

2021 年第 5 期总第 45 期

财经参考

上海对外经贸大学图书馆主办



财经参考

2021 年第 5 期·总第 45 期

国际财经

余永定：国际货币体系演变与中国的定位-----	1
RCEP 生效后的中日经贸关系：机遇、挑战与趋势-----	7
我们到底在经历怎样的经济周期？令人困惑的通货膨胀状态-----	16

国内财经

解读北交所：设立北交所的核心是为“专精特新”中小企业服务-----	18
跨周期调节下的中国经济-----	19

新闻快讯

8 月末我国外汇储备规模达 32321 亿美元-----	28
支持民营经济发展的方针政策没有变 将来也不会改变 -----	29
法媒：两大不确定因素威胁全球经济-----	29
数字货币大变局将如何演变-----	31

财经参考

国际财经

国际货币体系演变与中国的定位

一评《变化中的国际货币体系：理论与中国实践》

来源：爱思想网(2021-09-01)

作者：余永定(中国社会科学院学部委员，中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员、博导)

高海红教授是“60 后”国际金融专家中的代表人物之一。她是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心的创建人，一直是世界经济与政治研究所的国际金融研究的领军人物。我与高海红教授共事 26 年，经常同她探讨国际金融问题。高海红教授概念清楚、思维缜密、视野开阔，在同她的学术交流中我受益良多。高海红教授严谨治学和低调谦虚受到学界同侪的广泛好评。

高海红教授的新著《变化中的国际货币体系：理论与中国实践》是她长期研究国际货币体系的总结与概括。该书内容包括了中国学界在过去几十年中所讨论过的与国际货币体系相关的几乎所有重大问题。由于我们是长期合作者，我十分认同她在书中所阐述的主要观点。如果有什么分歧的话，很可能是我在一些问题上的观点更极端一些，而她则坚持一种更为平衡的立场。

中国的开放过程很大程度是加入国际贸易和国际货币体系的过程。长期以来，中国基本上是现存国际秩序的接受者而不是建立者或改革者。但自全球金融危机爆发以来，形势已经发生根本性变化。

一方面，经过 40 多年的艰苦奋斗，中国已经成为世界第一大经济贸易国、世界第二大经济体、世界第一大美元外汇储备国（有时被日本超过）、世界最大债权国之一（2019 年拥有 24.5 万亿美元海外资产）、国际货币基金组织（IMF）的第三大股东；人民币国际化也取得长足进步，人民币成为 IMF 的特别提款权（SDR）篮子的第三大构成货币。中国有权要求国际货币体系能够更多倾听包括中国在内的发展中国家的声音。

另一方面，长期以来，特别是 2008 年以来，尽管美元始终是国际货币体系（包括后布雷顿森林体系）的本位货币，美国政府却越来越不愿意承担相应的国际责任。特朗普执政时期所实施的政策更是公然打出“美国第一”的旗帜。在这种情况下，美国的财政、货币政策必然会动摇美元的本位货币地位。如果以往的经济理论还有存在价值，我们就不能不对美国的极度扩张性财政政策和无限量货币宽松政策对国际货币体系的可能冲击深感忧虑。在“尼克松冲击”之后，我们是否还会面对“拜登冲击”？

改革开放之前，无论国际货币体系发生何种动荡，中国基本上不会受到严重冲击。现在，作为国际货币体系的最重要参与者之一，国际货币体系的任何动荡和变革都可能会对中国经济的可持续增长造成难以估量的重要影响。中国不仅需要在现存体系中趋利避害，而且必须积极参与国际货币体系改革。

长期以来,中国的国际金融学者对国际货币体系的沿革、现有国际货币体系的弊端、可供选择的改革路径已经进行过相当深入的研究。在当前的复杂形势下,我们有必要对这些问题进行更为深入细致的研究,并尽快在此基础上形成中国的国际货币体系危机应对预案和中国自己的国际货币体系改革方案和路线图。我相信,高海红教授的新作将对这一努力做出重要贡献。

国际货币体系沿革:从金本位到后布雷顿森林体系

任何国际货币体系都必须能够行使两大功能:提供足够的国际流动性(liquidity)和调整(adjusment)国际收支平衡。而为了能够行使这两大功能,任何国际货币体系都必须首先回答三个基本问题:选择什么货币作为本位(standard)、如何决定汇率以及如何管理资本的跨境流动。对这三个问题的不同解决方案,定义了不同的国际货币体系。

金本位制

1870 年代到第一次世界大战,国际货币体系以黄金为本位。在金本位下,一国货币和黄金按货币的法定含金量自由兑换,黄金在国家之间自由流动。一国黄金产量和贸易盈亏决定黄金储备量(存量),而后者则决定该国货币发行量。换言之,在金本位下,货币发行量存在由黄金储备量决定的上限和下限。在金本位时期,英国在绝大多数年份保持贸易逆差。但由于投资收入始终是顺差,直到 1930 年代之前,大英帝国一直都是经常项目顺差国。由于黄金储备充足,英镑成为金本位下的主要国际支付手段,英格兰银行成为世界的银行。当时的金本位制实际上也是英镑本位制。

1914 年第一次世界大战爆发,英国暂时中止实行金本位。按英镑和美元的法定含金量,战前英镑对美元的汇率是 1 英镑兑换 4.86 美元。由于战争期间英国通胀严重,而美国的通胀较轻,战争接近尾声时,英国政府让英镑对美元贬值到 1 英镑兑换 4.7 美元。1920 年外汇管制解除之后,英镑对美元贬值到 1 英镑兑换 3.44 美元。在战后一心希望恢复金本位的英国政府实行了货币紧缩政策。在战后的两年之间,英国信贷增速下降了 20%,物价下降了 34%。1922 年,在付出失业率高达 14%的代价后,英镑对美元汇率回升到 1 英镑兑换 4.61 美元。1925 年丘吉尔宣布恢复金本位,同时让英镑对美元汇率保持在战前的 1 英镑兑换 4.86 的水平上。

理论上,金本位具有恢复国际收支平衡、遏制通胀或通缩的自动调节机制。例如,如果国家 A 的财政赤字货币化政策导致物价上涨,相对物价稳定的国家 B, A 对 B 出现经常项目逆差,黄金由 A 流入 B。为保证金本位要求的货币兑换黄金比率不变, A 必须紧缩货币供应,而 B 则可以增加货币供应。其结果是: A 物价下降、出口增加; B 物价上涨、进口增加。这个调整过程要一直持续到国际收支恢复平衡。在此过程中, A 的通货膨胀被输出到 B。

金本位得以实行的前提条件是各国都遵守“金本位的游戏规则”。如果 B 担心本国物价上升,在黄金流入的同时,阻止本国银行扩大货币供应量。则金本位的自动调节机制就会失效。以英美两国为例。战后,当英国采取货币紧缩政策以恢复金本位的同时,美国拒绝执行更为扩张性的货币政策。一方面,英国黄金储备不断减少;另一方面美国黄金储备不断增加。除非采取进一步的货币紧缩政策,英国将无法维持 1 英镑兑换 4.86 美元的汇率(同时也意味着英国政府无法维持原定的黄金-英镑平价)。其实,英国在恢复金本位的时候,把英镑的含金量定的低一些(对美元的汇率定的低一些),情况可以会有所不同。但教条主义的英国却认定:维持英镑原有含金量不变是金本位应有之义,不肯改变英镑的含金量。黄金储备的减少迫使英国在 1931 年宣布放弃金本位。随后其他国家也纷纷退出金本位,世界进入了无序的竞争性贬值时代。大国之间的“以邻为壑”的贸易和汇率政策大大加剧了 1929 年-1939 年的“经济大萧条”。

布雷顿森林体系

战后的布雷顿森林体系的最基本特征,是以美元为中心的金汇兑本位制和固定汇率制度。根据国

际货币基金协议条款，各国货币与美元保持固定汇率，其波动幅度上下不得超过百分之一。而美元同黄金的兑换比率则固定为 35 美元兑换 1 盎司黄金。其他国家货币同美元而不是同黄金直接挂钩，可以用美元储备代替黄金储备，从而缓解了这些国家黄金储备不足的问题。

国际货币基金组织成员国只有在当其国际收支出现“根本性失衡”（fundamental disequilibrium），并得到国际货币基金组织的批准之后，才能实行货币贬值。对什么是“根本性失衡”，并没有明确定义。一般的理解是，如果国际收支不平衡已无法通过调整国内政策加以纠正，国际收支不平衡就是根本性的。国际货币基金组织会对国际收支暂时失衡的当事国提供信贷便利，以尽量减少贬值的必要性。各成员国必须根据自己的经济实力把一定数量的黄金和本国货币存放在国际货币基金组织，以帮助出现国际收支困难的国家。成员国从基金借款（通常是借美元）时必须以本国货币交换，然后再在三、五年之后用美元将其买回。一般认为，布雷顿森林体系存在三大问题。

第一是特里芬问题。在布雷顿森林体系下，美元是国际贸易中唯一的交易媒介、结算工具。为了满足国际贸易的需要，美国必须为国际货币体系提供足够的“美元流动性”。1960 年，比利时经济学家特里芬指出：布雷顿森林体系能否维持取决于海外美元持有者对美元的信心，更确切地说，取决于他们对美国政府能否履行 35 美元兑换 1 盎司黄金承诺的信心。但是，对美元流动性的需求将随国际贸易量的增长而增加，而黄金产量的增长却是有限的。这样，海外居民美元持有量对美国黄金储备的比例将越来越高。这种趋势最终将动摇美元持有者对美国政府遵守 35 美元兑换 1 盎司黄金承诺的信心，进而导致布雷顿森林体系的崩溃。

特里芬关于黄金储备不足导致布雷顿森林体系崩溃的预言从根本上是正确的，但布雷顿森林体系走向崩溃的实际路径与特里芬的预期并不尽相同。事实上，随着欧洲和日本经济的复苏，出口竞争力的提高，美国货物贸易顺差减少，而服务贸易逆差（包括海外军事开支）则持续增加。在经常项目顺差逐渐减少的同时，美国的资本项目（政府海外贷款、海外援助和私人资本流出）始终维持逆差，而且大于经常项目顺差。国际收支状况的不断恶化迫使美国不得不越来越多的依靠输出美元来平衡国际收支。战后的“美元荒”变成 50-60 年代的“美元过剩”。可见，最终动摇布雷顿森林体系的原因并非特里芬所预言的贸易增长导致的美元供给相对黄金供给增长过快，而是美国的持续国际收支逆差导致的美元泛滥。

美国的持续国际收支逆差说明美元高估。1960 年代末到 1970 年代初，在非官方市场上黄金的美元价格持续出现上涨趋势。投机者在官方市场出售美元购买黄金，在非官方市场出售黄金购买美元以牟取价差。1949 年底美国黄金储备超过对外国短期负债（包括债券和证券）的数额为 182 亿美元；而到 1958 年底，上述数额不足 50 亿美元。从 1950 年至 1957 年，美国黄金储备平均每年减少 13 亿美元，仅 1958 年就减少了近 30 亿美元。随着美元对黄金贬值预期的加强，投机者抛售美元、抢购黄金的风潮一浪高过一浪。1948 年，美国拥有全球货币储备的 2/3。到 1960 年底，美国黄金储备额下降至 194 亿美元，而包括短期和长期在内的对外流动负债为 189 亿美元，美国的黄金储备尚能弥补外国机构和私人对美元兑换黄金的需求，但两者之间的差额只有 5 亿美元。到 1970 年，美国黄金储备进一步降至 145 亿美元，同期美国对外流动负债高达 402 亿美元，其中仅短期流动负债就已超过了黄金储备，达 234 亿美元。1971 年，相对于外国官方和私人分别持有的 400 多亿美元和 300 多亿美元，美国持有的黄金储备只有 100 多亿美元。1971 年 8 月法国已经把 92 % 的外汇储备换成黄金。同年 8 月英国政府要求美国财政部把价值 30 亿美元的黄金从诺克斯堡转移到美联储在纽约的金库。面对黄金储备的急剧流失，1971 年 8 月 15 日，尼克松总统宣布关闭“黄金窗口”，撕毁 35 美元兑换 1 盎司黄金的承诺，布雷顿森林体系轰然倒塌。

第二是国际收支失衡纠正机制失灵问题。作为最后手段，布雷顿森林体系允许成员国在国际收支出现“根本性失衡”时，对汇率进行调整，以恢复本国的国际收支平衡，但调整幅度仅为 1%。在金本位制度下，国际收支失衡可以通过黄金的跨境流动得以调整。但在布雷顿森林体系的固定汇率制度

下，纠正国际收支失衡只能由当事国采取紧缩或扩张货币政策加以纠正。而维持国际收支平衡的政策目标往往同国际收支失衡国的其他宏观经济政策目标相矛盾。

例如，1962年英国首相麦克米伦曾建议美国把美元贬值到70美元兑换1盎司黄金，遭到肯尼迪总统拒绝。肯尼迪认为这将释放美国经济状况不佳的信号，但他同时也不想采取紧缩政策。1960年后国际收支平衡恶化，与此同时美国的就业和通货膨胀形势也在恶化。为了减少国际收支逆差，美国本应采取货币紧缩政策（如升息），而其他国家则应采取货币扩张政策。但美国各界已形成充分就业（失业率不超过4%）是最重要政策目标的共识，美联储难于实行紧缩政策。美国也尝试通过资本管制抑制资本外流。例如，1963年美国开始征收利息均等税（IET）以阻止美国居民在海外购买金融资产。在尝试过各种办法都无济于事，或代价太大的情况下，尼克松政府选择了美元贬值。先是美元对黄金贬值7%，而后各国汇率波幅的允许范围扩大到2.5%。1973年3月，各国汇率开始自由浮动，布雷顿森林体系彻底终结。

第三是戴高乐问题。法国总统戴高乐指出，建立在任何单个国家货币基础之上的货币体系都是危险的。在布雷顿森林体系中美元被自动视为等同于黄金。戴高乐认为事实上的美元本位使美国可以过上入不敷出的生活（to live beyond its means），并强迫欧洲国家为美国承担建立海外军事帝国的费用。

在布雷顿森林体系下，由于美元几乎是唯一的可以在跨境贸易和投资中充当交易媒介、结算手段和价值贮存的货币，其他国家都不得不持有一部分美元外汇储备。这样，美国就可以印刷“借据”换取外国资源，而不用担心外国会使用这部分美元，即凭借这些“借据”向美国索取产品、劳务和金融资产。换言之，作为向全球提供流动性的交换条件，布雷顿森林体系允许美国向全球征收铸币税。

如果各国增持的美元储备同国际贸易增长相对应，应该不会出现通货膨胀，美元的国际购买力不会下降。在1960年代初期，美国物价水平相对稳定。1960年至1965年间，美国消费者价格指数上涨了6.54%。但是在1960年代中期以后，由于越南战争、约翰逊的“伟大社会计划”，美国财政赤字急剧增加，物价开始加速上涨。1965年至1970年间，美国消费者价格指数增加了23.07%，年均上涨4.25%。美元国内实际购买力下降意味着美元对黄金和其他国家汇率的高估。海外居民持有注水的美元意味着他们还要向美国缴纳通货膨胀税。

在布雷顿森林体系初期，美国是通过资本项目逆差（马歇尔计划等）为国际货币体系提供流动性的。但随着经常项目由顺差转变为逆差，美国开始通过增加负债来提供流动性。法国著名经济学家鲁夫（Rueff）借用裁缝和客户之间的关系解释了这种变化的实质：

“如果我的裁缝（顺差国）希望和我（美国）达成协议——只要我把买衣服的钱付给他，他在当天就会以贷款形式把钱返还给我——我是不会反对从他那里订制更多衣服的。”

这样，裁缝（顺差国）不断为客户量体裁衣，积攒下越来越多的借条；客户（美国）为了得到新衣服，唯一要做的事情是开借条。这些借条最终能够兑现什么？兑现多少？没人知道。

后布雷顿森林体系

自1973年布雷顿森林体系崩溃以来，一个“没有体系的体系”，即“后布雷顿森林体系”成为当今世界的国际货币体系。后布雷顿森林体系存在三大特点：第一，多种国际储备货币并存，但美元依然是主要国际储备货币；第二，多种汇率制度并存，但绝大多数国家实行浮动汇率制度；第三，资本自由流动，但不禁止实行不同程度的资本管制。

后布雷顿森林体系的最根本特征是美元本位（不是黄金-汇兑本位制）。在后布雷顿森林体系下，美元不再有黄金支持。对外国持有者来说，美元仅仅是由美国政府开出的、以国家信用担保的借条

(“IOU”)。

布雷顿森林体系下，美元有黄金支持尚且崩溃，同黄金脱钩后，没有任何内在价值的美元为何依然能够充当本位货币呢？这一问题的回答是：布雷顿森林体系的崩溃并非是市场对美元的不信任票，而是对美国政府 35 美元兑换 1 盎司黄金承诺的不信任票。美元与黄金脱钩后，投机空间大幅缩窄，特里芬问题消失。布雷顿森林体系崩溃后，尽管美元对黄金的价格剧烈贬值，美元对其他货币的贬值则相对温和，且有双向波动。这说明，美元的本位货币地位本身并没有发生根本的动摇。尽管美元不再有黄金的支持，但由于有强大的政治、经济、金融和军事力量为后盾，美元信用并未丧失。

在后布雷顿森林体系下，跨境资本的狼奔豕突，各国之间的双边汇率变动频繁且剧烈，货币危机、债务危机、国际收支危机以及金融危机的发生频度大大超过布雷顿森林体系时期。但是，不可否认的是，在后布雷顿森林体系下，全球贸易得到迅猛发展，全球金融一体化大大加强，世界经济平均增速虽然明显低于布雷顿森林体系下的增速，但全球经济毕竟并未发生金本位下的长期衰退。因而，尽管有种种不满，但直到 2008 年全球金融危机爆发之前，后布雷顿森林体系的合理性并未遭到过根本性挑战。

现阶段国际货币体系弊端与中国定位

2008 年全球金融危机的爆发，结束了这种状况。2009 年联合国授权建立的“斯蒂格利茨委员会”指出，后布雷顿森林体系存在三大缺陷：通货紧缩倾向、不平等性和不稳定性。而这些缺陷的根源则是：作为一种国别货币的美元充当了国际储备货币。

所谓通货收缩倾向是指，为了避免经常项目逆差导致货币危机、金融危机和经济危机，非储备货币国往往要积累相当大量的外汇储备。而外汇储备的积累，意味着购买力的“冷藏”。如果经常项目顺差国不相应增加支出（这意味着经常项目顺差的减少甚至经常项目逆差的出现），全球的总需求就会因经常项目逆差国的单方面调整而减少，全球经济就会陷于衰退。

所谓调节国际收支不平衡的机制缺失是指，在后布雷顿森林体系中，资本的自由流动实际上抵消了汇率调节机制的作用。特别是短期投机资本的跨境流动更是给国际收支的平衡带来很大不确定性。以美国为例，自 1980 年以来美国几乎每年都是经常项目逆差，但是，美元汇率在更大程度上却是由资本流动的方向决定的。当美国国内利息率较高之时，尽管美国的经常项目逆差，由于资本的流入，美元往往不但不会贬值，反而会升值。汇率错位（misalignment）可以长期存在。

所谓不平等是指，在后布雷顿森林体系的浮动汇率制度下，非储备货币国必须积累大量外汇。持有外汇资产仅仅能得到很低的回报。非储备货币国，特别是发展中国家大量积累外汇储备的造成了全球资源配置的极大不平等。持有大量外汇储备对发展中国家来说是对美国支付铸币税。

后布雷顿森林体系的支持者在早期声称，实行浮动汇率之后，各国对外汇储备的需求会降低到最低限度。当充当交易媒介和结算手段的“国际流动性”不足的时候，一国可以从国际货币市场借到足够的美元，只要借款国有足够的资信。但亚洲金融危机彻底证伪了这种观点。由于资本流动的“逆周期性”，发展中国家越是需要美元流动性，就越难于得到美元流动性。在后布雷顿森林时期，全球外汇储备不断增加。在布雷顿森林体系崩溃之前的 1970 年，全球外汇储备仅为 450 亿美元，1979 年上升到 3000 亿美元。从 1973 年到 1979 年，全球外汇储备的增速为 17%，明显高于 1960 年代的 9%。

亚洲金融危机之后，为了预防投机资本的攻击，作为一种保险，发展中国家中央银行不得不大大增加美元外汇储备的积累，这些美元储备已经同满足“国际流动性”需求毫不相干。1990 年发展中国家外汇储备对 GDP 之比为 5%，2018 年这一数字上升到 30%。2020 年底全球外汇储备总额高达 12.7 万亿美元。在外汇储备中，美元外汇储备的比例在 1999 年高达 71%，2020 年是过去二十多年来的最低值，但依然高达 59%。无论积累外汇储备的目的是什么，其结果都是使发展中国家浪费了大量本应

该用于消费和投资的实际资源。而硬币的另一面则是，美国消耗了大量发展中国家提供的实际资源，却不用担心还本付息。

当前国际货币体系的最根本问题是，一方面，没有任何内在价值、完全靠信用支撑的美元是本位货币，或者如一些经济学家所说的“锚”；另一方面，根据美国国会预算办公室预测，2023 年美国国债占 GDP 之比将达到 103%，超过二次大战以来的峰值；到 2050 年这样比例将达到 250%。国债的持续增加将使美联储难于改变低利息率政策，而低利息率政策又使美国难以改变已经持续近 50 年经常项目逆差状态。经常项目逆差的长期累积使美国的海外净负债超过 14.1 万亿美元，占美国 GDP 的 67% 左右。这一比例在可以预见的将来还将继续增长。与此相对照，在 1960 年代末期布雷顿森林体系崩溃的时候，美国是净债权国。在 1973 年布雷顿森林体系崩溃之后的近 50 年中，鲁夫的裁缝并不在乎日复一日地给顾客缝制衣服，尽管所得到的仅仅是客户开出的借条，裁缝对客户是否能够最终还钱似乎并不在意。而顾客则落得享受不断得到新衣服、而无需操心把借条变成“真金白银”一偿还债务一的好日子。裁缝还要等到什么时候才会要求客户把借条“变现”为实际资源？裁缝的超强耐心可以说是当代金融的最大难解之谜。

应该看到，中国在后布雷顿森林体系中扮演着关键的角色。中国其实就是鲁夫比喻中的那位超级耐心的裁缝。中美之间关于贸易不平衡之争，很像是一幕荒诞剧：一方面是我要把钱借给你，而且情愿不收（或少收）利息；你不肯借，但我偏要借给你。另一方面是我想借钱，但偏说我不想；而且说你把钱借给我是害了我。美国政客表面抱怨中国对美国的贸易顺差，私下却乐得看见中国购买美国国库券以积累外汇储备。

十几年来，我曾不厌其烦的引用美国前总统办公室主任，现任美国国会预算办公室主任 Phillips Swagel 先生对这种奇怪现象的解释。他的解释虽然是针对人民币升值问题的，但却点破了美国政府对美国维持对中国的贸易顺差，积累美元外汇储备的真实思想。Swagel 先生说：

“如果真的像某些人所说的那样，人民币被低估了 27%，美国消费者就是一直在以 27% 的折扣得到中国所生产的一切；中国就是在购买美国国库券时多付了 27% 的钱。对此，美国人为什么要抱怨呢？升值将使中国停止大甩卖，美国人将要为他们所购买的一切东西——从鞋到电子产品——付更多的钱。其他国家固然会买下中国不再愿意购买的国库券，美国人也可能会多储蓄一些，但财政部和公众必须支付较高的利息率。人民币升值不但意味着美国政府的融资成本将会上升，而且意味着美国的房屋购买者必须为只付息式按揭花费更多的钱。不要指望人民币升值会给美国带来更多的就业。人民币低估确实造成了失业，但那是马来西亚、洪都拉斯和其他低成本国家的失业。如果中国的出口减速，美国就要从那些国家进口成衣和玩具。”

Swagel 先生接着说：

“既然人民币升值会给美国造成短期痛苦，为什么还要逼中国升值呢？决策者当然懂得人民币升值对美国的不利影响。他们肯定也知道，大张旗鼓的施压只能使中国人更难于采取行动。但这会不会恰恰是问题的所在？一个有心计的人（a cynic）可能会希望（实际情况是）：压中国升值不是（美国政府）对不明智政治压力的回应，而是一种狡猾的图谋（devious attempt）。其目的是在牺牲中国利益的基础上，延长美国从中国得到的巨大好处。当然，这一切也可能是无意的。但是，不管动机如何，美国行政当局找到了一个十分漂亮的办法，使美国的好日子得以延续下去。”

顺便说明一下，我本人认识 Phillips Swagel 先生，我认为他是一个诚实的人。

客观说，当前的国际货币体系早已是千疮百孔。没人知道一辆年久失修的破车可以继续走多远。对于大多数国家来说，他们没有选择，只能一直留在车上，直到车辆倾覆。

而中国不是这些大多数国家中的一员，中国有自己的选择。在过去数十年中，特别是在 1998

年亚洲金融危机爆发之后，中国和周围邻国就开始了种种尝试，但这些尝试都无果而终。2009 年后中国开始走自己的路，但很快就发现没有道路是平坦的。高海红教授的新著相当详细地记录了中国和邻国已经走过的曲折道路。但是，正如高海红教授在她的新著中所表明的，面对畏途巉岩，只要中国坚持尝试下去，就一定能够走出一条坦途。

居安思危，为国分忧，国际金融学者责无旁贷。预祝高海红教授在探索国际货币体系改革的研究道路上取得更大成绩。

RCEP 生效后的中日经贸关系： 机遇、挑战与趋势

来源：爱思想网(2021-09-03)

作者：张季风(中国社会科学院日本研究所副所长、研究员)

在新冠肺炎疫情肆虐、全球经济面临困难、逆全球化和贸易保护主义盛行的背景之下，2020 年 11 月 15 日，区域全面经济伙伴关系（RCEP）协定正式签署，标志着世界上规模最大、最具影响力的自贸协定成功启动。协定将此前业已存在的东盟—中国、东盟—日本、东盟—韩国以及东盟—澳大利亚—新西兰碎片化的自贸区予以整合，构建了覆盖亚太主要经济体的大型自贸协定（Mega-FTA）。RCEP 协议规定自东盟中 6 国及另外 3 国手续完成日开始生效，并为印度设定特别条款，允许其随时重返 RCEP。

在 RCEP 乃至当前东亚区域合作体系中，东盟始终扮演着体制枢纽与协商平台的角色。但很显然，东盟无法独立承担 RCEP 构建及运转的责任，需要得到区域大国特别是中日的支持。正如很多学者指出的，无论基于能力还是意愿，中日两国都必然在 RCEP 的推进中占据最大权重。事实上，中日两国在 RCEP 的筹划与谈判中确实发挥了实质性的关键作用，并促使其最终得到签署。

2021 年 4 月 28 日，日本完成了国会批准手续，日本是继中国、新加坡、泰国之后，第四个完成 RCEP 国内批准程序的国家，这也意味着全球最大自贸区距离正式生效又近了一步。RCEP 的签署与生效对参与成员国乃至整个亚太地区经济一体化都具有里程碑的意义。特别是对中国而言，RCEP 自贸区的建成极大地扩展了我国战略空间，将为中国在新时期构建开放型经济新体制，形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进新发展格局提供巨大助力。关于 RCEP 对中国以及对东亚区域合作带来的积极影响，学者们已经发表了许多成果，鉴于此，本文侧重探讨 RCEP 对中日经贸关系的积极影响。

通过 RCEP，中日两个贸易大国首次建立了自贸协定关系，这将给中日经贸关系的发展带来诸多利好和新机遇，也必将为处于低潮的中日双边贸易与投资尽快摆脱徘徊局面注入新的活力。但是，影响中日经济关系发展的因素十分复杂，RCEP 仅仅是其中之一，中日关系、世界经济、中日两国经济的走势则将对中日经贸关系带来更大的影响。本文拟在分析 RCEP 对中日经济关系带来的利好与新机遇的基础上，讨论中日经贸关系面临的新挑战、新变化，并对 RCEP 生效后的中日经贸关系的发展趋势做出预测。

一、RCEP 给中日经贸合作带来诸多利好与新机遇

自中日实现邦交正常化近半个世纪以来,相较于一波三折的政治关系,中日经贸关系获得健康发展并取得了丰硕成果。但此前在 WTO 框架下,双方经贸合作仅适用于最优惠国待遇税率,始终没有达成更高水平的自由贸易协定。中日两国通过 RCEP 首次建立起自贸协定关系,实现了历史性突破。RCEP 生效后,随着两国之间零关税产品覆盖率大幅提高以及区域累计原产地规则的实行,将进一步扩大两国的贸易规模,拓展更广阔的服务贸易市场。中日两国跨境投资门槛将进一步降低,第三方市场合作也将迎来更多机遇。

(一) 中日关于商品领域的承诺与减税安排

根据 RCEP 协定,中国对日本进口产品的零关税覆盖率从目前的 8.4% 将大幅攀升至 86.0%, 具体来看, RCEP 生效后马上实现零关税的商品比重为 25% (包括目前零关税商品的 8.4%), 在协定生效后的第 11 年, 实现零关税商品比重将超过 70%; 第 16 年, 零关税商品比重超过 80%, 并最终在生效后 21 年以前将日本出口的零关税商品比重提高到 86%。同时, 日本承诺对中国进口工业制品零关税覆盖率则从目前的 47% 提高至 98%, 农业产品的零关税覆盖率设定为 56%。随着零关税商品比重逐年上升, 双边货物贸易将在新税率的约束条件之下发生变化。但需要注意的是, 造成货物贸易实际变化的原因是复杂多样的, 关税下降在稳定的国际贸易体系之下自然是促进贸易量最直接的助燃剂, 但由于 RCEP 尚未最终生效并且许多的降税安排都需要较长时间实施, 所以实际的效果如何仍需时日去观察。但整体而言, 当前双边贸易的重点领域依然很有可能会首先成为税率这个自变量下降后最敏感的因变量。

1. 中国对日本商品降税安排以及影响

根据中国海关与日本财务省贸易统计来看, 当前日本对华出口商品集中在电子电器产品、机械产品以及汽车领域。RCEP 签订后, 日本对华出口成本将大幅度降低。

首先, 从电子电器产品看, 2019 年日本对华出口的电子电器产品贸易额为 436.2 亿美元, 占出口总额的比重超过 1/4。根据 RCEP 协定, 中国承诺将进一步降低这一领域商品的关税, 其中, 扩声器、数码影碟、内存条等电子电器产品将在协定生效后立刻实现零关税, 逆变器、电饭锅等商品也将在协定生效后的第 11 年和第 21 年分别实现零关税。另外, 值得关注的是, 家用电动器以及电动生活用品等产品虽然没有降至零关税的计划, 但在协定生效后便立即从目前 20%~30% 的较高税率大幅降低至 8% 左右, 大幅提高了此类产品在中国市场的价格竞争力。日系电子电器制品在中国的售价出现大幅下降以后, 是否会对中国制造的电子电器产品造成严重的挤兑成了许多人关注的重点。诚然, 在产业发展阶段来看, 日本依然领先于中国, 在产品的设计、科技含量上, 日本制造的电子产品较中国而言仍具有优势。但是中国作为一个后起之秀, 工业体系的门类已经超过日本, 具有更强大的产业集聚能力。近年来, 中国制造的日用品、家电等产品也开始积极涌进日本市场, 并且利用物美价廉、高性价比的特点得到许多日本消费者的青睐, 占据了一定的市场份额。实际上, 在人口红利的驱动下, 中国在劳动力集约型的加工组装领域上具有比较优势。有学者通过 TSI 指数、RTA 指数以及 MCA 指数的比较, 得出了中国在电话机、电脑等成品方面较日本具有比较优势, 但是, 日本却在高精端仪器的制造上必不可缺的电子零部件和半导体品种上具有更加强大的竞争力的结论。基于此, 在关税下降以后, 即便日本制造的电子电器产品会在一定程度上提高市场竞争力, 部分中国产品可能被挤兑, 但由于中日两国电气电子产品存在较明显的差异, 中日电子产品更可能会演变成一种良性竞争, 在不同的消费者群体中分割市场。

其次, 从机械产品看, 2019 年日本对华出口的机械产品贸易额为 364.2 亿美元, 占出口总额的 21.2%, 位居日本对华出口规模的第二位。在中美贸易战的背景下, 中国设备投资下降导致日本对华出口的机械产品出现低迷, 部分制造型设备的出口量更是出现了两位数的下降。RCEP 生效后将有利于扭转日本对华机械产品出口的颓势。例如, 电梯、自动人行道等机械产品在 RCEP 协定生效后便立

刻实现零关税，这对于已经在中国十大电梯品牌排名占据了四个位置的日本电梯企业而言，其产品竞争力会得到进一步提升，从而继续扩大日本电梯企业的市场份额。相比之下，在中国十大电梯品牌排名中，中国本土仅有一家公司上榜，在日本同类企业的竞争力提升之下，中日电梯这类产品的差距会扩大，本土的此类企业或只能作出更大的调整。

最后，从汽车相关商品看，中国作为日本最大的汽车出口市场，2019 年自日本进口汽车相关产品金额为 179.2 亿美元，占日本对华总出口额的 10.5%。根据中国汽车发展的现状，RCEP 项下，中国一方面保留了自日整车进口关税（MFN15%），另一方面对自日进口的 65%的汽车零部件给予零关税待遇。这将极大整合东亚地区汽车供应链产业链，有效帮助汽车整车生产企业降低成本，同时也给中国国内汽车整车行业保留空间。

在农林渔业产品领域，中国对从日本进口的清酒、威士忌、扇贝、自热米饭等产品的关税在 RCEP 生效后逐步下降，并最终降低至零。目前，中国对清酒征收 40%的关税，对威士忌酒征收 10%的关税。根据日本农林水产省的数据显示，中国已经成为日本清酒第二大进口市场，在 2019 年上半年对华出口日本清酒金额达到 28.9 亿日元，同比增长 49%。随着相关产品的关税下降，日本农林渔业产品有望进一步扩大中国市场，前景十分可观。同时，这类产品由于都明显带有日本独占生产的特点，因此此类降税不仅不用担心中国同类产品生产商会造成损失，还由于与此类产品密切相关的日本料理店、日式酒吧等相关服务行业的繁荣，增加就业人口，给中国消费者带来更多福利。

2. 日本对华商品降税安排

据日本贸易振兴机构（JETRO）统计显示，当前中国对日出口商品集中在电子电器产品、机械产品以及服装类产品领域。首先，从电子电器产品和机械产品等工业制品看，在目前日本自华进口的电子产品和机械产品大多数已实行零关税，按照 RCEP 协定，日本还将对其他类型的中国制造工业制品逐年降低关税，最终将中国制造的工业制品零关税覆盖率提高到 98%。其次，根据 RCEP 协定，原先面临日本征收 8%~11%关税的服装类产品将逐步下调税率，其中包括棉织品、合成纤维制品等所有的服装类产品都在协定生效后逐年降低，并在第 17 年实现零关税。基于此，中国对日本出口排名靠前的项目在未来一段时间内会逐步提高在日本市场的价格竞争力，从而促进对日出口量的增加。

值得关注的是，日本在农产品方面对中国做出重要开放。RCEP 签订前，日本仅对自华进口的约占税目数 20%的农产品给予零关税待遇，RCEP 生效后，中国出口日本的农产品将有 63%税目享受零关税，如禽肉、虾蟹、土豆、番茄、豆角、茼蒿等蔬菜，柑橘、柚子、梨、樱桃等水果，部分酱果汁、坚果、香料、咖啡、葡萄酒、绍兴酒等。¹

3. 区域累积原产地规则

在 RCEP 生效后原产地累积规则的实行，将降低产品获得协定项下原厂资格的门槛，并促进生产要素在区域内的自由流动。RCEP 的原产地累计规则与现有的比较优势指数 RTA 相比，采用了更为灵活的特定于项目的规则，使用自我认证系统，也扩大累积范围。因此，在 RCEP 生效后，通过原产地规则降低生产成本，进而带动出口扩大的可能性大大提高。换言之，从原产地规则的角度来看，RCEP 有望产生贸易创造作用。

RCEP 生效后，累积范围将扩大，这尤其会对中日之间的贸易模式产生显著影响。例如，在中韩自贸协定双边累计规则下，中韩两国的原产零配件和相关费用均可视为中国原产，而使用日本进口的部分产品被视为“非原产材料”。在这一限制下，必须需要日本制造的一些产品则不适用于中韩自贸协定的相关关税优惠待遇。RCEP 生效以后，日本作为缔约国之一，从其进口的部分产品从“非原产材料”变成“原产材料”，因此，日本原产的这部分产品可视为中国原产材料进行累积，从而更容易达到“区域价值成分 40%”的门槛。由此带来了两个好处：第一是有利于促进日本出口材料到中国，

并在中国工厂加工组装完成后，最后出口到与中国有自贸协定的国家。第二是有利于促进从中国进口原材料并在日本完成加工，在日本本土市场流通的营业模式发展。

（二）中日在服务贸易领域的承诺

服务贸易方面，目前日本采用负面清单方式承诺，而中国采用正面清单方式承诺。根据 RCEP 规定，中国将于协定生效后 6 年内转化为负面清单，同时提高日本所重点关注的证券金融服务业、老龄人口服务业以及房地产服务业的承诺水平，而日本则向中国所重点关注的房地产、金融、运输等服务部门作出了更高水平的开放承诺。

RCEP 的金融服务附件中，引入了新金融服务、自律组织、金融信息转移和处理等规则，就金融监管透明度作出了高水平承诺。中日两国金融服务提供者将在更加公平、开放、稳定和透明的竞争环境中扩展合作，有望在《中日双边本币互换协议》2 的基础上进一步扩大日本人民币清算规模，加速人民币国际化进程，同时促进中方企业更好地进入日本市场。同时，根据 RCEP 协定，日本的人寿保险以及证券服务业机构可以实现全外资经营，给中国金融市场注入更多活力。

除此之外，中日两国在应对老龄化问题上蕴含着巨大的发展潜力，日本早已进入深度老龄化社会，RCEP 鼓励成员国就共同关心的专业服务的资质、许可或注册进行磋商，鼓励各方在教育、考试、经验、行为和道德规范、专业发展及再认证、执业范围等领域制定互相接受的专业标准和准则。同时，中国承诺不设置老龄人福祉服务业外资的出资比例上限。中日两国将以此为契机，加强中日两国在应对老龄社会的经验技术交流，日本更多成熟的护理政策以及高水准的老年人介护服务有望进入中国市场，寻求进一步的合作。

（三）中日在双向投资领域的承诺

首先，在 RCEP 投资章节中，对投资自由化、保护投资、促进投资以及投资便利化措施进行了详细的规定。根据 RCEP 协定，中日双方均采用负面清单方式，进一步开放制造业、农业、林业、渔业、采矿业 5 个非服务业领域的投资，提高各方政策透明度，并纳入了知识产权、电子商务、竞争、政府采购、中小企业等领域规则。此外，与以往协定相比，RCEP 在自然人移动方面承诺适用范围扩展至服务提供者以外的投资者、随行配偶及家属等协定下所有可能跨境流动的自然人类别，并对专业资质互认作出合作安排，为企业引进海外人才、促进人力资源要素优化配置提供更多便利。

其次，日本对华直接投资发展较快，累计总额已经接近 1200 亿美元，但也容易受外界因素影响，波动较大。RCEP 协定生效的会使日本对华直接投资更加顺畅、更加平稳。在美国不断遏制中国经济崛起以及中国国内劳动力成本不断上升的背景下，日本企业对中国投资的态度出现了比较严重的分歧。一方面，汽车等高附加值企业对外投资的力度不减反增，而劳动力密集型的低附加值工厂则出现了加快向越南为首的东南亚国家转移。这是因为东南亚国家不仅在劳动力成本上较中国占据优势，另外得益于日本—东盟自贸协议，使当地出口的产品税率更加低廉。但是，在 RCEP 生效后，中国出口日本的纺织品、服装等产品实现零关税，此类劳动力密集型企业从中国外迁的收益下降，进而有可能减缓日本在华企业外迁的趋势。

相比之下，中国对日直接投资累计总额约为 44 亿美元，与日本对华直接投资累计总额的 1200 亿美元相比，处于相当不平衡的状态。但是，在 RCEP 协定生效后，日本经济社会的封闭性、排外性有望得到改善，投资自由化程度提高，更利于中国投资者进入日本市场，中日互相投资的不平衡难题或许能得到一定程度的改善。

此外，RCEP 的签署还将有力地推动中日两国更好地在第三方市场开展合作，有助于中日两国共同合作推进经济全球化。东南亚是中日两国对外投资的主要“战场”，也是开展第三方市场合作最有希望的地区。根据亚洲开发银行测算，2016 年到 2030 年，东南亚地区每年需要约 2100 亿美元的基

基础设施投资,大量的基础建设项目等待资金入场开发。中日两国作为对外投资大国,一直扮演着东南亚新增投资的主要资金来源国的角色。在 RCEP 的推动下,中日在东南亚的基础设施投资将进一步强化,两国在东南亚的基础建设投资有望迎来更多的合作机会。

二、中日经贸关系面临的新挑战与外部环境的新变化

RCEP 是东亚区域经济一体化乃至开放型世界经济体系建设的重大成果,将给中日经贸合作带来巨大利好与机遇,但中美摩擦的升级以及中日关系复杂化给中日经贸合作带来难以预料的挑战。

(一) 中日经贸关系面临的新挑战

1. 中美摩擦升级、中日关系复杂化的负面影响

中国的和平崛起,中国的强大,使许多反华势力感到不适,特别是奉行霸权主义的美国感到空前威胁,因此对中国采取了遏制政策,中美博弈已呈现出长期化的趋势。2020 年新冠肺炎疫情暴发后,美国疫情几乎失控,特朗普极力将责任推卸给中国,对中国进行全面打压。拜登上台后,美国对中国进行打压的政策不但丝毫没有放松,而且在方式上比特朗普更加工于心计,联合其盟友对中国进行“合围”,而日本更是主动甘当美国的“马前卒”。2021 年 3 月以来,从美国主导的“美日印澳”安全机制,到日美“2+2”,再到菅义伟首相访美期间发表的《日美联合声明》以及日本刚刚发表的《日本外交蓝皮书》,无不将矛头直接指向中国,涉台涉疆,触碰中国核心利益。最近一段时间日本之所以如此积极“随美起舞”,原因有两个方面,其一是美国的牵拽,这个因素在日本对外关系中一直是主导性的;其二是日本自己的算盘,看到中美关系严重恶化,认为有机可乘。

在美国打压中国的背景下,日本以经济安全为由,大肆鼓吹“去中国化”,“中国+1”升级版甚嚣尘上,日本企业对华直接投资越发慎重,而且在华日资企业也出现一定程度的波动。在中国设有数码复合机、笔记本电脑、压缩机等产品生产基地的日本企业正在考虑将生产基地转移至东南亚地区,以规避中美经贸摩擦的风险。中美博弈的长期化,必将会导致中美经济关系的持续恶化,进而阻断全球供应链的有效运转。在贸易和投资层面,日本对中美两国的经济依赖程度都比较深,一旦卷入中美贸易摩擦之中,将会扩大中日经贸合作的不确定性。

长期以来,日本一直坚持“日美同盟”和“经济中心”双重基轴路线,安全靠美国,经济靠中国。在中美博弈中,实行“骑墙战略”,练就了其两面性的基本功。无论中美对抗还是合作,日本都是受益者,“左右逢源”,并非“夹缝求生”。在中美相争过程中,日本总期望获取渔翁之利,而且力求实现利益最大化。基于此,日本的对华政策与美国相比还是有所差异。例如,美国在技术领域对中国进行打压,作为盟友的日本定会积极配合,如美国对中兴、华为等企业的打压都能看到日本的身影。但在经济利益的驱使下,日本的表现又比较暧昧。日本的两面性决定了中日关系的复杂性。

2. 中日韩 FTA 与中国加入 CPTPP 短期内难见成效

RCEP 签署后,中日、日韩之间首次建立起相互开放市场的自贸伙伴关系,零关税覆盖率整体得到大幅提高,为中日韩经贸合作开辟了更广阔的空间,在客观上为实现更高水平的中日韩 FTA 创造了良好条件。在 RCEP 刚刚签署时,中日韩三国领导人也都表态要继续推动谈判进程,学界与媒体都十分乐观,甚至认为中日韩 FTA 的签署指日可待。但是从当前形势来看,影响中日韩 FTA 谈判的负面因素明显增多,短期内取得实质性进展变得十分渺茫。

中日韩 FTA 几乎与 RCEP 谈判同步启动,历经 8 年多的谈判,在经济层面、技术层面已经取得了重大进展,能否最终实现签约需要做出政治决断。但最大的障碍自然是美国因素和日韩关系紧张。从美国因素来看,其程度最近明显上升。如前所述,拜登上台后纠集其盟友开启了新一轮的遏华浪潮,日本也紧随其后。在美国的强力控制之下,不用说取得进展,即便是三国代表坐在一起进行谈判恐怕

都难以实现。再来看一下日韩关系，自从2018年日韩两国因战前“征用工”赔偿问题导致两国贸易战以来，关系一直十分紧张，前一阶段刚刚出现些许转机，比如说RCEP的签署曾以迂回方式，在一定程度上缓和了日韩关系。但2021年上半年因日本政府决定向海洋排放核废水，韩国政府提出强烈抗议，日韩关系再度紧张，中日关系也因此出现复杂局面。

另外，就中日韩FTA问题，各当事国的诉求不同，态度也不尽一致。中国一如既往积极推动中日韩FTA进程；而韩国因已经与中国存在FTA，更关心中韩FTA升级版，加之韩日产业结构同构性强，担心受到来自日本产业的冲击，因此对中日韩FTA比较消极；日本由于通过RCEP的签署与中韩两国建立了自贸关系，对构建中日韩自贸区的需求并不十分迫切，出于自身利益的考量，提出要构建更高水平的中日韩自贸区，这势必会加大谈判的难度，拖延实现中日韩FTA的时间。

关于中国加入CPTPP问题也出现了一些新变化。RCEP的签署后，中国国家领导人明确表态，积极考虑加入CPTPP。中国的这一积极表态体现了中国的自信和大国姿态，更加重视多边主义，在引领全球化方面迈出更积极的一步。与RCEP同样，中国加入CPTPP将有利于我国以扩大开放带动国内创新、倒逼国企改革、不断实现产业转型升级，巩固我国在区域产业链供应链中的地位，为国民经济良性循环提供有效支撑，加快形成国际经济竞争合作新优势，推动经济高质量发展。特别是若能先于美国、中国台湾地区加入CPTPP，从长期战略来看，对中国更为有利。

但从现实情况看，短期内中国加入CPTPP的窗口可以说是关闭的。加入CPTPP的程序十分繁琐，至少要经历申请、要价、谈判和审批四个主要阶段，每个阶段都不轻松。按照CPTPP的相关规定，仅仅是在申请阶段就必须满足如下条件：第一，必须得到现有成员国一致同意；第二，申请国必须无条件接受CPTPP的现有规则条款。先看第一条，日本、加拿大、墨西哥、澳大利亚5个主要国家反对的可能性就很大。日本位居CPTPP中的主导地位，话语权重也比较高。针对中国加入CPTPP一事，日本首相菅义伟多次表示“虽然中国表示积极考虑加入CPTPP，但该组织要求成员国有相当高的市场开放水平，因此认为中国加入CPTPP的难度颇大。”对中国加入明显持消极态度。再看加拿大，该国是跟随美国最紧、反华最积极的国家，其自身同意中国加入的可能性就不大，而且因“美墨加协定”（2020年7月生效）中被美国植入“毒丸条款”，所以必须得到美国的首肯，墨西哥也是如此。澳大利亚一直以来紧随美国，对抹黑、打压中国表现出莫名其妙的积极，因此同意中国加入的可能性也不大。再看第二条，美日等国在TPP初始阶段为排斥中国而量身定做了有关国有企业、劳工（独立工会）以及知识产权保护等相关条款，从中国的现状来看，很难接受。在当前美国积极纠集其盟友掀起新一轮的反华浪潮的背景下，难以指望以美国忠实盟友日本为主导的CPTPP能为中国网开一面，设定过渡期或“例外”。

鉴于上述原因，短期内中日韩FTA以及中国加入CPTPP均难以取得实质性进展，当然这对中日经贸合作并不会产生直接的负面作用，但却不利于中日经贸合作的长期发展，会影响中日经贸合作的质量提升和规模的扩大。

二）中日经贸关系外部环境的新变化

进入2021年后，美国联合盟友变本加厉打压中国，中日关系亦发生微妙变化，给中日经贸合作带来新的挑战。但是，促进中日经贸合作健康发展的诸多利好因素也在上升。如前所述，RCEP的签署与生效就能带来诸多利好，除此以外，随着日本国内政治形势的变化，日本对华强硬政策也可能发生调整，世界经济、日本经济的恢复、特别是中国经济的强势回升将给中日经贸合作带来更大的利好。

1. 日本国内政治形势可能出现新变化

2021年10月以前日本将要完成众议院大选和自民党总裁选举，在大选前采取对华强硬政策是日美等国的一般性规律，而在大选结束、政权根基稳固后，会将工作重心转向发展经济方面，届时都要

对对华政策进行调整。鉴于此，估计在 2021 年年底前后中日关系可能逐渐缓和，而 2022 年恰逢中日邦交正常化 50 周年，中日关系改善和双边经贸合作加速恢复可能迎来新的窗口期。

2. 世界经济与日本经济的恢复

目前，疫苗的接种已在全球范围内陆续推开，人类战胜新冠肺炎疫情的曙光初现。而且世界经济已开始逐步复苏，据国际货币基金组织（IMF）最新发表的《世界经济展望》指出，2021 年全球经济增速为 6%，预计 2022 年为 4.6%。世界经济的恢复将为中日经贸合作创造良好的外部环境。日本经济在 2020 年下降了 4.8%，但 2021 年财政年度有望实现 3.6% 的较高增长，略高于 IMF 的预测。2021 年日本将举办东京奥运会，进一步加快数字经济发展速度、力推“数字化”“绿色能源”等新经济增长战略，特别是 RCEP 将成为日本经济复苏的巨大驱动力，按日本内阁府的最新测算，RCEP 生效后，将带来 GDP 上升 2.7% 的提振效果，若按 2019 年 GDP 规模计算，相当于增加 15 万亿日元的巨大利益。而 TPP 和日欧 EPA 对日本 GDP 的提振效果分别为 1.5% 和 1.0%。日本经济的复苏将为中日经贸合作增加新的需求和动能。

3. 中国经济的强势回升

与世界经济及日本经济相比，中国经济赢得了更快的恢复。2020 年中国经济增长 2.3%，成为世界主要经济体中唯一的正增长国家。2021 年第一季度中国经济增长率高达 18.3%，而按国际货币基金组织的预测，2021 年中国经济增长率将高达 8.4%，2022 年为 5.6%，中国经济的强势回升将引领中日经贸合作的走向。作为日本最大贸易伙伴的中国正在加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，在强化国家战略科技力量、增强产业链供应链组织能力的基础上，继续实行高水平对外开放，不断扩大国内消费市场。这些都将为中日经贸合作带来更多机遇。

三、中日经贸关系的现状、问题与趋势

2020 年中日双方共同抗疫、两国人民守望相助，拓展了两国的合作领域及互助空间，双边经贸合作取得了可喜的成就，但依然存在动力不足、恢复缓慢等问题。

（一）中日经贸合作现状与问题

1. 中日双边贸易逆势而上但恢复乏力

2020 年在新冠肺炎疫情全球大流行等重大负面因素冲击下，全球经济增速下滑，加之贸易保护主义和单边主义盛行，全球贸易和人员往来受到严重影响，贸易环境极为严峻，但中日贸易却逆势前行，实现了正增长。据中国海关统计，2020 年，中日进出口贸易额为 3175.3 亿美元，比上年增长 0.8%。其中，中国对日出口 1426.6 亿美元，同比下降 0.4%；中国自日进口 1748.7 亿美元，同比增长 1.8%。日本居东盟、欧盟、美国之后，继续为中国第四大贸易伙伴。按国别排名，日本是中国第二大贸易伙伴国、第二大出口对象国和第一大进口来源国。中国连续 13 年为日本第一大贸易伙伴国。日本财务省发布的贸易统计速报显示，2020 年在日本总出口下降 11.1%、对美出口下降 17.3% 的情况下，对中国的出口却增长 2.7%，在总出口额中占比达 22%，首次超过两成，超过了对美出口的 18.4%，位居第一。

中日贸易逆势增长充分展现了中日贸易的强韧性。但是，从近年来的中期视角来看，仍然存在反复乏力问题。2011 年之前，中日贸易规模除个别年份外，一直呈上升态势，2011 年，双边贸易总值为 3429 亿美元。但自 2012 年日方悍然挑起“购岛”争端以来，受非经济因素影响，中日贸易连续 5 年出现负增长。此后随着中日关系步入正轨，2017 年和 2018 年恢复了正增长，但 2019 年受中美贸易摩擦影响再次跌入负增长，2020 年实现 0.8% 的正增长，如图 1 所示，近 10 年来中日贸易虽有恢复，但基本处于徘徊状态，明显缺乏动力。

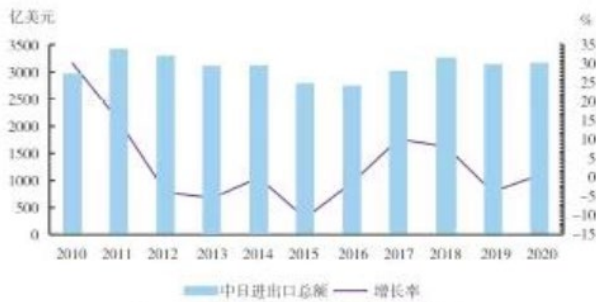


图1 2010年以来中日双边贸易额变化情况

资料来源:根据《海关统计》各年版数据绘制。

2. 双边投资稳中有降，失衡依旧

受新冠肺炎疫情等外部因素冲击，2020年度日本对华直接投资稳中有降。据商务部统计，2020年，日本企业对华投资实际使用金额33.8亿美元，比上年下降9.3%，在华新设企业799家，比上年下降20.1%。截至2020年底，日本累计在华投资设立企业53633家，对华投资实际使用金额1190.8亿美元，为中国第一大外资来源国。据日本财务省统计，2020年前三季度，日本对华投资1.2866万亿日元，同比下降4.9%，但降幅低于日本海外直接投资总额的降幅。截至2020年9月底，日本对华投资存量为1395亿美元，占比7.0%。从投资领域上看，日本企业在华针对零售业、饮食业、旅游业等服务业领域，以及医药、养老介护、医疗器械等领域不断增加投资。从产业链的上游到中游环节，日本对华投资已呈现多元化、多样化发展的新态势。

但是，与中日贸易相似，近年来日本对华直接投资虽有所恢复，但回升幅度不大。由于各种因素的影响，日本对华直接投资在2013年至2016年连续4年出现负增长，2017年、2018年出现了两年微弱正增长，但2019年、2020年又再次跌入负增长，2020年对华直接投资额为33.8亿美元，尚不及高峰年2012年73.5亿美元的二分之一（见图2）。



图2 2010年以来日本对华直接投资变化情况

资料来源:根据商务部资料绘制。

另外，由于中国对外贸易发展迅速，而中日贸易增速相对缓慢，结果导致中日贸易占中国对外贸易总额的比重一直呈下降趋势，已从1985年的30.2%降至2020年的6.8%。2021年第一季度，中日贸易额增长29.3%，增速不可谓不高，但低于中国对外贸易总额38.6%的增长率，更远低于中美贸易额73.1%的增长率，中日贸易占中国对外贸易总额的比重进一步降至6.6%。在中美贸易摩擦的背景下，出现了“东升日落”的局面，确实值得思考。

需要注意的是，尽管日本当地企业对中国市场充满信心，但日本的公司总部对中国市场的看法却有相当大的差异，而投资决策权又掌握在总部手里。从地缘政治、政府的外交政策等非经济因素的考虑，日本的公司总部对中国市场的投资长期持观望态度，十分慎重。

再看一下中国对日直接投资。据商务部统计，2020年，中国对日全行业直接投资额为3.6亿美元，较2019年仍有小幅增长。近年来，中国企业对日投资主要涉及制造业、IT互联网、金融服务业、电气通信等新业态，投资方式也趋向多元化。同时，中国企业还高度看重日本市场和研发环境。例如，华为技术、中兴通讯等中国企业在日本设立了研发中心，华为、中兴、海尔、百度、苏宁、京东等企业与日本运营商及生产商开展互惠互利合作。

但是，中国对日直接投资已有20多年的历史，截至2020年底，累计直接投资额为44.6亿美元，占中国对发达国家投资总存量的1.6%，仅占日本吸收海外投资的0.9%，特别是与日本对华直接投资累计总额的1200亿美元相比，相差甚巨，中日双向投资失衡问题依旧在扩大。

（二）中日经贸合作的前景展望

RCEP 生效后的中日经贸关系的走向与趋势主要取决于影响中日经贸合作的各种主要因素的变化。新冠肺炎疫情走向、RCEP 生效、中美摩擦升级、中日政治关系以及世界经济、日本经济、中国经济的复苏都是影响中日经贸关系的重要因素。现将上述因素对中日经贸合作的影响程度归纳为表 1，进行简单归纳分析。首先，看新冠肺炎疫情的变化。尽管印度等国出现反弹，但随着疫苗接种人数的扩大，疫情将会逐渐收敛，对中日经贸关系的负面影响呈逐渐减弱趋势；其次，RCEP 的签署对中日经贸合作产生向好预期，2022 年生效几无悬念，生效后则产生较大实际效应，此后正向效益将会逐渐平缓；中美摩擦升级并且长期化对中日经贸合作关系产生很大的负面影响，可以想象今后美国还将利用各种借口，采取各种手段对中国进行打压，可以说美国因素是中日经贸关系中最大的不确定因素，但从长期着眼，随着中国综合国力的不断上升，抗压能力增强，美国因素对中日经贸关系的负面影响将呈逐渐减弱趋势；中日政治关系当前处于比较复杂的状态，对中日经贸关系的恢复产生一定的阻碍作用，但随着日本众议院大选和自民党总裁选举的结束，日本可能调整对华政策，2021 年年底或明年年初中日关系可望出现好转，进而推动中日经贸合作加速恢复，不过从中长期来看，仍存在变数；世界经济、日本经济的恢复将给中日经贸合作带来新的需求和动力；中国经济的强势回升与高质量发展将引领中日经贸合作关系的方向，是促进中日经贸合作关系恢复和健康发展的最确定的因素。

表 1 各种因素对中日经贸关系的影响

影响因素	现状	2022 年	2022 年以后	中长期
新冠肺炎疫情	--	-		
RCEP 生效	+	+++	++	++
中美摩擦升级	--	--	--	-
中日政治关系	--	+	存在变数	存在变数
世界经济	++	+	+	+
日本经济	++	++	+	+
中国经济	+++	+++	++++	+++++

注：“+”号表示正向影响；“-”号表示负向影响；“+、-”号的个数表示影响程度。

资料来源：作者综合各重要因素的影响程度绘制。

综合以上分析，可对中日经贸关系的趋势做如下预测：

第一，中日双边贸易。在诸多利好因素的拉动下，2021 年可能出现较大幅度的恢复，2022 年 RCEP 如期生效，将由预期效应转为实际效应，中日贸易总额可望恢复到高峰期 2011 年的水平，此后将保持稳定增长状态。

第二，中日双向投资。由于受疫情影响人员往来受限，加之受中美摩擦、中日关系复杂化等非经济因素影响较大，2021 年中日双向投资仍将处于缓慢增长状态。不过，大多数在华日企对中国市场仍充满信心。2020 年 4 月，JETRO 对在华日企最为集中的华东及华南地区近千家日企进行的问卷调查显示，华东地区 86% 的日本企业看好中国市场的长期前景，没有改变供应链或生产网点的计划。2020 年中国也积极改善投资环境，为吸引日本企业投资做了许多努力。RCEP 生效后，双向投资的门槛将会进一步降低，可以预测 2022 年以后中日双向投资可能出现较大幅度增长。

总之，作为世界第二和第三大经济体，中日两国互惠互补的经贸合作已形成了深度融合的伙伴关系。无论是在传统领域还是新兴领域都有广泛的合作空间，特别是在科技创新、公共卫生、节能环保、碳中和、医疗康养、金融服务、现代农业及第三方市场等领域，中日双方互补性强，实现高水平互利共赢的潜力巨大。

四、结语

RCEP 的签署与生效将给中日经贸合作带来了现实的利好，未来，两国经贸合作关系将会以此为契机，迎来更多更好的发展机遇。当然也存在各种挑战，在美国联合其盟友不断升级对中国施压以及新冠肺炎疫情造成经济暂时性衰退的叠加冲击下，中日经贸合作也出现各种困难。但是，在 RCEP 签署和生效后，中日经贸合作应对非经济因素带来的风险的能力将有所提高，而且世界经济、日本经济特别是中国经济的迅速恢复等利好因素更强，中日经贸关系实现长期性稳定发展前景可期。

中国经济的高质量发展是 RCEP 顺利落实和中日经贸合作关系发展的根本保障。伴随着全面建成小康社会的目标的实现和“十四五”规划的实施，进一步优化升级产业结构，创造出更多新的投资和消费增长点，不断改善投资环境，不断提高中国市场的魅力。

站在新的历史起点，中日两国更应当顺应经济全球化潮流，坚持合作共赢，抓住机遇，迎接挑战，强化务实合作，使 RCEP 生效后的中日经贸关系行稳致远。

我们到底在经历怎样的经济周期？ 令人困惑的通货膨胀状态

来源：人大重阳网(2021-07-30)

作者：陈治衡(中国人民大学重阳金融研究院助理研究员)

根据公布的数据来看，美国 6 月份消费者价格指数环比跳升 0.9%，同比大幅增至 5.4%。剔除波动较大的食品和能源成分，所谓的核心 CPI 环比上涨 0.9%，同比升幅达到 4.5%，是 1991 年 11 月以来最大升幅。另一项指标随之公布，美国 6 月 PPI 同比增长 7.3%，预期增长 6.7%，前值增长 6.6%。美国 6 月核心 PPI 同比增长 5.6%，预期增长 5.1%，前值增长 4.8%，PPI 远超预期创下了 1982 年以来的高点记录。总体而言，美国社会的通货膨胀水平已经达到历史的高位。

面对如此状态的通货膨胀，美联储表态和市场分析出现了显著分歧。根据美联储公布的 6 月份 FOMC 会议纪要来看，对于通货膨胀，包括鲍威尔在内的美联储官员普遍认为通胀会对经济造成冲击，但是，仍然认为通胀只是暂时的，并且调整了对于今年经济和通胀的预期。对于是否会缩减购债和加息，美联储暗示出的 Taper 路线则要到 2023 年开始，且目前不会采取更多的实质性操作。

市场方面，整体的分析观点明显与美联储的表态出现了较大的不同。首先，通货膨胀问题已经不是市场分析关注的主要内容了，市场已经将更多的关注点放在何时缩减购债和加息的时间表上，而市场上的普遍观点认为这个时间表或许会提前；其次，随着经济的开放并恢复，通货膨胀的峰值或许已经见顶，但是通胀给经济的压力会比预期的严重，且持续的时间也会比预期的长久；最后，当下的通胀状态使得市场对于宽松的货币政策配合积极的财政政策产生了质疑，有观点认为至少需要从一方政策开始收紧才能从政策调节的有效性上有所改善。

总的来说，存在巨大分歧也恰恰反映出在经济发展中的影响因素正在变得复杂。第一，疫情的反复给经济的恢复带来直接的冲击；第二，就业岗位需求增加和就业人口增加带来经济预期的好转；第三，OPEC+原油减产协议达成，为经济回暖提供有利的原油价格支持；第四，气候变化复杂多变，极端天气次数增多，给经济社会的可持续发展带来挑战。由此不禁发问，在种种因素影响下，经济到底处在何种发展周期内？

通常来讲，美林时钟是行之有效的宏观经济分析方法，它将经济发展划分为四个周期，即复苏期、

过热期、滞涨期和衰退期，如此周而复始。在现实的经济社会，尤其是后疫情期中，周期变化的拐点变得越来越模糊，有时甚至会出现越过某个周期发展的状态，很难通过感知而有清晰认识，只能通过相关的经济金融指标进行有效地推断。通过数据统计和对照，目前我们或许处在全球经济滞涨周期的中期阶段。

造成滞涨周期形成的原因可简单总结为两个方面：第一，由需求引致的通货膨胀，从而使得经济陷入滞涨发展的状态；第二，由供给造成通货膨胀，从而造成经济停滞发展。又由于滞涨期处在过热期之后，因此，这个阶段的通货膨胀通常会延续商业繁荣周期过后的诸多特点。从经济发展的短周期来看，在后疫情时期，以中国率先开启了经济恢复发展的状态，随后，美国、欧洲的PMI指数也多处在扩张发展区间。在这期间，全球主要经济体的货币供给量和财政支出都在增加，可实际的就业情况不佳，以及产出缺口的失衡使得对通货膨胀的预期升温，全球经济发展步入滞涨周期的初期。以疫苗普及为时间节点，就业、进出口等数据恢复加快，全球经济存在直接跳入复苏期的可能。但由于变异病毒冲击、石油价格冲击等多种负面因素影响，使得经济生产率依旧未能得到有效恢复，经济周期继续处在滞涨周期内。因此，解决在滞涨经济状态下的高企的通货膨胀，仍然需要依托实际生产率的提高。

从6月份的通货膨胀的数据来看，通胀率或许已经见顶，但是通胀率维持在高位可能持续一段时间。通货膨胀作为经济运行中的一个重要的经济指标，具有滞后性和可预测性，反映的是社会经济中供需失衡的状态。由于行业部门的差异，其生产率存在差异，加之配置在不同行业部门的资金变化率差别较大，因此，以通货膨胀形式展现出的供给失衡程度在各个行业部门中也不尽相同，例如6月份美国通胀集中体现在二手车交易、食品消费和能源方面，6月份中国通胀集中反映在交通通信、教育文化娱乐和居住价格方面。总结来看，以国家为单位的经济体都在面临各自的通货膨胀状态，而各自的通胀结构呈现明显的差异。

综上所述，我们究竟在面临什么样的通货膨胀有了答案，即在滞涨周期中的结构性通货膨胀。那么，解决问题的办法也逐渐清晰：面对经济滞涨发展，需要提高生产效率，解决结构性通胀，需要有针对性地调控要素，从而促使经济各行业部门的生产率得到均衡提升、高质分配，进而推动经济周期性发展。

第一，完善市场运作机制，推动要素市场化发展。市场决定资源在不同部门之间的流动效率，在推进供给侧和需求侧改革的过程中，完善市场运作机制，打通要素流通障碍，需营造公平有序的市场环境，一是完善规范金融市场，二是统筹规划房地产市场，三是释放平衡劳动力市场。同时，市场中的要素定价、报酬机制仍需进一步优化，一是明确可定价要素范围，二是透明公开的询价机制，三是公平公正交易平台。市场制度的完善利于要素市场化的建设，更利于结构性通胀，乃至结构性经济问题的化解。

第二，把控宏观货币规模，统筹财政有序扶持。在这方面，我国央行已经给出了破题的答案：货币政策稳字当头，灵活精准的为实体经济提供有效的支持。从财政的角度来说，由于我国经济率先从疫情中恢复，上半年财政收入大幅增长，且在后疫情时期采取的阶段性减税降费政策取得成效。目前，我国的财政“国家账本”仍继续保持有序调整，保持适度支出强度，合理分配财政资源，力保国家战略发展的资金需求和经济结构调整。

第三，产业政策持续引导，信贷调控精准有效。目前，生态文明建设与可持续发展是经济发展的重中之重。通过产业政策持续将资源从臃肿的旧发展动能引入生态环保的可持续发展领域，从结构上缓解供需失衡的状态，更利于破解经济发展中的困境。另一方面，中小微企业受到通胀冲击较大，对于信贷的需求一直较大，而信贷供给存在不足。同时，中小微企业在经济中扮演了重要的角色。由此，在加强监管的状态下，加大信贷结构的转型力度，需要配置相当规模的信贷资源为中小微企业投放，

促进就业和经济改善。

在当下的经济发展周期中，需要着重布局开辟新的经济发展赛道，有视野、有决心、有力度，方能促使经济实现可持续发展。

国内财经

解读北交所：设立北交所的核心是为“专精特新”中小企业服务

来源：经济观察网(2021-09-02)

作者：张奥平(增量研究院院长、增量资本创始人)

9月2日晚，2021年中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会在北京举行，国家主席习近平发表视频致辞时指出，将继续支持中小企业创新发展，深化新三板改革，设立北京证券交易所，打造服务创新型中小企业主阵地。

一、为何设立北交所

首先，北交所是由新三板市场深化改革而来，是先存量市场改革，后增量改革的逻辑。存量市场改革的重点在于解决存量市场发展中长期存在的关键问题。

自2013年新三板市场正是运营至今，长期存在以下两大核心问题：第一，在资金端，市场整体流动性较差，使得挂牌企业定价难、融资难；第二，在资产端，挂牌企业质量参差不齐，市场企业整体“鱼龙混杂”。

这也使得市场在投资端与融资端的核心功能长期存在一定的缺失，即投资者无法实现资产配置效率与效益的最大化，以及大量优秀挂牌企业难以实现融资发展。而本次深化新三板市场改革，设立北京证券交易所的核心目的便是为创新型中小企业打通直接融资渠道，让广大的投资者拥有投资参与分享创新型中小企业快速成长的红利。

其次，北交所将与上交所、深交所形成行业与企业发展阶段上的差异互补，以及良性竞争。目前，上交所与深交所分别有科创板与创业板作为差异化板块。科创板的行业定位是面向世界科技前沿、经济主战场、国家重大需求，主要服务于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业，简单来讲就是硬科技型企业；而创业板行业定位于创新、创造、创意，主要服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合。

而北交所行业定位将重点放在了创新型中小企业。中小企业一直是中国经济发展中极其重要的微观主体，贡献了全国50%以上的税收，60%以上的GDP，70%以上的技术创新成果和80%以上的劳动力就业，是中国经济的基本盘，而创新型中小企业更是重中之重。

那么何为创新型中小企业？正是在此前中央经济工作会议、“十四五”规划纲要和中央政治局会议中所提出的要发展的专精特新中小企业。而“专精特新”中小企业具体是指具有“专业化、精细化、

特色化、新颖化”特征的中小企业。

二、北交所将如何设立

证监会表示，建设北京证券交易所的主要思路是，严格遵循《证券法》，按照分步实施、循序渐进的原则，总体平移精选层各项基础制度，坚持北京证券交易所上市公司由创新层公司产生，维持新三板基础层、创新层与北京证券交易所“层层递进”的市场结构，同步试点证券发行注册制。

通过证监会的表述来看，设立北交所的方式已十分明确，即在遵循《证券法》的大前提下，将精选层企业平移，并给予创新层企业通过注册制的方式实现北交所上市的机会。此外，整体市场依旧按照新三板市场发展逻辑，新三板企业可由基础层、创新层、北交所“层层递进”的方式实现北交所上市。

此外，此前新三板转板制度已落地。后续符合北交所行业定位的新三板挂牌企业，可以直接通过注册制的方式在北交所上市，而不符合北交所行业定位的新三板挂牌企业可通过转板的方式实现在其他交易所相关板块上市。

三、设立北交所对市场的影响

1、对宏观经济而言：利好。设立北交所将扩大市场直接融资比重，促进科技创新，激活实体经济发展。北交所相较于其他交易所板块，上市条件将更为“宽松”，有助于解决实体经济融资难的困局。

2、对于资本市场而言：短期利好，长期分化。资本市场每一次重大改革的前期，都会对市场产生利好，背后主要是受到市场短期情绪的影响。而当市场情绪消化之后，长期会回到理性发展的脉络之上。目前，实施注册制改革之后的中国资本市场长期发展的逻辑是上市企业资本价值分化。而实施注册制的北交所的发展逻辑也会纳入整体资本市场长期发展的分化逻辑之中。

3、对创新型中小企业而言：利好。未来创新型中小企业将拥有更多的实现资本化直接融资发展的机会，解决了中小企业融资难、融资贵的核心问题。

4、对投资者而言：利好。机构投资者或个人投资者将拥有更多参与投资分享“专精特新”型中小企业成长发展的红利机会。

5、对中介机构而言：利好。在北交所设立之前，因新三板市场整体缺乏流动性等原因，大量挂牌企业选择摘牌，针对于新三板市场进行服务的中介机构则长期面临生存难题。而在此次北交所设立之后，服务于此前新三板市场的中介机构将迎来“风口”。而在“风口”中的中介机构，更应归位尽责。

整体而言，设立北交所是中国特色资本市场发展的关键一环，中国特色的资本市场也将向着更加市场化、法制化、国际化的方向发展。

跨周期调节下的中国经济

来源：财新网(2021-09-02)

作者：钟正生(平安证券首席经济学家，研究所所长)

当前中国经济的周期位置

开宗明义，中国经济高点已过，高点是环比的高点。今年二季度中国经济环比的高点可能已经出现，后面环比有回落压力。

1、全球经济的近况

先了解一下全球经济的近况，全球经济是 K 形的复苏，不均衡的复苏，发达经济体与新兴经济体之间复苏的轨迹不一样。这一差别，除了财政货币刺激程度上不一样之外，最重要的还是疫苗接种的速度，发达经济体明显领先于新兴经济体。最新的 IMF 全球经济展望，上调了今年全年经济的预测，但却下调了新兴经济体的预测，尤其是东南亚国家和地区新冠病毒变异有扩散的趋势，会令 K 形复苏的趋势更加明显。

美国经济是超级宽松的货币政策，加上大规模的财政刺激，造成了“超强的消费，加上不愿意就业”，从而暂时呈现出“快通胀、慢就业”的局面。也就是说，菲利普斯曲线在扁平化，通胀已经明显起来了，但就业还没有恢复到疫情之前的水准。菲利普斯曲线扁平化会给货币政策决策带来新的挑战。目前拜登政府刚刚通过新一轮的财政刺激计划，但货币政策刺激美国经济复苏的有效性开始减弱，这点大致是有共识的。从而，美国格外旺盛的需求向全球外溢，影响了非美地区的经济、通胀和资产价格。

跟中国做一个对比：新冠疫情暴发后，美国首先救助的是居民，中国首先救助的是企业，从而美国的消费复苏非常快，中国复工复产非常快。这造成一个此前意想不到的结果，美国对中国进口的需求，尤其是对于中国制成品进口的需求增加很多，这某种程度上也是我们的意外惊喜。

目前美联储政策决策的一个核心因素就是就业。美国就业市场今年上半年恢复偏慢，但近期复苏势头比较强劲，往后看就业复苏的大方向也较为明朗。很多州失业补贴都会取消、疫情扰动进一步减弱、秋季开学在即（之前很多妈妈在家照顾孩子，无法外出求职），这些因素影响下，四季度美国就业恢复的动能是比较充足的。7 月美国失业率下降速度是在加快的，目前美国非农就业的缺口大概有 500 多万人。我们预测，9 月下旬美联储议息会议上会正式宣布有关削减资产购买的决定，到今年年底开始实施削减资产购买。前一段时间，市场有担心美联储根本没法退出资产购买，但在 7 月非农就业数据出来后，市场预期还是比较一致的，就是美联储会按部就班地实施削减资产购买的路径。

2、中国经济：高点已过

中国 7 月主要的经济增长数据普遍放缓，符合我们此前“方向见顶、分化收敛”的判断，也为 7 月 30 日中央政治局会议加码稳增长政策提供了最好的注解。1) 今年上半年中国工业生产和出口均超疫情前增速。随着出口的拉动作用减弱，加之限产、缺芯因素影响，工业生产面临回落压力。2) 制造业投资未能延续二季度加快复苏的态势。从前瞻指标来看三季度制造业投资增长或将进入平台期。3) 消费复苏有陷于停滞的倾向。4) 房地产投资从销售、开工、施工、资金来源各个层面展露出疲态。这是 730 中央政治局会议做出“国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”评估的背景。从两年复合增速来看，今年上半年，所有的经济指标都是往上的，但到了 7 月份，主要经济指标普遍放缓，这就是为什么我说经济环比的高点可能已经过去。

（1）下游产业链是中国经济恢复的短板

在本轮疫后复苏中，出口是终端需求的主要来源。2020 年净出口对中国 GDP 的贡献率达到 28%，是二十年来最高。但出口对产业链的拉动并不是平衡的，这与 2017 年上一轮出口高景气时期有很大差别：中游装备制造类行业出口率先拉升，医药汽车行业随后，今年以来，由于前一段时间大宗商品的暴涨，上游行业出口加速反弹，但其它下游行业仍持续负增长，与疫情之前的状况无异，甚至可以说下游的制造业就是当前中国经济恢复的短板。

再看一下拉动中国经济三架马车的情况：

（2）促进消费成为一项中长期的挑战

除了出口拉动的不平衡外，消费的持续低迷也加重了下游产业链的压力。尽管今年上半年中国居民收入进一步恢复增长，但居民储蓄倾向尚未有效回落，消费复苏缺乏进一步提速的动力。央行的城镇储户调查问卷显示，去年新冠疫情暴发以后城镇储户的储蓄倾向突然蹿升。当时有一种声音认为，这是一个短期现象，因为疫情限制了消费，限制了社交，一旦疫情得到比较有效控制，生产和生活接近常态后，边际储蓄倾向会有一个明显的回落。但从去年二季度到现在，居民的预防性储蓄倾向并未明显降低。这也验证了有关灾难和疫情的经济分析，那就是“一朝被蛇咬，十年怕井绳”，大的灾难或疫情暴发后，居民边际储蓄倾向在较长一段时间内会维持在较高的水平上。换句话说，居民边际消费倾向都有明显降低，一段时间过后还恢复不了。

今年分析经济数据多用两年平均增速，因为去年疫情砸了一个坑，留下了一个很低的基数，同比数据会有点信号失真。讲到两年平均增速，有个隐含假设，就是失去的东西是可以回补的。但我们认为，大部分的非耐用品和服务品的消费是不可回补的，因此对于社会消费品零售总额的增速不宜使用两年平均来衡量。若直接跟 2019 年消费增速相比，今年 1-7 月份，消费增速是 8.8%，相比 2019 年新冠疫情暴发前 8% 的增速已经不太慢。但从今年 4 月以来，社零增速就进入了平台期，显然消费需要更多的促进因素。

促进消费成为一项中长期的挑战。凡是能够促进消费的政策，这段时间都在集中出台。一是，人口老龄化的问题。根据七普数据，中国老龄人口比例已达 13.5%，很快就会进入 14% 的中度老龄化阶段，且未富先老特征鲜明。而老年人消费倾向较低，成为拖累中国消费增长的中长期因素，需要以养老保险体系的构建完善等加以应对。前段时间有关养老保险第三条支柱的进一步尝试，就是在往这个方向去解决。

二是，高企的房价。居高不下的房价下，青年人的可选消费让位于住房储蓄，中年人的可选消费业要让位于下一代的住房储蓄。说白了就是，高房价对于消费是挤出的效应，而没有挤入的效应。人民银行做过一个估计，中国居民杠杆率水平每上升 1 个百分点，社会零售品消费总额增速会下降 0.3 个百分点，而显然高房价是推升中国居民杠杆率的关键因素之一。现在全国房地产形势分化比较明显，但全国房价还在上涨，100 个大中城市的房价还是在上涨。很显然，对房地产要进行重新规范定位，有关房地产投融资方面的限制和红线频出，也是基于这样的背景。

三是，收入和财富差距的问题。8 月 17 日，中央财经委员会第十次会议聚焦研究扎实促进“共同富裕”问题，提高居民收入水平和消费能力是其应有之义。大家知道，收入分配差距越大，平均消费倾向越低，因为对于高收入人群来说，其边际消费倾向是较低的。

总之，在构建内循环为主、内外循环共同促进的高质量发展格局过程中，内循环最主要的引领就是消费，需要依托中国庞大的市场，庞大的消费群体。因此，不管是养老保险体系的进一步完善，抑制房价的过快上涨，还是往共同富裕的道路上做更多体制机制上的铺垫，都是往提升消费倾向和能力的方向在走。

（3）出口高景气面临逐步回落

疫情以来中国出口的高景气一直是超预期的。今年以来，中国出口在保持韧性的同时，呈现出以下几个突出特征：一是，出口的拉动从集中于防疫物资，转向机电及其它各类商品共同拉动；出口的国家别结构从美国强劲拉动，转为欧盟和东南亚的拉动显著增强。二是，中国在全球的出口市场份额有限回落，回落压力主要来自欧美，而中国仍然替代着其它欠发达国家的部分市场份额。这些欠发达国家由于疫情控制有限，复工复产的进度也非常有限。三是，中美经贸冲突的影响非常深远，美国（尤

其劳动密集型产品的)进口向中国以外的亚洲国家集中。目前,美国对中国医疗物资的进口依赖度已经回到疫情前水平,但对中国劳动密集型产品的进口依赖度仍然显著低于疫情之前。这再度证明美国增加了其它亚洲国家产品对中国产品的替代。说白了,美国在寻找“备胎”。当前,中美经贸谈判重启,第二轮谈判如何演化,值得高度关注。

不过,当前有三股力量支持中国的外贸景气度:一是,对欧洲地区出口有进一步修复空间。截至目前,中国在欧洲进口和出口中的占比均仍处于高位。因此,随着欧洲经济进一步恢复增长,其对中国的进口需求仍有进一步提升空间。在产品结构上,欧盟从中国进口或将从 2020 年的工业制成品逐渐向原材料偏移。这样,从对中国产业链的拉动来看,会向中国制造业的上游行业偏移,从而对于上游行业是一个利好;但中国经济修复的短板,下游的制造业仍然没太受益。

二是,东南亚和其它欠发达地区疫苗接种的滞后。我们不希望把中国出口的韧性建立在其他国家和地区的痛苦之上,但从经济分析的角度来说,这点确实是延缓了中国出口市占率的回落。

三是,对“一带一路”沿线国家的出口有效提升。7 月 30 日中央政治局会议强调“坚定不移推进共建‘一带一路’高质量发展”。在下半年外需面临回落、中美经贸谈判存在变数的情况下,稳定“一带一路”这个外贸基本盘更加重要。

昨天参加有关人民币国际化的一个会议,我就指出“一带一路”高质量的发展可以作为进一步推进人民币国际化的一个很重要的突破口。“一带一路”沿线国家和地区对于人民币结算、人民币投资的接受度显然是要更高的。

(4) 房地产投资进入震荡或下行周期

再说投资。7 月房地产投资展露出疲态,进入震荡或下行周期已是共识。从销售来看,7 月房地产销售面积的两年平均增速从 6 月的 4.8%进一步下滑至 0.1%,而 5 月这一增速为 9.4%。在房地产贷款利率小幅抬升、房地产按揭贷款增长放慢、多地升级房地产调控措施背景下,房地产销售显著降温。从开工施工情况来看,7 月房屋新开工面积的两年平均增速延续负值;房屋施工面积两年平均增速降至 6%,也是年内最低,开发商投资意愿明显放缓。

从资金来源看,7 月房地产开发资金来源的两年平均增速从上月的 8.5%进一步快速下降至 4.1%。其中,国内贷款增速再度转负,与房地产销售相关的个人按揭贷款和定金预收款增速也继续放缓,只有自筹资金(包括债券和非标融资等)增速上扬,成为房企积极寻求的融资来源。在资金来源渠道明显收缩、放缓的情况下,房地产投资的韧性或被动摇。

不过,考虑到去年土地成交增幅较大,由此形成待施工项目较多,年内房地产投资仍然有望得到支持。既然是跨周期调节,就要考虑到今年房地产投资仍有支持,但到明年房地产投资下行压力可能进一步加大的情况。要看得更远,才能理解现在房地产调控政策的节奏。

(5) 制造业投资增速或将进入平台期

看看制造业投资。去年年底展望今年,几乎所有机构都认为中国的制造业投资会有一个非常显著的回升,对全年制造业投资预测在 10%甚至以上。现在什么情况?从单月投资增速来看,7 月制造业投资从 6 月的 6%下降到 2.8%,没能延续二季度加快复苏的态势。

一种解释是,制造业投资的修复本身具有滞后性。上市制造业企业资本开支同比增速 2020 年二季度见底,今年一季度的两年复合增速已显著攀升。考虑到资本开支到固定资产投资完成额之间通常存在 1-2 个季度的时滞,今年二季度制造业投资加快修复,在时点上正好对上。从工业总资产增速对制造业投资约 4 个月的领先性来看,三季度制造业投资增长或将进入平台期,或者说很难再进一步明显提升。

还有两个更重要的原因：一是，经济政策的不确定性仍然影响企业投资信心。随着欧美疫苗接种的加速推进，中国出口市场占有率的提升能够在何种程度上持续，是制造业企业投资决策中必须考虑的一环；“碳达峰、碳中和”的中长期硬性目标下，相关投资百亿级的增长均可预见，但目前对于其实现路径缺乏细化部署，甚至前期在执行层面有政策有层层加码的趋向，可能造成部分企业现阶段不敢贸然投资。企业对传统的领域不怎么敢投，新兴的领域如果没有比较确定的技术路径，也不敢贸然进军，从而可能出现“青黄不接”的状况。

二是，大宗商品价格快速攀升影响制造业盈利能力。一方面，本轮出口外需主要对偏中上游的装备制造制造业产生拉动，而对下游劳动密集型制造业的拉动效果不明显，其本身生产扩张就较为有限；另一方面，大宗商品价格上涨经由景气较高的中游行业向下游传导较多，会进一步削弱下游企业盈利。为什么下游企业只能被动承受成本冲击呢？因为终端需求不强，消费需求不强，企业没法把成本的上转嫁到产品售价的提高上去。下游企业持续低迷的盈利增长，以及相应地盈利增长就很容易解释了。

总结一下，随着出口对中国经济的拉动逐渐减弱，而内需无论从基建（地方政府债务严监管）、房地产（对银行、开发商、个人的整体性约束）、消费层面都缺乏有力承接，下半年中国经济的方向将是“见顶巩固”。如前所述，“见顶”当然是指环比高点已过，“巩固”是指经济增长的结构分化收敛：工业生产、进出口和房地产投资增速向下，基建和制造业投资、社会消费增速上行，CPI 与 PPI 的剪刀差收敛。简单说，一股向上的力量，一股向下的力量，两个较劲，两者的净效应，将决定中国经济增长动能的强弱。我们预测，今年四季度的 GDP 增速有可能回落到 5%，有些机构预测得更加悲观，在 5% 以下。站在当下，政策必须未雨绸缪，不然的话，今年底明年初稳增长的压力可能会非常突出。

3、大宗商品周期已来，但将斜率放缓、结构分化

再讲一下物价问题。前段时间讨论得特别热烈，在国常会“保供稳价”政策出来之前，市场在讨论大宗商品周期，还有说大宗商品超级周期。简单说，我们认为大宗商品周期已来，但大宗商品超级周期未至。历史上的大宗商品超级周期，比如原油价格冲到 100 美元/桶以上，一定会有一个超级需求发动机。过去两轮大宗商品超级周期其实都有中国因素：一轮是中国加入世贸，另外一轮是中国四万亿投资。而现在这样的需求超级发动机是没有的。目前只有中美的经济增长水平已经回到或超过疫情前，但对全球大部分国家和地区来说，仍然没有达到疫情前的水平。打个比喻，如果说疫情砸下了一个坑，大部分国家和地区还没爬出来这个坑，怎么会有需求的超级发动机呢。因此，这一轮大宗商品价格的暴涨，更多是疫情带来的供应链扰动所致。随着新冠疫苗的逐渐接种，供给扰动会逐渐减弱，供给弹性会逐渐增强。因此，我们一直认为，大宗商品超级周期是没有的；但是，大宗商品周期是有的，因为供给约束也不是一时半会儿就能缓解的。站在现在的时点，很多商品价格其实不知不觉又回到 6 月保供稳价政策之前的水准了。很显然，每种商品的供求缺口不一样，后续的价格韧性就不一样，需要特殊情况特殊对待。

在商品周期仍然存在、没有超级周期的情况下，中美在通胀的传导上是有区别的。中国 PPI 上游向下游传导受限、PPI 向 CPI 传导不畅。其中，堵点是下游制造业，猪肉价格大幅下跌也产生了关键影响。美国 CPI 上行则是上游大宗商品涨价与下游消费强劲共同驱动的。不仅如此，“居住”在美国 CPI 中占比高达 33%，而截至 2021 年 5 月美国房价同比涨幅高达 17%。都说中国房地产韧性很强，美国房地产其实更加火爆。美国房价对房租的影响滞后 1-2 年，而本轮美国房价同比上行的拐点在 2019 年 10 月。因此，后续美国核心 CPI 存在继续攀升的可能。事实上，最近美国房租有开始“补涨”的迹象了，这将使得美国通胀不再是“暂时的”。

美联储一直认为通胀是暂时的，市场也倾向于相信美联储的判断。此前推升美国通胀的最大的单一因素就是二手车，但二手车的价格环比已经企稳，甚至有点回落，这一点支撑了美联储的通胀暂时

论。但正如刚刚提到的，从房价到房租的滞后传导来看，后续美国通胀形势仍然需要观望。我理解，央行在二季度货币政策执行报告里面特辟专栏，指出对国外通胀的演化仍然要高度关注，仍然有很大不确定性，这就是一个很好的注脚。

中国政策思路的转变

简单概括一下，有这么几个方面：

一是，更加注重“碳达峰、碳中和”政策推进对大宗商品价格的影响。前段时间出现过运动式减碳，在绿色转型的路径还不是那么清晰的情况下，很轻率地就想着去砸碎一个“旧世界”，但怎么建设一个“新世界”，还没有蓝图。这是为什么大宗商品价格会有扰动的一个非常重要的触发因素。

7 月中央政治局会议提出，“尽快出台 2030 年前碳达峰行动方案，坚持全国一盘棋，纠正运动式‘减碳’，先立后破，坚决遏制‘两高’项目盲目发展”。这正是对上半年不少地方和条线纷纷加码落实“双碳”政策，与国际大宗商品价格上涨、地缘政治等状况叠加，加剧部分上游原材料供应紧张问题的纠偏。我认为，这里的关键词就是“先立后破”：把新世界的蓝图描绘得更清晰一点，然后再去逐渐调整旧世界，要不然又会碰到青黄不接的问题。而且，“双碳”政策落实，需要“顶层设计”引导。因为这涉及到电力等关键领域的供给安全问题（如何兼顾中国火力发电的禀赋优势与碳中和目标、如何确保新能源发电的供给稳定性问题等），也涉及金融风险防范的问题（需要逐步退出的高碳资产必然涉及潜在坏账的发生）。

二是，高压治理地方隐性债务，并向土地财政延伸。按 IMF 估算，2020 年中国显性政府债务大幅扩张，而隐性政府债务增速也未见放缓。7 月中央政治局会议提出，要“落实地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制”，意味着地方官员需要对区域内的债务风险、金融风险负责，这是对过去地方政府违规融资、无视债务堆积问题的有力纠正。今年以来基建增速一直不及预期，与地方政府财政纪律、地方政府隐性债务管理上未见放松也是相关的。

三是，从房企、金融机构、地方政府和限购等层面形成政策合力，减轻中国经济与房地产的“捆绑”。前面分析过，所有先行指标都预示着房地产投资未来可能会承压。7 月中央政治局会议对房地产的论述，在“房住不炒”之外，比 4 月会议又加回了“稳地价、稳房价、稳预期，促进房地产市场平稳健康发展”。房地产调控更加强调“稳”，用意也很明确，要在规范房地产发展的同时，避免短期房地产投资增速过快、过大的波动。

四是，应对人口快速老龄化，解决低生育率这一人口核心问题。七普人口数据确认了中国超低生育率的事实（TFR=1.3），且比以往抽样调查更严重的老龄化程度。这意味着，中国人口峰值可能在未来一两年就会达到，劳动力市场供求将更紧张，人口红利或变成拖累。因此，提高出生率，缓和人口老龄化刻不容缓，而这关键就是要提高生育意愿，就是要降低从生育、养育到教育全流程的刚性成本。除放开三胎生育政策外，政府还迅速调整了相应的配套政策，学区房调控、校外辅导严监管等都是具体部署。

五是，新型城镇化和乡村振兴协同推进。去年新冠疫情来袭，有建议要不要把农村全面脱贫推迟一年。中央政府确实很有魄力，按期完成农村全面脱贫。今年乡村振兴的重要任务之一，就是防止大规模返贫。早在 2019 年，习近平主席就在《求实》杂志上撰文，指出未来要将城市群、都市圈作为中国经济新的增长极。因此，乡村振兴还有一个与新型城镇化协同推进的问题。这里指出三点：一是，中国城乡发展差距较大，2020 年城乡收入比仍有 2.56。2020 年中国乡村人口 5.1 亿人，提高农民收入对畅通内循环具有重要意义。二是，乡村振兴目的不是把人留在农村，而是要提高农村剩余人口的收入。新型城镇化加快人口向城市转移，既符合世界经济在各国内部“集聚性”的规律，又可以提高剩余人口的人均耕地面积。三是，工业和服务业生产效率高，二三产占 GDP 比例提升后，中国有更强

的“以城补乡”基础。

六是，科技自立自强作为国家发展的战略支撑。这里的背景自然是中美科技博弈。基础研究上，政府可以发挥更多作用；基础研究有重大突破后，怎么去应用，怎么去商业化，这一块可以更多发挥市场力量。我想在这个问题上大致是有共识的。“十四五”规划把科技自立自强作为国家发展战略支撑，摆在各项规划任务首位、进行专章部署，是历个五年规划的首次。7月中央政治局会议也提出，将新能源汽车、电子商务和快递物流体系、企业技术改造、开展补链强链专项行动、发展专精特新中小企业等，作为挖掘内需潜力的重点方向。

如何理解宏观政策的“跨周期调节”

跨周期调节早在去年7月的中央政治局会议上就已提及，在今年7月的中央政治局会议上再次涉及。可以说，一年前主要指的是政策从危机应对模式逐渐正常化，本次会议则指政策从正常化逐渐转向更积极主动发力，而不再提政策“转弯”。7月中央政治局会议指出，“国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”。与4月政治局会议相比，将“不稳固”放在“不均衡”前面，足见当前中国经济修复的稳固程度要更弱了，因而需要从跨周期的视角“未雨绸缪”。这与资本市场担心二季度就是今年中国经济环比高点也是相互验证的。

1、辨析“跨周期调节”

首先，跨周期调节与逆周期调节有何区别？

可以用一句话来概括，那就是“风物长宜放眼量”：逆周期调节着眼当下的经济周期，跨周期调节着眼中长期的经济运行。跨周期调节由于更多考虑到政策的滞后效应，从而可以更张弛有度地使用宏观政策工具，更好地熨平宏观经济波动，更加有利于中国经济的“行稳致远”。这可以从两个角度来理解：

一是，可以避免对大规模财政货币刺激的依赖。前瞻性调整可以比应激性调整更柔和，“防患于未然”要比等到症状加深再下猛药更有效。去年中国在新冠疫情的控制上“先进先出”后，为避免宏观杠杆率进一步快速攀升，先于西方发达经济体寻求货币政策正常化，就是一个很好例子。

二是，更加注重在增长动能上的“先破后立”。跨周期调节不仅要在需求端做文章，也要在供给侧下功夫。不仅要有节制有节奏地使用传统的宏观政策工具（财政和货币政策），也要更多释放体制机制改革的红利，更好地提升全要素生产率，从而实现“需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡”。这与“十四五”规划中强调高质量发展的精神也是一脉相承的。

其次，为什么现在时点再提“跨周期调节”？

前面分析过，今年中国经济的环比高点可能已经过了，未来经济增长动能可能趋弱。这个时候，要打一点提前量，留一点时间差。

2、跨周期调节下的财政政策

跨周期调节下的财政货币政策会有什么变化呢？

先说财政政策。今年以来财政发力是显著“后置”的，而且增量基建的空间在收窄。今年以来公共财政支出在向民生领域倾斜，基建投资支出的占比是在下降的，实际赤字的使用进度也明显低于往年同期。7月中央政治局会议上提出，要“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”。因此，市场比较关注后续财政支出，尤其是基建支出会不会提速。但我们认为，制约今年以来基建投资回升的最重要的两个约束条件，一个是隐性债务的监管，二是缺少合适的项目，都未必会有非常明显的变化。因此，不宜对下半年专项债拉动基建投资抱有过高期待。也

就是说，从地方专项债发行放量，到形成基建投资的实物工作量，这不能简单划等号。

3、跨周期调节下的货币政策

我们认为，接下来货币政策会更加调适。回过头来想一下，在央行超预期地全面降准前，市场把货币政策想得紧；全面降准后，市场观点变得很快，又把未来的货币政策想得松了。因此，把市场现在比较一致的预期往回扳一扳，也许就是未来货币政策的取向：边际宽松，但不会走得太快。

为什么货币政策可以更加调适呢？

一是，近期十年期美债收益率上行冲击力度减弱。10 年期美债（名义）收益率可以分解为实际利率和通胀预期两个部分：目前来看，美国经济仍处于相对温和的复苏状态，短时间内实际利率不会过快上升，而目前通胀预期也大致稳定在美联储对未来通货膨胀的预期水平上。因此，预计到今年年底美债收益率上行的高度有限，而不是之前市场非常担心的达到甚至超过 2% 的水平。相应地，中国货币政策受到的约束也会减弱。

二是，人民币汇率可以发挥更多调节作用。假设年内 10 年美债利率上行至 1.8%，中国 10 年国债利率以 2.8% 为下限，那么中美利差将压缩至 100bp。这仍属于 2011 年以来的中等偏低水平，本身还是有一定安全垫的。因此，下半年中国货币政策可以通过允许人民币适当贬值进行调整，而不必亦步亦趋地跟随美联储而动。7 月政治局会议上指出，要“增强宏观政策的自主性”，就是让人民币汇率可以更多地波动、更多地调整。今年以来，人民币强势差不多持续了一年，对出口企业竞争力是有影响的。未来一段时间，在美元阶段性升值的情况下，人民币汇率适度贬值，对出口企业未尝不是一件好事。

三是，实体经济融资成本仍有降低诉求。特别是，中国产业链的下游存在明显短板，仍呈现出“高库存、低营收、弱盈利、轻投资”的疲软组合，是拖累制造业投资快速修复的关键。

四是，从货币政策双支柱调控框架来看，宏观审慎从严，货币政策就可以更加调适一些。今年是资管新规过渡期的最后一年，信托业“两压一降”继续开展，表外融资压降压力犹存，再考虑到实体经济融资需求不佳，更加需要稳信用配合。今年金融机构货币信贷形势座谈会提前召开，也许就是释放了进一步稳信用的信号。

后续货币政策会怎么出牌呢？

降准未必是一次性的。尤其是考虑到 7 月全面降准后中国加权平均法定存款准备金率 8.9%、中小银行法定存款准备金率 9.5%，这个水平在全球而言仍然高于大部分国家。通过降准“奖励”银行，进而继续推进金融给实体经济“输血”仍有空间。

但货币政策更“调适”并不意味着央行短期内会降息。主要原因在于：一是，降息蕴含着明确的货币宽松信号。这与央行一直强调降准只是调节流动性的中性货币政策工具截然不同。二是，今年 6 月贷款加权平均利率为 4.93%，创有统计以来新低。央行在二季度货币政策执行报告中指出，目前中国利率水平虽比主要发达经济体略高一些，但在发展中国家和新兴经济体中相对较低。而且，从向企业发放贷款的实际利率水平看，中美两国主要商业银行基本相当。这意味着目前贷款利率下降已经取得比较满意的成果，短期内降息的必要性不强。三是，央行已经创设了碳减排政策支持工具。既有“绿色降息”，为何还要“全面降息”。四是，货币政策全面宽松仍然受到掣肘。这个掣肘就是，海外通胀形势严峻和不确定，以及美联储货币政策周期的反差。此外值得关注的是，二季度货币政策报告继续保留了“管好货币总闸门”的表述，而历史上央行降息前货币政策执行报告通常会拿掉这一表述。

今年金融机构货币信贷形势座谈会提前召开后，市场非常关注下一步“稳信用”的方式和空间。其背景在于，目前实体经济融资需求出了问题，这从央行二季度银行家调查问卷的数据中就能看大非

常清楚。而且，在表外融资收缩很快的情况下，表内信贷就显得更加重要。我们认为，后续可能在如下几个方面“稳信用”：一是，给银行补充资本金，提高其支持实体经济的能力；二是，边际释放信贷额度，表内表外融资之间有一个适度的再平衡；三是，平滑信贷投放的节奏。之前银行季度信贷投放大概是“3322”的节奏，到了四季度可能多储备项目，争取来年一季度“开门红”。央行现在说要统筹做好今年下半年和明年上半年的信贷投放，就是希望今年下半年的信贷投放淡季不太淡，明年上半年的信贷投放旺季不太旺，这也是跨周期调整思路的体现。

如何看待后疫情时期的人民币资产

首先，增强人民币汇率的弹性可行且必要。

今年 6 月下旬美元指数反弹回到 93 附近，但人民币对美元汇率贬值的幅度明显较小。人民币汇率的强势程度更加凸显，从本质上体现出国际资本对中国经济的信心，以及对中美经贸关系的预期开始稳定。2018 年中美经贸冲突爆发以来，人民币汇率的重要拐点与中美博弈局势的变化息息相关。目前，人民币相对美元升值幅度已超过 2020 年初中美达成第一阶段经贸协议之时，对即将开启的第二阶段谈判需要高度关注。中国经常项目顺差大幅扩张（得益于出口高景气下的货物顺差扩大，以及疫情控制下的服务逆差收窄），证券投资项下的资金流入平稳增加，也为人民币汇率的平稳提供了扎实支撑。

我特别想强调的一点是，为什么对中国的资本市场可以高看一眼？市场一直很担心一旦美联储货币政策正常化，美债收益率显著上行后，新兴市场国家会不会面临 2013 年下半年一样的资本外流。形象地说，这一轮“美帝会不会再次薅新兴市场的羊毛”。让我们看一下去年美元融资荒期间，以及今年春节后美债利率急速上行的时候。这是两次非常好的压力测试，期间其他的新兴经济体都受到了较大的资本外流冲击，但是外资进入中国资本市场的规模和节奏依然是非常平稳的。可见，中国是新兴经济体中一枝独秀的存在，甚至中国现在算不算是新兴经济体都值得商榷。

其次，下半年利率下行空间仍需边走边看。

今年 3 月以来，债券市场在大宗商品价格暴涨、中国经济进一步恢复增长的情况下，走出了一波“抢跑”行情，收益率曲线陡峭化下移。后又在货币政策预期差和全面催化下，进一步打开下行空间。货币政策超预期宽松是重要原因，市场一直担心的地方债供给压力、央行应对通胀而边际收紧的压力均未出现，资金面出现了与 2016 上半年、2020 上半年相似的低波动状态。

往后看，债券收益率下行的多空因素均存在。有利因素包括：1、货币政策从此前的“宽货币？+结构性紧信用（地产和城投）”的组合，转向“宽货币+稳信用”的组合；2、今年二季度可能就是中国经济环比的高点。从经济基本面的角度来说，看得更长一点经济还可能是走弱的。不利因素包括：1、稳信用的力度和节奏仍有不确定性；2、降准利好基本出尽，需要新的刺激因素。按照此前分析，央行有可能继续降准，但市场会很难像第一次降准那样充分反应。因为第一次降准比较意外，再一次降准就在预期之内了。3、配置力量驱动减弱，地方债发行放量是个威胁；4、美联储货币政策正常化仍是一头不容小觑的“灰犀牛”。虽然冲击力在减弱，但冲击毕竟还是冲击。

再次，股票市场呈现出“估值修复，结构分化”的特征。

从估值上看，尤其是经过春节后核心资产调整后，A 股高估值问题已经明显缓解。目前，沪深 300 相对债券的收益比已较年初显著回升。从风格上看，A 股风格分化明显，年初以来，中信风格指数中周期和成长占优，而消费和金融疲软，与中国经济基本面的状况相应。市场近期还特别关注一个问题，就是中概股波动何时了？这里有两方面的不确定性：国内金融监管和产业政策，会波及中概股企业运营和融资前景；即将开启的中美第二轮经贸谈判，也可能会令海外市场对中美关系走向的判断发生变化。短期内，这两方面不确定性的影响仍会存在。预计等这些因素更明朗后，整个中概股以及由此引

发的市场波动有望回归正轨。

还需指出的是，今年年底美联储货币政策正常化的时候，美股会不会有调整，需要警惕届时海外市场波动对 A 股的外溢风险。高估值、美债利率进一步上行后美股性价比“破位”、以及美国经济复苏动能减弱，均可能引发美股调整的风险。

最后，为什么外资进入中国的步伐没有变化呢？中长期来看，还是看好 A 股的投资价值。我提几个支撑逻辑：一是，政策逐步打破刚性兑付，控制资金流向地产城投之后，国内资产配置转变能够有效驱动股市。不配地产，不配城投，配哪儿呢？对此，美国上个世纪 80 年代供给革命时期，盈利与估值“双轮驱动”美股的一幕可作镜鉴。盈利怎么驱动？经过一轮供给革命，我们叫供给侧结构性改革，市场比较彻底地出清，活下来的、新冒出来的企业会有更扎实的盈利增长；估值怎么驱动？很简单，当城投、地产这些资金需求体量非常之大，我们习惯称之为资金饥渴症的部门规范之后，即便货币供给不会太过宽松，由于融资需求会下个台阶或更趋合理，实际利率也会有下降的趋势。

二是，人口快速老龄化，实际利率趋于下行。

三是，中美博弈演变为持久战、消耗战，现在大家都说是两种治理模式的比拼，全球资产配置就应追求平衡配置，两面下注。全球资产配置到配新兴市场的比例在 10% 左右，配到中国的也就是 3%-4%。再举一个数字，外资持有美股的比例有 40%，但外资持有 A 股的比例只有 4%。可见，全球增配人民币资产的空间还是非常巨大的。当然，中长期看好 A 股的投资价值，最终取决于中国经济要行稳致远，高质量发展。

我们今天讨论跨周期下的中国经济，现在中国宏观政策出台是非常节制的，也充分地体现了“风物长宜放眼量”这样一句话。中国经济高质量的发展，是人民币资产能够提供持续的、相对较高收益的最重要“底层资产”。

我再最后总结一下：首先，中国经济现在处在什么样的周期位置？今年经济环比高点可能已过，四季度同比增速有可能回落到 5% 甚至以下，很显然政策上是需要未雨绸缪的。其次，中国政策思路有什么变化？“十四五”甚至更长时期内，均立足于通过体制机制改革来释放增长红利，而非再单纯地、过度地依赖财政货币刺激。再次，跨周期调节背景下财政货币政策如何出牌？政策不仅要考虑到三季度，也要考虑到四季度，甚至是明年的一季度、二季度。疫情暴发以来，相对于西方发达经济体来说，中国政策出牌总体上是比较节制、比较平缓的，未来纠偏的压力可能也更小。这跟之前一旦经济下行压力加大就“高举高打”是很不一样了。高举高打不仅会给经济造成很大的波动，也会给市场造成很大的波动。最后，我有一个非常明确的结论：对人民币资产可以“高看一眼”。政策跨周期、有定力，中国经济行稳致远就更有保障，人民币资产就更有增值空间。

新闻快讯

8 月末我国外汇储备规模达 32321 亿美元

来源：经济参考网(2021-09-08)

作者：张莫

根据国家外汇管理局 9 月 7 日发布的数据，截至 8 月末，我国外汇储备规模为 32321 亿美元，较

7 月末下降 38 亿美元，降幅为 0.12%。业内人士表示，8 月外汇储备规模下降主要是受汇率折算和资产价格变化等因素影响。展望未来，我国外汇市场供求总体保持平衡，有利于外汇储备规模保持稳定。

国家外汇管理局副局长、新闻发言人王春英表示，国际金融市场上，受新冠肺炎疫情进展、主要国家财政和货币政策预期等因素影响，美元指数小幅上涨，主要国家债券价格有所下跌，全球股市总体上涨。外汇储备以美元为计价货币，非美元货币折算成美元后金额减少，与资产价格变化等因素共同作用，当月外汇储备规模下降。

中国民生银行首席研究员温彬表示，8 月真实贸易和跨境资本流动仍然对外汇储备规模形成正面贡献，这反映当前我国经济形势稳定、国际收支状况良好。他说，下一阶段，我国经济将继续延续稳中向好的复苏态势，主要经济指标有望保持在合理区间，对外汇储备规模保持稳定形成支撑。同时，随着一系列金融和外贸开放新举措的提出和实施，我国出口有望保持较好增长，人民币资产具有配置潜力，人民币汇率弹性增强，外汇市场供求总体保持平衡，有利于外汇储备规模保持稳定。

支持民营经济发展的方针政策没有变 将来也不会改变

来源：财新网(2021-09-06)

责编：边放

2021 中国国际数字经济博览会 9 月 6 日在石家庄开幕。中共中央政治局委员、国务院副总理刘鹤以视频方式出席并致辞。

据新华社消息，刘鹤表示，习近平总书记高度重视数字经济发展，作出一系列重要指示批示，要深入学习领会，认真贯彻落实。发展数字经济必须认真落实新发展理念，以强烈的创新和危机意识，主动创造条件，把握发展机遇，实现经济社会高质量发展。要把人才作为重中之重，充分发扬企业家精神，努力吸引和培养人才，依靠人的想象力、创造力使供给创造需求成为可能。要善于创造软环境，持续完善法治环境，适度超前进行基础设施建设，优化资源和服务供给，保护公平竞争，反对垄断。要善于发现和利用比较优势，结合不同地区产业特点，努力创新，进行差异化竞争。

刘鹤强调，必须大力支持民营经济发展，使其在稳增长、稳就业、调结构、促创新中发挥更大作用。民营经济为我国贡献了 50% 以上的税收、60% 以上的 GDP、70% 以上的技术创新、80% 以上的城镇就业、90% 以上的市场主体数量。必须坚持社会主义市场经济改革方向，坚持推进高水平对外开放，坚持社会主义初级阶段基本经济制度，坚持“两个毫不动摇”，坚决保护产权和知识产权。支持民营经济发展的方针政策没有变，现在没有改变，将来也不会改变！

法媒：两大不确定因素威胁全球经济

来源：参考消息网(2021-09-03)

责编：郭庆娜

参考消息网 9 月 3 日报道 法国《回声报》网站 8 月 27 日发表文章《威胁全球经济的两大不确定因素》，作者为让-马克·维托里，全文摘编如下：

何等规模的复苏啊！今年夏季，全球经济较去年同期增长了高达 10%，不仅并未受到新冠疫情的影响，而且还表现出全速运转的势头。另外，全球贸易也在突破各项纪录。但是，就像金融界常说的，“不能根据过去的业绩来预判将来”，因为有两大大不确定性始终在让全球经济承压。

供应链混乱问题突出

第一个是一年半来众所周知的，那就是疫情发展的不确定性。这段时间以来，新冠疫情不断让人们的预测落空，且打脸来得很快。

一方面医疗进步巨大。面对去年初还不被知晓的病毒，科研人员以创纪录的速度研发出了疫苗。如今，疫苗接种数量已达到 50 亿剂次，全球四分之一的人口已完成疫苗接种。新冠肺炎的治疗方法也得到了提升。

另一方面，病毒在不断变异。德尔塔变异毒株比阿尔法变异毒株传染性高 50%，而后者比早期流行的新冠病毒的传染性也高出 50%。由于病毒蔓延速度很快，以前一些有效的防疫手段也面临难题。

当然，各国政府和企业已经懂得如何更好地抗疫。像所有的大流行一样，余震会随着时间的推移而减弱，除非出现特殊变异，但目前不确定性还是很大的。疫情的反复再次导致了各种活动卡壳。

这可能是最近几个月最明显的经济现象：供应链混乱（这也反映出此前经济是多么细分化和多么脆弱）。在实行第一轮隔离措施后，库存似乎能让经济重新恢复，这与人们担心的倒是不一样。但这只是部分恢复。

物资短缺冲击到了一些制造业所需的主要材料，包括木材、钢铁、芯片，也涉及海运和其他产品。有些汽车制造厂甚至不得不停工。这也带来了短缺往往造成的后果——涨价。

复苏放缓迹象已显露

这就引出了第二个巨大的不确定性——经济政策的不确定性，因为物价上涨并非毫无伤害。美国的消费品价格同比上涨了 5%。说通货膨胀还为时尚早，但未来确实很难预料。英国巴克莱银行的经济学家甚至提出了物价上涨的五种可能出现的局面。

对很多担心通胀风险的投资者来说，还不能太早下结论。美联储的讲话只是出现了微小变化，其领导人今后要考虑的是美联储何时削减资产购买的规模，而大规模购买资产是其 2020 年春季以来一直用以支撑市场的举措。

这只是个开端。为避免金融市场崩溃而采取了特殊手段的各国央行，可能会不断减小支持力度。如果新西兰不再出现新病例从而导致新一轮隔离措施，新西兰央行有可能开始加息。

各国都将慢慢减小预算对经济的支持力度，时机的选择很关键。在 2009 年的经济危机后，由于公共赤字比预期的要高得多，欧美各国很想尽快改善公共财政状况，结果给经济增长带来了巨大压力。

在货币大放水之后，各国的货币和预算政策不可避免地会相对收缩。不过前景不明，其带来的影响将会十分巨大。2014 年美联储可能缩减资产购买的消息一经传出，就让很多新兴国家陷入了困境。

如果真敢说一句的话，全球经济已走过了隔离措施解除后的“复苏顶峰”。

真正的问题是，到底是什么能拉动全球经济。靠薪酬上涨和一年半以来积累的储蓄去拉动消费吗？靠大规模投资于更为靠近市场、更清洁的制造业吗？答案未来几个月可能会见分晓。

数字货币大变局将如何演变

来源：经济参考网 (2021-08-27)

作者：桂涛

百年未有之大变局中，货币变局是否在所难免？

50 年前，时任美国总统尼克松宣布将基础货币美元与黄金脱钩，货币的金本位制结束。此后，布雷顿森林体系解体，“尼克松冲击”影响深远。

如今，一次也许是金本位制结束以来货币领域的最大变化正悄然发生：网络化发展创造出数字化虚拟空间，数字商品、数字服务以及数字资产的出现，让数字货币应运而生。

目前，国际社会高度关注并开展央行数字货币研发。减少对美元的依赖是许多国家开发数字货币的目标。

国际清算银行最近进行的一项调查显示，全球 86% 的央行正在积极研究数字货币。欧洲央行希望四年后推出数字欧元。中国不断扩大数字人民币试点的参与群体和应用范围，目前已开立数字人民币个人钱包近 2100 万个。

新的发展带来了新的时代之问：既然现在的货币可以和黄金脱钩，那么随着数字货币的兴起，是否同样可以不再和“纸币”或“主权法偿货币”本身相关联？数字货币是否会在未来取代美元成为世界货币？

要解答这些问题，也许我们应该重新回归货币的本质。有一种观点认为，货币起源于债务，是一种国家发行的债务凭证。作为债务关系的度量单位，货币和国家信用之间密不可分。特别是在金本位结束后，货币建立在整个国家可交易财富的支撑之上，是一种信用和信心。

在美国政府的信用支撑和强大的经济价值之下，美元作为全球头号储备货币已经统治了世界金融几十年的时间。

但是，货币形态的变化并不等于国际货币体系的变化。虽然美元依靠美元霸权地位、靠“大水漫灌”的货币政策在世界范围内“割韭菜”引发不满，区块链技术的出现让去中心化成为可能，以美元为架构的金融信用体系正受到挑战，但目前可以替代美元储备货币地位和国际支付货币地位的货币并未出现。

国际货币基金组织前副总裁张涛认为，在央行数字货币出现后，国际货币体系将如何演变“很难预测”。储备货币被接受往往伴随着结构性变化，包括树立政策可信度，建立法治，形成具有深度和高流动性、以同一种货币计价的市场等，因此国际货币体系的改变很可能十分缓慢。

但张涛也指出，长远来看，广泛可得的央行数字货币，加上强大的网络外部效应，都能使储备货币地位的转变更快发生。