

【本期推荐】

李 扬：从长周期视角观察国内外经济形势

【“宏观经济”专题】

伍 戈：需求变化是影响宏观政策以及市场变化的决定性因素

张 明：2018年宏观经济十大猜想

【海外之声】

亚当·科特，戴维·马什：东京重新考虑人民币合作——美国单边主义及亚洲联通引发变革

崔伯英：中日韩服务贸易：未来如何推进？

【IMI 研报·人民币国际化报告 2017】

系列二十八：人民币债券种类的创新

**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 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 原新宇

**责任编辑：**陈艺博

**栏目编辑：**叶子瑞

**美术编辑：**张耘峯

**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



# 从长周期视角观察国内外经济形势

李扬<sup>1</sup>

## 一、世界经济三大突出矛盾仍未得到有效解决

关于全球经济形势，习近平总书记近年来有大量精辟论述，特别是他在世界经济论坛 2017 年年会开幕式上发表的主旨演讲，应该说，这是我们研究国际经济形势和国际经济学的总纲。

“今天，我们也生活在一个矛盾的世界之中。……世界经济长期低迷，贫富差距、南北差距问题更加突出。究其根源，是经济领域三大突出矛盾没有得到有效解决。”习近平总书记关于世界经济形势的论述，简洁、明朗，一语中的。

第一，全球增长动能不足。具体的体现就是：推动经济自上世纪 80 年代开始上升的“旧技术”已过度利用，潜力耗尽，其对经济的拉动力已趋式微；而推动下一轮经济增长的技术虽已知悉，或已在相当程度上展示出其巨大影响，但由于尚未进入全面商业化开发利用阶段，尚未全面改造我们的生产和生活方式，仍然不能担起支撑经济长期增长的大梁来。简言之，我们正处在一个新旧动能交替的过程之中。

第二，全球经济治理滞后。首要的表现就是，自上世纪 90 年代初期以来，国际经济力量对比发生了深刻演变，但全球治理体系并未因应而变。在 19 至 20 世纪的 200 年内，新兴经济体和发达经济体占全球 GDP 的份额之比约为 2 : 8。上世纪 90 年代开始，特别是中国携改革开放之力融入全球经济体系之后，200 年不变之坚冰始被打破。2008 年，新兴经济体对全球 GDP 贡献率达到 50% 左右，此后逐年增大。至 2014 年，新兴经济体占全球 GDP 的份额也开始与发达经济体平分秋色，目前，前者已接近 60%。但这样一个翻天覆地的变化，并未在全球治理体系中得到及时、充分的反映——新兴经济体并未因自己增加了对世界产出的贡献而在全球治理中有了更多的话语权。其次，全球产业布局在不断调整，而贸

<sup>1</sup> 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

易和投资规则却未能跟上形势变化。众所周知，科学技术进步、国际分工深化以及跨国公司发展，正不断改变着传统的国家、地域、产业乃至产品的界限，因而，全球的贸易和投资格局始终在调整之中。然而，现行的贸易和投资规则却迟迟不能顺应变化，那些基于传统贸易投资格局且充分反映发达经济体利益的规则，正在对广大发展中国家的发展造成束缚。所以我们看到，近年来，围绕贸易和投资的国际纠纷有逐渐增多、愈演愈烈之势。再次，危机的延续，要求增强抗风险的能力，但是全球治理机制未能适应新需求。目前，全球仍然处在高风险之中，集中表现为全球债务的不断恶化。据 IFF 统计，2016 年底左右，全球债务已达到创纪录的 217 万亿美元，较 2008 年底翻了一番。这一规模已经相当于全球 GDP 的 327%。然而，各国当局对此都讳莫如深。有人比喻说，如今世界对债务的依赖，如同醉汉对喝酒的依赖，每干一杯，醉汉会增加一分欣快，但是，宿醉的痛苦将会在明天显示，并需要很长时间去承受。

第三，全球发展失衡。近年来，全球 GDP 的蛋糕越做越大，但是经济发展成果的分配却越来越不公，这种不公，既体现在国与国之间，也体现在各国内部的不同阶层和群体之间。更为严重者，日益增大的分配不公已经引发日益增大的社会动荡，而且成为全世界动乱的主要根源。人们不无忧虑地看到：生产效率的提高，固然有增加产出之效，但分配不公问题可能更加恶化。

2017 年底，若干国际组织都公布了它们对未来全球经济形势的分析判断。基本的调子就是：全球经济短期稳定可期，但长期增长堪忧。例如，国际货币基金组织（IMF）2017 年 10 月份的《世界经济展望》就明确指出，复苏十分脆弱，稳健增长也许并不能持续，许多地区的中期前景不尽如人意。关于未来的政策关注点，IMF 强调了三个方面，一是努力提高潜在产出。也就是说，IMF 也认为，全球经济的问题出在实体层面，出在劳动生产率和全要素生产率难以提高方面。二是关注收入分配问题，希望全球增加的产出能被更多的人口分享。三是增强抵御下行风险的能力，其中，防范和化解债务风险是重中之重。经合组织（OECD）的《世界经济展望》则从投资角度切入：因为私人部门投资不振，全球仍然受需求不足之困。更严重的是，由于投资不足，人们寄予无限希望的劳动生产率的提升也无从实现。换言之，需求面的投资不振，反过来会导致供给面的潜在生产率



提高不快。如此看来，全球的经济衰退确实十分严重，全世界还须打起精神来应对。

总之，虽已经历了九年的痛苦，全球经济仍未走出危机，恰如其分的判断应该是：全球危机进入了下半场。在这个可能还须耗费再一个十年的“下半场”，需要完成的任务或许更为复杂、更为艰巨：一是要继续消解造成此次百年不遇全球危机的各类问题，特别是实体经济层面的结构性问题，努力促使潜在增长率提高；二是消除危机以来各国当局采取的“超常规”宏观调控政策所带来的副作用；三是将使用更多的政策资源和国民财富，用于解决收入分配不公等社会问题；四是面对全球大动荡大调整格局，寻求多重意义的“再平衡”。

## 二、研究中国经济发展新常态要关注两个侧面

再看中国。对于中国经济发展的分析判断，无论是短期还是中长期，均应以坚持适应把握引领经济发展新常态为重点。需要注意的是，新常态所揭示的速度下行，换回来的是更高的质量和效益，以及更可持续的发展环境。简言之，对于中国经济发展新常态的解读，应当从质量提高、效益增长和可持续性增强方面展开，至于增速趋缓，那实在只是中国经济成长为世界强国过程中必须付出的代价。

研究中国经济发展新常态，特别需要关注两个侧面：一是经济的实体面，尤其要关注潜在增长率及其动态；二是经济的金融面，特别需要关注金融风险尤其是杠杆率问题。

论及经济增长的中长期趋势，当然少不了对潜在增长率的估计。近年来，很多研究机构都在估算我国的潜在增长率，结果也大致相仿。有经济学家在党的十九大之后，根据到本世纪中叶新两步走的战略，估算了到2050年我国的潜在增长率。这项研究有两点值得关注，其一，从目前到本世纪中叶，我国潜在增长率在趋势上是下行的；其二，到2050年，我国潜在增长率仍将保持在接近3%的水平，如果加上2%的物价上涨，则名义增长率依然能接近5%。应当说，这是一个令我们自豪和充满信心的结果。令人自豪的是，这一水平，不仅高于近几十年来发达经济体的平均增长率，也高于世界平均水平。令人有信心的是，照此发展，

到本世纪中叶“把我国建成富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化强国”的目标，一定可以实现。

金融面的情况比较复杂。首先应当了解金融和实体经济相辅相成、互联互生的关系。一般而言，实体经济在某一水平之上呈向上增长之势时，金融的扩张与之保持着增函数的关系，就是说，金融业的扩张速度将高于实体经济的增长速度，如同我国 2009 年之前 30 余年那样，相对于经济年均 9.8% 左右的增速，金融业的总资产年均增长 20% 以上。反之，在实体经济呈下行趋势时，金融业与之保持着减函数的关系，就是说，金融业的发展速度开始下行，且比实体经济萎缩得快。问题的复杂之处在于，基于资产负债表机制，金融业规模的相对萎缩，同时意味着资产面的不良资产增多和负债面的债务凸显，进而，金融杠杆率将不断攀升。可以说，“金融风险的源头在高杠杆”。自然地，在经济发展新常态下，宏观经济管理的主要任务是“打好防范化解重大风险攻坚战，重点是防控金融风险”。

值得欣慰的是，自从 2015 年底召开的中央经济工作会议提出“三去一降一补”供给侧结构性改革五大任务以来，去杠杆已经成为我国金融业的中心工作。经过艰苦的努力，如今我国的杠杆率增速已经趋缓。国家金融与发展实验室的跟踪研究显示，2017 年前三季度，我国杠杆率出现两大变化：宏观上，实体经济总杠杆率趋稳，杠杆率由一季度的 237.5% 提升到二季度的 238.2% 和第三季度的 239.0%，三季累计微升 1.5 个百分点；结构上，由于杠杆发生了由企业向居民和政府的转移，我国杠杆率风险有所降低。具体而言，居民杠杆率由 46.1% 上升到二季度的 47.4% 和第三季度的 48.6%，累计上升了 2.5 个百分点；企业杠杆率从 157.7% 下降到二季度的 156.3% 和第三季度的 154.8%，累计下降了 2.9 个百分点，但其中国企去杠杆收效甚微；政府总杠杆率从一季度的 37.7% 上升到二季度的 37.8% 和第三季度的 38.1%，累计微升 0.4 个百分点，总体风险依然较低。其中，地方政府杠杆率持平，止住了飙升势头。显然，如果这一势头能够保持，防范和化解金融风险便有了把握。

总之，中国特色社会主义进入了新时代，我国经济发展也进入了新时代，基本特征就是我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。在未来发展中，我们的主要任务有三：一是推动经济优化升级、创新驱动、绿色发展，由此稳步提高效率、提高质量、提高劳动生产率、提高全要素生产率。二是坚持以人民为中



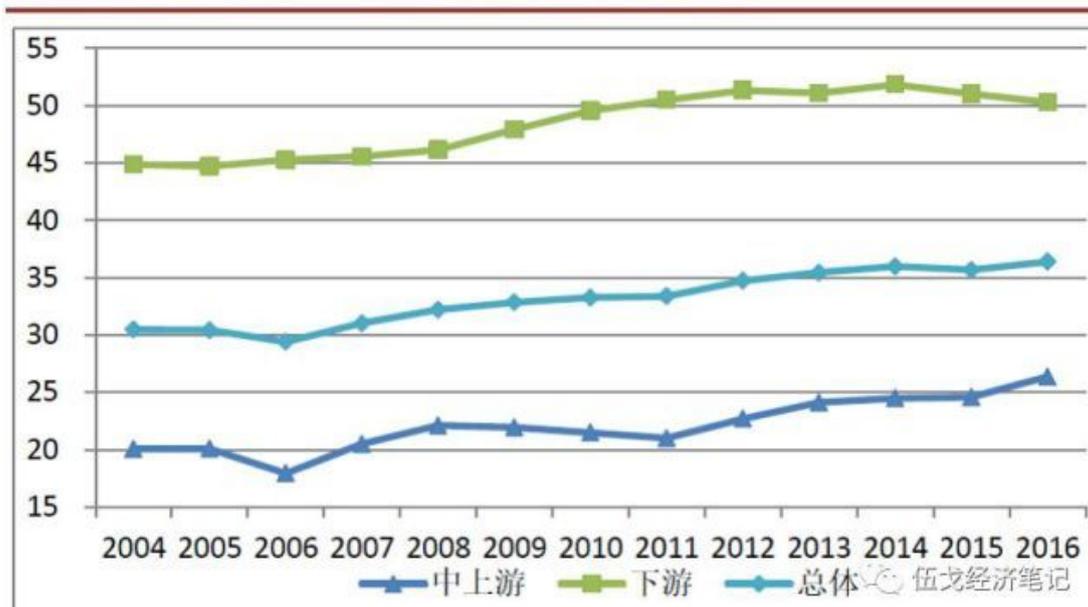
心的发展思想，努力抓好保障和改善民生各项工作，不断增强人民的获得感、幸福感、安全感，不断推进全体人民共同富裕，真正做到“全面建成小康社会，一个不能少；共同富裕路上，一个不能掉队”。三是打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治的攻坚战。其中，特别需要从去杠杆入手，管理好金融风险，为实体经济发展创造良好的金融条件。

## 需求变化是影响宏观政策以及市场变化的决定性因素

伍戈<sup>1</sup>

过去的宏观研究都十分关注需求的变化，但最近一年多以来，我们确实也感受到了供给的力量。供给的力量不仅是来自于宏观层面的供给侧改革，还来自于微观行业的供给面变化（如行业集中度、产能利用率等）。上述供给面的变化是否预示着未来整个经济动能的变化？我们在乎的是具有前瞻性的指标，如果当前产能利用率、行业集中度的变化是前瞻性指标而不是同步指标，那么这对于未来投资和决策就会有价值。

### 集中度提升是否是近期才出现的特有现象？

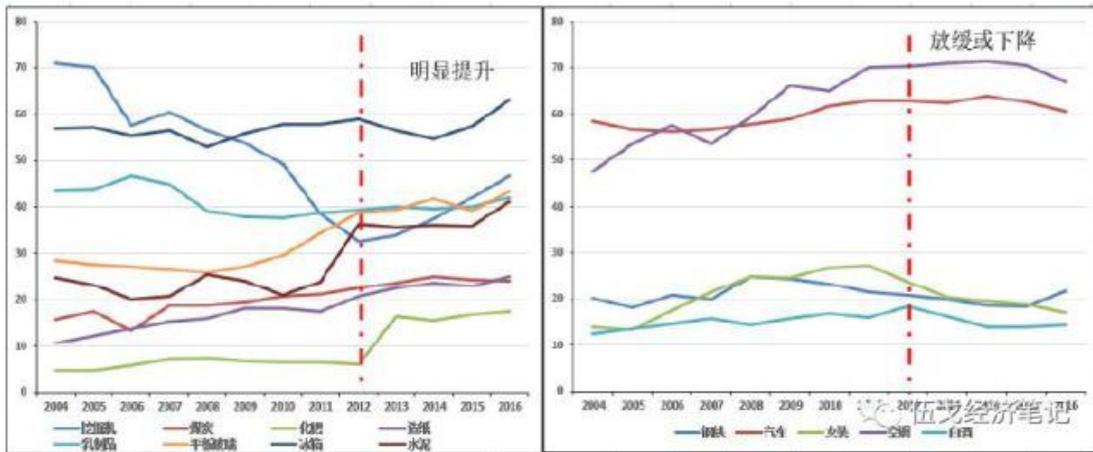


行业集中度提升不是2016年才开始的新现象，其实近十年来一直处于上升态势。如果看具体的行业，近年来有些行业确实提升很快（挖掘机、冰箱、水泥等），但也有一些行业（汽车、空调、白酒等）集中度在下降。

<sup>1</sup> 伍戈，中国人民大学国际货币研究所特约研究员，华融证券首席经济学家、总经理助理

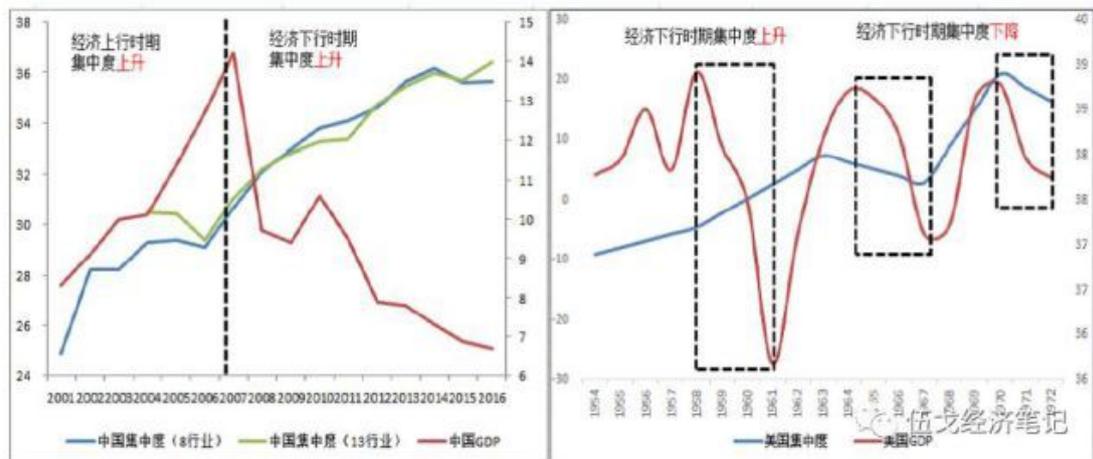


### 不同行业集中度有升有降，分化较为明显



经历过去PPI持续50多个月为负的痛苦时期，微观企业可能会进行自发调整。这种调整有点像达尔文的进化论描述那样优胜劣汰，行业集中度似应大幅提高。但问题是，这种优胜劣汰只是对个别“龙头”企业有益，还是会对整个行业尤其宏观经济动能都有提振呢？作为宏观研究，我们更关心后者。事实上，在行业集中度不断攀升过程中，中国经济既经历了上升周期也经历了下降周期。参照国际经验，我们也能得到类似的结论：在美国经济下行阶段有时集中度是上升的，但也看到在一些经济下行时期集中度是下降。因此，并不能必然地从集中度来预示未来宏观经济周期。

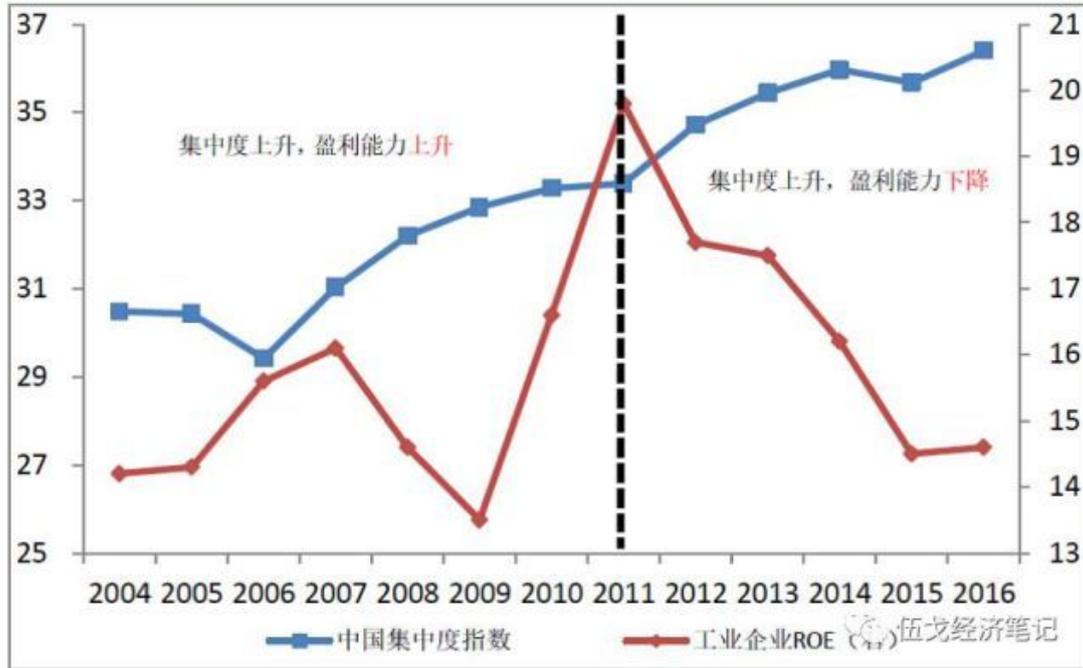
### 经济下行调整是否必然引致集中度提高？



当然，在集中度的变化过程中，有人更关心盈利。那么，集中度提高过程是不是必然预示着行业的未来盈利会向好？从历史数据来看，集中度状况与行业盈

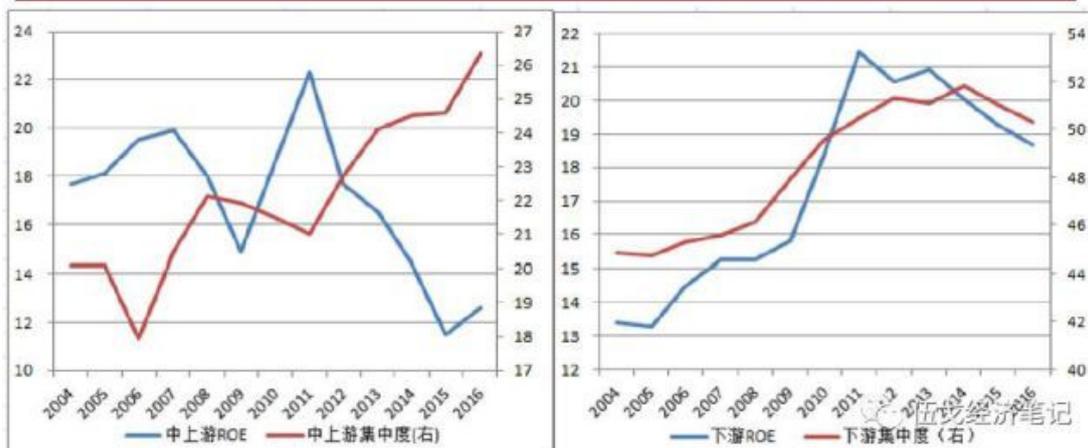
利水平并不必然关联。

## 集中度提高是否必然带来盈利改善及经济向好？



进一步地，如果进行中上游和下游的区分，我们会发现一些更有趣的结论：下游行业集中度提升和利润上升是同步，而上游未必是。背后的原因可能是，下游企业相对市场化程度高，而中上游国有企业居多。后者受产业政策和国资监管的影响较多，其兼并重组未必是以利润最大化为目标，或者说即使兼并重组后也未必能实现利润最大化。

## 下游行业集中度提升伴随着盈利提升，但中上游并没有



从上述行业集中度的探讨中，我们的结论：不宜将行业集中度直接与宏观经

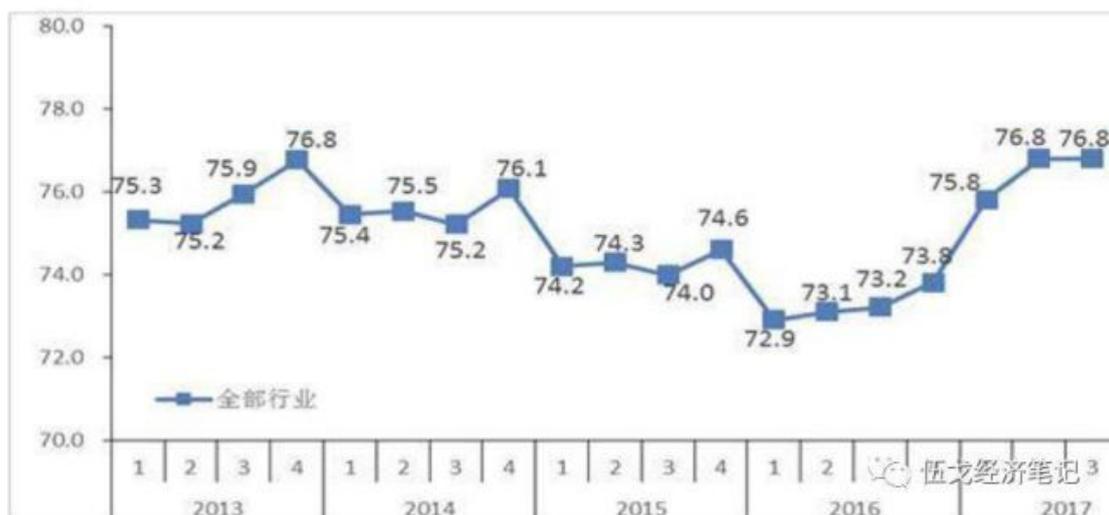


济周期挂钩，更不宜将其作为宏观经济的前瞻性指标。过去有观点将行业集中度提升作为支持“新周期”的重要论据，这显然是有待商榷的。其实，集中度指标不是一个宏观的概念，而是微观或者是产业经济学概念，其变化往往与该行业的使用寿命阶段、垄断特征等相关。

微观上大家关注的供给面指标还包括产能利用率。2016年一季度开始我国产能利用率不断提高，这是不争的事实。我们关心的问题与上述行业集中度是类似的，即产能利用率是宏观经济的同步还是前瞻性指标，其提升是否预示着未来经济动能增强？

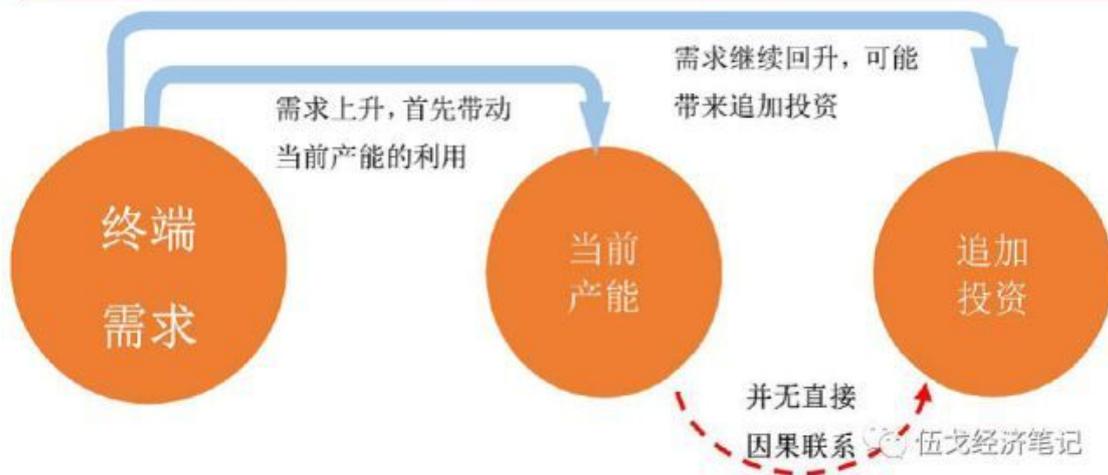
## 产能的出清趋势

2013年以来季度工业产能利用率



从逻辑上看，产能利用率与制造业新增投资以及终端需求是有密切关系的。对于制造业企业而言，如果它感觉到终端需求有所回暖，它做的第一件事情就是先把过去库存消化，然后把厂房设备加以更充分利用，即提升产能利用率；如果需求还进一步扩张，企业则会追加投资。也就是说，在终端需求、产能利用和追加投资之间存在逻辑上的先后关系。关键的问题是，这三者谁更重要、谁引领谁？终端需求可能是最为关键的。如果终端需求回暖，确实会带动产能利用率提高并带来乐观情绪；但如果进一步的需求扩张并没有像想象中那么强烈，那么产能利用率的提高可能未必会带来新增投资。产能利用率提高和未来制造业投资回升之间未必有直接因果关系。

## 产能利用率与制造业投资无直接因果关系



## 终端需求带动产能利用率和制造业投资：美国为例



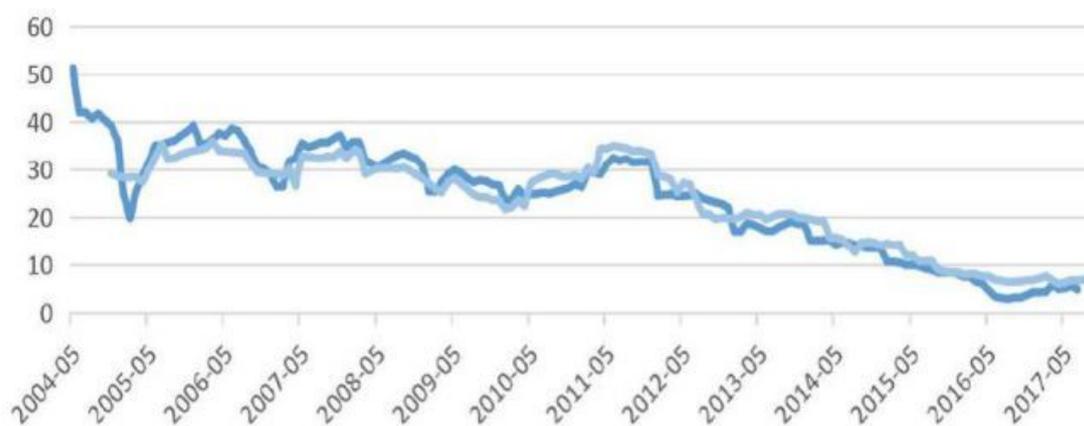
综上，不管是行业集中度也好，还是产能利用率也好，这些微观领域的供给面变化确实部分反映了需求面改善的信息，但并不预示未来总需求以及整个经济动能的持续向好。“供给并不必然创造需求”，供给面固然重要，但需求面更加关键。

下面我们着重探讨总需求。刚才我们谈及了制造业投资，其在国民核算统计中是终端需求。但从经济逻辑上去理解，制造业投资并不是终端需求，而只是中间需求。因为制造业生产出来的产品是为了进一步满足更加终端的需求（包括消费、房地产、出口等）。这也可以解释，为什么在经济预测中，制造业投资的数



据往往是难以直接估计的。我们实证研究也表明，制造业投资与其他更加终端的需求的拟合关系是很好的。因此，预测制造业投资的本质是要预测消费、房地产、出口等终端需求的变化。

### 根据三大终端需求回归得出的制造业投资与实际值拟合

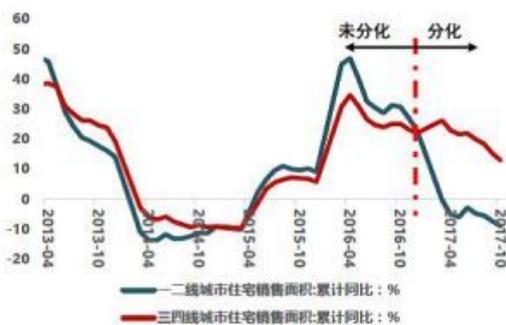


— 制造业投资累计同比(%) — 制造业投资累计同比拟合值(%)

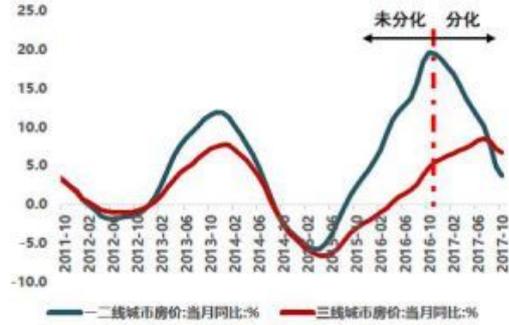
变量	系数	系数标准误	T 值	P 值
限额商品零售额增速(滞后 3 期)	0.580054	0.085243	6.804684	0.0000
房地产投资增速(滞后 3 期)	0.202960	0.082916	2.447780	0.0157
出口交货值增速(滞后 6 期)	0.161419	0.038659	4.175460	0.0000
常数项	3.489041	1.169680	2.982902	0.0034

研究中国总需求不可回避的是房地产。2017年经济超预期的两大因素之一就是房地产，房地产超预期的原因又主要在三、四线房地产。不管是房价，还是销售或是其它指标，过去很长一段时间三、四线和一、二线城市的趋势都是一致的。但从2017年年初开始出现分化，其原因：一是在因城施策的作用下，限贷限购政策差异巨大（一、二线城市限制性措施占比是80%左右，三、四线则5%都不到）。通俗地说，本轮调控中三、四线没有“踩刹车”；二是棚改货币化拉动了三四线城市36%左右的销售，刺激作用显而易见，说明三、四线还在“踩油门”。

## 2017年以来房地产市场呈现明显分化



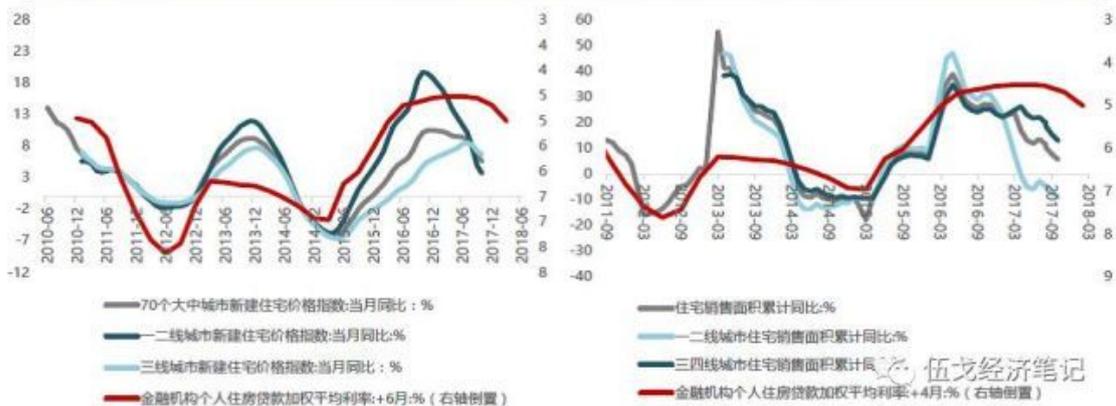
注：一二线城市住宅销售面积同比增速为40个大城市中一线城市（4个）与二线城市（21）合计销售面积累计增速，三四线城市住宅销售面积增速为广义的除一二线城市外所有三四线及其他城市销售面积增速。



注：一二线城市房价增速为70个大城市中一二线城市房价按照算术平均拟合的增速，三线城市房价为70个大城市中40个大城市房价同比增速。

值得一提的是，随着总量性的房贷利率收紧，无论是价格还是销售，三、四线与一、二线的走势有望进一步趋同。现在房地产数据趋势向下，但有一数据保持相当强的韧性，即房地产投资中间的土地购置。这预示着房地产商对于未来并不十分悲观。过去中国房地产市场其实有规律，即大概三年一周期，意味着从高峰到波谷需经历一年半的时间。本轮调控从去年十月份的波峰到现在经历了一年零两个月，但还没有达到波谷或冰点。

## 利率抬升的滞后效应将抑制未来三四线房地产需求

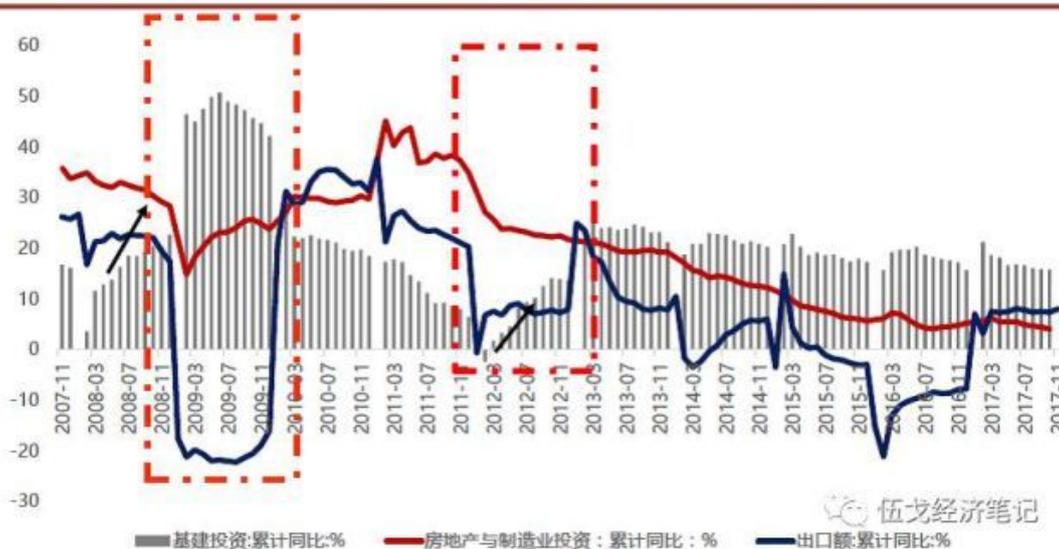


但本轮房地产周期与过去不太一样的地方在于土地。长效机制当中似隐含着对土地供给加大的承诺，本轮调控比上轮的供地明显增多，这也是本轮房地产周期被拉长或保持韧性的重要原因。当然，在土地不是约束房地产投资的时候，资金可能成为“短板”。值得一提的是，最近部分城市开始租售并举的试点，试图以廉价土地吸引房地产企业进行投资。这个试点规模有多大、进行得有多快、对

于投资有什么影响，我想对于这些问题还得边走边看。

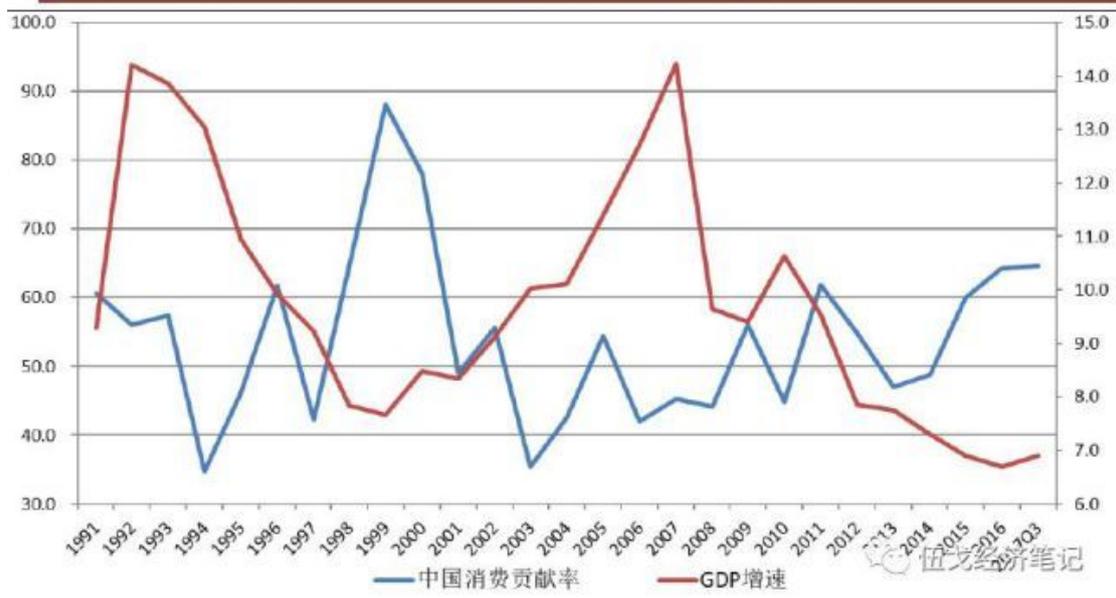
关于基建，2017年年初曾有过是否会超预期的大讨论，特别是当时还伴随着三一重工等挖掘机的大卖。从目前这个时点来看，基建超预期的观点已被证伪。基建的关键问题是资金及债务的问题。近期我们关注到包头地铁的叫停等体现出财政方面的约束，财政去杠杆显著增强，未来基建增速难以趋势性上升。基建资金来源增速的总体趋势是往下的，特别是近期城投债发行也明显放缓。我们依然相信，基建对整个经济会有“兜底”作用，但发生时间应该是在出口或房地产不景气时。

## 基建投资加码往往发生于总需求不足阶段



2017年以来大家对消费有些乐观情绪，尤其是上半年消费的贡献率曾达到70%左右。但中国消费对GDP贡献率的高点不是在今年，而是在亚洲金融危机期间，当时接近90%。在经济不景气时反而是消费贡献率很高的时候。可见，消费贡献率是波动非常强的数据，该指标不必然代表内生动能崛起及经济转型。

## 经济增长趋缓时消费贡献率往往较高 (%)



消费增速其实和居民可支配收入密切相关，不能期待消费短期内能对经济增长的数量有奇迹般的影响。但从结构而言，消费可能有不少“故事”。各国数据表明，当一国人口逐渐老龄化，消费占GDP的比重（即消费率）会逐步上升，这与微观经济学中的生命周期理论是一致的。今年以来杠杆率上升最快的不是企业，也不是政府，而是居民。大家有些担心居民杠杆率过高，因为它可能会影响消费和未来房地产投资。

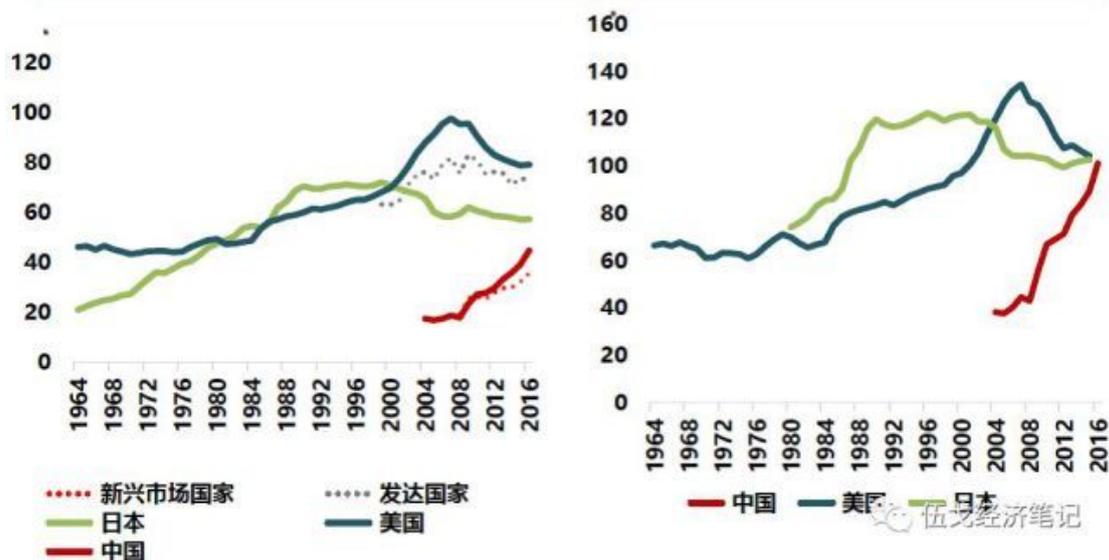
## 我国居民杠杆率不断攀升，但区域结构有所分化



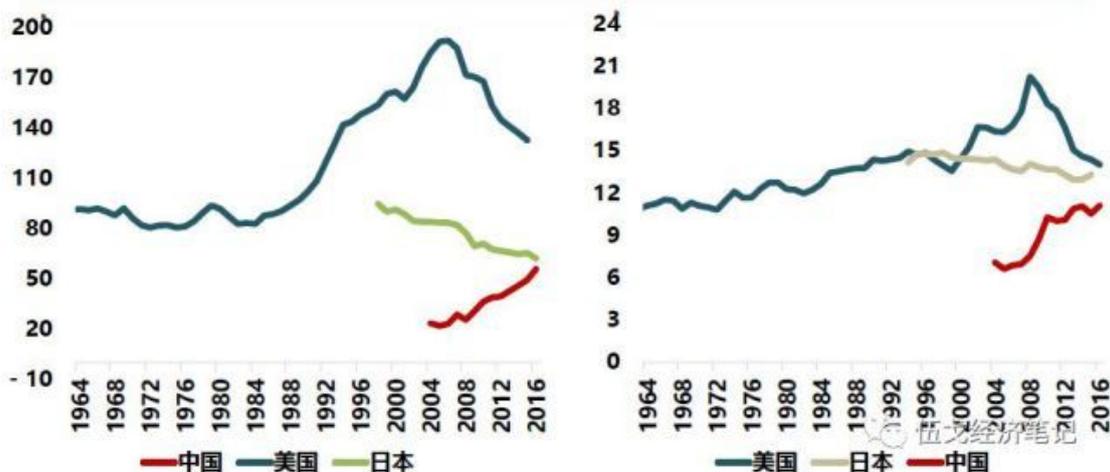
综合各种居民杠杆率指标并进行国别比较，我们发现近期我国居民杠杆率增速确实较快，但似还没有达到极端水平。



## 我国居民债务/GDP和居民债务/可支配收入并未处于极端水平

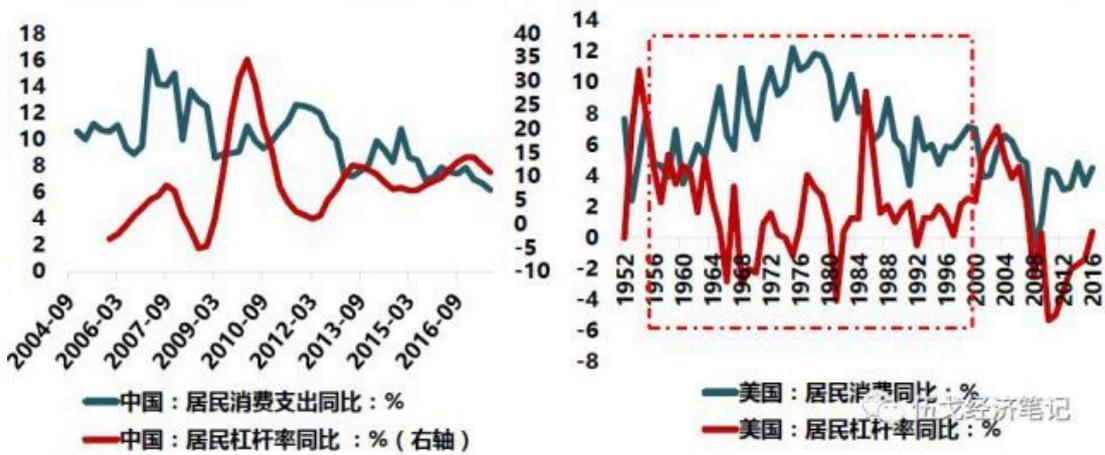


## 我国居民贷款/居民存款与家庭资产负债率并不算太高



直观上看，居民杠杆率提升会抑制消费。但实际上，居民杠杆率上升对居民消费的影响是同时存在挤出效应和收入效应的。研究发现，短期内一定程度上杠杆率上升的收入效应是大于挤出效应的。

## 直观上看，杠杆率增速上升似乎抑制消费



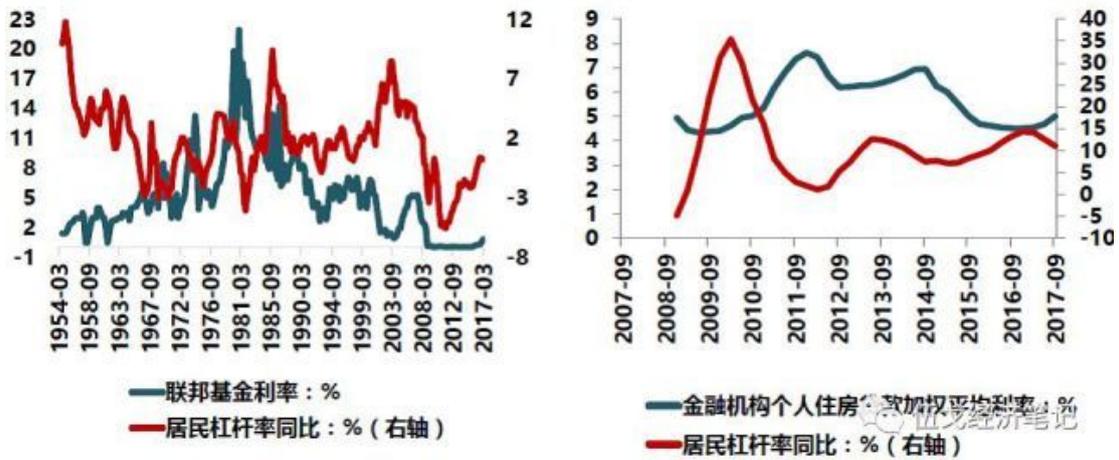
## 居民加杠杆对消费的挤出与收入效应



居民杠杆率短期受资金成本影响较大，宽松的融资环境往往是杠杆率上升的必要条件（未必是充分条件）。尽管大家对居民杠杆率有所担心，但事实上近期随着住房贷款利率上升，居民杠杆率增速已在下降。

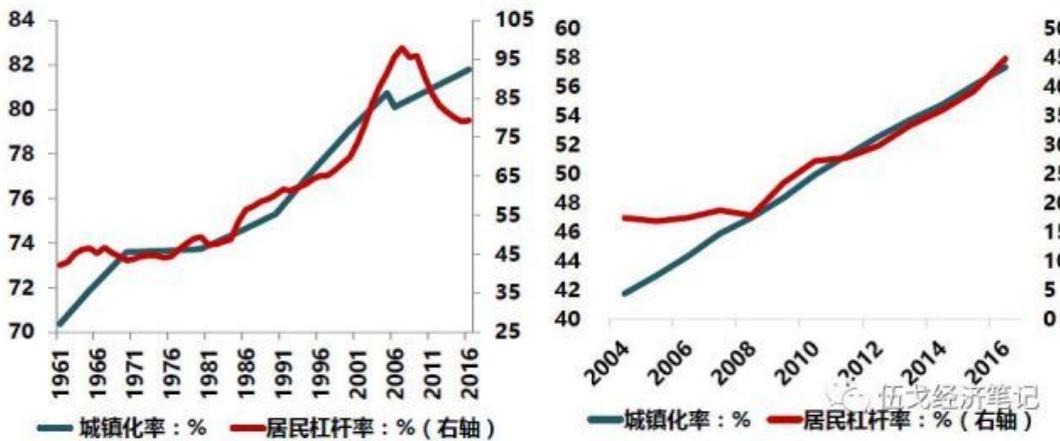


### 短期利率影响居民杠杆率：美国（左）与中国（右）



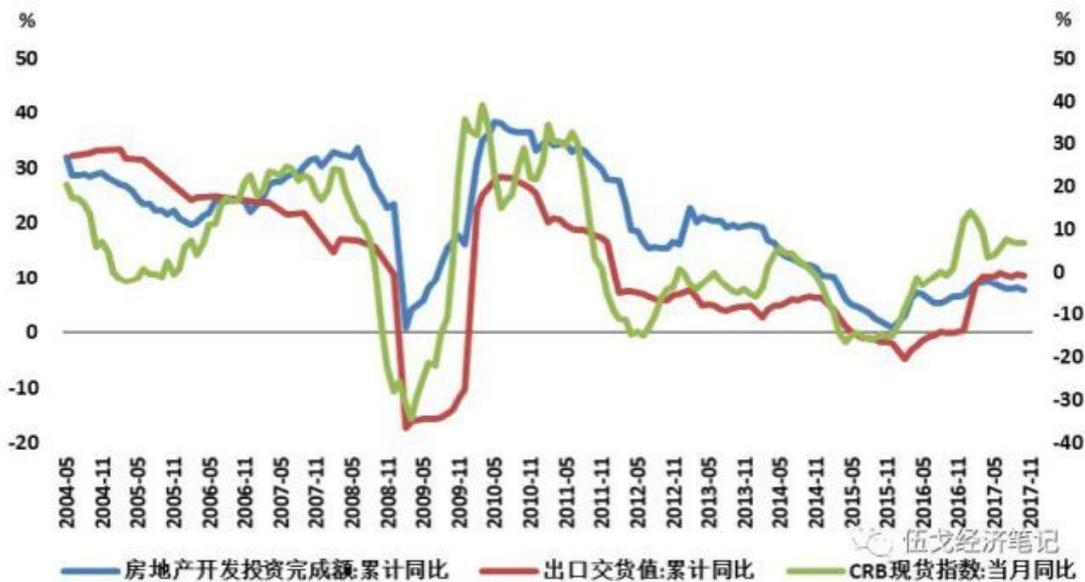
长期来看，居民杠杆率会随着城镇化率的上升而上升。目前中国城镇化率只有50%左右，而发达国家都在80%以上。居民杠杆率提升可能还有进一步空间，当然保持适当的增速及家庭财务可持续性是很重要的。

### 城镇化进程促使居民加杠杆：美国（左）与中国（右）

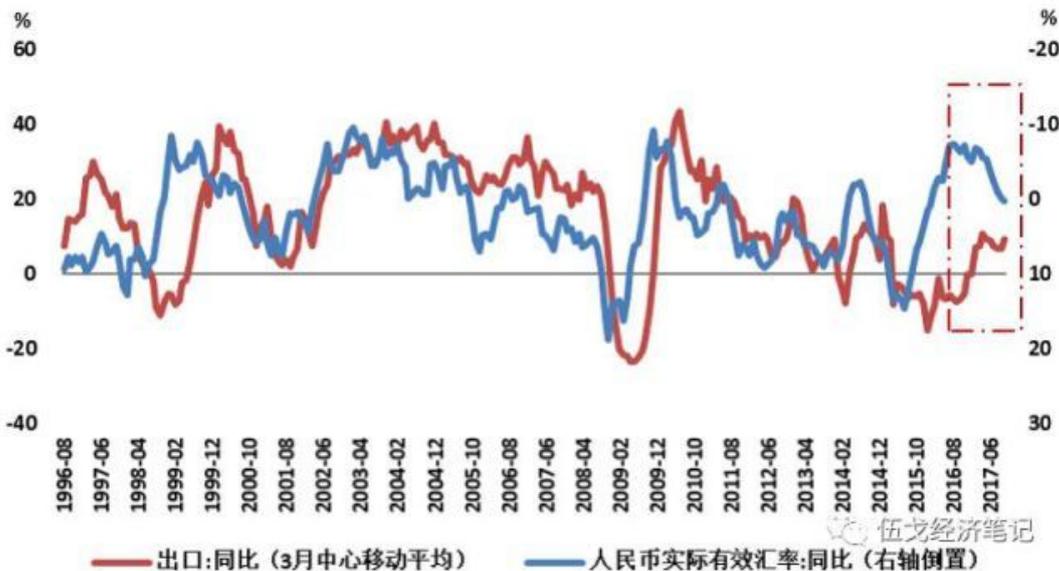


外需是一件很复杂的事情。2017年外需对于我国经济贡献较大，目前趋势还向好。全球贸易主要是被全球投资所带动，并不是消费。而投资当中中国的量级最大，边际贡献也是最大。要研究未来中国外需会怎样，很大程度上不能忽视中国自身动能的变化，即国内房地产投资动能变化会间接引发我国出口动能的变化，这是对于出口量方面的考察。另外，对于价的考察，汇率在过去的很长时间跟出口的走势关系非常好，当前人民币汇率升值对未来出口会有影响，这是价格方面的考量。

## 中国投资对本国出口的回溢效应



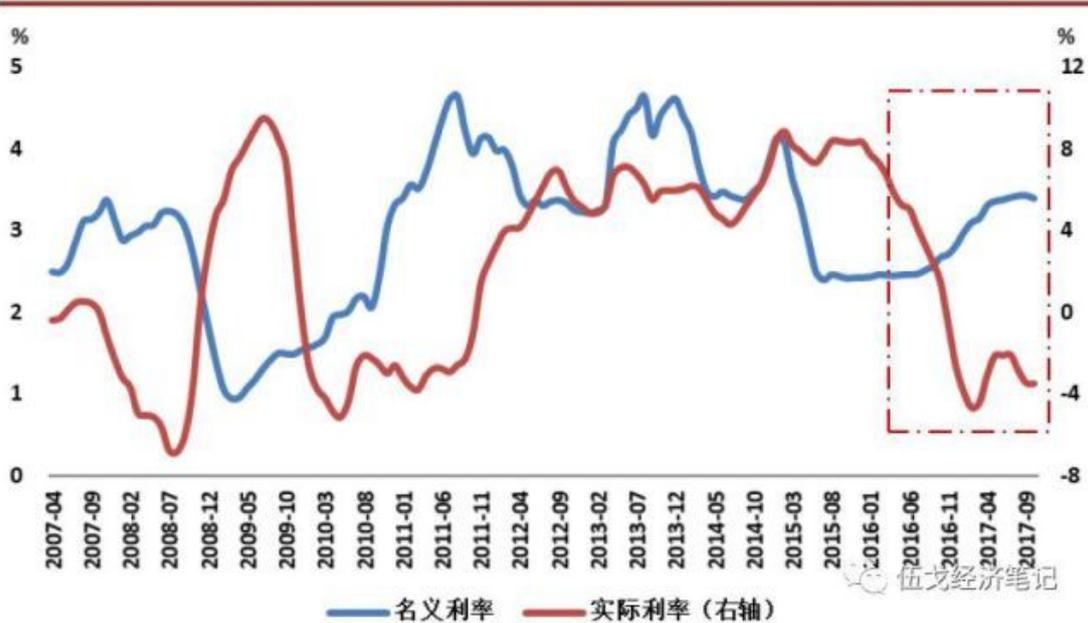
## 汇率由贬趋升，出口将边际趋缓



“车马未动，而粮草先行”。微观主体做出投资和消费决策之前，往往都会先考虑资金成本或货币数量可得性，因而货币可看作宏观经济的前瞻指标。今年以来，名义利率在逐步抬升，但实际利率还处于低位，今年中国GDP实现6.8%的增长，而实际利率仍在0%附近。不仅仅中国，日本、欧洲、美国都有些类似的问题，这可能是全球货币政策想要回归常态的大背景。

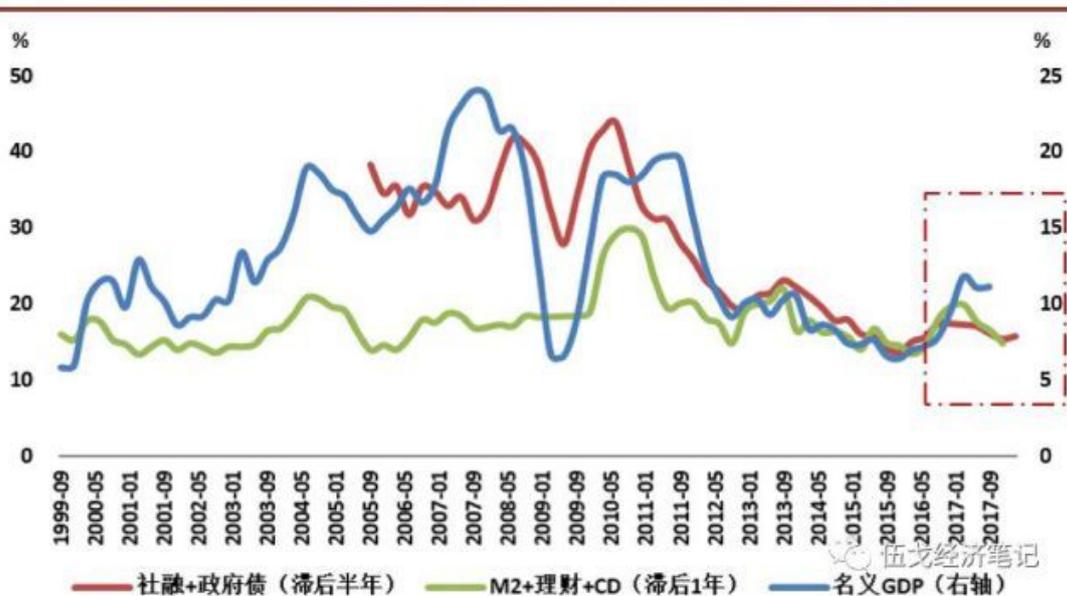


## 近期实际利率有所抬升，但仍为负值且处历史低位



近期有观点认为M2不靠谱，真的如此吗？货币对经济的影响是存在滞后的。随着货币总量从高位回落，名义GDP也从2017年一季度的高位回落。与其他国家不一样的是，我们还没有经历过M2+，M3和M4的仔细讨论，就开始直接运用资产方统计指标（社会融资规模），这也值得思考。

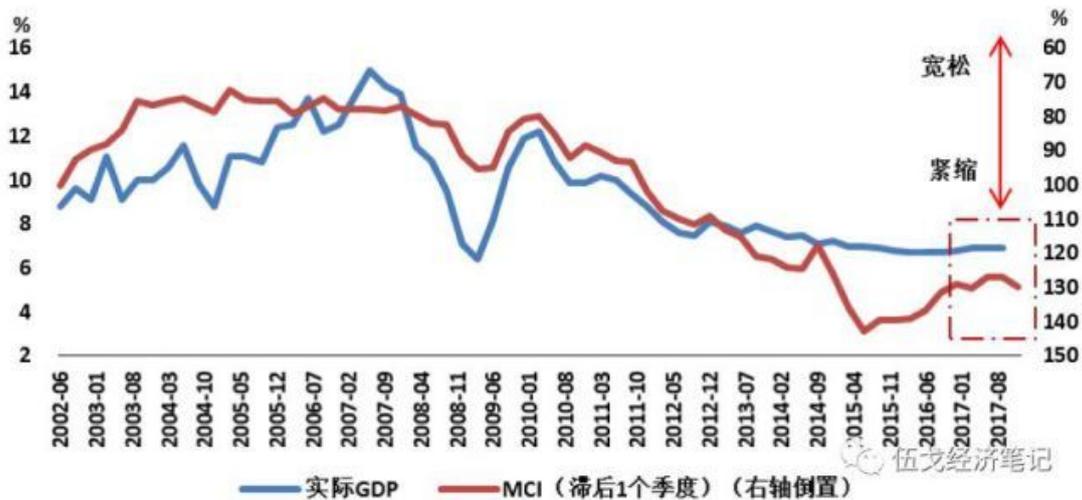
## M2+和社融+均显示名义GDP高点早已过去



谈到货币融资条件，我们不能忽视汇率，其与利率、货币数量三者共同决定一国融资松紧。如果将三者融合成一个货币条件指数，我们看到2015年以来该指数代表的货币是持续宽松的。这也能够部分解释为什么2016年以来遇到这么强劲

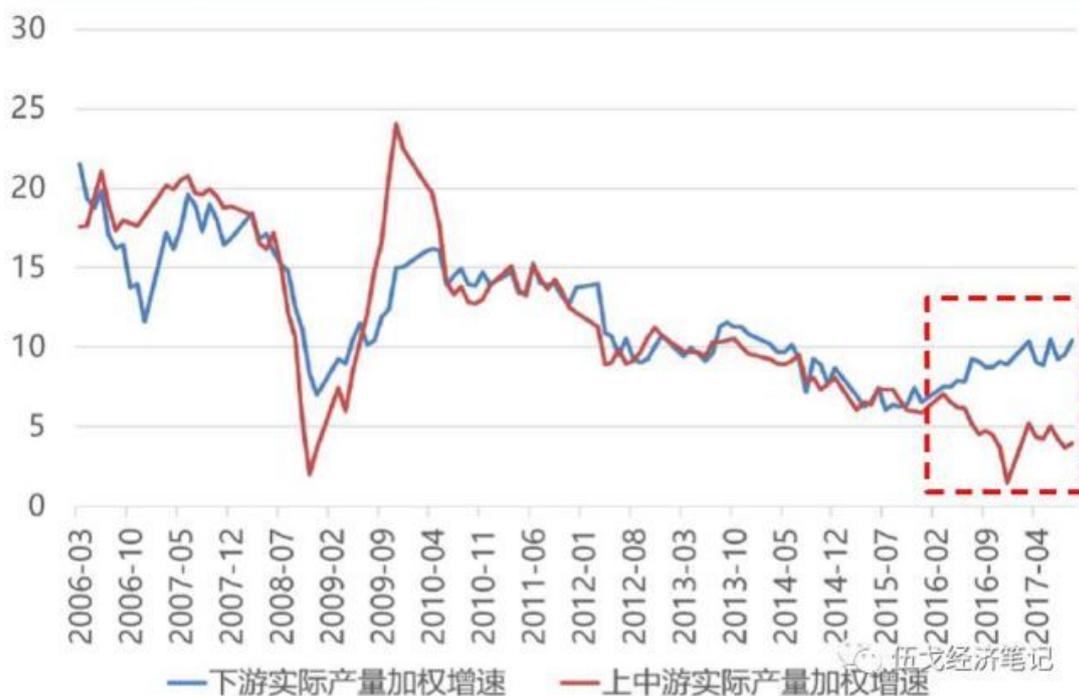
的限产涨价影响，宏观经济依然表现出韧性。尽管如此，近期市场利率趋升，人民币汇率升值，M2趋势向下到达个位数，整个货币条件指数已逐步告别宽松时期。未来随着金融去杠杆推进，商业银行资产负债表还有收缩空间。货币条件可前瞻地反映出未来实际GDP的趋缓。

## 货币条件不再继续宽松，经济增长稳中趋缓



PPI价格。2017年以来国内PPI价格维持高位，有人怀疑企业利润转好可能有些“价格幻觉”。为了排除价格干扰，我们着重研究实际产量。历史上，中上游和下游的实际产量增速大体趋同。但2016年以来，中上游和下游之间出现明显“剪刀差”，这与供给侧改革有关。但问题是，“剪刀差”会持续多久？如果将上游产量近似看作供给，下游产量更接近终端需求，无行政力量干扰下，上、下游的缺口理应在市场价格作用下逐步收敛。展望未来，随着总需求稳中趋缓及采暖季结束后供给扰动可能趋弱，上游产量有望进一步增加，下游产量可能边际趋弱，这个过程中PPI价格是趋势向下的。这可能是未来一段时间经济运行的重要逻辑主线。上述均衡演进中，产量如何变化有些不确定，这取决于需求收缩及供给扩张的相对速度。

## 上下游产量缺口反映供需变化



补充一个对PPI进行预测的视角。我们发现，企业债务短期增速与PPI之间的关系拟合非常好。即使没有供给侧改革，过去一年PPI也会上去，因为前期企业债务增速在攀升（本质就是信用扩张），其对于PPI价格有滞后影响。尽管2017年企业杠杆率的绝对水平还在攀升，但增速已在下降，这预示着未来1-2个季度PPI的下降。

## 近期债务增速放缓将对未来半年PPI产生下行压力



CPI价格。目前产出缺口温和扩张，和CPI变化大体一致。随着供给侧影响逐步释放，如果没有总需求大幅扩张的配合，CPI价格上涨是不可持续性的。需求面对于价格的影响是相对更确定和根本的，但也有些不确定因素就在于，对于原油等成本冲击以及对于国外复苏怎么判断。

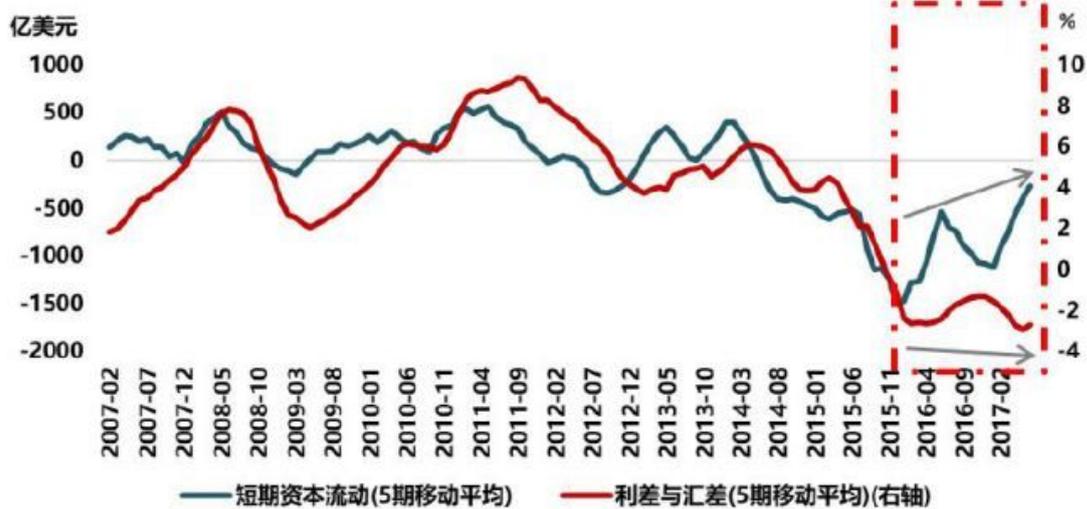
## 自上至下预测：产出缺口反映需求温和扩张



利率和汇率。未来美国加息中国还会跟随吗？过去的事实是，我们有时跟有

时又不跟。如果我国资本管制是有效的，那么货币政策则是相对独立的，利率政策没必要过多考虑资金流动及中美利差的影响。那么近期资本流动管理效果究竟如何？我们发现，从2015年开始（特别是2017年以来），市场力量（利差与汇率预期）已不能决定短期资本流动方向，甚至有时是反向的。2017年这种变化从很大程度上印证了资本管制的强度。如果资本管制效率在提高，那么国内利率受国外的掣肘影响边际减小，人民币汇率更容易实现盯住美元指数。

## 近期资本流动不受市场力量主导，跨境资本管理效果显著



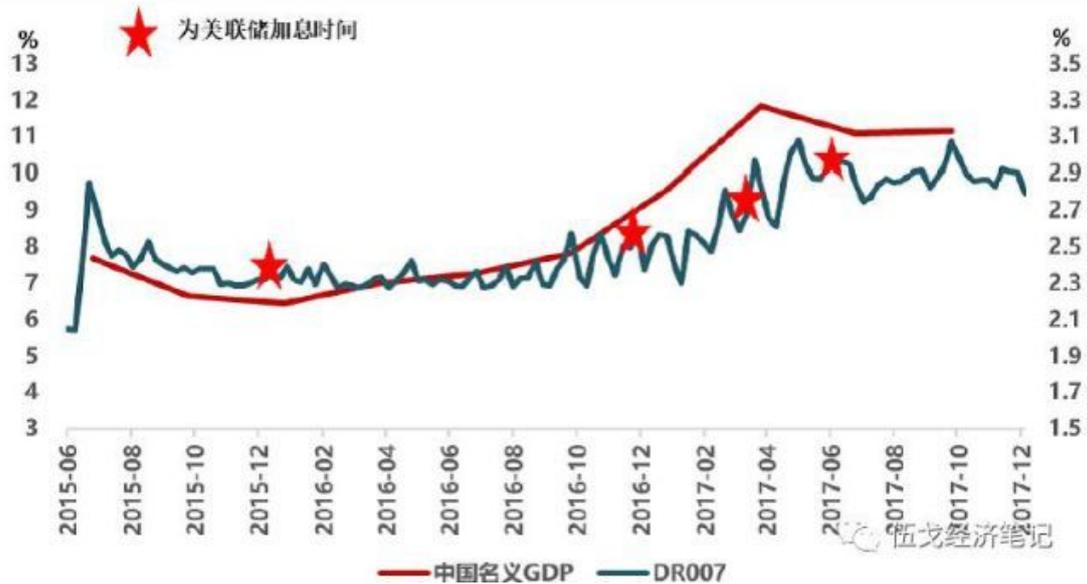
短期资本流动=外汇占款增量-贸易顺差-FDI净流入；

利差与汇差=(shibor:7天-libor:7天)-(1年预期:美元兑人民币-即期汇率:美元兑人民币)/即期汇率:美元兑人民币

伍戈经济笔记

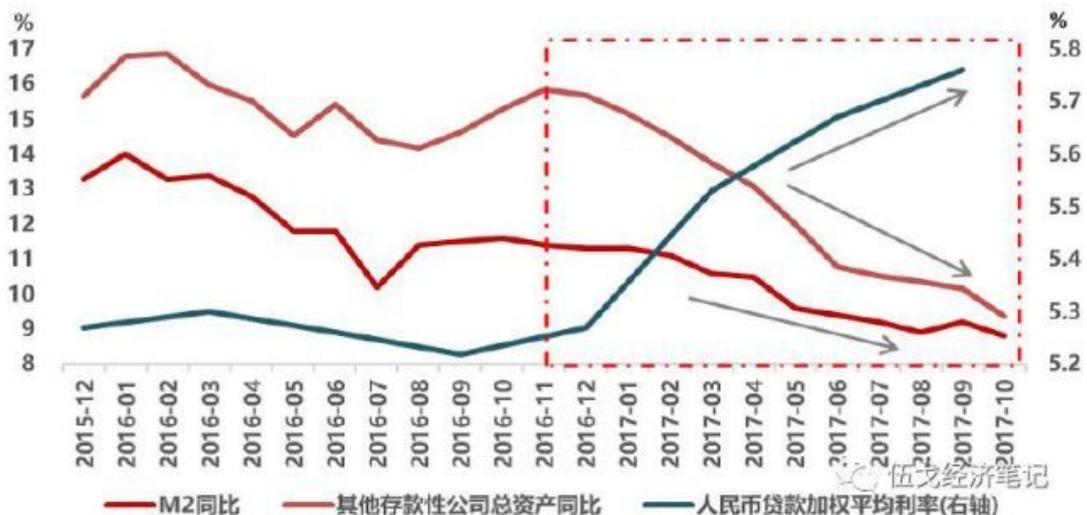
事实上，过去中国政策利率调整很大程度上和名义GDP是大体一致，并没有脱离国内基本面，也不受美联储主导。美联储未来加息对我的影响，更多可能只是心理上而非资本流动层面，不会是外汇储备大量流失或是人民币急剧贬值。这个意义上来说，未来国内基本面变化对利率的影响变得更重要。

## 当资本外流不再是问题，政策利率更多聚焦国内



值得一提的是，现在的大背景仍是金融监管不断强化，决策者试图引导资金“脱虚向实”。对于资管新规的进程和细节有争议，但大方向是确定的，该做的事情还会做。商业银行资产负债表收缩依然是未来趋势，货币量收缩过程中资金价格难免上升压力。但未来金融监管力度的强弱，最终还是会受制于经济基本面。

## 金融去杠杆背景下资金的“量缩价升”



总之，过去一段时间供给层面因素大量扰动我们对宏观经济的传统判断，带来的困惑不仅来自于宏观层面的供给侧改革，还体现在微观层面的行业集中度、产能利用率等供给方面。但供给面变化不必然预示着未来经济动能持续增强。如



果把货币作为前瞻性指标，未来总需求动能有望稳中趋弱。随着供暖季结束以及总需求趋缓等，预计供给面的扰动因素在2018年会边际减缓。尽管外部美国加息、减税等扰动不少，但随着资本流动管理有效性凸显，国内基本面（尤其是需求）变化更是影响宏观政策以及市场变化的决定性因素。

## 2018 年宏观经济十大猜想

张明<sup>1</sup>

2017年十九大的召开可谓是决定未来我国经济发展方向的重大事件，新的发展思路下，我国经济增速走势、经济结构、宏观调控政策、房地产、基建、金融等重点领域的发展方向均将面临着转折式的变革，我国开始正式跨入新时代。

2018年将是新时代、新政策导向的开局之年，在思路变革、新旧动能切换的背景之下，我国经济领域将随之发生怎样的变化？

### 一、猜想一：2018年经济增速小幅回落至6.6%

根据十九大提出的新发展思路，以往片面追求经济“高增长”将让位于经济“高质量”，未来的经济工作将坚持质量第一、效益优先，以供给侧结构性改革为主线，推动经济发展质量、效率与动力的变革。对于上述政策思路的转向我们应从两个角度来看，首先摒弃粗犷式的投资依赖型经济发展模式必然是正确的方向，但旧动能增长力量减弱导致短期经济增速面临的下滑压力仍需警惕。

2018年经济增速下滑压力主要来自于投资领域，房地产与基建是主要负面因素。片面追求经济增速不再是未来的工作思路，房地产与基建领域将摆脱来自政府方面的行政刺激、重归其各自本质；同时，房地产行业还面临房价泡沫防风险调控、基建领域面临地方政府债防风险与PPP的清理管控，由此投资领域将面临下滑压力。出口的显著改善为2017年经济回暖带来主要动力，但考虑到当前全球经济复苏仍然缓慢而渐进，基数提升之下出口增速持续攀升动力不足；再加上2017年人民币汇率出现较大升值，出口方面为经济增速带来的边际动力料有所减弱。消费方面，房地产调控与车辆购置税优惠取消可能对地产相关消费与汽车销售带来一定负面影响，但中长期来看，随着人均收入水平的不断上升，中高端消费升级仍将为消费增长提供稳定动力，预计消费端对经济增速的贡献仍基本保持

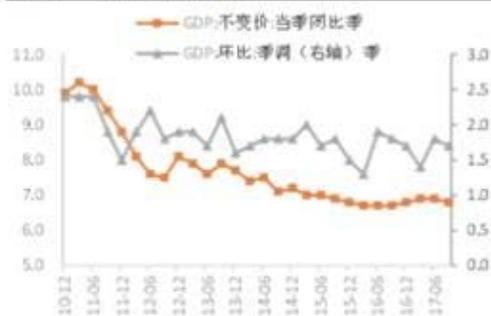
---

<sup>1</sup> 张明，中国人民大学国际货币研究所特约研究员，中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室主任

平稳。由此综合来看，房地产与基建领域对投资的负面影响将使得明年需求端明显承压。

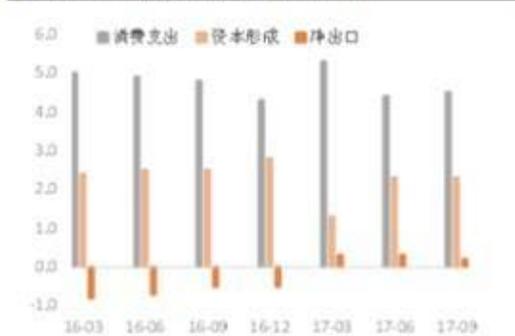
生产端除了受到需求端拉动减弱的负面影响之外，供给侧结构调整、环保限产等行政政策也将从规模上对生产端形成一定程度压制，不过考虑到目前供给侧去产能目标的完成度已经较高（以钢铁行业为例，2017年前三季度钢铁行业去产能规模已超1亿吨，而2016年初的五年去产能规模目标为1-1.5亿吨，同时地条钢的取缔也已基本完成），预计明年来自行政方面的供给侧收缩将边际减弱。因此，在2017年GDP增速6.8%的预判之下，我们预计2018年GDP增速将小幅回落至6.6%。

图表1 GDP增速走势



资料来源：外管局，平安证券研究所。

图表2 三大需求对GDP增速的拉动



资料来源：WIND，平安证券研究所。

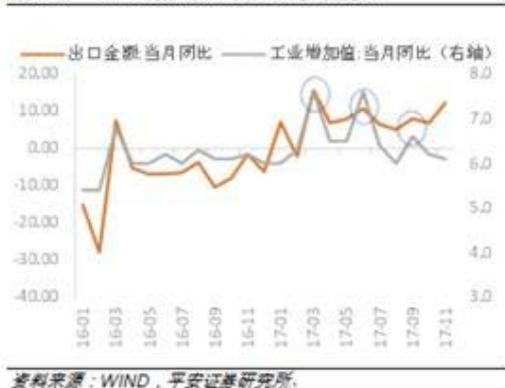
## 二、猜想二：工业增加值小幅下滑，利润增速明显回落

对于工业增加值增速的展望与判断可以从两个角度来看，首先是旧动能方面，房地产、基建带来的投资增速减弱将对钢铁、有色、建材、煤炭、家具器具等产业链均带来一定程度负面影响，同时在供给侧改革与环保政策的限制之下，相关高污染高耗能行业在生产端将继续受到压制；然后是以高新技术为代表的新动能方面，以通用设备制造、专用设备制造、电气机械制造、计算机电子制造、仪器仪表制造业为代表的高新技术行业为2017年工业增加值的小幅回暖提供了较大动力，其中出口的明显好转是主要的深层原因，不过在当前出口增速已相对较高，明年难有较强的持续上升动力的预判下，被出口带动的新动能对工业增加值的支撑也可能将有边际减弱（事实上，上述行业增加值增速已出现了较为明显的高位回落迹象）。由此综合来看，明年旧动能将继续减弱，新动能的培育难以一蹴而

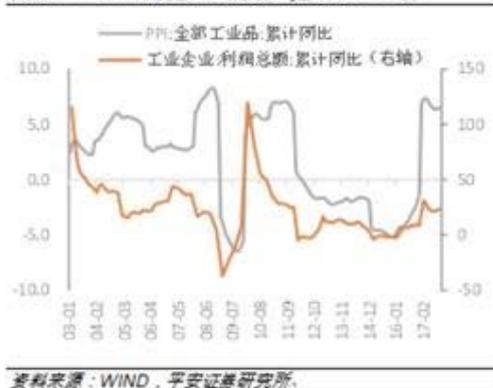
就，再加上出口的推动动力将边际减弱，预计明年工业增加值增速小幅下滑至5.7%。

2017年工业企业利润在价格的推动之下出现大幅改善，其中煤炭、黑色金属、有色金属、造纸、化工、石油相关行业是今年利润增速大涨的主要动力来源，而这些行业也即是最主要的价格上涨产业领域。不过随着PPI基数的走高，PPI同比增速大概率下滑，利润增速也将相应随之下滑。预计工业企业利润增速回落至16.0%左右的水平。

图表3 工业增加值与出口的季末效应



图表4 PPI同比与利润增速走势高度一致



### 三、猜想三：投资承压，消费平稳，出口升势不继

投资端将是影响明年经济增长的主要负面因素，首先房地产投资方面，来自居民的“需求”与来自房企资金端的“供给”双受限将是影响房地产投资增速的主要深层因素，其中对需求端进一步分析来看，影响居民购房规模的不仅包括当前以控需求为主的房地产调控政策，同时今年以来三四线城市房价大幅抬升之后，吸引力必将有所降低，未来三年的棚改规模计划也有小幅减弱（年均600万套变为580万套），料都将对需求端产生负面影响；房企资金端将在资管新规正式实施之后受到新一轮冲击，再加上销售回款的相应下滑，房企资金面可能将进一步收紧，新开工面积增速预计将继续持续下滑。

基建增速的下行逻辑是政府对于经济发展思路的转变（对增速的要求减弱，对质量的要求提升）与地方政府债务、PPP模式防风险所致；而制造业投资方面，旧动能领域（过剩产能行业）严控新增产能，而新动能尚未培育成形，再加上利润增速的逐步走低，中短期来看制造业投资大概率将保持弱势。由此综合来看，

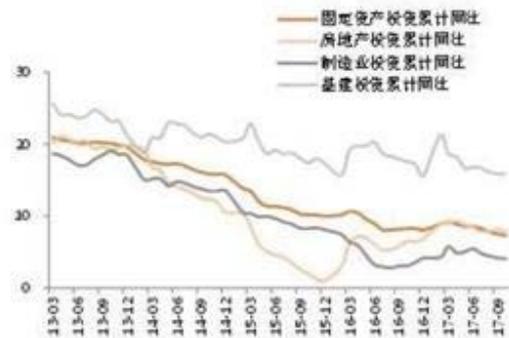


我们预计明年固定资产投资增速逐步下滑，全年增速为6.0%。

2018年消费增速存有两个领域的负面拉动，其一是房地产相关消费，随着房屋销售增速的持续趋势下行，房地产相关消费增速（建材、家具、家电）将继续相应走弱；其二是汽车消费，明年汽车购置税优惠面临取消，将对汽车消费增速带来负面影响，同时临近年末，汽车消费增速也并未有赶在年前提前消费而转升的迹象，疲弱态势较为显著。不过总体来看，消费增速仍与居民收入与财富状况具有较强相关性，由此在GDP增速基本平稳、房价难出现明显下跌和未来消费升级的长期趋势之下，明年消费增速仍将保持基本平稳，预计2018年名义消费增速在10%左右。

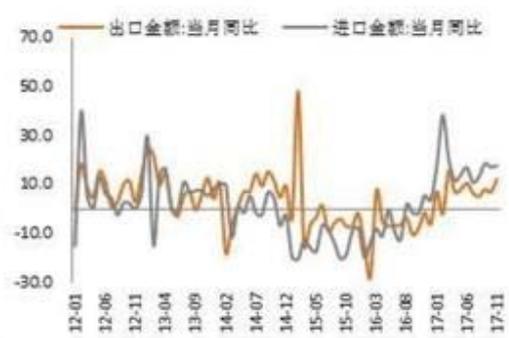
今年出口增速的显著趋势上行是经济增速转暖的重要动力来源，不过考虑到目前已经升至较高水平，未来继续上升动力可能不强，理由包括三个方面，一是全球复苏局势仍然渐近而温和，致使出口在边际上的改善有所减弱；二是2017年出口显著改善得益于2016年人民币实际有效汇率的贬值，2018年出口则将受制于2017年有效汇率的稳中有升；三是从美国当前的态度来看（不承认中国市场经济国家地位），未来中美贸易摩擦加剧的可能性在提升，一旦摩擦加剧，中国作为顺差国所受到的短期负面冲击将较大。由此，预计2018年出口增速水平基本保持当前的震荡中枢，为6.0%。

图表5 固定资产投资增速走势



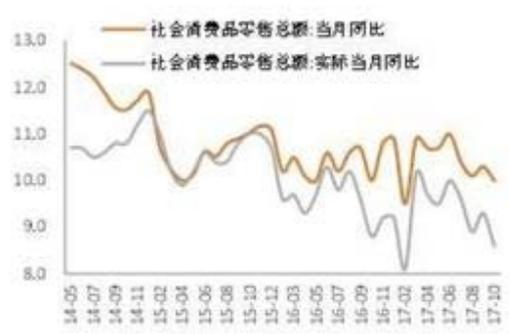
资料来源：Wind，平安证券研究所。

图表6 我国进、出口增速走势



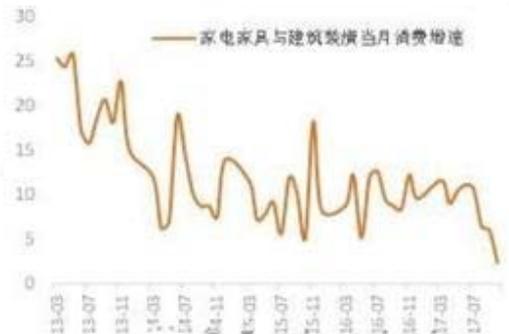
资料来源：Wind，平安证券研究所。

图表7 我国消费增速



资料来源：Wind，平安证券研究所。

图表8 房地产相关消费增速



资料来源：Wind，平安证券研究所。

#### 四、猜想四：CPI小幅升至2.3%，PPI大幅回落至3.0%

今年CPI全年水平预计约为1.6%的较低水平，CPI同比水平较低主要受食品分项的负面拉动，其中猪肉价格处于猪周期的下行阶段、今年2月属于暖冬蔬菜价格明显较低是主要原因。展望来看，我们预计明年CPI同比增速小幅温和上升，其理由有以下几个方面：

第一，基数因素影响下，猪肉与蔬菜价格同比增速将有所提升。虽然我们并不认为蔬菜在明年存有较强的新涨价动力，猪肉价格也难言就此趋势性掉头向上，但站在明年的时点来看，在蔬菜基期价格的相对低位和猪肉基数不断走低的背景下，猪肉与蔬菜价格同比增速存有较大的上行可能；

第二，中东紧张局势下，原油价格可能仍有上行空间。

第三，受上游价格传导影响，消费品价格将继续上升。PPI向CPI的传导属于成本推动逻辑，目前从CPI分项指标中可以观测到的传导效应有家用器具分项与



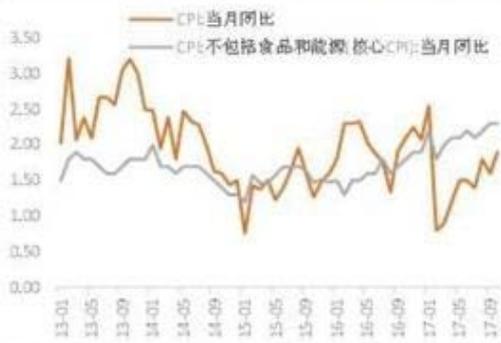
邮递服务分项（对应上游分别是钢铁行业与造纸行业），不过目前增速水平仍相对温和。不过考虑到，价格从上往下的传导效果将受到原材料在下游行业总成本中的占比水平、下游行业的附加值高低和下游行业的议价能力的较强影响，同时从近几年PPI增速大跌大涨而CPI总体保持平稳，由此我们认为，在需求拉动因素缺失之下，成本推动效果并不强，受上游价格的传导效应影响的消费品价格涨幅应该不会太大。

第四，医改对于医疗服务价格的推升作用。在医改的推进下，今年医疗服务价格涨势如虹，长期来看，虽然全国范围内药品加成已经取消，但药企对医院的间接补贴等收入来源都还尚待改革，医疗服务价格改革并未就此完成，与国际水平对比来看，我国当前服务价格提升空间仍大（仅从挂号费的角度来看，保守仍有5倍空间）。不过医改进程难以一蹴而就，涨价步伐仍是渐进缓慢的。

综合来看，猪肉与蔬菜价格提升CPI同比增速的概率较大，原油价格、上游传导效应、医改大概率仍将继续提供新涨价动力，但在基数走高之下，同比增速难言继续扩大，由此我们认为明年CPI同比增速虽会有所抬升，但总体仍相对温和，预计小幅升至2.3%。

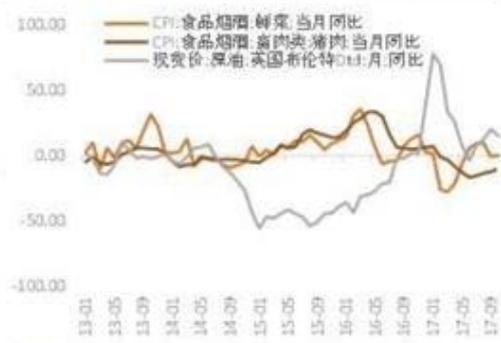
工业品价格在明年面临的局面是供需双走弱逻辑，一方面房地产、基建行业继续走弱，另一方面供给侧改革与环保政策继续打压生产端，目前需求端的变化越来越受到市场关注，相关行业去产能目标也已完成大半，在这样的背景下，工业品价格难以维系强势的上涨动力，同时高基数将对PPI同比增速带来显著压制，明年PPI同比增速大概率明显下行，预计将大幅回落至3.0%。

图表9 CPI与排除食品原油影响的核心CPI走势



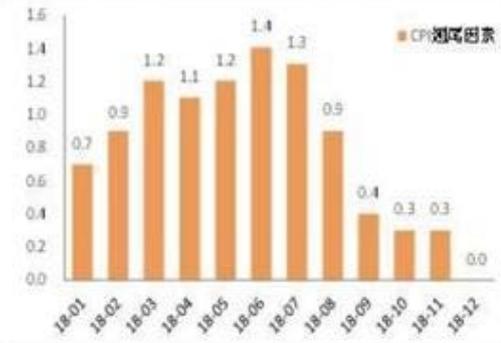
资料来源：Wind，平安证券研究所。

图表10 原油与食品中猪肉、鲜菜价格增速走势



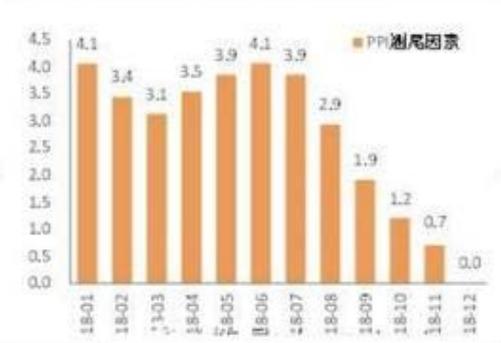
资料来源：Wind，平安证券研究所。

图表11 2018年CPI翘尾因素分布预测



资料来源：Wind，平安证券研究所。

图表12 2018年PPI翘尾因素分布预测



资料来源：Wind，平安证券研究所。

## 五、猜想五：预算赤字率3%不变，广义财政支持将减弱

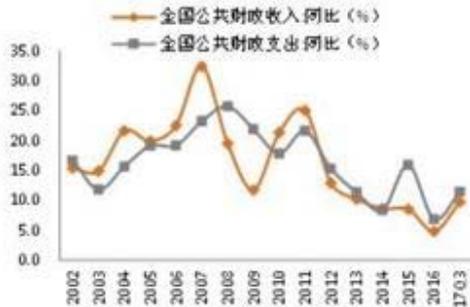
十九大提出新时代高质量之后，未来政府财政政策领域也将相应发生较大变化。首先虽然“保增长”的发展思路将明显弱化，但并不意味着必要的预算内财政政策力度将就此明显收缩，2018年预算赤字仍可能保持3%的水平，但从财政支持方式上看，以往以追求增速为目标的粗放式政府支持将转变为以优化调整和客观需求为目标的精细化财政支持；而从广义财政支持的角度来看，考虑到经济发展思路的转变将对地方政府违规借债、泛用滥用PPP以撬动更大杠杆的现象带来较强的收缩，由此最广义的政府财力面临下滑压力。

事实上，近期中央经济工作会议公报发布，其内容与上述猜想基本一致，首先积极财政政策措辞不变，同时进一步强调两个方面：一是调整优化财政支出结构，确保对重点领域和项目的支持力度，压缩一般性支出，二是切实加强地方政府债务管理，预计财政方面将重点支持产业升级、先进制造业等结构优化转型领



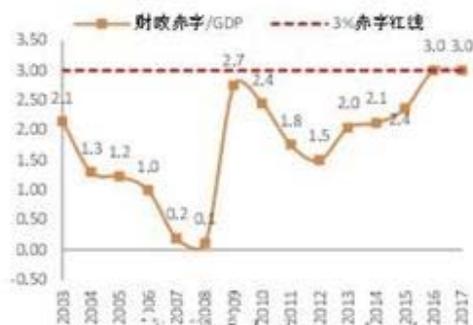
域，但广义财政支持边际压缩。

13 2017 年积极财政力度较大



资料来源：Wind，平安证券研究所。

图表14 近年来财政赤字率水平



资料来源：Wind，平安证券研究所。

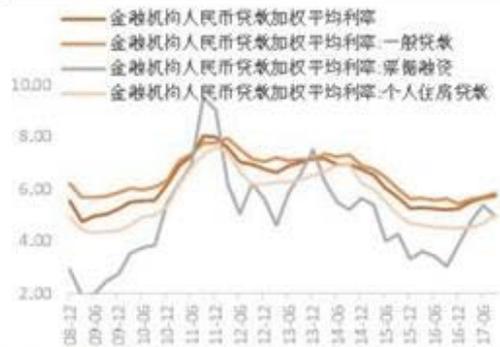
## 六、 猜想六：货政中性，基准利率不变，流动性边际略松

我们倾向于认为明年货币政策可能出现边际放松，理由包括以下三点：第一，今年以来一般贷款的贷款加权平均利率已经连续三个季度攀升，由去年年底的 5.44% 上升 42 个 bp 至 5.86%，利率对实体经济的传导逐步加深；第二，如前所述，明年经济需求端很可能走弱，若与强监管周期形成共振，广义流动性或将进一步承压，由此央行可能在货币政策方面提供一定支撑；第三，资管新规近期正式出台，内容虽然基本符合预期，但相关业务的调整将继续推进，同时未来后续监管政策料仍将陆续出台，监管方面对流动性带来的压力仍强，货币政策过紧不利于业务调整。

根据中央经济工作会议的措辞来看，首先货币政策稳健中性的表述不变，同时今年公报特别提及关注信贷与社融规模，结合当前双支柱调控框架，货币政策侧重宏观经济，宏观审慎侧重金融体系的分工特征来看，我们认为，虽然明年金融业务的调整料将对广义流动性带来较强影响，但若实体经济与社融增速出现负面牵连，央行货币政策将会给予一定支持。

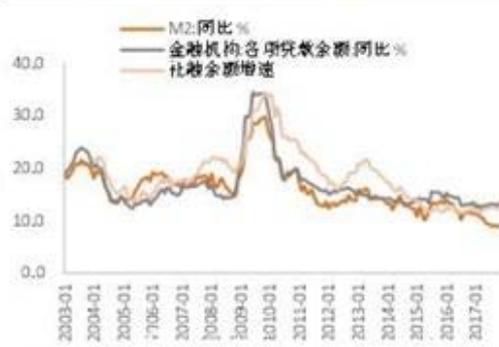
总体来看，2018 年中国货币政策对外受制于美联储加息引领的全球货币政策正常化，难有显著放松；对内由于监管趋严带来的金融机构业务调整与实体融资成本上升，存在流动性支持的必要。货币政策维持中性稳健姿态，可能采取价紧量松的搭配，流动性边际略松。

图表15 贷款加权平均利率



资料来源：Wind，平安证券研究所。

图表16 M2与社融、信贷余额增速

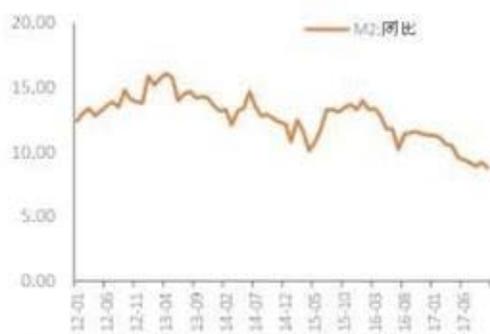


资料来源：Wind，平安证券研究所。

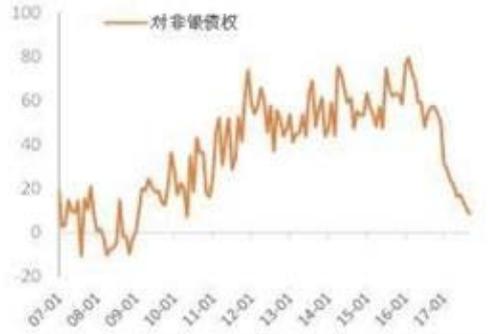
## 七、猜想七：监管政策难松，但可能有边际缓和

根据十九大与近期出台的中央经济工作会议内容来看，今后三年三大攻坚战将是政府工作之主线，考虑到风险防范在三大攻坚战中居首，未来三年金融监管总体基调难松，金融体系内部、金融与房地产、金融与实体经济的关系都将面临变革。值得一提的是，金融监管趋严之下，广义流动性将相应受到较为明显的负面影响，虽然根据上述分析，我们认为在流动性收缩对实体经济产生进一步负面影响之时，央行货币政策会给予必要的支撑，总体不至于过度担忧，但金融监管之下隐含的流动性隐忧仍然需要警惕。

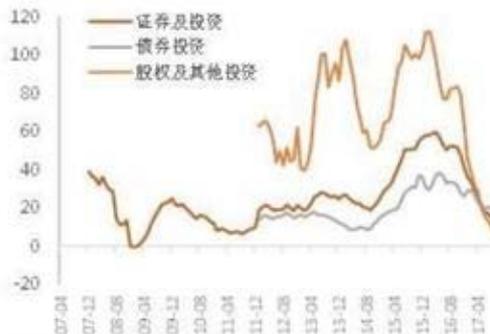
虽然未来三年金融监管趋势难松，但我们认为明年可能会出现一定程度的边际缓和，其理由包括：第一，当前金融去杠杆已然收效显著，资金空转、加杠杆、科目腾挪、信贷出表等行为均有较大收敛；第二，与上述对货币政策进行预判的理由一样，实体经济融资成本已出现上升苗头、明年实体经济走弱可能与强监管周期形成共振，由此监管力度边际缓和的可能性相对较大；第三，近期出台的资管新规在刚兑、期限错配等领域的严格规定对未来理财规模、非标流动性等的影响将是颠覆性的，目前看来，相关部门业务已经面临大幅调整，明年继续出台严苛新政的概率相对较小，以更多给予相关部门调整空间。

图表17 M2同比增速走势<sup>1/</sup>

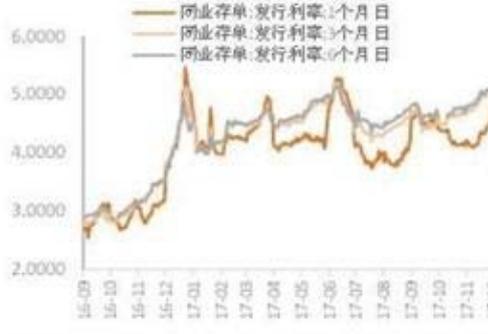
资料来源：Wind，平安证券研究所。

图表18 银行对非银债权增速 (%)<sup>1/</sup>

资料来源：Wind，平安证券研究所。

图表19 银行证券及投资规模增速走势 (%)<sup>1/</sup>

资料来源：Wind，平安证券研究所。

图表20 同业存单利率走势<sup>1/</sup>

资料来源：Wind，平安证券研究所。

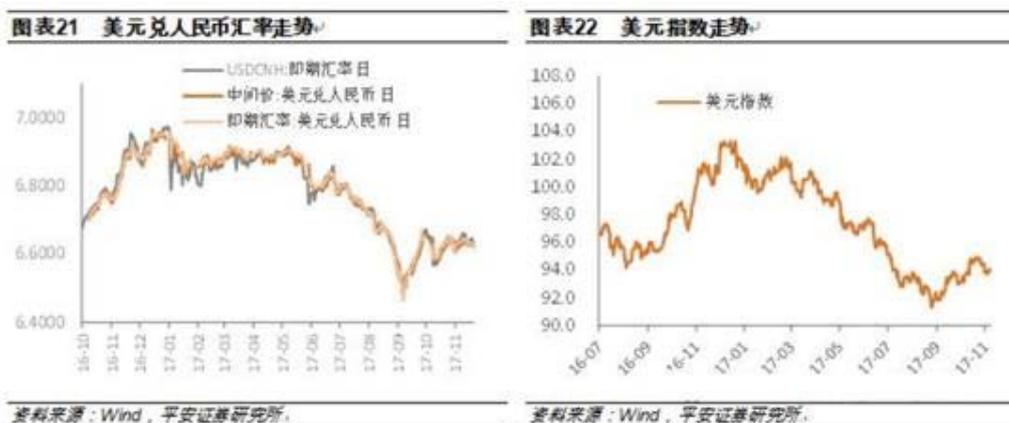
## 八、 猜想八：人民币兑美元汇率在6.6-7.0的区间波动

今年人民币汇率明显升值，除了央行进行政策调整、释放相关信号的因素之外，美元指数自身的走软也是人民币汇率相对走强的重要原因，未来美元指数的走势对人民币汇率仍有较强的影响力。

美元指数的今年以来的走软主要受欧元的相对强势影响所致，但展望未来，我们认为美元仍将相对欧元走强，理由包括以下几个方面：①从经济复苏的内生性来看，美国经济仍明显强于欧元区；②从未来的货币政策走势来看，尽管2018年美欧可能都会收紧货币政策，但美联储的加息缩表与欧央行的削减量宽意义悬殊；③从国内政治的变化来看，2018年特朗普政府在经济政策方面有望取得边际性突破，马克龙政府在推进国内改革方面可能面临高于预期的困难。

总体来看，2018年美欧经济形势反转，美元指数有望在93-100的范围内波动性上行，中美利差收窄，特朗普税改带来资本外流压力增大，人民币汇率存在贬

值压力。但逆周期调节因子及资本管制保证了贬值幅度可控，破7概率不大。2018年人民币兑美元汇率将在6.6-7.0的区间波动。



### 九、猜想九：美国经济稳定复苏，美联储加息3次

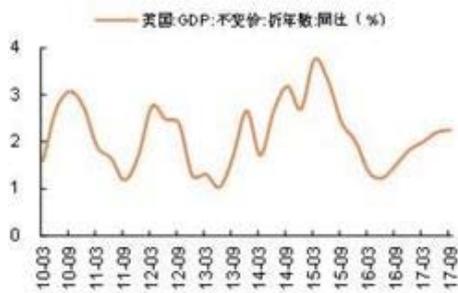
当前美国内生增长动力依然强劲：首先12月FOMC利率决议除了加息25个基点外，还将2017年GDP增速预期中值由此前的2.4%上调至2.5%，2018年GDP增速预期中值由此前的2.1%上调至2.5%；同时经济数据也显示美国经济复苏强劲，11月非农数据大超预期，失业率仍维持2000年来最低位，另外，美国11月Markit与ISM的PMI虽低于前值，但12月Markit制造业PMI初值为55，为2017年1月以来的最高值，美国第三季度GDP同比增速为2.26%，仍处于缓慢上行通道，主要受益于库存投资与缩小贸易赤字；预计灾后重建陆续展开，美国第四季度GDP增速将在3%左右。

另外12月22日美国税改也最终落地。目前来看虽然税改的中长期效力还存有争议，但税改在未来至少1-2年内对美国经济的提振可能比较显著。

结合当前的经济数据与政策导向来看，美国未来两年经济状况预计继续保持强劲，明年美联储可能加息三次。

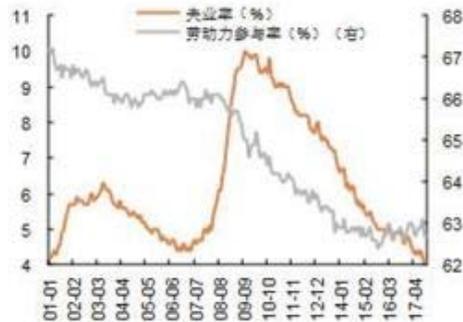


图表23 美国三季度 GDP 同比继续缓慢抬升



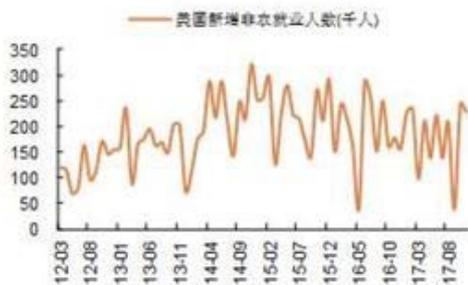
资料来源：WIND，平安证券研究所。

图表24 美国 11 月失业率维持底部



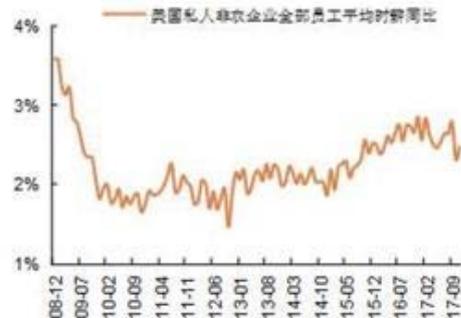
资料来源：WIND，平安证券研究所。

图表25 美国 11 月非农数据维持高位



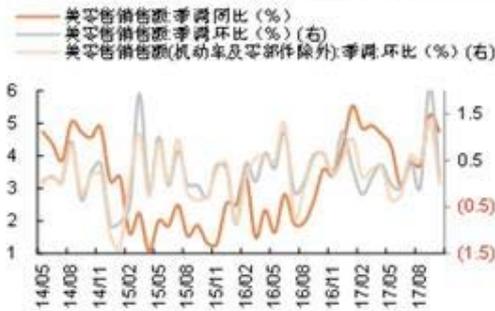
资料来源：WIND，平安证券研究所。

图表26 美国 11 月工人时薪同比小幅反弹



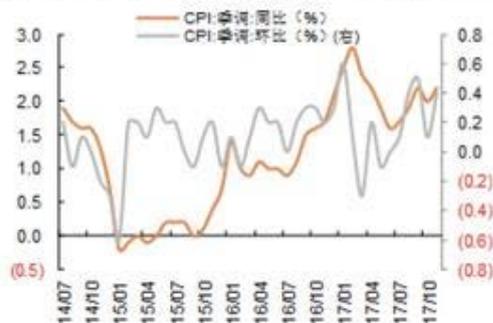
资料来源：WIND，平安证券研究所。

图表27 美国 10 月零售销售同比增速回落



资料来源：WIND，平安证券研究所。

图表28 美国 11 月 CPI 同比增速回升至 2.2%



资料来源：WIND，平安证券研究所。

### 十、 猜想十：欧元区货币政策收紧时点或将延后

虽然欧元区经济状况在今年表现亮眼，但中期欧元区面临较多不确定性：① 马克龙国内及欧盟改革或存证伪风险，一方面，法国结构性改革面临诸多利益诉求，改革难度较大。另一方面，法国国内对欧盟改革计划仍有反对声音，或增加马克龙欧盟计划的阻力；② 德国联合执政艰难，德国总理默克尔由于大选结果不

甚理想而不得不与其他党派联合组阁执政，这些党派中不乏反对欧盟改革的声音，将增加默克尔及新政府配合欧盟改革的难度，目前默克尔组阁遇挫已显示出联合执政的艰难，德国未来政局走势尚不明确；③意大利大选风险不容忽视。反欧极右政党五星运动党获得的支持率已接近民主党，考虑到意大利全国大选必须在2018年5月前举行，明年其隐含的风险性不容忽视。

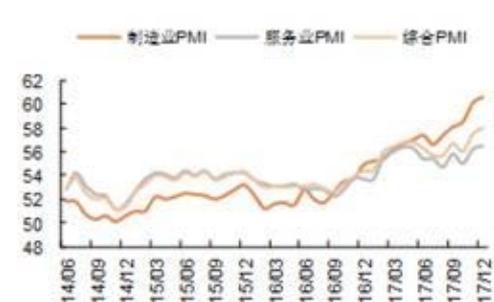
在这样的背景下，我们判断欧元区货币政策收紧时点将延后：在经济增速渐趋稳定，通胀水平仍显低迷的情况下，2018年上半年欧央行货币政策仍将在缩减购债规模的基础上维持宽松；下半年若欧元区风险事件均安全落地，经济增长内生动力或有所增强，且在美联储与英央行加息背景下的弱欧元也将有利于通胀回升，欧央行或将考虑在2018年下半年至2019年期间开始收紧货币政策。

图表29 欧元区11月CPI同比增速回升至1.5%



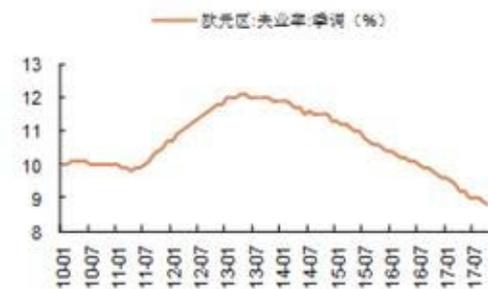
资料来源：WIND，平安证券研究所。

图表30 欧元区制造业PMI继续上行



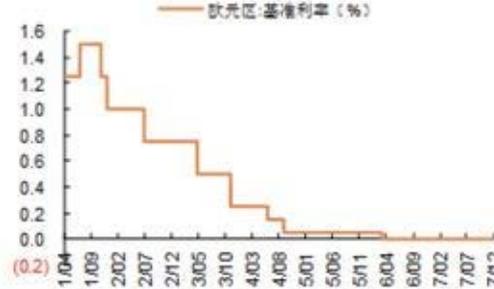
资料来源：WIND，平安证券研究所。

图表31 欧元区失业率继续探底



资料来源：WIND，平安证券研究所。

图表32 欧央行维持宽松货币政策



资料来源：WIND，平安证券研究所。



## 东京重新考虑人民币合作 美国单边主义及亚洲联通引发变革<sup>1</sup>

亚当·科特<sup>2</sup>，戴维·马什<sup>3</sup>

中日双方显然在对中日货币合作态度进行反思，究其原因是在两年来日本经济相对繁荣加上日元疲软，以及担心美国采取单边主义。

2016 年 10 月，人民币被纳入特别提款权（SDR）货币篮子——国际货币基金组织的复合货币单位。各方均看好人民币国际化，但日本显然不在其列。至少在私下里，日本某知名财经人士曾表示，人民币入篮为时尚早。

然而，鉴于过去 12 个月来人民币对美元汇率稳定，再加上日本首相安倍晋三为了摆脱通缩令日元进一步走弱，这种情绪似乎有所变化。

随着中国金融市场的深度和流动性增加，日本改变态度，开始加强合作，包括维持双边货币和金融关系稳定。

态度的转变体现在四个关键领域。首先，双方对共同推动货币国际化表现出更大兴趣。由于日本长期经济停滞，近年来日元国际化突然放缓，而中国却在大力增加人民币的使用。

现在两国正在采取行动协调双方的做法，因为双方都意识到其商业和金融环境中的问题会给彼此的经济造成打击。举个例子，2015 年年中，中国资本外流增加，导致日元升值股价下跌，中国外汇管制再收紧。

中国和日本采取措施摆脱对美元的过度依赖还有另一个原因，那就是两国担心美国推行货币政策正常化可能导致美元流动性短缺。与之相关的是一个普遍愿望，那就是日元和人民币国际化，以配合区域贸易增长和亚洲金融合作深化。

第二个互动增强的领域是双边证券投资。日本证券投资者正增加在中国股市上的交易，并期望获得更多进入中国债券市场的机会，要知道中国是继美国和日本

<sup>1</sup> 翻译：蔡越；审校：陆可凡，原文选自 OMFIF Commentary（2018 年 1 月 31 日）

<sup>2</sup> 亚当·科特，货币金融机构官方论坛亚洲主席

<sup>3</sup> 戴维·马什，货币金融机构官方论坛主席

本之后的第三大债券市场。东京和北京的金融当局已经就日本公司在中国发行人民币债券的框架达成一致。

第三，两国正加强与其他央行的货币互换合作。中国和日本理所当然是商业和金融合作伙伴。基于对经济和金融脆弱性的共同认识，他们采取了亚洲债券市场发展倡议（ABMI）、亚洲债券基金（ABF）和清迈倡议多边化（CMIM）等区域倡议，所有这些举措都旨在深化该地区经济和金融一体化。

中国和日本是清迈倡议多边化机制的最大贡献者。通过该机制，东盟成员国与中日韩（10+3）已经同意增加互换和信用额度。其中，大多数互换是本币和美元互换，但有四项（中日、中菲、中韩、日韩）是伙伴国之间的本币互换。日本和菲律宾达成双边货币互换协议，此后菲律宾除美元之外，还可以兑换日元。

第四，日本起初不愿意加入由中国主导的亚洲基础设施投资银行和跨境“一带一路”倡议，但近几个月表示愿意与这些项目合作。安倍表示，日本可能考虑在特定条件下加入亚投行。

去年 12 月，日本执政联盟干事长访问厦门，说明了中日关系正在取得进展。与中国官员会晤后，与会代表发表了一份联合提议，称两国应该寻求包括环保和基础设施等项目的实质性合作。如果亚洲最大的两个经济体能以这种方式合作，整个地区都将受益。



## **Tokyo rethinks renminbi co-operation**

### **US unilateralism, Asia connections stimulate change**

**Adam Cotter<sup>1</sup>, David Marsh<sup>2</sup>**

Japan's two-year period of relative economic buoyancy combined with yen weakness and worries about US unilateralism are both factors behind the apparent rethinking in Sino-Japanese attitudes on currency co-operation.

Following the renminbi's inclusion in October 2016 in the special drawing right, the International Monetary Fund's composite currency unit, Japan has been conspicuously absent from the general fanfare relating to the renminbi's internationalisation. Prominent Japanese financial figures stated, in private at least, that the currency's SDR inclusion was premature.

However, in the light of the renminbi's stability against the dollar over the last 12 months, coupled with Japan's weaker yen policy as part of Prime Minister Shinzo Abe's bid to break out of deflation, the mood seems to be changing.

With Chinese financial markets gaining depth and liquidity, a shift appears underway towards enhanced co-operation, including on maintaining a stable bilateral monetary and financial relationship.

The changing attitude is reflected in four key areas. In the first, the two sides are showing greater interest in joint work on currency internationalisation. As a result of Japan's prolonged economic stagnation, the yen's internationalisation slowed abruptly in recent years, while China has been making greater efforts to increase the use of renminbi.

Moves now appear under way to harmonise the two sides' approaches, driven by mutual awareness of the negative repercussions for each other's economies of problems

---

<sup>1</sup> Adam Cotter, OMFIF's Head of Asia

<sup>2</sup> David Marsh, Chairman of OMFIF

in their business and financial environments. One such example was an appreciation of the yen and falling Japanese stock prices when Chinese capital outflows increased in mid-2015, leading to tighter Chinese exchange controls.

Worries about possible dollar liquidity shortages as the US pursues monetary policy normalisation are another factor encouraging both countries to take steps to lower over-dependence on the dollar. This ties in with a general desire for both yen and renminbi internationalisation to match the increase in regional trade and in Asian financial co-operation.

Bilateral portfolio investment represents a second area of enhanced interaction. Japanese portfolio investors are stepping up trading on Chinese stock markets, and are looking to increase access to China's bond market, the third largest behind the US and Japan. Financial authorities in Tokyo and Beijing have agreed on a framework for Japanese companies to issue renminbi-denominated bonds in China.

Third, both countries are enhancing co-operation over swap lines with other central banks. China and Japan are logical commercial and financial partners. In view of a shared sense of economic and financial vulnerability, they have responded with regional initiatives like the Asia Bond Markets Initiative, Asian Bond Fund and Chiang Mai initiative multilateralisation, all of which work to deepen economic and financial integration in the region.

China and Japan are the largest contributors to the CMIM, through which members of the Association of Southeast Asian Nations and 'Plus Three' grouping, which includes Japan, China and South Korea, have agreed to extend swap lines and credits to one another. Most of these arrangements are specified as swaps of local currencies for dollars, but four (China-Japan, China-Philippines, China-South Korea, and Japan-South Korea) involve the partners' local currencies. The bilateral swap line between Japan and the Philippines enables the Philippines to swap its local currency against yen, in addition to dollars.

Fourth, Japan, initially reluctant to take part in the Beijing-led Asian Infrastructure Investment Bank and in the cross-border Belt and Road initiative, has in recent months



indicated it is ready to co-operate with these projects. Abe stated that Japan may consider joining the AIIB under certain conditions.

A visit to Xiamen in December by the secretaries general of Japan's ruling coalition parties illustrates the progress being made in Sino-Japanese relations. Following meetings with Chinese officials, the representatives issued a joint proposal that their countries should seek ways to co-operate on substantive projects, including environmental and infrastructure initiatives. If Asia's two largest economies are able to collaborate in this way, the entire region will feel the benefits.

## 中日韩服务贸易：未来如何推进？<sup>1</sup>

崔伯英<sup>2</sup>

长期以来，制造业和国际贸易一直是东北亚三国经济增长的主要力量。然而，与其货物贸易顺差相反，这三国都面临服务贸易逆差。此外，尽管服务贸易在经济中占有重要地位，但与其他发达国家相比，东北亚三个国家的服务贸易对其经济的贡献似乎较小；虽然 2016 年经合组织成员国的服务平均出口占出口总额的 29.1%，但服务贸易分别只占中国、日本和韩国出口总额的 7.8%、21.5% 和 15.3%。

鉴于全球价值链的无处存在，服务部门在国际贸易中发挥着越来越重要的作用。例如：运输、物流以及信息和通信技术服务使各国能够相互有效联系。因此，三国政府正在推行促进服务贸易的政策，提高服务部门本身的效率和生产力。

促进三国之间的服务贸易有几种方式。韩国和中国今年就进一步的自由贸易协定谈判达成了一致，以实现服务和投资自由化。除了这样的双边自由贸易协定之外，中日韩也可以合作领导早日完成区域全面经济伙伴关系，当然也需要推进中日韩三边自由贸易协定的进展，包括服务贸易自由化的规定。

必须非常认真考虑消除一些不必要的服务贸易障碍。例如，韩国现行法律要求申请人必须在会计课程中获得 24 个学分才能参加韩国注册会计师考试，而从外国大学获得的学分则不予承认。虽然任何不分国籍，年龄或教育背景的人都有资格参加韩国注册会计师考试，但学分要求可能成为会计部门人员流动的主要限制条件。对中国而言，对跨国并购设限、对后续资本和投资转移设置条件对多种服务行业贸易产生负面影响。就日本而言，外国进入限制相对少，而其在利用壁垒方面进行竞争的措施似乎更为微妙。例如，在快递服务部门，指定的邮政运营商日本邮政有限公司似乎在清关期间得到优惠待遇。而韩国和中国的指定邮政运营商没有这种优惠待遇。

虽然有些条例显然必须取消，但许多条例都有自己的合法目标。即使在许多

<sup>1</sup> 翻译：李响；审校：肖柏高，原文选自 KIEP Opinions（2017 年 12 月 4 日）

<sup>2</sup> 崔伯英，博士，韩国对外经济政策研究院（KIEP）副研究员



发达国家，广播服务也只允许有限的外国进入，以确保文化多样性，而出于国家安全原因，空运和海运不向外国投资开放。因此，取消服务贸易壁垒显然有其成本和效益。与非关税措施一样，这就是为什么建立合作机制以精简各国的规章制度十分重要。尽管中国、日本和韩国地理位置相近、经济相互依存程度高，但没有机制讨论如何协调整个区域的规章制度。三国可以利用现有泛黄海经济技术交流会议作为政府、行业、学术界合作对话的渠道。虽然这是一个次区域机制，但这种设置有其自身的优点，因为它有助于在经济特区进行政策试验。

## **Trade in Services of China, Japan and Korea: The Way Forward**

**CHOI Bo-Young<sup>1</sup>**

For a long time, manufacturing and international trade have been the main contributors to economic growth for the three countries of North-east Asia. However, contrary to their trade surplus in goods, they are all countries who face trade deficit in services. Also, despite its importance in the economy, the services trade of the three Northeast Asia countries seems to contribute less to their economy compared to other developed countries; while services exports account for 29.1% of total exports on average for OECD members in 2016, they only account for 7.8%, 21.5%, 15.3% of total exports for China, Japan and Korea, respectively.

Given the prevalence of global value chains, the services sector plays an increasingly important role in international trade. For instance, transport, logistics, and information and communication technology services allow countries to be efficiently linked to each other. Thus, the governments of the three countries are pursuing policies to promote trade in services, enhancing the efficiency and productivity of the service sector itself.

There are several ways to facilitate trade in services between the three countries. Korea and China agreed on further FTA negotiations to liberalize service and investment this year. In addition to such bilateral FTAs, China, Japan and Korea could also cooperate to lead early conclusion of the RCEP, not to mention make progress on the trilateral FTA negotiations between China, Japan and Korea that includes provisions of services trade liberalization.

Some unnecessary impediments of services trade must be considered very

---

<sup>1</sup> CHOI Bo-Young, Ph.D., Associate Research Fellow, Cooperation Policy Team, Korea Institute for International Economic Policy

carefully to be removed. For instance, current Korean law requires applicants to earn 24 credits in accounting courses to take the Korean CPA examination, while credits earned from a foreign university are not recognized. Although anyone regardless of nationality, age or educational back-ground is qualified to take the Korean CPA exam, the credits requirement can be a major restriction to movement of people in the accounting service sector. For China, restrictions on cross-border mergers and acquisitions (M&A), conditions on subsequent transfer of capital and investment are regulations pointed out to have negative impacts on trade in multiple services sectors. In the case of Japan, foreign entry restrictions are relatively liberalized while its measures seem to be more subtle in exploiting barriers to competition. For instance, in the courier service sector, it appears that the designated postal operator, Japan Post Co., Ltd., receives preferential treatment during customs clearance. There is no such preferential treatment for the designated postal operators of Korea or China.

While it is clear that some regulations must be removed, many regulations have their own legitimate objectives. Only limited foreign entry is allowed in broadcasting services even in many developed countries to ensure cultural variety, while air and maritime transport are not opened to foreign investment for national security reasons. Thus, it is clear that there are cost and benefits of lifting barriers in services trade. Like non-tariff measures, this is why establishing a cooperation mechanism to streamline the regulations across countries is important. Despite the fact that China, Japan and Korea are countries that are geographically close to each other with a high level of economic inter-dependence, there is no mechanism to discuss ways to harmonize regulations across the region. The three countries may utilize the existing Pan-Yellow Sea Rim Economy and Technology Exchange Meeting as a government-industry-academia cooperation dialogue channel. Although it is a sub-regional mechanism, this setting has its own merit as it facilitates attempts to experiment with policies as is done in special economic zones.

## 系列二十八：人民币债券种类的创新<sup>1</sup>

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，已经连续四年编写并发布《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 2017》主题为“强化人民币金融交易功能”。在历史经验借鉴、理论分析和实证研究基础上，本报告致力于针对“为什么要强化人民币金融交易功能”以及“如何强化人民币金融交易功能”等问题做出回答。报告不仅充分论证了强化人民币在国际市场上金融交易功能的必要性，为之提供了理论、实证以及历史经验等多方面的证据，还具体探讨了强化人民币金融交易功能的主要实现路径，并就其中存在的问题与解决方案进行了分析，为扫清制度和技術层面的障碍与制约因素提供决策参考。《IMI 研究动态》将连续刊登《人民币国际化报告 2017》节选系列文章，以飨读者。

本文节选自《人民币国际化报告 2017》第五章。

从人民币国际使用的角度来讲，在岸人民币债券市场的开放可以拓宽境外机构使用人民币进行投资的渠道，增加海外投资人对于持有人民币的兴趣。在岸人民币债券市场的对外开放，增强人民币的国际投资功能，为国际投资者提供新的选择。

通过市场创新，人民币债券市场还可以起到强化人民币在国际范围内融资功能的作用，从而进一步推进人民币在国际上的使用。

第一，发展资产支持债券市场。美国和欧洲的债券发行人结构类似，金融机构债券与政府部门发行债券规模较大。事实上，在欧美金融机构发行的债券中，有相当大的一部分是通过资产证券化形成的资产支持债券。我们估算，在 2015 年末存量债券中，欧元区的资产证券化债券约 1.2 亿美元，占金融机构债发行存量的 12.7%；美国的资产支持债券存量更是高达近 10 亿美元，占其金融机构债总体存量的 67%（图 1）。

<sup>1</sup> 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

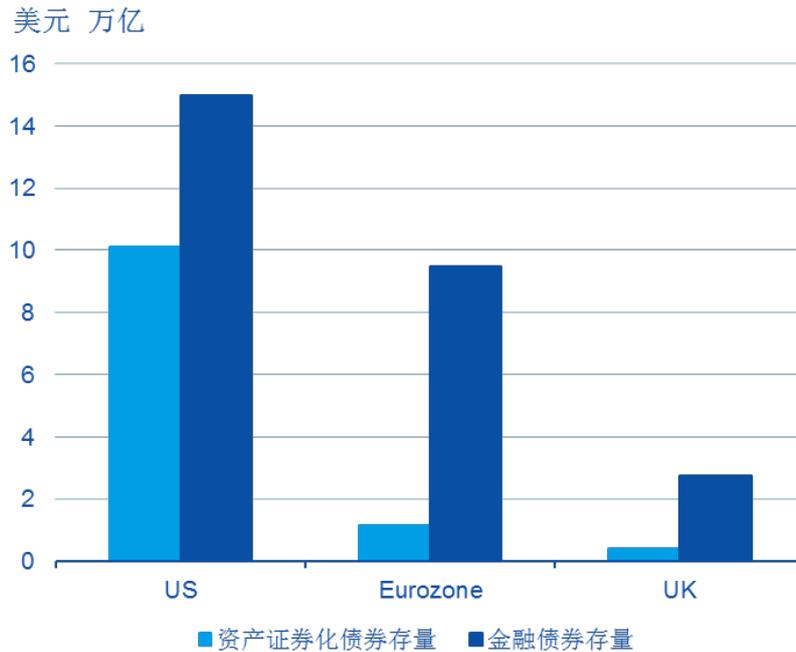


图 1 国际资产证券化存量

数据来源：SIFMA

在欧美发达经济体的实践中，通过资产证券化可以创生大量的高等级、低风险债券，特别是资产支持债券的收益率相对于其他安全资产通常具有更多优势，因而资产支持债券资产相对更受到机构投资的青睐。

资产证券化也曾经备受争议，由于资产证券化过度发展导致的美国次贷危机被认为是引起 2008-2009 全球金融海啸的罪魁祸首。但是造成全球危机的根本原因是当时对于资产证券化的松懈监管，而不是资产证券化的概念本身。在经历金融海啸之后，最近几年资产支持债券又重新开始活跃，充分说明资产支持债券作为一种金融产品，仍有着广阔的需求。

发展资产支持证券可以丰富我国债券市场的产品种类，特别是能够增加高等级债券的供给，在某种程度上可以增加在岸债券市场对于外部投资者的吸引力。然而时至今日，资产证券化在我国市场发展尚不成熟。虽然中国当局开始从 2005 年开始资产支持证券化市场试点，但是证券化发行的规模在 2009 年之前都进展缓慢，主要是由于银行业在经常账户和资本账户“双顺差”的条件下享有充裕的流动性。而 2009 至 2011 年期间，由于美国次贷危机的爆发，中国监管当局担心资产证券化模式对经济和金融稳定的负面影响，资产证券化进程一度被暂停。

2012 年资产证券化试点项目重新启动，此后发展进程迅速。2015 年资产证券化规模达到近人民币 7000 亿，新的资产证券化产品发行的总值一举超过了韩国和日本（图 2）。但是总体而言，我国资产支持债券占金融机构债券存量比例直到 2016 年底也仅有 3.7%，显著低于欧洲（12.7%）和美国（67%）的比例。国际比较说明，无论是绝对数量还是相对水平，中国的资产支持债券都存在巨大发展空间。

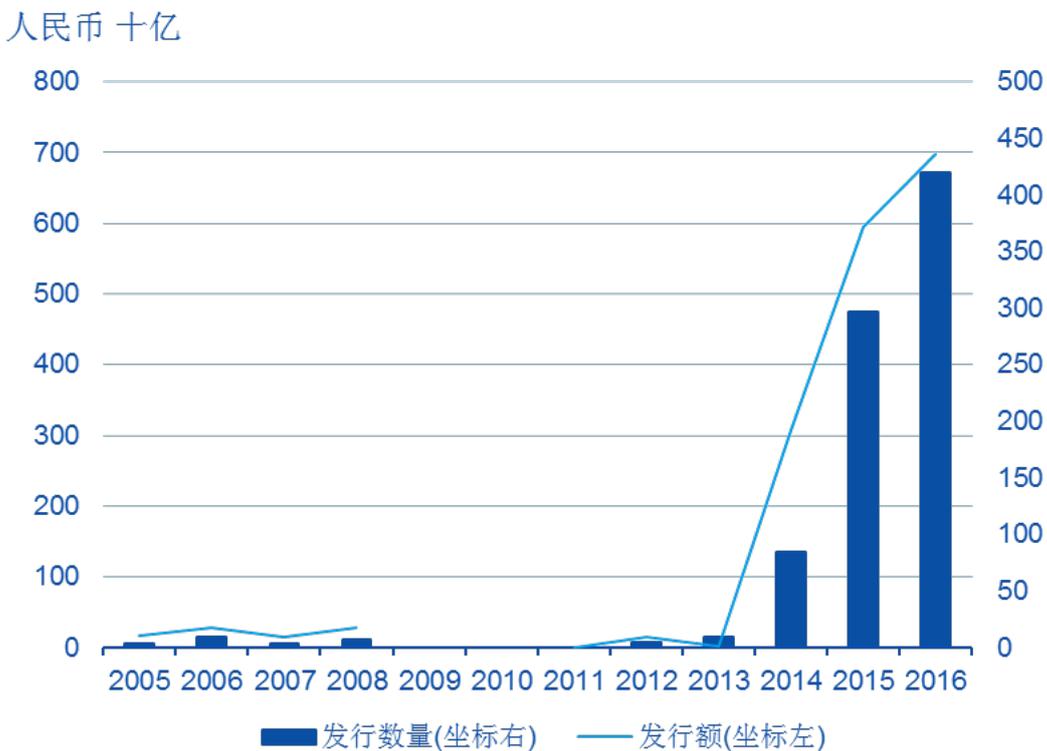


图 2 中国资产支持债券近年来发展迅速

数据来源：WIND

在发展资产支持债券，吸引海外投资者方面我们有以下两点的建议：

首先，需要合理安排资产支持债券标的资产，目前我国的资产支持债券大多是中小企业贷款（74%），而消费贷款（包括住房抵押贷款）仅占约 15%。这个与发达国际金融市场的比例有差距。在国际上，以消费信贷（特别是住房抵押贷款）为标的资产的债券认受度更高。未来我国资产支持债券的发展应当多向住房抵押贷款倾斜。

其次，通过资产证券化创生出来的债券对于评级有着较高要求，否则无法向市场反映其投资价值，特别是对于海外投资者。在这个方面，可以适当考虑优先



对具有国际声誉的海外评级机构开放资产支持债券的评级市场，尽快提高海外投资者对于我国资产支持债券的认受程度。

第二，发展“熊猫债”市场。“熊猫债券”是境外主体在中国境内发行的以人民币计价债券。2005 年 10 月，国际金融公司和亚洲开发银行在境内银行间债券市场先后发行熊猫债券，但是在随后十年里“熊猫债”市场并没有得到发展。即使在 2009 年中国开始其人民币国际化进程之后，离岸人民币债券（点心债）蓬勃发展，“熊猫债”市场却发展缓慢。

当时熊猫债的相对于点心债市场的冷清主要有两方面的原因，首先是在“熊猫债”涉及资本的跨境流动，而我国仍在资本项下实行一系列的管制，因此境外主体在“熊猫债”发行方面面临较大障碍；而相对而言，在离岸市场发行点心债则受到更少监管。其次，在人民币国际化的最初阶段，海外人民币相对缺少投资用途，对点心债的需求很大导致点心债的收益率相对在岸市场较低。这意味着债券发行人在离岸市场发行人民币债券更有成本优势。

然而以上情况从 2015 年开始有所转变，随着“8.11”人民币汇率改革的开展，人民币单边升值预期大为减弱。一个直接的后果就是海外人民币回流国内，离岸人民币市场资金池收缩，离岸融资成本逐步抬升。根据市场资料，人民币一年期存款利率平均上升至 4% 以上，三年期点心债融资成本显著上涨近 200 基点。离岸人民币流动性紧张也会推高点心债投资者的人民币拆借成本，进一步打击投资者对点心债兴趣。

而此时在岸人民币债券市场则由于货币环境的宽松而变得更有吸引力。同时，由于人民币在当年被国际货币基金组织（IMF）宣布加入特别提款权（SDR），一些国际机构也对发行“熊猫债”产生浓厚兴趣。“熊猫债”市场在 2015 年迎来首个发行高潮，当年内有六家境外机构在该市场发行了总额为 155 亿元人民币的债券。“熊猫债”市场发展的良好势头在接下来的时间里得以延续，截至目前，共有 18 家境外机构在银行间市场发债，境外发行人类型涵盖国际开发机构、政府类机构、金融机构和非金融企业（表 1）。境外机构在银行间市场共发行人民币计价债券 22 单，总规模共计人民币 1255 亿元。

表 1 熊猫债发行情况

发行人类型		核准/注册额度 (亿元)	发行量 (亿元)	余额 (亿元)	发行单数	发行日期
国际开发机构	亚洲开发银行	20	20	10	2	2009
	国际金融公司	20	20	0	2	2005
	新开发银行	30	30	30	1	2016
政府类机构	大韩民国	30	30	30	1	2015
	加拿大BC省	60	30	30	1	2016
	波兰	60	30	30	1	2016
金融机构	加拿大银行	50	35	35	1	2016
	汇丰香港	10	10	10	1	2015
	中银香港	100	10	10	1	2015
	渣打香港	20	10	10	1	2015
	创兴银行	30	15	15	1	2016
非金融企业	戴姆勒	250	110	60	6	2016
	招商局	30	15	15	3	2016
	华润置地	200	50	50	2	2016
	中芯国际	60	21	21	2	2016
	威立雅	150	10	10	1	2016
	华润水泥	135	35	35	1	2016
	恒安国际	50	20	20	1	2016
	九龙仓	200	40	40	1	2016
	中药控股	30	25	25	1	2016
	中电国际	50	20	20	1	2016
合计		1585	586	506	32	

“熊猫债”市场的发展对于人民币国际化具有重要意义。成功的国际化货币应当在金融交易中担当媒介和计价的功能，它不应仅限于投资活动，也应当包括融资活动。在本章的第一部分我们曾经介绍全球国内债券和国际债券的发展情况，其中国际债券几乎也占据半壁江山。而在国际债券中，六种重要国际货币（美元、欧元、英镑、日元、瑞士法郎和加拿大元）标价的国际债券占国际债券总体存量 95% 以上。熊猫债券恰是以人民币计价的国际债券（外国债券），熊猫债券的发展壮大对于人民币提升在国际债券中的市场份额不可或缺。

“熊猫债”对于发展中国在岸债券市场也同样大有裨益。“熊猫债”可以丰富国内债券市场的投资品种，令国内投资者更好地进行多元化投资。由于资本管制的存在，国内投资者在投资海外的过程中受到种种限制，邀请境外发行人直接在国内市场发行“熊猫债”，则可以令国内投资人无需跨境就满足其需求。

而在另一方面随着“熊猫债”市场的开放，境外潜在的债券发行人可从中国这个全球最大人民币资金池进行人民币融资，满足其资本性支出及其他需求。与此同时，中国监管机构可以通过“熊猫债”市场与国际接轨，使得“熊猫债”成为流动性很好的热销产品，吸引更多潜在市场参与者。



“熊猫债”的发展还有助于配合我国“一带一路”国家战略的实施。与国际信贷一样，“熊猫债”可以为“一带一路”的相关项目和机构筹措资金，并通过项目在中国的采购和工程承包最后实现以收入形式回流，是对人民币跨境环流机制的有益和重要补充。

但同发达市场的外国债券相比，“熊猫债”市场的发展仍远远落后。在目前“熊猫债”市场中，除了政府和国际组织发行人之外，商业机构投资人以中资海外机构主体为主，真正的国际发债主体仍处于少数。这些中资海外企业发债的目的更多是由于离岸市场筹资成本升高而转向在岸市场。

如果想真正提高“熊猫债”市场的国际化程度，需要吸引更多国际机构和企业在岸市场发行“熊猫债”。目前，境外机构在银行间发行“熊猫债”还面临一系列的问题，包括：“熊猫债”发行的制度规则尚不健全，除了对国际开发机构发行人已明文规定外，尚未对其他类别发行人正式成文规定；对于发行人财务报告的标准要求与中国会计准则等效，实质上增加发行主体的合规成本，减慢批准进程；在“熊猫债”募集资金使用方面仍有较多限制，特别是在将募集资金境外使用方面。

目前，“熊猫债”市场还处于初期发展阶段，其未来发展潜力则是巨大的。特别是在人民币汇率趋向双向波动，灵活性不断扩大的基础上，人民币作为国际融资货币的功能必然会受到更多重视。而在监管者严控资本流动的条件下，优先发展“熊猫债”市场必然成为人民币国际化的重点之一。我们有理由相信，影响“熊猫债”发行提速的各类技术问题将逐步得到解决，“熊猫债”市场将会迎来快速发展机会。

第三，发展新兴 SDR 债市场。2016 年 8 月，世界银行下属的国际复兴开发银行获准在中国发行额度合计 20 亿特别提款权（SDR）计价债券。其中第一期 SDR 计价债券已经于 8 月 31 日在中国的银行间市场发行，本期债券发行规模五亿 SDR（批准），发行期限为三年期，以 SDR 计价，以人民币认购。债券的推出受到机构投资者踊跃认购，认购倍数达到 2.47，最终利率定在 0.49%。此次债券被称为“木兰债”，是自 1981 年以来全球市场上发行的第一笔 SDR 计价金融产品。

“木兰债”可以定义为在中国市场发行的 SDR 计价债券，更有意思的是“木兰债”是以人民币来交割，所有相关的现金流都是基于 SDR 计算的，而后再按照 SDR/CNY 的汇率转换为等值的人民币。投资者和发行人都承担潜在的 SDR 汇率变动的风险，因此需要对冲。

“木兰债”的发行与人民币加入国际货币基金组织的 SDR 货币篮子有着重要联系。2015 年 11 月，国际货币基金组织宣布将人民币作为除英镑、欧元、日元和美元之外的第五种货币纳入 SDR 货币篮子。人民币在 SDR 货币篮子中的权重为 10.92%，超出日元和英镑。

“木兰债”的成功发行有利于国际货币基金组织提升 SDR 在国际货币体系中的地位，也有利与中国推进人民币国际化进程。在中国目前仍处于资本管制的情况下，“木兰债”的出现为境内投资者提供了一个配置外汇资产而不涉及跨境资本流动的途径。对于需要配置外汇资产而对流动性要求不高的国内长期投资者（如养老金、保险公司等）具有较大吸引力。

“木兰债”在中国具有巨大的发展空间，它为国内投资者提供了一个配置外币资产、规避单一货币利率和汇率风险的新渠道。有人更是乐观预计未来五年该市场规模有望达到 70~80 亿 SDR。但由于自身原因，“木兰债”也存在着诸多不足，SDR 五年一次的重估风险、定价估值问题以及流动性不足等。

五年一次的重估流程使得 SDR 标价债券的期限受到限制。IMF 每五年会根据篮子中货币的发展情况进行 SDR 权重的重估调整。随着人民币于 2016 年 10 月 1 日正式“入篮”，SDR 篮子现有币种为五种，下一次重估调整将在 2021 年。各币种权重的变动势必影响相应利率和汇率的走势，虽然每次调整的幅度并不大，但为保险起见 SDR 计价债券倾向于中短期（比如 2016 年发行的债券会在 2021 年前到期）。如果 SDR 债希望进一步扩容，就要考虑发行长久期债该如何解决 SDR 篮子权重调整的风险的问题。

SDR 本身是一个货币组合，因此 SDR 债券的投资者和发行人都承担潜在的 SDR 汇率变动的风险，因此需要进行对冲。由于缺乏有效的收益率曲线，市场需要通过各货币的收益率曲线和发行方的信用风险进行定价。对于发行方和投资方来说，参与主体需要在资产负债表的另一边进行对应操作或对冲单一币种的风险敞口，资产负债表管理变得复杂。

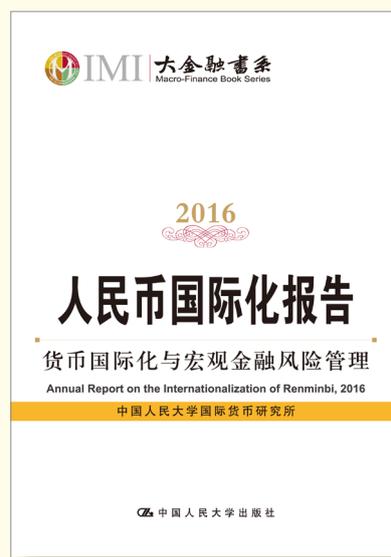


“木兰债”市场的发展也可能面临流动性不足的问题。由于目前 SDR 债投资者是以主权投资者为主的特定群体，投资者对 SDR 债多是持有到期，二级市场流动性的问题暂时还并不突出，但如果未来要进一步扩大投资者基础，可能需要引入更多的银行交易商进入这个市场。

我们认为，在目前的阶段。“木兰债”的潜在发行群体应当是具有较高风险管理能力的国际开发机构和跨国银行。我国应当与国际货币基金组织合作，积极邀请现有的国际开发机构来在岸市场发行“木兰债”；同时也应鼓励有条件的国内大型银行，特别是有大量海外资产的银行适当发行。我国政府也可考虑在海外发行 SDR 标价的国债，或者由其他具有主权评级的机构来完成。

## 《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



  
0755-26416011

  
xft@xfintech.com.cn

  
深圳市福田区高新兴科技园  
2368号怡化金融大厦2015

