相比加息对股市的影响，企业利润（经存货计价调整）和美股走势更加相关。当前美国三大股指处于高位，估值水平较高。强劲的业绩改善是美股走强的支撑。

图 16：联邦基金利率与道琼斯工业指数



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 17：企业利润与道琼斯工业指数



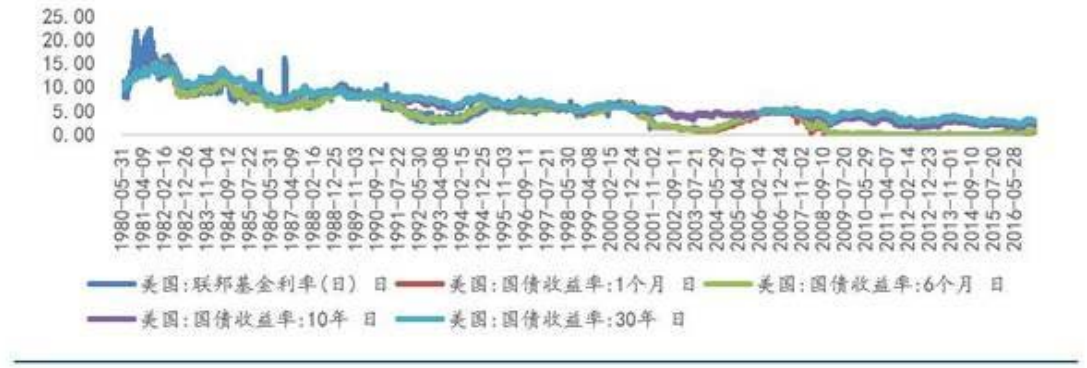
资料来源：Wind，民生证券研究院

利率上升抬高股票回购成本：在美国股市七年多牛市中，股票回购起到了推高作用。回购通常推高股价，因为减少了公司股票供给。美联加息意味着上市公司使用资金成本的提高，也抑制了本轮美股牛市中通过回购股票推高股价的势头，根据普道琼斯指数公司(S&P Dow Jones Indices)在 5 月初发布的数据显示，标准普尔 500 指数成分股公司的股票回购规模同比下降 24%。

2．短期利率反应迅速，长期利率通胀和经济影响更大

加息对短期利率传导顺畅，长期利率却不尽然：从历史上来看，联邦基金利率向短期国债传导较为顺畅。理论上来说，美联储提高联邦基金利率，短期利率的上升会提高市场参与者对未来短期利率的预期，从而导致长期利率变动，但是从历史走势来看，其变动的幅度及方向并不是很肯定。

图 18：联邦基金利率和长短期国债收益率



资料来源：Wind,民生证券研究院

3. 利息上升和经济增速下降加重债务负担

美联储的货币政策（加息）通过直接和间接两个渠道影响美国的债务。首先是加息直接带来的预算赤字增加。根据 CBO 的测算，如果美联储加息美国所需支付利息占 GDP 的比重会从 2015 年的 1.3%上升至 2024 年的 3%。第二个是美联储的货币政策通过影响就业和经济增长来间接地影响美国债务水平（经济增速下降导致税收减少，失业补助和其他补助增加）。

加息带来严重的赤字：利率的增加直接抬高了政府偿息和未来的借债成本。据 CEPR 测算（如下图所示），如果美联储将利率控制在 0 左右（利息债务比不变），政府在未来十年内将会节省 2.9 万亿美元。

表 3：加息和不加息情况下利息和债务额度估算

十亿美元 (% GDP)	2016	2017	2018	2019	2020
需支付的利息	276	332	410	480	548
（加息情景）	1.5%	1.7%	2.0%	2.2%	2.5%
需支付的利息	237	246	254	262	271
（利息债务比不变）	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
债务水平	13,905	14,466	15,068	15,782	16,580
（加息情景）	73.8%	73.4%	73.3%	73.7%	74.3%
债务水平	13,866	14,341	14,788	15,284	15,804
（利息债务比不变）	73.6%	72.8%	71.9%	71.4%	70.8%

注：加息情景是指：根据 CBO 2015 年对美联储加息情况的预测（2019 年加息至 3.7%）；利息债务比不变：是利息占 GDP 比重在未来 10 年内不变。

资料来源：CEPR，民生证券研究院

美联储持有的国债和 MBS 收益返还财政缓解赤字压力，但占比不大：美联储在扣除自己的运营成本和成员银行的股息之后，会把剩余的收益返回给财政部。通常这部分资金很少，但是 QE 期间美联储购买了大量的 MBS 和长期国债。这部分资产的利息收益可以缓解财政压力，据 CEPR 计算，如果美联储返还的收益不变（按 2015 年结算），未来十年可以节省 6170 亿美元，但相比加息带来的影响，这部分收益对赤字的缓解程度还只是杯水车薪。

表 4：缩表和不缩表情况下对财政影响估算

十亿美元 (% GDP)	2016	2017	2018	2019	2020
来自美联储的利息收益汇款（美联储缩表情景）	76	40	17	27	31
来自美联储的利息收益汇款（美联储未缩表）	102	102	102	102	102

资料来源：CEPR，民生证券研究院

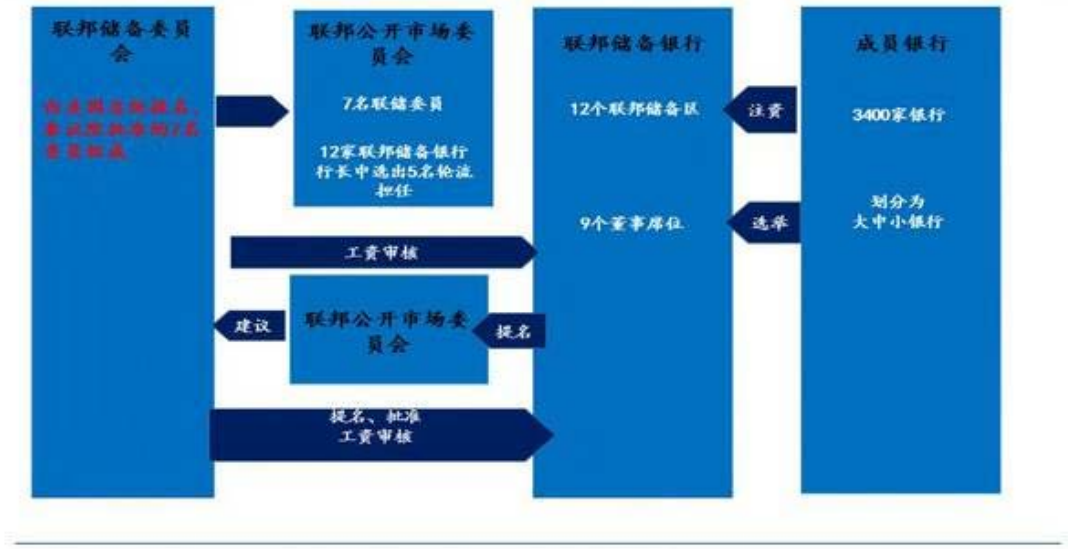
另一个加息带来的非直接影响就是加息若使失业率更高、经济增速更低，那么债务情况会恶化。低的失业率意味着政府可以支付更低的社会补助（食品、失业等其他补助）、收取更高的税款。据 CEPR 估算，GDP 增长所带来的预算赤字减少中有 25%是由更低的转移支付和更高的税收贡献的。也就是说，如果美国未来经济可以保持增长、失业率保持较低水平，那么通过支付转移和税收增长带来的收入会减缓财政赤字压力。如果美国经济在未来面临回落，那么财政赤字会

更加恶化。

三、警惕美联储换届风格大变

美联储委员会由总统提名：联邦储备委员会由七名委员组成，其成员由美国总统提名，参议院批准。为了防止总统操控联储，委员任期长达 14 年，且原则上不允许连任，然而在实际操作中，联储委员经常在任期满之前就自动辞职，并由总统再次提名、参议院批准而获得实际连任。

图 19：美联储组织机构图



资料来源：Board of Governors of the Federal Reserve System，民生证券研究院

警惕商界人士入“储”对未来利率政策的影响：耶伦担任美联储理事会主席的任期将于 2018 年年初届满，2018 年除了主席和副主席之外，理事会还会有三个成员空缺。这也意味着 7 个理事会中将会有超过半数的新成员。如果联储中部分席位由商界人事而非具有学术背景或央行经验的人来填补，则美联储将面临较大的文化转变，对未来利率政策决策产生较大的影响。

表 5：现任美联储委员

	理事	接受提名时间	任期结束时间
1	珍妮特·耶伦 Janet Yellen （主席）	2014.02.03 （主席） 2010.10.04（理事）	**2018.02.3（主席）** 2024.01.31（理事）
2	斯坦利·费希尔 Stanley Fischer （副主席）	2014.05.28 2014.06.16（副主席）	**2018.06.12（副主席）** 2020.01.31（理事）
3	杰罗姆·鲍威尔 Jerome H. Powell	2012.05.25 2014.06.16（新任期）	2028.01.31
4	莉奥·布兰纳德 Lael Brainard	2014.06.12	2026.01.31
5	空席	NA	NA
6	空席	NA	NA
7	空席	NA	NA

资料来源：美联储，民生证券研究院

利率与债务问题或成考虑重点：经济学家对“中性利率政策”以及利率政策的决定是否存在适当“规则”等问题更加感兴趣，而商界主导的美联储理事大概率会对美国高昂的债务更感兴趣。如果美联储理事会的商界代表增加而经济学家减少，则讨论重点或由货币政策的学术诠释转移利率与债务之间的相互影响。面对高昂的债务问题，商界人士参与下的美联储也许会更加偏好低利率，从而影响其加息步伐。

表 6：1970 年后美联储进入经济学家时代

任数	姓名	就任日期	离任日期	政党	先前职位
10	Arthur F. Burns	1970 年 2 月 1 日	1978 年 3 月 8 日	无	美国经济研究所局长 哥伦比亚大学教授
11	G. William Miller	1978 年 8 月 8 日	1979 年 8 月 6 日	民主党	
12	保罗·沃尔克	1979 年 8 月 7 日	1987 年 8 月 10 日	民主党	纽约州联邦准备银行总裁（1975－1979） 普林斯顿修读政治经济学
13	艾伦·格林斯潘	1987 年 8 月 11 日	2006 年 1 月 31 日	无党籍	美国铝业公司董事会成员（1980 年代中） 侧重经济预测的运用范围

推动非洲绿色债券发行的机构
——智慧发展资金案例[1]

大卫·马什[2]

由于过去三年石油和商品价格下跌，以及非洲大陆两大最大经济体南非和尼日利亚一些众所周知的问题，非洲不再像从前那样受到投资者的青睐。

然而，在国际资本市场，有个快速增长且仍有潜力的领域，非洲国家在这一领域可能有空间发挥主导作用。这个新领域可能就是发行“绿色债券”，以便在政府、银行和国际发展机构的一系列倡议下，为环保项目融资。

上周，由世界银行下属私营部门国际金融公司主办的非洲资本市场会议在内罗毕举行，其中绿色债券发行小组会议约有 100 人参加，是最受欢迎的一次会议。在该会议上，巴克莱银行，花旗银行，肯尼亚银行家协会和伦敦证券交易所代表分别进行发言。一位发言者说，三四年前，只有少数代表参加。

肯尼亚是国际金融公司会议的主办单位（其中 OMFIF 是合作伙伴组织方之一），其正在考虑在八月份的选举之后启动绿色债券，旨在凸显该国在提高能源自给自足和减少碳排放方面的进步。这一进步部分得益于中国对地热能源项目的投资。由于最近经济不景气，包括安哥拉和尼日利亚在内的许多非洲国家的债券也被降级，这些国家也可能发行此类债券。

对于这种计划、甚至对于整个非洲资本市场而言，障碍之一是非洲的经济总量低和碎片程度高。另一方面，大多数非洲经济体的增长远高于世界平均水平，风险导向型的投资者通常可以为其资金寻找渠道，产生高于与实际风险相匹配的报酬。

国际金融公司财务主管华敬东指出，工业化经济体中以低收益或负收益工具为载体的固定收益私募为 40 万亿美元。他极力推荐投资集团和养老基金大胆向发展中经济体投资。在内罗毕，华敬东提出了由国际金融公司发起“dispora”债

[1] 翻译：徐佩岚;审校：肖柏高

[2] 大卫•马什，国际货币研究所国际委员会委员，货币金融机构官方论坛（OMFIF）联席主席。本文原文于 2017 年 5 月 18 日发表于 OMFIF Commentary。

券的想法，以吸收富裕的非洲人在国外的储蓄，鼓励汇回一些非法持有的海外财产。

国际金融公司处于华敬东所说的“聪明利用（公共部门）资产负债表”的前沿，融合来自多边机构和捐助国政府的资金与非洲、拉丁美洲和亚洲的创新性私营部门融资。这是提供发展援助的政府开始逐渐采用的“共同观点”，上述融合即为该思想的一部分。这将使得许多国家的纳税人的钱能进一步投资于意义更大的领域，如港口、高速公路、铁路和能源、电信和教育等。

国际金融公司于 3 月份公布，将为发展中市场提供 3.25 亿美元的绿色债券基金。该公司与欧洲资产管理公司 Amundi 合作，从其他国际投资者筹集高达 20 亿美元，为新兴市场打造最大规模的绿色债券基金。其他集团，如欧洲投资银行和德国国家融资机构 KfW，都是绿色债券的发行人和投资者。

全球绿色债券市场总额不到 1 亿美元，只占 100 万亿美元规模的固定收益部门的极一小部分。但由于 2015 年 12 月巴黎会议出台全球反气候变化措施，投资管理团体熟练的市场营销，以及世界各国政府和投资者对环境投资工具的需求，发行量有所增加。

波兰 12 月份发行了第一个主权绿色债券。之后法国于 1 月份发行 70 亿欧元的绿色债券。根据预测，今年发行量将达到 1100 亿至 1200 亿美元，高于 2016 年的最高记录 930 亿美元。由于供不应求，绿色债券在售后市场上的表现似乎优于标准债券，但由于缺少长期数据，很难确定这是一个持久的趋势。

缺点之一是缺乏绿色债券国际标准。没有全球监测机制来确保“绿色债券原则”或“气候债券标准”等框架所规定的参数是否得到遵守，此外市场还有分割。为了改善认证程序，英国央行和中央人民银行正在 20 国集团主导经济体的倡议下进行合作。

随着新兴市场绿色债券规模扩大，部分需求将来自于就是北欧养老基金和公共部门机构。挪威的主权基金——通常被列为世界上最大的基金以及环境投资的领导者——投资于 77 个国家 50 种货币。截至 2016 年底，包括博茨瓦纳，加纳，肯尼亚，毛里求斯，摩洛哥，尼日利亚，坦桑尼亚和乌干达在内的 30 个前沿市场，在未来几年可能发行非洲绿色债券。

Institutions propelling African green issuance
The case for smart development money

David Marsh[1]

Africa has slid down investors' lists of favoured investment destinations as a result of the fall in oil and commodity prices of the last three years and the well-known problems of South Africa and Nigeria, the continent's two largest economies.

However, in one fast growing but still undersized section of international capital markets there could be room for African countries to play a leading role. The new frontier for Africa may be the issuance of 'green bonds' to finance environmentally friendly projects under a range of initiatives by governments, banks and international development agencies.

A panel on green bond issuance, with around 100 participants, was one of the best-attended sessions at last week's African capital markets conference in Nairobi organised by the International Finance Corporation, the private sector scion of the World Bank. It featured presentations from Barclays, Citibank, the Kenyan Bankers Association and the London Stock Exchange. As one speaker said, three or four years ago only a handful of delegates would have taken part.

Kenya, the host for the IFC conference (where OMFIF was one of the partner organisations), is considering launching a green bond after elections in August, intended to highlight the country's advances in improving energy self-sufficiency and reducing carbon emissions. The progress is partly due to investments in geothermal energy projects financed by China. A range of African countries which have seen

[1] David Marsh, Member of IMI International Committee, Managing Director of OMFIF.This article first appeared in OMFIF Commentary on May 18, 2017.

their bonds downgraded as a result of recent economic misfortunes, including Angola and Nigeria, are also candidates for such issuance.

One of the impediments for such schemes – and to the development of African capital markets as whole – is the continent's low economic weight and high fragmentation. On the other hand, most African economies are growing at well above the world average, and risk-orientated investors can normally find channels for their funds yielding rewards that more than match actual risk.

Jingdong Hua, the IFC's treasurer, points to $40tn of fixed income placements in industrialised economies in low or negative interest instruments. He urges investment groups and pension funds to become more adventurous in funnelling capital to developing economies. Hua propounded in Nairobi the idea of the IFC launching 'diaspora' bonds to absorb savings held abroad by wealthy Africans, a bid to encourage repatriation of sometimes illicit offshore holdings.

The IFC is in the forefront of what Hua calls 'smart use of [public sector] balance sheets' to combine funds from multilateral agencies and donor governments with innovative private sector financing for Africa, Latin America and Asia. This is part of the 'joined-up thinking' gradually taking hold among governments providing development aid. This will allow taxpayers' money in many countries to stretch further into boosting beneficial investment in ventures ranging from ports, highways and railroads through to energy, telecommunications and education.

The IFC is placing $325m in a green bond fund for developing markets, in a move announced in March. It has partnered with Amundi, the European asset manager, to raise up to $2bn from other international investors to create the biggest-yet green bond fund for emerging markets. Other groups such as the European Investment Bank and KfW, the German state financing agency, are both issuers of and investors in green bonds.

The worldwide green bond market totals less than $1tn, a miniscule part of the overall fixed income sector of around $100tn. But issuance has increased, owing to

worldwide accord on anti-climate change measures in Paris in December 2015, adroit marketing by investment management groups, and demand for environmental instruments from governments and investors around the world.

Poland launched the first sovereign green bond in December. This was followed by a €7bn French green bond in January. Issuance this year is forecast at $110bn-$120bn, above the record $93bn in 2016. Because demand outstrips supply, green bonds appear to be performing better than standard bonds in the aftermarket, although the scarcity of longer-term data makes it impossible to discern whether this is a durable trend.

One of the drawbacks is lack of international standardisation of what constitutes a green bond. There is no worldwide monitoring mechanism to ensure compliance with the parameters set by frameworks such as the Green Bonds Principles or Climate Bonds Standards, adding to market fragmentation. To improve certification procedures, the Bank of England and People's Bank of China are collaborating under an initiative spurred by the G20 leading economies.

As emerging market green bonds attain greater scale, one area of demand will be Nordic pension funds and public sector agencies. Norway's sovereign fund – usually classified as the world's largest, and a leader in environmental investments – has investments in 77 countries and 50 currencies. At end-2016 this encompassed 30 frontier markets, including Botswana, Ghana, Kenya, Mauritius, Morocco, Nigeria, Tanzania and Uganda – all candidates in coming years for launching African green bonds.

2017 年第 25 总第 217 期

不必害怕宽松货币政策的终结
经济需回归更为常规的政策[1]

亚当·格拉平斯基[2]

随着美国联邦收紧货币政策，欧洲中央银行或准备效仿，我很期待非常规货币政策的退出，波兰和兹罗提（波兰货币单位）没有什么可担心的。

一定程度上，购买资产似乎收到了想要的效果：信贷增长走强，通缩的威胁消退。欧洲中央银行在帮助欧元经济中的作用超出大家的预期，表现出彩。因而，改变现有政策的做法似乎很明智，不仅仅是因为该政策已经到达极限，同时，继续购买资产可能会考验德国的耐心。

波兰也不总是跟随德国脚步，但是对德国的目标充耳不闻的做法欠妥，而且会导致欧元区最大成员国在欧洲被隔离。

之所以要对回归更为常规政策感到乐观，还在于人们不必再次经历 2013 年的“缩减恐慌（taper tantrum）”。虽然美联储先是暗示可能减少购买资产，随即引发债券市场抛售，但央行和金融市场在沟通上犯的错误已经得到修正。因而，美联储最后两次加息几乎没有引发任何动荡。

在缩减恐慌之前，量化宽松政策下投资者疯狂抢购新兴市场资产，在一些新兴市场国家，高利率导致大量资本流入，投资者和国内发行者为此困惑不已。随着缩减开始，人们开始认为不切实际的过高估值是不可持续的。也就不难想到，对于市场参与者而言，缩减最后都以恐慌告终。

波兰货币兹罗提和其它中东欧的非欧元货币一样，难以从欧洲央行资产购买中获益。相较于缩减恐慌前美国和那几个新兴国家之间的利息差，欧盟内部的利息差要小得多。现在波兰货币处于竞争有利地位，比起 2013 年更为如此。的确，几乎每次测试的结果都是波兰货币的实际价值被低估。所以，兹罗提在任何缩减

[1] 翻译：周护杏;审校：肖柏高

[2] 亚当•格拉平斯基是波兰中央银行行长。该文发表于货币金融机构官方论坛（OMFIF）的第四份年度调查“全球公共投资者（Global Public Investor）”中。

面前都有很强的抵抗能力。

负利率政策和量化宽松政策对资产管理者，其中包括为央行工作的管理者而言都是噩梦。由于政府为更多盈利而向中央银行施压。因而不难想象许多中央银行开始进一步用股票解决问题。

这种大胆的做法，我非常敬佩，但我不认为这样的政策适用于波兰中央银行。德国也正在拒绝走这条路，这点令人欣慰。

在不断追求更快增长的同时，我们低估了消极利率政策对金融体系的破坏作用。民众也不认为，如果银行系统再陷危机，他们会提供更多帮助。所以为了避免另一场危机，就不能再给银行提供任何可能将他们引入危机的激励。

我们一直在采取非常规货币政策，我不想否认它们带来的好处，但我们现在讨论的是，这些政策带来的坏处已经使资源配置机制难以发挥作用。这些政策不仅反对节俭的价值观，同时引发更多道德风险。所以，终结该政策要比预期会带来更多好处。

如果在 2017 年注定要进一步退出非常规货币政策，我们也不应当掉以轻心。即便从非常规货币政策中获益的国家也应当在未来数月中找到积极的政策。

Don't be alarmed by the end of QE
Economies need a return to more normal policies

Adam Glapiński[1]

With the US Federal Reserve's tightening process under way and the European Central Bank probably preparing to follow suit, I am looking forward to an exit from unconventional monetary policies. Poland, and the złoty, have nothing to fear.

The purchase of assets seem to have delivered, to some extent, the desired results: credit growth is getting stronger and the threat of deflation has receded. The ECB surpassed everyone's expectations in the help it offered to the euro area economy. That is why it seems wise to reverse the policy, not only because it has reached its limits, but because continuing the purchase of assets may test the patience of Germany.

Poland may not always agree with Germany but remaining deaf to its objections would be unwise, and could lead to the largest euro area member becoming isolated within Europe.

Another reason to be optimistic about a return to more normal policies is that no one needs to be haunted by the 2013 'taper tantrum' – the bond market sell-off after the Fed suggested that it might reduce asset purchases. The mistakes in central bank communication with financial markets have been amended. As a result, the Fed's last two interest rate rises caused hardly any upheaval.

The taper tantrum was preceded by a buying spree of emerging market assets in the wake of the quantitative easing. High interest rates in some emerging market countries engineered such inflows that their volume confused both the investors and domestic issuers. As the taper kicked in, unrealistic valuations started to be perceived

[1] Adam Glapiński is Governor of the National Bank of Poland. This article appears in OMFIF's fourth annual Global Public Investor.

as unsustainable. Little wonder that for those market participants the taper ended in a tantrum.

The złoty, along with other non-euro currencies in central and eastern Europe, has hardly benefited from the ECB purchase of assets. The disparity in interest rates in the EU is far smaller than that between the US and selected EM economies prior to the taper tantrum. Right now, the złoty is at competitive levels, even more so than in 2013. Indeed, almost every gauge of real value points to its undervaluation. For these reasons, the złoty will prove resilient to any tapering.

Both the negative interest rate policy and QE are nightmares for asset managers, including those working for central banks. Little wonder that many central banks – under pressure from their governments to generate higher profits – start to flirt more with equities.

I admire their boldness but it's not a policy I consider appropriate for the National Bank of Poland. It's a consolation that Germany is resisting that path, too.

In the relentless pursuit of higher growth, we underestimate the damage to the financial system caused by the negative interest rate policy. I do not see public opinion backing more help for the banking system if it gets into trouble again. So it makes sense to stop providing banks with incentives that may result in another crisis.

Unconventional monetary policies have been around for too long. I do not want to deny their positive effects but we are talking about policies that distort the basic mechanism of resource allocation with all the negative consequences. They not only discourage values such as thrift but they stimulate moral hazard. That is why ending them may be far more beneficial than expected.

If 2017 is to be marked by further exit from unconventional monetary policies, it should not be a reason to lose sleep. Even those who have benefited from unconventional monetary policy should be able to find something positive in the months ahead.

系列四十：2016 年报告建议汇总[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》第十章。

建议 1：进一步推动汇率市场化改革，完善人民币汇率制度，加强市场预期管理，保持长期汇率在均衡水平上的基本稳定，追求与最优货币政策目标相符合的汇率政策目标。

首先，完善汇率形成机制，提高人民币汇率的市场化程度，使其更富弹性、双向波动；提高人民币汇率指数的公信力，鼓励企业和机构更多参考和使用人民币汇率指数，扭转市场主要观察人民币对美元双边汇率的习惯。允许汇率有一个较宽的波动幅度，促进企业加强汇率风险管理和对外更多使用人民币的意识，促进金融机构的汇率风险管理工具及全球范围人民币资产管理业务创新。

其次，人民币汇率制度应从管理浮动逐渐过渡到自由浮动，汇率政策目标的实现方式从直接干预为主转向间接干预为主。市场套利行为可以促使汇率回归长期均衡水平，央行应当退出常态化的直接干预，但要防止汇率过度波动对金融市场和实体经济造成负面冲击。要完善我国的管理浮动汇率制度，为本国实体经济的转型与发展赢得时间和空间。汇率管理应该努力实现三个目标：第一，汇率水

[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

平基本反映市场供求变化，充分发挥汇率调节国际收支、优化配置国内外资源的作用。第二，避免人民币汇率大幅波动，为经济金融稳定运行创造良好环境。第三，稳定人民币汇率预期，加强与市场沟通，提高政府的公信力和政策效力。未来在资本账户有序开放的条件下，主要通过货币政策、财政政策和收入政策的合理搭配来维持长期汇率在均衡水平上的基本稳定。与此同时，在外汇市场出现投机性冲击或危机来临之际，保持必要的外汇干预和资本管制，加强技术性管理工具的运用，采取果断和有效措施维持人民币汇率稳定。这是防范金融危机蔓延和系统性金融风险产生的必要手段。

第三，汇率政策实施过程中必须重视国际间政策沟通与协调。要密切关注美国宏观政策的溢出效应，加强与美国政府的沟通，推动建立美元-人民币汇率协调机制，降低过度的汇率波动对双方经济金融的负面影响。积极应对欧元区和日本的负利率政策，呼吁建立 SDR 篮子货币国家之间的货币政策协调，避免主要货币之间发生汇率战，减少以邻为壑效应。同时，也要考虑到中国货币政策和汇率政策对其他新兴市场国家的溢出效应，既要优先考虑国内需要，又要通过适当的沟通与协调机制兼顾他们的利益诉求，减少政策摩擦，实现合作共赢。

建议 2：不能冒进开放资本账户。重视跨境资本流动对国内金融市场价格联动与风险传染的影响，加强全口径资本流动监测。中资银行应当抓住机遇扩大跨国经营，同时要健全风险管理机制，避免成为外部冲击的放大器或系统性风险的导火索。

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。在国内金融市场尚未成熟、金融监管体系还不完善、应对跨境资本流动冲击的方法有限且效果欠佳的情况下，不可贸然放开资本账户。正确认识短期内资本的净流出态势，以及跨境资本流动的“双向”波动对我国经济的影响。始终保持对资本账户的审慎监管，将资本流动冲击风险维持在可承受的范围之内。

在当前的新形势下，外汇市场和资本市场、在岸市场和离岸市场之间的联动性进一步加强，市场风险传染性增加，应该高度重视大规模短期资本流动可能造成的系统性金融风险。掌握并利用资本市场收益率与汇率之间的联动机制，加强货币政策和汇率政策之间的协调，增强政府对短期资本流动的驾驭能力。在资本

流动管理中既要“节其流”，也要“开其源”，提高投机性资本流动的成本。必须密切监测资本流入的动向，对所有可能的途径进行监测，以便在发生资本外流时制定有效的应对措施。鉴于 QFII 资金的进出是很多观望资金的重要先导指标，必须运用大数据技术，增加高频数据统计，加强对 QFII 的监测和引导。

人民币加入 SDR 货币篮子为企业跨国投资创造了更好的条件，中资银行应当抓住机遇加快国际化步伐，为走出去的中国企业提供全方位的金融服务，帮助他们在国际市场站稳脚跟、树立品牌；要根据自身特色以及外部环境，制定和调整经营发展方向及策略，丰富相关产品和服务的种类，实现收入结构的多元化，在国际金融市场提升核心竞争力，增加中国金融机构的国际影响力。由于境外经营环境更加复杂，风险更大，需要中资银行培育风险文化，树立正确的绩效观念，建立覆盖境内外业务的完善的风险管理信息系统，规范境外业务经营，避免操作风险。政治风险和合规风险是银行跨国经营面临的突出问题，要尽早制定金融机构跨国经营的法律法规，建立健全海外投资保险机制，监管部门要提高银行的资本充足率和流动性监管标准，加强跨境金融监管合作，为中资银行国际化保驾护航，避免外部风险损失产生放大效应，进而损害银行的稳健经营、动摇国内金融体系安全运行的基础，甚至引发国内系统性金融危机。

建议 3：针对目前多头监管存在的政出多门、职权交叉、责任不明、严宽不一等问题，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。

要在现行金融监管框架当中增加“宏观审慎”维度，并明确宏观审慎政策的具体实施部门。危机以来，各国的监管改革以增加现行监管框架的宏观审慎维度为主，加强系统性风险监测、评估和防范，并以专门委员会或者审慎监管局等不同方式明确了实施宏观审慎政策的具体部门。

除了维护货币稳定之外，央行应当被赋予更多的保障金融稳定和加强金融监管的职能。危机之后，主要经济体将防范系统性风险、保障金融稳定作为监管体制改革的核心目标，强化中央银行金融稳定和金融监管的功能，进一步推动宏观审慎监管改革及其与宏观经济政策的协调。

要从功能和机制上厘清货币政策、宏观审慎、微观审慎和行为监管四者之间

关系，并加强相互之间的协调配合。这已然成为各国金融监管体制改革的主要工作。具体做法包括将货币政策、宏观审慎、微观审慎统归央行的大央行模式，成立金融稳定监督委员会并加强央行金融监管职能的“委员会+强化版央行”模式以及“审慎监管+行为监管”的双峰监管模式等。

要全面提高金融数据的可获得性和准确性，为系统性风险的监测、分析和评估提供全面及时的信息。金融稳定理事会、国际货币基金组织、国际清算银行、世界银行以及主要经济体，正通过强化央行职能、修订法律框架、完善统计制度以及扩大统计范围等方式，加强数据和信息可得性并促进各类金融信息的共享与协调。

还要致力于建立有效的危机处置机制并加强金融消费者保护。从主要经济体的监管改革来看，美联储和联邦存款保险公司共同负责美国系统性风险处置；英国的金融危机处置当局为英格兰银行，负责制定金融机构处置策略；欧盟通过构建欧洲银行业联盟的方式，将银行业监管、处置和存款保险机制进行合并。此外，部分国家也成立了专门的机构，以进一步加强对于金融消费者的保护。例如，美联储通过设立独立的消费者金融保护局，统一行使消费者权益保护的职责。

建议 4：加强全球人民币离岸市场建设，构建人民币“国际大循环”通道，积极推动人民币在多边国际金融机构中的使用，扩大人民币交易规模，确立人民币在国际金融市场的网络效应。

充分利用人民币国际化快速推进的时间窗口，积极发展人民币离岸市场，提供更多投资工具和投资渠道，满足不断增长的贸易和投资实际需求。加强建设人民币资金的自我循环机制，为离岸市场发展提供足够的流动性。需要进行某些特别的政策安排，促进离岸市场和在岸市场相互协调，建立在岸价格引导离岸价格的机制。

人民币回流机制的安排为香港和上海提供了很多新的历史机遇。两地可以围绕这条主线根据各自的优势和需求，积极开展更深层次的合作，互补互动，形成良性循环机制，共同推进人民币国际化进程。在构建人民币“国际大循环”机制时，目前应以香港为中心，通过沪港通培育人民币国际资本市场，建立资本项下的人民币海外循环机制。从更广阔的视角看，要致力于构建大陆、台湾、香港、澳门大中华货币区，将人民币周边化作为阶段性的战略选择。

加强欧洲主要国际金融中心人民币离岸市场建设。推动国内证券、商品交易所与法兰克福、卢森堡和伦敦交易所的合作，重点推出人民币国际债券、股票、基金、结构型证券等金融产品，以及人民币标价的黄金、石油等大宗商品期货，充分利用当地的营销渠道，扩大人民币产品的交易规模，加速形成人民币网络效应，推动人民币离岸金融市场向纵深方向发展。

人民币加入 SDR 货币篮子后，国际社会对中国发挥大国作用的期待更高，对人民币发挥国际货币功能的需求也会增加。通过亚投行、丝路基金、人民币跨境支付系统的务实、高效运作，引领国际资本支持“一带一路”重大项目建设，增加人民币的国际使用。以此为契机，中国应该更加积极参与国际金融治理，在国际货币基金组织、世界银行、国际清算银行等国际金融组织的政策制定和协商谈判中发挥更大的作用，提高在国际金融体系改革中的话语权。

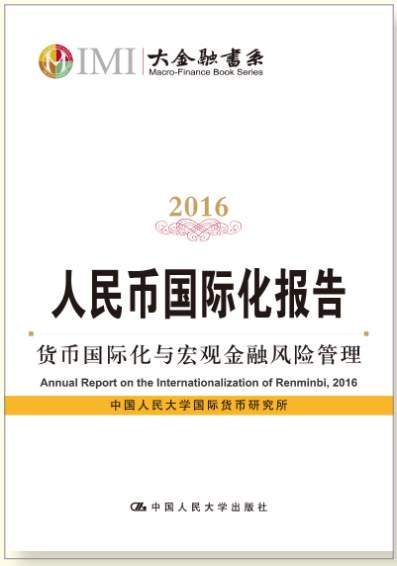
建议 5：明确供给侧改革的抓手，内外并举推动技术进步，坚持金融服务实体经济，防止泡沫化和虚拟化，促进人民币国际化与供给侧改革的良性互动。

供给侧改革是培育中国经济增长新动力、建立经济可持续发展新结构的必由之路。应该在供给侧改革中确立三个抓手，并有所建树。第一，增加研发投入，加大海外并购，内外并举提升技术水平。供给侧改革一大核心任务是补短板，补短板应该从内外两个方向齐头并进。对内通过加大研发投入，进行制度改革，鼓励企业发展科技和创新能力，提高全要素生产率，增强中国制造的核心竞争力。对外鼓励企业走出去，加大对发达国家高端制造业的并购，增加高技术的供给。第二，重视金融结构调整，拓宽融资渠道，降低资金成本，强化金融服务实体经济的功能，防止金融“脱实就虚”甚至泡沫化。应该大力发展要素市场，更多地运用利率杠杆来调节资金供求关系，提高资源配置的经济效率；促进金融开放和创新，在风险可控的情况下鼓励企业境外融资，利用境外市场利率较低的优势，帮助高负债企业去杠杆，大幅降低资金成本，提高企业的活力和竞争力。加快金融机构国际化步伐，为走出去的企业、为我国的跨国公司提供全方位金融服务，帮助它们拓展海外市场，增强他们在国际分工中的地位和影响力，使其在贸易活动中有更大的主导权和话语权。第三，金融手段与财政措施协调配合，鼓励民营企业进行直接投资，利用国内外两个市场优化生产要素配置。一方面，必须加强

企业的品牌建设与管理，满足国内对高质量生活用品、奢侈品的消费需求，逐步实现进口替代；另一方面，合理设计外援模式，有效进行 PPP 模式的海外扩展，帮助企业进行国际产能合作，延长传统优势产品的生命周期，提高全要素经济效率。

中国必须毫不动摇地坚持金融为实体经济服务、人民币国际化为实体经济服务的指导思想。人民币国际化的长足进步，有利于国际社会增加对中国的信心和投资动机，并为中资企业使用人民币对外投资提供便利性和收益稳定性。尤其是，可以改变大宗商品使用美元计价结算的习惯，使中国经济获得更加稳定的物资供应模式。鉴于“一带一路”沿线国家使用人民币的意愿大幅提高，中国可与中东、中亚国家以及俄罗斯等国家推动双边原油贸易以人民币计价、结算，将上海国际能源中心推出的原油期货价格发展成为继 WTI、布伦特之外的又一原油基准价格，提升包括中国在内的这些国家的原油定价权。

《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，防范系统性金融危机，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。

中国人民大学国际货币研究所
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

IMI 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 6 月 26 日
内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载