

2016年第5期 总第5期

财经参考

上海对外经贸大学图书馆主办



国际财经

逆全球化之下, 落实 G20 共识面临五大难点.....	1
全球央行的工具为何都不灵了?	3
G20 峰会应关注全球贸易新常态.....	4

国内财经

未来十年中国经济系统性风险何在?	7
中国: 一个不算太成功的“发展型国家”.....	13
还原中国经济真相: 为什么生产强但需求弱、宏观差而微观好.....	16

新闻快讯

8 月财新制造业 PMI50.0 不及预期险守荣枯线.....	24
8 月份中国外汇储备小幅缩水.....	25
G20 呼吁采取更多措施推动全球经济增长.....	26
IMF 报告称 G20 未能完成增长目标.....	27
服务业数据不佳打压加息预期美债美股涨, 纳指新高, 美元跌.....	28
杭州 G20 确认动用一切政策推动经济增长.....	30

财经参考

国际财经

逆全球化之下， 落实 G20 共识面临五大难点

来源：FT 中文网（2016-09-09）

作者：沈建光（瑞穗证券亚洲公司董事总经理，首席经济学家）

刚刚落幕的杭州 G20 峰会，给予了首次出任主席国的中国一次操练全球领导力的难得机遇。在全球加强政策协调、创新增长方式、建设更高效的全球经济金融治理、促进更强劲的全球贸易和投资、推动包容和联动式发展等方面，峰会达成了多项“杭州共识”，是中国推动下的应对当下全球经济增长乏力、金融和政治风险上升的药方，体现了中国在国际上领导力与话语权的提升。然而，尽管 G20 峰会达成了诸多共识，但在现实执行当中仍然面临诸多挑战。在未来全球经济前景更加复杂与多变的局面下，如何做到中国国家主席习近平所说的“避免清谈，付诸行动”呢？笔者认为，有以下五大难点需要特别关注：

一是美欧领导人面临选举的不确定性

民主选举充满不确定性。早前“英国脱欧”黑天鹅事件已让唐宁街 10 号轻易易主，新首相上台后内阁大换血，前领导人卡梅伦的政治同盟被扫地出门。而今年恰逢欧美大选之年，美国川普党内上位已超出预期，且其民调结果也在加快追赶希拉里，入主白宫也并非没有可能。而无论谁出任，前任政府外交成果会有多大程度的坚守或改变都存在变数，就从二位候选人均不支持奥巴马总统在任促成的 TPP 协定可以看出，选举后美国的诸多政策面临调整。

欧洲方面，今明两年亦是大选密集之年。德国将在 2017 年举行联邦议会选，由于前期难民政策导致默克尔支持率大幅下降，且近期家乡选区遭遇挫败，仅获得 19% 的选票，列第三位，“主场”优势全无。法国方面，奥朗德连任也面临较大变数，根据独立民调机构伊佛普研究所 (IFOP) 近日进行的一项民调显示，85% 的法国民众反对弗朗索瓦·奥朗德继任该国总统一职。

从这个角度而言，不少发达国家主要经济体领导人面临国内大选尚且应接不暇，能否妥善处理国际事务，并承担更多担当，推动全球范围内的协议，以及日后领导人更替，会多大程度延续以往政策都存在不确定性。

二是逆全球化与孤立主义思潮崛起

G20 峰会就促进更加强劲的贸易和投资达成了广泛共识，《二十国集团领导人杭州峰会公报》强调“承诺推动贸易投资自由化和便利化，加强开放性世界经济”、“维护以世贸组织为核心、以规则为基础、透明、非歧视、开放和包容的多边贸易机制”、“反对任何形式的贸易保护主义”。

这是对金融危机以来，贸易与投资逆全球化的现象作出的反击，但多大程度可以落实存在不确定性。要知道，经济低迷、失业率上升使得贸易保护越来越有市场已经是不争的事实，美国对中国向美国输出廉价钢铁，导致当地失业率增加的指责也十分强烈，难民危机也加剧了孤立主义兴起，逆全球化言论如今越来越有市场。

如根据监督世界各地保护主义的全球贸易预警组织（Global Trade Alert）发布的报告显示，当前的世界贸易减缓程度比原先预期还糟，在保护主义升温的背景下，过去 18 个月间的全球贸易总量是下降的。

而政治方面，特朗普在竞选中提出了赤裸裸反移民、反全球化的竞选宣言，如美国可以退出 WTO，在美国与墨西哥两国边境修建隔离墙，大幅提高对中国关税等。英国脱欧也超出预期，且影响进一步发酵，法国、荷兰、意大利极端党派表示要仿效英国脱欧公投；瑞典疑欧派提出针对留欧重新谈条件；德国默克尔受到国内难民潮引发的暴力事件而遭遇政治挑战等等。因此，经济上难有建树，政治上选民不满增加，孤立主义思潮的崛起为全球化方向带来变数。

三是加大财政支出并非易事

G20 会议公告中提到，仅靠货币政策不能实现平稳增长，再强调结果行改革发挥关键作用的同时，还需强调财政战略对于实现共同增长目标同样重要。在笔者看来，把财政提到如此战略高度，是应对当下货币政策已发挥极致，为提振经济增长而不得不做出的积极举措。

诚然，危机以来，为走出经济低迷，各国货币政策创新层出不穷，量化宽松、负利率都是以往未曾涉足过的领域。然而，宽松货币政策的效果及可持续性已然面临挑战。如发达国家企业大量囤积现金却投资乏力，日本央行负利率、欧洲央行降息之后，日元、欧元反而大涨，反映了市场认为政策出尽，绝望的态度。此外极度宽松的货币政策，也推高了资产价格，不利于金融稳定、加剧了收入差距。

此次 G20 峰会就强调财政战略达成共识，是个很大进步，但毫无疑问，仍面临国内政治压力。例如，欧洲方面，欧债危机以来，欧元区内部就债务支持与紧缩政策的关系便存在不同声音，德国对紧缩的要求异常苛刻，货币同盟向财政同盟的过度任重道远。而去年德国仍然实行财政紧缩政策，财政盈余达到 121 亿欧元，这对于负利率穷尽货币政策的欧元区来言，是极其不明智的政策。

美国方面，对债务问题与财政支出方向的不同意见也一贯是两党政治博弈的基础，以往提高债务上限，两党甚至不惜金融市场波澜壮阔，投资者恐慌情绪提升，也始终讨价还价到最后一刻。

从这个角度来看，财政战略的提出非常不易，但考虑到过去几年的实际情况，能否切实落地尚待观察，毕竟破除内部挑战与政治上获得支持并非易事。

四是结构性改革说易行难

G20 峰会的重要成果便是确定了 9 大结构性改革优先领域，包括：促进贸易和投资开放、推动劳动力市场改革及获取教育与技能、鼓励创新、改善基建投资、促进财政改革、促进竞争并改善商业环境、改善并强化金融体系、增强环境可持续性、促进包容增长九个方面达成共识，并强调结构改革的优先领域不同，应关注与自身改革联系最密切的优先领域。

结构性改革是摆在各国面前的难题。以美国为例，危机以来，结构性改革进展非常有限，储蓄率过低、贸易逆差的局面没有改变，在工业化进展缓慢，经济复苏主要得益于量化宽松带来的金融和房地产市场向好，但收入差距仍在加大；基建投资空间虽然较大，如当前美国城市交通设施陈旧、道路亟待维修、港口破败不堪等屡见报端，但受制于两党政治难以达成一致。

欧洲方面，老龄化、高福利、劳动力市场体制僵化等制度性问题制约了欧洲的发展；日本人口老

龄化、妇女参与率过低的局面也制约了经济增长；中国产能过剩局面导致僵尸企业大量存在，资产价格过快上涨挤压实体经济发展空间；印度基建投资较为薄弱，制度障碍如劳动法修订、放宽土地法限制等降低对外资吸引力。

如此看来，结构性改革找准了药方，但各国能否突破各自利益团体束缚，取得突破，仍任重道远。

五是美联储货币政策的干扰

G20 峰会表示，汇率的过度波动和无序调整会影响经济金融稳定。重申此前的汇率承诺，包括将避免竞争性贬值和不易竞争性目的来盯住汇率。在笔者看来，这样的承诺在现实中如何演化，与全球金融市场环境有关。毫无疑问，如果在全球金融市场波动较小，投资者并未出现恐慌与避险心态的情况下，竞争性贬值不会成为问题。

而在美国与其他国家相反的货币政策取向，年内美联储加息预期浓烈的背景下，做到这样的承诺显然也非易事。回想去年下半年，当时 8 月市场便预期美联储 9 月加息几成定局，但其后 811 汇改以来全球金融市场波动剧烈，美联储罕见的将货币政策外溢性纳入考虑，9 月暂缓加息。但市场预期落空，反而导致股市大跌，其后由于 12 月加息预期高涨，导致美元一路走强，新兴市场国家资本流出加剧，恐慌情绪再度蔓延。

今年下半年，情形也有类似之处。虽然 8 月非农就业数据或降低了 9 月加息的可能，但鉴于此前耶伦在杰克逊霍尔全球央行年会上的讲话已经透漏出鹰派信号，表示经济形势正接近美联储的就业和通胀目标，预计 12 月加息的可能性仍然较大。而加息靴子悬而未决未见得是好事，毕竟美联储以外，其他国家仍以宽松为主，基于二者政策方向上的显著差异，在未来一段时间资金回流美国，美元升值，非美元货币贬值情况似乎是可以预见的，这为稳定全球金融市场动荡增加难度。

总之，G20 峰会为中国提供了向世界展现自身经济实力与领导力的难得机遇，会议成果也针砭时弊，就财政战略、结构性改革提出精准药方，为低迷的全球经济寻找出路，明确反对贸易和投资保护主义与当前日益兴起民族主义思潮，是东道主责任担当的体现。但就具体落实而言，仍然存在五大难点，特别是各国缺少政治领导力，政党博弈与选民不满情绪增加，以及美国与其他国家货币政策方向背离等，是需要中国作为“杭州共识”的发起国持续不断的关注。

全球央行的工具为何都不灵了？

来源：BWCHINESE 中文网（2016-08-31）

作者：江濡山（香港环球经济电讯社首席经济学家）

对于市场化要素本来就有明显缺失的中国而言，其央行效仿西方那一套的货币工具干预招数，自然会频频失效。央行的干预，只是针对调整市场的货币多少，对于实体经济结构严重畸形中国而言，货币供应的多少无关痛痒。

在一个相对封闭循环的经济体内部，传统经济学的很多理论和工具，都能产生一定的效应。这是因为：一国的进出口贸易虽有一定的规模，但并没有改变这样一个基本格局：经济体内部的“组织生产—物流商贸—购买消费”循环主要满足本国市场需求，成品的进出口贸易只是一定程度的补充。在这种传统的市场背景下，商业银行的货币运营业务与一国的实体经济循环关系比较密切，央行面对市场波动采取的货币干预工具的效用也比较明显。

但是，随着全球化进程的加快及国际分工半径的拉长，以及资本跨国流动规模的不断扩大，传统经济学理论的假设条件及市场化前提，都发生了变化，传统的经济干预手段和货币工具效用因此大打折扣。这好比：全球化拆掉了各个牧场之间的栅栏，越来越多的猪马牛羊可以不受约束地自由流动和自由交配，传统的鞭笞和口哨式管理只能对付那些就地转悠的畜生。

最明显的例子就是，央行通过货币工具对经济运行的管控及干预效果会频频失效。不仅美联储主席及其幕僚们对此有深刻的感受，各主要经济体的央行官员也为此倍感纠结。对于市场化要素本来就明显缺失的中国而言，其央行效仿西方那一套的货币工具干预招数，自然会频频失效，不得不通过强硬的行政力量进行刚性干涉。在这种情形下，习惯于行政干预的中国政府首脑，手中可以打的牌似乎不多。

央行干预经济的手段有很多，最主要的方法有三种：

一是“公开市场操作”，央行用较大规模的资金买入或卖出政府债券，向市场注入或者抽回资金，达到扩大或收紧市场货币规模的目的。此举进而会影响到利率，利率又传导到商业银行的货币交易及整个资本市场。这种方式可以面对整个市场，针对性不强。

二是央行对各个商业银行进行信用的输出与收回。即通过给商业银行发放抵押贷款、或者收回这些贷款，以此达到调整市场货币规模的目的。这种方式可以把资金直接注入或者直接收回于“问题商业银行”，针对性较强。

三是通过调整一定规模的外汇储备，对本币及外币进行买卖，以此刺激外汇价格，抵御货币的跨国投机交易对经济体内部的捣乱和破坏。

总而言之，央行无论采取什么手段，对经济的干预思路只有一个：调控货币的供应与收回的规模，达到干预经济运行的目的。传统的经济学及金融理论体系，正是建立在这样一个“根基”之上。但是，经济全球化的加速和网络科技的日益发达，已经明显地动摇这一“根基”，央行的这种干预手段，自然就越来越力不从心。再说，央行的干预，只是针对调整市场的货币多少，对于实体经济结构严重畸形中国而言，货币供应的多少无关痛痒。

更值得关注和研究的一个问题是，随着全球经济一体化规模的迅速膨胀，商品“生产—流通—消费”的循环半径不断拉长，货币的全球流动规模及频率也明显加大；与此同时，货币的全球化流动，在全球范围内不同财团、不同个人名下，形成的形形色色的资金池也越来越多，且很难发现和被监管。因此导致这样一个现象越来越普遍：各主要经济体的货币发行规模逐渐扩大，而参与实体经济循环的货币似乎越来越少，于是央行进一步加大货币发行规模，由此导致很多国家实施持续的量化宽松货币政策，不断给实体财富兑水。

在这一背景下，各国央行干预经济的老套套还会有多大效果呢？但是，不采取这种“自我安慰”的办法又能怎么样呢？

G20 峰会应关注全球贸易新常态

来源：FT 中文网（2016-09-02）

作者：鞠建东（上海财经大学国际工商管理学院院长、清华大学国际经济研究中心主任、长江学者）；
余心玓（对外经济贸易大学国际经济贸易学院助理教授）

鞠建东、余心玳：全球贸易结构巨变，“美国核心”的旧结构已被中美德新结构取代，各国应关注四大核心问题。

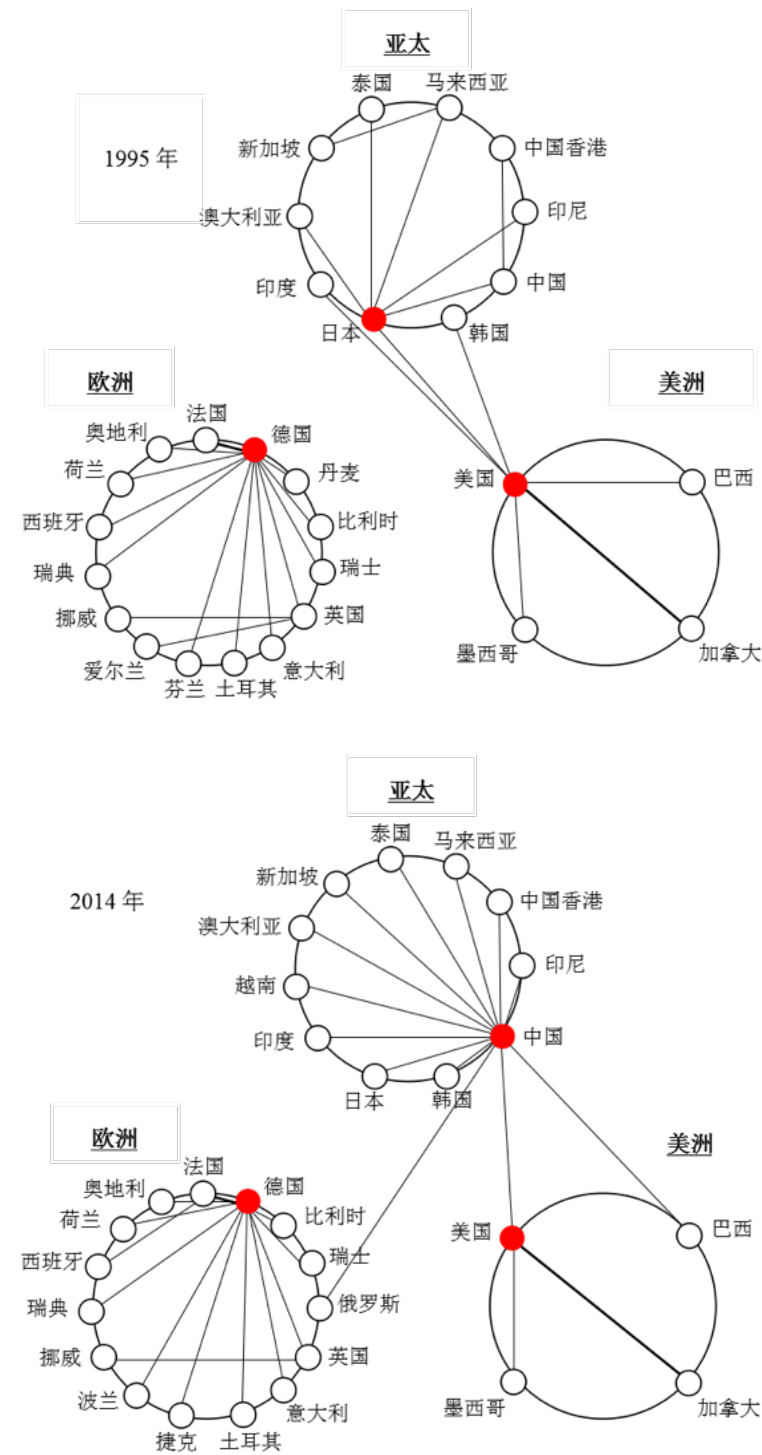
推进全球贸易增长是今年的 G20 峰会的重要议题之一，然而随着 2012 年以来全球贸易增速明显减缓，国际社会以及各界人士开始对全球贸易态势的判断进行争论。近年贸易增速下滑，是周期性的短期变化，还是常态性、结构性的中长期演变？

回看历史，从 1980–2011 年，全球 GDP 的年平均增长率为 2.9%，同期全球贸易增长率为 7.3%，是前者的 2.5 倍；2012 年以后，连续 4 年贸易增长率跌到 GDP 增长率之下。回顾 1980–2011 年的全

球贸易数据，30 年间曾 7 次出现贸易增速低于 GDP 增速的情况。然而，除 80 年代初的连续 3 年低迷之外，其余各次的持续时间均仅限于当年，且其后均伴有明显的贸易回弹。在刚刚过去的 2015 年，全球贸易出现了降幅达 13.6% 的负增长，其严重程度仅次于 2009 年的全球金融危机。

由此可见，全球贸易结构正在发生深刻变化，首先是贸易核心国发生了变化。在 2012 年之前，美国一直是全球最大的货物贸易国。2000 年美国在全球货物贸易中的占比达到 15.48%，比第二大贸易国德国的 7.96% 和第三大贸易国日本的 6.51% 之和还要多；美国也一直是全球最多国家或地区的最大贸易伙伴，在 2000 年有 47 个以美国为最大贸易伙伴国。美国在世界贸易中的核心国地位显而易见！但是，2013 年美国的第一大贸易国的位置被中国所取代，2015 年全球三大贸易国依次变为中国、美国、德国，在全球贸易中的占比分别为 11.9%、11.5%、7.2%，三国也各自成为 24、21、21 个国家的最大贸易伙伴。“美国核心”的全球贸易旧结构已经被中国、美国、德国三足鼎立的新结构所取代。

此外，结构的变化还表现在全球贸易正越来越体现为北美价值链、欧洲价值链、亚洲价值链的区块结构。下图所描述的分别是前占



全球贸易的 80% 以上的 30 大贸易国（地区）在 1995 年和 2014 年的贸易依存网络。图中，各国（地区）与其最大贸易伙伴以直线相连，粗体黑线则代表双方互为最大贸易伙伴。

从这一贸易网络的演变中可发现，全球贸易正在更多地体现出区域贸易的特征。在 1995 年，亚洲各国（地区）大部分以日本（JPN）为最大贸易伙伴，欧洲国家大多以德国（DEU）为最大贸易伙伴，北美、南美的几大贸易国则以美国为最大贸易伙伴。欧洲价值链已经显现，而亚洲贸易大国日本、韩国、印度、新加坡等都以美国为最大贸易伙伴，亚洲价值链的态势尚不明显，所体现的更多是美国全球价值链在亚洲的分工。

笔者认为，全球贸易网络的基本结构在这 17 年间发生了两大显著变化：首先，亚洲（尤其是东亚）地区的贸易“核心”已由日本转变中国，且中国的核心地位更为明晰、稳固；其次，日本、韩国、印度、新加坡等亚洲主要贸易国，都转而以中国为最大贸易伙伴。中国依然以美国为第一大贸易伙伴，但中国贸易对美国的依赖正逐步减弱，在全球贸易网络中，亚洲价值链的态势更加明显。以美国、德国、中国为核心的北美、欧洲、亚洲价值链“三足鼎立”的格局已基本形成。

贸易增速的减缓实际上反映了这种结构的变化。美、德、日、英、法等国在 1980–2011 年的平均货物贸易增长率分别为 6.8%，6.6%，6.0%，5.5%，5.5%。而在同一时期，贸易出现高速增长的国家主要包括越南 16.8%，中国 15.9%，印度 11.9%，泰国 11.4%，韩国 11.2% 等。印度的高速增长主要源于发达国家服务业的垂直转移，而越南、泰国、韩国等亚洲国家的高速增长则在很大程度上得益于中国经济增长的推动。

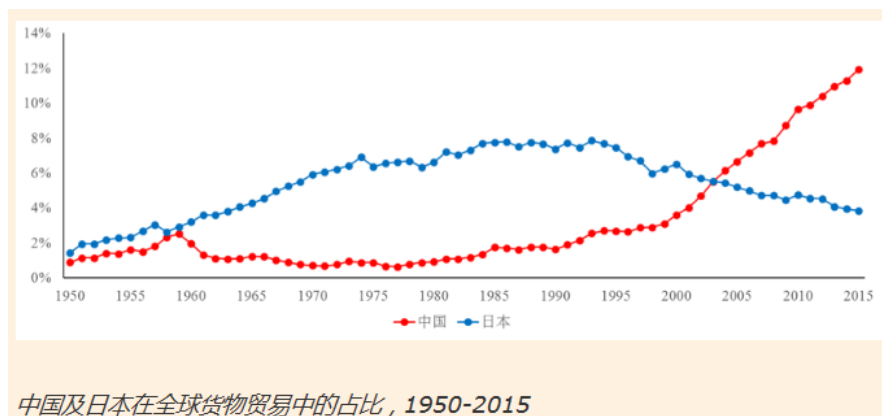
综合来看，从 1995 年到 2012 年之前全球贸易的快速增长主要由亚洲国家、新兴经济体、资源国家推动，源于四个因素：第一，发展中国家的低成本劳动力进入世界生产和分工体系。第二，以集装箱技术、交通运输技术为代表的技术进步所带来的贸易成本的大幅下降。第三，贸易制度成本的下降。上世纪 70 年代以来全球贸易关税，尤其是发展中国家关税从平均 45% 以上降到本世纪的 15% 以下，而 WTO 的成立，以及全球 200 多个自由贸易协定的建立更使得大量的区域内关税降至为零。第四，全球生产垂直化分工所推动的中间品贸易的迅速增长。

在以上四个因素中，中国都是决定的力量，因而成为这一时期全球贸易快速增长的发动机。第一，中国数亿农村剩余劳动力进入世界生产体系；第二，改革开放之后中国交通运输技术及基础实施条件的突飞猛进迅速地降低中国的贸易技术成本；第三，中国进入 WTO 之后的贸易制度成本也大幅下降；第四，美、日、欧等发达国家的制造加工业向中国的大规模转移推动了中国加工贸易的迅速增长。成也萧何，败也萧何，这四个因素推动了全球贸易从“美国核心”到“中、美、德三足鼎立”，从以美国为核心的全球价值链到北美、欧洲、亚洲的区域价值链这两大结构变化。与此同时，中国等新兴国家、亚洲国家的贸易高速增长正向发达国家的相对平缓的贸易增长回归。

有趣的是，中国现在的贸易增速趋缓，和日本在上世纪 70 年代的贸易增速趋缓很相似。从 1955 年到 1975 年，日本经历了 20 多年的高速增长，并达到 70–75 年的平均 23% 的惊人增长率。此后逐年向下，从 80 年代开始回归到发达国家的 6% 左右的平均值。日本劳动力人口从农村向城市转移的停滞现象与 70–75 年这一贸易增长的拐点同步出现。正如学界主流观点所认同的，日本“刘易斯拐点”的出现大致位于 1970 年前后。劳动力成本的快速上升促使日本转变增长模式，从低劳动要素价格推动的高增长阶段，逐渐向依赖资本及技术的稳定增长阶段过渡。

下图描述了中日贸易的对比。1958 年中国和日本的货物贸易总量最为接近，两国在全球货物贸易中的占比分别为 2.33 % 和 2.62%；之后日本在全球货物贸易中的比重迅速增加，于 1993 年达到峰值 7.85%，其后逐年下降并于 2004 年被中国反超。至 2015 年，日本的货物贸易总量降至不到中国的三分之一。

亚洲乃至全球的贸易增长并没有受到日本在 70 年代的转型拖累。中国的经济改革迅速给世界市场提供了近乎于无限的农村剩余劳动力，中国也迅速接过日本的角色，推动全球贸易更加迅速地增长。



中国及日本在全球货物贸易中的占比, 1950-2015

时至 2011 年，中国也来到了“刘易斯拐点”，贸易增长率也开始下降。但显著不同的是，日本在经济增长速度达到顶峰时，无论是经济总量，还是外贸总额，均与美国存在明显的差距，所以未能改变“美国核心”的旧格局。与 70 年代中期的日本不同，中国在经历了

30 余年的高速增长之后，外贸总量已稳居世界首位，经济总量亦达到全球第二。“美国核心”的旧格局已被打破，而东亚、北美及欧洲“三足鼎立”的新经贸格局已经开启。

以 2012 年为分界，全球贸易正从“高速增长、美国核心、中国驱动”的旧常态向“增速趋缓、三足鼎立、区块结构”的新常态演变。

推动全球贸易增长的四个因素也在 2012 年左右发生变化。第一，中国的低成本劳动力供应进入“刘易斯”拐点；第二，交通运输技术的进步在中国进入平稳期，而其他发展中国家的基础设施短缺在短时期内难以迅速改变；第三，主要国家的利益出现分化，在此背景下，推动全球进一步开放的各类贸易谈判举步不前、贸易保护主义回潮；第四，以美国为核心的全球价值链正向北美价值链、欧洲价值链、亚洲价值链的区块结构转化，全球垂直分工的结构发生变化。

在新的常态下，我们仍旧能够看到全球贸易高速增长的曙光，这也应该成为各国政府必须关注的四大核心问题：第一，分散在发展中国家的剩余劳动力是否能顺利地进入世界生产体系，成为世界生产体系中的有效劳动力；第二，由互联网技术、智能生产技术等推动的这一波新技术进步是否能够再一次大规模地降低全球贸易的技术成本；第三，主要贸易大国，尤其是美、中、德、日、印，能否适应全球生产结构从“美国核心”向区域结构化转变，合作而不对抗，找到协调各自利益差别的全球经济治理机制，抵制贸易保护主义，降低贸易制度成本，推动全球贸易进一步发展；第四，有别于 70 年代的日本，中国能否在亚洲价值链中发挥引领作用，推动亚洲国家沿亚洲价值链实现区域生产分工，而日本又是否能顺应世界经济结构的调整，与中国相伴而行，合作而不对抗，和中国一起实现东亚经济的深度合作。

国内财经

未来十年中国经济系统性风险何在？

来源：BWCHINESE 中文网 (2016-08-31)

作者：张明 (中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室主任)

系统性风险不是指孤立单一的风险，而是指同一时间内各个部门之间相继爆发的风险，这些风险汇总起来可能影响经济体的中长期增长潜力。以下分析主要基于系统性风险，而非单一风险。

以下我将从三个部门入手进行分析。一是私人部门，该部门包含三个主体，即居民、非金融企业及金融机构。二是公共部门，也就是通常所说的政府。政府又可分为中央政府与地方政府，由于二者之间的利益有别，因此二者的行为方式也有一些分别。三是对外部门，在全球化的时代，中国通过贸易、资本流动、投资者预期等渠道与全球宏观经济、金融市场紧密相连，从而会导致两种溢出：一是全球风险向中国溢出，二是中国风险向全球溢出，即双向风险传导机制。过去，中国更多是面临全球风险溢入的问题，而自去年汇改后，中国国内汇率变动及资本市场波动也对全球经济产生了显著影响。上述三部门框架是分析中国经济系统性风险的总体框架。

下面我来谈谈三个部门各自重要的风险点及风险爆发与传递的机制，即风险可能爆发在哪个部门，风险爆发后将如何在各部门之间传递。

私人部门目前面临两大风险。

一是非金融企业的高负债，也即企业高杠杆。企业加杠杆的目的是放大收益，但加杠杆后潜在亏损也可能放大，因此，杠杆是成倍增加风险或收益的机制。如何衡量中国企业的杠杆？既可以参照企业自身的负债与权益比，也可以采用各部门杠杆与 GDP 的比率。据最新统计，目前，中国总体国民负债占 GDP 的比率为 225%，其中，家庭负债与 GDP 比率约为 40%，政府负债与 GDP 比率也约为 40%，而企业负债与 GDP 比率高达 145%，中国企业债务与 GDP 比率高居全球主要大国之首。

实体企业放大杠杆是为了构建产能，而中国企业高杠杆对应的则是中国经济的过剩产能。过剩产能现象之所以会发生，主要缘于全球危机爆发后，世界经济增速与中国经济增速均开始下滑、内外需求都在萎缩。在这样的情况下，中国企业长期高投资形成的产能不能被充分利用，由此形成过剩产能。当前中国面临的过剩产能并不局限于钢铁、水泥、煤炭这样的传统制造业，诸如光伏、风电、造船以及部分基础设施领域均存在普遍的产能过剩，对经济的直接作用是降低企业投资回报率。据估算，全球金融危机爆发前的中国企业平均投资回报率在 10% 以上，而目前回报率已降至 5% 以下，可以看出，中国企业的整体投资回报率发生腰斩，导致该问题的主要原因正是产能过剩。

如果内外需持续萎缩、产能过剩加剧，未来企业盈利能力会持续下降，企业就会不可避免地遭遇“去杠杆”的问题。这不是基于企业自身意愿的“去杠杆”，而是由于企业盈利能力下降无法向银行还本付息的被动的“去杠杆”，其背后则是很多企业被动违约的过程。这是第一个风险点。

二是房地产的高库存。这一问题要分城市看待，一线城市的库存并不算高，房价居高不下；而中国很多三四线城市的房产库存巨大，去库存要耗费相当长一段时间。曾有研究表明，中国整体的房地产去库存需耗费 4-5 年时间。房地产库存高企，自然就会面临如何去库存的压力，照全国目前的情势来看，按照当前价格出清房屋是非常困难的。因此，去库存很可能会以相当激烈的方式展开，这期间，必然会有部分开发商融资链条断裂，无法向银行还款，产生违约。

因此，企业去杠杆与房地产去库存都会导致一个结果：债务违约，而承受这一后果的正是银行部门，企业的破产清算与开发商资金链条断裂都会导致银行业风险的爆发。过去几年间，国内金融风险开始陆续释放，金融风险爆发的链条是这样的：起始于风险极高的表外融资部门，如 P2P 领域，随即蔓延至信托产品、理财产品，事实上，近几年影子银行产品违约事件屡有发生。今年上半年，风险进一步蔓延至信用债市场，即中国企业债市场。去年以前，中国企业债市场的违约数量加起来不到 10 起，但今年上半年，中国信用债市场累计违约达 20 多起，其中以民营企业居多，但也不乏国有企业。未来，风险暴露可能会集中于银行部门的表内，银行业不良资产比率的快速上升将成为一个大的风险点。

公共部门主要面临的问题是地方政府债务高企。中央政府目前的债务是可控的，但由于近几年地方政府债务上升很快，因此，自 2014 年起，中央政府开始治理地方政府债务，主要依靠的手段是：首先进行了两次全国地方政府债务审计，评估债务问题的严重程度。2014 年年底，中央政府又推出地方债置换计划，置换计划的主要思想是什么？就是省级地方政府发行一笔长期的地方债券，用发债募集到的资金去还省级平台此前欠商业银行的贷款。在此过程中，债务置换计划把过去省级平台欠银行的债务变成省政府欠公众的债务。迄今为止，地方债计划已推进了两年时间，进展如何呢？这里存在一个很大的问题：地方政府债券收益率很低，在中国目前的环境下，这样的收益率无法鼓动老百姓与企业自掏腰包，所以，被迫购买这些债的机构还是商业银行。过去，商业银行的资产是省级平台的欠款，省政府承诺还清这部分债务，期限为 6-8 年，收益率在 8% 以上。而现在变成了省政府发行的债券，期限由 6-8 年延长至 15 年左右，收益率也从 8% 降至 4% 以下。因此，大规模进行地方政府债务置换的做法必将进一步恶化银行资产端。

当前，银行面临两个冲击：一是企业部门去杠杆与房地产去库存导致不良资产比率上升；二是地方债置换导致其他优质资产质量下降。未来，如果银行爆发危机，公共部门通常要施以援手，而唯一有救助能力的就是中央政府，一旦中央政府插手救助银行，其自身债务水平必然会显著提高。

再来谈对外部门面临的风险，对外部门指的是中国的国际收支，包括对外贸易和跨境资本流动。过去，中国拥有国际收支的双顺差：出口大于进口，资本账户的流入大于流出。双顺差意味着资本不断流入，储备不断累积，人民币面临升值压力。而自 2012 年之后，中国双顺差开始变成一正一负，资本账户逆差意味着中国发生了资本外流。据外管局统计，自 2012 年 2 季度至 2016 年 2 季度，中国已连续九个季度出现资本外流，这一状况仍将持续下去。

资本外流与公开市场干预导致外汇储备缩水，我国的外汇储备目前已缩水 8 千亿美元左右。在此情况下，人民币升值预期发生逆转，目前，人民币兑美元汇率中间价已从 6.1 左右贬至 6.7 左右。而资本外流与汇率贬值预期可能相互加强，贬值预期会导致更多的资本外流，资本外流在外汇市场会导致人民币抛售，这会加剧人民币贬值预期。我们的研究表明，过去十年内，导致中国短期资本外流最重要的因素就是人民币贬值预期。而这二者，谁是因，谁是果，不容易区分，但可以肯定的是，二者互为因果、相互推动。资本外流与人民币贬值预期相互增强，是中国对外部门面临的主要风险。

第二个问题，在什么情况下，风险会开始相继爆发？风险将如何在各部门之间传递与联动？

中国的系统性风险可能会从对外部门引爆，而可能成为风险扳机性因素的正是大规模的资本外流。导致资本外流的原因有两个：一是外生原因，如美联储加息。二是内部原因，尤其要注意金融风险上升导致国内外投资者对中国市场的信心下降。而资本外流会导致流动性下降，流动性下降则会导致利率上升。在此情况下，央行必然会加以干预，央行可以通过冲销的方式防止流动性下降，而冲销未来最可能使用的工具是降准。我们预测，今年下半年还有两次左右的降准机会，其目的就是为了补充因资本外流而降低的流动性。

但随着资本持续外流，央行的冲销能力开始下降，冲销成本上升，一旦央行的逆市冲销不能完全对冲资本外流，这就会导致流动性下降、利率攀升。一旦利率上升，私人部门马上就会起反应：企业的负债水平已经很高了，而利率上升会进一步抬高企业负债的成本；利率上升也会恶化本身面临下行压力的房地产市场的处境。如果内外需依然没有改善，房地产市场依然没有好转，去杠杆和去库存的压力就会加大。在这种情况下，如果私人部门加速去杠杆、房地产部门加速去库存，金融风险就会加速显性化，最后很可能导致银行坏账加速上升。众所周知，中国目前是间接融资占主导的市场，如果银行坏账不断上升，那么银行业危机便会迫在眉睫。而照中国目前的情况来看，中国银行业出问题往往是从中小银行开始。

至此，对外部门风险开始转移到私人部门，而风险还在轮转。一旦银行出了大问题，政府必然会

出手相救。只有中央政府有能力救助银行，救助的方式要么是向银行注入本金，要么帮助银行剥离不良资产，或是为银行资产提供担保，无论哪一种救援方式都会导致中央政府债务上升。根据我们的估算，如果本轮商业银行坏账凸显，若全部依靠中央政府来帮助银行消化坏账，这势必会导致中央政府债务显著上升，乃至突破国际的公共部门债务警戒线。换句话说，为了救援银行，中国公共部门可能要被迫举债，直接导致公共部门债务上升。此时会出现怎样的风险？公共部门债务上升后，中央政府将会怎样降低自己的债务？

中央政府去杠杆的方法有二：一是加税，二是通胀。如果居民部门对政府的加税或通胀有了预期，这势必会使他们的信心下降，从而诱发更多的资本外流。此外，银行业坏账上升也会导致居民部门对本国金融市场的信心下降，同样也会导致资本加速外流。

至此，居民对未来的信心下降，进而做出风险规避反应，这将导致资本外流，资本外流会使央行冲销能力下降，央行冲销能力不足会致使流动性下降，利率由此加速上升，这就形成了一个闭环。

第三个问题，上述风险在过去几年内都普遍存在，但为什么迄今为止没有引爆呢？为什么迄今为止中国金融体制还算是比较安全呢？从三个部门的分析框架来看，迄今为止，三部门各自都有减震器，为缓释金融风险提供了良好的政策空间。

私人部门的减震器是高储蓄。过去，人民币汇率尚未实现市场化，国内金融环境处于抑制状态。高储蓄意味着居民部门资金充裕，由于金融抑制，居民储蓄无法流向国外，因此，居民储蓄会集中于国内银行，政府可以把利率定得很低，这就给了企业部门与银行以利好。企业可以以较低成本维持较高的杠杆，而银行可以赚取不菲的利差收益。高储蓄与金融抑制环境很好地保护了企业和银行部门，这是第一个缓冲垫。

公共部门的减震器是低水平的政府债务。尽管目前中国政府债务已经开始上升，但中国政府拥有大量资产，例如，各级政府部门不仅拥有大量土地，而且还握有国有企业的股权，二者构成公共部门防范系统风险的缓冲垫。

对外部门的减震器是大量的外汇储备。过去十余年间，中国积累了大量的外汇储备，中国外汇储备存量一度达到 4 万亿美元，这被认为是坚不可摧的堡垒，足以防范未来任何风险。

由于存在上述三个减震器，因此，即使过去也有上述金融风险，却并没有酿成危机。那为何我们现在开始担忧了呢？我们注意到，近几年发生的一些变化使得这些减震器开始陆续失效。

第一个减震器：高储蓄。

近年来，中国国民储蓄率趋稳，甚至出现轻微下降，人口老龄化是导致这一变化的原因之一。2010 年是一个拐点，2010 年后，中国劳动人口占总人口比例开始由上升变为下降。而生命周期是导致储蓄率变动最重要的因素之一，与人口老龄化相对应，中国的居民储蓄率开始下降。

此外，近年来，央行加快了国内金融开放的步伐，利率、汇率正在进一步市场化。资本账户开放意味着金融抑制的环境被打破。去年年底，央行取消了金融机构一年期存款利率的上限，这也意味着对居民存款利率的压制被取消。在这种情况下，金融机构为了获得居民存款，不得不被迫给居民以更高的存款回报率，这便压缩了金融机构的利差，金融机构的盈利能力开始恶化。如果银行不得不提升存款利率，相应地，银行为企业提供贷款的利率自然也会上升，由此便削弱了对企业与银行的保护。

第二个减震器：总体债务水平较低。

自 2008 年以来，地方政府债务显著攀升。尽管我国目前有很多国有资产，但是国有资产需要用

的时候能不能变现很重要。一般情况下，如果私人部门爆发危机，国有资产要变现将会变得很难。例如，国有资产很大部分是土地，随着房地产市场的向下调整，现在地方政府想卖地就没有以前那么容易。随着房地产市场的下行，以及地方政府债务的高企，公共部门的传统减震器也开始失去效果。

第三个减震器：大量外汇储备。

过去大家一度认为，4 万亿美元外汇储备足以抵御任何风险，但是从去年开始，外汇储备缩水很快。目前为止，中国外汇储备缩水超过 8 千亿美元。因为央行有很多手法可以掩盖外汇储备的真实消耗规模，因此市场上认为迄今为止中国央行的外汇储备缩水规模可能显著高于 8000 亿美元。换句话说，资本不断外流和持续贬值预期会削弱 4 万亿美元外汇储备的缓冲能力。

综上所述，由于三个部门的传统减震器正在失灵，未来金融风险的爆发和传递对中国经济的冲击是在加大的。

第四部分，为避免未来系统性危机的爆发，我们提出以下五点建议。

第一，为了防范系统性风险的爆发，一定不能让中国经济增速跌到太低的水平，保增长依然是非常必要的。请注意我所指的保增长不仅仅是指短期增长，也包括中长期增长。所以需要两个手段，一是结构性改革。这里指的结构性改革和最近的供给侧结构性改革不太一样，供给侧结构性改革是结构性改革的一部分，我这里指的几点是，一、开放服务业。目前中国很多服务业被国有企业垄断，我们需要向民间资本真正开放服务业。二、推动国内要素价格进一步市场化。三、加快收入分配改革。包括国有企业上缴更多的红利给社保，还有居民部门内部的收入分配改革，比如房产税。第二个手段是需求管理。我们仍然需要扩张性财政货币政策，来维持短期的经济增长率。增长非常必要的原因在于，只有适度的增长才能帮助我们更好地解决风险问题。举个例子，一个人骑自行车，保持一定速度的自行车会很稳定，一旦速度越来越慢，就很难维持平衡，对中国这样需要权衡各种利益的大国来说，适度增长是非常重要的。

第二，我们要高度重视未来企业去杠杆与房地产去库存可能导致的金融风险。对这种金融风险，过高估计比过低估计要好，未来银行业压力会很大，所以我们应该提前预防。我们需要更高的资本充足率和更高的拨备覆盖率，同时要做好监管部门的预防，监管部门要留一些的政策空间来应对风险。政府部门要做好银行业风险防范的预案，需要高度重视相关的金融风险。

第三，我们需要采用一些更加透明和市场化的坏账处理方式。银行面临危机时，政府一定会救援银行业，而救援的方式也很重要。目前，我国很难重演 1998 年政府全部买单的方式，那时候是把问题全部传递给政府，而且对未来银行业经营没有激励机制改革，所以透明化和市场化的坏账处理方式很重要。所谓市场化，就是要让不良资产有一个公开定价，要用市场化手段让资产管理公司对从银行购买的不良资产进行处置，也要允许银行根据市场化价格将坏账出让给另外的金融机构。未来坏账处理过程，应该是银行先靠自身力量消化不良资产，然后再通过市场化的方式转让一些不良资产，最后在坏账暴露比较充分之后，政府最终才介入，注资或者是提供担保，三管齐下是比较好的方式，这有助于部分切断风险由银行部门向公共部门的传递。

第四，中国政府依然应该管理国际资本流动，避免资本持续过快流出。在我们的风险传递链条中，大规模资本外流是触发风险的重要因素。所以我们的建议是，未来几年依然要审慎地管理我们的资本账户，特别是要避免过快开放资本账户。在 3 年前，2012 年至 2013 年左右，国内有一个重要的政策辩论，也即在当前环境下要不要加快资本账户开放，当时人民银行在正方，他们觉得有必要，认为当时是时间窗口和战略机遇期，但我们团队坚定反对，反对的主要原因是中国国内的现有风险没有得到妥善处理的前提下，过快开放资本账户可能会导致危机加快爆发。

第五，针对危机形成预案。中国是新兴市场国家，从国际金融的历史来看，由新兴市场国家变成发

达国家，没有哪一个国家没有经过金融危机的洗礼，即使我们做得非常好，但依然有可能在特定情形下，中国会迎来一次金融危机。危机的爆发并不可怕，但是危机爆发之后的束手无策很可怕。我们针对金融危机要形成一系列的预案，为危机爆发做准备。从国际经验来看，大多数国家在危机爆发之后惊慌失措，以至于危机打断了增长，结果高速增长阶段转为低增长阶段，很多国家由此进入中等收入陷阱。还有的国家则是把危机变成了动力来促进变革，典型例子是 1997 年之后的韩国，以及北欧金融危机之后的芬兰。对中国来讲，要做好危机预案，一旦危机爆发之后，能够秩序井然地做好调整，而且利用危机进一步倒逼国内的改革，这样才能充分利用危机给我们造成的冲击与机遇。

总之，我们讨论的是未来 5-10 年中国经济面临的风险。中国未来有两种情景。一种光明的情景是中国能够通过前面讲的种种对策来化解未来面临的风险，避免系统性危机的爆发。或者即使爆发危机，我们也能够通过我们的预案化解危机，继续保证增长，最后翻越中等收入陷阱，从人均 7500 美元左右上升到人均 15000 美元左右，成为发达国家，这是我们都希望发生的光明前景。中国如果未来对风险应对不当，可能会遭遇两种比较黑暗的情景。在 2012 年的时候，我跟我三位朋友写了一本书《刀锋上起舞》，其中提到美国经济学家（哈罗德）的经济增长模型，他说经济增长好像把一把刀子竖起来，刀刃朝上，一只蚂蚁沿着刀锋前行，稍不注意下滑下去，就再也回不到刀锋上去了。未来中国经济的增长，就犹如一只蚂蚁在刀锋上爬行，稍有不慎就可能跌入两个陷阱之一。

一是日本陷阱。导致 1980 年代末 1990 年代初日本经济陷入困境的原因，可以用三个特征描绘。一、资产价格泡沫破灭导致日本出现资产负债表衰退。日本 80 年代有两个泡沫，房市和股市，泡沫破灭之后所有部门的资产负债表同时陷入危机，以至出现了资产负债表衰退。国家一旦陷入资产负债表衰退，恢复的时间会很长。二、日本爆发危机之后，没有像欧美一样让很多企业和金融机构倒闭，危机之后总会有很多企业和金融机构资不抵债需要破产，但是日本没有让这些企业倒闭，不断用财政和金融输血方式，以至于形成大量的僵尸银行和僵尸企业。所谓的僵尸银行或僵尸企业，就是没有政府注入资源的话，就生存不下去的银行或企业。大量僵尸企业和银行的存在，会导致长期竞争力下降。三、日本经济过去致力于修复资产负债表，也在清理银行不良资产，但在资产负债表基本上修补完成后，遭遇到人口老龄化的冲击。人口老龄化会导致储蓄下降、竞争力下降。中国目前经济某些方面具备和日本相似的特点。

二是拉美陷阱。根据世界银行的定义，几乎所有拉美国家目前都处于中等收入陷阱中。阿根廷一战前人均 GDP 和当时日本相差无几，而现在，阿根廷人均 GDP 是日本的几分之一。拉美陷阱的特点是民粹主义和民主机制的结合。民主机制是多党竞争，每个政党上台前都拼命给老百姓许诺，说上台之后提高工资和养老金。谁承诺多老百姓就选谁，但该党上台之后本国经济竞争力跟不上，承担不了这么高的承诺怎么办？就靠举债，无论是内债还是外债。靠举债支撑高福利的国家注定会迎来债务危机的爆发，或者就不得不依靠通货膨胀来撇清债务。因此，很多拉美国家几乎每十年一次，定期在债务危机和失控的通胀之间徘徊，这就是拉美陷阱。中国经济在某些层面上是否具备与拉美相似的特点呢？

现在总结一下，今天我一共讲了五个问题，来刻画中国经济未来十年可能面临的风险。

第一个问题，基于三个部门，私人部门、对外部门、公共部门，把各部门当前的风险点列举出来。

第二个问题，我们给出了未来风险爆发的路径，风险弄不好是从对外部门开始，在特定内外冲击之后资本加速外流引发的，会导致风险从对外部门传递到私人部门，这主要是通过流动性和利率渠道，通过私人部门到公共部门，主要是因为银行危机需要政府救援，最后从私人部门和公共部门传到对外部门，导致居民信心下降进而引发更大的资本外流。

第三个问题，过去我们风险没有爆发的原因在于三个减震器的存在，但这些减震器现在正在失效。

第四个问题，针对如何避免系统性金融危机的爆发，我们提出五个政策建议。

第五个问题，我们对前景进行了展望。我们希望中国经济能够成功翻越中等收入陷阱，避免系统性风险爆发。我们对未来依然审慎乐观。

中国：一个不算太成功的“发展型国家”

来源：FT 中文网(2016-09-01)

作者：唐世平(复旦大学特聘教授，复旦大学陈树渠讲席教授、长江学者)

如今的中国，从上到下都在谈“中国特色”、“中国模式”、“中国道路”。可事实上，中国只是“发展型国家”俱乐部的一员，甚至也不是最成功的一员。如果我们不能从“发展型国家”的角度来理解中国业已取得成就和目前面临的困难，中国的现代化或者说是中华民族的伟大复兴都确实有可能因为陷入“中等收入陷阱”而夭折。

何谓“发展型国家”？

“发展型国家 (developmental state)”由美国中国问题和日本问题专家查默斯·约翰逊(Charlmers Johnson, 1931-2010)在他 1982 年的名著《通产省和日本奇迹》提出。

不过，“发展型国家”的知识脉络至少可以追溯到德国著名政治经济学家费里德里希·李斯特(1789-1846)的《政治经济学的国家体系》(1841)和亚历山大·格申克龙(Alexander Gerschenkron, 1904-1978)的《历史视野中的经济落后》(1962)，甚至美国著名的开国元勋之一 Alexander Hamilton (汉密尔顿, 1755-1804)在《联邦党人文集》(1787-1788)中所阐述的某些观点。

《通产省和日本奇迹》出版后，对整个学界和政策界产生了极大影响。欧洲对“国家创新体系”的重视部分源于重新发现李斯特的“国家体系”，以及查默斯·约翰逊对日本产业政策的推崇。美国克林顿第一届政府的“经济顾问委员会(CEA)”主席劳拉·泰森(Laura Tyson)就是“产业政策”和“战略贸易”的忠实信奉者，并且警告美国如果学习日本，制定战略产业的政策，就将在新的产业竞争中失败。直到今天，“发展型国家 (developmental state)”依旧是比较政治经济学的重要话题，每隔几年就会有重要的作品出版。

时空中的“发展型国家”

“发展型国家”都是后发国家，而且通常都遭受过先发国家的欺凌甚至侵略的国家。这些国家通常会有特别强烈的“赶超”情结。

世界上最开始的几个“发展型国家”出现在欧洲，其中最典型的是面对英国屡战屡败的法国(1700 之后)，在拿破仑的大军面前显得不堪一击的普鲁士(1806)。尽管法国最后发生了 1789 年的“法国大革命”，但是法国的科技和工业的赶超基本是成功的。普鲁士可能更为成功：普鲁士用了大约一个世纪(1800-1890)的世纪便成功赶超英国，成为欧洲最强大的工业化国家，在当时的世界仅次于美国，是世界第二大经济体。

日本是欧洲大陆之外的第一个比较成功的“发展型国家”。自明治维新起，日本就是普鲁士的积极效仿者。比如，日本明治宪法的起草过程几乎全程都有就普鲁士宪法专家参与，而日本的产业政策在二战之前就有许多地方是模仿普鲁士。但是，真正让日本成为约翰逊笔下的典型意义上的“发展型

国家”无疑是日本在二战后的“经济奇迹”，尽管日本在二战后的产业政策制定和二战前是一脉相承的。

继日本之后，第二批“发展型国家（地区）”都集中在东亚，是“亚洲四小龙”、“四小虎”中的主要成员，包括中国的台湾地区（1954 年开始）、韩国（1962 开始）、新加坡，以及后来的马来西亚和印度尼西亚等。

显然，中国在 1840 之后是有机会成为欧洲大陆之外的第一个“发展型国家”的。但是，清廷从上到下都试图守着传统而搞点“洋务运动”，“中学为体、西学为用”，因而不可能彻底再造中国。再加上清朝的国家能力日渐萎缩，即便有心也无力。中国成为“发展型国家”的必要条件一直到 1911-1927 年的中国革命之后才逐渐开始具备。

“发展型国家”的基本要义

按照约翰逊的阐述，“发展型国家”的必要条件大致有两个。首先是一个强大的国家（政府），而这样的国家通常由革命或者半革命造就。其次是这个国家是一个从上到下都基本相信现代化的国家。这里需要特别强调，后一个条件常常被人忽视。但事实上是，确实有一些国家（比如中东地区的某些穆斯林国家）的核心问题之一恰恰是，它们的许多精英和平民并不相信现代化，而是将现代化视为“西方的精神污染”，因此想通过回归传统来抵御现代化。

但是，具备以上的两个必要条件仍旧是不够的。一个比较成功的发展型国家还需要具备以下几点（这几点加起来大致构成一个“充分条件”）。

1. “发展型国家”不是，也不能是计划经济，有经济发展计划不等于计划经济。事实上，“发展型国家”的全称是“基于市场经济的发展型国家”。因此，“发展型国家”强调的是后发国家必须在市场经济的基本体系下追求经济发展，而不是计划经济。国家干预（制定经济计划或产业政策）不等于计划经济，也不等于完全依赖国有企业。苏联和其他东欧国家的之所以不成功的核心原因正是因为他们都消灭了市场经济。

2. “发展型国家”强调国家是经济发展的核心角色之一。特别是对于后发国家，像新古典经济学那样认定国家越少干预越好就能实现经济升级是不成立的。

3. “发展型国家”确实需要一个强大的国家机器，但是这个强大的国家机器不是要去窒息民营经济的发展，而是要依赖、辅助、和指导民营经济的发展。因此，“发展型国家”强调国家是民营经济的“帮助之手（helping hand）”，而不是主导民营经济，甚至限制民营经济。恰恰相反，“发展型国家”的目标是让国家干预和民营经济形成合力发展。

4. “发展型国家”需要制定好的“科技和产业政策”（通常简称为“产业政策”），而且是根据国际市场和分工等等，制定产业政策，而不是闭门造车。

5. “发展型国家”需要制定好的产业政策，必须依赖一个相对独立、高效廉洁的技术官僚体系。这个官僚体系依赖严格的科举式选拔，政治人物不能干预主要的官员任命和提升，以保持官僚体系相对与社会利益集团的独立性，即，彼得·埃文斯（Peter Evans）所说的“嵌入式的自主性”（embedded autonomy）。

6. 产业政策不能仅仅是扶持，而是必须有强制性的业绩考核和退出机制，即便是对于私营经济实体也是如此。也就是说，如果一个私营企业业绩达不到要求，就将不能获得国家的继续支持。对国企则更是如此。

7. “发展型国家”的产业政策需要与时俱进。技术前沿在变，生产的组织方式在变，只有与时

俱进的产业政策才可以真正比较成功。

中国还不是特别成功的“发展型国家”

1911-1927 年间的第一波中国革命开始造就中国成为“发展型国家”的两个必要条件，但是不够彻底。约翰逊认为，中国是在经过了抗战之后（1937-1945）和第三次国内战争（1945-1949 年）后，中国才真正具备了成为“发展型国家”的两个必要条件。

但是，新中国成立后，选择了计划经济，因此，新中国的头 30 年并没有成为“发展型国家”，尽管这期间的某些建设确实为后来中国在改革开放之后成为一个相对成功的“发展型国家”奠定了重要基础（比如，建立了一个相对完备的工业体系）。中国是在改革开放之后，特别是引入市场经济之后，并且开始学习日本、新加坡、韩国、和台湾地区的经验后才真正成了典型意义上的“发展型国家”。

如果我们将中国过去三十多年所取得的成就和其他东亚“发展型国家”的发展轨迹作比较的话，我们会发现，中国肯定不是最成功的，只是中上水平。比如，在 1946 年至 1976 年的三十年间，日本的经济整整扩张了 55 倍。日本仅仅用了 30 年就成为世界第二大经济体，并成功跻身最发达国家俱乐部。中国的台湾地区也用了大致同样的时间成为了高收入地区（1954-1990）。新加坡的成长业绩也相当突出。

韩国的崛起更加令人印象深刻。从朴正熙于 1962 年开启了韩国的“发展型国家”时代之后，韩国只用了三十多年就成为了 OECD 成员国，跻身发达国家行列。1962 至 1989 年间，韩国的经济整整扩张了 100 倍！韩国不仅建立起了比较完善的产业结构，并且成功从 1960-1970 年代的劳动密集产业升级到 1980 年代以后的资本技术密集型产业。韩国如今拥有三星、LG、现代等一具有世界影响力的私营大企业，并且成功赢得对日本的某些产业优势。在跨入发达国家门槛后，韩国继续保持着上升势头，虽然经历过 1997 年金融危机。

相比之下，中国过去三十多年所取得的成就确实也值得骄傲：在此期间，中国的经济也扩张了近 50 倍。但是其实按照东亚“发展型国家”的标准来要求，中国过去 30 多年的成绩并不是最突出的。更何况，中国离一个真正的高收入国家至少还有 20-30 年的路程，而且充满不确定性。2005 年，按照购买力评价法，中国的人均 GDP 占美国的 11.4%；大约相当于韩美之间对比 1970 年的水平。如果中国能以韩国追赶美国的速度前行，那么中国的人均 GDP 要占到美国的 6 成，大约还需要 40 年的时间。当然，由于中国的人口数倍于美国，届时中国的总体国力可能会强于美国。

因此，中国在过去 30 多年取得的成就并不特殊。不要动不动就“中国特色”、“中国模式”、“中国道路”，甚至认为中国业已取得的成就已经可以让中国傲视世界。这不仅是无知的表现，而且也是可怕的骄傲。

对中国发展战略的启示

中国还应该继续认真学习其他的发展型国家的成功经验和失败教训。但从文献来看，中国对发展型国家的了解是相当有限的。关于发展型国家的很多重要文献，无论是英文、韩文、还是日文，大多没有被翻译成中文。特别是韩国学者和日本学者基于本国发展经验而对发展型国家（发展型资本主义）的研究，较少被纳入主流中国学者的研究视野。一些英文、韩文和日文的文献，基本还是局限于中国国内某些国别问题专家的讨论，没有上升到对“发展型国家”的理论探讨和对中国的借鉴意义等。

这背后的原因大概有二。一是大国意识，不愿意虚心向其他国家和地区学习。二是计划经济思维的余毒太重，总是想沿袭计划经济思维来指导“发展型国家”下的发展。而“发展型国家”理论特别强调，计划经济不可能发展起来，更不可能以国有企业为主要载体。事实上，1990 年代中国国内曾有一波学习韩国大企业的热潮，但后来才知道，韩国的这些大企业竟然是私营企业。而韩国的竞争力正是基

于这些私营大企业。可想而知，最后中国向韩国学习的努力也不了了之，因为国有企业不能碰。

这样的结果是，一方面，中国的“主流经济学家”（即，信奉“新古典经济学”的经济学家）基本上从不引用“发展型国家”的文献，包括查默斯·约翰逊的经典论述。另一方面，中国传统的马克思主义政治经济学因为基本排斥市场经济，坚持国有企业的支配地位，无法真正接受和理解“发展型国家”的要义。因为发展型国家的理论体系坚持认为，非市场经济是不可能真正发展起来的。这一论断也被前苏联和东欧国家，以及中国前后三十年的发展经验所支持。

于是乎，在中国的讨论中，反对“国家干预”的人几乎都把“国家干预”当成洪水猛兽，等同于计划经济，等同于让国有企业垄断。而许多支持“国家干预”的人则认为，“国家干预”就是要把国有企业做大做强。双方都不能看到，“发展型国家”理论恰好强调：“国家干预”是必要的，但是“国家干预”不是依赖国有企业，更不是依赖计划经济。恰恰相反，“发展型国家”的国家干预是让国家的“产业政策”通过市场经济和民营企业的共同合作，推动国家的技术进步、产业升级和持续的经济的发展，最终完成国家经济现代化的历史使命。

约翰逊强调，“发展型国家”真正的核心问题不是政府要不要干预经济，而是政府为何干预，如何干预的问题。苏联模式计划经济的问题是试图驾驭整个国家的经济行为，甚至是人民的日常生活，最后只能成为警察国家，扼杀整个社会的创业和创新活力。

真正意义上的“发展型国家”是让国家经济的绝大部分仍旧受市场经济规则支配，而国家只扶持和鼓励少数的战略性新兴产业。国家之所以干预性地扶持少数的战略性新兴产业的核心原因是为了降低企业进入这些战略性新兴产业的风险和成本。而我们最近基于中国产业政策的数据的研究也表明，对战略性新兴产业的扶持政策确实在相当程度上是成功的。在市场经济的基本游戏规则下，国家对于有市场竞争力、在国际竞争中脱颖而出的企业给予更大的支持，让强者更强，让他们成为征战国际市场的“骑士”。

还原中国经济真相： 为什么生产强但需求弱、宏观差而微观好

来源：华尔街见闻网(2016-09-12)

作者：任泽平(方正证券首席经济学家及方正证券研究所董事总经理)

摘要：

1) 真实情况是经济 L 型。近期，中国经济数据出现了背离。一方面投资增速和信贷社融下降，另一方面房地产销售火爆，PPP 订单大增，工业生产保持稳定，发电耗煤保持高位，粗钢产量创新高，水泥玻璃价格回升，工程机械销售大增，企业盈利尤其周期性行业超预期改善。根据我们的研究，2016 年信贷社融和投资数据出现严重失真，真实情况是经济 L 型。

2) 经济 L 型的几个证据。①房地产销售购地火爆。2016 年 1-7 月商品房销售累计同比增长 26.4%，房屋新开工面积累计同比增长 13.7%，房地产开发投资累计同比增长 5.3%，均比 2015 年大幅回升。②PPP 发力，基建工程机械订单大增。近期 PPP 存在三大超预期：政策超预期、落地超预期和企业业绩超预期。6 月末执行阶段项目共 619 个，投资额 1 万亿元，落地率 23.8%，呈显著上升趋势。工程机械销售大增，验证 PPP 基建订单增加。③周期性和行政性去产能，供给端收缩超预期。民营企业集

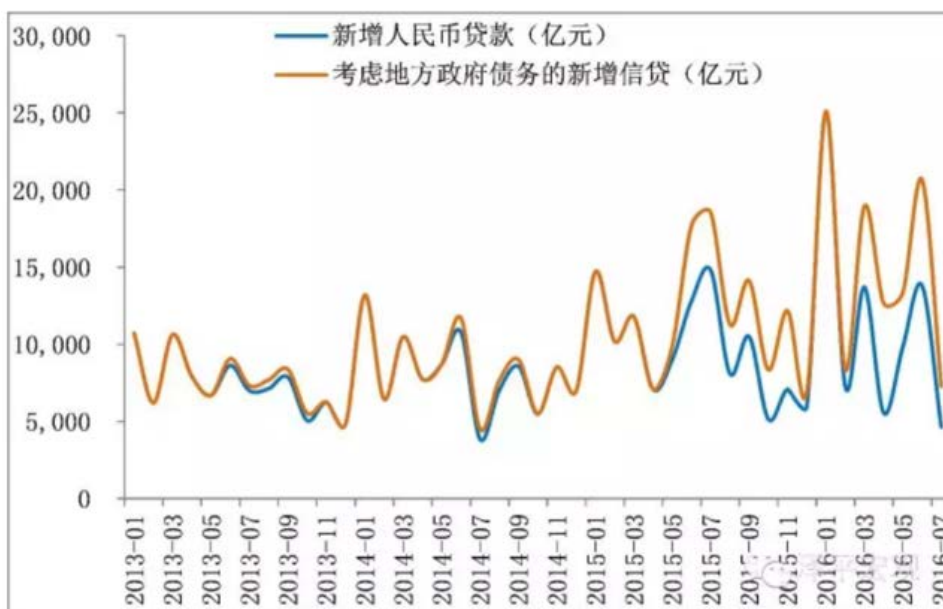
中的行业和地区一直在进行产能出清和升级, 国企集中的行业和地区在行政性去产能下也取得一定进展。由于供给收缩, 出现了经济下台阶、企业盈利上台阶的现象, 这符合我们在 2014 年提出的“新 5% 比旧 8% 好”判断。④大宗价格回升。8 月 PPI 同比 -0.8%, 比年初回升了 4.5 个百分点, 预计四季度有望转正。钢铁、煤炭、水泥、玻璃、原油、锌等周期品价格反弹。

3) 四大原因导致宏观数据被低估。①PPP 加速落地, 民间投资增速下滑。PPP 项目广泛吸引社会资本的参与, 其中社会资本包括民企、国企、混合所有制企业, 通过 PPP 投入的民间资本未进入民间投资的统计。②辽宁统计数据挤水分, 拉低全国固定资产投资增速。1-7 月辽宁累计固定资产投资同比为 -60.70%。剔除辽宁的影响后, 今年固定资产投资数据在房地产、PPP 等带动下, 呈企稳迹象。③地方债务置换拉低企业中长期贷款数据。按照财政部预算报告, 2016 年到期需要置换的地方政府债务约 5 万亿元, 远超 2015 年的 3.8 万亿。截至 7 月底, 置换债券 29626 亿元。而地方债务置换绝大部分是置换企业中长期贷款, 这使得今年企业中长期贷款数据严重失真和低估。④新兴消费旺盛, 存在漏统。随着收入水平提高, 居民消费不断升级, 旅游、航空、娱乐、健康等行业持续向好, 但是这些行业在 GDP 中占比较低, 服务业相对于工业漏统较严重。

4) 经济 L 型对股市、债市、商品价格产生较大影响。由于经济 L 型企稳, 2016 年上半年商品市场和股票市场里的周期行业板块出现一波行情, 并导致债市调整。根据 DDM 模型, 截止 9 月无风险利率基本与年初持平, 估值中枢没有抬升, 风险偏好受制于金融监管加强, 因此估值体系回归业绩。今年股市震荡市下结构性机会均来自业绩超预期, 从食品饮料、新能源汽车、煤炭钢铁到 PPP 相关主题。

5) 近期货币政策回归中性稳健, 制约因素来自房价地价暴涨、去杠杆和美联储加息预期。未来政策组合转向以财政为主、货币为辅, 这一变化对大类资产的影响是: 债市震荡, 与财政发力相关的 PPP、工程机械等股市板块机会凸显。

6) 潜在风险: 美联储加息预期升温, 引发汇率贬值和资本流出压力, 对国内金融市场尤其房市造成冲击; 政策向上抑制资产价格泡沫和需求阶段性释放完毕, 房地产小周期回升接近尾声; 煤炭钢铁价格回升导致产能复产, 改变供求格局; PPP 失控引发新一轮清理和监管。



正文:

1, 生产强需求弱、宏观差微观好: 真实的经济究竟如何?

近期, 宏观微观数据、生产需求数据出现了背离, 呈生产强需求弱、宏观差微观好的局面。

一方面投资增速和信贷社融下降。7 月人民币新增贷款 4636 亿元, 同比少增 1.01 万亿元。自年初

以来, 投资增速不断下滑, 制造业投资、民间投资下滑明显, 7 月民间投资当月同比转负。

另一方面, 房地产销售火爆, PPP 订单大增, 工业生产保持稳定, 发电耗煤保持高位, 粗钢产量创新高, 水泥玻璃价格回升, 工程机械销售大增, 企业盈利尤其周期性行业超预期改善。8 月发电耗

煤同比增速为 8.7%，较 7 月的 7.1% 小幅上升。1-7 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额同比增长 6.9%，增速比 1-6 月份加快 0.7 个百分点，7 月份当月利润增速高达 11%。8 月挖掘机行业销量 4,370 台，同比增长 44.9%。

根据我们的研究，2016 年信贷社融和投资数据出现严重失真，真实的经济运行比宏观数据要好，今年上半年应该是小周期回升，目前处于 L 型企稳状态。

2，经济 L 型的几个证据：房地产销售购地火爆、PPP 发力、供给收缩超预期、大宗价格回升

2015 年中，我们提出随着房地产投资触底，未来相当长一段时间中国经济将是 L 型的。2016 年宏观经济运行基本验证了我们“经济 L 型”的判断：房地产销售购地火爆、PPP 发力、供给收缩超预期、去库存进入尾声、大宗商品价格回升。

2.1，房地产销售购地火爆

在货币超发、低利率和政策鼓励居民加杠杆环境下，2014-2016 年房地产销售火爆，房价暴涨。



本轮房价环比上涨始自 2014 年 930 新政和 1121 降息，加速从 2015 年 330 新政和下半年两次双降。

房地产销售火爆带动了相关的投资消费活动。2016 年 1-7 月商品房销售累计同比增长 26.4%，房屋新开工面积累计同比增长 13.7%，房地产开发投资累计同比增长 5.3%，均比 2015 年大幅回升。房地产销售火爆带动了相关的装修、建材、家具、家电等消费活动。

图表3： 2016 年入库 PPP 项目投资额 (万亿元)



资料来源：财政部 PPP 中心，方正证券

2.2，PPP 发力，基建订单大增

近期 PPP 存在三大超预期：政策超预期、落地超预期和企业业绩超预期。

近期货币政策回归中性稳健，受制于房价地价暴涨、去杠杆和美联储加息预期。政策组合从 2014-2015 年的以货币为主财政为辅转向 2016 年的以财政为主货币为辅。稳增长开始更多

地依靠财政政策，财政发力的方向无非两方面：一是扩大财政赤字，然而今年的赤字率已经上升至 3%；二是寻求其他资金来源，PPP 是非常重要的一个通道。目前在国务院鼓励下，地方政府积极推动落地、银行积极放贷、企业积极参与，PPP 落地率明显上浮。在资产荒和长端利率下行的背景下，其他资金来源参与 PPP 的意愿明显加强，为提升 PPP 项目落地率，预计未来政府提供税收减免、财政贴息、立法等政策红利，项目筛选上亦会倾斜。

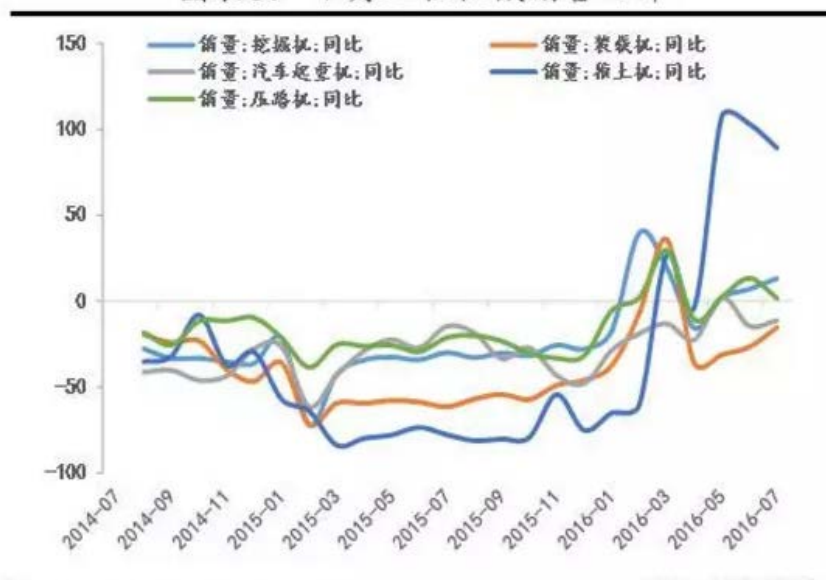
项目规模不断扩大。2016 年以来，PPP 项目需求不断增长，根据全国政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台统计，截至 6 月末，入库项目总数为 9285 个，总投资额达 10.6 万亿元，较 1 月末分别增长 32.70% 和 30.70%。

项目加速落地。PPP 项目的生命周期包括识别、准备、采购、执行和移交 5 个阶段。从财政部 232 个两批示范项目来看，截至 6 月末进入执行阶段的项目数已达到 105 个，落地率持续加速，到 6 月末达到 48.4%。而全国的情况也与之类似，6 月末执行阶段项目共 619 个，投资额 1 万亿元，落地率 23.8%，呈显著上升趋势。

政策密集出台。自 2014 年财政部正式提出 PPP 概念，并就 PPP 发展模式提出框架性指导意见以来，PPP 项目开始在全国逐步铺开。2015 年相关政策开始进入密集发布期，在相关部门的协调配合下，PPP 的顶层设计逐步完善，在项目操作指引、投融资机制、财政预算规划、项目评价、权责分界等方面的细则逐步明确，立法工作也开始摆上日程。在完成基本的政策铺垫后，2016 年有望成为 PPP 项目加速落地的一年。

工程机械销售大增验证 PPP 基建订单增加。据中国工程机械商贸网调查统计，8 月挖掘机行业销量 4,370 台，同比增长 44.9%，环比增长 19.3%，明显高于 7 月同比 13.2%。分产品类型看，大挖和小挖销量实现高速增长，其中小挖销量同比 56.8%，大挖销量增长 69.6%。一般而言，大挖主要用于矿山开采和大型基建，而小挖主要用于市政工程，园林建设，房地产开发等工程。据此推测，黑色系和有色价格的上涨推动了矿山开采的回暖，城市基建以及 PPP 的热推动力挖掘机的销售。

图表 8：7 月工程机械销售回升



资料来源：Wind，方正证券

到就会做到。化解产能过剩是供给侧改革的主要任务，从 2016 年开始，计划用 5 年时间再压减粗钢产能 1 亿至 1.5 亿吨，用 3 到 5 年时间再退出煤炭产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右。下半年国务院将就各地落实去产能进展进行督导。

种种迹象表明供给端收缩取得了积极的进展，尤其是在煤炭等行业。2016 年以来煤炭产量供给端收缩明显，4 月、5 月、6 月、7 月煤炭产量分别为 2.68 亿、2.63 亿、2.77 亿、2.7 亿吨，同比降幅分别为 11%、15.5%、16.6% 和 13.1%；库存出现“三降”；价格回升。水泥库存比年初增长呈下降趋

势。小挖销量实现高速增长，其中小挖销量同比 56.8%，大挖销量增长 69.6%。一般而言，大挖主要用于矿山开采和大型基建，而小挖主要用于市政工程，园林建设，房地产开发等工程。据此推测，黑色系和有色价格的上涨推动了矿山开采的回暖，城市基建以及 PPP 的热推动力挖掘机的销售。

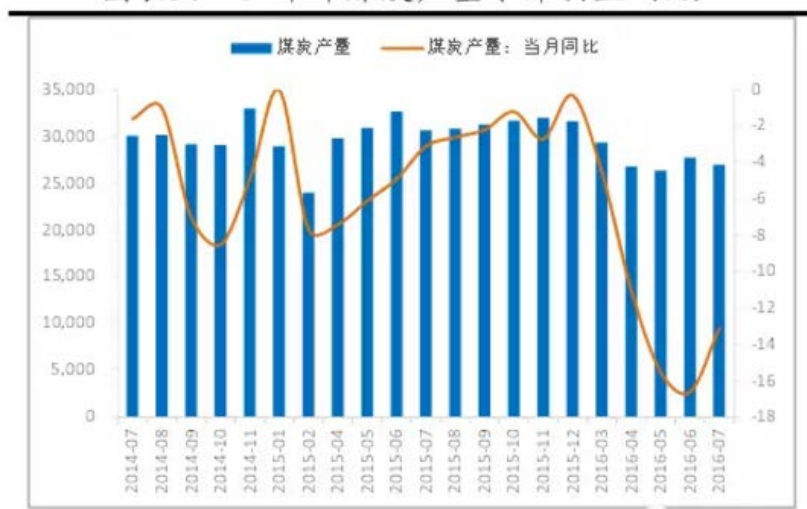
2.3，周期性和行政性去产能，供给端收缩超预期

在 G20 会议上，习近平主席指出中国在去产能方面力度最大，措施最实，说到就会做到。

势，2016 年以来首次出现负值，3 月下降 3.2%。2015 年粗钢产量 8.04 亿吨，同比首次减少 2.3%，增速来近十年里首次转负。有色金属方面原铝产量从 2015 年下半年以来下降明显，去产能力度较大。化工行业受环保趋严、负面准入清单扩散、市场竞争集中度提高影响，供给端收缩明显，多种化工品价格自年初以来稳步上涨。

各级政府严格执行去产能计划。山西煤炭行业去产能首批关停的 15 座煤矿已确定，共退出煤炭产能 1060 万吨/年；河北公示淘汰名单，涉及 8 个市、39 家钢企的 1840 万吨炼铁产能和 1600 万吨炼铁产能，其中包括河钢集团旗下唐钢、宣钢、承钢等钢企，2016 年去产能任务有望超额完成；河南表态去产能：“关就必须关死，退就必须到位”，紧盯目标进度，钢铁行业 10 月底前、煤炭行业 11 月底前完成今年退出产能任务；安徽省政府下发《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的实施意见》，明确钢铁去产能四大任务。

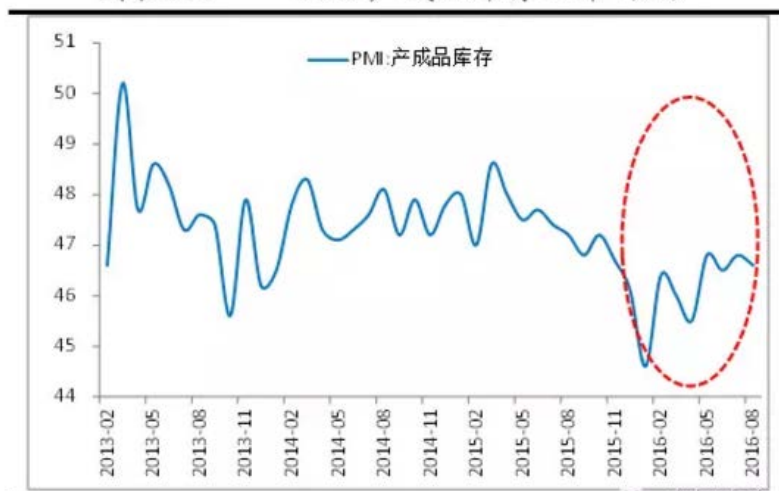
图表9：上半年煤炭产量下降明显（%）



资料来源：Wind，方正证券

受益于去库存进入尾声、房地产销售投资火爆、PPP 发力、周期性和行政性去产能等，经过 2 年多的下跌，2016 年初以来商品价格触底反弹，企业盈利有所恢复。

图表11： PMI 产成品库存回升（%）



资料来源：Wind，方正证券

同比增加 162.2 亿元。7 月份有色金属冶炼和压延加工业出厂价格同比下降 2%，降幅比 6 月份明显收

明确钢铁去产能四大任务。国资委为央企设定去产能时间表，决定中央企业要用两年时间压减 10% 左右的过剩产能，用三年时间基本完成 345 户大中型僵尸企业的市场出清，围绕央企的供给侧改革正在提速。8 月底，中央派出督查组分十路出击，督查去产能情况，多数省份具体到企业和设备，淘汰计划也明显超出此前，9 月起全国将进入去产能密集关停期。

2.4. 商品价格回升，企业补库，企业盈利改善

8 月 PPI 同比 -0.8%，比年初回升了 4.5 个百分点，预计四季度有望转正。钢铁、煤炭、水泥、玻璃、原油、锌等周期品价格反弹。

1-7 月全国规模以上工业企业实现利润总额同比增长 6.9%，增速比 1-6 月份加快 0.7 个百分点，7 月份当月利润增速高达 11%。其中钢铁、有色行业贡献明显。7 月份黑色金属冶炼和压延加工业出厂价格同比上涨 2%，而 6 月份同比下降 1.3%，行业利润由去年同期亏损 13.9 亿元，转为盈利 148.3 亿元，

窄 4.1 个百分点，行业利润同比增加 60 亿元。以上两个行业合计拉动当月规模以上工业企业利润增速加快 2.8 个百分点，对规模以上工业企业利润增长加快的贡献率达 47.5%。

3，四大原因导致宏观数据被低估

3.1，PPP 加速落地，民间投资增速下滑

今年以来 PPP 项目规模不断扩大，与此相对应，民间投资增速明显下滑，7 月更是跌至-1.2%，这民间投资参与 PPP 项目导致统计主体调整有关。

PPP 规模庞大，项目进展加快。据统计，发改委推出的两批 PPP 项目总共包括 1331 个，投资金额为 3.5 万亿元，而财政部的 PPP 项目总共包括 9285 个，投资金额为 10.6 万亿元。PPP 项目的投资金额较大，落地率也持续上升，由 3 月份的 35.1% 上升到 6 月份的 48.4%。

PPP 使统计民间投资增速降低。PPP 项目广泛吸引社会资本的参与，其中社会资本包括民企、国企、混合所有制企业，通过 PPP 投入的民间资本未进入民间投资的统计。2016 上半年 PPP 项目的实际投资金额约为 1.2 万亿元，这 1.2 万亿中民企所占比例为 12%，混合所有制企业所占比例为 51%（包括：国有+民企、国有+外资、民企+外资），预计民企的总投资额所占比例为 45%—50%。基建投资的建设周期一般年限较长，我们选择 5 年和 10 年两种项目实施年限进行修正估算，修正估算后的上半年民间投资增速分别为 3.52—3.60%、3.17—3.21%，与公布的实际增速 2.82% 差距明显。

图表13： PPP 使民间投资增速降低

项目实施年限	2016H1 PPP 民间投资额 (亿元)	2016H1 民间投资 (亿元)	2015H1 民间投资 (亿元)	2016H1 修正民间投资增速	实际增速
5 年	1080-1200	158797	154438	3.52-3.60%	2.82%
10 年	540-600			3.17-3.21%	

资料来源：财政部、发改委、方正证券

3.2，辽宁统计数据挤水分，拉低全国固定资产投资增速

2016 年全社会固投增速显著回落，7 月累计同比为 8.1%，较 6 月低 0.9 个百分点，当月同比 3.9%，较 6 月下滑 3.5 个百分点。

图表14： 辽宁统计数据的负增长干扰了全国固定资产投资数据的稳定 (%)



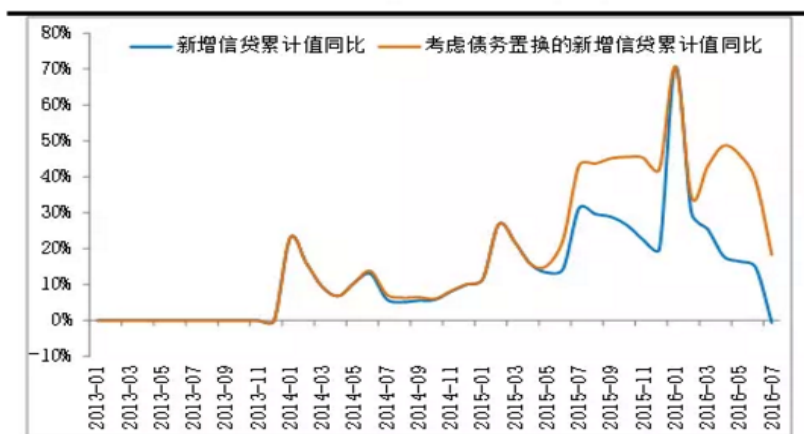
资料来源：Wind，方正证券

当前固定资产投资数据在一定程度上被辽宁等地方政府统计数据挤水分所干扰。

自 08 年金融危机以来，辽宁固定资产投资增速一度高达 60%，然而自 2015 年东北三省因中央巡视组反馈整改数据“注水”问题后，辽宁固定资产投资数据开始断崖式下滑。2016 年 7 月，辽宁累计固定投资同比为-60.70%，较 6 月更进一步下滑 2.6 个百分点。

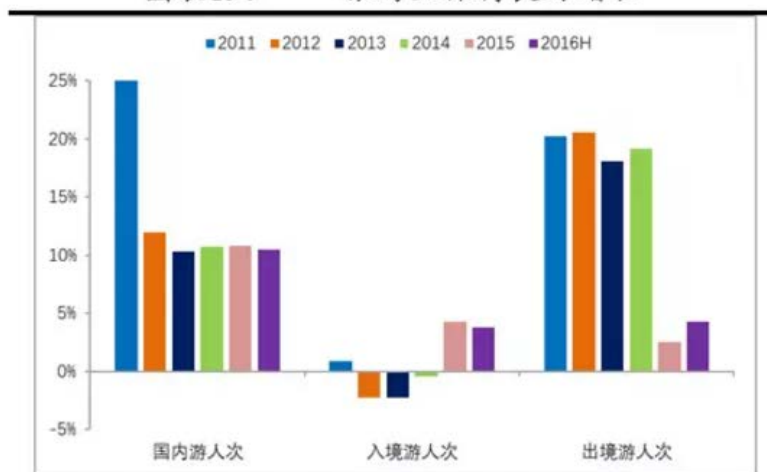
剔除辽宁的影响后，今年固定资产投资数据在房地产、PPP 等带动下，呈企稳迹象。剔除辽宁后，2016 年 2 季度全国固定资产投资（除辽宁）表现相对

图表17: 还原地方债置换后的新增信贷的实际增速好于公布的新增信贷增速



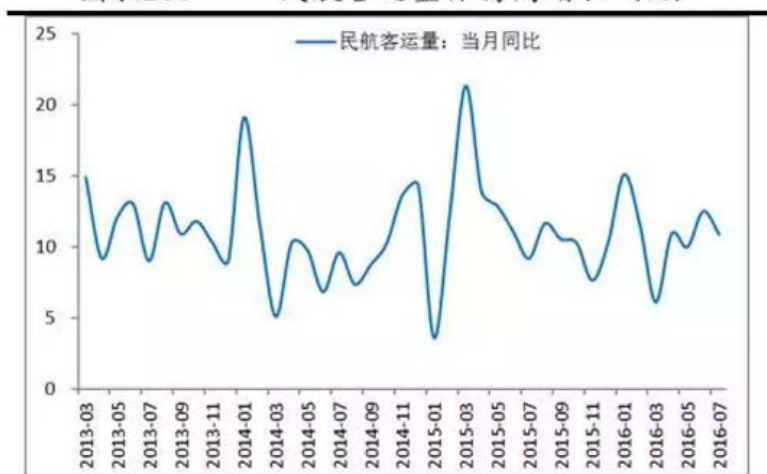
资料来源: Wind, 方正证券

图表19: 旅游业保持良好增长



资料来源: 国家旅游局, 方正证券

图表20: 民航客运量保持高增长 (%)



资料来源: Wind, 方正证券

的稳定,累计同比4月为12.07%,6月为12.20%,6月较4月升0.13个百分点,2季度稳定在12%左右。未剔除辽宁情况下,全国固定资产投资累计同比6月较4月下降1.5个百分点,且在2季度呈现出较大的波动。

除辽宁外,今年其他省份固定资产投资在财政刺激发力的背景下,增速有所反弹。2016年2月至2016年7月,全国固定资产投资增速下降幅度为2.1个百分点,辽宁则高达39个百分点。同期,重庆市上升了2.1个百分点,广东上升0.9个百分点,山东、湖北、江西分别下降了0.1、0.2和0.6个百分点,增速变化均好于全国。再次印证了如果剔除辽宁等地挤水分因素的干扰,全国固定资产投资数据在近期会表现稳定。

3.3, 地方债务置换拉低企业中长期贷款数据

地方债务置换拉低了企业中长期贷款数据。7月人民币新增贷款4636亿元,同比少增1.01万亿元,其中住户部门贷款增加4575亿元,非金融企业和机关团体贷款减少26亿元,信贷完全由个人房贷撑起。

按照财政部预算报告,2016年到期需要置换的地方政府债务约5万亿元,远超2015年的3.8万亿。财政部数据显示,截至7月底,今年内已发行地方政府债券39710亿元。其中,新增债券10084亿元,置换债券29626亿元。而地方债务置换绝大部分是置换企业中长期贷款,这使得今年企业中长期贷款数据严重失真和低估。

还原地方债置换后的新增信贷的实际增速降低幅度小于公布的新增信贷增速。通过加总信贷数据

和地方政府债务置换的数据得到新的信贷数据估计值，考虑债务置换后，实际信贷增量不低。还原地方债置换后的新增信贷增速和未调整的新增信贷增速，在实施地方债务置换的时期出现显著差别。

2016 年 3 月后，还原地方债置换后的新增信贷增速显著高于未调整的新增信贷增速。2 月份增速差值仅 4.46%，7 月份增速差值达 18.91%，2 月到 7 月间差值最大达到 30.76%。还原地方债置换后的新增信贷的实际增速降低幅度小于公布的统计数据所呈现的信贷增速，统计数据呈现的信贷需求被低估了。

3.4，新兴消费旺盛，存在漏统

随着人均收入水平提高，居民消费结构不断升级。旅游、航空、娱乐、健康等行业上半年在经济下行的大环境下仍然持续向好，航空运输业固定资产投资也逆势高速增长。但是这些行业在 GDP 中占比还比较低，且服务业相对于工业漏统较严重。

车市消费自 2016 年 2 月以来增速不断加快。乘联会数据显示，8 月零售和批发月累计同比分别为 28%和 24%，仍保持高速增长。2016 年上半年我国旅游业虽然受到经济下行和人民币贬值影响，但仍保持良好增长，国内游人次同比增长 10.47%，入境游同比增长 3.8%，出境游同比增长 4.3%。受到旅游业的带动，民航客运量也持续保持高增长，4 月以来同比增速基本保持 10%以上。

4，结论：经济 L 型，新 5%比旧 8%好

近期中国宏微观数据的一些新情况，给了我们发现中国经济真实运行情况的契机，这对未来大类资产配置具有重要意义。

1) 真实情况是经济 L 型。近期，中国经济数据出现了背离。一方面投资增速和信贷社融下降，另一方面房地产销售火爆，PPP 订单大增，工业生产保持稳定，发电耗煤保持高位，粗钢产量创新高，水泥玻璃价格回升，工程机械销售大增，企业盈利尤其周期性行业超预期改善。根据我们的研究，2016 年信贷社融和投资数据出现严重失真，真实情况是经济 L 型。

2) 经济 L 型的几个证据。①房地产销售购地火爆。2016 年 1-7 月商品房销售累计同比增长 26.4%，房屋新开工面积累计同比增长 13.7%，房地产开发投资累计同比增长 5.3%，均比 2015 年大幅回升。②PPP 发力，基建工程机械订单大增。近期 PPP 存在三大超预期：政策超预期、落地超预期和企业业绩超预期。6 月末执行阶段项目共 619 个，投资额 1 万亿元，落地率 23.8%，呈显著上升趋势。工程机械销售大增，验证 PPP 基建订单增加。③周期性和行政性去产能，供给端收缩超预期。民营企业集中的行业和地区一直在进行产能出清和升级，国企集中的行业和地区在行政性去产能下也取得一定进展。由于供给收缩，出现了经济下台阶、企业盈利上台阶的现象，这符合我们在 2014 年提出的“新 5%比旧 8%好”判断。④大宗价格回升。8 月 PPI 同比-0.8%，比年初回升了 4.5 个百分点，预计四季度有望转正。钢铁、煤炭、水泥、玻璃、原油、锌等周期品价格反弹。

3) 四大原因导致宏观数据被低估。①PPP 加速落地，民间投资增速下滑。PPP 项目广泛吸引社会资本的参与，其中社会资本包括民企、国企、混合所有制企业，通过 PPP 投入的民间资本未进入民间投资的统计。②辽宁统计数据挤水分，拉低全国固定资产投资增速。1-7 月辽宁累计固定投资同比为 -60.70%。剔除辽宁的影响后，今年固定资产投资数据在房地产、PPP 等带动下，呈企稳迹象。③地方债务置换拉低企业中长期贷款数据。按照财政部预算报告，2016 年到期需要置换的地方政府债务约 5 万亿元，远超 2015 年的 3.8 万亿。截至 7 月底，置换债券 29626 亿元。而地方债务置换绝大部分是置换企业中长期贷款，这使得今年企业中长期贷款数据严重失真和低估。④新兴消费旺盛，存在漏统。随着人均收入水平提高，居民消费结构不断升级，旅游、航空、娱乐、健康等行业持续向好，但是这些行业在 GDP 中占比还比较低，服务业相对于工业漏统较严重。

4) 经济 L 型对股市、债市、商品价格产生较大影响。由于经济 L 型企稳, 2016 年上半年商品市场和股票市场里的周期行业板块出现一波行情, 并导致债市调整。根据 DDM 模型, 截止 9 月无风险利率基本与年初持平, 估值中枢没有抬升, 风险偏好受制于金融监管加强, 因此估值体系回归业绩。今年股市震荡市下结构性机会均来自业绩超预期, 从食品饮料、新能源汽车、煤炭钢铁到 PPP 相关主题。

5) 近期货币政策回归中性稳健, 制约因素来自房价地价暴涨、去杠杆和美联储加息预期。未来政策组合转向以财政为主、货币为辅, 发力 PPP, 这一变化对大类资产的影响是: 债市震荡, 与财政发力相关的 PPP、工程机械等股市板块机会凸显。

6) 潜在风险: 美联储加息预期升温, 引发汇率贬值和资本流出压力, 对国内金融市场尤其房市造成冲击; 政策向上抑制资产价格泡沫和需求阶段性释放完毕, 房地产小周期回升接近尾声; 煤炭钢铁价格回升导致产能复产, 改变供求格局; PPP 失控引发新一轮清理和监管。

新闻快讯

8 月财新制造业 PMI50.0 不及预期 险守荣枯线

来源: 华尔街见闻网(2016-09-01)

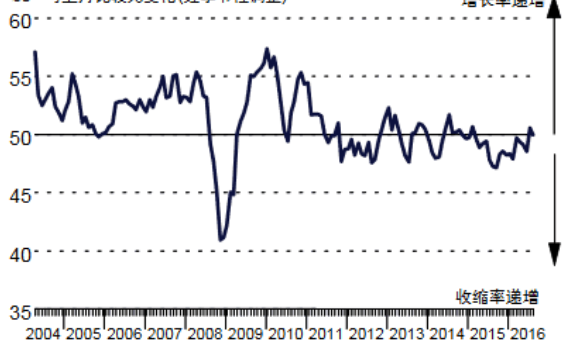
作者: 陶旖洁

7 月财新制造业 PMI 50.6 远超预期, 16 个月来首次站上荣枯线。但 8 月未能延续上月的增长趋势, 财新制造业 PMI 回落至荣枯线临界值。

中国 8 月财新制造业 PMI 50.0, 预期 50.1, 前值 50.6。

财新中国通用制造业 PMI

50 = 与上月比较无变化(经季节性调整)



资料来源: IHS Markit, 财新

财新和 Markit 联合公布的报告提到, 8 月份, 中国制造业运行迟滞, 未能延续上月轻微改善的趋势。产出与新订单总量皆增速放缓, 出口销售继续下滑。用工收缩局面持续, 但收缩率为今年以来最轻微, 这又导致了积压工作量进一步上升。价格压力减弱, 投入成本与产出价格皆较 7 月份涨幅放缓。

财新智库钟正生点评称:

8 月财新中国制造业 PMI 录得 50.0, 在 7 月短暂上升后, 8 月再次回落。各分项中, 产出和新订单指数均较上月下滑, 库存指数则再次回落至收缩区间。上月经济稍显企稳迹象, 本月又出现停滞, 这可能与财政支持的短期收紧有关。我国经济依然面临着很大的下行压力, 稳增长还需要政策扶持。

报告还提到:

作为一个以单一数值概括制造业经济运行状况的综合指标，采购经理人指数（PMI™）8 月份数值（经季节性调整）从 7 月份的 50.6 降至临界值 50.0，显示制造业运行迟滞，未能延续上月的增长趋势。

8 月份，制造业产量连续第二个月呈现增长，但增速温和，较 7 月份创下的两年新高有所回落。许多受访厂商表示，产出扩张与新订单增长有关。月内新业务总量与产出一样，整体增速轻微，也是环比放缓。数据显示，外需疲弱，继续影响新业务总量，出口销售已连续 9 个月呈现收缩（8 月份收缩率轻微）。还有厂商的报告显示，市况相对疲弱，导致 8 月份整体销售欠佳。

8 月份，制造业用工继续收缩，收缩率虽然放缓至今年以来最弱，但是整体仍属明显。许多厂商为提升生产效率而压缩用工。用工收缩而新业务增加，导致积压工作量进一步上升，但积压率较上月放缓。

为支持生产扩张，月内制造商增加了对投入品的采购，但增幅仅算轻微。成品库存略有增加，采购库存则因厂商采取了审慎的库存控制策略而与上月基本持平。

虽然制造商对投入品需求上升，8 月份供应商平均交货速度与上月仍能基本保持一致，没有像此前 5 个月那样持续放缓。

最新调查数据显示，平均成本负担在 8 月份有所上升。过去 6 个月来，有 5 个月录得成本上升。不过，本月成本涨幅尚小，较 7 月份放缓。部分厂商以加价形式把成本上升的压力传导给客户。不过，本月整体加价幅度轻微，较上月放缓。

8 月份中国外汇储备小幅缩水

来源：FT 中文网 (2016-06-07)

作者：fastFT 报道，



中国央行数据显示，8 月份中国外汇总储备滑落至 3.185 万亿美元，比 7 月份减少 0.5%，未超出近期波动确立的变化区间。

虽然这一最新数字标志着中国外汇储备连续两个月下降和创下今年迄今的新低，但与去年底、今年初那波令全球市场紧张不安的下降相比，8 月份的降幅微不足道。

去年底、今年初的



那波下降是由资本外流驱动的，而资本外流本身又是由人民币持续大幅贬值诱发的。

虽然自 5 月份以来人民币相对美元持续疲软，但资本管制的收紧和中国央行设定的人民币兑美元汇率中间价的意外变化——比如今天的情形——令市场无法从这波下跌行情中大举盈利。

G20 呼吁采取更多措施推动全球经济增长

来源：华尔街日报中文网络版(2016-09-06)

作者：Lingling Wei; Valentina Pop; Mark Magnier

本次二十国集团(Group of 20, 简称 G20)峰会上，中国呼吁各国采取新的行动重振经济增长。但从最终出炉的长达九页的 G20 公报来看，既没有提出什么实质性措施，也没有迹象表明中国会以身作则。

中国国家主席习近平表示，与会领导人将制定全球投资指导原则并探索结构性改革，承认在全球化效应面临越来越多批评的情况下，有必要实施除低利率以外的更多行动来推动全球经济增长。

包括美国总统奥巴马(Barack Obama)、英国首相特雷莎·梅(Theresa May)和习近平在内的领导人均在新闻发布会和其他会议中强调，为了让越来越不受欢迎的贸易协议得到支持，有必要改善普通民众的生活。国际货币基金组织(International Monetary Fund, 简称 IMF)总裁拉加德(Christine Lagarde)在峰会闭幕时说，全球经济必须有更多更具包容性的增长。

此次 G20 峰会也为习近平创造了迄今为止在国际经济事务中发挥领导作用的绝佳机会，这一抱负在中国作为今年 G20 轮值主席国的整个过程中得以体现，并在为期两天（周一晚闭幕）的杭州峰会上达到顶峰。目前，由即将卸任的美国总统奥巴马推动的主要贸易协议正举步维艰，欧洲则因为英国公投脱欧而陷入分歧。

无论是在闭门会议还是在新闻发布会上，中国都受到来自与会国领导人的压力。据一位欧洲官员说，中国的钢铁产能是 G20 公报起草过程中引起争议最多的话题。中国的钢铁产量达到全球供应量的一半。这位官员表示，要说哪个问题争论最激烈，非钢铁产能过剩莫属。

最终，G20 同意设立一个监控钢铁产能过剩的全球性机构，该欧洲官员说，这是欧洲国家在此次峰会中取得的主要成果。

澳大利亚洛伊国际政策研究所 G20 研究中心(G20 Studies Centre of Australia's Lowy Institute for International Policy)项目主管塞恩斯伯里(Tristram Sainsbury)表示，如果有哪个国家能够对产能过剩产生影响，那就是中国。他说，中国可以在没有任何国家参与的情况下从根本上

上解决这个问题。

中国已开始关闭一些钢铁厂，更多工厂有望在明年关闭。在峰会召开前数日，中国开始拆除国内最大的高炉之一。习近平在 G20 会议上未提出任何新的去产能计划，而是重申中国将用五年时间再压减钢产能 1 亿至 1.5 亿吨，约为中国过剩产能的三分之一。

上述欧洲官员表示，当周一几国领导人在会上发言谈到钢铁问题时，中国一直试图回避并将其描述成一个全球性问题。而最终通过的 G20 公报与前几次 G20 会议一样也没有单独针对中国，只说各国认识到钢铁等行业的产能过剩问题是一个全球性问题，需要集体行动加以解决。

领导人们表示，他们将抵制贸易保护主义策略，避免货币的竞争性贬值。

尽管中国政府呼吁加强全球经济合作，放松市场准入，并进行艰难的结构改革以为全球经济打下更为坚实的长期基础，但其在国内关闭低能工厂和实现市场自由化的进程却十分缓慢。

在 G20 会议上，许多西方国家官员表示，他们正在找寻中国对承诺海外企业更容易进入该国市场进行支持的证据，此前中国通过实行更加严格的网络安全及其他规则加强了对国内企业和产业的保护。

私募公司春华资本集团 (Primavera Capital Group) 董事长胡祖六 (Fred Hu) 称，如果中国能够推进自身的市场改革和开放，那么该国应可获得引领全球的信誉和真正地位。

中国主权财富基金中国投资有限责任公司 (China Investment Corp.) 董事长丁学东表示，他已经注意到反全球化浪潮的高涨。他说，中国需加强与其他国家的沟通和提高透明度。

IMF 报告称 G20 未能完成增长目标

来源：日经中文网 (2016-09-02)

作者：河浪武史

9 月 1 日，国际货币基金组织 (IMF) 在 9 月 4~5 日的杭州 G20 峰会之前发布了政策报告，称 2018 年之前 G20 国内生产总值 (GDP) 提高 2% 这一目标“预计无法完成”。IMF 指出，G20 此前达成一致的结构改革进展缓慢，全球贸易减速也造成了增长迟缓。

IMF 预计 2016 年全球经济实际增长率为 3.1%。但同时指出美国等主要国家的增长率略低于预期。报告认为“英国决定脱离欧盟后，金融市场虽然有所好转，但仍存在经济下行的风险”。

G20 在 2014 年于澳大利亚布里斯班举行的首脑会议上，一致通过了在 2018 年之前将各国 GDP 总值较原有预期提高约 2% 的行动计划。IMF 指出，因结构改革和投资动作迟缓，目前仅提高了 1% 左右，并强调此次的 G20 峰会需要提出更多的经济促进对策，比如追加财政措施等。

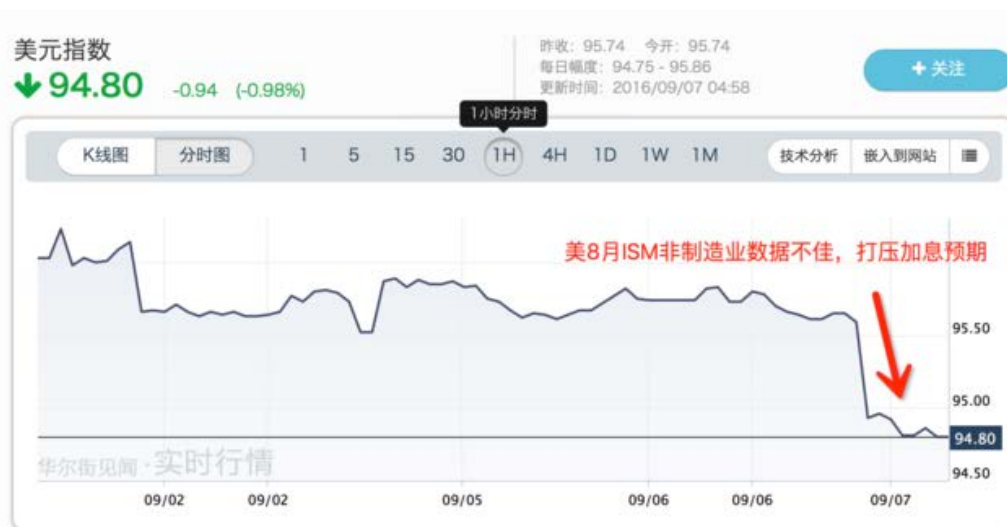
另外，美国总统大选等显现出的保护主义日渐高涨，导致全球贸易减速，IMF 对此表示担忧。

服务业数据不佳打压加息预期 美债美股涨, 纳指新高, 美元跌

来源: 华尔街见闻 (2016-09-06)

作者: 石萌

周二, 继 8 月 ISM 制造业指数今年二度萎缩后, 最新数据显示美国服务业也现扩张疲软, 美联储加息前景蒙阴影, 美债美股上涨, 美元指数下挫, 期金涨至三周高位。欧股尾盘跳水小幅收跌。



受助于美元疲软, 美油价格收涨。布油则小幅下跌, 受累于沙特与俄罗斯虽承诺合力稳定原油市场, 但未透露行动细节。

最新公布的美国 8 月 ISM 非制造业指数为 51.4, 创 2010 年 2 月份以来新低, 大幅不及预期的 55, 7 月为 55.5。

最新数据显示 8 月美国服务业扩张速度跌至逾 6 年新低, 令 9 月加息前景再度蒙上迷雾。

Toronto Dominion Bank 全球宏观策略部门负责人 David Tulk 表示:

“这确认了这一猜想, 即虽然美联储可能很想在今年加息, 但数据必须在那里。如果 FOMC 会议之际, 数据持续疲软, 预期将回落, 美债会继续上涨。”

外汇

意外疲软的 ISM 非制造业指数公布后, 美元指数下挫至 94.86, 跌幅达 0.92%, 刷新逾两周新低。

Toronto-Dominion Bank 高级外汇策略师 Mazen Issa 表示: “最新两份 ISM 报告意外疲软, 我认为美联储今年加息的前景变得越发困难和不可能”, 美元走软已经反映了这一点。

9 月初公布的美国 8 月 ISM 制造业指数为 49.4, 是今年 2 月以来首次跌落荣枯分水岭 50, 代表制造业经济活动收缩。

年初至今, 美元贬值约 5.1%, 而增长放缓的信号或将继续令美元承压。

与此同时, 欧元、英镑、日元兑美元普遍上行。英镑兑美元上涨 0.93%, 刷新七周高位至 1.3428, 日高至 1.3444。服务业 PMI 大好对英镑的利好仍在。昨日 PMI 数据显示, 英国制造业与服务业齐齐向好, 8 月制造业 PMI 53.3 远超预期的 49, 服务业 PMI 环比增长同样创下 20 年来新高。

安倍经济顾问间接建议日央行 9 月按兵不动, 加上美元下挫, 美元兑日元一度创下 8 月 30 日以

来新低，现报 102.04。安倍经济顾问浜田宏一称，日本央行在采取行动前，应等待美联储先做出 9 月利率决议。本月日本央行决议时间比美联储利率决议早几个小时，这意味着浜田宏一建议日央行 9 月按兵不动。

此外，受助于澳联储维持利率决议不变，澳元/美元涨幅达 1.35%，至 0.7684，为连续第五个交易日日连涨。

新兴市场上，南非兰特领涨全球主要国家货币，受助于数据显示该国 7 年里第二次避过了经济衰退。印度卢比兑美元升至四个月新高。

南非兰特和澳元为今日表现最佳的货币。

股市

标普 500 指数收涨 6.50 点，涨幅 0.30%，报 2186.48 点。

道琼斯工业平均指数收涨 46.16 点，涨幅 0.25%，报 18538.12 点。

纳斯达克综合指数收涨 26.01 点，涨幅 0.50%，报 5275.91 点，创收盘纪录新高。

欧股尾盘跳水小幅收跌 0.3% 结束四连阳。富时泛欧绩优 300 指数收跌 0.37%，报 1374.89 点。

欧洲斯托克 600 指数收跌 0.33%，报 349.46 点，其中银行股指数收跌 1.65%、基础资源类股涨 0.18%。

昨日创下近 8 周以来最大涨幅，MSCI 亚太指数今日继续上涨 0.7% 创下年内新高。日本东证指数收盘涨 0.65%；韩国首尔综指收盘上涨 0.36%，接近逾一年收盘高位。恒指继续上涨 0.48%，收盘报 23762.00 再度刷新年内新高。

商品

沙特和俄罗斯昨日称将联手稳定原油市场，油价一度疯涨，但之后并未透露具体行动的细节，市场预期落空，令油价下挫。

今日油价早盘一度高开，但昨日市场预期落空对油价的影响依旧。美油和布油晚间继续下挫，布油跌逾 2%，破 47 美元关口，后跌幅收窄。布伦特 11 月原油期货收跌 0.37 美元，跌幅 0.8%，报 47.26 美元/桶。

WTI 原油盘中一度跌至 43.84 美元/桶，但受助于美元疲软，价格回调。WTI 10 月原油期货收涨 0.39 美元，涨幅 0.9%，报 44.83 美元/桶。

期金涨至三周高位，受助于制造业数据不佳打压美联储加息预期、美元走软。

COMEX 12 月黄金期货收涨 27.30 美元，涨幅 2.1%，报 1354.00 美元/盎司，美元和百分比涨幅仅次于英国 6 月 23 日脱欧公投次日，创 8 月 18 日以来收盘新高。

COMEX 12 月白银期货收涨 77.2 美分，涨幅 4.0%，报 20.138 美元/盎司，创 8 月 10 日以来收盘新高。

债市

美联储加息预期受打压，美债收益率普遍下挫，价格上行。

美国 10 年期基准国债收益率跌 5.3 个基点，至 1.544%。对政策最为敏感的 2 年期美债收益率跌

至 0.73%，跌幅逾 8%。

杭州 G20 确认动用一切政策推动经济增长

来源：日经中文网(2016-09-05)

作者：木原雄士

包括日美欧和新兴市场国家在内的二十国集团首脑会议（G20 峰会）9 月 4 日在中国浙江省杭州开幕。在首日的讨论中，就世界经济下行风险正在加大达成了共识，确认了为推动经济增长，包括灵活的财政措施在内动用一切政策的方针。相继有观点反对保护主义，此外，首脑宣言纳入汇率稳定重要性的方向得到确定。5 日将在通过首脑宣言后闭幕。

担任主席的中国国家主席习近平在会议的开头指出“世界经济虽然总体保持复苏态势，但面临增长动力不足、需求不振、金融市场反复动荡、国际贸易和投资持续低迷等多重风险和挑战”，显示出的考虑到保护主义的抬头和英国退出欧盟（EU）问题等，对世界经济下行的担忧比此前加强。

G20 在 2014 年澳大利亚峰会上提出 2018 年之前使国内生产总值（GDP）增长 2% 以上，这一目标的实现日趋令人担忧。习近平主席呼吁“在宏观经济政策上进行创新，把财政货币和结构性改革政策有效组合起来”。

日本首相安倍晋三也表示赞同。提到发达国家货币政策的方向性差异和英国退出欧盟问题，称“世界经济前景的下行风险正在加剧”。同时强调称“G20 整体共享危机感、各国分别采取具体行动至关重要”。

在此基础上，安倍解释了 8 月敲定的事业规模 28 万亿日元的经济对策，显示出率先对防止世界经济下行采取行动的想法，表示“力争通过大胆的货币政策，早日摆脱通货紧缩”，在提及汇率行情时，安倍指出“为了避免过度波动以及无序波动对经济和金融稳定产生负面影响，将不断加以关注”。

此外，日本财务相麻生也在首脑会议之前举行的 G20 财长会议上表示，“世界经济的不确定性正在加强，因此市场的稳定尤为重要”。考虑到日本的主张，首脑宣言有望纳入上次并未写明的有关汇率的表述。

此外，如何防止贸易保护主义也成为主要议题。习近平主席表示“多边贸易体制正在遭到打击”。安倍强调“切断保护主义诱惑是政治的责任”，同时表示“不应让跨太平洋经济合作协定（TPP）陷入停滞”。首脑宣言将写明，力争年内完成有关削减和取消太阳能电池板等环保产品关税的谈判。

各方一致认为，恐怖袭击有可能对实体经济造成负面影响。确认为了切断恐怖分子的资金来源、G20 应紧密交换信息这一方针。关于避税对策，对经济合作与发展组织（OECD）推进的国际规则制定表示欢迎，预计将表明作为 G20 提供协助的态度。