

2018 年第 3 期 总第 19 期

财经参考

上海对外经贸大学图书馆主办



财经参考

2018 年第 3 期·总第 19 期

国际财经

美国人如何看待中美贸易战?	1
温铁军:新一轮全球金融资本危机和大豆问题.....	7
特朗普抛给中国一份什么样的“不平等条约”?	10
数字经济的贡献究竟有多大.....	12

国内财经

通货膨胀水平、股票市值与中国国债利率期限结构.....	15
中国房地产迈向新时代?	23
中国央行一季度货币政策报告的 6 个信号.....	26

新闻快讯

降准启动 央行货币政策组合拳释放流动性.....	29
钢铁关税生效在即欧洲计划对美让步、一致对华.....	30
分析:刘鹤访美前美方特意降低外界预期.....	31

财经参考

国际财经

美国人如何看待中美贸易战？

来源：FT 中文网（2018-04-19）

作者：刘裘蒂 (FT 中文网专栏作家)

过去的几星期来，双方“以牙还牙”的中美贸易战不断升温 and 转折，目前虽然还未从“口水战”转到“嘶吼竞赛”的阶段，但是双方的矩阵也越来越针锋相对。我在中国旅行期间，最常被问到的一个问题是：美国人究竟如何看待特朗普的中国关税政策？

中国有的媒体和网民一惊一乍，但凡有从美国出来的对于贸易战的反对之声，便借此抨击特朗普的关税主张。中国人对于美国媒体和民众反应的好奇心，源于一种希望：希望美国民意趋向能对特朗普有所制约，特别是特朗普“票仓州”的民意趋向。

其实，美国各界对于特朗普的中国关税政策也有不同的声音。在反对声浪中，即使中国的反击直指特朗普票仓州的“粮票”，但我们不能忽视的是，特朗普的死忠粉还未到“倒戈”的地步。更重要的是，在不同的声音后面，却有对中国“不公平”的贸易模式采取行动的“共识”。

众所周知，特朗普掀开中美贸易战背后的隐性主题是今年国会中期改选，以及为 2020 年竞选连任铺路。但是只从表面上看民意调查和他的受欢迎程度，并不能反映他的政治考量和“驱动力”，必须要阅读分析数字背后的含义。

根据较具公信度的益普索民意调查在 4 月 8 日到 12 日做的民意调查结果，特朗普就职 449 天后，他的民调支持率是 40.8%。这个数字是二战以来美国 12 位总统中，在就职 449 天后获得的最低支持率。

那么特朗普为什么还敢为所欲为？当然从个性上解释，就是他无法控制自己的本性。但是政治现实是，即使他受欢迎的程度很低，但由于美国三权分立、彼此制衡的政治结构，在目前参议院和众议院都由共和党控制的情况下，对总统行政权力的制衡很弱。

导致特朗普入主白宫的政治现实，并没有改变：民主党没有标杆性的人物在政见上可以与他抗衡，而特朗普在核心的共和党群众基础中，仍然保持了铁杆粉丝。这些“死忠粉”，比起民意调查中的民主党员、摇摆选民和独立人士，对于投票意向的忠诚度和投票参与度更高。因此特朗普的算盘便是必须要紧紧抓住这些选民。

我们现在就从媒体、企业与民意调查三个方面，来看看美国人目前如何看待还正在发酵的中美贸易战。

媒体和专家

对于大多数的美国人来说，除非自己的行业直接受到贸易战的影响，他们对于贸易战影响的了解和反应有一部分必须靠媒体引导。

继非“鹰派”经济专家陆续从特朗普的团队撤退之后，有冷静头脑的经济学家似乎不能靠公信力来对特朗普政策直接产生积极的影响。他们的声音，基本上是通过在媒体的发言而产生舆论影响。

美国媒体传递了两种可能的观点，一种是媒体本身报道或是社论的角度，另一种是媒体接受第三方投书的意见。综观而言，除了像被默多克控制的传统共和党核心媒体《福克斯新闻》和《纽约邮报》，大多数媒体对贸易战本身不表赞同。

在一片反关税和贸易战的媒体声浪中，这些标题让中国网民振奋：

“在美中贸易战中，特朗普选民可能受伤最严重”（《华盛顿邮报》，3月22日）。

“特朗普认为在与中国的贸易战中他没有任何损失，他错了”（《嗓音新闻》，4月5日）。

“美国企业对特朗普说：不要通过中国关税”（《美国有线电视新闻网》，4月4日）。

“为什么特朗普的贸易战争可能让共和党人失去掌控众议院？”（《时代杂志》，4月6日）。

“特朗普能帮助美国工人，他的贸易战不能”（《彭博新闻》，4月11日）。

“即将来临的中国贸易制裁分裂行业和动荡市场”（《纽约时报》，4月2日）。

相对于反关税的声音，也有为关税政策摇旗呐喊的媒体：

“特朗普的中国关税得到了两党的支持，反映了美国对北京的普遍幻灭”（《洛杉矶时报》，3月22日）。

《福克斯新闻》甚至认为，短期的牺牲是值得的：

“特朗普政府投入了宝贵的政治资本，确保中国不仅了解我们的意图，而且明白我们将捍卫我们的利益，即使这需要美国经济受到打击。美国必须确保任何协议保护美国的工人、我们的技术基础和其他重要的国家优先事项。这样的谈判可能需要一段时间，会给我们带来一些经济上的痛苦，但会保护我们的长期经济利益。”（《福克斯新闻》社论，4月6日）

同一名作者在4月4日写道：“中国不是美国的朋友——特朗普是正确的。”他的结论是：“事实很明显：美国和中国现在是敌人。而且没有回头路。”

对于全面贸易战的可能性，反对和支持特朗普关税政策的媒体，也表达了截然不同的看法。

根据中国施加报复性关税的消息，美国有线电视新闻网采访了几位经济学家，他们担心两国之间日益加剧的经济敌对氛围可能很快陷入全面的贸易战。其中会计和咨询公司 RSM 美国首席经济学家约瑟夫·布鲁苏埃拉斯说：“这是一个典型的失败主张，没有人会赢。”

但是《福克斯新闻》和《福克斯商业新闻》却淡化对贸易战的担忧。诸如：

“特朗普总统（提醒）我们并不处于贸易战之中，因为中国已经赢得了贸易战。”

“我确信这就是我们所说的‘战争之前’。迄今为止，这是炒作。这并不意味着实际上将会有一场 HBO《演出时间》频道的主赛事。”

值得注意的是，即使是质疑关税和贸易战的媒体文章，里边通常都有一个“但是”。正如《纽约时报》所写：“美国企业在解决中国不公平贸易行为的想法上主张一致，但总统计划的细节引发了激

烈的反对。”在表面不同的观点背后，媒体都强调了美国各界的“共识”：中国的知识产权做法、强迫性质的技术转移以及不对称的市场壁垒，都是长期以来对于美国企业“不公平”的待遇。

也就是说，即使反对特朗普对华贸易“战略”的美国人，也同意他的“宗旨”。因此，寻求与中国更“公平”的贸易关系，还有对于所谓“公平”是否必须“对称”的辩论，仍然将是未来中美贸易关系的症结点。

企业和商业联盟

4 月 12 日于纽约哈佛校友会馆举行的华美协进社“中美企业领袖高峰会议”中，哥伦比亚大学教授、诺贝尔经济学奖得主约瑟夫·斯蒂格利茨指出，美国企业领袖对于特朗普关税政策的反弹不够强烈，主要来自两个原因：

其一，在中国加入国际世贸组织的 15 年多来，中国的商业环境已经改变很多，在劳工和环保方面的费用成本增加不少，因此在中国制造的商品所卖出的利润，已经大不如往昔，也因此他们的算盘会有不同的打算。

其二，企业领袖不愿意挺身而出和特朗普说事，恐怕陷入亚马逊创始人杰夫·贝佐斯同样的困境，贝佐斯最近频频被特朗普推特点名，公开“批斗”，造成股价大跌。

据我观察，退而求其次，美国企业领袖可能选择沉默，而由企业所属的工会作为代表，以组织性的方式发表意见。而且，特朗普说的关税提案在 5 月底之前有两个月的公开评论和咨询期，许多企业还可以通过不同方式发出声音。

反过来说，很多美国企业对于中国的商业壁垒，还有知识产权问题，应该也会很谨慎发言，因为怕在中国市场受到“整治”。

随着贸易战的升温，100 多家商业团体“前所未见”地在 4 月 12 日联手致函国会，呼吁立法者确保美国消费者不会成为打击中国不公平贸易行为的牺牲品。全国零售联合会和信息技术产业委员会集结了代表零售商、农民、制造商和技术团体的 107 个协会，集体表示如果特朗普决定实施他的中国关税政策，美国将遭受劳动失业和经济损失。

“虽然政府已经表明拟议的关税旨在给中国造成最大的痛苦，而对美国消费者造成最小的伤害，但不幸的是，情况并非如此。”这些组织虽然赞同中国对知识产权缺乏保护会伤害美国企业，但他们担心美国政府提出的关税清单，和不断升级的贸易威胁，将无法有效地推进改变这些中国行为的目标。

这些商业团体的共同立场是：关税、投资限制的可能性、中国誓言进行报复、以及贸易战的威胁等因素，结合造成了“美国商业和农业的不可预测性，以及对美国公司、农民、消费者和市场的伤害。”

美国国家零售联盟自称是全球最大的零售业协会，首席执行官马修·谢毅在特朗普提出增加 1000 亿美元关税后发表声明：“这看起来是贸易战的征兆，我们从一开始就警告过，我们正处于一个危险的恶性循环，美国家庭将会是损失的一方。”

谢毅认为：“更确切地说，我们同意是时候处理中国不公平的贸易行为了，但是额外的 1000 亿美元关税，等于是向美国人民征税 1000 亿美元。税制改革给工薪家庭带来的实实在在的好处，也将被关税拿走。”

对于特朗普来说，关税是一个谈判策略，贸易战是一个谈判姿态。但是谢毅并不认为中国会迅速退让：

“这些针锋相对的贸易行为可能会给美国经济带来灾难，并使全美国的美国人难以负担日常用品和基本生活必需品。中国将不可避免地采取更多的报复行动，进一步伤害美国农民、企业和消费者。我们敦促政府改变方向，停止用国家经济来进行死掐的斗鸡博弈。”

在此同时，美国国家零售联盟仍然强调，它所代表的企业并不反对特朗普政府对抗中国贸易行为的宗旨，而只是反对关税可能造成的负面效应。

在这之前，由 JP 摩根、3M 和苹果等龙头企业的首席执行官组成的“商业圆桌会议”组织公开表示：“单方面地施加 500 亿美元的新关税，而没有导致中国经济改革的长期战略，只会伤害美国的企业、工人和家庭。”

美国商会执行副总裁兼国际事务总管迈伦布·里奇则表示：“行政部门正确地致力于恢复与中国贸易关系的公平与公正……但是，对美国消费者和就业创造者每天使用的产品征税，并不是实现这些目标的途径。”

当然，美国企业最怕的恐怕不是中国以关税回报。对他们而言，中国最有杀伤力的报复武器可能不是关税，而是动员煽动民族情绪而使中国消费者对于美国的品牌和产品进行杯葛抵制。

民调与国会

目前关于特朗普关税政策的三个民调显示，共和党人和民主党人在这个观点上呈现极尖锐的分歧。在阅读每则美国民调数据的时候，也必须注意研调者抽样的方式，是否反映了背后的某种政治偏见。因此我在评估一个民调数据之前，先会考量这个民调机构及发布媒体的公信度和政治立场。

《华盛顿审查者报》在 4 月 9 日发布了伦茨国际伙伴所做的研调，显示接近三分之二的美国人支持对中国商品加征关税，同时虽然美国民众支持特朗普对中国的打压，他们对于这个方式是否奏效并没有信心。

这份报告指出，62% 的美国人同意关税是为获得更好贸易安排值得冒的风险。其中 88% 的共和党人（相对于 34% 的民主党人）支持这个想法。

这项调查的结果，可能反映了《华盛顿审查者报》略微偏向共和党人的立场，但是它也说明了支持特朗普关税政策的群众基础，正是 2016 年总统大选中挺特朗普的同一群体。这些选民不仅不怕关税可能威胁工作的“恐惧因素”，反而同意特朗普的关税是“必要”的，甚至是“迟到”的。

这项调查也指出：56% 的美国人认为关税会有负面的影响，其中 34% 预测会有非常严重的后果，而 22% 认为关税将提高美国部分商品的价格，只有 43% 认为中美对峙会对美国的工业和工人带来更好的贸易。

党派分歧在对关税的看法上特别强烈。虽然有 27% 的美国选民担心贸易战，但共和党人中的比例仅为 12%，而民主党人为 59%。大约三分之二（65%）的共和党人相信特朗普的行动最终会获得回报，而所有民主党人中只有 23% 认为强加关税是值得的。

相对中立的奎尼匹克大学民意调查（4 月 11 日发布）则发现，美国选民在提高从中国进口产品的关税方面存在势均力敌的分歧：44% 支持关税，45% 反对。其中 74% 的共和党人支持关税，15% 反对；民主党人中 72% 反对关税，19% 支持。

但是用另一个方式问美国人对贸易战的看法，68% 受访的美国人认为中美贸易战是件坏事，22% 认为是好事。共和党人中 43% 认为是坏事，38% 认为是好事。90% 的民主党人认为中美贸易战是坏事，8% 认为是好事。

当询问选民如果这些关税增加商品价格，是否仍支持关税时，44%表示支持，47%反对。其中 75%的共和党人支持，18%反对；而 76%的民主党人反对，18%支持。

如果这些关税导致中国提高美国产品进口到中国的关税，51%受访者表示反对，40%支持。其中 66%的共和党人支持关税，23%反对；而民主党人中 79%反对，15%支持。

以教育水准来区分，有大学文凭的白人中 48%反对，41%支持关税。而 54%没有大学文凭的白人支持关税，37%反对。这和特朗普政策向来诉诸蓝领白人心理诉求的倾向一致。

从年龄来说，似乎越年轻的阶段越反对对中国加以关税：接近退休的 50 到 64 岁族群中，有 46%支持关税，47%反对，可以说是势均力敌。35 岁到 49 岁的族群中，38%支持，53%反对。18 岁到 34 岁之间的千禧一代：34%支持，但却有 61%反对关税。

这些数据似乎也显示，美国民众普遍对于贸易战的认可度比关税本身要低，这可能显示支持关税的受访者，并没有意识到对中国进口商品增加关税本身已经是贸易战的一种形式。另外，共和党人和民主党人在关税的态度上形成对称性的对比。

《经济学人》和 YouGov 的民调（3 月 25-27 日）结果显示：74%的美国人认为中国可能会对美国施加关税进行报复。特朗普中国关税政策得到三分之一美国人的支持，而大约相同的百分比反对这些关税。多数共和党人支持关税（62%赞成；18%反对），而民主党人以几乎完全相同的对比反对关税（62%反对；17%赞成）。

大多数人认为中国将会报复，或者两国之间会发生贸易战。大多数人认为贸易战没有价值：认为这将是一件坏事的人，是认为这是好事的人的三倍。尽管绝大多数共和党人支持关税，对于贸易战的好坏也存在分歧。

共和党人更可能认为贸易战会伤害中国，而不是美国，但这不是主流的立场。总的来说，美国人认为美国会遭受更多损失。

共和党人和民主党人在对关税问题的看法差异上，基本和他们对于中国的看法相对应。但是关税问题上的观点分布，似乎比对中国整体印象的好恶又更为极端。根据皮龙研究中心在 2017 年 2 月“美国人对中国看法在过去十年更趋负面”一文中发布的数据，传统共和党人一直比民主党人对中国有更多负面的看法。

例如，在 2016 年的调查中，共有 63%的共和党人对中国持负面观点，而民主党人则为 54%。但过去十年来，共和党人和民主党人的负面看法都增加了 20 多个百分点。这个负面的趋势虽然曾在去年四月的“习特会”后得到少许纾解，但基本上仍是中美之间看法的基调。

根据美国布鲁金斯智库在 4 月 9 日发布的“中国关税可能对美国劳动和工业的影响”研究报告，中国针对特朗普政策而发出的“礼尚往来”关税清单，似乎旨在确保其影响遍及几乎美国全国所有地区。

一方面，210 万个可能受关税影响的就业岗位几乎均匀地分布在 2016 年总统大选中支持特朗普和希拉里·克林顿的县郡，大约 52%面临危险的就业岗位在红（共和党）州，而 48%在蓝（民主党）州。这意味着无论是红色州还是蓝色州的国会议员都会为此动员。

但另一方面，中国的关税清单似乎特别针对支持特朗普总统的红色共和党州。毕竟，在目前受中国关税影响的行业所在的 2742 个县市中，2016 年有 2247 个（82%）投票支持特朗普，439 个（18%）支持希拉里。这个数据对于采取选举人团（而非全民普选）的美国总统选举制度，具有特别的意义。

而作为民意代表的美国国会，将在美国国内的关税辩论中扮演什么样的角色？

国会最关心贸易战对于今年中期选举的影响。共和党议员在国会中普遍反对特朗普正式提高钢铁和铝进口关税。为什么美国总统可以在没有国会批准的情况下征收关税？

美国宪法明文规定国会有权力“征集税收、关税、进口税和出口税，偿还债务，为美国提供国防和一般福利”，并规范美国与其他国家之间的贸易。但是在过去的—个世纪里，美国国会已经将许多权力转移到行政部门，因此总统有多重渠道可以在没有国会批准的情况下征收关税。

1917 年通过的《对敌贸易法》允许美国总统在战争期间征收关税。这个法规的条款非常宽松，并不需要美国与某个特定的国家发生战争而对这个国家施加关税；相反，只要美国在世界任何地方有战事，总统便可以用这个“战时”条款对任何国家施加关税。比方说美国在叙利亚动用特种部队，便足以给美国总统足够理由对中国、墨西哥或任何其他国加关税。尼克松总统在 1971 年，以当时已结束近 20 年之久的朝鲜战争、美国仍处于紧急状态为由，对几乎所有进口美国的商品征收 10% 关税。

根据 1974 年的《贸易法》，如果“进口对国家安全造成不利影响”美国总统可以在 150 天限期内实施 15% 的关税。150 天后，贸易政策需要国会批准。

1977 年的《国际紧急经济权力法案》允许美国总统在国家紧急情况期间实施关税。这个条款曾经被引用来对付尼加拉瓜、巴拿马、塞拉利昂和索马里。

特朗普政权则引用了 1962 年《贸易扩张法案》第 232 条，赋予商务部长调查和确定任何进口对美国国家安全的影响，从而给予总统调整关税的权力。

美国国会能够真正停止关税的唯一方法，是通过—项否决特朗普的关税行政权力的法案，或取消关税实施的措施。然而在—个富有争议的中期选举年，这个举动会对两党都带来巨大的政治风险。

我认为，中国政府的关税“—来—往”策略正中共和党选区的要害，但根据以往特朗普的行迹和个性，他在其他重要议题上，如移民和墨西哥筑墙等，不惜与共和党的主流立场决裂，加上他能够以逆风翻盘的方式入主白宫，更使得他潜意识里相信政治便是一场豪赌，“不按牌理出牌”仍然将是以后最可能过招的方式，不能完全以理性的逻辑来分析他的行动。

而他的票仓选民，目前不会用经济学观点来分析贸易战的整体得失，可能多少还有点“只要受损的不是我”心态。

特朗普的政治后备组织目前也还未公开承认关税议案对于今年国会年中选举可能造成的负面影响。在 4 月 6 日接受美国 CNBC 电视网的访谈时，特朗普候援组织“美国第一政策”及其姊妹政治行动委员会“美国第一行动”的负责人布瑞恩·沃尔什表态说，选情数据尚未显示贸易战会伤害共和党今年的选情：

“我还不担心。我所看到的关于贸易和关税的数据，在全国各地都很复杂。对一些人来说这是一件大事，对另一些人来说则不是这样，我们还没有真正就这个问题进行调查。”

我认为，综合美国媒体、企业和民调到目前的反应看来，反对特朗普施加中国关税的声浪和噪音虽然很强，至少在表面上特朗普仍然保持着“稳坐票仓”的姿态，至于这个姿态背后有多少底气，会不会随着中美姿态的跌宕互动而改变，只有时间才能知道。

除非中方做出重要让步，目前期待特朗普就此在贸易战上“收兵”，尚言之过早。更重要的是，从民意、媒体和企业导向看来，支持和反对特朗普的美国人在对中国“不公平”的贸易竞争模式采取行动的“宗旨”上，已经建立了“共识”，这表明不管美国年中选举结果如何，未来的中美贸易关系将持续面对重大压力。

新一轮全球金融资本危机和大豆问题

来源：FT 中文网（2018-05-08）

作者：温铁军

【编者按：在 4 月初举办的博鳌亚洲论坛 2018 年年会上，福建农林大学教授温铁军受邀参加了一场名为《转型中的农民与农村》的分论坛。在论坛结束后，记者留住温教授，请他从万年农业文明传承聊起。本篇为上，下篇将围绕乡村振兴和中国农业在一带一路中应该怎样走出去铺陈开来。以下为文字以温教授口述为主，辅以编辑注，以飨读者。】

农村在中国应对全球危机中的作用

我们已经两次因外部因素而造成的生产过剩危机。

第一次发生在 1998 年。起因是 1997 年东亚金融风暴造成外需下降。那次主要是靠政府逆周期调节，通过西部大开发、东北振兴、中部崛起等国债为主的“区域再平衡”的大规模投资，缓解了中国生产过剩危机。

接着第二次是 2008 年的美国次贷危机引发金融危机造成外需更大幅度下降。这次缓解危机靠的就是中国推进城乡再平衡的“新农村建设”，就是我才发言讲到的那个故事。

福建农林大学教授温铁军：“在座的可能知道 2008 年华尔街金融海啸的爆发，对全球都是挑战；接着是 2009 年的全球危机，导致了外需大幅度的下降，中国也出现了六万多家企业倒闭，2500 多万的打工者失业。我们把不能出口的这些商品，那是过去用 13% 的出口退税来补贴的，我们把这个转变成了给农民人口的 13% 的折扣率。”（博鳌亚洲论坛 2018 年年会，《转型中的农民与农村》分论坛，2018 年 4 月 9 日。）

这个故事其实讲的就是第二轮生产过剩危机是靠我们把外需转为内需，靠的是这个新农村建设已经向农村做的大规模基本建设投资。

如果按照那些过于极端的说法，“解决三农问题，必须消灭农民”，“只有减少农民才能现代化”——可没有一个这样做的国家遭遇到危机的时候能够再缓过劲来。比如说拉美。拉美因为殖民者来把农村毁了，把农民毁了，大量的贫困人口都进城了。越是高度城市化，越是不能应对危机。比如说委内瑞拉城市化率 90% 以上。它还能缓过危机来吗？一般发展中国家只要城市化率过高，比如像拉美一般都在 80% 以上，遭遇危机连缓解的可能性都没有。因为没有任何承载危机代价的载体。

我们为什么以前历次危机大都能够软着陆？就是因为能够向农村转嫁，当然这个不好。谁也不愿意承载危机成本！所以很多农民出身的人听到这个解释以后都会很不忿，但同时他们的贫弱问题也得到解释了，不是因为农民素质不好，不是农民天生就穷，而是因为农民承载了过量的国家工业化的代价。那个城市资本危机代价是我们乡村弱势群体承载的，因此不怪农民，这样农民也至少有一种长期为国家民族做贡献的基本的尊严，所以看怎么解释这个所谓的发展硬道理。

中国应避免被作为完全边缘国家

我们知道中国现在面临的是一次新挑战，那就是金融资本的全球化挑战。中国之所以现在遭遇了这么大的一个压力，主要原因是中国想要推出以人民币为结算货币、与黄金挂钩的石油期货。这是动

了美国和欧洲的蛋糕，因为在这个石油贸易中是以美元为主在做结算，至今全球结算货币的 70%用的是美元，因此导致全球储备货币的 60%是美元，这是一个客观情况。

在金融资本阶段，全球范围内都出现金融过剩。不仅是美国日本欧洲，中国实际上也出现了金融过剩。主要是因为这些年形成贸易顺差转回来就变成人民币对冲增发。很多人都在讨论这个问题，但是很少有人把最近这几年特别是 2015 年以后经济下行期中国的货币总量大幅度增加做相关分析。还因为，客观上是大量资金进入股市和房市被占压，债务率过快上升而导致货币的新增供应量大幅增长。

那在这种情况下，中国出现了一个新的金融现象，就是 2016 年开始发生了 M1 的增长速度快于 M2，也就意味着中国实际上有大量的资金是用不出去的。客观上看，尽管我们仍然还处在建设期，还有发展的空间；不像美国、日本的工业已经过度发展了。但是，毕竟发生了中国的金融资产总量高于美国和日本这样的现象。在这种情况下，世界范围内的这个新时期的矛盾，已经转变为不同的金融资本之间的矛盾，而金融资本过剩造成恶性竞争背后是国家政治强权的竞争。

当世界放弃金本位之后，能够支撑货币信用的，只是政治强权和军事强权。从目前情况看，美元仍然是世界第一硬通货，这一点中国人很清楚。但是长期以来中国双顺差过分地形成美元储备，这是一个巨大的压力。而美国又因为不开放中国人进入高技术市场，而使得我们的巨额外汇储备只能购买美国国债，收益率一般都低于 3%、是相对来讲收益率很低的一种资产。

如果对比一下中美两国金融竞争的态势，就可以发现美国是把大量海外资金吸到美国，然后再转化成对海外的投资。这是美国产生金融资本收益的一个重要来源。比如说在中国投资的美国企业，平均收益率是 19-21%。而中国在美国国债市场的平均收益率，长年平均大约在 3%以下。双方之间的这个收益率之间的差别，导致中国不可能、也不应该长期维持这种严重不平衡的矛盾状态。

所以中国开始用一带一路的方式，把我们过剩的外汇储备，配合过剩的这个产业资本拿出去投资，中国也开始建立以人民币为结算货币的能源和原材料期货市场等等，所有这些，都是在 21 世纪新的金融全球过剩条件下提高收益率的一种策略选择。那当然会导致在这个领域中占据引导地位的，比如说美国，英国，德国，日本这些西方主要国家，感觉到利益结构受到了中国撼动。所以现在全球化的主要矛盾不是别的，而是中国确实动了西方金融资本集团控制的奶酪。

据此看，这种矛盾是对抗性。当这个世界告别了产业资本那个 20 世纪进入新的金融资本的 21 世纪之后，这种中国于西方金融资本集团之间的对抗性的矛盾很难被西方金融资本自身掌控的制度改进来缓解。

在西方金融制度体系内，有个 2013 年建立的以美国为首的所谓货币协定，包括了西方的主要金融资本国家——美国，日本，英国，欧盟，瑞士，加拿大，形成六个西方金融资本经济体的货币互换协定。首先保证的是这些金融资本核心国的利益，那就是六家之中任何一个经济体临时出现的资本短缺，会被其他五个金融经济体各自所持有的金融资本总量来瞬间补齐，并且用的不是资本短缺国家的利率，而是用这些资本不短缺国家的利率。这就达成了一个新的金融资本制度改进，基本上维护了这些经济体不再发生金融危机；但不适用于任何其他非签署国，以及俄国、中国等意识形态上或制度上被边缘化的国家。

也就是说资本主义核心区已经有条件实现金融稳定。如果按伊曼纽尔·沃勒斯坦的世界系统理论，就是在金融资本阶段又有了核心、半边缘、边缘。

这个制度对外是排斥性的，仍然体现的是西方自古以来的一元论的、排斥性的哲学思想。西方借此华尔街危机形成的这个金融资本新的核心区，对于所有的非核心区的国家来说都是根本性的威胁。那么，也就是在这种遭遇根本性威胁的情况下，中国开始推出新政——直接使用自己的外汇储备作为资本在海外做投资，并且利用中国这个庞大的市场来跟周边国家，甚至跟其他外围国家形成双边货币

互换协定，这本身是一种对核心国制度改进的策略反应。中国这个反应还是很温和的，不是根本性的。但即使这样，（核心国）也不能接受。

就从这个角度来看，2018 年年初出现的这种中美矛盾，本质上不是简单的贸易摩擦，也不是简单的贸易战。网上大量的关于贸易战的讨论其实是对现象性问题的议论。我们当然不是批评，只是也希望媒体的朋友注意到，中国国内还有更为冷静的分析，既要认识到 21 世纪金融资本的内生性矛盾，很难被金融资本自身的制度改进所化解，可能只会加剧矛盾，加剧更大的排斥性；也要看到美国主导金融资本全球化、搞新的核心区的这种做法，既不利于全球共生，也不利于一般的半核心或半边缘国家，更不利于“被边缘化”国家。而中国现在最大的一个难题，其实是如何防止被西方金融资本排斥为完全边缘化国家。

大豆问题是对外贸易掩盖的国家安全问题

苏联解体之前的 1986 年苏联发生了什么？农业危机！并且，首先发生的是粮食危机。当然，客观上当时苏联粮食进口是遭遇到很大困难的，因粮食危机而演化成整个农产品供给的严重短缺，引起了大量的社会不满，转化成对共产党集中领导的政治制度的否定性批判。不错，苏联最终解体当然还有其他方方面面的因素，但是它的起因是 1986 年粮食危机。

官方的说法是我们已经连续十几年粮食产量在一万亿斤以上。但是请注意，我们现在的粮食危机是一种另类的粮食危机，我称之为叫“三高”困局——高产量，高库存，高进口。当我们说到年初这次美国发起挑战的时候，中国和前苏联遭遇解体的那场大的灾难，最大的差别恰恰是因为我们没有粮食危机，已经维持十几年的粮食增产，但同时却有内在的结构性矛盾，这就是农业供给侧改革要调整的内容。我们不能让财政三头补贴，既补贴粮食生产，再补贴粮食收购，同时还去补贴粮食库存。那么中国粮食“三高+三贴”，原因是什么？

全世界范围内只要是商品化程度高的粮食生产，大都遭遇过剩问题。比如大豆至少 99% 以上是商品化的，在国际市场上也是过剩的。因为，所有商品化程度高的农产品一定是大资本介入的，也几乎都是全面过剩的。

农业农村部部长韩长赋：“我们的粮食产量连续五年超过了 1.2 万亿斤，说明我们的产能登上了新台阶，农村人均可支配收入达到了 13432 元。这个也是超过了万元大关，农业现代化也有了长足进步，比如说农业主要的农作物耕种收的机械化水平超过了 66%。农业科技进步贡献率超过了 57.5%，另外农村社会发展、农村的公共设施所谓的水电路气防汛都有了全面的进步，所以这些变化标志着我们农业农村发展站上了新的起点，进入了新的时代。”（博鳌亚洲论坛 2018 年年会，《转型中的农民与农村》分论坛，2018 年 4 月 9 日。）

但是中国的大豆之所以本来不过剩，原因是我们原来主产区的土种大豆的出油率低。这种非转基因的国产大豆被挤出市场的矛盾在哪？是因为先鼓励各地引进外资，控制了消费地区的榨油厂，然后就不再用出油率低的国产大豆，一定要用海外进口的出油率高的转基因大豆。于是，几乎所有消费地区的榨油企业全部是外资控制，很快导致国内的土种大豆全线崩溃。

那接着出的第二个大问题更值得讨论。为什么中国不能禁国外的转基因大豆？因为外资在中国控制的榨油企业要进转基因大豆，出油率高到 21%，而土种大豆普遍在 17% 以下，高 3 到 5 个点的出油率，这高出的出油率就意味着按照市场经济追求利润。但是，别忘了为什么我们吃豆腐都要吃土种大豆制作的豆腐呢？因为它的蛋白含量高。转基因就是这样，大自然条件下就生产这么个豆粒，如果这个粒含油率高了，含蛋白就低了。那蛋白低了又出其他麻烦，中国养殖业的饲料用豆粕是用榨油企业的下脚料来做，那既然出油多了，豆粕的蛋白含量就低了。同样是一吨豆粕，做饲料产生的效率下降了。于是乎开始使用多种饲料和食品的添加成分，也包括三聚氰胺添加在牛奶里边来提升它的蛋白含

量……

这些在产业内部是连锁反应的，别以为有一个单元出了好效果，其他的单元就都好。不对，它带来的代价是被转移出去了。

现在一般情况下要改也不好改，但这次贸易战就是机会。

比如，中国可以借着贸易战，大幅度提升进口转基因大豆的关税税率，让这些外资控制的榨油企业无利可图。也许中美贸易战对大豆，特别是对改变现在的大豆结构性矛盾是个机会。比如说，宁可不要那么高的出油率，反正不要美国的了，那可以用阿根廷、巴西的，而且明确只要非转基因大豆。既然是中美贸易战，那这些外资投到中国大豆行业的，对不起，要怪就去怪特朗普。

所以，中美贸易战涉及的大豆问题背后是一个系列。每一个节点都要考虑，就像下下围棋一样，考虑到布局的眼在哪？下一步怎么走？所有这些事情中国人本来应该是会的，只要不把现在的这些所谓手段说成意识形态的政治正确。

特朗普抛给中国一份什么样的“不平等条约”？

来源：FT 中文网（2018-05-10）

作者：马丁·沃尔夫（英国《金融时报》首席经济评论员）

特朗普政府就贸易问题向中国发出了“最后通牒”。上周两国官员在北京举行了贸易谈判，美方为谈判拟定的“草案框架”实际上就是一份最后通牒。中国不会同意美方的要求。美国政府要么太蠢不明白这一点，要么太傲慢以至于对此满不在乎。对这两大强国之间的关系而言，这可能会是一个决定性的时刻。



美方要求中方采取以下“具体而且可核查的举措”：

中国在自 2018 年 6 月 1 日开始的 12 个月内把美中贸易失衡减少 1000 亿美元，并在自 2019 年 6 月 1 日开始的 12 个月内再减少 1000 亿美元。

中国还要立即取消一切会导致产能过剩的“扭曲市场的补贴”。中国将加强知识产权保护并取消针对

合资企业的与技术相关的要求。

“此外，中国同意……停止通过网络行动、经济间谍活动、假冒和盗版针对（美国）技术和知识产权的行为。中国还同意遵守美国出口管制法律。”

还有，中国将撤销向世贸组织(WTO)提起的就知识产权关税举措开展磋商的诉求。“另外，中国不会采取任何报复行动……来回应美国已经采取或将采取的行动，包括美国任何新采取的限制措施……中国将立即停止目前正在计划的一切报复行动。”

中国“不会反对、挑战、或……报复美国限制中国投资美国敏感技术部门或对美国国家安全至关重要的部门”。但“美国在华投资者必须得到公平、有效和非歧视性的市场准入和待遇，其中包括取消……外资投资限制和外资所有权/持股要求”。

到 2020 年 7 月 1 日，中国将把“非关键部门”的关税水平降低至“不高于”美国同类关税的水平。中国还将如美国要求开放服务业和农产品行业。

相关协议将按季度进行监督核查。如果美国认定中国不符合规定，美国可能会施加关税或进口限制。中国“不会反对、挑战或采取任何形式的举措来应对”美国此类措施。中国还将撤回向 WTO 反映中国没有被作为市场经济国家对待的申诉。

如何理解美方提的这些要求？要求中方把双边贸易逆差减少 2000 亿美元（高于之前提的 1000 亿美元）极其荒谬。这等于要中国政府控制其经济，而这正是美国在其他方面要求中国不能做的事。

美方的要求违背了非歧视性、多边主义和市场一致性原则，而这些原则正是美国自己创建的贸易体系的根基。美国应该感到惭愧。它忽略了此举几乎完全不可能减少美国整体赤字水平，特别是考虑到美国在财政上的不负责任。它忽视了此举将不可避免地给第三方国家带来的不利影响。

要求中国的关税水平与美国完全相同，几乎同样荒谬。这样的政策没有经济依据。若是要求中国朝着与美国或欧盟平均关税水平看齐的方向迈进，就合理得多。



对于外商在华投资条件和中国在美投资问题，确实应该进行严肃讨论。同样，还必须就知识产权保护和网络间谍活动进行讨论。但中国永远不会接受美国阻止中国技术升级的想法。

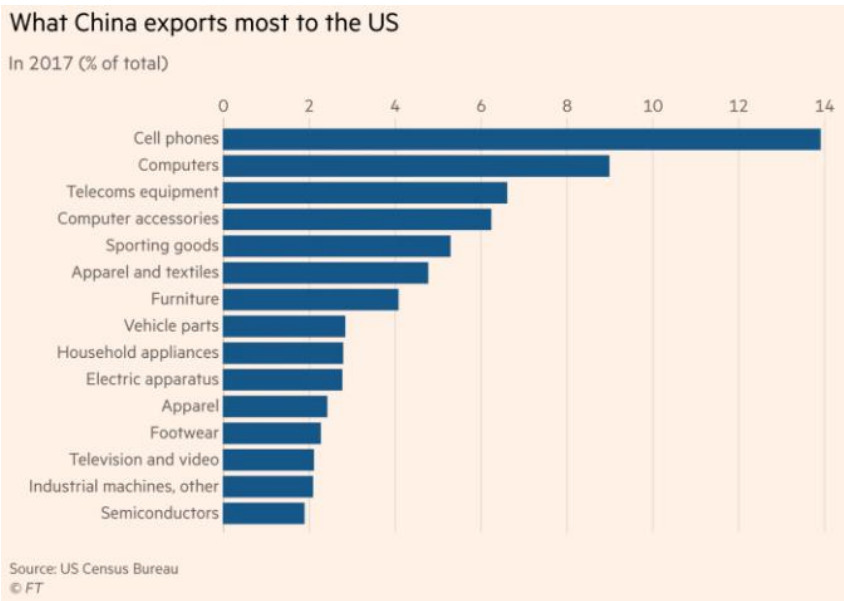
美国可能坚持在华投资不受限制、同时保留限制中国在美投资的权利，这种想法必然不会被中方接受。

最后，美国将同时成为法官、陪审团和行刑者，

而中国将被剥夺采取报复行动和诉诸 WTO 的权利，这种想法无异于痴人说梦。没有哪个主权大国能接受此般屈辱。对中国而言，这将是 19 世纪“不平等条约”的现代翻版。

美国人似乎断定他们可以迫使中国人求和，无论他们提的这些要求多么愚蠢而有着辱性。若发动针锋相对的关税战，中国的确会比美国更受伤。这是因为中国对美出口远远大于美国对华出口。

胡佛研究所 (Hoover Institution) 最近一项分析表明，中国经济增速可能会因关税战而下滑 0.3



个百分点。中国承受的代价将远高于美国，但对于中国这样有活力的经济体而言，它可以存活下去。对于中国领导人而言，这样的代价总好过卑躬屈膝投降的代价。（见图）

无论在经济上还是政治上，美国都选择了错误的处理方式，不仅因为它试图羞辱中国，还因为它同时对潜在盟友发动了商业战。对所有各方来说，正确的道路是让此类讨论成为多边讨论，而不是狭隘地限制在双边范畴内。

中国应该承认，尽管它在某些方面仍然是发展中国家，但它也是超级大国。中国应该遵循受规则制约的开放和自由贸易的原则。围绕中国经济开放的核心，重启多边贸易谈判，这对各方可能是“双赢”局面——用中国人的话来说。中国应该起带头作用。欧洲和日本应该支持这一想法。

那些比特朗普政府更清楚国家利益所在的美国人必须明白，如果美国想惹起冲突，自己就会成了孤家寡人。当领导人是一个奉行利己主义、仗势欺人之辈时，就必然会发生这种情况。

数字经济的贡献究竟有多大

来源：经济观察网 (2018-04-18)
作者：陈永伟 (北京大学市场与网络经济研究中心研究员)

数字经济，是一场革命，还是一场虚幻？

不久前，我参加了一次关于数字经济的研讨会，在会上听到了很多有意思的观点。在众多的发言人中，一位来自中科院的学者令我印象深刻。这位学者用翔实的数据论证了一个观点——数字经济给我们带来的影响其实并没有大家平时想象的那么大。他指出，从历史数据看，作为数字经济载体的信息通信产业（简称 ICT 产业）在 GDP 中所占的比例不到 10%，远不如制造业等传统产业。更为重要的是，虽然近年来数字经济蓬勃发展，但中国的全要素生产率一直上升缓慢，甚至在一些年份中出现了下降。因此，并没有证据表明数字经济提升了中国的生产率。基于以上分析，他给出了自己的政策建议：现阶段不应将数字经济视为经济增长的主要动力，而应更多地依靠传统产业来拉动经济。

必须承认，这位学者给出的论据是十分扎实的。只要翻翻资料就可以发现，各国的 ICT 产业占 GDP 的比重基本在 2%-15% 之间，平均来讲约为 7% 左右。中国的比例是比较高的，但在整个 GDP 中占

的绝对比重也不能算大。如果对各国数字经济规模与生产率之间的关系做一些简单分析，更是不难发现这两者间的关系并不十分明确，甚至在一些国家呈现出负相关关系。

事实上，经济学家们早就发现过类似的种现象。上世纪 80 年代，计算机产业蓬勃发展，被认为对整个世界带来了巨大的改变。但当诺贝尔经济学奖得主罗伯特·索洛试图利用计量技术对这一新兴产业的经济贡献进行测算时，却得到了大跌眼镜的结论——统计显示，计算机产业几乎对生产率没有贡献，对 GDP 的贡献也很小。于是索洛不禁感叹到：“计算机带来的改变无处不在，只有在统计数据中例外！”

在经济史上，索洛的这一发现被成为“索洛悖论”。自从这一悖论被发现以来，经济学家们似乎总能不断挖掘出支持这一悖论的证据。从统计上看，无论是计算机、互联网，还是最近火热的人工智能，似乎都没给生产率和 GDP 带来明显的贡献。从某种意义上讲，那位中科院学者所发现的情况，可以被看作是在数字经济环境下对“索洛悖论”的又一次重新发现。

“索洛悖论”的存在，让很多学者开始为现实感到沮丧、为未来感到担忧。美国西北大学教授罗伯特·戈登在前几年曾出过一本颇有影响的书《美国经济增长的起落》。在书中，他不无忧虑地写道，从 20 世纪后半期开始，技术对经济增长的贡献就在不断下降，所谓的“数字经济革命”带来的增长，远不如上世纪初的电气化革命。而执教于美国乔治·梅森大学的泰勒·考恩教授在其畅销书《大停滞》中则更是悲观地认为，所有“低垂的果实”都已经被摘尽，未来世界很可能出现技术停滞、经济衰退的状况。

那么，关于“索洛悖论”，我们究竟应该怎么看？正在发生的“数字经济革命”究竟是一场真正意义上的革命，还是一场虚幻？我们即将面临的，究竟是新的经济繁荣，还是长期的停滞呢？数字经济又到底能不能成为未来经济的重要动力呢？这确实是一个问题。

对数字经济的测算有哪些问题？

在我看来，“索洛悖论”并不能说明数字经济没有给现实带来贡献。原因很简单，因为这个悖论事实上是在一套并不十分合适的测算方法下得出的。这就好像我们用一把刻度不准的尺子去度量物件的长度，得到的结论当然会令人奇怪。

那么，现有的对数字经济的测算有哪些问题呢？在我看来，至少有如下几个方面：

一是，使用的标准并不合适。无论是索洛测算计算机的贡献，还是后来的学者测算数字经济的贡献，他们所依赖的数据都来自国民经济核算，关心的重点都在 GDP 上。而关于生产率的各种分析，则是建立在此基础之上的。尽管这套由诺奖得主西蒙·库兹涅茨于上世纪中叶提出的核算体系能比较好地适应工业时代的统计要求，但在数字经济时代却显得有点力不从心。

对国民收入核算有所了解的读者应该知道，GDP 所统计的，是市场上商品和服务的价格。这里有两个关键词要注意，一是“市场”，二是“价格”。先看“市场”，并不是所有的经济活动都会被计入 GDP。那些没有在市场上出现的经济活动，例如家庭劳动、黑市交易等都不会出现在 GDP 当中。再看“价格”，只有那些在市场上能卖出价格的产品，才会被统计到 GDP 当中，否则就不会被计入。

在工业时代，这两个问题并不是很大——从总体上讲，出现在市场上，并且可以被价格度量的经济活动，占据了总体经济活动的绝大部分，因此，GDP 大体上可以刻画经济活动的活跃程度。但进入数字经济时代后，情况就发生了变化。由于技术的急速进步，很多东西的价格开始不断降低，甚至很多免费的商品也开始出现。以互联网的使用为例，在我刚接触网络时，上网绝对是一件奢侈的事——去网吧包个夜要花上好几十块钱，这在当时的收入条件下，这绝对是一笔“巨款”。但在 20 多年后，

网络的使用成本已经基本降到了零——只要你想，随处都有免费的 WIFI 可以“蹭”。在这种情况下，如果我们看对 GDP 的贡献，那么上网费的贡献绝对是在不断下降的。但我们可以说，这种变化对于我们的生活是没有贡献的吗？

我喜欢用一个比喻：在伊甸园中，人们无所不有。但由于一切都太富饶了，所以都不用花费代价去获取，换言之，所有产品的价格都是零。如果我们要统计伊甸园的 GDP，那毫无疑问就是零。而当人们被赶出伊甸园后，一切都变得稀缺了，于是所有东西都有了价格，GDP 也瞬间暴涨了。但是，如果从人们的福利来看，被赶出伊甸园无意是一个巨大的损害，因此在这种情况下，GDP 并不能很好刻画经济活动，更不能度量生活水平的变化。从某种意义上讲，数字经济给我们带来的，就是一个从人间回到伊甸园，从稀缺走向富饶的过程，虽然从 GDP 上并看不出这些，但它却是实实在在发生的。

二是，并没有很好刻画出数字经济的本质。数字经济和传统经济有很多不同。除了带来收费到免费的变化外，数字经济带来的影响至少还有两个方面：产品质量的巨大改进以及产品种类的极大丰富。

先看产品质量。木心先生有一首诗，叫《从前慢》。里面有一句叫“从前的日色变得慢；车，马，邮件都慢；一生只够爱一个人”。听起来很感人，但如果我们抛去诗中那一层含情脉脉的面纱，得到的就是一个并不美好的过去——缓慢的交通、恶劣的通讯，巨大的交易成本，并不便利的生活。而现在这一切都改变了。我们出门还坐车，但车的速度已经快了；我们已经不用信件，但 email 的效率却要比信件不知道快多少。或许，除了我们更难获得真爱外，一切物质世界的产品质量都比以前要好了。

再看种类。在过去，我们能够接触到的商品，不过几百件上千件。“百货”已经可以被用来形容商品的琳琅满目。而现在，只要你打开淘宝或者京东，数以百万计、千万计甚至亿计的商品就会出现在你的面前。所有这些，都是以前连想都不敢想的，而在数字经济时代，我们通过一种平台的组织，就能轻松获取到。

从直观上看，质量的进步和种类的增加都应该被反映到统计当中去，但很遗憾的是，现有的统计并没有考虑这些。

三是，没有考虑数字技术的“通用目的技术”（General Purpose Technology）特征。数字经济是一种“通用目的技术”，它的发展不仅表现在本产业产值的提升上，更反映在对其他产业的生产率提升、产出增加上。因此，如果要全面刻画数字经济的贡献，我们就不能仅仅考虑 ICT 产业这个单一的产业，而应该算上它对农业的贡献、它对工业的贡献、它对金融业的贡献……只有这样，整个测算在逻辑上才是完全的。

由于有以上三方面问题的存在，目前的统计事实上很难反应出数字经济的贡献，因此相关的统计方法亟待改进。

可能的测算之路

在知道了现有统计存在的问题后，我们就能够得到一些测算数字经济贡献的新思路。在 OECD 的一份报告中，就提出了一个可以参考的框架。这份报告认为，数字经济带来的经济贡献大体上可以分为三个方面：直接贡献、间接贡献，以及福利改进。

直接贡献容易理解，它大体上可以被解读为 ICT 产业本身的产值。间接贡献指的是数字技术对其他部分所带来的产值增量贡献。在实践中，我们可以通过投入产出法计算出 ICT 产业对其他产业的乘数后来估算这部分的数值。相比于其他两个方面，福利改进是比较微妙的。简而言之，它刻画的是从价格、质量、种类等变化给人带来的影响究竟相当于在原有条件下给人多发了多少钱。

在文献中，测算福利改进的方法有很多，包括直接陈述法、特征价格法等。在数字经济领域，被采用较多的是一种基于时间分配的方法。这种方法的灵感来自于已故诺奖得主加里·贝克尔的经典论

文《时间分配理论》。在这篇论文中，贝克尔提出了一个重要的观点：时间是有价的，人们可以用它来赚钱，也可以用它来消费。当人们把时间用于消费时，其机会成本就可以用这段时间内他可以获得的收入来衡量。这个观点，对于测算数字经济的贡献十分重要，因为在数字经济时代，人们的很多活动（例如上网）其实并不花钱，但是要花时间。因此通过活动的时间，就可以刻画出活动的价值。我和几位合作者曾做过一项研究，发现2014年互联网为消费者创造出的价值大约相当于当年GDP的11%。有这个数字，我们可以得到结论：数字经济对经济造成的贡献其实相当可观，只不过在现有的统计方法下，它们被漏算了而已。

当然，关于数字经济的贡献，尤其是福利改进的度量，学者们还在不断地进行探索。就在几天前，《第二次机器革命》的作者之一布雷恩·约弗森刚在美国国民经济研究局的网站上贴出了一篇工作论文，论文讲述了他如何利用大规模的网上实验来刻画数字经济带来的福利改进。我想，这些新的方法应当会帮助我们更为深刻、全面地理解数字经济的贡献。

数字之外

截止目前为止，我们的探讨还是如何用数字来度量数字经济。但不容忽视的是，数字经济所带来的影响，恐怕还远远超出了用数字可以刻画的范畴。

首先，数字经济会带来生产和经营方式的改变。例如，在传统经济下，市场和企业正如科斯所言的成了一种“二分”的关系。但在数字经济条件下，既是企业又是市场的新型组织形式——平台却异军突起。在平台的推动下，出现了分享经济、零工经济、众包、众筹等新的生产和生活方式。

其次，数字经济会带来生活方式的改变。在传统经济下，我们要购物就要出门，要交谈就要见面或者电话。而在数字经济条件下，所有的一切都可以在电脑前，在手机旁完成，这一切对我们生活带来的便利是不容忽视的。

再次，数字经济还会带来思维方式的改变。在传统条件下，我们习惯的是直线型的思维；而在数字经济的推动下，网络思维、连接思维已经悄然植入了我们的大脑。我们在思考时也往往会不知不觉变得更为全面了。

台湾艺人蔡康永曾说过一段话：“恋爱的纪念物，从来就不是那些你送给我的手表和项链，甚至也不是那些甜蜜的短信和合照。恋爱最珍贵的纪念物，是你留在我身上的，如同河川留给地形的，那些你对我，造成的改变。”如果套用这个逻辑，我们或许可以说，数字经济的纪念物，从来不是那些看得见摸得着软硬件投资，甚至也不是那些只能用数字表达的GDP和TFP。数字经济最珍贵的纪念物，是留在我们每个人身上的，如同河川留给地形的，对生产方式、生活方式以及思维方式造成的改变。

国内财经

通货膨胀水平、股票市值与中国国债利率期限结构

来源：爱思想网(2018-05-07)

作者：巴曙松(北京大学汇丰商学院金融学教授,中国银行业协会首席经济学家),袁佳,廖慧

一、前言

2016年6月15日,中国人民银行官网发布了国债等债券收益率曲线,旨在提升国内外市场主体对国债收益率曲线的关注和认可,完善国债收益率曲线的基准性,推动人民币国际化进程。利率期限结构也称为收益率曲线,表示不存在违约风险时零息债券到期时间与到期收益率的关系。从微观层面看,利率期限结构是金融市场基准利率曲线,反映市场资金供需成本,引导资源的配置,成为资产定价、金融产品设计、保值和风险管理的基础;从宏观层面看,收益率曲线是基于对未来预期而定,其中蕴含了反映市场参与者对经济运行状况的预期和货币当局宏观调控目标等有效信息,宏观经济和金融市场的波动会对收益率曲线产生影响。中国宏观调控从数量型转向价格型的过程中,货币政策传导机制主要通过银行体系和债券市场传导(马骏等,2016)。在债券市场中,货币政策和其他宏观变量通过改变收益率曲线形状(水平、斜率和曲率),改变当前融资成本或是影响市场对经济的预期,进而影响实体经济。在中国货币政策转型的背景下,分析宏观经济和金融市场对利率期限结构的影响效果,可以有的放矢地进行改革,提高货币政策传导的有效性。

通货膨胀水平是观测宏观经济运行状况的重要指标,也是与债券市场联系极为紧密的变量。在利率市场化经济中,货币当局基于其通货膨胀、产出水平等指标,调整利率水平,进而实现其经济目标。股票市场和债券市场是中国金融市场非常重要的组成部分,它们之间存在着相互替代、相互影响的关系,股票市值则直观地反映了股票市场价值。在当前经济形势较复杂、货币政策转型、政策措施需协调配合的情况下,央行需要更多的前瞻性信息来优化货币政策的调控措施,我们希望通过对中国数据的实证研究回答通货膨胀水平、股票市值对中国国债利率期限结构的影响。本文结构安排如下:第二节讨论通货膨胀水平、股票市场与国债利率期限结构关联性的理论文献;第三节采用 Nelson-Siegel 参数模型估计中国利率期限结构,并分析其特征;第四节和第五节实证分析通货膨胀水平、股票市值对国债利率期限结构的影响及利率期限结构对通货膨胀水平的预测效果;第五节是结论性评述。

二、相关文献述评

(一) 利率期限结构理论研究

国内外对国债利率期限结构的研究重心逐渐由纯预期理论(Fisher, 1930; Keynes, 1930; Hicks, 1953)、市场分割理论(Culbertson, 1957)和流动性升水理论(Hicks, 1946)等为代表的传统理论研究转向以对利率期限结构的数据拟合与预测的定量模型研究的现代利率期限结构理论上。现代利率期限结构理论主要分为两类:一类是基于金融学的无套利和市场均衡构建的仿射模型(Hull 和 White, 1990; Vasicek, 1977; Duffie 和 Kan, 1996 等);另一类是基于数据的统计特征构建的统计参数模型(Nelson 和 Siegel, 1987; Diebold 和 Li, 2006 等)。第一类模型主要是从微观角度研究利率期限结构特征,忽略了宏观经济运行产生的影响,且在真实市场数据拟合和预测中效果欠佳,对样本数据的依赖性较强,因此这种方法存在争议(Duffee, 2002)。第二类参数模型中 Nelson-Siegel 模型虽是从统计意义上建模,但是模型具有较强的经济学含义(Christensen 等, 2007),通过对收益率曲线降维,分解出的水平因子、斜率因子和曲率因子有效地刻画利率期限结构对宏观经济变量变化的预期及其自身的内生周期性特征(贺畅达, 2012; 丁志国和徐德财等, 2014)。目前 Nelson-Siegel 模型已被全世界大多数中央银行,如美国、英国、意大利、比利时等运用于对国债利率期限结构的估计(BIS, 2005),同时在金融实践中也得到了广泛运用。水平因子和长期利率高度相关,斜率因子与长短期利差走势也表现出一致性,水平因子比斜率因子和曲率因子波动幅度小,且偏离均值的程度也较小(Diebold 和 Li, 2006; 何晓群和王彦飞, 2014)。一些实证检验结果显示 Nelson-Siegel 模型同时适用于中国国债利率期限结构动态特征的拟合与预测(余文龙和王安兴, 2010; 赵晶和张洋等, 2014)。

(二) 通货膨胀水平与利率期限结构的关系

利率期限结构为测度和判断宏观经济决策及其效果提供了重要信息,同时也为预测经济周期和

通货膨胀水平提供了有效参考。Fisher 方程中将名义利率分解为实际利率和预期通货膨胀率,证明了通货膨胀与利率期限结构的相关性。有关利率期限结构与通货膨胀率的相互关系研究主要集中在两方面:一方面是研究利率期限结构对通货膨胀的预测能力,另一方面是研究通货膨胀率对收益率曲线的影响效果。Estella 和 Mishkin (1997) 通过对欧美收益率曲线研究,发现收益率曲线对真实经济活动及通货膨胀率有显著地预测能力。Blundell 等 (1990) 对六个 OECD 国家实证研究发现,短端的利率期限结构对通货膨胀有一定的预测能力。李宏瑾、钟正生、李晓嘉 (2010) 发现中国短期利率结构包含了未来通货膨胀变动的信息,可判断未来通货膨胀的走势。张旭和文忠桥 (2014) 以 Nelson-Siegel 模型估计的国债市场利率期限结构因子序列为研究样本,发现实体经济和物价因素是造成利率期限结构变化的主要原因。石柱鲜等 (2008) 研究 1996 年到 2006 年数据发现通货膨胀冲击对不同期限利差产生正向影响。Burre (2010) 建立新凯恩斯模型,研究结果显示通货膨胀波动率对收益率曲线的因子产生冲击。

(三) 股票市场与利率期限结构的关系

在有效的金融市场中,投资者会根据分散风险的投资原则进行组合投资,研究股票市场与利率期限结构的关系不仅能为管理者配置资产提供参考,同时也为金融监管提供有价值的信息。Ilmanen (2003) 研究美国债券和股票收益率的相关关系时发现,二者在不同时期的相关性不同,在 20 世纪 30 年代前期和 50 年代末期二者呈现出负相关。负相关表明投资者从债券市场的上升中获利弥补股票市场的亏损。Campbell 等 (2013) 对美国名义债券收益率和股票收益关系研究时,发现在 1960 年到 1965 年期间,股票收益率和债券收益率正相关,在 2000 年到 2009 年,股票收益率和债券收益率负相关。曾志坚和江洲 (2007) 通过 VAR 模型发现中国股票和债券市场收益率存在长期影响。王茵田和文志瑛 (2010) 通过实证分析发现,中国股票市场和债券市场流动性之间存在一定的因果关系。郑振龙和陈志英 (2011) 基于 A 股综合市场收益率和中信全债指数收益率数利用 DCC 模型分析中国股票市场和债券市场收益率的动态相关性,发现股票和债券的相关系数是时变的,且大部分时期呈现正相关。汪军红 (2006) 发现股票市场成交量对债券市场的截距有显著的正效应影响,表明中国股票市场和债券市场存在较强的替代关系。

通过梳理相关文献发现,目前国内学者主要是通过研究宏观经济变量对国债利率期限结构的影响,且囿于选择的样本区间和技术处理手段不同,宏观经济变量对国债利率期限结构的影响结论也有所差别。虽然一些学者对股票和债券收益率的相关性进行探讨,但结论莫衷一是。鲜有学者考虑股票

市值等金融市场因素是否会引起利率期限结构的变化。因此,本文选取通货膨胀率和股票市值作为影响利率期限结构的因素进行考察,研究其是否会对国债利率期限结构产生影响。

三、国债利率期限结构特征分析

Nelson、Siegel (1987) 利用参数化拟合技术对利率期限结构进行估计,得到远期利率的经验方程,并将其视为由一个常数项加上一个 Laguerre 函数,根据即期利率同远期利率之间的关系积分得到:

(一) 数据介绍

$$y_t^{(\tau)} = \beta_{1t} + \beta_{2t} \left[\frac{1 - \exp(-\lambda_t \tau)}{\lambda_t \tau} \right] + \beta_{3t} \left[\frac{1 - \exp(-\lambda_t \tau)}{\lambda_t \tau} - \exp(-\lambda_t \tau) \right]$$

模型中 $y_t^{(\tau)}$ 为 t 时刻期限为 τ 的即期收益率, λ_t , β_{1t} , β_{2t} , β_{3t} 为利率期限结构模型的四个参数,具有明确的经济意义。根据模型构造形式可以看出,当期限 τ 无穷大时,

$\lim_{\tau \rightarrow \infty} y_t^{(\tau)} = \beta_{1t}$, 因此 β_{1t} 表示长期利率水平,也称作的水平因子 (L_t); β_{2t} 的因子载荷

$\left[\frac{1 - \exp(-\lambda_t \tau)}{\lambda_t \tau} \right]$ 是从 1 迅速衰减到 0 的函数,当期限较短时, β_{2t} 对利率的影响较大,随

着期限的延长, β_{2t} 的影响越来越弱, β_{2t} 代表着短期因素的变化。由于

$-\beta_{2t} = \lim_{\tau \rightarrow \infty} y_t^{(\tau)} - \lim_{\tau \rightarrow 0} y_t^{(\tau)}$, 因此 $-\beta_{2t}$ 可视作为长短期利差,表示收益率曲线的斜率,称为

斜率因子 (S_t)。 β_{3t} 的因子载荷 $\left[\frac{1 - \exp(-\lambda_t \tau)}{\lambda_t \tau} - \exp(-\lambda_t \tau) \right]$ 随着时间的延长,是一个

从 0 增大最后又降至 0 的过程,在中期达到最大值。因此, β_{3t} 可以视为中期因素,决定曲线中部的陡峭程度,也称为曲率因子 (C_t)。

2006 年 3 月，中央国债登记结算有限责任公司经过深入研究，利用 Hermite 模型编制的债券收益率曲线，具有光滑性、灵活性、稳定性三方面优势，适应中国债券市场的情况（马骏等，2016）。由于日度或周度的宏观经济变量数据难以获得，且收益率曲线特征不稳定，季度数据或年度数据时间跨度过大。因此，本文数据采用从 2007 年 1 月到 2016 年 6 月中债国债 1 个月、1 年、2 年、3 年、5 年、8 年、10 年、15 年、20 年共 9 种类型的月度即期收益率（由月末值衡量），数据来自于 wind 数据库。

（二）参数估计

动态 Nelson-Siegel 模型（DNS 模型）通过确定参数 λ ，保证了其他参数的稳定性。 C_t 是曲率因子，因此 C_t 的参数应当在中期达到最大。中国的中期债券的期限一般是 2 到 5 年，设定期限 τ 的范围为 [24, 60]，当 $\tau=36$ ，参数 $\lambda=0.05$ ，此时拟合残差平方和最小。文章借助于 R 软件进行实证研究，采用 Nelson-Siegel 模型来实现曲线拟合最优并估计得到参数集 $[L_t, S_t, C_t]$ 。水平因子、斜率因子、曲率因子的因子载荷随到期时间的变化情况如图所示：

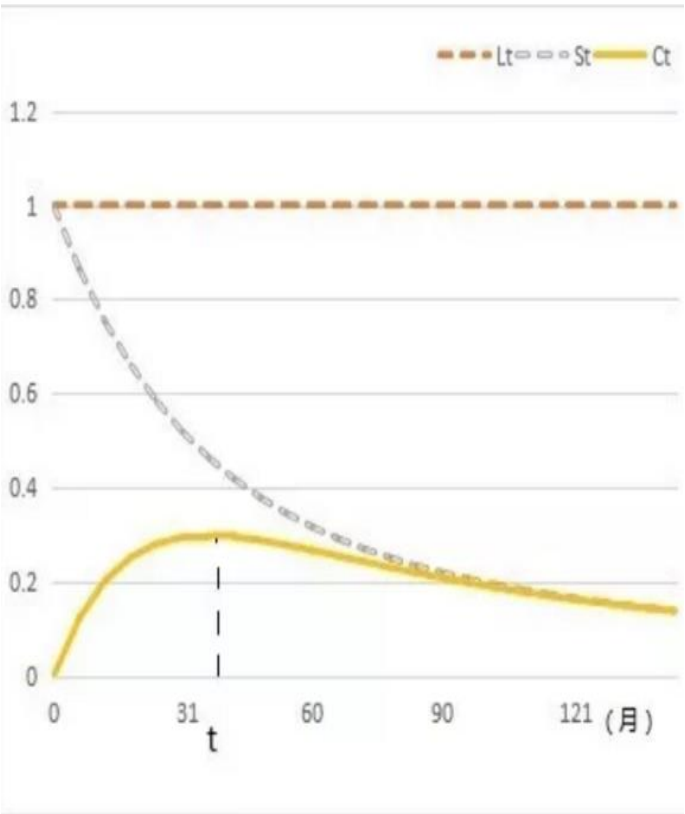


图 1 DNS 动态因子载荷变化特征

采用 Nelson-Siegel 模型来实现曲线拟合最优并估计得到 114 个参数集的统计特征如下：

表 1 利率期限结构曲线参数估计结果

图 2 结构因子与其代理变量的比较

结构因子的时间序列与利率期限结构的代理变量的走势具有明显的一致性。水平因子与其代理变量相关系数为 0.871；斜率因子与其代理变量的相关系数为 0.976；曲率因子与其代理变量之间的走势相同，相关系数为 0.956。数据结果进一步表明三个结构因子较好地解释了债券市场的长期、短期和中期效应。结构因子的波动幅度明显大于其代理变量。水平因子解释了长期利率水平，走势较为平稳。根据预期假说理论，长期利率的变化是基于当前和未来短期利率共同作用。由于远期利率的反应会随时间变化而趋于稳定，长期利率主要由市场供求状况决定。样本区间内水平因子与 1 年期定期存款利率的相关性为 0.4136，中国长期施行的利率管制也会对水平因子产生一定影响。此外，受供求关系影响，长期国债收益率还国债发行量等有一定关系。

图 3 水平因子与 1 年期定期存款利率关系

根据费雪效应方程，名义利率等于实际利率和预期通货膨胀率之和。斜率因子体现了长短期利差的变化，反映出对未来利率和通货膨胀预期的变动。从 2007 年 1 月到 9 月通货膨胀水平攀升，为防止经济转向过热，央行曾先后 5 次提高利率，短期利率急剧上行，利差收窄，斜率因子变小。2008 年 9 月，雷曼倒闭导致金融危机恶化后，通货膨胀率逐步下降，中国央行于 10 月连续两次降息和一次降准，从 11 月起短期利率显著下行，长期利率下降幅度较小，导致长短期利差变大。在 2010 年，为缓解金融危机对经济紧缩的影响，央行实行宽松的货币政策，投放大量的货币，导致通货膨胀压力增加，利差也迅速缩小。2013 年上半年市场资金宽松，长期利率略有下行，短期利率平稳。2013 年

6 月，资金市场发生钱荒，短端收益率迅速上行，长端收益率也随之上行。短期收益率上行程度更大，使得长短利差迅速收窄。至此，可以推测通货膨胀率与斜率因子存在一定的关系。2008 年的全球金融危机对国债期限结构的曲率因子产生显著影响，而传统的代理变量并未反映出这一变化。传统的代理变量还容易受异常值影响，未能充分表现利率期限结构所蕴含的信息。通过动态 Nelson-Siegel 模型估计出结构因子明显地呈现出宏观经济变化对利率期限结构的影响效果。

参数	均值	最大值	最小值	标准差
Lt	4.4484	5.4784	3.5315	0.4083
St	2.0189	4.0486	-0.1765	0.9279
Ct	-1.5262	1.3338	-4.7638	1.2653

样本中国债收益率期限最长的是 20 年，最短的为 1 个月，中期为 3 年。因此水平因子 (L_t) 的代理变量为 20 年期的国债收益率，即 $PL=Y_{240}$ ；斜率因子 (S_t) 的代理变量为长期利率与短期利率之差，即 $PS=Y_{240}-Y_1$ ；曲率因子 (C_t) 的代理变量为 $PC=2Y_{36}-Y_1-Y_{240}$ 。估计的结构因子与经验代理变量的关系如下：

图 4 斜率因子与通货膨胀水平关系

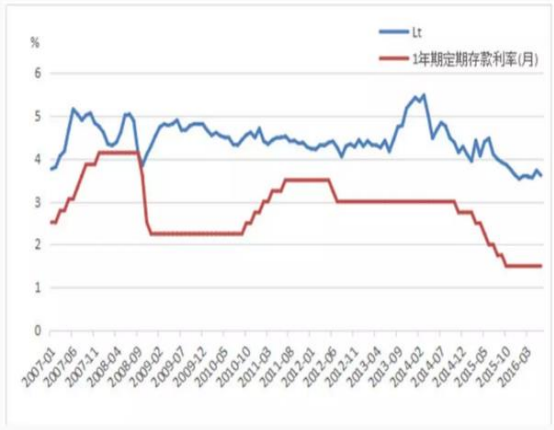
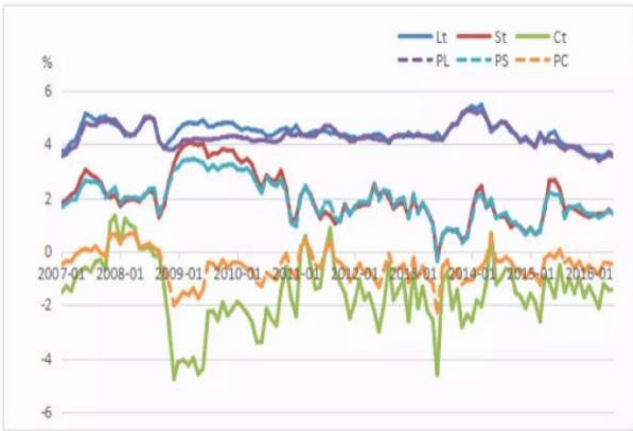


图3 水平因子与1年期定期存款利率关系

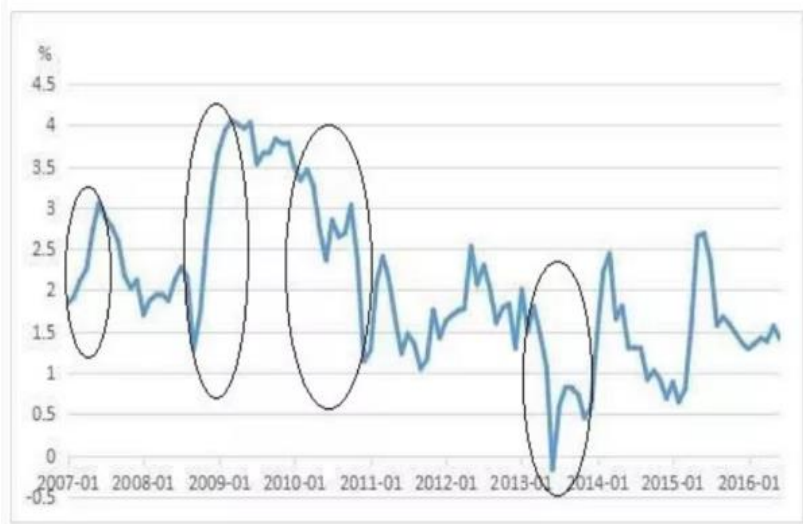


图4 斜率因子与通货膨胀水平关系

四、通货膨胀水平、股票市值对国债利率期限结构的影响分析

为分析经济因素冲击如何影响收益率曲线的特征参数，进而分析利率期限结构与经济变量之间的相互关系，VAR 估计是一种较为直观有效的研究方法。由于与宏观经济变量的相关性较弱，经济意义不明显，且水平因子和斜率因子基本解释了期限结构的主要变动（Litterman 和 Scheinkman, 1991；康书隆和王志强，2010；陈浪南和郑衡亮，2015），同时曲率因子具有内生周

期性（丁志国和徐德财等，2014），故本文将不对曲率因子进行分析。

（一）单位根检验

通过 Nelson-Siegel 模型分解的水平因子 (L_t)、斜率因子 (S_t) 有效地表示出长期因素和长短期利差因素。通货膨胀率用居民消费价格指数 (CPI) 以 2006 年各月为基期 (=100) 转化成定基序列并进行季节调整后的数据表示，股票市场数据用境内上市公司的股票总市值 (Stock) 的月度数据衡量，其中 Stock 数据来自于 wind 数据库。为避免时间序列存在伪回归现象，首先采用 ADF 检验法对

检验各序列的平稳性。ADF 检验结果表明：在 5% 的显著性水平下，原序列均存在单位根，一阶差分序列不存在单位根。因此，Lt、St、CPI、Stock 均为一阶单整序列，即 I(1) 过程，满足对序列进行协整关系检验的条件。

表2 变量ADF检验						
变量名称	ADF检验值	显著性水平临界值			P值	平稳性
		10%	5%	1%		
Lt	-2.543891	-2.580525	-2.88719	-3.489117	0.1080	非平稳
St	-2.323947	-2.580525	-2.88719	-3.489117	0.1663	非平稳
CPI	-1.758901	-2.580525	-2.88719	-3.489117	0.3991	非平稳
Stock	-1.342512	-2.580525	-2.88719	-3.489117	0.6078	非平稳
DLt	-9.111831***	-2.580651	-2.887425	-3.489659	0.0000	平稳
DSt	-9.417831***	-2.580651	-2.887425	-3.489659	0.0000	平稳
DCPI	-5.417757***	-2.580778	-2.887665	-3.49021	0.0000	平稳
DStock	-8.50319***	-2.580651	-2.887425	-3.489659	0.0000	平稳
说明：D表示一阶差分，***表示在显著性水平1%上拒绝原假设，*表示在显著性水平10%上拒绝原假设。						

表 2 变量 ADF 检验

(二) Johansen 协整检验

1. 最优滞后阶数的选择。分别建立 Lt、St、CPI 和 Lt、St、Stock 的三变量的 VAR 模型，依据 LR、FPE、AIC、SC、HQ 准则，本文选择 Lt、St、CPI 的滞后期为 2，可知协整方程的最优滞后阶数为 1；选择 Lt、St、Stock 的滞后期为 2，协整方程的最优滞后阶数为 1。

2. 协整关系的检验。通过迹检验和最大特征值检验的结果显示：在 5% 显著性水平下，Lt、St、CPI 之间存在一个协整关系；Lt、St、Stock 之间存在一个协整关系，可以建立向量误差修正模型。

(三) 向量误差修正模型 (VEC)

1. 估计 VEC 模型。用结构因子 Lt、St 的估计值分别与通货膨胀水平 CPI 和股票市值 Stock 形成三维向量时间序列，建立向量误差修正模型，采用一阶差分的滞后阶数。估计结果如下：

$$\begin{pmatrix} DLt \\ DSt \\ DCPI \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} * \\ * \\ 0.273 \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} 0.114 & 0.145 & * \\ 0.310 & 0.120 & -0.163 \\ * & * & * \end{pmatrix} \begin{pmatrix} DLt(-1) \\ DSt(-1) \\ DCPI(-1) \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} -0.102 \\ -0.199 \\ * \end{pmatrix} (Lt(-1) + 0.697St(-1) + 0.081CPI(-1) - 15.547)$$

(1)

$$\begin{pmatrix} DLt \\ DSt \\ DStock \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} * \\ * \\ * \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} 0.138 & 0.116 & 0.001 \\ 0.295 & * & 0.002 \\ 21.062 & * & 0.198 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} DLt(-1) \\ DSt(-1) \\ DStock(-1) \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} -0.173 \\ -0.219 \\ -12.367 \end{pmatrix} (Lt(-1) + 0.173St(-1) + 0.004Stock(-1) - 5.829)$$

(2)

其中 D 表示一阶差分，*表示对应的参数估计 t 统计量绝对值小于 1，参数显著性很低，不足以作为分析的依据（沈根祥，2011）。

2. 基于 VEC 模型的 Granger 因果关系检验。Granger 因果关系检验结构表明：在 5% 的显著性水平下，CPI 是 St 的 Granger 原因，CPI 不是 Lt 的 Granger 原因；在 10% 的显著性水平下，Stock 是 St 的 Granger 原因，Stock 不是 Lt 的 Granger 原因。

通货膨胀率和股票市值对斜率因子影响效果明显，对长期因子影响不显著。通货膨胀水平和股票市值对债券市场的影响具有时效性，对斜率因子的影响较为显著，但是对长期利率的影响是通过改变市场预期而间接实现。一方面表明中国金融市场发展逐渐成熟；另一方面表明这些因素的波动在传导至利率长端的效果明显被削弱，金融市场中存在一定程度的无效性，不能从收益率反映出市场的全部信息。水平因子主要受其自身因素影响（何晓群和王彦飞，2014；陈浪南和郑衡亮，2015）：一是因为中国长期对存款利率实行管制，国债利率与各期限存款利率高度相关，导致水平因子不能及时反映出宏观经济的变化；二是商业银行是银行间国债市场的主要买家，银行存款和资金量会影响期限结构。样本区间是从 2007 年开始，商业银行在满足资本充足率和风险监管要求外，大部分资金用于购买国债，银行资金较为宽松。

误差修正模型包含了通货膨胀率和股票市值对利率期限结构的短期动态影响和长期均衡影响。短期动态影响写成单方程形式为：

$$DSt = 0.310DLt(-1) + 0.120DSt(-1) - 0.163DCPI(-1) - 0.199Vecm1 \quad (3)$$

$$DSt = 0.295DLt(-1) + 0.002DStock(-1) - 0.219Vecm2 \quad (4)$$

模型中为误差修正项，误差修正项系数反映了在VEC模型中

序列之间动态关系偏离长期均衡时的调整力度。若其为负值，则意味着偏离非均衡的误差将会得到修正。模型（3）中对斜率因子的调整的系数为-0.199。表明斜率因子的短期波动幅度较大，平均每月对上月偏离长期均衡水平的短期调整幅度为19.9%，当短期波动偏离长期均衡时，经济系统将以19.9%的调整幅度将其拉回到长期均衡状态。模型（4）中对斜率因子的调整的系数为-0.219。表明斜率因子平均每月对上月偏离长期均衡水平的短期调整幅度为21.9%，当短期波动偏离长期均衡时，经济系统将以21.9%的调整幅度将其拉回到长期均衡状态。修正项对斜率因子的负向边际贡献也表明斜率因子偏离长期均衡的波动持续性较弱，在偏离长期均衡时，会进行反向调控使其恢复到均衡水平。

在经济变量对利率期限的长期均衡影响中，将 $St(-1)$ 的系数标准化为1，得出变量间的长期均衡关系为：

$$St(-1) = -1.434Lt(-1) - 0.116CPI(-1) + 22.3 \quad (5)$$

$$St(-1) = -5.780Lt(-1) - 0.022Stock(-1) + 33.692 \quad (6)$$

（四）通货膨胀水平、股票市值对国债利率期限结构的影响

通货膨胀水平对债券市场斜率因子的影响效果显著，从侧面说明中国投资品种逐渐健全，当通货膨胀水平变化（或者实际利率变化）时，居民会调整投资组合。股票市值变动对斜率因子的影响效果也较为显著，表明中国金融市场的效率明显提升，市场参与者可以迅速觉察到金融市场的变化而重新分配资产。宏观经济和金融市场的变化对长期利率的影响效果并不显著，间接反映出货币政策通过债券市场传导的有效性尚不完整。

通货膨胀率和股票市值对利率期限结构的影响可以分为短期动态影响和长期均衡影响。短期内，通货膨胀水平的变动（DCPI）增加会缩小斜率因子的变化（DSt），当通货膨胀水平变动幅度较大时，市场对于变动方向形成强烈的预期，因而长短期利率的变动幅度趋于稳定，斜率因子的变化趋缓。股票市值的变动（DStock）增加会加剧斜率因子的变化（DSt），当股票市值波动幅度变动，短期内投资于股市的资金流动增加，会加大债券收益率的波动，导致斜率因子的变化幅度增加。

通货膨胀率和股票市值对利率期限结构的长期均衡影响与短期动态影响有所不同。从长期来看，通货膨胀率和股票市值均在缩小斜率因子方面效果显著。斜率因子变小有两方面原因：一是长期利率下降，意味着居民和企业对长期资金的需求疲软，固定资产投资对社会总需求的拉动作用较弱，导致经济活动活跃度下降；二是短期利率提升，意味着货币政策开始收紧，其后果是经济活动的下降。长期投资意愿减弱也表明市场对未来不确定性增加，长期投资意愿不强，风险偏好下降，短期投资意愿增加。因此，斜率因子缩小会对经济活动下降有预测作用。由于中国对于通货膨胀的调控效果明显，市场对货币当局的调控能力信心较强。当通货膨胀水平处于较高水平时，市场解读为央行为抑制经济过热，会采取紧缩的货币政策，短期利率会随之提高，由于价格刚性的存在，长期利率上升幅度低于短期利率，利差收窄，斜率因子变小，通货膨胀对斜率因子的负向影响较为显著（金雯雯和陈亮等，2014；何晓群和王彦飞，2014）。当股票市值增加时，股市繁荣，市场投资于股市的积极性增加，部分投资者将资金从债券市场转移到股票市场，导致债券市场的利差缩小，收益率曲线趋于平坦。

当前经济下行压力依然较大，新常态的特征明显，受去产能、去泡沫和清理债务等因素影响，基

础建设投资、民间投资等出现下滑。除了宏观经济因素和金融市场因素对利率期限结构产生重要影响外，债券市场自身因素也会使利率期限结构发生改变。债券市场频频出现违约，刚性兑付逐渐被打破，债券市场的波动也改变了利率期限结构。

五、利率期限结构对通货膨胀的预测分析

利率期限结构反映的是预期未来宏观经济信息，因此利率期限结构的水平因子和斜率因子包含着通货膨胀水平和通货膨胀预期的信息。例如，当通货膨胀率相对高时，人们预期未来通货膨胀率会降低，于是长期债券的收益率将会降低，长短期利差缩小。Rudebusch 和 Wu（2008）认为水平因子反映了通货膨胀预期；吴吉林（2010）利用 NS 宏观金融模型分析利率期限结构因子与宏观经济变量之间的关系，发现水平因子包含预期通货膨胀信息；李宏瑾等（2010）利用 Mishkin 模型考察利率期限结构对通货膨胀的预测能力，发现中短端利率曲线对通货膨胀的预测能力较强；康书隆和王志强（2010）采用 Diebold-Li 方法估计中国国债的利率期限结构，对 CPI 和长期利率两个序列做时差相关分析，发现长期利率可以预测 CPI 的走势。国内外研究发现，长短期利差对预测未来 6 个月到 1 年后的通货膨胀率效果较好。表 3 描述了 2007 年—2015 年利率期限结构的水平因子、斜率因子、同期通货膨胀率、6 个月后的通货膨胀率四个变量的相关系数：

表3 四个变量之间相关性分析				
相关系数	水平因子	斜率因子	同期通胀率	未来的通货膨胀
水平因子	1			
斜率因子	0.277	1		
同期通货膨胀率	-0.199	-0.617	1	
未来的通货膨胀率	-0.216	-0.628	0.978	1

通过相关性分析，利率期限结构的斜率因子与未来 6 个月的通货膨胀率呈现出较强的负相关，郭

涛和宋德勇（2008）选取 2004 年—2006 年数据，发现中国长短期利率差和未来 6 个月的通货膨胀率呈负相关，长短期利差与斜率因子高度相关（相关系数达 0.976），也证明了中国斜率因子与未来通货膨胀率的负相关关系。因为短期利率受央行基准利率调整和短期资金供求关系的影响较大，而通货膨胀率则是央行制定货币政策的重要参考指标。通货膨胀率与短期利率呈现正相关关系，斜率因子则和通货膨胀率负相关。下面对斜率因子和未来通货膨胀率进行回归分析，建立简单回归方程为：

$$CPI_{t+6} = c + \alpha St \dots\dots\dots ($$

利率期限结构的斜率因子在统计上对通货膨胀率具有显著地预测能力，可用于对通货膨胀水平未来变动方向的定性和定量分析。利率期限结构的斜率因子对通货膨胀水平产生负向影响，当 St 增加时，未来的通货膨胀及通货膨胀预期将下降。从

表4 利率期限结构斜率因子对通货膨胀水平的预测作用		
参数	常数项	斜率因子
估计值	132.0654***	-5.678567***
P值	0.0000	0.0000

说明：***表示在显著性水平1%上拒绝原假设，**表示在显著性水平5%上拒绝原假设。

Nelson-Siegel 模型斜率因子走势分析，预计 2016 年下半年 CPI 通货膨胀同比将保持在 1%—2.5% 的区间内温和趋势运行，不存在明显的通胀或通缩压力。同时近月来斜率因子逐渐缩小，预计通货膨胀水平有上升的趋势。斜率因子缩小预示着经济活动活跃度下降，政策的稳定性对提振投资信心至关重要，央行应保持宏观经济政策稳定，关注通货膨胀变化和股票市场变化对国债利率期限结构的影响，并从利率期限结构所隐含的市场预期因素进行决策，可根据货币政策的时滞，注重松紧适度，灵活运用多种货币政策工具，提前采取较为稳健的货币政策。

六、结论

本文利用 Nelson-Siegel 模型拟合了中国利率期限结构曲线，并构建 VEC 模型等分析通货膨胀水平、股票市值与国债利率期限结构的关系和斜率因子对未来通货膨胀率的预测效果。研究表明，通过动态 Nelson-Siegel 模型估计的水平因子、斜率因子和曲率因子体现出利率期限结构的特征，能够有效刻画对于宏观经济等变量变化的预期及其自身的内生周期性特征；通货膨胀率、股票市值与国债利率期限结构的水平、斜率因子之间存在长期的协整关系，但是通货膨胀率和股票市值均不能显著引起水平因子的变化，水平因子与存款利率相关性较高，反映出货币政策向债券市场传导的效率有待完善；通货膨胀水平和股票市值均能显著引起斜率因子的变动，短期看来通货膨胀水平和股票市值影响斜率因子变动的方向不一致，但长期看来通货膨胀水平和股票市值均在缩小斜率因子方面效果显著，进一步证明了 Fisher 方程中斜率因子包含着通货膨胀水平的预期变动的结论；斜率因子还可以作为预测未来通货膨胀的重要指标，分析发现 2016 年下半年通货膨胀率将趋缓，央行可根据其通货膨胀目标和政策时滞，采取较为稳健的货币政策。

在中国债券市场逐步开放和货币政策调控逐步从数量型转向价格型的背景下，中国国债利率期限结构已经显示了对经济的预测功能，货币政策通过债券市场的传导的基本条件已具备。但是与西方发达国家相比，中国政府部门对此预测功能的分析和应用有待进一步开发，同时中国货币政策向债券收益率的传导效率较低，收益率曲线的有效性仍需提高。主要原因是中国债券发行期限结构、流动性、二级市场等尚不完善，各种因素从多种渠道弱化或扭曲了利率传导效率，也容易产生套利机会。因此，为进一步完善货币政策通过债券市场的传导效果，我们应当完善国债发行结构，并发展国债衍生品市场提高二级市场流动性，通过大规模的市场交易，提高无风险利率的基准性，畅通价格型政策的传导渠道。

中国房地产迈向新时代？

来源：FT 中文网(2018-04-26)

作者：明利

1987 年 12 月 1 日，深圳敲下了新中国土地拍卖的“第一槌”。1988 年 4 月 12 日，七届全国人大第一次会议通过修宪草案，将原宪法中禁止土地“出租”两字删去，明确规定“土地的使用权可以依照法律的规定转让”，中国房地产市场化改革正式拉开帷幕。但是，此时的房地产市场还不具备“做强做大”的条件，主要存在购房需求人群范围狭窄和地方政府推力不足等问题。1994 年的“分税制改革”在相当程度上奠定了中国房地产发展的动能基础，2001 年加入 WTO 为中国房地产发展提供了重要的金融条件和经济基础，开启了中国房地产市场快速发展的“黄金时期”。然而，随着 2008 年金融危机到来，特别是 2012 年之后，中国的“出口导向”模式日益式微，政府对房地产的态度也从先前的“鼓励”和“调控”逐渐转变为“严控”和“限制”，“房住不炒”和“租售并举”已经成为当前楼市的主基调。那么，中国房地产是否正在迈向“新时代”？我们应当如何理解这种历史性转变？为什么说“租赁房”和“房产税”势在必行？

房地产是政府精心培育的“花朵”

中国的房地产市场基本发轫于 2001 年之后，1987-2001 年间虽有零星的商品房供给，但受制于购房需求人群范围狭窄和地方政府推力不足等原因，中国商品房市场一直处于初始阶段。1994 年“分税制改革”大幅降低了地方政府的财政收入比例，但国内市场经济地位的确立和地方官员新考核机制的建立让广大地方政府开始加入一场轰轰烈烈的“GDP 锦标赛”，“财权”与“事权”的错位极大地刺

激了地方政府通过土地出让获取经济建设资金的述求；1997-1998年的国企改革从根本上打破了计划经济的“铁饭碗”，实现了国有企业与企业员工在“人身关系”和“体制”上的脱离，造就了大量的潜在购房群体；随后出台的一系列房地产政策进一步强化和扩大了购房群体范围：1998年7月，《关于进一步深化城镇住房制度改革，加快住房建设的通知》出台，决定自当年起停止住房实物分配，建立住房分配货币化、住房供给商品化、社会化的住房新体制；2001年8月后，政府部门不再审批合作建房等。这些政策都为2001年后的房地产大发展奠定了制度基础、激励基础和供需基础。

虽然各种改革推陈出新，但为什么2001年之前的中国楼市一直发展比较缓慢呢？除了广大居民对住房的观念从先前固有的“计划分房”转向当前市场化的“货币购房”需要一定的适应期之外，还有一个至关重要的原因是普通居民基本没有购房能力，计划经济时代的“低薪”和国企改革带来的“下岗”让一般家庭难以承受高额的购房支出。然而，这种局面在2001年被打破，2001年11月中国加入了WTO，从此开启了国民经济高速发展的10年，外贸经济突飞猛进造就了一大批市场化导向的外贸企业和民营企业，也极大地加快了中国的城市化进程，大量农村人口开始向沿海地区转移，广东、福建、浙江等许多“小渔村”变戏法似的在一夜之间成长为国际化大城市，一部分“先富起来”且早已脱离了“国企体制”的老板和员工成为商品房的巨大需求力量。因此，分税制改革带来的地方政府财权与事权的错位极大地刺激了地方政府“做强做大”房地产的述求，国企改革、房地产法规改革和外贸经济的发展造就了大量具有购房意愿和购房能力的潜在客群，供需双方第一次在商品房市场上形成了共振。

房地产不只是财政的“钱袋子”

至此，我们找到了楼市的供需力量，但这远不是中国房地产的全部，我们还需要弄明白的一个问题是，政府为什么要推进房地产市场化改革？或者说，政府为什么要花这么大力气来培育房地产市场？一个显而易见的答案是，政府可以从房地产市场中获利，事实也确实如此，2010年地方政府国有土地出让收入超过3万亿元，占当年地方本级财政收入的74%，2010-2017年土地出让收入年均增幅超过7%，2017年更是高达5.2万亿元，辽宁、山东和重庆等部分省市的土地出让金占地方公共财政收入的比重连续多年维持在50%以上，九江、杭州、南京、长沙等城市的土地财政依赖度在部分年份甚至超过了100%。因此，说“有利可图是地方政府着力培育房地产市场的原因”似乎很有道理，推而论之，甚至有人认为“地方政府通过房地产来转移居民财富”。但是，如果我们仔细推敲就会发现，政府通过房地产市场与民争利的观点更多地是一种“静态”和“分配”的观点，只看到了政府从居民手中“转移”了财富，却未看到居民财富的来源，而这些财富来源恰恰与房地产市场密切相关。若简单地把房地产看成是一个分配问题，也就只看到了房地产的表象，很难理解当下“房住不炒”的主基调和国家大力发展租赁房的决心以及推立房产税的必要性和迫切性。对这些问题的深入理解需要我们对房地产的认识从“静态分配”的角度上升到“动态发展”的高度。

曾有学者认为，中国的房地产市场更多地充当了地方政府融资和企业融资的质押物的角色，这为我们更好地理解房地产提供了一个全新的视角。但是，这种理解仍然局限在封闭化的经济体系之内，似乎难以解释为什么中国房地产的“黄金十年”与出口经济的“黄金十年”高度重合，或者说，为什么中国的房地产周期与对外贸易周期高度共振。同时，该观点主要着眼于地方政府发展房地产的动机，基本忽视了房地产的需求端，似有“单腿走路”的嫌疑。因此，还需要我们从更为广阔的视角来看待中国房地产市场的发展进程。

从开放经济角度看，中国的房地产发展与外贸经济发展是一个硬币的两面，对外出口为中国经济体带来了“外来财富”，房地产市场将这些“外来财富”不断地“吸收”和“释放”，进而推动中国经济高速发展。这种“吸收”对内表现为原本非商品的一般土地开始转化为商品化的开发用地，相应地也就需要“占用”一定量的货币，这些被占用的货币成为M2减去GDP和CPI之后的残差项的主要构成部分。“吸收”了大量“外来财富”或“占用”了大量货币后的商品房用地随即进入开发环节，这

会带来钢铁、水泥、管道,甚至建筑、冶金、家电等行业的大发展,相关行业兴起的过程就是国民经济高速发展的过程,也是拉动居民就业和提高居民收入的过程,在金融上表现为房地产和由房地产而兴起的相关行业以及购房的居民对货币的“释放”和“创造”过程。因此,我们不能简单地把房地产看成一个孤立的行业,也不能片面地将房地产理解为政府和企业的融资质押物,房地产在中国经济发展过程中充当了把“外来财富”在国内进行“资本化”的角色,它造就了中国经济的投资驱动模式,甚至在某种程度上直接促成了“高增长,低通胀”的“中国奇迹”。房地产投资占固定资产投资的比例常年维持在20%以上,房地产对GDP的综合贡献率也基本维持在20%左右。如果我们把出口赚取的“外来财富”看作是“基础货币”,那么这些基础货币还需要通过国内商业银行进行货币创造才能最大化地发挥作用,房地产正是在一定程度上扮演着“货币乘数”的角色,通过影响与之相关的近20个上下游行业实现了这些外来“基础货币”在国内的“资本化”。

房地产旧模式的“终结”与新时代的“再生”

既然房地产和外贸是一个硬币的两面,那么“出口导向”经济模式的式微必将带来房地产市场的衰落。一方面,快速下降的外来“基础货币”已经不再需要房地产这个“货币乘数”,另一方面,若继续坚持用房地产来做大“货币乘数”则会直接带来产能的大量过剩和宏观杠杆率的快速上升。在出口创汇时代,先创造M2,后创造基础货币,也就是说,M2里面包含了大量的基础货币,或者更直观地说,M2的增长在很大程度上体现了企业和居民资产的增长。但是,随着外汇占款带来的基础货币的急剧下降,人民币日益“失锚”,M2的内涵相应地从“国际开放式”走向了“国内封闭式”,它的增长直接表现为中国宏观杠杆率的上行。此时,若房地产再像以前一样高歌猛进,则居民杠杆率会随之快速攀升。数据显示,2002-2008年居民杠杆率(居民债务与可支配收入之比)基本维持在30%左右,但从2009年开始,居民杠杆率开始快速攀升,2009年为40.2%,比2008年增加了9.1%,2017年更是高达75.6%,2009-2017年均上升5%。这预示着传统的“政府卖地-房企开发-居民购房”的房地产旧模式难以为继,新时代呼唤新的房地产模式。

虽然房地产旧模式的继续推进很可能意味着杠杆率的快速攀升,但房地产依然在加快城市化进程、改善居住生活条件,甚至事关广大市民“安居乐业”等方面发挥着难以替代的重要作用。如何“趋利避害”成为摆在我们面前的重要课题,既要保留房地产的有利功能,又要避免传统开发模式对杠杆率的负面影响,“保护刚需”、“打击炒房”和大力发展“租赁房”无疑是最佳选择,尤其是租赁房不仅可以较好地满足国家加快城市化进程的述求,保障居民的居住需求,还可以从根本上抑制杠杆率过快攀升。2017年12月8日的中央政治局工作会议提出“加快住房制度改革和长效机制建设”,2018年3月5日的政府工作报告提出“培育住房租赁市场,发展共有产权住房,加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”,“租售并举”已然上升到住房制度层面,大力发展“租赁房”是完全符合中国房地产市场发展进程和国民经济发展阶段的重大历史性战略抉择。同时,为了净化房地产需求端,真正做到“保护刚需”和“打击炒房”,房产税也就成了必然选择,2018年的政府工作报告已经明确提出“稳妥推进房地产税立法”。

结语

通过回顾中国房地产市场的发展历程可以看到,80年代后期和90年代的诸多改革都为2001年后的房地产市场蓬勃发展创造了条件;加入WTO后,外贸经济的高速发展为房地产的快速发展奠定了经济金融基础。房地产的蓬勃发展较好地实现了把“外来财富”在中国国内的“资本化”,地产经济和出口经济相得益彰,共同推动了中国经济的高速发展。然而,随着外贸经济的日益式微,房地产的单边突进很可能意味着宏观杠杆率的快速攀升;为了避免房地产旧模式对经济发展和金融稳定的危害,但同时还要保留房地产对促进城市化进程和满足人民群众安居乐业的需要等实用性功能,国家审时度势地提出了“房住不炒”的主基调,明确了“加快住房制度改革和长效机制建设”,提出了“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”和“稳妥推进房地产税立法”,这些政策都

是符合中国房地产发展进程和国民经济发展阶段的正确抉择。随着相关政策的加速出台，中国房地产市场也将逐渐从以前“开发-销售”的旧时代进入“租售并举”的新时代。

中国央行一季度货币政策报告的 6 个信号

来源：华尔街见闻网(2018-05-14)

作者：熊园(中国人民大学国际货币研究所研究员、盘古智库高级研究员)

事件：本周五(2018 年 5 月 11 日)，我国央行发布《2018 年第 1 季度中国货币政策执行报告》(以下简称《报告》)，《报告》梳理了 2018 年第一季度我国货币信贷概况、货币政策操作、金融市场运行和国内外宏观经济形势的总体情况，并展望了二季度中国宏观经济和介绍了下一阶段我国货币政策思路。同时，《报告》撰写了 4 个专栏，分别为：专栏 1《人民币国际化的新进展》；专栏 2《中央银行合格交易对手方》；专栏 3《中央银行的利率调控与传导》；专栏 4《中国宏观杠杆率的新变化》。

核心结论：央行每个季度的货币政策执行报告是把脉货币政策走向的关键资料，历来被各方高度关注。本次《报告》主要透露了以下信息：

- 1、对全球及我国经济没有此前乐观，认为贸易摩擦和全球金融市场波动性加大是重要风险；
- 2、对通胀并不担忧；我们仍然提示二季度有望成为全年广义通胀最高点，对应的二季度名义 GDP 增速也可能是全年高点；
- 3、进一步淡化 M2 的信号意义，我们仍然提示需要密切关注 M1-M2 “剪刀差”连续为负，历史看意味着经济放缓、通胀下行以及资产价格下跌；
- 4、货币政策基调由去年的稳健中性(但其实是易紧难松)变为了真正的中性，政策目标也由“去杠杆”转为“稳杠杆”，开始向“稳增长”倾斜。一句话，货币已经边际趋松；
- 5、继续突出由数量型调控转向利率等价格型调控，不再强调“削峰填谷”操作，并逐步让存贷款利率与货币市场利率合轨，后续要额外关注利率市场化进程；
- 6、更加强调防范金融风险，金融监管并未转向，只是节奏和力度有所放缓，尚需警惕后续细则以及执行节奏可能超预期的冲击，以及城投、城商行等破产倒闭的冲击。一句话，以时间换空间；
- 7、其它值得关注的小点：1 季度各类贷款利率明显上浮；中小银行同业存单将纳入 MPA 考核；首次关注金融科技的新风险；重点强调债券市场开放，并突出了人民币国际化。

风险提示：中美冲突升级；我国经济大幅下行。

具体如下：

- 1、对全球及我国经济没有此前乐观，认为贸易摩擦和全球金融市场波动性加大是重要风险。

《报告》认为“当前世界政治经济环境更加错综复杂”、“对全球经济增长前景总体乐观”(去年四季度为“全球经济增长前景有望继续改善”)；《报告》认为“国民经济保持平稳增长”(去年四季度为“中国经济运行稳中向好、好于预期”)，再结合 4.23 政治局会议提出的“完成全年目标任务需要付出艰苦努力”以及时隔三年再提“扩大内需”，事实上，对全球及我国经济没有此前乐观了。

《报告》突出了贸易摩擦的负面冲击，认为“全球贸易摩擦升级，成为影响全球经济增长的重要风险，甚至引发更大的全球宏观经济风险”；同时，报告认为“资产价格处于历史高位，金融市场脆弱性上升，全球金融市场波动的风险隐患上升”，其实，鲍威尔就任美联储新主席的首次讲话，就警惕了资产价格过高。

2、对通胀并不担忧；我们仍然提示二季度有望成为全年广义通胀最高点，对应的二季度名义GDP增速也可能是全年高点。

《报告》认为“物价形势总体较为稳定”，并强调“受去产能、环保督查、大宗商品价格回升等叠加影响，部分价格可能上行，2018年消费物价的翘尾因素也比上年高一些，但总体来看通胀压力可控”。从今年前4个月的物价走势来看，总体还是符合市场一致预期，即CPI温和上行，PPI缓慢回落。

再次提示二季度将为今年广义通胀最高点，对应的，对应的二季度名义GDP增速也可能是全年高点。中性预测下，二季度CPI有望在2%-2.4%(一季度2.1%)，PPI有望较一季度的3.7%反弹至3.8%-4.5%（低基数和油价带动，4月以来CRB工业原材料价格也开始反弹）；下半年CPI和PPI均有所回落。因此，二季度广义通胀（70%PPI+30%CPI）为3.4%-3.8%，较一季度（3.2%）有所回升；对应的，二季度实际GDP增速降至6.7%（一季度6.8%），二季度名义GDP增速有望小幅反弹至10.3%-10.4%（一季度10.2%）。

3、进一步淡化M2的信号意义，我们仍然提示需要密切关注M1-M2“剪刀差”连续为负，历史看意味着经济放缓、通胀下行以及资产价格下跌。

《报告》认为“M2增速趋稳，有利于宏观上稳杠杆，助力打好防范化解重大风险攻坚战”，并再次强调“随着市场深化和金融创新发展，影响货币供给的因素愈加复杂，M2的可测性、可控性以及与实体经济的相关性都在下降”，不难看出，央行还是在有意淡化M2的信号意义（尽管市场还是很关注M2）。

应密切关注M1-M2“剪刀差”持续为负的情况。今年2月至4月，M1-M2“剪刀差”分别为-0.3%、-1.1%和-1.1%，连续三个月为负，此前连续28个月均为正。根据国盛宏观的统计发现，一旦为负就会持续数月（最短为10个月），而在历史上M1-M2的剪刀差为负的时间段中，往往对应着经济放缓、通胀下跌，以及资产价格下跌。往后看，接下来几个月M1-M2“剪刀差”大概率为负，预示通胀将继续走弱、经济趋于下行、房地产销售延续下滑。

4、货币政策基调由去年的稳健中性（但其实是易紧难松）变为了真正中性；政策目标也由“去杠杆”转为“稳杠杆”，表明政策目标转为更加关注经济面，开始向“稳增长”倾斜。一句话，货币已经边际趋松。

《报告》延续了“保持货币政策的稳健中性，管住货币供给总闸门”的提法，但更强调“调结构”，认为要“把握好稳增长、调结构、防风险之间的平衡”（去年四季度为“把握好稳增长、去杠杆、防风险”之间的平衡），而且将“综合考虑金融监管政策的宏观效应及金融业态和市场运行格局的影响”改为“综合考虑宏观经济运行变化，加强政策协调”，表明政策目标转为更加关注经济面，开始向“稳增长”倾斜。再结合4月18日“出人意料”的降准，表明货币政策真正走向了“中性”，货币其实开始边际趋松。

具体到去杠杆，《报告》的提法与一季度中央财经委会议提出的“结构性去杠杆”形成呼应，进一步地，专栏4《中国宏观杠杆率的新变化》中指出，“未来我国宏观杠杆率有望进一步趋稳，并逐步实现结构性去杠杆”，主要基于以下原因：一是我国经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段，必然要求提高债务资金的利用效率，有助于带动杠杆率下行；二是我国货币化进程将趋于放缓，在杠杆

率上会有所显现；三是金融监管加强，将抑制影子银行导致杠杆率上升的状况；四是地方政府债务约束硬化；五是供给侧结构性改革进一步推进，加之市场化法治化债转股深入实施等。

5、专栏讨论了“中央银行的利率调控与传导”，继续突出由数量型调控转向利率等价格型调控，不再强调“削峰填谷”操作，并逐步让存贷款利率与货币市场利率合轨，后续要额外关注利率市场化进程。

《报告》认为要“把握好流动性的总量和结构，并发挥价格杠杆作用”，专栏3《中央银行的利率调控与传导》中也指出“在货币政策调控中更加注重价格型信号及其传导，探索实施价格型调控和预期管理”，与十三五规划提出的“构建目标利率和利率走廊机制，推动货币政策由数量型调控为主向价格型调控为主转变”以及党的十九大提出的“深化利率和汇率市场化改革，价格型调控机制建设不断推进。”相呼应。同时，《报告》指出要“继续稳步推进利率市场化改革。推动利率‘两轨’逐步合‘一轨’，趋向市场化的方向”。此外，《报告》不再强调“削峰填谷”操作（去年四季度为“削峰填谷”维护流动性合理稳定），也表明央行在淡化数量化调控。

6、更加强调防范金融风险，金融监管并未转向，只是节奏和力度有所放缓，“破刚兑、去资金池化、去通道、禁嵌套”仍然在路上；尚需警惕后续细则以及执行节奏可能超预期的冲击，以及城投、城商行等破产倒闭的冲击。一句话，以时间换空间。

在下一阶段货币政策思路中，《报告》强调了“打好防范化解重大金融风险攻坚战”（去年四季度为“立足金融服务实体经济本质要求，做好重点领域风险防范和处置”），报告指出要“优先处理可能影响经济社会稳定和引发系统性风险的问题。抓紧补齐监管制度短板，有效控制宏观杠杆率和重点领域风险，积极化解影子银行风险，稳妥处置各类金融机构风险，全面清理整顿金融秩序”。

《报告》再次强调了资管新规，“明确资产管理业务不得承诺保本保收益，坚持公允价值计量原则，打破刚性兑付。严格非标准化债权类资产投资要求，禁止资金池，防范影子银行风险和流动性风险。分类统一负债和分级杠杆要求，消除多层嵌套，抑制通道业务”，简单说，“破刚兑、去资金池化、去通道、禁嵌套”仍然在路上。

我们维持判断，金融监管并未转向，只是节奏和力度有所放缓，尚需警惕后续细则以及执行节奏可能超预期的冲击（预计细则5月底陆续颁布），以及城投、城商行等破产倒闭的冲击（目前已经开始有债务违约相继出现）。

7、其它值得关注的小点：1 季度各类贷款利率明显上浮；将中小银行同业存单纳入MPA考核；首次关注金融科技的新风险；重点强调债券市场开放，并突出了人民币国际化。

一季度各类贷款利率明显上浮。3月，非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为5.96%，比上年12月上升0.22个百分点。其中，一般贷款加权平均利率为6.01%，比上年12月上升0.21个百分点；票据融资加权平均利率为5.58%，比上年12月上升0.35个百分点。个人住房贷款利率略有上升，3月加权平均利率为5.42%，比上年12月上升0.16个百分点。除房贷利率上行速度小于去年四季度外，其他贷款利率上行速度相比去年四季度显著加快（去年四季度非金融企业贷款利率环比下降0.02个百分点，一般贷款利率环比下降0.06个百分点，房贷利率上行幅度为0.25个百分点）。

将中小银行同业存单纳入MPA考核。《报告》指出，从2018年一季度开始，央行已经将5000亿规模以上银行同业存单纳入MPA考核当中；要进一步加强宏观审慎管理，完善宏观审慎评估，拟于2019年第一季度评估时将资产规模5000亿元以下金融机构发行的同业存单纳入MPA考核。

首次关注金融科技的新风险。《报告》认为“与金融科技等新技术相伴而生的新风险亦不容忽视，对全球金融监管构成新的挑战”，应是对区块链（比特币）等金融技术的担忧。

继续强调债券市场开放。《报告》提出“有序稳步推动债券市场双向开放，继续支持境外各类主体在境内人民币市场发行债券融资及境内机构赴境外发行债券，同时推动境外主体投资境内债券市场”，这与我国当前着力扩大金融开放相呼应。

报告专栏讨论了《人民币国际化的新进展》，人民币国际化有望提速。《报告》认为“2018 年以来，人民币跨境使用政策进一步优化，相关基础设施继续完善，人民币国际化取得新进展”，下一步将“不断完善人民币跨境业务政策框架，优化相关基础设施，顺应人民币国际使用的不断扩大”。

新闻快讯

降准启动 央行货币政策组合拳释放流动性

来源：证券日报(2018-04-25)

作者：傅苏颖

《证券日报》记者获悉，24 日，央行发布公告称，以利率招标方式开展 300 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率为 2.55%。由于当日无逆回购到期，因此，实现资金净投放 300 亿元。

对此，东方金诚研究发展部副总经理王青昨日对《证券日报》记者表示，近期流动性明显偏紧是昨日央行在公开市场操作上转为净投放的主要原因。4 月 23 日，交易所市场短期国债逆回购利率出现大幅飙升，其中上证所隔夜国债逆回购利率（GC001）盘中最高报 10.050%，最终收于 8.870%，甚至高于春节前水平，其他期限利率全线上涨。24 日央行净投放规模有限，GC001 利率延续小幅上涨，但其他主要期限回购利率普遍下行。

4 月 17 日晚间，央行宣布，将于 4 月 25 日下调存款准备金率。央行表示，此次是对“部分金融机构”降准，以“置换中期借贷便利”，货币政策仍维持“稳健中性”。在央行宣布降准置换中期借贷便利（MLF）之后的连续数日里，市场的流动性出现超预期紧张。

究其原因，王青认为，直接原因是 4 月下旬缴税规模较大，集中走款对流动性造成较大压力，而降准要到 4 月 25 日才执行。同时，当前资金面紧张，一定程度上也有市场对央行宣布“定向降准”过度反应的因素。

联讯证券董事总经理、首席宏观研究员李奇霖昨日也对《证券日报》记者表示，资金面连续多日收紧，资金供给的相对匮乏只是一个背景辅助，主要问题出在资金需求端，即金融机构的加杠杆行为带动的融资需求。

在李奇霖看来，此次降准固然有多种理由，但无论怎么说，都是央行在主动释放低成本、长期限的资金，超出了市场预期。这对于一直无法判断政策方向的投资者而言，无疑是确认 2018 年流动性较 2017 年整体改善的一个积极信号。

王青认为，短期来看，随着税期结束、降准在即，以及月末财政支出增加，资金面压力有望得到一定缓解。考虑到调结构和扩大内需等高质量发展需要，央行有可能对流动性采取更为精细化的管理，优化流动性结构，同时通过引导存款利率上行、货币市场利率下行的方式逐步实现双轨制利率并轨，年内市场流动性在总量和结构层面均有望好于今年。

钢铁关税生效在即

欧洲计划对美让步、一致对华

来源：华尔街见闻网(2018-04-19)

作者：祁月

据华尔街日报，欧盟正在拟定一项和平提议，希望能结束特朗普政府在贸易领域的敌对行动，避免在两周内被施加钢铝关税。

微缩版 TTIP

根据报道，欧盟正在考虑的提案核心内容是：一个微缩版、简化版的跨大西洋贸易和投资伙伴关系协定（TTIP）。它将满足特朗普政府之前提出的关键要求：降低美国的汽车及其零部件，以及工业机器设备进入欧盟的关税。

报道还引述一位德国官员的消息称，最终的协议可能包括欧盟承诺与美国共同参与利用 WTO 规则来对抗中国的法律行动，欧洲各国政府还将承诺对中国施加更大压力，以便为欧美企业创造一个更为公平的竞争环境，并遏制知识产权盗窃。

一位欧洲官员称，为了完成上述提案，欧盟正在考虑与美国联手，以处理双方都认为的中国不公平贸易行为。

欧洲让步

上述提议意味着欧盟已经大幅转变了立场。

关于 TTIP 的谈判始自于奥巴马政府，但由于遭到欧盟内部的激烈政治反对和英国公投退欧，谈判深陷僵局。

而在上月底，特朗普政府为了拉拢欧洲，表露出愿意重启谈判、打破僵局的信号，条件是欧盟需要与美国联手协作，对中国施压，与中国在贸易领域展开竞争。此前，特朗普在上台后实质上冻结了 TTIP 协商。

美国媒体称，3 月 11 日，当年搞垮日本的美国贸易代表莱特希泽赴欧与欧盟官员和日本秘密协商，将用钢铝关税作为契机，让盟友们联合起来对付中国。

华尔街见闻在《大特写 | 美国联合欧盟遏制中国？德国的欧洲怕的是“唇亡齿寒”》一文中提及，当时以德国为首的欧盟仿佛并不买账，德国和欧盟代表对美方频频发出极其鹰派的“回应”。

欧盟贸易首席代表 Malmstrom 称，欧盟应当与美国联手解决中国产能过剩问题，而不是考虑在大西洋两岸大打贸易战。

华尔街见闻文章分析称，表面上看起来，欧盟很多强硬姿态只是为了争取更加有利条件的手段。但德国大概不会忘记曾被美国贸易政策狠狠“搞过”两次的惨痛经历。实际上，欧盟和中国在很大程度上已经形成了“唇亡齿寒”的关系。

讽刺的是，欧盟正在考虑的微缩版 TTIP 协议正是由德国最初提出来的。如果欧盟与美国的贸易争端也愈演愈烈，那么高度依赖出口的德国将遭受最大的损失。

在德国的推动下，欧洲的行动越来越积极主动。除了上述提议之外，他们还加快了与此无关的一些谈判，比如他们打算让更多的美国高端牛肉进入欧洲市场。过去多年来，关于这项内容的谈判一直拖拖拉拉的。

美国动用的贸易战工具比之前更阴险、更危险

华尔街见闻在《大特写 | 中美贸易战美国再出招 “花拳绣腿” 背后揭示全面暗战》一文中提及，除了正在考虑联手的欧盟之外，台湾和澳大利亚已经加入了美国的“战队”。

4月17日，美国宣布对产自中国的钢制轮毂产品发起反倾销和反补贴调查（即“双反”调查）。当天，美商务部还初裁从中国进口的通用铝合金板存在补贴行为。

就在此后24小时内，台湾宣布对自中国大陆进口特定碳钢冷轧钢品，不锈钢热轧钢品，镀锌、锌合金扁轧钢品、碳钢钢板、不锈钢冷轧钢品等五类钢铁产品发起反补贴调查；同时，对特定碳钢冷轧钢品，不锈钢热轧钢品发起反倾销调查。

澳大利亚反倾销委员会也在昨日发布公告，正式对原产于中国的铁道轮毂发起反倾销反补贴调查。

在美国与中国的贸易争端加剧之际，跨大西洋贸易谈判局势转变，使得正在齐头并进增长的全球经济前景受到威胁。国际货币基金组织（IMF）本月早些时候就曾警告称，全球贸易秩序可能因贸易战而“四分五裂”。

分析：刘鹤访美前美方特意降低外界预期

来源：FT 中文网 (2018-05-16)

作者：吴佳柏，肖恩·唐南，爱德华·怀特

美国驻华大使特里·布兰斯塔德(Terry Branstad)昨日表示，在围绕贸易、技术和市场准入的纠纷上，美国和中国的立场“仍然相距遥远”。在中国一名高官访问华盛顿前夕，此言意在引导外界期望。

布兰斯塔德在东京发表讲话时表示，他的国家希望看到开放市场的“具体时间表”。此前本月访问北京的美国代表团已交给中方一份要求清单。布兰斯塔德是参加那次会谈的七名美国代表之一。

“中方曾说，‘我们希望看到具体细节’。就贸易问题而言，我方向他们提供了全部具体细节。所以他们现在不能说他们不知道我们要什么，”路透社援引他的话称。“我们仍然相距遥远。”

布兰斯塔德表示，中国并没有兑现开放金融服务和降低汽车关税的承诺。“中国在很多领域作出了承诺，但没有做到。我方希望看到一份时间表。无论早晚，我们希望看到这些事情发生，”他说。

唐纳德·特朗普(Donald Trump)总统重申，他渴望与北京方面达成协议。

“对华贸易谈判正在继续进行。多年来，他们每年从美国获得数千亿美元。请继续关注！”他在

Twitter 上写道。

美国已经威胁要对价值 1500 亿美元的中国输美产品征收关税，中国则表示将进行报复，征收同等力度的关税。特朗普要求北京方面在未来两年内将美国对华 3370 亿美元的贸易逆差减少 2000 亿美元。

据听取了谈判介绍的人士透露，双方本周将讨论一项可能的“小交易”：美国将减少对中兴通讯 (ZTE) 的处罚（特朗普在周日出面为这家中国电信设备制造商说情），而中国将撤销报复美国农产品出口的威胁。

但是，有关该交易的消息正面临美国商界的反对，而华盛顿的共和党 and 民主党人士都担心，特朗普可能错过迫使中国推行更有意义的经济改革的机会。

“即将再一次在谈判中被中国占上风，”共和党参议员马可·鲁比奥 (Marco Rubio) 昨日在 Twitter 上写道。“中国打算主宰 21 世纪的关键产业——不是通过创新上胜过我国，而是通过窃取我们的知识产权和利用我们的开放经济，同时保持他们的经济封闭。我们为什么要通过在中兴问题上达成糟糕的协议，来帮助他们实现这一目标？”

布兰斯塔德表示，特朗普希望看到美国对华食品出口出现“显著增加”。“我们希望看到中国和美国一样开放。”

中国国家主席习近平的首席经济顾问、国务院副总理刘鹤昨晚抵达华盛顿，将进行至少三天的会谈。

本月初在北京进行的讨论没有带来任何协议，但双方同意继续商谈。除了要求减少贸易逆差外，美国还希望中国终止对战略产业的补贴，并加强知识产权保护。

美国企业私下担心，特朗普准备就减少双边贸易逆差达成快速协议，而不去解决这些更广泛的问题。作为贸易谈判的一部分，特朗普承诺放宽对中兴的制裁——这件事加剧了人们的担忧。

“（我们的成员）不想要关税，”美国商会 (US Chamber of Commerce) 会长托马斯·多诺霍 (Thomas Donohue) 在北京表示。“另一方面，他们迫切希望中国的系统性问题得到解决。”