

2017 年第 5 期 总第 13 期

财经参考

上海对外经贸大学图书馆主办



财经参考

2017 年第 5 期·总第 13 期

国际财经

全球不平衡是否等同于经常项目不平衡?	1
美元下跌的四大理由是否成立?	4
301 条款”难以解决中美贸易失衡问题.....	7

国内财经

亚洲金融危机与中国经济.....	8
中国风险之辩：探寻经济增长的真实逻辑.....	16
强势人民币能持续多久?	19
中国经济周期之辩：价格因素的视角.....	21

新闻快讯

8 月外储余额为 30915 亿美元 逾三年来首现七连涨.....	23
比金融危机前夕还猛！美国消费者信用卡债务创新高.....	24
美国的贸易政策悬而未决已成严重拖累.....	26
中国接过金融全球化接力棒.....	27
亚洲外汇储备 20 年增 5 倍，印尼增幅最大.....	28
新开发银行是金砖国家的王牌.....	29

财经参考

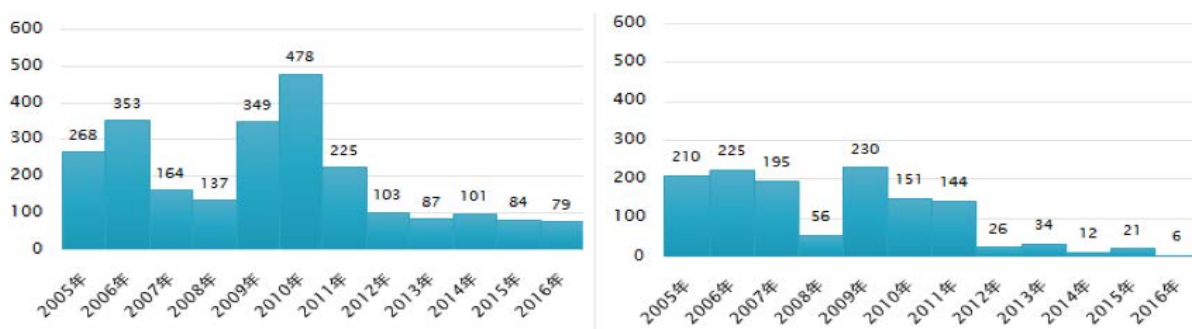
国际财经

全球不平衡是否等同于经常项目不平衡？

来源：FT 中文网(2017-09-05)

作者：乔依德(上海发展研究基金会副会长兼秘书长)

大家也许还记得，在十年前金融危机爆发前后一段时间，有一个术语在经济类媒体上反复高频地出现，那就是“全球不平衡”(Global Imbalance)。下面这个图表是 factiva 网站总结的该词在英文和中文媒体上出现的频率。显然，该词出现频率达到高点，最近几年急剧下降，但是随着逆全球化思潮的出现，今年以来恐又出现回升。



图表 1：全球不平衡 (Global Imbalance)

那什么是全球不平衡呢？据说就是全球经常项目不平衡或全球贸易不平衡，具体而言，就是“一国拥有大量贸易赤字，而与之相应的贸易盈余集中在其他一些国家的现象”(Rato, 2005)。对这样一种说法，没有看到任何疑问，几乎众口一词地将全球不平衡等同于经常项目不平衡。对此，我一直感到很困惑，全球化或全球经济格局中不还包括投资和融资吗？为什么仅仅关注于贸易不平衡？非常遗憾，我从未看到有文章或讲话正面地回答这个问题。当然，有无数篇文章描述了贸易不平衡所带来的负面影响，以至于导致了全球金融危机。其逻辑就是：新兴市场国家、特别是中国由于贸易顺差所带来的大量资金投资到美国资本市场，压低了美国的利率，最后造成了全球金融危机。按美联储前主席伯南克的说法是“美国经常项目大幅逆差的重要原因之一是‘全球储蓄泛滥’，它同时又导致了全球较低的长期利率，推动了美国房地产和股市的复苏和快速上涨”。美联储副主席 Stanley Fischer 在 7 月底有个讲话，尽管也讲到“一个国家的经济发展会通过贸易、资本流动以及价格（包括利率和汇率）外溢到其他国家”，他已经提到了资本流动，但是很遗憾，最后还是回到贸易问题，认为这些外溢效应都可以用经常项目余额来刻画，但是对此未作任何解释和说明。

对于这样一种有明显疏漏的论断，也是有不同声音的，尽管这种声音比较弱小。国际清算银行 (BIS) 首席经济学家申铉松 (Hyun Song Shin) 和货币和经济研究部 (Monetary and Economic Department) 主任 Claudio Borio 认为造成美国次贷泡沫的主要原因是全球银行业的泛滥，而不是以

中美贸易不平衡为主要特征的所谓“全球储蓄过剩”。2008 年金融危机前夕，欧洲与美国之间的经常项目是基本平衡的，但欧洲跨国银行通过其在美国的分行从美国的货币市场上借入大量的美元，调回到欧洲；同时在美国市场上购买大量结构性产品，形成了巨量的跨境资本流动，再加上美联储长期实施低利率政策，释放了大量的流动性，最终造成了危机前的过度繁荣。我是赞同他们的基本观点的，把全球不平衡简单地等同于经常项目不平衡是没有道理的，不准确的。其理由如下：

首先，跨境资本流动总量巨大，金融已经表现出它独特的规律。在经济一体化进程中，最初跨境金融是随着跨境贸易而进行的。到上世纪七、八十年代，随着跨国公司生产的全球布局，FDI 兴起。上世纪八十年代以后，布雷顿森林体系崩溃，美元成为全球信用货币，主要国家开始逐渐放松对资本账户的管制，从而使套期保值、证券投资、衍生品投资等跨境资本流动急剧增加。根据金融稳定委员会（FSB）发布的影子银行监测报告，2015 年影子银行规模已经达到 34.2 万亿美元，占被监测国家 GDP 的 69%。而全球 OTC 衍生品市场存量规模达到 494 万亿美元，是当年全球 GDP 的 6.6 倍左右。其中相当一部分是跨境交易。从图表 2 可以看到，G4 国家跨境资本流动总量已经远远超过经常项目余额。并且金融越来越表现出其独特的规律，根据国际清算银行 2014 年发布的年度报告，美国商业周期一般持续 1-8 年，而金融周期则会持续 15-20 年。



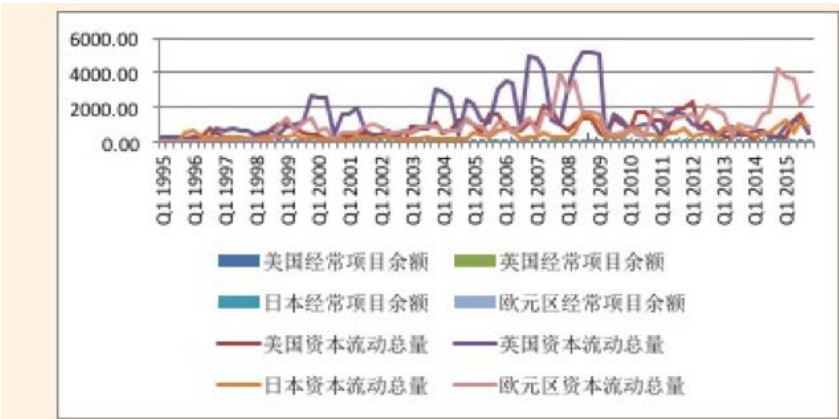
图表2：G4经常项目余额和跨境资本流动总量的比较（亿美元）

其次，体现全球经常项目不平衡的指标——经常项目余额是一个净量。它是一段时期内进出口贸易额的总结，很多细节在简单的正负相抵中被掩盖，不能真实刻画伴随贸易的资本跨境流动的情况。比如某国年初流出一笔款项，年末又流入同样数额的款项，从年度净量来看它等于 0，但不管是流出时，还是流入时，如果数额

巨大，都会对该国的汇率、利率等宏观变量产生很大的冲击，从而影响到全球金融稳定。

再次，跨境资金高度集中在少数对冲基金和大型资产管理公司手中，更容易对市场形成冲击。目前，全球资产管理公司管理的资产总量已经达到全球 GDP 的 107%，是全球跨境资本流动总量的 578%。

并且，世界前 45 大资产管理公司管理的资本占到了全部资本的 64%。



图表3：美国、欧元区、英国和日本跨境资本流动总量和经常项目余额波动性（见图表 3）。

最后，跨境资本流动的波动性高，速度快，冲击力强。通过贸易的资金进出受到真实贸易的限制，相对比较稳定；而其它的短期资金更多的受盈利预期和风险偏好的影响，进出更加频繁。也就是说，跨境资本流动总量的波动性远远大于经常项目余额的波动性。

把全球不平衡等同于经常项目不平衡具有明确的政策含义，即把关注点集中于顺差国，要求它们做出调整。同样，我不赞成把全球不平衡等同于经常项目不平衡也具有明确的政策含义，即不能仅仅关注贸易层面，也要对金融层面的问题加以关注。麦肯锡最近有一个报告指出，金融危机发生时的跨境资本流动总量是现在的3倍，如此巨大的跨境资本流动是发生全球金融危机的原因之一。

《金融时报》肖恩·唐南（Shawn Donnan）8月22日在解读这份研究报告时指出“在美国总统唐纳德·特朗普等经济民族主义者威胁要设置新的贸易壁垒的当今世界，围绕全球化的辩论被过去半个世纪商品贸易激增及其对社会的冲击所主导（《关注金融全球化的退潮：跨境资本流动减少》）。大多数经济学家在表示担心通向更高程度经济一体化的进程如今可能在逆转时，担心的正是这类商品贸易。被较少谈论的是资本流动，或者金融全球化的状态。然而，资本流动过剩是导致全球金融危机的主要原因之一——可能也会滋生下一场危机的诱因。”对于目前存在的由于理论上的不准确而造成的舆论上的偏差，没有比这句话说得更清楚更明白的了。

显然，第一，对于当前全球经济增长和稳定，光讲贸易不讲金融是片面的。就是在解决双边贸易问题时，除了就具体问题谈判外，也要关注全局性的问题，尤其是与美国谈判时，不能被牵着鼻子走，不能就贸易谈贸易，而要跳出贸易看到金融。应该指出，美国不仅仅对中国存在贸易逆差，它同时对全球100多个国家存在贸易逆差。可见，美国的贸易逆差不是双边问题。原因在于，它与美国的低储蓄率，与美元在国际货币体系中的主导地位密切相关。美国的储蓄率长期、持续低迷与投资存在缺口，需要外部资金补充。美元的主导地位是一把双刃剑，它使美联储的货币政策几乎可以不受外部因素的影响，对外债的成本有一定的控制权，使美国享有铸币税，但与此同时，也限制了美国的结构调整。美元的统治地位要求美国必须向全球提供流动性，从而使得美国的贸易逆差长期来说是难以避免的。自从上世纪七、八十年代布雷顿森林体系垮台以来，美元成为全球的信用货币，美国的经常项目就持续出现逆差。资源丰富的国家在享受由其带来的高额盈余之时也造成了其经济结构单一、难以调整的弊病。人们通常将这种现象称为“资源诅咒”。比照此，也可以把美国目前所处的这种困境称为“美元诅咒”。

第二，如前所述，跨境资本大幅增加是全球金融危机的原因之一，因而必须对跨境资本高度关注。虽然现在跨境资本流动总量较危机前有很大收缩，但在流向上和结构上分别出现了“一减一增”的新特征。在流向上，主要是发达国家间的资本流动减少，新兴市场国家的跨境资本流动大大增加并已经超过危机前的峰值。中国央行行长周小川曾经将跨境资本分为投资性和投机性两类。现在投资性的跨境资本在减少，而投机性的跨境资本在增加，甚至有的还以FDI作为幌子。因此，在全球金融危机后，国际经济学界对跨境资本流动直接有关的资本项目开放的态度也有了明显的改变，从以往认为越开放越好，到现在认为资本管制仍是宏观审慎管理的一个政策工具，认为资本项目开放需要结合各国国内金融市场发展和成熟程度，谨慎适度、循序渐进地开放；另外一个与跨境资本流动有关的因素是汇率。几年前，雷（Rey）在Jackson Hall的会议上提交了著名的论文“三元悖论还是二重困境”，认为浮动汇率基本不起作用，结果各国要么或多或少受美联储货币政策的影响，要么就得实行资本管制。最近，IMF研究部主任Obstfeld等人做了一个研究，通过40个发展中国家1986-2013年的数据，证明浮动汇率制度对于抵御金融脆弱性仍有积极作用。总之，现在国际经济学界对汇率制度的态度不是那么固定但也有一些基本的共识，认为一般情况下浮动汇率仍是有效的，会起到熨平跨境资本波动的作用，但在重大的金融危机或者存在大规模资本流动波动的情况下，汇率的作用会被大大削弱，甚至不起作用。

我在这里着重阐述了全球金融失衡可能产生的后果，并不意味着我否认贸易失衡会带来的负面影响。我确实认为，一个大国长期、持续地出现贸易大幅度的不平衡（顺差或逆差），不仅意味着该国经济结构存在问题，而且会对其它国家调整国际收支带来困难。不过，要强调的是，我不赞成简单地将全球不平衡等同于经常项目不平衡，反对由此产生的政策错位和舆论偏差。总而言之，我觉得在全

球金融危机十周年之机，是全面准确解读全球不平衡的恰当时候。

美元下跌的四大理由是否成立？

来源：FT 中文网(2017-09-12)

作者：钟正生(莫尼塔研究董事长兼首席经济学家)，夏天然(莫尼塔研究宏观分析师)

今年以来，美元指数一直处于震荡下行走势中。进入8月，美元似乎触及多年底部，在93的水平徘徊不前。朝鲜事件持续发酵后，美元指数一度跌破92。当然，美元指数近期下跌还有其他几个方面的原因：第一，不久前的杰克逊霍尔会议上美联储主席耶伦避而不谈货币政策，导致市场加息预期再度下降；第二，美国国务卿蒂勒森爆出惊人言语，公开与特朗普划清界限，市场认为特朗普众叛亲离的局面会加剧；第三，美国媒体近期抨击特朗普税改，表示特朗普连最基本的问题都还没理清。在这些利空因素影响之下，即便没有朝鲜问题，美元也会表现弱势。

但我们不认为这种事件性的冲击具有可持续性，相对于市场上越来越多看空美元的声音，我们认为目前美元已经处于短期底部，年内大概率会回升。至于那些看空美元的理由，我们也将逐一反驳。

反驳一：加息美元不走强

目前市场上认为美元后期难以走强的一个理由是，美联储加息并不能带来美元的走强。从历史情况来看，确有一些时间段出现了美联储不断加息，但美元指数却持续下跌的情况。但这并非典型，大多数美联储加息周期中，美元指数均呈同步上行态势（图1）。

图1 美国联邦基金利率与美元走势



从1977年美联储开启新一轮加息周期起，加息与美元指数下跌同时发生的情况仅三次：1977-1980年，1994-1995年，2006-2007年。事实上，在这三个时期，美元指数下跌均由其他影响因素主导。

1977-1980年，石油危机。1978年伊朗掀起反美风暴，推翻亲美的巴列维王朝，并最终触发两伊战争。两大产油国石油输出骤减，国际油价在此期间上涨三倍，引发第二次石油危机。美国经济受到巨大冲击，进口原材料成本大增，导致通胀快速攀升。美联储被动抬升利率，美国工业生产和投资均大幅下挫。虽然美元指数下跌，但美国贸易逆差仍在扩大。

1994-1995年，债市大屠杀。1994年美联储开始快速加息，且加息节奏超出市场预期，联邦基金利率从年初的3%左右，上涨至第二年年中的6%。受此影响，投资银行基德皮博迪被收购，加州的奥兰治县破产。交易员将1994年称为“债市大屠杀”，因为一年内债市损失超过6000亿美金，这在当时是巨大的数字。这次债市冲击也为1997年的亚洲金融危机埋下了种子。

2006-2007年，次贷危机前。2006年初，美元指数开始从90左右回落，并一直下跌至2008年年中的72左右。当时美联储处于2004年以来的加息周期中，联邦基金利率从2006年初的4.3%，上涨至2007年年中的5.3%才开始下调。此轮加息首先引起美国房地产市场大幅震荡，并通过次贷市场传导至银行体系，最终爆发系统性危机。不无巧合的是，美元指数的下跌与美国房价的下跌基本同步。

上述因素基本都是内外部风险爆发带来的强大不可抗力，可以很好地解释为何美联储加息但美元不上涨。但用几个特例描述加息和美元的整体关系，认为美联储加息无法拉升美元，未免有些以偏概全。如果后期没有爆发重大政治经济风险，美联储加息仍然会推升美元。

反驳二：美国经济周期见顶？

今年美国经济增长出现反复，很多投资者对美国信心下降，认为美国经济复苏周期即将结束，并由此判断美元指数也会进入下行周期。对于这一观点，我们无法完全否认，但这是长期逻辑，难以解释中短期的波动，更不能依此判断年内美元走势。

第一，美国经济表现没那么弱。无论是从最新的PMI、消费者信心指数等软指标来看，还是从新增非农人数和失业率等硬指标来看，美国经济都谈不上弱势。连美联储一直关注的通胀，也仍然遥遥领先于欧洲和日本这两个复苏势头正旺的国家。目前美国生产率增速确实较低，已经连续多年处于历史低位。但从历史表现来看，美国生产率增速波动较大，目前再下跌的可能性远小于触底回升的概率。

第二，美国经济周期还没见顶。美国经济现在处于周期的什么位置还难有定论。按照NBER的划分，本轮美国经济复苏的起点从2009年6月开始，经历了8年漫长的复苏，美国经济似乎是要进入下行阶段。不过，NBER的周期划分中，有一个比较有意思的现象，即从1854年到2009年的33个经济周期，呈现出复苏阶段不断延长，而下跌阶段不断缩短的态势，即美国经济“慢牛快熊”。最近的11个经济周期中，复苏阶段平均为58.4个月，下跌阶段平均仅持续11.1个月；而在1854年-1919年期间，复苏阶段平均持续26.6个月，下跌阶段平均持续21.6个月。

我们推测，造成这种经济周期“慢牛快熊”变化的一个可能原因，正是政府干预加大，导致经济周期被熨平（所谓的“大温和时代（the Great Moderation）”恰是一个折射）；然而政府干预加大，也会催生资产泡沫，资产泡沫破灭之时，就是下跌阶段开启之日，而且这种下跌往往非常迅速。

美国经济复苏迄今已近8年，但与前几个周期相比并不算长。如果美国经济依然呈现出“慢牛快熊”的态势，那么复苏阶段可能占据经济周期的绝大多数时间；美国经济没到顶部，美元指数也就可能在当前水平继续徘徊，而难以进一步下挫。

反驳三：美元的避险属性还很强？

对于今年以来美元的持续下跌，还有一种不太常见的解释，即美元作为一种传统避险货币，在风险频发之时，往往会成为投资者追捧的货币；但若市场避险情绪下降，美元就会下跌。因此，今年美元的下跌代表了市场避险情绪下降、风险偏好上升。

这种解释看似完备，但实际上存在问题。因为美元和避险情绪的关联度已经较弱，且即便美元与避险情绪的关联度还很高，随着避险情绪从当前的历史低位回升，也更支持后期美元走强。

首先，美元虽是传统的避险货币，但其避险属性已经没有日元、黄金等资产强。黄金的避险属性自不必多说，日元的避险属性主要是从2000年后开始形成。因此，一旦风险爆发，投资者应更倾向于在外汇市场上买入日元，或在现货期货市场买入黄金，而不是买入美元。更何况，今年以来的一系列国际风险事件都源于美国或与美国相关，美元很难成为避险资金的首选。

其次，近期美元与美债收益率的走势亦不能体现避险情绪的影响。与美元指数相关度较高的资产

——美国国债，也是传统的避险资产之一。投资者因避险买美元的同时，一般也会配置长期美债，所以美债收益率与美元指数很多时候呈反向走势。但 2015 年以来，两者走势明显趋同，这也表明二者的驱动因素均发生了转向。事实上，2015 年美联储正式启动加息周期，对美元和美债收益率产生了同向推动作用；2016 年底，特朗普胜选再度提振了投资者对美国经济的信心，对美元和美债收益率也产生了同向推动作用。因此，今年以来美元的走弱，跟美债收益率的下行并不矛盾，美联储加息预期和“特朗普行情”是主导因素，而不是避险情绪。

另外一个收益率指标与美元指数的拟合度更高，即美国和德国 10 年期国债收益率之差。这不难理解，次贷危机后全球央行的集体救市行为，导致央行成为资本市场的最重要影响因素，而各大央行之间货币政策的分化左右了汇率的变化。目前，美联储仍在货币政策正常化的路上，而欧央行年内大概率会维持当前的宽松政策，可见货币政策的分化依然存在。但今年 7 月起，美德 10 年期国债利差已经企稳在 1.8% 左右，但美元指数依然惯性下跌，这可能也暗示着后期美元指数可能向上回归。

最后，即便美元指数目前主要受到避险情绪影响，后期美元指数上涨的概率也大于下跌的概率。今年以来，恐慌指数已经较长时间处于历史低位，一些小的政治事件和地缘冲突根本无法激起市场的波澜。这种情况非常罕见，也不会持久（图 2）。当真正的风险事件来临时，恐慌指数可能会反弹得更高，比如近期的朝鲜发射导弹事件，导致恐慌指数短时间内多次大幅跳涨。这种情况在 2011 年 8 月和 2015 年 8 月出现过。因此，如果后期恐慌情绪回升，美元指数也应该上涨。



（图 2 今年以来恐慌指数处于历史低位）

反驳四：特朗普将一事无成？

在这大半年中，美国市场经历了从“特朗普看多”到“特朗普看空”的巨大转变，美元指数早已回吐特朗普胜选后的全部涨幅还不止。我们在去年 12 月 28 日的 FT 中文网专栏文章《特朗普会带来强美元吗？》中指出，特朗普无法带来强美元，但在当前时点，我们对特朗普和美元并不过度悲观。

后期非常值得关注的就是特朗普的企业税改。企业所得税在美国联邦财政收入中只占很小的比重，所以企业税改最有可能取得进展。企业税改是很多美国企业家和投资人翘首以盼的政策，可能不仅会促进国内投资，还会带来很多海外投资，其影响深远，也不一定会带来很大财政负担。

今年以来，特朗普屡遭挫折，不仅其最希望完成的医改方案被否决，还因保护主义和种族主义而四处树敌、众叛亲离。但这也未尝不是转机。特朗普在医改问题上的失势，不仅导致他个人能力遭受质疑，也令共和党的声誉受损。在媒体口诛笔伐之下，共和党也有了紧迫感。加之明年是美国的中期选举，如果没能拿出有力政绩，共和党可能会丢掉两院控制权。因此，后期国会可能在企业税改和债务上限等问题上设置较少的阻碍。我们可以对企业税改抱有更多信心，若能在年内落实，美元还有上涨空间。

综上所述，我们反对美联储加息美元反而可能走弱的判断，历史上的几次背离均为特殊情况，不能以偏概全；我们反对美国经济周期见顶的判断，美国经济并不弱，且周期规律显示美国复苏周期还能持续；我们反对风险偏好上升导致美元下跌的判断，因为美元的避险属性已经较弱，且美元和美债收益率近年走势趋同，也驳斥了避险因素驱动美元的说法；我们反对特朗普一事无成的判断，对其企业税改，可以抱有更高期待。一言以蔽之，目前市场上对美元的看法可能过度悲观了，美元已处短期底部，年内大概率会回升。

301 条款”难以解决中美贸易失衡问题

来源：每日经济新闻(2017-08-08)

作者：余淼杰(北京大学国家发展研究院副院长、教授)

中美贸易失衡问题并不是个新问题。但自美国总统特朗普上台后，这个问题又被重新翻了出来，比如美方曾威胁要对中国出口产品征收 45% 的高关税等。就在今月 1 日，特朗普政府还有官员透露，白宫正考虑动用《美国贸易法》301 条款对中国展开调查。一时之间，山雨欲来风满楼。中美贸易是“战”是“谈”，又一次处在十字路口。

中美之间为什么会存在贸易失衡的问题？

要全面客观地理解中美双边贸易，首要问题就是贸易逆差到底有多大？

按照美方公布的数据，去年美国对中国货物贸易逆差高达 3470 亿美元，占美国商品贸易逆差总额的 47%。

不过，如果只强调这个数字，那对中国并不公平。从中方的角度看，双边贸易失衡并没有这么大。中国海关总署公布的 2016 年双边货物贸易数据，美国对中国的逆差只有大约 2507 亿美元。此外还需要注意以下几点：

第一，在美方的统计中，从中国香港特区出口到美国的产品也计算在内，这并不合理。因为香港特区本来就是全球最大的一个自由贸易港，从香港出口的商品并不都是从内地转口过来的。

第二，美国只强调他们的货物贸易逆差，但从来不提服务贸易顺差。事实上，虽说比起货物贸易来说服务贸易现在盘子还不是很大，但作为中美“百日谈判”的一个主要成果，中方开始大尺度地对美方放松服务准入。所以，美方服务贸易的顺差自然也会与日俱增。

最重要的是，中方虽有巨额贸易顺差，但其实钱并不完全都是挣到中国人的口袋里。由于中国长期处在全球价值链分工的低端，主要是做装配加工品，产品附加值偏低。比如前些年富士康生产的 iPod，出口到美国的价格大约为 209 美元，但实际上中间品进口到中国时已经接近 200 美元了，所以尽管中国企业事实上只挣到零头，但却会把 209 美元都算作中方的出口。

一句话，今天的中美贸易失衡，不是中方刻意为之，而是全球价值链分工和两国产业结构差异、要素禀赋差异导致的不同比较优势的共同结果。美国处在全球价值链的顶端，在产品的设计、研发等方面占尽先机。但美国劳工成本相对于中国来讲要更贵，因此在工业品制造上并没有比较优势。这点不仅在鞋帽等劳力密集产品上明显，在交通运输设备这些产品上也是同样的。

从这个角度上说，中国在商品贸易上顺差，就如美国在服务贸易上有顺差一样，是两国经济结构差异的必然结果。

要解决中美双边贸易失衡不外两招：贸易谈判和贸易战。如果目前美国一味一意孤行，置全球贸易自由化之趋势不顾，冒天下之大不韪，一定要对中国单方面地实施霸道的“301 条款”，可能最后的结果还是搬起石头砸自己的脚。

之所以如此，理由有三。

首先，美方对中国部分产品征收高关税，固然会减少中国对美的出口，但还是不得不从其他国家如印尼、墨西哥等国进口，毕竟美国企业在这些产品方面没有任何比较优势。

其次，美国发动贸易战，真正吃亏的还是普通美国老百姓(603883, 股吧)。正如一部畅销书《离开中国制造的 365 天》所讲的，普通美国家庭如果一年不买任何中国制造产品，小日子几乎过不下去——不买 2 美元的中国拖鞋，就得买贵六七倍的韩国拖鞋，造成生活成本贵得离谱。最近的研究也发现，如果美国征收 45% 的高关税，没有了自中国进口的物美价廉产品，美国国内物价将大幅度提高，最后受损最大的还是美方。

再次，美国如动用 301 条款，事实上是以国内法凌驾于国际规则之上。根据世贸组织规定，中方有权起诉到世贸组织争端解决机构，该机构有义务在一年半之内做出终裁。如果中方胜诉，中方可以合理合法地对美国出口到的中国产品，特别是美方有大量贸易顺差的农产品(000061, 股吧)征收“双反”。如果这样，美国必然是“赔了夫人又折兵”。

基于此，“贸易大棒”实际上解决不了任何问题。想要化解矛盾，还是得回到谈判桌上来。

事实上，在过去 3 个月紧锣密鼓的“百日谈判”中，中方已经尽显诚意，主动在多个领域减低市场准入条件，增加进口，对此美方切忌操之过急。美国要想减少对华贸易逆差，关键是得多练内功，提升自身产品的国际竞争力。同时，还应取消对华高科技产品的出口限制。只有自己多出口多挣钱，而不是去减少进口堵人家财路，这样才是长久之道。

国内财经

亚洲金融危机与中国经济

来源：FT 中文网(2017-09-05)

作者：余永定(中国社会科学院学部委员)

东亚模式的主要特点

东亚模式的特点有很多，归纳起来，有两点最重要。

第一点，东亚经济都有非常高的投资率——这种高投资率是以高储蓄率为基础的，但投资率要高于储蓄率。第二点，对外贸易在东亚经济中占有十分重要的地位，进、出口占 GDP 的比例都很高。东亚国家几乎毫无例外，都有经常项目的逆差，但这些国家出口的增长速度都一直非常快。东亚模式实际上存在了二、三十年，这样一种模式之所以能够存在，必有其合理性。但这种模式是否能够持续呢？衡量这种模式能否持续的最重要的指标是什么呢？最重要指标之一是这些国家的经常项目逆差占 GDP 之比，而同这一比例相关的另一比例是外债余额占 GDP 之比。这些国家二、三十年间都是经常项目逆差，但是这种模式居然被延续下去了，主要就是在金融危机爆发之前它们的经常项目逆差占 GDP 的比并不太高，泰国之所以突然爆发了金融危机，很重要的一点是在 1995、1996 年它的经常项目的逆差占 GDP 的比分别达到了 8% 和 8.1%。墨西哥金融危机之所以爆发，是因为国际金融界发现墨西哥的经常项目的逆差占 GDP 之比达到了 7.5%。7.5% 成了一个诅咒，一旦一个国家的经常项目逆差占 GDP 的比例达到这个数值，国际金融市场就会发生恐慌，当然还有其他的一些与此相关的指标，经常项目逆

差占 GDP 的比例是否能够维持在一个适度的水平上，是决定东亚模式是否能够维持的一个重要条件。

东亚模式应该说是成功的，但它有非常致命的弱点。其最致命的弱点是难以承受国际资本的突然逆转，不仅包括国际资本，也包括本国的资本。如果资本的流动方向突然发生变化，那么这个模式就变得不可持续，而具有这种模式的国家资本流动方向之所以发生逆转，往往是由一些人们预想不到的外部冲击造成的，比如泰国在 1996 年出口的增长速度就急剧下降，1996 年出口速度由 1995 年的双位数字降到了一 1.9%。出口增长速度的暴跌成了泰国金融危机的触发点。

发生亚洲金融危机的原因与性质

发生亚洲金融危机的原因很多。概括来主要有 5 条。这 5 条中若干条的组合便构成危机的充要条件。

1. 大量的经常项目逆差。但是大量的贸易逆差、经常项目逆差（当然也不要太大），并不一定会导致金融危机。泰国在爆发金融危机前 20 多年基本上都是经常项目逆差。新西兰、澳大利亚还有美国都长期保持经常项目逆差，也没有发生危机。相反的例子则是墨西哥，当经常项目逆差达到 7.5% 的时候就爆发了金融危机。

2. 汇率政策缺乏灵活性。但是，这也不一定会导致危机。港币是盯着美元的，是货币局制度。但是香港至少没有发生类似东南亚这样的金融危机。但是，另一方面，在金融危机发生之后，如果泰国的汇率制度比较灵活，不是像在 1997 年 5 月份以后那样，大量动用外汇储备，与国际资本相搏，死保泰铢，而是让泰铢贬值，泰国可能会避免危机。即便未能避免危机，危机的程度要减轻许多，也不至于一下子把几百亿的外汇储备全都赔光。又如英国，英国的资本市场、银行体系各方面都是非常好的，也不存在经常项目的逆差问题，但是 1992、1993 年却出事了。这同英国当时的汇率制度缺乏灵活性是有关系的。当时为了参加欧洲一体化进程，英国的汇率制是盯着马克的。在遭受抛空的情况下，为了维持英镑对马克的汇率稳定，英国只能提高利息率。但面对严重的失业，英国政府无法长期维持高利率，这种情况让索罗斯钻了空子。事先抛空英镑的索罗斯大赚了一把。如果英国从一开始就让英镑贬值，索罗斯也就无法从中得利了。

3. 资产泡沫严重。资产泡沫不一定导致危机，但是资产泡沫的破裂一般会导致危机，日本就是明显的例子。另一方面，如果这个泡沫不是特别严重，或银行体系非常健全，则泡沫破灭并不一定会导致金融危机。比如 1997 年香港回归前，香港股市是有泡沫的，但是没有发生危机，最根本的原因是香港的金融体制比较完善。资产泡沫破灭并未拖倒一批银行。

4. 金融体系脆弱。日本的资产泡沫严重，而且金融体系非常脆弱。泡沫崩溃加上糟糕的银行体系，就一定会产生危机。金融体系脆弱使得一个国家无法运用利息率武器来保卫本国货币。香港虽然泡沫破灭，但是由于金融体制比较健全，它没有发生金融危机。在港币遭受投机攻击的时候，又是因为银行体系健全，香港货币当局可以通过提高银行间拆借利息率的办法，反击和惩罚沽空港币的国际投机者。

5. 资本的自由流动。资本自由流动对东南亚国家特别是发展中国家是非常重要的。中国和马来西亚在当时的银行体系的健康状况并不好，中国有大量的债权，资本充足率不足，但是中国没有发生危机，马来西亚存在着大量的资产泡沫，马来西亚到处是房子，到现在还卖不出去，但是也没有发生严重的危机，为什么？因为有资本管制。

总的来说，东亚金融同上述 5 条有关。这 5 条都是非常重要的，但是这里有某种组合问题。首先，一国经济出现 1、2、3、4、5 中的单独一项，都会有问题，但是不一定会出现危机。其次，如果出现 1+2+5 就会出现国际收支的危机，这是墨西哥的例子。再次，如果是 2+5 那么就会产生货币危机，英国就是一个例子。第四，3+4 是发生金融危机的充分必要条件，只要有这两条就一定会发生金融危机，

到现在还没有发现反例。最后,如果同时出现 $1+2+3+4+5$ 那就会发生金融危机、国际收支危机和货币危机。这5条的交集是爆发上述三项危机的充分必要条件,东南亚金融危机就是这样一种综合性的危机,它不是单独的货币危机也不是单独的经常项目危机或金融危机,所以不要简单地说东亚危机是金融危机,而不作具体分析。“幸福的家庭大体相同,不幸的家庭各有各的不幸”,要具体问题具体分析。

对亚洲金融危机的定性可以说是众说纷纭。有货币危机、经常项目危机、资本项目危机、国际收支危机和金融危机等等不同的说法。前面提到 $2+5$ 是货币危机, $3+4$ 是金融危机。日本并不存在着货币贬值的问题,也不存在着投机资本冲击的问题,它就是单纯的金融危机。但“泰国金融危机”则是个综合性的危机。货币危机、经常项目危机、资本项目危机、国际收支危机和金融危机的因素在泰国一应俱全。早期,许多人认为泰国危机是国际收支危机,这并不准确和全面。墨西哥金融危机是典型的国际收支危机。但泰国不是,泰国长期有经常项目逆差,但有逆差不一定有危机。汇率灵活也不一定解决问题。事实上,尽管一直维持经常项目逆差,直到危机爆发前不久泰铢一直面临升值压力,而不是贬值压力。因为资本流入的势头始终很猛。直到1997年4月,泰国政府还在美国成功发行了7亿美元的Yankee债券。资本流向是可以突然发生的。一旦发生就会如潮水般的流入或流出,特别是流出。菲律宾经济是东亚中最糟糕的,但菲律宾却没有发生危机,其原因是因为没有资本流入。没有资本流入自然也就没有危机了。今年4月,泰国原财政部副部长谈到泰国金融危机时,他把泰国的危机总结为资本账户危机,这种总结是有道理的。因为对于泰国来讲,虽然1、2、3、4、5条全有,但是第5条对泰国来讲是非常重要的。他说,他不想把泰国金融危机的原因归结为过早放弃了资本管制,因为“资本管制”是个贬义词;但当时他们没有把资本的流动管理好。恰恰在十年后的今天,泰国再次面临如何管理好资本流动的问题。

中国模式的主要特点

中国的模式有什么特点呢?对比一下,不难看出中国模式与东南亚的模式从非常广泛的意义上来讲是基本一致的。中国模式不过是东亚模式的一种类型。但是中国有一些重要特点。第一,中国也是高投资率,这个高投资率也是用高储蓄率支持的,但是中国的储蓄率高于投资率,不但储蓄率高于投资率,而且中国还引入外资来支持中国的高投资率,这是中国的一个特点。第二,中国高度依赖对外贸易,而且在过去十几年中始终是贸易顺差。与此相关,中国的货币是有竞争性的,特别是1995年实行了汇率改革以后,人民币是非常有竞争性的,这一点毋庸置疑。第三,中国是国有银行支配的金融体系,在东亚其他国家,银行都在整个金融市场当中占了最大比重,中国也是这样。中国同其他国家的不同的地方是银行国有。尽管中国的银行问题很多,但中国老百姓对国有银行的信任程度还是很高的。很难设想在中国会出现系统性的挤兑现象。最后,中国有比较严格的资本管制。严格、有效的资本管制是中国在1997、1998年得以避免金融危机的最关键因素。

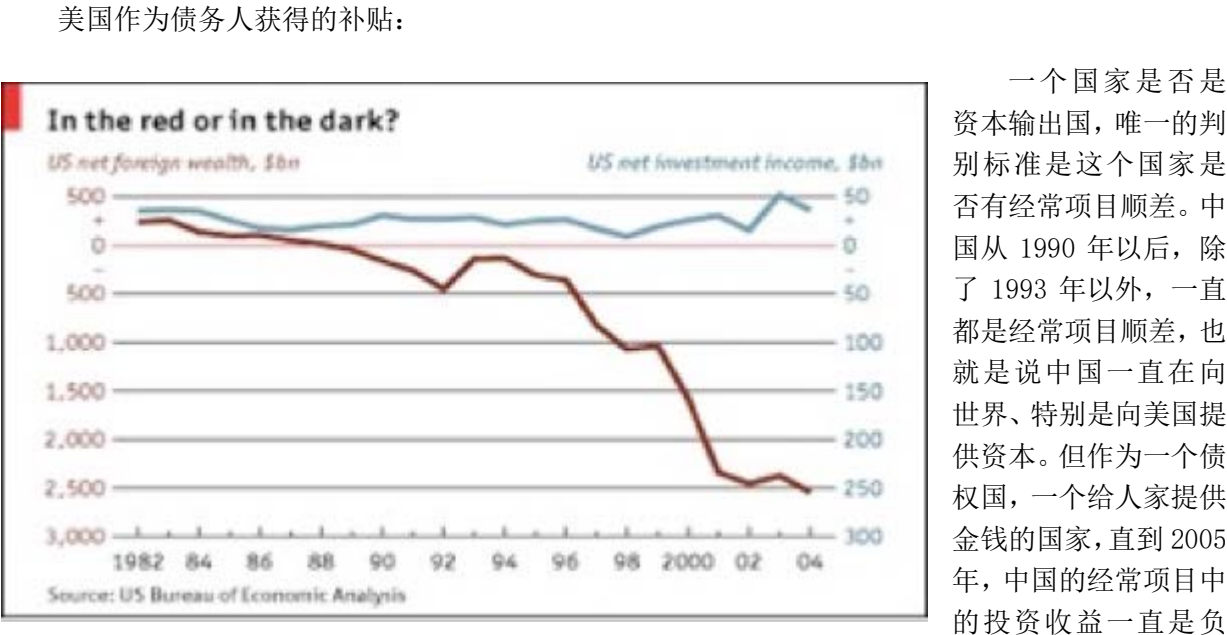
中国模式的优缺点:安全和效率的妥协

中国模式基本上是一种安全和效率的妥协,在两端之间取了一个中间点。中国模式的最大优点是抗御外部冲击的能力比东南亚其他国家都强。事实上,中国模型的设计(如果有设计的话)就是要保证在开放的条件下中国经济不会因外部冲击而出现危机。中国模式的弱点也很明显,就是它的资源配置效率不高,由于中国模式的前两个特点,它就必然要有经常项目顺差和资本项目顺差,这是中国模式所决定的。在模式下,经济规模的扩大必然会导致双顺差越来越大。外汇储备十分重要,较高的外汇储备对中国的经济金融安全是十分必要的。但是另一方面,这种模式的资源配置效率不高。

第一,以人均GDP来算,中国在上世界排名第128位。但是,从2005年开始,中国就是世界第3大资本输出国。穷国没有理由成为资本输出国。第二,中国是世界第三大FDI引入国,但中国并没有把FDI变成了经常项目逆差,这是John Williamson一再强调的:如果要利用外资,就要把FDI转化成经常项目逆差,但我们没有。借钱的国家没有理由不把钱不把钱花掉,以购买外国产品与技术。

第三，中国现在积累的 1.2 万亿美元的外汇储备，构成对美国的巨大补贴。美国的一般教授，比较明白的人，都对目前中美之间的状况非常高兴，希望永远维持这种状况。许多美国政府官员也非常明白这一点。美国对中国施压，要人民币升值，在很大程度上是要迫使中国在金融市场开放上做出进一步的让步。我们的一些缓解升值压力的政策实际上正中美国决策者的下怀。。第四，自从 2002 年以来，美元按照实际购买力来计算，它已经贬值了 20% 以上，以后还会贬值，而且可能会大贬。计算一下，现在 1.2 万亿美元的外汇储备所能购买的东西跟五年前相比差了多少，这是很容易算出来的。萨莫斯说中美之间是“金融恐怖平衡”。但这种“平衡”非常不对称，主动权完全在美国一方。

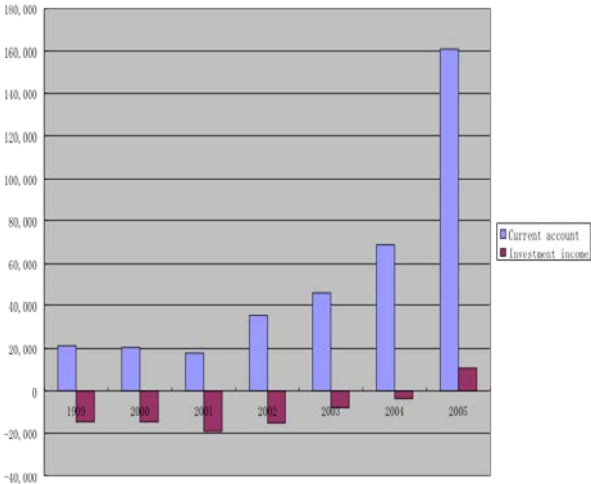
中国不断地用实际资源和血汗交换美国政府的借据。我们之所以会处于这种状态，同国际金融制度的不合理安排有关。由于美元是国际储备货币，中国和其他东亚国家不断积累美元，比美国人还怕美元贬值。只要美元继续充当国际储备货币，美国的消费与投资就不受收入的约束，打个借条就可以了。更有甚者，美国还因它的花钱如流水而得到奖励。美国是世界上最大的债务人，2004 年其净债务是 25,000 亿美元以上，但当年得到的净海外投资收益是 500 亿美元左右。你跟人家借钱，你不但付给人家利息，而要人家给你付利息，这对美国是一笔极为划算的买卖。



的。就是说在此之前，把钱借给别人，不但得不到借钱的收益，相反，债权人还得给债务人付利息。

一个国家是否是资本输出国，唯一的判别标准是这个国家是否有经常项目顺差。中国从 1990 年以后，除了 1993 年以外，一直都是经常项目顺差，也就是说中国一直在向世界、特别是向美国提供资本。但作为一个债权国，一个给人家提供金钱的国家，直到 2005 年，中国的经常项目中的投资收益一直是负的。就是说在此之前，把钱借给别人，不但得不到借钱的收益，相反，债权人还得给债务人付利息。

中国的经常项目盈余和投资收入赤字：



日本并不是以它的投资效益高而著称的，但是同中国相比，日本至少有一个很大的不同：在日本的经常项目顺差中，投资收益始终是正的。从 2005 年开始投资收益顺差超过贸易顺差成了它的经常项目顺差的最主要构成部分。

在维持大量经常项目顺差的同时，投资收益为逆差或仅有少量顺差，有什么值得担忧的地方吗？当然有。一个面临年龄老化、国内投资收益偏低的社会，为了熨平代际消费，必须通过取得外国资产的方式进行储蓄。获取外国资产的过程就是资本输出过程，而资本输出的过程就是实现经常项目顺差的过程。日本多年来的贸易顺差可以看作是日本为迎接老龄社会到来所作的准备。在今后 10~15 年内，中国赡养率的上升将导致中国国民储蓄率的下降。如果届时中国投资收益项目逆差增加或顺差不够大，中国的国民储蓄率必将大大下降，中国就会因投资不足而陷入经济停滞。如果中国在未来 10~15 年不能实现投资收益的大量顺差，中国经济就将因资源跨代配置的失败而陷入困境。这就是说，我们这种模式不但存在资源配置效率不高的问题，还存在不可持续问题。

中国经济的中长期问题

中国的增长模式在过去 20 多年中是成功的，指出它存在的问题并不是否定它的成功。问题是，经过 20 多年的发展，中国经济已经进入了一个新阶段。中国的内部条件和外部环境已经不允许我们继续走老路了。我们需要改变目前的增长模式和发展战略，这是中长期问题。对这个问题政府已经发出了非常明确的信号，也制订了非常明确的计划。在长期调整中有两个关键：一个是要消除各种市场扭曲，取消对外资和出口的各种各样的优惠政策。尽管这些政策一般来说在过去发挥过重要作用，但在新的环境下，形势发生了变化，我们要取消对外资的优惠政策，给自己国民待遇，鼓励公平竞争。公平竞争是非常重要的，过去我们给外资和出口企业优惠，现在我们要把这这些政策改过来。

另外还有一个问题对中国来讲非常重要：要分清市场和政府的功能。政府不应该管它不能管的事情，但是它必须管市场不能管的事情。为此，笔者曾就调整我国的增长战略、增长模式提出过相关的 15 条建议，这里不再赘述。

当前宏观经济形势中的主要问题

目前的宏观经济形势，至少面临着四个问题：第一，经常项目顺差继续增长；第二，通货膨胀率已经超过了 3%；第三，投资的增长速度继续维持在很高的水平上；第四，资产价格飞速上涨。

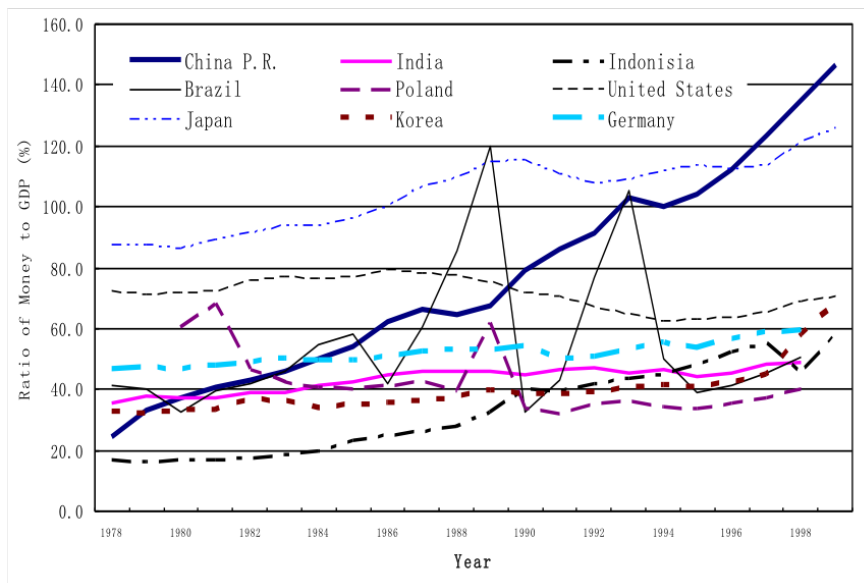
控制流动性过剩是保证宏观经济稳定的关键因素

总的来说，我们的经济现在处于“偏热”状态，大家都认为原因是由于流动性过剩。流动性过剩有各种各样的定义和说法。“流动性过剩”这种说法来自英文的 excess liquidity。所谓“liquidity”原指商业银行所拥有的随时可以用于“投资”（如放贷）的资产。例如，商业银行金库中所存放的现金就是最典型的“liquidity”。excess liquidity 的准确翻译应该是“过剩流动性资产”。其定义为：商业银行所拥有的超过法定要求的存放于中央银行的准备金和库存现金。从这个定义出发，容易看出所谓“过剩流动性资产”就是商业银行所拥有的超额准备金。商业银行所拥有的超额准备金越多，金融体系中的过剩流动性资产就越多。excess liquidity 这个词本身是中性的，不包含是否过多的判断。现在可以约定俗成地把 excess liquidity 理解为流动性过剩。为什么商业银行会持有超过法定要求的准备金（准备金+库存现金）呢？一种可能性是：应付不确定的冲击。其他可能性包括：支付体系不发达，商业银行必须持有较多流动资产（如现金），以应付支付的需要。超额准备金的多少在一定程度上反映了过剩的流动性的多少，流动性是否过剩应该怎么来测量呢？有几种测度的方法。最简单的测度方法是看超额准备金率（用超额准备金除以存款总额）的高低。根据经验，如果中国的超额准备金率是 4%、5%、6%、7%、8% 等等，一般来说流动性是过剩了。但如果小于 3% 就不一定是过剩。流动性是否过剩的第二个比较常用的度量尺度是广义货币对名义 GDP 之比。这个度量尺度还可以从动

态的观点来看：如果广义货币增长速度 — 通货膨胀率 — GDP 增长速度 >0 ，这个差额也可以作为流动性过剩的衡量尺度。例如，如果一国的国民总产值增长速度为 10%，通货膨胀率为 3%，货币供应量的增长速度就应该为 13%。如果该国货币供应量增长速度超过 13%，该国就存在流动性过剩。当然还有其他更多的说法。但综合来看，度量的尺度包括超额准备进率、增长速度、货币市场的利息率、信贷的易获得性等等。当然，还可以从结果上看，就是看通货膨胀率和资产价格的变动。

如果是在一个月以前或者两个月以前，流动性过剩的讲法是不同的。中国的流动性过剩有两个来源，但这两个来源实际上是统一的，是一个硬币的两个方面，这两个方面是可以统一起来的。第一个来源就是长期以来，中国的广义货币的增长速度远远高于名义的 GDP 的增长速度。这就是为什么在上世纪八十年代许多老经济学家所说的“笼中老虎”。当时认为，货币供应增长如此之快通货膨胀肯定要发生，但通货膨胀始终没有发生，这是怎么回事呢？就是老虎进到笼子里去了。广义货币中不仅包括交易媒介（M1），而且包括财富的储存形式面（储蓄存款）。我们既需要使用货币（M1）进行交易，也需要把货币（储蓄存款）作为一种财富的保有形式来持有。在简单的货币数量理论中，货币只是交换媒介，并不具有价值储存功能。所以，按照货币数量理论，货币增长速度如果超过名义 GDP 的增长速度就一定带来通货膨胀（通胀率上升）。但是，如果把货币同时看成一种财富的保有形式，老百姓“要攒钱”，看着人民币就踏实、高兴，货币供应的增长速度超过名义 GDP 的增长速度就可能不会引发通货膨胀。过去就是这种情况：由于中国人有很高的储蓄偏好（原因多多），同时又没有其他的投资渠道，积攒货币、积攒储蓄存款成了中国人生活的重要目标。于是，中国的广义货币占 GDP 的比例达到 160%，多少年以来一直是世界第一。尽管如此，中国没有发生通货膨胀，老虎一直呆在笼子里。

不同国家的—GDP 比值：



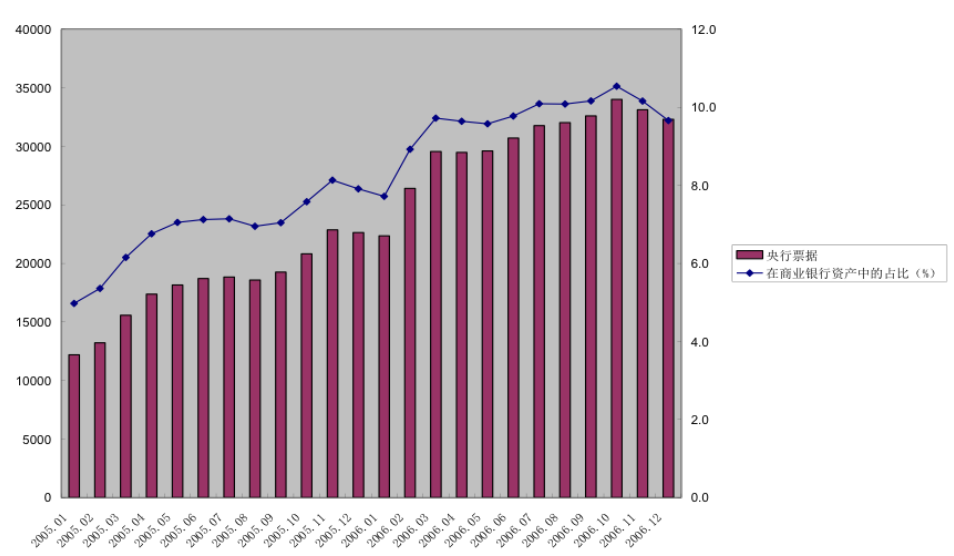
现在情况发生了变化。一方面，利息率很低，实际利息率是零，老虎在笼子里吃不到什么好东西；另一方面，投资机会增加，特别是 5 月 30 号之前股票价格疯涨，取出存款投进股市就赚钱，储蓄存款开始向股市转移，这个过程是非常自然的，因为资本市场可以提供高得多的回报。这后一种情况意味着，中国的货币需求函数发生了变化。在其他因素给定的条件下，货币需求量减少了。“存款搬家”不

一定是坏事。中国需要把融资来源中的资本市场这块做大，但“存款搬家”速度要适度，不能太快。

假设没有双顺差，不存在央行对冲不对冲的问题，中国是否仍然会出现流动性过剩的问题呢？答案是肯定的。因为中国经济中对货币的需求（主要是储蓄存款的需求，其次还有金融创新导致的对现金需求等）减少了。在货币需求减少的情况下，如果货币供应不变，就有可能出现流动性过剩、通货膨胀和资产泡沫。

流动性过剩的第二个来源是中国的双顺差加上人民币升值速度缓慢。第二个来源在过去几年中一直是大家关注的焦点。这几年来每年我们有 1500~2000 亿美元的经常项目顺差，500 亿左右的 FDI。如果人民银行不干预，必然是人民币升值，而且升值幅度相当大。干预外汇市场意味着向银行体系注

入流动性。基础货币的增长，导致货币供应的增长，于是导致流动性过剩。但这里所说的流动性过剩，还并不是现实中的流动性过剩，因为央行同时还做了对冲。如果它充分对冲了，就不会造成流动性过剩。如果对冲过度，还可能会造成流动性不足。因为经济的正常增长需要基础货币有一定程度的增长，现在基础货币增长的唯一的来源是外汇储备增加导致的外汇占款增加。过去一直在说中国存在严重的流动性过剩，这种提法应该加以修正，以免产生误会。这里所说的流动性过剩实际上有两重含义：第一，如果没有对冲，现实中的流动性将严重过剩。第二，由于进行了对冲，现实中的流动性过剩基本得到了控制，但中国的金融体系为此承受了很高的成本，对冲难以为继。中央银行在同时做两件事：一件事情是稳定人民币，另一件事情是执行货币政策。这两件事情放在一起考虑，就可以决定对冲的力度，是百分之百对冲，还是 70%或 80%的对冲。中央银行可以灵活掌握对冲力度，在稳定汇率的同时实行适度从紧的货币政策。由于货币需求的减少，在其他情况不变的条件下，中央银行的对冲力度可能需要相应增加。对央行来说，不存在难以为继的问题，问题是商业银行要承担越来越大的对冲成本。从商业银行的角度来说，对冲是不可持续的。商业银行的资产中如果赢利低的资产占的比重越来越大，那么商业银行的赢利能力就会下降。大致算来，央票在商业银行资产中的比例大概要占 10%左右。此外，准备金率现在是 11.5%，准备金率的利息率是 1.8%，这就意味着商业银行中盈利很低的那一块资产的比例在不断上升。



央行票据占总资产的比重稳步上升：

如果继续对冲下去的话，这个比例还会上升，商业银行可能还有承受力。比较台湾和其他一些地区经济的数字就可以发现这一点，台湾的这个比例比我们现在要高，准备金率也曾经比我们现在在高。但商业银行肯定

不愿意永远这么承受下去，它总是希望把它的资产运用于投资于投资回报率更高的地方。持续的对冲最终将导致利息率的大幅度上升，而大幅度上升的利息率将因外资的流入而使旨在吸干过剩流动性的对冲政策完全失效。

准备金稳步上升	
	adjustment
2003(09/21)	7%
2004 (04/21)	7.5%
2006	8%
2006	8. 5%
2006	9%
2007 (01)	9. 5%
2007 (02)	10%
2007 (03)	10. 5%
2007 (04)	11%
2007 (05)	11.5%

总而言之，中国出现流动性过剩，不仅仅同外部因素（国际收支不平衡）有关，而且同内部因素有关。

前者是双顺差条件下维持汇率稳定的必然结果。后者同货币需求量减少导致的货币供给量相对过剩有关。不管产生过剩流动性的原因是内部还是外部因素，中央银行必须采取升息、对冲、提高准备金率等政策措施恢复货币供给与需求的平衡。

当前形势中值得注意的几个问题

首先是当前流动性是否过剩的问题。流动性过剩应该说是得到了控制，一个重要例证就是超额准备金率已经降到1%左右了。按照最传统、最标准的定义来看，很难说现在流动性还很过剩。但是，超额准备金率下降这样一种结果是许许多多因素决定的，其含义还需要进一步分析。仅仅根据超额准备金率的变化来判断流动性是否过剩还是不够的。如果商业银行的贷款意愿增加（这可能是种种外生因素所致），即便央行并未提高法定准备金率，超额准备金率也会因商业银行贷款的增加（因而银行存款相应增加）而下降。在这种情况下，超额准备金率的下降并不意味着超额流动性已被吸干、央行不应该继续使用提高准备金率的方式抑制流动性过剩。在目前情况下，判别流动性是否过剩还是要看通货膨胀率和资产价格（股市和房地产）的变化。当然，其他信息也不能漏掉，特别是通货膨胀率指标有滞后性。总的来说，中国依然存在流动性过剩的问题，但流动性过剩的程度也不是很高。

第二个问题是5月30号之后股市市场发生了变化，今后会怎么办？对资产价格的变化是否应该调控？央行货币政策难以以资产价格为目的，因为资产价格的波动十分猛烈，货币政策最忌缺乏稳定性，不应该、也难于根据资产价格的变化而逆向变化，以CPI的增长速度作为货币调控目标是有问题的。在西方通货膨胀率分核心通货膨胀率和总体通货膨胀率（core inflation 和 headline inflation）。西方的货币政策是针对核心通货膨胀率，即不考虑食品和石油价格的通货膨胀率，因为食品和石油价格波动太厉害，不能老跟着它们变。中国的CPI包括了食品和石油价格，因而中国货币当局对CPI波动的反应可用稍微滞后一些。央行对资产价格的政策应该是“关注”，但关注并不意味着袖手旁观。政府不应该惧怕对资本市场进行干预，在必要时甚至应该敢于采取非常规的直接干预。以股市为例，制度建设是中国股市稳定发展的基础。在正常情况下，政府只是市场的“守夜人”，政府应该尽量减少对于股票市场的干预。但是，在非常时期，如果股市疯涨，泡沫严重（这并不是无法判断的）或股市面临崩盘的危险，政府绝对不能听之任之，必须“该出手时就出手”。香港政府在港股发生灾难的时候的做法就是一个很好的例证。政府可对资产价格的波动预设一个不宣布的大区间，资产价格超过这一区间就加以干预，以保持资本市场的稳定。

第三个问题是中国的投资增长速度是否过高。这本来是一个没有什么争议的问题。但最近许多经济学家提出，中国投资的边际效益很高，因而应该继续进一步提高而不是降低投资的增长速度。这样一来，中国投资增长速度是否过高又成了一个有争议的问题。投资边际效益高很可能是各种价格扭曲的结果。同时，在历史上，在经济增长速度较高时期，中国投资的效益一般都是较高的。中国的投资效益基本上是顺周期的。投资增速是否过高，投资率是否过高似乎是不能通过投资效益来论证的。但无论如何，中国的投资增长速度是否过高确实是一个应该进一步研究的问题。由于缺乏令人信服的数据，在这方面很难进行有益的国际比较。我个人认为，在能源与原材料消耗大大超过国际标准的情况下，如不考虑周期性因素，中国投资效率很高的说法难以令人信服。抑制投资过热依然是我们应该继续坚持的政策。

此外，中国目前的外汇管理问题、特殊国债的发现问题的发现以及央行与财政部在执行货币政策与汇率政策的分工问题、通货膨胀问题和资产泡沫问题等等也是十分值得关注的。本人已经就这些问题发表过一些不成熟的看法。这里不再赘述。

中国是否面临一场东亚金融危机式的危机？NO！

中国是否面临一场东南亚式的金融危机呢？否！中国离这一天还远得很。但居安思危，防患于未然十分必要的。我们有必要设想各种各样的危机演进预案。这样我们才能避免危机，才能处变不惊。

为了避免危机的发生、发展并对经济造成致命的打击，我们需要建立多道防线：第一道防线就是确实要吸干过剩的流动性，以确保经济稳定，不发生严重通货膨胀和资产泡沫。第二道防线是要坚持把银行改革做下去。我们已经取得了很大的成就，但是并不巩固，因为如果宏观经济形势逆转了、变坏了，我们现在银行是否还能有一种非常好的表现呢？第三道防线就是跨境资本流动的管理必须要加强。现在由于资本是流入，所以大家不太在乎，好像不会形成危机。但资本进来也会有问题的。有几点应该特别明确，就是资本管制或者资本管理在中国并不是无效，它是有用的，有一些人说资本管制无效，干脆扔掉算了，笔者认为不应该这样。在东南亚金融危机期间，中国银行体系有不少问题，但是中国没有发生危机，就是因为我们有资本管制，这一点是非常重要的。虽然我们的管制有很多的漏洞，但实际上还是有效的，这是已经经过证明了的。另外，对“严进宽出”这样的提法我们要做更为全面的理解！现在投资资本正在源源流入中国，以便人民币升值一旦到位，便在充分获利之后迅速撤离。如果我们能够使投机资本确信，想跑并不是那么容易，投资资本的流入将会大大减少。有关方面应该在这方面制定出可信的有威慑力的方针。资本管制是中国金融稳定的最后一道防线，这一道防线守住了，中国绝对不会出事，这道防线守不住，我们就有可能出事。而资本管制的彻底放弃，即人民币的自由兑换，应该是我们所有市场化改革的最后一步，其他没干完之前绝对不能做这个事，这一步迈出去，就意味着我们市场化改革已经基本结束。

为了说明为什么我们不能放弃资本管制，可以简单算一笔帐。现在的人民币存款总额大概 17 万亿左右，相当于 2.3 兆美元。在正常的情况下，人们是不会仅仅持有本币资产的。比如在香港，香港人资产中的相当一部分是外币资产，不是港币资产。凭心而问，如果人民币是可以自由兑换的，人们是不是会把一部分资产兑换成美元、英镑或者日元的资产？可以肯定是的。人们不会百分之百的换，因为人们对国家是有信心的，但是人们总是想以防万一或者有点事情需要外汇，把部分（如 20%）的人民币资产换成外币资产。换 20%就是 4000 亿美元以上了。据说，中国 80%的储蓄存款是由 20%的储户拥有的。如果此言不虚，一旦人民币自由兑换，中国“存款搬家”（不是搬到中国股市，而是搬到外国金融市场）的规模就将是更为巨大的。与此同时，中国的 FDI 存量是巨大的。外国人的钱总是要走的。即便本金不走，利润也是要走的。假设中国 FDI 存量是 5000 亿美元，外企的利润率是 20%（世界银行认为跨国公司利润率是 22%），年流出量为 1000 亿美元。如果我们认为世界银行高估了跨国公司的利润率，假设利润率只有 10%，那也有 500 亿美元。中国现在的短期外债是 1690 亿美元左右。你把所有这些项目加起来应该不少于 6000 亿美元。如果在某一年，由于某种原因，中国经济出了问题。而此时恰逢中国实行人民币自由兑换，或资本管制已经不复存在，你可以想象中国将会发生什么事情。如果大家决定把这相当于 6000 亿美元的人民币换成外汇，其他人跟着凑热闹，资本的外流量就是极为巨大的。在短期内资金大量流出，人民币就会大幅贬值。如果人民币贬值，大家就会更急着把人民币资产换成外汇资产。在这种情况下，中国的外汇储备再多也无济于事。因此，我们不得不防，因为中国这个国家太大，出了事没人能救我们。

中国风险之辩：探寻经济增长的真实逻辑

来源：FT 中文网(2017-08-07)

作者：韦森(复旦大学经济学院教授)

1978 年来，中国经济已经历了近 40 年的快速恢复和增长。按照中国国家统计局的官方数字，中国的名义 GDP 总量已从 1978 年的 3678.7 亿元人民币（按当时外汇比价为美元 2138.8 亿美元），上升到 2015 年 685,506.0 亿元（110,082.3 亿美元），中国的人均名义 GDP 也从 1978 年的 222 美元上升

到 2015 年的 8,028 美元。无论以何种统计口径计算,也无论与近代和当代历史上世界各国各时期经济增长速度相比,还是与中国中央计划经济时期以及前苏联等中央计划经济国家的经济增速相比,1978 年改革开放以来尤其是 1994 国有企业市场化改革以来中国经济都保持了一个高速增长时期。

然而,自 2012 年开始,中国的实际的和潜在的 GDP 增速都在下降。如何看待和面对中国近 40 年经济高速增长之后经济增速的下行?中国经济正在进入一个中速增长时期,乃至在未来会进入一个中低速乃至中低速增长,应该像任何一个经济体一样都改变不了的自然趋势。但是,在经济增速下移的大趋势中,中国政府在当下的中国经济成长阶段上应采取什么样的宏观政策?这些既是一些现实问题,也实际上是一些理论问题。这部文集汇集了自 2009 年以来笔者作为在国内和平面媒体上发表的一些文章和长篇访谈,论及了自 2009 年以来作者个人对中国经济的整体看法。一些对中国经济增长的看法和判断,已经被近几年中国经济的实际发展所证实;一些个人的想法和宏观经济政策的猜想(如降低中国的宏观税负),也实际上也是中国政府已经实行和正在要做的事情。

按照这几年自己发表文章的时间顺序和中国经济的现实发展,本书分成上下三篇。第一篇汇集了自 2009 年以来笔者自己在国内外媒体上发表的关于中国经济当下格局和长期增长前景的判断。根据自己对世界经济史的一点知识和对当下中国经济发展现状的一点观察,笔者在 2012 年上半年就提出,中国经济增速正在下移,正在从一个高速增长时期下降到一个中高速乃至中速增长时期。1978 年以来的市场化改革后,中国经济在整体上迅速完成了这一轮科技革命发展阶段上的工业革命过程,在当下世界经济的格局中,中国经济的增速应该下行是一个自然趋势。根据这一判断,在过去几年的一些媒体和讲演中,对自己觉得合宜的政府宏观经济政策谈了自己的一些看法。这方面的文章被汇集在第二篇中。而这些想法,都是笔者作为一个经济学研究者自己感觉是对中国的现实经济运行而做的一些评论,而与每年中国政府实际宏观经济政策和实际的经济管理并没有直接的关系。譬如像减税,自 2010 年年初在《理论学刊》上发表“减税富民:大规模产能过剩条件下启动内需之本”一文以来,笔者已经在一些平面和网络媒体连续呼吁七、八年了,但直到 2016 年 6 月 26 日中共中央政治局会议做出降低中国的宏观税负的决议之前,减税一直没有成为中国政府的一个宏观政策选项,乃至到目前为止,各级政府如何落实中共中央政治局关于降低中国宏观税负的大政方针,仍然是个未知数。在政府采取什么宏观经济政策,当有政府自己每年的经济形势和各方面的综合考虑,但这并不能影响我们作为一个经济学人就应该讲出自己认为是对的和合宜的宏观经济政策。

同样,在这些文章中,笔者也对政府实际采取的一些宏观经济政策讲述了自己的理解。比如,自 2010 年下半年开始,中国央行为了控制信贷规模和通货膨胀率的抬头,曾连续 13 次上调商业银行存款法定准备金率,曾在 2011 年 11 月一度调高到 21.5% 的高位。即使自 2014 年 12 月之后,央行 6 次降低了法准金,但是到目前为止,大型商业银行的储蓄存款的法准金仍然处在 17% 的高位。与世界上其他国家尤其是一些发达国家相比(许多发达国家的央行已经没有商业银行存款法准金这个货币政策的数量控制选项了),中国央行对商业银行储蓄存款的法准金一直保持在 17% 以上,这说明中国央行的货币政策一直是在“从紧”,一直在控制贷款规模和广义货币的再创造。仅此而言,可以认为,中国央行这些年已经为控制广义货币的增加尽了最大的努力。但是,央行的这些货币政策并没有阻止中国的广义货币从 2010 年年底的 44.63 万亿元增加到 2016 年年底的 155.01 亿元,净增了 110.38 万亿元。到 2016 年年底,中国的 M2 与 GDP 之比也高达 2.08,这在世界上应该差不多是最高的了(但低于我国的香港和台湾地区)。在央行对商业银行的储蓄存款法定准备金一直在 20% 的上下,社会各界很多人都还在大骂央行在“超发货币”。这背后的故事到底是如何发生的?怎么在如此高的法准金的央行货币政策下,中国的广义货币还在过去十几年中还每年大致都在一个 15% 上下的速率在增加?这背后的机理到底是怎样的?基于凯恩斯本人和后凯恩斯主义的内货币理论,笔者在几年的评论中一直认为,在现代各国的“记账货币”的货币制度中,是商业银行贷款在创造存款,存款结余在商业银行的存款账户中就变成了广义货币。基于这一逻辑,笔者一直认为,中国广义货币的增加,其主要原因除了随着 2007 年中国的外汇储备增加而导致央行结汇而被动增发基础货币外,是在过去十几年中

国经济的快速增长时期，巨量的各类固定投资引发了巨量的银行贷款，而贷款到了卖方（企业和个人）在商业银行的存款账户中就变成了广义货币。这即是说，目前中国 155.01 万亿元的广义货币主要是在中国经济和投资扩张时期而“内生”出来的，这并不是央行的货币政策所能控制得了的。因此经济运行的现实逻辑是，控制不了投资，就控制不了贷款，在经济增长时期，也就控制不了广义货币的增长。且在中国经济增长高速时期，商业银行贷款的增加一方面反映为商业银行的储蓄存款的增加，最后表现为中国广义货币的增加；另一方面，在广义货币快速增加的同时，企业、政府和居民部门的负债也在更快地扩张时期。这是一枚硬币的两面。在这种货币创造机制中，货币市场上货币的多少，并不能只看广义货币数字的多少，而是要看商业银行内部可贷资金的多少。从货币内生理论来看待中国经济，对理解中国政府的宏观经济政策是一个根本性的观察点。基于这一点，也就能理解在第二篇中笔者自己觉得政府应该采取的一些合意的宏观经济政策想法了。

另一方面，在理解中国政府的财政政策方面，我们觉得各方面的误识更多。尤其是关于中国的税负水平到底如何，以及在中国经济下行的情况下政府要不要减税、有没有减税的空间和可能，在这方面政府机构和民间的争议很大。按照国际货币基金组织（IMF）发布统计口径测算，2014 年和 2015 年中国宏观税负分别为 30.5% 和 30.1%，于是有人就简单地认为，目前中国宏观税负低于世界平均 38.8% 的水平，既明显低于发达国家平均 42.8% 的水平，也低于发展中国家平均 34.4% 的水平。但是，按照中央党校周天勇教授和其他专家的计算，中国的宏观税负目前应该在 37% 左右，许多专家的计算也大致是如此。这显然高于发展中国家的平均水平。笔者认为，判断中国的宏观税负高低，一是不要简单地与发达国家的平均水平相比。目前中国才刚进入中等收入国家，人均 GDP 到 2015 年也只有 8028 美元，与超过两万多美元以上的高收入国家的平均 42.8% 的宏观税负相比，实际上没有可比性。二是发达国家宏观税负高，他们也大多是高福利国家，政府用在国民教育、居民医疗和健康保险、民生和社会福利上的财政支出份额要比我们国家高许多。第三，判断中国的税负水平高低，要与在我们经济的现在发展阶段上与中国的贸易结构差不多的东亚国家和地区相比。尤其是我国的台湾、香港和韩国都进入了世界上的高收入国家和地区之列了，但是他们的宏观税负都比我们中国大陆低很多。与它们相比，我们中国大陆的宏观税负确实是很高了。另外，看目前中国的税负重不重，并不能用国际上通用的宏观税负高低来做简单的比较和衡量，而是主要要看企业的税负重还是不重。中国的企业总税率高，即企业的全部税收与利润之比高，在世界上目前差不多已经是最高的了，这应该是个不争的事实。如果再加上中国企业再向政府缴纳的税之外还必须缴纳数百种各种费，中国企业的总税费负担应该是世界上最高的了。还有，中国的宏观税负重，乃至中国企业的总税率重，中国企业的杂费负担重，并不仅仅反映在中国企业所缴纳的单个税种——如增值税——高以及还有几百种各种各样的费很重，而是主要还是由于中国企业的平均盈利水平和资产回报率低。其主要原因是：经过过去十几年的中国经济快速增长时期，（1）中国制造的单位劳动力成本与同一个发展阶段上的其他国家相比乃至其他中等收入国家甚至高收入国家相比增加很快，且已经很高了，（2）中国的企业真实借贷利息和融资成本很高，远远高于发达国家的低利率、零利率甚至负利率的一般水平。（3）再加上在过去十几年中中国的人民币一直在随美元升值而升值，导致中国大量出口企业的竞争力正在下降。这些因素加起来，再加上中国企业的税费负担极重，结果就导致中国企业的平均利润率和资产回报率很低。这样相对于中国企业的税费负担而言，中国企业的总税率就确实很重了，差不多已是世界上最高的了。正是基于这一判断，我认为，2016 年 7 月 26 日中共中央政治局决定在未来中国要从整体上降低宏观税负的决定是完全对的。这也是我近几年一直呼吁政府减税、尤其是要降低企业税费负担的主要考虑。

收入本书第三篇的文论主要是笔者为国内一些著名经济学家吴敬琏、张维迎、林毅夫教授和张军教授等所写的书评，这些书评实际上都是一些公开在报刊杂志上发表的学术文章，而主要的论题大都与如何理解 1978 年改革开放后中国经济近 40 年的高速增长有关。在这几篇书评中，我都反复强调一个基本观点，1978 年尤其是 1994 年以来中国所不断推进的市场化改革，即从一个中央计划经济体制向市场经济体制的社会转型，才是过去近 40 年中国经济高速增长的最根本和最基本的原因。中国人

智慧、勤劳、具有创造力和工匠精神，且在给定的市场经济环境下也不缺乏企业家精神。但是正是由于在 1978 年之前所推行的近 30 年的计划经济制度，使具有 9.6 亿多人口的中国的 GDP 总量才只有 3678.7 亿元人民币，中国人均 GDP 也只有 222 美元，在当时是世界一个极其贫穷落后甚至大多数国人还很难吃饱肚子的国家。正是有了过去近 40 年步履维艰的市场化改革和对外开放，我们才逐渐把约束和窒碍中国市场经济成长的经济制度改革和扬弃掉了，这才有了过去 40 多年的中国经济的高速增长。历史不能假设。但是今天我们仍然可以回头问这样一个问题：如果我们今天还仍然采取 20 世纪 50 年代从（前）苏联引进的中央计划经济制度，如果今天我们仍然闭关锁国，那当下整个中国将会是一个什么情形？如果是那样，我们会有过去近 40 年的高速增长和人民福利和生活水平如此巨大的提高吗？20 世纪的实际的大范围的世界历史尤其是中国近 40 年的改革史已经充分表明，20 世纪长达 70 余年的世界范围的中央计划经济实验，实际上是人类社会历史发展史上的一场大灾难。近代和当代世界历史也充分证明，惟有市场经济才是人类迄今所能发现的能蕴育经济增长和人民福利不断增进的一种资源配置体制。

是，也毋庸讳言，虽然当代中国已经进行了近 40 年的市场化改革，中国经济到今天为止从整体上来说基本上已市场化了，但是，中国的经济和政治体制改革和社会转型还远远没有结束。深化中国的经济与政治体制改革，建立起一个法治化的市场经济国家和现代国家制度的道路很漫长。故此，我们认为当代中国社会还仍处在一个大转型的过程之中。尤其是我们国家的基本制度和政府管理体制还有着许许多多的计划经济时代的制度遗产，一些计划经济时代遗留下来的意识形态和政府行政管理方法和理念还深深存在于我们政府官员的思维和实际社会管理之中。这些计划经济时代的体制和观念遗产，有些已经随着过去近 40 年不断推进的中国市场化改革而发生了转变和变异，但有些正在成为未来中国经济增长和社会发展的障碍。深化经济与政治体制改革，建立一个符合人类经济社会运行基本法则和且能增进全社会人民福祉的现代国家制度，仍是当代和未来中国所必须面对和解决的问题。故本书所汇集的这些文论，虽然看起来是研究和评论当下中国经济运行的现实和理论问题，但实际上也是在反思未来中国当走的社会发展道路。

当代中国还在深化改革和社会转型的半路上。笔者相信，只有当代中国完成了自己的现代社会转型，即按照《中华人民共和国宪法》第五条的规划建立起了一个法治化的市场经济国家，未来中国经济才会有稳定的和可持续的长期增长，绝大多数国人的福祉才能不断地增进。

（本文为韦森《中国经济增长的真实逻辑》的序言，近期由中信出版社出版。）

强势人民币能持续多久？

来源：FT 中文网(2017-08-03)

作者：刘利刚、余向荣(花旗银行经济学家)

年初以来数据表明，人民币稳健的走势大大超乎市场预期。特朗普新政面临很多新的不确定因素，美元指数大跌，本周人民币中间价低开 90 个基点，报 6.7283 元/美元，而周一即期市场收于 6.7290 元/美元，创去年 10 月中以来新高。今年前七个月，美元指数下跌了 8.8%，而外汇交易中心人民币指数从五月低点反弹了 0.63%，总共只贬了 2.2%。截至 7 月底，人民币对美元升值了 3.3%，与去年创纪录 6.5% 的贬幅以及年初较为浓烈的贬值预期形成鲜明对比。

那么，人民币后市如何？中国宏观基本面是否已变得有利于人民币币值稳定？人民币还会面临

更大的升值压力吗？

经济基本面可能变得更加有利于人民币。上半年，中国 GDP 同比增长 6.9%，形势好于预期。同期，CPI 上升 1.4%、PPI 增长 6.6%，通货膨胀风险依然较低。而且，去产能政策叠加周期改善使企业盈利强势恢复，企业部门资产负债表得以修复。上半年 22% 的工业企业利率增长，是与 2016 年的 8.5% 和 2015 年的 -2.3% 截然不同的。虽然环比有所放缓，最新的 PMI 数据仍然显示了较为稳健的生产和需求动能。下半年，基建和制造业投资有望保持稳健。尽管近期销售放缓引发诸多关注，但房地产投资有望继续显示它的韧劲。同时，我们预期消费仍将保持强势。虽然中美贸易不确定性增加，我们在没有贸易战的基准情形下仍对总体贸易形势保持乐观——当然，进口可能更强一些，使得净出口对 GDP 增长的直接贡献仍然为负。总体看，周期改善的速度可能放缓（尤其若以受基数效应影响的同比增速衡量），但是势头应不会改变。我们近期上调全年 GDP 增速预测至 6.8%，相信中国今年有望在 2010 年以来连续六年下降之后迎来首次全年 GDP 增速上升。

政策环境有望更加平稳。我们相信监管收紧的高峰已经过去，或在下半年迎来适当的缓解。在全国金融工作会议之后，所有监管机构都表态要在新成立的金融稳定发展委员会下加强监管协调。这有利于避免无序去杠杆带来金融不稳定以及风险溢价抬升的情况。人民银行强调保持稳健的货币政策，从六月中以来强化了公开市场操作，并在七月份进一步加强。七月，央行通过公开市场操作和中期借贷便利共投放流动性 4730 亿元（而六月仅为 1070 亿元）以平滑季节性因素对流动性条件的影响。若无明显通胀压力，央行收紧货币政策的空间应该有限。在“十九大”之前，监管机构应会尽力保持金融市场的稳定运行。

贬值预期可能缓解，甚至出现升值倾向的回归。在连续五个月升值之后，人民币升值预期可能随着国际收支数据的改善而开始出现。在资本账户下，对于资本外流的监管依然存在，近期尤其关注海外并购项目，而资本市场对外开放以鼓励流入的努力还在持续。随着对企业海外债券融资监管的放松，中国外债总量重回增长，或是外债偿付周期见底的信号。我们的监测显示资本净流出已从一月 741 亿美元的高位回落至七月的 280 亿美元。银行代客结售汇也更加趋于平衡。在经常账户下，中国货物贸易盈余依然可观，上半年为 1880 亿美元，而且相当一部分出口收益仍以美元存款形势持有。往前看，鉴于中国与其他经济体之间显著的利差，出口企业可能会将更多的美元转为人民币。相应地，中国接近 8000 亿美元的外币存款可能出现下降。此外，央行近期在人民币中间价形成机制中引入了“逆周期”调整因子，可以更有效地平抑单边贬值预期，实现外汇供求平衡。这些催化因素可能促使市场在未来五个月中继续修正人民币预期，尤其如果美元延续当前疲弱的形势。

总体来看，这些因素意味着人民币有望保持稳定，甚至面临一定的升值压力。我们预期人民币兑美元年底之前在 6.7 至 6.9 的区间内波动。从时间上看，人民币在 11 月中之前可能表现出较强的动能以及更多的升值倾向，而在年底可能有所走软。

当然，一些外部事件可能对人民币市场造成干扰。例如，中美关于钢铁贸易的分歧使得双边经贸对话陷入停滞，给双边贸易形势蒙上了阴影。如果中国不能如期把控朝鲜半岛形势，这可能给中美关系带来不确定性。而接近年底，美联储加息以及关于明年初个人购汇的潜在担心也可能使得市场情绪受到压制。虽然对于人民币走强是否可持续存在各种怀疑，但我们预计年底之前它是有较为有利的宏观基本面和在岸离岸利差支撑。但这种汇率的稳定也得益于对资本外流的管制，而管制的沿续也跟资本流动的平衡有关。我们认为如资本净流入转正，外汇储备持续上升，人民币升值压力加大，资本流出的管制也会逐渐放松。这样一来，人民币在明年也会增加波动，短期震荡贬值不可避免。“十九大”之后，中国经济改革的政治意愿加强，改革路径变得更加清晰，再加上中国资本市场更加开放，人民币中长期依然是个升值货币。

中国经济周期之辩：价格因素的视角

来源：FT 中文网(2017-08-04)

作者：章凯恺(FT 中文网撰稿人)

最新公布的 2017 年 2 季度当季不变价 GDP 同比增速 6.9%，而当季现价 GDP 同比增速为 11.1%。后者是个容易忽略的指标，直接将名义 GDP 做现价同比，可以直观地反映出价格因素的力量。该指标已经连续 3 个季度明显走阔，近 2 个季度增速均超 11%。历史上看，这种增速裂口的扩大往往预示着新一轮经济周期的展开，如 2003 年前后，以及根据现有数据推测的上世纪 90 年代初期。如果把经济分为以周期品为代表的“老经济”和以消费和服务为代表的“新经济”，有不少证据表明，眼下价格因素正同时在老经济和新经济中发挥着重要作用，支撑着部分靓丽的名义数据。

价格的喧嚣

“老经济”方面，最新公布的 1-6 月民间固定资产投资增速 7.2%，较 1-5 月的 6.8%有明显增长，与 6 月份钢铁水泥等价格上涨具有较高一致性。事实上今年以来民间固定资产投资增速与 PPI 同比增速的相关性一直较高。工业利润方面，2017 年 6 月的工业企业利润累计值比去年同期增长了 6300 亿元，考虑到今年截止到 6 月的累计工业企业营收规模超过 60.5 万亿元，营业成本规模约为 52 万亿元，5 月的 PPI 累计值为 6.8%，简单估算可知收入与成本之差中价格因素的影响规模在 5300 亿元左右，对利润增量贡献度超 84%；而 5 月份价格因素对利润增量贡献率同样超 80%。显然价格因素在今年靓丽的工业利润数据中扮演着关键角色。

自 2010 年起，工业企业利润同比数据就与能源类商品价格指数走势同步性很强，价格因素已显威力，而供给侧结构性改革则令价格波动明显加强：大连商品交易所的焦煤指数、焦炭指数和铁矿指数在 2016 年 9 月中旬后的两个月时间内几乎翻倍。

强大的价格上推动能和预期对企业利润的刺激作用是强大的，与通货膨胀初期上游企业的经典特征基本吻合。涨价催生的局部经济热潮带来了明显的益处，除了工业企业利润数据大幅改善（对应整体行业快速扭亏）、工业增加值数据的稳定向好（对应实际工业生产秩序的稳定）、应收账款净额同比重拾升势（对应工业企业信用链条的重新运转扩张）等等账面利好外，它及时地避免了一场潜在的上游工业企业债务危机的爆发。

将视野转到“新经济”，2017 年 5 月名义社会消费品零售总额同比增长数据为 10.7%，实际当月同比为 9.5%，而近一年的月度实际同比数据中有 9 次在 10%以下，这是 2005 年之后的首次。虽然消费对经济增长的贡献度在提高，但是抛开价格因素，消费并没有出现加速增长的迹象。服务方面，以北京和上海为例，北京市统计局公布的 2017 年 1 季度文化、体育和娱乐业产值数据的可比价同比增速为 0.5%，而当期现价增加值算出的增长幅度为 4.5%左右（ $114.8/109.9-1$ ）；上海市的数据同样指向类似结论，2017 年 1 季度社会服务业主要指标中，文化、体育和娱乐业可比价口径同比增长 20.8%，当期现价口径增长为 34.2%（ $130.27/97.1-1$ ）。

“新经济”的概念在国内恐无先例，而与美国八九十年代的“新经济”相比，科技创新提高劳动生产率，高科技企业高利润高投资且压低通胀率（著名的摩尔定律），政府减税和节省开支，全球化带动市场扩张和节约成本，这些背景中国眼下并不具备。新经济促进就业方面，中国呈现一定网络化和蓝领化特点，也与当时美国高科技化有客观差距。我们所谈论的新经济在某些方面明显缺乏质量。广义通胀的压力不在眼下，却可能并不遥远。太阳底下没有新鲜事。如果说中国“新经济”的体现形

式中价格因素的影响水平持续偏高，那么“新经济”就是通货膨胀式经济增长在一小段历史时期的一个别名，其本质没有不同。

金融市场的神奇预见性？

站在2017年7月时点往回看，一年前债券市场认定经济增速和广义利率水平将再下台阶，整体也不认可不买账产能过剩行业的债务主体，试图通过自己的自洽行为来为维系债券市场牛市，结果却迎来逆转。过去半年多时间，十年国债到期收益率从2.65%最高上行100bp至3.65%，令美联储的渐进式加息相形见绌。

债券市场的反应暗示着更高广义通货膨胀水平的可能性。局部通胀蔓延到全面通胀的风险是真实存在的：上游的涨价传导至中游和下游并非难事。企业作为价格信号的传递者，没有动力也没有能力牺牲自己的利润空间来阻止信号传递，尤其作为非短期经济行为的集体而言。事实上在2017年1季度已经出现过家电企业和手机企业的试探性涨价；工业汽车行业由于用钢量大，在钢铁连续涨价的背景下也出现选择减少折扣的方式变相涨价；化工品受煤炭价格上涨影响也一度出现大范围价格普涨。传导的渠道和链条被证明是存在的，后因2季度上游商品价格回落而不了了之，未能持续有效传导。事实上当前煤炭价格的持续上涨已经令发电企业招架不住。煤企的重新景气和高利润对应着的是发电企业的巨大经营压力，电价上涨或成为其少数选项之一，新一轮的涨价传导苗头隐现。

在历史上，中国金融市场表现出较强的预见性是有较多例子的，如2009年的股市走牛领先于当时主流宏观研究对经济复苏的认识、2016年新能源车和半导体板块的走强也与后续智能驾驶的实际发展相呼应；2016年4季度至今螺纹钢等商品期货的多轮大幅上涨总能被滞后的库存和利润等基本数据证实；而债券市场2004年和2013年等年份长端国债利率的高企确实也与随后数年广义通货膨胀的走强相一致。

商品市场发出的涨价信号过于明显，不作赘述。股票市场也同时在发出强烈信号。以行业的资产负债率为横轴，以2017年7月14日之前一个月的中信行业指数涨幅为纵轴做散点图，可以看出清晰的正相关关系（相关性系数为0.60）：资产负债率最高的银行行业（92.7%）涨幅达10.1%，非银（85.1%）涨幅8.8%，钢铁（65.5%）涨幅9.2%；而跌幅靠前的板块为传媒（35.4%）跌幅-4.4%，计算机（37.3%）跌幅-2.1%。以资产负债率作为涨跌幅的决定因素可能提供了一种理解股市的补充视角：如果后续广义通胀水平高企，高负债率的企业在中期可能享受到“变相债务豁免”的福利，而不再是过去数年经济下行阶段“企业负担”的代名词。而这种预期，如果真的存在，在之前的市场中可能并不强烈。短期内快速的预期变化使得股价出现波动。

潜在影响

哪怕真实经济进程只是朝着高广义通胀的方向迈进半步，也会对各类资产产生深远影响。从风险管理的角度，认真研究广义通胀的走向具有较高价值。对于房地产，涨价预期的自我实现效应可能依然强烈，而未来随着新的房地产投资和去库存周期的发展，限制性政策也有望转向友好。对于债券市场，通胀无疑是最大利空，但由于过去半年多债市的快速调整已经对潜在的利空因素有一定消化，除非中期看到CPI中枢的明显抬升，市场崩溃式的下跌也难再现。好在债券市场有丰富的权益性质资产如可转换债券、可交换债券可供配置交易，还有足够的做空对冲工具可供管理风险，目前的债市投资者已有足够的工具面对任何市场环境。更多地依据市场环境变化而调整的适应者才能更好地生存，所谓“兵无常势，水无常形”。

新闻快讯

8 月外储余额为 30915 亿美元 逾三年来首现七连涨

来源： 每日经济新闻 (2017-09-08)

作者： 张寿林

9 月 7 日，央行数据显示，8 月末，我国外汇储备余额为 30915.27 亿美元，环比增加 108.07 亿美元，这也是逾三年来首次出现连续 7 个月上升。

不过 8 月增幅有所下降，7 月增幅为 239 亿美元。交通银行(601328, 股吧)金融研究中心高级研究员刘健分析，此前几个月回升主要得益于汇率估值效应，8 月资本流入对外储的贡献可能首次为正。

8 月美元指数小幅下跌 0.3%，刘健分析，汇率估值因素对外储的贡献较小。但 8 月美、欧、日等国债收益率均不同程度下跌，债券价格上涨带来外储收益估计 50 亿~80 亿美元。8 月人民币汇率突破 6.7 关口后，可能带来部分止损盘的平盘及企业结汇意愿上升，部分人民币空头可能转为多头，带来资本净流入，预计由于资本流入来的外储增加 30 亿~50 亿美元。

结售汇小幅逆差有望延续

华泰证券(601688, 股吧)首席宏观分析师李超团队此前分析，外汇储备的连续增长将会给人民币汇率带来信心，短期内做空动能减弱。

从已公布的外汇占款数据来看，外汇占款降幅不断缩窄，7 月降幅仅 46 亿元。按照这一趋势，交通银行金融研究中心高级研究员刘健预计，未来 1~2 个月外汇占款有望转正。

人们更为关注的是，人民币贬值预期究竟如何。知名外汇专家韩会师通过旅游项下数据分析，2014 年人民币进入调整通道，当年旅游项下对外支出大幅上升 83%，而此前年份增长幅度一般不超过 30%。2015 年和 2016 年，旅游项下对外支出绝对规模维持高位，但在高基数下，增速下滑，分别为 25%和 12%。

2017 年情况骤变。今年上半年，旅游项下对外支出同比萎缩了 16%，同期对外直接投资同比萎缩了 67%。韩会师判断，个人对人民币的贬值预期在 2017 年应该是出现了明显降温。

银行结售汇方面，民生银行(600016, 股吧)首席研究员温彬预计，8 月份银行结售汇逆差将进一步收窄、外汇占款余额或由降转升，基础货币投放改善有助于金融体系流动性保持稳定。

韩会师也认为，结售汇小幅逆差的格局有望延续，但阶段性小幅顺差对人民币的拉升作用将有望增强。

跨境资金流动方面，已有的银行结售汇与外储、外占数据相互印证，跨境资金流动基本趋向平衡。

预计 9 月外储稳步增加

9 月 4 日，金砖国家领导人厦门宣言：“我们同意在符合各国央行法律授权的前提下，通过货币互换、本币结算、本币直接投资等适当方式，就加强货币合作保持密切沟通，并探索更多货币合作方

式。”

九州证券首席经济学家邓海清分析，随着未来金砖国家的合作加速，人民币成为区域型“硬通货”将成为实现，迈出人民币国际化的关键一步。

至于未来人民币汇率走势，邓海清认为，随着特朗普政府内部分歧加大、美国经济复苏阶段性见顶、欧洲经济复苏强劲，将进一步带动美元指数走弱，与此相反，中国经济逐渐稳定进入 L 型下半场、资产价格泡沫风险逐渐化解，中美基本面对比将进一步带动人民币走强，“人民币强势、美元弱势”格局确认。

民生银行首席研究员温彬分析，今年上半年我国宏观经济持续向好，经济先行指标 PMI 已连续 13 个月保持在经济荣枯线 50 以上，人民币对美元升值预期进一步强化。

短期来看，交通银行金融研究中心高级研究员刘健预测，人民币汇率突破关键点位后，升值态势可能持续甚至强化，加之美元指数持续震荡下跌，人民币有望保持稳中有升走势，企业结汇意愿可能继续较强，从而有助于推动资本流入，并可能成为外储回升的主导因素。但汇率因素和利率因素或将减弱。预计 9 月外储可能继续稳步增加。

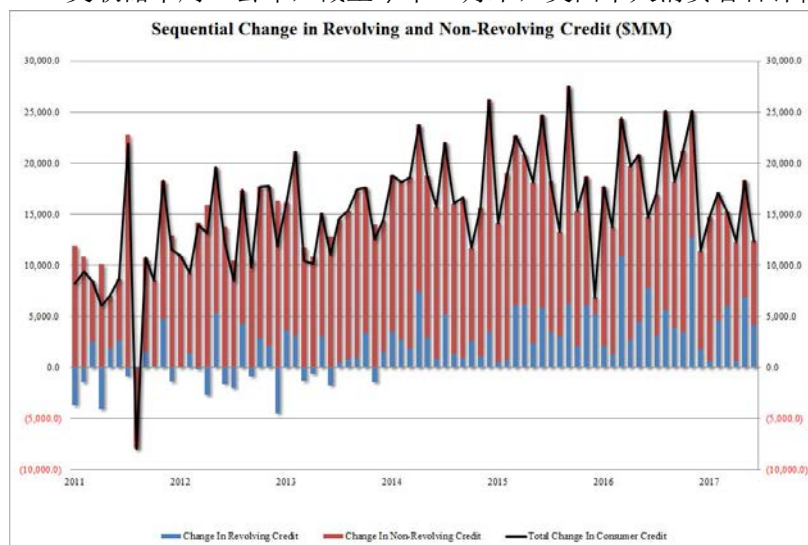
比金融危机前夕还猛！ 美国消费者信用卡债务创新高

来源：华尔街见闻网(2017-08-08)

作者：王维丹

尽管增长速度放缓，美国消费者的未偿信用卡、汽车和学生贷款还是集体创下新高。同时消费者收入和支出增长陷入停滞。

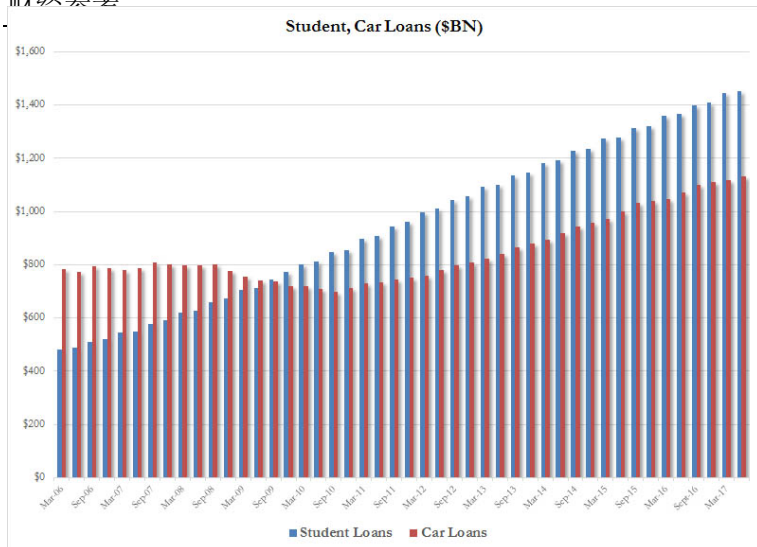
美联储本周一公布，截至今年 6 月末，美国个人消费者合计信贷规模达到创纪录的 3.8558 万亿



美元，但 6 月环比增长 124 亿美元，增幅略低于市场预期的 139 亿美元，也低于 5 月增幅 184 亿美元。

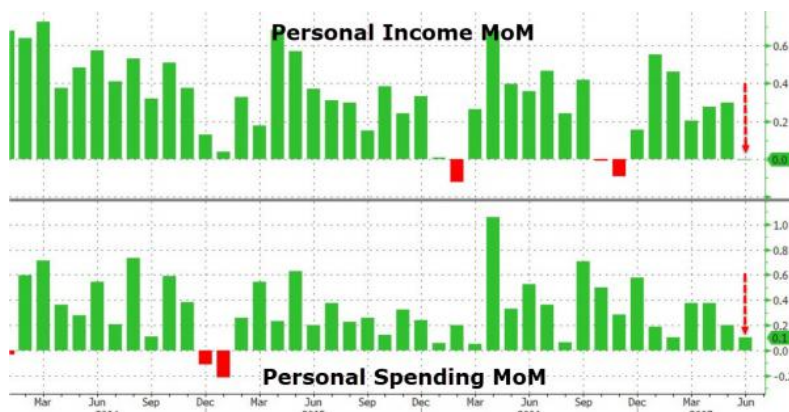
在消费者信贷中，以信用卡贷款为主的循环性贷款 6 月环比增加 41 亿美元，增至 1.0217 万亿美元，刷新了 2008 年夏季、全球金融系统几乎崩溃前这类贷款总额的最高记录，但环比增幅低于 5 月的 69 亿美元。

非循环性贷款方面，6 月环比增加 83 亿美元，增至 2.8341 万亿美元，总额也创下最高记录。不过 6 月环比增幅为去年 6 月以来最小。



信贷债务创新高的背后：个人收入零增长

消费信贷反映美国个人消费开支状况。个人消费开支约占美国国内生产总值的 70%，是经济增长的主要引擎。但新近公布的消费支出却几乎为零增长，对经济增长和通胀走高毫无帮助。



上周二美国商务部公布，今年 6 月美国个人消费者支出环比增长 0.1%，不及由 0.1% 上修为 0.2% 的 5 月增速，为年内最低水平。6 月实际消费者支出更是零增长。

发布数据的商务部表示，6 月消费者开支增长放缓源于，消费者收入增速为七个月来最低。其数据显示，6 月个人收入环比零增长，远逊预期增速 0.4%，也低于由 0.4% 下修为 0.3% 的 5 月增速。



商务部同时还公布了美联储高度关注的通胀指标——剔除食品和能源价格的核心 PCE 物价指数。6 月该指数同比增长 1.5%，仍与美联储 2% 的目标值相去甚远。

此外，扣除通胀因素之后，6 月美国家庭可支配收入下降 0.1%，是去年 12 月以来最大降幅。储蓄 6 月降至 5464 亿美元，环比减少 183 亿美元，降约 3%。

美国金融博客 Zerohedge 认为，考虑到美国家庭储蓄率最近大幅下修，个人储蓄下修了 2500 亿美元之多，美国家庭将不得不越来越依赖信用卡贷款支持日常生活。

美国的贸易政策悬而未决已成严重拖累

来源: BWCHINESE 中文网 (2017-09-07)

作者: 李言

美国商务部周三(9月6日)公布的数据显示,美国7月贸易逆差437亿美元,不及预期。能源和飞机出口增加抵消了汽车和家电出口下降的影响。数据公布后,市场反应平淡,美元指数微跌至92.19,黄金微升至1340.17美元/盎司。

汇通网援引的美国商务部数据显示,美国7月贸易逆差为437亿美元,不及预期逆差447亿美元,前值从逆差436亿美元修正至逆差435亿美元。

数据并显示,美国7月出口1943.81亿美元,高于前值1943.74亿美元;7月进口2380.71亿美元,高于前值2380.17亿美元。

美国7月贸易帐:



分项数据显示,经通胀调整后的贸易逆差从608亿美元扩大至616亿美元,服务出口从659亿美元降至658亿美元,石油贸易赤字收窄为30.9亿美元,为2016年5月以来最低水平。石油出口达到102亿美元,经通胀调整后为109亿美元,创历史新高。

电脑和配件等资本货物进口达到创纪录的541亿美元,食品、饲料和饮料进口达到了创纪录的117亿美元。

哈维飓风未对美国进出口产生影响

美国商务部表示,该报告可能代表了飓风哈维前,美国最清晰的国际贸易图景。7月份的数据显示,出口和进口的乘用车销量均有所下降,因为汽车行业正面临销售放缓的问题,而消费品出口则降至2016年5月以来的最低水平。

与此同时,能源出口增加,石油出口创下两年多以来的最高水平,经通胀调整后水平则创下纪录。民用飞机的出口增长了11亿美元,达到54亿美元。

这些数据表明,贸易正在推动第三季度的经济增长,在过去一段时间里,净出口增加了约0.2%,接近近年增长速度。虽然哈维飓风可能会破坏一些运输,但全球需求改善和美元走软有可能推动对美国制造产品的需求。

根据彭博数据,8月底在德克萨斯州登陆的哈维飓风扰乱了石油运输和炼油产业,这在贸易中占了很大一部分比重。哈维还导致休斯顿的港口暂时关闭了,这是美国最繁忙的港口之一。

美国的贸易政策悬而未决是严重拖累

BWC 中文网分析团队认为,特朗普上周又宣布将制裁与个别地缘风险有关的全部国家,全球的几大重要经济体似乎都在特朗普贸易制裁范围之内,在贸易保护主义之路上,特朗普和他的美国经济已

渐行渐远。这近于疯狂做法的最终结局或致美国经济恶运缠身，烽火狼烟！

除了破坏性的烽火之外，美国的贸易政策还悬而未决。特朗普竞选时承诺要重新谈判自由贸易协定，他说，这些协议有助于美国的赤字。

自上任以来，他退出了《跨太平洋伙伴关系协定》(TPP)，并开始修改《北美自由贸易协定》(NAFTA)，他认为该协议损害了美国制造业。特朗普还威胁要解除与韩国的贸易协定，并正在考虑是否提高钢铁和铝的关税。

中国接过金融全球化接力棒

来源： FT 中文网 (2017-09-04)

作者： 苏珊·伦德 (Susan Lund) (驻美国华盛顿特区的麦肯锡全球研究院 (MGI) 合伙人)，华强森 (Jonathan Woetzel) (麦肯锡 (McKinsey) 高级合伙人、驻上海的麦肯锡全球研究院院长)

全球银行业版图正在发生一场重大变化，欧美银行开始更关注国内活动，而中国等发展中国家的同行开始向海外扩张。

自 2007 年以来，全球跨境资本流动减少了 65%，其中半数是由跨境贷款额下降造成的。欧洲各大银行以及部分美国银行也在从外国市场撤退。但金融全球化远远没有告终——相反，它正在拓宽广度，变得更具包容性，发展中经济体——尤其是中国——正在填补空缺。

在从外国市场撤退的发达经济体银行中，欧元区走在了前面。麦肯锡全球研究院 (MGI) 的最新研究发现，自 2007 年以来，欧元区银行持有的外国债权已减少了 7.2 万亿美元（减幅为 45%），其中近一半是对欧元区其他借款方（尤其是其他银行）的债权。自危机以来，英国和瑞士的银行也大幅减持了外国资产。全球化程度一直不如欧洲同行的美国银行，开始重新关注国内业务的增长。

相比之下，自 2007 年以来，中国四大商业银行所持的外国资产增加了 11 倍，至逾 1 万亿美元。而这仍只相当于其总资产的 9%。对于所有发达经济体的各大银行，外国资产占总资产的比例为 20%。如果中国大银行走上跟发达经济体同行类似的道路，它们未来的海外放贷将出现极大增长。

迄今，中国的大部分对外贷款一直与中国企业对外投资相伴而行。银行介入的目的是资助新的绿地投资项目，收购海外企业，以及建造基础设施以使那些投资项目运转起来。从 2005 年至 2016 年，中国对海外的直接投资增加了逾 9 倍，至 1.4 万亿美元。大约 320 亿美元投向了非洲。目前，中国是非洲地区规模第 4 大、但增速最快的外国直接投资 (FDI) 来源国。麦肯锡数据显示，大约 1 万家中国企业已在非洲开办了业务。2016 年，中国跨过了一个新门槛：对外直接投资、贷款和组合投资资产如今已达 3.4 万亿美元，超过了 3.2 万亿美元的庞大央行储备资产。

但是，中国的对外贷款和投资会不会盈利并且可持续，仍是一个需拭目以待的问题。过去 10 年，中国的国内信贷一直在以两位数的速度增长，家庭、企业和政府实体的总债务增加了 4 倍。最新报告似乎表明，不良贷款开始增多。即便不会触发金融危机，这也可能造成一波亏损，伤及银行的资产负债表并放缓在国外的增长。的确，目前在撤退的许多欧美大型全球性银行发现，其外国业务的利润率和利润低于国内业务。

除了银行，在数字化这一冲击全球金融的下一波颠覆浪潮中，中国也涌现出令人敬畏的企业。比

如说, 2016 年中国与个人消费相关的移动支付总额达到了 7900 亿美元, 为美国的 11 倍。金融科技类的个人对个人(P2P)初创企业——许多这类公司在跨境经营——在大量涌现。2016 年, 中国最大的 P2P 放贷和小额贷款平台宜信(CreditEase)曾有过向美国两家主要在线贷款机构购买贷款组合的计划。新进入者可以非常快地占据一席之地。阿里巴巴(Alibaba)不到 3 年便建立起 160 亿美元的贷款组合, 仅用 7 个月就成了中国最大的货币市场基金销售方。

发达经济体在全球对外投资量中仍占主导地位, 目前份额为 85%。但是, 发展中国家开始取得进步。过去 10 年, 发展中国家在对外投资资产总量中的份额从 8% 上升至 14%。在麦肯锡全球研究院最新的金融连通性指数金融连通性排名(Financial Connectedness Ranking)中, 中国从 2005 年的第 16 位上升至 2015 年的第 8 位。除中国之外, 目前还没有任何一个发展中经济体占全球对外投资总量的比例超过 1%。

中国在全球金融领域的崛起看来会延续下去。监管层继续放宽对投资海外的限制, 并对海外投资者打开大门。自 2005 年以来, 获准参与国内股市和债市的合格境外机构投资者(QFII)的数量增加了 9 倍, 至逾 300 家。2017 年 7 月, 中国政府启动了债券通(Bond Connect)机制, 使得海外基金管理公司不必先设立境内账户, 就可以在中国 9 万亿人民币的政府、机构和公司债券市场上进行交易。另一方面, 自金融危机以来, 中国央行(PBoC)已与 30 多个国家建立了价值近 5000 亿美元的货币互换额度, 可以用来结算贸易和其他支付项目, 提升金融稳定性。不妨称之为“货币外交”。

全球金融危机过去 10 年了, 眼下有迹象表明, 全球金融正变得更具包容性。发展中国家变成更重要的跨境玩家, 数字金融不可阻挡地普及, 只会强化这一趋势。我们只能企盼, 如果中国国内的债务挑战变得不可收拾的话, 中国在全球金融中日益吃重的地位, 不致给那些准备最不充分的国家带来全球溢出效应。在连通性日益提高的金融体系中, 中国的一场危机可能很容易演变成一场全球危机。

亚洲外汇储备 20 年增 5 倍, 印尼增幅最大

来源: BWCHINESE 中文网 (2017-09-07)

作者: 孙文文

截至 7 月底止, 亚洲各央行所持有的美国公债和其他外国资产创下历来新高水准, 反映出各经济体已更能抵挡突如其来的冲击, 但如果先进西方国家持续紧缩货币政策, 亚洲各经济体因应的能力恐怕仍然不足。

日本经济新闻报导, 根据亚洲各央行的数据, 不计日本的亚洲国家外汇储备总额比一年前上升 6%, 攀抵 2.4 兆美元。亚洲经济从今年初起加速成长, 如今外汇储备已从 1997 年亚洲金融危机时的水准翻涨五倍。

若和一年前相比, 在亚洲许多经济体, 以印度尼西亚的外汇储备 15% 的增幅最大, 因市场对其经济成长的高度期待, 加上信评机构标普 5 月调升印度尼西亚主权债信评等后, 该国成长更加稳定。

随着外汇储备攀抵新高水准, 亚洲各经济体和其货币体制已具有抵挡金融冲击的良好条件, 但如果西方国家持续紧缩货币, 亚洲各经济体因应能力仍显疲弱。

外国投资人看好亚洲市场的潜质而挹注资金, 但也促使亚洲若干央行出脱本国货币, 以免本国货币大幅升值, 伤害出口竞争力。印度央行(RBI)便是一例, 自总理莫迪于 2014 年上任至今, 外资对

印度证券的投资已增至最高水准，但尽管央行上月再度降息，也进行货币干预，目前卢比汇价仍徘徊在两年高点。

此外，亚洲也存在债务水准高的问题，随着亚洲持续拓展大型基础建设，债权人也谨慎以对可能发生的债务违约问题。最大的隐忧在于，若外资和债权突然从亚洲大幅撤出资金，亚洲许多国家恐怕就会面临再融资的问题。

新开发银行是金砖国家的王牌

来源：FT 中文网(2017-09-07)

作者：卡林·科斯塔·巴斯克斯，塞博利亚·罗乔和里，卡约·博尔热斯

在第九届金砖国家(Brics)年度峰会召开之际，5 个金砖国家并不平静。在最近多兰高原(Doklam Plateau, 中国称洞朗地区——译者注)对峙之后，印度和中国的关系依然微妙。南非和巴西陷入了经济和政治动荡，可能在厦门峰会上扮演不太活跃的角色。

但如果说金砖国家的未来反复引起疑问的话，新开发银行(NDB)可能是让该集团深化合作的最具体的平台。上月，新开发银行董事会批准了在中国、俄罗斯和印度的 4 个项目，贷款总额超过 14 亿美元。

这第二批项目将新开发银行的业务范围从可再生能源扩大到信息科技和节能等领域。其中包括为中国湖南省防洪和改善水质提供的 20 亿元人民币主权项目融资贷款，以及开发印度中央邦(Madhya Pradesh)乡村饮用水供应项目的 4.7 亿美元主权项目贷款。此外该行还宣布了 300 亿美元的贷款，为到 2017 年底总计 15 个项目以及到 2021 年的多达 50 个项目提供融资。

根据该行的 5 年战略，近三分之二的项目将集中于可持续的基础设施建设。新开发银行做出的可持续基础设施建设承诺或许是其最重要的区别特征，为自己在现有的多边开发银行当中找到了独特的位置。

2015 年，约 190 个国家就全球气候变化战略达成一致——这些国家排放了全球逾 98% 的温室气体。每个国家提交了详述如何转型为低碳增长经济模式的自愿减排计划。随着美国最近退出《巴黎协定》(Paris Agreement)，印度和中国等国家可能为气候变化方面的努力提供新的领导力。

现在注意力已经转向如何实施可持续发展以及如何融资。尽管这些自愿计划需要数年时间实施，但一种可能是引导投资来确保基础设施的可持续建设。鉴于所需投资规模庞大，为这些投资创造合适条件至关重要。从 2015 年到 2030 年，全球对新基础设施的需求可能从 50 万亿美元上升至逾 90 万亿美元。仅在印度一个国家，今后 5 年的基础设施需求就可能达到 6460 亿美元。可持续基础设施建设将可能让单个项目的前期资金成本增加 6%。

但除了声明可持续发展将与基础设施项目融资挂钩以外，新开发银行没有明确表示将会如何确保这些项目扎根于良好的社会和环境实践。在新开发银行实施其 5 年战略并实现可持续发展愿景之际，解决这个问题将至关重要。

印度金德尔全球大学(O. P. Jindal Global University)非洲、拉美和加勒比研究中心(CALACS)以及巴西人权组织 Conectas Human Rights 的金砖国家学者，与中国复旦大学金砖国家研究中心正在

合作进行的一项研究发现，可持续基础设施建设既没有共同的定义，也没有统一的方法。一个可持续基础设施建设的有效定义，加上评估新开发银行项目实际可持续性的框架，将让该行拥有充分阐述其使命所必需的政策工具。一些机构更进一步，发展出评估基础设施项目可持续性以及各机构对可持续发展的承诺的方法。这些经验为金砖国家就新开发银行的工作提供了重要借鉴。

首先，可持续发展基础设施项目对环境和当地社区的负面溢出，通常通过保护性措施进行修正。但保护性措施的局限性在于，它们不一定会释放发展本身的转变本质。可持续发展基础设施项目的目标不应该只是补偿或者减轻对环境和相关弱势群体的不利影响，而是超越“不伤害”的角度，对借款国产生积极影响。

第二，对可持续发展三大支柱中每一个支柱的强调，都应考虑具体的环境，并且应该遵循相关国家的发展重点和轨道。印度和南非可能更强调就业增长和提供服务等社会方面，而中国可能更强调经济增长。务实地向前推进，而不过度强调条条框框，这是必须的。

第三，可持续发展的社会维度并不完全构建于“以权利为基础”的发展模式下。虽然大多数现有框架都存在咨询、参与、透明、问责和不歧视的要求，但其中并不一定会反映人权。由于基础设施项目可能造成重大社会影响，这一点格外重要。

金融和非金融方面的激励措施——比如长期偿还条款和低利率——可能进一步用来刺激相关国家提交满足这些可持续发展标准的项目，并确保项目在整个生命周期中满足标准。

把可持续标准和激励措施联系在一起，可以鼓励相关国家不从官僚程序或需要避免的风险的角度来考虑可持续发展实践，而是把它看作有利于改善发展结果的行动。这意味着国际金融架构在考虑环境和社会标准的方式上的重大转变，最终将超越“不伤害”、三大支柱等标准，释放新开发银行的“新”。