

2019 年第 2 期 总第 26 期

财经参考

上海对外经贸大学图书馆主办



财经参考

2019 年第 2 期·总第 26 期

国际财经

拉美：WTO 改革迫在眉睫.....	1
美债收益率曲线倒挂的成因.....	2
数字时代：IMF 与中央银行的新战场.....	5
一周世界舆论聚焦：中、美、欧展开三边政经大博弈.....	8

国内财经

GDP6.4%燃起了什么？浇灭了什么？	12
货币、债务和汇率的三大误解.....	19
从我国 70 年来的发展谈现代经济学理论自主创新的必要和方向.....	22

新闻快讯

欧央行高官：对于英国“硬脱欧”的风险，市场还是忽视.....	27
美联储会迫于压力降息吗？机构预言美股二季度见顶.....	28
IMF 下调今明两年全球增长预测.....	30

财经参考

国际财经

拉米：WTO 改革迫在眉睫

来源：FT 中文网 (2019-0408)

作者：帕斯卡尔·拉米 (世界贸易组织原总干事、巴黎和平论坛主席)

2019 年 3 月 25 日，全球化智库 (CCG) 在北京总部举办了以“WTO 改革和多边贸易体制的未来”为主题的圆桌研讨会。会上，世界贸易组织 (WTO) 原总干事、巴黎和平论坛主席帕斯卡尔·拉米 (Pascal Lamy) 发表了演讲，并与多位贸易领域的专家领袖围绕 WTO 的现状和困境、WTO 改革面临的挑战和多边贸易体制的改进方式等问题展开了交流讨论。

以下为演讲实录：

下午好，女士们先生们！接下来我将简单阐述我的观点。我认为，我们生活在一个贸易时代，良好的贸易体系正在以一种完全前所未有的方式运作着。大家可以看看过去的 50 年，这已经不是什么秘密了。目前对贸易活动的关注程度远远高于其他任何时候。

挑战与机遇并存：WTO 改革迫在眉睫

之所以目前全球日益增长的动荡局势会对 WTO 造成了前所未有的冲击，主要有以下三点原因：

第一个是社会经济问题，尤其是美国等一些国家的社会经济问题。贸易开放创造了贸易赢家和输家，在像美国这样社会制度稍微薄弱的国家，同样的输家比其他国家遭受的痛苦更大。因此，奉行贸易保护主义的特朗普“顺其自然”地当选了总统，这一点也不足为奇，因为这就是我们所处现实中的政治。

第二个是美国与中国之间的地缘政治竞争，中美很长一段时间都处于地缘政治竞争之中。历史上，中美两国的制度一直变化着，平衡状态也是变化着的。很明显，就目前而言，这种地缘政治竞争已经比之前更激烈了。当前，美国将中国视为威胁，中国也将美国视为竞争对手。此外，中国新的领导层更强势，在立场上表达更为自信，而这在美国看来，愈发坚信中国需要受到遏制。

第三个是多边贸易体制，它并不是唯一一个对贸易进行监管的地方，而贸易是一个主要的多边平台。世贸组织承担着推进贸易领域公平竞争的使命。事实上，多边贸易机制目前并没有完成其核心任务，即平衡贸易的竞争环境。其次，WTO 的行动手册还没有发展到确保每位成员都能在平等竞争环境中被提供服务。因此，WTO 需要在特定领域进行更新改革，以实现这一目标，并保持其有效性和相关性。

这并不是世贸组织第一次需要调整。由于一些原因，WTO 改革一直未能成功推进。早在 2008 年各国就曾呼吁过 WTO 改革，但遭到了美国和印度这两个国家的反对。但如今，我们已有新的动机来调

整规则手册，首先需要解决一系列紧迫问题，使 WTO 在当前的危机中幸存下来，然后再继续解决未来可能存在的问题。例如世界经济和技术的演变，供应链转换，全球数字化等等。在我们取得这些成就前，我们需要一个中期和长期的议程，我们需要在更短的时间里解决当前困难并生存下来。但是目前我们没有任何保障，美国总统对世贸组织的态度尚不明朗，我们不知道特朗普是否愿意积极参与世界贸易组织改革，或是退出世界贸易组织。WTO 改革已经刻不容缓。

长期与短期：WTO 改革需要各国同心协力

我认为，未来 WTO 的改革应该分为短期性和长期性的，短期内需要改革的问题有三个：

首先是目前体系对限制补贴的制裁力度太弱，尤其是自从中国国有企业再次增长以来，大型国有企业现在在中国占主导地位，并且很多已走出国门，而政府对企业的补贴，使这些公司得以通过超低价在国际市场击垮没有补贴的外国同行。

第二个需要关注的问题是争端解决机制。众所周知，美国阻挠 WTO 争端解决机制下的上诉机构开启新法官候选人甄选程序。我们需要完善世贸组织的法规，需要对此进行程序修订，很明显，美国对此并不高兴。应该如何处理这个问题？美国提出了一个他们自己也不知道如何解决的问题，到目前为止，很遗憾，美国拒绝了所有的提议。问题到底是什么？解决办法是什么，这有待时间来检验。

第三个问题是一个技术性问题，涉及到如何对贸易壁垒进行透明审查和通知等义务。这在工业或是农业领域都是很重要的，因为现实操作中，它与世贸组织的运作方式、行业审查的方式有很大关系。这是一个相当重要的系统，这也是我为什么要把它放在必须在短期内解决议题中的原因。

另一方面，从长期来看，WTO 需要改革的方面包括农业补贴条款。美国和印度无法接受有关农业进口条款的措辞，这将导致关税和补贴的降低。美国、欧盟和中国在贸易壁垒问题上有着根深蒂固的分歧，而世贸组织不应该让自己背上如此沉重的负担。如果我们需要一个全新的 WTO，我们需要长期的努力。我们生活在一个风险社会，WTO 需要为货物和服务提供必要的安全防范措施。WTO 的目标是保护了消费者，而不是生产者。

处理世贸组织危机已经迫在眉睫。日本和欧盟已经提出他们的担忧，我们需要一个多边贸易体系。我们之所以会提出这个想法是因为美国和中国已经有能力承担这一责任，但我们发现积极杠杆很难实现，因此我们需要尽可能防止消极因素的产生。

谢谢！

美债收益率曲线倒挂的成因

来源：FT 中文网(2019-04-10)

作者：钟正生、张璐(FT 中文网撰稿人)

2019 年 3 月 22 日隔夜美股大跌，标普 500 收跌 1.90%，创 1 月以来最大单日跌幅，VIX 指数显著上升至 16.48。而 3 月 6 日以来，A 股做多力量渐有消耗，北向资金流入明显放缓，美股此番下跌很可能对 A 股产生拖累。触发美股下跌的因素：一是，3 月欧美日制造业 PMI 初值皆显著不及预期，尤其欧元区 PMI 继续快速跌落至 47.6，日本持平于 48.9，美国进一步降至 52.5，这引发对全球经济下行的更大担忧；二是，美债 10 年-3 个月收益率 2007 年以来首现倒挂，而历史上美债收益率曲线

倒挂对美国经济衰退和美股大跌有一定领先意义。随着 3 月 21 日美联储 FOMC 议息会议确认暂停加息和结束缩表计划，全球央行转向宽松的预期落地，未来一段时间经济基本面对全球市场的影响将占上风。

分析美债收益率曲线倒挂的成因，我们认为，市场也许高估了曲线倒挂对美国经济衰退的指向性。10 年-3 个月美债收益率曲线之所以倒挂，是因为在 10 年美债收益率大幅下行的同时，3 个月利率居高不下，而造成 3 个月利率高企的一个重要原因则是美联储缩表。一个证据是，2017 年底美联储开始缩表以来，3 个月美债收益率开始转而趋势性地高于美国联邦基金利率，表明短端利率受到了向上的牵引。市场此前对美联储缩表影响的关注，多集中在其对长端利率的上推作用，而可能忽视了伴随缩表的准备金规模下降对短端利率的上推作用。近期波士顿联储的一项测算表明，截至 2019 年 1 月，美联储缩表大约造成美国联邦基金利率额外上行 2bp。随着美联储持续缩表，尤其是 2018 年 10 月缩表节奏达到最快、缩表总量接近 5000 亿美元之后，应该看到，美债收益率曲线比以往更加容易倒挂。

美联储缩表推升短端利率的机制在于，国际金融危机以后伴随三轮 QE 的推出，美联储的利率调控机制已经从危机前的“利率走廊”(Corridor System)转变为非常规的“利率地板”(Floor System)。

危机前，美联储通过公开市场操作调节金融系统的准备金余额，从而将联邦基金利率控制在目标范围内。利率走廊的上限是贴现利率（没有机构愿意以高于贴现利率的价格从市场上融入资金）。利率走廊机制的运行有一个前提，就是金融系统的准备金是稀缺的，从而美联储通过公开市场操作能够影响联邦基金利率水平。然而，三轮 QE 使美联储的资产负债表扩张了接近 4 倍，其中又主要体现为联储银行准备金规模的扩张。这导致国际金融危机后美国金融体系的准备金不再稀缺，美联储传统的利率走廊机制也发生了明显变化。

危机后，超额准备金规模暴增，为了避免造成流动性泛滥、并补偿银行持有大量准备金的成本，美联储开始为准备金付息，超额准备金利率（IOER）成为联邦基金利率的实际上限。IOER 之所以由理论下限变成了实际上限是因为，三轮 QE 之后准备金由稀缺转为过剩，货币市场基金（MMF）、政府支持机构（GSE）等货币市场成员也开始在货币市场上拆出资金，但这些非银行金融机构没有资格享受美联储的超额准备金利率。这就存在一个套利机制：非银机构可以在联邦基金市场上，以低于准备金利率的水平拆出资金给存款机构，存款机构再将融入资金转存到美联储获得准备金利率。通过这个

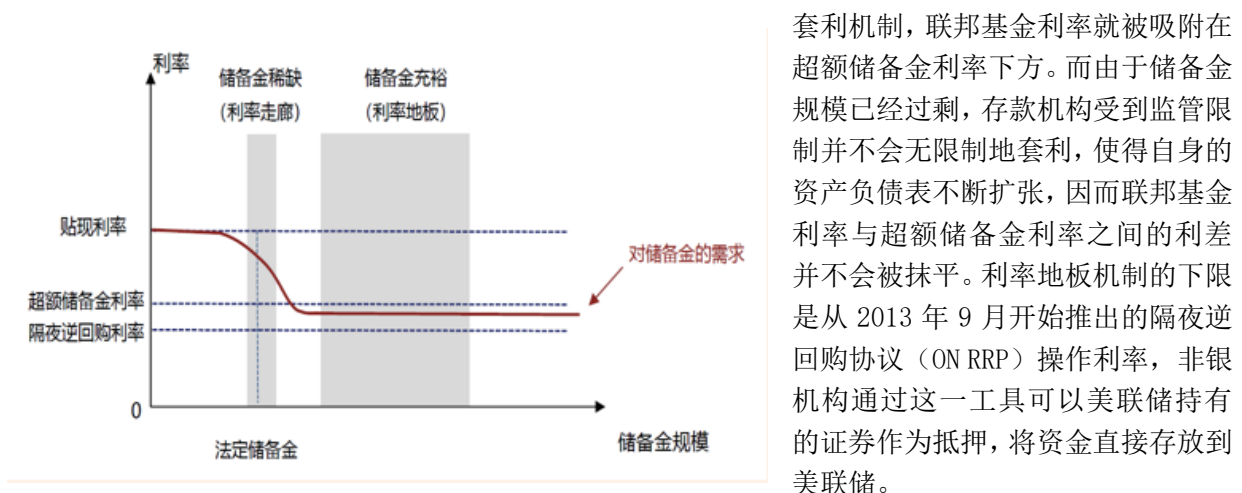


图 1：美联储从“利率走廊”转向“利率地板”机制

这个利率地板机制运行起来比较简洁，美联储只需调控 IOER 和 ONRRP 两个利率就可以实现联邦基金目标利率，但其前提是准备金供给必须足够充裕。随着美联储缩表的推进美国，金融体系的准备金

金规模下降，利率地板机制开始受到冲击。其主要表现为，联邦基金利率与超额准备金利率之间的利差被不断压缩。此前，IOER 刚好设定在联邦基金目标利率的上限，并跟随美联储加息而同步上调，但利差压缩之后，就导致联邦基金利率总是运行在贴近目标利率的上限水平上。为纠正这一问题，2018年6月，美联储在加息25bp的同时，只上调IOER 20bp，2018年12月加息时又只上调IOER 20bp。

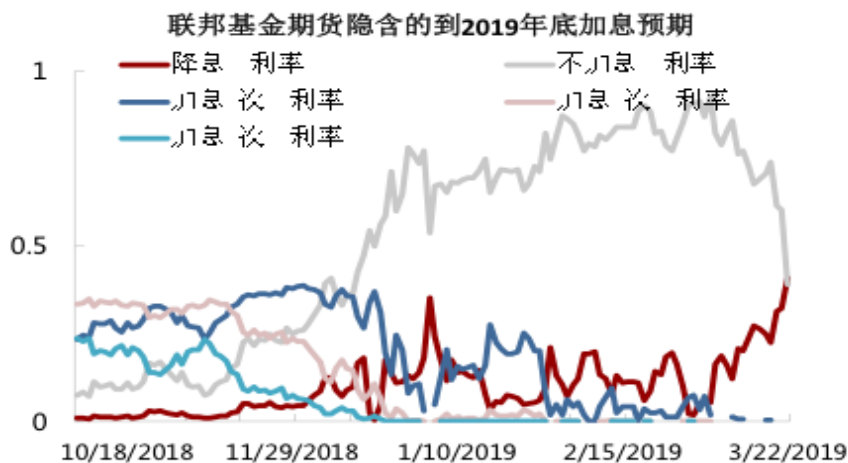


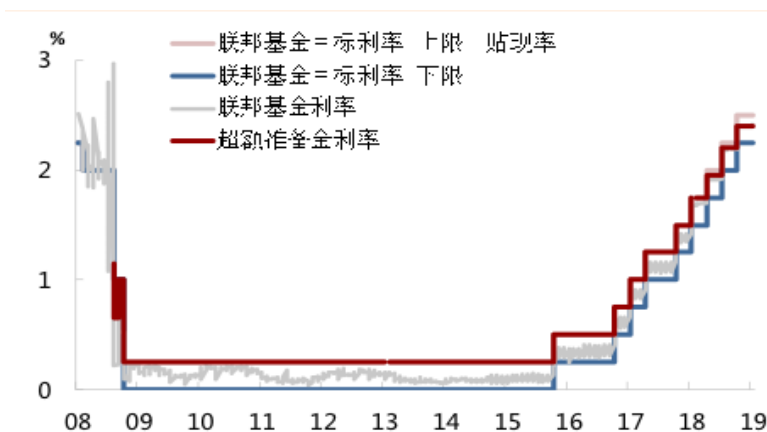
图 2：美国联邦基金利率不断逼近超额准备金利率这一“地板上限”

通过这种方式，将联邦基金利率大致压低在利率走廊的中间位置。但此方式并非长久之计，倘若美国体系内的准备金规模进一步下降，进入较稀缺的区间，联邦基金利率就可能冲破 IOER，使得超额准备金利率这个“地板上限”失效。换句话说，缩表已经将美联储推到了需要切换回国际金融危机前利率走廊机制的边缘。

但当前美国的银行间市场体系已经不太能支持利率走廊机制的常规运作。我们认为，这是今年3月议息会议上美联储宣布今年5月就开始逐渐结束缩表的原因之一。在传统利率走廊框架下，为使联邦基金利率达到目标水平，美联储需要对未来几天影响准备金供给和需求的因素进行预测，在此基础上决定公开市场交易规模。但当前：1）准备金需求的影响因素更加复杂，危机后的流动性监管、清算破产计划、日内支付风险管理等一系列监管要求，使得准备金需求更高、也更多变。2）美联储的非储备负债（包括现金、财政账户等不受美联储直接控制的负债）波动加大，也降低了准备金供给的可预测性。3）在危机爆发前，美联储公开市场操作的日均规模约为50亿美元，近95%的操作规模小于100亿美元，正常时期最大的交易规模是200亿美元。而目前要抵消非储备负债的波动，需要的日均操作规模高达250亿美元，最高可能突破1000亿美元。这就需要考虑公开市场操作是否能够可靠地扩张到如此水平，并有效地向其它利率传导。总之，美联储恢复到此前的利率走廊机制将面临一系列的不确定性，而这需要进行更加充分的评估，在此之前保持足够规模的资产负债表更为稳妥。

基于以上分析，我们有以下几个推论：

推论 1：仅以美债收益率曲线倒挂作为美国经济衰退的领先指标比以往更加不可靠。历史上，从美债收益率曲线倒挂到美国经济衰退的时滞平均达到672天，且在此期间美股多为上涨。而且，如前所述，



在美联储即将停止缩表之际，其对长端利率的上推作用会趋于消失，但由于缩表导致的美国金融体系中准备金规模下降对短端利率的上推作用可能还会延续，从而美债收益率曲线比以往更加容易倒挂。美股的最终走向取决于经济基本面的演变，尽管不能排除短期内市场情绪集中演绎的可能。

图 3：美联储年内降息预期开始占据上风

推论 2：美债收益率曲线倒挂会导致美联储持有资产的收益过低（超额准备金利率支出增长快于持有资产的利息收入），这可能促使美联储更早降息以纠正曲线倒挂问题。事实上，截至 3 月 22 日，联邦基金期货显示的美联储年内降息概率已超过了不加息的概率。

推论 3：我们按照 3 月议息会议上公布的结束缩表计划，估算了美联储资产负债表演变的前景。美联储结束缩表计划包含两个要点：一是，今年 5 月开始，将国债停止再投资规模从 30 万亿/月减半至 15 万亿/月；二是，今年 10 月，开始恢复国债的到期再投资，并将到期的机构债及 MBS 转投至与市场期限相匹配的国债，从而保持资产负债表规模不再收缩。估算结果显示，美联储资产负债表同比增速将从今年 10 月开始显著回升，到 2020 年底恢复到接近 0 增长。欧美之间的货币政策差异也将在 10 月之后趋于收敛，这对美元指数有小幅的向下牵引。

数字时代：IMF 与中央银行的新战场

来源：FT 中文网(2019-04-16)

作者：张戡通(京东数字科技研究院研究员、加州大学洛杉矶分校访问研究员)

受邀参加乔治城法学院和杜克大学法学院联合主办的会议期间，我有机会参与了今年的国际货币基金组织（IMF）春季会议。继在前两届春季会议中掀起热潮，科技和金融仍然是今年的热点话题。IMF 安排了一场有关的公开研讨会和六场专题讨论，占据了所有话题之首。国际货币基金组织总裁克里斯蒂娜·拉加德专门主持了“数字时代的货币与支付”研讨会，这是拉加德作为主持人的三场研讨会之一。IMF 正在将数字时代下的经济与金融、科技与数据之间的互动视作重要的工作领域。“数字时代的货币与支付”是公开研讨会的主题，也是今年 IMF 春季会议关于科技与金融（IMF 将其称作“新经济”）的主题。IMF 邀请了来自央行、银行、金融科技公司等公私部门的领导者共同探讨货币与支付系统、加密资产（Crypto-Assets）、中央银行数字货币（Central Bank Digital Currency, CBDC）等话题。从全球来看，从市场参与主体到市场监管当局，科技对于金融的渗透都不断在发生。谈及到支付时，大家普遍认为中国已经成为全球当之无愧的样本和领先者；谈及到加密资产时，IMF 和世界银行共同测试了一项前沿项目（Pilot Program），在两个组织内开展基于区块链的加密资产交易实践；谈及中央银行数字货币时，欧美国家主要将重点和精力放在了经济模型和普惠金融适用上。

以上的讨论可以看做是目前全球对于“科技与金融”最前沿的关注和理解。可惜的是，此次的多轮研讨反映出这群“世界上最聪明的头脑”对于至少两个问题的认识仍然处于粗浅的阶段，不得不说是一种遗憾。第一个问题，全球普遍对于金融科技创新的认知片面，没有意识到金融科技是结构性创新。在这方面，中国是一个很好的案例。但是此次新经济的讨论，缺少了来自于中国的嘉宾分享经验，对于中国经验的“二手加工”更向世界传达了许多错误的观点，无法反映出中国创新的全貌。例如有嘉宾指出，中国在支付领域的创新优势生发于糟糕的零售银行系统以及急需获得金融服务的中产人群。正确，但是片面。中国在金融科技领域的领先优势是结构性的。单一市场中，电子商务的发展和社交软件的普及为金融服务的可触达性提供了可能；衣食住行相关的 App 刻画了用户相关的信用画像，为金融服务的可实现性提供了可能。与此同时，基于这些场景所提供的金融服务反过来又促进了各类行业的发展。银行、非银行金融机构、顾客、互联网平台、互联网服务提供商以及监管机构共同构成了一个闭环。在这个闭环中，每一个角色都扮演了一个基础性的角色。所以，微观上的创新领先是个案性质的，它们会一个点一个点发生；而宏观上的创新领先则是积累所形成的规模效应。第二个问题，金融科技带来的货币、支付、资产创新反而造成人们对这些概念的理解混乱。最典型的例子是，

去中心化的比特币模糊了货币、资产、支付的边界。起先，比特币被创造来用于加密支付；由于其脱离了中央银行的监管和使用价值的约束，比特币成为世界历史上增值最快最高的“资产”。这些运用分布式架构所创造的去中心化“货币”同时成为了价值不菲的“资产”。来自芝加哥大学的两位教授在他们的研究中发现，近几年来，大约有超过70%的洗钱行为是通过比特币完成的。在比特币升值的这段时间里，全球的各类犯罪行动的洗钱行为也达到了峰值。这个例子反映出加密货币的实用主义，它们不是先验地被赋予了货币的角色。可以说，在所有的创新中，任何一个都比不上货币创新这颗明珠。过去很多年中，各种电子现金、加密货币层出不穷。有些是直接创造了全新的“货币”，例如DigiCash，E-gold，LR Coin这些比特币出现之前就已经存在的去中心化货币，他们的交易方式是通过电子化的秘钥转移实现的。而另外一些身负货币之名却是实现真实货币转移的支付方式，例如风靡非洲的M-Pesa系统，在斯瓦西里语中指的是移动现金，实际上是一种移动支付系统。

从更加根本的视角来看，数字时代的货币与支付只是现象。伴随社会的发展，货币和支付的方式是会自然而然变化的。这符合哈耶克所说的，在自然的人类社会，总会有自发秩序的存在。在我看来，数字时代的自发秩序依赖理念和技术的双重加持。数字时代的理念促成了大量创新的存在，尤其是年轻的“数字原住民”（Digital Natives）越来越接受隐私保护、去中心化、个人价值等观念，包括加密货币、加密资产的新事物就会越来越有存在的理由。“数字原住民”最早见诸哈佛大学法学院的两位教授的著作，指的是自从出生就生活在数字时代的人类。第一批的“数字原住民”现在已经诞生，他们是从接触数码产品的14岁到18岁年轻人，这个群体对于数码设备有着天然的信任，并且形成了自己的文化圈。随着时间推移，这类小圈逐渐形成规模，并且成为新一代创新存在的文化和群体基础。此外，数字时代的技术提供了效率改进的可能，尤其是大量的前沿技术不断地从实验室走出来。数字科技抹平了不同国家和地区在诸多领域的发展差异。这就是为什么我们可以看到发展中国家屡屡出现弯道超车。在金融领域，不同国家差异巨大，所以落后国家的金融行业突飞猛进的发展往往十分明显。一个典型的例子是非洲地区的支付创新（M-Pesa）在甚至缺少消费者账户体系的情况下发生，其创新比欧美还更早，并且近几年来发展迅速。其中起到决定性作用的是移动设备的普及。这种趋势被不少研究者归纳为“精益化发展”（Lean Approach），其中一种解释指的是因地制宜、成本最低的创新方式。在金融服务可以被以低成本触达时，技术手段可以弥补金融基础设施的缺乏。数码设备、5G、区块链、人工智能正成为新一代创新存在的技术基础。数字时代的自发秩序还显示出与工业时代的两点不同。第一点，自发秩序的形成将会更由“经济巨头”决定。数字时代的竞争博弈将会在拥有数字技术优势的经济巨头之间产生，不论这些巨头的组织形式是公司、国家还是其他组织机构。第二点，自发秩序将会弱化不同国家和地区的社会文化差异，而形成差异不大的数字时代“精神”。未来的数字市场将会把具有差异的个人连接到一起，最具有大众代表性的数字时代“精神”——技术信任、信奉市场等等，将会在不同价值观之间的竞争中胜出。

这些正是IMF以及全球央行目前面临的现状。数字时代的金融创新拥有全新的范式，其产生的自发秩序在一定程度上与公共政策存在拉锯，创新决定了IMF和全球央行在数字时代的角色边界。从目前来看，数字时代的金融创新有其自身的天花板——结构性创新的空间。第一块是监管天花板，监管所代表的公共政策取向为数字金融创新厘清了边界。在这其中，和个人隐私和数据利益有关的数据问题，和空间秩序有关的网络安全，和系统重要性和消费者保护相关的金融监管都是金融创新需要关注的问题。从微观角度来看，IMF和全球央行和受监管的主体之间会不断展开追赶与博弈。近几年来，IMF持续关注金融科技行业的反洗钱和反恐怖融资问题，可以想见“巴厘金融科技议程”将会成为全球关注金融科技发展时一个可供选择的路线图，并重点解决数字时代的金融稳定性、网络安全与隐私、包容性和诚信性问题。央行法定数字货币是全球央行对数字时代的一个回应。加拿大央行副行长提摩西·蓝恩在春季会议上指出，央行法定数字货币的政策目标除了顺应社会对于数字货币的需求之外，还可以为缺乏金融基础设施的地方提供普惠金融服务。未来围绕央行法定数字货币开展的市场创新也有了大致的方向。第二块是效率天花板，技术发展的瓶颈决定了金融服务创新的高度。金融服

务创新首先是以提质增效为目标的。例如，IMF 运用机器学习对于 SWIFT 历史数据的分析，成功地预测出 2019 年 3 月份中国出口出现了一次峰值，并在其《全球经济展望》中提示了全球经济的回暖，并建议更多关注中美贸易的良性走向。这种依靠机器学习实现的数据分析结果的改善在一定程度上能够显著提高市场资源配置的效率。但是并不是所有的机器学习算法都能够有效改善数据分析结果，金融创新也遵循“2: 8 定律”，只有 20% 的才是有效创新。另一个典型的例子是区块链技术的“不可能三角”。受限于技术本身的发展，在每秒运算速度没有显著提高的情况下，大量需要高并发的场景无法利用区块链技术进行改造。第三块则是规模天花板，单一市场的规模决定了数字时代金融服务的边界。单一市场的规模受限于政策环境和技术能力。前者的典型例子是欧盟。为了更有效地扩张欧盟单一市场规模，欧盟委员会在 2015 年制定了单一数字市场战略，三大支柱和十六项关键行动正在支持欧洲形成一体化的数字市场。后者的典型例子是以 Ripple 等为代表的创新企业。通过创设一套全新的汇款与支付体系，Ripple 显著压缩了跨境汇款与支付的时间和成本，从而打破了不同市场之间的藩篱。不论是政策还是技术，单一市场的规模总体上受限于供给与需求的匹配。在市场需求能力到达一定瓶颈之后，单一市场很难实现进一步扩张。

数字时代中，金融行业与监管机构之间相互纠缠的演化博弈模式也在发生变化。数字时代抹平的不仅是不同社会发展之间的差异，还有各类行业的潜在冲突。数字监管和金融创新背后都是数据和算法，从这个角度来说，差异和冲突被同化为一种表达方式。IMF 和全球央行应当谨记，未来的政策目标将会要求政策制定者以更加商业化的眼光看待金融创新，一个好的数字时代政策应当使得违法成本高，创新成本低。例如，政策制定者需要意识到，加密资产是技术发展的天然结果，将会和其他的资产类别同时存在。而在不同区域、不同时间里，它们相互之间的比重是会动态变化的。对于监管者来说，首先要认识到市场竞争的必要性。站在 IMF 和全球央行的高度来看，尤其是要鼓励不同区域的金融创新竞争。在具体监管方式和议题的设计上，可以遵循“精益化监管”（Lean Regulation）的思路。有别于传统的监管思路，精益化监管要求监管方式跟随市场迭代、尽量降低成本、有助于商业发展。为了能够响应数字时代的金融发展，科技化是精益化监管的必要条件；从“政府数据开放”到“算法监管”，再到“跟随市场的监管迭代”是主要的路径。这要求监管机构做到至少两点：第一，政府数据开放；第二，算法监管。这两者的配合是金融创新得以精益化发展的前提。IMF 和全球央行还应当考虑始终加强公共部门与私人部门的沟通和合作，尤其是在金融场景和技术研发方面的合作。以英国监管沙盒机制为代表的监管创新是一种很好的尝试，IMF 等超国家组织甚至可以组织超国家的行业沙箱，尤其针对全球金融市场和跨境金融活动开展金融创新的识别。IMF 和全球央行还应当注重与数据相关的治理内容。除了数据安全、隐私保护相关的主题之外，制定一套通行的数据标准也相当重要。这将有利于促进单一数字市场的形成；监管机构的市场治理；以及市场主体的创新竞争。最后一点，金融创新的监管还要有延展性，要服务一个国家的社会治理目标。例如，根据 M-Pesa 的数据现实，肯尼亚 40% 的手机贷款发生在上午 2 点到 5 点之间；60% 的移动支付发生在女性用户之间。肯尼亚政府据此分析了该国国民的生活水平和受教育水平，并针对性地制定了相应的政策。

在今年研讨会的最后，拉加德向四位嘉宾问了一个“将梦想拉回现实”的问题：如果明天早上要去购买一个汉堡，各位嘉宾将会选择什么支付方式？肯尼亚央行行长的回答反映了数字发展所带来的变化：在美国，信用卡；在非洲，移动支付。在这背后其实是信任的根植。正是这种对于数字时代的信任，可以让我们遐想：或许未来的数字货币中会预载这样一段代码：“我们信任技术”（In Tech We Trust）。

一周世界舆论聚焦： 中、美、欧展开三边政经大博弈

来源：FT 中文网(2019-04-15)

作者：曹辛(察哈尔学会国际舆情研究中心秘书长、半岛和平研究中心研究员)

刚刚过去的一周，是世界政经舞台在“突破”、“进展”的乐观舆论氛围下暗流涌动的一周。从世界舆论的焦点看，主要表现在两块：中欧峰会和中欧联合声明，以及随后的中欧关系；中美经贸协议谈判以及对双边关系、中美欧三边关系的影响。此外，还有朝鲜的走向。

中欧关系：“中国处于强势地位”？

关于上周中欧经贸峰会，世界主流舆论给予了集中的报道，这些报道最后都可以归结为两个对世界具有深远影响的问题：当前中欧关系中是不是“中国处于强势地位”？未来中欧关系是情感深厚、利益攸关的好夫妻，还是临时凑合、争吵不休的搭伙者？

因为 3 月欧盟刚刚出台了一个对华“10 条意见”的文件，将中国列为“系统性竞争对手”，因此峰会前世界舆论的焦点几乎集中在同一个问题：中欧能否达成联合声明？而多数声音是不看好的。但特朗普偏偏在这个关键时刻，公开表示要对欧盟产品加征 110 亿欧元的关税，原因是欧盟对空客给予了“补贴”。于是结果就是：按照西方媒体的说法，中欧联合声明“在最后一刻”达成了。中欧领导人同时称这份联合声明是“突破”，全部的中国媒体和部分国外媒体也这样报道，但是热度有明显差异。其中，与中国关系良好的俄罗斯的媒体有一篇报道具有代表性，很能说明问题。

4 月 12 号，俄罗斯卫星通讯社和广播电台发表的一篇采访德国著名中国问题专家弗兰克·泽林（Frank Sieren，又译名弗兰克·西仁）的报道，具有相当的参考性。

这位德国的著名中国问题专家对形势的看法是：中欧在布鲁塞尔的峰会上没有达成“突破性的协议”。

这位中国问题专家说：“明显，中国人处于相对强势的地位。这一切的发生是因为许多欧盟成员国和东欧国家加入了中国‘一带一路’投资倡议。就在两周前，意大利也部分加入了‘一带一路’，而意大利是一个发达国家，是‘七国集团’之一，同时也是欧洲的第四大经济体，世界第八大经济体。当然，对欧盟来说，这是一个严厉的打击。因此谈判进行得非常缓慢。欧洲理事会主席图斯克先生最后所说的‘突破’为大家注入了希望，但与欧中联合声明的现实有很少共同性。”

这位专家接着提出了一个对中欧关系未来值得深思的问题：“北京应该考虑的是，从长期来看削弱欧洲是否有意义，或者仍然需要一个强大的欧洲，以便在需要在某些议题上说服美国人时，大家能够在某些问题上共同出力。”

但俄罗斯卫星通讯社和广播电台偏偏哪壶不开提哪壶地问道：中欧峰会后中国领导人“在‘16+1’规格下前往会晤东欧国家。这两件事的相互关系如何？”

弗兰克·泽林的回答是：“如果各个欧盟成员国所有的努力都指向在与中国的合作中满足本国的国家利益，而他们与布鲁塞尔的共同利益却因此退避到局外的话，这实际上就是变相的分裂。可能‘分裂’是一个过于严厉的术语，但这最终将导致布鲁塞尔更难达成统一立场。”

在谈到对美关系在欧盟-中国峰会上扮演着什么样的角色时，弗兰克·泽林表示：“在某种程度上

来说，中国和欧盟在彼此冲突中乱作一团，因此将更难对美国人持统一立场。这在部分上已经发生——在 5G 和中国华为公司问题上。欧盟在这里的立场很明确，无意推开华为公司，而来自美国方面的压力却极大。更何况，只有在原则性团结的情况下，调整好的合作才是可能的，但欧盟和中国为此仍需做许多事情。”

当然，上述观点反映的是部分“老欧洲”的立场，也有部分世界舆论另有分析。

4 月 11 日多维新闻发表文章认为，上述中国的“强势”是因为中国崛起带来了全球格局变化。文章分析如下：

中国已经是世界第二大经济体，在可预期的未来，中国将超越美国成为全球第一大经济体。目前中国是欧盟第二大贸易伙伴，但将在可预期的未来成为欧盟的第一大贸易伙伴。这令欧盟无法忽视。中欧关系第一次被欧盟提升到同美欧关系一样重要的位置。

现在欧盟认识到中欧关系的战略性，是因为特朗普上台后采取的政策迫使欧盟必须战略独立。

欧盟必须考虑如何在全球范围内捍卫自身的利益。新崛起的大国中国在全球政治经济上的立场和欧盟有诸多的共识。欧盟第一次认识到来自中国的支持对捍卫欧盟的利益具有重要意义。

“欧盟领导人提出欧中合作可以在世界上做成大事，欧盟愿从战略层面重视中国，这些代表了欧盟对华态度的根本逆转。最起码中国崛起已经获得欧盟的承认。欧盟在这一现实判断下做出了新的判断和选择。”

一方面，无论中欧官方还是舆论都认识到中欧团结对于彼此和处理对美关系的意义；另一方面，欧洲在“一带一路”倡议面前几乎没有还手之力。2012 年笔者采访默克尔总理时提及的、至今都没有解决的“欧洲经济与货币联盟的缺陷”，即：有统一货币却没有统一的财政部，决定了欧盟很难有效协调和帮助每个成员国经济的发展，这使得“老欧洲”和“新欧洲”之间的经济发展更加不平衡，严重影响新、老欧洲间的互信，在“一带一路”的潮流下，也对中欧关系产生了阴影。中欧之间必须找到利益的平衡点，这决定了中欧未来是情感深厚、利益攸关，还是临时凑合、争吵不休。

中美经贸谈判进展与麻烦并存

上周中美经贸谈判的舆情显示：中美经贸谈判有进展，也有麻烦，且已经出现对中国不利的新动向。

据日本共同社发自华盛顿的报道说：对于中方强烈要求谈妥后立即撤销加征的关税，美国政府主张维持一部分，倘若中国违反协议，再次启动加征，阻止中国的反制措施。

在一系列会议中，美方由贸易代表莱特希泽和财政部长姆努钦出席，中方由国务院副总理刘鹤等参加。美中双方力图制定协议文件，纠正中国强行要求技术转移及贸易不平衡等讨论取得了进展，而另一方面，在知识产权保护的强化措施和遵守协议内容的机制方面仍存在分歧。

这里的核心问题是：对美国来说，一边继续维持对中国加征的 2500 亿美元关税，要求中国加大对美国产品进口，一边却要求中国进行结构性改革，操作难度比较大。

BBC 中文网报道说：是否撤销对华关税、多大程度上移除关税，被认为是目前谈判中棘手的难题。华府希望保留部分关税以保障中国履行结构性改革承诺，移除全部关税存在风险；而在北京看来，在执行承诺的同时要承担关税，并不公平。

BBC 采访的专家说：“如果美国想要争取结构性改革，就需要保持关税；但如果关税还在，中国的合理反应会是，凭什么你方慢慢撤销关税，我方要立即下订单买美国货？”他表示，“美国需要在

一开始给中国一些甜头，作为大量购买美国商品、管控芬太尼的回报。”

BBC 中文网说：一边是立即可见的商品订单，另一边是需要时间执行且很难计算成果的结构性改革，这是白宫面临的艰难抉择。

4 月 11 日美国之音报道说：在美中两国贸易谈判进入最后关键阶段之际，美国副总统彭斯星期四说，美国有信心能跟中国达成贸易协议，但如果谈判失败，美国也不惜对中国产品加倍征税。

美方还一再强调：好协议比时间表更重要。

与此同时，进展也是存在的。中美双方在执行机制上达成了协议，“我们一致同意，两边都将建立贸易执行办公室，该办公室将解决出现的问题。双方都严肃对待这个问题。”英国《金融时报》称：这是谈判关键领域的一个突破。

与此同时，彭博社引述知情人士的话报道说：美国和中国的谈判代表正在讨论把云计算领域做出的相关让步加到双方贸易协议中去，这将扩大外资公司的中国市场准入。

值得关注的是，国际媒体对当前中美经贸博弈两个动向的报道：

其一：据路透社报道说：周三（4 月 10 日）发布的一项新的分析，美国总统特朗普与中国的贸易战使美国企业将家具、冰箱和汽车轮胎等受关税影响产品的采购转向越南、韩国、台湾和墨西哥等国家和地区。

标普全球市场财智（S&P Global Market Intelligence）的贸易数据公司 Panjiva 在一份报告中称，随着买家逐渐清空关税提高前库存的产品，并将订单转到成本较低的国家，第一季美国从中国进口的集装箱装运的货物减少了 6.4%。

其二：香港《明报》近日发表文章分析说：随着美国财政部副部长马尔帕斯留任世界银行行长，可能会谋求以承认中国为“世界第二大经济体”为由头，继而削减世界银行对华贷款。

文章分析说：马尔帕斯向来对多边主义抱怀疑态度，又批评世界银行持续贷款予中国、巴西等相对富裕国家的做法。有分析推测他可能运用对世界银行的影响力，缩减给予北京政府的借贷，或者逼它增加“一带一路”基建融资的透明度。

很显然：中美经贸博弈还将持续，而不谈出个双方都能在国内交代的协议出来，双方领导人就谈不上见面，因为双方都承受不起河内“金特会”那样的后果，甚至世界经济也承受不起。

朝鲜重回“经济与核武力并进”路线

上周的朝鲜因为面临重大转折，继续成为世界舆论的焦点之一，具体来说分为两个层次：上层建筑和民生领域。

在上层建筑方面，朝鲜上周召开了劳动党七届四中全会，确定了今后朝鲜国家发展的方向，同时选举出了新一届朝鲜中央领导班子。

据朝鲜中央通讯社 4 月 11 日报道：朝鲜劳动党第七届中央委员会第四次全体会议 10 日在党中央委员会本部大楼举行。金正恩在报告中“科学地分析变迁的国际环境和日益尖锐的当前形势特点，阐明近期举行的朝美峰会的基本目的和党的立场。他说，要依靠符合我国的条件和实际情况，靠我们自己的力量、技术和资源的自立民族经济，高举自力更生的旗帜，更加蓬勃地推进社会主义建设。从而给误以为制裁能够使朝鲜屈服并为此拼命的敌对势力以沉重的打击。”

在金正恩整个讲话过程中，“自力更生”、“自立民族经济”是他使用最多的词汇，而他面对国际

制裁所表现出来的敌对情绪，更是已经阐明了未来朝鲜发展的方向。不过不知道金正恩是否知道，据统计，即便没有自然灾害，朝鲜的耕地最多也只能养活三分之二的本地居民。于是乎这种所谓的“自力更生”，基本上只能被理解为“半饱经济”了。

4 月 11 日，朝鲜进行了新一届中央领导班子的选举，金正恩再次当选为朝鲜国务委员会委员长，崔龙海当选为实际上的二把手。韩联社的评价是：金正恩比过去更权威了。

随后，朝中社平壤 4 月 13 日报道：朝鲜最高领导人金正恩 12 日在朝鲜民主主义人民共和国第 14 届最高人民会议第一次会议上发表施政演说《现阶段的社会主义建设和共和国政府的对内对外政策》。

在涉外事务方面，施政演说强调外部形势的严峻和“敌对势力”的压迫，同时却花了大量篇幅谈南北关系，呼吁南北合作实现半岛和平，但通篇未提“弃核”二字，其战略意图已经一览无遗。归纳起来就是：离间韩美同盟，试图通过韩国这个突破口做工作，实现在不弃核的条件下缓和制裁、尽可能让美国因顾忌韩美同盟而难以对朝鲜动武的战略目标；第二，利用美国国内特朗普明年就要进入连任选举的政治形势，在弃核问题上对美国采取拖字诀，加大特朗普同朝鲜弃核谈判的难度，迫使特朗普因国内政治的需要对朝鲜弃核放宽要求，或者把朝鲜弃核进程永无休止地延续下去，继而实现其事实上拥核的目的。金正恩在报告里强调的“到今年年底朝鲜将试着等待美国的决策，但肯定不会再有上次那样的好机会”的话，就是针对特朗普这一点说的。

上周朝鲜在对外事务方面的另一个动作，就是在北京举办庆祝两国建交 70 周年的大型活动。韩联社北京 4 月 9 日报道说：朝中 9 日在北京举办大型活动纪念建交 70 周年和朝鲜国务委员会委员长金正恩首次访华一周年。

韩联社说：一位消息人士表示，在朝美关系趋冷的情况下，此次展览旨在强调中国在朝鲜问题上的关键角色。另一位消息人士表示，这或是朝中在为中国领导人访朝造势。

理想都很美好，而现实却一向很骨感。上周，国际媒体还关注了朝鲜的经济窘迫状态。

一是：朝鲜的春荒来了。专注朝鲜情况的媒体 Daily NK 4 月 9 日报道说：朝鲜主要市场粮价上涨，“进入了春荒期”，消息人士说：（中央）“要求市、郡人民委员会确保粮食”。

据悉，进入春荒期以来，朝鲜主要市场的粮价整体上呈现出了上涨趋势。虽然有了一些浮动，但大体上比上个月的价格上涨了。据朝鲜内部消息人士们介绍，4 月 5 日朝鲜平安北道新义州和两江道惠山综合市场的 1 公斤大米售价为 4800 朝元、4700 朝元，玉米价格为 1900 朝元、2450 朝元。

二是：朝鲜没钱了。Daily NK 4 月 11 日报道说：因为极端缺乏外汇，朝鲜要求签证已经过期的朝鲜工人继续留在中国工作。

报道说：9 日，精通朝鲜消息的一位对朝消息人士跟 Daily NK 通话时表示：“如果让已有的人力回国就会出现空缺，筹备资金也会出现问题。所以（朝鲜当局）要求不要轻易让工人回国。”“当局下令到了滞留期限的工人也先留在当地。”

报道说：受对朝制裁影响，在赚外汇的工作上出现危机以来，朝鲜当局为筹备资金阻止海外劳工回国。

此外，韩国《朝鲜日报》也引述对朝消息人士的话报道说：目前朝鲜利用被称为“渡江签证”的两个月短期签证，正在向中国派遣劳工，以赚取外汇。据说目前已超过 7 万名朝鲜短期劳工进入中国。

该消息人士称：“朝鲜劳工主要被派往中国东北三省。他们在缝纫、食品厂和建筑工地，或在桑拿、餐厅、保姆和清洁工等地工作。每人可以赚取 200 美元（271 新元）的月薪。”

另外一条国际媒体的中朝关系报道，也很能说明问题。法新社报道说：中国和朝鲜在集安市开通了一个新的口岸。它是对中朝现有的三个口岸的补充。据专家们估计，每年从这里过境的货物和设备将达 50 万吨，人员 20 多万。但是法新社的报道说：在检查站有检查过境货物放射性的设备。

无独有偶的是，日本媒体也报道了这一点：共同社北京 4 月 11 日报道说：连接中国东北吉林省集安市与朝鲜慈江道满浦市的新桥日前正式开通。据集安市政府称，中方口岸还设置了检测放射性物质的设备。集安市靠近朝鲜的核试验场地，可能对放射性物质污染有所警惕。

这两条报道已经清楚地说明了中国对朝核的态度。

朝鲜上周确定的路线和方针能否走得下去，取决于它的“自力更生”、“艰苦奋斗”能否扛得住中美两国对安理会制裁决议的执行以及执行的力度，还取决于朝鲜在弃核问题毫不让步的情况下，美国会否动武。

国内财经

GDP6.4%燃起了什么？浇灭了什么？

来源：华尔街见闻网(2019-04-18)

作者：张瑜(华创证券宏观经济研究主管、中国人民大学国际货币研究所研究员、澳门城市大学经济研究所特约研究员)

事件

2019 年一季度 GDP 实际增速 6.4%，前值 6.4%；1-3 月固定资产投资累计同比 6.3%，前值 6.1%；3 月社会消费品零售名义增速 8.7%，前值 8.2%；3 月工业增加值 同比 8.5%，1-2 月累计同比为 5.3%。

主要观点

1、从 2008 年以来，我国 GDP 波动远远小于发达国家，GDP 再度失去心跳。

对于实际 GDP 增速本身而言，讨论超预期或者低预期已经意义不大，市场对于实际 GDP 的整体预期无非是在 6.2%-6.4%这样的窄区间内的微差异，海外发达国家 GDP 初值和终值往往差异巨大，可见国民核算之复杂。一季度 GDP 持平前值维持 6.4%，背后是减税前的“抢补库”、春节错位、财政发力大幅提前、地产数据韧性、宽信用初见成效的共振结果，政策熨平经济波动。

2、上半年没那么差，下半年没那么好，经济走平的概率在逐渐增加。

上半年没那么差。支撑当下经济的因素有：减税前的“抢补库”，减税落地前多进货多抵扣；春节错位；财政发力大幅提前，一季度已落地全年政府债务额度 38%；金融机构主动投贷前倾；地产数据韧性，建筑安装同比增速超预期；宽信用逐步推进，年初以来信用利差开始修复；制造业低基数。

下半年没那么好。对于未来可能存在的扰动因素有：第一，财政广义赤字空间有限，仅是财政节奏明显前倾，越前倾越意味着下半年后劲不足的担忧仍在。第二，年初信贷结构改善仍不够，无法剔除一季度银行投贷节奏主动前倾锁定收益的行为。第三，工业利润全年 N 字形，年中第二竖底部的位置确认依然重要。第四，制造业从二季度开始面临基数压力。第五，地产竣工韧性能否撑到三季度，

同时棚改弱化后地产三四线销售何时开始大幅回落。最后，外围环境的恶化程度，经济环境是担心全球贸易降温，出口承压的方向是确认的，幅度不确认，资本市场环境是担心年美国利率曲线倒挂，或会对其资本市场形成一定冲击，从而降低全球风险偏好。

3、经济越没有心跳，预期反而越上蹿下跳。由于经济被逆周期政策熨平心跳，市场对经济的把脉没有了总量窗口，只能在诸多细项中推演求证，于是预期反而更易随个别数据加大波动，同时预期分化加剧。

4、GDP6.4%到底燃起了什么预期？又浇灭了什么预期？

就本身数据预期而言：基建同比 4.4%（前值 4.3%）、制造业同比 4.6%（前值 5.9%）在基数较低的情况下，数据略低于预期；工业增加值同比、地产投资同比增速大超预期；消费同比增速虽然名义增速回升但实际增速回落，基本符合预期。

燃起了：首先，对于地产韧性的乐观预期；其次，对于经济上行开始抱有预期；最后，对于年内通胀开始有所担忧。

浇灭了：首先，浇灭了货币政策 短期宽松的预期，修正为且走且看的择机呵护模式；其次，浇灭了过度放松地方债务约束的预期，隐性债务只会边际 缓和但是难有大调头；最后，浇灭了年初兴起的大幅放松信托的预期。

5、经济原生动能仍有下行压力，难言货币转向，仍以择机呵护为主。

对于未来可能的经济运行、政策以及资本市场走势有如下四种搭配情景，我们认为情景 2、3 的概率相对比较高，1、4 的概率目前看还比较小。

	2019年可能的运行状况	政策	资本市场
情景1	经济明显反弹，GDP回升，需求回升与猪周期共振，通胀回升超过3%	货币明确转向，甚至有一定的收紧预期	债：无风险利率回升，机会主要在信用利差收窄 股：短期受货币转向而调整，后跟随盈利与改革预期开启行情
情景2	经济全年偏平，通胀可控	货币宽松微降温，但难言转向	债：整体机会尚存，主要跟随资金供需与银行配置行为，转债灵活可期 股：结构性机会为主，
情景3	二季度宽松政策有所放缓，二季度末期宏观数据韧性不足再次回落，通胀并没有过高	货币宽松再加码	债：广义债牛 股：无风险利率回落利好权益再进一步
情景4	二季度宽松政策有所放缓，二季度末期宏观数据韧性不足再次回落，通胀大幅走高至3.5%以上	货币偏宽松，但力度有所掣肘	债：广义债熊概率高 股：结构性机会为主

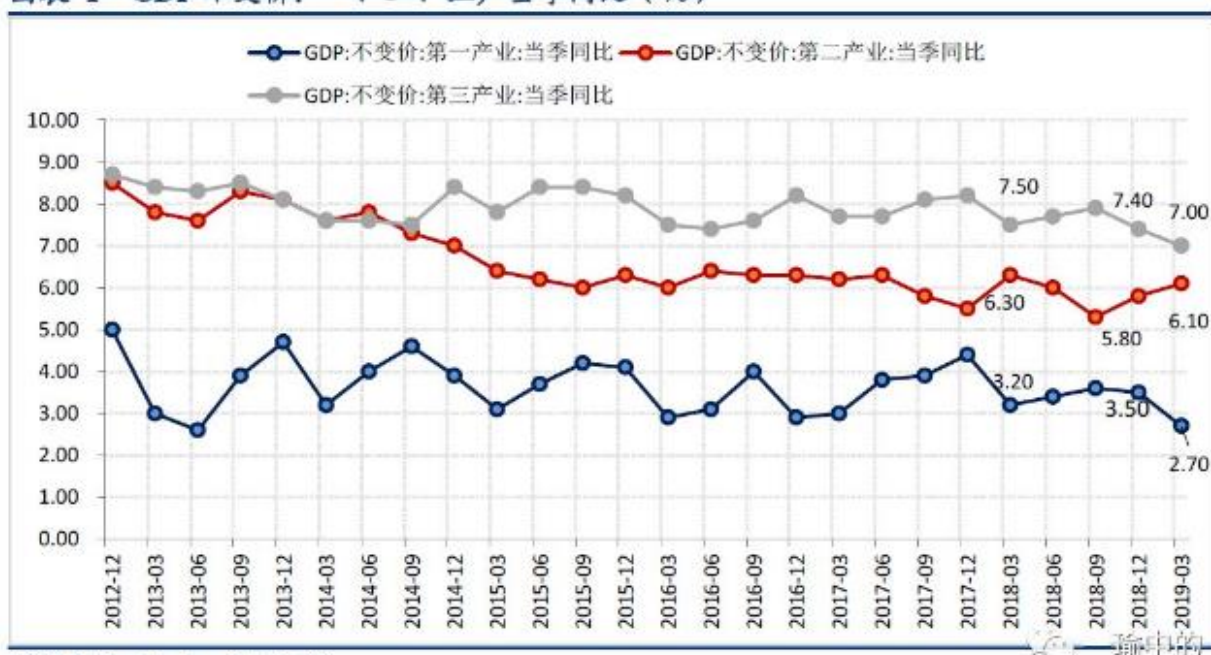
风险提示：海外经济下行压力超预期；国内地产、货币政策宽松超预期。

正文

一、实际 GDP 持平去年四季度，生产端二产增速回升，支出端预计投资贡献率回升

一季度实际 GDP 增速 6.4%，持平去年四季度。生产法角度，一、三产当季同比分别增长 2.7%和 7%，同比均下降 0.5 个百分点；二产当季同比增速虽同比下降 0.2 个百分点，但较去年四季度回升 0.3 个百分点至 6.1%，是支撑经济实际增速持平的关键。支出法角度，一季度消费支出对经济增长的贡献率为 65.1%，对累计同比的拉动为 4.2%，同比下降 1.1 个百分点；从地产、基建在一季度企稳回升来看，推测资本形成对经济增长的贡献率提升。一季度 PPI 同比 0.2%较去年全年下滑了 3.3 个百分点，拖累 GDP 平减指数较去年下滑 1.6 个百分点至 1.35%；受此影响，实际 GDP 增速保持平稳的同时，名义 GDP 增速降至 7.4%，去年全年为 8.9%。

图表 1 GDP 不变价：一、二、三产当季同比 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 2 GDP 支出法核算



资料来源: Wind, 华创证券

二、春节错位和减税扰动共振，工业生产创新高的背后究竟有多少来自真实好转尚待观察

3月工业生产同比8.5%，较1-2月回升3.2个百分点；季调环比1%，创下2013年8月份以来新高。3月份数据提振下，一季度工业生产同比增速6.5%，较去年全年回升0.3个百分点，与二产增速的回升一致。3月工业生产的回升受到主要两方面的扰动：（1）春节错位使得2019年春节对工业生产的影响大部分落在2月份，3月季调环比较1-2月均值回升了0.54个百分点，参照春节相近的2016年（2016年为2月8日，2019年为2月5日），春节错位因素贡献了约0.2个百分点，即37%的回升；（2）增值税减税自4月开始正式实行，因此大幅提振了企业在3月份的采购和生产行为，参照2018

年增值税减税在5月1日正式实行，导致其4月份工业生产季调环比增长0.63%，为全年最高点；而本轮减税标准档下调3个点较去年的1个点显著增加，对企业采购和生产行为的影响更大。由于减税对工业生产的扰动影响难以拆解，因此3月工业生产回升的背后有多少来自真实的好转尚待观察。

图表3 3月工业生产季调环比与1-2月季调环比均值之差



资料来源: Wind, 华创证券测算

图表4 工业生产: 季调环比 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

三、制造业下行压力可能比预期更大，基建投资回升力度边际放缓

一季度固投累计同比增长6.3%，较前值进一步回升0.2个百分点。其中，制造业投资累计同比1-2月下滑1.3个百分点至4.6%，在3月基数偏低的背景下，制造业投资增速进一步大幅下滑，意味着制造业投资后续下滑压力可能比市场预期的更大。基建方面，基建投资（不含电力）同比增速较1-2月回升0.1个百分点至4.4%，电热燃水累计同比转正至0.7%，较前值回升2.1个百分点。交

运仓储行业同比较前值放缓 1 个百分点，同比增长 6.5%；其中铁路、道路投资分别较前值回落 11.5 和 2.5 个百分点。

图表 5 基建投资分行业累计同比增速 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

四. 地产施工链条全线回升，土地购置费仍维持高位

地产投资同比增速较前值回升 0.2 个百分点至 11.8%，超出市场预期，从结构拆分来看，施工全面回升，施工面积、新开工面积同比分别增长 8.2%和 11.9%，增速较 1-2 月分别加快 1.4 和 5.9 个百分点，竣工面积降幅也较前值收窄 1.1 个百分点。施工全面好转，推测建筑安装项增速均有所改善。与此同时，根据固投中其他费用项增速有所改善，较 1-2 月回升 1.6 个百分点，推测地产投资中土地购置费可能再度回升。而前端的地产销售和土地购置降幅在 3 月均有所收窄，3 月地产销售和土地购置累计同比降幅分别较前值收窄 2.7 和 1 个百分点，3 月地产销售累计同比-0.9%，单月同比转正至

图表 6 前期土地购置支撑地产新开工保持高增



资料来源: Wind, 华创证券

1.75%，土地购置面积同比下降 33.1%。地产销售的回升和融资环境的改善，共同支撑地产到位资金大幅回升，同比增速较前值回升 3.8 个百分点至 5.9%。

五、成品油涨价推升社消名义增速，地产相关链条消费回升

3 月社消名义和实际增速发生背离，名义增速较 1-2 月回升 0.5 个百分点至 8.7%，实际增速则回落 0.4 个百分点至 6.7%。针对 3 月社消增速我们重点作以下四点解读：（1）名义增速和实际增速的背离主要来自成品油价格的影响，3 月成品油均价同比转正支撑了名义增速的改善；（2）3 月社消实际增速 6.7%，较去年四季度均值回升了 0.7 个百分点，表明社消确实较去年四季度有所好转；（3）行业拆分来看，社消增速的回升主要来自地产相关链条的回升，家用电器、家具类和建筑装潢类三项

图表 7 社消名义增速与实际增速的差值与成品油价格走势相关



图表 8 对社消单月同比的拉动 (3 月-2 月)



合计拉动社消单月同比较前值回升 1.05 个百分点；（4）社消实际增速低迷，汽车零售同比降幅再度小幅走扩，显示整体消费仍然疲弱。

六、居民收入增速回升持续性存疑，失业率 未见显著下降

一季度居民名义收入平稳、实际增速回升，一季度居民人均可支配收入名义增速同比持平前值的 8.7%；实际增速 6.8%较前值小幅回升 0.3 个百分点。可支配收入中位数增速延续回升，显示收入分配差距有所收窄。一季度居民收入的改善，或与减税和清缴国企拖欠款有关，在企业利润下行、失业率并未显著下降的背景下，后续居民收入的改善能否持续仍需观察。居民消费支出增速下滑，居民消费支出实际同比 5.4%，较去年全年下滑 0.8 个百分点。消费结构来看，城市居民消费升级显著，食品、衣着、生活用品及服务消费增速下滑明显，但交通通信、教育文娱消费回升明显，尤其是教育文娱消费同比增长 16.7%；而农村居民的食品、衣着消费增速仍维持平稳。

图表 9 居民人均可支配收入和中位数增速（%）



资料来源: Wind, 华创证券

图表 10 城镇调查失业率（%）



资料来源: Wind, 华创证券

货币、债务和汇率的三大误解

来源：FT 中文网 (2019-04-02)

作者：胡伟俊 (格理集团大中华区首席经济学家)

关于货币，债务和汇率的问题上，有很多错误的认知。它们的共同点在于逻辑链条简单，符合人们的常识，因此易于流行，但经不起仔细推敲。本文将讨论三个最流行的误解：货币超发与房价、明斯基时刻和不可能三角。

货币超发与房价

许多人觉得中国超发货币，而且印钱太容易，又导致了过高的房价。这些关于货币和房地产的看法，都是错误的。准确的说，中国的通胀并不高，不存在严重的货币超发。房价高不是因为印钱太容易，而是因为印钱不容易。

东西为什么变贵了，因为钱印多了，这符合人们日常生活的认识，所以货币超发的说法很容易被接受。但是，日常生活中使用的货币，和宏观经济中的货币，或者说 M2（现金加上银行存款）是不一样的。普通人的印象中，货币主要是用来买东西的，也就是作为支付手段而存在。但 M2 中用作支付的比例并不高，更多是财富储藏的一种形式。正因为 M2 中的大部分并不是用来买东西的，尽管中美两国的 M2/GDP 差别很大，但通胀率差别并不大。

财富有多种体现，像银行存款，股票和债券都是。如果一个国家的资本市场不发达，财富主要以银行存款的形式存在，M2 占 GDP 的比例就比较高。所以，M2 占 GDP 的比例，主要是用来衡量一个国家资本市场是否发达，而不是货币是否超发。而且，过去几年中国 M2 和 GDP 增速的差越来越小，也不是因为以前超发货币下降了，而是因为更多的财富以 M2 以外的形式存在，比如说理财产品。

有人觉得，货币超发没有引起高通胀，原因在于过剩的流动性流入楼市，从而减少了用来买东西的货币，或者说“房地产是货币的蓄水池”。这种看法听上去符合直觉，但其实是错误的。对于个人而言，花在买房上的钱，的确就不能买其它东西了。但对于整个经济而言，买房的钱并不会凭空消失，只是会从买房人的存款变成卖房人的存款，而卖房人一样可以用这笔钱去买东西，可见房地产根本不可能锁住货币。

事实上，和一般人所认为的“钱印多了，需要房地产回笼货币不同（水多加面，面多加水）”不同，每次放松房地产的原因，都是因为没办法通过别的渠道印钱，只能借助房地产这个超级印钞机。

为什么说房地产是印钞机？举个具体的例子，当一个人用自己的储蓄 100 万，再加上银行贷款 30 万，买了一套 130 万的房子，然后这笔钱就变成了卖房者的存款。买房前后，全社会的银行存款从 100 万变成了 130 万，M2 就这么增加了 30 万，印钱就是这么简单。

当然这只是第一步。卖房者拿着这 130 万存款，可以加杠杆买房。开发商面对火爆楼市，可以加杠杆购地。土地价格上涨了，地方政府又可以拿升值的土地作为抵押品加杠杆。而这些新增贷款最后都会变成银行存款，M2 因此加速上行……

当然，在这个过程中，房价和杠杆的上涨会互相强化，引起系统性金融风险上升，而且高房价也

会恶化财富分配。所以当经济企稳之后，房地产政策很快会再次收紧。当楼市上行，大家都在加杠杆的时候，房地产是一部创造货币的“印钞机”。但到了下行的时候，又会变成一部消灭货币的“碎钞机”。比如一个开发商想降低杠杆，用 1 亿元的存款偿还 1 亿元的贷款，M2 就会因此下降 1 亿元，或者说 1 亿元货币就此消失了。房地产既能创造也能毁灭货币的特点，导致其在过去十年中贡献了中国经济的大部分的经济波动。可以说，中国经济周期基本就是房地产周期。

有种看法认为，楼市下行，资金就会流向股市，股市就会走牛。现实情况远远比这复杂。楼市下行，从创造货币变成消灭货币，就会导致经济下行，对企业的盈利产生负面影响。但经济下行时，央行就会放松货币政策，流动性宽松能带来“水牛”。所以，楼市对股市短期走势的影响并不确定。但从长期看，没有基本面支撑的“水牛”是不可持续的，股市和楼市的大方向是相同的，而不是相反的。

“货币超发”论认为控房价，关键在于管住央行的印钞机。当然，面对楼市上行，如果央行不断上调利率，的确可以把房价压得死死的。但当中国经济面临下行压力的时候，这么做的结果是货币无法扩张，经济陷入衰退。保增长和控房价，是中国经济每过几年就会面临的两难选择。

问题在于，印钱不是那么简单的事情。在中国经济中，和房地产一样能够撬动货币扩张的，就是高度依赖影子银行融资的土地财政。可以说，过去十年里中国经济的每一次触底回升，都是这两个部门的撬动信用之功。简单打压房地产和融资平台只会导致信用紧缩，而由于保增长的需要，对于房地产和融资平台的调控往往也很难持续太久。

一、二线城市房价高的根本原因，在于土地制度造成一二线城市供给严重不能满足需求。现实中，需要通过严格的房地产政策来压抑需求。但每过几年，又需要松绑楼市来启动信用周期，以致于房地产政策很难保持连续性。所以要解决高房价的问题，首先要解决房屋供需不平衡的问题；其次是找到替代房地产来撬动信用的办法，这样才能保持房地产政策的长期稳定。但房地产的替代并不容易找，因为房地产具有两大特点：由城镇化和居住条件升级带来的巨大投资需求，而且房屋和土地是优质的抵押品。

一个选择是打通金融与财政，让商业银行为政府支出融资，这几年的 PSL，地方专项债已经有这方面的趋势。但用货币政策为财政支出融资，可能会真的导致货币超发通胀失控。更理想的做法是通过各种包括减税在内的各种手段，来提高实体经济的投资回报率；同时大力发展直接融资，以减少对抵押品的依赖；并加快土地市场化改革，为银行的信用创造补充抵押品。

明斯基时刻

过去几年，市场一直担心中国的高杠杆问题，主要是担心出现债务危机，也就是所谓“明斯基时刻”。美国 08 年金融危机的时候，就出现了“明斯基时刻”。当资产价格下跌，越来越多的机构和个人开始抛售资产，导致资产价格进一步的下跌，出现恶性循环，市场流动性枯竭，最终导致金融体系的崩溃。

但是，“明斯基时刻”是否发生，取决于债务的结构，也取决于每个国家具体的制度环境。这样来看，中国几乎不可能出现“明斯基时刻”。一方面，中国实体经济部门的债务中，大约六成是国企和政府的债务，而且主要是欠国有银行的，所以政府有很大空间在不同的国有部门之间腾挪债务。另一方面，政府对于市场和金融机构都有很强的掌控能力。在恐慌出现的时候，中央银行能够及时为市场注入资金，也能够动员国有金融机构参与稳定市场，从而避免资产抛售和价格下跌的恶性循环。

事实上，这正是“明斯基时刻”的来源，美国经济学家海曼·明斯基本人支持大政府的原因，因为他认为小政府的干预能力不足，无法避免“明斯基时刻”的发生，而中国政府显然符合明斯基大政府的定义。

执着于“明斯基时刻”的问题在于，容易让人忽略中国债务问题的特殊性，及其真正的风险所在。不能因为中国没有出现过重大金融危机就沾沾自喜，要看到“明斯基时刻”背后是市场失效，而中国式债务问题的背后是市场缺失，风险的体现形式是不同的。

当资金由于隐性担保而持续流入地方政府和国有企业，一方面会导致这些地方的投资回报率不断降低，另一方面也会使回报率高的地方投资不足，整个经济的资本配置效率不断下降，这才是中国债务问题的真正隐忧。在这个意义上，衡量“去杠杆”是否成功，并不在于杠杆率是否稳定或下降，而在于导致高杠杆的根源是否改变。

不可能三角

汇率是另外一个充满争议的领域。人们通常在升值或者贬值的预期下，选择性的相信一些“故事”。而这样大部分的故事，来自“不可能三角”理论。教科书上的“不可能三角”，逻辑并不复杂。它认为一个国家无法同时达到三个目标：资本自由流动，固定汇率和独立的货币政策。比如说一个国家同时拥有这三者，但当它如果想降低利率，资本就会外流，那么这个国家的汇率就面临贬值压力。换言之，这个国家有资本自由流动和独立货币政策，但必须放弃固定汇率。

教科书版本的“不可能三角”，本身是逻辑自洽的。但它忽略了现实中的一些重要特征，当用来预测市场和制定政策的时候要非常谨慎。

首先，“不可能三角”认为货币宽松会使利率下降，导致资本外流，汇率贬值。但是，这里的利率是无风险利率，没有包括风险溢价，汇率预期，以及对资产回报的预期等因素。如果央行放松货币政策，导致无风险利率下降，但如果货币宽松导致市场对中国经济的展望变得乐观，对资产回报的预期上升超过了无风险利率的下降，人民币可能会升值。再比如，如果这时美联储也放松货币政策，包括中国在内的新兴市场的风险溢价下降，这时人民币也可能升值。又比如，央行对汇率的干预，像引入“逆周期因子”，也会改变汇率预期，导致汇率升值。

其次，“不可能三角”下，资本管制是非黑即白的，要么有效，要么无效。但在中国的现实环境下，资本管制并非完全有效，但也并非完全无效，而且在不同时候也不一样。当资本外流的压力主要来自企业偿还外债，资本管制就不是那么有效。但当外流的压力主要来自本国居民的对外投资，资本管制就会比较有效。所以在现实中，很难像教科书版本的“不可能三角”那样，基于非黑即白的资本管制，对汇率做出比较确定的预测。

第三，“不可能三角”忽略了外汇市场的一个很重要的特点，就是贬值预期是可以自我实现的。在货币政策宽松的时候，有论者指出人民币需要一次性贬值，来缓解“不可能三角”下的贬值压力，达到保储备的目的。但如果这么做导致市场恐慌，贬值和资本外流相互强化，汇率和储备可能一个也保不住。

汇率是一个非常复杂的问题。现实中，绝大部分流行的汇率“故事”，都是在升值或者贬值的预期下，被人们选择性相信而已。比如 2015 年下半年，中国经济面临严重下行压力的时候，流行的“故事”是需要用贬值刺激出口。2016 年年初外储下降很快，是资本外流推动贬值。到了 2016 年下半年房价开始加速上涨，是楼市泡沫将导致汇率贬值（保房价还是保汇率）。到了 2016 年底，居民换汇额度即将重启之前，是居民储蓄掏空外汇储备。当然，如果人民币面临升值预期，也不难找到一些“故事”来论证人民币为什么会升值，比如 2013 年人们普遍预期人民币升值，外储一年上升 5000 亿美元，当时流行的故事是贸易顺差和经济增长会带来人民币长期升值。

这就是金融市场有意思的地方。资产价格，更多的时候遵循的是“看图+故事”的走势。给定过去一段时间的走势，人们会选择性地相信和这个走势相一致的解釋，而这样的“故事”会进一步强化之前的价格走势，导致“图形”和“故事”自我强化自我实现，直到走向极端而无法持续。就像索罗

斯所说的：“世界经济史是一部基于假象和谎言的连续剧。要想获得财富，做法就是认清其假象，投入其中，然后在假象被公众认识之前退出游戏。”

总结

市场上充满了各种似是而非的理论，貌似符合常识，也有一些简单的逻辑，但往往并不正确。“货币超发”的错误在于，将微观的常识上升到宏观层面，往往会有误导之处。“明斯基时刻”的讨论说明不能照搬西方的经验，而要考虑中国具体的制度环境，才能对债务风险有一个正确的认知。而“不可能三角”的问题，说明经济理论本身的逻辑自洽并不够，关键在于是否捕捉到了现实中最重要变量和逻辑关系。

从我国 70 年来的发展谈 现代经济学理论自主创新的必要和方向

来源：爱思想网(2019-04-03)

作者：林毅夫

本文为 2019 年 3 月 23 日中国人民大学经济学院（新）成立大会暨中国经济学 70 年演进与发展学术研讨会主旨演讲，作者在人大经济学院整理讲稿上进行补充修改。

尊敬的各位领导、各位老师、各位同学：

大家下午好！

今天很高兴到人民大学参加这个盛会，首先我要恭贺人民大学经济学院（新）成立。人民大学是新中国成立以后我国经济学学科的奠基者、开拓者，是我国经济学研究的重镇。解放以后国内开始学习社会主义政治经济学，当时在人民大学这个地方请了苏联的专家授课，把国内当时各个大学教经济学的老师集中到这个地方学习，人大的宋涛老师是班长，我在北大读社会主义专业的导师张友仁教授是班里的学员，我的硕士论文“社会主义商品经济下社会总劳动按比例分配规律的表现形式”写完以后，很荣幸请到宋涛老师当校外评委。

人大除了推动社会主义政治经济学理论在我国的传播之外，1978 年年底我国开始改革开放，人大的老师在引进现代西方经济学上也做了非常重要的贡献。我想在座的很多学界的朋友们都读过高鸿业老师翻译的萨缪尔森经济学教科书的第 10 版，我个人受益良多。另外在 90 年代初由黄达教授和普林斯顿大学邹至庄教授主持的福特班，为国内第一次系统培养了现代经济学的人才，在座有几位老师是当时班上的同学。

经济学院此次重建，我想，一方面是要继承过去的光荣传统，更重要是推动我国经济学科进一步发展。今年是建国七十周年，我今天的报告想从过去七十年来我国经济的发展反思现代经济学的理论，并且对现代经济学理论自主创新的必要性和方向谈几点粗浅的看法以就教于诸位。

一、中国过去 70 年的经济发展和国际的主流思路

过去这七十年，我国经济发展从大的方面来讲，可分成两个阶段：一是，从1949年到1978年，当时我们推行的是计划经济体制；二是，从1978年年底到现在的改革开放，建立了中国特色社会主义市场经济体系。

在计划经济时代，我们学的理论是马克思主义的原著和苏联的社会主义政治经济学，我们参考的经验主要是苏联的经验，它的目的是想在一穷二白的基础上建立起一个完整的重工业体系。

当时我们所学的苏联的社会主义政治经济学跟那时世界主流的经济学理论有不少不谋而合的地方。上世纪30年代经济大萧条以后，凯恩斯主义成了西方宏观经济学的主流，强调市场失灵和政府市场的干预，认为任何一个国家，经济要发展好必须靠政府克服市场配置资源的局限性。同时，二次大战以后，很多发展中国家摆脱了殖民地、半殖民地的地位，在第一代领导人的带领下开始追求自己国家的现代化。因应这个需要，西方主流经济学分出了一个新的子学科——“发展经济学”。第一代发展经济学理论现在称为结构主义，结构主义主张发展中国家要民富国强，要赶上发达国家，就应该发展跟发达国家一样先进的现代化大工业。其理由是：“民富”希望收入水平跟发达国家一样高，其条件是必须有跟发达国家一样高的劳动生产率。要跟发达国家有一样高的劳动生产率，就必须有跟发达国家一样先进的技术跟产业。要“国强”就必须有先进的军事装备，那些装备也是由先进的技术和产业生产的。然而，事实上发展中国家当时的产业都是传统的农业，或是自然资源的产业，劳动生产力水平很低，所以收入水平也很低，国家也不强。因此结构主义建议发展中国家应该以发展现代、先进的产业作为发展的目标，这个目标其实跟我们50年代、60年代的“十年超英，十五年赶美”一样。但是，那些现代化的产业在发展中国家靠市场发展不起来，于是就认为是市场失灵，建议发展中国家应该由政府直接动员资源、配置资源，以进口替代的方式发展现代化的产业。

这种发展方式可以让一个发展中国家在一穷二白的基础上迅速建立起一个现代化的工业体系。尤其，我国在60年代的时候就可以试爆原子弹，70年代卫星就可以上天，这当然是一个非常了不起的成绩。不过推行这种发展方式的发展中国家经济发展的总体成绩相当不好，从国内的情形来看，人民的生活水平长期得不到提高，到开始改革开放的1978年，我国的产业结构水平看起来非常高，非常先进，但是人均收入水平来非常低。例如，按世界银行的统计指标来衡量，1978年的时候我国的人均国内生产总值按当年价计算是156美元。当年，世界上最贫穷的非洲国家平均数是495美元。也就是说，经过建国以后的30年的努力，从收入水平来看，我国连世界上最贫穷的非洲国家的三分之一都没有达到。

其他社会主义国家跟我们的情形一样，如果从工业体系来看都很先进，从生活水平来看都相当滞后，其他非社会主义的发展中国家，包括拉丁美洲、南亚、非洲国家，在当时主流的理论思潮的影响下，也是工业建设有成绩，但是生活水平没改善，并且经济出现了停滞，各种危机不断涌现。

我国是1978年年底在社会主义国家当中率先进行从计划经济体系向市场经济体系的转型。其他社会主义国家，包括前苏联、东欧则随后在80年代、90年代开始转型，其他非社会主义的拉丁美洲、南亚、非洲的发展中国家也在80年代、90年代从政府主导的进口替代经济向开放的市场经济转型。

上世纪80年代国际上的主流思潮是新自由主义，认为社会主义国家以及其它发展中国家经济发展不好是因为政府对市场干预太多，造成各种扭曲，经济发展不好是由于政府失灵造成的。从经验实证来看，政府主导的经济体系效率不如发达国家那样的市场经济体系。所以，转型的目标是向市场经济体系过渡。按照当时的主流思潮认为要向市场经济体系过渡就必须建立起市场经济所必要的制度安排。市场经济体系需要哪些制度安排？市场的好处是能够有效的配置资源。怎么样实现资源的有效配置？价格必须由市场决定，在转型前各种价格主要由政府决定，因此，第一个建议就是这些国家必须价格市场化，由市场的供给跟需求来决定价格，由价格来引导资源的配置，一个产品的价格升高，代表需求旺盛，资源就多配置到这个产品去增加生产以满足需求，反之，价格降低，就减少资源在这个

产品上的配置。这个逻辑非常清晰。

不仅价格应该由市场决定，当时中国和其他转型国家和发展中国家存在着大量的国有企业，当时的看法是即使价格由市场决定，如果企业是国有的，价格就会失掉配置资源的功能，因为国有企业如果亏了本，国家会给补贴，如果赚了钱要上交国家。在这样的状况下，即使各种资源、各种要素的价格由市场决定，本来在市场经济中一个要素的价格上涨了，企业应该节约使用，这样效率才能提高，可是国有企业面对要素价格上涨，亏损增加，对于国有企业来说没关系，反正政府会补贴，所以就不会随着要素价格上涨费心费力去节约。同样的情形，如果生产的产品价格增加，按照市场经济的逻辑，应该努力多生产，多赚利润。但是国有企业赚的利润都要上交国家，因此，即使产品价格上涨了，也不见得会努力多生产。所以，当时的看法是，要让市场价格对资源配置起决定性的作用，所有的国有企业都必须私有化，这个逻辑也是非常清晰。

第三、价格要对资源配置起决定性作用，还有一个前提，价格必须稳定，如果出现了高通货膨胀，行为会被扭曲。假如说一个生活必需品的价格不断上涨，消费者就会去抢购，在价格低的时候就想多买一些生活必需品，抢购的结果就是需求会大量增加。从生产者的角度来说，看到价格不断在上涨，企业就会惜售，等三个月半年以后再来卖，价格会更高。结果是价格上涨时需求大量增加，供给大量减少，价格就会陷入到一个不断上涨的恶性循环中，所以，市场要有效配置资源必须有稳定的价格。怎么样有稳定价格？前提是政府的预算必须平衡。因为如果政府预算不平衡，有赤字，到最后这些赤字会货币化，也就是会增发货币。一增发货币就会出现通货膨胀，一出现通货膨胀，行为就会被扭曲。

所以在80年代，根据当时的新自由主义思潮形成了后来的所谓“华盛顿共识”，这个共识就是转型要成功必须在这些国家推行市场化、私有化、宏观稳定化，而且这三化的改革必须同时到位才会有效果。如果市场放开了，产权不改革，结果会更糟。或者市场放开了，产权改革了，但宏观上面不稳定，结果会更糟。

二、我国的转型经验和反思

我们从1978年开始的这一次转型，没有按照当时国际上主流的看法。我们是以解放思想、实事求是的方式推行了渐进的双轨制改革。在转型时，给原来优先发展的国有企业提供了转型期的保护补贴，放开了一些过去被抑制的劳动力比较密集产业的准入，并积极因势利导其发展。开始的时候我国基础设施很差、营商环境很不好，就设立了经济特区、加工出口区等，在园区里改善基础设施，实行一站式服务，创造局部有利条件来克服基础设施和营商环境的瓶颈限制。

上世纪八九十年代时，国际上除了有计划经济向市场经济转型必须一次性地把市场经济所必须有的制度安排以“休克疗法”一次性到位转型才能成功的共识之外，还有一个共识，就是像中国推行的那种渐进双轨转型，同时有市场又有政府在配置资源是最糟糕的制度安排，导致的结果经济效率会比原来的计划经济还差，问题还多。为什么是最糟糕的制度安排？因为同时有计划和市场，政府的计划价格低，市场的价格高，就会产生套利的空间，衍生腐败，并且导致收入差距扩大。这些现象在我国转型后确实出现，80年代最时兴的一个行业叫做“倒爷”，1978年以前没有，1978年开始渐进式双轨改革以后，出现了靠倒卖政府计划物质，赚取计划价格和市场价格价差的行业，而且，倒爷为了得到这些低价的计划物资就要透过各种关系去寻租，就会有腐败，同时，带来了收入分配的问题。

80年代的时候主流学界反对中国渐进双轨改革的主要原因就是这些确实存在的问题，所以，只要我国经济发展的速度一放缓，中国崩溃论的声音就会涌现。但是，我国过去四十年不仅经济发展快速，而且，是同期世界上唯一没有出现经济危机的国家。绝大多数的其他社会主义国家和发展中国家则根据主流的华盛顿共识来转型，结果则是经济崩溃、停滞、危机不断。而且，我国出现的腐败、贫富差距的问题，他们也有并且普遍比我国严重。世界银行和欧洲开发银行，在前苏联、东欧和拉丁美洲国家有大量的实证研究证明这一点。发现在推行市场化、私有化、宏观稳定化以后，这些国家的平

均增长率比转型之前的60年代、70年代慢，危机发生的频率比原来还高，另外像腐败、收入差距扩大的问题比中国的情形还严重。

三、主流经济学理论为何在帮助发展中国家改造世界上苍白无力

这里有一个问题值得我国的经济学界思考，理论是为了帮助我问认识世界改造世界，为什么主流经济学理论在认识发展中、转型中国家的问题时很有力，但是，发展中国家按照这些理论来制定发展和转型政策时却屡屡失败？我认为最主要的原因是这些理论来自于发达国家，以发达国家为参照系，忽视了发展中国家跟发达国家的差异是条件不同的内生结果。例如，发展中国家的产业通常是劳动力密集或者是自然资源密集型，生产力水平低。发达国家的产业集中在资本密集、技术先进的产业，生产力水平高。但是，这种产业结构的差异性是内生决定的。发达国家发展资本很密集、技术很先进的产业，是因为发达国家从工业革命以后经过两、三百年的资本积累，资本相对丰富，因此，在这种资本密集型的产业上面有比较优势。发展中国家的共同特性是什么，资本极端短缺，因此，在资本密集的产业上面他们没有比较优势。

一个国家若发展那些没有比较优势的产业，导致的结果必然是在开放竞争的市场中，这些产业中的企业没有自生能力，离开了保护补贴就活不了，例如发达国家的劳动力密集型加工业和发展中国家的资本密集型产业就是这个情形。可是，在二次世界大战以后形成的主流发展理论没有认识到各个国家的产业结构是内生决定的，只看到发展中国家传统产业的生产力水平低，在没有改变导致内生结果的外生原因时，就要去发展先进的资本密集型产业，拔苗助长的结果失败也就是必然的。

在转型时，新自由主义的理论听起来也是非常有说服力的，只要有政府的干预扭曲，必然有资源的错误配置和寻租腐败等，但是，为什么按照那样的理论指导去进行转型，导致结果经济增长的速度比原来慢，危机发生的频率比原来更高呢？最主要的原因是新自由主义理论忽视了原来在转型之前的各种扭曲也是内生的。那些扭曲、干预、保护补贴为什么存在，因为转型前要优先发展的产业资本太密集，这种产业中的企业在开放竞争的市場当中没有自生能力，不给保护补贴就活不了。按照新自由主义的思想，要建立像发达国家那样有效的市场，必须同时推行市场化、私有化和宏观稳定化，政府财政预算必须平衡，也就是要把各种保护补贴一次性取消掉。取消掉的结果，原来那些不符合比较优势的产业就活不了，因此就会出现大量的企业破产，导致大量的失业，就会有社会不稳定、政治不稳定的问题，经济也就会崩溃。同时，资本密集的产业当中有不少跟国防安全有关系，如果不给予保护补贴，那些产业活不了，国防安全也就得不到保障。乌克兰就是这样子，乌克兰原来可以生产核子弹、航空母舰，全世界最大的飞机，他们在90年代转型的时候，为了财政平衡，不给予保护补贴，只能把这些产业全都放弃了，结果怎么样？前几年俄罗斯把克里米亚拿回去，他一点办法没有，他的东边和俄罗斯接壤老是在闹独立运动，他也一点办法都没有。

当然，大部分的国家不会天真到把自己跟国防安全有关的产业都放弃，因此即使把原来的大型国有企业当中跟国防安全有关的企业私有化，政府同样要继续给予保护补贴。而且，仔细分析，政府必然会给这些企业补贴，因为这些企业承担着国防安全的需要，我把它称为战略性政策负担。有了这种政策性负担到底是在国有的时候给的保护补贴多，还是在私有的时候给的保护补贴多。90年代我跟国内和国际上的许多经济学家争论，当时学界的主流看法是所以给这些企业补贴，是因为国有。我则认为是这些企业承担着国防安全的战略性负担，只要这个战略性负担还存在，就必须继续给补贴，不管是国有还是私有。而且，从激励机制来分析，国有时厂长经理会说，没有补贴活不了，国有的厂长经理拿了补贴以后，当时没有八项规定，多吃一点很难避免，可是，直接把钱放在口袋里是贪污，抓到了会被判刑，拿多了，会被枪毙，所以，只能偷偷摸摸，小打小闹，不敢明目张胆的去做。但是变成私有以后，私有的老板不会补贴国家，会用同样的理由跟国家要保护补贴，国家也不能不给。但是跟国有企业不同的是什么？这些私有企业的老板从国家拿到的补贴越多，放在口袋里面越多，天经地义。因此，会有更大的积极性去寻租，而且寻租的时候会怎么跟政府官员说呢？反正你给我的钱也不

是你自己的钱，是国家的钱，为什么不多给一点。我们二一添作五，我在瑞士或者巴拿马给你设个银行帐户，两个人共享。

在90年代的时候，我这些看法只是理论推论。现在则已经有大量的资料证明这一点，除了世界银行、欧洲开发银行、以及许多苏东拉美国家的学者的实证研究之外，两三年前在国际媒体上非常有名的巴拿马文件，里面有大量记载，前苏联东欧和其他发展中国家在经济转型，那些企业私有化以后，这种现象非常的普遍。

主流的转型理论由于它忽视了这种扭曲的内生性，理论模型的逻辑很严谨，根据理论所做的建议很清楚，可是，按这些建议来转型的结果却比原来更糟。我国推行的渐进双轨的转型，确实如主流理论所预测出现了倒爷、寻租腐败和收入分配恶化的问题。但是，由于对原来违法比较优势缺乏自身能力的企业继续给予转型期的保护补贴，所以，维持了稳定，对于符合劳动密集型的产业放开准入，并且政府还积极因势利导，所以，经济取得快速发展。这个快速发展带来了资本的快速积累，逐渐地原来违法比较优势的产业变成符合比较优势，保护补贴的性质就从原来的雪中送炭变成锦上添花。锦上添花对维持稳定没帮助，却会导致寻租腐败和收入分配不均等社会政治问题，所以，与时俱进，2013年十八届三中全会的时候提出全面深化改革，要让市场在资源配置上起决定性作用，它的前提条件就是必须把双轨时期遗留下来的保护都取消掉。

四、未来理论创新的必要性和方向

现在的主流经济学理论来自于发达国家，一般总结于发达国家的现象和经验，为了理论模型的简化和易于处理，经常采用单部门模型，整个经济只有一个部门，发展中国家和发达国家在这种理论模型中只有量的差异没有质的区别。或者没有结构内生性的概念，于是以发达国家的产业、技术、制度等结构作为最优的结构，任何和发达国家的结构差异都被认为是扭曲，由于没有结构内生性的概念，也就不会有扭曲内生性的想法。

这种一个部门以及忽视结构差异内生性的主流经济学理论除了上述在发展和转型上讨论的问题外，在经济运行上也经常会误导发展中国家。例如去年得了诺贝尔奖的罗默，他提出的内生增长理论。发达国家的技术在世界最前沿，因此它的技术创新就必须自主发明。自主发明导致的结果是全要素生产率提高，因为全要素生产率衡量的是自己发明的技术所带来的生产力的改进。自己要发明技术通常有两个要素投入，一个是资本，一个是人力资本。发达国家资本是相对丰富的，不是瓶颈限制，因此，在内生增长的理论模型通常不仅是一个部门的模型，而且，在这个部门中只有一个生产要素，人力资本。按照内生增长理论，一个国家经济增长最重要、最根本的决定因素就是人力资本的不断提高，并且是全要素生产率越大越好。

这种理论在发达国家也许适用，但是如果拿到发展中国家来，发展中国家的技术跟世界前沿的技术还有很大的差距，技术创新可以有两个来源，一个是自己发明技术，一个是引进技术，消化吸收再创新。到底哪种技术创新的方式比较好，就要看哪种方式成本较低，风险较小。从实证经验知道可以引进技术时，引进技术的成本比较低，风险也是比较小，技术一般是内化在设备上，引进技术一般需要购买新设备，会计入资本投入，在增长核算时技术进步就不会在剩余项出现，但是，它的成本比较低，经济增长可以更快。到底是让经济增长快好，还是让剩余项大好，当然是经济增长快好。引进技术也需要人力资本，但是跟自己发明技术时候所需要的人力资本不完全一样，因此，教育的内容和水平也不应该完全一样，但是在单部门的增长模型里面就很难讨论发展中国家和发达国家促进经济的机制和条件会有什么不同，很容易让发展中国家的学者和政府决策者去追求和发达国家同样的全要素生产率和在物质资本有限的条件下单方面追求人力资本的提高。

上述情形在现有的主流理论里比比皆是，例如金融对现代经济运行至关重要，教科书里讨论的金融制度安排一般都是发达国家适用的制度安排，股票市场、大银行、风险资本、公司债。这种制度安

排适合于发达国家资本很密集，技术很先进，生产活动和技术创新需要大量资本投入，风险非常大。可是，在发展中国家 70%、80% 的生产活动集中在小型的农户和微型、小型、中型的制造业和服务业。生产用的技术一般是相对成熟的技术，生产的产品也相对是成熟的产品，需要的资本规模非常小，风险主要集中在经营者的能力和信用问题，如果按照主流金融经济学的教科书引进所谓现代的股市、风险资本、大银行、公司债务等，就会发现实体经济的特性跟金融安排的特性不配套，金融没有办法服务实体经济。

总之，现在的主流经济学一般把发达国家的结构作为外生的给定的最优结构，导致的结果就是五十年代、六十年代结构主义，把发达国家的产业作为要发展的目标。80 年代、90 年代转型的时候，把发达国家市场经济制度结构当作最优结构，忽视了扭曲的内生性，直接把转型的目标作为转型的手段，导致的结果就是前面讲的，出发点非常好，效果非常差。以主流的现代经济学理论作为经济运行方方面面的指导原则，也同样会忽视了发展中国家和发达国家结构特性的差异而不适用。现代经济学的理论要在发展中国家发挥“认识世界、改造世界”的作用，就要求在理论中反映出发展中国家和发达国家结构差异和扭曲的内生性，并了解这些内生性对经济发展、转型和运行的影响。

五、结语

我想人大此次重组成立这个新的经济学院一方面是要继承光荣的传统，另一方面也要作为一个平台推动理论创新。新的理论来自于新的现象，中国过去 70 年的发展是理论创新的金矿。比较而言，前三十年中国跟其他社会主义国家或者是其他发展中国家没有多大的差异，走的道路也是当时的主流道路，但是过去这四十年改革开放走了自己的道路，取得了人类经济史上不曾有过的奇迹。奇迹就是不能用现有的理论解释的现象，如果用现有的理论来看中国，到处是问题，因此只要中国经济增长稍微放慢一点，在国际学界舆论界就会出现中国崩溃论，但是实际上中国不仅没有崩溃，还一直维持着稳定、快速发展。改革开放以来的发展奇迹不能用现有的理论解释，但是，任何现象背后都有道理，所以，总书记在 2016 年的哲学社会科学工作会议上说，“这是一个需要理论也必然产生理论的时代，我们不能辜负这个时代”。

以中国的改革与发展经验作为理论创新的来源，最重要的是必须要了解到中国作为一个发展中国家，跟发达国家结构的差异性是什么因素造成的？，我们做一个转型中国家有很多扭曲，这些扭曲背后的原因是什么？也就是这些差异和扭曲都是由原因的，都是内生的。我们作为经济学家知道，要成功改变一个内生现象，就必须先改变这些内生现象背后的决定因素，所以，只有把握住一个现象内生性的理论才能帮助人们达到“认识世界、改造世界”两个目标的统一。这也是这些年我在北大推动新结构经济学，倡导以现代经济学的方法来研究一个经济体的结构和结构变迁的决定因素和影响，推动来自于我国的自主理论创新所想达到的目标。在总结中国的发展和转型经验以进行理论创新上，我国的经济学家有“近水楼台先得月”的优势，我非常期盼和人大经济学院的同仁一起抓住这个机遇，把结构和其内生性引进现代经济学，不辜负这个时代给予我们的机遇，对理论的发展做出创新性的贡献，让我们的理论不仅能够帮助我们认识世界，而且能够更好地帮助我们改造世界。

新闻快讯

欧央行高官： 对于英国“硬脱欧”的风险，市场还是忽视

来源：华尔街见闻 (2019-04-01)

作者：方凌

欧洲央行管委 Knot 认为，目前最大的风险是英国脱欧，如果英国无协议脱欧，那么市场可能出现大幅重新定价的情况，英镑将面临压力。

上周五英国议会第三次否决脱欧协议之后，欧洲央行管委 Knot 认为，市场对于“硬脱欧”的风险还是忽视了。

周日欧洲央行管委 Knot 在接受《德国商报》采访时表示，目前最大的风险是英国脱欧，市场显然还未对硬脱欧的风险充分定价。如果英国无协议脱欧，那么市场可能出现大幅重新定价的情况，英镑将面临压力。

对于英国脱欧的经济影响，Knot 表示，短期而言已经在金融领域进行了充分准备；长期来看，英国脱欧是去全球化的体现，这将抑制生产力的增长。

彭博外汇分析师 Vassilis Karamanis 指出，尽管议会的作用已经增加了获得更有利结果的可能性，但是一些人关于“英镑将在 3 个月内反弹至 1.40 美元”的预测可能过于自信了。他指出，目前的定价似乎主要考虑了积极因素，而忽略了潜在的负面因素。

Knot 的这一观点与德拉吉此前的观点一致。路透社此前独家援引一位欧盟高级官员称，欧洲央行行长德拉吉对欧盟领导人表示，市场还没有完全计价入英国无协议脱欧的风险。

上周英镑兑美元跌幅超 1% 至 1.3035，但是仍是 G10 中今年表现最好的货币。

英国议会下院 3 月 29 日投票，以 344 票反对和 286 票支持否决了“脱欧”协议关键部分，进一步增加了英国“脱欧”的不确定性。分析指出，下一个关键日期是 4 月 12 日。

人民日报称，英国议会将在 4 月 1 日就“脱欧”的其他选项及方案继续进行投票。

另据新华社，英国首相特雷莎·梅想再做努力，说服议会下院下周再次表决“脱欧”协议。一旦协议表决获得通过，5 月 22 日“脱欧日”将依旧有效。

华泰证券李超、刘天天认为，脱欧日期延期可能长达一年左右，而不是短短的两三个月；为了突破僵局，英国提前大选、二次公投甚至不脱欧的可能性在上升。

未来无协议脱欧的可能无法排除，但是我们认为在发生可能性中，无协议脱欧的可能性最小，不脱欧的概率高于无协议脱

美联储会迫于压力降息吗？ 机构预言美股二季度见顶

来源：第一财经日报 (2019-04-08)

作者：樊志菁

进入 4 月份，美股延续了 2019 年以来的上涨势头，第一周美国三大股指普涨近 2%。道指、标普距历史高点仅咫尺之遥。随着本周财报季正式开启，投资者的热情有望再次被点燃。

不过美银美林对后市并不乐观，该行认为美股今年主要涨势即将结束。而作为支持此轮股市上涨的重要因素，美联储的态度显得尤为重要，特朗普频频施压能否让降息成为现实？

机构：4 月可能是涨势终结的开始

美银美林首席策略师哈内特（Michael Hartnett）在 5 日发布的最新报告中指出，标普 500 指数将在二季度突破 3000 点大关，随后开启调整模式。

由于美联储释放鸽派信号，一季度全球股市表现抢眼，美国三大股指中道指上涨 11.2%，创 2013 年一季度以来最佳单季表现，纳指上涨 16.5%，创 2012 年一季度以来最佳单季表现，标普 500 指数上涨 13.1%，创 2009 年三季度以来最大单季涨幅。但美银认为，推动股票等风险资产上涨的一个关键力量——流动性正在接近顶峰，4 月可能是涨势终结的开始。

不过美银认为现在选择抛售股票为时尚早。哈内特团队在报告中指出，市场情绪尚未达到通常意味着即将下跌的极端情形，建议投资者买入能源和金融股，为涨势的最后阶段做准备。

虽然美国股市持续走高，资金外流的现象依然没有停止。资金流向监测机构 EPFR 最新发布的数据显示，今年以来美国股票基金出现 391 亿美元净流出。

美银美林策略师伍德沃德（Jared Woodward）表示，这种差异可以用美企大规模回购来解释，根据 Factset 数据，标准 500 成份股在 2019 年一季度回购了自己的 2270 亿美元股票，高于去年同期的 1430 亿美元。

基金研究机构理柏（Lipper）研究主管罗森（Tom Roseen）透露，目前观察到的情况是从美股流出的资金正被转移到国际股票基金、应税债券基金和货币市场共同基金，今年迄今货币市场基金的流入量为 489 亿美元。“不少投资者正在找掩护，他们似乎并不相信市场能延续强势。”

另一个值得注意的现象是量能，虽然 5 日有非农报告等重磅数据公布，纳斯达克、纽约证券交易所及其附属机构当天股票总换手量 61.58 亿股，创下 2019 年以来第二低成交量，较平均水平低 15%。

美联储会降息吗？

美国商务部 3 月 28 日公布的数据显示，去年四季度美国 GDP 年化增速回落至 2.2%，全年经济增速 2.9%，不及特朗普此前设定的 3% 目标。受政府停摆、全球经济增长前景不明等因素影响，市场对一季度美国经济的预期并不乐观。随着近期长短期美债收益率倒挂现象的出现，外界开始寻找衰退的信号。

特朗普有点坐不住了，近两周他多次对美联储和鲍威尔进行“炮轰”。随着美国劳工部公布 3 月非农就业报告，他再次施压美联储降息，特朗普称，美联储应该降息并停止量化紧缩，这样美国经济将会像火箭一样腾飞，批评美联储在没有通胀压力的情况下坚持加息，显著放慢了美国经济增速。芝商所 CME 利率观察工具 FedWatch 显示，市场预期美联储年底前降息的概率超过 50%。

荷兰国际集团 ING 首席经济学家奈特利（James Knightley）并不看好美联储降息，他向第一财经记者表示，自己对未来美国经济前景有信心，最新的非农就业报告说明美国劳动力市场依然健康，这将保证消费者开支的稳定预期，中美经贸磋商获得积极进展则会有效缓解美国，乃至全球经济的不确定性。虽然今年美国经济会面临诸多逆风，如财政刺激和税改利好效应减弱等因素，奈特利认为在薪资增长推动通胀向 2% 目标迈进的情况下，美联储今年将按兵不动。

事实上美联储内部对降息态度“冷淡”，连特朗普此前提名的美联储官员也不例外。去年 11 月当选美联储理事的鲍曼（Michelle Bowman）今年 2 月表示对目前的货币政策感到满意，这也是她迄今为止唯一一次对政策立场的表态。

近几年来美联储成员在货币政策问题上的立场很大程度上趋于一致，从最近的表态来看几乎所有官员都对美国经济前景表达了信心，认为耐心观察经济数据的政策立场是合适的。

两位鹰派委员费城联储主席哈克和克利夫兰联储主席梅斯特在 4 日的讲话则中性偏鹰，认为今明两年存在各加息一次的可能性。总体而言，美联储内部尚未对降息进行实质性评估。

IMF 下调今明两年全球增长预测

来源：FT 中文网(2019-04-10)

作者：克里斯·贾尔斯

国际货币基金组织(IMF)在其最新的经济预测中预言，全球经济自去年夏天以来已大幅放缓，并将依靠少数新兴市场的“不靠谱”提振来扭转失去后劲的局面。

IMF 下调了其对 2019 年和 2020 年的预测，认为发达经济体将“继续逐渐放缓”至明年，而新兴经济体将发挥更积极的作用，主要带动因素是土耳其和阿根廷危机状况结束，而最重要的中国经济增长企稳。

IMF 表示，2018 年下半年，全球经济增长大幅放缓，从上半年的 3.8% 降至 3.2%，工业产出和世界贸易受到沉重打击。要不是消费者保持信心，增长率还会进一步下降。

IMF 首席经济学家吉塔·戈皮纳特(Gita Gopinath)表示，眼下是“全球经济的一个微妙时刻”。

“尽管全球经济衰退没有出现在基线预测中，但目前存在许多下行风险。”她说。

经济活动放缓的背景是，美国与中国间的贸易紧张升温以及关税上调、商业信心下降、金融条件趋紧以及众多经济体的政策不确定性加大。

这一放缓导致 IMF 大幅下调其对 2019 年的预测：2019 年全球经济预计将增长 3.3%，较 2018 年 10 月上一次全面预测下降了 0.4 个百分点。2020 年的预期增长率下降 0.1 个百分点，至 3.6%。

IMF 周二发布的每年两期的《世界经济展望》(World Economic Outlook)似乎表明，自今年初以来，金融市场对全球经济的前景过于乐观。

IMF 表示，进一步下调预测的风险很高。该组织仍对全球贸易紧张升级、欧洲经济可能承受进一步冲击以及中国近期刺激失灵的可能性感到担忧。

戈皮纳特表示：“贸易政策的紧张很可能再次加剧，波及汽车等其他领域…欧元区和中国的经济增长可能会在下行方向上出乎意料，而围绕英国退欧的风险仍然很高。”

如果风险成为现实，“可能需要同步的、尽管是各国自定的财政刺激举措，辅之以宽松货币政策”。

IMF 建议各国采取财政与货币政策来抵消经济放缓，若风险出现，则应采取协调一致的财政刺激措施来提振私人部门支出。IMF 还敦促各国解决贸易分歧，称这些分歧“对情绪造成了越来越大的影响”。