

2018 年第 8 期 总第 24 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 8 期·总第 24 期

国际财经

展望 2019: 美联储缩表的进展与前景.....	1
不应过度乐观解读 G20 中美首脑会谈成果.....	4
不可错失的 90 天: 中美贸易战结局前瞻.....	6
美中明年结束贸易战的概率多大?	8
G20、中美“休战”与紧缩的国际体系.....	11

国内财经

中国尚缺一个一以贯之的“故事”.....	13
2019 年中国经济展望: 深耕待春来.....	18
中国税费负担有多重? 应当减多少?	22

新闻快讯

工银国际 2019 年预测报告: 制造业投资小幅放缓, “稳增长”关键在于货币财政协同.....	28
白宫首席经济顾问看好美中贸易谈判.....	30

财经参考

国际财经

展望 2019：美联储缩表的进展与前景

来源：FT 中文网(2018-12-17)

作者：钟正、张璐

2018 年 10 月，按照美联储缩表计划，其对国债和 MBS 的减持上限分别达到 300 亿、200 亿美元的最高值。在美联储缩表执行一年之际，本文试图考察缩表计划的执行、步调及其影响。我们的主要结论为：1) 目前看来，美联储缩表进度不及计划。截至 2018 年 11 月，对国债和 MBS 的减持均滞后于计划，累计实际减持占计划的 90.6%、76.6%，符合“快加息+慢缩表”的货币政策正常化组合。2) 未来若美联储加息暂缓，后续货币政策正常化进程可能将主要由缩表推进。根据不同情境测算，美联储资产负债表正常化或在 2022 年-2023 年达成，国债和 MBS 的持有量将分别下降 30.8%和 28.6%，整体资产负债表规模缩减 29.9%，至 2.37 万亿美元。3) 缩表加速导致其对长端利率的推升更为显著，但对美元指数的影响趋于弱化。此外，在全球央行同时回笼流动性的背景下，非美银行盈利、新兴市场经济增长也将面临挑战。

一、美联储缩表的基本路径

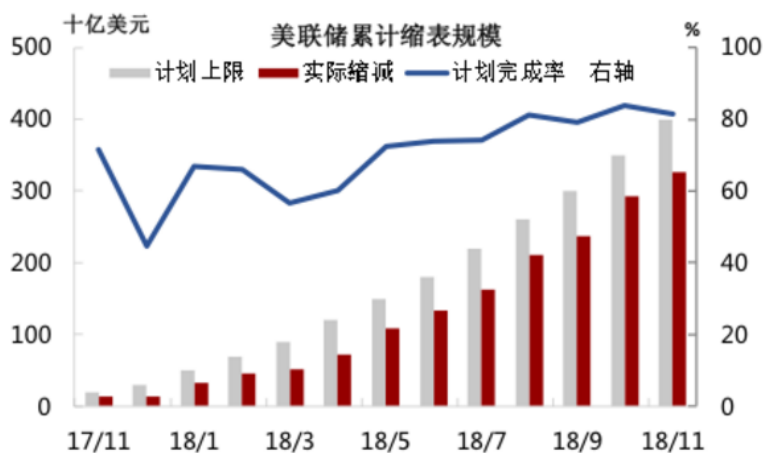
次贷危机后，为应对经济衰退，美联储启动了一系列非常规货币政策，先后实施三轮量化宽松，通过大规模资产购买计划购入国债、机构债和抵押贷款支持债券（MBS）。美联储资产负债表规模由此高速扩张，总资产由 2007 年 8 月的 8767 亿美元最高升至 2017 年 10 月的 4.4 万亿美元，其中，国债持有量由 7846 亿美元增长至 2.47 万亿美元，MBS 持有量由 0 增长至 1.78 万亿美元。

随着美国经济趋于稳定复苏，美联储逐步退出量宽，包括增量和存量资产的缩减：前者在 2014 年 10 月施行，彼时美联储宣布停止新增购买金融资产，仅以到期本金进行再投资；后者从 2017 年 10 月开始启动，美联储正式缩减资产规模。截止 2018 年 11 月，美联储持有的国债存量降低 2126.1 亿美元（或 8.7%），持有的 MBS 存量降低 1214.4 亿美元（或 6.9%）。

按美联储缩表计划，从 2017 年 10 月开始，将国债每月缩减再投资上限定为 60 亿美元，在 12 个月内以每三个月增加 60 亿美元的节奏递增，直到 300 亿美元上限；MBS 最初每月缩减上限 40 亿美元，每三个月增加 40 亿美元，直到 200 亿美元上限。截至 2018 年 10 月，美联储每月减少国债和 MBS 再投资上限之和增至 500 亿美元/月，该上限将保持至缩表结束。针对国债的减持步调是可预测的，因国债到期日可知；不确定性在 MBS 的到期规模，因 MBS 存在提前偿付的可能性，这与按揭利率、房价、信贷条件等因素相关。例如，利率上行时，会促使抵押贷款偿还放慢，从而 MBS 到期规模将相应下降。

二、美联储缩表的现实进展

目前看来，美联储缩表进度不及计划。截至 2018 年 11 月，对国债和 MBS 的减持分别相对于计划



滞后 209 亿、345.6 亿美元，累计实际减持占计划的 90.6%、76.6%（图 1）。
图 1：美联储缩表进度不及计划

这符合美联储“快加息+慢缩表”的货币政策正常化组合。2017 年全球经济同步复苏，2018 年在税改刺激下企业生产和雇佣稳健、甚至强劲扩张，美国失业率屡创新低，时薪增速稳步上升，同时居民消费亦受税改提振，形成“需求和盈利增长——扩大招工——时薪上涨——收入增加——消费

上行——通胀升温”的正向链条。这为美联储加息提供了支撑，2017 年初至今已加息 6 次，2018 年 7 月美国核心 PCE 四年来首次突破 2% 的通胀目标，美联储 9 月议息会议给出的点阵图预计到 2019 年底还将加息 4 次。在此情况下，美联储或有意放慢缩表速度以配合加息节奏，避免市场利率过快上行对经济增长构成威胁。

缩表不及计划的另一重要原因在于，相比于 2009 年-2015 年间的低利率时期，近两年美国按揭利率上升明显加快，导致抵押贷款还款速度放慢，MBS 的减持因而被动降速（图 2）。图 2：美国按揭贷款利率明显上行



往后看，“快加息+慢缩表”的货币政策正常化组合可能反转。11 月下旬以来，美国核心资本品订单（投资先导指标）、消费者信心指数（消费先导指标）和首申失业人数（就业先导指标）均呈现出经济放缓迹象，10 年-2 年美债收益率曲线接近倒挂，美股出现大幅调整，以及鲍威尔讲话改口称利率水平已“十分接近”中性利率，联邦基金利率期货反映的市场 2019 年加息预期已经降为 1 次。

美联储加息期间通常都将伴随着美债收益率曲线的走平甚至倒挂，我们将其解释为利率上浮给资产价格、经济增长带来的下行压力在长端利率中的映射。在“加息+缩表”的组合中，加息影响的是短端利率，而缩表与长端利率挂钩更甚，加息引致的收益率曲线的扭曲形态可以通过缩表修复。因此，假如加息暂缓，后续货币政策正常化进程可能将主要由缩表推进。而倘若经济下行压力进一步加大，并不排除缩表在 2019 年三/四季度中止的可能性。

据美联储测算，2018 年美联储减持的美债、MBS 数额分别为 2291 亿、1409 亿美元，到 2019 年将增至 2724 亿、1571 亿美元，整体缩表进度将加快 16.3%。根据不同的长期储备金余额（代表资产负债表正常化水平）做情景测算：1）情景一，假设长期储备金余额为 1000 亿美元，则美联储资产负债表正常化将在 2023 年三季度达成，持有的国债和 MBS 降至 1.3 万亿、1.0 万亿美元；2）情景二，假设长期储备金余额为 6130 亿美元，正常化将在 2022 年一季度达成，国债和 MBS 持有量将降至 1.6 万亿、1.2 万亿美元。在后一情境下，以 2018 年 11 月数据做参考，美联储国债和 MBS 的持有量将分别下降 29% 和 27.5%，整体资产负债表规模缩减 33.4%，至 2.76 万亿美元。

三、美联储缩表的潜在影响

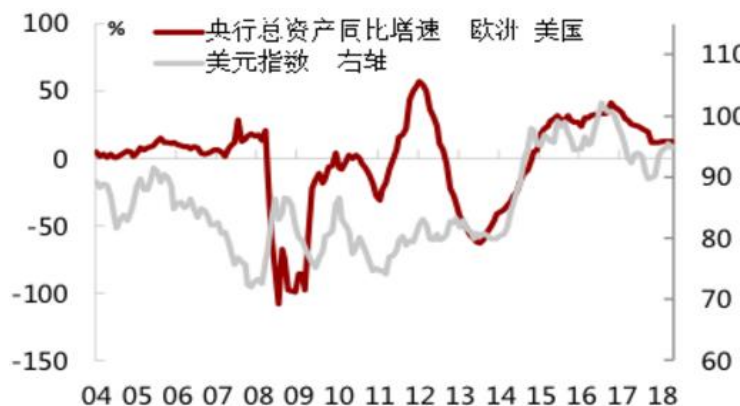
1) 推动美债长端收益率上行

前文提及，美联储加息通常伴随着美债收益率曲线走平，长短端利差收窄甚至倒挂是市场对美国经济增长前景看法相对悲观的体现。10 年期美债收益率代表无风险利率，与长期融资成本挂钩，美债收益率曲线走平也间接反映了实体经济长期资金需求不足而短期资金相对紧张，因而利差走窄可能预示着美国经济下行拐点将至。

美联储扩表在一定程度上降低了这个指标的有效性。美联储购债期限分配为长债多于短债，MBS 主要为 15 年和 30 年期。因此，扩表期间，长端利率被人为压制在 0% 附近；反过来说，缩表期间长端利率也同样可以通过主动卖出资产，达到修复收益率曲线的目的。从目前缩表进度和后续预测看，国债和 MBS 到期金额与计划上限间存在大量余裕，不排除美联储通过主动出售资产的方式缩表的可能。但考虑到加息与加快缩表同步进行，必将对流动性造成过大冲击，在当前货币政策收紧给美国经济带来的压制愈发明显的情况下，美联储是不太可能主动加速缩表的。如前所述，即便只是保持自然到期赎回，2019 年美联储缩表速度也将快于 2018 年，对长端利率的推升也将更为显著。

2) 对美元指数的影响弱化

美元指数的长期走势高度取决于美国经济“一枝独秀”的程度，2014 年之前，美国经济的相对强势程度对美元有很好的解释力（图 3）。但 2014 年下半年之后，因美联储结束 QE、而欧央行才刚刚酝酿推出 QE，两大央行的货币政策出现了巨大差异，导致资金流向出现明显变化。因而，欧央行与美联储资产负债表的增速差对这一时期美元的走强与回落具有很强的解释力（图 4）。按照两大央行货币政策正常化的节奏预测估算，2019 年底欧央行将结束资产购买，在此情况下，倘若 2019 年美联储维持当前缩表计划，欧央行与美联储总资产增速之差将趋于平稳。这表明，即使 2019 年美联储缩表加速，其对美元指数的影响也将明显弱化，美元指数将回归到主要由美国经济的相对强势决定上来。



应该说明，目前美国经济强势已在很大程度上被市场充分反映了，而今年欧元汇率大幅贬值之后，2019 年欧洲经济未必会如市场现在预期得那么差。对欧美经济增长预期的收敛，意味着后续美元指数进一步上行的空间有限；而在明年下半年中止加息后，美元指数掉头回落的可能性更大。图 3：2014 年之前美国经济相对强势程度主导美元。图 4：2014 年之后欧美央行资产增速差主导美元

3) 全球流动性紧缩带来挑战

2017 年是全球流动性扩张放缓的元年：美联储、英央行、加央行相继加息，欧央行调降购债规模，日央行悄然

缩减国债购买量（2017 年日央行增持国债仅 30.2 万亿，远低于 80 万亿的参考值），全球主要央行货币政策不约而同转向。2018 年则为该趋势的延续，美联储加息加速、欧央行将在年内停止新增资产购买、日央行放松对 10 年期国债收益率的控制，而新兴市场在全球流动性收紧的大环境下，不得不跟随加息以抑制资本流出和本币贬值。

在此背景下，需要特别注意如下事实：1）除美联储，欧央行、日央行的资产负债表规模也将迎来总量的拐点。欧央行将在年底结束 QE，同时日本央行急剧削减日本国债的购入。截至 2018 年 11 月，三大央行以美元计价的总资产同比增速已由 2018 年 2 月的 16% 降至 0.2%。2）在各大央行大量释放流动性的十年间，美元作为国际融资货币的地位快速上升。非美地区针对非银行行业的美元信贷总量占全球 GDP 比值由 2007 年底的 9.5%，增至 2018 年一季度的 14%，但信贷量同比增速开始下行。3）以美元向非美地区发放的银行信贷多达 7 万亿美元，但大多数并非由美国银行，而是由欧洲、日本和其他地区的银行发放。这些非美银行的美元流动性大部分来自不稳定的银行间市场和货币掉期交易，而非美元储蓄，导致其资产负债状况对美元流动性高度敏感。4）全球货币宽松时期，向新兴市场发放的美元信贷占全部美元信贷比值整体呈上升趋势。该比值由 2009 年二季度的 25.7% 升至 2018 年一季度的 32.1%。这说明在全球流动性泛滥时期，新兴市场是美元信贷剧增的最大受益者。

由上可知，随着全球流动性的逐步收紧：1）以欧洲、日本银行为代表，美元存款不足、资产结构不稳定的非美银行面临的尾部风险增加。短期美元融资成本提升将向这些非美银行盈利施压，而新兴市场的货币错配也加大了发生系统性风险的概率。2）新兴市场以借债换取经济繁荣的增长模式或无以为继。此前爆发的阿根廷比索、土耳其里拉货币危机是这一矛盾的集中释放，在货币政策正常化的大环境下，即便美国经济和股市可能面临调整，新兴市场经济增速矫正也还需时日。

不应过度乐观解读 G20 中美首脑会谈成果

来源：FT 中文网(2018-12-03)

作者：余智(上海财经大学商学院经济学教授、中国产业发展研究院研究员)

12 月 1 日，中美两国领导人在阿根廷的 G20 峰会上的双边会谈取得了积极成果，美方同意暂时不对中国加征新的关税。中国媒体（包括正式媒体与自媒体）对此一片欢呼之声，将其视为重大进展与利好消息，认为中美达成了“重要共识”，甚至用中美“休战停火”的字眼进行描述。笔者认为，此次中美首脑会谈的成果的确是正面的，但不宜过度乐观解读：双方并未“休战停火”，只是同意不加剧贸易战，而且是临时性的；双方也未达成“重要共识”，结构性矛盾（包括美方声明中没有提到的国有企业与产业补贴问题）仍需进一步谈判解决，否则贸易战仍将持续乃至扩大。

一、双方只是临时性不加剧贸易战，而非“休战停火”

从美国白宫发布的新闻稿来看，中美双方只是达成了两方面的有限一致：

（一）双方只是不加剧贸易战，而非“休战停火”。

美方同意，在 2019 年 1 月 1 日后，对中国的 2000 亿美元出口产品加征的关税税率维持在 10% 的水平，暂时不上调到此前宣称的 25%（但美方没有承诺是否对剩下的中国 2670 亿美元产品加征关税）。由此获得的中方妥协是中方大量购买美国产品（农业、能源、工业和其它产品）。

这就说明，双方只是同意不扩大贸易战，而此前已经进行的贸易战还将持续：美方首批对中国

500 亿美元产品加征的 25% 的关税、第二批对中国 2000 亿美元产品加征的 10% 的关税，都将继续维持；当然中方首批对美方的 500 亿美元产品、第二批对美方的 600 亿美元产品加征的关税也将继续。因此，双方只是同意不加剧贸易战，并未“休战停火”，更没有“终战”。

（二）双方不加剧贸易战也只是暂时性的、有条件的。

双方同意就美方关注的强迫技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、网络入侵与盗窃、服务与农业等方面的结构性改革进行谈判，并争取在 3 个月内达成协议；如果不能达成协议，美方仍然会按照原计划，将对中国的 2000 亿美元出口产品加征的关税税率从 10% 提高到 25%。

这就说明，双方不扩大贸易战也只是临时性的，而且是有条件的：中方必须在 3 个月内，在美方关注的结构性改革方面做出美方需要的让步；否则，贸易战仍然可能进一步扩大——美方不仅仍将按计划上调对中国的 2000 亿美元出口产品加征的关税税率，而且可能继续对中国剩余 2670 亿美元产品加征关税。

二、双方尚未就结构性改革达成“重要共识”，贸易战仍可能持续并扩大

双方临时性不加剧贸易战的决定，可以说是一个“共识”，但很难说是“重要共识”。这是因为，双方尚未就美方关注的结构改革问题取得任何重要进展、达成一致，贸易战的根子尚未解决；如果双方在中方结构改革方面不能达成共识，贸易战将持续甚至扩大。

（一）在美方声明中提到的结构改革方面，双方尚未达成共识，今后有希望部分达成共识，而最大难点在于强制技术转让方面。

美方声明中提到的结构改革包括强迫技术转让、知识产权保护、网络入侵与盗窃、非关税壁垒、服务与农业等五个方面。其中后两个方面（降低非关税壁垒、放宽服务业与农产品市场准入）属于降低贸易壁垒。中方比较容易在这两个方面采取实际行动，做出重要妥协。估计双方今后谈判达成一致的可能性较大。

前三个方面（停止强迫技术转让、加强知识产权保护、停止网络入侵与盗窃）属于广义的加强知识产权保护。其中，在狭义的加强知识产权保护方面（譬如打击盗版等侵权行为），中方容易采取一些实际行动；在停止网络入侵与盗窃方面，中方在公开场合一直否认进行了网络入侵与盗窃，但估计会加强这方面的管控。估计这两方面双方及今后谈判达成一致的可能性也较大。

双方达成一致与共识的最大难点，在于“强迫技术转让”问题。双方在此问题上争议较大。中方一直坚称，中国政府在中外企业合资合作过程中，并未“强迫”外方必须转让技术；而企业之间基于“自愿”原则进行的技术转让不能称为“强迫”。而在美方看来，中方长期以来实行的“市场换技术”战略，就是政府指导下的“强迫技术转让”，对中国企业有明显导向作用；特别是，国有企业的行为直接受政府控制，体现政府意图；美国企业应中国企业要求进行的技术转让，不是“自愿”的，而是被迫的。

中美双方在这方面的争议可能难以得到根本解决。中方可能会主动提醒或要求中方企业近期内不对美方合资合作伙伴提出技术转让要求。但如果中国政府承诺强制企业今后永远不得提出这一要求，那可能既违背“市场换技术”的初衷，也会招致国内企业的反弹，使其质疑与外企合资合作的好处到底在哪里。今后双方如何从制度上解决这个问题，如何准确定义、区分“强制”与“自愿”，将会继续是争论的焦点，考验双方的智慧。

（二）在美方声明中没有提到的结构改革方面，即国有企业与产业补贴问题，双方更未达成共识，今后达成共识的难度也较大。

此次美方声明中没有提到其一直关注的一个重要结构性改革问题，即中国的国有企业与产业补贴问题。很多人可能会认为，这表明中方坚持了自己的“底线”，在重要问题上没有做出让步，是中方的“重大胜利”。

笔者认为，中方在此问题上的确坚持了自己的立场，但美方也坚持了自己的立场，双方均没有让步，矛盾并未解决，不能称为中方取得了“胜利”。

中方一直坚持政府主导的发展模式。这既包括坚持国有企业在国民经济中的主导地位，也包括通过产业补贴（主要对象是国有企业）支持战略产业发展的做法。中方可能认为这是自己的制度与内政，也是自己的发展优势所在，因而一直将此视为“不可谈判与不可退让的底线”，坚持不让步。

而美方则坚持认为，中方的这一发展模式违背市场经济基本原则，对美国同类产业的企业形成了不公平的竞争优势。美方坚持中方必须改变，否则就会对中国相关行业产品加征关税，以此抵消中国补贴产生的优势。

从美方的声明中，看不出双方此次是否谈到了这一问题。而且，美方也未将此作为下一步（3 个月后）是否升级贸易战的条件。从这一角度看，中方的确没有让步。但美方也没有取消相关征税：美方首批对中国价值 500 亿美元产品加征关税，其针对的产品主要是“中国制造 2025”计划中的产品，也就是中国产业补贴的最重要的对象，这一征税并未取消。因此，双方在此问题上仍然在僵持，中方并未获得“胜利”。

特别是，从实际效果上看，美方坚持对中国提供补贴的行业的产品加征关税，既抵消了中国通过补贴给相关产业带来的竞争优势（价格优势），也使得中国政府的补贴转移到了美国政府的口袋中，实际上是亏损了，更难以说是中方获得了“胜利”。（参加笔者 7 月 5 日接受美联社采访时所做的分析。）

中方今后需要认真评估，通过国有企业与产业补贴来发展经济与战略产业的实际效果到底如何，以此决定下一步的谈判立场。这里的核心问题是确立合理的判定方法与比较标准：如果采用其它方法发展经济与战略产业，例如以民营企业为主体，实施普遍性的减税，让企业根据自己的判断来决定发展何种行业，是否会取得更好的效果？（参见笔者 10 月 5 日在《联合早报》发表的评论。）

无论如何，中美双方在国有企业与产业补贴上的矛盾仍然没有解决，仍然会继续谈判。双方今后既会在双边会谈中、也会在关于世界贸易组织改革的多边会谈中，继续就这一问题展开艰苦谈判。这一问题不仅是美方关注的问题，也是欧盟与日本关注的问题，是美欧日三方数次联合声明的重心，因而在关于世贸组织改革的多边谈判中一定会受到持续的重点关注。

可以预料的是，在中美双方就此问题达成实质性协议之前，美方不仅不会取消业已对中国实施的关税措施（至少会维持对“中国制造 2025”计划产品加征关税的措施），还有可能进一步扩大贸易战（包括上调对中国 2000 亿美元产品的关税税率，以及对中国剩余 2670 亿美元产品加征关税）。

总之，贸易战不仅没有“休战停火”，而且继续进行乃至加剧的可能性仍然很大。市场决不可对此做出过于乐观的解读与评估。

不可错失的 90 天：中美贸易战结局前瞻

来源：FT 中文网(2018-12-05)

作者：梁国勇(经济学博士，联合国贸发会议经济事务官员)

中美贸易战走到今天有其必然性。博弈过程中，相对强势一方倾向于晚些达成妥协以趋利，相对弱势一方则倾向于早些达成妥协以避害，平衡点的出现往往是和解的契机。显然，在贸易战的复杂博弈过程中，参与双方的强弱取决于其经济对关税措施的承受力，这具体反映在出口规模、贸易对经济的整体影响和净出口对增长的贡献等方面。无论对强势还是弱势一方，理性的决策取决于精准的计算，两年前如此，今天亦然。

习特会达成“停火”共识，成为中美贸易战的转折点。然而，之后的谈判时间紧迫、内容复杂、挑战巨大。90 天的时间窗口不可错失，谈判结果将决定中美贸易战的最终结局。如果中美两国能够达成一份具有约束力的广泛协定，双方和世界经济都将从中受益，其对中国经济的重要性将堪比当年“入世”。一旦谈判再次陷入僵局，后续关税措施加码，中国经济将面对持续的下行压力，明年可能面临“保 6”的挑战，美国经济也不可能独善其身。

G20 峰会机制在应对全球金融危机的过程中诞生，随后经历了从协调一致到分歧突显的转变。在中美贸易冲突的背景下，今年阿根廷峰会上的多边博弈彰显了这一转变。经过艰苦磋商，联合公报于 12 月 1 日发布，但却删除了“反对贸易保护主义”的传统内容，并首次提出了支持 WTO 改革的主张——美国在其中的影响无疑是关键因素。当然，此次峰会最重要的看点还是在双边层面，在中美之间。

笔者在今年 8 月 28 日发表于 FT 中文网的评论《中美贸易谈判低调重启：如何探寻和解之道？》(<http://www.ftchinese.com/story/001079125>)中指出，峰会之际中美两国领导人的可能会晤将为贸易和解提供契机，并作出了暂停关税升级、恢复高层谈判的成果展望。的确，在 G20 峰会期间的工作晚餐上，中美两国元首决定“停止升级关税等贸易限制措施”，并“立即着手解决彼此关切问题”。显然，达成“停火协定”是签署“和平协定”的前提，也是实现“长期和平”的基础。从这个意义上说，习特会取得了极其重要的成果。

然而，中美并未发表联合声明，而双方对会谈成果的“各自表述”则表明，随后的贸易谈判仍面临巨大挑战。首先是谈判内容的挑战。会晤之后的白宫声明显示：双方同意立即开始有关“结构性改变”的谈判，相关内容和指控涉及强制技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、网络入侵和盗窃、服务业与农业。其次是谈判时间的挑战。美方声明显示：双方同意努力在未来 90 天内完成谈判，若在此期限内未能达成协议，10%的关税将会提高至 25%。鉴于谈判涵盖范围的广泛性和问题的复杂性，美方给出的 90 天时间显然太短。再次，后续谈判的挑战。美方所列内容并非中美分歧的全部，部分反映了双方前期磋商的“早期收获”；国有企业、工业补贴等难啃的硬骨头暂时搁置，但仍可能在后续谈判中被重提，而它们也已成为美、欧、日在 WTO 规则改革方面的一致立场。

双方共识从“餐桌”转到“谈判桌”并非易事，但中方毕竟争取了宝贵的时间。原定明年 1 月 1 日针对 2000 亿美元中国产品关税从 10%提高到 25%的举措至少将推迟 2 个月。更重要的是，两国元首层面达成的政治共识为贸易谈判在工作和技术层面的推进指引了方向，提供了助力。对双方谈判团队而言，时间紧迫，机不可失。本月中旬，中美即将在华盛顿举行新一轮贸易磋商。谈判不可能一蹴而就，但其结果将为 90 天乃至更长时间内中美贸易战的走向定调。总体看，大幅妥协的决策和坚守底线的决心可能出现矛盾并影响磋商进程，但业已作出的政治决定意味着谈判的正面结果可期。

即使中美磋商进展顺利，若无协定约束，美方仍可能提出新的谈判要求。无论如何，中国都可相机提出己方的诉求：第一，无限期停止（而非有条件暂停）贸易战升级；第二，取消全部业已实施的关税限制措施；第三，建立合理、稳定、互利、双赢的中美经贸关系“新安排”。面对经贸伙伴行为的多变性和不可预见性，短期磋商、讨价还价都只是权宜之计，长期制度安排才是关键。在国际贸易规则方面，看重多边、着重双边、侧重中美无疑是中国在当下明智的选择。今年 9 月发布的《关于中美经贸摩擦的事实与中方立场》白皮书提到：“中国愿意在平等、互利前提下，与美国重启双边投资

协定谈判，适时启动双边自贸协定谈判”。虽然现在条件还很不成熟，但在本届美国政府强调双边谈判的政策背景下，若中美经贸磋商取得突破性进展，双边自贸谈判破局并非没有可能。

中美贸易战今年7月开打，之后次第升级。随着时间推移，贸易、投资和经济增长等各方面的后果日渐显现。年中以来，中国经济下行压力显著加大，第3季度GDP增速降至6.5%，为10年来最低。2016年以来季度GDP增速一直稳定在6.7%–6.9%的狭窄区间，今年第3季度的下滑显然与贸易战的直接冲击和间接影响密切相关，而第4季度的经济形势也不容乐观。随着贸易战影响进一步展开，如果2000亿美元关税措施升级，明年经济将进一步下行，而人民币贬值和资本外流压力也意味着金融风险的持续释放。IMF的分析表明：考虑到现有和威胁中的关税措施，中美贸易战将在前两年使中国经济增长下降1.6个百分点。显然，如果贸易战无法得到有效遏制，中国经济明年将面临“保6”的严峻挑战。在这种情况下，短期强刺激在所难免，但其中长期代价不可低估。

作为对全球经贸规则和现状不满并试图改变的一方，作为贸易战的“始作俑者”，美国也不可能独善其身。10月份的股债双杀从一个侧面反映了贸易战对美国金融体系和经济整体带来的风险，也在一定程度上影响了美国决策层对中美贸易战预期和前景的判断。贸易战的全球溢出效应也将显现，世界经济复苏面临脱轨。OECD的预测表明：世界经济增速将从今年的3.7%降至明、后年的3.5%；2021年，全球产出将比基线水平低0.8%。另外，由于全球两大经济体矛盾激化、分歧加剧，多边贸易体系可能动摇。

可见，正在进行的中美贸易谈判的影响将是深远的和世界性的。如果谈判取得成功，中美能够达成一份对双方都有约束力的广泛协定，两国和世界经济都将从中受益。这对中国经济的影响将是全方位的，重要性堪比当年“入世”。在汽车、金融等扩大开放行业和受谈判影响的特定领域，短期冲击和长期利益并存，政府和各类经济主体需要全面评估，妥善应对。更重要的，中国可望重新获得一个相对稳定的发展外部环境，并塑造一个更加开放、更有活力的经济体系。如果谈判失败，关税措施常态化，贸易战将演变为持久战。从长期影响看，中美经济渐次“脱钩”，多边体系趋于“失效”，中国经济可能不得不走上一条低速度、低活力、相对封闭的道路，这对中国、美国和世界而言都不是好消息。

通过设定90天的期限，美国似乎保持了极限施压的姿态和后续动作的主动权。这种谈判伎俩令人想起了两年前的“百日计划”。记的我在2017年7月的一次讲话中提出，“百日计划”既是挑战，更是机遇，不妨抓住机会和美国达成一份贸易协定，一方面推进自身的改革开放，另一方面防范美国的保护主义行为。其实，无论两年前100天的磋商还是今天90天的谈判，中国的对手既是阻碍中国经济遵循原有发展模式继续前行的消极因素，又可以作为协助探寻中国经济未来发展道路的积极力量。孰轻孰重取决于我们自身的选择。

中美贸易战走到今天有其必然性。博弈过程中，相对强势一方倾向于早些达成妥协以趋利，相对弱势一方则倾向于早些达成妥协以避害，平衡点的出现往往是和解的契机。显然，在贸易战的复杂博弈过程中，参与双方的强弱取决于其经济对关税措施的承受力，这具体反映在出口规模、贸易对经济的整体影响和净出口对增长的贡献等方面。无论对强势还是弱势一方，理性的决策取决于精准的计算，两年前如此，今天亦然。

美中明年结束贸易战的概率多大？

来源：FT 中文网(2018-12-04)

作者：邓聿文(独立学者，中国战略分析智库研究员)

一场山雨欲来的贸易升级战被美中两国领导人暂时按下去了。在刚结束的 G20 “特习会”上，特朗普同意明年 1 月起不会开启将 2000 亿美元中国商品关税从目前 10% 提高至 25% 的计划，习近平则承诺立即购买更多美国产品，同时两国将就强制技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、网络入侵和网络盗窃、服务业和农业等结构性问题，在未来 90 日内展开谈判。

这个结果并不为外界期待。自美中贸易战开打以来，国际社会普遍的看法是，两国很难在短期内结束贸易战，甚至会由贸易战发展到两国经济脱钩的程度。即使特习通话传出两人将在 G20 期间会谈的信息后，很多人依然不相信两人能见面，或者认为即使见面，也是各说各话，不可能达成共识或协议。此种论调在中国尤其明显。

看过我有关文章的人，知道我对这个问题的态度相对乐观。我 10 月底和 11 月初在 FT 中文网连发两文，认为美中年底达成休战共识或协议的概率很大。我能做此预测，并非有什么内幕消息。事实上，对特朗普之类领导人来说，有内幕消息也不管用，因为你根本不清楚他下一刻会想什么。这当然不是说特朗普没有一个稳定的决策，而是强调他的善变。但是，任何事情，都有一个基本的逻辑存在，只要把握到了这个逻辑，判断事情就大体不会离谱。就贸易战而言，这个基本逻辑就是：形势比人强，对中国和习近平来说如此，对美国 and 特朗普也一样。

那么，什么是形势比人强？简单地讲，对双方来说，贸易战是否能达到目的？能否承受大的损害？能否持续承受高强度的贸易对抗？如果在这些方面都回答“NO”，即使是出于“政治正确”，即不考虑经济账，只算政治账，也不可能维持很久，迟早要向现实低头，走向谈判桌。

中国在贸易战中的劣势显而易见，北京会率先屈服。只要秉持客观态度，不难得出这个判断，舆论在这点上分歧不大。问题是如何看美国和特朗普。许多人被特朗普本人和白宫“鹰派”们虎视眈眈的好斗言论误导，以为北京真的“不堪一击”，会对美国缴械投降，而没有看到或不愿看到华盛顿特别是特朗普也有软肋。

一个简单的常识是，在美中经济互相缠绕，你中有我、我中有你的态势下，虽然两国的贸易弹药不对等，但不可能只对中国有杀伤力，而美国毫发无损，或损失可以忽略不计。尽管美国经济表现强劲，但自 10 月以来美国股市的大幅震荡下跌，豆农堆积如山的大豆，最大汽车制造商通用汽车近期宣布的大规模裁员，以及许多企业抱怨成本上升，都与贸易战息息相关，预示贸易战若进一步激化，将很可能打断美国经济上升趋势。再考虑贸易战开战后到现在，美中贸易逆差非但未减少，还在继续扩大，回流美国的资本规模不及预期，加上中期选举共和党的失利。我在上述两篇文章中阐述的这些影响“特习会”的因素，在今后美中的贸易较量中会继续存在，甚至恶化。

总的来说，由于这次“特习会”达成临时“休战”共识，它不会是双方厉兵秣马、贸易战进一步升级的“前奏”，而会为两国接下来的谈判创造一个可以回旋的时间和空间。我对美中在明年 90 天期限内达成一个最终解决贸易问题的协议持乐观态度。

为什么这么讲？还是因为“形势比人强”。对北京而言，它的软硬伤是如此明显，若为了所谓面子与领导人“尊严”，和美国硬打下去，就极可能发生一些意料不到的后果，对政府构成现实的政治威胁。可以从以下三个方面来分析。

第一，贸易战正碰上中国经济处于困难阶段，从而产生叠加效应。前期的去杠杆和去产能，维护金融市场稳定，造成了资本市场的动荡和对实体经济的危害，加上官方对民营企业的挤压，使得中国经济处于一个长期下行通道。贸易战虽然迄今对中国经济造成的实际影响没有舆论想象的那么大，但它影响的是人心，是人们对中美关系变坏的预期，以及对中国经济未来的信心。因此，它加重了中国经济的困难程度。如果未来贸易战得不到解决，上述预期和信心不足很可能在明年兑现。这将使中国

经济雪上加霜。北京无疑不愿看到这种情形出现。

第二，假如贸易战进一步打下去，中美转向全面对抗甚至进入新冷战，华盛顿大概率会改变目前还在实行的四面出击、在贸易问题上不给盟友面子的做法，转向拉拢盟友，共同向中国施压，乃至撇开现有贸易体制，和盟友及其他伙伴组建一个新的世界贸易体制，不与中国展开经济来往，形成保尔森所说的“经济铁幕”。即使这种情况不出现，但只要和中国有密切贸易往来的国家、特别是周边邻国面临一个“选边站”问题，也将意味着全球格局的重组改变，而中国很可能在这轮重组中被边缘化，北京的“一带一路”战略会被迫调整甚至取消，中国的国际环境会空前严峻。这同样是北京不愿看到的。

第三，在经过贸易战的较量后，中国社会包括党内高层已经形成了通过进一步的深化改革和扩大开放来应对贸易战、化解压力的全民共识。可是，要把此种共识转化为具体的政策、措施和行动，需要一个相对宽松的国内环境。贸易战的进一步升级显然会使国内局势紧张，在这种环境里，领导人对推出改革政策会格外慎重，因为他要考量这样做是否会被党内外反对派所利用。而一旦领导人表现出对改革的畏惧迹象，或者干脆拒绝改革，已经形成的共识被瓦解，民意、包括党内和社会上好不容易形成的对改革的支持力量，将在改革问题上对政府彻底绝望，现政府要聚拢民心将变得不可能，维持统治只能依赖高压。这种态势，自然是北京不希望出现的。

因此，我认为北京会明白事态的严峻性，不会让事情走到这个地步，至少主观意图上不会让这种情况出现。现在官方学者和官员都在谈未来两三年中国面临的严酷形势，说明他们意识到了这一点，在压力下主动求变将会是北京的选择。

北京如此，华盛顿和特朗普又会怎样？虽然华盛顿的牌比北京多，但一旦都丧失理性，北京不计代价反击，如上所述，以中国体量之大和中美经贸联系之深之广，美国经济受到的损害也不会少。一些专家推算，如果美中贸易战全面升级，明年对美国经济造成的损失将是0.9个百分点，中国则是2.5个百分点。因此，迄今为止，受贸易战影响的美国人群体虽然还不算大，但华盛顿也要预防这种事情的发生。美国股市的动荡表现和通用裁员，显示贸易战威胁美国经济增长、影响民众生活不是一个未来的问题，而逐渐成为现实。尤其考虑美国经济和股市处于历史最好时期之一，拐头向下的概率是非常高的。这将使特朗普两年后的总统连任受到极大挑战。

贸易战对特朗普构成的压力就是连任问题。这是独属于他的问题，白宫“鹰派”没有这个问题。连任很大程度上要靠经济。美国中期选举普遍认为也是对特朗普的投票。两年后的总统大选，民主党势必会利用有利形势，抓住特朗普的通俄问题不放。在特朗普的第一任期内，通俄事件将会伴随着他，其原律师最近承认，在特别检察官罗伯特·穆勒做的指控中，他在一宗俄罗斯房地产交易的事情上向国会撒了谎。特朗普是否会受到弹劾且不论，假如不能靠经济得分，他的连任就岌岌可危。而贸易战一旦全面爆发，对美国经济的不利影响会在两年后的总统大选前全面显现。特朗普肯定也不愿看到这种情况。

除经济外，美中还面临地缘政治的竞争，还有其他的国际事务需要两国合作，共同解决。其中，朝核问题是考验特朗普的一大麻烦。尽管“特金会”的举行缓和了半岛局势，为朝核问题的解决开了一个好头，但其后这一问题又陷入胶着，几乎毫无进展。如果明年朝核问题还像现在这样半死不活，特朗普想借此建立的历史功劳就没有了，民主党在大选中还会抓住该问题进行攻击。特朗普要迫使朝鲜弃核，就几乎离不开中国的帮助和配合。本次“特习会”特朗普之所以同意给中国90天的宽限期，估计和习近平在朝核问题上愿意配合美国有一定联系。

白宫声明特别是新华社对“特习会”的报道也隐约透露出双方会有一个积极的结果。后者的报道说，中方将按照中共“十九大”的要求，进一步采取措施深化改革、扩大开放。在此过程中，美方关注的一些经贸问题会得到解决。同时，美方也将积极解决中方关注的经贸问题。两国元首指示双方经

贸团队加紧磋商，达成协议，取消今年以来加征的关税，推动双边经贸关系尽快回到正常轨道，实现双赢。这段话显示至少中国政府已经意识到，以时间换空间的拖延谈判战术在经过这一阶段的较量后，是行不通的。

当然，这不是说，两国谈判会一帆风顺，在谈判过程中，两国出现互相叫板甚至威胁退出都有可能；也不表明，即使双方达成停战协议，未来就不会出现第二次、第三次贸易战；更不表明双方在南海、台湾和全球治理等问题上不会出现对立对抗。

北京虽不会按照华盛顿的要求，在结构性问题上进行彻底调整和改革，但我预计在接下来的谈判中，应该会满足华盛顿 70% 左右的要求。华盛顿也会见好就收，不会迫使北京全盘接受，也不可能做到这一点，双方都已经领略了对方的意志。从大历史的角度看，美国在贸易问题上对中国的指控和要求并非不利于中国，甚至并非不利于中共，因为在中国经济上了台阶后，那些要求迟早是要做的，是对中国经济健康发展只有好处没有坏处的事。如果说不利的话，只能是不利于中国的寡头垄断利益集团，他们是中国的最大的敌人。这也是中国社会会形成借贸易战压力推进全面改革共识的原因。

G20、中美“休战”与紧缩的国际体系

来源: FT 中文网 (2018-12-03)

作者: 孙兴杰 (吉林大学公共外交学院副院长)

今年的 G20 阿根廷峰会可能是最不具有多边性的一次聚会了；几乎没有人再关注 G20 峰会之后达成的联合公报，因为焦点都集中在了中美元首一次长长的晚餐会上。而中美两国领导人达成的贸易战“休战”也让这次 G20 峰会不会显得没有什么成果。

多边搭台，双边唱戏，是这次峰会最大的看点，见或不见，都是新闻。G20 峰会的本来功能是全球经济政策协调，然而，没有一个相对稳定的地缘政治格局，经济合作是非常困难的，WTO 的改革甚至生存，在这个日渐紧缩的国际体系之下，都成了一个问题。

一

G20 阿根廷峰会的地缘政治色彩应该是最浓烈的一次了。卡舒吉被杀的余波犹存，沙特王储萨勒曼还是以极大的勇气出席了峰会，从画面上能够看到萨勒曼的形单影只。法国总统马克龙、英国首相特蕾莎·梅都向萨勒曼表达了强烈的关切，尤其是马克龙的表态，可以说是一次完美的表演，至少表达了欧洲在这一问题上的立场。

卡舒吉之死不仅让沙特这样一个全球最重要的产油国在国际舞台上处于非常尴尬的境地，而且对美国-沙特的双边同盟关系造成了极大冲击。特朗普已经选边站在萨勒曼一边，但是中情局等美国情报部门以及国会还是认为萨勒曼王储与卡舒吉之死有着直接关系。卡舒吉之死已经成为沙特短期面临的最大的外交挑战，加上也门连绵不止的战争和饥荒，沙特尤其是萨勒曼王储的国际形象已经非常负面。

除此之外，在 G20 之前，俄乌在刻赤海峡的激烈对抗，让普京总统也受到了很大的压力。特朗普在最后时刻取消了原计划与普京的会晤，在晚餐间隙，两位领导人还是聊了几句，当然主要是关于俄乌问题。让特朗普比较糟心的是，关于 2016 年大选的调查可能会有新的变化，对特朗普不利。对流产的美俄首脑会晤，普京似乎并不很在意，他说，特朗普是个成年人了，而且他很有经验。默克尔在早餐时与普京有接触，希望俄乌对峙不要升级。欧盟理事会主席图斯克呼吁各国领导人能够借此机会

讨论叙利亚、也门等地缘政治的问题。

普京和萨勒曼见面的镜头基本折射出了当下世界政治的“戏码”：二人见面时略带夸张的笑容和击掌握手，也许是为了发泄不满，也许是一种政治表演，显示两国的团结，当然也是同病相怜。当然，面对这样的形势，无论欧洲还是美国都没有采取什么行动，有人也认为西方已经是没有牙齿的老虎了。

可以说，地缘政治压倒了地缘经济；在 G20 成员国之间发生的地缘政治龃龉，根本不可能在多边场合得到讨论，更不要说是解决了。在 G20 走过了十年之际，一个日渐尖锐的问题出现了：没有地缘政治合作，多边经济合作是可能的吗？当 G20 成员国之间因为卡舒吉之死、俄乌冲突而采取越来越严厉的经济制裁的时候，G20 还能奢望就全球宏观经济达成集体行动的共识吗？

二

在 G20 峰会上，全球政治经济体系的逻辑凸显出来。脱钩，已经成为不争的事实，不仅国家之间的关系脱钩，地缘政治与全球经济也在脱钩，世界朝着“零国集团”的方向滑落。

第一，大国协调与合作的意愿在下降，摩擦甚至冲突变得越来越平常。当代世界秩序在某种程度上是欧洲秩序的全球化和世界化，大国治理是秩序的基石，大国之间需要协调，大国对世界和平与发展负有责任，同时大国也对小国有义务。G20 无疑就是大国政治的产物，全球主要经济体组成的一个超级俱乐部。在经济危机期间，G20 为各国之间的沟通理解提供了渠道，也为世界经济走出困局提供了助力。现在所谓的“后危机时代”，大萧条的水晶球不在了，大国合作遇到了越来越多的障碍。

第二，不平衡发展改变了治理格局，随之而来的是责任与权力的重新分配。新兴经济体的崛起还没有得到确证，但是中国实力的抬升是不争的事实。特朗普“退出主义”的核心原因就是不愿意再承担全球治理的成本，关注的是美国的相对收益；在 G20 之前，特朗普在接受《华尔街日报》采访的时候认定，世界很多国家都在占美国的便宜，他对“发展中国家”也失去了耐心，要的是对等贸易。不是美国遇到了挑战，而是美国已经厌倦了现有的体系；可以说，美国才是真正的“修正主义国家”。

第三，源于 1970 年代，并在冷战后不断强化的全球化浪潮出现了分岔，甚至是逆转。过去 40 年，全球化如同潮水一样涌动，全球商品、资金、技术和人员的交流掩盖了诸多的矛盾。40 年后，全球化的负面效应开始释放，对本土利益的强调压倒了全球化话语，仅仅两年时间，全球政治话语已经出现了 180 度的转折。

第四，支撑全球化的地缘政治结构正在裂解，多元权力中心时代来临。“冷战”后美国一枝独秀，也可以说是单极世界。2001 年后，全球反恐战争在很大程度上塑造了全球安全话语和安全态势。美国从 2009 年开始进行战略调整，结束了伊拉克战争，2014 年从阿富汗进行撤退，即便在叙利亚危机、ISIS 兴盛的时候，美国都保持了高度的克制。特朗普上台之后，试图塑造一个“有性价比”的安全结构，无论双边军事同盟，还是北约，都需要盟友承担更多费用。大国回归传统、强势领袖频出，外交与安全已无定法，因时因势而变，规则让步于策略。

三

中美关系是当下世界最重要的双边关系，没有之一。在 G20 峰会上，中美关系的重要性得以凸显。两国元首抓住今年最后一次重要机会实现了会晤，就贸易问题进行了坦率的磋商，为中美贸易战按下了暂停键。

中美双方达成的基本共识包括：芬太尼被列入受控制的物质，向美国输出这种物质，会受到法律制裁；高通-恩智浦的交易若再次递交，中国会允许。可以说，这两项都是具体的成果，也是在短期内可以执行的。

另外，美国不提高关税水平，而中国将购买美国的农产品、能源等，以此减少贸易顺差，努力实现中美贸易平衡。今年 5 月中美高级别磋商时，基本达成了类似的共识。关键的一点在于，在未来 90 天内，中美将就支持产权保护、非关税壁垒、网络、服务业等多项议题进行谈判。

可以说，中美元首会晤为两国提供了 90 天的谈判和磋商的时间，至于未来前景如何，还要看双方经济官员能否在这一揽子议题达成共识或者妥协。

在 G20 峰会之前，美方透露出的信息是比较强硬的。但最后的结果表明，特朗普是最终的拍板者，白宫的“鸽派”（库德洛、姆努钦）和“鹰派”（莱特希泽、纳瓦罗）都参与了午餐会，应该说最后的结果也是两派之间妥协的结果。但对于拥有“水银”一般好动心灵的特朗普来说，共识是暂时的，他要的结果却一直没有变化。给“鸽派”的是一个谈判的机会，给“鹰派”的是谈判有时限。

美国对华战略是不是因为这次休战而有了根本转变，现在来看似乎并没有，比如彭斯的一系列讲话，尤其是 10 月的对华政策演讲，代表了白宫的基本态度。值得关注的是，中国问题专家白邦瑞的影响力越来越突出，中美之间的“马拉松”不会停歇。G20 峰会前夕，美国舰队在今年内第三次穿越台湾海峡；白宫贸易代表莱特希泽认为，半年内中国的改变微乎其微。而纳瓦罗、莱特希泽的“在场”也说明贸易战的团队依然如故。

中美是不是要陷入“冷战”的泥潭之中呢？首先要清楚：“冷战”的要素有哪些？核武器加阵营化的对垒。现在来看，中美关系中有一些构成“冷战”的要素，比如两国都是核国家，在意识形态、地缘政治上存在着分歧。但中美并不是两个平行市场，而是嵌套在一起；在经济上，中美关系就是孙悟空与铁扇公主的关系，真正的危险时刻是孙悟空从铁扇公主的肚子里跳出来时。另外，中美之间还没有形成阵营的对垒，而是灵活的外交。当然，美日印三方领导人会晤也越来越呈现出印太战略具有的“阵营属性”。

在 G20 峰会上，我们看到了一个日渐消失的昨日世界，但明日世界如何，还不得而知。

国内财经

中国尚缺一个一以贯之的“故事”

来源：FT 中文网(2018-12-04)

采访者：王昉(FT 中文网编辑)

受访者：陈志武(香港大学亚洲环球研究所所长)

【编者按】本文为知名经济学者、香港大学亚洲环球研究所所长陈志武与 FT 中文网编辑王昉就中国改革开放 40 年所做的一次访谈，围绕陈教授近十年前发表的一篇极富预见性的文章展开。在那篇写于 2009 年、题为《从 2049 年看中国》的文章中，陈教授预言，只关注经济的“半边改革”将会造成体制与国民心态的扭曲，最终导致经济增长受阻，外部环境紧张。十年后的今天，中国的经贸和外交形势在很大程度上验证了他的观点。基于对现实困境、普遍人性和历史趋势的研究，陈教授认为，未来 30 年，中国需要一场兼顾政经的，可称为“2.0 版”的全面改革，也只有那样，中国才能营建前后一致的价值体系、制度体系和文化体系，讲述一个贯穿社会、政治、经济、文化的“中国故事”。以下为整理后的访谈全文。

FT 中文网：陈志武老师，您在十年前写的一篇文章《从 2049 年看中国》最近在中国互联网上再度广泛流传，读者们无不惊叹它强大的预见性。在这篇写于 2009 年 10 月的文章中，您准确地预测到之后十年中国经济的大致走势，以及我们此时此刻会面临的一些困境。比方说，您认为当时的“四万亿”以及其后的一些政策，会让“国进民退”加剧，让国企垄断上升，而民企受到挤压，财政收入占 GDP 的比重会不断上升，而民间消费需求会不断下降。您还预言，到 2018 年时，严格意义上的金融危机还没有发生，但是潜在的金融危机已经转变成了财政危机。记得当时“四万亿”推出时，大部分人是叫好的，认为它起码部分驱散了全球金融危机给中国经济带来的阴影。您的观点在当时应当是少数派。能否先回忆一下这篇文章的写作过程？

陈志武：2009 年时，《中国企业家》杂志找我，请我写一篇《从 2049 年看中国》。我一开始拒绝了，因为自己从没写过这种科幻小说。但几天后我想，也许我可以借助未来，谈谈今天的中国应该做什么事。

当时我觉得，“四万亿”方案短期让中国渡过了危机，非但如此，中国更是利用危机，让自己大大地、快速地上升了一番，从表面看，大多数人会觉得是蛮好的事。但是，假如用人来做比喻，你该生病的时候，身体能发烧，说明你的身体在发挥作用，不发烧反而不好办。社会和经济体也是这样：有时候发生一些危机，不是坏事，关键是怎么回应。最糟糕的是，危机发生后，不去做该做的结构性调整、体制性改革，反而变本加厉，把结构性的扭曲不平衡推到一个更高的高度，给潜在的更大的危机埋下种子。我当时非常担心，中国那些关键的结构性改革，包括国有企业的改革、土地制度的改革、减少地方政府作为投资者和消费者的改革、制约地方政府的权力的改革，到最后都没有做。

所以我写这篇文章，是希望借助于“未来可能会出现危机”，来给决策层一些压力，让他们去正视这些必要的结构性改革。我的愿望是好的，但同时我也很清楚，人的本性决定了，你要是日子过得很好，而且越过越好，要自己主动地改变，给自己动一下手术，是很难的。我在文章中，对 2009 年到 2019 年这 10 年的大致历程做了一个判断：根据人的“不见棺材不掉泪”的本性，就知道，“国进民退”只会进一步强化，而到 2018 年左右，就会有点坚持不住了。

FT 中文网：这篇文章当时引发了怎样的反响？

陈志武：反响还好。因为“四万亿”使得中国经济在 2009 年年末左右又开始欣欣向荣了，所以那时候没什么人把这当一回事儿。

最近这篇文章被重新翻出来之后，我感觉最有意思的，是哪些群体反应最强，而哪一些群体没有反应。最大的对比，是那些有决策权的，有影响力的，或者企业家这些精英阶层，反应最为强烈。几乎所有做企业的朋友都给我发了短信表示佩服，因为他们心中的焦虑和我在九年前预测的是一样的。官员的反应也很强烈。而另一方面，二三十岁的年轻人几乎没什么反应，因为他们还不是老板，还不面对企业没有资金、发不出工资，到底是要继续活下去还是要转移或者关门这类难题。

FT 中文网：您在十年前就预测到今天中国会面对的很多困境，甚至包括与美国的贸易摩擦。在您文章中，2018 年有很大的分量，也是一个时间上的转折点。我们此刻正站在 2018 这个时间点上，您觉得和十年前您的预期相比，眼下的情况是更好一些，还是更糟一些？

陈志武：基本上和预期差不多，因为我的文章主要还是根据人性本身来判断的。从十几年前开始，我的研究兴趣从纯粹的金融理论、金融实战，转移到用量化的方法研究历史。我过去十几年接触了世界各地不同的历史学者，尤其是经济史学者，他们的研究让我更加认识到，中国人也好，美国人也好，欧洲人也好，非洲人也好，本质都是非常类似的，所以到了今天，这个世界上没有那么多国家既愿意像原来那样，让中国把那么多东西出口到他们国家，然后又愿意让中国在很多方面继续我行我素，

不做真正的体制性改革就加入世界的大潮流。这个局面，原来在中国很穷的时候，别人是可以接受的，一旦中国富有了，那么这时大家思考问题的价值取向、基本信念是不是比较接近，就变得更加重要了。我在和学界的，耶鲁、哈佛或者其他大学的朋友们讨论时，也越来越感觉到：今天在世界上发生的，叫它贸易战也好，冷战也好，其实是从另一个方面反映出，在中国国内，我们没有一个“故事”。

FT 中文网：这个“故事”，是指我们这个国家对外的一套话语体系，一种国族目标以及与之配套的政策吗？

陈志武：按照哈佛一位研究中国社会历史的教授的说法，中国缺乏一个统一的，贯穿社会、政治、经济、文化方方面面的 ideology（意识形态）。而我觉得这不只是我们理解的狭义的意识形态，而是一种前后一致的价值体系、制度体系、文化体系。我把它说得比较中性一点，就叫做“故事”。

我们现在，经济上是一个故事，要推动市场经济；政治上，是另一个故事；社会层面呢，又要恢复儒家。这样一来，不同的领域有不同的故事，没有几个人能把不同领域的故事串通起来。

我们的古人就说过，名不正则言不顺，就会碰到各种矛盾。今天中国跟美国在贸易层面谈判的时候，据我所知，一些官员谈得很辛苦，做出了超人的努力，在非常困难甚至不可能的情况下提出解决方案。我认为他们之所以做得那么辛苦，那么难，就是因为我们没有这个“故事”。而在美国，社会、政治、经济、文化、社会、生活，对内对外基本上是同一个“故事”。我们去跟美国人去谈判，就会非常难。

这种缺失也体现在日常生活中。走在中国的街道上，你很难看见几个人，脸上的表情能体现他过着一种幸福、安逸、平和、让他满意的生活。似乎每个人都很烦躁。按理说，我们中国人现在有钱了，有那么多房产财富，应该过着内心的幸福生活，也能表现出更多内涵，但我发现正好相反。当一个人的观念、经济生活、政治生活、家庭生活、社会生活都各成一体，相互打架的话，最后表现出来就会是这样。

FT 中文网：您的文章，是从 1949 年中共建政讲到 2049 年。您将这 100 年大致分成几个阶段：1949 到 1978 年，跟官方的说法一样，是改革“前 30 年”；1978 年到 2008 年，是改革的 30 年；从 2008 年到 2018 年，在您看来是迷失的 10 年、停滞的 10 年。

陈志武：这 10 年是尽量按照老办法、软着陆的办法，不断硬撑的 10 年，企图在原来的基本体制保持不变的情况下尽量实现更多的增长，是失措、挣扎的 10 年。

FT 中文网：今年中国上下都在纪念改革开放 40 周年，而在您看来，改革只进行了前 30 年。在那篇文章中，您对这 30 年的改革为何能成功，有过一段总结：“中国改革开放的成果恰恰是因为离原来的管制经济越远、离国有企业垄断越远、靠经济自由越近、靠民营经济越近所致，而不是因为国有经济比重很高所致。”这句话可否用四个字形容：国退民进？

陈志武：对，是的。我知道很多同仁得出的结论是正好反过来的。他们认同所谓的“中国模式”，就是国家在经济里起了主导作用。

但这个道理其实满简单的。如果说政府管制、行政管制能够带来繁荣昌盛的话，那为什么从 1949 年到 1978 年这一点没有实现？按理说，计划经济期间，特别是从 1958 年到 1978 年的 20 年，从生产到分配，全部由计委和其他国家部门管理着。如果说通过行政管制能够实现经济繁荣，为什么到了 70 年代中国社会活不下去了？又为什么 1978 年改革开放以后，经济成就那么明显？从 80 年代农村包产到户以后，把种什么、何时种、种多少，去哪卖、以多少价格卖这些决策权都给了农民以后，农业产出和农民收入迅速提高。从过度管制到放松管制，把人的活力都给解放了。然后从 80 年代末一直到 90 年代初，我们再慢慢琢磨该怎么样去改工业、改城镇经济。特别是邓小平南巡以后，再进一

步把城市的改革，特别是国有企业的改革进一步推到日程上面来。在朱镕基执政时期，很多国有企业和工业进行了改制，为后来中国成为世界的制造业基地奠定了基础。

我们一般都说，加入 WTO 使得中国经济腾飞，但实际上，在 2001 年中国入世之前，有将近十年的时间，中国政府在放松管制上做了很多具体的努力，让中国经济体从绝对的国有、集体企业垄断，慢慢地变成到 2001 年左右开始，民营企业可以大刀阔斧地发展。入世又使得中国经济进一步发展。

所以，到底是政府管制创造了经济奇迹，还是反过来，是因为政府管制越来越放松，民营企业和民间个人的决策权越来越大，创造了经济奇迹？我觉得任何有正常理解能力、了解常识的人都很容易回答。

FT 中文网：我想再回到 2008 年这个非常关键的年份。究竟发生了什么，打断了前 30 年的、本来也许可以延续下去的改革进程？全球金融危机肯定是一个外因。是不是也有一些内因？

陈志武：据我的了解，这里有一个很有意思的故事。当雷曼兄弟在 2008 年 9 月破产倒闭的消息传到中国时，最高层有过一个讨论，靠谁来帮助政府抵御金融危机的冲击？他们几乎马上达成一个共识——不能靠民企，因为民企要追求利润的最大化，不会听政府的话，而国企都是党管的企业，会听话。当时，不管是最高层中的改革派还是非改革派都意识到，幸亏之前没有把所有的国有企业民营化，还保留了不少国有企业。这种高层共识，在某种程度上导致 2008 年之后国企改革的刹车和转向，进一步做大做强国有企业变成新共识。从 2008 年到现在的 10 年里，国进民退不断强化，再加上其他认知方面的模糊和误区，为新一轮的国进民退找到了理由。

在我看来，我们不能够因为 100 年里面只发生一次的这种金融危机，要把其他的 99 年都牺牲掉。整个经济主要是由国有企业控制，然后国有企业是听政府的，这样是不是有好处？当然会有一些好处，特别在追赶、模仿现有技术产品时，国有企业可以很快做到，但它们在创新创业方面是力量不足的。国企虽然听话，但世界上没有哪个国家的富强是由全方位的国有制带来的。

FT 中文网：在您那篇文章中，从 2019 年到 2049 年是中国第二轮改革、或者“改革 2.0 版”的 30 年。您对这 30 年还是很乐观的。就像您说的，不见棺材不落泪，也许我们已经到了见棺材、撞南山的时刻，所以可能会倒逼出一些真正的改革。您现在对未来 30 年还这么乐观吗？

陈志武：从某种意义上来说，我们还没见到棺材。现在只是有威胁，有带来危机的潜力，但是我们还没有真正地身处危机之中。但是我相信最终会有系统性的改革。为什么这么乐观？因为我认为，中国社会、中国人跟其他的社会、其他的人种是一样的，在追求美好生活上都是一致的，我们要使社会持续稳健的发展，必须得要有一个前后一致的“故事”。如果只搞半边改革，只改经济，不改其他，会带来方方面面的扭曲，到最后必然会产生一些动荡和危机。在那个时候，我觉得决策层会意识到，必须做全方位的，而非局部的改革。

FT 中文网：如果说我们还没到最坏时刻，那么您觉得最糟糕的情形会是怎样？您曾经基于对数百年来贸易战的研究，得出一个“三部曲”：从经贸冲突开始，第二步上升到政治层面的冷战，最后可能会上升到军事上的热战。您觉得中美贸易战下一步会如何发展？

陈志武：为了理解今天和接下来会怎样，有必要把今天跟“二战”之前的世界格局做一个对比，因为我觉得，从 1980 年以来我们走过的历程，跟世界从 1780 年工业革命一直到二战之前的 30 年代的经历，是非常类似的。

从 1780 年到 20 年代，发生了两轮工业革命，这相当于那个时候的技术革命。同时从 19 世纪初，第一轮全球化也开始了。工业革命和全球化创造了很多财富，能干的人、人上人的财富和收入到 20 年代时已经非常的高。1929 年金融危机爆发，一直到 1932 年结束，这是第二个阶段，三年左右的时

间，让美国和欧洲的很多银行都关门倒闭了，给社会带来了很高的失业率。这个阶段结束后，紧接着，把前面制造的那么多的民怨、社会不公、收入差距、财富差距等等社会矛盾，都集中表现为贸易保护主义的急速上升，然后民族主义、民粹主义出在各个国家的政治中。1933 年，希特勒选上了德国总理，墨索里尼也在意大利上台，当时美国关税比现在还要高很多。民族主义、民粹主义、经济贸易保护主义是整个 30 年代的主旋律，那是第三个阶段。

我们这一轮，到目前为止也分成三个阶段。第一个阶段是 1980 年左右开始的电脑革命，后来的互联网革命，再加上 1980 年左右开始的第二轮世界的全球化。这个阶段到了 2008 年左右就告一段落。这 28 年时间对全球，特别是发达国家产生的影响非常明显，具体表现在财富差距、收入差距、社会矛盾都被推到一个非常的高度。这个高度跟“二战”之前非常类似。2008 年美国爆发次贷危机，然后一直到 2014 年左右，欧元危机告一个段落，那是危机阶段。然后，三四年前开始，从美国的“占领华尔街”运动，到特朗普当选美国总统、英国脱欧、意大利也选出左派的民粹主义政治家做首相，我们进入了这一轮的第三阶段。

在上一轮里，两次世界大战打完，整个周期才算走完。那么这一轮会不会进入第四个阶段——战争阶段？不管是冷战还是热战，我希望不会发生，但是某种形式的冷战已经在进行了。有时候也许冷战也是一种把社会矛盾、贫富差距、收入差距等问题给缓和一些的一种方式。

从人类历史来看，从一万多年以前到现在，每次技术革命都使得收入差距、社会矛盾恶化。每次社会组织形式的进一步复杂化、等级化，也造成了财富差距和社会矛盾的恶化。很多历史学者研究也发现，人类历史上真正让收入差距、财富差距拉平的主要方式，还是两大类：一类就是大规模的暴力事件，包括大规模战争，还有一个就是大规模的瘟疫。

很多人问，这一次，人工智能、AI 机器人和大数据，是不是能拯救人类，改变过去的历史规律？我觉得，正好相反，历史还会重复。道理很简单：每次技术革命虽然也会让大众受益，但从财富创造、收入提升的角度来讲，很遗憾，只有极少数的人能够知道如何充分利用这些新技术的潜力。如果马云生活在原始狩猎采集社会，是肯定没办法成为首富的，因为在那个时代生存，要身强力壮，个子高大，才可以去跟动物打。但随着技术的不断进步，到今天，成功靠的更多是情商、判断社会和技术发展趋势的能力。

每次新技术出来后，并不是所有的人都愿意去学习它，即使愿意去学的人，很多也没办法完全把它的潜力搞明白。因此走到最后，每一百个人里面，可能只有两三人能够把新技术及其潜力真正理解透、挖掘好。从一万多年以前到现在，总的来讲，一次次的技术进步，使得人的财富差距、收入差距、地位差距不断拉大。

FT 中文网：这么听来还是很悲观的，无论是从大历史还是小周期看？

陈志武：但是对人类更悠久的历史，我是非常乐观的。很多历史学者做过很多研究，从原始社会到现在，每年的暴力死亡率，包括凶杀、误伤，还有每年 10 万人里死于战争的人数，总体上是越来越低的。人类走向文明、走向更平和的生存状态这个趋势，是非常积极的，一点都不含糊的。长期是乐观的，但短期里是不是会走一些弯路？人性告诉我们，不仅仅是会，而且往往是必然的。因为人不会在没有经受教训的情况下去改变自己的行为。所谓的不见棺材不掉泪，吃一堑长一智，说的就是人类进化是靠吸取教训再前进的总体规律。

FT 中文网：再回到中国。在您那篇文章中，2019 年是一个关键的转折的年份，您认为中国的决策者会在这个时间点上意识到，必须做一点什么来扭转局势。您提到的几项关键改革，包括土地制度的改革、国企产权的改革、财政民主改革、政治权力制衡机制的改革，是否仍然是当下最应当推进的改革？

陈志武：这几方面的改革，在我看来，是唯一能够在短期内让中国回避动荡、回避危机的办法。

作为经济学家，我们对社会的责任，就是尽量把不同的选择、最后的结果会是什么样子讲出来。我们最成功的地方，就是我们对于坏的结局的判断没有成为现实。很多人觉得，如果我们的预测最终没有成为现实，那就说明我们没有任何用处。这是错误的理解。因为经济学社会学跟自然科学不一样。自然科学研究的对象，生物也好，物理世界也好，化学世界也好，是不受人的意志转移的。明天会不会有台风，会不会有地震，跟我们人今天怎么想怎么做是没有关系的。所以评判自然科学家们，真的要看他们的预判跟最后的结果是不是一致。但是社会科学不是这样的。社会的未来、经济的未来，取决于当下的决策人如何决策。我们学者把几种不同的路径，以及它们会带来的不同的结果提前分析出来，或许能让这些决策人避免那些导致危机动荡的选择，让我们的最坏预测不要成为现实，这是我们的责任。

FT 中文网：对于 2049 年，您在那篇文章中为我们描绘了一个美好的图景。您是这么说的：“2049 年的中国，不仅经济总规模已超过美国，而且，老百姓直接拥有由原来国有资产组成的国民权益基金的股份，分享真正的‘全民所有制’的好处，而且政府对各行各业的准入管制大大减少，即使行政部门想扩张权力，也没有那么容易，会受到全国人大常委会各专业委员会的听证监督和问责。更重要的是，各行业不再有国企垄断了，而是各家民营企业自由竞争，不管是年轻人还是老年人，也不管其出身或教育背景如何，都能自由创业、进入充满发展前景的行业。由于没有多少国企存在了，金融资源不再有歧视性地偏向一些企业，忽视另外的企业，所以，在发展机会上更加平等，连商业规则、行业法律法规都更体现‘法律面前人人平等’的原则。”我们希望历史能再一次证明您的预见性。

陈志武：我是很乐观的，2049 年的中国，有非常高的概率会是那样子。

2019 年中国经济展望：深耕待春来

来源：FT 中文网 (2018-12-03)

作者：程实 (首席经济学家、董事总经理、研究部主管)，钱智俊 (工银国际高级经济学家)

“人类的一切智慧都包含在‘等待’与‘希望’之中。”回顾 2018 年，受外部贸易摩擦冲击，中国经济增长有所放缓；展望 2019 年，中国经济深耕以待春来，“减速增质”将向纵深发展。第一，深耕的基础在于底线仍稳固。2019 年，虽然经济下行压力不容忽视，但是供给侧改革红利的释放和经济结构的改善将成为有效的缓冲器，“稳增长”政策亦有望协同发力，增强政策托底效果。由此，2019 年中国经济增速有望与上年持平，“L 型”筑底的阶段虽将延长，但步伐依然稳健。第二，深耕的空间在于改革再出发。越过四十周年里程碑，2019 年新一轮改革开放举措有望提速落地，从根本上纾解短期内外部压力，培育长期增长潜力。无论是基于历史眼光还是全球视野，中国经济的发展质量预计仍将保持在上升通道。第三，深耕的重心在于把握新机遇。2019 年，短期压力涨落的等待之时，恰是深耕长期结构性机遇的希望之机。中国新经济的“价值头部”和消费升级的“雁阵尾部”，若能得到提前布局、精耕细作，将大概率在春暖之日收获长期回报。

经济增长压力仍将延续

2018 年年初以来，中国经济内外部压力加大。着眼内部，前期去杠杆政策在有效治理系统性风险的同时，其阶段性的政策成本亦造成内需疲弱。放眼外部，中美贸易摩擦长期剑拔弩张，抑制着实体经济和金融市场的投资情绪。展望 2019 年，虽然上述压力将以新的形式延续，但是供给侧改革的

后续红利和经济结构的多维改善将发挥积极的缓冲作用，有利于守住“稳增长”和“防风险”的双重底线。

第一，制造业投资“增速换增质”。2018年1-10月，中国制造业投资累计同比增速升至9.1%，较上年同期提高5.0个百分点。在2018年中国基建投资增速下跌的背景下，本轮制造业投资的扩张为“稳增长”做出了重要贡献。展望未来，从总量来看，2018年前三季度，工业企业利润同比增速的中枢水平虽然仍保持在2015年以来的阶段高位，但是较2017年已有下滑，在经历约12个月的作用时滞后，预计将引致2019年制造业投资扩张的小幅放缓。但是从质量来看，得益于供给侧改革的稳步推进，本轮制造业投资扩张实现了显著的结构优化，从传统产业转向高技术产业和战略性新兴产业，从资源、人口红利转向知识红利，正在推动优质新产能的增长和制造业的高端化发展。2018年前三季度，较之于制造业总体，高技术制造业投资的同比增速高出6.2个百分点；较之于规模以上工业，战略性新兴产业增加值的同比增速高出2.4个百分点，高技术产业增加值的同比增速高出5.4个百分点。此外，根据WIPO测算，中国将技术创新转化为经济成果的效率已经大幅领先其他中等偏上收入国家，比肩高收入国家群体。这表明，对于“中国智造”而言，投资效率正在从木桶短板蜕变为比较优势。2019年，上述供给侧改革的红利有望加速释放，支持下游产业和服务业全要素生产率的持续提升，从而夯实长期经济发展的质量和稳健性。

第二，房地产投资下行压力渐显。2018年，与制造业投资类似，房地产投资同样发挥着抵补基建“缺位”的重要作用。截至10月，房地产投资的累计同比增速升至9.7%，为2014年以来同期最高。展望未来，房地产投资增速的下行压力预计将逐步显现。从总量来看，随着居民部门加杠杆空间的收窄、棚改货币化的逐步退出和房价预期的理性化，当前房地产销售已转入下行通道。截至2018年10月，商品房销售额同比增速降至2014年以来的同期最低值。考虑到销售数据领先房地产投资约3个季度，因此2019年下半年房地产投资预计将有所承压。从结构来看，2018年6月以来，在房地产投资的四大分项中，建筑工程、安装工程、设备购置三项均已持续同比下降，其他费用项目的增长则由于土地购置费增速的触顶回落而预计将趋于疲弱，进一步增强了2019年房地产投资走弱的可能性。

第三，居民消费需求稳中趋缓。2018年前三季度，在内外压力的影响下，居民人均可支配收入增长放缓，累计实际同比增速较上年同期下降0.9个百分点。这一变动预计将阶段性地削弱居民收入预期和消费意愿，进而引致2019年消费增速下行。但是，从结构性数据来看，三大因素有望缓冲这一负向影响。统计结构层面，在2018年人均收入下行的背景下，虽然社消零售数据降至近年低点，但是最终消费对GDP累计同比的拉动作用却较2017年明显上升。由此可知，社消零售数据对“服务消费”的忽视，显著低估了转型时期的消费增长，中国消费引擎的稳健性要高于直观感知。收入结构层面，在收入细分项目中，2018年前三季度居民收入的下滑，主要是受财产净收入的拖累，与此前金融市场的剧烈振荡有关，但是居民工资性收入和经营净收入的增速保持平稳。考虑到市场已充分调整，因此未来居民收入进一步下行的空间有限。群体结构层面，2018年前三季度，农村居民收入增长快于城市居民收入，居民收入中位数较均值的增速差距明显收窄，表明收入公平性正在得到有效修复。叠加明年新个税法对中低收入人群的利好，这一趋势有望进一步增强。基于此，虽然高端消费的增长空间受限，但是大众消费和农村消费将大概率成为消费升级的新赛道。因此，2019年中国消费有望呈现“稳中趋缓、结构改善”的格局。

第四，中美经贸关系走向新格局。展望2019年，中美经贸关系依然是中国经济的最大不确定性因素。对此，我们构建“博弈走廊”框架以分析中美经贸关系前景（详见附图）。第一，“博弈走廊”上沿代表短期博弈的极端强度，由两国经济周期强弱和政策逻辑决定。例如，2018年3月以来，得益于财政刺激效应，美国经济表现超预期，推动走廊上沿跃升，特朗普随即开启对华“极限施压”。展望未来，保护主义对美国金融市场的反噬愈加明显，并且2019年下半年美国经济有望步入周期拐

点的上半程，叠加民主党主导下的众议院对新一轮财政刺激的掣肘，因此走廊上沿显著下调，中美博弈的短期强度有望逐步缓和，贸易摩擦预计将降温至可控范围。第二，“博弈走廊”下沿代表长期博弈的基础强度。2018年7月以来，美国政坛建制派已经转向，将贸易摩擦视为对中国的常态化“压力测试”。中期选举以来，遏制中国崛起、维护美国领先优势，已成为两党共识。由此，走廊下沿已出现历史性抬升，亨利·保尔森所提出的“经济铁幕”将是长期存在的真实风险。有鉴于此，2019年中美经贸博弈的实际强度有望在收窄的上下沿之间频繁波动，呈现出“短期压力缓和、长期博弈延续”的格局。中美进行局部去一体化的可能性较大，但是全面去一体化的概率极小；进行常态化政策博弈的可能性较大，但是开启全面冷战的概率极小；政策非理性和对立情绪反复涨落的可能性较大，但是政策冲突整体失控的概率极小。

政策组合协同发力可期

在经济基本面忧喜参半、市场预期面悲观犹疑之时，政策面的主动出击就至关重要。因此，前瞻2019年中国经济走势，关键在于预判政策作为和效果。2018年，从“7.31”到“10.31”的政治局会议，中国政策重心已偏向“稳增长”。2019年，政策组合的主动调整将进一步加大步伐、突出重点、形成合力。这也是我们对中国经济长期前景并不悲观的关键原因。

第一，货币政策边际趋松。2018年连续四次定向降准之后，10月M2、社融和新增人民币贷款数据依旧低迷，“宽货币”向“宽信用”的传导乏力，加剧了市场对货币政策失效的悲观情绪。但是，当前货币政策遭遇的是结构性瓶颈，而非总体力度不足，症结在于银行信贷意愿的顺周期性。展望未来，财政政策的积极发力，有望形成优质信贷标的、改善银行风险偏好，进而纾解这一瓶颈，推动2019年M2和社融增速温和抬升。2019年，央行将保持稳健中性、边际趋松的立场。定向降准将大概率保持每季度一次、每次50bp的节奏，巩固市场利率稳步下行的预期。但是，由于破局关键在于“货币-财政”政策协同，而非货币政策自身的“大水漫灌”，因此目前来看，调降存贷款基准利率的可能性不高。

第二，财政政策加速发力。2019年，财政政策将接力货币政策，成为短期需求管理的主要工具。其一，大规模基建有望持续发力。从资金来源看，2019年地方债发行额度预计将扩容，PPP项目落地预计将持续提速，城投债信用利差预计将继续收窄，进而有望推动2019年基建投资增速触及8%。从资金投向看，区域高速公路密集化和城乡公共服务均等化或将成为基建重心，为区域协同和乡村振兴夯实基础。其二，增值税减税有望加速落地。我们预测，增值税并档有望在2019年上半年推进。改革之后，适用于制造业的16%税率有望至少降至14%，其他两档税率有望在归并后实现有效税率的下降，总共释放减税红利预计不低于1万亿元，充分发挥增值税减税拉动固定资产投资、更多利好高效率企业的效应。同时，针对小微企业和小微企业所受金融服务的增值税专项减免，亦有可能进一步扩大。其三，国资划转社保有望补上进度。相较于2018年的缓慢步伐，国资划转社保有望在2019年下半年扩大试点实践，从而接力增值税并档，为降低企业负担打开新的空间。

第三，金融监管适时调整。2019年，立足“稳杠杆”的基调，金融监管有望着力加强流动性风险的管理，尤其是阻断市场流动性风险向实体经济信用风险的传导，避免在高杠杆下爆发“债务通缩”。由此，两方面的政策调整值得期待。其一，平滑表外转表内进程。资管新规等监管新框架将继续搭建，但是落地的范围、力度和节奏将适时适度放松，避免影子银行过快收缩，尤其是保留其对中小民营企业的融资功能。同时，通过补充金融机构资本金，增强其放贷能力，加快表内信贷对表外融资的接力。其二，修正银行信贷激励机制。2019年，监管部门有望加快推动商业银行的内部考核激励机制改革，修正对中小企业的“信贷歧视”，舒缓银行信贷意愿的顺周期性，打通“宽信用”的传导末梢。

第四，改革开放再度出发。在短期需求管理形成合力的同时，坚定不移的改革开放才是突破内外困局、提振长期潜力的根本举措。在迈过四十周年的里程碑后，2019年改革开放有望在以下五个方

面率先再度出发。其一，加快金融市场建设，加快科创板的落地，从而扩大中小企业的直接融资渠道，并积极适应新经济企业生命周期中融资需求前移的趋势。其二，重点突破利益藩篱，放宽民营资本的市场准入，从根本上为民营、中小企业提供更广阔的发展空间。其三，供给侧改革挺进第二阶段，措施重心从行政手段转向市场调节，避免误伤高效率的民营企业，目标重心从“去旧”转向“育新”，引导优质新供给的积极扩张。其四，进一步扩大进口，满足居民消费升级需求，亦通过“鲶鱼效应”加速国内制造业的高端化发展，同时缓和外部贸易摩擦压力。其五，稳步扩大服务业开放，推广外商投资负面清单的应用，与全球共享中国机遇，增加其他经济体与中国的“脱钩”成本。

中国经济深耕稳待春来

综上所述，我们认为，基于协同发力的政策作为，叠加外部经贸关系的不确定性，2019年中国经济可能走向概率不同的两种情景。

第一，基准情景。在这一情景下，“稳增长”政策如期生效。同时，特朗普政府未采取极端化的贸易制裁措施，中美贸易摩擦降温至可控范围。由此，中国经济增速有望达到6.6%，并呈现“前低后高”的走势，CPI增速则在政策刺激下小幅上升。经济政策将保持稳中求进，并逐步回归“促改革”轨道，因此不会调降存贷款基准利率，不会大幅放宽房地产调控政策。人民币汇率亦将逐步回归长期稳态。我们认为，这一情景发生概率较高，并以此作为预测基准。

第二，小概率情景。在小概率的情况下，受某些极端事件刺激，中美贸易摩擦走向失控。例如，第二轮贸易制裁（2000亿美元）的加征税率上调，并且第三轮贸易制裁（2670亿美元）落地。受此影响，市场预期的恶化将削弱政策托底的效果。中国经济增速或将受到较大冲击，全年呈现低位徘徊走势。CPI增速大幅回落。对此，经济政策将进一步发力“稳增长”。特别是在2019年年中之后，若经济下行压力尚无明显改善，调降存贷款基准利率、放宽房地产调控政策将成为可能。在这一情景下，人民币汇率的波动幅度将有所扩大。

2019年，从全球看中国，虽然中国经济压力延续，但是在全球复苏踟蹰、危机回潮的大背景下，中国依然具有一定的比较优势。从历史看中国，短期不确定性上升的危时，恰是布局和深耕长期结构性机遇的良机。从未来看中国，2019年“一头一尾”两大机遇值得提前播种、精耕细作，以待春暖花开之时获取长期回报。

第一，新经济的“价值头部”。2019年，受制于内外部经济压力，传统产业增长空间有限，而新经济的成长活力将相对凸显。其中，具备以下能力的“真独角兽”，将为投资者创造真实价值，并成为产业“头部”。其一，新经济出海。在国内用户增长放缓的趋势下，深入东亚、南亚等地区开启新一轮用户扩张，维持业务高增长。其二，新模式演进。在中国新经济的单位用户价值普遍较低的短

2019，中国经济深耕待春来

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Q1 18	Q2 18	Q3 18	Q4 18	2018	2019
实际GDP增长率(%)	9.5	7.9	7.8	7.3	6.9	6.7	6.9	6.8	6.7	6.5	6.5	6.6	6.6
CPI同比增长率(%)	5.4	2.7	2.6	2.0	1.4	2.0	1.6	2.2	1.8	2.3	2.5	2.2	2.3
失业率(%)	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.0	3.9	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8	3.9
财政余额的GDP占比(%)	-1.1	-1.6	-1.8	-1.8	-3.4	-3.8	-3.7					-3.6	-3.8
基准利率(%)	3.5	3.0	3.0	2.8	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
3个月利率(%)	2.7	2.8	4.6	3.3	2.3	2.6	3.8	3.0	3.0	2.2	2.2	2.2	2.0
2年利率(%)	2.8	3.1	4.3	3.3	2.4	2.7	3.8	3.4	3.3	3.1	2.5	2.5	2.3
10年利率(%)	3.4	3.6	4.6	3.6	2.8	3.0	3.9	3.7	3.5	3.6	3.3	3.3	3.1
CNY/USD	6.30	6.23	6.05	6.21	6.49	6.95	6.51	6.28	6.62	6.87	6.95	6.95	6.90

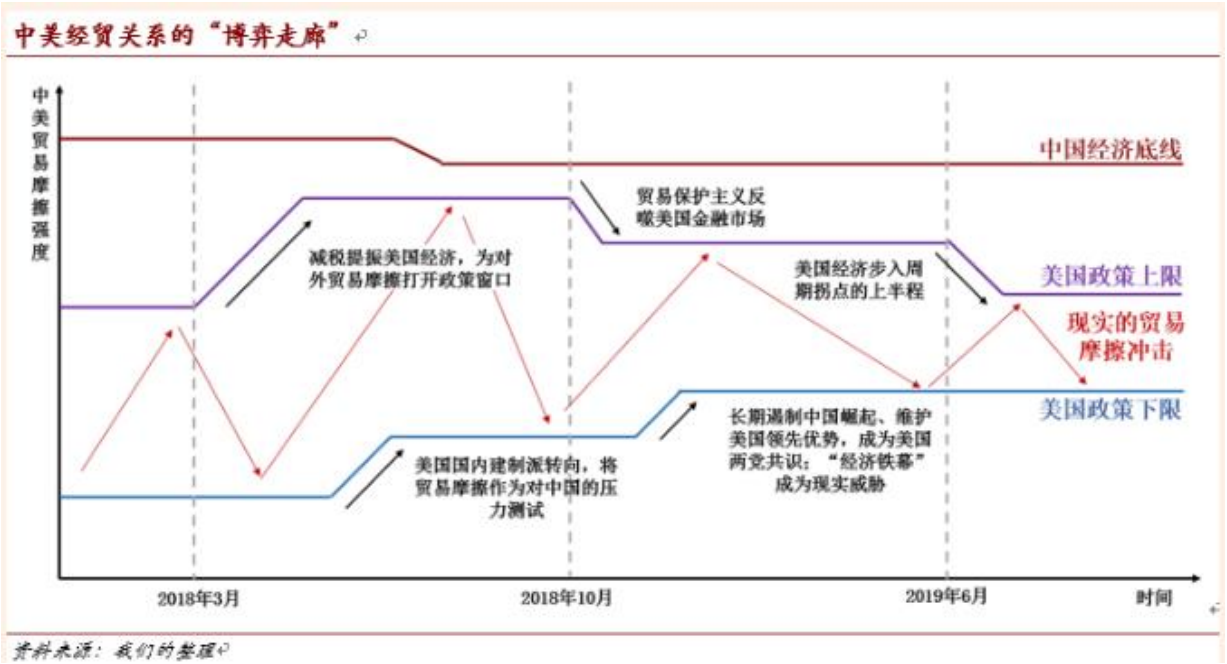
注：数据四舍五入为一个小数位

资料来源：Bloomberg、IMF以及我们的预测

板上，通过业态和商业模式的革新，准确贴合多样化细分需求，深入挖掘客户价值。其三，新技术创新。顺应中国制造业和服务业高端

化发展趋势，突破关键领域的核心技术，在改造甚至取代传统产业的过程中获得新的市场空间。

第二，消费升级的“雁阵尾部”。基于中国经济的内部差异性，消费升级呈现鲜明的“雁阵模式”。过去数年，以一二线城市和高端消费为先导，中国消费升级的“雁头”大幅迈进，而以低线城市和大众消费为重心的“雁尾”，升级步伐相对滞缓。2019 年，伴随经济压力的延续，“雁头”的升级预计将阶段性放缓，而在收入公平性改善、优质供给扩张的助力下，“雁尾”的升级则有望“补课”。由此，三方面的机遇值得长期关注。一是大众消费崛起，高性价比的中档品牌，尤其是实现进口替代的国产品牌，将步入快速增长轨道。二是低线城市和农村消费提速，能够下沉深耕相应区域的零售企业有望获得更充裕的发展空间。三是服务消费热度不减。文体娱乐、旅游、教育、餐饮、家政服务、医疗美容等消费大类将继续保持长期增长潜力。



中国税费负担有多重？应当减多少？

来源：FT 中文网 (2018-12-10)
作者：周天勇 (中央党校国际战略研究所副所长)

2014 年以来，中国一直在进行着所谓的减税降费，成效究竟如何？与国际比较，中国的宏观税费水平目前高出多少？水平多少合适？今后应当分几年减税费？各年规模和总规模应当多大为宜？这里就此并以国民收入在企业与政府间错配与经济增长的关系，进行讨论。我们的研究团队，正在计算各方面改革对中国未来经济增长的推动。因为减税费是一个最为紧迫的改革，因此，将我们研究的这部分结果先发表出来，供各方了解和参考。

一、中国宏观税费负担到底高出多少？

在政府与个人和企业之间，存在着这样的体制安排和风险防范：一是在政府和纳税人之间要建立起制约关系，避免公权力部门膨胀较大、效率较低、支出过度、资源浪费等消耗税款的情况；二是国

家的治理能力较弱，个人和企业太分散，不愿意缴纳合理的税收，政府筹集收入的组织力不强，出现不能提供有效公共管理、理想公共服务和满意基础设施的问题。

建国以来，我们在经济体制上，所有制方面发展国有企业和农村集体经济，资源配置上实行了计划经济，政府的经费来自于企业的上交利润，农村上交的公粮和其他农业产品，没有建立现代市场经济国家的税收体制。改革开放以后，逐步地改革，宏观收入水平，从高到低，1995 年最低时为 16.45%

左右。1992 年，中国经济体制改革方向确定建立中国特色社会主义市场经济体制，20 世纪 90 年代进行了税收及政府其他收入体制的改革，分税制改革增强了税收向中央集中的力度，养老、医疗和其他社会保险金开始建立和征收，土地使用从政府无偿划拨逐步改革为协议和招拍挂出让，政府各部门收取的各种费项通过收支两条线合法化，结果宏观税负率很快上升到 2013 年的 38.27%。显然，政府向企业等纳税人筹集的收入水平，即使按照

表 1: 政府实际收入占 GDP 比例 单位: 亿元

年份	税收	土地出让金	社会保险金	国有企业上缴	彩票销售	预算外及非税收入	没进入预算	政府实际总收入	GDP 总规模	政府收入 (%)
1995	6038		187			2938	680	9843	59810	16.45
2000	12581	522	1006		181	4919	1476	20685	98000	21.10
2005	28778	5505	2645		411	8608	2582	48529	183617	26.43
2010	73211	28198	19276	440	1662	16693	5316	144796	399759	36.22
2011	89738	31140	25153	700	2216	14136	6016	169099	468562	36.09
2012	100614	26652	30739	1154	2615	16639	7290	185703	518214	35.84
2013	110497	39073	35253	1288	3093	18645	8828	216677	566130	38.27
2014	119158	42606	39592	2211	3824	21192	10682	239265	636463	37.59
2015	124892	32547	46012	2560	3679	27325	12818	249833	676708	36.92
2016	130354	35600	53000	2601	3946	29198	14741	269440	744127	36.20
2017	144360	52095	58438	2579	4267	28270	9403 ¹	299412	827112	36.20

资料来源：第 1 到 6 项数据来源和整理于国家统计局、财政部、国资委等网站；第 7 项数据根据彭鹏：《企业减税清费的供给侧研究》（2016 年 8 月上海远东出版社出版）有关内容进行推算；倍数是 2013 年与 2000 年相比。2014 年国企上缴利润，1411 只是央企数，地方国企上缴数估计为 800 亿元。2015 年数据根据国家统计局季度月报和 2015 年度统计公报，财政部、人社部网站等其他项目推算而得。2016 年土地出让金见黄子懿：“2016 年全国土地出让金增两成” 财新网，2017 年 02 月 14 日；2016 年社会保险金收入，见新浪财经 2017 年 1 月 23 日报道。2014、2015 和 2016 年各部门没有进入预算的收入，为我们估计数据。GDP 为上年不变价，政府各项收入和总收入为名义收入。2017 年第 7 栏¹为政府土地出让金以外的基金收入。

最高限 28%的水平，也多了 10 个百分点，规模达 56613 亿元，超过了作为一个发展中国家国民经济

表 2 不同国家类型的宏观税负比较 (单位: %)

国家分类	20 世纪 70	20 世纪 80	20 世纪 90	21 世纪 00	2017 年
发达国家	30.1	33.7	35.5	33.4	36.31
发展中国家	16.2	17.3	17.0	17.0	
新兴和中等					27.46
转型国家		47.7	29.6	29.1	
低收入国家					15.95
所有国家	19.8	21.6	22.6	21.8	
中国			21.0*	28.00*	28.96
中国实际数据					36.20

数据来源：2017 年数据来源于 IMF 网站，中国 2017 年数据来源于中国各项政府收入的汇总；其余来源于刘生旺、陈鑫：“发展中国家税收改革研究及对中国的启示”，《经济问题探索》2016 年第 7 期；表格数据来源：“How to Approach Comprehensive Tax Reform: Have the Rules of the Game Changed?” In The Challenges of Tax Reform in a Global Economy, edited by James Alm, Jorge Martinez - Vazquez and Mark Rider, 447 - 471 页. New York: Springer, 2006。中国 20 世纪 90 年代、21 世纪 00 年代的宏观税负水平为笔者计算。带*号的中国数据，为刘生旺和陈鑫研究数据。

所承受的适度宏观税负率。

从表 1 看，中国作为一个发展中国家

国家，2005 年的宏观税负水平 26.43%，其后每年负担平均增加 1 个百分点，2010 年达到了 36.22%。从表 6-2 可以看出，进入 21 世纪以来，发达国家的平衡宏观税负率降低到了 33.4%，发展中国家的平均税负率只有 17.0%，体制转型国家的税负率为 29.1%，所有国家平均税率为 21.8%。中国 2017 年宏观税负水平，分别比发展中国家和转型国家和平均水平高出 19.2 和 7.1 个百分点，与发达国家平均水平相当。

从中国政府的收入结构看，宏观税费负担提高到适度水平以上，主要是土地出让金、社会保险金和行政性收费三大部分快速增长所致。当然，政府税收部分增长也不慢，年平均增长都快于 GDP 的平均增长速度。从征税对象看，各项税收和费金，主要从企业中收取，后来开征的个人所得税比例较低，房地产税没有开征，最保守估计，政府收入的 85%来自于企业。

表 3 中国企业税负水平的国际比较		单位：%
发展水平	2017 年	
中国	67.30	
高收入国家	37.57	
中高等收入国家	38.78	
中等收入国家	38.51	
世界平均水平	40.46	

数据来源：世界银行公开数据库，总税收占商业利润的比值；

从表 3 中国企业税负与世界其他国家税负比较看，比高收入国家平均值高出近 29.73 个百分点，比中高等收入国家平均水平高出 28.85 个百分点，比世界平均水平高出 26.84 个百

分点。当然，这里有中国以间接税为主的因素。但是，政府收入的负担，主要还是压在企业身上。

二、高税费造成了多大的经济损失？

从表 1、2 和 3 的数据看，我们 2017 年宏观税负率为 36.20%，均高于发达国家、发展中国家、转型国家的平均水平，我们也属于二元体制转型国家，即使按照转型国家 29.1%的宏观税负率计算，2017 年中国宏观税负水平，高了 7.1%。

那么，中国国民经济的宏观税负水平，到底为多少合适呢？2017 年中国人均 GDP 已经达到 8600 美元，虽然经济总规模较大，从“人均 GDP 水平越高，税负承受能力越强；而人均 GDP 水平越低，税负承受能力就越弱”的道理看，比照世界各国宏观税负水平，即使将集中力量办大事的需要考虑进去，我认为在没有进入高收入国家行列之前，最多也不能够超过 GDP 的 30%。

因此，从 2017 年的数据看，政府从国民收入中多分配了 58973 亿元。政府过多分配国民收入，导致企业投资减少还原，其模型为：

$$Y + \Delta Y_1 = A L^a (K + \Delta K_1)^b$$

ΔK_1 —被政府过多分配的收入，企业可用来投资； ΔY_1 —如果政府过多分配的收入，用于企业的投资，应该获得的产出。

则有： $\frac{\Delta Y_1}{Y} = \left(1 + \frac{\Delta K_1}{K}\right)^b - 1$

中国政府收入的 85%来自于企业缴纳的税收、费项和基金等，则企业应该投入而没能投入的资本 $\Delta K_1=50127$ 亿元。

一般用全要素生产率模型计算中国近年的投资生产率为 15%左右，我们将此设为最低，考虑资本生产率高中低为 15%、25%和 35%，则应投而未投的产出损失为 7519 亿元、12531 亿元和 17544 亿元。我们取中位资本生产率水平，则 2017 年产出损失占 GDP 的 1.52%。

三、前三季度究竟减没减税费

这个分析的含义为，宏观税负降低到 30%，政府如果没有过多地分配国民收入，企业投资的资本要素正常增加和配置，2017 年的 GDP 应当是 839643 亿元，比 2017 年的 827112 亿元，多出 12531 亿元。

笔者认为，由于中国目前税费水平较高，主要是行政和经济建设支出过多，并且，一年内减税到位，我觉得也不太现实。但是，减税五年，可能时间太长。考虑目前分配格局的承受能力，减税降费还是分三年实施为宜。

从 2018 年前三季度的政府收入看，1 到 9 月税收为 127486 亿元，行政收费为 18345 亿元，土地出让金收入为 42298 亿元，土地出让金以外的基金收入为 7050 亿元，发行彩票收入 3835 亿元，国有企业资本经营上缴数假定与去年同期水平相同为 1875 亿元，社会保险基金 39300 亿元，则前三季度财政总收入为 240189 亿元，前三季度 GDP 总规模为 650899 亿元，宏观税费负担水平达到了 36.2%。

四、应当减多少，分几年减，总规模多大？

笔者在总的研究中，也对中国减税费的标准进行了划定，即不超过 GDP 的 30%红线，据此计算了应当减少的税费规模。但是，一年减的力度太大，可能财政支出方面不能适应，于是形成了一个三年

表 4

减税降费的增长效应

年份	基准 1GDP	减税费额	增长潜能	还原 GDP	基准 2GDP	减税费额	增长效应	还原 GDP
2019	936367	17634	0.4	940115	936720	17634	0.4	940467
2020	987867	18802	0.43	995864	977748	18809	0.43	989936
2021	1043188	19917	0.43	1055915	1013338	19798	0.43	1030226
合计	减税费 56363				减税费 56241			

基准 GDP 数据见表 6-1，减税目标，一年降低宏观税费负担率 2 个百分点，假定减税费的 80%进入企业的再投资，资本产出率为 25%。

减税费的计划，并测算了其增加产出的成效。

设想从 2019 年开始真心实意地减税降费，

分三年达到合理水平 30%。2018 年 GDP 约为 881701 亿元，按照不改革基准 1 和人口因素可能影响的基准 2 各年 GDP，通过减税还原，并假定因市场需求环境开始改善，资本生产率得到提高，GDP 增长速度平均每年加快了 0.4%到 0.43%。据此 2021 年时，对比基准 1（不采取任何改革）和基准 2（人口因素压力太大），增加了 12797 亿元和 16888 亿元的 GDP 产出。三年中宏观税费水平降低到合理的 30%水平，需要共计减税 56000 亿元。

中国经济的近忧与远虑

来源：FT 中文网(2018-12-11)
作者：朱宁(FT 中文网专栏作家)

2018 年对于中国经济可谓是波澜起伏的一年。从年初开始的中美贸易摩擦在短短不到一年的时间里经历从爆发到谈判甚至再谈判的曲折复杂的进程，给中美两国今年和今后几年的经济增长都带来了巨大的不确定性。而中美贸易摩擦过程中所凸显的现有全球贸易体系的缺陷和漏洞，也让整个现有全球治理结构再一次面临新的挑战 and 变革。

更加值得全球投资者关注的是，贸易摩擦这一看似低频和持久的国际关系演变，对于全球金融市场和金融体系带来广泛和深入的冲击。一方面，贸易摩擦直接对于中国增长速度和全球经济增长速度

带来了高度的不确定性。另一方面，全球经济复苏速度的放缓，也对特朗普就任总统以来所推出的以减税和增加贸易壁垒为代表的一系列经济政策提出了新的问题，并且对于美联储连续加息的步伐造成严重的扰动。

针对中国经济而言，2018年这一突发的贸易环境恶化的情况，和2017年底中央经济工作会议时制定的以防范系统性金融风险为重点的2018年的经济政策形成了冲突，不可避免地对2018年经济运行带来了复杂的叠加效应，对2018年经济政策调整带来新的问题和挑战。原本旨在通过宏观去杠杆，金融严监管以达成化解资产泡沫和缓解国家层面负债水平的经济政策的实施，面临了前所未有的扰动和挑战。

直接反映在资本市场和金融领域的，是2018年春季以来企业，特别是民营企业的融资环境的恶化。虽然贸易摩擦的影响尚未对于民营企业的出口和生产马上带来短期的冲击，但融资困然却是出人意料地使一些曾经的“明星企业”折戟沉沙。

更为严重的是，随着资本市场波动式下跌幅度增大，股市下跌引发股权质押融资爆仓。股权质押作为很多民营企业家在传统金融体系中融资困难环境下的一种重要的融资方式的补充，曾经一直为民营企业提供重要的另类融资渠道。股权质押融资的爆仓，直接进一步加剧了民营企业融资难融资贵的问题，并且进一步影响到民营企业的营商环境和民营企业家的经营热情和信心。

面对内部和外部的压力，国内政策界关于如何看待防范系统性风险和保障经济增长速度，如何平衡贸易摩擦和调控房地产市场和稳定杠杆率之间的关系产生了非常不同的想法。

具体而言，全社会特别是金融行业，对于在2017年开始起草，历经数月征求意见，并于2018年春推出的资产管理新规提出了诸多保留意见。很多代表投资者和金融机构的意见，在资管新规推出的过程中，就对于资管新规的推出有可能对于资本市场，金融行业，乃至经济增长可能产生的影响非常担忧，反对和阻碍资管新规的推出。随着贸易摩擦对于市场信心的影响逐步放大，资本市场走势疲软后，这种意见更是把市场下行和经济放缓的责任完全推到防范系统性金融风险的身上，认为应该暂停，甚至废除资管新规。

这种对于短期经济增长的关注固然值得理解和同情，但是必须把这种观点，放在中国经济过去四十年高速增长的历史环境里来看待放在资产价格和国家层面负债水平逐渐失控的制度环境里来看待。

中国经济的风险，虽然在短期看来是增长速度的放缓和经济增长模式转型的艰难，但其实从增加长期的时间维度看来，中国经济长期发展的核心问题仍然是不断提升劳动生产率水平的问题。

中国经济近期的增速放缓，既有其周期性原因，也有深刻的结构性原因。劳动力价格水平提高，长期累积的基础设施建设项目和房地产行业投资回报率逐渐下降，和尚未完全形成具有强大购买力的中产阶级的现实导致外贸出口，投资拉动，和消费驱动这三驾在过去三四十年一直推动中国经济发展的火车头，都出现了不同程度的熄火。而如何看待这种增长速度的放缓，可能是中国这一阶段经济发展中不需要解决的核心问题。

从中期看，在过去十几年里以房地产和基础设施投资为核心的投资拉动型的增长模式也逐渐面临越来越多的问题和挑战。积极的货币财政政策在边际上对于经济增长的推动作用逐步减弱，而由于集中和缺乏协调投资所引发的产能过剩的问题，由于投资回报率逐渐下降和社会融资成本逐渐上升所导致的债务问题的迅速恶化，和由于持续高速上涨的房价所引发的财富分配不均，资源配置扭曲，社会不满情绪加大，和泡沫预期强化等问题，都给中国经济在中期能否成功转型升级，中国能否实现高质量可持续增长，带来重大的不确定性。

放眼更长一段时间，随着中国人口结构的老龄化，和中国人均收入水平和人民生活水平的提升，

过去作为中国经济发展奇迹的重要推动力的大量廉价劳动力将无法帮助中国进一步重复过去三四十年的经济增长奇迹。反而，随着人口老龄化，劳动力供给将逐渐萎缩，全社会抚养压力将逐渐加大，以日本和欧洲大陆各国等发达国家为代表的，在发达国家普遍出现的边际劳动意愿下降的现象也值得中国关注和防范。

笔者以为，中国政策制定者之所以在过去几年集中强调防范系统性风险，是因为国家层面的负债水平从2008年全球金融危机前GDP的百分之160，快速上升到2016年的百分之260左右，在短短不到十年的时间里，上升了一百个百分点，呈现高速增长的态势。虽然和日本美国这样的发达经济相比，中国全国债务水平目前仍然处于整体可控的水平，但是中国债务水平的增长速度让人不得不有所担心。毕竟，关于经济增长和金融风险的大量国际比较研究指出，一个国家信贷和负债水平的增长速度，往往经济金融危机爆发的重要先行指标。

更为让人担心的是，负债水平的高速增长所对应的，是一定程度上受棚户区改造货币化政策的刺激，全国很多地方房价在过去两三年的时间里，出现了大幅和快速的上涨，甚至出现了很多人人口净流出，但城市房价翻番的惊人现象。

值得指出的是，资产泡沫往往是以资产价格持续上涨为假设的自我实现的预期游戏。一旦房价持续上涨或者只涨不跌的预期神话破灭，资产价格很可能因为在过去很长一段时间过度透支了基本面价值和市场购买力，转而出现在断崖式或长期持续下跌式的调整。而如果资产价格真的发生调整，那么宏观层面的杠杆率更将因为资产价格下跌和现金流紧张而发生进一步的恶化。

最近一段时间以来，以乘用车销售放缓为代表的一系列现象表明，居民家庭消费增速在逐步放缓。这一方面可能和资本市场疲软和房价上涨平息所导致的财富效应减退有关，但与此同时，也不能排除过去一段时间以来，房价持续高涨和消费金融突飞猛进都严重透支了居民家庭的消费能力。虽然全国层面负债水平在过去两年没有出现明显的上涨，但是居民家庭的刚刚率在短短两三年的时间里上升了十个百分点，其上涨的速度，和当年全国层面杠杆率的上涨速度一样，都受到了以国际货币基金和国际清算银行为代表的国际金融机构的高度关注。基于中国经济今后转型的一个重要组成部分就是逐步提升消费对于经济增长的贡献作用，消费增长的放缓不得不迫使我们关注资产泡沫和债务高企对于中期中国经济高质量发展所产生的潜在影响和带来的可能风险。

而随着中国逐渐步入老年社会，诸如养老医疗等社会安全垫都需要额外财政资源的投入。而所有发达国家的经济发展规律经验都表明，随着人均收入的逐渐提高，经济增长速度将逐步放缓。由于经济增速放缓所引发的财政收入的增长放缓将会和逐渐增加的财政支出之间形成日益严峻的矛盾。这一众多发达国家目前所面临的财政矛盾，随着全球医疗技术的改善和人口寿命的延长，有可能在今后一段时间内更加严峻。而发达国家目前所面临的一系列问题所带来的一个重大教训，就是必须及早对这一问题给予重视并做出相应的准备。中国经济在中期如果继续任由公共和私人部门的债务水平持续攀升，显然无助于帮助中国经济及早为今后注定要发生的进一步人口老龄化做好准备。

中国老话说，人无远虑必有近忧，其实反过来，也同样说得通。人无近忧，必有远虑。任何一国的经济，都是在无数个叠加的大大小的周期和波动中发展起来的。如果经济发展中真的存在任何确定性，那么恐怕就是经济发展注定会不断地经历波动和穿越周期吧。至于政策制定者如何平衡短期和长期的政策目标，如何平衡增长和风险之间的轻重缓急，如何把握政策实行过程中的速度与力度，可能才是经济政策制定和经济科学研究的重中之重，也是为什么时至今日，甚至直到永远，经济科学都不是一门严格意义上的科学的原因吧。

新闻快讯

工银国际 2019 年预测报告：制造业投资小幅放缓，“稳增长”关键在于货币财政协同

来源：经济观察网(2018-12-03)

作者：吴培源

2019 年的中国经济是怎样的？工银国际首席经济学家程实在最新的发布的报告中给出他的预测——经济增长压力仍将延续，“L 型”筑底阶段将延长但步伐依然稳健，财政政策将接力货币政策成为短期需求的主要工具，货币政策边际趋松，这将推动 2019 年 M2 和社融增速温和抬升。

程实认为，2019 年新经济将代替传统产业为经济增长添活力，获得新的市场空间，经济政策将保持稳中求进，人民币汇率亦将逐步回归长期稳态。但他也表示，人口红利逐步消失给制造业带来的冲击和房地产投资走弱。

2019 年中国经济会怎样？

2018 年年初以来，中国经济内外部压力加大。对于 2019 年的宏观经济，程实认为虽然压力将以新的形式延续，但是供给侧改革的后续红利和经济结构的多维改善将发挥积极的缓冲作用，有利于守住“稳增长”和“防风险”的双重底线。

2018 年 1-10 月，中国制造业投资累计同比增速升至 9.1%，较上年同期提高 5.0 个百分点。在 2018 年中国基建投资增速下跌的背景下，本轮制造业投资的扩张为“稳增长”做出了重要贡献。

程实表示，从总量来看，2018 年前三季度，工业企业利润同比增速的中枢水平虽然仍保持在 2015 年以来的阶段高位，但是较 2017 年已有下滑，在经历约 12 个月的作用时滞后，将引致 2019 年制造业投资扩张的小幅放缓。

但是从质量来看，得益于供给侧改革的稳步推进，本轮制造业投资扩张实现了显著的结构优化，从传统产业转向高技术产业和战略性新兴产业，从资源、人口红利转向知识红利，正在推动优质新产能的增长和制造业的高端化发展。

在程实看来，对于“中国智造”而言，投资效率正在从木桶短板蜕变为比较优势。

“2019 年，上述供给侧改革的红利有望加速释放，支持下游产业和服务业全要素生产率的持续提升，从而夯实长期经济发展的质量和稳健性。”程实说。

与制造业投资类似，房地产投资在 2018 年同样发挥着抵补基建“缺位”的重要作用。

程实认为，随着居民部门加杠杆空间的收窄、棚改货币化的逐步退出和房价预期的理性化，当前房地产销售已转入下行通道，房地产投资增速的下行压力预计将逐步显现，预计 2019 年下半年房地产投资将有所承压。

至于 2019 年居民消费需求，程实的观点是“稳中趋缓”。

报告中称受此前金融市场震荡影响，居民财产净收入减少，前三季度居民收入下滑，这一变动将

阶段性地削弱居民收入预期和消费意愿，进而引致2019年消费增速下行。

但2018前三季度居民工资性收入和经营净收入的增速保持平稳，考虑到市场已充分调整，因此未来居民收入进一步下行的空间有限。

有一个好的现象，那就是2018年前三季度，农村居民收入增长快于城市居民收入，收入公平性正在得到有效修复。叠加明年新个税法对中低收入人群的利好，这一趋势有望进一步增强，能够下沉深耕相应区域的零售企业将获得更充裕的发展空间。

基于此，程实认为虽然高端消费的增长空间受限，但是大众消费和农村消费将大概率成为消费升级的新赛道。因此，2019年中国消费有望呈现“稳中趋缓、结构改善”的格局。

2019年宏观政策怎么调整？

程实认为，在经济基本面忧喜参半、市场预期面悲观犹疑之时，政策面的主动出击就至关重要，因此2019年经济的关键在于预判政策作为和效果。

2018年连续四次定向降准之后，10月M2、社融和新增人民币贷款数据依旧低迷，“宽货币”向“宽信用”的传导乏力，加剧了市场对货币政策失效的悲观情绪。

对此程实表示，其实当下货币政策遭遇的是结构性瓶颈，而非总体力度不足，症结在于银行信贷意愿的顺周期性，破局关键在于“货币-财政”政策协同，而非货币政策自身的“大水漫灌”，因此目前来看，调降存款基准利率的可能性不高。

程实预测，财政政策的积极发力，将形成优质信贷标的、改善银行风险偏好，进而纾解这一瓶颈。这样做带来的好处就是，能够推动2019年M2和社融增速温和抬升。

他还认为，2019年财政政策将接力货币政策，成为短期需求管理的主要工具——大规模基建将持续发力、增值税减税将加速落地、国资划转社保补上进度。

他认为，2019年地方债发行额度将扩容，PPP项目落地预计将持续提速，且区域高速公路密集化和城乡公共服务均等化或将成为基建重心，这为2019基建增加提供基础。

“立足‘稳杠杆’的基调，金融监管有望着力加强流动性风险的管理，尤其是阻断市场流动性风险向实体经济信用风险的传导，避免在高杠杆下爆发债务通缩。”程实说。

在他看来，金融监管的适时调整是必需的，那么就要平滑表外传表内进程，控制资管新规等监管新框架落地的范围、力度和节奏，通过补充金融机构资本金，增强其放贷能力，加快表内信贷对表外融资的接力，并修正银行信贷激励机制。

程实表示，短期需求管理形成合力的同时，坚定不移地改革开放才是突破内外困局、提振长期潜力的根本举措。

“加快金融市场建设来扩大中小企业的直接融资渠道，放宽民营资本的市场准入为中小企业和民营资本提供更广阔的发展空间，并将供给侧改革措施重心从行政手段转向市场调节去引导新供给的积极扩张，避免误伤高效率的民营企业。”程实说。

程实表示，中国政策重心已偏向“稳增长”，2019年政策组合的主动调整将进一步加大步伐、突出重点、形成合力。

白宫首席经济顾问看好美中贸易谈判

来源：《新加坡联合早报》(2018-12-05)

作者：詹姆斯·波利提(James Politi) 华盛顿、康河信(Hudson Lockett)

德洛表示美非常接近与中国就知识产权盗窃和强制美企转让技术等问题达成协议，但分析人士对能否这么快取得突破表示怀疑。唐纳德特朗普(Donald Trump)的首席经济顾问拉里库德洛(Larry Kudlow)让

德洛表示美“非常接近”与中国就知识产权盗窃和强制美企转让技术等问题达成协议，但分析人士对能否这么快取得突破表示怀疑。

唐纳德·特朗普(Donald Trump)的首席经济顾问拉里·库德洛(Larry Kudlow)让人们看到了美中贸易谈判取得快速进展的希望——他表示自己看到了“极大的紧迫性”。但在他的乐观评估之下，存在许多尚未得到解答的问题。

库德洛周一在一次吹风会上表示，在特朗普总统和中国国家主席习近平宣布休战后，正式程序将很快建立起来，美方将由贸易代表罗伯特·莱特希泽(Robert Lighthizer)领导谈判。

虽然特朗普在上周六的会晤后宣布中国同意取消对美国汽车加征关税，但库德洛承认华盛顿方面尚没有一份“具体的协议”。

美方的时间表显示出混乱的迹象，白宫纠正了库德洛关于谈判的 90 天期限将从明年 1 月 1 日算起的说法。美国政府澄清说，倒计时将从 12 月 1 日开始。中国在晚宴后公布的官方消息中没有提及时间表。

从更广泛意义上说，尽管库德洛表示，美国政府“非常接近”与中国就知识产权盗窃和强制美国公司转让技术等问题达成协议，但分析人士质疑两国在这种根深蒂固的复杂问题上能否很快取得突破。

中方购买美国产品（购买数量尚不得而知）将缩小美国贸易逆差的说法，也招致外界的质疑。

牛津经济研究院(Oxford Economics)的格雷戈里·达科(Gregory Daco)表示：“在开始后续双边谈判和拟定具体行动计划之前，将立即审查中国的工业补贴政策、技术转让、非贸易壁垒和知识产权政策的消息意义不大。接下来的三个月将决定是采用了可实施的贸易框架，还是矛盾进一步升级。”

上周六达成的谅解将为华盛顿与北京之间为期数月的贸易战按下暂停键，美国同意不再按原计划从明年 1 月 1 日起，将对 2000 亿美元中国产品加征的关税从 10%提高至 25%。

中方同意购买美国商品，以缩小中美两国之间的贸易差额，并推进对本国经济的结构性调整，以解决诸如窃取知识产权和强制转让技术等美国认为不公平的做法。

库德洛周一表示，在过去与中国的多次讨论中，美国对于“缺乏成效和缺乏跟进感到相当失望”。但他强调称，上周末习近平的亲自参与为本次“持谨慎乐观”态度提供了理由。

作为证据，他吹嘘了中国立即向特朗普承诺整顿芬太尼(fentanyl)等事情。芬太尼是一种合成阿片类药物，在中国生产，并销往美国。

库德洛暗示，中国对美国汽车加征关税问题，将考验北京方面的诚意。他称：“这是一个需要‘立即’行动的领域。诸位，开始行动吧。今天周一，晚宴是上周六，请毫不犹豫地拿出一些证明诚意的

举措吧。”

周二，中国国有的《证券日报》(Securities Daily)援引一位不具名的汽车业专家的话称，目前相关部门正讨论降低美国汽车关税的可能性，但目前尚不知下调关税的具体幅度和时间表。

但是，据这位专家“个人预计”，北京方面会把关税降至加征前的税率水平（文章指出，即 15%），还称“年底前有望见结果”。

在接受英国《金融时报》电话采访时，美国财长史蒂文·姆努钦(Steven Mnuchin)敦促北京方面细化其承诺。

“我方的经济团队 100%一致认为，需要让这份协议落到实处，”姆努钦表示，“不能是来自中国的软承诺。需要有具体的日期，具体的举措项目。”