

## 全球经济与中国经济：新周期还是旧周期？\*

程实 张明 陈兴动 朱海斌  
张斌 钟正生 殷剑峰 肖立晟  
姚枝仲 徐奇渊 吴庆

程实（工银国际首席经济学家）：全球经济进入换挡复苏，全球风险不容忽视

我要讲的是全球经济，集中于最近几篇报告的观点，主要包括三部分：全球经济增长、全球经济风险、全球政策。

第一，全球经济增长。2018年的核心判断的关键词是“换挡的复苏”。2018年的全球经济增长率预计3.7%，2017年为3.6%，2016年为3.2%。从2016—2018年的三年时间里，全球经济增长上升幅度为0.5个百分点。纵观过去的四十年，经济平均增速大约为3.5%。因此，0.5个百分点的经济增速提升相当可观。

判断2018年经济增长非常好的原因是已经走出危机。2018年是全球经济危机的第11年，从历史演变的规律来看，一场比较大的危机的持续期一般为10年左右。从产出缺口、风险指标等方面判断，2018年全球经济将会比较彻底地走出危机。

看好全球经济并不意味着盲目乐观。我们认为可能的危险有两个。其一，换挡过程中面临状态反复风险。经济增速从1挡换2挡，面临再换回的可能。根源主要是长期结构性风险，包括全要素生产率内生性下降、两极分化多层次加剧、收入增速长期放缓、岗位消失渐成趋势等，需要全球政策从需求侧向结构侧换挡才能有效应对。其二，换挡过程中面临摩擦性风险。短期摩擦性风险主要包括贸

---

\* 2018年1月5日，由中国世界经济学会、《国际经济评论》编辑部举办的“全球经济与中国经济：新周期还是旧周期？”主题研讨会在北京举行。与会专家围绕全球经济和中国经济两个议题进行了热烈的讨论。现刊出经发言者本人审定的观点。

易保护主义、竞争性贬值、经济孤岛主义、地缘政治冲突等，需要全球政策从割裂转向协同才能有效应对。因此，我们判断2018年全球经济向好，但是强势性复苏的可持续性要带个问号，对2019年情况未知。

从全球增长的区域分布看，新兴市场起到引领作用。数据表明，2017年，新兴市场指数（MSCI）领先发达市场指数一个身位：新兴市场指数涨幅高达34%，发达市场指数涨幅仅为20%左右。这一状况，显示出新兴市场正在取代欧美，成为全球经济最有活力的增长区域。我们非常关注新兴市场增速与发达国家增速的剪刀差，这反映了全球活力的区域对比。2009年，上述指标的剪刀差大约是6%，之后一路下行，至2017年大约是2.5%，这也说明2009—2017年，新兴市场相对发达国家的表现并不太好。反映在同期的股市，也正好印证美股的良好表现，美国经济引领全球经济。2018年，新兴市场增速与发达国家增速的剪刀差将出现八年来的首次探底回升，新兴市场相对发达国家的表现将重新向好。我们预测这一向好势头会持续五年左右。未来，新兴市场将重新成为全球经济和金融市场备受关注的活力区域。

从国别来看，2018年最看好的依然是中国和美国，对欧洲和日本的想法相对保守。中美是全球经济复苏的双核稳定器。中国的十九大已经开启新时代，美国会进入真实复苏期。不太看好欧日，虽然欧洲经济基本面不错，但是对地缘政治冲突和一体化倒退风险有所担心。

以上是对2018年全球经济增长的判断，核心观点是2018年全球经济增长总体不错，进入复苏换挡，经济增速有较为强劲的表现；但对增长的可持续性有疑问；对新兴市场经济增长有期待。

第二，全球经济的风险。“当灰犀牛撞上黑天鹅”的报告总结了2018年可能的全球经济风险。2018年的灰犀牛在于三个方面，一是全球风险偏好的逆转。美股、港股的市场表现太好了，由此担心未来可能发生的风险偏好逆转。以波动率指数（VIX）为例，在2017年前30年里，只有11次低于10%，然而2017年全年却出现了30多次低于10%的情况。VIX指数的系统性低位，反映了全球风险偏好之高。二是石油出口国的债务危机。对2018年债务危机的担心，主要集中于巴西、沙特阿拉伯等石油出口国。2018年，在全球财政赤字率排名前十的重要经济体中，预计有八个为石油出口国。2017年11月，委内瑞拉发生债务违约。这是过去几年大宗商品弱势的积聚，有可能集中爆发于2018年。三是新兴市场的货币风险。主要的担心在于印度、南非和巴西，主要风险在于资本市场估

值过高，在未来风险偏好调整的过程中，有可能发生货币风险。

担心的黑天鹅也有三个。一是美国政策的摇摆。美联储的加息节奏、缩表过程、税改进度等，有可能出现较多的反复。二是欧洲一体化的倒退。2017年欧洲一体化进展顺利，法国、德国等均相安无事。但是，2018年又是欧洲多国大选之年。匈牙利和意大利大选、塞浦路斯和希腊退欧风险等都可能演变为“黑天鹅”。三是区域冲突的恶化。2018年，中东地区可能成为全球火药桶，朝核危机亦将游走于战争边缘。

总结全球经济风险，确定性比较高、大概率会出现的灰犀牛风险有三个：全球风险偏好的逆转、石油出口国的债务危机、新兴市场的货币风险；概率比较小、但一旦发生就会有较大冲击的黑天鹅风险也有三个：美国政策的摇摆、欧洲一体化的倒退、区域冲突的恶化。分别以“黑天鹅”、“灰犀牛”为横、纵坐标，可以构建2018年全球主要经济体的风险矩阵，并据此提出以下建议。第一，把握风险的“动”与“不动”。一方面，上述“黑天鹅”、“灰犀牛”两两形成了9种风险共振组合，各自覆盖了不同的主要经济体。2018年，随着各类“黑天鹅”、“灰犀牛”风险的强弱起伏，高危的风险组合和受影响国家将快速轮动，全球资产配置亦需要趋利避害、顺势调整。另一方面，沙特、巴西和印度均涉及4种风险组合，成为多类型风险的交汇点，在风险轮动中持续位于危险区域，值得保持长期警惕。第二，重视确定性的价值。在风险矩阵中，中国涉及的风险组合单一，且具有强劲的增长韧性、充裕的政策空间以阻断“黑天鹅”、“灰犀牛”的风险共振，呈现出确定性的比较优势。

第三，全球政策。2018年可能会有三个转变：政策重心从需求侧转向供给侧，政策模式从割裂型转成协同型，全球政策关切从单维度转向多维度。其中最重要的是政策重心从需求侧转向供给侧。在IMF和OECD研究的基础上，工银国际宏观研究团队将主要的发达经济体、新兴市场经济体所需要的供给侧政策列成表格。我们将供给侧结构性改革细分为劳动力市场、贸易体系、市场结构等9个方面，涵盖所有的能够带来结构性改善、全要素生产率提升的制度改变和革新。得出的结论是：所有的经济体，包括美国、中国、欧洲、日本，无论是发达国家还是新兴市场，都需要一场供给侧改革，虽然领域侧重有所不同。

综上，对于2018年全球经济的增长是乐观的，但是仅限于2018年；对于“灰犀牛”和“黑天鹅”的全球经济风险有所担忧，不过主要集中于巴西、沙特和印度；在全球政策方面，2018年将是全球供给侧结构性改革的大年。

张明（中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员）：2018年全球经济面临四大风险

我认为2017年全球经济主要有四个特点。一是全球经济从分化走向趋同。2017年的全球经济增长中，发达国家中的欧元区和日本等经济体的经济增速向美国趋同；新兴市场中，其他经济体向中国趋同。二是全球货币政策从分化转为“共振”。如果说之前只有美联储在收紧货币政策，那么到了2017年，欧央行、英格兰银行、日本央行等都在释放未来紧缩的信号，中国央行的强监管抬高了货币市场和债券市场的收益率。货币政策由分化走向趋同，这也是美元指数在2017年显著下跌的主要原因。三是全球贸易和资本流动明显复苏，但直接投资是个例外。四是资产价格高位运行，特别是美国的股市、债市非常火爆。

展望2018年，有四个问题值得高度重视。一是全球地缘政治冲突可能加剧，朝核与中东是最值得担心的两个区域。二是未来一段时间内中美贸易摩擦加剧的概率比较高。三是欧洲国内政治风险可能卷土重来，比如意大利大选的不确定性。四是资产价格是否可能显著下跌，尤其是美国的股市与债市。

我有几个疑问，希望得到大家的讨论。首先，如果说2017年的全球复苏是协同性的，那么2018的协同性是会增强还是减弱？2017年，欧洲经济相比美国经济而言明显上升，那么2018年欧洲经济还能继续维持强劲的复苏势头吗？我想和程实商榷的有两点。一是2018年的新兴市场会不会那么好？程实也提过对巴西、沙特和印度三个国家的担忧，以及对石油出口国的担忧，如果这两组国家都不好，只靠中国撑起的新兴市场增速，到底会有多强？此外，新兴市场还会面临中国和美国货币政策双双收紧的冲击，再加上地缘政治冲突和经贸冲突加剧，这些因素会不会对新兴市场造成不利的外部冲击？二是全球政策在2018年从割裂转为协同，这一点真的能够实现吗？

陈兴动（法国巴黎银行首席经济学家）：美欧日经济走向总体趋好，新兴市场呈现分化

市场对于2017年的共同认识是全球经济的协同性上升，并且这一点目前已经得到了验证。无论官方机构还是市场机构，对于2018年的全球经济的判断是经济复苏会在2017年基础上继续，但是对于会否进一步上升，认识上存在差别。在2017年12月份对全球经济进行预测时，法国巴黎银行团队做了全面的观察和分析。目前没有明显证据证实新兴国家会全面上升，我们对此信心不足。

2018年各国经济增长应该会分化。美国经济向好会大概率继续，市场对于美国经济增长的惯性没有太大异议。资本市场看好美国在于特朗普的四项政策：减税、再工业化、制造业基础设施投资及货币政策。新任美联储主席鲍威尔上台后一定会和特朗普达成协议，不会采取更紧的货币政策，我们预计2018年美联储或加息两次，至多三次。当然，也有机构认为美国会加息四次，同时其核心通胀率（PCE）会超过2%。美国经济复苏大概率会持续，减税政策或多或少都会对经济增长起到正向推动作用。当然，风险也在累积，灰犀牛事件不容忽视。美国自2008年危机以来恢复经济增长，是二战以来恢复期最长的。我们判断美国经济增速可能会在2018年第四季度触顶，到2019年可能会降至2%以内。因此我们预期，2018年第三季度可能会是美国股票市场、债券市场的风险节点。

对于欧洲的判断比较乐观。法国巴黎银行认为目前欧洲经济处于蓬勃发展的中段，而美国处于后段。我们将欧洲经济的强劲增长主要归功于欧央行货币政策的定力，再加上法国马克龙总统的上台起到了进一步稳定的作用。但是未来仍存在政治风险，欧洲政治家也意识到了这一点。英国脱欧的第一步进展好于预期，欧盟和英国意识到了在面对不确定性时要做出让步。英国做出了三个让步：答应500亿欧元的脱欧的补偿费，在爱尔兰不设置硬边界，保持欧共体的公民在英国的所有待遇不变。现在值得担忧的焦点是德国，默克尔无法成功地组成联合政府，削弱了信心。欧元区经济能达到2%以上是极其罕见的，我们在一年前计算的欧元区潜在增长率只有0.1%。在如此低的潜在增长率的水平上，经济增速能推到2%并非易事。技术进步、制度改革、法国两项劳工制度和税制改革等，将潜在增长率提到了0.5%，即使如此，2%的经济增速也是极大出乎意料的。欧洲经济的上升区间可能会延长至2019年。欧元区的风险依旧存在，例如西班牙加泰罗尼亚的独立闹剧，未来重点要看意大利的五星运动党在3月份的选举表现，但这些因素已经被市场预料并消化。

关于日本经济。安倍经济学包括三支箭，其实需要四支，目前射出了两支箭，政策落地以来，日本的潜在增长率从0.3%上升到0.5%，目前已经到了0.7%。2017年日本经济预计取得1.5%的增长，这是相当不错的。展望2018年的经济，日本货币政策仍存在不确定性，面临日元升值的压力，经济增速可能放慢，预计增速为1.3%。

新兴市场国家经济增长将会出现分化。世界上存在很多的不确定因素，我们认为其中最大不确定性是中国，外界看中国的问题往往是雾里看花。从经济增

长角度来讲，中国经济2017年相对2016年加速增长是确定的，2017年中国进口增长迅速，并且进一步带动全球贸易的加速增长。

美股2018年1月4日的大涨与金正恩的新年讲话有关。尽管全球如何应对朝鲜核武尚存在争论，但朝鲜是目前全球最大的风险点是无疑的。再加上非建制派的特朗普总统执政风格，美国对朝鲜动武的可能性增大，这对资本市场的影响是致命的。如果朝鲜核问题在2018年能得到缓解，那么地缘政治风险可能会低于2017年。

朱海斌（摩根大通中国首席经济学家）：发达国家引领全球经济，警惕全球货币政策拐点和全球风险

听下来大家一致的判断是看好2018年全球经济。我侧重谈下观点不太相同的问题。

首先，发达国家（DM）与新兴市场（EM）的关系。我更偏向兴动的看法：2018年是DM引领、EM分化的一年。如果对比真实经济增速和潜在增长率，2017年之后这一轮的全球经济增长表现为协同增长。根据测算，70%以上经济体的经济增速超出其潜在增长率，其中美欧日等发达经济体远远超出潜在增长率。美国潜在增长率在2%以下，而目前判断实际增速2017年为2.2%，2018年为2.4%；欧元区潜在增长率1%，而2017年经济增速为2.4%，2018年为2.6%，欧洲明显处于扩张期。美国可能处于扩张期的尾部，经济增速2019年会回落到2%以下。日本在三个主要经济体中的相对表现比较弱，但整体也不错，其潜在增长率约为0.5%，而目前的增速超过1%。因此，发达国家的经济增速远远超过潜在增长率。

新兴市场则存在明显分化。巴西、南非在2017年确实转好，但是背景是前两年太差，之前的负增长肯定处于潜在增长率之下，目前是慢慢恢复。因此，说EM引领本轮经济增长很难令人信服。2017年全球贸易增速回归，而之前的五年，贸易增速持续低于全球名义GDP增速，而在2007年之前，全球贸易增速是GDP增速的两倍。其中很大的原因在于这一轮的经济复苏主要是美欧日等发达国家作为主导，当然中国也发挥了作用。在发达国家强劲经济增长的带动下，全球总需求回升，贸易走强。因此，2018年还是DM引领、EM相互分化的过程。

其次是主要货币汇率走势，尤其是欧元兑美元的走势。欧洲经济2017年4季度的环比增速应该超过3%，如果没有地缘政治风险的爆发，单看经济增长，欧

洲经济在2018年上半年还会维持强劲增长，全年增速预期为2.6%。关于美元兑欧元的走势，由于美国减税、美联储的加息预期，市场大多看好美元。但是摩根大通团队的想法是，欧洲经济表现会好于市场预期，各种因素加权之下，并非美元一定强势，有可能欧元小幅升值。

第三，关于货币政策，我不太同意从分化到共振的判断。全球货币政策整体上比较宽松，而近两三年发达国家的货币政策出现分化。从全球货币政策来讲，2018年可能是明显的拐点，2019、2020年发达国家的货币政策有可能会同步正常化。判断美国2018年可能加息四次。美国税改后，市场对美联储加息次数的判断上升。欧元区和日本，如果不出意外2018年会延续宽松的货币政策。欧元区经济表现很好，失业率基本每年下降1个百分点，估计2018年会到8%以下，但是欧央行在货币政策正常化的指引上仍然相当谨慎。至少在2019年前，欧央行不会主动考虑加息的问题。

关于2018年是拐点的判断，主要依据有两个：一是从主要发达国家央行的资产负债表来看，下半年会是从扩表转向缩表的拐点；二是从货币政策的拐点看，2019年可能会是欧央行考虑加息的时点。目前很难讲货币政策是协同的，美欧日还是根据自己的国情来制定。关于中国货币政策的官方表述是审慎、中性，实际上2017年后中国的货币政策偏紧，是紧缩性的，反映为信贷增速收紧和市场利率上行。新兴市场的货币政策分化更加明显，各地区和经济体之间加息和降息的都有。

最后，对于风险的判断。看2018年，美国的贸易政策是不容忽视的风险。短期来看，美国和墨西哥的北美自由贸易区（NAFTA）谈判，目前看美国很有可能会退出。另一个风险是中美之间的贸易冲突。特朗普访华后，中国国内的很多智库严重低估中美贸易之间可能会出现的摩擦。2018年最可能的风险是通胀风险，发达国家、新兴市场国家的通胀水平都处于历史低位。2017年，美欧日的通胀并未如预期般上升。2018年，判断美联储加息四次的依据之一也是美国的通胀会回升到2%。最近几年，我自己的观察是，通胀与预期有很大偏差，通胀与就业之间也偏离以往菲利普斯曲线的关系，但学界、政策界对此基本没有好的解释，这是很让人担心的。无论是资产价格还是货币政策，2018年通胀的走势是个关键变量。如果通胀上升很快的话，市场对美联储加息2-3次的预期就要进行修订；而如果通胀仍然很低，那么加息4次的可能性就要降低。

陈兴动：

关于美国加息的判断，目前我们观察到的几个指标表现不协调。2018年年底失业率可能降到4%以下，菲利普斯曲线的作用弱化；通胀率低于2%，居民储蓄率大幅而且持续下降，从2008年的6.7%降到目前的2.8%，而且还有可能进一步下降，这将进一步影响消费。通货膨胀上不去，消费力的增速在放慢。在这种矛盾的局面下，美联储将会有何作为？

张明：

我来回应一下海斌的观点。我认为，2018年美元兑欧元汇率可能温和反弹，这是基于如下判断：第一，欧洲经济复苏到底是内生性强还是政策驱动的？恐怕是后者。分析美欧日央行的资产负债表，不难发现，2017年欧洲央行的扩表速度最快，一旦2018年欧洲央行的月度购债规模减半，政府刺激弱化的前提下欧洲经济的复苏是否可以持续，至少存在一些不确定性。第二，我提到的“共振”是加引号的，市场觉得是共振，而实际存在显著区别。美联储在2018年很可能是三、四次加息加上缩表，而欧洲央行只会削减量化宽松（QE）的规模。一个是真紧缩，一个仅仅是降低宽松的幅度，这其中紧缩的含义是不一样的。第三，关于国内政治的判断。2016年年底我们特别看好特朗普，而2017年是特朗普逐渐被证伪的过程。不过，2017年年底特朗普减税成功，2018年上半年可能会挑起中美贸易冲突，这在中国看来是风险，而在美国看来可能是又一成就。目前市场对特朗普的预期似乎重新转好，又出现了“特朗普是伟大总统”的说法。2016年年底，市场因为大选风险而看弱欧洲，结果一个风险都没发生。现在市场对欧洲高度乐观，但2017年年底又出现了一些事，比如德国组阁失败、西班牙加泰尼亚独立公投。我对马克龙的改革前景并不乐观，劳动力市场改革和税收改革都不容易推进，马克龙与默克尔的联盟短期内也难有所作为。如果说2017年是特朗普被证伪，那么2018年马克龙是否也存在被证伪的风险呢？2017年欧元兑美元升值了约14%，2018年欧元兑美元可能会温和反弹。

张斌（中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员）：制造业繁荣带动本轮全球经济增长

现在世界经济运行正处于景气时期。无论是发达经济体还是新兴市场经济体，主要经济体的PMI（采购经理人）指数都大于50，同时出现这种情况比较罕

见。景气程度未来还会持续一段时间，但是也不能过于乐观。2018年下半年以后，全球经济增长景气程度可能面临下滑，下滑不会那么陡，经济增长还能维持在比较高的位置上，但是增长动能减弱。

判断依据如下。这轮全球经济景气程度抬升来自制造业回升，以及国际贸易回升，随后又传递到更广的经济领域。对此的简单检验是：对制造业的PMI和服务业的PMI进行格兰杰因果检验，这其实是时间先后关系的检验，结果发现全球制造业的PMI可以解释全球综合PMI和全球服务业PMI。但是全球综合PMI和全球服务业PMI无法解释全球制造业PMI。这是第一个现象。

为什么全球制造业和国际贸易会复苏呢？可以再做一个小的检验。中国的制造业PMI领先全球制造业PMI，这是过去三五年来情况，而反之全球制造业PMI无法解释中国的制造业PMI。再者，把欧、美、日、中国和全球的制造业PMI放在一起做个VAR模型，看看哪个经济体的贡献大。大致的结论是：中国的制造业PMI上升对全球制造业PMI上升的影响远超过美欧日。

中国的制造业PMI与中国工业品价格和房地产价格密切相关。还是从时间顺序上看，房地产价格上升领先于工业品价格上升，而工业品价格上升则与制造业PMI表现高度相关。

这里并不是证明中国主导全球经济波动，而是想说明中国是这轮全球经济增长的最重要的驱动力量。正是存在这样的领先滞后关系，所以预测时需要加以考虑。中国经济正从景气周期回落，而美欧日由于滞后中国的景气周期，目前正处于红火期，因此接下来一两个季度美欧日正在接棒中国经济支撑全球经济的景气程度。但是随着作为主要驱动力量的中国景气程度正在减退，接下来美欧日也不可避免减退，因此2018年三四季度全球经济景气高涨的情况可能会面临向下调整。2018年的全年数据还会不错，但是全球增长的动能会减弱。

钟正生（莫尼塔研究董事长兼首席经济学家）：2018年美元将振荡偏弱，美债收益率上升幅度有限

第一，对美元和美债的看法。2018年美元振荡偏弱，这一判断基于三个理由：其一，特朗普交易对美元影响淡化。2017年以来，美元走势与美联储加息节奏已经没有太大关系，主要驱动力量是资本市场的“特朗普交易”，开始走高，后来节节走低，最后触底反弹。特朗普打折版的税改方案落地，基本上是“靴子落地”的过程。而特朗普税改对美国经济的提振作用有待观察，不会迅速

体现在美元指数上。

其二，全球经济温和复苏，在复苏通道上有先有后。我的排序是：美国处在复苏的中后期，欧洲处于前中期，新兴市场排在更后面。2008年次贷危机的震中是美国，2011年及之后爆发两次欧债危机，2013年6月份伯南克说美国要退出QE，因此2013—2014年新兴市场痛苦调整。从震中的传导来看，正好三年。再看复苏，自2014年美联储开始退出QE，美国经济开始起死回生，而到了2017年欧洲经济突然起来，期间也恰好相隔三年左右。也许再过个两三年，新兴市场会有更强劲的表现，当然中国除外，中国是个最大的不确定性因素。复苏之路有先有后，意味着经济相对强弱的表现，会在很大程度上影响汇率走势。美国经济只是平稳复苏，欧洲经济若有持续强劲表现，将造成2018年欧元兑美元依然有升值空间。

其三，特朗普税改靴子落地后，可以将关注转到美联储加息、缩表对美元指数的影响上。观察以前的美联储历次加息，当加息到中后期时，美元指数往往不会有很强的表现。几个例外情况是，美联储还在加息，美元指数持续攀升，这时往往会发生不大不小的经济金融危机，不管主要是不是由于美联储加息引致的。由于全球避险的情绪和需求上升，美元指数会进一步上涨。如果假定2018年没有比较明显的经济金融危机发生，从概率分布上讲，美联储加息和美元指数的关系会服从历史规律：当美联储加息过快时，美元指数上升动能反而偏弱。2016年11月特朗普竞选获胜，以及2017年特朗普税改投票快临近时，我在FT中文网发过两篇时评文章，“特朗普会带来强美元么”一文认为特朗普不会带来强美元；“美元下跌的四大理由是否成立”一文认为市场对特朗普过度乐观，美元年内会有一波触底反弹行情。事后证明这些预测都对了，希望2018年对美元的判断也是对的。

2018年美债收益率不会上升太多。这一判断基于如下理由。其一，债券市场需要考虑配置力量。目前美国老年人口占比历史最高。根据生命周期理论，年龄越大，购买债券的偏好要高于股票。这是一个慢变量，是否会在2018年对于美债收益率产生明显压制，目前并不明朗，但是未来几年一定会成为压制力量。

其二，美国最近两个季度的GDP环比折年率均维持在3%左右的强劲势头，然后低通胀就是一个谜，连时任美联储主席耶伦都说无解。在实际通胀和通胀预期没起来之前，美债收益率很难有实际攀升的驱动力。

其三，美国在缩表，欧洲只是收缩购债规模，日本在控制0.1%的国债收益

率的目标下可以无限购买。也就是说，美联储在收紧，欧洲和日本央行还在购买，所以发达经济体货币政策的分化仍未结束，这就存在了套利空间。目前美债比德债、日债的收益率还要高许多，套利资金会对美债收益率上升产生抑制。

最后谈谈对行动迟缓却脾气多变的灰犀牛的看法。首先，在分析全球低波动率时，需要关注三个变化：一是，全球监管的加强和分割。即便在不同市场之间有套利机会，资金也未必能够快速进出，这点可能造成低波动率的“假象”。不过一个逆向因素是，近期美国有放松监管的迹象。二是，央行与市场间的博弈继续增加。央行在放水时，即在大规模量化宽松时义无反顾；抽水时，即在逐渐货币政策正常化时战战兢兢。可以说，央行对金融市场的波动是比较敬畏的，甚至可以说害怕，而反过来，市场也会赌定央行不敢收得太快，这样就可以更加肆无忌惮地在某一个方向上下注。三是，波动率中的市场交易结构因素。比如做多波动率的净头寸的积累，以及其后可能的释放等这些市场结构方面的因素。

其次，关于石油出口国的潜在债务风险问题。2017年，在分析国际原油价格走势时，一条主线是考虑欧佩克国家的减产和美国页岩油的扩产对油价波动的影响，双方力量的博弈造成油价在均衡区间震荡的格局。但是，2018年中东国家的地缘政治风险，会不会造成油价超预期攀升？如果油价上升过快，那么石油出口国的债务危机和财政危机也可能很大程度上得到缓解。因此，比如沙特的财政债务危机可能加剧潜在的地缘政治风险，但由此带来的油价飙升，对这些深陷财政债务危机的国家某种程度上也是一个利好，这是互为因果的关系。

再者是新兴市场的货币风险。在2013—2015年，受美元指数进入上行周期的影响，新兴市场国家的调整已经非常痛苦，非常充分，但目前其经济金融体系的脆弱性要比之前改善得多。

第二，我不是对程实所讲的三个灰犀牛的拂逆，而只是加入更多因素。所谓灰犀牛，其本质特征正是行动迟缓、方向不明，不知道什么时候会冲过来。

陈兴动：

提一个关于美元的问题。你之前判断是美元在2018年会震荡走弱，接下来讲到了美债收益率不会继续上升，以及特朗普税改、美国优先等政策下的对于美国跨国公司利润回流的估计。美元回流美国的题中之意应是美元看涨啊？

钟正生：

美元和美债的表现相对美联储的加息都是滞后的。美元指数和美债收益率代表着市场对美国经济前景的认知，而加息是美联储自身对美国经济前景的认知。市场与美联储的认知之间可能存在偏差，不好说谁对谁错。之前，美联储曾试图纠正市场的认知偏差，但美元与美债的走势基本一致，反映了市场对美国经济增长动能的认知，可能不如美联储认为得那样强烈。特朗普政策对于美国企业海外利润回流的影响，应会起到提振美元的作用。不过，很多美国企业的海外利润，本身就以美元资产的形式持有。汇回国内，往往只是从一种美元资产转换成另一种美元资产，本身不会对美元币值产生多大影响，影响的是美元资产的分布。同时，美国企业海外利润的回流数量，还需要进一步估算。

张明：

我对正生有两点评论。第一，2017年美债的特点之一是期限利差明显下降，而期限利差的下降可能与通胀预期低迷有关。如果真的出现你所讲的通胀风险，那么美债的期限利差可能会回归正常，由此将带来美债收益率上升的可能性。第二，我再补充一下关于债券套利的观点。2017年12月底，外管局刚好发布了中国第三季度的国际收支表，我们发现证券资金项下的外国资金流入上升得很快。目前中国国债十年期的收益率为4%，要比美债有吸引力得多。

钟正生：

利差从来不是外资配置中国的唯一考量，一个重要背景是近期人民币汇率的稳定。如果人民币汇率不稳定，那么即使有中美利差，外资也不会太多进入。

张明：

我同意你的观点。近期的资本外流缓解是汇率预期变化、利差扩大和资本市场单向开放所共同导致的结果。

殷剑峰（对外经济贸易大学教授、浙商银行首席经济学家）：中美是全球经济复苏的动力火车头

按照购买力平价（PPP）计算，目前75%的经济体都在增长，欧日的增长好于预期。全球经济看上去全面复苏，但显然动力火车头还是中国和美国。2016

年美国已经明显从危机中修复资产负债表，2010年以后中美两国联手对世界经济的贡献在50%以上。其中，中国的贡献更高，按照汇率法的计算，2016年中国的增长贡献大约40%，美国为17%。中美是全球经济复苏的两个火车头，分析未来的全球经济走势，要抓住这两个矛盾。

对美国来说，复苏过程出现的奇怪现象就是变异的菲利普斯曲线。美国的失业率从2010年开始下降到2016年，是历史上自1960年以来下降幅度最大的时期。但是美国的潜在增长率是平的，用HP滤波来看，大约是2%，非常平。经济中的就业率上升、失业率下降，但是通胀却起不来。低通胀与平的潜在增长率是相对应的，背后的主导因素是工资上不去，其背后又源于劳动生产率起不来。归根到底，是较低的全要素生产率。美国经济的这轮复苏还是总需求拉动的复苏，并不是供给侧的变化。

美国经济的另一个问题是资产价格达到历史新高，房地产和股市都处于历史新高。这两个市场也存在奇怪的现象。美国经济的复苏体现为消费的全面复苏，如果把2007年看做基点100，目前的消费是115。此外，非金融企业的投资非常强劲。但是看住房投资，如果同样以2007年为100，2016年则是90，这一水平甚至低于2000年。美国房价达到历史新高，但是住房投资却是过去将近20年来的最低水平，这反映了什么情况呢？再看美国股市，也创历史新高，其背后确实有企业基本面的改善，企业利润约为2007—2008年的两倍左右。但是根据美国资金流量表的最新数据，2016年三季度，境外持有美国上市公司股权的金额为6.3万亿，这是2008年四季度的三倍多。这说明，美国资产价格的上升，虽与基本面改善有关，但是与流入美国的资金流动相关性更大。对于资金流动带动的资产价格上涨的可持续性，我有怀疑。我比较认同2018年三季度会出现调整。

中国是很大的不确定性。根据历史观察，改革开放以来，中国经济在逢8的年份会发生剧变：1978年知青返乡带动的改革开放，1988年的价格闯关，1998年亚洲金融危机，2008年全球经济危机。那么2018年呢？张斌讲过，这一轮全球经济复苏的背后是制造业驱动，背后是中国因素。

肖立晟（中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员）：对2018年美国经济的悲观，汇率走势有待观察

美国经济已经企稳。自2008年危机以来，分部门对美国经济增长的贡献，从以前是政府部门的开销，到危机后的私人部门贡献，居民和企业的贡献更大。

2017年年底美国税改方案通过，其政策表述与中国相似，就是积极的财政政策和稳健的货币政策。事实上，美国的货币政策仍然处于相对宽松状态。虽然有美联储的不断加息，但是企业与居民获取信贷依然很容易。故此，我对2018年美国的经济并不悲观。

2018年美元指数有反弹的风险。如果将美国10年期的国债收益率减去2年期国债收益率，所得的期限溢价与美元指数进行比较，可以发现非常强的相关性。二者共同的驱动因素是通胀预期。一旦通胀预期高企，国债期限溢价上升，同时加息预期加强，美元指数上升。按照这个逻辑，4%以内的失业率是个利好。美国彼得森国际经济研究所（PIIE）的布兰查德等人建议，如果美国通胀预期起不来，那就可以不断实施宽松货币政策，继续往下压低失业率，相信菲利普斯曲线迟早会显现效应。也就是说随着失业率不断下降，通胀预期会越来越强，美元指数反弹的基础也会越来越稳定。虽然2017年美元指数的跌幅超过10%，超出大多数人的预测。但是美元指数不一定会出现持续贬值，很可能在2018年出现反向调整。再看对人民币汇率的影响，2017年美元指数下跌10%，人民币升值6%。如果2018年上半年美元继续走弱，人民币是否会继续升值？如果涨到了6.2以上，货币当局的政策决策会变得很艰难。一旦通胀预期抬头，美元指数反转，那么整个人民币汇率的预期也会跟着美元指数的变化而变化。现在油价上涨，通胀上升不是小概率的事件。中美经济作为全球经济增长的火车头，中美需求会带动油价继续上涨，通胀预期上升，届时美元指数会有想象不到的波动风险。

钟正生：

近期，我们一些海外客户关注的，不是2018年人民币会不会继续升值，而是中美发生贸易战时，人民币会不会再次主动贬值？

姚枝仲（中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员）：发达经济体从低速回升，新兴经济体高速回落趋稳，特朗普税改是大的外部冲击

简单讲两个观点。

第一，世界经济总体宏观形势。世界经济在2017年增速明显回升，但是发达经济体和新兴经济体的故事并不一样，发达经济体是从原来的低速增长有所回升，新兴经济体是从原来的高速增长回落而趋于稳定，当然新兴经济体中有分化

的情况。

第二，在发达经济体中，美国的经济复苏处于领先地位。世界经济下一步的发展方向主要还是看美国。这次美国经济的复苏，是外部冲击使然还是内部自发运行的结果？2017年没有发生特别大的冲击，这次复苏是2010年以来美国经济复苏的自然结果。

金融危机后存在十年左右的复苏期，是指从周期的一个顶点到另一个顶点或者从一个谷底到另一个谷底的复苏期。以失业率为衡量，1948年到2017年，总共出现十次从顶点到顶点或者从谷底到谷底的周期，平均七年一个周期，最长的周期十年左右，最短的只有两三年。这次的周期长一些。美国失业率的上一个低点是在2007年3月的4.3%，2009年10月达到这一轮最高的失业率10%，此后经济持续复苏，至2017年12月失业率已达到4.1%的新的一个低点。即美国经济到了一个新的繁荣的顶点。欧洲和日本的复苏和繁荣有所滞后。所以，2017年发达经济体的增速上升看上去像新周期，其实是长期复苏积累的结果，并且已经到了繁荣的顶峰。目前发达经济体的增长率已经超过了潜在增长率，下一步的发展就是通胀上升，然后宏观经济政策开始收紧，经济出现回落。很多预测认为2018年两三个季度以后美国经济出现回落，是有道理的。这一发展趋势是在没有新的外部冲击下，经济周期发展的自然结果。不过，考察2018年的世界经济和美国经济，还要看是否有新的外部冲击。

2018年可以确定的新冲击是特朗普减税。减税的一个经济效果是带来经济增长，因此美国经济繁荣的持续周期可能会更长些。减税的另一后果是扩大财政赤字，由此带来贸易赤字扩大。特朗普是根据贸易不平衡来制定贸易政策的，故2018年特朗普会不断制造贸易摩擦，中美贸易冲突是不容忽视的事实，世界经济也会因特朗普的贸易政策而受到负面冲击。

张明：

减税对通胀的影响可能要分两步来看。短期内是需求刺激，这会导致通胀压力上升；从中长期来看，如果减税导致企业增加投资，进而提升劳动生产率的话，那么这将会压低通胀水平。

张斌：

下半场重点讨论中国经济。中国经济可讲得更多，建议发言聚焦到三点：

2018年的经济走势，往上走还是往下走；风险以及政策建议。

徐奇渊（中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员）：中国经济L型增长中的V型反弹

L型增长下，中国经济似乎没有了波动。从2015年3季度到2017年3季度，在这9个季度当中，经济增速最高值是6.9%，而最低值也有6.7%。最快和最慢的增速仅相差0.2个百分点，似乎看不到经济波动。而同时，却可以看到名义GDP的V型反弹。在同一时期的9个季度中，GDP名义增速最高值、最低值相差了5.5个百分点。

L型增长中的V型反弹，反映了GDP平减指数的抬升，背后是PPI的显著反弹。2017年，PPI通胀率主要在6%~7%的范围内波动，在高点时接近8%。而PPI显著反弹的背后，是39个工业细分行业的PPI通胀率、利润情况出现了非常显著的分化，甚至可以说是一种利益的再分配。

为什么2017年企业盈利状况确实好转，但名义和实际投资增速却持续下滑？这可以基于前面的分析来理解：其一，赢利状况大幅改善的行业，主要集中在上游去产能的行业，而在去产能背景下，这类行业本身就难以大幅扩大投资。其二，下游行业面临的成本大幅攀升，利润改善幅度相当有限，甚至有的行业状况有所恶化，因此也缺乏投资热情。

另外，产业投资基金对技术改造的资金投放、各类财政的直接补贴，这些政策的加码，刺激了技术改造类投资在2017年的增长。这种政府主导的刺激一方面抬高了2017年相应投资的基数规模，另一方面也透支了未来的投资需求，容易形成政策依赖。从设备工器具购置类投资来看，其占到整体投资的近20%，如果2018年的政策支持力度减弱，这方面因素将反过来成为拖累整体投资增速的力量。

消费方面也面临一定压力。其一，居民人均可支配收入增速当中，中位数增速降幅明显。截至2017年3季度，居民收入中位数累计实际同比增速，不仅持续多个季度低于居民人均收入的同口径增速（说明收入差距还在扩大），而且同时，也持续低于实际GDP的累计同比增速。其二，居民杠杆加速上升，可能透支未来的消费能力。2012年以来，居民部门加速加杠杆。中国的居民部门杠杆率，在2017年3季度末已经达到51%。中国居民部门继续加杠杆的空间已经比较有限。此外，如果考虑互联网金融渠道的非传统居民贷款，以及非正规体系的民

间借贷，实际上居民部门的杠杆率可能更高。居民部门杠杆率快速上升至高位，不仅引发了对金融风险的关注，而且也可能对未来的消费产生抑制作用。

### 殷剑峰：警惕短期流动性变化对资产端的影响

我来补充金融方面的数据。中国的  $M_2$  已经是过去二十年来的历史最低点， $M_2=M_1$ +准货币。 $M_1$  是波动的，而且是经济领先指标，大约会领先名义 GDP 两个季度，和房地产交易额完全同步。 $M_1$  已经掉头往下，如果上述关系维持，那么名义 GDP 的上行周期已经结束，未来肯定向下。但是  $M_2$  自 2010 年以来一直趋势性向下，而 2010 年之前具有和  $M_1$  一样的周期性变化。 $M_2=M_1$ +准货币，去掉  $M_1$ ， $M_2$  的历史最低意味着准货币的历史最低。准货币由三个部分组成：居民储蓄存款，大约占到 60%；企业定期存款占比不到 30%；剩下是非银行金融机构在银行的存款。居民储蓄存款和企业定期存款的同比增速也是历史最低，对此不能用居民资产配置变化予以解释。如果居民储蓄存款被拿去购买股票，就会变成企业存款，则存款不会消失。出现这种情况有几个原因。首先，2010 年出现储蓄存款的趋势性下降，当年中国劳动人口占比也开始出现趋势性下降，中国居民部门的储蓄率以及国民经济的储蓄率也出现趋势性下降。准货币下降背后的因素是储蓄率的下降。另外就是居民可支配收入的持续下降，造成的结果是：在银行资产负债表中，居民储蓄存款下降了 10~20 个百分点，银行的资金来源越来越多地依靠短期同业拆借。2016 年四季度、2017 年一季度开始银行金融监管的加强，使得银行面临巨大困境，尤其是小的城商行和农商行。2010 年后，城商行和农商行的资金来源主要依靠理财。而在 2010 年之前，理财产品的发行主要是大银行。随着监管的加强，这些小银行面临着资金来源的困境。资管新规正在征求意见，还没正式颁布，给了一年多的缓冲期，大约到 2019 年。但对银行来说，所发行的理财产品都是短期的，90% 以上是一年期以内的，而银行理财对应的是长期的房地产基建投资，所以新老划段没有意义。银行产品无所谓存量，都是短期的流量，城商行和农商行的背后是地方融资平台。虽然有宽限期，但是市场一定会有提前反应，大约就是在 2018 年。从 2016 年三季度开始，居民杠杆率上升，中国居民的新增贷款超过新增储蓄。这在过去二十年中，仅仅在一个时点出现过类似情况，即 2007 年二季度。未来，短期流动性的变化是否会引发资产端变化？美国危机的发生，也是源自短期流动性支持长期资金运用。

陈兴动：

这也是市场最关注的，负债端短期和资产端长期的错配。因此在大资管文件的草稿讨论中，也有考虑净值。

殷剑峰：

问题是银行理财都是短期的，没法做净值。在股份制银行，十几个人要管上万亿的理财，按照公募基金，得配多少人？银行的人员配置跟不上。系统性风险和危机是看不见的，根本没法预测路径和路线图。2018年存在非常非常大的不确定性。

钟正生：对2018年中国经济持谨慎乐观态度

首先补充奇渊对技改投资的讨论。中国的制造业投资主要是民间投资，一直在较低水平上徘徊，而新周期的一个重要支撑是制造业会复苏。正如奇渊细致阐述的，这轮供给侧改革后，行业间价格与利润改善分布不均。背后因素是行业集中度提高，在此背景下企业的行为模式和投资模式可能发生变化。前段时间我们去江浙调研，企业的反馈是，这两年企业利润极大改善，就是因为去产能的推进，市场在慢慢出清，而出清的过程还未结束，所以不会贸然扩张产能。很简单，既然靠行业集中度提升就可增加利润，企业为什么还要新增投资扩张产能呢？有垄断溢价时，企业行为模式会发生变化，这里有国际经验可供借鉴。在里根担任美国总统的第二任期，美国实质性地推行供给改革。1984年至1994年，美国的去产能去杠杆去得很厉害，银行和企业出现倒闭。同期，美国制造业生产很好，产能利润率很高，行业集中度也很高，但制造业投资就是起不来。原因只能是有垄断溢价，企业没有必要投资扩产。1995年之后，爆发了互联网革命，美国制造业投资才有了明显跃升。有了技术革命和项目需求，制造业投资就真正起来了。此外，很多技改是一次性投资，在数据上可能体现为一次性扰动。

上次去江浙调研时，我们调研了一些环保企业。现在在市场上表现还不错的环保企业，大约在三年前就在做环保设备等资本化的投资等。但问到未来是否有投资计划时，我们没有得到肯定答复。应该说，调研感受与宏观数据相契合。产业结构变了，企业的行为模式和投资模式也会发生改变。

需要注意的是，顾雏军案件重审，及其释放的呵护民营企业信心的信号，会不会成为一个标志性事件。之前的中央经济工作会议，都在讲保护民营企业

信心。我对这一轮供给侧改革的概括是，有偏的利润再分配。国企主要集中在上游行业，而本轮供给侧改革主要是上游行业赚中下游行业的钱，所以相当于国企在赚民企的钱。因此，顾雏军事件能不能让民营企业家的信心有所提振？所谓民营企业家的信心问题，本质上就是国企和民企的关系问题。

我还有一个不太成熟的观察，每年设备购置的投资增速下降，很可能是技术进步的结果。技术进步后，资本品相对价格下降，同样的设备或者更好的设备，所需要的资本投资量会减少。这不仅发生在中国，发达国家的设备购置及固定资产投资增速中枢都有下移的趋势。

再补充几点新的观察。第一，消费。2017年拉动中国消费的主要是地产相关消费、汽车消费和石油消费。目前，全国房地产销售已经转弱，与房地产相关的消费亦会受到拖累；汽车消费方面，2016年购置税优惠，2017年购置税优惠减半，其间有购买力透支的成分在，不太可能一直持续；石油消费，2017年的一个重大事件是石油收储，那么随着这一任务的基本完成，2018年石油消费是不是也会有明显的回落？

第二，出口。不要低估中美贸易冲突的冲击，特朗普已经开始一个产品一个产品地进行反倾销和反补贴。在2018年中国出口增速略微回落但仍会维持高位的一致下，我最担心的是中国加工贸易可能受到的冲击。中国加工贸易出口大致占总体出口的4成，如果特朗普打贸易战、美国制造业回流，对中国加工贸易的冲击最大。2017年，中国对“一带一路”国家和地区的出口增速上升非常之快，而对“一带一路”国家和地区的出口占到中国出口的1/4。一个猜测是，这些国家和地区从中国大举进口，钱从哪来？会不会正是我们一开始借给它们的？因此，中国对“一带一路”沿线国家和地区，可能贸易项下是顺差，而资本项下却是逆差。目前，“一带一路”似乎有所调整，也许热度不会再像之前那么高涨。因此，“一带一路”国家和地区的出口，对于整体出口的拉动效应的变化不可忽视。

最后，房地产。目前，对房地产市场的预期很不稳定，不知道房地产调控下一步去往何处，因此在预判时有很大的不确定性。另外，房地产行业的集中度正在提高。未来，政府可能面对的是数量更少却实力更强的开发商。如果不真正构建长效机制，随着市场结构更加“寡头垄断”，政府和开发商的博弈就会变得更加复杂。

2018年中国经济会往下，预计增速为6.6%。但中国政府的整合能力很强，

政策腾挪空间依然存在，因此我对2018年的中国经济谨慎乐观。

### 陈兴动：2018年中国经济不再提保增长

对于中国国内经济，我想讲三点。第一，关于趋势判断，这次中央经济工作会议谈到，2013—2017年的五年，平均经济增速7.1%，但是经济增长趋势在下降。经济增速下降的原因是趋势性的，这是由于潜在增长率在下降。现在许多机构判断中国潜在增长率是6.0%或6.1%。过去五年7.1%的平均增速依旧是“保”出来的。如果2018年不再提保增长，那么中国经济可能会回到内生增长动力驱动，增速向着潜在增长率收敛。

第二，2017年全年的经济增速为6.9%，可以归结为三个原因：一是十九大的政治因素。二是全球经济协同增长的影响，受到出口拉动的正面作用。按照统计局的数字，2017年1到3季度经济增长6.9%，经常项下的净出口增长贡献度达到2.7%，2016年的经济增速6.7%，2017年的0.2%的速度增加是通过贸易得来的。也就是说，国内需求增长速度在放缓。三是新经济的成长，这是实实在在的，技术进步、网上支付、信息业向好，仍不足以抵消传统行业的增速放缓。纵观上述三个因素，我们判断2018年的经济增速只能趋向6.5%或更低。

第三，2018年不提增长率，而是提了三个政策目标。其中的控制和化解重大风险，主要指的是金融风险，处置僵尸企业和坏账。据报道国资委已经在全国找出了2100家僵尸企业，浙江省已经制定了26条关于僵尸企业的辨识和处理措施。虽然不再强调经济增速，但经济增长仍然是中国应对未来一系列挑战的基础。2018年是全面建成小康社会的关键年。根据测算，今后三年经济增长平均要达到6.4%才能实现翻一番的目标。

关于货币政策，2018年的提法是要控制货币的总闸门。基础货币、宏观杠杆率都不能再扩大。同时，要使社会融资总规模和贷款适度增长。也就是说，流动性供给不能太紧。大资管政策指导文件出台后，更要关注风险点。2018年将会继续实行积极的财政政策，对此我更具体的判断是调整支出结构。我的预期是，2018年中国或许会减税，但不是普遍减税，而是会定向减税。财政支出方面，可能大幅提高公务员工资，补充社保基金，改变消费税的征收环节，根据事权与财权相一致的原则，调整中央与地方的财政关系。另外，就是制度性的成本降低。

2016年的经济工作会议的公报，提的是“坚持市场经济导向的改革”，而

2017年提的是“在发挥市场配置资源主导作用的同时，更好发挥政府作用，要使得结构性政策发挥更大作用”。2018年，期待产业政策，制造业投资会有上升动能。制造业中，除了国企，还有大部分的民营企业。2017年的上游矿产品的加工业利润改善，也可能会激发技改投资。其次，PPI上升如此快速，不仅仅受到去产能冲击，还有环保加码的影响。按照环保部的标准，全国至少有35万家企业要被强行关掉，而在工业企业统计数字上没有明显影响。这些企业先被关掉，如果还想开工就得向环保部门出示符合环保要求的说明，因此，环保要求的存在，使得2018年的制造业投资值得期待。

关于2018年的不确定性，政策目标是对的，不再去强调经济增长率，而是需要利用时间去控制和化解风险。我们对潜在风险的考虑主要有以下三点：一是政策执行力和对政府官员的新的激励机制；二是处理灰犀牛时是否会激发新的风险；三是中美之间的贸易冲突。

#### 肖立晟：风险在于政策与市场的预期差异

我再补充两点。其一，关于经济增长，虽然中国经济处于下台阶的阶段，但是产出缺口为正。在经济下台阶的过程中，由于增速高于潜在经济增速，因此整个产出缺口为正，不能排除经济过热的情况。其二，要看由市场驱动的增长，主要还是应该考察制造业的数据。在政府主导的执行力较强的部门，包括房地产、基建等，两者加总的下行速度没有预期快，房地产大概是6%，基建大概是12%。制造业在技术改造和研发的支撑下有望突破6%。经济产出缺口还是会往上走。我对2018年的经济形势并不担心，因为政府在执行力方面比较强，房地产和基建会出现超预期的增长。

目前的风险在于政策与市场的预期差异太大。政府觉得风险较小，敢于暴露风险；而市场觉得风险很大，还有不确定性。二者的差异会对资产定价造成冲击和影响。具体来讲，2018年第一季度，基建方面存在不确定性。地方债务方面的防风险抓得比较紧，防金融债风险的直接后果是发改委的项目审批时间长了，财政部对于地方债务的约束明显强了，表外融资给地方债务平台的融资成本明显高了。如果这次对于防地方债务风险是动真格的，那么2018年第一季度不排除基建下降速度较快，对市场造成一定冲击。

我们认为货币当局加息的概率较高。理论上，在CPI同比增速没有超过3%，经济没有明显过热的情况下，不应该考虑央行是否需要提升存款基准利率

率。但是，当前的经济形势表明，即使通胀没有成为主要经济威胁，1.5%的超低存款利率也已经不再适应经济形势的发展。低利率环境是金融风险的重要来源，当前实施低利率的刺激政策并非经济健康发展的首选。从2018年经济工作重点来看，政府对利率上升的容忍度在显著增加。中央经济工作会议指出，2018年稳健的货币政策要保持中性，同时管住货币供给总闸门。稳健的货币政策可以提高利率水平。虽然业内对资管新规的过渡期还存有争议，但打破刚性兑付、表外转表内的要求预期变化不大。银行表外理财中，风险偏好低的资金将回流到存款中，而风险偏好较高的资金将进入基金等资管产品。表外资产将会大幅收缩下降，对应来看，银行信用创造的能力也将下降。若经济增长的资金需求没有大幅下降，未来资金价格即市场利率必然继续抬升。从经济基本面来看，2018年经济企稳增长的概率较高，这或将为央行启动加息创造有利条件。个人认为，在2018年上半年确认经济和通胀平稳增长之后，第三季度调整存款基准利率比较适宜。

展望未来，我不担心产出缺口，但是担心政策风险。利率往上提升的过程，会使得市场出现超预期冲击。现在市场认为4%的十年期国债收益率已承受不了，如果加息周期起来的话，对市场的冲击会更大。

#### 殷剑峰：

市场担心的是流动性。2018年最优的政策组合是加息降准，加息使得中美保持一定利差。

#### 钟正生：

补充说明关于利率的问题。有两种利率：其一是货币市场利率，其二是存贷款基准利率。目前，我的推测是，对于存贷款基准利率，央行不想降，因为太低的实际利率不利于去杠杆。那么，央行想不想加？最希望加息的恐怕是银行。银行最希望上调贷款利率，因为目前新增贷款可以在基准利率上上浮，但庞大的存量贷款的利率却动不了。然而，现在强调的是金融支持实体经济，可能就暗含着金融给实体经济让利的味道。从这个角度出发，央行可能也没有上调贷款利率，即加息的意愿。此外，2018年还要考虑此前置换地方债务的集中到期问题，加息会对地方政府的债务腾挪带来压力。可见，目前这个时点，央行可能既不想降息，也不想加息，只在公开市场操作上“准加息”。

程实：新经济在中国 GDP 核算中或被低估，用模型衡量货币政策的松紧度

2016年年底，我们所有人对2017年的经济增速的最高预测是6.5%，绝大部分是6.5%以下。而实际上，2017年的GDP增速无论是6.8%还是6.9%，都要比年初的预期好很多。需要反思的是中国经济为什么这么好？对于2018年中国经济的增长预测，还是有一些悲观的成分。从统计数据上看，中国经济会不会在2018年的实际表现也要比我们目前的预测好很多呢？可能性是存在的，实际数据比想象中要好。GDP的统计方法可能会有调整，出现新的变化。

对于中国经济的现存两种观点我都是同意的。一种观点是中国实际GDP数据可能有高估部分，原因在于控制了平减指数；另一种观点是中国经济的某些部分却被低估，尤其是新经济。很多中国经济的成分之前是地下经济，现在则隶属于新经济，处于引领地位。为什么阿里巴巴在美股的涨幅好于苹果呢？原因是中国新经济在全球的供给和需求方面各有特点，根源是在中国新中产阶级形成过程中汇聚的新力量，这是人口结构变化带来的结果。随着新经济在现有的统计当中体现得越来越充分，2018年的GDP统计方法可能会有调整。

分享我最近做的关于核算的研究。之前我曾用美国2013年的数据核算采用新统计方法的变化影响。当前，我们的研究尝试测算，如果说中国按国际惯例核算GDP，大概会带来多大程度的变化。总体的推论是：一是中国经济规模和增速的历史数据会有提升。二是现有的所有国际上通用的GDP统计方法，都还没有充分反映新经济的贡献影响。也就是说，即使按照新的统计方法，也没有完全反映中国经济的全景。三是如果将新经济业态纳入核算，那就非常符合“中国经济由高速增长转向高质量发展”的大主题，这样一来统计局会很有动力去推行新核算方法。

到了2018年年底，回头看年初的预测值，也许还是低估。

再来讲货币政策。在境外很难跟客户解释中国的货币政策，比如审慎货币政策、不松不紧的货币政策。对于货币政策的松紧判断，要有定量的比较基准。我们团队最近做了一个“双利差”模型，由此衡量全球货币政策的松紧度。第一个利差是名义自然利率与政策利率的差值，这反映了常规货币政策的松紧程度。第二个利差是政策利率与影子利率的差值，这反映了非常规货币政策的影响。由此，可以横向比较全球货币政策的松紧度。现在全球70%以上经济体的自然增长率在往上走，这就意味着自然利率上行，如果货币政策利率不动，或者说加息慢

一点，那么实际上就属于很松的货币政策。美联储在2015年和2016年各加一次息，就属于这种情况。自然利率上行，而如果政策利率没有跟上，此时的货币政策表面上收缩，实际还是很松的。以美国为例，美联储在2018年加息三次是基准预期，这是符合自然利率变化需要的数值。对于中国来讲，由于尚未完全实现利率市场化，信贷利率和货币市场利率是割裂的，2018年中国基准利率有可能加息。不松不紧的货币政策，指的是中国的自然利率在上升，如果此时加息，名义上看是不松的货币政策；但是跟自然利率的上升相比，加息幅度不够或者同步，还属于相对宽松的货币政策。这样有利于中国经济托底。根据我们所做的模型，可以判断全球哪些央行是真紧缩，哪些是假紧缩。当然目前的计算还没完成，大概的判断是：美国是真正紧缩的国家，欧洲和日本还是属于非常松的范畴。中国的货币政策不松不紧，指的是2018年很可能加息，但实际上相对于真实货币需求和供给的自然利率来说，还是宽松的。

#### 朱海斌：中国经济的韧性超出预期

我们团队最近根据对全球经济的判断，将中国经济2018年的增长预期调为6.7%，这是相对乐观的看法。2017年结构性改革的变化远远超过预期：一是去产能，二是去杠杆。一年前我们都预测2017年经济增长会下行，主要逻辑是2017年结构性改革带来的短期经济下行压力，实际上2017年中国经济的“三去”步伐要比预期得快，但是经济非但没有下行反而上升。中国经济的韧性要比年初的预期好很多。海外投资者的判断是，2017年中国经济的上行来自政策刺激，一旦政策刺激放缓，那么经济增速自然回落。其实，在过去的两三个季度，我在与海外投资者的沟通过程中，一直强调政策刺激推高2017年中国经济增速的逻辑并不成立。实际上在2017年的大部分时间里，担心的是去产能和去杠杆的压力是否会带来中国经济下行压力的短期风险，尤其是金融去杠杆对流动性和金融体系的风险。虽然这一风险在2017年没有发生，但是2018年还将继续存在。2017年的中国经济表现，并不是建立在经济刺激的基础之上。结构性改革的三去一降一补，尤其是去产能和去杠杆在2017年有超预期的进展。可能的原因是，“三去”的短期负面影响可能没有以前所想的那么大。比如钢铁和煤炭行业的去产能，先期主要是闲产能，对生产和市场需求并没有构成太直接的影响。此外，2017年的出口好转、新经济和房地产投资持续增长，都是重要的因素。展望2018年，三去还将持续，但在节奏上会适当放缓。不同的是一补，即如何

发挥经济新动能，可能是2018年工作的重点。

总的来讲，对于2018年的看法并不是那么悲观。从之前的6.5%上调到6.7%，排除净出口的影响，单从国内角度来讲，2017年和2018年可能会差不多。从传统的拉动经济的三驾马车的分析框架看，消费方面，除去汽车消费，过去五六年消费增速非常平稳。关于投资的争议较大。有学者说投资的实际增速已经为负了，我们认为官方数据有问题。统计局的固定资产投资（FAI）数据肯定有很大的问题，统计局的存量数据占GDP的80%左右，而在GDP的资本形成中才40%多。在过去的5到10年里，地方政府虚报、高报固定资产投资，最典型的例子是辽宁。2016年辽宁的数据出现50%的跌幅，统计局还特意出面做出了解释：这是前几届政府故意高报的结果，由于出现反腐一锅端的情况，政府换届后修正了统计数字。这种问题在其他很多城市也不同程度的存在。统计局80%的FAI存量已经是既成现实，很难做一个全局性的修正，个人判断在未来五年，FAI的增速肯定不会超过名义GDP的增速。除非做一个大手术式的切除，否则总得需要相当长的时间才能逐渐修正。中国人民银行统计司最近的一篇文章估算2017年投资在前三个季度的实际增速大约是5%（调整价格因素），这与我们的判断基本一致。

对于2018年的投资三个领域，基建和房地产投资可能会稍微下行，不过幅度不会太大；制造业投资可能回升。从整个投资的实际增速来看，2018年可能还会维持在5%左右。消费保持稳定，全球经济在强势维持下的净出口稳定，总体而言2018年不会差。

关于风险，主要讲三个因素。一是中美贸易冲突，在国内存在严重低估倾向。二是房地产市场走向。交易和房价方面没有新的有趣的故事，跟宏观经济更相关的是房地产投资这一变量。在租售并举的政策下，租赁房的投资面临不确定性。发展租赁房的不同政策选择，对于2018—2019年的房地产投资会有很大影响。三是政策失误的风险，尤其是金融领域。一个特别的关注是央行会不会加息。从目前的宏观运行和金融市场情况看，其实存在矛盾，加息和不加息都有逻辑支撑点。从一年期存贷款的基准利率与其他市场利率的对比、实体经济的运行来看，央行确实有加息的空间；从去杠杆、债务水平等角度，央行应该维持目前的低利率环境，给去杠杆提供空间。以前的讨论在比较中国和美国、日本的债务水平时，认为中国的债务远低于300%，债务还有上升空间。但是不能忽视的是，中国的债务利率水平远高于美欧日，举债成本要高。在这种情况下，如果跟

着美联储加息，会对去杠杆产生负向的政策反馈。2018年3月份，一行三会、金融稳定委员会的主席面临大面积换届。目前的担心是在政策上存在过度收紧，各家比赛看谁在防风险上有更强的措施。这样有可能出现多部门同时出手去杠杆，政策出现不协调或者失误。

### 张明：稳增长与控风险之间存在两难

2017年中国的经济增速回升，在剔除净出口后，政策刺激扮演了重要角色。例如，2017年，投资方面的基建投资最强，其背后是地方政府通过PPP（公私合营）的新一轮举债。又如，2017年三四线城市的房地产市场不错，但很大一部分销售是由政府主导的棚户区改造带动的。再如，正如之前奇渊讲过的，制造业投资中的企业设备投资与政府主导的技术改造密切相关。2017年的经济增长之所以加快，原因之一是广义财政政策用得前所未有的足。现在要控地方债务风险，如果控得很严格，那么在财政政策收紧的情况下，基建投资和地产投资怎么办？对于本轮房地产调控的可能影响，市场目前的估计还是不太足。任志强认为在2018年下半年，房地产投资会下滑得很快。在房地产的宏观调控方面，如果重招不敢出，又不敢放松，那么结果就是把当前这种扭曲性的既紧供给又紧需求、压缩交易的调控尽可能地往后推，结果就是死掉一批小的房地产企业，行业集中度显著提高。

目前还有一个观察，在三四线城市，大的开发商在迅速洗牌，恒大、碧桂园已经深入到了小县城，导致当地原有的开发商开发的房子销售遭遇压力。房地产行业集中度的快速提升，未来会是很明显的趋势。

2018年，如果中国政府既想稳增长，同时又想快速去杠杆，这是很难做到的。我对短期的宏观经济前景有点偏悲观。原因在于：一是从劳动生产率增速、全要素生产率等反映中国经济增长效率的指标来看，中国经济增长效率还在下降；二是目前中国政策由上至下的传导效率明显提高，这一方面是好事，但另一方面增加了政策超调的风险。

吴庆（中国东方资产管理公司首席经济学家）：对于风险因素需要未雨绸缪，谨慎动用政策资源的空间

其实2017年年初对于2017年的经济增长预测，我也判断错了，没想到去产能的结果这么好，比预期好许多。去产能的效果也比预期好很多。究其原因，在

去产能的过程中，所用的很多手段是经济学家在年初无法预测到的，比如限产、限开工日等。又比如钢铁行业的去地条钢，几个月就做好了。但限产、限开工日也有副作用。如果一个产能到了成熟期，没有进步的空间，用各种办法限制产能是没有关系的。但是，如果未来在行业内出现技术进步，没有跟上技术进步，那就无法应对下一次挑战。中国的去产能成效显著，但是所用的方法却是属于行政管理。

关于2018年风险，逢8的年份还是得小心。之前一直担心会出哪些问题，可是实际上什么问题都没有出现，那是因为调控者很强大，任何单一问题都可以解决。集中资源办大事，也可以应对很多挑战。可能出现的问题在哪里呢？一种情形是没有想到的有些大事，忽然发生后措手不及，而且所造成的局面没有办法弥补。一辆车掉进悬崖是没有办法弥补的，但是超速可以弥补。另一种情形是追求的目标太多。中国经济真的不提保增长了吗？当中国经济达到6.8%~6.9%的增速，就不再提保增长的事情。如果增速跌到了6.5%甚至以下呢？决策者还是不会保增长吗？那时如果不保增长，才是真的不保增长。现在不提保增长，不代表真的不再保增长了。我们划了很多条底线和红线，当不触及这些底线和红线的时候，政策会继续，但是一旦接触到任何一条底线和红线，政策就会发生变化。现在的经济走势和政策空间，很像鸟笼的构造。笼子里的空间就是政策的空间，目前的笼子越来越小，可以用来应对危机的资源也越来越少。2008年发生危机时，中国政策资源很充足，足以渡过危机。但是政策资源是在逐渐耗损的，现在还有底气说：如果一场类似的危机来临，中国经济依然能平稳度过吗？

2018年的经济预测有可能还是偏低了。短期内的经济增速，预期触底反弹，可能并不是一件好事，我们要做的事情，应该是把经济增速降下来。我不认为自己是悲观派，但是把风险和不好的事情多谈论一些，把噩梦讲出来，噩梦就不会变为现实了。

徐奇渊：

第一，预测GDP的一个口径是实际GDP，但是由于该指标被关注得过多，实际GDP已经成为政治化的目标。在此情况下，不妨关注更有意义的名义GDP增速。名义GDP增速能更好地反映经济波动、产出缺口的情况，与资产价格、企业利润、居民收入、财政收入直接相关，上述这些指标都是名义值口径，也是市场更关心的变量。

第二，2018年我们可以开始关注调查失业率。过去该指标处于不定期公布的状态，从2018年开始，统计局将每个月定期公布全国的调查失业率。建议关注这一指标，因为我们保增长最后还是为了保就业，所以有一个更好的失业率指标，也意味着在一定程度上将淡化GDP增速指标的重要性。虽然公布的是全国数据，但是作为全国统计指标的数据基础，实际上肯定会有分省甚至分城市的调查失业率数据。有了这些新的指标，对地方政府也就有了新的考核激励机制。

钟正生：

我的一个担忧：财政政策偏紧、货币政策偏紧、金融监管偏紧，“三紧”之下，中国经济的韧性会遭受多大的冲击，还有待观察。■