

新时代与 新格局

New Era
and
New Pattern

何帆
朱鹤
著

厘清经济发展周期
分析改革痛点与逻辑
读懂全球经济格局
探寻经济增长新动力

非外借

中信出版集团

新时代 与 新格局

New Era
and
New Pattern

何帆
朱鹤
著

...

图书在版编目 (CIP) 数据

新时代与新格局 / 何帆, 朱鹤著. -- 北京: 中信出版社, 2018.9
ISBN 978-7-5086-9199-2

I. ①新… II. ①何… ②朱… III. ①中国经济—经济发展—研究 IV. ①F124

中国版本图书馆CIP数据核字(2018)第149186号

新时代与新格局

著 者: 何 帆 朱 鹤

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: 北京楠萍印刷有限公司

开 本: 880mm×1230mm 1/32

印 张: 7.5 字 数: 140千字

版 次: 2018年9月第1版

印 次: 2018年9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 978-7-5086-9199-2

定 价: 49.00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

序

何 帆

我从事宏观经济研究已经有20多年的时间了。在过去的20多年里，我经历了中国经济的重大变化，也目睹了宏观经济研究的风格转变。借本书出版之际，和读者朋友交流一下自己的心得体会。

从中国经济的变化来看，在过去20多年，中国经济经历了周期性的变化，也经历了趋势性的变化。若从大的趋势来看，从20世纪90年代到2008年全球金融危机，中国的发展主要得益于开放红利。一方面，中国凭借廉价的劳动力快速进入全球市场，充分享受了市场开放带来的需求红利，同时还通过优惠政策吸引了一大批外资持续流入。另一方面，中国在对外开放的过程中，学习到了先进的技术和先进的管理经验，中国企业的国际竞争力不断提升。在全球金融危机之后，中国经济逆风上扬，在很大程度上阻止了全球经济陷入更为艰难的困境。这个时期，中国经济开始出现新的变化。

新的变化主要体现为两点：一是大规模的基础建设投资成为稳定总需求的重要力量；二是房地产在国民经济中的地位越来越高，成为中国经济的主导产业。到了2013年之后，中国经济开始步入新时代。新时代的中国经济呈现出两方面的特征。一方面，中国经济的增长速度有所放缓，大家逐渐适应了8%以下的GDP增速。但另一方面，中国经济的规模优势开始凸显。不断涌现出的新经济和新业态，正成为中国经济增长的重要引擎。

从宏观经济研究的风格来看，也出现了较为明显的变化。传统的宏观经济研究主要集中于智库研究。中国社会科学院经济研究所一直是宏观经济研究的重镇，它有专门的宏观经济形势分析小组，其对中国宏观经济的解读受到各界的广泛关注，相关分析报告也经常发表在《经济研究》等一流学术杂志上。再之后，以北京大学中国经济研究中心为代表的高校智库，开始崭露头角。北大朗润园汇聚了一批中国宏观经济研究高手，这些前辈至今依然是中国宏观经济研究界的领军人物，如周其仁、宋国青、黄益平、卢锋等。我曾经在中国社会科学院世界经济与政治研究所工作，我们的团队由余永定老师带队。当时团队里的年轻人，现在已成为市场上知名的宏观专家，像姚枝仲、张斌、张明、徐奇渊、肖立晟等。我们团队的研究主要侧重于人民币汇率、货币政策等宏观政策领域，比较突出的风格是兼顾国内宏观和国际宏观，试图打通中国经济和世界经济研究。

2005年前后，金融机构开始成为分析中国宏观经济的重要力量。

最早的研究者来自国际知名投行，如瑞银集团的乔纳森·安德森，摩根士丹利的斯蒂芬·罗奇，渣打银行的王志浩，等等。他们的分析视角和传统的中国宏观经济研究非常不同，令人耳目一新。之后，一批在国外受过经济学训练的学者纷纷加盟国际金融机构，如彭文生、沈明高、汪涛等。与此同时，市场本土的研究力量也在崛起，影响力并不逊于国际投行的研究者，如高善文、李迅雷等。近年来，许多有丰富的政府机关工作经验的专家学者也转入市场，如伍戈、钟正生、张岸元等。他们把深厚的研究功底和在体制内的工作经验结合起来，提供了观察中国经济的一种新的角度。其实，有许多政府部门拥有强大的研究团队，央行正是其中的最佳代表，虽然他们的研究在公开渠道不太能够见到。

回顾这20年的宏观研究经历，我有几点体会想与诸君分享。当然，这些体会不一定对，仅供各位参考。

其一，宏观研究是个手艺活，不是严密的科学。要研究中国宏观经济，不仅要掌握基本的宏观经济学分析框架，还要善于把理论与中国的现实结合起来。我还记得当年在讨论“猪通胀”的时候，徐奇渊为了研究猪肉价格波动，曾经深入一线，直接去调研养猪场，给我们讲了很多养猪秘诀。调研有助于增加我们对宏观经济的直观感受，这已经成了我们团队的惯例。例如，为了研究人民币国际化问题，我们专门组织团队去香港、新加坡、伦敦等地调研，通过拜访当地的监管部门和金融机构，掌握了关于人民币国际化的一

手材料和最新进展。

其二，宏观研究需要同时结合发展经济学、政治经济学等其他学科。中国的经济结构变化太快，各个部门之间的关系非常不稳定，因此不能完全按照传统的宏观经济框架，也不能完全借助计量方法来研究数据间的关系。这就需要我们了解更多的学科门类，把这些学科的研究成果应用在宏观经济分析上。例如，产业结构转型对中国经济的影响很大，这时候就必须结合发展经济学的框架，从产业结构变迁的角度考察中国的潜在增长率变化和各部门之间的关系。再如，中国有纷繁复杂的经济政策，政府出台这些经济政策的目的、选择的政策工具、预期的政策效果，都会对宏观经济产生直接影响。

其三，宏观研究热点问题做得太多，专题问题研究不够。对于市场而言，关注热点问题、做出及时分析至关重要，但对于宏观经济的学者而言却未必如此。我经常跟学生说，研究宏观就是培养自己对趋势和周期的感觉。与趋势和周期相比，热点问题就像潮汐中卷起的巨大浪花。要研究好趋势和周期，就必须对重点问题进行长期深入的专题研究。当然，我不是说热点问题没必要研究，而是说宏观研究要分清主次。真正好的热点研究，背后一定有着非常扎实的专题研究支撑。

最后，宏观经济研究开始出现了团队化的趋势。无论是金融机构，还是政府智库，我们能明显感受到一点，那就是宏观研究团队越来越大了，甚至有很多基金公司的宏观研究团队规模，已经超过

一些中小券商的宏观团队规模。宏观研究团队化之后，最大的好处是团队内部可以有比较明确的分工，每个人可以相对专注地研究固定的领域，而且不同领域的研究者可以更方便地讨论交流。团队化的另一个好处是有助于把宏观研究这门手艺传承下去，而且也只有把手艺传承下去了，团队才可以持续存在。换言之，一个人走江湖的时代已经结束了。

本书是我们宏观研究团队的成果汇报。我们的风格是做专题，出一个系列，试图把一个问题研究得更为透彻。我们关注的不仅是宏观经济形势或政策的变化，而且是深层次的影响因素。我们有意识地培养团队，从一开始就带着学生尝试写作。我对所有的学生提出了一个看上去简单的要求，那就是“用简单的白话文把一件小事说清楚”。但实际情况是，这个要求并不简单。我们会引导学生多看数据，多思考怎么用一张图把关键事实呈现出来，同时要关注每个数据背后的故事。除了研究本身，我们也非常重视训练他们的组织能力和团队合作能力。当你成为一名研究组织者之后，你看到的就不只是研究内容和技术本身，而是整个研究的全貌，这其中包括如何组织研究、如何规划时间等等。我们特意把所有参加过团队研究的成员名单放在本书的附录，一是感谢他们为团队做出的贡献，二是激励他们做出更大的贡献，希望长江后浪推前浪，年轻一代能超越我们这一代的研究水平。

本书收录了过去两年我们团队的一些具有代表性的研究。这些研究共分为四个主题，分别是：新周期之辩、中国经济如何转型、全球

央行货币政策、全球经济新格局。这些研究中包括一些时效性较强的研究，为此我们专门增加了注释，说明我们对事情最新进展的看法。总的来看，许多看上去时效性较强的研究并没有过时，我们的分析逻辑对于当下的情形依然适用。还有一些研究跟当下有关，相关话题至今仍在持续，如去杠杆等。关于这些问题的分析和探讨，有待未来随着事情的进展加以验证。

当然，本书的研究还有很多不足之处。未来，我们还会在宏观研究领域继续努力，争取从更多、更新的视角拓宽对中国和全球经济的认识，希望大家继续关注我们团队的最新研究。

目录

序	/ V /
---	-------

第一章 新周期之辩

中国经济的新周期到来了吗	/ 003 /
五问“新周期”之一：	
主动补库结束后，谁来填补需求缺口	/ 009 /
五问“新周期”之二：	
企业利润回暖的原因究竟为何	/ 019 /
五问“新周期”之三：	
企业利润回暖必然会导致企业投资增加吗	/ 025 /
五问“新周期”之四：	
当前信贷环境能支持企业开启新一轮的产能投资吗	/ 038 /
五问“新周期”之五：	
在当前经济结构下，投资还能否主导GDP增速	/ 047 /

第二章 中国经济如何转型

探寻中国经济增长的新动力	/ 057 /
去产能困局：进退两难的煤价	/ 063 /
坚持市场化的去产能	/ 069 /
国有企业去杠杆的困难与应对	/ 073 /
债转股不宜成为降杠杆的主要手段	/ 079 /
金融去杠杆，实体稳杠杆	/ 083 /
打破刚性兑付，首要在于清理多层嵌套	/ 088 /
去杠杆初现成效，仍需标本兼治	/ 093 /
金融开放宜缓不宜急	/ 097 /
打开金融开放之门	/ 102 /

第三章 全球央行货币政策

加入SDR将开启人民币资产的大时代	/ 109 /
如何理解当前的汇率升值	/ 117 /
加速汇改是消除贬值预期的最好办法	/ 122 /
货币政策难言转向	/ 128 /
汪洋中的一条船：次贷危机十年来美联储的对策	/ 132 /
美元是听特朗普的，还是听美联储的	/ 146 /

美联储缩表的时机、节奏及市场影响	/ 150 /
------------------	---------

短期长期挑战并存，欧央行货币政策转向不易	/ 158 /
----------------------	---------

第四章 全球经济新格局

这里的“十三五”静悄悄	/ 167 /
-------------	---------

中国与全球化：在正确的时间做正确的选择	/ 172 /
---------------------	---------

G20 议题：演变与逻辑	/ 176 /
--------------	---------

抛弃宏观经济政策协调，全球经济将再一次陷入危机	/ 182 /
-------------------------	---------

中美经济竞赛：跑得快的能不能赶上跑在前的	/ 188 /
----------------------	---------

重视英国脱欧的连锁效应	/ 194 /
-------------	---------

意大利公投短期冲击可控，中期挑战更大	/ 198 /
--------------------	---------

法国大选未出意外，马克龙任重道远	/ 204 /
------------------	---------

总统的“诅咒”	/ 209 /
---------	---------

后记	/ 221 /
----	---------

何帆博士团队成员简介	/ 223 /
------------	---------

第一章

新周期之辩

中国经济的新周期到来了吗^①

2017年中国经济开局良好。第一季度GDP（国内生产总值）增长6.9%，规模以上工业企业利润同比增长28.3%，为2011年以来最快增速。这引发了经济学界的争论，一种较有代表性的观点认为，中国经济已经从“新常态”转入了“新周期”，可能会进入一轮较为强劲的经济复苏期。我们认为，得出这种判断可能为时尚早。首先，导致部分企业利润增加的主要因素并非需求回升，而企业在利润增加之后未必会相应地增加投资。再进一步讲，即使企业有意愿增加投资，在现有的货币和信贷政策条件下也未必能得到支持。其次，其他因素，如政府投资、消费和净出口等亦无法有效地拉动中国经济增长。中国经济增长仍然存在下行压力，如果政府希望维持较高的经济增长速度，要么采取传统的“强刺激”，要么及早推出“强改革”。

^① 本文写作于2017年6月。如无特殊说明，本章图表所使用数据均来自北大汇丰海上丝路研究院，Wind数据库。

虽然 2017 年以来企业利润有了回升，但不是所有的企业雨露均沾。如果观察各类企业的表现，可以大致发现以下特点：其一，大中型企业利润回暖较快，同比增速快于工业企业整体增速。2017 年 1—4 月，大中型企业累计利润同比增速为 31.7%，比整体工业企业利润增速高出了 7.3 个百分点，同时，在工业企业总利润中的占比已经达到 66%，基本上主导了工业企业的总利润水平。其二，国有企业扭亏为盈，是企业利润整体回暖的关键因素。2017 年 1—3 月，国有企业利润同比增长 70.5%，远远高于其他类型企业（集体企业 7.6%，股份制企业 30.2%，外商企业 24.3%，私营企业 15.9%）。其三，上中游行业盈利回暖的情况远好于下游行业。2017 年 1—3 月，上游行业利润达 1 228 亿元，较 2016 年同期亏损 54 亿元；中游行业利润达到 8 040 亿元，同比增长 36%，其中黑色加工、有色加工、化纤等行业盈利改善最大。相比之下，下游行业利润同比增长仅为 2.9%。

为什么大中型、上中游国有企业的利润增长速度最快呢？一个重要的原因是，行政化去产能政策急速推进，导致原材料价格大幅上涨。这在煤炭、钢铁、化工和有色等行业表现得尤为突出。2015 年年底至今，煤炭和钢铁产品价格出现明显回升。目前 5 500 大卡的动力煤价格基本稳定在了 600 元/吨左右，相比 2015 年年底的价格每吨增加了 230 元，增幅超过 60%；螺纹钢的价格在 3 500 元/吨上下波动，比 2015 年年底的价格几乎增加了一倍。2017 年 1—4

月，煤炭开采与洗选业的累计利润比2016年同期增加了100倍。同时，黑色金属冶炼及压延工业的利润同比增幅达141.5%，远高于其他行业。

反观纺织、橡胶、食品加工等下游行业的利润增长则较为温和，市场需求整体偏弱。2017年1—4月，纺织、橡胶和食品加工的累计利润同比增速分别为5.3%、5.4%和8.4%，大大低于同期工业企业整体的累计利润同比增速（24.4%）。如此看来，这次利润回暖其实是利润在不同行业间的再分配。更令人担忧的是，这可能导致下游行业的利润受到进一步的侵蚀。如果上游行业是由于价格上涨而出现的利润回升，那么，这一价格上涨因素很难完全传导到下游行业。我们已经看到，PPI（生产价格指数）从2016年年中开始快速回升，而CPI（居民消费价格指数）则始终按兵不动，于是，大部分价格上涨都转化为下游行业的成本上涨。纺织、金属制品、橡胶、食品等行业的PPRIM（工业生产购进价格指数）的增速快于PPI，这其中的缺口部分就是由成本上升导致的利润损失。

恰恰是那些利润增长速度最快的企业，其投资意愿反而最弱。从历史数据来看，工业企业利润增长并不必然带来投资的增长，二者在2016年以来出现了背离的趋势：在盈利不断回暖的情况下，实际投资的同比数据却在一路下滑。当然，在一般情况下，如果企业盈利改善，那么会在一定程度上促进企业的投资——如果我们观察除煤炭、钢铁、有色金属、化工等之外的其他制造行业，确实能