

中经要报

国家信息中心

第 49 期 (总第 1109 期)

2017 年 12 月 18 日

要 目 导 航

本期推荐 2	英国《路透社》：小米即将进行 IPO 将改变对中国品牌印象.....10
从人口逆流看经济增速回落的必然性..... 2	
国际财经 7	国内财经 11
日本与欧盟达成全球最大自贸协议 将打造最大开放经济区.....7	中央政治局会议定调推动高质量发展 确保打赢三大攻坚战.....11
沙特将调升汽油和航空燃油价格..... 7	11 月金融数据强势反弹 资金进一步“脱虚向实”..... 14
英国通胀再创六年新高 下次加息时点意见不一..... 8	11 月财政收支双降 全年土地出让收入有望创新高.....17
海外媒体看中国 9	国常会再聚焦国企改革 国资监管权责清单将出台.....20
英国《金融时报网站》：中国收入差距缩小 或提前两年迈入高收入国家..... 9	观点精粹 22
美国《彭博社》：减少延误、降低污染 中国改变货车运输业.....9	黄志龙：美国税改将使中国经济喜忧参半.22
英国《金融时报网站》：中国将建亚洲清洁能源超级电网.....10	杨涛：金融科技给金融体系带来新的风险 监管思路需转向.....23
	张明：2018 年全球经济的六只黑天鹅..... 24

本期推荐

从人口逆流看经济增速回落的必然性

李 迅 雷

一、人口流向已发生部分逆转

据官方数据，2015年全国流动人口首次出现减少，流动人口数量从2014年的2.52亿降至2015年的2.47亿，减少约500万人，2016年进一步减少200多万人，至2.45亿。

流动人口数量的减少，可分为两种情况：一是户口迁移至居住地，另一种是户籍不变，人又回到户籍所在地，即返乡。估计第一种情况较少，第二种情况较多，因为我国的户籍管理制度比较严格，虽然流动人口大部分流向一二线城市，但一二线城市的户口很难落户口，最终使得大部分老龄外出劳动力不得不选择叶落归根。

我们将上海和安徽人口变化情况进行比较：2000-2010年，安徽常住人口为负增长，上海则增长40%；2010年至今，上海人口仅增长4.9%，而安徽人口的增速达到4%，尤其是2014年后，安徽人口增速大大超过上海。这表明最近三年来，人口流向已悄然改变，长期以来作为人口净流出的安徽省，出现人口流入现象。

除安徽省，其他一些在2010年之前人口净流出的省份，也明显出现了人口净流入现象，如2007-2010年四川常住人口年均减少0.34%，2014-2015年则年均增长0.78%。当然，一个地区的人口增长除迁入因素外，还应考虑人口的自然增长率。按2015年统计数据，人口自然增长超过30万的省份分别是河北、安徽、福建、江西、山东、广西、广东和云南，那么，只要这些省的常住人口增加数量超过30万人，就可

视为人口净流入。

东部沿海地区中，人口流入增速明显减少的是江苏省。2007-2015年，江苏省人口净流入规模逐年减少，2016年常住人口仅增加22万人，主要靠本省新生人口的贡献，而来自外省市人口的流入非常少。此外，江苏还是人口老龄化比较严重的省份，人口自然增长率不足千分之三。不过，广东和浙江在经历了2011-2013年常住人口增速减少后，2014年以来人口增速再度加快，表明其经济依然充满活力。

若观察直辖市和省会城市人口变化情况，发现上海和北京的人口增速在2011年以后都出现明显下降，主要源于国家对超大城市人口流入进行严格限制，不仅采取苛刻的入户政策，而且还通过整治民办的农民工学校和整治群租房等手段来限制低端人口流入。又如最近设立的雄安新区，作为北京副中心，实际是要分流北京的人口和产业，这对北京高企的房价显然有一定的打压作用，同时对北京减轻交通及人口等压力有利。客观上讲，由于生活成本和经营成本大幅上升，中低端制造业撤离超大城市是其人口增速放缓或负增长的重要原因。

而中部地区的省会城市如武汉、合肥等，其人口在经历了2011-2013年增速大幅放缓后，2014年以后增速再度加快，此外，杭州、广州等省会城市的人口增速也非常快，与其经济高增长有密切关系，因此，当前中国正在经历以省会城市人口快速增长为主要特征的大城市化过程。不过，也有少数省会城市的人口增速在不断下降，如南京、西安及东北的省会城市，表明它们经济活力略显不足。

2011年，是中国经济经历了两年四万亿强刺激后开始下行的第一年，伴随大宗商品价格下跌与民间投资增速不断下滑，中国新增外出农民工数量也出现下降。农民工老龄化现象和农业可转移人口的减少是外出农民工数量减少的原因。

有咨询机构统计了2016年国内人才(大专以上学历)的流向分布，发现杭州、长沙、武汉、深圳、上海和成都是人才流入量的前六大城

市，中西部城市占一半。这说明高学历者的流向也出现分散化趋势，不像过去那样都集中在北上广深地区。

二、二线城市崛起的原因及影响

胡润研究院首次发布的 2017 年全球房价指数显示，2016 年涨幅最大的前十大城市都在中国，合肥、厦门和南京这三座二线城市的涨幅位居前三，无锡、杭州、福州、郑州的涨幅也处于前十位。这表明中国二线城市房价崛起，房价暴涨与人口增速加快有关，有些则是住宅供地稀缺所致。

房价涨幅与人口增量关联度大的城市，必然有产业发展机会和投资热点与之相随，如杭州的网络经济高度发达，郑州作为中国的交通枢纽具有承接产业转移优势。也就是说，这些二线城市将享受规模经济和大城市化带来的好处，并向周边辐射，从而形成新的增长极。

作为一线城市的上海和北京，由于经营成本和生活成本高企，中低端制造业必然不断外迁，从而导致第三产业比重不断上升。由于行政区划规则所限，北京、上海很难完全照搬东京、巴黎建成大都市圈的模式，这也抑制了北京和上海未来的发展空间，如上海规划到 2040 年常住人口为 2,500 万左右，北京则规划到 2020 年将常住人口控制在 2,300 万。严格的户籍制度及对人口流向高度管制的政策，使一线城市的发展空间受限制，反过来促进二线城市的崛起。

同时，由于政府对经济增长起到举足轻重的作用，包括在基础设施建设方面投入巨大，促进了中国交通运输条件改善，如高铁和高速公路的发展，使增长极的辐射范围进一步扩大，产业转移也更加便利，这也推动了一批三四线城市经济的高速增长和人口的大量流入，这些案例主要发生在长三角、珠三角、京津冀、中部城市群和成渝地区。

从 2016 年国内房价上涨前 20 位的城市看，除去一线城市，二线及三线城市的对应 GDP 增速都明显超过 6.7% 的全国总体水平，如合肥 9.8%，厦门 7.9%，南京 8%，杭州 9.5%，武汉 7.8%，济南 7.8%，南昌

9%，郑州 8.4%，福州 8.5%，广州 8.2%，长沙 9.4%，无锡 7.5%。这说明一个城市的房价走势，与该城市的经济活力有一定相关性。又如，东北三省经济增速下行，使人口不断流出，房价也随之下跌。

不过，比较一下上述城市过去两年 GDP 走势，发现大部分城市 2016 年的经济增速低于 2015 年，那么，房价走势是否也不会长期与经济增长相背离？从长期看，房价与人口流向的正相关性更大些。

因此，随着一线城市房地成本大幅提高，及中低收入群体在超大城市和一般城市间薪酬差距的缩小，人口集聚度将有所下降，如两年来安徽全省的人口增速超过其省会城市合肥的人口增速。当然，这只是经济发展过程中的阶段性现象，随着今后投资增速的回落，就业形势将变得严峻，当中小城市的就业机会减少，则人口集聚度又会上升。

三、流动性下降预示经济将继续回落

流动人口减少，是人力资源流动性下降的标志，也是城市化进程放缓的标志。不少人总在憧憬着经济的周期性上升，但更应正视人口流、资金流增速回落的大趋势。中国不仅流动人口的数量在回落，货币增速也在回落，1990-2010 年这二十年，M2 平均增长速度为 20.5%，如今则降了一半至 10%。

随着人口开始从超大城市反流到二线或三线城市，居民的货币存量也发生相应变化。

通过数据对比发现，2014-2015 年大部分地区的储蓄增速与人口增速变化相一致，但北京和广东则较特殊，前者是人口增速下降、储蓄增速上升，后者是人口增速上升而储蓄增速大幅下降。对北京居民储蓄增速超上海的现象，是上海的人口老龄化程度要比北京严重，至于广东的储蓄增速为何那么低，是否与低端劳动力比重较高有关呢？

同样异常的还有安徽和四川，尽管人口增速上升，但储蓄增速不升反降，说明这些省份的经济增长质量不高。四川的人口老龄化程度在全国排名第二，它曾是人口流出最多的省份之一，这两年人口流入

量增加，会否是外出农民工叶落归根的现象呢？

如果进一步观察这些人口增速上升明显省份的省会城市居民储蓄变化情况，可发现储蓄增速都有所上升，其中杭州尤为明显，说明浙江经济和省会杭州的经济比较健康。不过，总体看，人口老龄化是人口流动性下降的主要原因，农业可转移人口的减少也是人口流动性下降的重要原因。

人口老龄化将在两个层面对经济增长产生不利影响：一是劳动人口减少，导致人力成本上升；二是由于作为消费主流人群的 25-45 岁年龄段人口也开始下降，而这一年龄段群体也是汽车和住房消费的主力群体，这对消费的增长，尤其是对起到经济引擎作用的住房和汽车消费的影响非常显见。或许人口老龄化或劳动力数量的下降可用机器人来取代，但机器人不能取代消费，消费不振导致产能过剩，这也是日本已持续 20 多年衰退的原因所在。

经济增速下行是正常现象，即便是日本、韩国、德国这几个经济成功转型的国家，当人口流动性下降、城市化进程大幅放缓后，GDP 从高增长变为中速增长，增速几乎打了对折。若是刻意追求 GDP 增速维持中高速，代价将是巨大的，如债务高企、货币泛滥和资产泡沫。

综上所述，随着中国人口流动性的下降，以农业人口转移为特性的城镇化进程已进入后期（外出农民工接近零增长），但以二线城市人口流入为主要特征的大城市化进程仍在持续，同时，外出人口的回流（如部分农民工的告老还乡）现象还会加速，这使得改革开放以来人口“孔雀东南飞”的趋势发生了部分逆转。人口流向逆转的主要原因是人口正迈向深度老龄化，流动人口减少总体看会导致经济下行压力加大，故资产泡沫会随着经济下行而逐步破裂。人口逆流也带来结构性投资机会，因为人口流动意味着区域经济的分化和结构再调整。在二线城市崛起过程中，可紧随人口流向和资金流向，把握好产业投资与资产配置再布局的机会。（作者系中泰证券首席经济学家）

国际财经

日本与欧盟达成全球最大自贸协议 将打造最大开放经济区

12月8日，欧盟与日本历时四年最终敲定自由贸易协议。这一名为 Economic Partnership Agreement 的协议将打造出一个覆盖总计6亿人口、贸易总量在全球占比约30%的自由贸易经济区，并促进就业岗位增加。这份协议将打造一个全球规模最大的开放经济区域，且表明日本和欧盟反对美国总统特朗普的保护主义立场。根据协议，欧盟将免除对日本汽车征收的10%关税，及对汽车零部件通常征收的3%关税；日本则将免除对欧盟奶酪征收的约30%关税，及对酒类征收的15%关税，允许欧盟增加牛肉和猪肉出口，并可参与日本的大型公共招标。美国政治媒体 Politico 指出，协议中双方并未就投资者保护方面的问题达成统一，这仍是协议中的突出障碍，预计谈判将持续明年。欧盟与日本就该问题的分歧主要在于：欧盟坚持采用新的投资法院制度来处理申诉，而日本则更倾向于使用传统的投资者-国家争端解决机制。日本是欧盟在亚洲的第二大贸易伙伴，位列中国之后。根据欧盟委员会估计，欧盟预计每年向日本出口580亿欧元的商品和280亿欧元的服务。除日本外，英国也正忙于同欧盟洽谈自由贸易协议事宜。12月8日，欧盟与英国宣布第一阶段的脱欧谈判达成关键性协议，为下一步贸易谈判铺平道路。英国脱欧事务大臣戴维斯12月10日表示，英国正致力于与欧盟达成全面的自由贸易协议，希望能在2019年脱欧后不久签署协议。

沙特将调升汽油和航空燃油价格

据彭博援引信源报道，全球最大原油进口国沙特将从2018年1月起将国内汽油价格上调80%，并将航空燃油价格一次性提升至国际水平；其他能源产品价格将逐步提升，在2023-2025年达到国际水平。据石化制品价格追踪网站 GlobalPetrolPrices.com 统计，截止12月4日，全球平均汽油价格为1.10美元/公升，而沙特国内汽油价格仅为0.24美元/公升，低廉程度仅次于委内瑞拉。沙特国家电视台表示，该国劳动和社会发展部计划宣布名为“国民账户”(Citizens Account)的现金转移项目细节，将在下一轮能源产品提价前，启动对中低收入家

庭的直接补贴。沙特还计划从明年1月1日起对国内石油制品加征5%的增值税，以填补接近1,000亿美元的财政赤字。这也是“2030愿景”和2020经济转型计划的一部分，沙特将采取一系列经济紧缩措施，包括大幅减少公共开支、取消各种政府补贴、扩大非石油收入来源和发行债券等。为减少对经济增长的负面影响，沙特财政部长 Mohammed Al-Jadaan 曾表示，计划到2020年再实现财政收支平衡。另外，伴随国际油价从6月开始复苏，沙特经济扭转了上半年两个季度的收缩态势，财政赤字状况有所缓解，或成为延缓个别能源产品价格达到国际水平的理由。

英国通胀再创六年新高 下次加息时点意见不一

英国国家统计局(ONS)12月12日发布数据显示，衡量通胀的核心指标11月CPI涨至3.1%，既创2012年3月以来最高(当时录得3.5%)，也是近六年来首次突破3%关口。此前经济学家预计11月CPI持平于前三个月的数据3%。ONS声明表示，CPI涨幅超过3%，主要由于休闲和文化类产品与服务价格涨至2010年以来最高，尤其要归功于电脑游戏价格上涨；机票费用的环比跌幅也小于去年同期，参与助推了通胀；但杂货商品、计算机设备、旅行与金融服务价格下降，部分抵消了通胀上行压力。11月初，英国央行在十年来首次加息25个基点，成为继美联储、加拿大央行后第三个加息的主要央行。市场普遍对此解读为“鸽派”加息，因会议纪要删去了关于未来需要的加息次数可能超出市场预期的表述。英国央行行长卡尼表示，英国未来通胀率仍让人担心，未来三年可能需再加息两次，以便让通胀回到2%的目标。分析师对英国下一次加息的时点意见不一。Aberdeen Standard Investment 首席经济学家 Lucy OCarroll 表示，占英国经济2/3的服务业成本和定价都在上涨，将传导给整体通胀，代表应尽快加息，否则有损消费支出这一经济引擎。但 Pantheon Macroeconomics 分析师 Sam Tombs 认为，通胀已在11月触顶并开始回落，鉴于食品通胀转向温和、油价上涨不会持续，预计CPI在明年底跌回2%的目标，代表英国央行会至少等待12个月再加息。汇丰银行在报告中称，预计央行会在长时间内按兵不动，一是需要评估政策行动的影响，二是因为预计活动增长和薪资增长将保持疲软。

海外媒体看中国

英国《金融时报网站》：中国收入差距缩小 或提前两年迈入高收入国家

中国收入差距自 2008 年以来有所缩小。荷兰资产管理公司 NN 投资伙伴的新兴市场高级策略师马尔滕·扬·巴库姆指出，对教育和医疗的大规模投资及针对较贫穷地区和农村地区的“巨额补贴项目”是近年来收入差距改善的原因。世行发展研究集团高级顾问弗朗西斯科·费雷拉表示，在中国传统沿海制造带地区，薪资水平大幅上涨，以至于制造业活动开始转移到内陆较贫困地区，这提高了收入较低地区的薪资水平。此外，政府政策也发挥了作用。铭基亚洲投资策略师罗福万表示，十年来，中国各地的最低工资水平每年都以两位数速度增长，同时有大量资金投入社会保障体系；5 年内，教育、医疗和环境方面的支出全都每年以 10% 以上的速度增长。摩根士丹利经济学家舍唐·阿赫亚表示，中国的农村收入也在快速上升。农村收入快速上升让摩根士丹利现在预计，中国将在 2025 年越过世行制定的人均 1.37 万美元的高收入国家门槛，较其之前的预测提前两年。马尔滕·扬·巴库姆表示，中国经济增长构成继续迅速变化，转向更多的家庭消费，后者已占到 GDP 的 50% 以上，并已取代出口，成固定资产投资的主要推动力。鉴于较穷的人比较富的人有更高的消费倾向，收入差距的改善将会加强这一趋势，而中国政府改善公共医疗并加强社保体系的努力也应使低收入者有信心花更多的钱。收入差距的改善正成为中国消费和经济增长的日益重要的推动力。

美国《彭博社》：减少延误、降低污染 中国改变货车运输业

虽然中国正大力发展顺风车和快递无人机，并建立起庞大的航空和高铁运输网络，但中国 80% 的货物仍依靠长途货车运输。货车运输污染大、技术含量低、效率低，但市场规模高达 7,500 亿美元。在中国，货车运输业是少数几个零散的、未受科技影响的行业之一。到 2012 年，中国约有 900 万个货车运输公司，其中 600 万个公司只有一辆货车。中国的货车大约有 40% 的时间是空驶，不仅直接影响司机收入，还产生严重空气污染。货车空驶带来的最大代价可能是经济上的。据世行发布的物流绩效指数，2016 年中国物流成本占 GDP 的比重高达 14.9%，

位列全球第 27 位。在美国，这一数值仅为 7.5%。但科技正改变这个行业。11 月 27 日，中国最大的两个货运互联网服务提供商——运满满和货车帮宣布合并。这一估值达 20 亿美元的物流行业巨头的成立很可能会减少延误、降低污染，同时改善中国约 3,000 万名卡车司机的生活质量。该合并还将推动更远大目标的实现：发展“车联网”。按照这一构想，中国道路上行驶的每一辆车都能够报告其位置，同时也可接收到其他车辆的位置数据，进而有效地减少拥堵、改善交通安全、精简供应链。这还可能会成为打造一个“革命性的新交通系统”的第一步。货车帮表示，该公司建立了覆盖全国的货源信息网络，2016 年节省超过 90 亿美元（约合 596 亿元人民币）的燃油费用，减少超过 3,300 万吨二氧化碳排放。

英国《金融时报网站》：中国将建亚洲清洁能源超级电网

中国“一带一路”倡议将为前沿市场的贸易和投资带来巨大商机。能源基础设施投资是“一带一路”倡议的支柱，因此将这些投资与可持续发展目标相配合，对中国设定地区的社会、环境和经济发展首要任务来说是必要的。“一带一路”倡议的第一个港湾是中亚。在该地区，跨境的能源互连将帮助确保投资、水资源供应和长期的地区稳定。大规模的电网连接项目被认为对解决重大的传输和配电损耗、振兴地区能源贸易及加深地区的合作至关重要。中国大胆的计划是创建一个全球可再生能源网，能够将全世界的可再生能源发电连接起来。这将在全球建立持续不断的清洁能源来源。总部设在北京的全球能源互联网发展合作组织已为这样一个系统提出了规划。这需要在中国、东北亚、东南亚、南亚、中亚和西亚发展六个超高压电网，才能在该地区确保建立清洁能源系统。中亚的统一能源系统有助于推动该地区的合作，在 21 世纪，“一带一路”倡议应成为该地区在可再生能源基础上的繁荣前景的推动力。中国和“一带一路”投资者应为中亚统一可再生能源系统规划出一张蓝图。

英国《路透社》：小米即将进行 IPO 将改变对中国品牌印象

中国最大的手机生产商之一的小米已邀请投行，12 月 15 日提交为该公司安排首次公开招股(IPO)事宜的标书。小米预计选择在香港或美国上市，其明年的 IPO 甚至有望成为“全球最大科技公司上市”交易。截至 2017 年 9 月，中国手机

用户约为 13.9 亿。中国的市场规模和人口密度使许多手机制造商能够成功进入手机市场。这也表明中国是一个进入壁垒低或难以维持的市场。如果小米 IPO 成功，将符合中国目前的经济政策举措。在中国制造的众多产品中，很少有获得全球认同的中国品牌。中国想改变这一点。因为目前许多人已认识到中国低成本的劳动力优势正在迅速消失，中国必须创新，加大对整个价值链的控制才能成长。今天，中国公司必须包括设计，制造和销售他们的产品，以获得更大的价值。中国官政策也支持中国企业参与“走出去”战略。也就是说，中国要发展一批能够在全球竞争激烈的市场上成功的品牌，并与世界上一些最好的品牌进行竞争。这样一来，中国企业就可在全球竞争中学习和体验到技术创新需要什么。小米的 IPO 将是中国工业的分水岭。随着国内中国企业在全球范围内走向成熟，许多中国企业可能跟随小米脚步，改变目前许多产业非中国品牌占主导地位。

国内财经

中央政治局会议定调推动高质量发展 确保打赢三大攻坚战

12月8日，中共中央政治局召开会议，分析研究2018年经济工作。**推动高质量发展** 会议要求，2018年要坚持稳中求进的工作总基调，推动高质量发展。去年末的政治局会议称，2017年要“适度扩大总需求”，而本次会议则强调“紧扣社会主要矛盾变化，按照高质量发展要求”。在12月6日的中共中央党外人士座谈会上，习近平指出，实现高质量发展，是保持经济社会持续健康发展的必然要求，是适应我国社会主要矛盾变化和全面建设社会主义现代化国家的必然要求。国务院发展研究中心研究员张立群认为，以推动高质量发展作为下一步经济工作的根本要求，有利于更好摆脱围绕速度判断经济发展的范畴，从发展的本质出发，引导政策重心转向追求质量和效益，推动经济实现质量变革、效率变革和动力变革。而“稳中求进”是推动三大变革、迈向高质量发展阶段必须遵循的工作总基调。海通宏观姜超团队认为，如果说适度扩大总需求还有刺激经济继续高速增长的意味，那么高质量发展要求意味着高速发展不再是主要追求目标。十九大报告中对增长目标的淡化，也意味着新一届政府换届与以往有本质区别，不会有新一

轮投资冲动。联讯证券首席宏观研究员李奇霖表示，在从高速增长阶段向高质量发展阶段转型过程中，对经济增速下降的容忍度会提升。此次会议较少提及稳增长，但在统筹推进“稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险”时“稳增长”依然位列首位。国君宏观花长春认为，未来三年重质仍重量，“稳中求进”仍是“主基调”，且要“长期坚持”，高质量发展提高到新高度。多位专家表示，明年经济工作重点是要为加快建设现代化经济体系布局。十九大报告提出，建设现代化经济体系是跨越关口的迫切要求和我国发展的战略目标。国家发改委副主任宁吉喆认为，建设现代化经济体系，是开启全面建设社会主义现代化国家新征程的重大任务和基本途径，对中国发展意义重大。中原银行首席经济学家王军认为，现代化经济体系是中长期经济发展的战略目标，明年经济工作将重点为现代化经济体系开好篇布好局，并力求取得实效。专家表示，十九大报告将“深化供给侧结构性改革”列为“建设现代化经济体系”的首要任务，本次政治局会议再次明确其为2018年经济工作的重中之重，进一步凸显了供给侧结构性改革在我国当前政策体系和经济工作中的主线地位。中行国际金融研究所研究员高玉伟表示，供给侧结构性改革是实现高质量发展的根本性措施，改革的关键在于扩大有效供给，明年可以继续改善供给结构上下功夫，例如推动战略性新兴产业的发展。**确保打赢三大攻坚战** 去年末的政治局会议称，2017年工作的首要要求是“要深入推进三去一降一补，推动五大任务有实质性进展”。而本次对2018年工作的首要要求则是“要统筹规划，有序推进，确保打赢三大攻坚战”，分别是防范化解重大风险、精准脱贫和污染防治。三大攻坚战的首要任务提出，要使宏观杠杆率得到有效控制，金融服务实体经济能力增强，防范风险工作取得积极成效。实际上，党的十九大报告就已把“防范化解重大风险”列入全面建成小康社会必须坚决打好的攻坚战，并明确提出要“守住不发生系统性金融风险的底线”。此前，央行副行长易纲在第九轮中美工商领袖和前高官对话中表示，去杠杆首先是稳杠杆，要让杠杆的增速降下来，现在看来，已有初步结果。10月末，规模以上工业企业资产负债率为55.7%，同比降低0.5个百分点。关于去杠杆，此次会议表述略有变化。在全国金融工作会议上，提出要推动经济去杠杆，把国企降杠杆作为重中之重。而

此次会议基调略有放松，指出要使宏观杠杆率得到有效控制。华创证券资产管理总部总经理屈庆认为，会议将防风险，控杠杆，增强金融服务实体摆在三大攻坚首位体现出：一方面，中央认为目前宏观杠杆率还未控制到位，金融服务实体还不够；另一方面，可看出明年去杠杆将会持续推进，金融监管持续趋严，打破刚兑、消除多层嵌套、抑制通道业务、规范资金池业务、治理同业仍将是整治重点。国家信息中心首席经济师范剑平认为，金融去杠杆会造成整个经济的产业结构调整。未来，我国会从低成本优势的廉价要素驱动型向科技创新驱动型转变。在去杠杆后，我国金融现代服务业和高科技产业将成经济增长的新支柱。污染防治在三大攻坚战中占一席之地，分析认为，环保的地位越来越重要，环保限产可能会维持高压态势。海通宏观姜超团队指出，因为去产能一刀切，导致部分商品价格暴涨，反而刺激了再度扩产的冲动。相对于去产能，环保政策则是长效机制，可从根本上抑制低效产能，鼓励先进产能。屈庆认为，中央要求对主要污染物排放总量继续明显减少，对环保提出更高要求，将导致明年环保监督更加严格，因此明年工业品价格有望上行，通胀中枢或将进一步抬升。花长春表示，从目前经济运行看，环保对经济总量的压制作用有限，主要体现在价格上涨，经济总量依然稳健有韧性，反映出经济结构的改善。环保未来的发力点将从单纯的限产停产转移至环保设备和技术改造支出方向，环保对经济的不利影响在减弱。环保部部长李干杰表示，在后续中央环保督察中，将重点完善相关机制和配套措施，研究推进有关法规制定，并针对重点地区重点行业重点问题组织开展机动式点穴式专项督察。随着我国经济由高速增长转为更注重发展质量，扶贫脱贫的推进思路也有转变。会议指出，精准脱贫要瞄准特殊贫困人口精准帮扶，进一步向深度贫困地区聚焦发力，把扶贫和扶志、扶智结合起来，激发贫困人口内生脱贫动力，巩固扶贫成果，提高脱贫质量。现在中央确定的深度贫困地区有西藏、四省藏区、新疆四地州和四川凉山、云南怒江、甘肃临夏等“三区三州”。业内人士看来，我国扶贫工作取得不少成就，但仍存在贫困居民底数不清、情况不明、针对性不强、扶贫资金和项目指向不准等问题，此外，部分地区尚没有建立统一的扶贫信息系统，因此对具体贫困居民、贫困农户的帮扶工作存在许多盲点，一些真正的贫困

农户和贫困居民没有得到帮扶。中国人民大学国家发展与战略研究院研究员仝志辉称，精准扶贫是与粗放扶贫相对的概念，精准扶贫是指对扶贫对象实施精确识别、精确帮扶、精确管理的治贫方式，“谁贫困就扶持谁”。国君宏观认为，目前居民收入构成中的转移性收入增速大幅提高，在扶贫的背景下还将继续，成为拉动消费、农村基建的重要边际力量。国务院扶贫办主任刘永富表示，深度贫困是当前脱贫攻坚短板中的短板，将采取超常规举措攻克深度贫困。新增脱贫攻坚资金主要用于深度贫困地区，新增脱贫攻坚项目主要布局于深度贫困地区，新增脱贫攻坚举措主要集中于深度贫困地区。会议还将“提高保障和改善民生水平”作为明年重点工作之一，意味着2018年在教育、医疗、养老等领域将有更多政策出台，切实增进民生福祉。会议还将“加快住房制度改革和长效机制建设”列为2018年要着力抓好的重点工作之一，并强调要“力争取得明显成效”。这意味着明年我国在落实“住有所居”目标上将迈出实质性步伐。中国房地产业协会法务部主任康俊亮认为，从明年开始，官方调控的重心将逐渐从各地频繁出台的行政性调控转移向中央政府统一部署的长期性和基础性制度。易居研究院智库中心研究总监严跃进表示，此次会议有两点值得关注。一是会议提到要加快住房制度改革和长效机制建设。其中对住房制度改革来说，应理解为第二次房改或开启。另外从长效机制建设角度看，应是有类似的思路，预计到2018年此类制度的推进会加快，尤其是住房财税政策等会积极推进。

11月金融数据强势反弹 资金进一步“脱虚向实”

金融数据强势反弹 资金进一步脱虚向实 12月11日，央行数据显示，11月末，广义货币(M2)同比增长9.1%，11月人民币贷款增加1.12万亿元，社会融资规模增量为1.6万亿元，三项数据均超预期。从M2看，10月M2同比增速8.8%，刷新历史低值。今年1-8月，M2增速从11.3%一路下滑至8.9%，9月有所反弹，为9.2%。11月末，M2同比增长9.1%，比上月回升0.3个百分点。民生银行首席研究员温斌表示，M2回升主要与信贷投放较多导致派生存款上升有关，同时财政支出增加及外汇占款改善也有助M2回升。齐鲁工业大学金融学教授李永平表示，M2增速较上月略有回升，比去年同期有所下降，但M1增速环比同比均有所

下滑。同比看，今年下半年以来，两者增速差距逐渐收窄，表明经济主体对活期存款及现金的偏好在逐渐减弱。一定程度上反映出经济主体对经济、金融形势稳定或向好预期在增强，有助于金融机构获得更加稳定的资金来源。M2的反弹对于货币政策的影响并不大。交行首席经济学家连平认为，短期货币政策将以维持市场流动性平稳跨年为主。年末，央行近期调控可能更多地考虑跨年流动性需求。宏观审慎监管（MPA）、流动性监管、去杠杆带来的负债端压力、货币市场利率上升、美国加息等都给年底金融机构流动性充足带来不确定性。为降低甚至消除这些不确定性的影响，央行很可能加强预调和微调，以确保流动性稳定可控。央行调查统计司前司长盛松成表示，当金融去杠杆去到一定程度时，M2会回升；金融去杠杆明年对货币政策、货币供应量的影响会比今年小。从人民币贷款看，11月信贷超预期投放，人民币贷款增加值同比、环比均有所上升。从结构看，住户部门贷款增长依然较多，达6,205亿元。其中，短期贷款2,028亿元，中长期贷款增加4,178亿元。苏宁金融研究院宏观经济研究中心黄志龙和付一夫认为，新增居民短期贷款是新增人民币贷款快速增长的关键动力，表明居民对短期贷款需求并未随监管政策的趋紧而减弱，同时也可能由于双十一活动对信用卡等消费贷款的拉动所致。交行金融研究中心高级研究员陈冀认为，新增居民中长期贷款暗示居民房贷需求依然不减，这意味着楼市调控效应释放得比预期慢，可能也存在房地产市场内部结构调整原因。一二线城市限购、限价后抑制的购房信贷需求，可能一定程度上被一些三四线城市的新增需求弥补。从社会融资数据看，11月新增社会融资规模达1.6万亿元，同比减少2,346亿元，但较上月增加5,613亿元；其中对实体经济发放的人民币贷款增加1.14万亿元。有分析认为，目前“脱虚向实”效果显著，预计未来这一趋势将继续。黄志龙和付一夫认为，人民币贷款的剧增是社会融资保持高位的主因。在经历了10月因长假因素季节性回落后，金融体系对实体经济的支持力度持续加大，国内实体经济韧性十足。招商证券研报认为，信贷和社融增速超预期，反映出实体经济融资需求依然较强。交行报告认为，表内信贷超预期增长，结合社融数据可见，目前“脱虚向实”效果显著。值得注意的是，去年居民加杠杆主要是通过房贷，而今年居民通过消费金融加杠杆现象

突出，前 11 月新增居民部门短期贷款达 2.5 万亿元，而去年同期是 0.6 万亿元。短期贷款中一部分被用作“首付贷”，但也有相当一部分被用于消费。12 月 8 日的中共中央政治局会议指出，要使宏观杠杆率得到有效控制。虽然我国家庭部门杠杆率较发达国家平均水平低，但增长太快也会隐藏风险。而通过居民加杠杆刺激需求的思维更危险。消费金融的风险也在对“现金贷”的整顿中得到一定程度的防范。预计减缓居民加杠杆，将是明年防范化解重大风险的重要任务。平安证券首席经济学家张明认为，居民部门债务占居民部门可支配收入的增长，已接近 90% 到 100%，去年居民部门的贷款超过居民部门存款的增量，这是一个潜在风险。但华融证券首席经济学家伍戈认为，中国居民杠杆率虽然近期增速较快，但其绝对水平并不太高。展望未来，短期内融资条件趋紧及房地产调控将使居民杠杆率增速放缓。但长期看，诸多国别经验表明城镇化进程是促进居民杠杆率提升的主导力量。当前我国城镇化率较低，未来居民杠杆率仍有进一步提升空间。**是否加息争议再**全球多家央行近期加息，货币政策趋紧或成趋势，市场上关于我国是否应该加息的争论再起。华泰证券首席宏观研究员李超团队综合判断，金融稳定和国际收支平衡仍是央行货币政策主要目标，央行处于跟随提高政策利率的重要窗口期。政策利率调整是量调整的后验性指标，不是货币政策收紧的前瞻性指标，如果市场没有较大反应的情况下，央行提高政策利率的可能性明显提高。李超宏观团队认为，11 月信贷数据超出市场预期，央行进行跟随加息的概率在提高。同时，央行决定是否加息将取决于美联储对于 2018 年加息次数预期引导以及境内市场的反应。中行国际金融研究所近期发布的报告指出，2018 年货币政策将从此前的稳中偏紧向真正“不紧不松”的中性回归，加息或降息可能性都较小。“不松”意味着为防范房地产泡沫风险再度膨胀和非金融企业杠杆再度扩张，货币政策没有必要再次出台“定向降准”或将其实施范围扩大。“不紧”意味着在外汇占款难以明显增加，美联储加息政策启动对中国跨境资金流动及国内流动性带来扰动背景下，仍将通过加大公开市场操作力度等以确保流动性基本稳定。盛松成 12 月 12 日表示，美国 12 月加息后，明年加息次数还会增加，但中国没有加息理由。一是中美加息依据略有不同，中国主要参考 CPI 和 GDP。从最新公布的物价数据

看，11月CPI增速较10月1.9%的低位进一步回落，同比仅增1.7%，可能全年CPI增速不足2%。截至目前2017年GDP维持了正常增速。二是美国加息上调的是联邦基金利率，我国的加息上调的是存贷款基准利率。提高存贷款基准利率直接推高实体经济融资成本；另一方面，加息很容易形成政策导向变动的预期。三是目前我国金融市场利率维持高位震荡。通过抬升金融市场利率，我国今年已变相加息1.1至1.2个百分点。而美国同期加息为0.5个百分点。所以，我国明年很可能延续今年的积极财政政策和稳健货币政策，货币政策不紧不松，“以不变应万变”。兴业研究分析师何津津指出，12月7日，NCD（同业存单）各期限发行利率已突破6月高点。在2016年12月与2017年6月两次美联储上调基准利率前，国内NCD利率都创出历史新高，但随后我国央行却均未跟随美联储加息。从去杠杆角度看，在2017年2月和3月内外部环境打开合适的时间窗口之时，央行直接通过上调逆回购利率的方式引导了去杠杆进程的推进。在当下各类金融杠杆数据已出现下行环境下，继续通过上调利率来去杠杆的必要性已大大降低。

11月财政收支双降 全年土地出让收入有望创新高

12月11日，财政部公布今年前11个月财政收支情况。**财政收支双降** 今年11月，全国一般公共预算收入1.14万亿元，同比下降1.4%；全国一般公共预算支出1.65万亿元，同比下降9.1%，出现收入、支出“双降”。其中，财政收入属年内首次负增长，财政支出则连续两月负增长。财政部有关负责人指出，当月财政收入增幅回落，主要是非税收入、耕地占用税、城镇土地使用税等下降较多。由于今年政府实施大规模降费举措，计划削减超过6,000亿元各种费用，因此今年非税收入逐步下滑。前11个月，非税收入2.57万亿元，同比下降4.5%。中国财政科学研究院副院长白景明认为，今年以来国家加大力度清理规范收费基金，实施普遍性降费，这是非税收入显著下降的重要原因。一系列降费措施有效减轻了企业负担，激发了市场活力。有专家认为，11月财政收入负增长主要原因一是政府对企业减税；二是房地产的税收下降。10月，工业企业每百元主营业务收入中的成本为85.73元，同比下降0.13元。莫尼塔宏观研究认为，各类税收扩张放缓，拖累财政收入增速转负。除降费政策导致的非税收入持续压缩外，边际上主

要受到税收收入增速放缓影响，特别是契税、土地增值税等地产相关税种的拖累加大，与调控政策下房地产市场降温有关。数据显示，1至11月累计，全国一般公共预算收入16.17万亿元，同比增长8.4%，增速明显高于经济增速，且前11月一般公共预算收入已超过去年全年(15.96万亿元)。白景明认为，今年以来经济稳中向好的态势持续发展，为完成预算收入目标奠定坚实基础。莫尼塔宏观研究认为，今年迄今预算收入实现情况一般，反映总需求筑底与税费减免推进过程中，预算财政资金的扩张较为乏力。关于支出下降，财政部解释，今年“稳增长”发力较早，投资高峰前移，所以11月财政支出下降。1-11月累计，全国一般公共预算支出17.96万亿元，同比增长7.8%。财政支出金额明显高于收入金额，体现了积极财政政策。有专家认为，预算支出下降是“财政稳增长”情况已出现全面下滑。华创证券研报认为，今年以来，财政支出加快，持续推动各项财政政策措施落地生效，导致后期财政支付有所放缓；同时11月财政支出同比受高基数影响，同比增速有所回落。白景明表示，今年以来预算支出进度明显加快，扭转了以往一些地方出现的年底“突击花钱”现象，这是一个很大进步，体现了预算管理水平的提升，预算编制更加科学，预算执行管理更加有力，有效促进积极财政政策意图的实现，助力稳增长、保民生。华创证券研报认为，与年初全国人大通过的预算相比，前11个月已完成预算收入的95.92%，财政支出完成预算的92.15%，一方面说明今年企业利润改善，财政收入任务超额完成；另一方面也表明财政支出确实有空间。且从财政赤字角度看，年初编制的全年预算是2.38万亿元，前11个月支出与收入之差为1.78万亿元，12月赤字仍有5,988亿元的潜在空间。莫尼塔宏观研究认为，今年以来，财政支出占财政预算的比重持续上升，且高于历史同期水平，说明积极财政政策正加快落地。分细项看，多数项目的支出同比下降，仅农林水事务、文化体育传媒等少数支出同比扩张，反映财政资金向稳增长、惠民生的倾斜。但债务付息支出增速持续高企，在整体财政支出中的占比进一步上升，债务偿付导致的财政资金挤占，可能约束未来财政发力空间。有专家认为，随着楼市调控加码、大基建变得更加审慎，以及环保力度加大，以税收为主的“一般公共预算内收入”迅速下滑，支出也在下降。只有卖地收入比较稳定，但也即将入

冬。可以预见的是，从2018年一季度开始，政府收入将全面下滑。在美国减税带来的“税制竞争”压力下，中国也必将进一步减税。这样，财政赤字肯定会继续上升，地方债、国债发行量也会显著增加。对于未来财政政策，中信证券首席经济学家诸建芳认为，基调仍然保持积极，但伴随着周期性行业回暖，财政刺激力度将会逐渐减弱，减税可能成为积极财政政策的主要内容之一。全年土地出让收入有望创新高 数据显示，前11个月国有土地使用权出让收入4.14万亿元，同比增长35.3%。按照近几年情况，每年12月的单月土地出让收入比较稳定，维持在下半年的月度平均水平，甚至更多。今年7至11月，全国土地出让收入2.26万亿元，月均4,510亿元。如不出意外，2017年全国土地出让收入将超过2014年的4.29万亿元，再创历史新高。自2011年至2016年，全国土地出让收入分别为3.32万亿元、2.84万亿元、4.13万亿元、4.29万亿元、3.25万亿元和3.75万亿元。除官方数据外，非官方机构中国指数研究院数据显示，今年1至11月，全国300城市土地出让金总额为34,408亿元，同比增长约41%。11月整体及各线城市成交量较10月均有下滑，月度出让金环比缩水近一成，在前11个月总额中占比为11%。土地价格是影响房价的重要因素。为抑制房价过快增长，增加土地供应，平抑地价成主要调控手段。4月6日，住房和城乡建设部发布《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》明确，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应；坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况。此后，部分城市开始推出“限地价、竞房价”新政。尽管各地楼市调控政策不断，但开发商拿地热情丝毫未减。中原地产研究中心数据显示，从招拍挂市场数据看，截至12月11日，全国土地出让收入最多的50大城市合计达到3.24万亿元，同比上涨42%。中原地产首席分析师张大伟称，虽然房地产市场调控政策严格，但2017年房地产市场成交量刷新历史，大部分城市土地出让收入创了纪录。从全国主要城市土地出让情况看，土地供应量明显增加，特别是其中限价房与租赁房等供应增加，将对2018年房地产市场带来明显影响。土地出让溢价率的高低是判断土地市场热度的一个主要指标，今年以来，主要城市

的土地出让溢价率呈逐渐走低趋势。张大伟称，今年土地出让溢价率走低是必然结果，在楼市调控大背景下，政府在土地出让环节一般会对溢价率设定有形和无形的限制措施，有形的限制包括“限房价、竞地价”等措施，企业考虑后期利润因素，不会再肆意抬高地价，溢价率自然下降。此外，政府还可在土地出让环节将出让底价适当抬高，提高企业参与竞买门槛，土地出让成交后的价格会更为理性，溢价率也会有所降低。

国常会再聚焦国企改革 国资监管权责清单将出台

12月13日的国务院常务会议，李克强听取国企改革发展和监事会对央企监督检查情况汇报，发挥国资对经济高质量发展的支撑作用；确定进一步扶持和培育新型农业经营主体的措施，推动现代农业发展；听取第三次全国农业普查情况汇报。据了解，今年以来已有多场国务院常务会议聚焦国企改革话题，除本次会议外，9月27日的会议听取了推进中央企业重组整合工作汇报，8月23日的会议部署推进了央企深化改革降低杠杆工作。国常会再次聚焦国企改革 会议指出，今年以来，国企利润大幅增长，央企利润增速创近5年同期最好水平。多位专家表示，近期国务院连续围绕国有企业尤其是央企改革工作进行部署，突显了政府要在2018年加快推进改革，发挥国资对经济高质量发展的支撑作用的决心。财政部数据显示，2017年1-10月，全国国企营业总收入419,976亿元，同比增长15.4%。利润总额23,858.6亿元，同比增长24.6%。国资委数据显示，今年1-10月，央企实现利润总额超过1.2万亿元，同比增长18.1%，增速创近5年同期最高水平，高于营业收入增幅3个百分点。同期央企主要经营指标稳步增长，实现营业收入21.2万亿元，同比增长15%。利润来源从单一迈向多元，结构更合理。1-10月，98家央企中，56家企业效益增幅超过10%，34家企业效益增幅超过20%。利润不再集中于石油、煤炭、电力等少数几个传统行业企业，制造业成为利润主要来源。央企正从规模速度型向质量效益型转变，呈现出稳中提质、稳中趋优的良好发展态势。中国企业研究院首席研究员李锦表示，国企经营形势有显著好转，可能已告别长达6年的去产能、通缩和资产负债表调整期，进入了“新周期”的起点。在营收与利润回升的背后，国资国企改革成效显现。但此次会议也指出，一

些国企存在内控机制不健全、部分经营投资项目风险较大等问题。下一步，将认真整改监督检查发现的问题。加强制度建设，形成长效机制。出台国资监管权力和责任清单，对国企实施精准的分类监管。建立监事会监督事项清单，强化对国资运营、境外资产项目等监督检查，严格责任追究。**实施精准分类监管** 国务院国资委副秘书长彭华岗指出，近年对国资监督力度不断加强。一是健全制度体系，近两年，国资委出台国有资产监管方面的制度有27个，包括进一步修订完善的和新制定的；二是构建工作闭环，监督从发现问题、处理问题一直到追究责任，形成闭环；三是盯紧重点环节，强化对企业改制重组、产权交易，还有重大投资方面的监督力度；四是强化责任追究。李锦认为，国资监管体制改革是国企改革的重要内容，国资委从管人、管事、管资产转变为管资本是改革的核心议题。此次出台国资监管权力和责任清单意义重大。因为目前随着越来越多国企在“一带一路”上发挥作用，有一些企业造成巨额的国资流失，但因为发生在国外，国内不好监管，下一步有了国资监管的权力和责任清单，就可有针对性进行监管。国企拥有更多自主权的同时，监管必须要跟上，才能建立起长效机制。中国企业改革与发展研究会副会长周放生认为，随着国资监管权力和责任清单出台，监管力度将加大，也会更具针对性。国务院国资委研究中心研究员胡迟认为，出台国资监管权力和责任清单后，监管将更细化，会有很多新的内容。但从根本上解决国企监管问题，还是要建立现代企业制度。此次会议也提出，要提升国企管理水平，加快形成有效制衡的公司法人治理结构和灵活高效的市场化经营机制。**继续推动降杠杆和混改** 促进国企效益持续增长，实现国资保值增值也是此会议的重要内容。会议提出，要推进国企在落实质量第一、效益优先的要求中发挥领军作用。通过优化重组，促进国有资本向关系国家安全、国民经济命脉和国计民生的重要行业和关键领域、重点基础设施倾斜，向实体经济聚焦。抓紧淘汰落后产能、处置“僵尸企业”。继续推动降杠杆、减负债。促进国企效益持续增长。事实上，今年下半年，国务院常务会议已部署过两轮国资降杠杆改革工作。8月23日的国务院常务会议提出要建立严格的分行业负债率警戒线管控制度，高负债央企要严控相关投资项目。9月27日的国务院常务会议提出，严格落实化解过剩产能任务，

推进“僵尸企业”处置和亏损企业治理。12月13日会议则指出，要推进央企股份制改革，引入社会资本实现股权多元化。国务院国资委主任肖亚庆表示，下一步，要积极推进主业处于充分竞争行业和领域的商业类国企混改，推进国企战略性重组，在央企全面完成公司制改革的基础上推进股份制改革。胡迟认为，不同行业的国企，社会资本进入情况不同，在竞争性领域实施混合所有制改革后，社会资本进入后获得一定话语权，也可以起到监督作用。李锦表示，当前央企重组要放到供给侧结构性改革的大背景下考虑，一方面更重视通过重组减少重复投资建设、化解过剩产能，发挥协同效应；另一方面，在执行方式和手段上应该更重视市场化运作。当前国企混改仍处在初级阶段。产权平等、利益共享、参与经营管理的混改中级、深层次阶段还未到来。混改已经到了出台一套新机制的阶段，与之相配套的参与机制、经营机制、退出机制、分配机制显得尤为重要。2018年，国企改革发展将呈多个新趋势，其中包括以混合所有制经济为重点的国企改革，形成突破趋势。此外，为防范金融风险，对于国企尤其是央企的基金管理将会加强。国金证券分析师边泉水表示，当前中国杠杆率整体上升较快，其中国企杠杆率最高。为稳定国家整体杠杆率，未来3年国企部门降杠杆是政府一项重要工作，将对整体固定资产投资形成影响。关于混合所有制如何与国资监管兼容，国务院发展研究中心企业研究所副所长张文魁认为，需做到“去监管、行股权；降比重、搭便车”。现在国资监管包括对企业的资产处置等各种复杂程序，如果对混合所有制企业也实行这类监管，实际上不利于“盘活存量”。现在很多混合所有制企业都是国有控股甚至是国有绝对控股，难以形成合适的股权结构。因此，国有股比重应大幅下降，国有股东退居次要位置，这实际上是要让国有股搭乘非国有股的“便车”。通过搭乘非国有股的“便车”，国有资本效率会更高、收益会更好，未来应按这个方向走。

观点精粹

黄志龙：美国税改将使中国经济喜忧参半

苏宁金融研究院宏观经济研究中心主任黄志龙认为，特朗普税改可能从三方

面影响中国经济。一是税改将通过金融渠道使中国金融体系承压。由于税改会刺激 2018 年美国经济增长，美元指数可能改变当前疲软态势。此外，税改将鼓励美国企业回迁美国和汇回海外利润，导致较大的美元兑换需求。人民币可能重新面临贬值压力。人民币汇率预期的变化，可能对国内资产价格形成一定压力，特别是国内资金外流，对房地产价格形成压力，进一步加大金融体系风险。二是税改将有利于中国扩大对美出口。短期内减税将刺激美国消费和投资需求，加上美元可能会重新走强，使美国私人部门更倾向于增加进口。作为美国最大的进口来源国，此次减税或许利好中国外部需求。三是中国对外资的长期吸引力可能受到影响。长期看，美国减税可能引发全球范围内的减税潮。如果中国实行大幅减税政策，将对中国的财政收支平衡造成大的冲击。由此可见，中国实施大幅减税的可能性较低。在此背景和趋势下，外国资本的流出将带走许多先进技术，可能会给中国经济转型升级带来负面影响。综合看，美国税改对中国经济的提振作用将低于预期，对中国经济的影响不如市场预期那么大。但要密切关注特朗普减税政策可能引起新一轮的全球减税潮。

杨涛：金融科技给金融体系带来新的风险 监管思路需转向

中国社科院金融研究所所长助理杨涛认为，在讨论金融科技风险时，主要有三方面视角：技术本身、行业视角、业务视角。判断金融科技风险，需从之前模糊的“拍脑袋”转变到更加量化精准的分析 and 细分。对系统性风险，除过去谈到的“大而不倒”，还有一种情况是，一个主体的规模有限，但由于它连接众多主体，虽然每一个额度较小，但也可能对整个网络带来风险。对非系统性风险，需对风险特征进行甄别。大量金融领域和新金融领域产生的风险归根结底不是一个金融问题，而是在金融之外需要解决的。在此背景下，监管可从六方面考虑。一是功能监管的思路要转向。在金融科技冲击下，功能监管的边界日益融合。二要加强协调监管。三要实施动态监管。监管本身需避免一成不变，并尽可能走在风险发生前。四要重视效益监管。监管本身也要进行有效的成本收益考量，这在过去并不受关注。五是形成立体监管机制。即中央与不同部门间，中央与政府间，行政与司法间的监管多元化特征。美国网状立体监管结构解决了很多矛盾和问题，网

状结构能够形成很多制约。中国目前还没有这种协调机制。六是加强金融科技环境的监管。应更多关注如何完善金融科技发展的土壤，这个土壤可能是硬性的金融基础设施，也可能是技术本身。有时候环境可能比具体某个问题的解决更重要。

张明：2018 年全球经济的六只黑天鹅

平安证券首席经济学家张明认为，2018 年全球经济的黑天鹅，若按爆发概率由高至低排序，至少有六只。一是全球地缘政治冲突加剧。目前全球地缘政治冲突有两个热点：朝核冲突和中东地区。二是全球贸易投资冲突加剧。最近美国政府拒绝承认中国市场经济地位，开始对中国铝制品征收惩罚性关税。这让市场再度开始担忧中美贸易冲突升级的可能性。中美贸易冲突加剧也给市场对 2018 年中国出口增速与 GDP 增速的判断带来新的不确定性。三是欧洲地区的政治风险重新抬头。四是通胀压力加速抬头造成美联储货币政策加速收紧。如果明年美国通胀率出人意料显著上升，可能会使美联储加快加息与缩表节奏。这不仅会影响美国国内经济增长与资产价格，也会产生非常强烈的外溢效应。五是美国股市长达九年的牛市宣告终结。本轮美国股市的牛市从美联储实施量宽政策的 2009 年开始，截至 2017 年已有九年时间。目前美国股市的市盈率已相当接近历史上的几次高位。越来越多的经济学家开始担心美国股市未来由升转跌的风险。一旦美国股市下跌，不仅可能通过传染效应冲击其他国家资产价格，而且可能通过负向财富效应来影响美国的居民消费。六是部分脆弱性较强的新兴市场国家重新面临爆发国际收支危机的风险。2016 年与 2017 年，随着全球经济走向复苏，及投资者风险偏好由弱转强，大量短期国际资本重新流入新兴市场经济体。若美联储更快地收紧货币政策、美元指数反弹，这些国家可能再度面临本币贬值与资本外流的冲击。如果应对不慎，部分新兴市场国家甚至有重新爆发国际收支危机的可能。

(未经许可，请勿转载)

总编审：任朝霞

责任编辑：赵军利

联系人：陈新孙 杨宇 电话：(010)68558515 68140683 13910382901 传真：(010)68558341

Email: cxinsun@cei.gov.cn yangy@mx.cei.gov.cn