

2019 年第 8 期 总第 32 期

财经参考

上海对外经贸大学图书馆主办



国际财经

数据保护 2019:野蛮掘金时代的结束.....	1
2020 年全球投资展望.....	4
涨跌事关兴亡 ——参加第七届中俄经济对话会侧记.....	6
数位人民币将威胁美元霸权.....	9

国内财经

如何评估当前中国经济政策走向.....	10
预测中国经济未来十年.....	12
科普“区块链”—— 技术革新和产业变革新动能.....	17
保 6 有必要吗？能保 6 吗？和余永定教授商榷.....	19

新闻快讯

都说好了，日本为什么突然变卦？	27
港媒报道：区块链助力中国治理现代化.....	28
中国资产魅力四射，外资加紧多元配置.....	29
美媒：鲍威尔暗示美联储暂停降息.....	30

财经参考

国际财经

数据保护 2019：野蛮掘金时代的结束

来源：FT 中文网(2019 年 12 月 13)

作者：李军(加拿大新闻媒体集团 Postmedia 的数据科学经理)

2019 年是数据与隐私保护正式起步的一年。就在前一年，欧盟针对个人隐私数据保护的“通用数据保护条例”(GDPR)正式生效。全球的数据与隐私保护力度与范围得到了空前的增强。

我们可以先盘点一下欧盟和所属各国开出了哪些 GDPR 的重量级罚单。

罚单冠军花落英航(British Airways)，他们以收到 21.83 亿英镑的罚单拔得 2019 年的 GDPR 罚单头筹。2018 年 8 月至 9 月，英航泄漏了 50 万客户数据，其中包括用户登陆信息、信用卡数据、姓名、地址和订座记录等敏感信息。

万豪酒店集团(Marriott International, Inc)以 9900 万英镑罚单的成绩屈居亚军。他们收购的喜达屋酒店集团的中央预定系统数据库遭到黑客的攻击。超过 500 万未加密的密码和 800 万信用卡数据被黑客掌握，牵涉到 3000 万欧盟居民。值得注意的是，喜达屋酒店集团的数据泄漏居然是从 2014 年一直持续到 2018 年。万豪酒店集团的亚军实至名归。

在临近年底的 10 月 30 日，德国的房地产企业 Deutsche Wohnen 异军突起，以 1450 万欧元的罚单占据了第三名的位置。

这个年底冒出的第三名并不是因为数据泄漏导致的罚单，而是因为数据存储管理没有达到 GDPR 的合规性要求而受到惩罚。在德国监管部门 2017 年 6 月和 2019 年 3 月的两次现场检查中，该公司一个存储租户个人数据的归档系统无法提供删除不需要数据的功能。所有的租户个人数据都被在系统中长期保存。在某些被抽查到的租户数据中，甚至包含有关租户儿童的私人数据。这些数据涉及租户个人和财务状况的数据，包括工资表、基本信息披露表、就业和培训合同的摘录、税务、社会保障和健康保险数据甚至银行对账单。

德国政府的数据保护专员在 2017 年紧急建议 Deutsche Wohnen 调整归档系统。但在 2019 年 3 月，也就是第一次检查的一年半以后，也是 GDPR 法规正式生效的九个月后，Deutsche Wohnen 公司仍然无法提供归档系统数据库的清理工作进展，也没有给出继续存储相关租户数据的合法理由。最终该公司被处以高额罚款。

制裁 Deutsche Wohnen 这种不满足合规性的行为也为其它努力达到欧盟 GDPR 合规性要求的企业敲响了警钟：并不是只有数据泄漏才会导致罚款，未雨绸缪的合规性改造同样是必不可少的。

政府部门同样不能置身事外。保加利亚国家税务局(National Revenue Agency)收到了一张 260

万欧元的罚单。因为国家税务局在黑客攻击下泄漏了 400 万公民和 200 万去世公民的个人数据，并且在核查下被发现税务局的业务流程和 IT 系统不能完全满足 GDPR 的数据安全合规性要求，所以保加利亚数据保护委员会最终向国家税务局开具了这一大额罚单。

当然，在 GDPR 的罚单上怎么能缺少互联网巨头的身影呢？Google 在法国接到了一张 500 万欧元的罚单，以惩罚其在收集和使用用户个人数据不够透明，以及在个性化广告服务方面不能完全遵守 GDPR 的合规性要求。罚单是由法国国家数据保护委员会 (National Data Protection Commission, CNIL) 开出的。

最近几年在用户数据保护方面丑闻缠身的 Facebook 虽然没有拿到欧盟开具的 GDPR 罚单，但这并不代表 Facebook 的运气有多好。美国联邦贸易委员会向 Facebook 开具了 50 亿美元的罚单，惩罚其在隐私保护方面措施不力。与此同时，爱尔兰数据保护委员会也在对 Facebook 的 GDPR 合规性，以及 WhatsApp 用户应用被黑客攻入的影响展开调查。

尽管一张张高额罚单被监管部门开出，但这仍然不能阻止全球各大企业以前仆后继地发生数据泄漏事故。

今年首屈一指的数据泄漏事件就是美国第五大信用卡发卡银行 Capital One 的 1.06 亿用户数据泄漏案件。由于 Capital One 在 Amazon 云服务平台的防火墙参数配置错误，黑客轻松访问到 Capital One 的云端数据，其中包括客户姓名、地址、邮编、电话、email、生日和报税收入。部分客户数据还包括信用评分、信用金额、账户余额、支付历史和联系信息。黑客还获取了 100 万个加拿大社会保险号码和相关的 8 万个银行账号。

2019 年泄漏数据最多的案例则是由 First American 创造的。这家在美国加州负责在房地产交易中提供土地业权保险和结算的金融服务公司一共泄漏了 8.85 亿条交易记录，其中包括银行交易流水、按揭贷款、地税记录以及社会保险号码等敏感个人信息。

另一个亿级的用户数据泄漏案则与 Facebook 有关。Facebook 的第三方合作伙伴保存的 146G 用户数据被发现在 Amazon S3 公有云上被发现可以无认证自由下载，其中包含了 5.4 亿条 Facebook 账户的相关数据，包括用户名、评论、点赞等相关信息。

中国企业在个人数据泄漏方面也难以独善其身。去年 12 月底，一个包含 2 亿中国求职者简历信息的 MongoDB 数据库被发现可以公开访问。今年 2 月份，某 AI 安防企业被曝数据泄露，680 万条数据疑似泄露，其中包括身份证、人脸识别图像及图像拍摄地点等信息。11 月份，江苏警方在考拉公司服务器中查获并收缴被非法获取、存储的公民姓名、身份证号、照片近 1 亿条记录。

除了以上的数据泄漏案例之外，全球游戏服务提供商 Zynga 泄漏了 2.18 亿条用户社交数据，印度移动运营商 Truecaller 泄漏了近 3 亿条手机用户号码，甚至还有人在公开的 Elasticsearch server 上发现 12 亿条包含姓名、电子邮件、电话号码，LinkedIn 和 Facebook 账号的个人数据等，类似的案例还可以列出一长串。在多年对个人数据保护宽松环境下成长的企业，要补上数据安全与合规这门课，还需要更多的时间。

当然，掌握最多个人数据的互联网巨头们也在痛定思痛，考虑如何对个人隐私数据应用的形式和范围设限，以打消公众对其收集和保存个人隐私数据的担心。

众所周知，最近两年对互联网巨头收集个人隐私数据的担心很大程度上起源于 Facebook 的第三方合作伙伴 Cambridge Analytica 将社交媒体数据应用于政治广告和大选营销。个人数据在政治方面的应用自然成为互联网巨头们首先需要设限的领域。

2019 年 10 月底，推特率先宣布在全球范围内禁止政治广告。Jack Dorsey 在自己的推特上表示：“我们已决定在全球停止所有在推特上的政治广告。我们认为政治信息是赢来的，而不是买来的。”

Dorsey 认为，互联网政治广告给“公民话语带来全新挑战”，其中包括“基于机器学习的消息优化”，“微目标定位、未经检查的误导性信息和严重的假新闻”等。

在随后的 11 月中旬，Google 将暂时中止广告主使用 Google 拥有的公共投票记录和一般政治背景等数据，向目标用户投放竞选广告。

虽然 Google 没有完全封杀政治广告，但政治广告主如果只依靠通用的用户人口地理信息数据设计广告投放方案，将很难精准定位目标受众。当然，政治广告主也可以通过特定话题来对于目标受众进行筛选，但要建立特定话题和政治态度的高相关性匹配模型是需要机器学习的专家进行精准设计的。所以这一限制最终大大提高了精准政治广告投放的难度。

Twitter 和 Google 对于政治广告的封杀或限制将直接影响 12 月 13 日的英国大选和 2020 年美国大选的竞争态势。

Facebook 对于政治广告的态度则有所不同。Facebook 更倾向于把使用个人数据定向投放的政治广告透明化，而不是审查乃至限制政治广告的投放内容和方式。Facebook 目前提供了增加选举广告透明度的工具，该工具提供了包含 Facebook 平台上所有政治广告的资料库，存储七年以内的政治广告投放数据。数据中包含的广告投放信息有花费金额、显示的曝光(impression)数量，广告投放的付费方，目标受众的人口地理统计数据一如年龄、性别和位置等。

但媒体在 11 月份披露，Facebook 也在考虑改变现有但政治广告政策，其中可能包括阻止竞选活动只针对非常小的受众群体。消息显示，Facebook 目前考虑将政治广告中的最低目标受众规模从一百人提高到数千人，以努力避免信息传播过于精准。

我们知道，深入的数据洞察之所以能够有巨大的潜力，就是在占有丰富广泛的数据基础上，机器学习模型可以非常灵活地按照不同的受众特点制定相应的广告内容，做到“千人千面”和“一对一营销”。这是在传统的手工制定营销内容时代是完全无法做到的。这也是为什么互联网巨头千方百计希望全面收集用户个人数据，并进行整合的最终目的。但在目前的个人数据与隐私保护的行业风潮下，互联网巨头不得不考虑放弃过于细分的营销群体，转而试图构建预测更加精准的模型来达到营销效率的提高。

尽管互联网巨头们试图通过对个人隐私数据应用的形式和范围作出各种限制，以便打消公众和监管部门对他们拥有个人隐私数据的顾虑，但来自监管部门的强制性约束在可预见的时间范围内一定会越来越紧。

个人隐私数据保护的旋风从互联网行业吹起，但绝不会止步于互联网行业。

从 2020 年 1 月开始，加利福尼亚消费者隐私条例(The California Consumer Privacy Act, CCPA)将正式生效。所有加州的零售商、餐馆、航空公司和银行等服务机构都必须接受顾客的查询，如实告知自己收集了哪些顾客个人信息，包括联系信息、购买记录、客户忠诚度系统的消费记录等。

顾客同样可以要求商家删除自己的相关信息，或者查询自己的信息是否被转卖给第三方。

该条例适用于所有盈利机构，只要其年收入超过 2500 万美元、或者超过 5 万条顾客信息、或者收入的 50%来自于销售客户数据的精准营销服务公司。哪怕那些在加州没有实体的机构，只要其网站能够被加州居民访问且满足上述要求，都在被管辖之列。

预计全美有超过 50 万个商家满足 CCPA 列明的管辖要求。而根据审计机构普华永道(PwC)的调查，

目前在加州只有 52% 的企业做好了相应的准备。

CCPA 条例将不晚于 2020 年 7 月成为强制遵守的条例。在此情况下，泄露客户数据可以导致最高每条 7500 美元的罚款。CCPA 同时还保护消费者在商家发生个人数据泄漏时获得的赔偿及上诉的权利。在数据泄露时，每起事件每位消费者的法定赔偿金为 100 美元至 750 美元，或按照数据泄漏造成的直接损失计算实际赔偿金，以两种计算方法中金额较大者为准。消费者个人还可以寻求法庭禁令或法庭认为适当的其他任何救济。

2019 年是个人数据隐私保护持续推进中承上启下的一年——2018 年 GDPR 启用，2020 年 CCPA 生效。但如何平衡“个人数据保护”与“数据价值挖掘”这两者之间的矛盾，目前并没有一个各方都能够接受的解决方案。但不管怎么说，在全球范围内，针对个人数据野蛮掘金的时代已经结束了。

2020 年全球投资展望

来源：FT 中文网(2019-12-13)

作者：陈敏兰(瑞银财富管理亚太区首席投资总监)

2019 年金融市场的表现堪称靓丽。在贸易战硝烟弥漫下，全球制造业走软，反对财富不平等的社会声浪加剧，但所有主要资产类别仍取得强劲回报。决策者未雨绸缪，比如美联储三次降息，为市场带来支撑。这种宽松的货币政策基调将在 2020 年继续抑制经济衰退风险。

毋庸置疑，未来的重大风险事件将来自政治方面，因此进行预测和定价并非易事。尤其是美国大选、中美关系以及更多非常规政策（比如“直升机撒钱”）备受热议，都让投资者深感焦虑。值得一提的是，当前现金持仓量（以美国货币市场基金规模来衡量）已接近 10 年来高位。

根据我们的基准情景，明年全球经济增长将低于趋势水平。围绕我们的基准情景的双向不确定性更甚于以往。然而，一个重要的历史教训是，退守现金（以为这样更加安全）并等待市场下跌再入市并非良策。投资者反而应该坚持投资，并通过放眼长远、在地区与资产类别间分散配置和精挑细选来提高投资组合的韧性。

在 2020 年构建稳健的投资组合，需要关注以下三大问题：

美国大选对我的投资组合有何影响？

一般来说，个别国家的选举不会对全球投资者造成太大影响。不过，美国总统选举很可能是个例外，这是由于候选人观点两极分化、议题重大、美国国债收益率对全球资本流动有着巨大影响。随着大选临近，我们预期美国股市的波动可能加剧，尤其是科技、能源、金融和医疗保健行业等主要板块可能由于监管趋严而出现大幅波动。然而投资者不应该押注于美国总统选举的具体结果来进行布局。尽管总统（政府）负责制定政策方向，但实际执行则主要取决于国会的党派构成。鉴于美国国会两党分治 - 参众两院由两党分别掌控，因此在税务等重大立法方面很可能陷入僵局。

民主党究竟谁会获得总统候选人提名现在还很难说，也许到 2020 年 3 月初形势会较为明朗，因为 7 月份必须明确最终候选人人选。在 11 月初，美国选民将投票选出下一任白宫主人以及需要改选的国会议员。

如何在保护主义盛行的世界中投资？

世界逐渐走向去全球化的时代，而中美之间的博弈正在加快这一趋势。尽管双方可能在 2020 年选择放慢这种转型步伐，但是去全球化大势不太可能逆转。中美在达成局部贸易协议方面取得了一定进展，但长期立场相当明确，因此即便在美国总统大选之后，也难见到双方做出重大让步的迹象。不过，第一阶段协议至少会阻止进一步加征关税，这将为全球股市带来温和支撑。

在保护主义日益抬头的当下，国内营收比重较高的市场和板块可能是较为稳妥的选择。就此而言，我们看好美国与中国股市，对欧元区市场则保持谨慎。民粹主义与保护主义盛行的环境更有利于主要依赖消费者支出而不是企业支出的公司。因此，美国非必需消费品板块可能会有上佳表现，而材料与 IT 等板块则会受压。对于中国市场，我们看好低线城市消费升级趋势的受益股。

随着时间的推移，全球供应链和技术标准很可能日益分裂。供应链调整有助于提振中国以外地区的基建需求，因此新兴市场基础设施可能带来机会。2020 年，东南亚的基建支出料将大幅上升，尤其是在菲律宾、马来西亚和泰国。与此同时，随着经济脱钩压力逐渐上升，中国将为实现自主科技创新而加大科技投入，相关企业将继续受惠。

如何在周期后段、收益率走低的环境下投资？

全球经济即将实现连续十年高于 3% 的增长，债券收益率接近多年来低点。过去 10 年中几乎所有金融资产都取得了强劲的回报。因此，人们很容易认为经济衰退姗姗来迟。然而，伴随经济周期结束的失衡现象几乎未见踪影，比如经济过热、消费者杠杆过高或资产泡沫过度等。我们并不认为 2020 年会出现衰退（概率仅为 10%-15%），最有可能的结果是增长放缓或持稳。

在周期后段的低收益率环境下，我们认为股票投资应以质量和股息为重。在亚洲，股息收益率高于其历史均值，鉴于派息率依然较低，我们认为股息还有增长空间。我们偏好股息率高于政府债券收益率市场中的高股息股票，特别是新加坡、香港地区、泰国和台湾地区。对于亚洲信用债，由于在经济周期后段局部违约风险上升，我们并不建议通过降低信用质量来获得更高的收益率，而倾向于通过次级债资本结构来提升收益率。

对市场配置不足的投资者应考虑分阶段投资策略，比如设定固定的时间表来部署资金，在出现逢低买入的机会时加快购买进度。如果投资者预计市场将维持区间震荡且波动加剧，则可考虑卖出看跌期权策略。

2020 年及之后的投资

放眼长远，影响政治和经济抉择的相关趋势将变得愈发重要。未来十年中，发达国家的劳动年龄人口将开始下降，政治环境也将变得不太有利于高收入群体。环保和科技引领的重大创新将颠覆现有行业规范。

不过，未来的转型与变革也将为投资者带来丰富的机会。从突飞猛进的科技发展，到具有长远视野、推动可持续发展的企业，机会无处不在。投资前景良好的主题包括数字化转型、基因疗法和水资源稀缺等。

2020 年及之后的投资环境虽然充满不确定性，但并不意味着应该卖出资产而持有现金——这将对回报造成更大拖累。机会就在那里，如何把握，则需要制定长远的财务规划，既考虑到短期的流动性支出需求，也能满足自己终生所需以及传承所需的中长期目标。

涨跌事关兴亡

——参加第七届中俄经济对话会侧记

来源：人大重阳网(2019-12-04)

作者：周洛华(中国人民大学重阳金融研究院副院长)

我对于国际关系是一个热心的外行，这当然是客气话。真实情况是，我内心深处是瞧不起那些国际关系的研究者的。我认为他们什么也没有干，什么也推动不了，什么也改变不了，他们更像是新闻联播的播音员，主要工作就是去说。

我喜欢我自己的研究工作，我研究的是交易策略，我感觉这些东西能够产生实实在在的回报。我心中的金融学是没有“对和错”的，它只有“输和赢”——这可能是金融学和国际政治学唯一想通的地方了。

这次是人大重阳第7次主办中俄经济对话了，有关会议的内容请见新闻发布稿。我在这里仅仅谈一谈我参加这次会议的个人感受，请把这篇文章视作一个参会外行写的侧记（与会专家的发言内容仅凭我个人的记忆整理，未经其本人审阅，若记录稿违背其原意，责任应由我一人承担）。

“说出你的真理”

参加这次对话颠覆了我的两个看法，一是对国际关系研究者们的看法，我一度认为他们就是一群跟着头条新闻一起欢呼的应声虫，我错了。二是对中俄关系的看法，我作为新闻联播的忠实观众，一直以为中俄关系始终是泡在蜜糖罐子里的蜜月夫妻关系，毫无疑问，我又错了。陆南泉老师坦诚相告，有关中俄关系使用的词语具有相当多的模糊性，这些模糊性如果得不到澄清，就会产生误导。结盟、伙伴、合作、友好、互助、这些词都是特定场景下的特殊用法，而新闻媒体对这些词的使用却很宽泛和模糊，经常将这些词混为一谈。他接着谈了一个更深刻的逻辑问题，“所谓中俄发展友好关系不针对第三方”的观点是站不住脚的，中俄关系不是孤立于这个世界的，尤其不是孤立于美国的，中俄两国都在各自发展和维护自己与美国的关系，中俄关系受到两国与美国关系的影响，不能关起门来谈中俄友好。他的发言之后是曲文轶老师的发言，她论证了中国在一带一路沿线，尤其是在中亚地区的投资，极大地带动了俄罗斯相关产业的出口，而这种带动作用既没有被俄方重视，也没有被我方宣传。冯玉军老师的发言更是颠覆了我对中俄关系的印象，原来我们大量进口俄罗斯天然气，并帮助俄罗斯打破欧美的制裁和封锁之后，俄罗斯仍然在一些事关中国核心利益的问题上表态模糊、不表态或者干脆站在对立面。冯老师当然是一个心胸宽阔的人，而且朋友是买不来了，我第一次听说，俄罗斯主流民意仍然亲西方，而不是全身心地和中国拥抱。我当然理解，我们与俄罗斯的这些贸易和投资，无论出于什么商业目的，背后或多或少一定有支援对方的愿望，但这绝对不是我们购买对方友谊的支票，我们无论花了多少钱，我们都不需要对方用勉强的微笑来回报我们，我们只希望对方国家的人民能够改善生活。这种无私和大度是否也应该适用于其它一带一路沿线共建国家呢？

三位老师都是国内俄罗斯研究领域的顶级专家了，他们的发言体现了一种对国家民族负责任的态度，我如果盯着国内的主流媒体来理解中俄关系，我是绝对没有这种深刻认识的。我感谢并敬佩这三位老师“说出真理”的勇气，这是我们这个时代少见的光明磊落。他们让我想起了母校达特茅斯学院自去年开始把“Speaking your truth”作为新生录取标准之一，凡是因参加反政府的和平示威游行而被逮捕并审判的记录应该和其它申请材料一起递交，学校保证申请人的被捕记录不影响最终的录取决定。如果我们指望一个人长大以后去捍卫真理，那么，他一定要在年轻的时候，就勇敢地说出自己

内心的真理（无论他在年轻时代信奉的真理是否最终正确），说出真理是捍卫真理的第一步，而一个敢于捍卫真理的人将在未来成为捍卫社会正义的中坚力量，这个孩子也就将成为社会的栋梁之材。一个从小敢于说出自己内心真理的孩子才值得我们去培养。

负利率才是国际经济新秩序

我主持了上午的讨论会，听完这些国际关系问题专家坦诚相见的发言之后，我没有听到俄罗斯方面对他们的回应，也没有看到在座的有关部门同志对他们发言的反对。到了中午时分，我有些走神了，我那金融学的傲慢感又开始影响“我的真理”了。我其实不太同意美国智库的专家提出的随着中美进入对抗模式，世界上其它国家将被迫选边站队的预测——这是我的真心话，而且在这个问题上，我打算坚决说出并捍卫我的真理。

在我看来，当前世界最大的“颜色革命”，最大的变局，最大的趋势和最大的未知不是中美关系的走向，不是其它国家在中美之间如何选边站队。而是这个世界上所有印制主权货币的国家都将被迫在“负利率”和“高通胀”之间选边站队，别无它法，纸币时代的货币史必然要翻过这一页，我在此把我的新书《货币起源》剧透一下。

在部分对国际关系和金融学都很外行的主流媒体的宣传下，负利率是一件糟糕的事情，是一场金融机构的灾难，是一个国家的金融噩梦，从宣传效果来说，主流媒体又成功了。大多数人相信欧洲和日本的金融形势很糟糕，远不如我们来得健康，甚至不如美国。我的天啊！该是我来说出真相的时候了。

负利率不是一个噩梦，它甚至都还不是一个结果。它是一种机制，一个起因，一种状态，一种力量，一种承诺和一种责任。它所引发的后果还远没有发生，我们的媒体怎么就已经给它贴上了失败的标签呢？就像一头母猪刚刚产下一窝小猪，主流媒体就给其中一只小猪贴上了“这盘鱼香肉丝太咸”的标签，我的天，它的归宿也未必就是鱼香肉丝呢！

德国央行的经济学家说了一句实话，他预计随着欧元区进入负利率一段时间以后，欧元将兑其它主要货币升值。旧金山联储主席委婉地呼应了他的话，她认为现在当务之急不是讨论什么数字货币的问题，而是解决贫富差距扩大的问题，要在不打破原有市场规则的情况下，鼓励穷人更努力工作，鼓励年轻人更积极进取，鼓励企业更大的科研开发力度。这一切都需要有一个负利率的环境。因为负利率恰好提供了这些机制所需要的一切激励机制。负利率状态下，唯一受到约束的是央行，不能随意印钞票、随意投放基础货币、随意营救陷入困境的金融机构了。更不能用印钞来填补政府财政赤字，或者用印钞来使得债务通胀化了。因此，负利率是解决我们有些媒体避而不谈的重要社会问题的一种机制，一种努力，一种探索，一条路径。

最终，每一个发行纸币的国家要选择，要么加入负利率，要么任由通货膨胀肆虐。但负利率不是一种货币政策，它还是一种国际经济新秩序。加入了负利率的国家，将拥有稳定的物价水平，更高的文明水平，更受约束的政府开支，更谨慎的消费习惯，更缓慢的个人收入增长，更低速的经济增长，甚至是数字上的停滞和倒退。

一个国家也可以选择加入负利率阵营，那么，它就自动加入了另外一个阵营：“高通胀”。这可是一个奇怪的阵营，因为没有人，没有政府，没有国家愿意宣传自己加入了这个阵营，于是，他们就编造各种看起来很合理的说辞，让人感觉自己没有陷入通货膨胀。“拿掉猪肉以后，其实是通缩”——我的天啊！听起来就像是说“其实，拿掉那两个失球的话，中国队 1:0 小胜叙利亚队”。通货膨胀和负利率一样，不是一种结果，不是一种物价统计的算术运算结果，它也是一种机制，我们下面会详细谈这个问题。

从金融学的一价原理来说，一个国家之所以出现负利率，只能解释为市场预期该国货币的汇率会

升值，升值幅度足以补偿投资人持有负利率的债券所承受的损失。因此，有理由预计美元将兑欧元和日元出现汇率下跌，但是，与此同时，美元标价的资产已经提前反应了，美国三大指数频创新高，对于持有美国股票的投资人来说，他们即使将来承受汇率下跌的损失，也已经在目前的指数上得到了补偿。

关于负利率，巴菲特说过一句看似无关紧要却又至关重要的话，过去 200 年美国从来没有将债务货币化。这是美元信誉的基础，这是美国影响力的源泉。我没有理由预测美国会改变这个策略，于是，面对 20 万亿美元的国债，每年的利息开支就有 1 万亿，如果不肯走货币化（加入“高通胀”阵营，印钞还债）的道路，就只有指望利息开支降低了。因此，我预计，美元汇率下跌以后，美国也将加入负利率阵营。美元对欧元和日元的贬值是美国调整与盟国的关系，美国进入负利率则是调整国内各阶层的关系。

加入负利率以后，这些国家的资本更愿意长期投入科研，年轻人更愿意冒险进取，劳动人民更容易改善生活，对于根本就没有存款的人来说，负利率真是有百利而无一害。问题来了，负利率阵营的对立面会怎么样呢？那里一定是高通胀而且货币被做空，成为融券围猎的对象，资产价格被打压，贫富差距继续扩大——是的，这才是百年未有之大变局。

数字货币是救生艇吗？

为什么大家对数字货币那么热衷？我百思不得其解。《货币起源》明确指出，发行一种货币就是建立一种秩序，捍卫一种道德，维护一种价值观念。货币其实不是资产，也无关技术，它就是调整人与人之间关系的一种机制。

数字货币为什么风起云涌，为什么呼之欲出？因为它可以是负利率时代的诺亚方舟。当然，我们现在不怎么需要它，因为洪水滔天的日子看起来还遥遥无期。我们都躺在沙漠里晒太阳，哪里有什么大洪水时代呢？如果全球最终胜利的货币阵营是“高通胀”派，那么，房产证才是普通人的救生艇。但如果全球最终占主流的，胜利的阵营是“负利率”派怎么办呢？你的钱在银行要被反过来收保管费，你的钱买了国债其实是负利率，你高价买的国债政府只要低价还给你打折的本金就算是兑付了还款义务。在这种情况下，你持有数字货币就没有负利率的困扰，你的钱在名义上还是你的钱，本金不会减少，只要你别把硬盘弄丢就行了。

数字货币风起云涌说明世界人民将来可能准备投票给“负利率”派。

通货膨胀事关民心向背

鞠躬尽瘁死而后已的诸葛亮把汉代的五铢钱重新回炉铸造成当五百株的铜钱，通货直接膨胀 100 倍，因此，蜀汉民心尽失，成为了三国中最先灭亡的一方。通货膨胀不是货币现象，货币是表现这种现象的载体和舞台而已。《通货膨胀》这部舞台剧的演员和剧本其实都与货币关系不大。通货膨胀就是一种错误的机制占据了国家的主导地位，导致了效率低下，谎言横行，税收加重，底层人民更辛苦劳作而收入渐薄，一日三餐捉襟见肘；中产阶级终日忙碌而社会地位不仅没有提高反而日渐窘迫；富豪阶层则全力维护社会秩序稳定，其实是维护他们自己的社会地位不变。在高通胀中，持有资产的一方很容易让更多的人为了生存而向他们缴纳更多的租金和利息，社会原有的激励机制不仅没有改变，反而得到了增强，贫富差距进一步扩大。这种局面是很难维持的。

我国历史上凡是出现恶性通货膨胀的时期，政治都不稳定。当今世界上偶尔有几个国家调整了多年不变的价格体系之后，很快就触发了包括社会动乱在内的意外连锁反应。我也向往春风沉醉的晚上，还有远方的好姑娘，但是，这一切美好的愿景一定要有一个大环境来保证，那就是人人努力都有收获，然后他们才能乐观预期未来，而且都能看到自己努力的结果是直接改善自己的生活和地位。

等到通货膨胀已经体现在 CPI 指数上了，一切都已经晚了（诸葛亮铸大钱只是蜀汉一系列社会矛盾的触发点）。那种导致物价上涨的机制，同时扼杀了生产力水平的提高，鼓励了造假和表面文章，营造了一片虚假的繁荣景象，早早就掐灭了真正带来技术革命和科研创造的思想火花。待到那一天真的到了，你靠央行解决问题？别逗了。真有那一天的话，你别指望印钞解决问题了，印钞只会带来更大的麻烦，而且你真是一个朋友都买不到了。

研讨会后是简便的午餐，中外来宾只有畅谈而没有豪饮，这正合我意，君豪且惜掌中酒，我老于前并废诗。我感觉时不我待，回到办公室匆匆写下这篇文章。一时间，真话，真相和真理化作一股真情，激荡在我内心，不吐不快，好吧，一腔热血勤珍重，洒去犹能化碧涛。

数位人民币将威胁美元霸权

来源：新加坡联合早报网(2019-11-28)

作者：罗庆生(台湾国际战略学会执行长、博士)

美国联准会日前发布《金融稳定报告》，这份每半年一次评估美国金融风险的报告指出：企业债水位高涨、全球利率长期处于低档的不良影响、提议与法定货币挂钩的“稳定币”兴起，对金融体系构成潜在威胁。前两者在国际金融领域是老生常谈，后者则是首度被点名的新警讯。中国近来力推区块链，人民银行也即将发行人民币“数位货币/电子支付”（DCEP），美联准会的警告因而格外令人瞩目。

稳定币威胁美元

所谓“稳定币”，是相对比特币等价格不稳定的虚拟货币而言。那些以“钱币”命名却没有发行准备的数位商品，市场通常视为投机工具，价格暴起暴落，不能获得多数人信任而成为真正的“支付或价值储存工具”。但连结资产的虚拟货币就具有稳定性，例如脸书开发的 Libra，就计划与美元、欧元、日元、英镑和新加坡元等一篮子货币挂钩。与法定货币挂钩而获得市场信赖的“稳定币”如广泛使用，将威胁国际金融体系的稳定。主要理由，是其跨境支付的优越性。国际贸易以虚拟货币支付将没有境内、外的区别，无须绑定银行也不必付手续费，可完全取代传统的外汇转帐。对各国来说，这使金融监管形同虚设；对美国来说，还将威胁美元的主导地位。

依据国际清算银行今年 9 月发布的调查报告，全球外汇市场每日涉及美元的交易金额高达 5.82 兆美元，占有所有交易的 88.3%；而美国透过“环球同业银行金融电讯协会”能完全掌握这些交易，检视其是否违反美国的贸易法令。能管控全球近 9 成的外汇转帐，是美国无需任何国家协助，即能遂行其贸易制裁政策的基础。

因此美国对新兴的虚拟货币心怀疑虑，包括脸书的 Libra。这些使用区块链技术的金融产品和以往电子转帐不同，具有去中心化与匿名的特性，即便脸书是美国企业，同意美国政府介入，技术上也无法监管。如此不仅在洗钱、资恐防治上可能失控，也将动摇美国贸易制裁令的长臂管辖权。今年 7 月，美国国会即以 Libra 将带给全球金融体系“系统性风险”为由，要求脸书暂停开发，直到国会及监管机构完成对其全球金融体系的风险调查评估。

然而美国对美元霸权的坚持，同时也提供各国摆脱美元的诱因，数位货币的发展则提供技术上的可行性。今年 8 月，英国央行行长卡尼在全球央行年会上即建议各国央行应考虑联手创建一种虚拟货币，以取代美元在全球经济中的地位。11 月中的金砖国家峰会，金砖国家商业委员会也表示将在成

员国间建立一个以加密货币支付的结算系统。一向保守的 Fed，10 月间也开始讨论是否要发行“数位美元”，以维持美元优势。

陆拥 8 成区块链专利

无论如何，随着区块链与数位货币的发展，美元的霸权地位将受冲击。人民币 DCEP 若设计完善，有机会成为国际贸易媒介的新选项。这些贸易不透过“环球同业银行金融电讯协会”转帐，可摆脱美国监控，如果使用者多，将动摇美国的长臂管辖权。目前中国的优势是技术领先，拥有全球 80% 以上的区块链专利；而美国的两难则是，即便给技术可堪比拟的 Libra 发行绿灯以对抗人民币 DCEP，同样会丧失美元的主导性。人民币 DCEP 丢进国际金融体系，激起的涟漪，有可能转化为巨浪。

国内财经

如何评估当前中国经济政策走向

来源：财新网(2019-11-12)

作者：巴曙松(中国银行业协会首席经济学家、香港交易及结算所首席中国经济学家)

在纷繁复杂的各种争议中，我们应当怎么判断当前的经济状况和政策走势呢？这是一个见仁见智的问题。我今天的分析，尝试从三个维度展开：第一，从时间的维度，在历史的长河中我们当前处于什么阶段；第二，从空间的维度，空间地理的变化上，发展的布局以及供应链的分布在怎样变化；第三，参考日本走过的经济发展与转型的道路，我们可以从中汲取哪些经验教训。

从时间的维度上看，中国经济应当说正处于高速增长期的尾期，向中速增长期转换的阶段，大家常用“L 型”来形容这一转换，目前这个阶段，可以说正在找中速增长的平台，即“L”的一横在什么地方。如果参照德国、日本、韩国走过的经济发展的道路，如果中速增长平台可以站稳，将有可能持续五到十年，这便是非常重要的经济转换时期，这也是新旧增长动力换挡的时期。

为什么这样说？当前有些行业很火爆，有的行业非常悲观，这是典型的经济转型时期的特征。总体上经济增长速度为什么下降？在增长动力分化的转型发展阶段，旧的动力——在中国主要表现为基



资料来源：Wind，数据截至2019年10月17日。

基础设施+房地产在不断减弱，新的动力——例如生物科技等新兴行业和内需增长相对强劲。但是新兴的且快速增长的这一部分占整个经济的比重目前仍然小于基础设施加房地产的比重，减弱的部分占比大，扩张的部分占比相对小，总体的增长速度就在下降。

当萎缩的部分和新动能下增长的部分正好能对冲时，“L 型”便站稳了，这就是目前我们所处的发展阶段——新旧动力转换。什么时候转换开始切入到新经济，且新经

济的增长能够对冲基础设施加房地产等传统经济部门的下滑，中国的经济才算真正站稳。

从这个意义上来说，无论是香港交易所在 2018 年做出的影响深远的新经济企业上市改革，还是科创板的设立，在操作上各有特色，但是总体的目标是一致的，即加速把金融资源从传统经济转移到新经济。

如果在十年或者更长一段时间后回顾当下的经济转型，我们会发现中国未来一段时间经济发展的趋势在 2019 年都能多少找到一些线索，我尝试把这些趋势总结成几个方面。

第一，经济增长从原来主要依靠“增量带动”开始越来越转向“存量优化”。在过去 40 年的高速增长阶段，经济增长是不断跑马圈地，城镇化的主要表现形式也是城市建成区面积高速扩张，这是一个增量发展的阶段。目前随着经济的转型，增长动力正在出现变化，增量部分的增长不再那么快，但是内部存量的优化和洗牌在加剧。

以房地产市场为例，目前整个城市城区面积基本不会再大幅扩张，不少城市已经开始主要靠二手房存量优化调整，未来新流入城市的人口则会主要集中在部分富有活力的城市群。根据统计，2018 年接近 20 个城市二手房的交易超过新房，这一数据表明这些城市的发展主要不再是房地产存量的大规模扩张了，而越来越依靠存量优化。

我们看到不少对于刚刚在港交所成功上市的百威啤酒的分析报告，不少报告中都程度不同地提到一个问题，百威为什么把中国的业务重新上市？不少分析报告都提到的一个答案是，中国啤酒市场正在经历从增量到存量转变。为什么呢？中国乃至亚洲啤酒市场总量的扩张速度在明显减缓，但是在增量减缓的同时，内部洗牌在加剧。低端啤酒产量大幅萎缩，中高端反而在增加。类似的趋势也程度不同地体现在白酒、红酒、日用消费品、房地产、汽车，以及金融服务业。

第二，此前带动中国经济增长的强劲动力是城镇化，但未来城镇化增长空间进一步收窄。大量人口从农村向城市迁移，在经济学意义上是一种生产效率的改进、土地利用效率的提升。大量人口流入城市后会推进基础设施需求，成为经济增长的动力。过去四十年基本上是全面城市化的过程，所有大中小城市都从中有所受益。但在未来中国城镇化还有增长空间的区域，会越来越集中在屈指可数的几个城市群，在长三角、粤港澳大湾区、京津冀城市群、长江中下游等，城镇化基本可以解释 60%-70% 的新房和二手房交易。

第三，增长动力从出口和投资带动开始更多转向内需驱动。过去四十年里，从全球角度看，当发达国家面临土地成本和劳动力成本升高的压力时，中国及时推动改革开放，促使发达国家将这些产业转移到中国，同中国庞大的劳动力供应相结合，使得中国在沿海形成强大的加工制造能力，向全世界出口。中国在全世界出口市场的占比应已经超过美国成为世界最大，可以说是典型的是由出口带动的经济发展模式。如果向未来展望，中国内需市场的扩张会带来进口需求的上升。可能慢慢地在上海的进博会会成为中国经济很重要的晴雨表，增长动力从出口带动开始转向内需驱动。

第四，从技术进步角度看，中国四十年来基本上以模仿和学习为主，未来可能更多转向自主研发、自主创新，并积极拓展新的国际合作空间。从趋势看，与美国等国家在不同领域有不同程度的脱钩。商品领域中美很难脱钩，美国工业制造业的生产有很多商品门类过去一二十年里面全都转移出去了，不可能再重新生产。但是在科技金融领域的部分脱钩，可能是中期的趋势，中国的自主研发投入以及拓展新的国际合作空间会变得越来越重要。

从空间维度上来看有几个趋势值得关注。从经济地理的角度看，全球产业链的分布有一个非常清晰的脉络，工业革命在英国崛起，接着扩散到欧洲，西欧传递到北美，从北美到了日本亚洲四小龙，进一步传到中国沿海。中国改革开放初期，因为具备人口结构年轻、市场空间大的优势，抓住了过去四十年难得的发展机遇期。现在人口结构慢慢老龄化，劳动力成本上升，收入水平上升，消费能力增

强，更加注重生活品质，中低端制造业增长快的一部分将被转移，未来中低端制造业的重心将逐步从中国的沿海转移到东南亚，而中美贸易摩擦加速了这个进程，中国的一部分加工制造业开始进行全球布局，中国慢慢开始产业升级为做服务业和高端制造业。

再来看中美贸易摩擦，从目前的情况来看，有可能会是一个中期的趋势，即使签了协议，估计中美贸易摩擦还会持续，这会导致“全球化”模式的改变，成为中美“并行全球化”，即中美各自与其合作伙伴形成产业链。

可能以前的中国企业家只需看到中国市场跟着跑就能成为一个很优秀的企业家了，因为当时中国是全球增长最快的市场之一。从未来的格局上来看，中国的企业家必须开始要具有全球布局的眼光，因为发展阶段不一样。从增长的动力来看，未来我们要高度重视东南亚增长的空间所带来的机会，要把日本、韩国等发达经济体与中国、东南亚摆在一起看投资机会。

最后讲一点近期政策的展望。我个人认为在全世界主要的发达经济体里面，日本是我们容易低估的学习对象，或者说，我们有条件也有必要第三次向日本的经济政策学习，学习它的经验，汲取它的教训。第一次学习是清末，代表性的如孙中山先生就在日本很活跃。第二次改革开放初期，代表性的事件是小平同志向松下先生说希望日本的企业都帮助中国。而目前有可能是第三次，理由如下：

第一，中美贸易摩擦如果假定是一个中期的趋势，怎么和美国打交道？怎么在贸易摩擦的大背景下做好自己的经济转型？我们的日本邻邦应对这个事情已经有一二十年，作为一个亚洲的经济体、追赶型经济体，怎么应对美国的贸易摩擦日本是很有经验的，中日产业结构也互补，应该向它学习。

第二，人口老龄化日本比我们先走一步，我们怎么应对人口老龄化，会碰到哪些社会的问题，怎么及早进行布局？

第三，怎么在产业链开始全球化布局的时候进行理性的市场化海外投资呢？日本在这方面积累了很多经验，也有不少教训，当然也存在不少误解。从统计数据来看，日本 80% 以上以企业为组织的海外投资是获得了非常可观的收益。在全球化开放程度有限的条件下，比较经济增长看 GDP，但是在开放程度不断提高的条件下，更应该看 GNP。如果把日本资本在海外的投资加回来，会发现在日本有限的 GDP 之外，在海外还有一个日本，分享着中国和东南亚富有活力的经济增长产生的红利。怎么理性地市场化地进行海外市场布局，既跟中美贸易摩擦有关，也和产业发展阶段有关。

在出口由于贸易摩擦未来增长空间被限制的情况下，经济增长必然的选择就是扩大内需，在这一点上，日本给我们的是教训。如果不加控制地把流动性砸向房地产市场，将对经济产生非常大的伤害。我理解中国的决策层为什么在刺激内需的同时对房地产进行了非常有定力、严厉且持续的调控，应当是从日本的刺激内需的失误中汲取了教训。

第四，打开大门，加大开放，是有利于经济转型的。开放会促进转型，我相信中国企业家的适应能力、学习能力同样是可以媲美日本企业家的。

预测中国经济未来十年

来源：爱思想网(2019-11-27)

作者：林毅夫(北京大学国家发展研究院教授，名誉院长，全国政协经济委员会副主任)

大家下午好，很高兴能够在创新工场 10 周年的时候，应邀来谈中美未来新的局势跟中国经济未

来发展的前景。今年对于中国是一个很重要的年份，是新中国成立 70 周年，同时也是中美建交 40 周年，在开始今天的主题之前，我想先对新中国 70 年，尤其是中美建交以后的发展做一个回顾。了解了过去、现在，才能更好地展望未来。

01 中国经济七十年：从贫穷到领先世界

70 年前，毛主席在天安门城楼上宣布中华人民共和国成立，向全世界宣告中国人民从此站起来了。从 1949 年后，为了实现中华民族复兴、民富国强的愿望，中国政府和百姓都付出了很多努力。60 年代，中国试爆原子弹；70 年代，人造卫星发射成功，这些科技工业取得的成果标志着中国从一穷二白的农业基础上建立了比较完整的工业体系。

但是，在 1978 年，中美发表建交公报的时候，中国还是非常贫穷的国家。按照世界银行的指标，当年中国的人均 GDP 只有 156 美元，这是什么概念？我们一般认为撒哈拉沙漠以南的非洲国家是世界上最贫穷的地区。1978 年的时候，撒哈拉沙漠以南国家平均人均 GDP 是 490 美元。当时中国的人均 GDP 连世界上最贫穷非洲国家的 1/3 都没有达到。当时中国经济的体量是 2119 亿美元，在全世界当中排名第 9，只有美国 GDP 的 9%。而且当时中国对外贸易非常少，每年只有 206 亿美元，对美国的贸易只有 9.9 亿美元。而且当时中国外汇储备非常少，1978 年的时候，外汇储备仅有 1.67 亿美元。

为了改变中国经济落后的面貌，1978 年，邓小平开始推动中国改革开放。这 40 年间，中国每年经济增长达到 9.4%。人类经济史上不曾有任何国家、任何地区以这么高的速度持续这么长时间的增长。中国对外贸易每年的增长速度达到 14.5%。在这个高速的 GDP 和贸易增长的基础上，2010 年中国的经济规模超过日本，变成第二大经济体。同年中国的出口超过了德国，变成了世界第一大出口国，而且出口的产品当中，97% 是工业制成品，所以中国被称为世界工厂。2013 年，中国的贸易总量超过美国，变成第一大贸易国。2018 年，我们的人均 GDP 达到 9608 美元，是一个中等偏上收入的国家。中国的经济规模从 1978 年只有美国的 9% 增长到现在相当于美国的 65%。并且，中国有 8 亿人摆脱了贫困，对过去 40 年世界减贫的贡献率超过 70%。如果把中国改革开放以后这 8 亿减少的贫困人口刨除掉，世界的贫困人口不仅没有减少，而且还在继续增加。

过去 40 年中国经济的高速发展，中美建交，中美贸易的贡献是非常大的。一个国家的经济增长一般有三架马车：出口、投资、消费。从 1978 年到 1984 年，中美之间的贸易基本平衡，中国从美国进口多，出口少。但是 1985 年开始，中国对美出口开始增多，当年获得了 6000 万美元的顺差。此后贸易顺差一路上升，2018 年，中国的贸易顺差就达到了 3200 亿美元。美国对中国的贸易逆差从 1985 年只占美国对外贸易逆差的 0.3% 到现在变成美国对外贸易逆差的大约 45%。由于贸易之间的顺差、逆差的变化，中美两国最近关系紧张，出现很多争端，我想大家都看到了。

02 改革开放四十年，中国经济为何能奇迹式增长

要了解未来的发展，我想，必须要了解以下几个问题。第一个问题是，为什么改革开放中美建交以后，中国的经济能够取得这样奇迹式的增长，了解了其中原因才有办法判断未来中国经济可能发展的态势。

改革开放以后，中国经济的快速发展靠的是劳动生产力水平的不断提高。劳动力水平的提升一方面离不开技术创新，技术的创新提升了生产效率和质量。另一方面，附加值更高的新产业不断涌现，资源配置得到优化。这是劳动生产力水平提高的两个机制，适用于任何发展水平的国家。发达国家的生产力水平高，技术在世界前沿，只能靠自己研发新技术来获得技术创新和产业升级，靠这种方式从 19 世纪末以来发达国家取得了平均每年 3%-3.5% 的增长。但是发展中国家跟发达国家的劳动力水平和技术水平有很大差距。一个发展中国家，如果懂得利用跟发达国家的产业跟技术差距，来取得技术创新跟产业升级，它的成本跟风险就会比发达国家自己发明低多了，这样就有可能比发达国家的技术创

新跟产业升级更快，这在经济学上被称为后来者优势。利用这个可能性，发展中国家可以比发达国家发展得更快。从二次世界大战以后，在 200 多个发展经济体当中有 13 个懂得利用跟发达国家的产业跟技术差距，基于后来者优势加速技术创新、产业升级，取得了每年 7% 或者是更高，是发达国家两倍甚至三倍，持续 25 年或者是更长时间的经济发展。中国在 1978 年开始改革开放以后，变成这 13 个经济体当中的一个。

对于第一个问题“为什么从 1978 年底开始改革开放以后，中国能够经济发展这么快”，我认为最主要的原因就是中国充分利用后来者优势。但是，过去的 40 年中，每隔几年就有一个声音说中国的经济即将崩溃，但实际上中国是这 40 年当中唯一没有出现系统金融危机的国家。这是为什么？原因跟另外一个问题相关。其实，后来者优势 1978 年以前就存在了，但是那时中国主动放弃了后来者优势。当时中国实行的发展战略是十年超英，十五年赶美，要马上发展跟发达国家一样的产业跟技术，才能够快速赶超他们。发达国家的技术都有专利保护，并且，许多跟国防军工有关，即使想付专利费也买不来，所以中国只能自己发明，这意味着中国放弃了引进技术引进产业的后发优势。重工业资本密集，当时中国属于一穷二白的农业经济，在资本很密集的产业上没有比较优势，企业在这种环境下只有依赖国家保护补贴才能够把产业建立起来。这种保护补贴就造成经济的扭曲、资本的错误配置等问题。

1978 年改革开放以后，中国才走上一条新的道路，按照中国的比较优势发展经济。在八九十年代，中国的经济主要发展是一些劳动密集型的加工业，沿海劳动密集型、出口导向型的加工业。那些劳动密集型的产业跟中国的比较优势相同，所以就能够把比较优势变成竞争优势，可以占领国际国内市场，创造很多的利润，迅速积累资本，产业升级的时候就可以利用后来者优势，而取得快速增长。

在 80 年代转型的时候国际上有一个共同的认识，认为过去社会主义国家或者是发展中国家经济发展不好，是因为政府的干预太多，市场不能发挥作用，如果要向市场转型，必须要把市场必要的制度安排一次性建设到位，用休克疗法落实《华盛顿共识》里所讲的市场化、私有化、自由化的改革措施。而中国在 1978 年底改革开放之后，并没有按照这种方式，推行的是老人老办法、新人新办法，对原来优先发展起来的重工业继续给各种保护补贴，由政府来配置资源、动员资源等等，另外放开市场准入，让过去受到抑制的劳动力密集市场能够发展起来。

这种老人老办法、新人新办法造成政府跟市场在经济当中共同配置资源。这在当时被认为是最糟糕的转型方式。会出现寻租、收入分配等问题。80 年代的时候，中国最兴盛的产业就是“倒爷”，这是有时代背景的。

现在反思起来，80 至 90 年代所有社会主义国家都在改革，发展中国家也在改革。大部分的国家是按照当时主流的“华盛顿共识”的休克疗法改革，其经济是崩溃、停滞、危机不断，跟发达国家的差距越来越大。而中国是稳定快速地发展，不断缩小跟发达国家的差距。这是因为休克疗法忽视了一点，转型前的政府干预扭曲是为了让违反比较优势的产业能够存在的必要制度安排，如果把那些保护补贴都取消掉的话，那些原来没有自生能力的企业就会全部垮台，垮台以后造成大量的社会失业、政局不稳定、社会不稳定，这样怎么发展经济？而且，电力、电信是资本密集型产业，是经济运行之必要，资本密集的国防军工相关的产业，也有其存在的必要性。即使私有化以后，还要给它保护补贴。私有化以后给它保护补贴，通常私有老板跟政府寻租的积极性更大，因此腐败现象还更普遍，收入分配差距更大，中国那种渐进的双轨改革是最好的改革方式，因为对那些老的国有企业继续给它补贴保持稳定，对新的产业允许进入利用后来者优势快速发展，快速发展以后还积累资本，慢慢就把原来违反比较优势的产业变成符合比较优势，保护补贴从雪中送炭变成锦上添花。补贴对企业来讲是好的，但可能造成腐败、收入分配差距的问题，因此这也就是中国在 2013 年十八届三中全会提出全面深化改革，让市场在资源配置上起决定作用，潜台词就是要把各种保护补贴都取消掉。但是，由于中国没有把市场有效运行所需要的制度安排一次性的改革到位，因此，只要经济一慢下来，中国经济即将崩溃

的说法就在国际上此起彼伏。

03 中美贸易格局为何发生巨变

第二个必须理解的问题是为什么中美两国的贸易格局发生了变化，中国逐步占据有利地位。

理解格局的变化，首先要知道中美巨大贸易逆差出现的原因。一些媒体分析认为是因为中国违反知识产权，中国强迫美国或者是外资企业技术转让，或者是中国人为了操纵汇率造成的，我认为这些都不正确。真正造成中美贸易逆差巨大的原因是中国跟美国的比较优势不同。美国从 19 世纪末以后成为全世界最发达的国家，它的工资水平在全世界最高，所以劳动密集型的企业就没有比较优势。东亚经济相对落后，收入水平低。所以，东亚在劳动密集型产业上有比较优势，上世纪五六十年代，美国所需要的劳动密集型的生活必需品，一般都是从日本进口的。美国对日本就有很大的贸易逆差，到了六七十年代日本收入水平也上涨了，当时亚洲四小龙，包括台湾、香港、韩国、新加坡刚刚开始发展，工资水平低，相较于日本，在劳动密集型产业上有比较优势。所以日本的劳动密集型产业就转移到亚洲四小龙来，美国的贸易逆差因此从日本转移到亚洲四小龙。

八十年代刚好中国改革开放以后，美国的贸易逆差以相同的原因转移到中国。美国跟亚洲四小龙跟日本，由逆差变成顺差，逆差都集中在中国，这是比较优势变化的结果。美国这种贸易的形态实际上是二战以后就形成了，并且在 80 年代的时候美国对外贸易逆差 80%以上是来自于东亚经济，最高的年份还超过 100%。现在美国对东亚的贸易逆差从中国角度来讲 0.3%变成 45%，好像增加了很多，但是它对整个东亚的贸易逆差从原来 80%多，甚至超过 100%降到现在只有 60%左右，这样看，美国对外的贸易逆差扩大并不是中国造成的。

中美贸易两国之间的贸易逆差，是两国之间的比较优势不同。美国在资本密集型，技术密集型有优势，中国在劳动密集型有优势。这是长期以来中美存在贸易不平衡的原因。美国对外贸易逆差增长过快的主要原因是自己的结构性问题。美国的政府消费跟百姓消费非常多，储蓄非常低。任何一个国家如果消费多、储蓄低，国内生产满足不了国内需要，就要从国外进口，那就会有逆差。

绝大多数国家这种逆差顶多维持两到三年就维持不下去，美国长期维持这种贸易逆差是因为美元是国际储备货币，可以印钞票买东西。所以，这些年美国的贸易逆差绝对量不断的扩大，是因为它的消费越来越多，靠美元印了以后可以买世界产品来维持，这当中中国比重比较大，无非是把亚洲那些原来对美国的逆差转移到中国大陆来，但是整个东亚的贡献其实是在下降的。

在这种情况下，美国政府对中国的产品增加关税于事无补，反而会加重贸易逆差。2018 年，特朗普政府为了缩小贸易逆差，对中国、日本、欧盟、韩国都增收关税。但是 2018 年美国的逆差跟 2017 年比总体增加了 12.1%，对中国的逆差增加了 11.7%。对症下药才能药到病除，美国的问题是没有看到问题的根源，找错了原因，采取的措施不仅不利于中国，不利于世界，也不利于美国。

04 预测未来十年：中国经济为何仍能年平均增长 6%

在了解这些背景后，我们更重要的是要了解中国未来的发展情形以及中美关系的发展趋势。中国过去依靠后来者优势，经济增长迅速，这种后来者优势到底还有多大？有的人认为，经过了 40 年，这种优势大概没有了。我对这个看法不太同意。后来者优势不在于已经用了多少年，而在于跟发达国家还有多少的技术差距。怎么样衡量技术差距呢？最好的衡量指标是看人均 GDP，人均 GDP 代表平均技术水平和平均的产业附加值水平。根据著名经济史学家 Angus Maddison 编制的跨国数据，2008 年，中国的人均 GDP 按照购买力平价计算是美国的 21%，相当于日本在 1951 年跟美国的差距，也相当于新加坡在 1967 年、中国台湾在 1975 年、韩国在 1977 年跟美国的差距。这些东亚经济体利用跟发达国家的差距，都实现了 20 年平均每年 8%-9%的增长，他们是二战以后利用后来者优势取得经济快速增长的 13 个经济体当中的几个。东亚经济体利用后来优势实现 20 年 8%-9%的增长，这代表什么？

这代表中国从 2008 年以后应该有 20 年 8% 增长的潜力。

从 2010 年以后中国的经济增长速度节节下滑，2010 年是 10.6%，去年是 6.5%，今年第一季度是 6.4%，第二季度是 6.2%，第三季度是 6.0%，一路下滑。增速下滑的原因存在各种争论，有的说是因为中国渐进式双轨的改革还留有很多的扭曲，政府有很多的干预，国有企业太多，人口老龄化等造成的。这些问题确实存在，但我认为它们不是中国经济增速放缓主要原因。2010 年之后所有金砖国家经济都在下滑，下滑的幅度比中国大。不仅金砖国家，连东亚的新兴高收入经济体，包括台湾、韩国、新加坡同样在 2010 年以后经济增长速度下滑，下滑的速度都比中国大。这些经济体都没有中国存在的那些问题，所以这种现象只能从一些共同的外部原因才能够解释。2008 年国际金融危机从发达国家爆发，到现在发达国家还没有完全复苏，前面谈到发达国家长期的增长速度是 3%-3.5%，在发达国家当中美国表现最好，去年的增长速度也不过 2.9%，今年可能是 2.3%，明年达不到 2%。欧洲国家从 2008 年以后长期在 2% 上下波动，日本从 1991 年以后到现在都在 1% 上下波动。在这种情况下，发达国家的 GDP 占全世界还能达到 50%。他们的经济增长疲软，需求增长速度就慢，导致整个国际贸易增长速度下滑，现在国际的贸易增长速度比国际经济的增长速度还慢。

所以，发展中国家出口少了，三架马车少了一架。应对 2008 年的金融危机，每个国家采取积极的财政政策，通过基础设施建设等等来启动需求、创造就业，现在这些项目都建成了，可是国际经济还没有复苏，所以民间的投资就减少，除非政府再进行新一轮的积极财政政策。这是共同的原因，共同的经济增长速度下滑。

展望未来，我对发达国家比较悲观。发达国家到现在还没有做它应该做的结构性改革，所以结构性的矛盾还在那个地方，因此，发达国家可能步日本的后尘，出现长期的增长疲软，展望未来它的发展速度会是慢的。对于中国，如果对外出口这驾马车快不起来，经济增长就必须靠内需增长，即依靠投资和消费增长。从这个角度来看，中国经济的体量大，旋转的空间大，可用的手段多。

就投资而言，首先，中国还是一个中等发达的国家，可以在中高端产业上面去升级，好的投资机会会有很多。

其次，基础设施，中国这些年做的基础设施大部分是城市之间，高速铁路、高速公路，城市内部基础设施还是很不足。

再来，环保也要投资，城镇化也要投资。中国和其他发达国家不一样，在经济疲软时，其他发达国家也应该搞投资，但是它的产业已经走到世界前沿，如果产能过剩不太容易找到好的投资机会。它们的基础设施是好的，无非比较老旧，环境是好的，城镇化已经完成了，这是中国跟发达国家不同的地方。

投资要有钱，中国的政府财政赤字占 GDP 比重不到 60%，民间储蓄达到 45% 左右，占全世界最高，可以用政府的钱撬动民间投资。另外中国还有 3.1 万亿美元储备，投资要进口机器设备，中国有钱。这三点又是中国跟其他发展中国家不同的地方。其他发展中国家在全球经济疲软的时候也应该加大投资，也有很多的机会，但是，可能政府的财政不好，储蓄不足，外汇储备不足，而无法投资，中国没有这种情况。

展望未来，中国可以维持一个合理的投资增长速度，有投资就会创造就业，有就业了家庭收入就会增加，家庭收入增加以后，消费就会增加。所以，在中国到 2028 年或者是宽松一点到 2030 年，还有 8% 的增长潜力，利用国内的有利条件，我判断实现 6% 左右的增长没有问题。

今天我刚看到哈佛大学国际增长研究中心的最新经济发展报告，认为中国有可能到 2030 年之前平均每年维持 6% 的增长速度，这是英雄所见略同。如果中国能够实现每年 6% 左右的增长，应该到 2025 年的时候中国就可以跨过 12700 美元的门槛，变成一个高收入国家。当然这是中华民族伟大复兴的一

个重要里程碑。

在这段时间里中国每年对世界经济增长的贡献率会超过 30%，并且也可以为缓解中美关系打下一个物质基础。随着中国的收入水平提高，当中国变成高收入国家以后，劳动力密集型加工业就会从中国转移到越南、柬埔寨甚至是非洲国家，像 60 年代劳动力密集型产业从日本转移到亚洲四小龙，80 年代从四小龙转移到中国一样。美国对外贸易逆差也会从中国转移到其他国家，中美之间贸易美国可能会有顺差，中美之间紧张的关系原因之一就消除了，这种情况之下就有可能出现中美关系的新局面。

总之，中美建交这四十年，也是中国改革开放的四十年，中国经济发展非常快，这是一个了不起的成绩，这个成绩跟中国推行渐进式的改革，并且利用中国的比较优势来充分利用后来者优势有关。如果中国继续沿着这条道路走，在未来十年或者是更长时间，每年有可能实现 6% 左右的增长，中国会变成一个高收入国家，并且每年对世界增长的贡献将超过 30%。这样的—个发展态势，对在座每个人也会创造很多机会。很多产业要升级需要投资，中国现在有一些产业已经达到世界的前沿需要创新，并且中国也有—人力资本和金融资本来抓住新科技所给予的机会，像人工智能、数字经济等，我相信会给各位的发展创造—个—个巨大的空间，谢谢！

2019 年 11 月 7 日演讲

科普“区块链” —— 技术革新和产业变革新动能

来源：人民日报网(2019-11-02)

作者：陈纯(浙江大学教授、中国工程院院士)

编者按：中共中央政治局 10 月 24 日就区块链技术发展现状和趋势进行第十八次集体学习。习近平总书记在主持学习时强调，区块链技术的集成应用在新的技术革新和产业变革中起着重要作用。我们要把区块链作为核心技术自主创新的重要突破口，明确主攻方向，加大投入力度，着力攻克—批关键核心技术，加快推动区块链技术和产业创新发展。

本版刊发陈纯院士的文章，介绍区块链技术的相关知识和应用，希望有助于读者了解科技脉动，获取前沿新知。

传统互联网历经 50 年发展历程，给人类社会带来巨大改变，互联网的下一个 50 年会往什么方向走？不少研究者认为，很有可能会从信息互联网走向价值互联网和信任互联网。信息互联网解决的是信息传递和信息共享，但却无法保证信息真实性。无论是人工智能技术，还是大数据分析技术，只是从概率上来判断在互联网上通信的另外—方的真实性。而价值互联网和信任互联网要解决的就是信息真实问题。

区块链被视作价值互联网和信任互联网的重要支撑

我们可以用记账的故事来解释区块链，从根本上说，区块链就—种新型信息记录方式。—个村子里，张三借给李四 100 元，他—要让—大家知道这笔账，就通过村里的广播站播出。全体村民听到这个广播，收到信息，会通过自己的方式去核验信息真伪，然后把—个信息记在自己的账本上。这样—来，全部村民的账本上都写着“张三借给李四 100 元”。事后这笔借款就不会有纠纷，也没有做假账的可能。这个记账系统是分布式或者多中心化的，账本数据根据时间顺序组装排列为—个个区块，区块连

起来就成了我们说的区块链。它按照时间的顺序头尾相连，可回溯，但不可篡改，因为它们都是加密的。假如要篡改，全体村民每个人都可以核实，这就是“共识算法”。这也可以说明区块链的一个核心思想：单点发起、全网广播、交叉审核、共同记账。包括分布式架构、共识算法、智能合约等在内的一系列技术促成区块链的实现。

因为区块链的公开、透明、可回溯、难篡改，通过层层的消息回溯，能够直接证明和确认某一主体的所有行为，从而确定性地解决了信息真实问题。不同主体之间由于不信任而在传统技术领域做出的大量“对账”行为，在区块链的分布式账本一致性逻辑下，便不再需要了。这对于整个互联网的诚信体系，甚至延伸到现实社会中的诚信体系，都有很大价值。通过区块链可以实现可靠的信任传递，区块链因而被视作下一代价值互联网和信任互联网的基石。虽然区块链目前是建立在现有互联网之上、由应用软件相互连接而成的一个新型网络，但随着时间发展，它会逐渐下沉到互联网基础层，与现有互联网融合发展，从而共同构建下一代互联网基础设施。在技术上，区块链可以与人工智能、大数据、5G、量子计算等实现融合发展。

助力数字经济发展和社会信用体系建设

谈到区块链不得不提到比特币。区块链起源于比特币，但后来的发展大大超过比特币的范畴。2009 年比特币诞生时，基于密码学、分布式计算等技术引入了区块链这一集成创新技术，但是在比特币的世界里，币和链是合一的，也就是说，区块链不能脱离比特币这个应用。2013 年，以太坊社区的推出，第一次实现链币分离，在区块链的底层技术平台上，能够支撑任何应用的可能性已经实现，这是一次重大的技术飞跃。但无论比特币还是以太坊，它们全都是公有链，任何人都可以参与，很难监管；直到 2015 年，全球才首次出现联盟区块链，其最大特点是有准入控制，有极好的隐私保护，性能也得到极大提升。

从目前趋势来看，西方区块链技术发展重点是公有链，应用和产业发展重点主要是基于公有链的金融创新，而中国区块链技术发展重点是自主可控的联盟链，应用和产业发展重点是区块链如何服务于产业经济、政府服务和社会治理。今年以来，联盟链在我国金融、法律、医疗、能源、公益等诸多领域都有了实际落地应用。

前段时间，区块链技术帮助中国建设银行总行和国家住建部完成了全国 491 个城市公积金中心的互联，在实现数据同步的同时保证数据权责明晰，有效配合了国务院有关新个税专项抵扣细则的实施落地。人才频繁流动背景下，人们跨地域办理公积金业务的需求突出，以往要实现“互联”，可能需要组建集中管理数据的部门，建设集中存储数据的物理空间，而通过区块链技术可以让数据所有权留在各公积金中心，491 个公积金中心作为相对平等的节点加入到一个联盟区块链网络中，只通过智能合约，就可以共享数据。

再如中小企业贷款难问题。以往，企业想贷款，需要提供资产担保或股票担保，或者由其他企业提供担保。所有担保、签合同、协调都需要时间，从而影响贷款效率。现在，如果中小企业有订单或者应收账款，就可以把订单或者应收账款变成区块链上的数字凭证，银行看得清清楚楚，从而做出是否贷款的决定，大大提高贷款办理效率。

基于区块链的商品溯源方案，可以让商品的生产方、渠道商、海外发货海关、国际运输方、进口海关和国内物流多方共同把商品流转信息记录到区块链上，与传统的扫码溯源相比，整个信息更公开、透明、可信，让消费者能够判定自己下单的“海外购”是否真的来自某地。针对司法领域棘手的知识产权保护问题，区块链技术也大有用处，它可以做到知识产权生成的瞬间就被确权，而且确权以后可以公开、透明、可信地进行交易。如果没有区块链技术，当某个音乐平台网站向创作者反馈说某首歌写得不错，这个月被下载 1000 次时，创作者可能会心生疑问：也许是 1 万次呢？有了区块链，所有交易记录都是真实可信的，平台方无法作假。

可见，只要涉及存证、信任、协同、不可篡改等特点，区块链都有很大应用空间。我们要充分认识区块链技术的核心价值，积极探索和拓展区块链技术在金融、民生、政务、工业制造等领域的应用落地，重点分析区块链技术能够解决的业务痛点以及在不同场景下的适用度，大力推动区块链应用产业发展，努力使区块链成为数字经济发展的新动能和社会信用体系的重要支撑。

研究、应用与监管并重，掌握主动权，体现特色化

未来，区块链在技术研究、产业应用、监管服务三方面都还有很长的路要走。我们要争取区块链技术发展的主动权，特别是要实现高性能、安全隐私、高可用性和高可扩展性的联盟链核心技术的突破，大力发展国产自主可控的区块链技术平台，在区块链系统研发和部署方面充分体现中国特色，而不是完全基于国外开源平台。

区块链要服务于各行各业，实现“区块链+”的大规模应用，首要的是解决链上链下问题。目前我们不可能把链下信息系统中的所有数据都上链，那样的话，存储容量和处理性能都会有问题，但我们可以对信息系统中需要保证真实可信的数据采集“数据指纹”，把“数据指纹”上链，链上链下关联，从而保证信息系统中的数据可信。针对不同应用场景，分析哪些数据上链、怎样把链上数据和链下信息系统关联，这些都是在应用中需要研究和解决的问题。

区块链作为重要的信息基础设施，在其快速发展过程中要高度重视安全问题。任何人都可以在以太坊等公有链上以极低成本发布信息，而区块链的不可篡改和去中心化特性，将大大提高监管难度。利用区块链传播有害信息、网络谣言，会给区块链技术应用和发展带来不利影响。利器要善用。这好比有人认为路上若是没有警察、没有红绿灯，车子可以开得更快，事实上，没有监管的马路寸步难行。只有提升区块链技术应用的规范性，完善区块链监管技术、监管政策、监管能力和监管模式，确保产业发展与监管并行，才能为区块链技术健康发展创造良好环境。

现在大家对区块链感兴趣，有了解的需求，这是好事。相关技术介绍和知识普及因而显得尤为重要，在这方面，专业书籍和科普读物应该相互配合，满足不同层次的阅读需求。专业方面，我推荐人民邮电出版社出版的《区块链技术进阶与实战》一书。这本书从技术原理、市场发展、政府规划、应用场景和平台对比等角度对区块链进行全景分析，对三个主流区块链平台进行深入介绍，配有动手开发指南，并提供实际项目案例说明和源代码，适合相关技术人员由浅入深地学习区块链技术。区块链科普读物现在也陆陆续续地推出，有侧重介绍区块链基本原理与应用的，有侧重预测发展前景的，也有侧重金融科技领域的，其图书质量有待读者检验。随着区块链被列为我国核心技术自主创新的重要突破口，出版界以通俗易懂的方式，让更多读者了解区块链的来龙去脉，了解互联网技术的发展历程，理性看待技术进步给社会生活带来的影响和改变，是非常有意义的事情。

保 6 有必要吗？能保 6 吗？ 和余永定教授商榷

来源：首席经济学家论坛网(2019-12-04)

作者：陆挺(特许金融分析师(CFA)，野村证券中国首席经济学家)

12月1日，中国社会科学院学部委员余永定教授在《财经》杂志发表题为“经济增速已滑至6%，该刹车了”的文章。当前经济下行压力明显加大，国内外环境错综复杂，即将召开的中央经济工作会

议将为制定 2020 年 GDP 增速目标和宏观政策定下基调，而社会上对几个关键经济问题的看法分歧较大。这种背景下余教授旗帜鲜明的观点获得了高度关注。余教授是备受尊敬的学者，但这篇文章里不少观点和推论方法值得商榷。

在我们看来，当前主要受内需下滑影响，经济减速过快，逆周期调节政策确实有必要，政府应防止经济增速过快下滑。但“6”不是绝对的下限，并非一个神圣的数字。中国经济潜在增速还在下行，以上一轮宽松周期的 GDP 增速来推算，目前潜在增速可能已降至 6 以下。2020 年经济增长目标可适度下调至“6%左右”，为低于 6 的经济增速留下空间。中国目前政策宽松的空间显著缩小，过度刺激会带来过高成本，增加系统性金融风险，恶化国际收支，因此得不偿失。政府应珍惜已经不大的政策空间，慎用宽松政策，用好宽松政策，尊重经济规律，注重投资效率，不能因为增加财政投资而给市场带来太多扭曲。当前经济基本面下，如何刺激比刺激规模更为重要。在执行宽松政策的同时需要推动以市场化为核心的结构性改革，这样才能减缓潜在经济增速的下行，维持经济的繁荣稳定。

余教授的文章涉及众多热点问题，我们总结为以下几点：

- 中国潜在增速不好估计，未必在持续下降。余教授在 1998 年时做过潜在增速持续下降的预测并列出了原因，事后证明当时的预测是错的，所以他认为当前那些用类似原因来证明潜在经济增速持续下行的推论也会错。理由是他 1998 年时罗列的原因是“慢变量”，过去 21 年这些慢变量没有发生太大变化。
- 确定经济增速目标时，主要用通胀和财政状况这两个指标。目前这两个指标相对而言基本上是正确的。不能低估地方政府债务问题的严重性，但也不要过高估计它的严重性。在财政状况恶化和经济增长下降这两害之中，宁愿让财政政策导致财政状况暂时恶化也要稳增长。不能让经济增速再向下突破 6 这个界限了。
- 全球金融危机后中国 4 万亿的大方向是正确的，现在很多问题不是 4 万亿造成的，而是 4 万亿退出太快造成的。政府 2010 年底就退出了 4 万亿，退得太快。中国的问题是一会儿“踩油门”，一会儿“急刹车”，一冷一热造成很多问题。金融危机之后中国的利息率过快恢复到正常状态。
- 中国货币政策目标太多，顾此失彼。不应把资产价格作为货币政策的目标。由于贸易战，中国增长前景雪上加霜，这就要求政府采取更有力的扩张性财政和货币政策对冲贸易战的不利影响。在稳增长的过程中，财政政策应起到主导作用，辅之以宽松的货币政策。余教授相信中国有相当大的政策空间，相信中国经济肯定能维持在 6% 以上甚至更高的增速。

余文不乏真知灼见，比如不能将 4 万亿污名化，货币政策目标不能太多，政府应采取更有力的扩张性财政和货币政策对冲中美贸易战的不利影响，政府政策不能一会儿踩油门一会儿急刹车。但文中值得商榷的地方也不少，主要在以下几个方面：

余文没有说明为何 6% 显得如此重要神圣而成为一个界限，推论中有严重的逻辑问题，而且忽视了过去 21 年在中国发生的巨变。余文隐含假设当前经济增速过快下行主要是因为中美贸易战，这与事实不符。余教授认为过去十年的经济问题很大程度是积极财政货币政策过早退出导致，言下之意是如果财政政策给力的话，中国过去十年的增速应该更高，这有违基本事实。余文说宁愿让财政政策导致财政状况暂时恶化也要稳增长，但忽视了不当的刺激政策对金融稳定的冲击。余教授相信中国有相当大的政策空间，但除了提到 2 万亿美元的净资产，几乎没有涉及中国的国际收支和人民币的情况。余文对财政政策和政府负债定义较为模糊，一方面提到“中国财政政策已经在无声中扩张了”，另一方面却以官方财政赤字数据得出中国过去十年的主要问题是“4 万亿退出太快造成的”。货币政策方面，余教授对利息率问题的看法，忽视了 4 万亿之后地方政府平台崛起带来的结构因素。余教授认为中国还有相当大的政策空间，但几乎没有提及在投资效率、经常项目和储蓄率、外债和人民币方面过

去十年发生的大幅变化。接下来我们分别讨论这几个问题。

一、讨论潜在经济增速问题时不能刻舟求剑

一个国家的潜在经济增速确实难以估计，复杂的模型只能用来作为参考，只有靠数年的实际增速推断才较为靠谱。中国的潜在增速 1980-2010 年之间基本维持在 7%-11%之间，中间有较大波折，但不改大势。2010 年后，经济增速逐步下滑，从 2010 年的 10.6%下降到了 2019 年第三季度的 6.0%，潜在增速下行明显。

余教授在对潜在经济增速判断方面的最大问题，“怎么解释经济增长速度的持续下降呢？我们可以找到很多理由，比如，人口老龄化、环境制约、边际收益递减、改革滞后等等。……这种针对当前经济的分析是否正确？很多人回答说‘正确’。我要说‘错了’。以上是我在 1998 年就未来经济增长趋势所做的分析，如果 1998 年的分析是正确的，针对现在的经济情况分析还正确，说明它是没用的。”简单说来，就是余教授认为 1998 年时他用那些理由来预测潜在经济增速下降，最后被证明是错的；现在谁再用这些理由来做相似的预测，也会是错的。

我们非常欣赏余教授自我批评的勇气，但必须看到，从 1998 年到现在 21 年了，这 21 年不短，即使是慢变量，21 年间也有可能发生较大变化。更何况有些变量未必是慢变量呢？余教授 1998 年的预测确实是错了，但世易时移，过去十年间这些变量确实发生了很大的变化，从十年前到今天，使用这些变量来预测中国潜在经济增速下行就比较靠谱。事实上，我们在 2011 年 1 月一篇名为“新十年新常态”的报告内，就用类似变量准确预测了过去 9 年中国潜在经济增速的下行。

过去 21 年间中国发生巨变。改革方面，1998 年时可以说是狂飙突进，住房体制改革、国企改革、电信体制改革、商业银行坏账清理、进入 WTO 都是在 1998 及后面几年或是开启或是完成的。2000 年 2 月中央“三个代表”提出前后，民营企业开始高速发展。这些改革奠定了后面十年经济高速发展的制度基础。制度改革有个边际难度快速上升的问题，2005 年后经济高速增长甚至过热，改革难度明显加大，2008 年全球金融危机以后，经济政策的重心更是被稳增长和凯恩斯主义需求刺激政策所替代。

人口和就业方面，过去 20 年最大的变量首先是农民工群体的变化。按照国家统计局统计，2000 年时中国农民工数量为 7849 万人，而到 2010 年为 25278 万人，年均增长率为 11.9%，而此后的 8 年年均增长率仅有 2.2%，2015-2018 年间的年均增长率更是下降到了 1.3%。这中间道理很简单，中国在高速工业化前有一个巨大的剩余劳动力人群，但这个人群的数量是较为固定的，是一次性的，并非取之不尽的。如果说中国的老龄化是一个慢变量的话，农民工数量是一个快变量。

投资的边际收益递减在中国也是一个快变量，原因恰恰在于中国的高储蓄和体制优势使得中国在基建方面进行了极为高效的巨额投资。可以说从 1998 到 2013 年左右，中国用了 15 年左右时间完成了西方发达国家需要半个多世纪才能完成的基建工程，公路、铁路和港口等交通基建尤其如此。这些巨额投资在初期不仅直接拉动经济，而且回报较高，提升后续几年的经济增速，这在 2003-2010 年间表现非常明显。但是近年来，这种过往的巨额投资不可避免地导致投资边际收益快速下降的问题。事实上，过去十年中国投资与 GDP 之间的比例一直在 45%左右，但 GDP 增速已经下降 4 个百分点，表明边际投资回报率确实在逐步下降，过去五年尤其明显。究其原因有以下几点：一是高铁等全国性基建的投资规模出现拐点，城市基建开始成为基建主力，而城市基建的发起和主导权皆在面临软预算约束的地方政府。二是地方政府融资平台在 2015 年后以 PPP 方式再次崛起，地方隐性债务快速上升，地方政府预算约束持续软化。三是过去几年的货币化棚改事实上将城市化重心转向中小城市，将大量信贷和土地资源导向中小城市，这和中国城市化和人口流动的大势相违背。四是同业尤其是银行间可转换大额存单的崛起，便于存款较少的经济落后地区的地方政府通过当地中小银行扩大借贷，进一步软化预算约束。

最后，即使是慢变量，和其他国家相比，由于中国的特殊国情，21年间有些也有较大变化，未来十年变化会更大。由于独生子女政策和经济发展，中国人口的年龄结构在过去几十年发生很大变化，比如说0-14岁人群占总人口的比例从1982年的33.6%被腰斩到2010年的16.6%，只用了28年时间。这个数字说明什么呢？同2002年相比，中国20-34岁人群占总人口的比例，到2030年下降一半，到16%左右。我们难道不应该认真考虑未来十年年轻人口占比快速下行这个事实吗？

从过去五年政策与经济增长之间的关系来看中国的潜在增速

回顾过去五年，尽管实际GDP增速走出了“L”形，但实际上2014-2015两年间中国经济增速大幅下行。2015年下半年的股灾之后，政府采取了一系列稳经济的逆周期调节措施，除了以人民币主动贬值来提升出口竞争力之外，大幅度刺激拉动内需，到2016年年中取得明显效果，经济开始反弹。2017年下半年本轮周期经济增速见顶，自2017年春季开始的“去杠杆”行动和秋季开始的环保行动导致经济增长在2018年春季之后开始下行。

2016-2019年的经济增速都在6%-7%之间，但2015-2017年间货币财政政策发生了很大的变化，提供了一个天然的政策实验。这个研究的关键是我们需要找到一个能合理度量政策宽松程度的指标。一个较为全面的指标是央行的社会融资规模（简称社融），但我们在“局部性社会信用收缩背景下央行社融指标的缺陷” <http://opinion.caixin.com/2019-11-27/101487835.html> 一文中专门指出这个指标的严重缺陷并做了修正。我们认为，央行的社融可能大幅低估了2015-2017年的实际信贷扩张速度和加杠杆的幅度。2016和2017年央行统计的存量社融增速分别为14.3%和14.5%，而经过我们修正后的广义社融增速为17.7%和16.0%，超过名义GDP增速分别达9.8和5.1个百分点。而2016年和2017年两年的实际GDP增速分别为6.7%和6.8%。那么现在的社融增速是多少呢？2019年前十个月平均只有10.6%，2018年平均值为11.8%。我们可以清晰地看到，2016-2017年虽然政府动用了专项建设债等大量资源，甚至通过直接印钞来推进货币化棚改，汽车购置税的减半甚至前置了大量汽车消费，那两年的实际GDP增速也就是6.8%左右。另外，2016-2017年全球经济处于上行周期，加上人民币贬值，外需也得到推动，因此我们可以较为确定地说2016-2017年间6.8%的实际GDP增速已经高于中国增长潜力。现在的广义社融比2016年低7个百分点左右，实际GDP增速只慢0.5个百分点，这种情况难于持续。如果广义社融下行保持现在的速度，基本可以肯定经济增速是要下行的，保6的难度是极大的。

当前中国经济增速下行的压力主要来自何方？是否都是外需引起？

对周期的讨论极为重要。有一种流行的观点是中国经济就应该增长6.8%左右，可惜由于中美贸易战，经济下行压力过大，经济增速低于潜在增速，所以应该加码刺激力度，一定要保6。余教授对于经济波动背后成因的看法大致如此。

事实上，如我们之前所言，2014年以来中国经济增速波动幅度较大，经过高强度刺激之后在2016-2017年的GDP增速在6.8%左右，应该说6.8%这个增速已经高于中国潜在增速。2018年春季以后经济增速回落的成因，外需为辅，内需为主。如果中国近来的经济波动纯粹是由外需推动，则政府或许应该更加加大刺激力度。但目前的经济下行主要是2016-2017年刺激政策本身带来的负面效应产生的，从房地产、汽车、重型机械、制造业投资、基建投资和地方政府土地出让收入方面，我们很容易得出这个结论。这些板块的下行，一定程度上是回归均衡。汽车是一个经典案例。2015年10月1日至2016年底，乘用车购置税由10%减半至5%，2017年回调至7.5%，2018年再度调回10%。由于汽车是耐用品，这种减税方法实质上在2015-2017年前置了汽车购置，必然对后续汽车销售产生负面影响。中国乘用车销售量增速从2015年的8.5%跃升到2016年15.9%，但2017年就下行到1.5%，2018年则下滑到-6.0%，2019年前十个月同比增速继续下降到-8.3%。

当然，受中美贸易战和内需周期下行的双重冲击，经济增速应该已经调到潜在增速以下，因此，

一定程度的逆周期调节政策是必要的。但过犹不及，过大程度的刺激会导致再一次的需求前置，本身意义不大。刺激过于频繁，效果也未必明显。过去一轮刺激中，财政资金和政策性银行资金的配置效率明显降低，投资效率堪忧，这个问题没有解决，贸然开启新一轮的大规模刺激可能会带来长远的负面影响。

二、过去十年的经济问题是积极财政货币政策过早退出导致的吗？

支持余教授关于中国潜在增长率没有持续下降的一个关键论据是中国的财政政策不给力。言下之意是如果财政政策给力的话，中国过去十年的增速应该更高，当前经济增速不至于掉到6%。如余教授认为“现在很多问题不是4万亿造成的，而是4万亿退出太快造成的。扩张性财政、货币政策持续了两年就退出了，退得太快。这种退出，也反映到基础设施投资增速的回落。2009年基础设施投资增速一度超过50%，2012年几乎为零”。财政赤字方面，余教授指出“2008年之前中国财政赤字对GDP比很低，不到1%，2009年一下子增长到了2.8%。但第二年就开始下降，2010年是1.1%，三年就退出，后来不得不增加一点”。涉及信贷方面，余教授认为“2009年信贷增速极高，新增贷款是9.6万亿元，是非常快速的的增长，但是第二年增速就大幅度下降了”，“我们的利息率金融危机之后也很快恢复到正常状态”。余教授对影子银行的理解是“2009年的时候，商业银行总部下达目标，商业银行求企业接受贷款，本来企业不想投资（市场不好），你非要我接受贷款，我投资了，没两年，又不借钱给我了。企业马上陷入资金链条断裂的窘境。为了活下去，只好千方百计找别人借。利息率肯定被推高，利息率一高，金融机构趁机牟利，影子银行就蓬勃发展起来”。

我们认为余教授对2008年危机之后的中国经济的解读有合理的地方，比如说2011年有些方面的退出可能过快了一点。但总的说来余文对一些关键事件的描述和事实出入很大。

首先，余教授确实正确指出了2011年下半年刺激政策退出过快的问题，2012年年初基建同比增速确实降到零附近。但主要原因毕竟是2009-2010两年由于天量刺激，基数过高。而且我们需要看到，温州银行危机发生之后，政府迅速调整政策，宽松政策得以延续。实际上，2012年全年中国的基建增速仍保持在13.7%的双位数。

其次，无论是央行的社融指标还是我们改进后的广义社融指标，2010年的平均增速分别为29.5%和28.0%，比2009年的28.8%和26.9%都要快。我们的广义社融增速2011年下行到20.8%，2012年到16.8%，虽然增速下降了，但并非是暴跌。2011年秋季中央发现如温州等有些地方出现偿债危机时，快速调整了政策。就人民币贷款而言，存量增速2009年确实高，达到30.1%，但那是特殊情况。2010年降到了21.2%，还是非常高的增速。

财政赤字方面，不能用诸如1%这样的官方数字作为财政刺激过早退出的论据。实际上，2008年后中国地方政府负债急剧上升是公认的事实，也是2009-2010年及后面几年中国经济在全球金融危机之后能保持高速增长的关键。根据审计署公布的数据，2010年底地方政府债务已达10.7万亿元，这个10.7万亿中绝大部分是2009-2010年这两年中新增的。到2013年6月这个数字就已经上升到17.9万亿元。把这些数字列入政府负债，应该不至于认为中国在财政刺激上退出太早，财政刺激太小。中国2013年的GDP是59.3万亿，17.9万亿约为当年GDP的30%。可以说在2009-2012年期间，地方财政实际赤字平均每年约为GDP的9%，这个估计应该是不会有什么太大问题的。

最后在影子银行和利息方面，虽然数据缺乏，我们仍可以较为肯定地说影子银行资产端的大部分是地方政府和房地产企业的借款，而不是什么民营非地产商的借款。四万亿刺激计划确实功不可没，但其真正的后遗症是开启了一个地方政府融资平台高速举债的时代。在全球金融危机的特殊背景下，这些都无可厚非，但在危机之后政府清理整顿这些平台时，却瞻前顾后，每凡下了决心清理这些平台，让地方政府回归硬约束财政，都因为经济增速下降而不了了之。这些平台固然使得中国地方基建快速发展，但成本也是高昂的，表现在以下几个方面：一是由于地方政府的软约束，借款过多，挤压民营

企业融资的空间，造成国进民退。二是这些平台对利率不敏感，从而推高市场平均借贷利率。央行确实在 2010 年 10 月开始加息，但到 2011 年就又把利率降回去了。而实际上不管央行政策利率如何，3 年期以上的贷款类信托平均利率从 2009 年底到 2015 年底，基本上都维持在 9% 左右，这中间地方政府融资平台和开发商是主要支撑力量。因此不是什么政府或央行过早退出宽松政策从而导致高利率，而是实际财政融资的高企托高了市场利率。高利率导致人民币汇率升值和资本流入，过多资本流入又推高人民币币值，形成反馈效应。高利率和强汇率下，最终出口下行和民间投资下行，地产过度繁荣，制造业和出口行业遭受打击。本来 2014-2015 年政府确有另辟蹊径从股市着手解决上述问题，但国家牛市最终导致 2015 年 6 月下旬的股灾。

实际上，2014-2015 年中国经济增速大幅下滑，股灾使得经济下行雪上加霜，最终中央政府为稳增长开启了一轮新的需求刺激。本轮刺激的特征是以财政（包括准财政的政策性银行）配置资金为核心，以货币宽松和信贷刺激为基础。涉及消费的财政政策方面，2015 年 10 月政府降低乘用车购置税；基建方面，通过政策性银行向邮政储蓄银行发行专项金融债，用于作为地方政府投入基建项目的资本金，规模总计约 2 万亿人民币。另外中央政府鼓励政府和社会资本合作（PPP），但很快演变为变相让地方政府转道国企获得信贷资金，从而规避之前对地方政府举债的严格限制。房地产方面，除了大幅松动之前的紧缩政策之外，通过央行补充抵押贷款（PSL）这个新的基础货币投放渠道，借道政策性银行，将总共约 3.5 万亿人民币的资金投入三四线城市的货币化棚改，极大地刺激了这些城市的房地产市场和基建投资。政府拉动内需必然以扩张性的货币和信贷政策为根基。我们之前章节曾经讨论过，央行统计的社会融资规模可能大幅低估了 2015-2017 年的实际信贷扩张速度和加杠杆的幅度。

我们之所以花费大量笔墨复盘过去十年的一些关键经济数据和政策，是想说明除了个别时段外，和余教授的解读完全不同，政府不仅没有过早退出财政货币刺激，而是在连续三轮（2009-2010，2011-2012，和 2015-2017）的宽松刺激过程中，不断提升了实际政府融资和政府支出在整个经济体中的比重。政府投资的成绩不容否定，中国基建在过去十年的成就举世瞩目。但我们必须同时客观地看到政府支出和政府投资比例过快上升导致的很多后果，其中包括民营企业的空间被挤压，贷款利率过高，甚至导致货币一度过度升值。2014 年后中国投资回报率大幅降低也和大量资金在地方政府间配置效率过低有很大关系。

三、中国当前的财政货币政策空间究竟还有多大？

我们认为过去十年经过数轮宽松之后，以货币信贷扩张为基础的需求管理的空间已明显收窄。根据我们的测算，2015-2017 年间的信贷扩张速度远高于官方统计数字，因而随着 P2P、股权质押等融资的萎缩，当前信贷增速实际上低于官方数字。随着 2020 年开始中资企业海外美元债到期规模显著上升，以目前的监管思路，2020 年美元债净融资将大幅下跌，从而进一步降低实际信贷增速。为何政府的货币信贷刺激空间在大幅缩小？我们认为原因主要有两个。

从经常项目盈余或者储蓄水平角度来看，2008 年发生全球金融危机时，中国经常账户盈余接近 GDP 的 10%，外汇储备是 GDP 的 40%，实际外债规模很小。当一个国家有较大的经常项目盈余时，如遇需求冲击便可大幅刺激消费和投资，而不至于担心因刺激导致经常项目转为逆差。但当一国经常项目顺差较小乃至出现逆差时，大幅刺激消费和投资则会加大逆差，从而导致外汇储备减少或外债增加。中国过去十年中经常项目盈余与 GDP 的比例快速下降，到 2018 年降至 0.4% 左右，如考虑遗漏和误差项，可能已经出现逆差。2019 年经常项目盈余有所提高，但遗漏和误差项也在快速上升，实际情况并未改善，而 2020 年随着出口继续减速，情况可能会恶化。当前中国外汇储备是 GDP 的 20% 左右，绝对值跟 2014 年中的历史高位相比下降了 9000 亿美元。中资企业海外美元债在 2014 年底存量还只有 2700 亿美元，目前达到 8800 亿美元。加上境外购入境内的债券，仅从债券角度统计，中国的外债自 2014 年以来已上升了约 8000 亿美元。当一个国家外汇储备下降、外债上升、经常项目盈余萎缩乃至出现赤字、并且政府需要汇率保持大体稳定时，通过加杠杆来带动经济复苏的空间就会大大缩小。

投资回报率大幅降低是约束信贷刺激空间的另一重要因素。给定低回报率，以宽松货币政策为基础的扩张性财政政策所带来的刺激效果较小，且会增加系统性金融风险。过去几年中国投资回报率明显走低，这一方面体现在单位 GDP 增速所需要的投资量不断上升，另一方面体现在不少中小银行资产质量下降，坏账率上升，银行被接管事件快速上行。而银行资产的下降直接会提升系统性金融风险，使得政府在新一轮刺激时有所忌惮。我们之前讨论过，近年来资产回报率快速下行有四个原因：一是城市基建开始成为基建主力，而主导城市基建的地方政府面临软预算约束。二是地方政府融资平台在 2015 年后以 PPP 方式再次崛起。三是过去几年的货币化棚改事实上将城市化重心转向中小城市，这和中国城市化和人口流动的大势相违背。四是同业崛起进一步软化了预算约束。

换一个角度来看，结合上述两项因素，当前中国货币信贷政策的一个关键约束就是汇率。如果信贷增速过快，但回报过低，就会形成一定程度的人民币贬值预期，尤其是部分信贷增长由外债支撑时更是如此。若政府通过干预来维持人民币稳定，人民币币值出现高估，则会给出口施压，同时鼓励进口，从而使得经常项目盈余下降乃至出现赤字。假如政府拒绝动用外储来弥补赤字，高估的人民币一般会导致外债上升。如果一国出现外债上升过快及投资回报率降低时，金融风险就会累积，加大贬值压力，这种负循环一旦形成，对一国经济将造成很大负面影响。人民币贬值压力上升也会导致资本外逃，对经济的负面影响较大。2008 年发生全球金融危机时，人民币是被低估的，现在几乎无人认为人民币被低估，反而颇有一些人认为人民币是被高估的。人民币被低估时，央行放水就有较大空间；人民币不再被低估时，这个放水空间就缩小，尤其是在投资回报率降低的情况下。

最后我们谈一下债务问题。余文中颇有一些真知灼见，比如不必对高企的 M2/GDP 比例过于担心。有关中国公司杠杆率过高，降低杠杆率的最好办法不是对企业断贷，而是想办法通过改革和其他方法使企业提高生产效率。但是我们认为，关于债务和杠杆的问题还是有不少地方值得商榷，主要在以下几个方面。首先还是此一时彼一时，不能拿过去的路径来判断未来。二是没有考虑实际上快速增长的外债和恶化的经常项目。三是忽视了快速上升的家庭债务。四是忽视了近年来快速下行的投资效率所导致的债务质量恶化的问题。

余文中提到“当年世界银行认为中国政府的预算外债务（或然债务）非常大，占 GDP 的比例高达 74%—106%——事后证明，中国当时的政府债务（即便包括或然债务）并非像世界银行估计的那么严重”。从中间一些细节来判断，应该是 90 年代末时候的估计。事后来看，90 年代末时，政府进行了大刀阔斧的包括私有化中小国企和住房制度等市场化改革，快速推进开放，加入 WTO，大幅清理银行坏账。后续十年将近两亿农民工进城务工，中国快速成为世界工厂，国民储蓄飞速上升，累积大量贸易盈余，外汇储备急剧上升，中国经济潜在增速上扬，迎来中国经济增长最为黄金的十年，即使中间遭遇全球金融危机，2001—2010 年间的 GDP 平均复合增长率高达 10.6%。可以说这种发展机遇在历史上也是罕见的，是不可复制的，我们不能以这种罕见的历史机遇来推断下个十年中国面临的经济基本面。

余文中对债务问题的第二个误区是没有提到这几年快速上升的外债。一国内债再高，也总可以通过印钞解决，而外债的情况迥异。余文虽然提到了 2 万亿的海外净资产，但因为我们缺乏更具体的资产质量信息，所以不作评论。但有几点是肯定的。如前所述，仅从债券角度统计中国的外债自 2014 年以来已上升了约 8000 亿美元，这些数字是公开可查的。另外，当前中国外汇储备是 3.1 万亿美元，跟 2014 年中的历史高位相比下降了约 9000 亿美元。当前外储与 GDP 的比例是 20% 左右，而在 2008 年时这个比例高达 42%。因此仅从外债、外储与 GDP 的比例来看，今非昔比，我们进一步增加杠杆的空间确实比以前小了不少。

余文也忽视了中国飞速上升的家庭债务。中国目前 156 万亿的贷款存量中，54 万亿是家庭贷款，其中 43 万亿是非经营贷款，其中 29 万亿是住房抵押贷款。家庭债务与 GDP、居民可支配收入的比例在过去五年快速上升。可以说，现在中国这个比例跟一些发达国家相比也不低了。在中国的特殊国

情下，扩张性的财政政策往往导致过度资金投向地产行业，因此考虑杠杆和负债时，不可忽视中国家庭债务的快速上升。

还有，余文几乎没有提到债务的质量问题。扩张性财政政策的实质是政府主导社会资金的配置，尤其是在投资支出方面。这方面如果做得好，可以不仅提升当年的总需求，还能给未来提供优质的资本存量；但如果做的不好，则徒然浪费资源，固然拉动了当年需求，却无法增加有效的资本存量，不能带来后续的产出。如前文所述，20 世纪 90 年代末时中国基础设施还非常落后，因此扩大财政支出的回报较高，不用考虑太多资金配置等因素。但此一时彼一时，给定中国当前较高的基建存量，若资金安排不当，回报率就会大大降低。我们认为近年来投资回报率已经大幅降低，其结果就是金融资产质量的下降，直接对金融稳定造成威胁。近日央行发布的《中国金融稳定报告（2019）》指出，“受内外部多重因素影响，中国经济中一些长期积累的深层次矛盾逐渐暴露，金融风险易发高发，经济增长面临的困难增多……重点机构和各类非法金融活动的增量风险得到有效控制，但存量风险仍需进一步化解，金融市场对外部冲击高度敏感，市场异常波动风险不容忽视”，因此需要“稳妥化解中小银行局部性、结构性流动性风险，有序处置民营企业债券违约事件”。2019 年 5 月以来，政府包括央行已经介入处理了包商银行、锦州银行、恒丰银行和哈尔滨银行等问题银行，目前尚有六家银行尚未公布其 2018 年年报。

四、2020 年宏观政策如何破局？

在我们看来，目前经济下行压力加大，逆周期调节政策确实有必要，政府应该防止经济增速过快下滑。但中国经济的潜在增速还在下行，潜在增速目前可能已经在 6 以下。2020 年经济增长目标可适度下调至“6%左右”，为低于 6 的经济增速留下空间。政府应该珍惜已经不大的政策空间，慎用宽松政策，用好宽松政策。尊重经济规律，将提高政府投资效率放在制定执行积极财政政策的重要位置。在执行宽松政策的同时需真正推动以市场化为核心的结构性改革，这样才能减缓潜在经济增速的下行。过去一年政府在扶持民营企业和减税方面已经迈开大步。在我们看来，一个以市场化为核心的城市化发展战略至关重要。财政政策和房地产政策以及一些重要改革可能更多围绕此核心展开。

为防止因地方政府土地出让收入过快下滑而导致的基建投资乏力，财政政策可更加积极。当前阻碍更为积极的财政政策的主要原因是项目投资回报太低，导致过多银行坏账和其他低质金融资产，增添系统性金融风险。所以财政政策的关键是增加有效投资，这中间核心策略是宜疏不宜堵，顺势而为，推进中心城市和城市群的基础设施建设，以及连接人口密集地区城市之间的轨道交通建设。

我们认为，大城市具有规模效应和集聚效应，基建和房地产的投资回报较高；分工更为复杂，除制造业之外，服务业也会产生大量就业；人口和人才集聚也有利于科研研发。在可预见的将来，年轻人必然加速向大城市流动。2019 年中国高校毕业生人数 834 万，而 2019 年出生婴儿数量可能低于 1400 万，现在除了极个别一线城市外，大中城市几乎都在争夺受过高等教育的年轻人，落户条件越来越低。过去几年，政府某些政策一方面限制了大城市尤其是特大城市的发展，另一方面又通过 PSL 和货币化棚改对三四线城市的地产和基建实施了一轮大规模的刺激。PSL 在区域配置上效率不高，将资源过度集中到三四线城市，与中国人口流动和城市化发展长期趋势是相违背的。可喜的是，2019 年 2 月和 4 月，国家发改委先后出台了《关于培育发展现代化都市圈的指导意见》和《2019 年新型城镇化建设重点任务》，表明政府已经意识到大城市在城市化战略中的地位和作用。日前，中共印发《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》，明确了长三角区域一体化发展的战略定位和发展目标，为这一国家战略实施提供了指南。我们预计 2020 年政府基建支出将更倾向于中心城市和城市群。

要保持经济增速稳定，房地产行业要避免大起大落。房地产行业对经济的贡献加总起来超过 25%，短期内其他新兴产业还难于替代房地产的地位；而且中国城市化尚未完成，大城市的住房刚需还很强，

所以我们预计政府会全盘考虑，会及时对房地产政策作出一些微调预调，以避免房地产行业的硬着陆。此外，由于房地产企业的高杠杆，尤其是大量境内外的存量债券，我们预计政府对房地产企业的融资也会采取软着陆的调控方式，避免急踩刹车，以防止触发金融风险事件。

和上面城市化的思路先呼应，我们认为在坚持房住不炒的基本原则下，真正的长效机制是用市场化的手段和供给侧改革的思路来防止大中城市房价过快上升。住宅和公共建设用地的供给应该和就业、人口或者参加社保人数等指标挂钩。中央政府的转移支付也可与这些指标挂钩。在增加大中城市住宅用地供应和提供足够数量公共保障住房的前提下，可考虑逐步分阶段放松这些城市的商品房限价。这个过程中为避免区域差距和民众贫富差距扩大，可鼓励大城市吸纳没有受过高等教育的农民工，鼓励设立更多农民工子弟学校。在我们看来，避免出现大量留守儿童，让农民工子弟跟随父母居住，在父母就业地上学是最有效的扶贫政策之一。推进农村土地制度改革，尤其是宅基地改革，让在就业城市落户的农民工有权利处置自己在家乡的宅基地，甚至可以在全国范围内，用宅基地复耕来换取落户城市的用地指标，这样就可以大幅提升宅基地的价值，同时在不减少耕地的前提下，为城市扩张提供土地。

积极的财政政策要和处置部分地区经营不善的中小银行结合起来。过去几年，不少三四线城市的房地产在去库存之后取得高速发展，地方政府的土地出让收入剧增，融资更为便利，投资也更大胆，摊子铺得较大。这些地方的金融机构尤其是中小银行在此过程中也高速扩张。同时由于同业的发展，负债来自于全国各地，期限较短；而资产集中在本地，期限较长且质量堪忧。随着这些中小城市房地产板块的周期下行，政府卖地数量下降，土地出让收入可能会出现较大萎缩，除对当地经济有直接冲击外，还会对这些城市的城商行和农商行的经营带来较大冲击。所以我们建议紧密关注此类城市的地方财政和融资平台，适度控制其负债，审慎审批其投资项目。政府及时组织各种资源控制这类城市中城商行和农商行的风险，加强对这些银行的监管，严格控制其同业负债，及时补充资本金，鼓励这些银行的合并，在关键时刻甚至动用央行作为最后借款人的角色来平息有可能发生的风险事件。

全球低利率环境之下应注重外债管理。发达国家的低利率和负利率对我们来讲既是契机，也是风险；契机在于可以在国际上低成本融资，但借钱是要还的，外债尤其如此，因此在实施积极的财政政策维持经济增速稳定的背景之下，也要注意控制外债，尤其是中资企业美元债的总量和结构。防止一些机构利用隐性的国家担保过度举债，以过高的利息举债。中国美元债存量已经从 2014 初的 1500 亿美元跃升到目前的 8700 亿美元。这方面我们有两个建议：（1）与其国内信贷政策偏紧，境外借贷偏松，不如收紧境外借债，适度放松境内信贷条件；（2）如果国际收支吃紧，可尽量让财政部或人民银行在境外发债，享受高等级的主权信用下的低利率。

新闻快讯

都说好了，日本为什么突然变卦？

来源：每经网（2019-12-02）

责编：杜宇

“日本不会考虑在没有印度的情况下签署《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）。”据彭博社 29 日报道，日本经济产业副大臣牧原秀树当天接受该媒体采访时做出上述表态。

彭博社称，牧原秀树在谈及 RCEP 时表示，从经济、政治和潜在的国家安全角度来看，印度的参与具有重要意义。尽管在 RCEP 的问题上，已经有 15 个国家达成共识，但日本“只考虑有印度参加的谈判”，“日本将继续劝说印度加入”。

牧原秀树同时透露，日本首相安倍晋三将于 12 月中旬访问印度，日本政府将借此访努力说服印度。根据日本共同社早前报道，安倍晋三拟于 12 月 15 日至 17 日访问印度，他将在为期三天的行程中走访孟买等地，并同印度总理莫迪举行会谈，日本经济产业大臣梶山弘志将陪同出访。

印度政府本月宣布退出 RCEP 谈判，称该协议对该国最弱势公民的生计可能造成影响。熟悉相关情况的新闻人士对《环球时报》记者分析说，印度和日本当前均有在印太地区进一步深化合作的愿望。特别是在 RCEP 问题上，日本始终将印度视为在该机制下增加其自身话语权甚至“制衡中国”的“战略砝码”，因而此时提出非印度加入不签，也并不算意外。该消息人士还表示，其实早在本月初举行的 RCEP 国家领导人曼谷峰会前，日本就已多次对外释放消息，称愿为印度协调各国立场，以满足印度关切，换取印度加入 RCEP。而事实上，日本真正的用意是拉拢印度，稀释中国在 RCEP 中的话语权。“日本担心在加入 RCEP 后受制于中国，印度自然成为其努力争取的对象。一旦印度最终决定退出，那么日本将感到更加孤独”，该消息人士补充说。

彭博社在报道中称，安倍晋三当前正积极寻求在更广泛领域加强与印度的关系，以平衡中国在印太地区的主导地位。本周末，日本和印度将在新德里举行两国首次部长级“2+2”对话，此前该对话机制一直被限制在事务官员层面。印度报业托拉斯援引印度政府消息人士的话说，此次“2+2”将为印日强化印太地区合作提供平台，预计海上防务合作将是对话重点。

港媒报道：区块链助力中国治理现代化

来源：参考消息网(2019-12-03)

责编：汤立斌

参考消息网 12 月 3 日报道 港媒称，观察人士说，区块链技术是一种与比特币等加密货币最相关的新技术。在得到中国的支持后，看似它将在中国的治理方面发挥重要作用。

据香港《南华早报》网站 12 月 2 日报道，中国领导人希望中国在该领域提升国际话语权和规则制定权，称区块链技术应用已延伸到数字金融、物联网、智能制造、供应链管理、数字资产交易等多个领域。

自那以后，媒体就开始大量报道区块链技术以及拥抱这项技术的必要性。

报道称，11 月，位于中国东部省份浙江省的小城市德清县举办了国际区块链大会。工业和信息化部总工程师张峰在大会上致辞时表示，中国将加快成立全国区块链和分布式记账技术标准化委员会，推动关键急需标准的研制和应用。

中国科学院创新发展研究中心主任穆荣平说，区块链很可能会成为中国未来治理的一个关键特征。

他说：“20 年来，中国一直在进行治理现代化——从信息数字化到利用大数据和人工智能。”

“就新技术应用而言，潜力巨大，比如在公共安全、公共交通、犯罪调查和反腐运动等领域。”

“如果区块链技术被证明是一种可靠技术的话，它就能开启治理与技术融合的新篇章。”

总部设在北京的科技与战略风云学会会员陈经说，区块链技术是一个较难理解的复杂概念，但专家们正在试图帮助官员们了解它的好处。

他说：“作为一个分散式、透明且不可篡改的系统，其优势不难理解。”

“官员们渴望拥抱创新，而企业也渴望找到解决办法来满足政府需求，在这一过程中，如果结果证明该技术可靠，那么我们很可能在未来几年看到它在治理方面得到更广泛的应用。”

报道介绍，已有 500 多个区块链项目在中国国家互联网信息办公室登记备案。2019 年 1 月，该机构要求所有区块链信息服务提供者都要注册其项目并备案，接受监管。

在已登记备案的项目中，大部分涉及贸易融资、资产管理和跨境支付等金融领域的应用。

2017 年，中国的检察机关电子证据云平台使用了区块链技术。

电子科技大学信息与通信工程学院副教授曾辽原说，区块链在治理方面的应用还处于初级阶段。

他说：“政府在治理应用领域的支出和投资是有限的。不过，领导人的讲话将提高人们对该领域的兴趣，也将提升一个可能价值数万亿美元市场的巨大潜力。”

他说，区块链技术可用于打击腐败，让人们更容易保存证据并追踪交易的源头，所有这一切都适用于中国的法律、金融和商业部门。

中国资产魅力四射，外资加紧多元配置

来源：上海证券报(2019-12-11)

作者：汪友若，朱琳娜，屈红燕

随着中国资本市场对外开放的大道越来越通畅，中国经济长期稳健增长折射出的魅力正得到全球资金的广泛关注，他们分享中国经济增长的意愿越发强烈，并加紧落实到行动中。

记者了解到，管理规模以数十亿美元计的海外基金正悄悄登陆 A 股，这一次是以“选秀”的方式。海外基金希望找到适合自己风格、同时了解 A 股市场的优秀管理人，由此深度参与中国资本市场投资。

“考虑到中国巨大的经济体量以及 A 股在全球资产组合中所占比重，很多海外投资者都会逐步提高中国资产类别在组合中的配置比例。”一位受访的外资机构人士表示。

海外基金近期频频到访，让多家知名私募的掌门人有点忙。

深圳某知名私募掌门人透露，近期为一家管理规模巨大的海外主权财富基金做了一场路演，该基金拟陆续投资 30 亿美元到 A 股市场，正在选择合适的私募作为投顾。

事实上，随着资本市场对外开放力度的加大，特别是今年下半年以来，海外长线资金对 A 股市场头部私募的考察日渐频繁起来。据悉，英国、美国、加拿大、韩国的主权基金和养老金等境外长线资金，自今年 9 月以来对华南多家头部私募进行了考察。

一家接受了海外资金考察的私募人士坦言：“9 月以来一直在接触。随着了解不断深入，我感觉

这些海外基金对我们公司还是挺满意的。”这家私募以价值投资为主，公司掌门人曾担任过某公募基金的投资总监，并创下过连续多年超越市场平均水平的投资佳绩。

海外基金管理规模巨大，A 股是其资产配置中的重要组成部分，有头部私募已经陆续拿到了海外长钱。据悉，境外的主权财富基金、养老金、世界著名大学的基金会等长线海外基金流入，使得景林资产、淡水泉投资的规模迅速增长，这两家私募的管理规模早已突破 500 亿元。

这部分海外长线资金投资理念比较成熟，对私募的考察期长达 3 至 5 年。一旦备选私募通过考察，就能获得投资期限长达 3 至 5 年、规模至少 3 亿美元的理财资金。

海外基金作为“大金主”，也成为头部私募的兵家必争之地。据悉，部分投资私募已经或正在组建专门针对 QFII 的销售团队。

2016 年以来，沪深股通机制的建立以及以 MSCI 为代表的三大国际指数编制公司陆续纳入 A 股，成为推动海外投资者加速配置 A 股的直接因素。“比吸引外资流入更加重要的是，中国资本市场基础设施和规则等‘软件’与国际接轨，并与全球金融市场构成互联互通的整体。”一位外资私募人士表示。

以北向资金为例，2016 年至 2018 年，北向资金净流入额分别达到 606.79 亿元、1997.38 亿元和 2942.18 亿元。

2019 年以来，尽管受到海内外不确定性因素扰动，但国际指数公司对 A 股的纳入进程并未放缓，MSCI 与标普道琼斯对 A 股的纳入因子已分别达到 20%和 25%，富时罗素也将在明年 3 月将 A 股的纳入因子提升至 25%。截至 12 月 10 日，北向资金年内净流入额达 3056.45 亿元，外资已成为过去 3 年 A 股市场主要增量资金。

截至 2019 年 9 月底，境外机构和个人持有境内股票总规模达 1.77 万亿元，与公募基金持股规模差距进一步缩小。银河证券基金研究中心统计数据显示，截至 2019 年 9 月 30 日，公募基金持有的沪深两市股票市值约 2.11 万亿元。

“现在外资增加 A 股资产的配置，是从 0 到 1 的改变。”富兰克林邓普顿中国股票投资管理总监朱国庆认为，“外资配置 A 股才刚刚开始，而且将是一个长期的过程。”

朱国庆表示，中国金融市场对外开放的不断深化，以及中国经济的长期稳健增长，是吸引外资不断增配 A 股以及债券等中国资产的最重要因素。

美媒：鲍威尔暗示美联储暂停降息

来源：参考消息网(2019-11-28)

责编：崇坤

参考消息网 11 月 28 日报道 美国《华尔街日报》网站 11 月 26 日刊载题为《鲍威尔说美联储降息表明对经济进一步看跌》的报道称，美联储主席杰罗姆·鲍威尔说央行今年降息的部分原因是，官员们认为经济不如去年美联储加息时预期的那么强。

报道称，央行上个月暗示，自 7 月以来三次降息后，降息进程已经完成。

鲍威尔 11 月 25 日晚在大普罗维登斯商会发表讲话时说：“货币政策现在非常有利于支撑稳健的

劳工市场，而且肯定会让通胀率回到（美联储 2% 的目标）。如果前景发生实质变化，政策也要相应变化。”

鲍威尔说今年经济前景大体上仍然向好，因为美联储迅速调整了政策立场。

在解释美联储为何降低基准利率（目前位于 1.5% 至 1.75% 的区间）时，这位央行行长多次提及全球经济增长放缓与贸易动荡以及温和通胀构成的风险。2018 年，随着就业稳定增长，失业率降低，央行认为通胀率将上升，基于这个预期，央行四次加息。

鲍威尔 25 日在讲话中还提到了另一个降息理由：重新评估了去年经济预设势头，结果证明降息完全合理，因为事实已经明朗：经济或许并不那么强劲。

报道称，比如，劳工部 8 月份预告将修订截至 2019 年 3 月的全年新增就业岗位数量，修订后的数字表明这段时间月均增加 17 万个就业岗位，而不是最初报道的 21 万个。鲍威尔说：“虽然这条新闻并未大幅改变我们的前景，但它说明经济形势或许并不像我们以为的那样强劲。修订就业数字这件事提醒我们：我们永远不可能准确掌握经济的实时表现。”

鲍威尔说，美联储不断重新审视经济潜在增长率前景，包括劳工市场雇用工人而不导致通胀加剧的能力，以及既不刺激也不放慢增长的短期利率（有时也称为中性利率）。

报道介绍，今年，美联储内外的经济学家都降低了对中性利率以及与稳定通胀兼容的失业率的预期。

鲍威尔说，中性利率降低意味着美联储设定的短期利率“对就业和通胀的支撑低于预期”。

他说这些情况“不会导致政策的改变，却提供了另一个理由，说明稍稍降低政策利率可能是恰当的”。鲍威尔说，这也能够解释为何通胀低于官员们的预期。

继 2018 年通胀率基本达到目标后，今年通胀率一直略低于美联储 2% 的目标。剔除价格波动较大的食品与能源后，9 月份物价同比上升了 1.7%。官员们还密切关注消费者和企业对未来通胀率的预期的读数，因为他们认为这对于实际价格变化会产生重大影响。

虽然部分美联储官员淡化了近期通胀率数字的变化，称其略微偏离了美联储 2% 的通胀目标，但是鲍威尔说官员们有必要关注实际通胀率与目标值哪怕是些微的差距，因为欧洲和日本已表现出很难形成更强的价格压力。欧洲和日本都在千方百计提高通胀率，而保持负利率几乎无法应对经济增长下滑。

报道援引鲍威尔的话说：“这就是为什么美联储必须利用利率工具确保通胀预期和通胀率不出现有害下降。”

美联储希望将通胀率升至 2%，并表明它并不在意通胀率略微升高，这也是美联储官员明年不大可能通过加息来扭转今年降息政策的一个原因，即使经济得到巩固。

鲍威尔说他认为经济没有理由不继续增长。他在 25 日晚的讲话中说，越来越多的证据表明，经济长期增长正在惠及中低收入阶层。

报道称，美国总统特朗普今年频繁抨击鲍威尔和美联储，说后者没有采取强有力措施支持经济。鲍威尔多次表示，政治考量不会干涉央行在制定政策方面分析性的非政治举措。