

大变局： 全球与中国经济脉动

陈四清 ◎ 主编

 中国金融出版社

大变局：全球与中国经济脉动

陈四清 主编

 中国金融出版社

责任编辑：黄海清

责任校对：潘洁

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

大变局：全球与中国经济脉动/陈四清主编. —北京：中国金融出版社，
2019.1

ISBN 978-7-5049-9817-0

I. ①大… II. ①陈… III. ①世界经济—研究②中国经济—经济发展—研究 IV. ①F11②F124

中国版本图书馆CIP数据核字 (2018) 第239838号

大变局：全球与中国经济脉动

Dabianju: Quanqiu yu Zhongguo Jingji Maidong

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 169毫米 × 239毫米

印张 31.5

字数 468千

版次 2019年1月第1版

印次 2019年1月第1次印刷

定价 95.00元

ISBN 978-7-5049-9817-0

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

把握新形势下的全球与中国大势

陈四清

40年前，中国改革开放号角吹响，拉开了中国经济持续快速稳定发展的序幕。10年前，国际金融危机爆发，冲击了世界经济金融秩序。当前，国际国内形势日趋复杂，全球经济增长动力不足，国际开放合作共识减弱，中国经济社会结构面临深刻转变。在这个特殊的历史时刻，深入分析全球经济运行特点和中国经济重大变革，科学研判国内外经济金融大势，有助于为更好更快地实现经济金融发展目标提供决策依据。

一、全球经济不确定性、不稳定性增强

国际金融危机以来，国际力量对比发生深刻变化，全球经济金融体系处在历史转折点上，不确定性、不稳定性显著增强。尽管全球经济仍在扩张，但增长动能减弱，区域分化加剧，贸易保护主义抬头，金融脆弱性上升。2018年10月，IMF预计未来两年全球经济增长率仍将达到3.7%（按PPP法计算），但较上次预测下调了0.2个百分点。当前，全球经济运行有几个鲜明的特点：

一是全球增长即将见顶。全球经济扩张进入平顶阶段，各国增长出现不同步性。美国增长势头短期内仍相对强劲，失业率降至次贷危机以来最低水平。欧元区增长势头放缓，社会内部矛盾上升，主要大国经济复苏不如预期。

全球复苏开始分化，助推全球增长退潮，加剧国际金融市场震荡。

二是货币政策开始转向。在经历了长期的低利率环境后，主要国家货币政策开始转向。美联储持续推进货币政策正常化与缩表进程，引发“美元荒”，美国10年期国债收益率已突破3%关口。欧洲央行在2018年底停止购债，预计最快在2019年中开启加息进程，日本央行购债规模悄然收缩，新兴经济体纷纷加息。全球流动性正面临紧缩，系统性风险可能上升，市场自满情绪与高企的资产价格面临回调风险，汇率、利率、股市、债市、大宗商品价格等都将面临更大振荡。

三是国际秩序深刻调整。美国奉行单边主义和保护主义，对各国采取了贸易保护主义措施，遭到了多国的抵制与反对。国际贸易紧张局势愈演愈烈，对全球经济增长、消费投资、商业信心与资产价格带来重大威胁。美国发起的贸易战损害了全球产业链，可能把世界经济带入“冷战陷阱”“衰退陷阱”“反契约陷阱”“不确定陷阱”，进而引发新一轮经济与金融动荡。与之相反，中国、欧盟、日本、加拿大、墨西哥等国积极寻求改善经贸秩序，一方面积极推动世界贸易组织改革，另一方面加快区域贸易合作谈判，国际经贸秩序处于调整重塑之中。

四是新兴市场风险上升。历史上，在美联储加息周期中，新兴市场都经历了痛苦的调整过程。2018年以来，美元指数一度快速上涨，对新兴市场造成严重冲击，土耳其和阿根廷首当其冲，印度尼西亚、南非、菲律宾等国家也受到不同程度的影响。诸多新兴市场国家面临财政和经常账户“双赤字”，过去五年来这一问题不仅没有好转，反而出现不同程度恶化，极易导致经济滞胀、国际资本大规模外流，进而有可能演化为新的金融风险乃至危机。

二、中国经济进入大调整的关键时期

党的十九大报告勾勒了中国发展的宏伟蓝图，即在2020年全面建成小康社会的基础上，到2035年将基本实现现代化，到2050年将建成富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化强国。新目标带来新要求和新变化，中国经济更加注

重高质量发展，正经历一系列重大变革。

首先，经济结构加快调整。供需结构方面，经济增长动能加快转换，服务业在GDP中的占比已超过60%。消费成为经济发展的主动力，2018年上半年，消费贡献率达到78.5%的高点。城乡一体化持续推进，2017年常住人口城镇化率达到58.52%。人口结构方面，2017年60岁以上人口比例为17.3%，人口老龄化持续加重，养老、医疗、健康等需求不断增加。未来，中国经济结构仍将持续调整，“服务化”“消费化”、城镇化和老龄化特征更加凸显。预计2035年服务业占GDP的比重将超过65%，消费贡献率稳定在70%甚至更高，城镇化率有望达到70%，60岁以上人口比重将超过1/4。

其次，创新活力持续迸发。中国科技创新能力显著提升，主要创新指标进入世界前列。根据世界知识产权组织（WIPO）发布的报告，2018年中国首次进入全球最具创新性的前20大经济体之列，在全球126个经济体中排名第17位。未来，中国将把创新摆在国家发展全局的核心位置，搭建高效率创新体系，激发全社会创新活力，尽早摆脱关键核心装备和技术受制于人的局面。预计2035年中国研发投入强度将达到3%左右，科技进步贡献率将超过65%，稳居创新型国家行列。

再次，开放大门越开越大。中国对外开放质量不断提升，对外贸易和投资结构优化，对外投资从劳动密集型向技术、资本密集型转变。2018年前三季度，一般贸易比重达到58.4%，机电产品占出口总值的58.3%，知识密集型服务出口增速达到20%以上。对外开放更加注重管理模式与国际接轨。中国已设立了上海、广东、天津、福建等十多个自贸区，持续放宽市场准入，加快与国际标准、规则对接，并探索更高水平的经贸规则。同时，中国将“一带一路”作为新一轮对外开放的战略支点，打造顺应全球化的最广泛国际合作平台。

最后，人民生活持续改善。中国居民收入增长较快，生活水平显著提高，生态环境有所好转，公共服务更加完善，稳步迈向全面小康社会。2018年前三季度，全国居民人均收入增长6.6%，快于人均GDP增速；居民恩格尔系数降至28.5%，进入联合国划分的20%~30%的富足区间。绿色发展成效显著，2018年前三季度单位GDP能耗同比下降3.1%，空气质量优良天数比例达

到81%。同时，中国织起全球最大的医保网，大规模棚户区改造稳步推进，脱贫攻坚战扎实开展。预计2035年人民生活将更为宽裕，中等收入群体比例超过全国人口的一半，城乡区域差距和居民收入差距显著缩小，基本公共服务均等化基本实现，向共同富裕目标稳步迈进。

三、应对全球与中国经济新形势的战略抉择

面对国内外经济金融形势的新变化、新挑战，中国需要站在全球视野、立足本国国情，加强顶层设计，深化供给侧结构性改革，扩大全方位对外开放，妥善应对各种风险挑战，保持经济健康平稳发展，从多个层次、更高领域提升中国综合竞争力，推动世界经济再平衡和可持续增长。

一是加快中国经济向高质量发展方式转变。稳中求进工作总基调是做好经济工作的方法论，稳是主基调，稳是大局。在追求合理经济增速的同时，要推动结构优化和质效提升，增强经济的平衡性、协调性和可持续性。要牢固树立五大发展理念，全面对标高质量发展要求，全面激发发展动力和活力，充分调动企业家、创业者积极性，切实提高供给体系质量和效率，大力实施创新驱动发展战略，增强区域发展协同性，着力补齐民生短板。

二是加快制造业向全球价值链中高端转变。要从战略高度重视制造业转型升级。面向新一轮全球价值链变革，积极转变制造业发展模式，稳定增加研发经费投入，推动产学研一体化，增强技术创新能力，在更高水平上融入全球分工体系，谋求在全球价值链中地位的提升。坚持“引进来”“走出去”并举，加快提升设计、研发、营销等能力，培育向全球价值链中高端延伸的国际竞争新优势，在巩固“中国制造”“中国加工”地位的同时，重点推动形成“中国创造”“中国营销”“中国品牌”。支持中国制造企业“走出去”，开拓多元化市场，在全球范围内优化生产经营流程和要素配置。

三是加快开放格局向制度型开放转变。过去40年，我国大力推动商品和要素流动型开放，成为世界货物贸易第一大国、外资流入第二大国，但在国内规则与国际通行规则接轨上，在主动参与制定国际规则上，还存在一定的差

距。中国既要继续做好国际规则遵守者和维护者，又要探索做好国际规则制定者和推动者。要坚定维护多边贸易体制，促进贸易和投资自由化便利化，反对各种形式的贸易和投资保护主义。要放宽市场准入，全面实施准入前国民待遇加负面清单管理制度，保护外商在华合法权益特别是知识产权，允许外资在更多领域实行独资经营。积极参与区域贸易协定谈判，争取早日谈成区域全面经济伙伴关系和中日韩自由贸易协定，进一步推动亚太自贸区建设。

四是加快金融体系向融通全球型转变。一国金融体系配置全球资本的能力越强，越有利于在全球范围内整合资源，进而拓展市场、降低成本、提高效率，推动该国企业变大变强。中国金融业应加快拓展国际化布局，加大对重点地区尤其是“一带一路”沿线布局力度，提升现有机构辐射能力，发挥全球资本整合者的作用。要完善金融基础设施，稳步推进人民币国际化，稳步推进金融市场双向开放。加大支持上海国际金融中心建设力度，巩固提升香港国际金融中心地位，更多吸引全球资本聚集。

习近平总书记指出，“认识世界发展大势，跟上时代潮流，是一个极为重要并且常做常新的课题”。国际形势风云变幻，合作共赢是唯一正确选择；国内经济深刻变化，改革开放是重要应对法宝。这既是经济规律使然，也符合人类历史逻辑。未来，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，扎实践行五大新发展理念，发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好地发挥政府作用，把握好经济金融发展大势，全力推动高质量发展，我国一定能够实现“两个一百年”奋斗目标。

目 录

○○○ Contents

第一章	第一节 美国经济	003
全球经济 金融发展	美联储加息的意图、潜在影响及对策	003
	特朗普贸易政策的走向与我国的应对建议	015
	特朗普税改：内涵、影响及应对	025
	美国经济去杠杆化的进程、效果、经验教训 及对中国的启示	039
	美国页岩油的“天花板效应”及其影响	056
	第二节 欧洲经济	067
	欧盟的未来：以改革促前行	067
	马克龙经济政策及对中法合作影响	080
	从英国“脱欧”到欧盟区内重塑金融版图看 中法金融合作前景	095
	脱欧对英国和欧盟金融监管体制的影响	106
第三节 新兴市场	119	
金砖国家合作进展、挑战与政策建议	119	
宏观审慎管理和资本管制在新兴市场中的 应用	137	
第二章	第一节 宏观经济政策	159
全球经济金融改革	全球货币政策转向的评判标准、表现和 外溢影响	159
	美联储缩表的可能路径及外溢影响	166
	Libor 替代之路全面推进	180
		001

第三章
新时代的中国
经济金融

“负利率”的影响、传导机制与启示	189
第二节 金融监管	202
行为监管的国别实践在路上	202
实施托宾税的技术难题及效果分析	211
特朗普新政背景下的美国金融监管趋势	222
第一节 实体经济	247
从国际比较看中国过早“去工业化”风险 与对策	247
生产性服务业及其与制造业融合发展的 中美对比	277
我国非金融企业杠杆率的国际比较与 对策建议	290
基于宏观审慎的房地产风险预警研究	307
第二节 金融发展	335
金融体制改革的新亮点及影响	335
我国资金“脱实向虚”的表现、成因及 治理研究	344
“双支柱”调控框架有助于实现稳增长、 防风险的平衡	368
我国国际债券市场发展的现状、机遇及 政策建议	376
人民币贬值背景下中国跨境资本流动： 渠道、规模、趋势及风险防范	390
居民海外资产配置的国别比较及对中国 的启示	404
第三节 对外开放	419
以积极主动对外开放应对全球化新变化	419
比较优势变化需要我国开放发展框架 作出调整	425

	加快发展陆上贸易的战略意义、难点与对策	439
	自贸区资本账户开放路径及其对国内宏观 经济稳定的挑战	445
	“一带一路”基础设施融资：国际经验及 政策建议	461
参考文献		476
后记		491

第一章

全球经济金融发展

第一节 美国经济

美联储加息的意图、潜在影响及对策

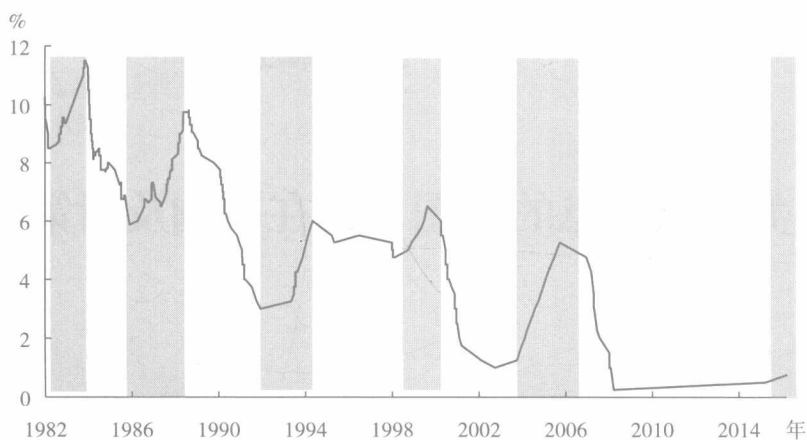
自2009年7月开始，美国经济开始了稳步复苏，美联储在2015年12月启动了危机以来的首次加息，将联邦基金目标利率区间提高25个基点至0.25%~0.5%。作为非常规货币政策正常化背景下的加息周期，与以往相比，当前美国经济复苏基础较弱，并没有物价急速上涨的压力，未来加息节奏还面临新兴市场溢回效应冲击和特朗普新政不确定性影响。美联储加息进程将对全球和我国经济金融市场造成较大外溢影响，可能引发局部或全球性的经济危机，对我国跨境资本流动、人民币汇率、资产价格和人民币国际化业务带来困扰。我国可以通过加快推进经济转型和结构改革，将宏观经济政策、宏观审慎监管与资本管制措施相结合，完善人民币汇率形成机制，动态调整外币融资币种，深化外商投资管理体制改革等措施，做好风险应对。

一、2015年开启的加息周期与之前加息周期的异同点

（一）20世纪80年代以来的六轮加息周期背景

1980年以来，美联储共经历了六轮较为明显的加息周期。

第一轮是两次石油危机背景下的加息周期（1980年8月至1981年5月、1983年3月至1984年8月），其间还出现了利率回调现象（见图1-1）。



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所。

图 1-1 美国联邦基金目标利率历史走势

20世纪70年代，美国深陷滞胀泥潭，美元持续贬值。1973年、1979年两次石油危机导致原油价格暴涨，从1979年的15美元/桶涨至1981年2月的39美元/桶。石油危机给美国带来了输入型通胀，加之当时全球央行普遍超发货币，导致20世纪70年代中后期美国经济增速放缓、物价飞涨、失业率大增、美元持续贬值。到1980年6月，美元指数较1976年峰值下跌超过20%。时任美联储主席的保罗·沃尔克于1980年8月至1981年5月采用超常规手段压制通胀，联邦基金有效利率从9.5%上升到历史最高水平19%。美元利率飙升拉动美元指数止跌回升，通货膨胀也得到极大程度的遏制。

但是沃尔克的超常规加息措施导致美国经济在1981年7月开始急剧衰退。1981年里根上台，大力推进“里根经济学”，即减税和放松管制的供给改革。到1983年，改革开始见效，美国经济强势复苏，失业率开始下降，通胀再起。于是美联储在1983年2月至1984年8月开始了“正常情况下”的一轮加息，共加息12次，将目标利率从8.5%上调至11.5%。

第二轮是《广场协议》与“87股灾”背景下的加息周期（1987年1月至

1989年5月)，基准利率从5.875%上调至9.8125%，其间也出现了短期利率回调现象。

从1985年开始，美国通胀率迅速抬头。CPI指数（1978年=100，下同）从1984年的119.9快速攀升至1985年的131.1，至1989年达到209.9，年均增幅高达12%。与此同时，美元强势一方面给美国造成巨大的贸易逆差，另一方面也给各发达经济体带来了输入型通胀。于是1985年9月，美国、德国、法国、英国和日本签订《广场协议》，决定共同干预市场，令美元对主要货币大幅贬值，美国巨额贸易赤字开始缩减，经济强劲复苏，核心通胀再度飙升，美国货币政策在1986年后逐步收紧。

然而1987年发生的“股灾”导致美联储紧急降息救市，加息进程出现暂时倒退。由于救市及时，股市下跌对经济影响不大，1988年起通胀继续上扬，美联储重启加息进程，共加息17次，利率从6.5%最终升至9.75%。此轮紧缩使经济增长放缓，加上随后的油价上涨和1990年8月开始的第一次海湾战争严重影响了经济活动，货币政策又迅速转向宽松。

第三轮是“通胀恐慌下”的加息周期（1994年2月至1995年2月），加息7次，基准利率从3%上调至6%。

1990年和1991年美国经济增长放缓，1991年GDP同比增速甚至降为-0.1%。为了应对经济衰退，美联储实行宽松货币政策，削减利率至3%。宽松举措取得了不错效果，1992年经济增速开始回升，GDP同比增速达到3.6%，之后几年也维持在2.5%以上。但宽松举措的不良后果逐步显现，从1993年开始通胀飙升，1993—1995年通胀定基指数年均增速高达18.6%。为了对冲通胀影响，美联储开始逐步加息。前三次美联储先是小幅加息25个基点，随后提高每次加息幅度至50个基点，最终将基准利率从3%提高至6%，使通胀得到控制，债券收益率大幅下降。

第四轮是亚洲金融危机、互联网泡沫下的加息周期（1999年6月至2000年5月），加息6次，基准利率从4.75%上调至6.5%。

进入20世纪90年代中后期，美国经济开启强势增长模式，助推美元指数大幅飙升。受全球化、放松管制、金融自由化、IT技术革命的共同推动，美国

在20世纪90年代中后期保持了低通胀、低失业、高增长的经济奇迹，GDP增速长期维持在4%以上，互联网泡沫加速膨胀。1998年美联储将利率下调50个基点以应对亚洲金融危机，互联网热潮令IT投资增长，经济出现过热倾向，美联储旋即再次收紧货币政策，将利率从4.75%上调至6.5%。

第五轮是房地产泡沫下的加息周期（2004年6月至2006年6月），加息17次，基准利率从1%上调至5.25%。

2000年互联网泡沫破灭和纳斯达克指数崩溃后，美国经济再次陷入衰退，“9·11事件”更令经济和股市雪上加霜。美联储随即转向，从2001年开始，在三年内将联邦基金目标利率从6.5%降至1%。低利率极大地刺激了美国房地产泡沫，次贷加速扩张。2003年下半年经济强劲复苏，需求快速上升拉动通胀和核心通胀抬头，2004年美联储开始收紧政策，连续17次分别加息25个基点，直至达到2006年6月的5.25%。此轮加息周期引发了美国房地产泡沫破灭，进而引爆了2007—2008年国际金融危机。

第六轮是非常规货币政策逐步退出的加息周期（2015年12月开始），截至2017年底已加息五次，目标利率区间从0~0.25%上调至1.25%~1.5%。

2008年国际金融危机爆发之后，美国经济连续两年负增长。为了应对半个多世纪以来最严重的金融危机，美联储在短期内将联邦基金目标利率由4.25%降至0.25%的历史低点，并持续七年之久。其间还推出三轮总额高达3万多亿美元的量化宽松政策（QE），美联储资产负债表规模也从危机前的8000多亿美元飙升至4.5万亿美元。随着经济逐步企稳回升，家庭和企业资产负债表逐渐修复，美联储于2014年底宣布退出量化宽松政策，在2015年底将联邦基金目标利率上调25个基点，开启了近10年来的首次加息。

（二）历次加息的主要意图

美联储加息决定主要服务于本国经济发展需要，这可以从美联储利率决策框架中得到印证。美联储主要采用基于规则的方法（如泰勒规则），作为联邦基金利率目标的决策框架。根据该规则，美联储将利率设定为通货膨胀和产出对其自然水平偏离的函数，当产出缺口为负（正）以及通货膨胀超过（低