

# IMI

**研究  
动态**  
周刊

## RESEARCH INFORMATION

2015 年第 10 期 总第 103 期

中国人民大学国际货币研究所  
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

**主 编：曹 彤**

### 【“聚焦两会” 专题】

陈雨露：新常态下中国经济发展的七大机遇

俞平康：两会与近期宏观经济前瞻：调结构与保增长的契合点

许元荣：看待数据需有“三心”：《政府工作报告》解读

### 【IMI 研报】

曹彤 许元荣：2014 年度国际经济金融形势评论

### 【IMI 研报·人民币国际化报告 2014】

系列四十三：非洲人民币离岸市场发展现状

系列四十四：稳定的政治局面和持续的经济发展为人民币  
离岸市场提供发展新机遇



## IMI 顾问委员会

苏宁

王兆星

潘功胜

任志刚

Joseph Yam Chi Kwong

罗伯特·蒙代尔

Robert A. Mundell

罗纳德·麦金农

Ronald I. McKinnon

史蒂夫·汉克

Steve H. Hanke

埃德蒙·阿尔方戴利

Edmond Alphandery

## IMI 学术委员会

主任委员：陈雨露

委员（以姓氏拼音为序）

贲圣林、曹彤、郭庆旺、胡学好、

纪志宏、焦瑾璞、Rainer Klump

、Il Houg Lee、刘珺、David

Marsh、Herbert Poenisch、

瞿强、Alfred Schipke、Anoop

Singh、Wanda Tseng、涂永红、

魏本华、向松祚、宣昌能、张杰、

张晓朴、张之骧、赵海英、赵锡

军、周道许

## IMI 管理团队

所长：张杰

联席所长：曹彤

执行所长：贲圣林

副所长：向松祚 涂永红

所长助理：宋科



## 中国人民大学 国际货币研究所简介

中国人民大学国际货币研究所（以下简称“研究所”）成立于2009年12月20日，是专注于货币金融理论、政策与战略研究的非营利性学术研究机构 and 新型专业智库。

研究所秉承“大金融”学科框架和思维范式，以“融贯中西、传承学脉、严谨求实、咨政启民”为宗旨，以“走国际化、专业化和特色化发展道路，逐步建成以国际金融理论、战略与政策研究为主的世界一流智库”为目标，长期将科研视角聚焦于人民币国际化、国际货币体系改革、区域货币金融合作以及中国货币金融战略等国际金融领域，并适度拓展至其他货币金融理论与政策，在学术交流、服务社会、推动国内外金融改革实践以及培养“能够在中西方两个文化平台自由行走”的国际金融人才等方面卓有成效。



# IMI

更多精彩内容请登陆国际货币网  
<http://www.imi.org.cn/>



## 新常态下中国经济发展的七大机遇

陈雨露<sup>1</sup>

当前的中国经济步入“新常态”，经济增长进入了可控、相对平衡的运行区间。在外需疲软、内需回落、房地产调整及深层次结构变动的力量综合作用下，经济下行压力有所加剧。然而，“新常态”并不是只有困难、挑战和风险，新常态没有改变我国发展仍处于可以大有作为的重要战略机遇期的判断，改变的是重要战略机遇期的内涵和条件；没有改变我国经济发展总体向好的基本面，改变的是经济发展方式和经济结构。因此，中国经济“新常态”孕育着一个正在崛起的国家拥抱新经济体系的宏大发展机遇。

**第一，大改革与大调整的机遇。**2008年国际金融危机不仅暴露了世界经济面临巨大的结构性问题，同时也宣告了镶嵌在世界经济格局中的中国传统增长模式走到了尽头。高投资带来的高能耗与高污染、收入分配差距带来的社会经济冲突以及过度管制带来的创新不足已经成为中国实现国家富强、人民富足和民族复兴的绊脚石。人民深深认识到，大改革和大调整是重构中国社会经济发展基石的唯一选择。这种“大改革”与“大调整”共识的形成是“新常态”带给中国经济下一轮发展的最大礼物，在世界性结构改革的大浪潮中给予了中国良好的机遇期。

**第二，大消费、大市场与构建“大国经济效应”的机遇。**世界各国惊奇地发现，中国在GDP稳居世界第二位的同时，其市场份额和消费规模也大幅度提升，中国需求成为世界需求最为重要的决定因素，“大国经济效应”开始全面显现。一是在市场上出现全面的规模效应和范围效应，生产效率的提升有效对冲着各种成本的上升，使中国在世界市场的份额并没有下降；二是消费开始上台阶，中国消费规模依然每年按照平均13%的速度增长，中国需求的扩张使中国采购成为世界经济稳定的核心因素，中国开始从“世界工厂”转向“世界市场”。三是中国的“世界工厂”开始与中国的“世界市场”相对接，在内外贸一体化的作用下使

<sup>1</sup>陈雨露，中国人民大学国际货币研究所学术委员会主任、中国人民大学校长

中国经济的稳定性和抵抗世界经济波动的能力大幅度上扬。

**第三，“大纵深”与构建多元增长极的机遇。**虽然到 2014 年底，中国各类产业结构的指标已经标志着中国经济开始向后工业化阶段转化，工业化红利开始衰竭。但是，一定要看到中国经济纵深的厚度和宽度，即“长三角”、“珠三角”以及“京津地区”虽然开始全面转向服务业驱动，但广大的中西部和东北地区人均 GDP 依然不足 5000 美元，工业化依然处于高速发展的中期阶段。这不仅为东部产业升级提供有效的腾挪空间，也为中西部加速发展提供了契机。因此，中国产业的梯度大转移不仅大大延缓了中国工业化红利消退的速度，同时通过构建多元化的增长极使中国空间布局更加科学。

**第四，“大人才”与构建第二次人口红利的机遇。**刘易斯拐点的到来和老龄社会的逼近意味着中国传统的人口红利开始消退。但必须注意的是，目前“招工难”和“用工贵”问题主要凸显在农民工领域。中国的就业格局是“大学生就业难”与“民工荒”相并存。每年高达 700 多万大学生毕业压力已经使大学生就业起薪与农民工平均工资开始拉平。而这恰恰是中国从人口大国迈向人力资源强国的关键，这说明大规模受过高等教育的人群已经为中国产业升级准备了大规模高素质、低成本的产业后备大军。以大学生和人力资源为核心的第二次人口红利开始替代以农民工和低端劳动力为核心的传统人口红利。

**第五，“大创新”与构建技术红利的机遇。**仔细梳理中国技术创新发展的各类指标，我们会发现，在粗放式发展模式走到尽头的同时，中国创新发展模式已经崭露头角：一是专利申请大幅度提升，于 2013 年达到 257.7 万，增速为 15.9%，占世界总数的 32.1%，居世界第一；二是 R&D 经费支出突破低水平阈值，于 2014 年达到 GDP 的 2.09%，增速达 12.4%，进入高速度、中等强度阶段；三是技术市场活跃程度大幅度提升，2013 年技术市场交易额达到 7469 亿元，增速达到 16%；四是高技术产品出口大幅增长，总额达到 6603 亿美元，占出口总额的 30%；五是国外发表的科技论文在 2013 年已接近 30 万篇，迈入世界科技论文大国的行列。六是中国拥有世界最庞大的科学技术研究人员。上述这些参数说明，只要进一步进行科技体制改革和鼓励各类创新创业活动，中国技术创新红利必将逐步实现。

“中国制造”开始向“中国创新”转型，从劳动力密集型制造业向知识密集产业过渡。



**第六, 大升级与构建升级版中国经济的机遇。**在市场、技术、人力等多方面的作用下, 中国经济开始出现全面升级的势头: 一是在人均 GDP 接近 8000 美元时, 消费开始出现大幅度升级, 开始从过去 30 年的以吃穿住行为主体的工业化消费转向以高端制成品和服务消费为主的后工业化消费; 二是产业在需求拉动下, 开始大幅度由制造业转向服务业、由劳动密集型产业转向知识与技术密集型产业。中国升级版经济的雏形开始显现。

**第七, 大开放与中国经济全球布局的机遇。**中国经济实力的全面提升以及 2008 年国际金融危机带来的全球经济格局的变化给予了中国前所未有的进行大开放和全球布局的机遇。一是中国开始从“商品输出时代”转向更为高级的“资本输出时代”, 对外的 FDI 高速增长, 海外并购突飞猛进, 其平均增速超过 30%, 对外投资总量 2014 年已突破 1000 亿美元; 二是以区域性自由贸易区的构建全面强化中国开放的板块效应; 三是以“一带一路”为核心展开中国空间战略与开放战略全面对接, 并通过互联互通打造中国新的国际合作格局; 四是以金砖银行、亚洲基础设施投资银行、丝路基金等国际金融机构的构建, 打破欧美一统国际金融的格局。这些拓展有效扩张了中国资源配置的空间以及盈利模式, 必将把中国发展带入新阶段。

当然, 要很好把握上述七大机遇, 将各种战略机遇转化为真正的增长和发展, 这不仅需要我们有效解决“新常态”面临的各种问题和挑战, 同时还需要我们在全面深化改革的基础上构建出适合下一轮经济发展的制度体系。

## 两会与近期宏观经济前瞻：调结构与保增长的契合点

俞平康<sup>1</sup> 孙崢

两会召开在即，立足于短期保增长与长期经济调结构的矛盾和人民日报对于两会看点的前瞻，从供给角度入手，我们认为“新常态”经济描绘了一个新的增长图景，围绕全要素生产率的改革将对传统增长要素进行渗透。

第一，我们认为短期保增长与长期调结构的契合点大概率将被关注，具体来看区域协同化发展、户籍制度改革、环保以及三农等问题将成为重点讨论对象。调结构与保增长的契合点将是短期经济的新动力，以应对目前经济下行压力和经济转型的需要。

第二，关乎到生产效率和投融资效率提升的国企改革、财税改革和金融体制改革相关政策也有可能两会期间被提及，即使不被提及但在会议之后也会以独立的重大政策逐渐落地，这些政策将重构中国经济的增长效率。

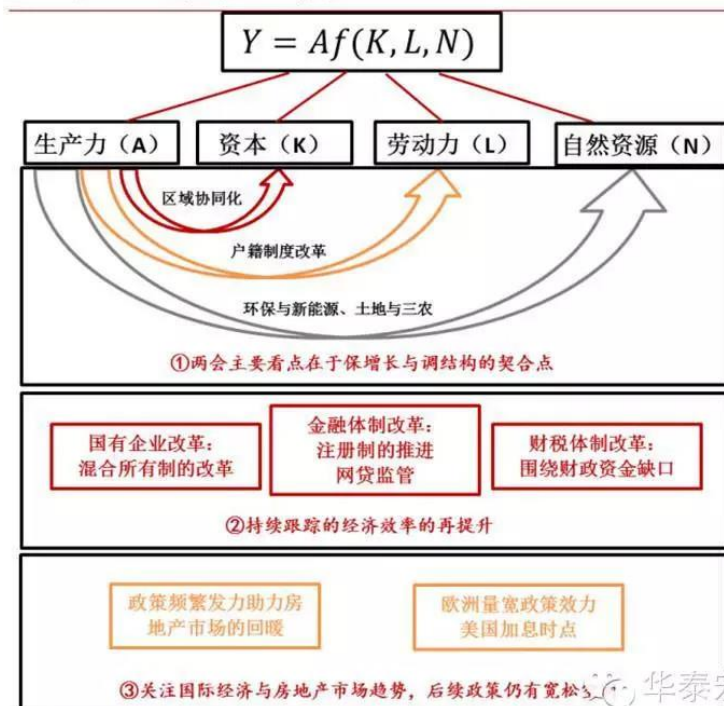
第三，近期宏观经济方面，面对国际经济的纷繁复杂形势，短期经济在下跌的压力中逐渐推进宽松，降准和降息操作均已在2月份实现，为应对通缩压力、房地产投资下滑和流动性缺口的压力，未来货币政策仍有宽松的空间，预计三月末仍有降准的需要；同时财政政策将会逐渐发力，力度值得期待。

---

<sup>1</sup> 俞平康，中国人民大学国际货币研究所研究员，华泰证券首席经济学家



图 1: 两会看点前瞻及经济展望



资料来源: 华泰证券研究所

## 第一、两会主要看点：调结构与保增长的契合点

国际比较和历史经验告诉我们，经济体的动态增长中阶段性面对着增长速度下台阶和跨越中等收入陷阱的矛盾，增长速度的下台阶是多数经济体的共性，从生产函数角度来看这多源自于人口老龄化或资本投入边际产出递减的规律，然而并非所有的国家都成功的跨越了中等收入的陷阱，这十分依赖相对平和的国际环境，更依赖于合理的对内政策。

我们预计两会中政府经济增长目标将下调至 7%。我们认为这是一种十分积极的转变，冠绝全球的高投资率支撑经济增长的模式给企业部门积累了大量的债务，传统制造业部门在这一过程中的杠杆率持续攀升，目前来看这一模式的基础在动摇，投资率在持续下滑。供需的失衡一方面使得经济体出现了失速的风险，另一方面催生出经济体进行产业升级和结构调整的需求。GDP 增长目标的下调有两重意义，一是可以给调结构留出更多的空间，二是短期内增长的压力确实很大，我们在去年三季度时就做出今年一季度经济下行压力会较大的判断，因此引导增长预期的改变有利益稳定增长的信心，这也符合短期内保增长的要求。

图 2: 三季度时预测今年一季度经济下行压力较大

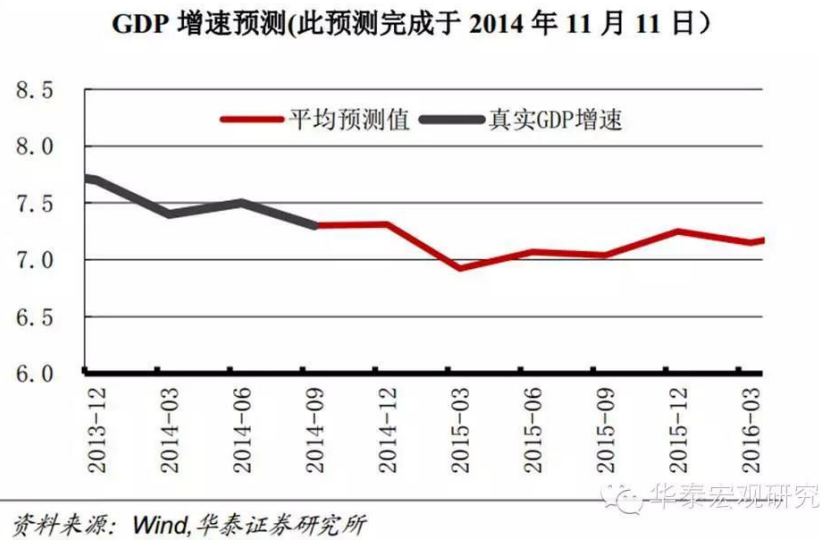


图 3: 政府经济增长目标将下调, 上次在 90 年代末



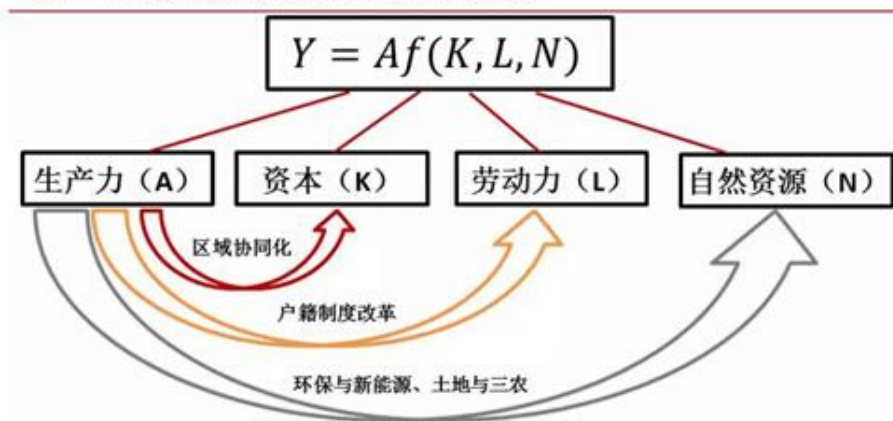
目前短期经济的下行压力较大, 保增长的措施在近期也已经跟进, 政策上已经降准和降息, 基建项目的审批自去年四季度以来也明显提速。而作为纲领性指导的两会的主旨仍然会十分关注经济和社会的长期发展, 既然提到了长期增长的问题, 我们有必要看一看生产函数能给我们什么启示。

目前生产函数揭示的不利因素在于三点, 一是劳动力数量的下滑, 我国人口结构中 15-64 岁人口占比在 2012 年前后已经经历拐点, 未来意味着会出现更少的劳动力人口来支撑起整个经济的局面, 虽然在生产函数中相对于全要素生产



率和资本投入而言劳动力投入的贡献率不高，但其边际影响却十分巨大，突出的老龄化问题意味着总需求的萎缩，这在很多国家均得到了印证；二是**资本积累的下滑**，高储蓄率支撑的高投资率是中国增长的老模式，目前企业债务和人口周期见顶也是得短期内供需出现失衡，投资继续高增长的态势将成为过去，这也给增长带来了压力；三是**能源结构面临转型**，可持续增长要求倒逼传统能源消费结构转型，新型可利用资源亟待开发，经济承压。

图4： 保增长与调结构的契合点是两会的重要看点



资料来源：华泰证券研究所

然而在全要素生产率方面的改进我们却有十足的空间，并且这些制度的或是技术的改进会渗透到传统的生产要素中，使经济重获增长的动力。我们认为，为迎合经济体短期增长压力下的保增长需求和长期增长的规划，两会将会着重关注“调结构与保增长的契合点”，通过传统产业转型升级和培育新的增长点来起到短期保增长，长期调结构的目的。具体来看应当包含三个部分的内容：

(a) 生产力 (A) 与资本 (K) 的结合：区域协同发展

图 5: 一带一路战略



资料来源: 百度百科, 华泰证券研究所

区域协同化发展在目前隐含由有国际到国内, 由国内到地区的两个层次, 具体就是指围绕走向国际市场的“一带一路”战略以及围绕区域经济增长的京津冀一体化战略和长江经济带战略。区域协同化发展利用了区域经济的协同化效应, 在生产端通过产业集群的塑造使得技术的进步的溢出效应可以被充分利用。三大战略中, 一带一路战略有益于资本输出, 短期内消化过剩产能, 长期内支持国际型企业的做大做强, 并提升人民币在国际市场中的地位。一带一路是中国新的全球化战略, 是在全球化战略中的主动作为, 意义非凡。一带一路作为一个闭环, 涵盖沿线 53 个国家、94 个城市, 覆盖 44 亿人口、21 万亿 GDP, 占全球的比重分别接近 65%和 30%。一带一路战略打开外部世界的需求以及提高对外资源获取力, 长江经济带和京津冀进一步打开内需和完善内需布局。长江经济带沿线地区 GDP 占中国经济总量的 50%以上, 涵盖成渝城市群、武汉城市群和长三角城市群, 既包含沿海发达地区也包含中西部不发达地区。京津冀一体化战略是目标最明确、方案最具体、后续看点极多的顶级区域协同发展战略, 是新型城镇化最重要的战略规划。京津冀一体化和长江经济带战略有益于促进区内经济的互联互通, 从而增加产出和需求, 推升城镇化水平。



图 6: 一带一路沿线主要国家 2013GDP 占比

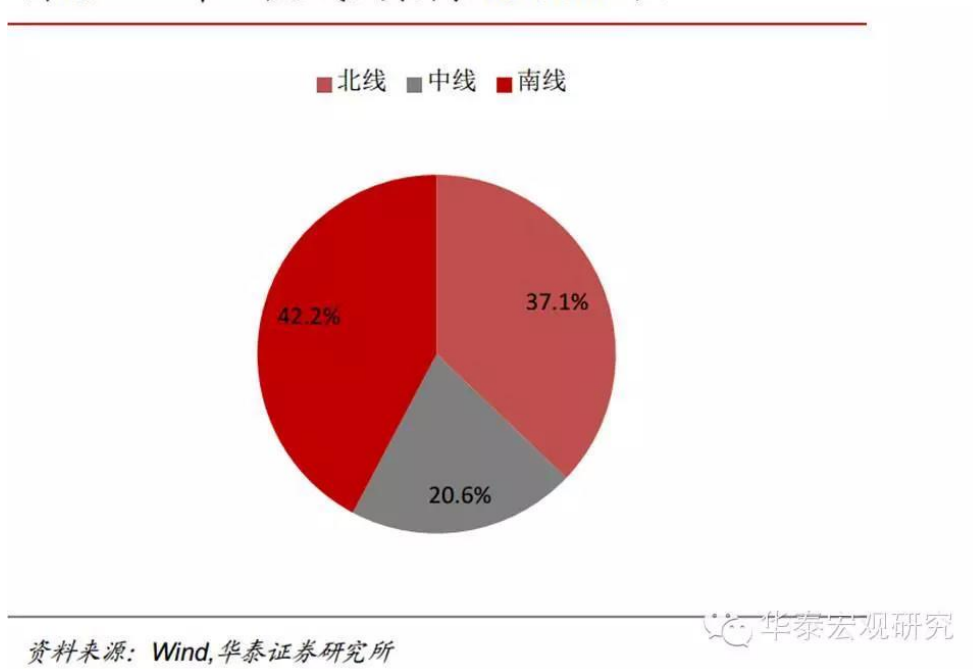


图 7: 一带一路沿线主要国家 2013 人口占比

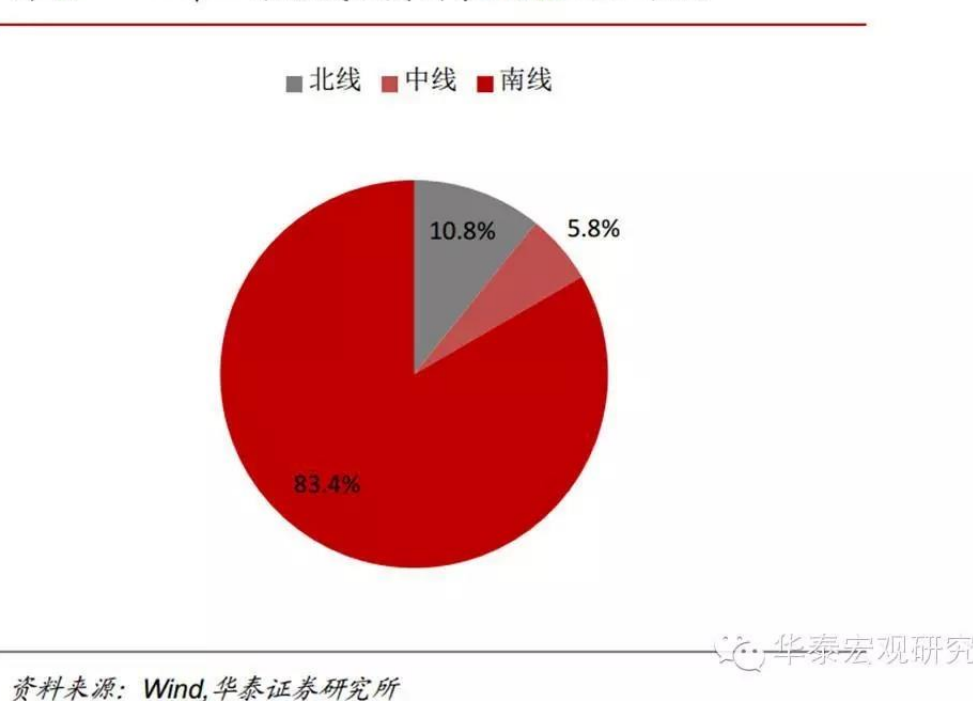
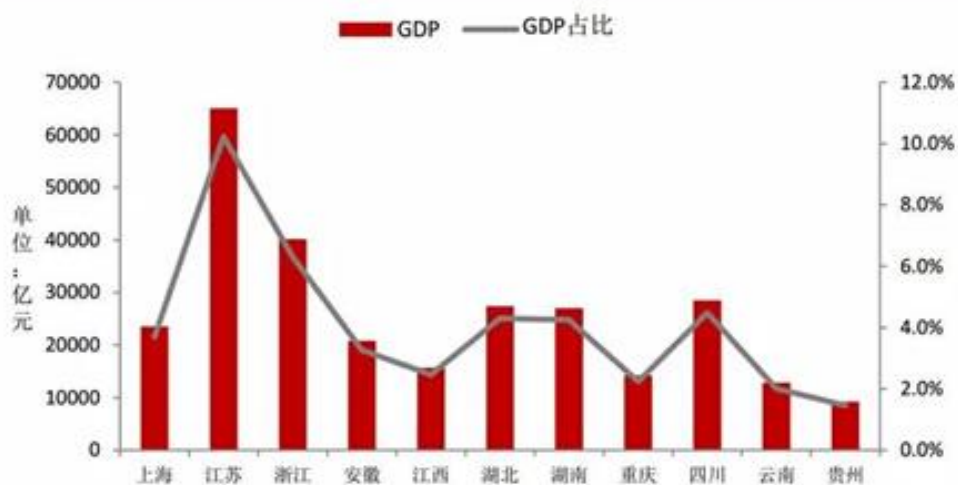
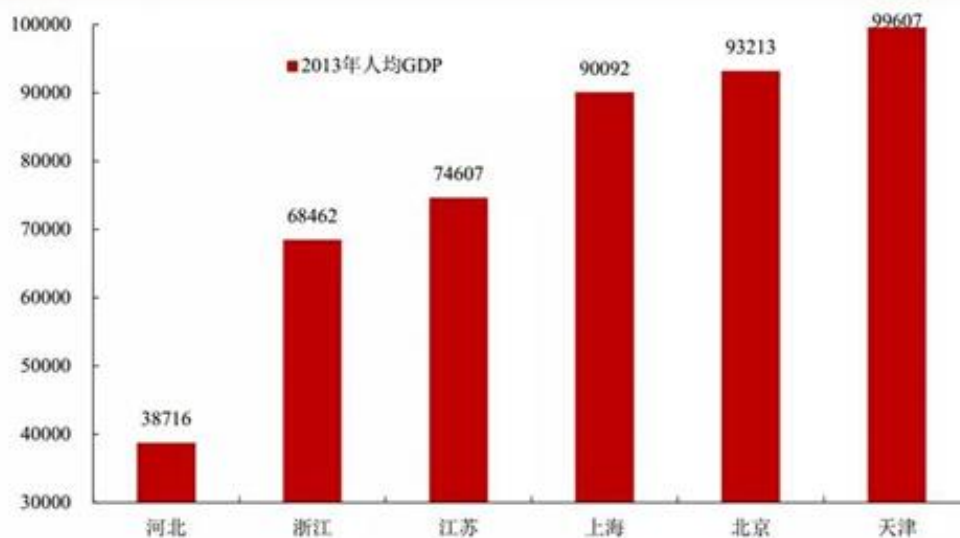


图 8: 长江经济带九省两市 GDP 占中国 50%以上



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 9: 京津冀发展差距过大



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

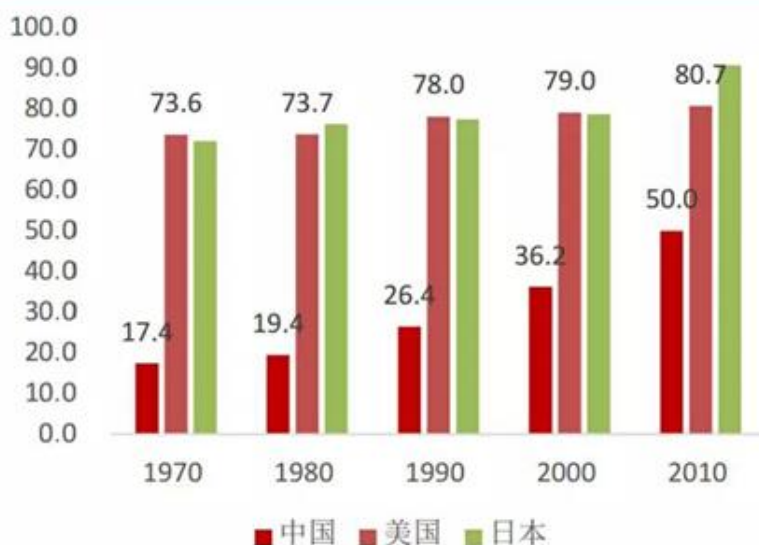
### (b) 生产力 (A) 与劳动力 (L) 的结合: 户籍制度改革

户籍制度改革将带来城镇劳动力数量的提升, 推升城镇化水平。从世界范围内来看, 城镇化水平在 50%-70%区间内有加速的迹象, 超过 70%后会显著放缓, 目前我国城镇化水平约为 53%, 尚有较大提升空间。另一方面, 劳动力供给结构



在近年来出现了显著的分化，大学生就业难伴随着低端劳动力用工需求出现短缺，低端劳动力成本显著上升。因此低端劳动力入城存在动力，目前人户脱离的现象很普遍，但目前有数据表明农民工入城购置房产的比例甚至不足 1%，这与收入提升和就业机会的提升并不匹配，其中很大一个原因就是户籍制度的阻碍。

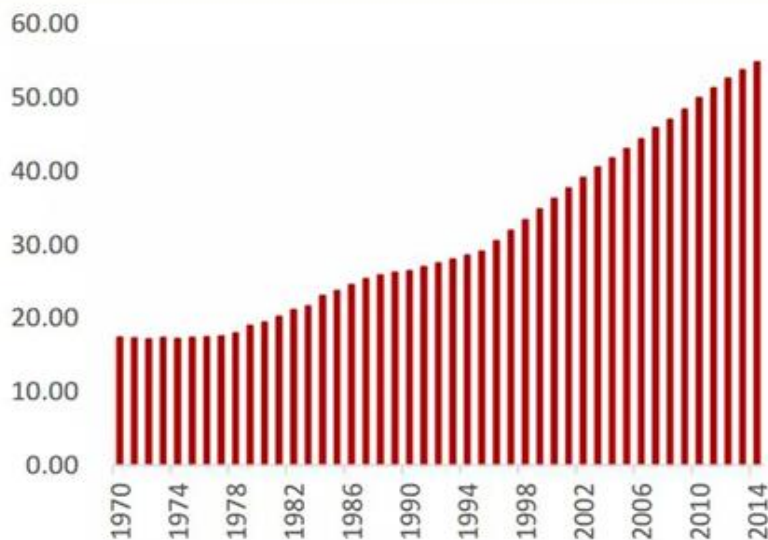
图 10: 中国城市化水平有待提升



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所



图 11: 中国城市化率提升近年有望加速



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

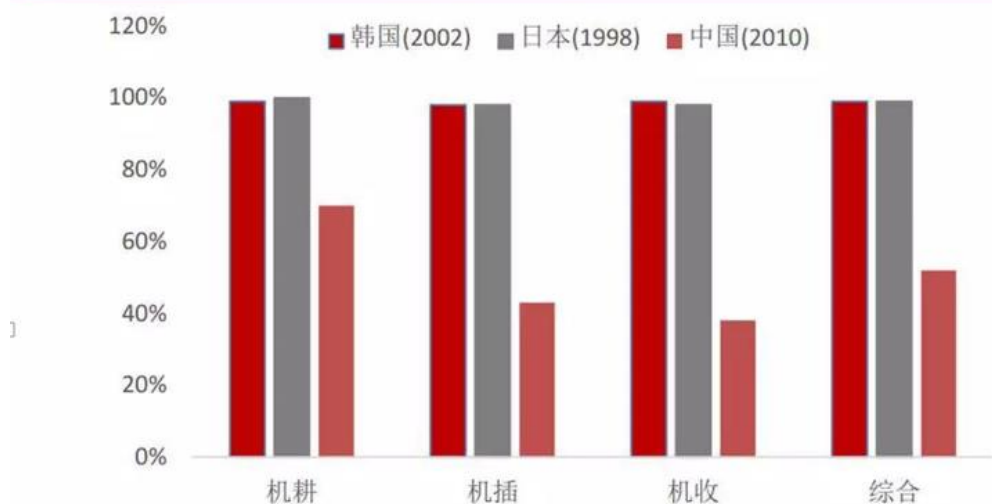




(c) 劳动力 (A) 与自然资源 (N) 的结合：环保与新能源、三农

资源禀赋作为经济增长的源动力衡量了经济的比较优势。过去经济粗放式的增长方式使得增长的质量大打折扣，这些年来一直在强调可持续发展的概念，但目前来看环境还是出现了很大的问题。雾霾天、水体污染、固体废物污染，对于传统能源的过度依赖造成了日益突出的环境问题，河北一个省甚至就消耗了全世界 6% 的燃煤。我们认为环保产业一方面作为转变经济增长方式的一个载体，另一方面作为一个新的经济增长点将会在两会中被高度关注并迎来黄金发展期。事实上这一过程与日本经济在 70 年代初经济下台阶过程中转型发展的路径如出一辙，经济在下台阶的过程中实现了由传统重化学工业向新型制造业的转移，环保产业得到了迅速的发展，能源结构也开始了向核能等方面的转移。

图 12: 农业现代化尚有较大空间 (以机械化为例)



资料来源：华泰证券研究所

农业生产效率的继续提高也有望被关注。作为农业生产的核心要素，土地资源举足轻重，我国土地改革在近年有明显的加速迹象，近期又发布了允许农村集体经营性建设用地入市的试点方案，允许土地更大规模的自由流转有益于农业生产水平的提高。目前我国农业现代化水平远低于美国和人均土地面积相近的日本，这其中在良种化、化肥化、尤其是机械化方面尚有广阔空间，农村改革机制的捋顺有益于农业生产效率的提高。



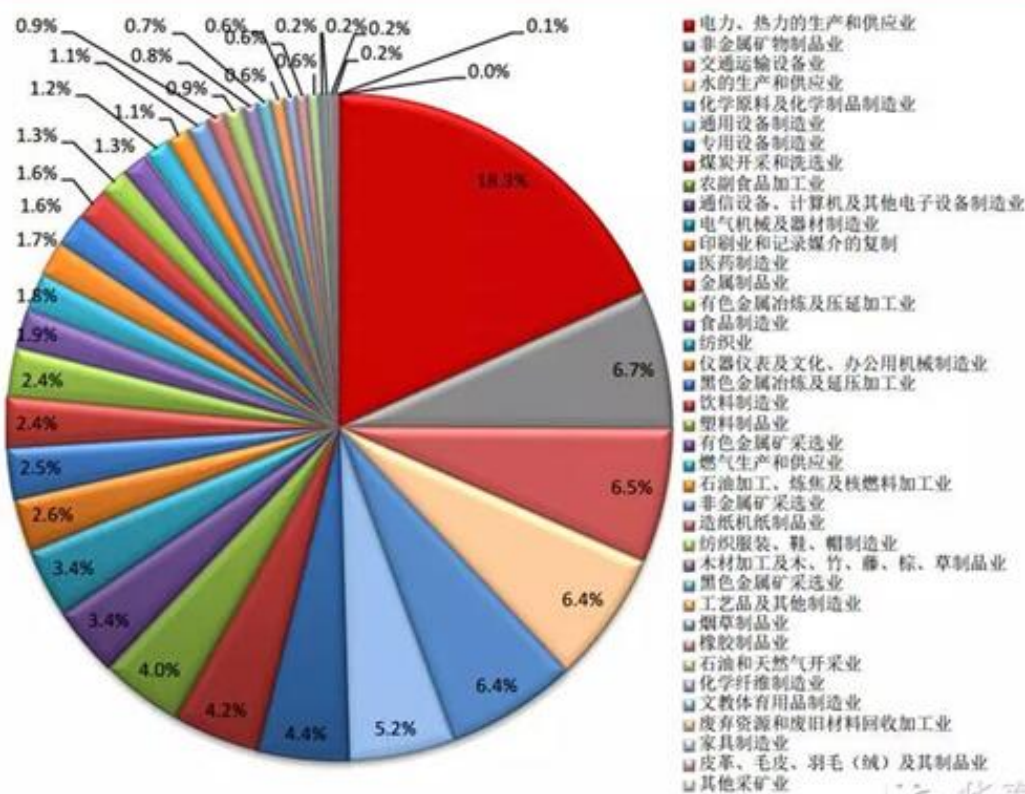
通过全要素生产率提升(制度建设与技术进步),全要素生产率会使得资本、劳动力和自然资源实现内生的增长。对于资本市场而言,我们认为最重要的是在政策主导下,关注长期调结构和短期保增长的契合点,因此区域协同化发展和环保等相关产业链将有机会。

## 第二、需要持续跟踪的与经济效率的再提升相关政策

除了保增长与调结构的契合点等增长的要点外,我们认为两会中或两会后国企改革、资本市场改革和财税改革等相关政策也有望加速出台,有必要对其进行紧密的跟踪。

### (a) 国企改革带动生产效率的全面提升

图 13: 国企行业分布



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

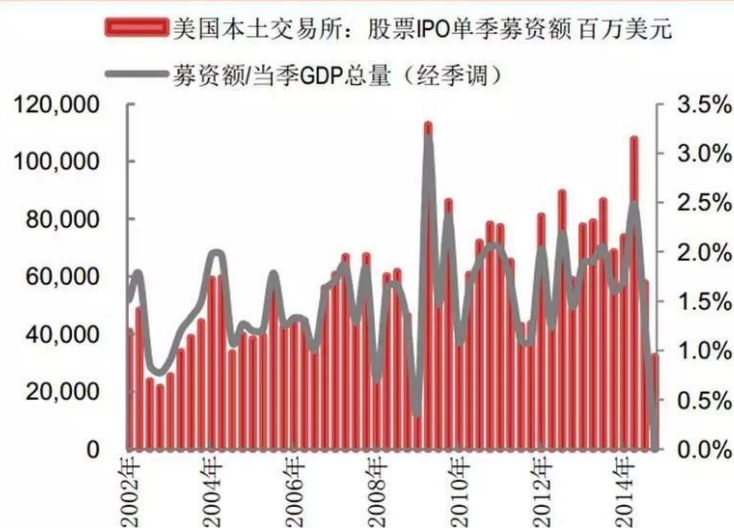
国企改革至今尚在引而未发的状态,地方指导意见的相继出台还处在先行先试的阶段,但即使是这方面走得较快的江苏和广东,国有企业改革也尚未实质性的展开,主要还是缺少中央层面的纲领性文件的出台,目前国资国企改革方案已

经上报中央，最终有望以“1+N”的形式出台，即“1个指导意见+多个配套方案”，届时包括放开混改门槛、重启员工持股等方案将一一试行，市场预计将撬动 24 万亿市值。经济处于调整期的国企改革应当说会是一个缓慢的过程，但是其释放的增长动力将会十分惊人，通过混合所有制引入竞争机制和激励机制将提升国有企业的经营效率，促进劳动生产率的提高。

### (b) 资本市场改革助力投融资体制的完善和效率的提升

资本市场改革将是今年的重头戏之一，这其中十分重要的就是市场寄予厚望的注册制改革，市场预期注册制改革将在年中落地。从去年以来的货币宽松与实体经济融资不畅并行，我们当时强调货币存在堰塞湖的状况，在经济下行期银行的惜贷行为本身是一种市场化的行为，这在中美都是一样，不同的是美国有一个更加发达的直接融资市场体系，企业有望通过资本市场进行融资。注册制的实施将会使得我国的投融资结构逐渐向更市场化的方向迈进，政府的审核权将下放市场，有市场决定融资的方向甚至产业机构的增长方向，无疑是一项十分重要的举措。

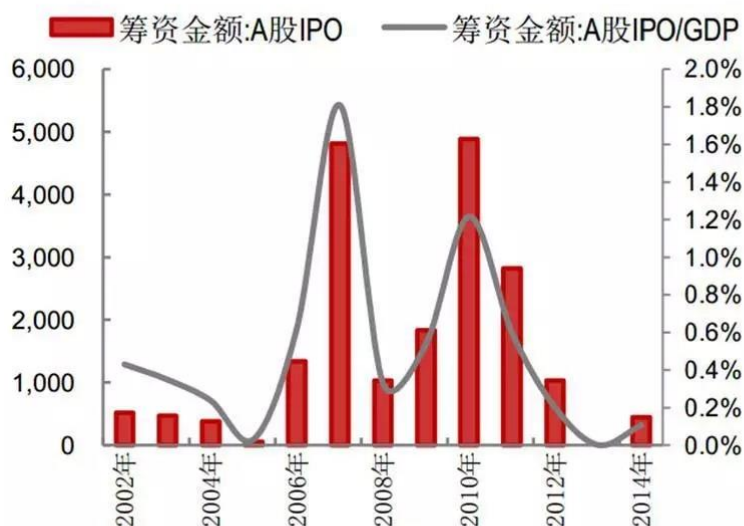
图 14: 美国单季 IPO 募资总量占 GDP 比例



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

华泰宏观研究

图 15: 我国公司在 A 股 IPO 募资/当年 GDP 占比



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

华泰宏观研究

另一方面，网贷监管的相关政策有望被提及。随着互联网金融的迅速崛起，以 P2P 为代表的网贷行业迅速增长，但也带来了相应的问题。互联网金融的本质在于节约了成本，促进了金融交易的发生，使得更多的资金有了用武之地。然而互联网并不始终透明，交易成本的结束意味着信息不对称的加剧，这给投融资带来了较大的风险。网贷监管将有益于行业的长期健康发展，互联网金融的发展也需要一个更健康的环境。

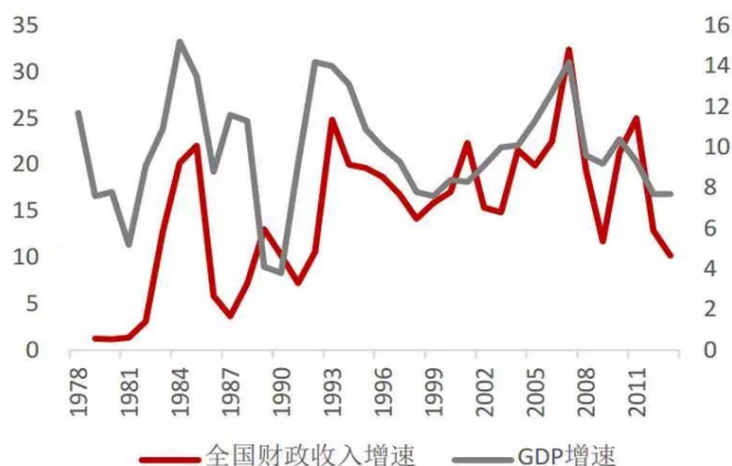
### (c) 财税改革短期内致力于解决财政资金缺口问题

随着经济增速的下滑，公共财政收入相应下滑，今年土地使用权转让收入很可能负增长，但民生和社会保障支出以及保持基建高速增长对冲地产下滑的资金需求存在，这就造成财政资金的缺口问题。351 号文和 43 号文对地方政府债务的发展做出了指引，融资平台将被剥离融资功能，市政债将是地方政府唯一的融资来源。2015 年也是《新预算法》实施后的过度年，全口径和跨年度预算将被实施，这对中央和地方财政也是一个重要的挑战。在打破刚兑的目标下短期内市政债可能很难衔接城投债，因此相应的，财税体制改革的综合政策有望加速推进以缓解短期资金矛盾，全口径预算管理有利于约束地方政府债务的盲目扩张，包括创新融资渠道的 PPP 模式、加速地方债厘清和发行试点、提高预算体制灵活性



等政策都有望加速落地。此外，由于不同省份债务负担不同，欠发达省份的债务比率普遍高于发达省份，局部爆发债务的危机的可能性还是存在。2015 年作为一个过度年，财政如何化解债务危机，继续深入推进财税改革，将会是政策上十分重要的关注点。

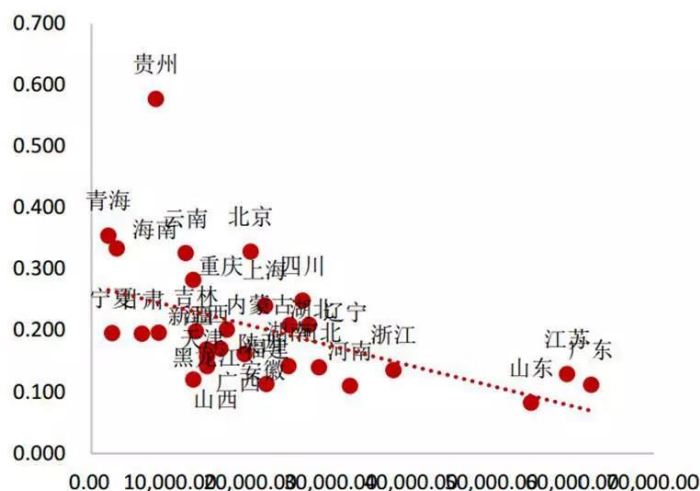
图 16: 全国财政收入增速和 GDP 增速



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

华泰宏观研究

图 17: 各个省份债务余额占 GDP 比例与 GDP 散点图



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

华泰宏观研究

### 第三、关注国际经济与房地产市场走势，政策后续仍有宽松空间





除了两会的相关看点，我们认为对于短期宏观经济，还有以下几个看点会对于经济和资本市场的走势起到重要影响。

## (a) 国际因素

以欧洲为代表的全球性的宽松和美国加息是今年国际经济的主要旋律，目前各经济体均存在拐点特质。美国在今年加息是大概率事件，主因劳动力市场稳健复苏，短期通胀预期因油价虽偏低，但中长期通胀预期相对稳定，加息时点上我们认为 9 月份概率大于 6 月份，目前没有 04 年类似的房地产泡沫，维持低利率的收益要大于风险；欧洲方面目前还很难判断欧洲量宽的具体效果，但我们倾向于认为短期会出现提振增长预期的效果，长期则因欧元区内部结构的分化和无统一的财政联盟而无效；日本经济近期的通胀数据有所下滑，配合全球性的宽松，安倍可能可能会进一步实行宽松政策。以上几个经济体的拐点将对中国经济的出口和资本外流产生较大影响，目前判断资本外流的压力可能持续存在，因此政策上降准的会有持续的降准要求。

## (b) 房地产市场

房地产市场在去年 930 政策和 11 月 21 日降息政策的配合下，从去年 10 月份开始出现了企稳的迹象，近期销售数据再次出现下滑，市场对于销售数据下滑的体现出了担忧，主要观点是认为去年的刺激政策释放了一波刚性需求，需求后续难以维持，我们认为这有一些道理。但近期销售数据的下滑还可能因为市场集中度的提高，也就是大型房企的销售占比有所提高，由于大型房企在经营节奏上一季度尚不处于发力的阶段，而主要还是在消化去年四季度的销售数据，因此今年年初销售出现了阶段性的疲软。

目前 3 月 1 日央行再次降息，降息将显著利好房地产市场，由于房地产市场在中国经济中举足轻重的作用，房地产市场从而将会助力经济的企稳。房地产抵押贷款合同是长期合同，贷款利率随基准利率浮动，降息降低存量贷款的融资成本，利好房产销售，同时，房产投资对利率非常敏感，降息有利于缓解房地产投资下行趋势，稳定经济增长，考虑到政策上后续还有继续宽松的可能，因此维持房地产市场在一季度末二季度初企稳的判断。

## (c) 政策展望

目前经济的两大隐患就在于已经浮上台面的通缩问题和可能出现的就业问题。我们认为就业是政策的底线，目前经济的先行指标中就业指数在持续的下滑，因此保就业并非完全没有压力，政策上对于吸纳就业能力较强的中小企业的持续扶持必不可少，在之前的降准中我们就已经看到了对于中小型银行的定向降准，而中小型银行往往是中小企业贷款的来源。另一方面，通缩的问题已经比较实际，供需失衡已经体现在了食品及生产资料的各个方面，之前的降准和降息也都有围绕对抗通缩而进行操作的初衷。

对于未来的后续政策展望方面，在春节前后的降准和降息操作后，目前从先行指标出现了一些积极信号，但我们预计实体经济数据仍然不会很好看，经济整体依然会表现的相对低迷。由于降息后需要继续释放流动性来保证新增信贷对于新增投资的有效传导，资本外流也需要继续释放流动性以弥补流动性缺口，因此我们预计一季度末仍然有降准的可能。

除了货币政策外，在经历过冬季基建项目难以展开的季节性影响后，我们预计财政政策将逐渐发力，力度十分值得期待。2015年基建仍然有望保持20%左右的高速增长，仍然是稳经济的重要力量，但财政资金缺口的问题仍然存在，这就十分有赖于PPP、PSL等创新投融资方式以保证财政支出的有力增长。



## 看待数据需有“三心”：《政府工作报告》解读

许元荣<sup>1</sup>

进入2015年，理清中国经济形势相当不易，处处都是纠结的图景。既有传统产业的衰退降温，又有新兴产业的蓬勃崛起；既有全球化红利、人口红利的退潮，又有改革红利、创新红利、人口质量红利的涨潮；既有东部地区主导的第一轮开放战略的增长效应递减，又有中西部地区主导的“一带一路”新开放战略的增长效应递增，未来的趋势到底会是什么样？

人们期待从2015年的《政府工作报告》中找到答案，然而，其中长长的一串数字有高有低、有增有减、有喜有忧，究竟应该如何看待呢？笔者看来，理解《政府工作报告》中的关键数据，需有“三心”，一是宽心、二是放心、三是担心。

### 哪些方面可以宽心？

首先，对于GDP增长目标数据不妨宽心。乍一看，政府工作报告把2015年的GDP增长目标定为7%左右，历史对比的话，是1990年以来的最低增速。一般将之理解为周期性压力和结构性压力的双重结果，更有甚者认为不排除中国经济硬着陆的可能性。实际上，与其把7%理解为政府被动调低增长目标，不如说这是决策层决意治理经济结构顽疾的主动性信号。为什么这么说？2014年经济局势相当挑战，投资低迷、出口疲软、房价出现拐点、信用风险此起彼伏、钢铁等大宗商品价格跌去一半，即使如此，决策层持续表现出战略定力，货币政策保持稳健不松动，财政政策保持平稳不扩张，汇率政策保持区间波动不贬值，地方政府债务强化约束不含糊，结构调整遭遇阵痛保持坚定不回头。其实，这正是在兑现去年《政府工作报告》所说的“以壮士断腕的决心”治理经济顽疾的承诺。正是这些主动性的举措，使经济增长的步伐放慢，使转型升级的步伐加快。

<sup>1</sup>许元荣，中国人民大学国际货币研究所研究员，第一财经研究院（北京）主任

也有人认为,7%的增长目标或许意味着中国经济客观上确实缺乏增长空间了,对此笔者并不认同,主要基于三组数据。其一,从中国劳动生产率的跨国比较来看,2013年中国该指标仅为美国的17.1%,甚至明显低于俄罗斯的33%,南非的28%,亦低于巴西的17.3%。其含义很清晰,随着中国高素质劳动力的增加,未来基于生产率提升的增长空间非常巨大。其二,中国经济真的投资饱和和过剩了吗?从中国资本存量来看,2010年全国资本存量为93.3万亿,仅为美国的30%;人均资本存量为1万美元,约为美国的8%、日本的10%、韩国的17%,资本积累的历史进程远未结束,问题是需要大幅改变投资结构。其三,从中国劳动力的再配置效应来看,《2013全球创新指数》显示,在知识密集产业就业的劳动力比重,第一名新加坡为51%,第二名英国为49.5%,第五名法国为43%,第十四名美国为36.3%,中国排九十八名为7.37%。中国就业结构调整空间巨大,只有扩大知识密集产业的就业比重,才能实现中国劳动生产率的提高,中国经济的潜在增速也能够从这个结构变动效应中重新获得中期支撑。八十年代之后中国的第一轮劳动生产率跃升,得益于劳动力从农业转向工业体系,中国未来第二轮劳动生产率提升(从而经济增长),则必须根源于劳动力从低生产率经济部门(低端制造、低端服务)转向高生产率部门(KTI, knowledge and technology intensive industry)。所以,对于中国经济的中长期增长潜力,可以宽心看待。

其次,对于CPI目标数据也可宽心看待。《政府工作报告》中3%的CPI目标值引起市场颇多的争论和疑虑,当前通缩压力这么大,为何还要定一个似乎明显偏高的、难以达到的通货膨胀目标呢?人们有此疑虑并不意外,我国1月份的CPI已经骤降至0.8%,PPI降至-4.3%,从通缩持续时间来看,我国PPI已经连续36个月负增长,打破了1997年通缩周期创下的31个月最长记录。全球范围内的通缩趋势也非常清晰,欧元区1月份PPI为-3.4%,CPI为-0.3%,欧洲央行数轮大规模LTRO、负利率、资产购买计划、欧元大贬值,货币政策“药力”不可谓不猛,可仍未能扭转乾坤。美国经济表现尽管被视为“卓尔不群”,可PPI最新数值为-3.3%,CPI骤降至-0.1%,双双跌入通缩泥坑。日本几乎在利用极端的货币政策来治理通缩,但也不尽人意,CPI已经连续八个月回落,扣除消费税影响后通胀水平也在1%以内。在这样一个全球通缩压力日甚的大环境中,是不是CPI目标定的低一些(比如2%)更为稳妥呢?



并非完全如此——如果详细考察一下CPI相关变量的话，还是要为通胀水平潜在的企稳回升因素留出必要的空间。CPI直接受到大宗商品价格波动的影响，当前全球通缩压力与2011年开始的全球大宗商品价格持续大跌，尤其是2014年石油价格暴跌紧密相关，看一组数字：布伦特原油从高点120美元/桶以上最低跌至46美元/桶，棉花从高点34870元跌至最低13000元，铁矿石掉期从188美元跌至60美元，螺纹钢从5230元跌至2410元，煤炭从800元以上跌至460元。大宗商品市场的这一轮暴跌周期构成全球通缩的关键因素，但往后看，大宗商品价格整体上呈现出“成本支撑、底部盘整，无力再跌”的格局，甚至随着供给端的收缩，贸易商库存的消失，大宗商品不排除阶段性反弹和价格修复的可能性，比如石油已经从46美元/桶的最低点升至60美元/桶，升幅接近30%，这个趋势将对全年通胀形成一个潜在的上行冲击。因此，笔者揣测，3%的通胀目标可能是充分评估了某些上行风险之后出于稳健考虑而设定。

**最后，对于决策层确保经济在“合理区间运行”的决心信心和政策空间，亦不必过于纠结。**2015年铁路投资要保持在8000亿以上，重大水利投资超过8000亿，和以往相比变动不大；财政赤字从1.35万亿小幅增至1.62万亿，赤字率从去年的2.1%小幅增至2.3%。《报告》的这组数字可能引发两个纠结：一是经济下行压力如此突出，为何政策取向上依然显得“中性”而不是“积极”？二是政策不扩张究竟是不是因为政策扩张空间并不宽裕？

这两个问题颇为关键，《报告》也给出了理解的路径。其一，中央政策取向从需求侧来看确实是中性的，但从供给侧来看却是非常积极，这里面蕴含着政府宏观调控理念的一个重要切换，从需求管理转向供给管理。也就是说，稳增长不再倚重简单的货币宽松、财政扩张、地方政府举债这些政策工具，而是更加倚重取消审批、激励创新创业、激发市场活力，“以微观活力支撑宏观稳定，以供给创新带动需求扩大”。其二，中央层面并不缺乏政策空间。IMF预估数据显示，2015年政府赤字率美国为4.3%，法国为4.3%，日本为5.8%，英国为4.1%，印度为6.7%，巴西为3.1%，中国横向相比属于偏低水平。从2015年政府债务存量来看，预计美国债务存量占GDP为105%，欧元区为96%，日本为245%，印度为60%，巴西为66%，中国为41.8%，也不缺乏扩张空间。**所以，是不为也，非不能**



也，正如总理所说，“很多财税、金融政策，宏观调控工具，我们还没有完全使用。如果遇到更大困难，我们会出手的。”

### 哪些方面可以放心？

一是就业方面，1000万就业目标的实现问题可以完全放心。过去三年虽然经济增速在下行，但是新增就业却在逆势上行，分别为1266万、1310万、1322万人。原因何在呢？两个因素有直接影响：首先，单位GDP增速对应的GDP增量越来越大。2014年1个百分点的GDP可以对应6400亿的规模，可十年前1个百分点的GDP增长只能对应1600亿的规模，两者相差四倍，同样是1%的经济增长，推动就业的能力已是今非昔比。其次，服务经济和信息经济天然高度劳动密集型产业。这与过去多年驱动增长的重化工业完全不同，中国就业结构低端化的扭曲问题迎来“纠正”的好机会。据我们测算，2015年GDP只要5.75%的增速即可实现1000万就业目标。

二是创新方面，中国的创新强度正在迅速缩小与前沿国家的差距。对于创新的论述占据了《报告》的很大篇幅，2014年我国R&D支出占GDP比例（创新强度）进一步升至2.09%，这是一个含义深远的进展。对比来看，我国研发强度已经超过英国的1.73%，欧盟的1.98%，接近法国的2.29%，OCED的2.4%，但是距离美国的2.81%，德国的2.98%，日本的3.35%，韩国的4.36%，还有显著的差距需要追赶。缺乏创新能力一直是中国经济增长模式难以转变、国际产业链分工难以跃升的深层原因，我们期待中国创新追赶的步伐继续坚实地走下去，根据Battelle研究所的预测，经购买力平价调整的数据来看，中国研发支出将于2019年超过欧盟总和，将于2022年达到美国水平。创新型国家是“中国梦”的一个重要方面，从研发强度来看我们正在日益接近梦想，假以时日，中国的电脑、手机、飞机、芯片，或许会像今日的高铁一样走出国门，享誉全球。

三是改革方面，后续充足的改革新红利可以放心期待。2014年是改革红利密集释放的一年，简政放权246个项目，本届政府减少1/3行政审批事项的目标提前实现，未来仍不会放慢改革步伐。《报告》将改革置于非常突出的位置：如何打造“阳光政府”？推行负面清单、权力清单、责任清单制度，用政府权力的



“减法”，换取市场活力的“乘法”；如何化解经济风险？以创新举债方式和预算制度为核心化解地方财政风险，以信贷资产证券化为核心化解金融风险；如何完善金融生态？鼓励民间资本发起中小银行等金融机构，成熟一家，批准一家，不设限额。在其它红利退潮的情况下，改革红利是新常态下最重要的、密集不断的发展动力。

**四是新业态方面，互联网创新浪潮不是泡沫，信息经济新范式刚刚起步，创新创业可以放心参与。**《报告》强调，中国的宽带用户已经超过 7.8 亿，稳居世界首位，但强劲的互联网创业趋势也引发了一个广为流传的疑问：这是不是新一轮互联网泡沫呢？笔者认为将之定义为泡沫并不妥当，因为信息经济新范式对于传统行业的改造才刚刚开始。《报告》提出要制定“互联网+”行动计划，引起市场很大反响。“互联网+”是新的蓝海，美国白宫发布《大数据研究和发展计划》、英国政府发布《英国数据能力发展战略规划》、欧盟力推《数据价值链战略计划》，也都是最近两三年的事情，正在兴起的工业 4.0 也正是互联网元素与制造业的融合。“互联网+”能给中国带来多大的增长空间？看一组测算数据：麦肯锡《中国数字化转型》报告显示：2013-2025 年，互联网将有可能在 GDP 增量中贡献 7%~22%。如果中国的互联网和大数据政策比较保守，则其贡献率为下限 7%，带来的 GDP 增长为 4 万亿左右；如果政策比较积极，则其贡献率可高达 22%，带来的 GDP 增长为 14 万亿左右，两种情况下的增长空间相差 10 万亿。

## 哪些方面值得担心？

中国经济正值“三期叠加”，深层的矛盾点和表层的风险点相互交织，细读《报告》，对于一些数据反映的趋势还是有所担心的。其一，**广义货币 M2 增长 12%左右是否偏低？**回顾历史，亚洲金融危机期间，M2 的最低增速也在 13.6%，2008 年全球金融危机期间，M2 的最低增速为 12.4%，设定 12%左右的目标创下了八十年代以来的历史最低水平。考虑到信用供给是经济表现的领先变量，尤其是 M2 对于房地产周期具有非常直接的、甚至是决定性的影响，偏低的 M2 增速有可能导致经济活动降温超出合理区间。

其二，中国对外直接投资（ODI）即将超过利用外资规模（FDI），资本输出是否会影响国内产业升级的进程？《报告》显示，2014年中国FDI为1196亿美元，增速为1.7%，ODI为1029亿美元（附加一些细项之后可达1400亿美元），增速高达14.1%，中国基本转型为资本输出国角色。问题在于，资本输出会不会导致国内的投资损失动力？如何应对资本输出和国内产业结构升级所需投资之间的竞争效应？这个问题值得思考。

其三，中国的出口压力未来会缓解还是加深？去年出口目标为7.5%，最终的实际值仅为3.4%，今年《报告》进一步将出口目标下调为6%，考虑到最近的全球汇率走势，这个目标也不轻松。随着美联储加息周期的临近，美元对全球主要货币展开凌厉升值趋势，美元指数已经到达97的位置，创下2003年以来的最高水平，目前尚未有停歇的趋势。人民币也因此被动对一揽子货币升值，目前人民币实际有效汇率已经升至127的历史高位，从2005年汇改算起升值幅度为55%，从2011年这一轮经济下行周期的起点算起升值幅度为31%。如此剧烈的升值趋势，继续给中国出口前景带来挑战，亟需汇率政策做出有效回应。

## 2014 年度国际经济金融形式评论

曹彤<sup>1</sup> 许元荣<sup>2</sup>

### 美国经济金融评论：美联储率先紧缩引发全球政策不同步风险

#### （一）2014 年美国强劲，全球经济进入“单引擎模式”

美国经济强劲表现的持续性超出预料。美国一季度主要受恶劣天气影响，GDP 增速为-2.1%，二季度为 4.6%，三季度增速达到 5%，这主要受益于消费支出和固定投资的增长。制造业持续扩张、房地产市场回暖、劳动力市场改善、低油价有降低企业和居民能源成本，美国经济获得多维度支撑，预计 2014 年度经济增长将在 2.5%左右，2015 年有可能突破 3%，这将是 2005 年以来美国经济首次突破 3%。在其他经济体普遍低迷的情况下，全球经济进入单引擎模式。

全年就业增长良好，但通胀未能同步改善。全年平均每月新增 24.6 万个非农就业机会，截止 12 月失业率已降至 5.6%。但通胀率趋于走低，受油价下跌影响，12 月份 CPI 环比下降 0.4%，是 2008 年 12 月以来最大降幅，同比降为 0.8%。

美联储退出量化宽松，财政赤字状况好转。2014 年 10 月，美联储结束了维持两年之久的第三轮量化宽松，第一轮 QE 释放了 1.725 万亿美元货币，第二轮 QE 释放了 0.6 万亿美元，第三轮 QE 释放 1.6 万亿美元，QE3 结束标志着美国正式走上货币政策正常化道路。财政政策方面，可谓是涅槃之后渐入佳境，美国联邦政府在去年 12 月实现 20 亿美元预算盈余。

美联储议息会议立场大体不变。12 月刚公布的四季度联储议息会议声明中，将 QE 结束后“相当长一段时间”开始加息的措辞替换为“市场对美联储在加息方面应保持耐心”，并强调与之前的立场一致。此外，美联储声明中加入了“将继续密切监控通胀变化”措辞，在通胀进一步走低背景下，似乎表明在就业市场与通胀之间，美联储决策有偏向通胀指标的趋势。近期美国经济数据的强势令市场再度出现美联储提前加息的预期，但笔者认为通胀走低存在的风险将使美联储

<sup>1</sup>曹彤，中国人民大学国际货币研究所联席所长、深圳前海微众银行行长

<sup>2</sup>许元荣，中国人民大学国际货币研究所研究员、第一财经研究院（北京）主任

在加息过程中保持谨慎，总体仍可以维持 2015 年三季度加息的预期不变。

## （二）美联储率先紧缩引发全球货币政策不同步风险

伴随美联储首次加息时点日益临近，以及欧洲央行和日本央行货币政策宽松力度不断升级，全球央行货币政策的不同步性日益突出，这种不同步性是影响未来世界宏观经济的重要因素，这也成为全球范围内重点关注的领域。近期，IMF 发布报告《Spillovers from United States Monetary Policy on Emerging Markets》，分析了本次美联储货币政策由松转紧对新兴市场国家的可能影响。HSBC 发布报告《How extreme USD strength can destroy the world》，分析了美联储加息、美元进入升值周期的全球性冲击。法国外贸银行 Natixis 发布了报告《The steep depreciation of emerging countries' exchange rates has not helped》，这份报告认为，新金融周期导致新兴市场货币大幅贬值，那些认为这会改善贬值国家经济状况的观点难以立足。

全球主要央行货币政策分化成宽松阵营和收紧阵营。2008 年金融危机席卷全球，超宽松的货币政策成为各国央行共同的应急政策选择。这对挽救全球经济避免大萧条和崩溃发挥了重要作用，但同时也为全球央行退出宽松政策的不同步埋下了伏笔。随着不同国家经济复苏的差异变得越来越明显，各国央行在货币政策周期上的分化也愈加清晰。

美国经济逼近充分就业水平、增长回归潜在增速、通胀温和回升，美联储在 2015 年首度加息已逐渐成为市场共识。新西兰央行已经率先加息，2015 年英格兰银行与挪威央行也可能紧紧跟随美联储的加息步伐。与此同时，瑞士央行、欧洲央行已经进入负利率时代，日本央行也在 2014 年底宣布继续扩大量化宽松规模，考虑到这些国家极其低迷的通胀前景，其政策收紧步伐要远远滞后于美联储。事实上，面对通缩与增长的双重压力，全球更多央行才刚刚开启降息周期，中国央行 2014 年 11 月下调存贷款利率，印度央行 2015 年 1 月下调回购利率。大宗商品价格持续寻底给加拿大、澳大利亚、拉美资源出口型国家带来了降息压力。

全球央行货币政策不同步的后果。欧洲央行和日本央行虽均有进一步放松货币政策的必要性和可能性，但受制于欧元和日元在国际货币体系中的次中心地位，无法完全取代美联储成为全球新的流动性供给者，因此全球流动性整体会上会随美联储退出极度宽松的货币政策而趋紧，这将带来一系列的风险和挑战。



**风险一：全球大宗商品价格进入下行周期，加剧全球通缩。**美元走势的急剧变化首先作用于以美元计价的大宗商品。2014 年下半年以来，美元升值幅度已经超过 15%，与此相应，全球大宗商品价格陷入全线下跌，包含 22 种主要商品的彭博大宗商品指数(Bloomberg Commodity index)已经跌破 100 整数大关，该指数上一次在 100 下方还要追溯到 2002 年 8 月。

**风险二：欧元区、日本宽松货币政策效力受到美联储紧缩政策的抵消和稀释。**美元升值导致大宗商品价格下行的长期趋势使得对抗通缩异常艰难，美国与欧日息差扩大也将影响欧元区和日本的资本流动。尽管过去三年欧元区和日本经济复苏状况差强人意，但风险资产价格却连创新高，这不仅得益于其自身的宽松流动性环境，也受益于大规模国际资本流入。因此，一旦美元流动性收缩，欧洲和日本的风险资产价格将不可避免受到一定程度冲击。

**风险三：新兴市场动荡不可避免，警惕区域性金融危机。**由于美国经济和美元在世界经济金融体系中的中心地位，已经形成了美国货币政策主导的全球性金融周期。按照历史经验，美联储货币政策收紧会导致国际资本从新兴市场持续流出，造成广泛的“美元短缺”，进而引发新兴市场的货币金融危机。笔者统计了一下历史上美联储的收紧周期，发现无一例外地引发了某一个区域的金融危机。

全球货币政策不同步性的风险如何治理是个难点，可以在全球央行之间建立更广泛的货币互换网络，完善国际流动性保险机制。美联储通过货币互换机制为其他央行提供流动性，是 2008 年金融危机时期一种有效的美元国际流动性提供机制。2013 年 10 月 31 日，美联储、欧洲央行、英国央行、日本央行、加拿大央行和瑞士央行将原有的互换协议转换成长期货币互换协议，以美联储为中心的六家央行货币互换网络正式形成。

然而，这个货币互换网络存在一个重大缺憾，就是仅仅覆盖了六家央行，构建了一个比较局限的“货币互换俱乐部”。这对于未来可能出现的广泛的汇率市场动荡、资本流动紊乱、新兴市场挑战而言，并无更多含义。因此，为了防范货币政策不同步带来的潜在风险，未来全球性政策协作可以在两个方向上着力：一是打造一个更具包容性、更多国家参与的多边货币互换制度安排；二是建立区域性的货币互换网络。比如，亚洲区域央行之间的货币互换就比较活跃，如果亚洲经济金融体系遭遇比较严峻的挑战，这个区域性的货币互换网络将会发挥非常有

益的稳定作用。

## 欧元区经济金融评论：通缩之谜

### (一) 2014 年的欧洲经济：通缩如期而至，政策全面升级

2014 年欧元区经济表现出如下几个特点。**经济增长表现平平**，2014 年欧元区 GDP 增速预期从-0.4%升至 0.8%，四个季度各自的表现分别为 0.3%、0.1%、0.2%、0.2%。**通货紧缩如期而至**，2014 年的通货膨胀水平预期从 1.4%回落至 0.4%，而最新一个月的通胀降至-0.2%，已经实实在在的迈入了通缩，2015 年全年实现通缩的风险非常之大。**劳动力市场改善甚微**，全年失业率从上年的 12%降至 11.6%，而更多的研究显示，直到 2016 年欧元区的失业率仍将维持 11.3%的水平。2014 年欧元区的劳动生产率仅仅实现 0.2%的增长，但是，单位劳动成本却增长了 0.8%，这就意味着劳动力的比较优势在继续被削弱。**2014 年欧元区比较积极的进展有两点**：一是财政赤字压缩的进程依然在延续，2014 年赤字规模从上年的 3.1%压缩至 2.8%，2015 年有望进一步压缩至 2.5%；二是欧元区的经常账户顺差在不断的扩大，2013 年顺差占 GDP 比例为 2.1%，2014 年升至 2.8%，预计在 2016 年升至 3.1%，超过中国成为全球最大顺差经济体。

笔者对于欧元区有两大担忧。一是**负利率政策可能需要更长的时间、更大的幅度**。在名义利率已经接近于零、银行对于信贷的偏好继续下降的条件下，央行实施负存款利率可以倒逼商业银行减少在央行的存款，增加对企业和个人贷款的投放。2014 年 6 月，欧洲央行宣布将商业银行在央行的存款利率从 0 调降为-0.1%，9 月又进一步降至-0.2%，从而成为首家实施负利率的主要央行。2014 年 11 月，瑞士央行也宣布实施负利率政策，对在央行的活期存款账户实施-0.25%利率。欧洲经济似乎面临着“长期停滞”挑战，负利率政策未来极可能进一步强化。

二是**有可能面临新一轮财政扩张的压力**。克鲁格曼认为在中性利率长期为负情况下，私人部门将会相应减少支出，仅仅通过阶段性的财政刺激以提高需求的办法远远不能满足需要，政策必须持续提供支持。辜朝明持有类似观点，由于私人部门持续的资产负债表修复将会对经济形成拖累，政府必须采用持续的刺激政策才能抵销上述影响，任何过早退出的财政刺激将会引致经济通缩力量加大，美

国 1937 年、日本 1997 年、英国和欧元区 2010 年经济出现二次探底，很重要的原因就是在私人部门尚处于资产负债表修复过程中，政府却同时推行了财政整顿政策。鉴于目前欧元区的经济形势，财政再扩张的压力难以排除。

## （二）欧元区通缩如谜

欧元区已经正式步入通缩，最新的 CPI 为-0.2%。现在可以肯定，2015 年之后的多年，日益加深的欧元区通缩、甚至全球性通缩压力会像谜一样激发人们的困惑和争论。除了欧元区之外，日本的通胀水平如果扣除核能转为化石能源带来的能源成本提高、以及日本贬值带来的进口商品价格提高，现在仍在 1% 以内，而上述一次性的通胀效应将在 2015 年逐渐回吐复原。中国的 PPI 通缩周期也已经突破了历史上最长的通缩记录。这个巨大的悖论——欧洲央行实施了史无前例的货币创造，欧元区经济却面临日益深重的通缩压力——既是一个经济实践主题，又是一个政策研究主题，更是一个学术探索主题。

当前的通缩之谜和格林斯潘提出的长期利率之谜、Waston 和 Benanke 提出的“大缓和”一脉相承，这不仅仅是当下几年的趋势，也不能仅仅视之为 2008 年金融危机的后遗症，这是八十年代以来不断下行的通胀大趋势的一个自然延续。学者们、大师们对此历史大趋势的解释先后不下十种：1) NOW 账户假说：80 年代通胀和货币供应的函数关系  $MV=PY$  不再成立，通胀比货币增速低得多，弗里德曼最初用 NOW 账户来解释；2) 全球化加深通缩压力假说：90 年代之后，新兴市场数十亿劳动大军融入全球生产体系，全球劳动力市场竞争加剧抑制工资通胀，使得菲利普斯曲线更加陡峭；3) 发展中国家过度储蓄假说：这导致商品市场需求不足，货币市场资金过剩，从而出现价格疲软和利率走低；4) 央行行为模式假说：中央银行独立性强化，以及货币政策领域泰勒规则的确立，使得 70 年代大通胀很难再现；5) 公司治理模式变革假说：上市公司治理机制导致管理团队在战略投资上偏好大幅降低，85 年至今投资强度持续削弱，加深总需求不足；6) 金融窖藏假说：世界经济金融化趋势，金融创新和虚拟经济扩张甚巨，导致流动性被虚拟经济分流，形成金融窖藏，所以有货币增长无通货膨胀不足为奇；7) 国际货币体系假说：蒙代尔认为牙买加体系之下全球浮动汇率制度，导致金融参数波动加剧，实体企业风险因素多变难测，持续抑制经济活动；8) 收入分配假说：全球收入分配差距拉大，阻碍货币向价格的传导；9) 养老金账户假说：全

球养老金账户已膨胀至数十万亿美元，这些资产配置以中长期的固定收益为主，削弱增长与通胀并推低长期利率；10) 资产负债表衰退 (balance sheet recession) 假说：Richard woo 认为过度杠杆化之后，企业和居民长期的资产负债表修复进程，必然导致持续通缩。

近期，人口结构对于通缩趋势的重要影响被发掘出来，已经涌现出一批值得借鉴的研究成果。圣路易斯联储经济学家于 2012 年发表论文《Demographics, Redistribution, and Optimal Inflation》认为婴儿潮将推动短暂的高通胀，而人口老龄化将会对通胀产生向下压力，甚至导致通缩。IMF 经济学家于 2014 年 11 月发表的论文《Impact of Demographic Changes on Inflation and the Macroeconomy》，通过日本及 30 个 OECD 国家的经验数据解释了人口增长与通胀的正相关关系。日本央行前行长白川方明在 2014 年发布的报告《Is Europe The Next Japan》中，强调了人口老龄化问题，认为该问题是导致日本通缩与萧条长期持续的主要原因。

欧元区的通缩思考起来着实让人头疼，学术上假说浩繁，莫衷一是，但可以相对确定的是：始于 80 年的全球通胀走低、利率走低、增长波动性走低的大趋势仍在延续，且越来越接近“零线”，央行货币主义大实验未有成效。还可以进一步作出的判断是，三个因素可能加剧通缩风险：第一，美联储、英国央行等退出非常规货币政策进程、资产负债表正常化进程逐步临近，政策收紧会进一步制约通胀表现。第二，大宗商品熊市周期漫长坎坷，美元升值周期给大宗商品价格再添压力。第三，人工智能和机器人产业是当前重要增长点，这意味着未来每年将会有数十万或数百万台不知疲倦的机器人加入到“劳动力大军”中来，主要经济体的劳动参与率都将像美国那样持续下降，从而限制工资通胀，使得菲利普斯曲线更加陡峭化，扩大通缩风险。

### 中国经济金融评论：从供给侧看中国经济增长的若干特征

(一)2014 年中国经济表现：增长指标继续回落，警惕房地产调整节奏过快受房地产和制造业拖累，投资增速继续回落。14 年全年固定资产投资同比增速 15.7%，相比 13 年的 19.6%下降 3.9 个百分点。从分项来看，14 年房地产投资同比增速出现较大程度的下滑，由 13 年的 19.8%回落至 10.5%，创近几年新低。其中，12 月房地产投资增速由 11 月的 7.6%骤降至-0.2%，多年来首次出现

负增长。11 月底央行降息后地产销量虽短暂回暖，但全年整体销量依然负增长，预示 15 年房地产市场仍然不容乐观。14 年基建投资同比增速趋稳，由 13 年的 21.18% 微幅回落至 20.29%。制造业投资同比增速跌势延续，由上年的 18.46% 大幅下降至 13.5%，企业盈利仍未见起色，中短期来看制造业投资增速尚未有企稳回升迹象。

消费增速小幅回落。14 年社会消费品零售总额由 13 年的 13.1% 小幅回落至 12%，从分项来看，通讯器材类消费增长最为迅猛，由 13 年的 20.4% 大幅攀升至 32.7%；受房地产市场深度调整的影响，住房相关消费均回落，其中家具类和建筑材料类消费分别从 13 年的 21% 和 22%，下降至 13.8% 和 13.9%，在所有分项中降幅最为明显；汽车类消费继续下挫，其中石油和汽车类消费分别从 13 年的 9.9% 和 10.4% 下降至 6.6% 和 7.7%。

外贸增长目标未能实现。2014 年我国进出口、出口和进口同比分别增长 3.4%、6.1% 和 0.4%，未能实现全年 7.5% 的外贸增长目标。12 月单月出口增速由 11 月的 4.7% 回升至 9.7%，其中主要是由于对美国出口增速大幅回升，从 11 月的 2.6% 攀升至 9.9%，反映美国经济增长强劲带来外需反弹；对欧盟出口相对平稳，增速从 11 月的 4.1% 微幅反弹至 4.9%；对日本出口仍在低位徘徊，增速从 11 月的 -5.8% 继续下挫至 -7.2%，已经连续 5 个月负增长。

融资总量和信贷双双回升，表外融资小幅回升。12 月社会融资总量 1.69 万亿，同比多增 4413 亿，环比多增 5486 亿。表外融资短期逆转，12 月新增表外融资规模 7254 亿元，同比多增 1737 亿，为 7 月份以来的首次正增长。其中委托贷款和信托贷款同比分别多增 1824 亿和 991 亿元，但未贴现银行承兑汇票同比继续少增 1078 亿元。

## （二）从供给侧看中国经济增长的若干特征

根据 OECD 的数据，2013 年中国 GDP 经 PPP 调整后的增速仅为 7.23%，回落至 2000 年以来的最低位。从供给侧的角度分析，经济增长源泉主要可以分解为五个部分：资本投入（非 ICT）、ICT 资本投入、劳动力数量、劳动力质量、全要素生产率。对中国经济这五个部分进行分解，可以发现结构性问题非常突出。资本投入（非 ICT 类）对增长的贡献达到 5.97%，是拉动经济的绝对主力。除此之外，其他增长动能明显乏力，互联网引领下的新经济带动 ICT 资本投入贡献了 0.98% 的增长；劳动力



数量和质量的贡献分别为 0.14%和 0.10%，中国经济的廉价劳动力人口“红利”确实已经退潮；全要素生产率（TFP）对 GDP 的贡献仅为 0.04%。从这些供给侧的趋势和特征来看，中国经济实现增长源泉的切换是至关重要的。

**全要素生产率（TFP）对增长的贡献显示出清晰的挑战。**金融危机后，中国经济增长的主要来源从效率改善转换至投资拉动，全要素生产率（TFP）对 GDP 增长的贡献不断下降，从 1990 年之后 4%–8%的水平，2013 年跌落至 0 值附近。过去 2 次 TFP 跌近 0 值，分别是 1998 年亚洲金融危机冲击和 2008 年全球金融危机冲击。从全球 TFP 表现对比来看，创新能力领先的发达国家 TFP 率先走出低迷并表现强劲，新兴市场 TFP 纷纷下滑，面临挑战。

**资本投入对增长的贡献越来越受到边际递减的制约。**2013 年资本投入对 GDP 的贡献率已近 100%。回溯 1990–2007 年中国的经济走势，除了 1996 年经济过热之后软着陆的与 1998 年的亚洲金融危机，中国经济增速一直保持 10%甚至更高的强劲增长。与此同时，资本投入对 GDP 的贡献稳定地维持在 5–6%。2008 年以后，一方面是经济增速开始下台阶，另一方面是资本投入的贡献继续上升，截止 2013 年，GDP 增长（PPP 调整，oecd）为 7.2%，其中资本投入贡献的增长近 7.0%，贡献率超过 97%，反映出中国经济的结构性更加凸显。问题在于，中国的投资面临严重的边际收益递减挑战，经济整体投资回报率从 1993 年的 15.67%跌至 2012 年 2.70%，如此显著的边际递减构成中国经济增长模式的基本约束条件。

**劳动力对经济增长的贡献呈现两个趋势，一是数量红利结束，二是质量红利开启。**数据显示，劳动力数量投入对经济增长的贡献已回落至低位。1990–2001 年间，中国的廉价劳动力数量优势最为明显，每年劳动力数量对 GDP 增长的贡献均在 0.5%–1.0%之间；2002–2007 年劳动力数量的贡献下了一个台阶，跌落至 0.2%–0.4%的区间；在经历 08 年金融危机之后，劳动力数量的贡献进一步回落到 0.1%–0.2%的低位。目前，农村剩余劳动力向制造业部门转移几近完成，农村劳动力的非农就业比例从 1995 年的 31%上升至 2007 年的 60%，16–20 岁的样本则从 23.7%上升至 97.7%，就业转移已经相当充分。

**值得关注的是，中国的人口质量红利即将开启。**笔者整理的一组数据表明，中国的“研究人员总规模”在 2010 年跃居世界第一位；中国在高质量人才培养的规模上的优势逐渐确立；从国际视角来看，中国已经从人才流失局面过渡到人才环流

局面；中国“研发人员密度”从当前的极低水平，正在向发达国家水平趋近，“人口质量红利”随之强化。中国经济可以更多地在人口质量红利中寻求支撑。

基于上述供给侧的现状和特征，中国经济未来的增长空间和增长潜力在哪里？

第一，从资本总存量、人均资本存量两个维度来看，中国其实仍远远落后于发达国家。2010 年底中国的资本存量（按当前价格计算）93.3 万亿人民币，合 13.8 万亿美元，仅为美国 30%；中国的人均资本存量为 1 万美元左右，不足美国的 8%，为韩国的 17%左右。因此资本积累仍有空间，投资边际递减并非资本的总量问题，而在于资本的结构问题。

第二，需要大幅改善中国的投资结构和资本结构，缩小三大传统领域投资，扩大五个新兴领域投资。缩小中低端制造业、房地产、基建三个传统领域的投资强度，扩大战略新兴产业、先进制造业、生产性服务业、知识密集型资本（knowledge based capital, oecd）、信息基础设施五个新兴领域的投资强度，实现整体的平衡和对冲。

第三，扩大 ICT 领域的投资强度，政府、企业、居民的信息融合指数有提升潜力。全球各国的政府、企业和居民部门 ICT 使用情况对比来看，中国在全球的排名分别 38、44 和 80，依然处于世界中下游水平。当前经济社会向信息化、数字化、智能化的转型趋势非常明确，中国在这个领域的投资空间和增长空间非常巨大。

第四，释放人口质量红利，实现生产率跃升。80 年代中国第一轮劳动生产率跃升，得益于劳动力从农业转向工业体系，未来中国新一轮劳动生产率提升，必须源于劳动力从低生产率部门（低端制造、低端服务）转向高生产率部门（KTI）。这就需要大幅提升中国劳动力在知识密集产业就业的比重，数据上看，英国这一比例为 49.5%，法国为 43%，美国为 36.3%，中国排 98 名仅为 7.37%，就业结构调整和升级大有可为。

## 日本经济金融评论：饱受挫折的一年

### （一）日经经济：饱受挫折的一年

日本经济的增长表现在2014年遭遇了剧烈的挫折。全年GDP增长预期为0.2%，在消费税上调冲击之下，二季度萎缩幅度高达-6.7%，三季度再次萎缩-1.9%，四季度有望恢复至3%的增速。分部门的表现来看，2014年消费支出增速为-1.1%，房地产投资增速为-5%。其中有两个分项增长良好，一项是企业支出增速达4.2%，另一

项是政府支出增长2.9%。迄今为止，消费税调整对增长的冲击基本被消化完毕。

**2014年日本的通胀表现先扬后抑，前期取得的成果开始回吐。**在日本能源结构调整、日元大幅贬值、消费税上调三重因素的共同作用下，日本的通胀水平在上半年表现强劲，一度达到3.3%的水平。但是下半年呈现出持续回落的态势，预计全年的通胀水平（不含食品）为2.6%。但是金融市场普遍预期，日本通胀水平将会进入一个快速回落趋势，在2015年二季度将重新跌至0.9%的水平，笔者对过去一段时间日本通胀的改善一直存在担忧，毕竟三个主要激发因素均不具有长期可持续的特征。

**2014年日本央行的主题就是扩大量化宽松。**回顾2014年货币政策决议，主要举措就是宣布扩大宽松货币政策，将每年基础货币购买规模扩大至每年80万亿日元。为了刺激银行信贷，日本央行还推出了一个专项贷款激励计划，最近又把银行贷款激励机制延长1年，并扩大规模至10万亿日元。尽管如此，通胀好转仅仅是昙花一现，日本央行不得不将2015年通胀预期从此前的1.7%下调至1.0%。日元汇率已经从当前的76跌至117，2015年可能继续大幅贬值，市场预期将进入一个超级日元贬值周期。

## （二）日本经济金融评论：安倍经济学年终盘点

自2012年12月安倍晋三执政后，便正式向市场公布了“三支箭”的一揽子经济政策。这三支箭分别是：大胆而宽松的货币政策，积极而灵活的财政政策，以及旨在刺激私人部门投资的经济增长战略，努力达成3%的GDP增长目标。安倍经济学的这“三支箭”从宏观（货币和财政政策）到微观（经济增长战略）相辅相成，试图帮助日本走出经济增长停滞和通缩的长期困境，并解决其日益严重的政府债务问题。至今，安倍经济学已经实施了两年整，而随着安倍获得连任，这“三支箭”未来依然不会熄火。

先看看“第一支箭”。2013年黑田东彦执掌日本央行，开始实施超宽松货币政策，通过压低利率、转持高风险资产和推高通胀预期来影响经济。他计划在两年内使基础货币倍增，大幅度增加货币供给以达到2%的通胀目标。2014年底日本央行进一步加大了量化宽松力度，强化了以下几个着力点：（1）将年度基础货币投放量在70万亿的基础上增加至80万亿日元。（2）买入高达80万亿日元的日本政府债券，以配合政策的财政扩张计划。（3）将日本央行所持有国债的年限由最长的7年延长至7-10年。（4）央行进一步增持风险资产，将持有的股票投资信托（ETF）年

度增加额度提高至 3 万亿日元，同时将不动产投资信托（REIT）的年度购买额增加到 900 亿日元。尽管如此，我们尚未看到根本性的政策成果。

再看看“第二支箭”。2013 年以来，安倍政府通过了一系列扩充预算的政策，将海啸和地震灾后重建预算从之前的 19 万亿日元扩大至 25 万亿日元，并加快指向未来的“战略性基础设施”建设，极大地拉动了建筑业及建材行业。此外，全球最大的养老基金——日本政府养老投资基金 GPIF 已经开始将其投资国内股票的比例提升至 25%。对于这个政策的评价，应该说除了日本股市大幅上涨之外，在经济增长方面未能看到更多积极效果，如果私人部门不能积极跟进，仅仅靠政府之力很难给经济带来持续动力。

笔者最为看重的是安倍经济学的“第三支箭”——以结构性改革为内容的经济增长战略，因为这是在试图把宏观调控重点从需求侧管理向供给侧管理转移，这切中了近年经济学思想对于凯恩斯主义和货币主义的反思和升华。安倍的增长战略最引人注目的内容包含三个计划。其一，日本产业再生计划：三年内把企业设备投资增加 10%，2020 年以前将盈利中小企业数量扩大一倍至 140 万家，10 年内吸引 12 万亿日元民间资本参与 PPP 基础设施建设项目，将 20 至 64 岁人口就业率提升 80% 以上，五年内将技术创新表现排名提升至世界第一位，将世界银行发布的商业环境排名提升至世界第三。其二，战略市场创建计划：2020 年以前，将健康体检率提升至 80%，将健康产业市场规模由 4 万亿扩大至 10 万亿，将医药及医疗设备产业规模由 12 万亿扩大至 16 万亿，将能源自给自足规模由 8 万亿提升至 26 万亿，扩大粮食及食品出口扩大至 1 万亿。其三，国际竞争计划：2018 年前将融入自贸区的比例由目前的 19% 提升至 70%，吸收 FDI 的额度翻一番，将基础设施出口由目前的 10 万亿提升至 30 万亿。而 TPP 是实现这些战略目标的重要工具。已经进入 2015 年，上述战略计划也在落实推进之中，由于这些政策效果具有“慢性”特征，虽不能立竿见影，可一旦取得进展，将会给经济增长带来实实在在的内生动力。

## 系列四十三：非洲人民币离岸市场发展现状<sup>1</sup>

编者按：

人民币国际化是中国人民大学国际货币研究所(IMI)的重点研究领域。自2012年研究所首次发布《人民币国际化报告2012》并首创人民币国际化指数(RII)以来,已经连续三年编写并发布《人民币国际化报告》。尽管时间不长,报告因其独立性、客观性和决策参考性,得到了社会各界尤其是政策部门的高度关注。同时报告还被译成英文和日文同步发布,在国内外理论与实务界均产生较大影响。《人民币国际化报告2014》主题为人民币离岸市场建设与发展,报告通过深入研究离岸市场促进货币国际化的内在逻辑,重点分析了离岸市场建设与发展对现阶段人民币国际化的意义和影响。结合当前人民币离岸市场发展形势,讨论了资本账户尚未完全开放下推进人民币国际化的现实路径,以及人民币离岸市场的合理布局。《IMI研究动态》将连续刊登《人民币国际化报告2014》节选系列文章,以飨读者。

本文节选自《人民币国际化报告2014》第五章。

### 一、跨境贸易人民币结算规模持续增长

自2009年以来,中国一直保持非洲最大贸易伙伴地位,持续增长的中非贸易额正带动人民币跨境贸易结算业务在非洲发展壮大。中非贸易额从2000年的100亿美元左右发展到2012年的近2000亿美元(图1),比上一年增长19%。

中国在非洲的贸易总额占比从2000年的3.8%增加到2012年18.1%。中国对非各类投资累计超过400亿美元,其中直接投资147亿美元(图2)。在非落户中国企业超过2000家,涉及农业、电信、能源、加工制造等诸多领域。根据渣打银行的报告,2012年中非人民币跨境贸易结算额为57亿美元。截至2013年1月,中非贸易中采用人民币结算的非洲国家已达18个,而2010年仅为5个。

到2015年,中非贸易往来的金额将预计达到1000亿美元的水平,其中40%将实现人民币直接结算,至少100亿美元的对非投资也将用人民币计算。届时,人民币有望取代美元成为中非贸易的主要结算货币。

<sup>1</sup> 整理人：中国人民大学国际货币研究所副研究员赵雪情、中国人民大学国际货币研究所科研专员安然



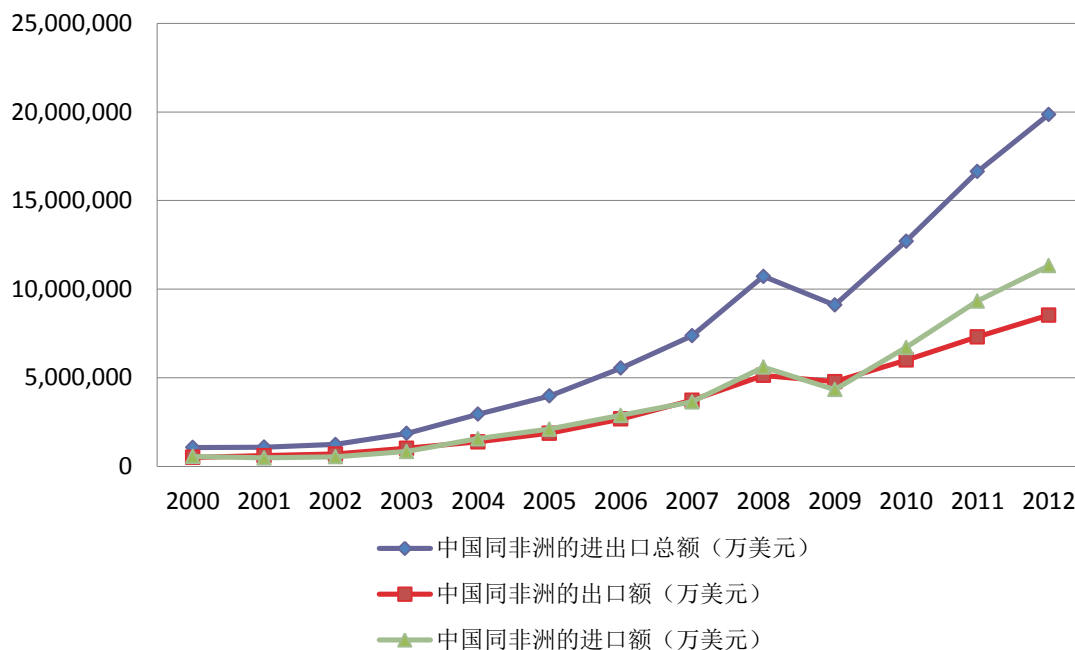


图 1 中国同非洲进出口贸易额

数据来源: 国家统计局

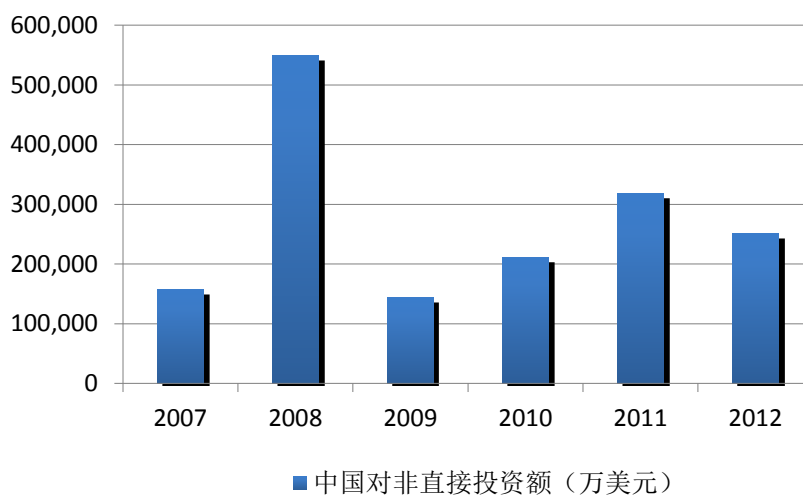


图 2 中国对非洲直接投资净额

数据来源: 国家统计局

中国银行、南非标准银行、渣打银行均在非洲推出了人民币贸易结算业务。2010 年 1 月中国银行率先在南非成功办理了非洲地区首笔跨境贸易人民币业务，

进行了非洲地区首笔对华人民币贸易融资贷款业务，迈出了非洲地区人民币区域化的第一步。该行人民币清算业务已覆盖南非、尼日利亚、毛里求斯、乌干达、肯尼亚、坦桑尼亚、刚果（金）、加纳、博茨瓦纳、纳米比亚、赤道几内亚、津巴布韦、埃塞俄比亚等非洲主要国家的 20 多家主流银行，成为非洲人民币清算的主渠道；仅 2011 年上半年，经南非标准银行进行的人民币贸易结算额已经超过 5 亿元；渣打银行在非洲已有 150 多年的历史，营业网点分布在非洲的 40 多个国家，在 40 个国家都可以开设人民币账户以及收取、发放人民币的信用证，其通过供应链融资，巧妙地解决了中国在非企业融资难的问题。

对于中国的非洲贸易伙伴来说，用人民币结算不仅可以规避中非双方交易期间汇率的波动风险，同时可以分享人民币升值带来的收益。而对中国出口商来说，使用人民币结算有利于规避美元汇率波动带来的风险，减少汇兑损失。而且使用人民币结算不存在核销环节，资金不进入待核查账户，有利于出口企业提高资金的使用效率，这同时为企业的跨境投融资提供了成本更低、更便利的渠道选择。

然而，人民币跨境贸易结算在非洲的使用范围有限。一方面，当前非洲的绝大部分国家还处于与中国贸易逆差的状态，非洲银行业使用人民币的意愿并不很强烈，非洲 80% 的银行都在使用美元进行贸易结算。另一方面，人民币绝大部分是在中国与非洲国家的单一贸易时使用，在非洲国家之间的经济共同体内并不能完全流动起来，这进一步抑制了非洲国家使用人民币进行贸易结算的意愿。

## 二、人民币现钞业务需求与日俱增

在人民币结算和清算业务的带动下，非洲部分中资银行开始办理人民币现钞业务。中国银行约堡分行于 2013 年 4 月将 500 万人民币现金运抵毛里求斯国家银行，使该行成为毛里求斯第一家拥有人民币现钞服务的金融机构。2011 年 8 月中国银行在赞比亚首都卢萨卡正式推出人民币现钞业务，成为首家在非洲推出现钞业务的商业银行。中国银行约堡分行在赞比亚累计买卖人民币现钞超过 1600 万元。目前，中国银行约堡分行已开始为南非金融市场提供人民币现钞批发业务，可以看出非洲大陆官方和民间对人民币的需求与日俱增。

## 三、人民币成为非洲国家外汇储备货币的新选择



依托稳定的币值和中国良好的经济发展前景，人民币越来越成为非洲地区国家多元化储备、分散风险的新选择，其中南非、尼日利亚、安哥拉、坦桑尼亚和肯尼亚等国中央银行已将人民币纳入外汇储备。

自 2012 年 8 月起，尼日利亚和坦桑尼亚将人民币列为储备货币地位，并通过国家开发银行购买了总价值 5 亿美元的 3 年期国债，标志着人民币在非洲国际储备货币地位的崛起。目前，坦桑尼亚的外汇储备约有 38 亿美元，尼日利亚的外汇储备约为 364 亿美元，并已经成为非洲重量级的中国国债买家。2013 年 3 月，南非央行与中国人民银行签署协议，确定投资中国银行间债券市场额度为 90 亿人民币。尼日利亚央行 2014 年 2 月宣布将人民币储备份额由 2% 提升至 7%，增持约 130 亿元人民币。未来会有更多的非洲国家实行外汇储备多元化战略，将人民币作为外汇储备货币之一。

## 系列四十四：稳定的政治局面和持续的经济发展为人民币离岸市场提供发展新机遇<sup>1</sup>

编者按：

人民币国际化是中国人民大学国际货币研究所(IMI)的重点研究领域。自2012年研究所首次发布《人民币国际化报告2012》并首创人民币国际化指数(RII)以来,已经连续三年编写并发布《人民币国际化报告》。尽管时间不长,报告因其独立性、客观性和决策参考性,得到了社会各界尤其是政策部门的高度关注。同时报告还被译成英文和日文同步发布,在国内外理论与实务界均产生较大影响。《人民币国际化报告2014》主题为人民币离岸市场建设与发展,报告通过深入研究离岸市场促进货币国际化的内在逻辑,重点分析了离岸市场建设与发展对现阶段人民币国际化的意义和影响。结合当前人民币离岸市场发展形势,讨论了资本账户尚未完全开放下推进人民币国际化的现实路径,以及人民币离岸市场的合理布局。《IMI研究动态》将连续刊登《人民币国际化报告2014》节选系列文章,以飨读者。

本文节选自《人民币国际化报告2014》第五章。

中国稳定的政局和高速发展的经济对于资本有着天然的吸引力。我国国内的政治局势一直非常稳定,国际地位也得到了很大的提高。尤其是在近年来经历了西方金融危机考验之后,中国宏观经济基本面依然比较健康,并成功地将通货膨胀控制在基本可接受的范围内。这些都极大的增强了世界投资者对人民币的信心,为离岸金融中心的发展提供了坚实的基础。

在全球经济一体化的背景下,中国经济加速与国际经济融合,并正在步入“引进来”和“走出去”并举的相互促进的对外开放新阶段。作为经济全球化和金融自由化重要产物的离岸业务显然要在这一进程中发挥更为重要的作用。对外开放以来,中国利用外资金额与年俱增。2013年,我国吸收从2月份起连续11个月单月吸收外资保持正增长,呈现稳定的发展态势。全年实际使用外资金额1175.86亿美元,同比增长5.25%。从目前情况来看,中国仍然是一个资本稀缺的国家,吸收外资仍是相当长一段时间内中国的一项重要政策。

---

<sup>1</sup>整理人：中国人民大学国际货币研究所副研究员赵雪情、中国人民大学国际货币研究所科研专员安然



随着中国经济影响力的与日俱增，总部经济也得到了长足的发展。越来越多的跨国公司把大中华区，甚至亚太区的管理总部(包括财务中心、研发中心、投资中心等)搬迁到中国，目前世界 500 强跨国公司基本在国内都设有地区总部。由于跨国公司地区总部通常统一管理区域内境内外公司的资金，因此在目前境内存在外汇管制的情况下就存在着通过离岸业务的形式来集中管理境内外外汇资金的需要。

随着跨国公司地区总部资金管理职能的不断深化，相应的跨境集团账户、现金管理、投融资、避险保值等离岸金融需求将进一步发展。以中国内地为实际投资目的地的离岸金融资源属于能够而且应该被我国利用的重要国际战略资源。开放更多的境内金融机构开办跨境金融业务，在形式上是居民开办非居民业务，实质上是一国如何利用非居民资源的问题。被吸引到中国的境外资金和为国内所有但通过各种方式游离于国外的资金，没有理由不纳入我国金融机构服务范围，否则是对稀缺资源的浪费。我们应该允许更多的境内金融机构特别是中资机构开办离岸业务，鼓励离岸金融创新，利用这些国际金融资源为我国经济增长服务。

同时，中国海外投资的步伐逐渐加快，预计在未来数十年内中国将成为资本输出大国。近年来中国政府加快了以海外投资为核心内容的“走出去”经济战略的实施步伐，大力推动中国企业进行海外投资，国内中资企业集团在全球经济一体化的趋势下，走出国门、走向海外发展的需求日益增长。从中国对外投资的流向看，海外投资对象国逐步增多，投资企业分布全球 150 多个国家和地区。从投资行业看，涉足领域不断扩大。从过去较少的行业发展到涵盖制造业、交通运输业、商业服务业、采矿业等。另外，中国企业对外直接投资也由投资办厂方式向跨国并购方式扩展，无疑为中国建设和发展离岸金融中心提供了契机。

另一方面，中国经济快速发展，进一步加强国际经济商贸合作，自贸区建设发展迅速，为人民币国际化及人民币离岸市场建设提供了重要发展机遇。自贸区从无到有、从少到多、从周边国家到全球多点分布，目前正与五大洲的 31 个国家和地区建设 18 个自贸区，其中，已签署自贸协定 12 个，涉及 20 个国家和地区，分别是中国与东盟、新加坡、巴基斯坦、新西兰、智利、秘鲁、哥斯达黎加、冰岛和瑞士的自贸协定，内地与香港、澳门的更紧密经贸关系安排（CEPA），以

及大陆与台湾的海峡两岸经济合作框架协议（ECFA）<sup>1</sup>；正在谈判的自贸协定 6 个，涉及 22 个国家，分别是中国与韩国、海湾合作委员会（GCC）、澳大利亚和挪威的自贸谈判，以及中日韩自贸区和《区域全面经济伙伴关系》（RCEP）协定谈判。自贸区建设从金融市场上，提供了人民币国际化的新动力，将人民币国际化推向新的高度，也为人民币离岸市场打造了新平台和新渠

---

<sup>1</sup> 除了与冰岛和瑞士的自贸协定还未生效外，其余均已实施。



## 《新资本论》

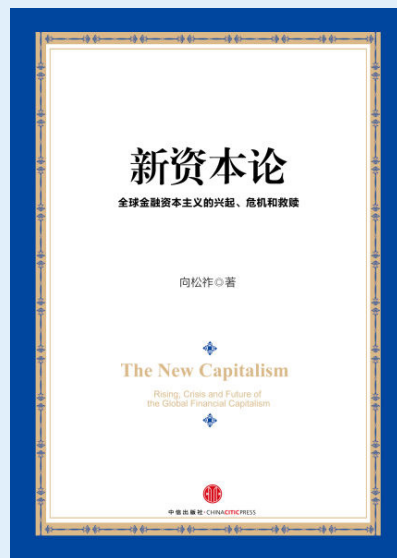
自1971年布雷顿森林体系崩溃以来的40多年，全球经济体系的内在结构终于从量变实现突变。以全球性货币金融市场、全球流动性金融资产、全球范围内虚拟经济与真实经济相背离为显著特征的全球金融资本主义，已经成为支配整个人类社会的经济体系。人类经济已经进入全球金融资本主义新时代。

现在流行的传统教科书经济理论仍是产业资本主义时代的经济理论，相信产业资本居主导地位，决定经济体系价格体系和分配制度，相信实体经济支配虚拟经济。然而，金融资本主义时代，上述一切皆颠倒过来。虚拟经济支配实体经济，货币金融决定实体经济的价格体系和分配体系；大宗商品价格被完全金融化，与实体经济供需脱节；企业不再追求利润最大化，而是市值最大化。

这就是2008年金融海啸过去多年之后仍无解的原因。为什么世界各国采取了所能够采取的一切宏观经济政策，经济复苏却依然疲弱乏力？为什么量化宽松不断增加货币供应量和全球流动性，真实经济的信用供给和需求依然萎靡不振？为什么购买力平价理论和利率平价理论几乎完全失效？

越来越多的经济学家和政治决策者终于开始警醒过来，他们习以为常的理论模型和思维方式已经过时。全球金融资本主义经济体系正以排山倒海、雷霆万钧之力，猛烈冲击着封闭经济模型和旧的思维方式。如果不站到全球产业分工体系、全球商品服务市场、全球货币金融市场体系的新视角和新高度，我们就完全无法理解当今人类经济体系所面临的根本性难题，更无法找到改革全球经济治理、实现全球经济持久复苏的正确方略。

而这正是《新资本论》的出发点。作者向松祚在多年研究的基础上，全面分析了全球金融资本主义的起源和历史，论述了如何解决国家主权与宏观经济政策独立的矛盾，并探讨了全球金融资本主义未来的救赎之策以及中国战略。全书分为“全球金融资本主义的兴起、危机、救赎”三卷，视野宏观，气势磅礴，是一部既具有学术价值，又有现实指导意义的重磅经济学作品。



### 作者简介：

向松祚，著名经济学家，国际金融战略专家，中国人民大学财政金融学院教授，国际货币研究所理事兼副所长，中国农业银行首席经济学家，美国约翰·霍普金斯大学应用经济研究所高级顾问，货币金融机构官方论坛(OMFIF)顾问委员会副主席，CCTV和多家国内外电视台特约财经评论员。先后就学于华中科技大学、中国人民大学、英国剑桥大学和美国哥伦比亚大学。曾经任职中国人民银行和多家企业。

主要学术著作包括：《争夺制高点——全球大变局下的中国金融战略》、《伯南克的货币理论和政策哲学》、《汇率危局——全球流动性过剩的根源和后果》、《不要玩弄汇率——一位旁观者的抗议》、《张五常经济学》、《五常思想》(主编)、《蒙代尔经济学文集》(6卷，译著)、《欧元的故事》(译著)等。



刊 名：IMI 研究动态

刊 期：周 刊

主 编：曹 彤

主办单位：中国人民大学国际货币研究所

出版单位：《IMI 研究动态》编辑部

北京市海淀区中关村大街 59 号  
文化大厦 605 室，100872

电 话：86-10-62516755

邮 箱：imi@ruc.edu.cn

设计承印：翰风广告

IMI RESEARCH INFORMATION

Weekly

CAO Tong

International Monetary Institute of RUC

Department of IMI research information

Address: Room 605, Culture Square, Renmin University of  
China, No. 59 Zhongguancun Street, Haidian District,  
Beijing 100872, P.R. China

Tel: 86-10-62516755

E-mail: imi@ruc.edu.cn

Hanfeng Advertisement

内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载

本期责编：宋科 安然 魏谕书

刊发日期：2015 年 3 月 16 日



微博·Weibo



微信·WeChat