

# 中国经济将在三个维度发生质变

■ 工银国际研究部主管、首席经济学家 程实 钱智俊



以十九大为起点,2018年中国经济将步入新时代,并有望在三个维度实现质变。第一,周期演进将具备新韧性。依靠供给侧改革红利释放、系统性风险消解和政策工具效能提升,中国经济将在2018年完成周期筑底,加快新旧动能转换。

第二,改革开放将挺进新纵深。国企混改、金融市场开放和区域协同联动有望实现关键突破,推动全要素生产率的持续抬升,培育中国经济的超长周期反弹潜力。

第三,全球治理将创造新机遇。2018年,立足于全球复苏“换挡提速”的有利环境,中国有望通过积极参与全球治理,由外及内地支持改革开放深化,把握综合国力崛起的历史机遇。展望新时代,中国经济增长韧性强劲、政策空间充裕、比较优势显著,国企改革、消费升级、“一带一路”、新经济等结构性投资机会依然值得期待,因此我们对中国经济继续持有谨慎乐观的前瞻判断。

## 周期演进呈现新韧性

2018年,中国经济周期将继续演进,“减速增质”步入白热化阶段。在此状态下,中国经济的长周期筑底将成为年度主题,“新韧性”有望成为阶段主角。本轮金融危机构以来,中国经济的传统韧性主要依靠需求侧刺激、加大要素投入实现,因此仅是外部政策的暂时托底,而非内生增长的根本筑底。2018年,三大支柱将共同构建中国经济的“新韧性”,进而实现真正的长周期筑底和新旧动能转换:

**第一,供给侧改革红利渐次释放。**经过2016—2017年的连续攻坚,“三去一降一补”、政府“放管服”等供给侧改革成效正在显现。从生产效率看,2017年前三季度,中国工业产能利用率升至76.6%,同比增长3.5个百分点,同期工业企业主营业务收入利润率同比上升0.51个百分点。

这表明,通过清理“僵尸企业”、简政放权和削减税费,中国实体经济的生产效率和盈利能力得到大幅修复。从利润分布看,2017年前三季度,中国市场的制造业上市公司净利润占所有上市公司净利润比重均为25.8%,较去年上升3.53个百分点,而金融保险业上市公司的净利润占比则相应下滑3.07个百分点。

并且,制造业、批发零售业上市公司的净利润同比增速分别高达47.28%和46.41%,远高于金融保险业上市公司的6.29%。由此可知,金融体系让利实体经济的趋势不断强化,中产崛起驱动下的消费升级和制造业高端化发展动力强劲,有望进一步打开产业升级空

间、培育新经济增长点。

**第二,系统性风险逐步消解。**内部层面,在金融“去杠杆+严监管”的持续作用下,系统性金融风险已经在多个层面得到有效抑制。2017年1—10月,委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票的总增量震荡下行,存量之和占社融规模的比重渐次萎缩,表明中国影子银行规模增长放缓,资金链条的过度扩张得到遏制。

同期,非银金融机构的贷款累计减少3075亿人民币,累积降幅波动上升,表明资金脱虚向实成为趋势,金融空转现象明显减弱。外部层面,随着人民币汇率在双向波动中步入长期稳定轨道,汇率骤贬冲击国家金融安全的威胁渐行渐远。得益于预期管理机制和逆周期因子的引入,人民币企稳预期成为市场共识,资本外流压力衰退,推动中国外汇储备连续9个月反弹。

此外,今年10月中国无评级美元债的发行利率创下亚洲新低,国际评级机构对中国主权信用的评级偏误由此被证伪。综合而言,当前内外部风险局势稳步向好,不仅将巩固中国经济的内外部均衡,也将为新时代的中国经济“质变”提供更加充裕的政策空间。

**第三,政策工具效能提升。**除了改革红利与风险管理,为稳定中国经济长周期筑底进程,需求侧管理的老办法依然必要。新时代下,老办法正在遵循新思路,焕发出更高效的政策影响。一方面,以系统性搭配解决总量问题。

2018年,财政政策和货币政策将不局限于“稳增长”的单一目标,而是更加重视治理各类发展陷阱。

通过提升社会保障、改善民生和促进分配公平,抑制两极分化和阶层固化,更深入地激活国内需求和经济活力,同时也进一步夯实社

会安全网,为深化改革开放所引致的摩擦性成本提供缓冲垫。

另一方面,以精准化工具解决结构问题。凭借定向降准、公开市场操作、精准扶贫等创新工具,2018年的财政、货币政策有望进一步凸显精准化趋势,着力优化市场流动性、产业发展、区域发展的结构布局,加大对重点领域和薄弱环节的政策支持,并避免“大水漫灌”以致的系统性风险。

## 改革开放挺进新纵深

2018年,立足于“新韧性”的坚实基础,中国经济的改革开放将从三个层面出发,向新的纵深挺进。国企混改、金融市场开放和区域协同联动将成为重中之重,有望实现全要素生产率的持续提升和正向溢出,为中国经济的超长周期反弹培育潜力和空间。

**首先,改革深度突破。**2018年,国企混改的落地将处于改革全局的中心位置,有望开启提速攻坚战模式。从可行性看,得益于2017年中国经济的超预期反弹,国企盈能力和财政状况大幅改善,叠加社会安全网的相对稳固,有能力冲破利益藩篱、处置历史遗留负担,适宜的改革机遇不容错过。

从迫切性看,淘汰过剩产能的深化空间有限,下一阶段唯有推动国企混改的实质性突破,重塑微观激励机制,才能从根本上提升传统经济的供给效率,稳定持续地降低企业杠杆水平和债务风险。并且,由于国有企业主要聚集于产业链中上游,因此国企混改的推进,亦将纾解要素市场和产业链条的结构性扭曲,为下游新经济的发展松绑减负。

我们认为,以十九大为新起点,2018年国企混改有望加速落地并初见成效,一批标杆性

改革案例将大概率出现,并为后续改革提供可复制的经验范式。

**其次,开放纵向拓宽。**根据央行报告,2018年,中国资本项目开放将步入第三阶段,侧重完成长期安排,以加强金融市场建设为支柱,先开放流入后开放流出。在这一节点,中国适时放宽金融领域外资持股限制,正是如期迈出了开拓而关键的一步。对外而言,此举有望加速中国金融业与国际体系接轨,推动中国金融机构的综合化经营和国际化发展,通过“引进来”,最终实现中国金融“走出去”。

对内而言,引入优质的外部投资者,有助于打破金融改革的利益藩篱,提高中国金融机构和资本市场的治理水平与运营效率,优化金融体系引领改革开放、服务实体经济的资源配置作用。中国金融市场发展水平的提升,配合人民币汇率形成机制的完善,将为人民币资本项目开放的有序推进奠定基础。

**最后,区域协同联动。**2018年,区域政策将成为改革开放的放大器和传导链,增强中国经济增长的包容性和平衡性。以长江经济带为一体、京津冀与粤港澳为两翼的区域发展骨架将逐步完善,发挥区域协同联动效应。

一方面,打破行政区划的束缚,助力新兴业态的自然发展;另一方面,发挥沿海地区对内陆腹地的辐射作用,强化与邻国的次区域合作,提高中国经济的整体开放进程。2018年,这一战略举措有望加快兑现改革开放的政策红利,带动增长极西行和扩散,并与各地区新经济发展形成共振,尤其是粤港澳、云贵川等区域的增长动力有望出现显著的边际提升。

## 全球治理创造新机遇

2018年,全球复苏的“换挡提速”强劲而又危险,全球治理公共品的国际需求趋于扩张。中国有希望顺势而为,进一步从全球治理的“跟随者”转变为“引领者”。在积极推动治理体系变革、提供国际公共品的同时,主动优化中国经济的外部环境,为综合国力的长期崛起赢得历史机遇。我们认为,2018年,三大机遇有望由外及内地支持改革开放深化:

**其一,石油人民币体系。**2018年,财政、债务、汇率等多重风险将交汇于主要石油出口国。重压之下,沙特、巴西等国有望效仿委内瑞拉的先例,加速石油贸易“去美元化”进程。由此,石油人民币体系将迎来质变机遇,以石油计价结算产生的庞大货币需求,实现人民币国际化的跨越式发展,扭转人民币结算与计价、储备相背离的跛足局面。

**其二,“一带一路”建设。**2018年,随着全

球多元化涨潮趋于强劲,“一带一路”沿线新兴市场蕴含的发展机会,将匹配中国对外资本输出的投资需求,倍增国际产能合作和区域一体化的内生动力。随着沿线经济政策从需求侧转向供给侧,区域供给侧改革的迫切需求,将匹配中国供给侧结构性改革的先行优势。互联互通有望持续深化,以优化沿线区域的要素配置,政策协同有望渐次增强,以承接全要素生产率提升的正向溢出。因此,2018年“一带一路”建设有望加速推进,并为人民币国际化和资本市场双向开放提供有力支撑。

**其三,中美新型大国关系。**短期来看,民粹势力驱动的“美国优先”政策将加剧中美贸易摩擦。但是长期来看,受制于双方“大而不能倒”的相互依存性,务实重利的特朗普政府有望化贸易压力为合作动力,突破往届政府的政策桎梏,拓展两国经贸再平衡的新空间。2018年,以中美全面经济对话为机制基础,以中美制造业合作基金、美国液化天然气开发等项目为发力点,中美BIT协议、高新技术合作等核心问题有望取得制度性突破,进而从外部助推中国经济的转型升级。

## 2018,中国经济步入新时代

2018年,中国经济将在新时代迎来质变:周期演进具备新韧性,改革开放挺进新纵深,全球治理创造新机遇。以此为基础,2018年中国经济的增长重心将呈现三重换挡:第一,从需求侧转向供给侧,供给侧改革的政策红利有望渐次释放,并通过国企混改和国际产能合作持续增强;第二,从要素驱动转向创新驱动,中产崛起和消费升级支撑的新经济将成为增长新引擎;第三,从总量增速转向民生福利,经济增长效果更加侧重补足民生短板、促进分配公平和提升社会保障。

基于上述分析,我们判断,2018年中国经济将进行长周期筑底,经济增长有望保持稳健。经济增长率预计为6.9%,通胀率预估值为2.2%。2018年,中国供给侧改革将稳步推进,取代需求侧管理成为支撑经济增长的主要政策工具。积极的财政政策有望适时精准发力,而稳健中性的货币政策则将长期延续,保持“短期不松、长期不紧”的特征。宏观审慎监管将维持强势,金融领域“严监管+去杠杆”的政策基调不会放松,坚守不发生系统性风险的底线。展望新时代,中国经济增长韧性强劲、政策空间充裕、比较优势显著,国企改革、消费升级、“一带一路”、新经济等结构性投资机会值得期待,因此我们对中国经济继续持有谨慎乐观的前瞻判断。

# 经济学偏离现实的理由

■ 戴维德·奥莱尔

物物交换的体系,货币、债务并不起主要作用。但是世界的金融危机恰好就是这些要素所导致的。许多国家的央行对于金融危机无法预测的原因之一,就因为在经济模式中没有将银行包含在内。

比如,在经济模式中即使把货币考虑进去,也只不过将其看作“金融摩擦”这样的负面问题。现今世界金融体系极为复杂地交错在一起,在某处引发危机的话,就有立即波及整个世界之虞,这一现实却并未被切实地把握。使用传统经济学模式对未来进行预测,就仿佛不考虑水的因素来进行天气预报。

即便与经济学无缘的人,可能对此也会感到不可思。但是,从经济学史来考虑,也是与其理论相恰合的。

经济学之父亚当·斯密就认为,由于市场机制这个“看不见的手”,把财货、服务的价格反映为“本质的价值”,因此货币的存在在这一本质上被排除在外了。密尔在1848年的著述《经济学原理》中也断言:“在经济社会中,没有比货币这样更不足取的了。”

20世纪的经济学的经典文献、保罗·萨缪尔森的《经济学》也论述道:“从交换中,把货币这种暧昧的要素去除,还其原来本质面目的话,个人或者国家间的贸易基本上就是物物交换而已。”

50年代的经济学家们认为,根据“看不见的手”这一定律,证明了物物交换经济带来了最合理的均衡。但是这还有诸多的条件。60年代的市场论者们主张,金融市场是具有自我修正功能的某种均衡体系。使用的是期权(原注:对某资产将来特定价格的买卖权利)价格的决定方式。而这就与金融衍生品(derivative financial instruments)的爆炸性增长密切相关。

现在的经济学家则运用所谓的宏观(Macro)经济模式对世界经济进行“天气预报”。而这里面仍然无视货币、债务之类的金融衍生品或对其过小评价。

但是,根据金融工程学专家保罗·威莫特(Paul·Wilmott)推算,2010年世界的金融衍生品总额已经超过1200兆美元。在经济中占有如此庞大位置的存在被忽视,对于试图将整体经济模式化的经济学家,也许令人感到诧

实际上,经济学和气象学

的共通点很多。前FRB主席本·伯南克在2009年说:“和天气预报一样,在经济预测中,我们不得不面对一个庞杂的系统,然而我们所具有的数据和对数据的读取却相去甚远。”

在某种经济学理论中,货币不啻不足道,甚至认为其大部分都不值得存在。

最奇妙之处在于,也许现代资本主义经济中,流通货币几乎全部是以融资的形式由民间银行制造出来的。

比如,某银行发行住宅贷款时,这家银行不只是把存款资金汇集起来放出贷款,而是创出全新的基金(Fund),这就需要追加货币供给量(money supply)。即便这样在经济学中(直至最近连中央银行也)只把金融机构的角色仅视为仲介人。

根据在对90年代日本银行(日银)实施的金融政策、所谓“货币宽松政策(QE)”的表现进行考察的经济学者理查德·维纳(Richard Andreas Werner)认为:“把制造信用作为话题,在过去的半个世纪对于中央银行的经济学者们来说事实上始终是种忌讳。”而率先打破这一禁忌的就是英格兰银行。

该银行2014年发表的报告文件,就流通货币的绝大部分(在英国达到97%)是由民间

货币创造程序极其激烈动荡。它具有一种倾向,即经济景气时急遽增加,经济不景气时大幅退潮。如英格兰银行报告书中披露,它是“瞬间发生而无连续性”的波动。正因为如此,这一程序就很难编入经济模式。

创造出来的货币,多的话就流向不动产等投机性投资,为此这有可能不反映在通货膨胀率上。经济危机无法预测,这种“看不见的”货币的存在就是原因之一。ECB(欧洲央行)的副总裁比特·康斯坦西奥(Vitor·Constancio)在今年5月发表的讲演中说:“宏观经济学的普遍模式中,没有金融部门位置。金融部门不被视为对实体经济产生影响的部门……忽视了银行在自己资本比例范围内,创造出并不存在的货币并进行贷款的事实。”

说的实事就是,在金融危机10年后的今天,中央银行终于得到承认。但无法进行危机预测的原因,就在于无视了货币如何被创造和如何被投放的这一经济模式的问题。

中央银行日益认识到缺乏对通货膨胀充分加以把握的模式。这种“缺乏”是当然的,因为货币模式本身就不完善。“几等于零利息的贷款”政策,并未达到促使物价增长的初衷,反而使增加了资产部门的泡沫、民间部门的负债,这正带来世界性的扩展。

为什么会出现这种状况?有个理由(一种逆向论)认为经济学家“精通”金融行业,受雇于金融机关当顾问,和金融机关成为了合作伙伴。

“就‘金融管制’正式发表观点时,经济学家几乎都因为金钱的关系,缄口不提。”2012年剑桥大学经济学会报发表的研究报告就提出这样的指责,认为:“几乎没有对于迫近的金融危机发出警告的主流经济学家,大概正是他们和金融行业有着利害关系。”以气象预报为例,这就像有碍于赞助者的意图而不发出暴雨的警报。

但还有另一理由。即既存的主流经济模式中,没有将金融部门追加进去这一事实。主流经济模式为基础的架构中,经济主体是各自独立的合理的,他们的经济活动是实现物价安定或最合适的平衡状态的架构。但是货币本身,与合理性、安定性和效率等概念是根本不相容的。

的要素。

其实无须英格兰银行解释,货币的创造就是“瞬间发生而无连续性”的。货币和债务就是借款方和贷款方之间缠结一起而实现其功能的,衍生产品就是全球性金融系统错综复杂的块垒,因此它拥有独立性的构成要素。

货币与财货和以数字所形成的虚构的资产相结合,从这个意义上讲,它具有双重性质。所以,硬通货取得物质形式,却也可以由信用卡来取代。

## 经济学在接近物理学时

具有双重性的货币,对人的心理给予刺激性作用,更给经济在价格的根源上带来不确定性。家里财货的价值,只有卖掉才能知道值多少。

就是说,货币不连续的创造,频繁的流动,货币使用者错综复杂,带有双重性,价格的不确定——这不是和量子力学的世界很相似吗?

波尔(Niels Henrik David Bohr)投身于量子物理学的机缘,就在于观察到,量子的能量不守恒,所取得空间变动的状态值是不连续的。量子粒子一旦组合纠缠,这种状态即便处于远距离的分离状态仍然发生相互作用。波尔解释认为,电子等等同时具有粒子的性质和波动的性质。根据维纳·海森伯格(Werner Karl Heisenberg)的测不准原理,要同时正确测定一组位置和速度这样的物理量是不可能的。

与波尔同时代的英国经济学家凯恩斯在1926年这样写到:“我们在任何地方都面对着有机的统一、分离和不连续问题。全体并非各个部分的总和,不可能进行量的比较,些微的变化也会产生巨大的影响,均质的连续物体运动这样的概念是不充分的。”

这是就经济学而发的议论,但背景却有着对物理学发展的关注。凯恩斯与爱因斯坦有交往,他的著述《就业、利息以及货币通论》命名就源于爱因斯坦的“一般相对论”。

令人产生这样的遐想,如果1世纪前受到量子力学的启发,而不是模仿气象预报的模式,今天的经济学是不是会更好呢?……至少在经济预测发生失误时,可以有更具说服力的理由;经济预测比量子力学还难呢。

## 金融机关仅仅是中介人?

此外在经济学模式中,将经济视为巨大的