

转折与变局

中国经济金融大趋势

彭兴韵◎著



► 新技术革命造就经济大变局 ◀

全球金融新治理的中国方案
重塑全球货币资本新版图

转折与变局

中国经济金融大趋势

彭兴韵◎著

图书在版编目 (CIP) 数据

转折与变局 : 中国经济金融大趋势 / 彭兴韵著 . --

北京 : 中信出版社, 2017.3

ISBN 978-7-5086-7034-8

I. ① 转… II. ① 彭… III. ① 中国经济—研究 ② 金融—研究—中国 IV. ① F12 ② F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 284101 号

转折与变局——中国经济金融大趋势

著 者：彭兴韵

出版发行：中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

承 印 者：北京诚信伟业印刷有限公司

开 本：787mm×1092mm 1/16 印 张：23.25 字 数：275 千字

版 次：2017 年 3 月第 1 版 印 次：2017 年 3 月第 1 次印刷

广告经营许可证：京朝工商广字第 8087 号

书 号：ISBN 978-7-5086-7034-8

定 价：58.00 元

版权所有·侵权必究

如有印刷、装订问题，本公司负责调换。

服务热线：400-600-8099

投稿邮箱：author@citicpub.com

导 言 / 1

----- 上篇 | 实体经济视角 -----

第1章 转折：中国经济新常态 / 15

何为经济“常态”？ / 18

中国经济旧常态 / 19

中国经济迈入新常态的驱动因素 / 25

中国经济新常态之“新” / 30

小 结 / 33

第2章 侧重供给面的“供需结合”稳增长 / 35

“稳增长”的“度”是多少？ / 38

“稳增长”应更多关注就业 / 40

“稳增长”既需解“近忧”，又要有“远虑” / 42

侧重于总供给的“供需结合”政策 / 44

小 结 / 51

第3章 结构不合理，难有新常态 / 53

合理的“结构”是“稳增长”必需的微观基础 / 56

产业结构调整是基础 / 58

需求结构调整是关键 / 63

国民收入分配结构调整是民心所向 / 68

第4章 去库存与经济新均衡 / 73

经济新常态下高库存的特征 / 76

“稳增长”遭遇房地产高库存 / 78

房地产如何去库存? / 84

去库存中的房地产未来 / 89

第5章 新技术革命造就经济大变局 / 93

新一轮技术革命的两个基本特征 / 95

机器人生产造就无就业的经济增长 / 97

机器人生产对宏观经济政策的挑战 / 101

不同于过去以纯粹价格为指挥棒的市场经济 / 103

----- 中篇 | 国内金融与货币政策 -----

第6章 金融结构新趋势 / 109

扩大直接融资比重是适应中国金融新常态的要求 / 112

处理好股票与债券之间的关系 / 114

股票市场功能的转变 / 118

发展场外直接融资 / 121

直接融资新业态：互联网金融 / 126

第7章 化解金融风险的新途径 / 133

新常态下金融风险的主要特征 / 136

中国金融风险的趋势 / 138

降杠杆的途径 / 141

化解金融风险的基本机制 / 145

金融风险化解新机制：存款保险 / 149

金融风险监管全覆盖 / 161

第 8 章 **信用债券市场风险新生态** / 167

企业债券违约：信用的小船说翻就翻 / 170

刨根究底问违约 / 174

债券违约于经济何干？ / 176

信用债券的信用前景 / 179

如何促进企业债券市场健康发展 / 182

第 9 章 **货币调控新体系** / 191

货币政策新环境 / 193

货币政策新思路 / 196

货币政策新手段 / 202

货币调控新机制 / 213

第 10 章 **中央银行贷款新工具** / 217

再贷款在货币政策操作中的地位再次上升 / 220

央行再贷款操作创新及其功能的扩展 / 221

再贷款创新对货币政策传导的影响 / 226

专论信贷资产质押再贷款 / 229

----- 下篇 | 开放视角 -----

第 11 章 **人民币汇率新机制** / 239

放权于市场的汇率机制改革 / 242

机制调整的副产品：汇率水平的大变化 / 247

汇率水平调整于经济何干？ / 253

第12章 **中国外汇储备新走向** / 263

积累高额外汇储备的逻辑 / 265

外汇储备规模下降：新的趋势已然形成 / 270

灵活应对储备下降减少的流动性 / 277

第13章 **全球金融新治理的中国方案** / 283

人民币国际化：国际货币治理新机制 / 286

人民币入篮 SDR：国际货币治理机制的新里程 / 290

债券市场开放对参与全球治理的重要性 / 303

亚投行：中国引领国际金融新秩序 / 309

第14章 **中国国际资本流动新格局** / 313

中国国际资本流动原格局 / 316

中国国际资本流动新趋势 / 321

中国国际资本流动新趋势、新格局的影响 / 332

中国该如何顺应资本流动的新格局 / 339

第15章 **低油价重塑全球货币资本新版图** / 343

油价上涨与石油美元兴起 / 346

石油美元与国际资本流动 / 348

油价、石油美元流动与全球资本收益 / 356

油价下跌重塑全球资本新版图 / 358

后 记 / 361

参考文献 / 363

2014年5月习近平总书记在河南考察时，提出中国经济新常态的科学论断。这意味着，中国经济进入了新的转折与变局时期。2014年中央经济工作会议就以经济新常态为主题，从九个方面系统地阐述了中国经济新常态的特征。这为中国经济的研究者提出了全新的宏大课题。为此，我们确立了中国社会科学院创新项目“中国经济新常态与货币政策”。笔者过去两年里的研究，大多围绕这一主题展开，自2014年7月以来，笔者单独或与合作者一起公开发表了二十余篇关于经济新常态的研究成果。本书就是在这些成果的基础上按逻辑顺序重新组织而成，集中反映了我们对中国经济和金融正在发生的变革的看法。

全书共分上、中、下三篇。

上篇是从实体经济的角度来理解和阐述中国经济新常态中的转折与变局，由五章构成。

第1章“转折：中国经济新常态”，可以说是全书的总论，后面各章安排和内容，主要是基于本章的若干判断而展开更具体的论述。该章最早于2014年7月发表。我们注意到，这是国内较早系统阐述中国经济新常态的理论著述之一。应用历史比较方法，我们先判断了与现阶段的经济“新常态”相对应的“旧常态”的特征，并分析了中国经济转向新常态的驱动因素。我们特别指出了中国经济新

常态具有的四个方面重要特征：增长速度从高速增长向中高速增长换挡；增长的主要力量源于供给面的积极变化；增长与资源配置机制的市场化；宏观经济政策的新常态，将宏观政策的“稳”与微观政策的“活”有机地结合起来，从过去注重总需求面的刺激转向以供给面的持续性为主导。这决定了政府政策的重心在于，进一步全面深化改革和释放潜在的改革红利，通过改革激发市场活力、调整经济结构而实现有质量的、平衡的、资源环境代价最小化的“好”的增长。

第2章“侧重供给面的‘供需结合’稳增长”，是于2014年8月发表的“新常态下的稳增长政策”一文。我们特别提出：“新常态下应当实施侧重于供给面的‘供需结合’政策，即以供给面带动需求面的政策取向，可能是较理想的选择。供给面的稳增长政策，绝不是某种单一政策工具的使用，而是包括体制变革在内的系列措施的组合。”这一政策取向的要素包含四个方面，即：深化市场化的全面改革；切实推动创新驱动战略；提高劳动者素质；完善税收体系。虽然我们强调新常态下的稳增长应当侧重于供给面的改善，但并没有否定需求面的作用，因此是侧重于供给面的“供需结合”政策。我们提出的“侧重供给面的‘供需结合’稳增长”的主张，与供给侧结构性改革的精神是高度契合的。

稳增长要在结构调整中来完成，只有结构的动态调整与优化，才能实现经济的可持续增长。第3章“结构不合理，难有新常态”（于2014年11月发表），就是我们对中国经济新常态下的结构调整的思考。结构调整是中国供给侧改革的重要方面，涉及内容众多。本书从三个方面分析了新常态下的结构调整。第一，产业结构调整是经济新常态下结构调整的基础。我们强调，产业结构调整既需要有相应的利益补偿或社会保障机制，更需要有新产业的发展，产业结构调整应当内生于技术进步和需求结构转换之中；市场机制在调

整产业结构中发挥基础性作用，不能以长官意志来取代市场基于潜在需求、技术革新及其发展潮流对结构变动趋势的判断。第二，中国寻求新的总需求的内部平衡，其要义在于重建投资与消费、储蓄与投资之间的新关系。增加最终消费在经济总量均衡中的作用，是需求结构调整的必然要求。建立投资与消费之间的相对平衡关系，并非要以强调国内消费而完全否定投资的作用，只不过，要从过去那种强调投资“量”的增长，转变到强调“有效”投资的增长；从注重基础设施的投资转向充分重视更新改造和技术投资；从“为增长而投资”转向“为消费而投资、为民生而投资”。第三，在国民收入分配结构调整方面，当进一步完善按资本、劳动、技术和管理等要素的边际贡献参与分配的原则，初次分配与再分配相协调，在初次分配中更好地体现效率优先的原则，发挥初次分配的激励机制，在再分配中则更好地达到公平的目的，从而在国民收入分配结构中真正做到效率与公平兼顾，达到包容性发展、让更多老百姓充分享受经济发展成果的目的。我们还强调，经济结构调整也是利益的重新分配过程，调结构更需要重塑对地方官员的“激励相容”的政绩评价机制。

第4章“去库存与经济新均衡”，最先于2015年6月发表。非意愿存货的大幅增长导致了产能利用率低下，资本被闲置，在库存和资本设备利用率调整到合理水平之前，刺激投资的宏观经济政策实际上对（设备）投资发挥不了太大的作用。因此，降库存是让稳定增长发挥有效作用的重要条件；去库存，是经济寻求新均衡的过程。中国的库存又集中体现在房地产非意愿存货大幅增加，它直接拖累了房地产业的持续健康发展，也增加了经济下行的压力，土地财政捉襟见肘，金融风险上升。是故，房地产业的有效去库存化，对稳增长至关重要。房地产市场去库存化的途径多样，既有市场自身调节的主动去库存化，也有外生性的政策驱使的被动去库存化。

然而，不同的去库存方式对“稳增长”、对房地产开发企业的激励、对金融体系稳定的影响都截然不同，既需要着眼于短期，又需要立足于房地产业和中国城镇化的长远目标，立体化、综合化地选择和利用。我们特别强调，在经历住房制度改革集中释放存量需求之后，房地产市场将进入增量需求驱动的新时期。在此背景下，新型城镇化，促进不同层次的城市间平衡发展，有利于中国房地产业和总体经济的健康发展。中国一些地方官员似乎存在偏好“特大城市化”的心理魔结，其实是不利于房地产业的健康平衡发展的。

第5章“新技术革命造就经济大变局”是根据2015年10月26日发表的“迎接有计划的市场经济新时代”补充、完善而来。技术革命是生产力中最活跃的部分，它是导致经济常态更迭与变局的最基本力量。新技术革命对经济发展乃至经济学理论可能产生的影响和冲击，对研究者有着魔法般的引力。新一轮技术革命基于自动化、智能化的机器人生产，基于信息技术和大数据的生产。这决定了，现在的技术革命对经济的影响根本不同于过去的技术革命。我们判断，生产不再依赖于劳动力成本及工人的劳动熟练程度，这将造就无就业的经济增长新常态，将使现行基于劳动力市场的国际分工与国际贸易体系被颠覆；基于现代信息技术与大数据的生产组织方式，将使企业非意愿存货大幅下降，宏观经济将因此真正迈向“大缓和”时代。它正在埋葬政府无所不在的无效率的经济干预，经济体制将演变成为“有计划的市场经济”的新时代。当然，这仍然是基于技术革命的对未来经济的一个展望。

中篇是分析转折与变局中的金融结构、金融风险与货币政策。全篇共有五章。

第6章“金融结构新趋势”。改革开放以来，推动中国金融结构变化的两种基本动力是，政府不断深化的金融市场化改革和基于风险规避、流动性管理或信息技术的种种金融创新。中国金融结构未

来的变化，还是应当进一步扩大直接融资的比重，不过，扩大直接融资较之过去应有不同的历史使命，即股票市场的重要功能应当转向支持创新驱动型的发展战略。在金融结构的这一变化中，要处理好债券市场与股票市场、场内直接融资与场外直接融资之间的关系。作为直接融资新业态的互联网金融，是促进中国金融市场化、打破行政管制的金融体制的重要力量，应当以包容之心支持互联网金融的发展，但中国互联网金融应迈入重塑行业规范、强化监管的新阶段。

第7章“化解金融风险的新途径”。金融风险始终是一种客观存在，只要人类对未来的预知是不完美的，只要人类需要借助金融的力量来实现经济发展和技术进步，金融风险就会萦绕在我们周围。但不同时期的金融风险表现形式在不断演化，因此，政府对金融风险的应对也会因时而异。随着中国金融结构的多元化，中国的金融风险日益具有复杂性、紧耦合性、传染性和渗透性。金融风险根源于实体经济创造的租金流无法支撑金融活动的信用流或金融资产价格，过度借贷是金融风险之“表”，实体经济不振是金融风险之“里”。实体经济的转折使中国的金融风险确有上升之势：杠杆率持续上升到了奇高的水平，且处于全球前列；银行体系不良贷款不断攀升；地方政府债务风险始终存在且仍在积累；公开债务违约由“点”带“面”铺陈开来。如此种种都表明，化解金融风险是一项紧迫而棘手的任务。我们强调在化解金融风险中，应当注重微观机制和基本信用制度建设，政府调控应当更加合理化和理性化，不以牺牲长期增长的稳定而换取短期的较快增长；严密监测、监控和监管系统重要性金融机构金融创新、信贷活动等行为，必要时实施个别中小金融机构倒闭或破产；加强金融监管与货币政策的协调配合；政府参与金融风险救助与化解，要以不助长道德风险和机会主义行为为底线。存款保险是中国化解金融风险的新机制，它重新塑造了

中国金融安全网，将促进中国金融风险处置的市场化，但仍需要完善中国的存款保险制度。同时，建立和完善化解金融风险的长效机制，也需要建立金融风险监控全覆盖的监管新体制。

第8章专门探讨中国债券市场的违约风险的新常态。中国企业债券违约，来得比人们预想的要快、要猛烈，违约彻底打碎了人们对中国债券“刚兑”的信仰。已有的违约也告诉人们：违约，一切皆有可能。不过，中国债券违约只是全球信用债违约上升的一个组成部分，是宏观经济景气下降的镜像，而债券违约也具有重要的行业性根源。企业过高的杠杆率、治理机制不完善、持续亏损、经营活动现金流下降，是信用债违约最重要的微观根源。我们指出，债券违约固然会带来诸多不利影响，但它可以还原信用的本来面目，有利于发挥投资者的约束，使债券市场收益率更好地与信用风险、企业资金使用效率相匹配，适当违约将提升债券市场的价格信号功能。因此，违约是中国债券市场走向成熟所不得不经历的炼狱。债券违约并不会改变债券市场发展的方向。不过，应当避免违约面过宽过广，需要创造更好条件，促进债券市场稳健发展，包括：稳健的宏观经济政策；发债企业应严格树立契约精神；强化约束中介机构尽责履职；完善债权人司法救济制度；加强投资者保护，完善偿债保障条款；完善债券持有人会议制度与受托管理人制度；债券市场创新应在不放大风险、减少风险传染的前提下进行。

第9章则探讨“货币调控新体系”。该章分别于2014年9月18日和19日发表。经济新常态导致货币政策环境出现了巨大变化，决定了货币政策“新思路”、“新手段”和“新机制”。我们强调“中性”应当成为货币政策的基本原则，即货币政策不应当干扰经济均衡的自我实现机制。但市场机制的不完善使货币政策难以达到中性的效果，因此，在贯彻“中性”的最高原则时，还要修补不能达到中性的漏洞，这样，一定程度的定向调控是必要的，使得货币政策

具有“以点带面”的特征。因此，货币政策新思路主要体现在“盘活存量、用好增量”、“总量稳定、结构优化”、更加注重“定向调控”三个相互密切联系的方面。我们认为，在适度利用定向降准的同时，依环境变化谨慎有序地将法定存款准备金比率降到合理的水平，这既是流动性管理的需要，也是利率市场化改革和金融深化的需要；央行贷款与公开市场操作更密切地配合，在总量调控与结构优化中可发挥更大的作用。经济新常态确定新的货币政策机制，应从主要关注传统银行信贷转向更加关注广义信贷，逐步确立以利率为操作目标的货币政策体系。

经济新常态为央行货币政策工具的调整与创新提供了新的空间。这其中，最大的变化莫过于中央银行贷款再次从货币政策的幕后走到了台前，新的央行贷款工具不断被创设出来，丰富了央行货币政策工具箱。基于此，第10章集中探讨了中国央行贷款的工具创新及其功能的扩展、抵押品扩容对货币政策传导的影响。我们发现，随着央行贷款工具不断创新、贷款合格抵押品范围不断扩大，再贷款功能也得以扩张，它发挥着管理信用总量、调整信贷结构、管理市场流动性、维护金融稳定、引导和管理市场利率等多重功能。随着央行贷款工具的创新、抵押品范围的扩大和功能的扩展，货币政策传导机制也正在发生一些重要变化，它不仅会改变流动性的总量结构，也会改变市场的流动性结构，从而影响市场利率结构，使得央行的货币政策可以更好地发挥定向调控功能。不过，我们强调，央行贷款要更有效地发挥流动性管理功能、引导利率总水平和利率结构，就需要协调央行贷款与公开市场的使用。对于信贷资产质押再贷款，我们在充分肯定其积极作用的同时，也强调，应当避免信贷资产质押再贷款蜕化为对信贷资源配置的行政化干预，避免信贷资产质押再贷款演变为商业银行低品质信贷资产向央行转移，使央行成为不良贷款的最终承受者。

下篇则从开放视角分析中国经济与金融的转折与变局，该篇同样由独立的五章构成，但各章之间又相互联系。

第 11 章分析了“人民币汇率新机制”。本章主要是基于 2015 年 8 月 11 日的汇率机制改革而展开讨论的。此次汇率改革是 2005 年改革的继续和深化，改革是央行放权于市场、顺应经济整体市场化改革的潮流，也为资本账户进一步开放和人民币国际化创造了更好的条件；人民币汇率改革不仅是中国金融市场化改革的既定方向，不单是中国金融发展自身的需要，也是国际货币与金融治理机制重建的需要。改革的副产品——人民币汇率水平的调整，则旨在通过汇率机制这种“内外兼修”的方式实现“稳增长”，表明央行更注重利用利率和汇率两种价格手段来实现经济的内外均衡，汇率水平的变化仍属于主动型的汇率调整，是外生性货币政策的一部分。尽管人民币汇率贬值预期有所强化，但我们并不认为人民币汇率具有持续长期大幅贬值的基础。通过国际比较，我们发现，本币汇率波动与国内金融市场之间并无稳定的正相关或负相关关系，这要取决于汇率波动的原因和性质。内生性的汇率贬值往往会伴随国内金融市场的大幅下挫；而外生性的汇率贬值则可能伴随国内金融市场趋于缓和。汇率改革应当不会造成人民币趋势性的过度贬值，虽然在美国加息预期不断升温的背景下，它可能在短期内加剧中国资本外流，但中国央行仍可能通过更加市场化的手段来干预和稳定汇率。

第 12 章讨论“中国外汇储备新走向”。这一章与第 11 章有密切联系，因为汇率水平的变化直接与资本流动、贸易差额相联系。在中国的外汇管理体制下，它们又直接与外汇储备和中央银行的资产负债表相关系。中国过去的外汇储备扩张，是根植于特定的汇率机制与国际货币体系之中的。随着中国经济全球化的加深，人民币国际化的推进，中国对他国储备货币的需求将会大幅下降，同时，全球资本配置格局也出现了新变化：FDI（外国直接投资）和国际游资

都将出现净流出状态，从而带动中国外汇储备净额下降的新趋势。中国外汇储备出现净额下降，将导致央行资产负债表的收缩，但这提高了央行货币政策的自主性，中国完全可以通过调整央行资产负债结构，应对外汇储备下降导致的宏观流动性收缩效应。对已经拥有庞大外汇储备的中国而言，外汇储备的适度下降其实是国际资本流动格局变化的结果，其背后反映的是全球治理的中国方案作用力的上升。

外汇储备下降的新趋势与人民币国际化进程，都是中国参与全球货币金融治理的中国方案的重要组成部分。鉴于此，第13章和第14章分别探讨了“全球金融新治理的中国方案”和“中国国际资本流动新格局”。

第13章“全球金融新治理的中国方案”，是根据2015年5月和11月、2016年1月等公开发表的若干篇文章按逻辑顺序重新组合而成。我们指出，以人民币国际化为核心，重塑全球国际货币体系与金融体系，是改善全球治理的重要一环。人民币国际化的重要成果之一，就是顺利地加入SDR（特别提款权）篮子货币。它标志着，国际货币体系的治理机制翻开了历史的新篇章。但人民币要在国际货币体系中发挥更大的作用，取得更重要的储备货币的国际地位，功夫在SDR之外。中国应该将更多精力放在有序推进资本账户开放、国内债券市场的深度发展、健全宏观经济及其治理、大幅增加黄金储备使人民币摆脱“美元影子”化等方面。对人民币的背书，是在中国健全的经济发展和创新之上打造出来的健康的金融体系与坚挺的人民币自身。同时，一个有深度、开放包容的债券市场显然有助于提升中国参与全球经济治理的能力。亚洲基础设施投资银行是中国参与重塑全球金融治理新机制的成功尝试。它表明，中国已从过去的全球化事务的单纯参与者，跃身为全球化事务的重要引领者和规则的积极制定者，国际金融体系多方博弈的力量对比悄然发

生了重大变化。

国际资本流动始终是影响全球金融市场的重要因素，其背后则反映了全球金融治理机制的变化。第 14 章探讨了“中国国际资本流动新格局”。我们发现，中国已从资本净输入国转变成为资本净输出国，这一趋势仍将得以保持。FDI 流入相对下降，金融资本流入相对上升，中国金融市场日渐成为全球资本配置的重要场所。FDI 的流入将落后于中国对外直接投资的资本流出，中国对外直接投资与对外金融投资则将齐头并进，形成中国国际私人资本的净流出。国外官方资本流入占比将大幅升高，中国官方资本输出占比将逐渐下降，私人资本输出的重要性上升；中国官方资本输出的形式、目标和目的正在发生重大变化。主动型资本流动将更加活跃、宽泛，被动型资本流动相当一部分将逐渐转化为主动型资本流动。

中国国际资本流动新格局的变化，表明中国金融体系将日益成为全球资本配置的场所，中国金融市场的全球影响力将逐渐上升，也将极大地提升中国的地区经济与地缘政治影响力，从而改善国际货币与金融体系的治理。但中国国际资本流动的新变化也可能产生不利影响。被动型投资比重虽然下降但规模仍不容小觑，可能加剧中国的金融脆弱性；金融资本流入中的短期化使得对外债务风险在逐步上升；我国所面临的对外投资的政治、法律与宏观经济风险也越来越大；加剧了外部风险向中国金融体系的传染性。为应对国际资本流动的新格局及可能带来的影响，中国需要加强国内金融市场建设，完善和加强对国际资本流动的监管，推动货币政策的转型，当然，也要加强国际合作。

作为一个延伸，第 15 章讨论国际油价大幅下跌对全球货币资本格局的影响。本章曾于 2015 年 2 月发表。20 世纪 70 年代中期，油价上涨大幅增加了石油输出国的石油收入，极大地改变了全球国际收支格局：石油输出国借油价上涨之力获得了巨额贸易顺差，积累