



# 金融研究简报

第二十五期

中国人民大学重阳金融研究院

2014年4月18日

## 大分化：全球经济金融新格局

——主题研讨会暨新书发布会纪要

大分化格局，在2010年至2012年的欧洲危机表现为美、欧的大分化；在2013年则开启的是发达市场与新兴市场的大分化。充分认识当前所处的大分化格局，是观察中国经济大环境的前提，是结构中国经济发展所谓“战略机遇期”的基础，也是做出政治、经济、金融、投资决策的出发点。

2014年4月10日，中国人民大学重阳金融研究院、中国人民大学国际货币研究所、第一财经研究院和中国经济出版社联合举办了题为“《大分化：全球经济金融新格局》主题研讨会暨新书发布会”，邀请了来自金融业、出版界和研究机构的10余名专家与学者，就当前与未来的“大分化”

格局下，美国与发达国家、发达经济体与新兴市场之间的“大分化”做了描述，并指出中国经济在“大分化”中面临的风险与挑战。

## 大分化的全球宏观格局

徐以升（第一财经研究院副院长）：

一、大分化的全球宏观格局，主要表现在发达市场和新兴市场的分化，还表现在发达经济体之间的分化，新兴经济体之间的分化。

### 1、发达市场和新兴市场的分化

从宏观、股票和货币三个基本角度来看，全球发达市场和新兴经济体实际 GDP 增速在 2010 年开始出现了分化。新兴经济体的增速不再大幅高于发达经济体的增速，这是全球经济分化的最主要表现。股票市场分化更为清楚了，发达经济体和新兴经济体的股票分化走势非常明显，美股非常顽强。美国和德国股市都在 2013 年超过了危机之前 2007 年的高点创出新高。日本、英国、法国都处于非常高的股票市场涨幅。而 2013 年的新兴经济体股市，以中国、南非、巴西、印度和俄罗斯等为代表，总体处于年度下跌态势。货币汇率的分化也非常清楚，主要表现在美元对发达经济体货币汇率相对持平，而对新兴市场货币则大幅升值。

### 2、美国与发达国家分化

以美国、日本、欧元区 17 国看 GDP 增速，美国的工业生产指数在 2010 年之后大幅超出发达经济体。我们在数据上看到美国的再工业化有很大进展。从股票市场分化来看，美股涨幅比较多，在 2010 年之后超过欧洲和日本。

### 3、新兴市场分化与“脆弱五国”

新兴经济体之间的分化，通过经常账户、政府债务、财政赤字、汇率敏感性、资本流出压力等多个指标，我们定义出了新兴市场里的“脆弱五

国”，即巴西、印尼、印度、南非和土耳其。而像保持经常账户顺差的韩国，则是新兴经济体里向上的代表。

## 二、大分化格局展望：看好美国发达市场，看空新兴市场

### 1、美国经济增长超过全球水平

目前，美国的经济增长水平已经显著超过全球平均水平。2010年后，美国财政方向总体是在收缩，这样的收缩无论是收入端的增长和支出端的下降都是清晰的，这对评估美国的金融和经济都有重大影响。美国财政赤字，从2009年最高的9.8%，2010年的8.8%，2013年下跳到4.1%，2014年CBO的预测是2.98%，这个预测一直持续到2018年都是在2%-3%，财政赤字下滑非常明显，这会大幅改善美国的债务情况。

从财政赤字占GDP比例来看，美国的财政未来2-3年是最好时期，这非常值得我们关注，因为美国的财政和美国的金融是非常紧密的。财政的扩张等于美元的扩张，财政的收缩等于美元的收缩。

美国家庭的债务压力当前处于30年最低水平。从美国小企业的信贷可获得情况以及美国银行业的信贷标准可以看出目前都是处于扩张阶段。小企业是美国就业的基础，这些放松会大幅改善美国就业，这对经济发展是非常稳健的。

再看发达经济市场的“次中心”欧、日、英。欧元区外围国家的国债利率下降是非常顽强的，在2013年5、6月份也并没有受到大的冲击，这是观察欧洲的核心指标。其他的指标，比如欧洲的财政赤字也都在大幅的改善，欧元区的财政状况也已大幅缓解。从数据可以看到，欧洲五国经常帐户现在都为正，这是欧洲特别转折性的调整。

### 2、新兴经济体发展下滑

2009至2012年，全球主要的财政赤字国家有很多是欧美国家，但到2014年全部都变成了新兴经济体，这表明欧美的财政状况改善是大幅度且效果明显的。从一国汇率对外部流动性的敏感程度测算来看，新兴经济体

中的土耳其、南非、印度、巴西和印尼五个国家排在最前面，是“脆弱五国”。韩国的测算结果最好，是我们所定义的新兴市场分化里面面向上的国家。中国处于中间的位置。以金融帐户、债权收益和大宗商品作为基本逻辑来判断，在东亚地区，印尼（经济状况）是最危险的，此外还包括印度、泰国、菲律宾、马来西亚等。

### 3、美国经济复苏及其对中国影响

虽然美国 GDP 复苏非常好，但是美国进口比 GDP 的数据是向下的，这意味着美国的复苏具有自主性、对外部依赖性下降、有进口替代的含义。中国出口和美国的消费，只有两个时期出现了脱钩，一个是东亚金融危机时期，另一个就是当前。这种“脱钩”非常值得我们关注，结论就是即便美国经济复苏非常强劲，也不会对中国经济产生特别重大的拉动效应。

## 中国是风险中心还是避险中心？

许元荣（第一财经研究院研究员）：金融市场目前对中国经济有两个非常不同的观点。一种观点认为，在未来大分化格局当中，中国会成为一个避险中心，因为中国有一系列的独特优势，像外汇储备、贸易顺差以及中央政府的负债水平比较低等。另一个观点则认为，中国是未来的风险中心，像房地产、地方融资平台、利率上升等这些都存在很大风险。这两种观点到底哪一种会主导中国经济的未来，我们一起看一下中国经济增长的核心数据。

### 一、中国经济的总体表现和核心特征可以概括为“五高”和“四低”

“五高”：高度依靠投资、中国债务杠杆高、高度产能过剩、高度依赖重化工业和对房地产的依赖很高。如果考虑到间接联系，还有3个“60%”：房地产市场关联着60%的实体经济产业，房地产业关联着60%左右的银行资产，目前中国民众财产保有形式的60%以上是房产。

“四低”：固定资产投资效果系数持续降低，信贷推动增长的效应降低，全要素生产率 TFP 对经济的贡献降低，整体投资回报率降低。“四低”目前对中国增长模式的考验越来越大。

## 二、中国经济的五个增长极

我们从房地产投资、制造业投资、基建投资、消费和出口这 5 个方面来看中国经济增长面临的风险或者潜力有多大。

1、房地产是头号风险。从图表分析可以看出，新购置土地面积 2012 年进入负增长，这是十几年来一个比较大的降幅。2014 年，新开工的面积大概是 20 亿平米，能卖掉的是 13 亿平米左右，每年都有一个新的库存增量。房地产面临的另一个考验是刚需松动，由于人口结构的快速变化，中国劳动力人口绝对量的减少，意味着未来房地产的需求没有过去几年那么有刚性。此外，利率上升对房地产带来冲击，每一次的利率上升都将引发房地产的局部性、区域性风险，2013 年 5、6 月以来的高利率就可能会给市场带来一些连锁反应。最后，观察房地产的租金回报率，从 2008 年的 4% 下降到目前的 2% 左右，意味着房地产作为投资资产吸引力是下滑。

2、制造业的投资。今年 1、2 月份制造业投资从 18% 下降到 15%。可以看到，大量的传统产业产能过剩，回报率降低，已经无法吸引企业追加投资了。

3、基础设施投资。2013 年基础设施投资总共发生了 9.4 万亿，增速为 18.7%，也出现下滑。基础设施投资的收益递减导致它的投资回报难以覆盖它的成本。

4、贸易前景。中国的出口高速增长时代基本上结束。中国主要出口目的地增速逐渐从 20% 至 30% 降到零，甚至负数。中国原先的主要出口对象国如美、欧、日三大经济体，都在调整自己的经济结构变成一个出口国家经济体，从而挤占全球出口份额，导致中国的出口大受挤压，所以中国的出口高速增长时代接下来可能是一个趋势性的低迷。

5、消费驱动力。我们国家的长期政策是扩大内需，尤其是扩大消费需求，但是最近三四年，消费增长数据也是不太乐观，总量从原来 20% 左右下降到 11.8%。从居民消费的三大板块餐饮、住房和汽车来看，餐饮从 18% 左右降到目前的负增长，它对整个消费板块的占比是 7.3%；和住房有关，一旦房地产的形势往下走，消费板块里装修、家具、家电都将有明显下降；汽车、汽油占到居民消费的 43%，对稳定消费增长有非常重要的作用，所以中国未来的增长稳定对汽车的依赖会非常大。

### 三、四道防线

1、中国有 3 万多亿美元的外汇储备，这是非常坚实的基础。未来中国面临的问题，在美联储加息的周期和大分化过程当中，可能不是资本外流导致外汇储备耗尽，而是外汇储备导致货币供应偏紧、利率走高，中国在这样的环境当中无法放松金融环境的问题。中国目前是一个持续的资金流出地，中国必须要有很高的国内外利差才能把中国的外汇债款稳住。

2、经常帐户顺差。总体来看，2007 年每季度中国有 1200 亿美元左右的经常帐户顺差，现在已降低到 400 亿美元左右。总体而言，中国经常帐户顺差会逐渐的走向平衡，甚至在 2014 年第一季度出现基本为零的局面。

3、资本管制。我们做了研究，认为资本管制短期是有效，但长期无效。中国的外汇占款也进入了不稳定的状态，有时增加很多，有时增加很少，有时进行负增长，这体现中国资本流动的很大不确定性、进入非常大的波动周期。我们认为一个国家如果依靠非常大的国内外的利差来维系国际资本的流动，这不是健康的状况，这跟别人来寻求投资机会性质不太一样。

4、中央政府、居民债务低杠杆。美国政府债务水平超过 100%，欧元区 93%，所以中国未来在应对经济紧缩的过程中，中央政府增加杠杆的空间非常大。另外，就居民的杠杆水平而言，我们国家只有 20%，美国 86%，欧元区 67%，这两个部门加杠杆的空间非常大。

### 四、对冲增长风险的政策框架



首先是增长目标适度下调。因为现在单位 GDP 能带动的就业率从原来的 100 万涨到 130 万甚至更高，所以现在达到每年 1000 万的就业目标，可能需要 6.6% 左右的 GDP 增长就够了。货币金融方面，主张把货币市场放宽松，但是对于信用膨胀还要定向收紧。财政政策方面，主张利用中央政府的加杠杆的空间。向创新投资方面，中国目前对投资的依赖非常大，主张不改变投资的强度，但是大幅改变投资的结构，向创新基础设施投资，为未来技术升级和产业升创造表现。

## 大分化格局下的中国角色

曹彤（中国人民大学国际货币所联席所长、中国进出口银行副行长）：

一、“大分化”比较准确地描述了这段时间我个人对世界经济、金融的一些直观感受。这是一个从平衡到不平衡再到再平衡的过程。1、关于金砖国家。“金砖五国”在当时作为概念提出时带有非常美好的前景，现在看来这 5 个国家从政治、经济、金融方方面面来看其实是 5 个完全不同的经济体。2、全球货币的治理。美国、日本、欧洲、英国明显走向四个不同方向，美国明显在收缩，日本在扩张，欧洲持平，英国在货币上反而受益了。3、美国的基尼系数接近 0.5，跟中国差不太多。美国所有中产阶级的“美国梦”也濒临破产边缘。这些现象用“大分化”提炼和描述，非常有启发性也比较准确。

二、大分化能不能自我修正？目前全球货币、生产双过剩，能不能做自我修正是非常大的问题。从货币供给来看，国际货币没有治理的机制和架构，IMF、世界银行没有货币治理的意义。尽管货币已经过剩，全球货币的投放仍然在加速。生产也如此，WTO 是鼓励全球贸易和生产的机制，现在因为生产过剩转向服务，所以它仍然是供给性机制，而不是约束性机制。

三、需要在大分化的背景下思考中国的未来、改革策略和方向。在全球生产加工制造能力过剩的领域下，出口到底能起到怎么样的拉动作用，在全球货币过剩的情况下，资本到底含义是什么。中国自身也是双过剩的中心，全球过剩自我也有过剩，在这样的情况下用什么与双过剩相对称，哪些时空上的安排是有效的，哪些是无效的，这些都是中国在发展过程中需要思考的问题。

王家春（中国人保首席经济学家）：在未来大分化的格局下，中国到底是什么角色？这对投资者和政府来说都是非常重要的问题。我个人认为中国会逐渐成为世界焦点，不会是大分化下的旁观者，也不会被遗忘。还有一个概念可以提炼，一个基本的经济学和经济政策的“思潮的分化”，我们最相信凯恩斯主义，但是在欧洲、美国，这种“去凯恩斯主义”是非常明显的。

另外，在货币政策方面，日本从 90 年开始，到美国的伯南克，他们用一个新的理念来应对金融泡沫，实际上用非常宽松的货币政策帮助金融体系去杠杆，我们过去是用紧缩的模式去泡沫，用硬着陆的模式去杠杆，这是朱镕基模式，所以日本在 90 年代采取的宽松政策和伯南克采取的零利率制度宽松货币政策实际上是颠覆了用紧缩的货币政策去泡沫化的理念，我们央行现在还在照办以前的理念，我们是用老的央行货币政策应对这个格局，所以在央行货币政策理念上也是非常的分化。

高滨（原美银美林董事总经理、亚太区利率策略主管）：我想提出两个问题，未来可能比较值得关注的。第一，看我们中国外汇储备很高，中国一旦遇到危机，资本外逃是一个大问题，资本外逃就直接导致中国的货币变得很紧。中国的储备是由外汇储备创造的，而不是由于自己的国债创造的。第二，从全世界的角度，金融和投资，这一轮最起作用的就是 QE，欧洲做得不好，就美国的真正起作用了。大家都做 QE，QE 是不是其



它国家都做都能达到美国的效果？就中国情况而言，中国有一个严重的问题，中国是过剩和短缺同时存在的一个经济体，按照现在的经济增长速度来说，产能过剩不包括劳动力，在印钱的过程当中可能造成通胀，可能引发滞胀的状况，这样货币政策变得非常的艰难。

程实（中国工商银行金融研究所分析师）：第一，全球经济自从危机爆发出来也有一个非常高大上的概念——“多元化”，就是全球经济发达国家的霸权会日渐收缩，新兴市场会不断崛起。但是多元化没有像我们想象那样不停往上推进，而是从 2012 年出现了退潮迹象，主要表现为 DM 发达市场向上，EM 新兴市场向下。

第二，美国之前是危机的中心，现在美国复苏得很快，是全球这两年表现最好的经济体，但是新兴市场前两年表现好，现在不行了。为什么？很重要的一个事实，我们看全球所有的主要经济体的货币当局，你会发现美联储是唯一一个维持宽松货币政策基调不变的经济体，它是唯一不折腾的央行，不折腾的结果会给他们经济复苏带来非常好的、稳定的货币环境。

第三，如果我们站在当下视角看中国的经济，你会发现中国经济目前所有的经济指标都是往下走的，你如果从中国看中国，会发现对中国非常的悲观。然而，我们“不识庐山真面目，只缘身在此山中”，我们没有站在全球的视角看中国，所以我们没有看到整个中国经济的全貌。如果站在全球大的视角看中国，全球经济在新兴市场已经下行的情况下，我们找到中国现在所处的位置，这对认清中国经济的现实非常有意义。

富察理盛（美国大宗商品基金 Blenheim 基金资深策略师、亚洲宏观和商品投资高级主管）：我想从大宗商品的角来补充几点。大宗商品分化是准确描绘全球经济和金融市场分化的一个表现。大宗商品从 2011 年到 2013 年开始下滑，2013 年大宗商品市场开始企稳，但是新兴市场国家的股和债开始有不好的表现，这些市场可能会出现一些风险。但是我比两位

作者稍微乐观一点，虽然说大分化的现象是存在的，但是这其中背后也反映出来了发达国家和新兴市场国家前些年实力此消彼涨的过程，以及美国战略收缩的过程。因为美国还有一些其它结构性的问题，现在虽然增长还不错，但是也是相对而言，实际上它还是低于它潜在的增长率，还可以做得更好。

我觉得大宗商品也好，在全球经济转换的过程当中，包括一些金融市场方面，我觉得可能实体经济更要防御，但是在金融市场中国可以稍微积极一些，人民币国际化、中国的一些全球供应链和大宗商品物流、仓储、库存的变动，对中国还是有很多的机会。

赵亚赞（中国人民大学重阳金融研究院研究部副主任）：我跟富察理盛老师一样偏乐观一点，因为我们的技术水平比美国和其它西方国家还是要差很多，而且随着信息技术的发展，我们获得这些技术越来越容易。我们的技术进步可能比一些国家要快一些，我们因为要追赶，我们在补课，这样可以提高我们新的增长点。制造过剩的问题，总得来看它是过剩的，特别是刚才许元荣老师讲，制造业有一些，特别是传统的产能过剩，但是我们也应当看到它有一些高新技术产品，比如我们一年花很多钱买芯片，芯片的制造我们还是很不足的。

贾晋京（中国人民大学重阳金融研究院研究部副主任）：美国复苏到底怎么样？2013年的复苏调子唱的很高，实际上是1.9的增速，还有前两天美国科技股的暴跌，可以很明确的看出来，美联储印出来大量的钱，但是这些钱转换不成经济当中的真正活力，而是在不同的资本市场的投资品种之间快速地投来投去，今天在股市，明天再债市，不同的品种之间进行快速的资金的转化。所以在2013年全年美国的道琼斯指数创了50次新高，同时发生了49次的大幅度的波动，就是它波动的频率在加快，这就是资金短期游走的表现。

从人口年龄结构图来看，美、日、欧人口老龄化会越来越严重。美国的失业率是非常严重的，而且没有多大的好转。

再看新兴经济体的情况，实际上中国并不属于其它的新兴经济体，而是完全不同性质的经济体。我们看印度、南非、巴西这些经济体，它们没有民族资本的资本主义，它们的资本是外国资本控制的，它们是外国资本大进大出，是美欧资本在治理层面搞紧缩、搞收缩，这跟中国没有什么关系，全世界的情况是美欧在搞收缩，中国在搞转型。

赵众（慕荣投资的创始合作人）：第一，大分化一个很重要的原因就是贸易保护主义。大家讲中国和美国脱钩，很大程度上中美贸易关联性下降一个很大的原因还是保护主义的抬头。第二，大家现在都在提美国去杠杆化，将来中国和美国分化的原因是美国在去杠杆化，中国在加杠杆，所以才产生这么大的分歧。现在 QE 有所缓解，但它每个月到现在还是 550 个亿、650 个亿，750 亿、850 亿，它实际上是呈加速度的减少，美联储的资产负债表还在不断扩张。

考虑整个大分化的背景，一定要考虑我们现在处在一个全球 QE 时代，而且是史无前例的定量宽松。QE 在大背景下产生的影响，这个分化现象能不能持续，到底持续多久？

钟正声（国信证券宏观经济分析师）：大分化阶段是不是对宏观经济标准的条件趋同假说的证伪。这本书里面说“危机之前是大繁荣，危机时候是大衰退，危机之后是大分化。”大繁荣和大衰退让我们看到发达经济体和新兴经济体的共进退，看似是对条件趋同的证实，到大分化阶段是不是对条件趋同的证伪？对美国这块，我觉得短期对美国经济的复苏势头会越发迷盲，这点是没有疑问的。但是中长期来看，未来美国社会保障和医疗支出将会是财政问题上打不开的死结，所以对美国经济增长看法是稍微偏紧张一点。关于中国经济，从未来外汇占款的走势来看，这涉及到美国

紧缩货币政策的影响，也涉及到中国国际资本流动的不确定性，更关系到人民币资产的价格。外汇占款是中国国际收支平衡的点上，资本和金融两个项目下资本流动的综合反映。现在对人民币汇率有种看法，比较接近均衡汇率，而且现在人民币单边、稳定的升值预期也在缓解，所以我们以后可以想一下资本和金融项下资本流动量会有一个量级，但是会向更稳定的状态发展。

经常项目下，可以从一个角度看，经常项目的顺差以及带来的外汇占款，实际上是储蓄与投资差额决定的，你可以说中国的人口老龄化储蓄率是往下的，这是比较慢的过程。中国对投资的依赖是比较重的，这一届政府如果对经济转型上，对投资依赖上有所作为的话，有可能投资也是下来的，甚至是投资比储蓄下得快，所以经常帐户的顺差也许没有大家想象的那么悲观。

王文（中国人民大学重阳金融研究院执行副院长）：我赞同大分化的判断，但是这个大分化是国家的分化，还是国家内部的社会群体的分化呢？

你会看到美国很多经济指数不停地有好转的趋向，但是以2013年为例，2013年美国1%的富人得到了美国增长幅度93%的繁荣和财富，而这个趋势过去分化更严重。换句话说，金融有危机，但是危机实际上不是华尔街的问题，更不是金融问题，是中产阶级的问题。新兴国家也有这样的问题。分化变成了权贵共谋的格局，不是国家和国家之间的分化，是国家之间的精英阶层团结起来了，而无产阶级根本还没有团结起来的分化，国家内部在分化，国家和国家在分化，但表现出来好像变成了发达国家和新兴国家等的分化。

尽管中国的多数指数都是朝着悲观的方向走，但是我们应重新看待中国，不能把中国当做国家看待，它是一个世界，它是一个天下，它的人口相当于38个西方国家人口的2倍多。中国内部也存在分化，但是它不是中国整体经济的衰退，而是中国某些产业的大衰退，更像是经济某些产业

的分化。

比如我们以金融为例，前几年信托很火，这几年信托不行了，但是PE、私募很火，互联网金融很火；像教育，大学教育现在不行了，但幼儿教育很火，因为二胎放开之后会大繁荣；再如高附加值的产业在中国又呈现出了繁荣。所以，某种程度上这种分化到底是意味着中国呈现衰退和系统性金融风险的苗头，还是中国过去五年野蛮增长和非理性繁荣的终结呢？我赞同后面的想法，因为现在中国的招很多，比如人口衰退，招多着呢。单独一放开立刻就上去了，比如北京房价，一放开限购立刻就上去了等。

李克强总理在博鳌论坛上说“向三个方向要动力：向改革要动力，向调结构要动力，向改进民生要动力”，他说“不会因为一时的经济波动而刺激经济”，所以某种情况下大分化只是刚开始，未来从大分化里面应该更细究群体和群体之间的分化，以及因为这样的分化产生中国经济新的转型。