

新金融评论

New Finance Review

2017年第1期 (总第27期)

专题

- 宏观经济量平价升 汇率浮动何足惧
——2016年第四季度宏观政策报告 张 斌
- 美国对华贸易保护可能打什么牌?
——美国贸易保护历史对我们的启示 王 涵
- 20世纪80年代美日贸易战对当前中美经贸关系的启示 何晓贝 张岸天

改革实践

- 税收负担只占企业综合成本的6%
——来自中国财政科学研究院调研数据的分析 刘尚希 等
- 产能过剩的衡量与原因分析——一个文献综述 中国金融四十人论坛课题组


金融实务

- 企业部门去杠杆的进展——来自资产周转率的视角 高善文

宏观经济

- 两次国际金融危机对中国的冲击及中国的应对 魏加宁 杨光普
- 全球宽松货币政策的拐点可能带来的冲击 王戴黎 孙明春

 上海新金融研究院
SHANGHAI FINANCE INSTITUTE

 中国金融出版社

新金融评论

New Finance Review

2017年第1期（总第27期）

 上海新金融研究院
SHANGHAI FINANCE INSTITUTE

 中国金融出版社

责任编辑：丁 芊

责任校对：李俊英

责任印制：丁淮宾

图书在版编目（CIP）数据

新金融评论（Xinjinrong Pinglun）. 2017年. 第1期：总第27期/上海新金融研究院编. —北京：中国金融出版社，2017.3

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8947 - 5

I. ①新… II. ①上… III. ①金融—文集 IV. ①F83-53

中国版本图书馆CIP数据核字（2017）第057456号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路2号

市场开发部 （010）63266347，63805472，63439533（传真）

网上书店 <http://www.chinafph.com>

（010）63286832，63365686（传真）

读者服务部 （010）66070833，62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 175毫米×250毫米

印张 11.5

字数 170千

版次 2017年3月第1版

印次 2017年3月第1次印刷

定价 40.00元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8947 - 5

如出现印装错误本社负责调换 联系电话（010）63263947

新金融评论

New Finance Review

顾 问：(按姓氏拼音排序)

陈雨露 方星海 胡怀邦 胡晓炼 黄奇帆 蒋超良 姜 洋 李剑阁
林毅夫 秦 晓 沈联涛 屠光绍 万建华 王 江 吴敬琏 吴晓灵
谢 平 易 纲 余永定 朱 民

编辑委员会主任：钱颖一

编 委：(按姓氏拼音排序)

管 涛 黄益平 李迅雷 连 平 廖 岷 缪建民 王 庆 阎庆民
袁 力 张 春 郑 杨 钟 伟

主 编：钱颖一

执行主编：王海明

特邀编辑：郭 凯

编 辑：王乾箏

《新金融评论》是上海新金融研究院主办的经济金融类学术刊物，致力于发表权威、严谨、高标准的政策研究和基础研究成果，强调学术性和政策性的完美结合。中国金融四十人论坛为本刊提供学术支持。

“中国金融四十人论坛”(CF40)是中国领先的非官方、非营利性的专业智库，专注于经济金融领域的政策研究，由40位40岁上下的金融精锐组成。上海新金融研究院(SFI)是由中国金融四十人论坛举办的非官方、非营利性的专业智库，与上海市黄浦区人民政府战略合作。

联系电话：021-33023256

联系地址：上海市北京东路280号7层《新金融评论》编辑部

投稿邮箱：cfr@sfi.org.cn

目 录

2017年第1期

总第27期

专 题

- (1) 宏观经济量平价升 汇率浮动何足惧
——2016年第四季度宏观政策报告 张 斌
- (19) 美国对华贸易保护可能打什么牌?
——美国贸易保护历史对我们的启示 王 涵
- (39) 20世纪80年代美日贸易战对当前中美经贸关系的启示
何晓贝 张岸天

改革实践

- (61) 税收负担只占企业综合成本的6%
——来自中国财政科学研究院调研数据的分析 刘尚希 等
- (73) 产能过剩的衡量与原因分析——一个文献综述
中国金融四十人论坛课题组

金融实务

- (96) 企业部门去杠杆的进展——来自资产周转率的视角 高善文

宏观经济

- (104) 两次国际金融危机对中国的冲击及中国的应对 魏加宁 杨光普
- (146) 全球宽松货币政策的拐点可能带来的冲击 王戴黎 孙明春

宏观经济量平价升 汇率浮动何足惧*

——2016年第四季度宏观政策报告

◎ 张 斌

摘要：2016年第四季度，外部经济景气程度回升，国内货币政策轻微收紧。中国宏观经济的一大运行特征是，工业品价格普遍上升并带动工业企业利润回升，工业增加值增速持平。经历了2016年的周期性行业上行以后，接下来中国经济面临的是周期性下行压力。以房地产、汽车消费为代表的周期性行业增速下降将带动经济整体放缓。供给侧的亮点是制造业升级和进口替代。中国政府应减少外汇市场干预，引入人民币汇率自由浮动或宽幅区间浮动。从国际经验看，类似中国这样的经济基本面出现货币大幅贬值的概率很低。

关键词：中国宏观经济 经济周期 汇率自由浮动

一、运行环境：外部经济景气程度改善，国内政策强调抑制金融风险

（一）外部经济景气程度改善

外部实体经济景气程度较上季度改善。摩根大通全球制造业PMI保持了

作者张斌系中国金融四十人论坛高级研究员。

* 本文系中国金融四十人论坛（CF40）2016年第四季度宏观报告的部分成果，本报告经CF40组织专家论证。季度报告研究团队包括张斌、何晓贝、邹静娴、邓欢。

2016年中期以来的上升势头，2016年第四季度达到52.3，好于上个季度的50.9。主要经济体经济制造业PMI均有不同程度改善。

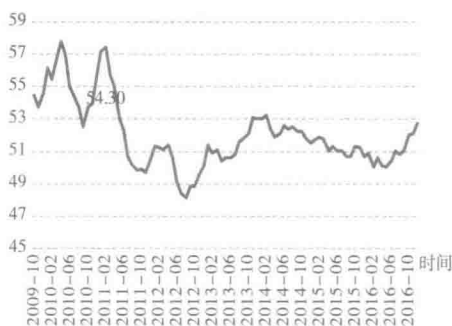


图1 摩根大通全球制造业PMI

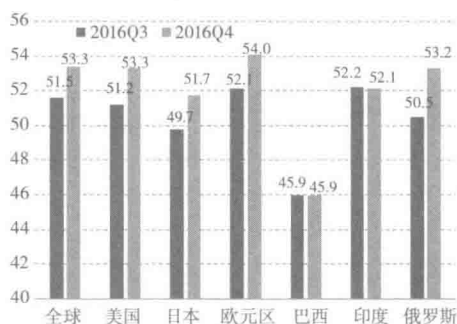


图2 全球主要经济体PMI

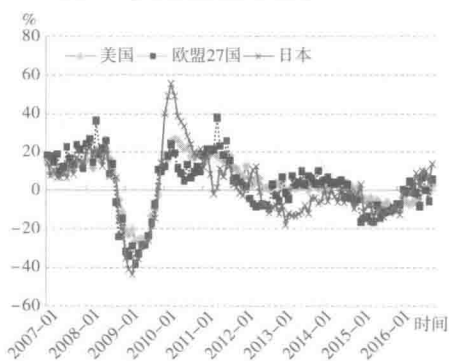


图3 主要发达经济体出口同比增速

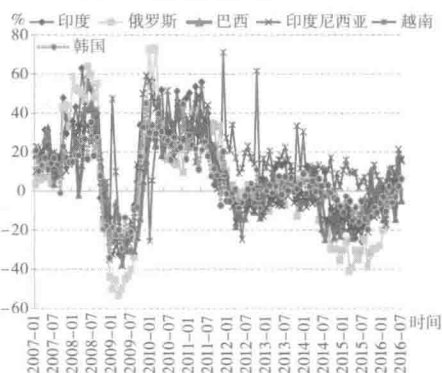


图4 主要新兴市场出口同比增速

数据来源：Wind 资讯、中国金融四十人论坛。

全球主要经济体出口持续回暖。国际金融危机以来，全球主要经济体出口增速的下滑态势一直持续到2015年中期，此后开始触底回升。2016年第四季度的全球出口仍处于回升轨道中，大部分经济体摆脱了出口负增长，日本、越南、印度尼西亚等国出口有强劲表现。

特朗普的当选是2016年第四季度全球市场最大的“黑天鹅”事件。特朗普宣布将实施的经济政策主要包括以下几个方面：税收制度改革（降低企业所得税、边境税调整等）、大规模基础设施建设、贸易保护主义措施、放松金

融监管、废除奥巴马医改等。新一届美国政府的经济政策与奥巴马时期的政策有很大偏离，对资本市场和投资者预期产生了重要影响。

股票市场方面，虽然在2016年11月总统大选前股市一度有所回调，但特朗普当选后美国股市显著上扬，道琼斯指数和标准普尔500指数从大选前的低点分别上涨8%和4.6%，其中标准普尔500指数中的金融股在第四季度上涨超过20%。针对企业的各项减税政策和吸引海外留存资金回流的政策很可能提高企业的分红，这是美国股市上涨的重要原因。而特朗普强调放松金融监管、废除《多德—弗兰克法案》的提议，提振了金融行业的股票。

全球大宗商品价格保持上升势头。各大类大宗商品价格普遍上升，金属价格上涨尤为突出。特朗普政府对大规模基础建设投资的承诺和大力发展传统能源行业的态度提振了全球大宗商品和能源价格。2016年第四季度油价基本处于单边上行走势，突破50美元/桶。石油价格反常地出现了和美元同涨的局面，价格上涨的原因一方面是全球经济景气程度的提高，另一方面是OPEC达成限产协议：11个国家将合计减产116.6万桶/日，俄罗斯等非OPEC国家表示配合。

主要货币短端利率分化，长端利率抬升。美国新一届政府的经济计划对市场预期产生了重大影响。贸易保护措施（如提高进口商品关税）、产业政策（例如威胁欲外迁工厂的企业）和边境税收调整（对在美国国内消费的产品征税）都将提高美国的通胀水平，市场预期美联储加息步伐加快，美元3个月LIBOR从2016年9月末的0.85%上升到12月末的0.99%。对通胀和加息的预期反映在快速上升的长期利率上，美国10年期国债第四季度上升接近100个基点，近四倍于隔夜利率的上升幅度。欧元和日元3个月LIBOR继续保持在负利率区间，但美联储加息对全球长端利率带来了显著影响，欧元区、日本的10年期国债收益率均回到正值区间，大多数的主要新兴经济体长期国债利率也大幅上升。

美元大幅升值。美元指数从2016年第三季度末的95上下快速上升至103，涨幅超过8%。在美元指数上涨的大背景下，发达经济体货币贬值尤为突出。2016年第四季度欧元对美元贬值8.2%；英镑贬值7.1%；日元贬值16.6%，贬至接近日元对美元120的水平。新兴经济体货币中，除韩元和人民币在第四季度下跌外，其他新兴市场货币均有不同程度的反复波动。

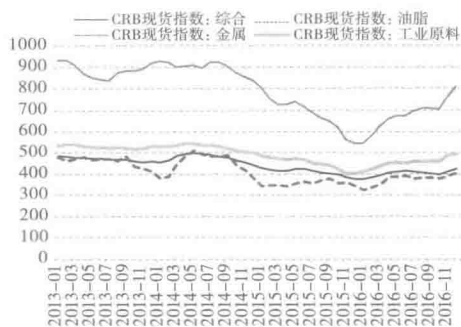


图5 CRB大宗商品价格指数



图6 主要货币的银行间市场利率

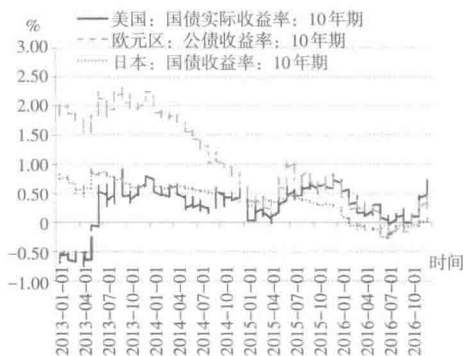


图7 主要经济体10年期国债利率

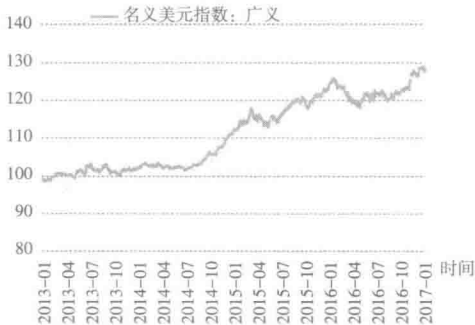


图8 名义美元指数

数据来源：Wind资讯、中国金融四十人论坛。

（二）内部环境

货币政策轻微收紧，信用利差提高。截至2016年12月底，M1和M2增速分别为21.4%和11.3%，较上个季度末分别下降1.3个和0.2个百分点。社会融资余额存量同比增速相对平稳，截至12月底保持在12.8%。银行间同业拆借加权利率进入第四季度后有明显上升趋势，7天拆借利率从第三季度的2.5%上升到第四季度末的2.8%附近，利率波动幅度明显放大。与短端利率相同，10年期国债利率和10年期AA级企业债利率也呈现上升趋势，二者之差所反映的信用利差显著上升。



图9 M1与M2同比



图10 社会融资总额和人民币贷款累计同比



图11 银行间加权回购利率

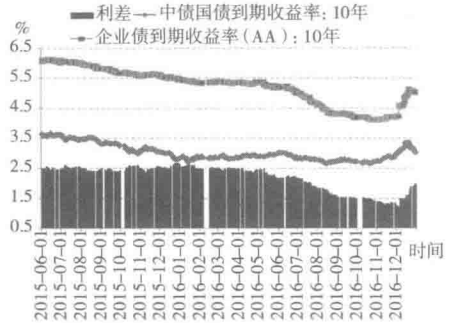


图12 10年期国债、AA企业债利率与利差

数据来源: Wind资讯、中国金融四十人论坛。

人民币继续小幅贬值。人民币/美元汇率从第三季度末的6.67贬值到第四季度末的6.95，人民币篮子汇率指数(CFETS)从第三季度末的94.07轻微上升到第四季度末的94.83。银行结售汇差额自年初以来有收窄趋势。

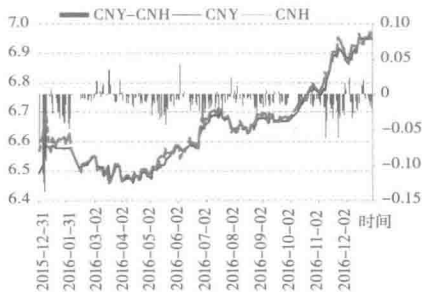


图13 在岸与离岸汇率



图14 人民币篮子汇率

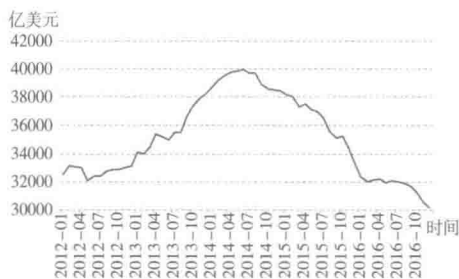


图15 外汇储备

数据来源：Wind资讯、中国金融四十人论坛。

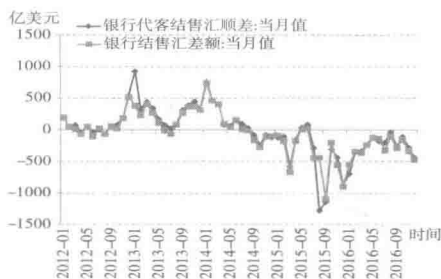


图16 结售汇差额

财政收支增速放缓。财政收入和支出增速较第三季度明显放缓。第四季度公共财政收入和支出增速平均分别为0.7%和-4.6%，分别较上个季度下降了2.3个和12.0个百分点。政府性基金收入和支出仍保持了上升势头，截至第四季度末政府性基金累计收入和支出增速为11.9%和11.7%，分别较上个季度末上升了0.6个和4.7个百分点。



图17 公共财政收入和支出

数据来源：Wind资讯、中国金融四十人论坛。

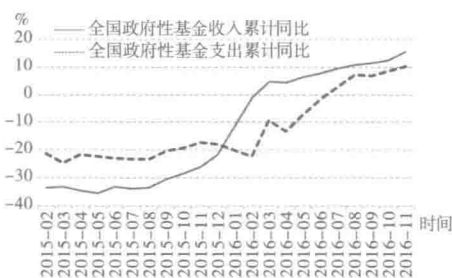


图18 政府性基金收入和支出

二、运行特征：量平价升

（一）劳动力市场运行平稳

2016年全年城镇新增就业与2015年大致持平，维持在1300万人左右。全国劳动力市场求人倍率自2016年下半年明显上升，目前处于1.13。农村外出务工劳动力人数相对稳定，近年来一直在1.7亿上下波动，2016年第四季度比

2015年同期增加50万人。农民工月收入趋势性下行，第四季度同比增速6.6%，虽然好于上个季度的5.9%，但处于较低区间。

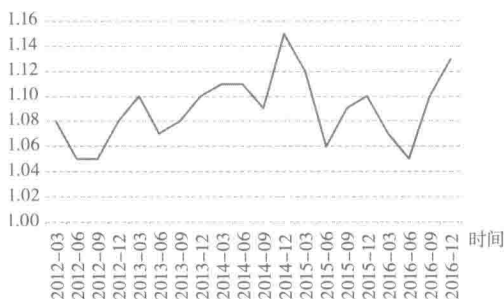


图19 求人倍率



图20 农村外出务工人员数和工资

数据来源：Wind资讯、中国金融四十人论坛。

(二) 工业企业利润回升，增加值增速持平

工业企业利润自2016年初以来持续回升，但工业企业增加值基本近一年半以来持平在稍高于6%的水平。国有及国有控股企业利润回升最显著，从年初的-14.5%回升到8%；外资及港澳台企业、股份制工业企业等利润也都有不同程度的回升。



图21 工业企业增加值同比增速

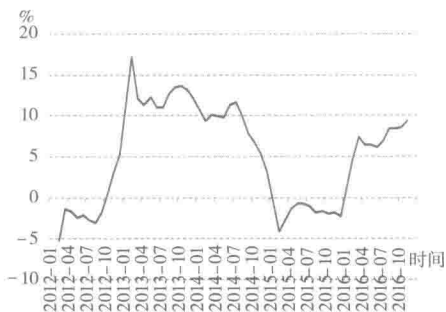


图22 工业企业利润总额同比增速

数据来源：Wind资讯、中国金融四十人论坛。

（三）价格普遍上升

从同比和环比数据来看，PPI都还明显处于上升轨道。PPI所包括的生产资料和生活资料价格都在上升，生产资料价格上升幅度更加显著。CPI也在波动中上升。CPI当中的非食品价格自2016年初以来稳步上升，从年初的同比增速1%稳步上升至年末的2%；食品价格部分变动较大但没有显示出单边上升轨迹。

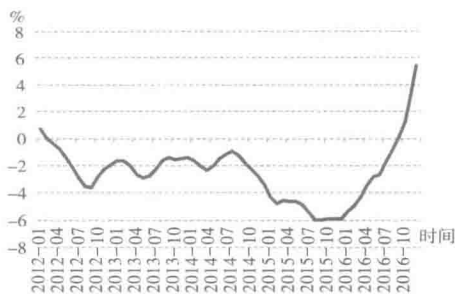


图23 PPI



图24 PPI分项

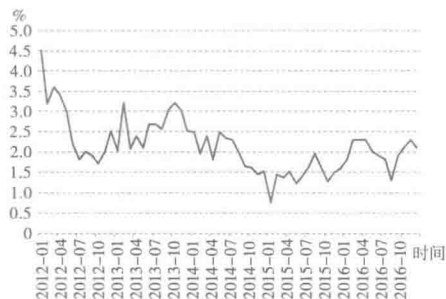


图25 CPI

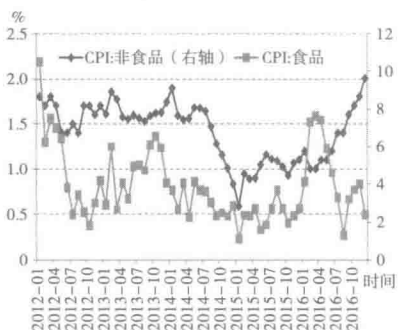


图26 CPI分项

数据来源：Wind 资讯、中国金融四十人论坛。

（四）投资持平，制造业投资抬升填补基建投资下滑

固定资产投资保持在8.3%水平上没有进一步下降。2012年以来，制造业投资从25%的高增速持续单边下降，一直下降到不足3%，2016年第四季度难得看到制造业投资增速的轻微抬升。基建类投资增速仍维持在较高水平，第四季度末下降到15.7%，是近年来低点。以房屋新开工面积为代表的房地产投资增速在2016年上半年急剧上升，此后开始下降，目前停留在8%左右。

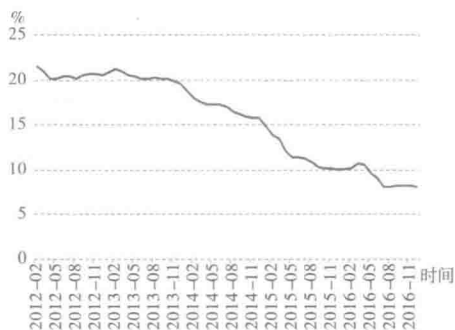


图27 固定资产投资完成额累计同比

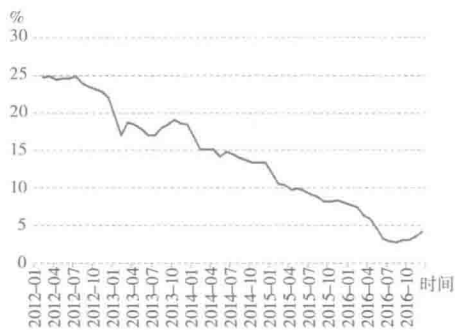


图28 固定资产投资完成额累计同比：
制造业

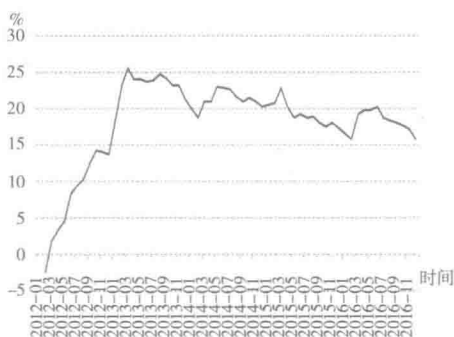


图29 固定资产投资完成额累计同比：
基础设施建设

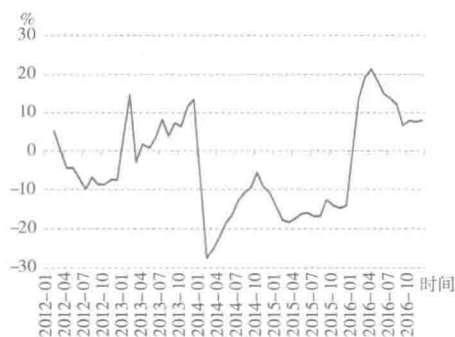


图30 房屋新开工面积累计同比

数据来源：Wind资讯、中国金融四十人论坛。

（五）消费总体持平，汽车消费大涨

全社会消费品零售总额增速止住了此前几年的连续下跌走势，近期在10%~11%区间内波动，在衣（服装鞋帽、针纺织品等）和食（粮油、食品、饮料、烟酒类）方面的支出增速持续下降。2016年比较突出的是汽车类消费大涨，从2015年初的零增长大幅上升到2016年末14%的增速。

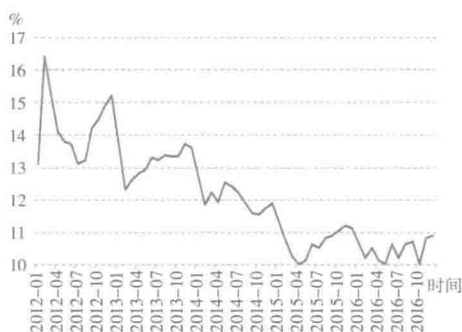


图31 社会消费品零售总额同比增速

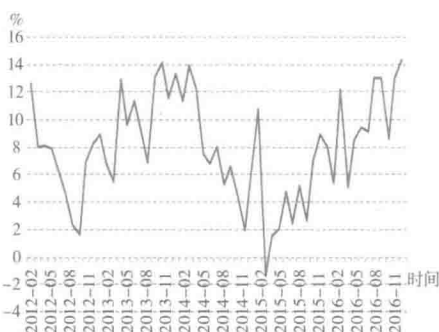


图32 汽车类销售同比增速

数据来源：Wind 资讯、中国金融四十人论坛。

（六）出口量价增速平稳，有可能被低估

出口增速止住了跌势，但没有显著回升。2016年第四季度美元计价出口增速为-4.87%，人民币计价出口增速为0.60%。出口价格同比增速经历了前期反弹但并未转入正增长。几个方面举证表明可能低估了出口增速：第一，全球制造业PMI和全球贸易与中国出口增速在过去表现出非常好的一致性运动轨迹，前两者都出现了明显的回升，但中国出口增速未能同步好转；第二，2015年出口下半年以后的出口增速可能被高估，中国对外出口数据与贸易伙伴对中国进口数据更加不匹配，一种可能的解释是企业低报出口以便将更多外汇留在境外。

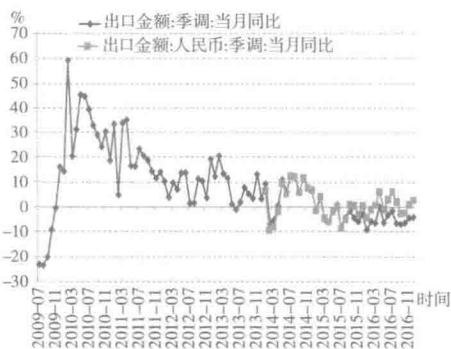


图33 季调后出口金额同比增速

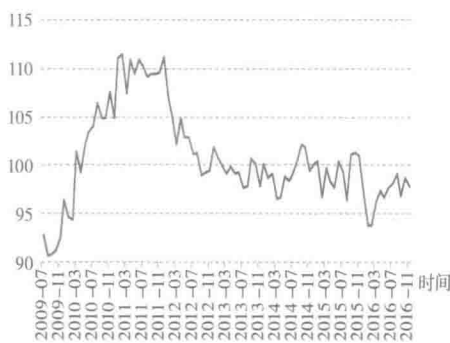


图34 出口价格指数

数据来源：Wind 资讯、中国金融四十人论坛。

三、如何理解“量平价升”

2016年中国经济摆脱了通缩的担心，PPI大幅上涨由负转正，CPI亦有温和和上涨。价格快速回升过程中，中国的工业增加值和GDP增速较前一年没有显著提升。市场开始担心中国陷入价涨量不涨的所谓“滞胀”状态。下面我们用一个简单的供求分析图形说明对这个想象的初步认识。在这个图形中，需求曲线向右偏移，供给曲线向左移动且更加陡峭，供给曲线和需求曲线的变化使得经济产出不变但价格上升。

（一）需求曲线右移

中国经济运行当中存在有迹可循的短周期现象，短周期平均历时大约14个季度，周期背后的原因是货币信贷与房地产市场之间的反馈机制（见图35）。^①2015年中期是上一轮经济短周期的底部，此后广义货币增速、房地产价格和销售增速开始从周期底部回升，接下来是以房屋新开工面积为代表的房地产投资增速回升，以及更广义的周期性行业回升。2016年是典型的货币

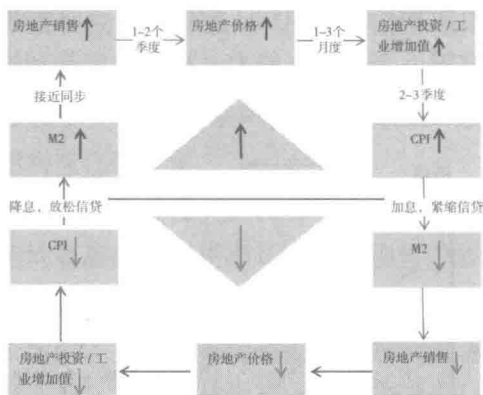


图35 货币信贷与房地产市场的反馈图

^① 更详细的内容请参见：张斌，发现中国经济的短周期[M]//新金融评论：2016年第5期，北京：中国金融出版社，2016。

信贷—房地产正反馈机制下的周期性行业上升期。周期性行业上升会带来产出增加和价格上涨压力。我们看到了价格上涨，但是产出增速并不明显。2016年的工业增加值增速与2015年大致持平，仅仅用需求因素来解释显然不够。

(二) 供给曲线左移且更加陡峭

供给曲线左移意味着给定价格水平下，企业的供给下降。与这个变化对应的现实背景是以煤炭、钢铁为代表的行业在行政力量下去产能。去产能措施针对的行业有限，不能解释普遍的工业品价格上涨但增加值不涨的局面。

供给曲线更加陡峭，意味着企业的商品或服务供给数量对价格变化更不敏感，给定价格上涨企业愿意提升的供给下降，或者给定价格下降企业愿意减少的供给下降。供给曲线更加陡峭与行业发展预期和行业内市场格局变化有关。一方面，在历时较长的产能相对过剩背景下，市场对行业未来发展预期不乐观或者不明确，缺少新的行业进入者，新增投资持续下降。另一方面，行业内经历了2010年以来持续的增速下降和残酷的优胜劣汰，大量企业被淘汰，市场留存下来的企业数量下降，效率高规模大的企业占据的市场份额快速上升。两方面力量加在一起的结果是很多细分行业的市场格局越来越趋于寡头垄断格局且短期产能收缩到了较低水平，这种格局下面临价格上涨带来的供给增加很有限，企业没有能力（被淘汰产能和缺少新的投资）或者没有意愿（用盈利修复前期的资产负债表损失，而不是扩张）增加供给。

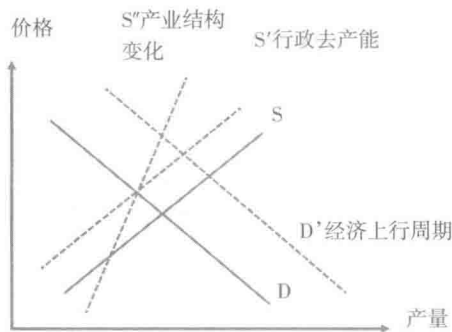


图36 供给曲线和需求曲线