

2017 年第 2 期 总第 10 期

财经参考

上海对外经贸大学图书馆主办



财经参考

2017 年第 2 期·总第 10 期

国际财经

全球下一场金融大火带来的大萧条会更惨.....	1
许善达：对中美经济形势的分析判断和预测.....	2

国内财经

从城市经济学的视角看雄安计划.....	7
哈耶克、列宁与中国国企改革.....	12
中国经济周期之辩：“空中加油”还是“迈向新周期”？	14
中国经济周期之辩：数据向左、趋势向右.....	16
中国迎来主导经济全球化的机遇.....	19
巴曙松：中国银行业应对 3.0 时代挑战.....	21

新闻快讯

2017 年最大的黑天鹅正式来临投资者背水一战.....	24
没了汇率操纵国的担忧人民币汇率走势更稳.....	25
全球经济复苏“普遍而稳固”.....	26
停滞一年人民币国际化现回暖迹象.....	27
外资金融机构：雄安新区影响有限.....	29

财经参考

国际财经

全球下一场金融大火带来的大萧条会更惨

来源：BWCHINESE 中文网（2017-03-30）

作者：刘石田（编译）

始于 2007 年的金融伤痛似乎被人们忘却了。其实，这场大火还在蔓延。

BWCHINESE 中文网讯，近日麻省理工学院斯隆管理学院教授 Simon Johnson 发表题为《The Financial Fire Next Time》的文章，提醒人们不要忘记那场始于 2007 年的金融危机，并称，下一次金融大火可能带来的大萧条更惨。

2007 年初，近 80 年来最严重的金融危机开始爆发。18 个月后，雷曼兄弟公司倒闭，危机达到高峰，震波影响全世界。政府的救急措施让我们免于遭受第二次大萧条，而官员们誓言我们“永远不会再次”面临同样风险。政治人物和央行开启了广泛的全国性改革与国际合作程序，这一切都是为了降低大银行倒闭的可能性。

十年后，全球金融体系在某种程度上因为这些措施而变得更为安全了。但从另一个角度来看，金融体系的结构并没有多大改变，甚至可能变得更加脆弱了。但是，大西洋两岸的决策者并没有完成改革的任务。实际上，他们似乎准备开倒车，撤销带来现有进步的大部分措施。

过去十年取得了三项主要成就。首先，一些金融企业倒闭了，而且也理应如此：它们的业务模式糟糕、经营不善，或两者兼而有之。与此同时，更强大的金融企业扩大了它们的市场份额。

其次，银行融资从债务转向了股权。危机前，股权融资比率还不到 2% 的主要银行超过一家，这意味着 98% 以上的资金来自债务。今天已经没有这样的情况了。

第三，大银行的行为现在受到了限制。所谓的“沃尔克规则”（Volcker Rule）禁止美国银行进行自营交易（一种内部投机）。在其他国家，银行监管当局也对所谓的经过深思熟虑的冒险行为持怀疑态度。审慎成为主流。

不幸的是，这些成就可能是短暂的。有权势的人希望解除对美国和英国银行的限制。比如，“沃尔克规则”预计将面对来自高盛公司，还有其如今位居美国政府高位的前高管的巨大压力。

高盛集团前总裁、首席运营官科恩（Gary Cohn），目前是美国总统特朗普国家经济委员会主席。他认为应该减低资本要求（允许银行增加债务融资，减少股权融资），以提振经济。这正是 21 世纪初所发生的事情。如果科恩得逞，结果也将是类似的：灾难。

自 2008 年以来，全球金融体系在一些重要方面变得更加集中。美国最大银行相对于其竞争对手，包括欧洲大银行，表现更为出色。因此，在关键市场以及全球关键基本金融基础设施，摩根大通等美

资银行依然是“大到不能倒”。

金融有时候貌似复杂，但真正重要的东西却十分简单。美国参议员里德（Jack Reed）最近对此做了精辟的总结。

“我的选民不需要华尔街的花哨计算器或方程式，才能理解改革华尔街、节制无限制贪婪是有价值、有益处的事；保护消费者和他们的血汗钱是有价值、有益的事情。让家庭能够住在自己的房子，不让房子被银行收回也是有价值、有益处的事情。”

政府官员对政策的看法，受他们的世界观及个人经历的影响很重。如果你被金融危机深深地伤害过，你就不太可能希望历史重演。

但如果你因此受惠，比如抄底买入廉价资产或扩张了市场份额，那么你不支持审慎行事是可以理解的。里德在谈到高盛前执行副总裁慕钦（Steven Mnuchin）是否适合担任美国新财长时说：“一个不遗余力地收回美国同胞房子来致富的人，在我看来不具备成为财政部长的正确价值观。基于他的过去，我无法认为他有‘清理沼泽’的能力。我担心他可能会进一步操纵金融体系，让 1% 的人受惠，美国工人阶级受害。”

不过参议院还是批准了慕钦的任命，这显示我们即将回到原点。郭庾信（James Kwak）和我在我们合著的《13 个银行家》一书中指出，20 世纪 80 年代和 90 年代的金融去监管化，出现了 21 世纪初的房地产市场的蓬勃发展。

这为 2008 年的金融崩盘埋下了伏笔，并随后带来了 2010 年及以后的新一轮改革。改革是认真的，但却不够彻底，并且可能轻易地被扭转。事实上，特朗普政府正准备这么做。

大银行将变得更大，资本水平将下降。合理风险管理将再次变成过时的做法。有权有势的人在枯荣循环中都有办法获利。

我们这些其他人只能看到更严重的不平等性，以及更多危机导致的贫困。

Simon Johnson，麻省理工学院斯隆管理学院教授，《燃烧的白宫：国父，国债及其与你的关系》（White House Burning: The Founding Fathers, Our National Debt, and Why It Matters to You）一书合著者。

对中美经济形势的分析判断和预测

来源：爱思想网

作者：许善达（资深经济学家）

首先，谈谈近几年我们对经济形势的研究和判断。

现在开各种论坛，有很多发言。我总感觉，在这些发言里面，批评政府的意见非常多，有些意见非常好，政府也非常需要。但我认为，高水平的经济学家不是光批评，而是准确预测并提出应对之策。预测是对未来一段时间的判断。我们常讲，“凡事预则立，不预则废！”可见预测是很重要的。由于未来是未知的，所以说预测是个挑战。只有准确预测才能有针对性地提出应对之策，才算是高水平的专

家、智库或智囊。

这么多年，我作为一个一般水平的经济学家感到很惭愧。特别是近几年世界经济有好几次重大波动，我们的经济学家都没有很好的预测到。比如说 2008 年的金融危机，之前我们就没有预测到，有些甚至预测不会爆发。我知道，美国高盛有几位经济学家是提前预测到的并写了报告。还有，当时的石油价格一桶涨到 147 美元，我们的经济学家谁也没预测到石油价格还会跌到 50 美元以下。

记得那时候我参加了一次中美经济学家对话，是 50 人论坛举办的。在这个论坛上，美国总统经济顾问委员会的一位专家问我们：“你们中国对于大宗商品降价有什么应对准备？”中方几位专家包括我在内竟然没有任何回应。为什么呢？因为我们没有想到大宗商品会出现这么大的降价，特别是石油价格会降这么低。

相反，在有些重大事情上我们不仅没有预测到，还出现了一些误判。比如：美国打伊拉克和利比亚。有人说，你看他们打了半天，又出钱又死人，也没捞到石油啊！反而中国等国到伊拉克买了几个油田，好像拣了个便宜。其实，这是个误判。

美国打伊拉克、打利比亚，最关键的是确保石油美元。因为，萨达姆宣布伊拉克的石油要改为欧元结算，不用美元结算了。利比亚总统卡扎菲更狠，他连欧元都不要了，自己要周边几个小国设计一种新货币，他们的石油交易要用新货币来计价和支付。美国人打完他们以后，这两个国家又都恢复为美元计价了。这两场战争打完后，石油出现了大幅度的降价。为什么？因为美国的页岩气技术取得了突破。实际上，页岩气技术突破早就有信息，但就是没有人预测到这项技术的突破会给全球能源结构、能源产业带来如此大的影响，更没有人预测到这项技术会造成全球能源、经济和外交政策的调整和变革。

前年，也就是 2015 年，我们提出要搞供给侧结构性改革。一种判断就是我们的经济要走下行趋势了！并且还描绘了很多形状，一会儿说是 W 型，一会儿是 V 字型，一会儿又说是 L 型。对此有人很不理解，说 2008 年、2009 年的金融危机那么严重，我们的经济还是上行，为什么到 2015 年底我们判断经济是下行呢？原因是什么呢？有些分析报告就说，是因为国际金融危机还没有结束，我觉得这个判断是没有根据的。

所谓国际金融危机，就是以美国为主搞的经济衍生产品的杠杆率，最高达到 50、60 倍的杠杆率，金融危机爆发后变成了 10 到 20 倍的杠杆率。也就是说，他已经解决了坏账，政府该救的救了，不该救的也都破产了。可是，我们还有专家说，我们的经济下行是因为美国的金融危机，我觉得这种说法是没有数据支持的。

我理解的原因：一个是石油。因为现在的数据统计就是由于页岩气的出现，全世界能源领域的投资减少了数以万亿计，包括我们的很多油井都关掉了，美国的煤矿也关了很多，澳大利亚很多卖给我们的煤矿，当年赚了很多钱，也关掉了！为什么？就是因为这个页岩气的大量低价供给。所以，美国把禁止石油出口的禁令也解除了。在这种情况下，全世界的能源投资数额大幅减少。能源投资减少连带着钢铁、铁矿石及相关服务业等等，所有产业链统统萎缩。

按说石油降价对我们有好处，我们每年进口石油大概 3 亿吨，我们的经济应该好啊！但是，由于世界投资规模的减少，破坏了原来的相关产业链，这个对我们的负面影响比我们减少进口石油支出还要严重。所以从 2015 年开始，我们的经济开始走下行趋势。

这是国际方面的影响。另一个是国内的原因。

2008 年、2009 年金融危机以后，我们搞了个几万亿的投资拉动。大家知道，这个几万亿的投资对于企业、对于政府来说是比较容易的事，就是批项目嘛！银行没有任何约束放贷，这就提高了杠杆

率。通过提高杠杆率，增加和扩大投资，GDP 又起来了。GDP 一起来税收也有了，就业也有了。所以，在全世界金融危机状态下，我们的 GDP 增长还是达到了 8%、9% 甚至 10%。可是，这种格局是不能长期维持的。

到 2015 年，这种形式的发展效率急骤下降。投资产生的 GDP 下降，投资形成的资产下降，投资带来的消费下降，再想通过提高杠杆率来扩大投资这条路是走不下去了，这就是我们 2015 年年底做出的判断。所以，2016 年大概是去年 4 月份，《人民日报》权威人士答记者问中有一句特别重要的话，就是我们中国的经济发展不能再依靠提高杠杆率扩大投资来拉动经济增长了。

从 2015 年开始，围绕供给侧结构性改革也有很多论坛，很多专家都做了很多说明，对供给侧改革中的成绩、问题做了很多的分析。在这里我就不详细说了，媒体上都有，无论对错已经是过去时了，再重复也没太多意义。现在迫切需要我们研究的是：“未来还会有什么新的重大的变动？”

我认为，这个新的重大变动主要是美国新任总统特朗普的涉华经济政策。应该说，当初我们对特朗普能不能赢得选举，能不能实施他在竞选中提出的经济政策，是没有预测到的。很多人预测希拉里当总统，所以对希拉里上台后会产生什么样的经济政策有分析，还有一些报告。事实证明，这个预测又失误了。正是因为先期的预测失误，才导致特朗普上台后我们在应对他的经济政策上显得不够及时，甚至有些被动。所以，我觉得这个事情是我们当前迫切需要研究和应对的。

其次，谈谈对未来中美两国经济发展形势的预测，主要是特朗普总统可能采取的涉华经济政策及对我们的影响。

最近我参加了一些论坛，也关注了一些论坛，听了很多经济学家的发言。给我的感觉是，大家在研究预测特朗普的涉华政策时，主要局限于经济层面会对我们产生什么影响？显然这些研究和讨论是不够的，也是不充分的。对此，我有一些看法，也不一定对，因为预测本身就是一件非常难的事情，谁都不敢拍胸脯说“老子天下第一！”

下面，我想谈谈我对特朗普经济政策走向的预测，我认为，有四条是大概率事件，需要我们好好研究并做好应对。

第一条是美元升值。实际上在特朗普就任总统之前美元就升值了，还要继续升值。就这个问题，最近美联储发出的信号已经非常清晰了。从历史上看，美联储对美元加息的判断，一般都基于美国的经济形势。在他们看来，当美国的经济增长达到 2% 就算是很热了，就要通过加息给经济降温。现在美国的 GDP 为百分之一点多接近 2%，而特朗普总统最终要实现百分之三点几的增长。为实现这个目标，他还要出台一系列的政策。所以说，最近一段时间，美国的经济增长速度肯定不会是下降的。如果继续上升，那加息就是一个大概率事件。

美联储加息对中国至少会产生两个比较大的影响：

一个是国内的货币政策。因为我们国家发货币很大一部分是基于我们的外汇储备。所有外汇都要我们的政府、人民银行收购，然后把人民币放出来。所以说，人民币 M2 占 GDP 很高的一个很重要的原因，是因为外汇所放出的货币数量非常大。大家知道，现在我们的外汇储备已经降到 3 万亿左右。也就是说，人民币发行的量可能不再增加甚至会减少，这个会对我们国家的整个经济发展产生什么影响呢？

有的专家说，中国的杠杆率和增长率是正相关的，要去杠杆就会使得 GDP 下降。大家知道，2015 年年底中央经济工作会议说，去杠杆就是“三去一降一补”。2016 年的经济工作会议对于去杠杆又加了个前置条件，说是在维持总杠杆率不变的前提下降低企业杠杆率。言外之意，就是说政府和居民的杠杆率可以适当提高，但总杠杆率不能再提高了！这跟去年 4 月份《人民日报》权威人士答记者问是

有所呼应的。

然而，去年的杠杆率并没有降低，怎么做才能在政府和居民杠杆率有所提高的前提下降低企业杠杆率呢？这是一个挑战。这和我前面讲的由于外汇发行人民币的数量会大幅度减少就有联系。所以，2017年我们国家的货币政策特别是货币这个量的变化，是个非常敏感的问题。

美元加息的第二个影响是，因为美元一加息，全世界的资金都会向美国流动，这个趋势是没有问题的。现在说人民币对美元贬值了！严格的说这句话是不准确的，准确的说是美元对人民币升值了。为什么呢？因为人民币跟别的货币的汇率基本上没有太大的变化，而美元对所有的货币总体上都是升值了。这就必然会产生一个效应，即全世界的资金流向美国。我想在中国也会有一部分资金流向美国，特别是民营企业的资金。因为国有资本往哪里走，不是企业看哪儿好就去哪儿。但是我相信民营企业的资金，有一部分会随着这个趋势而流向美国。

去年，我们的经济增长为百分之六点儿。在投资领域，主要是靠国有资本支持的，民营资本投资增长率只有3%左右。而在国有资本投资里面，有一半以上是靠所谓的基础设施建设。应该说，像高铁、地铁这种投资在短时期内是没有盈利、没有回报的，正是这样一种投资格局支撑着我们去年的百分之六点儿。2017年，在美元对人民币继续升值的情况下，我们的民营企业有多少还在国内投资，这就是一个大问号。如果民营资本投资增长率仍然不高的话，那整个经济增长依靠什么来实现？这个就需要整个来判断、来考虑、来统筹。

第二条是贸易战。特朗普在竞选中说要把我们确定为汇率操控国。如果他把我们确定为汇率操控国，他就会给我们出口到美国的所有商品增加45%的关税，这是美国法律规定的。但他有一个困难，就是他那个汇率操控国的定义有三条，现在我们对上了两条，有一条对不上。所以，他要把我们定为汇率操控国，在法律上还有一些障碍。但是，我认为他即使不把我们定为汇率操控国，他也要采取反补贴、反倾销等贸易战手段，对我们出口到美国的一些商品加大关税。

目前特朗普刚刚上台，大部分精力在处理国内特别是竞选中的一些遗留问题，还没怎么顾得上我们。他和他的班底已经在布局了，其中有两个信号值得注意：一个是今年1月30日，也就是特朗普就任总统第10天，美国国际贸易委员会终裁，说从中国进口的大型洗衣机对美国相关产业造成了实质损害，决定对中国厂商征收32.12%至52.51%的反倾销税。一个是2月2日美国商务部裁定，从中国进口的不锈钢板和钢带获得了补贴，并以低于合理水平的价格在美国市场倾销，所以他还要加75.60%的反补贴税率。这两项加税幅度比那个汇率操控国还要大。我认为，这事还没完，未来他还会选一些商品来加关税。

从这两个信号看，这么大的关税，基本上是宣布美国要对这些商品进行彻底封杀。这是贸易战的一种形式，汇率操控国只是一个手段。我认为，没有这个手段他也会打贸易战。我们怎么应对呢？

不久前，有位美国记者跟我们外交部的新闻发言人对话。这个记者问，特朗普要跟中国打贸易战，你们中国是不是已经准备跟美国打贸易战？实际上他是在试探我们中国有没有预案？美国人跟你打贸易战——加税，那你们中国对美国的商品是不是也要加税。比如说大豆，比如说飞机等等。我们买美国东西比较多的嘛，是不是中国也会加关税？这个外交部的发言人回答，贸易战对双方都是不利的，我们坚决反对打贸易战！（[点击此处阅读下一页](#)）

说了好多话，就是没有回答中国打不打贸易战。看来我们还是没准备好，打不打？怎么打？还没想好，所以他只说贸易战对双方都不利。

我们有很多媒体也说，“杀敌一千，自损八百！”你美国要打贸易战，你也要损失等等。现在来看，我觉得这个贸易战是一定要打的！究竟怎么打？用什么形式打？打到什么规模？可能美国人还在研究。现在的国际贸易委员会主席原来是个大学教授，前些年这个人就写书说，美国人就是被中国给整

死了，是中国的商品把美国经济搞垮了！现在他当上了国际贸易委员会的主席，来解决这个事。你想想他会来自中国商品听之任之吗？

我认为他们现在正在准备之中，未来还要选什么商品、加多少关税？我想他们正在做方案。对此，我们怎么应对？特别是我们对美出口的企业，哪些会被列入加税名单？要提前有所考虑。如果像前面讲的加 50%到 70%的关税，基本上是把出口美国的通道给堵死了。

第三条是特朗普要让制造业回归美国。特朗普就任总统后对很多企业放话，谁不撤回美国生产就给谁加税，现在已经有一些企业答应回到美国办厂了，包括美国自己的企业，还有日本的、韩国的、欧洲的等等。对中国来说，一个代表就是曹德旺的福耀玻璃。

曹德旺到美国投资办厂属于什么特点呢？他的市场本来就在美国，他所生产的汽车玻璃本来就是卖给美国通用、福特的。只不过他原来是在中国生产，出口到美国。现在他把工厂建到美国，在美国生产，还是卖给美国的通用、福特，有些还可能卖到中国。他的市场并没有变，只是把生产场所变了。生产场所一变，他的各项成本就都变了，这里面有些的成本跟中国相比肯定是有差距的。比如说能源成本，他用天然气多少钱？在中国用多少钱？他用电多少钱，在中国用电多少钱？他的劳动力多少钱？有很多比较，我觉得这个东西还是市场因素。

最重要是什么呢？是美国政府也在招商引资。他花了 1000 多万美元买了一块地，并且这块地既不在东部，也不在西部，而是在中部。这个地比较便宜，虽然花了 1000 多万美元，但是因为他雇佣了 1100 个蓝领工人，政府又给他补了 1700 万美元，相当于那块地没要钱，这也是招商。

现在看，特朗普之所以能够竞选成功，很重要一点就是他要给蓝领的人找到就业机会。据曹德旺讲，他雇的工人都是 40 多岁以上且没有高级技能的工人。现在的美国白领就业率是很高的，蓝领特别是年龄比较大的蓝领就业率是很低的。所以，特朗普的竞选纲领要恢复美国的制造业，就是要解决一批蓝领工人的就业。我看还不止这一个，很有可能在全世界的企业里面，在美国以外生产并出口到美国的商品，他的制造商很有可能有一部分会迁到美国去，包括宝马车。宝马本来计划在墨西哥建厂，然后再卖到美国去。虽然墨西哥的各项成本都比美国便宜，但是特朗普说你要到墨西哥去建厂，我给你加 20%的关税，你要到美国建厂我还给你补贴。因此，宝马已经决定不在墨西哥建厂了，回到美国建厂去了。

虽然这是一个个案，但我认为这不是一个极偶然的小概率事件。我相信，包括中国，包括其它国家要出口到美国的商品生产企业，还有一部分会搬到美国去。我想中国可能不止一个曹德旺，不止一个福耀玻璃。当前我们正在去产能，我们的钢铁过剩，煤炭、水泥也过剩。我们的家电像洗衣机原本不存在过剩的问题，经他这么一搞，一加关税，一打贸易战，出口出不去了，也会出现需求下降，也会出现过剩。2015 年、2016 年我们在研究去产能的时候，根本没考虑这类产品的产能过剩，现在看来，2017 年和未来一段时间我们是不得不考虑了。

第四条是特朗普准备把他的企业税从 30%多降到 15%。这个他已经宣布了，但还要走法律程序，要经过参议院、众议院立法来批准，还需要一段时间。我认为，这件事他是一定要做的。美国跟我们不同，美国的企业税在美国整个税收里面大概占 20%。他说降一半左右，实际上最多也就减 10%，甚至还不到。因为，他的税收是按利润计算的，他降一半的税率，可能减的税并没有一半。有很多人对这个表示怀疑，说他能降的下来吗？他这样降他的财政怎么办？我的判断，他是能降下来的。为什么呢？我觉得这里面有几个因素：

一个是美国仍然拥有发行国债的空间。刚才我说了，全世界的资金都上美国去了，其中有相当一部分可供他发债。

另一个是他的军费会可节省一部分。目前他已经要求派到海外的部队，驻扎在哪个国家哪个国家

要多出钱，甚至要求驻扎国承担其所有的开支，这实际上就是让人家来分摊他的军费。最近，他的国防部长到了日本和韩国，安倍已经表态准备多出钱了，北约也提出来按照份额交钱，这一点我认为基本是可以实现的。

第三个是他扩大制造业、恢复制造业，实际上是要扩大美国的税基。按照他之前说法，要让美国的GDP实现百分之三点几的增长。对美国来说，GDP从2%左右提高到3%甚至还多，税基会扩大近一倍。也就是说，他一边压缩政府的开支，一边扩大税基，同时还可以发国债，再怀疑他减税减不成，我觉得是站不住脚的。我认为，美国有足够的财政综合实力来实现这个减税。

如果实现了这个减税，就会吸引更多的资金到美国去。这些资金到美国后，他绝不会去搞那些低端的制造业，连我们现在都不干的事他更不会干。他会把这些资金投入高科技领域，重点鼓励企业研发和创新，在这个问题上美国是有先例的。

上个世纪80年代的里根减税，就促进了美国IT业的大发展，到上个世纪90年代，美国的IT业上了一个大台阶。把当时苏联的制造业，包括日本的制造业，统统甩在了后面。

时过30年，他又开始大幅度减税。我觉得，他们很可能又在酝酿一个新的发明创新潮。这个潮能不能形成，现在还不好说。但是，我认为，他们很可能在某些重大科技领域取得新的成功。如果真是这样的话，对后发国家的经济增长，对各方面的利益分配，就会出现一个新的格局。

然而，就在人家一方面大幅减税、一方面大量吸收全世界的资本、一方面振兴本国制造业的时候，我们还在讨论企业的税负高不高？有的甚至说我们的企业税负没有再下降空间了。比如对于曹德旺的中美税率比较，国内就存在两种截然相反的意见。现在政治局已经作出了降低宏观税负的决定，有些人还说我们的企业税不能再降了，并就此争论不休。如果美国的企业税真降到15%的话，我想对我们的税收压力会更大。

现在看来，一个国家的税收不能只用你一个国家的情况来论证。在全球化时代，最佳税率是对全球特别是你的竞争对手而言的，绝不是单就本国而言的。它一方面要考虑政府的开支，一方面还要考虑到全球竞争。因为，现在的企业不只面向国内，而是面向全球。过去我们的税收理论，那些教科书我也学过，都是对一个封闭的经济体而言的，很多政策效应都局限于一个封闭的经济体里面。我出个什么政策，就能起到什么作用。

当一个经济体开放了以后，是与若干个开放的经济体紧密相连的，原来封闭的税收理论、税收政策就不再适合新的多个开放的经济体了。我们不能光让企业提高产品在全球的竞争力，同时也要考虑国家税收政策在全球的竞争力，这就需要我们及时对原来的税收政策作出调整，甚至需要重新规划和设计。这正是当前我们面临的、迫切需要研究和处理的重大问题。

以上是我的一点看法，仅供参考。我希望和大家一起讨论分析，一起帮助我们的企业、我们的政府应对得好一点，让我们的损失少一点，受益多一点，发展更顺畅一些。

国内财经

从城市经济学的视角看雄安计划

来源：FT中文网（2017-04-12）

作者：盛洪（天则经济研究所所长）

“北京过大”是政府直接配置资源的后果，真正的解决之道是让市场起决定作用，不是建设一个更大的北京。

目前，对雄安新区定位的最权威解释是说，它要“疏解北京的非首都功能”。这说明，北京人口的巨大压力是提出疏解的主要原因。那为什么北京有如此之大的人口压力呢？是否“首都”就必然要有人流的不断涌入，那些“非首都功能”非理性地不请自来，打破了原来首都规划的理想安排？

从城市经济学的角度看，除了政治中心与军事要塞，一个城市的定位、形成、发展及其最终规模是由市场决定的。一般而言，这些城市都是在贸易通道的节点上，由于其特定的位置，到达的便利程度，长途贸易整体所需的恰当距离，改换运输方式的口岸，周边腹地的人口密度和纵深等，决定了它们的位置和基本规模。该城政府对交易活动征税，用于对市政基础设施的投资、公用事业服务和其它公共物品的提供，而这些受本地财政收入规模约束的公共服务规模，又与本城的交易活动规模达成平衡。即使是政治活动，也广义地被认为是交易活动，相应的城市规模也受制于由它们而形成的财政规模。

然而如果有政府干预，会带来一些扭曲。我们很容易发现，“北京过大”有两个原因。一是政府占有国民收入的份额太大。据我最近的估计，中国的宏观税率约为 45.6%（2013）。而中央政府的财政收入份额近十年来约为 48.7%，支出份额仅为 16.6%。2015 年，这中间的差额约为 43725 亿元，依赖于中央政府在地区间的转移支付。其中又分为一般转移支付和专项转移支付。前者是常规的因而也比较规范，而后者分配的具体规则并不确定，很大程度上要靠地方政府进京“跑部钱进”，即到中央政府各部门游说。尽管专项转移支付只占 40%多，绝对数也是很大的。

另一部分中央政府控制的资源，是包括土地资源在内的自然资源。如果不按市场规则，由政府分配或者免费划拨，或者以低于市场租金的价格分配（如石油开采的资源租税只有每吨 30 元左右，经常不到市场租金的十分之一），那么，以低于市场价格获得这些稀缺资源就相当于获得了“租”。还有就是进入到某些行业的行政许可。由于有政府进入管制，这些被管制的行业就具有垄断性质，获得进入许可就获得了垄断利润。而行政许可审批的项目多达数百项。还有价格管制。管制价格定多少就大有寻租空间。据报道，国家能源局煤炭司的一个副司长，竟可获得 2 亿多元的贿赂，就是这种情形的生动写照。

据 2010 年的不完全统计，“除 54 家副省级以上单位的驻京办之外，还有 520 家市级单位驻京办、5000 余家县级单位驻京办。如果加上各级政府部门设的联络处、国有企业和大学的联络处，各种驻京机构超过 1 万家。”（《南方日报》，2010 年 8 月 24 日）尽管中央政府进行过限制和清理，但多数驻京办只是“转入地下”。更退一步，地方官员在京买房的情况也很多，这是无法阻止的。

要游说，就要有活动，有需求。为游说活动服务的产业也随之发展。据说在国家发改委旁有一条礼品街，是收礼官员处理礼品的地方。街上的商店以低廉的价格收购礼品，再以便宜的价格卖给送礼人，如此循环，也是生意。明的暗的“驻京办”本身就增加了大量人口，说有 10 万人也不为过。这些驻京办人员相当于常年的旅客，他们的需求带来了北京的就业增加。如果一个常年游客能够创造一个直接就业机会的话，据北京的旅游就业乘数（张佰瑞，“北京旅游就业效应和就业乘数分析”，《北京社会科学》，2010 年第 1 期），驻京办能直接间接地创造 34 万个就业机会。当然，到北京的公干不仅是争取经济资源，更重要的是争取政治资源。这当然最终归结为经济利益。地方官员到北京的动力会更强，也为北京的过大作出了贡献。

“北京过大”的第二个原因，是北京市政府不仅动用北京自身的财政收入，而且动用了全国的财政收入进行市政基础设施和其它公共物品的投资。我们注意到，北京的财政支出长年超过收入，有时

多达 20%。与其它省会城市比，如西安的人均财政支出为 1.06 万，北京则是 3.05 万元，约三倍于西安。试想，如果一个城市的财政支出总是大于其收入，它的市政基础设施和公用事业的投资就更有可能是挪用了其它城市的资源，人均享受的城市设施也会更好，能不吸引更多的居民吗？

不仅是投资，而且公用事业或其它城市服务的日常服务，北京也占有了更多更好的资源。我们在研究教育和医疗资源配置时，发现北京不成比例地更多享有教育和医疗的优质资源。将各省市 211 学校数量比上本省市人口数量，比例最高的是北京 1.11 所/百万人，最低是河南省 0.016 所/百万人，北京是河南的 69 倍。虽然北京的 211 学校也录取其它省份的考生，但录取机会也是不同的。录取机

会也是一种教育资源的分配方式。如果最低的四川一本录取率为 1，2012 年，北京的“一本录取机会比”就是 5.2。也就是说，北京的考生被一本院校录取的机会是最低录取率的四川考生的 5.2 倍。

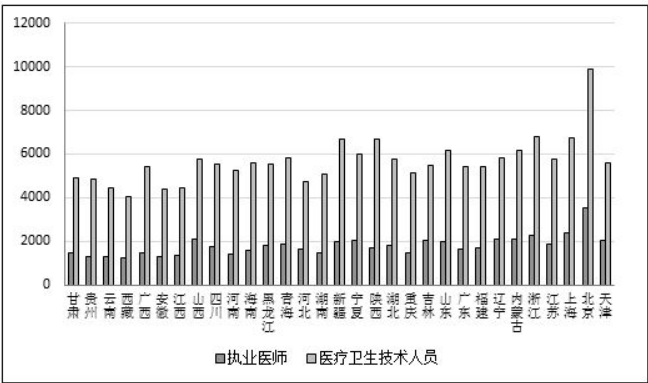
2014 年人均拥有三级医院数量最多的是北京，每百万人有 3.39 家三级医院。最低的是重庆，每百万人拥有的三级医院数量为 0.77。北京是重庆的 4.4 倍。按医疗机构床位数获得的政府财政补助最多的是北京，平均为 205297 元/床，财政补助最少的省是河南，为 26291 元/床。若按居民人均获得的财政补助，也是北京最高，人均 10482 元，最低河南人均 128 元，北京是河南的 82 倍。

在下面的两张图中，直观地可以看出，北京鹤立鸡群，是每百万人拥有医疗卫生技术人员和三级医院最多的城市。

在政府配置资源的公正性研究中，我们创造了“财政补贴的相对损益指数”。在下图中，各省市按人均 GDP 从左至右从低到高排列。柱形显示的指数是按该省市的人均财政补贴与其左右省市相比较而得出。在零以上是受益，零以下是受损。下图显示，北京又突出地成为最受益者。

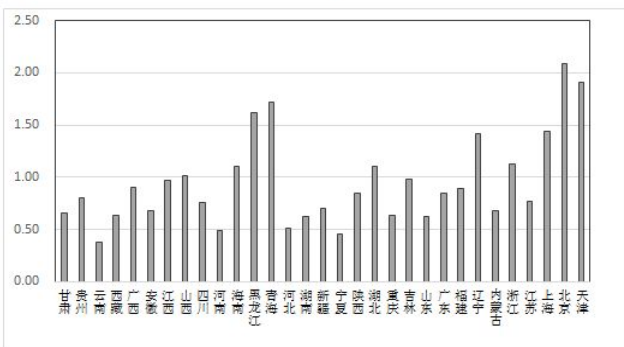
很明显，北京在医疗人均财政补贴方面占据了最优越的位置。然而又是最不公平的。按照天则所的“价值解读”，北京是在这个财政分配体系中的“极不公正获益”者，

图 1 各省市每百万人拥有医疗卫生技术人员（2014 年）



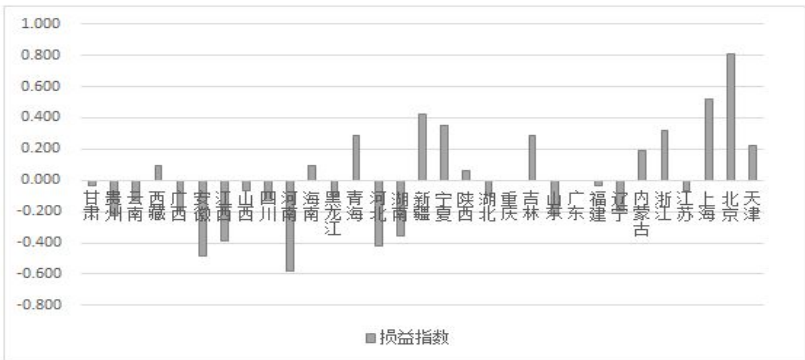
数据来源：根据《2015 中国卫生和计划生育统计年鉴》数据计算。

图 2 各省市每百万人拥有三级医院数量（2014 年）



数据来源：根据《2015 中国卫生和计划生育统计年鉴》数据计算。

图 3 各省人均医疗财政补贴的相对损益指数



资料来源：天则经济研究所，《中国行政部门配置资源的效率与公正研究》，2016。

而河南、安徽、河北、湖南、江西、贵州、山东等省则是“不公正受损”者（天则经济研究所，《中国行政部门配置资源的效率与公正研究》，2016）。进了北京如此受益，为什么不进呢？于是我们看到，大量的“高考移民”进驻北京，大量的患者也涌进北京。据报道，到2014年，每天进京看病的人数高达70万人，一年高达两亿多人次（《北京晚报》，2014年4月16日）。在我们看来，由于北京集中了过多的优质资源，形成了与其它地区的“租差”，人们因此进京“寻租”，实际上也在纠正资源在地区间的错误配置。这些人进京就是一种理性行为。

这些进京的高考移民和患者也类似于常年游客。他们不仅上学看病，还要吃饭住宿过日子。仅次均门诊费用就近400元，一年下来约为840亿元。而这只是进京人群花费的很小一部分。加上其它花费，将会创造更多的就业机会。按照上面引用的旅游乘数，假定每个常年游客创造一个直接就业机会，进京就医的人将会直接、间接地创造出238万个就业岗位。除了这些为了上学和看病目的来到北京的人，仅就北京的市政基础设施比较好，公用事业的服务比较配套和成熟而言，也值得成为一个北京的居民。在另一方面，北京集聚过多的人口，也提供了更多的交易机会和市场需求，也吸引着外地人口前来发展。据北京市统计局，到2015年底，常住外来人口高达822.6万人，占北京总人口的近四成（《北京青年报》，2016年1月20日）。

很显然，“北京过大”不是人们非理性地涌入北京的结果，而是政府直接配置资源打破了资源在空间中配置的平衡，人们用行动纠正这种不平衡所致。真正的解决之道是釜底抽薪，即减少政府对资源的直接配置，尤其要减少中央政府在资源的空间配置上向北京明显倾斜的作法。中共十八届三中全会决议提出的“市场在资源配置中起决定性作用”，就是解决“北京过大”的根本之道。市场大了，政府就会小；政府小了，北京就会小。

然而，建立雄安新区的构想，实际上就是沿用着北京过去一直采取的策略，为解决人口压力问题，把雄安的土地也纳入北京直接支配的范围。从制度角度看，将北京的部分功能扩散到雄安，只不过是建设一个更大的“北京”，同时也把北京在资源配置机制上的问题扩展到雄安，最后也不能实现一个城市的基本平衡。

沿着中共十八届三中全会的方向，中国中央政府确实在给政府瘦身。我们看到2015年底，财政部改进了《中央对地方专项转移支付管理办法》，强调要减少专项转移支付的比重至40%以下，并且提出“建立健全专项转移支付项目退出机制”，包括“市场竞争机制能够有效调节的，予以取消；可由市场竞争机制逐步调节的，规定一定实施期限实行退坡政策，到期予以取消。”自朱镕基时代起，国务院就一直在不断减少行政审批项目的数量，直到2015年我们还能看到国务院取消行政审批项目的最新目录。因而，从长期看，这会从根本上抑制北京人口规模的扩张。

但是，在中国目前的制度环境下，国务院的几个文件也没有那么大的威力。多年来，行政部门已经习惯了利用政府对资源的直接配置和管制牟取租金，减少甚至取消行政直接配置资源的权力，就是在损害他们的既得利益，他们因而会明里暗里地对抗各种改革措施。这也是为什么减少行政审批项目的效果并不明显的原因之一。在另一方面，北京长年受到中央财政的照顾，已经形成了一种“北京人文化”，即北京人应该享有比外地人更优越的城市环境和服务条件，因而北京与其它地区的公共服务均等化的目标，还需相当长时间才能达到，人们还会视北京为向往之地。所以从相当一段时间来看，北京不会变小，似乎总应有一个地方分担北京的部分功能。

偶然地，这就是雄安。但“分担北京的非首都功能”的雄安能否成为又一个上海或深圳呢？似乎不可能。这是因为，如果一个城已经定位，它的发展潜力依赖于它在贸易节点上的重要性和其腹地市场的纵深程度。应该指出，上海和深圳并非政府定的位，而早由市场定了位。深圳紧邻香港，在上世纪80年代初，香港在地理上是中国大陆上最大的贸易口岸，不仅有最大的港口，还有为贸易口岸服务的成熟和丰富的现代服务业。深圳的腹地则是珠江三角洲和珠江流域。深圳与香港在城市功能上是

一体的。上海则曾是近代以来东亚最大的贸易口岸，只是在计划经济年代衰落了。只要实行市场经济，它自然会崛起。更不用说，它的腹地是长江三角洲和长江流域。

反观雄安，则没有这样的条件。本来海河流域和华北地区已有天津的滨海新区作为出海口，且有京津冀晋等省为腹地，多年以来，滨海新区发展迅速，是全国除了浦东以外发展最好的开发区。在该区努力的基础上，这显然得益于其地理位置。如果有更好的制度环境，并疏通其腹地的交通设施，滨海新区是最有条件挑战上海和深圳的城市。而雄安距滨海新区口岸虽只有两个半小时的车程，但终究比滨海新区本身要远。试想，如果有一个离口岸更近的地方，为什么要到更远的地方去呢？如果是由市场决定，绝不可能有一个与上海和深圳匹敌的贸易中心会在雄安崛起。雄安附近的保定的现状已经说明问题。保定只是一个中国北方貌不惊人的中等城市。

再则，如果将雄安定位为“疏解北京部分功能”，则与上海与深圳的定位完全不同。如前所述，上海和深圳首先是贸易口岸，以贸易为中心，才发展出其它产业。直接为贸易服务的金融业、信息业、贸易服务业、物流业等应运而生；由于贸易带来市场，也就推动了制造业的发展；由于市场需求和产业竞争压力，科技创新才会兴旺起来。而雄安疏解的所谓非首都功能，很大一部分还是政府分配资源的功能。如果说贸易、金融、制造和科技是“生产性的产业”，则政府分配财政资金和行政审批项目则是“非生产性的”，只是在转移和分割生产性产业创造的价值。

如果雄安仍坚持“北京优越”的财政配置理念，创造出“地区租差”，还会吸引许多外地人前来“寻租”。寻租行为会将行将消散的部分租值留住，显得似乎有些价值，但并没有创造新的价值。而如果政府限制这些寻租行为，结果是将创造出来的“地区租差”大部分消散掉，更是对资源的浪费。就类似于，如果有人愿意出高价住进“高干病房”，则是对本来就空着的高干病房效率的提高，医院有收入，自己也有消费者剩余；但如果禁止这样做，则高干病房就虚位以待个别高干随时住下，在平时则以空置的形态浪费资源。这种寻租的冲动，显然也不是一个城市发展的终极动力。

那么，将一些国企总部或大专院校迁入雄安是否有着生产性的意义呢？如果真把国有企业当作企业，它们为什么要迁到雄安去呢？为什么不根据企业的真正需要选择总部落脚点呢？这些国有企业之所以长期以北京为总部，只有一个非常简单的原因，就是它们不付地租。因它们占有的土地是原来计划划拨的，在改革开放以后也没有向它们征收过地租。这些企业甚至占据着市中心的高地价区域，只是没有按照市场价格付费，所以就没有搬出的理由。反过来，如果要求它们按市场地租支付，它们就会自动搬走，何需搬到雄安？至于高校，本来就不太喜欢和满足城区内的校舍，所以已有不少高校搬到了那些愿意以低地价吸引它们的郊区卫星城，如昌平和良乡等，有的甚至在其它城市，如珠海和深圳等建立分校。

当然，如果中央政府真要下定决心建设雄安，至少在短期内会看到效果。因为一个城市的发展还有赖于基础设施的建设。如果有数千上万亿的资金砸下，在雄安与北京和天津之间建设更优越的城际交通，雄安本身的市政基础设施和公用事业优于周边的城市，还是会吸引不少企业和居民。但由于与上海和深圳相比，雄安既不以贸易口岸定位，也就不能引致相关产业，包括生产性服务业和制造业的发展，因而缺少生产性产业的终极动力，它永远不可能达到深圳和上海的水平。由于没有真正的生产性产业的支撑，若雄安只以本地的税收维持城市运转，则其规模会受到很大限制，远达不到决策层所预想的规模；若硬要支撑规模，则在财政上会入不敷出，更可能成为中央政府的财政负担。

相反，中央政府的直接介入，政府对资源配置和制度环境的直接插手，却可能带来负面结果。要想建立或扩展城市，一个最重要的问题就是土地问题。土地问题最重要的是产权问题。当雄安项目刚一公布时，政府就马上叫停房屋买卖，也就预示着中央政府不打算按照市场价格收购土地。在这里所谓的市场价格，就是把雄安前景估计在内的定价。但这不是因为中央决定才有的前景吗？雄安居民们不这么看，他们认为就像中奖一样。谁说中的奖不是自己的？这会带来中央政府在征地时与当地居民

的冲突。迄今为止，征地冲突还只是地方政府与居民的冲突，雄安则会把中央政府推向第一线。中央政府如果用强，高压低价获得土地，它今后怎么还能弹压地方政府不再强拆？如果按照市场价格，就会支付高额的财政资金，就会拖累中央财政。

上世纪八、九十年代设立深圳特区和浦东开发区时，中国的市场化改革刚刚起步，中央政府不需出资金，只要给政策，就能造成明显的“制度落差”，形成对资金的强大吸引力。而今市场制度基本在全国形成，再优惠的政策也不见得能造成“制度落差”，中央政府就只能靠钱去堆。但这本身又是问题。比如说，同样是一万亿元，政府投和民间投的意义和效率都不同。民间的投资是对制度环境和市场前景的认可，它本身就是强烈的认同信号；而政府投只是执行命令，并不能判断自己命令的价值。由于政府投资，政府可能会误以为城市发展要靠严密的计划，而忽略了城市生成和发展主要依赖于市场机理，依赖于人们逐利形成的自发秩序，因而这个计划经济的小试验最终会以失败告终。

如今有关雄安的议论多如牛毛，涉及对未来的判断，谁都不能断言谁对谁错，即使学富五车的学术权威或大权在握的政治精英。最终要看雄安发展的结果。但城市的发展需要较长时间才能见分晓，虽然不会用一千年，三十年总要等待。

哈耶克、列宁与中国国企改革

来源：FT 中文网(2017-03-29)

作者：黄张凯(清华大学经济管理学院金融系副教授)

一百年前的十月革命，为人类带来了计划经济。一个世纪的实践表明：计划经济效率低下，在全世界范围溃不成军。

一百年前的十月革命，为人类带来了计划经济。一个世纪的实践表明：计划经济效率低下，在全世界范围溃不成军。哈耶克于 1945 年在《美国经济学评论》上发表了一篇著名论文，从信息的角度揭示了计划经济为什么不可行：由于中央计划者缺乏必要的信息，无论他如何努力，都很难做出正确的计划。在哈耶克看来，唯一的解决办法是分权：将决策权交给处于第一线的、拥有充分信息的管理者。彻底的分权就意味着计划者彻底退出，将权力还给市场，这就是市场经济。我们通过哈耶克的简洁和强有力的逻辑，不仅能洞悉计划经济的内在缺陷，并且能得出一个自然的推断：计划经济的成功改革有赖于分权。事实上，从计划经济诞生伊始，革命者们就发现理论无法顺利付诸实践，因而必须做出修正。列宁在 1922 年的共产国际第四次代表大会上为新经济政策辩护，认为国家无须将所有经济活动都纳入计划，而只需掌控战略制高点：这正从侧面反映了中央计划者无法获得足够的信息，因而无法全面集权，只能妥协，将注意力集中在有限的几个行业。

即将在《美国经济学评论》发表的笔者和世界银行、北京大学、人民大学的三位学者的合作论文，用 1998~2007 年间的中国工业企业数据验证了哈耶克的理论。我们发现，如果将中国国有经济部门看成一个巨无霸式的超级企业，它的决策权在不断下移：大量的国企从上级政府转到下级政府，央企变成省属企业，省属企业变成市属企业，市属企业变成县属企业。换言之，正如哈耶克所言，国企改革的重要途径就是分权。更奇妙的是，我们遍阅当时的中央文件和高层领导讲话，并没有发现对国企下放的片言只语，反倒是各主管部门出台了大量的指导性文件。这说明国企分权并不是顶层设计，而是符合哈耶克的另一个著名论断“自由秩序”。

我们还发现，影响国企下放与否的因素中，企业与主管政府所在地的距离起到很大作用：两者的

距离越远，企业就越容易被下放。更远的距离显然意味着更难获得信息，自然就更需要分权。我们进一步发现：在同样的距离下，如果该地区的路网密度越低，企业就越容易被下放。这也不难理解：落后的交通不利于信息发掘和传播，决策权更有必要下放。此外，如果同一行业的不同企业表现迥异，下放也更有可能会发生。这是因为在高度不确定性下，信息的作用尤为重要。总之，信息决定了组织结构应该分权还是集权，而国有经济体系作为一种特殊的组织，其动态演变也遵循了这一规律。

政府在做分权决定的时候，还会考虑一些信息以外的复杂因素，其中一个就是列宁所谓的战略制高点。甚至很多资本主义国家在历史上也试图通过控制经济命脉来实现战略目标，例如日本明治政府，英国艾德礼政府，法国戴高乐政府，等等。丘吉尔在一战担任英国海军大臣时，为了确保皇家海军的油品供应，促使英国政府控股了一些石油企业，最终发展成英国石油（BP）。我们发现，对战略行业中的央企而言，信息在下放与否中的角色弱化了。很显然，中央政府与地方政府相比，更注重战略目标。

我们的论文可以帮助人们重新审视当前的政策取向。以国企改革为例，我们曾经一度有过形式多样，充满创新精神的各种改革方案，然而自2003年国资委成立后，却鲜有实质性的、重大的国企改革。从哈耶克的视角出发，国资委本身就意味着国资监管的集权。钱颖一、罗兰和许成钢三位学者于2006年在《政治经济学期刊》发表论文，认为之所以中国经济改革比前苏联经济改革成功，很重要的原因就是中国经济结构是“块块”，各地方能够从实际情况出发自我调整；而前苏联的经济结构是“条条”，中央垂直管理，无法应付复杂多变的情况，灵活性付之阙如。而国资委的垂直监管，将国有经济的“块块”，变成了“条条”，因而日趋僵化。更有甚者，任何机构天生都具有自我强化的本能。例如，虽然中央已经明确国资监管要从管资产转变到管资本，给国企更多的自主权，然而在实际执行中，竟然变成了将国有资本布局管起来，国企的束缚反而更多了！

而从列宁的视角出发，国资统一监管意味着眉毛胡子一把抓。那么最近几年推行的国企分类监管能否有效呢？如果分类监管只是将国企分成各种类别，分别制定各种详细的考核目标，实际上是回到了前苏联的老路，本质是一种精细的计划。苏联国家计划委员会 Gosplan 一度拥有一千两百万个计划指标，分类不可谓不细，结果如何呢？

由于众所周知的原因，近期内我们很难推行所有制改革。但是国企改革仍然有很大空间。国企之所以普遍效率底下，一个很重要的原因是只有部分决策权，无法利用本地信息。如果我们认识到：不存在一个全知全能的计划者，那么我们应该明白：顶层设计很难成功，成功的改革应该基于分权。具体而言，笔者有以下几点建议：

向地方分权：国务院国资委应该弱化对地方国资委的指导监督，集中于中央企业监管。司法机构垂直管理有利于司法独立，避免地方利益干扰，但是国资监管体系应该立足于我国经济中的“块块”结构，充分放权给地方政府，最大限度的利用本地信息。

向企业分权：当前的国资监管剥夺了企业的很多权力，将国企变成了国资委的下属。以最新颁布的《中央企业投资监督管理办法》为例，央企需要每年送审年度投资计划；在做出投资决策后不能马上实施，需要国资委审核；投资项目中途变更的，还必须上报国资委。在这种监管体系下，国资委实际上变成了一个超级董事会，成了央企的大脑。这个坐在办公室的大脑不见得比处在第一线的高管更高明，同时它还缺乏各种信息。因此，国资监管应该弱化过程监管，着重于业绩考核，就象高校的学术委员会一样，对教授如何做研究不做指导（也无法指导），而是根据研究成果对教授进行考核。

国企兼并：行政主导下的国企兼并导致了决策权集中，恶化了信息问题。高效的企业能够迅速处理复杂多变的信息，因此很难相信所谓中国神车、中国神钢、中国神船会因为变成巨无霸而提高效率。将两个困难企业捆绑在一块，也许暂时解决一些问题，但是长远来看会导致更大的问题。

产业布局：虽然人们对什么是战略行业有争议，但是对什么不是战略行业却有着大体一致的看法。同样，虽然人们对产业政策的必要性有争议，但是对什么产业不需要政府扶持也有着大体一致的看法。例如，一百年前的钢铁产业和煤炭产业可以说是战略产业，然而今天它们产能严重过剩，不应该耗费大量的行政资源和财政资源。这些行业以及其他非战略性行业，应该脱离国资委监管体系，直接划归地方监管；或者划归财政部，单纯作为财政收入来源来监管。

总之，哈耶克和列宁这两位巨人的思想，对今天的中国经济仍然具有指导意义。如果我们向他们求教如何重现上世纪八九十年代春雷滚滚的改革浪潮，他们一个会说：“要分权！”；另一个会说：“要抓重点！”。

中国经济周期之辩：“空中加油”还是“迈向新周期”？

来源：FT 中文网(2017-04-11)

作者：李宗光

中国经济再平衡已经取得实质性进展，短期处于“L”型筑底阶段，新一轮增长周期拐点仍需耐心。

开年至今，各项宏观数据强劲靓丽，1-2 月份固定资产投资累计同比加速至 8.9%，房地产销售面积同比不降反升至 25.1%。强劲的数据未能凝聚共识，市场对经济前景分歧反而达到顶点。乐观论者开始憧憬迈向新周期，悲观论者对改革未完成前的经济回暖持有强烈怀疑态度，“空中加油”说将这种怀疑体现的淋漓尽致。我们认为，过去几年在“有形之手”和“无形之手”共同作用下，中国经济再平衡已取得实质性进展，短期处于“L”型筑底阶段。新一轮增长周期拐点仍需耐心，但并非遥不可及。

经济周期消失了吗？

前几年中国经济下行阶段，一种声音非常流行，即中国进入新常态后，经济周期消失了。作为经济周期的镜像，周期股被弃之如敝履，很多买方机构周期行业研究岗位被大幅压缩甚至完全裁撤，令人不胜唏嘘。2016 年下半年以来，随着经济企稳回升，经济周期再次被人认可，周期复苏的提法也增加起来。事实上，经济周期源于供给与需求匹配存在的滞后性和超调性，有市场经济就有经济周期。新常态只是中国发展过程中一个新阶段，这个阶段并非只有中国经历过，从未见哪个国家在产业升级过程中消灭了经济周期。之所以有“经济周期消失了”这种说法，是因为人们把经济周期简单地等同于周期复苏和周期股。实际上，衰退也是经济周期的一部分，衰退中周期股表现不佳，完全符合经济周期规律。

周期性衰退是过去几年经济放缓重要原因。一是投资周期性调整拖累。经济复苏阶段，需求持续回暖，上、中、下游产业链条均会受益，乘数拉动效应明显，投资增速往往会显著超过需求增速；一旦需求降温，投资调整幅度也会非常剧烈。2001-2010 年间，投资增速常年维持 20%以上增速，远超同期需求增速。2010 年随着需求不断回落，工业投资增速骤降至 2%-3%左右，显著低于 10%左右的需求增速。二是房地产“去库存”拖累。2010 年后，受益于“四万亿”强刺激和“七折房贷利率”等刺激计划，开发商疯狂拿地 and 开发，当年新开工增长 40%，造成房地产明显过剩。2011 年至今，房地

产市场进入了漫长的去库存时代。库存阻碍了地产销售向新开工传导，对经济造成严重拖累。2011-2016年间，房地产销售面积年均增长9.4%，远高于同期新开工1.1%的增速。三是发达经济体“去杠杆”进程拖累。2008年以前，出口是中国增长引擎之一。2008年后，发达经济体进入了去杠杆阶段，需求显著放缓，严重拖累中国出口和沿海地区经济。

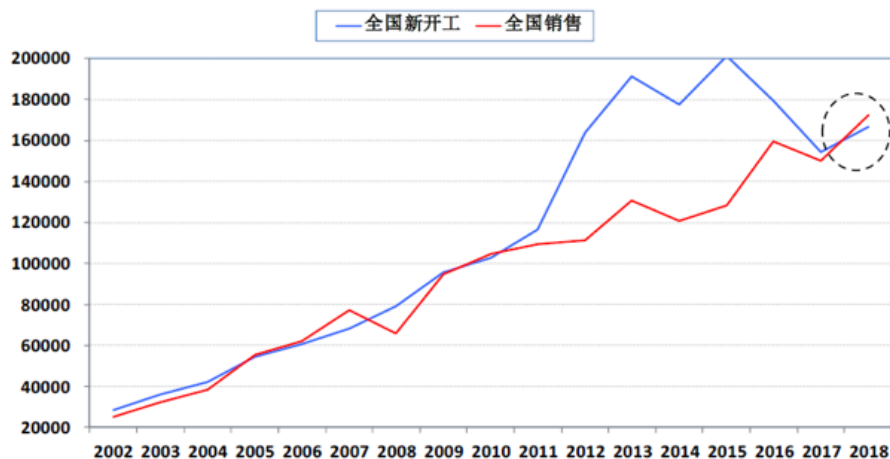
经济再平衡——轻舟已过万重山

中国经济失衡主要体现在产能过剩、杠杆高企和房地产库存严重。源于对改革前景的谨慎和市场机制的怀疑，很多人对经济再平衡进展较为悲观。实际上，在“无形之手”和“有形之手”共同作用下，过去几年中国经济再平衡已经取得重大突破。

一是产能出清取得实质性进展。2014年后工业投资增速持续低于需求增速，产能过剩现象得到显著缓解。以上游采矿业投资增速为例，从2011年的24%骤降至2016年底的-20%，考虑到折旧因素，实际产能出清速度更快。以民营经济为主导的领域如造纸、基础化工、家电、水泥等行业，依靠残酷的市场竞争，行业结构大幅优化，产能出清接近尾声。国企主导的煤炭、钢铁等行业，去产能也在提速。2016年全年退出钢铁产能超过6500万吨、煤炭产能超过2.9亿吨，地方和企业去产能积极性超出预期。去年以来大宗商品全面上涨，幅度之大、持续时间之长，已无法用阶段性限产措施可以解释，产能出清程度很可能超出市场预期。

二是去杠杆开始步入收获期。中国杠杆问题主要集中在非金融企业，特别是工业企业。企业杠杆上升主要源于固定资产投资和产能扩建，与产能过剩是一个硬币两个方面。随着产能出清推进，中国工业企业去杠杆成效开始显现。工业企业负债同比增速由2010年中的20%持续回落至2016年底的6%。产能过剩最严重的采矿业降幅最为明显，由历史最高的36%回落至当前的1.4%；工业企业中长期贷款余额同比增速也由2010年的16%下滑至2016年四季度的2.9%。当前中国名义GDP增速接近10%，显著超过企业债务积累速度，开始步入可持续的去杠杆阶段。假设维持当前水平不变，2020年工业负债占GDP比重将从当前的80%左右下降至62.5%。实现上述目标，需从两方面努力，一是必须巩固前期稳增长和再通胀成果，将名义GDP增速保持在一个相对较高水平；二是避免强刺激，使投资和负债增速短期内再次大幅反弹。

很多专家主张通过企业破产、违约和紧缩等方式实现去杠杆，将利用“增长和通胀”稀释债务的方式视为庸俗的放水行为。这种观点鼓励“壮士断腕”，具有一定诱惑力和煽动性，但却低估了经济机器的复杂性，更是对历史和经济规律缺乏敬畏。实际上，历史上单纯依靠紧缩和违约成功去杠杆的例子几乎没有，失败的例子倒比比皆是，比如1990年至今的日本和2010年之后的希腊，名义债务均实现下降，但由于通缩效应，债务占GDP比例不降反升。2008年至今去杠取得较大进展的美国，恰恰在迅速完成资产减记和资本注入之后，主要依靠反周期刺激措施，提升名义GDP增速，较快完成了资产负债表调整。



三是房地产去库存接近尾声。历史上，房地产新开工领先销售两年左右，两者具有非常稳定的关系，2009-10年新开工远超销售增速，库存严重过剩。经过数年去库存努力，一二线城市去库存已经完成；三四线城市去库存过去数年也在有条

不紊进行。今年初以来，三四线房地产销售呈明显加速趋势。按照当前趋势，2018年前后房地产开工和销售将重新回归之前平衡水平（图1 房地产开工与销售面积（万平方米）），全国性去库存接近尾声。

新周期拐点仍需耐心，但并非遥不可及

短期内，经济持续“L”型筑底，新周期拐点仍需耐心。2016年以来，中国经济实现了企稳回暖，名义GDP增速连续4个季度回升。种种迹象表明，周期底部正在确立。一是政府稳增长底线继续后撤可能性不大。过去几年中国经济增速下台阶，直接原因是为了给改革腾出空间，政府“稳增长”底线不断后撤，从8%一路撤至6.5%。由于完成2020年翻一番政治目标需要未来几年GDP增速在6.5%左右，底线进一步后撤空间基本被封死。二是周期性拖累接近尾声。房地产去库存进入后期，库存对房地产投资作用由“拖累”转为“中性”甚至“支持”。投资方面，工业投资增速大幅下滑的阶段已经过去，近期出现企稳反弹态势。海外需求方面，发达经济体去杠杆化取得较大进展，美、欧、英等经济体复苏势头良好，外需出现改善迹象。2016年起，中国经济进入“L”型筑底阶段，参照1998年筑底过程，本轮“L”型筑底有望持续2-3年。筑底阶段需求将波动回升，进一步消化之前过剩产能，供需格局缓慢改善。随着过剩产能消化完毕，供需格局出现逆转，需求进一步改善会带动产能和投资扩张，新一轮增长周期有望开启。

新一轮增长周期并非遥不可及。很多专家之所以不看好新周期前景，主要是对新一轮增长周期动力源泉缺乏信心。我们认为，中国经济增长潜力巨大，支撑新一轮增长周期的有利因素正在形成，一是工业化进程持续推进。2010-2016年，用以衡量工业化的最主要指标—非农就业占总就业人口比重平均每年提升1.6个百分点，至当前的71.7%，仍显著低于其他经济体步入刘易斯拐点时85%-88%的水平，预计未来几年仍将呈快速攀升态势。非农就业生产效率约为农业部门的4倍左右，过去几年农业人口快速流向非农部门，在供给端保障了中国生产效率的持续提升；二是近几年“稳增长”基础设施建设，将为新一轮增长周期拓展空间。很多专家将“稳增长”看成是一种短期的、“寅吃卯粮”的行为，这种想法非常幼稚。基础设施是潜在增速重要约束条件，基础设施落后是限制潜在增速的重要瓶颈，基础设施投资是提升潜在增速的重要手段。美联储主席耶伦近期还在呼吁特朗普当局推进基础设施建设，以拓展美国有效产能（Productive Capacity），提升潜在增速。衰退阶段加速基础设施建设，不仅可以起到稳增长作用，又可为新一轮增长拓宽边界。中国1998年“稳增长”推进的基础设施建设，有力地保障了接下来十几年10%以上的高速增长。过去几年加速推进的高铁、公路、轻轨建设，必将为新一轮增长周期奠定基础。三是城镇化加速激发投资、消费需求。据测算，按常住口径，中国城镇居民人均社会零售消费是农村居民的5倍，当前中国已经推出1亿非城镇户籍人口落户方案，必将极大拓展消费市场，激发教育、医疗和基础设施等各方面投资需求。四是消费升级新一轮增长周期提供动力。以汽车为例，数年前，很多专家认为中国每年汽车销售容量将在2000万辆左右遇到天花板，但过去几年消费升级带动下，SUV等持续热销，推动汽车销量屡创新高，2016年销售增速更是达到13.5%，一举突破了2800万辆。中国每千人汽车保有量目前不到150辆，远低于发达经济体700-900辆水平，增长潜力巨大，未来十几年，年销量突破4000万辆，甚至5000万辆并非不可想象。

中国经济周期之辩：数据向左、趋势向右

来源：FT中文网(2017-04-12)

作者：刘海影(朝阳财富首席经济学家，《中国巨债》作者)

中国经济前一阶段展现出的、相互矛盾的经济数据，只反映了特定经济结构与政府刺激政策间的互动效果。

从去年4季度以来，中国经济数据在混乱中也展现出企稳痕迹，以至于两会上政府高官开始谈论L型是否从竖过渡到横。这一乐观解读也得到很多市场派经济学家的认可。毕竟，PPI已经创出7.8%高位，比肩2007年中国经济烈火烹油时候盛况。

不过，这一解读可能是过分乐观了，在中国经济混乱的数据表现背后，动力与逻辑却十分清晰。从本轮库存周期与历史周期的对比分析出发，我们发现，中国经济以控产量为主要动力的数据改善很快将会走过转折点。最快从2017年2季度开始，中国经济将复归下降轨道。

目前经济数据中，一个令人迷惑的矛盾是超高的PPI（生产物价指数）与超低的CPI（消费物价指数）之间的对比。一般情况下，PPI的快速上行表示经济热络、下游行业成本提升，因而往往对应着CPI的快速上行。



从库存周期的角度分析，价格上行伴随补库存行为，在历史上往往可以催生经济复苏。从上图可以观察到，2009年在4万亿政策出台之后，中国经济进入典型的加库存周期上行，伴随着PPI从负数领域快速飙升，工业增加值也从7.1%快速上扬到18.1%，上升了超过11个百分点；2012年下半年展开的另一轮库存周期，特点有所不同，由于巨量过剩产能的压制，PPI上行幅度有限，但即使如此，其有限的上升还是带来了工业增加值增速的正向反馈，2013年上半年中国经济呈现微弱改善的状态。

形成鲜明对比的是，本轮PPI升幅巨大，却没有按照历史规律引发工业增加值增速的相应反弹，事实上，工业增加值的表现如此疲弱，以至于上图中它呈现为一条低位横线。

仔细回顾，本轮库存周期从2015年年末即已展开。在此之前，在上一轮库存周期末期，上游行业巨大的产能过剩引发严厉的减库存运动，到2015年末，PPI负增长达到-5.9%，实体经济承受的实际利率（对工业企业而言体现为融资成本与PPI之差）高企，压力巨大。进入2016年之后，以发改委为源头的控产量式“供给侧改革”推出，例如煤炭生产时间从336天下调到270天，在过剩产能未受触碰的条件下，产量受政策指挥而下滑。类似政策在其他资源产业中也以不同的方式呈现出来，其后果，是引发了资源品出厂价格的大幅飙升。之前的长期负PPI，导致上游行业供应链处于紧平衡状态，一旦价格上行，链条各个环节的补库行为迅速打破这一平衡，导致价格-库存的螺旋般上扬。

那么，为什么本轮库存周期引发的经济反弹如此疲弱？根源在于，本轮库存周期源于供应端而不是需求端。之前的历次库存周期，源头在于需求端的改善，不论是2013年、2009年还是2007年的加库存运动，都源于当时内需的改善，通过政府刺激-PPI上行-加库存-利润改善-民间投资上升等渠道，最终体现为经济的整体繁荣。但本轮加库存运动，却遭遇终端需求萎靡的窘况。2016年一整年，政府像以前一样，诉诸投资刺激政策：基建投资增速高达19%（对比于制造业投资增速4.2%），并主要透过国企来实施，不同的是，无论政府端如何发力，民营经济需求端缺乏响应：在国企投资增速高

达 19% 的同事，占固定资产投资大头的民企投资增速却仅有 3.2%。

换言之，上游行业的热潮并没有传递为下游行业需求增长，上游行业利润增长（国企占比较高）并不是基于成本降低、效率改善或者技术进步，因而不是基于对下游行业提供了更高的价值。这种情况下，上游行业利润增长改善了表面数据，但本质上仅是利润在不同行业与不同所有制企业中的再配置，中下游行业利润未能如历次库存周期那样呈现迭次改善的状况，这事实上进一步压制了制造业、私企的利润预期与投资动力。

也正因此，下游行业以及民企并无动力与能力进行扩张，而内需改善的中间环节，正在于民企进行扩张：民企雇佣了超过 70% 的就业人员，他们扩大投资、加雇人手、提高工薪，才能推动终端需求扩张。

这一状况不仅导致了 PPI 与 CPI 剪刀差的急剧扩大，也解释了 CPI 内部结构的反常情况。



中国历次通货膨胀走高，在数据上都体现为食品价格带动。例如，上图显示，2009 年年初食品价格同比增速从 0% 附近起步，到 2011 年年中升高到 15% 左右，带动 CPI 增速升至 6.45% 高位。而这一次，CPI 从 2016 年下半年低位爬升，到 2017 年升至 2.55%，食品价格升幅却反向波动，更在 2017 年 2 月跌入负增长（-4.3%），创出 1989 年以来的新低。

如此反常的表现，背后的原因并不复杂。

食品价格波动的主要驱动力，并非如某些研究者所言，是农民是否养猪导致的。食品价格（尤其是其中高波动的部分，例如猪肉价格）在很大程度上衡量了低端劳动力收入增长情况，当低端劳动力收入增加的时候，其对食品（尤其是猪肉）等的消费弹性高，从而推动食品价格上扬。由于猪肉供应具有一定的可调节性（包括调节出栏周期），需求端变化将会驱动供应端反应。这样，当实体经济景气度扩张、民企大幅扩张的时候，对低端劳动力需求上升、低端劳动力收入与消费上扬，推动食品价格大幅上升；同时，下游行业面对强劲的终端需求，也能够更大的程度上将上游行业价格上升（以 PPI 涨幅衡量）转移给终端价格，从而体现出一个典型的通胀周期的两大特点：PPI 推动 CPI 上升、食品价格推动 CPI 上升。

而这一次的通胀形势却呈现出完全相反的特点。一方面，终端需求不旺，民企扩张动力匮乏，令低端劳动力收入增速放缓，以食品价格为主的居民消费类产品价格欲振乏力；另一方面，上游行业价格上涨，导致下游行业不得明年一系列成本的提升，如电力、原材料、土地、房屋租赁、能源、政府服务等，导致 CPI 中的非食品类物价继续上扬。这解释了 CPI 的内部结构，也解释了 CPI 与 PPI 的巨大裂口。

实际上，我们在前期文章中曾经较为详细地分析了中国通货膨胀的机理，也明确预言通货膨胀不值得担心（“最迟到春节左右，中国通货膨胀压力将会减弱，之后震荡下行，全年而言均值在 1.8% 以下”），这段时间的形势发展印证了这一判断。

总之，从 2017 年 2 季度开始，中国经济很可能将会越过反弹的小山丘，开始新一轮下滑。对于

中国政府与中国经济而言，任务仍然艰巨。

中国迎来主导经济全球化的机遇

来源：FT 中文网(2017-03-30)

作者：陈建奇(中央党校国际战略研究院世界经济室副主任)

美国优先战略挑战了几十年来美国主导构建的全球治理体系，经济全球化何去何从正成为全球的重大问题。

如果说 2008 年金融危机很少有人成功预测，那么危机以来世界的变化更是无人知晓，尤其是英国脱欧、特朗普当选美国总统等事件的爆发。这些事件出乎意料的特性在于其突破主流理论，挑战了近几十年来全球化持续深化的现象。如何理解当前新的不确定性因素，成为当下最备受关注的重大议题之一。尽管特朗普可能推出新的全球战略，但其所倡导的美国优先等战略，挑战了几十年来美国主导构建的全球治理体系，经济全球化何去何从正成为全球的重大问题。

今年初习近平主席在达沃斯世界经济论坛并发表了《共担时代责任 共促全球发展》的演讲，深刻阐述了中国的全球观，强调了经济全球化的大势所趋，表达了中国推动经济全球化的强烈意愿。尽管中国期待在经济全球化进程中扮演重要作用，但不少评论认为中国的实力尚难以主导经济全球化进程，而且从历史上看，崛起的大国推动全球经济治理体系变革往往要经历很长的时间，因而多数观点认为中国仍然难以成为经济全球化的主导者。

然而，当前中国的行动与以前大国崛起挑战既有秩序不一样，中国倡导的经济全球化并非全球经济治理体系的重塑，而是维护既有的世界经济秩序。虽然美欧等发达大国仍然是全球的领导者，但特朗普对近几十年来形成的全球化模式兴趣下降，欧盟一体化面临挑战。在此背景下，美英若要重塑全球，必然涉及对游戏规则的改变，构成对当前体系的修正乃至颠覆，必将影响当前体系中世界各国的利益，这也是世界担忧特朗普新政的重要原因。

中国举起全球化大旗既符合当前世界对国际经济环境稳定的诉求，也符合中国宏观经济稳定的诉求。中国正在深化供给侧改革，希望加快转型升级培育经济新的增长点，这时更期待有一个相对稳定的国际经济环境。当前新的科技革命尚未出现，世界经济自 2008 年金融危机以来新的增长动力尚未形成，世界经济复苏增长基础尚不稳固，如果全球化出现重大调整，那么世界经济可能遭受新的冲击，包括中国在内的世界主要经济体必然应面对国际经济环境的动荡。可以说，全球化尽管有其内在的问题，但在没有更好的模式之前，全球化仍然是世界经济发展的重要保障。

当然，也有评论认为，中国虽然是经济全球化的主要倡导者，但推动全球化发展依靠的是内在的实力，否则就会沦为空谈。结合当前来看，中国已经逐步具备推动经济全球化继续发展的条件。

首先，中国已经成为金融危机以来拉动全球经济增长贡献最大的国家，中国对全球经济的影响在持续增强，中国已经成为全球化的主要力量。1980-1999 年的 20 年间，中国经济对全球经济名义增量贡献仅为 3.7%，而同期美国贡献 31.7%，但 2000 年至金融危机之前的 2007 年，中国经济对全球经济名义增量贡献大幅上升至 9.8%，同期美国下降为 19.1%，如果考虑到金融危机的影响，那么进一步测算发现，2008-2016 年中国经济对全球经济名义增量贡献高达 45.1%，而美国仅为 23.5%，中国已经超越美国成为对全球经济增量贡献最大的国家。

其次，中国提出的“合作共赢”中国药方，可以有效应对逆全球化的问题。观察当前逆全球化的相关现象，全球失衡是最重要的原因。虽然全球化为人类提供了创造更多财富的机会，但世界各国从中得到的好处却并不相同。有些国家通过全球化释放了比较优势，市场持续扩张推动经济较快发展。有些国家由于缺乏竞争力而在全球化浪潮中产业不断向外转移，国家产业空心化而出现经济增长乏力问题。如何促使世界各国在开放合作中都得到好处，成为解决去全球化问题的关键。对此，中国提出的合作共赢的全球开放经济治理理念正好与此不谋而合。合作共赢体现了各方共同受益的诉求，参与各方通过合作谈判确保各方利益，有效解决当前全球化过程中有些国家利益受损的问题，如果能够构建合作共赢的全球经济治理体系，将有效应对逆全球化的问题。

第三，中国正在加快推动多双边一体化谈判，逐步成为推动经济全球化增量发展的主要力量。中国近年来重视通过 APEC 峰会推动构建亚太自贸区，通过东盟 10+6 机制推动区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）的谈判，也十分重视中日韩自贸区的谈判。虽然这些协定的谈判有其各自的难处，但在特朗普希望退出 TPP 谈判的背景下，中国主导亚太区域一体化进程有了更为坚实的基础。与此同时，中国力推“一带一路”建设，“一带一路”沿线国家和地区的经贸合作有望不断深化，以此也有望从增量上助推全球化的更快发展。

第四，中国主导构建了促进经济开放合作的保障机制，有望为区域或者全球经贸合作提供制度保障。2013 年以来中国倡导构建了亚洲基础设施投资银行（亚投行），当前亚投行已经有 57 个成员国，今年朋友圈有望继续扩围，亚投行作为多边开发性金融机构，将重点支持基础设施互联互通等建设，有望推动全球经济的开放合作。除此之外，中国倡导构建了金砖国家新开发银行、上合组织开发银行等区域开发性金融机构，还构建了丝路基金。这些将为区域或者全球开放合作提供资金等重要保障。

由此可见，中国主导推动经济全球化，既符合当前促进世界经济稳定发展的客观诉求，又是美欧对经济全球化态度转变背景下所滋生的重要机遇。伴随着中国经济体量的快速提升，中国参加全球经济治理意愿持续上升，中国也具备继续推动经济全球化发展的条件，有望更快提高其在全球化进程中的地位。当然也有评论认为中国主导全球化所面临的直接挑战是如何承担由此派生的全球治理体系的维护成本。对此，中国当前拥有巨额外汇储备，可以为短期承担全球责任提供重要的支撑。因而，达沃斯世界经济论坛既释放了中国的全球观，也向全球展示了一个重要事实，中国主导经济全球化的局面正在形成。

然而，中国主导经济全球化并不代表中国就能主导全球经济治理体系，中国主导经济全球化有几层含义：一是这种判断是在欧美对经济全球化态度转变的背景下提出的，这是重要的前提条件，如果欧美仍然继续倡导经济全球化，那么欧美短期内仍将是该体系的主导者。二是中国已成为经济全球化推动意愿最强的国家。三是中国相比欧美以外的经济体具有最强的拥有推动经济全球化的实力和基础。因而，中国主导推动经济全球化，并非意味着中国主导全球，未来中国要继续推动经济全球化显然需要面对以下多重挑战。

首先，如何协调经济全球化理念与美欧所寻求的新的治理体系之间的关系。特朗普执政之后将提出美国在全球秩序中的定位，英国今年启动脱欧程序后也将寻求新的治理思路，美欧所倡导的新的体系究竟会与当前经济全球化产生冲突还是相互有效衔接，如果两者出现冲突或者矛盾，美欧可能出现逆全球化的现象，美欧若脱离了全球体系，那么全球化就可能名存实亡。在此背景下，中国需要分析如何与美欧进行有效沟通协调，最好的突破口是如何推动经济全球化对接美欧倡导的新体系，避免两者冲突引发的巨大震荡。

其次，中国应面对如何进一步深化改革以构建开放型经济新体制的问题。中国要推动经济全球化，重要的基础是中国本身已经构建相对完善的开放市场经济体制，中国能够深化与其他国家高标准的经贸合作。近年来中国在金融市场等领域出现了汇率风险升级等问题，中国采取了加强资本管制等举措，

金融开放改革不仅没有深化，反而出现倒退的问题。如果未来没能及时推动相关的体制机制改革，那么进一步开放就缺乏基础和底气。因而，中国应重视深化供给侧改革，推动市场经济体制的更快完善，探索形成开放型经济新体制，为推动经济全球化做好准备。

第三，中国应面对如何构建合作共赢治理体系的问题，以应对全球化滋生的重大挑战。合作共赢是应对逆全球化的中国方案，但当前仅仅停留在概念范畴，究竟如何保障全球化的参与者共同获益的问题，目前尚未制定相关的规则体系。只要相关的治理体系没有构建，那么全球化进程中利益分化及收入分配差距扩大等问题就难以解决，逆全球化的思潮就可能继续蔓延。因而，中国应加快研究，及时推动与其他国家构建合作共赢的规则治理体系。

中国银行业应对 3.0 时代挑战

来源：《国际金融报》（2017-04-03）

作者：巴曙松（中国银行业协会首席经济学家，香港交易所首席中国经济学家）

中国银监会主席郭树清日前表示，银行 3.0 时代已经来临，银行业要利用金融科技，依托大数据、云计算、区块链、人工智能等新技术，创新服务方式和流程，整合传统服务资源，联动线上线下优势，提升整个银行业资源配置效率，以更先进、更灵活、更高效地响应客户需求和社会需求。

面对 3.0 时代的新变化、新挑战，银行业应当如何应对行业内外全面竞争的全面竞争，顺利实现转型升级？

金融科技倒逼银行业变革

据统计，中国活跃移动设备数量已突破 10 亿，95% 的企业已投资于移动设备和应用，App Store 应用总数已接近 15 万。

超过六成的应用移动将与数据分析整合，大数据技术已促成全球制造业产品研发成本下降 50%，近 50% 的 CIO（首席信息官）计划优先发展数据项目。

据统计，近年来，中国的网上银行交易规模突破 600 万亿元人民币，交易规模环比增长率保持在较高水平。网上银行与网上支付用户群体的数量迅速攀升，2016 年末已分别突破 3.5 亿人和 4.5 亿人。

在金融科技倒逼银行业变革的背景下，中国银行业对互联网金融等新经营模式的发展日益重视，绝大多数银行家都将其作为发展重点。在互联网金融的各类业态中，网络银行、移动支付和直销银行最受中国银行业关注。

盈利模式面临转型挑战

利率市场化下银行收入结构在竞争中趋于多元化，净息差持续收窄。随着利率市场化的完成，银行业净息差不断下降，2016 年第三季度商业银行整体的息差收窄 30 个基点，息差收窄意味着银行向企业与居民部门让渡收益，也倒逼银行业提高风险定价能力，调整业务结构。存贷利差不断收窄，加剧商业银行的竞争，刺激业务范围的扩张，对银行金融创新能力提出更高的要求，提高金融中介效率，银行收入结构得到改善，也加大金融市场的波动性。

金融脱媒趋势显著，直接融资占比不断提升。随着中国内地多层次资本市场的不断完善，优质企

业的融资渠道日益多元化，股票、债券等直接融资在社会融资规模中比重上升，银行贷款渠道受到挤压，银行间竞争加剧。在互联网金融、大资管的时代背景下，银行客户投资渠道得到扩展，伴随着影子银行的快速发展，存款分流对商业银行的客户存款造成冲击，银行吸收存款的能力也有所弱化。

非金融部门杠杆率高企，银行不良率承压。近年来，中国内地非金融部门（企业）杠杆率居高不下，导致企业财务成本不断增加，积累系统性风险的火苗，因而“去杠杆”成为当前中国内地经济转型中一项重要任务。在2016年的调查中，有73.2%的银行家认为产能过剩行业贷款风险是目前中国银行业最主要的信用风险，显著高于其他选项，表明银行业对产能过剩行业的担忧。

人民币国际化进程加快，资本项目开放稳步推进。人民币入篮增加人民币资产需求，对人民币国际化带来深远影响。在2016年调查中，75.8%的银行家认为人民币入篮将加速人民币国际化进程，53.9%的银行家认为会加大对人民币资产配置。人民币国际化进程加快，为正在受到国内经济下行压力、盈利放缓、利率市场化推进挤压利差空间等多重因素考验的中国银行业提供难得的新增长点，也对风险管理提出更高要求。

特别是“8·11”汇改以来，人民币汇率波动幅度加大，离岸、在岸人民币价差波动加剧，汇率波动及后续的不确定性为商业银行的人民币业务带来新的挑战。近年来，中国内地资本项目开放稳步推进。2016年12月5日，深港通正式开通，加强内地市场与香港市场的互联互通，境内外资本市场互动更加频繁，银行业风险管理水平将面临新的机遇和挑战。

三大发展趋势

智能化银行——技术领先的业务体系

未来智能化银行的出现，将给未得到充分银行金融服务的消费者提供便利，同时给中小企业带来更丰富的金融服务。与传统银行不同，分析与IT技术将会成为智能化银行最重要的发展基石，一家智能化银行的成败将主要取决于其科技力量，而非金融产品。

零售消费者层面：更加全面的整体定制体验，基于无纸化申请与认证的点对点数字服务，国内与国际移动电子支付，安全性更高的生物识别技术，基于大数据消费习惯模型的电子信用卡。

投资者层面：支持移动与在线支付的数字化支付，基于数字化贸易与生态系统的数字钱包服务，存款、借款与抵押贷款等银行产品的数字化销售，人工智能资产管理与投资顾问，基于大数据信用模型的信用评级体系。

银行层面：先进与灵活的IT基础建设，基于新型网络科技与分析方法的数据库设计能力，基于大数据消费模型的数据分析能力，运用人工智能技术掌握更加动态的用户信息，网络安全系统建设与客户信息保护。

在未来信息系统建设的过程中，中国银行家将重点聚焦在核心交易系统、信贷管理系统和风险管理系统。在信息化技术的各领域中，移动互联网技术、大数据技术和安全可控信息技术最受中国银行家的关注。

根据中国银行家调查报告的统计，对于信息化技术的主要应用领域，管理精细化与客户营销等基于大数据技术的领域最受关注。而在信息化技术的应用过程中，中国银行业面临的最主要问题在于内部数据整合不够、外部数据可获得性较差和尚未掌握数据挖掘处理技术，突显出数据库建设与大数据模型分析能力的重要性。

轻型化银行——灵活高效的经营理念

规模增速与利润增速脱钩。中国银行业的传统发展模式是：融资（补充资本金）-放贷（扩大资

产规模)-收入增长(实现收入增长)-再融资。然而,自2015年以来,中国银行业的规模增长与利润增长开始脱钩,以招行为代表的部分银行风险加权资产与总资产的比重不断下降,轻型化转型初现效果。

资产更轻,收入更轻。资产方面,表外资产(理财为主)增速高于资产负债表增速,同时,资本耗用低的零售业务占比不断提升。收入方面,尽管中国银行业非息收入占比仍相对较低,不过近年呈现不断增长趋势。

综合化经营。大资管和大投行业务成为重点发展方向。截至2016年6月底,剔除重复计算因素,中国内地资产管理业务规模约为60万亿左右,其中,理财产品规模26.28万亿,为规模最大的子行业。据中国银行家调查报告对中间业务收入来源的调查统计,投行、理财收入稳居商业银行中收来源前两位。资管业务发展的主要方向为回归资产管理业务本质,提高资产配置能力。投行业务主要围绕产业基金、PPP项目等创新股权融资产品,同时做强债券承销、投融资顾问、银团贷款等基础类投行业务。

资产证券化。盘活存量资产,发行规模不断扩大,定价机制仍在摸索中。2016年,不良资产证券化重启,全年共发行不良ABS 14单,金额156.1亿元。不良ABS成为不良资产处置的新途径。此外,资产证券化能够有效调整银行资产结构,盘活存量资产。与此同时,信贷资产证券化发行规模不断上升,2016年共发行108单,金额3908.53亿元。底层资产以个人住房抵押贷款和企业贷款为主,合计占比超过70%。国开行市场占有率较高,超过25%。不过,由于二级市场缺乏流动性,以市场询价定价机制为主,市场定价机制仍在摸索中。

交易银行。公司业务转型新趋势。在利率市场化、人民币国际化、跨境交易以及互联网金融等加速发展的背景下,发展交易银行业务日益成为传统商业银行转型发展、拓展收入渠道与提升自身竞争力的关键。交易银行重点的发展方向,主要集中在支付结算、现金管理、供应链金融和贸易金融等。发展交易银行的主要出发点在于获得新的业务增长点、拓展低成本负债来源、提升客户服务黏度、获得稳定的收益、降低业务风险、转变经营服务模式以及拓展交叉业务。当前,制约交易发展的主要自身因素主要包括产品研发能力、跨地区\过境、跨部门、跨产品条线的协同能力、风险控制能力、总分行架构下的协同能力以及基础设施建设。

国际化银行——高瞻远瞩的全球视野

近年来,尽管与外资大行相比仍存差距,不过中国银行业国际化正不断加深。总体来讲,中国银行业国际化目前仍处于初级阶段,存在一定程度的盲目扩张、恶性竞争、求多求全等现象。

2015年五大行合并BII(银行国际化指数)为8.9,5家股份制商业银行合并BII为2.7,普遍低于外资大行的国际化程度。其中,中国银行BII最高,为21.57,此后依次为工商银行(8.94)、交通银行(7.15)、建设银行(4.33)、农业银行(3.41)。

不同类型的银行在境外布局差异较大,五大行境外布局范围更广,股份制商业银行仍在起步,境外机构主要布局为香港及东南亚地区。截至2015年,五大行境外分行的全球布局中亚欧占比达71.4%,仅亚洲地区分布机构占比就高达44.4%。在整体数量上,依然由中国银行引领整体发展,境外分行占比超过一半。

2017年银行业发展展望

监管趋紧,货币政策稳健中性+宏观审慎不断完善。2017年,国内货币政策将边际收紧,货币市场利率中枢提升,金融去杠杆持续。同时,MPA将不断完善,从理论走向实践,广义信贷约束银行资产扩张回归理性。

信用风险，不良资产生成放缓，处置多管齐下，关注企业盈利状况。2016 年起，全国不良资产生成明显放缓近期，上海（0.68%）、浙江（2.17%）等地不良资产率实现“双降”，全国不良率 1.74%，基本保持稳定。同时，各地区不良资产处置多管齐下，市场化债转股遍地开花。2017 年需持续观察补库存短周期与企业盈利状况的趋势。

信贷结构调整趋势，向基建+新兴产业领域倾斜。2017 年，在国内整体偏紧的流动性环境下，信贷增速将回归平稳，月间波动性有所降低，PPP 与产业基金模式预计将成为银行参与基建投资的重要途径。

盈利预测，净息差有望企稳，规模平稳增长，盈利增速见底回升。2017 年，受益于资产重定价因素削弱，营改增影响降低，以及流动性趋紧使市场利率上行，国内银行业的净息差降幅有限，并有望企稳。盈利方面，2016 年银行业盈利弱复苏，净利润增长 3.54%，2017 年增速有望继续提升。

新闻快讯

2017 年最大的黑天鹅正式来临 投资者背水一战

来源：BWCHINESE 中文网 (2017-04-07)

作者：黄生

2017 年最大的悬疑是美联储是否缩表，而今天正式的消息确认，在美联储公布的会议纪要中，明确表示 2017 年要缩表，这是 2017 年最大的黑天鹅，最终会引发什么风暴，谁也无法预见。

BWCHINESE 中文网讯，美国对叙利亚发动军事打击，发射约 60 枚战斧导弹，受美国对叙利亚发动军事袭击影响，全球市场立即做了反应，全球市场大波动，布伦特原油、WTI 双双涨超 1%。日元兑美元快速走高，涨 0.46%。标普股指期货快速走低，目前跌 0.63%。（编者注）

2016 年最大的悬疑是美联储是否加息，这个悬疑曾经让全球金融市场日夜牵挂，坐立不安，最终 2016 年 12 月美联储姗姗来迟的进行了加息，但是它的风头已经被英国脱欧、特朗普当选总统等黑天鹅抢走。

2017 年最大的悬疑是美联储是否缩表，而今天正式的消息确认，在美联储公布的会议纪要中，明确表示 2017 年要缩表，这是 2017 年最大的黑天鹅，最终会引发什么风暴，谁也无法预见。

如果 2017 年美联储加息三次，还剩下两次加息，再加上缩表，那么这就是一次超级组合风暴了，加息和缩表在同一年进行，全球金融市场必然天翻地覆。

2015 年美联储加息一次，2016 年美联储加息一次，2017 年美联储已经加息了一次，美国已经加息三次了，为什么美联储对缩表却如此慎重呢？至今还没开始。

那是因为缩表比加息所带来的影响会严重得多：

1、加息的话，只是提高资金使用成本，只要你能够承受更高的利率，那么可以继续获得资金。

2、缩表就是直接回收美元，然后注销，就是从市场中直接减少美元了。

3、但是美联储回收美元，等于是注销基础货币，而美国的存款准备金率很低，也就是基础货币的乘数非常高，一旦缩表注销美元，所带来的影响将是几何倍数放大的。

4、美联储通过三轮 QE，使得美联储的资产负债表从八千亿美元急速膨胀到四万五千亿美元，要回收近四万亿美元，这是一件多么可怕的事情，当然短期急速回收，美国承受不了，一定会拉长周期慢慢来。

很显然，对于 2017 年最大的组合风暴加息和缩表同时进行，必然引起全球金融市场的大动荡，而且缩表所带来的影响更大，和加息组合在一起，无法想象。

1、全球必然会因为美联储加息，而导致美元回流，必然会因为美联储缩表导致美元减少。

2、全球美元荒在 2017 年将加剧，LIBOR 利率会继续走高，并创下新纪录，前段时间三个月美元 LIBOR 已经创下了次贷危机以来新高，今年下半年恐怕还会创下新高。

3、全球新兴市场国家，必然会因为美元减少而导致债务危机发生，一些新兴市场国家的货币汇率会大贬。

4、一些欠美元债务比较重的企业和国家，很可能会受到美元成本大幅度上升所带来的巨大压力，甚至是破产。

5、一些国家的央行，如欧洲、日本、印度、中国等，不得被迫跟随美联储加息和回收货币，以避免失衡而导致资金大量外流。

美国也同样对缩表所带来的影响而害怕，否则不会如此谨慎，因为退出次贷危机以来的 QE，是过去历史上所没有经历过的，而且美国十年期国债的价格已经连续下跌，面临跌破重大关口。

中国也将面临一个货币周期的转折，宽松的货币周期即将结束，相对紧缩的货币周期跟随美联储加息和缩表而到来，中国今年史无前例严厉的房地产宏观调控，也是为了提前应对美联储即将到来的加息和缩表这一组合拳。

“只要掌握了印钞权，我并不在乎谁是总统”，当罗斯柴尔德这句话再次响起，你才会真正感受到美联储在全球巨大的权力。也许唯一能阻止美联储发动加息和缩表的只有特朗普了，只是存在这种可能性，但概率很低，风起于青萍之末，还是让我们提前做好各种准备，迎接下半年加息和缩表这只巨大的黑天鹅吧！

没了汇率操纵国的担忧人民币汇率走势更稳

来源：《证券时报》（2017-04-14）

作者：孙璐璐

美国总统特朗普本周三在接受媒体采访时透露，美国政府不会将中国认定为汇率操纵国，与此同时他还表示美元“正变得过强”。

在脱离了被认定为汇率操纵国的风险后，市场普遍认为，即将发布的美国财政部报告中，对中国

很可能会重提“汇率失调”的表述。这表明美国关注的重点不再是人民币汇率的市场化程度，而是影响贸易的政策制度问题，如外资准入政策、对本国出口企业的补贴优惠等。

特朗普的表态，对美元和人民币汇率的走势影响巨大。当天美元指数走软，非美货币和金价迅速提升；4月13日，人民币兑美元中间价较上日大幅升值289个基点，创3个月以来最大升幅。

特朗普对人民币汇率态度的转向，也让市场松了一口气。这意味着，今年影响人民币汇率走势的不确定因素又少了一个。市场普遍认为，短期内人民币汇率的走势将趋于稳定，而波动加大的时点可能就只是来自美联储加息的干扰。

实际上，在经历了过去两年的持续贬值后，人民币后续贬值的空间在不断收窄。更为重要的是，由于监管部门加强对资本流出的审核管控，跨境外汇套利的口子已被堵上。有数据显示，随着跨境资本管控趋严，今年1月份资本流出的规模比去年12月大幅减少超九成。

当跨境套利因素对汇率的扰动大为降低后，人民币汇率的走势就主要取决于人民币中间价定价机制。人民币中间价的定价是参考上一个交易日的收盘价和一篮子货币汇率的变化，而不论是收盘价，还是一篮子货币汇率，美元走势的影响在其中均占了最大分量。因此，今年人民币汇率何去何从，主要就看美元指数的表现，资本外流对人民币贬值的强化效应在今年影响有限。

至于今年美元指数的走势如何，从以往的经验看，美联储的加息节奏是重要影响因素。根据市场的普遍预计，今年美联储还会有1~2次加息，美元指数将随之波动上行，预计年底人民币兑美元汇率会突破“7”整数关口。值得注意的是，虽然人民币兑美元汇率今年大概率还会走贬，但不少研究机构都认为，贬值幅度会较前两年明显收窄。这就说明，人民币汇率的市场预期正在逐步稳定。

全球经济复苏“普遍而稳固”

来源：FT 中文网(2017-04-17)

作者：杰玛·泰特洛

最新指标显示，近期大型发达经济体和新兴市场经济体的增长都已明显提速。中国和印度似乎已挺过艰难时期

根据布鲁金斯学会(Brookings Institution)和英国《金融时报》联合编制的一项追踪指数，在世界经济遭遇金融危机近10年后，全球复苏终于变得“普遍而稳固”。

在本周国际货币基金组织(IMF)和世界银行(World Bank)年会之前发布的这批研究发现，将加强人们的乐观情绪：世界各地多数经济体出现了一致、但远非亮丽的复苏迹象。但人们仍担心，政治不确定性仍可能会导致某些国家偏离轨道。

布鲁金斯学会—英国《金融时报》“全球经济复苏追踪指标”(Tracking Indexes for the Global Economic Recovery, 简称Tiger)显示，近几个月来，发达经济体和新兴市场经济体的增长都已明显提速。涵盖所有大型发达经济体和发展中经济体的该指数，把有关全球经济和各国实际经济活动、金融市场和投资者信心的多项不同指标与其历史平均值进行了比较。

Tiger 指数表明，自2015年油价下跌导致产出下降以来，新兴市场经济体的增长显著提速。去年此时，新兴市场增长指数曾大幅低于历史平均水平，但如今已攀升至2013年初以来未曾见到的水

平。

中国和印度似乎已挺过了最近的艰难时期，增长指标都已高于本国的历史平均水平。去年中国经济增长率达 6.7%，为 1990 年以来增速最慢的一年，而去年纳伦德拉·莫迪(Narendra Modi) 企图消除经济中的现钞，一度令本国经济承压。但多项指标显示，如今两国的增长正在提速。

停滞一年人民币国际化现回暖迹象

来源：财新网(2017-04-06)

作者：彭骏

近期外汇市场各项指标出现阶段性企稳，SWIFT 数据显示人民币支付占全球份额小幅回升。

过去一年，市场观察人士表示人民币国际化进程放缓，人民币跨境支付等各项指标均有所回落。然而今年 3 月以来，监管层对于人民币国际化频频发声，环球银行金融电讯协会（SWIFT）最新数据显示，2 月份人民币支付占全球份额开始小幅回升。有市场人士表示，今年人民币国际化有回暖迹象。

3 月 31 日，SWIFT 最新数据显示，2 月份人民币支付占全球份额小幅回升，占 1.84%，较 1 月份提高 4.1%，为近三个月以来最高水平。SWIFT 是全球性同业合作组织，提供全球通用的金融报文传送服务系统。2010 年开始，SWIFT 每月发布人民币支付结算在全球的占比与排名。

今年以来，监管层对于人民币国际化亦频频发声。2017 年政府工作报告中有关人民币汇率政策的表述出现明显调整，首次提及保持人民币在全球货币体系中的稳定地位。3 月初，人民银行行长周小川在人大新闻发布会上表示，人民币国际化在稳步迈进。

央行副行长易纲在 3 月 22 日的央行“2017 年跨境人民币业务暨有关监测分析工作电视电话会议”明确指出，人民币国际化是一个中长期战略，要保持定力，稳步实现目标。中国经济稳定发展的态势没有变，人民币国际化的市场驱动力没有变，这是人民币国际化最重要的基础和支柱。

去年阶段性放缓

2016 年，受多重因素影响，人民币跨境使用总量有所下降。2016 年跨境人民币收付金额 9.8 万亿元，同比下降 19%，SWIFT 统计的人民币支付全球排名从 2015 年 12 月的第五位降至 2016 年 12 月的第六位。但在中国跨境收付方面，人民币仍然继续保持第二大跨境收付货币的地位，占本外币跨境收付总量的 25%，仅次于美元。

与此同时，跟踪离岸人民币和人民币跨境交易的渣打人民币环球指数今年 1 月降至 2014 年 7 月以来最低点，同比下降 13.7%。渣打的相关报告中指出，人民币跨境支付的收缩是导致该月渣打人民币环球指数下降主要因素，企业对于使用人民币支付仍有顾虑。

“根据我们在非洲看到情况，汇改以来，由于汇兑风险的考虑，企业做进出口贸易的时候，选择人民币的情况是有所下降，这是客观事实。这个只是人民币国际化道路中的阶段性的情况。”对跨境人民币有丰富经验的中国银行约翰内斯堡分行行长程军对财新记者表示。

离岸人民币市场的发展在 2016 年同样有一定程度的放缓。根据香港金管局的数据，2016 年 12 月底，香港人民币存款余额为 5467 亿元，较 2014 年 12 月的峰值愈 1 万亿元减少近一半，较上年同

期亦下滑 35.8%。而渣打上述报告显示，2016 年全球离岸人民币市场收缩 10.5%。

离岸人民币市场的干涸引发离岸人民币对美元汇率（CNH）以破竹之势大涨，自 1 月以来离岸人民币与在岸人民币汇率一直保持“倒挂”，并导致离岸人民币香港银行同业拆息（Hibor）全线走高。

“我们可以看到资金池是减小了，但是交易的活跃度是还有的。”香港金管局局长陈德霖对财新记者表示，离岸人民币供求失衡的现象经常发生，而随着资金池的收缩，利率波动幅度更大也很正常。“（离岸人民币市场发展）这个过程不可能是直线，而是波浪形。有时候高有时候低，最重要的是汲取经验。”

渣打预计，受离岸在岸汇率“倒挂”，以及内地监管部门加强对南下资金流出管理的影响，离岸人民币市场规模减小的趋势至少会持续到今年上半年。

汇率阶段性稳定 “基建”稳步推进

“去年，因为人民币贬值预期比较高，所以过去人民币国际化阶段性放缓是可以理解的。”工银国际首席经济学家程实对财新记者表示。“而今年以来，人民币兑美元汇率意外地出现阶段性升值，对于人民币汇率稳定是个非常好的提振”。

2016 年在岸人民币兑美元累计贬值 6.6%，离岸人民币累计贬值 5.8%。但自 2017 年以来，人民币兑美元单边贬值趋势被打破，出现双向波动的态势。

央行副行长、国家外汇管理局局长潘功胜在今年“两会”期间接受财新记者采访时表示，从各项外汇指标可以看出，目前外汇市场形势较平稳，人民币汇率在双向浮动、趋于均衡，跨境资本流动也出现均衡，因此整体市场预期平稳。

“人民币汇率阶段性稳定，给中国政府今年加速推进人民币国际化一个比较好的契机。”程实认为，人民币国际化与人民币汇率稳定之间有个“跷跷板效应”。近期美元短期走弱，给人民币汇率阶段性稳定一个较好的外部环境。“人民币汇率稳定的前提下，人民币国际化才能加速。”

也有接近监管人士表示，金融市场开放程度对货币国际化更重要。随着经济稳步发展，国内金融市场开放程度适度提高，人民币使用者会建立汇率风险的对冲机制和渠道，汇率升贬对人民币使用意愿的影响会越来越小。

有分析人士指出，从监管表态到今年以来推出的一系列政策来看，人民币国际化的“基础设施建设”今年会继续推进。

渣打在另一份报告中表示，虽然离岸人民币的发展可能继续受到影响，但并非人民币国际化的所有方面都会止步不前。渣打预计政府很可能会继续支持资本流入，特别是通过推动中国银行间债券市场的发展。

今年 2 月 27 日，外汇局发布通知允许银行间债券市场境外机构投资者通过合格的境内金融机构参与境内人民币对外汇衍生品业务，但仅限于对冲参与银行间债券市场产生的外汇风险敞口。截至目前，国际三大债券指数提供商中的两家已经把中国在岸债券市场纳入其指数系列中。

潘功胜指出，目前境外投资者投资占中国债券市场的比重较低，还有很大的增长潜力。下一步，人民银行将继续积极推进完善各项配套政策，为境外投资者提供更加友好、便利的投资环境。

此外，汇率市场化改革也稳步推进。2 月底，在“收盘价+一篮子货币汇率变化”的人民币兑美元中间价定价机制实行一年后，央行首次对该定价机制进行了技术性微调，剔除了日盘波动对人民币中间价的双重影响。分析人士表示，此项微调在某种程度上也反映出推行更加市场化中间价定价机制

的政策意图。

“人民币国际化会继续走下去。市场情绪稳定下来之后，临时性的措施会有调整。贸易投资应该更多地考虑使用人民币。”陈德霖说道。

然而，也有分析人士认为，现在谈论人民币国际化是否回暖还为时过早。

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张明表示，就目前的情况看，即使人民币国际化有回暖，也不会特别明显。他认为人民币国际化关键在于境外居民是否愿意持有人民币资产，与未来人民币汇率、利率走向，以及金融风险显性化有关。因此，不用特别关注人民币短期排名的变动，而要看中长期的趋势。

德国商业银行亚洲高级经济学家周浩则认为，目前人民币国际化进程处在十字路口。离岸市场流动性活跃度在下降，离岸市场处于“困惑期”。

“现在没有人知道人民币国际化的路径是什么。”周浩说：“稳定而透明的政策，才是人民币国际化的推动器。”

下一步 从支付到储备

易纲在央行“2017 年跨境人民币业务暨有关监测分析工作电视电话会议”上指出，人民币跨境使用的下一步，是要做好政策的顶层设计，便利贸易、投资、支付，便利把人民币作为国际储备货币。在推动人民币跨境使用的同时，注重稳步推动资本项目可兑换，推进人民币国际化使用相关基础设施建设。三是要引导好离岸人民币市场发展。四是要完善监督和管理手段。

香港交易与结算所首席中国经济学家巴曙松在财新撰文指出，人民币国际化的下一阶段，是从重要的国际贸易结算货币向国际投资及储备货币转变。“在官方储备层面，人民币加入 SDR（特别提款权）将促使所有 IMF（国际货币基金组织）成员国通过持有 SDR 自动形成对人民币资产的增持需求。在国际私人资本层面，随着中国金融市场的继续开放，中国金融产品将逐步进入一系列标志性的国际基准指数。”

他同时表示，在美元持续走强、人民币面临阶段性贬值压力的市场环境下，人民币国际化需要平衡金融市场的对外开放与保持内地市场稳定之间的政策目标。

巴曙松在题为《人民币国际化新阶段与香港的机遇》的文章中写道：“下一阶段人民币国际化的发展趋势应该在汇率形成机制改革、资本项目有序放开之间寻求均衡，增加市场灵活性和弹性，来适应资本账户开放和人民币汇率浮动所带来的挑战。

外资金融机构：雄安新区影响有限

来源：财新网(2017-04-07)

作者：Huileng Tan

中国政府将在北京附近修建经济新区的消息一下子激起了人们对这片地区房地产投资的兴趣，但是分析师们对这座全新的大城市所带来的整体贡献却不怎么乐观。

美林美银策略师在周三（4 月 5 日）发布的一篇报告中写道：“一些人因为能够接触到这个地区

而成为直接受益者，但我们估计，这件事为全国带来的净影响是非常小的。”

虽然分析师们预计，雄安新区将为现在仍是一潭死水的基础设施投资注入活力，但是这片区域的焦点将是承担一些首都功能，这也是以牺牲其他城市为代价。

“在我们看来，雄安新区的设立是为了解决北京面临的一些具体问题，并不是预示着中国将要掀起新一轮大规模基础设施建设。考虑到中国政府想要控制债务增长的意愿，我们预计指定给雄安新区的投资金额可能大部分是从其他地方转来的。”他们补充道，并指出，京津冀项目可能就是雄安发展其中的一个输家。

花旗研究部门的计算也发现，建设这座城市只需花去全球粗钢总产量非常小的一部分。

野村证券的分析师们对这一新经济区不大感兴趣。

野村证券分析师赵阳和陈家瑶表示，他们预计该项目会刺激固定资产投资小幅走强，特别是在基础设施和房地产投资领域。

他们预计，在未来五年里，建设雄安新区每年在基础设施建设和房地产投资方面产生的直接增量将在 5000 亿元（约合 725 亿美元）左右，相当于国内生产总值的 0.3%至 0.6%。

“然而，它所产生的净影响可能会更小，因为在对雄安加速投资的同时，对北京的投资就会减速，反之亦然。”他们在周三的报告中补充道。

由于高度依赖货币政策，该项目对经济增长的影响可能也有限。这可能会让人们抑制资产泡沫和控制金融风险总体上保持审慎态度，从而挤出了其他或私人的投资支出。

野村证券分析师补充说：“然而随着货币政策的呈现，我们怀疑它可能会长期保持宽松，那么雄安增长得越快，就越需要挤出资金，其他地区经济增长得就会越慢。”

开发雄安，是为了刺激这个遭受失业打击的重工业地区的经济增长。这个问题处理起来已经变得越来越棘手。

当地媒体报道称，周末公布消息几个小时后，雄安的房地产市场就遭遇了投资者和投机者的疯狂涌入，促使房价激增并引发了地方当局的压制，该地区的房地产中介公司被迫暂时关闭。

通常来讲，政府会对三、四线城市施以宽松的住房购买政策，为的就是鼓励人口向这些地区流动。雄安新区覆盖的三个县就位于三线城市保定市。

经济学人智库周四（4月6日）发布了一项有关中国供给侧改革的报告，他们预计，中国的三线城市是 2016 年惟一能看到年度移民净流入的地区。