

2017年8月14日 (第13期)

一财研究

Yicai Research



www.cbnri.org

编者按：

国内宏观经济方面，8月第一财经首席经济学家信心指数为51，高于年内均值，本月给出该预测值的经济学家中有超过九成看好未来一个月内中国经济的表现。高频数据显示，建筑业持续向好。作为建筑业主要原材料，钢铁需求强劲。钢铁去产能工作不断推进，总体产能逐步下降，对钢价形成支持。

上周我们发布了第一财经研究院7月人民币指数报告。我们发现，由于国内经济稳中向好，中美利差整体扩大，人民币对美元汇率的稳定性得到了有力支撑。此外，7月全国金融工作会议提出的“防控金融风险”，加之稳健中性的货币政策，亦为人民币汇率的稳定提供了坚实基础。

上周比特币涨势堪称疯狂：8月12日首次突破4000美元关口；13日更一度触及4225.40美元的历史高位。我们认为，数字货币这种井喷式的发展不应该是其真正的样子，监管部门须尽早介入数字货币行业。

国际局势方面，美国国务卿蒂勒森于8月5日至9日出访东南亚，试图加强美国与东盟的盟友关系。尤其在特朗普政府亚洲政策不明的情况下，蒂勒森此次走访东南亚体现出未来政策的走向。

此外，G20结构性改革评估的国别分析于本周连载完毕。有任何问题或建议，都欢迎与我们联系。

联系我们
cbninstitute@yicai.com
微信
cbn_research



目录

【首席调研】	1
【宏观与央行】	
瓶中魔鬼还是治世良方 -- 监管决定数字货币未来	3
人民币对美元升值 人民币指数下行	6
建筑业继续扩张 钢价持续走高	8
惠誉：波兰与欧盟紧张关系升级 推升中期风险	10
【国际观察】	
美国对俄罗斯制裁 美俄关系处于危险低水平	11
蒂勒森出访东南亚 试图加强与盟友关系	12
海湾危机暴露出特朗普不可预测性的弱点	13
【图解世界】	
“钱”去哪儿了?	14
调查显示欧洲有 8 国认同中国为全球经济领导者	16
【近期报告】	
G20 结构性改革评估报告 -- 国别分析（系列四）	17
【名家观点】	27

【首席调研】

7 月经济持续强势 货币政策稳健中性

何啸 / 第一财经研究院研究员

2017 年二季度 GDP 同比增速为 6.9%，这不仅超出经济学家们预期，也给他们带来更多信心。2017 年 8 月“第一财经首席经济学家信心指数”为 51，高于年内均值，本月给出该预测值的经济学家中有超过九成看好未来一个月内中国经济的表现。

未来货币政策将保持稳健中性，财政政策仍将是积极的。经济学家们预计，在防控金融风险、深化金融改革的背景下，7 月 M2 同比增速将维持低位；受季节性因素影响，新增贷款和社融规模将较上月有所下降。从具体经济指标来看，消费整体较为平稳，CPI 同比出现下降，PPI 同比保持稳定。固定资产投资稳中有降，进出口同比数值较上月保持稳定，贸易顺差继续扩张。

2017 年 7 月人民币虽然对于美元上涨，但对一揽子货币贬值较为明显。第一财经研究院名义有效汇率指

数（NEER）与第一财经研究院实际有效汇率指数（REER）月内下跌幅度分别为 0.78% 和 0.82%（分别收于 91.61 点和 101.86 点），人民币对美元升值 0.72%。经济学家们预计，8 月底人民币对美元将贬至 6.75（7 月 31 日人民币对美元中间价为 6.728），下跌 0.33%。此外，经济学家们年内第五次上调了对年底人民币对美元中间价的预期，由上月底的 6.96 上调至 6.87。

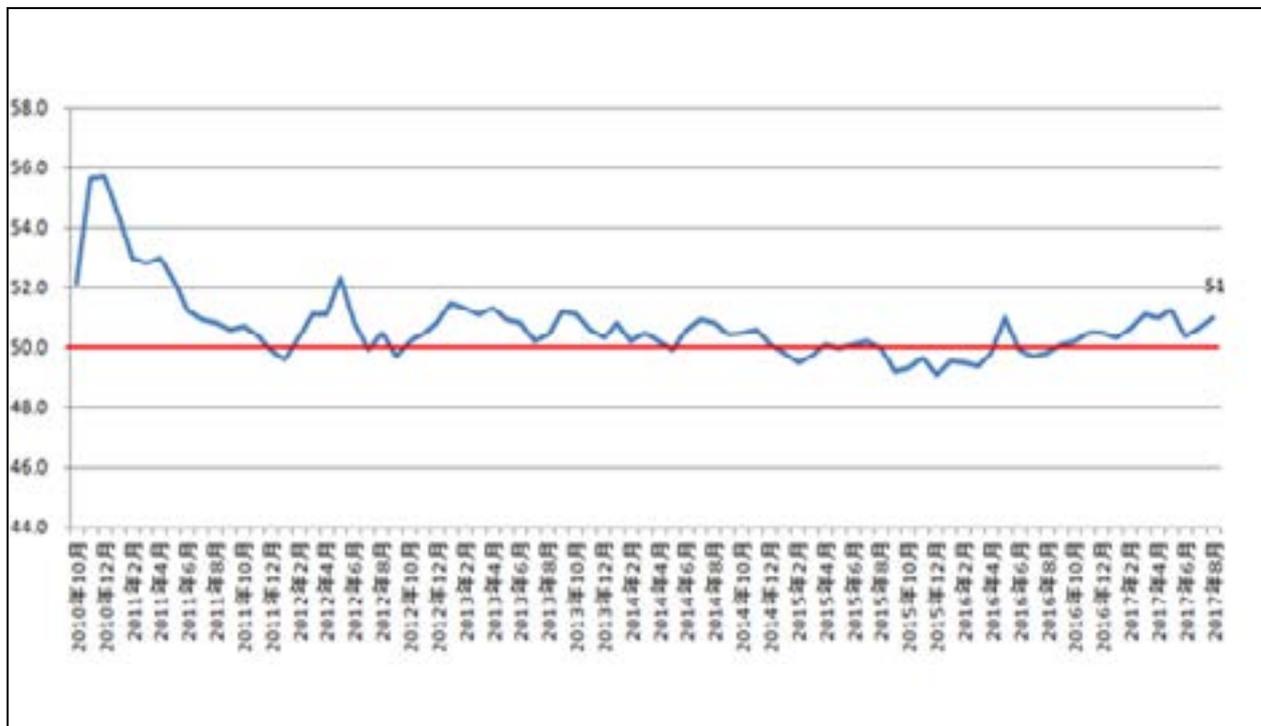
7 月 21 日，欧央行维持三大政策利率、资产购买计划规模不变，但由于欧元区经济数据持续向好、宽松的货币政策边际效应递减，市场对欧央行是否会延长今年到期的资产购买计划充满疑惑。对此，17 位经济学家发表了看法，其中 13 位经济学家表示，欧央行不会延长今年到期的资产购买计划，2 位经济学家认为欧央行的资产购买计划会延期，还有 2 位经济学家表示无法确定。

表 1 第一财经首席经济学家调研：2017 年 7 月

指标	2017 年 6 月公布值	2017 年 7 月预测均值	2017 年 7 月预测中位数	2017 年 7 月预测区间	较上月数值的变化情况
信心指数（2017 年 8 月）	--	51.00	50.65	50--53.8	--
CPI, %	1.40*	1.50	1.50	1.2--1.6	--
PPI, %	5.50*	5.43	5.55	3.6--5.8	--
社会消费品零售总额：%	11.00	10.77	10.80	10.5--11	↓
工业增加值：%	7.60	7.01	7.00	6.5--7.5	↓
固定资产投资累计增速：%	8.60	8.58	8.55	8.3--9.3	↓

全国房地产开发投资累计增速：%	8.50	8.34	8.30	8--8.6	↓
贸易顺差：亿美元	467.36*	442.51	450.00	310--513	--
出口：%	7.2*	10.18	10.00	5--14.1	--
进口：%	11.0*	17.14	17.00	12.8--22.8	--
新增贷款：万亿元	15400.00	7772.61	8000.00	4000--12200	↓
社会融资总量：万亿元	1.78	0.98	0.98	0.45--1.6	↓
M2 同比：%	9.40	9.55	9.50	9.3--10	↑
官方外汇储备：万亿美元	30807.2*	30613.26	30605.00	30000--31000	--
存款基准利率，%（8月底）	1.50	1.50	1.50	1.50	→
贷款基准利率，%（8月底）	4.35	4.35	4.35	4.35	→
存款准备金率，%（8月底）	16.50	16.50	16.50	16.50	→
人民币对美元（2017年6月底）	--	6.75	6.75	6.7--6.81	--
人民币对美元（2017年底）	--	6.87	6.88	6.7--7.01	--
*：实际公布数值					

图 1 第一财经首席信心指数



[【查看全文】](#)

【宏观与央行】

瓶中魔鬼还是治世方？ ——监管决定数字货币未来

林纯洁 / 第一财经研究院助理院长

目前的数字货币更像是一种资产而非真正的货币，其功能主要在于使用价值，其赋予法定货币的特定功能在当今社会具有极大的需求，从而使那些本应该受到管控的行为游离于监管体系之外。

数字货币如何变成当今模样？

不久前，我们的一篇关于比特币监管的文章引起了一些讨论，焦点并不是数字货币是否应该被监管，而是数字货币到底是什么？

电子黄金（E-gold）被很多人认为是第一个真正被广泛关注的数字化了的货币（那时候人们还不习惯提数字货币）。肿瘤医生道格拉斯·杰克逊（Douglas Jackson）和律师巴里·唐尼（Barry Downey）在21年前（1996年）创立了电子黄金这种新型货币，并成为了有史以来第一个被广泛应用于商业场景的数字货币系统。该系统以一定量的黄金作为支撑，发行基于这些黄金的电子黄金货币，并为之建立交易平台。这看起来有点像是布雷顿森林体系时的美元，不同的是当时美国只是承诺35美元可以兑换一盎司黄金，而电子黄金则是真实的在银行保险箱存入相应的黄金。

电子黄金效率不错，2006年基于电子黄金的商业交易规模接近20亿美元，对应

黄金为3.5吨，当时市值7000万美元。也就是说一份电子黄金支撑了35份交易，当年美国M1和M2的增速是6倍和1.4倍。

电子黄金的成功让基于黄金的数字货币开始广泛兴起，包括2000年创立的E-Bullion、2001年创立的GoldMoney，还有2002年创立的Liberty Reserve。

如果我们将上述数字货币定义为数字货币1.0时代，那么分布式数据库的兴起带领我们进入了数字货币2.0的时代，在这个时代，数字货币变得广为人知。

这个时代开始于2005年，那一年人们开始探寻分布式数据库。这种探索并不是为了去改造数字货币，而是为了解决从1970年开始的单机数据库的问题。当时单机已无法保存想要的全部数据，为实现容量的水平扩展，分布式数据库成了可能的选择。

到了2009年，数字货币划时代的产品比特币概念被提出，很大程度上也是基于分布式数据库的基础。与之前的电子黄金不同，比特币不再依赖特定机构发行，而是依据算法，通过大量计算产生。

数字货币开始不需要实物作为支撑，也不再需要机构确保其价值。分布式数据库确认并记载所有的交易行为极大降低了参与门槛，密码学的设计则确保了各个环节的安全性，也因为如此，近乎完美的匿名变得可行。我们进入了数字货币新时代，去中心化和匿名成为了这个时代数字货币最重要的特征，人们开始划分数字货币、电子货币和虚代币之间的界限。

现在的数字货币到底是什么？

目前的数字货币还不是货币。它欠缺货币最主要的功能，比如记账单位、存储价值和延期支付标准，甚至在支付方面做得都不好。

摩根士丹利一份发布于2017年7月的报告中这样写道：“大多数监管者以及投资者将数字货币视为是一种资产而非真实的货币，它们的价值太过不稳定，极难被用于真正的支付以至于我们不能将其视为货币。我们与一些商界人士沟通的结果显示，他们可能会对数字货币感兴趣，但他们认为过大的波动性导致数字货币还无法被真正使用。”

数字货币也不是金融资产。金融资产价值是通过合约的方式来确定的。比如股票是以合约确定公司所有权凭证，该所有权确保股权所有者能分享公司未来的收益；债券则是你有权利到期收回本息。

如果数字货币有价值，那么更应该归入非金融类资产，在这个类别中，相同的数字资产还包括数字音乐的版权、电脑程序、手机App、甚至是电子游戏中的装备。

如果数字货币是一种资产，那么其用处到底是什么？

这个问题对大多数资产很容易回答。石油可以作为能源（石化产品的用途更为广泛）；数字音乐可以给人们提供听觉上的享受；办公软件可以提升我们的工作效率；通讯软件则让我们的沟通更为便利……

如果不是用于支付，那么数字货币的价值到底体现在哪里？

从目前来看，数字货币的使用价值是

依附于现行的法定货币的。数字货币可以给法定货币加上一个套子，加上套子后法定货币能具有原本没有的特性，比如可以进行快速且廉价的转账，还有更重要的匿名性，后者让资金的转移不再被监管甚至难以追踪。而这种功能在当今社会具有极大的需求，但我们不能将其真正定义为数字货币的支付功能。

这就是我们看到为什么基于暗网的黑市交易会依赖于数字货币，勒索病毒的发布者会要求受害者用数字货币进行支付，但接收到数字货币的罪犯则会将其转换为法定货币来满足自己的需求。

数字货币可以无限重复使用，理论上近乎无限的分割且分割并不影响使用价值。当一个比特币值100美元的时候，一次100美元的交易需要一个比特币，而当我们把比特币标价为10000美元，0.01个比特币就可以完成100美元的转移。这意味着一旦需求被放大的时候，数字货币就可以通过“涨价”来应对需求的上升。

2013年开始的ICO（Initial Coin Offering，还没有正式官方定义）是数字货币开发出的一种新的应用场景，与股票IPO类似，ICO也是一种“公开发售”，只是把所发行的标的物由证券变成了数字加密货币，但这并仍然没有摆脱数字货币的“套子”功能。

数字货币普遍被设计成具有永久通缩（Permanently Deflationary）的特性，人为上增加了对于投资者的吸引力。数字货币的设计往往会指定一个理论上限，出于计算的原因，新的货币产生的难度会一直大于之前，这是试图从制度上让人们相信数字货币价值会一直上升。永久通缩是鼓励投机惩罚投资的，所以对于经济，持续的通缩意味着灾难，但对货币投机者而言却是再好不过的局面。

监管决定数字货币的未来

科技思想家阿达姆·格林菲尔德（Adam Greenfield）将这一代的加密货币视为是由一种特定的政治抱负所激发设计的，是右翼无政府主义的想法。

在格林菲尔德看来，“区块链技术之所以产生，是因为参与设计它的人们从根本上丧失了对中心化机制的信任，无论这些机制是国家的还是私人的。他们从根本上想要将事物去中心化，令世界由独立的个体组成，这些个体彼此建立契约式的私人关系，这样整个世界就绝少有自愿连结的个体之上的组织存在。”

国家变成了一种潮流中的弱者，这很新奇。大多数人分不清“国家”和“政府”的区别，特别是当他们认为政府滥用铸币权的时候，这种潮流会得到人们情感上的认同。这是一种讨巧的做法，迫害无辜者会被谴责，而利用人们对于某个缺陷的厌恶就去推翻一个制度看起来却像是侠客行为，虽然后者结果可能更糟。

但数字货币不应该就是这个样子。监管部门需要了解他们本身就是改变的一部分。以旁观者的态度去静观事态的进展，并期望等待“合适的时机”介入只会错失良机。他们应该是数字货币（或者说是货币数字化）的推动者甚至是塑造者。技术并无好坏之分，区块链技术可以被用来匿名，也可以用来监测资金的流动，并借此提高货币政策的有效

性。

2016年7月，欧洲委员会计划修改2015年第四版反洗钱法以彻底终结数字货币交易的匿名状态；2017年7月，美国证券交易委员会（SEC）发表的声明明确ICO代币是一种证券，需要符合联邦证券法的相关规定。

数字货币的参与者也应该意识到监管将会是这个行业最大的变量，与其将监管视为洪水猛兽，倒不如想着如何顺应变化，因为这种变化必然会发生，包括某些数字货币的使用价值可能因为监管被剥夺，随之消散的还有其价值。

真正成功的数字货币设计者需要明白，货币从来不仅仅和一个人、一个企业、一个群体甚至一个政府有关，而应该代表所有人的利益。

没有人知道未来的货币会是什么样子的，但有一点很明确，那就是如果被设计的货币本身成了最好的投机品，那肯定是什么方面出了问题。



人民币对美元升值 人民币指数下行

阚明昉 王璐 / 第一财经研究院研究员

国内外因素共促 7 月市场情绪稳定

不可否认，最牵动汇市情绪的是中美双边汇率表现。7 月，人民币对美元汇率稳中回升至 6.7283，以美元计价的外汇储备连续 6 个月企稳，而非美货币对美元升值幅度较人民币对美元升值幅度更高，第一财经研究院 NEER 指数和 REER 指数小幅下行，但市场情绪稳定。

国内经济稳中向好，中美利差整体扩大，市场预期美国货币政策正常化节奏放慢或力度减轻，预期欧央行货币政策转向，叠加美国特朗普政府的“一事无成”，这些因素构成了 7 月人民币汇率波动的大背景。

国内方面，经济基本面稳中向好，金融市场中美利差整体扩大，对人民币对美元汇率的稳定提供有力支持。此外，7 月全国金融工作会议提出的“防控金融风险”，辅以稳健中性的货币政策，亦为人民币汇率的稳定提供坚实基础。从 7 月经济数据来看，制造业采购经理指数 PMI 位于年内高位，为 51.4；制造业采购经理新订单指数为 52.8；非制造业商务活动 PMI 为 54.5。从金融市场利率数据来看，截至 7 月 31 日，中美 10 年期国债收益率利差为 1.33%，月内上涨 5.56%，年内上涨 137.5%；中美 1 年期国债收益率利差为 2.17%，月内下跌 2.25%，年内上涨 20.56%，值得注意的是，中国金融市场利率从今年 1 月就开始上升了，实质上已先于美国“加息”。

国外方面，特朗普“通俄门”事件、白宫发言人辞职以及特朗普医改受挫等一系列政治事件不断发酵，不确定性为美元指数带来下行压力；欧洲、日本经济企稳扩张，而美国经济数据尤其是通胀数据增速有所放缓，薪资增速也差强人意，市场预期美国货币政策会偏“鸽派”，而欧日等发达经济体

货币政策会偏“鹰派”，在这种相悖的预期推动下，以欧元为首的大部分非美货币对美元整体升值，美元指数下行。

跨境资本管理或存隐忧

从 6 月-7 月出台的跨境资本管理政策看，当局延续着“扩流入，控流出”的思路，就 6 月跨境资本流动的数据看，政策效果立竿见影，但未来该政策或存隐忧。

具体来看，一方面，如果未来中美贸易摩擦升级、美欧日等主要发达经济体经济持续扩张、其货币政策正常化速度或力度超预期，则可能影响“扩流入”的成效；另一方面，这种不对称的管理政策可能给外国投资者带来“退出”的担忧从而不利于“扩流入”和人民币国际化政策的推行。此外，对“控流出”的管理可能伤及企业家对营商环境的信心，潜移默化中或加剧资本外流的压力。

梳理 6 月-7 月的跨境资本管理政策要从 6 月 21 日 A 股纳入 MSCI 以及 7 月 3 日开闸的“债券通”政策说起。这两项举措皆标志着人民币进一步国际化，其中在债券通开闸后，7 月境外机构增持了 378 亿元人民币的各类债券；7 月 28 日，李克强总理表示要取消或开放制造业和服务业一些领域外商投资股比限制。接连出台的几项政策表明了当局加大引进外资力度的决心。此外，商务部副部长钱克明 7 月 31 日在国务院新闻办就 2017 年上半年我国对外经贸运行情况举行的发布会上表示，会同相关部门开展真实性、合规性审核，指导对外投资的企业增强风险防范意识，以有效遏制非理性投资。

表 1 近期外汇管理政策追踪

2017/6/2	要闻发布	中巴基金正式启动	中拉产能基金落实国家“一带一路”和“走出去”战略的重要举措，有利于中巴双方开展产能合作，实现互利共赢。
2017/6/22	要闻发布	潘胜功局长深圳调研	服务实体经济、服务改革开放、维护外汇市场健康稳定
2017/7/7	要闻发布	潘胜功局长在《求是》上发表署名文章	理性看待我国外汇储备变化
2017/7/20	要闻发布	国家外汇管理局综合司关于外汇违规案例的通报	加强外汇市场监管，依法严厉查处各类外汇违法违规行，维护健康良性外汇市场秩序。
2017/7/28	国务院信息	李克强：取消或开放制造业和服务业一些领域外商投资股比限制	加大引进外资力度，营造更高水平对外开放环境
2017/7/31	国务院新闻发布	新闻办就2017年上半年我国对外经贸运行情况举行发布会	抑制非理性投资

来源：国家外汇管理局官网、第一财经研究院整理

[【查看全文】](#)



建筑业继续扩张 钢价持续走高

马绍之 吴越 / 第一财经研究院研究员

7月，统计局建筑业商务活动指数62.5%，连续位于60.0%以上的高位景气区间，比上月进一步上升1.1个百分点。7月建筑业PMI各分项指数均处于扩张区间，核心分项建筑业新订单指数环比进一步提高。

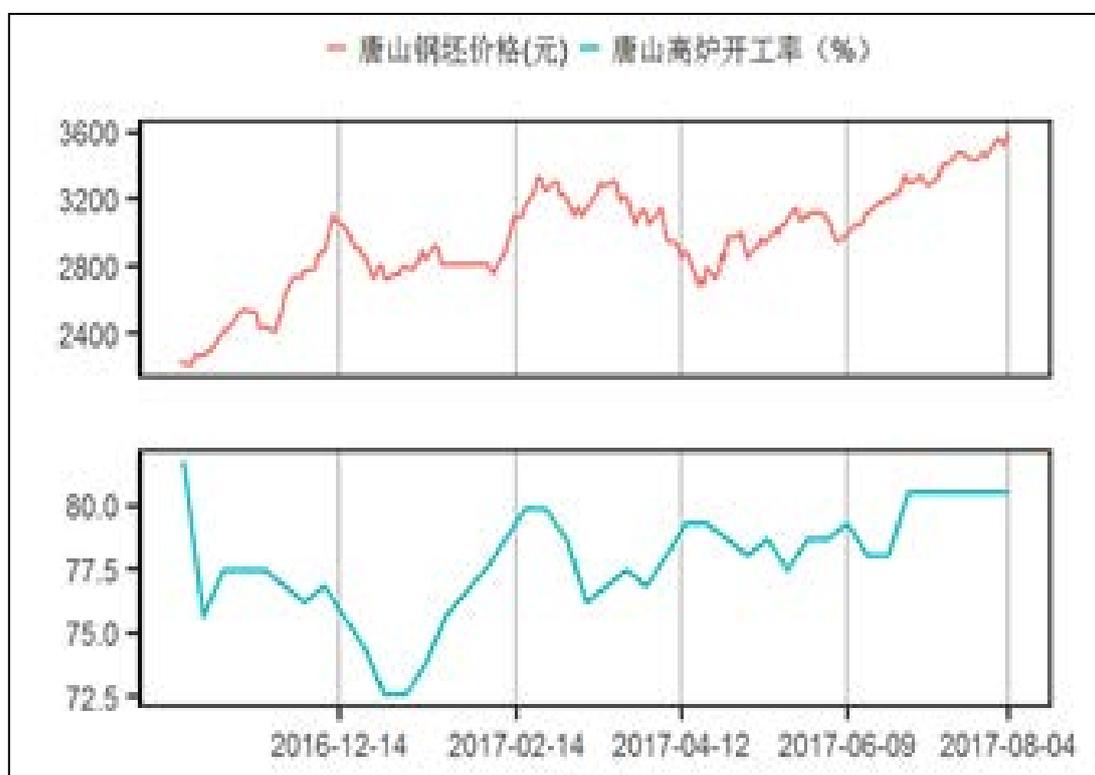
作为建筑业主要原材料，钢铁需求强劲。钢铁去产能工作不断推进，总体产能逐步下降，对钢价形成支持。上周，唐山钢坯价格上涨3.75%至3600元每吨，达2012年6月以来新高。上周唐山高炉开工率连续第6周维持在80.49%，位于2016年底来的高位。

上周，环渤海动力煤价格维持稳定。受

季节性因素影响，水泥价格上周小幅下跌。截止7月30日当周，百城土地成交面积上涨17.55%。房地产调控政策力度不减，部分城市居民购房贷款利率上浮，新房、二手房成交面积持续低于去年同期水平。

上周，央行净投放环比下降3200亿元，回笼资金400亿元，资金价格维持稳定。银行间市场流动性适度。上周，隔夜和7天逆回购利率分别下降16和34个基点。国债收益率曲线形态进一步陡峭。上周，1年期国债收益率下行，5年期和10年期国债收益率上行。

图 1. 唐山钢坯价格上涨 3.75% 至 3600 元，唐山高炉开工率维持在 80.49%



来源：Wind、第一财经研究院

图 2. 全国水泥价格指数下跌 0.46 点至 106.31 点



来源：Wind、第一财经研究院

图 3.1 年期、5 年期、10 年期国债到期收益率涨幅为 -5.27、2.22、2.28 个基点至 3.33%、3.56%、3.63%



来源：Wind、第一财经研究院

[【查看全文】](#)



惠誉：波兰与欧盟紧张关系升级 推升中期风险

整理：吴越 / 第一财经研究院研究员

一周经济观点

◆与欧盟关系的恶化将对波兰中期的经济增长和政府融资带来负面影响，短期影响有限。

◆波兰与欧盟的紧张关系上周进一步升级。波兰总统杜达 25 日签署的“普通法院组织法”于 28 日发布生效。欧盟委员会表示波兰的司法改革将降低波兰的司法独立，要求波兰政府在一个月内予以处理，并表示如果波兰解雇最高法院的法官或强制他们退休，委员会将启动“第七条款”程序。该条款此前从未被用过。

◆短期看，欧盟委员会的行为对波兰经济和政府融资的直接影响有限。即使波兰继续我行我素，欧盟委员会启动“第七条款”，也不太可能对其实施制裁。因为制裁生效需要欧盟其他国家全票通过，而匈牙利已经表示会支持波兰。

◆波兰面临的主要风险将是欧盟基金在下一

个预算周期（2021-2027）中减少对波兰的支持。

◆7月，中国政府债发行提速，发行量创2017年以来新高。7月共有131支、金额合计8453.08亿元的地方政府债券发行，发行支数较上月增加40支、发行金额环比增长64.75%。7月发行主体涉及23个省、市、自治区，发行总额最大的省份为江苏省（合计862亿元），最少的为山东省（合计34.65亿元）。

◆从发行利率上看，受益于资金面整体宽松等因素综合影响，7月各期限政府债加权平均利率环比均有不同程度下滑：3年期3.78%，环比下降22BP；5年期3.83%，环比下降19BP；7年期3.97%，环比下降15BP；10年期4.00%，环比下降11BP。期限越短、下行幅度越大。

一周评级

◆惠誉确定**乌干达**长期本、外币主体违约等级为B+，展望稳定，评级上限为B+，短期本、外主体违约等级为B。（2017.8.1）

◆惠誉确定**法国**长期本、外币主体违约等级为AA，展望稳定，评级上限为AAA，短期本、外主体违约等级为F1+。（2017.7.28）

◆惠誉确定**奥地利**长期本、外币主体违约等级为AA+，展望稳定，评级上限为AAA，短期本、外主体违约等级为F1+。（2017.7.28）

◆穆迪确定**阿尔巴尼亚**长期发行主体及高级无担保债务评级为B1，展望稳定。（2017.8.4）
穆迪确定**伊拉克**长期发行主体及高级无担保债务评级为Caa1，展望稳定。（2017.8.4）

◆标普确定**科威特**长、短期本外币主权评级分为AA和A-1+，展望稳定。（2017.8.4）

◆标普确定**阿尔巴尼亚**长、短期本外币主权评级分为B+和B，展望负面。（2017.8.4）

[【查看全文】](#)

【国际观察】

美对俄罗斯制裁 美俄关系处于危险低水平

马鑫 / 第一财经研究院研究员

美国总统特朗普 2 日签署针对俄罗斯等三国的制裁法案，使之成为法律。此前，美参议院以 98 票赞成、2 票反对的压倒性多数表决通过该项对俄制裁措施。新法案不仅对更多俄罗斯公司和个人进行经济制裁，而且还限制总统外交权，加入国会将拥有限制总统解除对俄制裁的权力的条款。

美俄关系成为政治斗争的牺牲品。新制裁法案先后在国会两院获得压倒性的通过，实际上是对总统投下的不信任票。目前，在“通俄门”调查愈演愈烈之际，华盛顿在对俄问题上罕见形成“国会 VS 总统”的特殊局面。对特朗普而言，要么签署国会通过的法案，削弱自己缓和对俄紧张关系的努力；要么否决该法案，让“通俄门”调查损耗他的政府。在综合考量国会压倒性意见和诸多急需国会配合解决的内政问题后，特朗普“被迫”签署对俄制裁法案。国务卿蒂勒森等多名政府高官曾表示，反对法案中要求总统“作说明”的条款，称这将侵犯总统行政权力，让他在外交处理上束缚手脚。新制裁通过后，无疑将把美俄关系进一步推向低谷，而在这次权力游戏中，国会大获全胜，既限制了总

统外交权力，也满足了国会议员意识形态需求，美俄关系成为政治斗争的牺牲品。

美俄关系处于危险的低水平。特朗普 3 日公开炮轰国会称，目前美俄关系已达新低谷，处于十分危险的境况。克里姆林宫 4 日表示，同意美国总统特朗普的评估，认为美俄关系的确处于历史最危险的低谷。该法案还规定，总统在做出包括解除对俄制裁或归还被查封外交财产等涉及美对俄外交政策“重大改变”的决定时，均需向国会提交报告，而国会有权否决总统的决定。无论未来美俄关系如何，这都大大增加取消制裁的难度。想改善美俄关系的特朗普受到多方限制，美俄关系的进一步改善需要勇气与智慧。美俄关系现已处于冷战结束以来的低位，双方只有通过“耐心”且“艰难”的外交方式才能将两国关系向好的方向推进。

特朗普改善与俄罗斯关系的努力以失败告终。美国内对于特朗普改善美俄关系深感不安，美对俄仍存广泛偏见。制裁不一定是最好的方法，但这是美国的一种政治表态，俄美关系走向更加扑朔迷离。

蒂勒森出访东南亚 试图加强与盟友关系

马鑫 / 第一财经研究院研究员

时值朝鲜试射洲际导弹导致亚太局势紧张，东盟外长会议以及东盟地区论坛 (ARF) 系列会议在菲律宾首都马尼拉召开，美国国务卿蒂勒森抵达菲律宾出席会议，随后还将走访泰国和马来西亚。

美国国务卿蒂勒森首次出访东南亚，试图加强与东盟的盟友关系。东盟曾一度是美国奥巴马政府制订“重返亚洲战略”的重要支点，但特朗普上任后宣布美退出跨太平洋伙伴协定 (TPP)，亚太地区对美国缺乏一个连贯的亚洲政策感到相当的不安，外界纷纷质疑特朗普政府放弃前总统奥巴马时代的亚太“再平衡”战略，不再重视亚洲。蒂勒森此次出访，凸显美国与亚太区域接触的诉求，尤其在特朗普上台后亚洲政策不明朗的情况下，蒂勒森此次走访东南亚或许体现出一定的“风向球”意义。

蒂勒森将会在朝鲜问题和南海问题上持续施压。美国在争取东南亚国家的支持来推动解决朝鲜的威胁并维护包括南中国海航行自由在内的原则。美国务院负责亚太事务的代理助理董云裳称朝鲜问题会是这次蒂勒森

出访东南亚要关注的焦点。她直言，今年的相关会议期间，将会听到各国普遍谴责朝鲜的挑衅行为，并会有相当严正的外交孤立。此外，美国希望东盟成员国共同努力，切断朝鲜在这个地区的收入来源，降低和他们的外交关系，使朝鲜无法从外交渠道为其核项目和导弹项目获得好处。

南海问题是另一个焦点。美国会明确表示，仍致力于捍卫南海的航行与飞越自由，并继续推动呼吁有关各方遵守国际法、透过法律程序，解决领土争议。不过，中国与东盟十国今年5月审议通过了“南中国海行为准则”框架草案在本次会议上得到最终通过，被西方媒体称为是“中国的胜利”。

特朗普政府加强对亚太地区的重视。除蒂勒森本次亚洲之行外，越南总理阮春福今年内访问美国，加上美国高官接连访问，特朗普政府今后或将更紧密的加强与该地区的交往与对话，调整亚太政策的走向。



海湾危机暴露出特朗普不可预测性的弱点

来源：Jacob Parakilas、Peter Salisbury/ 查塔姆研究所

翻译：赵健榆 / 第一财经研究院研究员

自担任美国总统以来，唐纳德·特朗普自身那种“不可预测”的特性得到了淋漓尽致的发挥。这究竟是一种深思熟虑的策略，还是总统本人及其团队为了他的政治领导地位而刻意营造出的假象，外界不得而知。不管真相如何，从华盛顿特区到全球各地，特朗普种种随心所欲的表现始终备受关注。这次的海湾危机（阿拉伯六国与卡塔尔中断邦交）完美体现了特朗普“不可预测性”：外界并不知晓美国针对该事件的下步行动。从某种程度上讲，这也意味着美国或许根本没有行动的打算。

虽然特朗普政府此前在伊拉克、叙利亚及朝鲜问题上均有突出表现，但卡塔尔与海湾邻国之间目前的僵局可谓是特朗普政府在外交政策方面面临的首次考验。卡塔尔不仅是美国主要的能源投资对象，还是美国驻海外最大的军事基地之一（约11000名美军在此驻扎），对美国在阿富汗、伊拉克及叙利亚的军事行动至关重要。尽管孤立卡塔尔可能会损害到美国的利益，阿联酋与沙特阿拉伯等国依然相信，他们可以通过精心维护的私人关系（或是凭借特朗普5月初访问沙特阿拉伯时所感受到的那种盛大热烈的氛围）来获得特朗普及其团队的支持。不过美国国务院及国防部的多数官员却将此次危机视为对美国利益与声誉的侵害。另一方面，特朗普不顾传统做法，也没有听从国务卿蒂勒森的建议，单方面谴责卡塔尔资助恐怖主义。

在特朗普发表看法之前，众多分析师、外交官及政府官员还期望看到传统的美国外交策略发挥作用。他们预测，美国会与沙特阿拉伯、阿联酋进行私下沟通。疏解各方情绪的同时，美国也会采取必要的敲打措施，从而促成一个各方都能接受的方案。实际情况却是华盛顿方面似乎由于分歧严重（五角大楼、国务院以及其他部门的意见无法统一）而陷入瘫痪。在卡塔尔断交事件发生近两个月之后，国务卿蒂勒森于7月中旬出访多个海湾国家，但沙特阿拉伯与阿联酋等国不愿遵从他的调解方案。英法两国的外交人员也有类似的遭遇。最终，西方国家的外交部门

决定把这场海湾危机视作海湾国家的“家务事”，应该让他们内部解决。

在双边商业谈判中，不可预测性或许可以让一方占据上风；但在解决复杂的多边外交危机时，这种特性存在诸多局限。这次海湾危机爆发的原因远不止所谓的“资助恐怖主义”或各国间长期的敌对情绪。除了资助媒体机构去抨击邻国，卡塔尔还与穆斯林兄弟会（被沙特等国视为恐怖组织）保持紧密关系，沙特阿拉伯、阿联酋等国自然认为卡塔尔威胁了海湾地区的稳定。此外，沙特阿拉伯与阿联酋试图在海湾地区打造新的秩序，这或许将违背美国所代表的价值体系。而卡塔尔与美国之间的联系使得前者极可能成为新秩序建立过程中的阻碍。

海湾地区目前的状况暴露出特朗普所珍视的“不可预测性”存在根本性的缺陷。这不仅是指特朗普的行为难以预料，还意味着美国政策的次级效应（secondary effect）、衍生效应（tertiary effect）无法像以前那样可以推测。特朗普这一类的国家领导人的确有为数不多的先例；但作为美国及二战后国际社会秩序的领导者，特朗普这种类型倒是首次出现。特朗普大力抨击前任总统巴拉克·奥巴马，指责其领导能力太过软弱，以至于敌对国家可以从美国获利。不过从其政策的混乱性以及其对恭维奉承毫无抵抗这两点来看，上述指控同样适用于特朗普。

因为特朗普在提名国务院中层官员上进展缓慢，海湾危机持续恶化。美国政府中层岗位出现的大量空缺使得高层的指令无法付诸实现。华盛顿的一些官员抱怨，沙特阿拉伯与阿联酋等国正在竭尽所能地利用美国政策制定的“真空期”。其他国家如果纷纷效仿也是很自然的事情。美国解决危机的常规做法依然“缺席”，政府何时能够恢复正常运转也无从得知。这次的海湾危机不仅映射出特朗普“不可预测”策略蕴含的风险，还为未来的混乱埋下祸根。（如有侵权，请联系我们。）

【图解世界】

“钱”去哪儿了？（节选）

整理：第一财经研究院

2017年7月25日，国家金融与发展实验室联合浙商银行发布《钱去哪了：大资管框架下的资金流向和机制》报告。国家金融与发展实验室副主任、浙商银行首席经济学家殷剑锋博士携其团队在报告中提出了新的分析全社会信用总量的框架，用以分析关于“钱”的问题，以及各市场资金的流动情况。

“钱”的问题

报告指出传统的广义货币概念已不能反映如今我国“钱”的规模。因为货币是银行的负债，只对应银行资产方的信用创造活动，不能反映包含非银金融机构在内的整个金融部门的金融能力（Total Financial Capacity）。因此报告构造了一个新的指标——信用总量，其包括金融部门为非金融部门（政府、非金融企业与居民）创造的债务融资工具总和，以此为依据来讨论“钱”从哪里来、又到哪里去的问题。

以信用总量的变化来描述“钱”的流动，后者流动会导致各部门负债发生变化，即杠杆率（负债/GDP）改变。事实上非金融企业部门仍是“钱”的主要去处，但金融危机以来更多的“钱”流向地方政府与居民部门。

而从“钱”的来源看，主要有两个特点。

首先传统银行业务——信贷占银行信用创造比例持续下滑。另一方面，尽管信用创造中银行占比仍占绝大多数，但非银金融部门的比重呈上升趋势。

“钱”的来源也日益多样化，这为金融部门内部的相互负债创造有利条件。非银金融机构对银行负债持续扩张，并于2015年1季度起成为最大科目。

虽然“钱”的来源更加多样化，但最终流向仍偏好房地产相关行业，主要去向包括个人贷款（多为按揭贷款）、FIRE（金融、保险、房地产）与传统服务业（多与基建相关）等领域。据报告推算，2015年约56%的贷款与房地产有直接或间接的联系。这在某种程度上会带来金融资源的错配。

图 1.M2 与金融机构信用总量

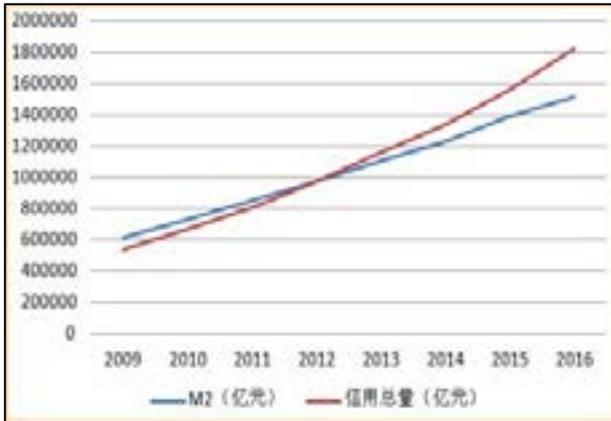


图 2. 非金融部门杠杆率

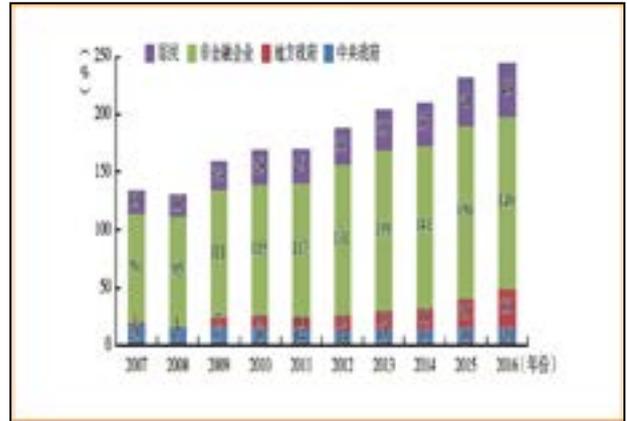


图 3. 信用总量构成情况

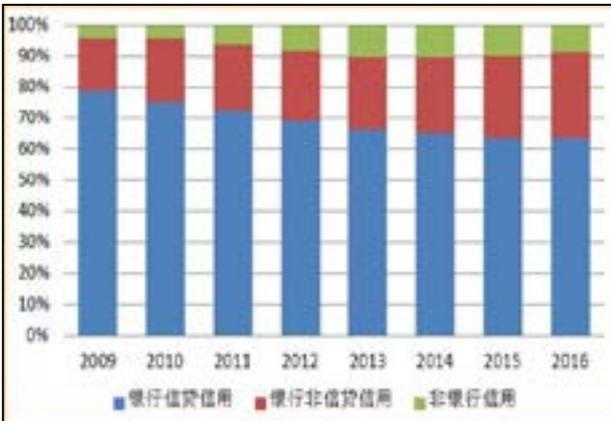


图 4. 金融部门负债

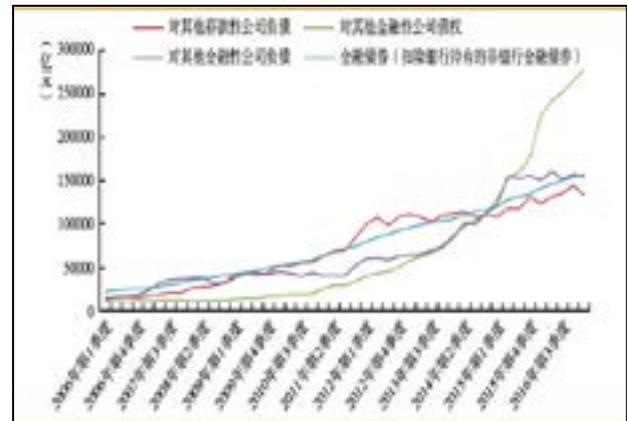


图 5. 金融部门杠杆率

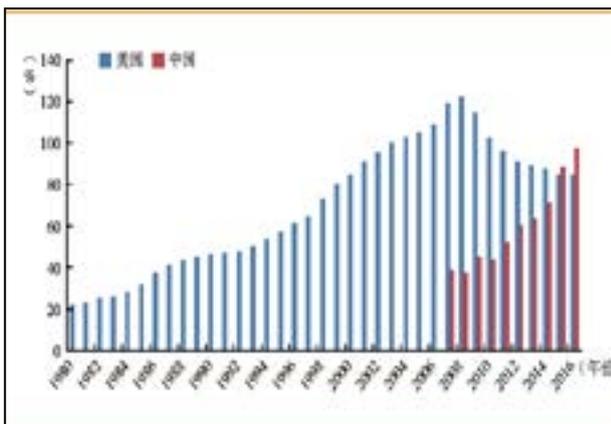


图 6. 本外币贷款行业结构



(图片均来源于国家金融与发展实验室财富管理研究中心)



调查显示欧洲有 8 国认同中国 为全球经济领导者

整理：第一财经研究院

近十年过去了，各国经济依然没有完全摆脱 2008 年全球金融危机的阴影。与这一时期的中国、印度或其他发展中国家相比，美国和其他西方发达国家的经济增速较为缓慢。但皮尤研究所近期的一份调研显示，全球主流观点依然是美国为全球经济领导者。在皮尤研究所调研的 38 个国家中，42% 的民众认同这一观点；另外则有 32% 的受访者认

为中国才是全球经济领导者。

由于美国退出了《巴黎协定》，欧美之间的矛盾加深；另一方面，中国与欧洲之间的经贸关系随着“一带一路”战略的推进越发紧密。受调查的欧洲国家中，有 8 个国家的民众认为中国是全球领导者，2 个认为是美国，1 个认为相当。

图 1. 全球更多民众认为美国仍是全球经济领导者

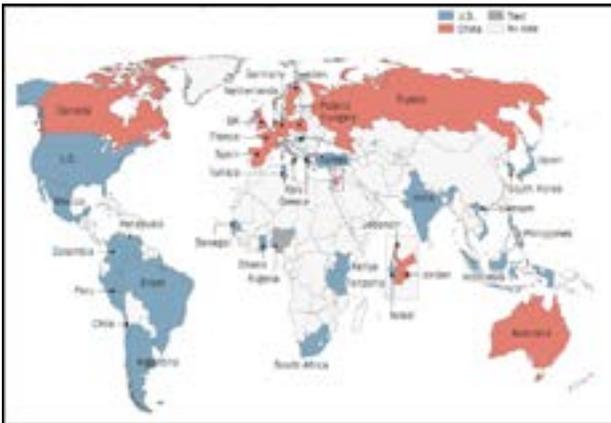
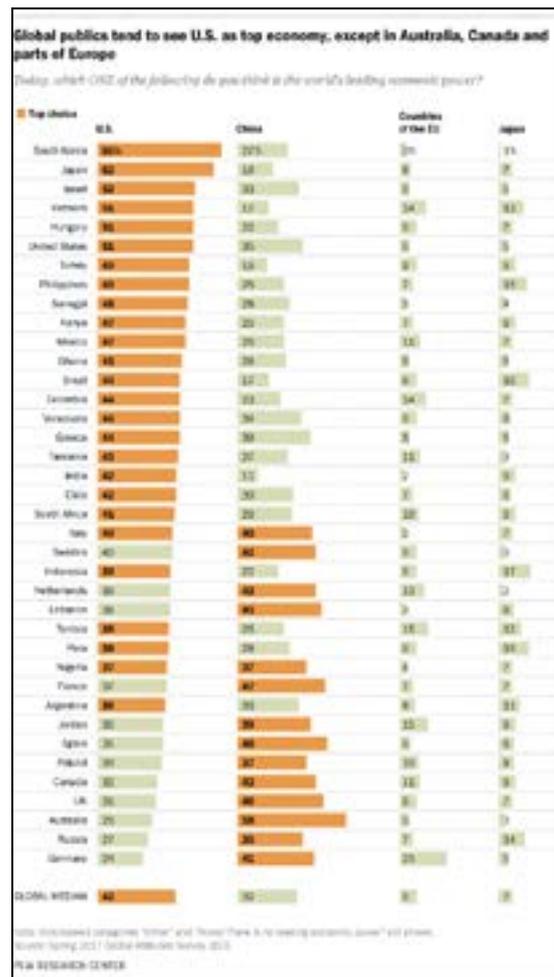


图 2. 欧洲有 8 国更认同中国为全球经济领导者



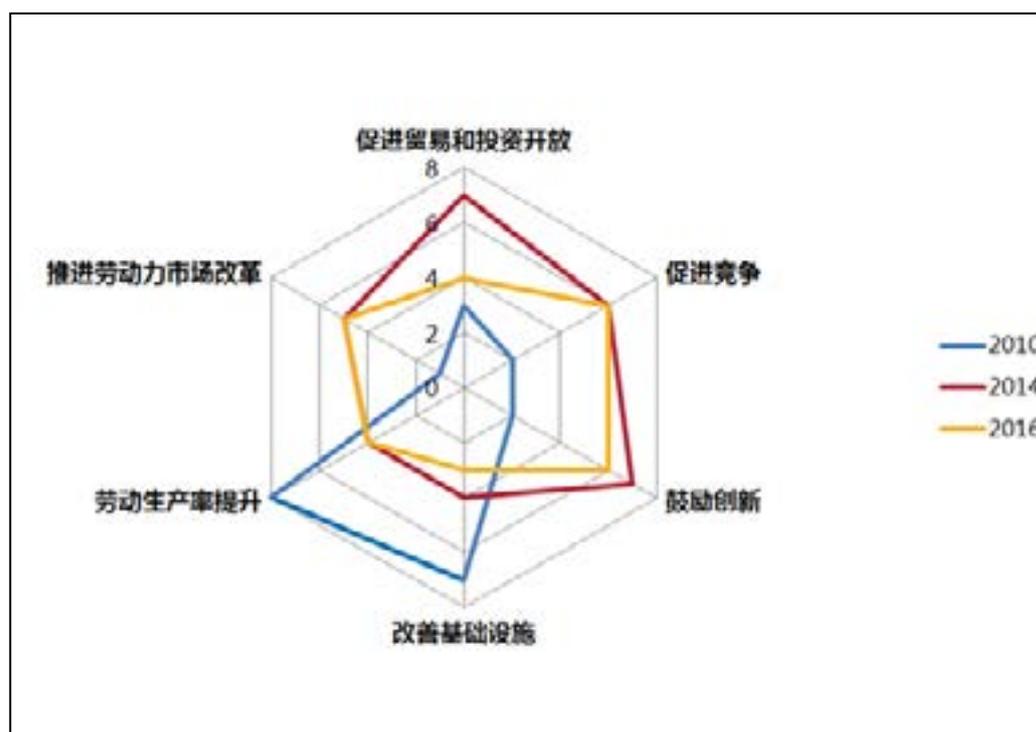
(图片均来源于皮尤研究中心)



【近期报告】

G20 结构性改革评估报告 ——
国别分析（系列四）

韩国



政策梳理：

- ◆ 通过引入“3个税收计划”、扩大收入并减税来推动国内消费。
- ◆ 通过对行政系统改革来减轻行政负担。
- ◆ 通过改进学徒制、改进托儿服务、增加兼职工作机会等方式，为青年人、女性和弱势群体改善就业问题。
- ◆ 通过增加 PPP 模式的使用来增加私人投资。
- ◆ 提高贸易便利程度。
- ◆ 提高服务业竞争力。
- ◆ 通过建立“投资促进中心”来促进投资与研发中的私人投资。
- ◆ 在公共、金融、教育以及劳动市场这4个方面进行结构性改革。

- ◆ 2016 下半年的额外财政支出将超过 28 万亿韩元（占 GDP 的 1.9%），其中包括 11 万亿韩元的追加预算。
- ◆ 重组外资对高新技术的支持，使其能为新产业提供更多的税收优惠。
- ◆ 加强针对新产业研究和发展的税收信用体系，促进创新改革。
- ◆ 将今年公共部门采用的绩效工资制度扩大至私营部门，以推进四个主要领域的结构性改革。
- ◆ 通过实施财政整顿法，在中长期内加强财政稳健和可持续性

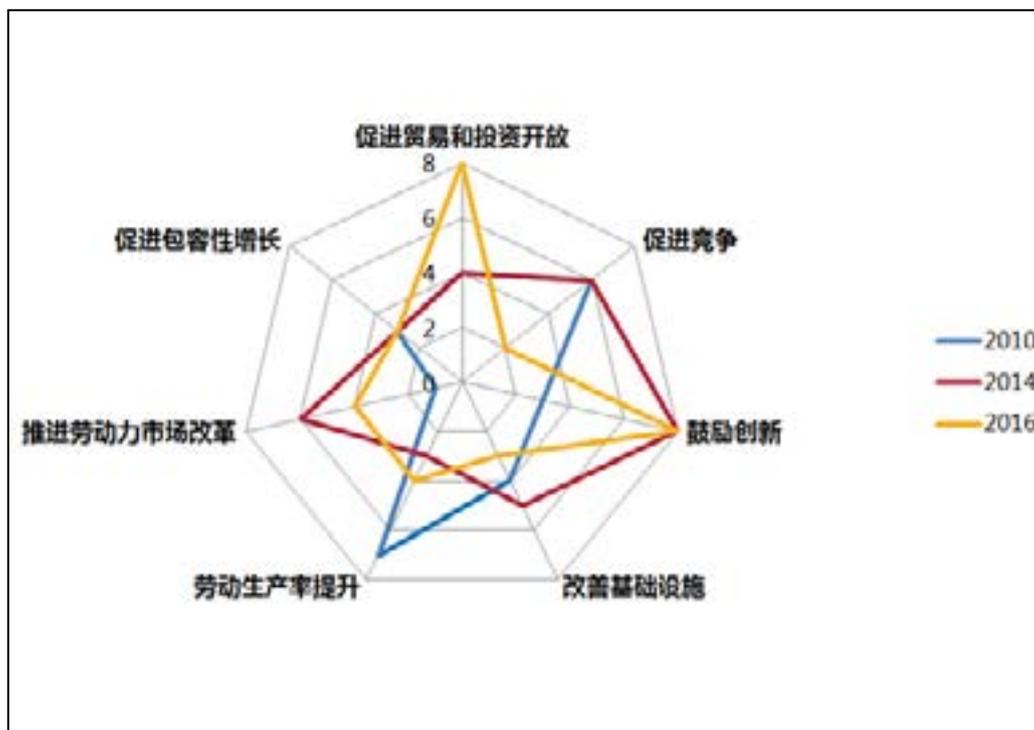
评估：

2010 至 2016 年，韩国的结构性改革成效在 G20 国家中一直处于中下水平，2016 年总体得分为 3.7 分，在 G20 国家中属于第三档水平。

2014 年起，韩国在促进贸易开放、促进竞争、促进创新、推动基础设施建设、劳动生产率提升、促进劳动力市场活力这几方面均没有明显进步，这也是韩国结构性改革成效排名在 2016 年下降 1 位的主因。

排名下降是多方面共同作用的。首先，促进竞争方面得分下降，说明开办公司容易程度降低，这与韩国特有的财阀体制相关，新企业在财阀的阴影下难以生存的状况并未出现改善。其次，基建投资下滑，但考虑到韩国本身基础设施建设就已做得很好，因此这一点无需过分担忧。其次，劳动生产率方面，由于监管问题导致服务业生产率落后且仅为制造业一半的水平，中小企业生产率仅为大型企业的三分之一。最后，促进劳动力市场活力方面，由于韩国老龄化问题日趋严重，其劳动人口在 2017 年后开始下降，总人口将在 2025 年后开始下降，劳动力市场结构也有所扭曲，分割严重的劳动力市场导致劳动效率低下。而雇主却可以轻易地获得“非常规”劳动力，从而带来工人间的不平等。此外，女性参与率低于 OECD 给出的平均水平，企业为了减轻用人成本提前清退了年长且技术熟练的员工，最终损害了整体劳动生产率。

土耳其



政策梳理：

- ◆ 截至 2018 年，全社会研发投入在 GDP 中的占比要从 2013 年的 0.95% 上升到 1.80%；研发投入流向中小企业的份额从 2013 年的 17% 增至 20%。
- ◆ 核查可能会阻碍营造商业竞争环境的法律法规以及其他问题。
- ◆ 借助 WTO《贸易便利化协定》来推动贸易。
- ◆ 通过以下措施提高就业：改进职业学校课程；改进积极劳动市场政策（ALMPs）；引入有限制条件的社会福利。
- ◆ 通过以下措施提高女性就业率：打造工作与家庭的平衡关系；引入鼓励性监管措施；促进创业精神。
- ◆ 到 2025 年，最有可能被劳动力市场永久抛弃的年轻人的比例降低 15%。

- ◆ 土耳其正在建立针对创新驱动型企业的早期投资基金，以及众筹和联合融资平台。
- ◆ 土耳其通过启用符合其国家交通总体规划（2015-2018）的创新融资机制，加速推动 PPP 交通运输工程。

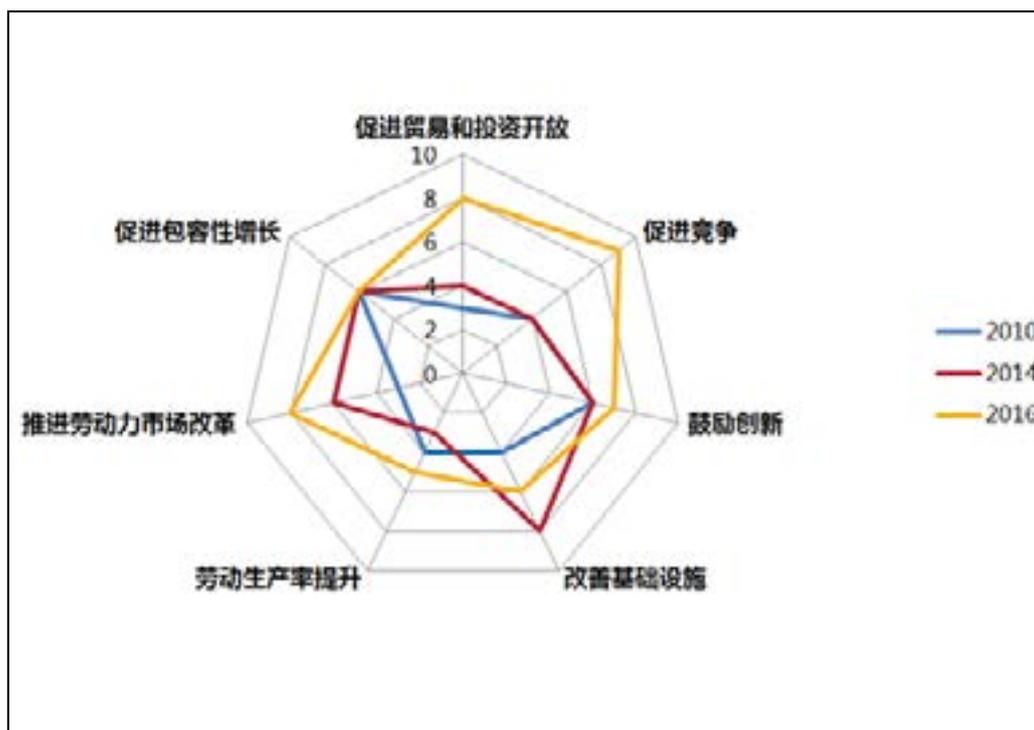
评估：

2015 和 2016 年，土耳其内外交困。于内，政治局势因修宪公投而动荡；于外，俄罗斯的制裁、恐怖主义的威胁削弱了投资者对土耳其市场的信心。在此背景下，土耳其经济增长艰难，结构性改革进展缓慢，得分为 4.3 分，处于中等水平。不过作为发展中国家，土耳其在促进贸易开放程度方面的努力有目共睹，这部分的得分从 2014 年的 4 分升至 2016 年的 8 分。而且从 2016 年下半年开始，土耳其与欧盟的紧张关系趋于缓和，出口、旅游业逐渐回暖；9 月份开始执行的一揽子投资计划也有助于增强市场信心。

但 2014 至 2016 年，土耳其在促进市场竞争、对研发的投入、推进基础设施建设、促进劳动力市场活力、缩小贫富差距的改革结果或原地踏步，或有所减退：促进市场竞争程度的得分从 6 分降至 2 分；全社会对研发投入的得分维持 8 分；推动基建的得分从 5 分降至 3 分；劳动力市场活力的得分从 6 分降至 4 分；缩小贫富差距的得分维持 3 分。

由此可见，土耳其结构性改革仍面临不少挑战，如私人储蓄过少以至于无法支撑投资；劳动力成本增速过快；劳动参与率（特别是女性）偏低等。另外，结构性改革中各项（如改进养老金体系、教育改革等）的优先级需要进一步细化。此外，土耳其政府接纳了 250 万叙利亚难民。如何尽快让他们融入劳动力市场，从而提高长期的劳动生产率也是土耳其政府面临的难题之一。

英国



政策梳理：

- ◆ 通过精简行政管理体制以达到促进竞争的目的。
- ◆ 通过多种手段来加大对年轻人群及长时间失业群体就业的支持力度。
- ◆ 通过建立新的住房区域或其他相关措施来打造稳定的房地产市场。
- ◆ 提高女性在劳动力市场中的参与度。
- ◆ 国民保险供款覆盖就业津贴。
- ◆ 所有国内评估措施均适用于对小微企业。
- ◆ 通过运行多方面的项目来支持公共基建投资。
- ◆ 提高国家生活薪资水平。
- ◆ 扩增学徒项目的数量。
- ◆ 为国民保险供款（21岁以下的雇员不必支付这笔费用）。
- ◆ 提高学徒项目的国家最低薪资水平。

- ◆ 提高“年度投资津贴”。
- ◆ 英国央行下调基准利率，并宣布推行定期融资计划，同时降低逆周期资本缓冲，从而鼓励银行增加信贷供应量；资产购买计划增至 600 亿英镑，包括额外购买的政府债券及多达 100 亿英镑的公司债券。
- ◆ 雇主不必为周薪不足 827 英镑的 25 岁以下雇员支付国民保险供款。英国政府希望借此在 2020 年之前创造 300 万个学徒岗位。
- ◆ 英国正在降低公司税率以支持投资。

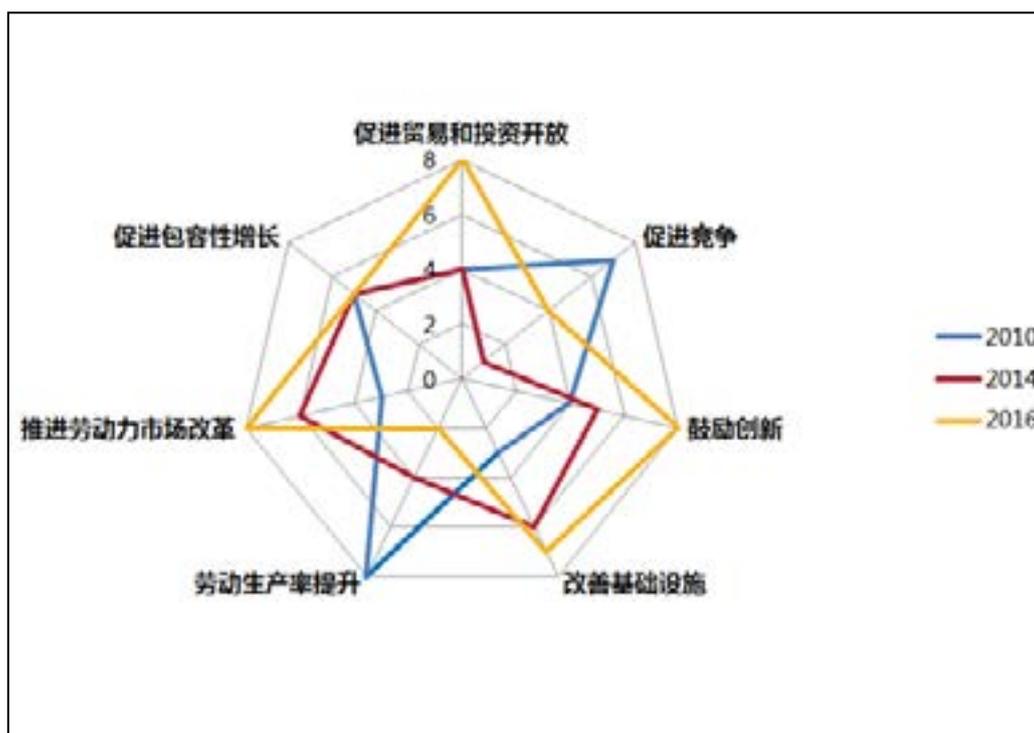
评估：

英国 2016 年结构性改革的得分从 2014 年的 5.2 分升至 6.8 分，在 20 个参评国家中的名次从第三名升为榜首。在此期间，受益于宽松的货币政策，英国经济增长较为稳定，财政赤字大幅下降，结构性改革的成果也颇为显著。政府简政放权、劳动力市场改革、劳动力供应量有所上升等因素共同推动了劳动力生产率的提高。政府对金融市场也加强了监管，特别是对非银行金融机构的管控。此外，政府也不曾忽视对财税制度进行改革，包括减少企业负担推动经济发展。

英国在促进贸易开放、促进市场竞争、加大对研发部门的投入、提升劳动生产率以及促进劳动力市场活力这些方面的得分均有所上升。但作为老牌发达国家，英国大部分公共基础设施面临着“老龄化”问题。政府财政在改善基建方面的预算也较为薄弱。因此，英国在推动基建方面的得分有所下滑。

此外，结构性改革仍存在不少挑战。例如，尽管此前的宏观审慎调控部分解决了房地产市场供应长期处于短缺的问题，但房价与收入的上漲幅度严重失衡，由此可能引发劳动力流

美国



政策梳理：

- ◆ 四年内向地面交通系统和其它基础设施投资 3020 亿美元，用以修复道路、桥梁及其它运输系统。
- ◆ 刺激短期需求，解决收入不平等问题——提高低薪酬工人的收入；低收入家庭的女性最低时薪增加 2.85 美元；继续扩大儿童税收抵免和劳动所得税抵免制度的覆盖面；无子女劳动者的劳动所得税抵免上限增加一倍（从约 500 美元增至约 1000 美元）。
- ◆ 通过为长时间待业人员提供技能培训来提高就业率；加强弹性工作制度。
- ◆ 为进出口货物设立单独的文档处理窗口；在 2016 年 12 月前，完成国际贸易数据系统的建立。
- ◆ 推行综合性的移民制度改革。
- ◆ 批准《跨太平洋伙伴关系》（TPP）。

- ◆ 在未来六年内，增加对地面交通系统及相关的基建设施的投资（预计为 4780 亿美元）。
- ◆ 提高低收入工人的薪酬；提高最低工资的水平以解决收入不平等；继续扩大特定的税收抵免的覆盖面。
- ◆ 通过增加对教育、技能培训的投资来提高就业率；提高女性在劳动力市场的参与度（如为特定学生免去社区大学两年的全部费用、推行《劳动力创新与机遇法案》、扩大美国机会税收抵免的覆盖面）。
- ◆ 美国将 2016 年和 2017 年联邦预算支出授权提高了 1110 亿美元，以支持短期需求。
- ◆ 美国已制定了一项长期地面交通运输法案，将在 5 年内提供 3050 亿美元资金。

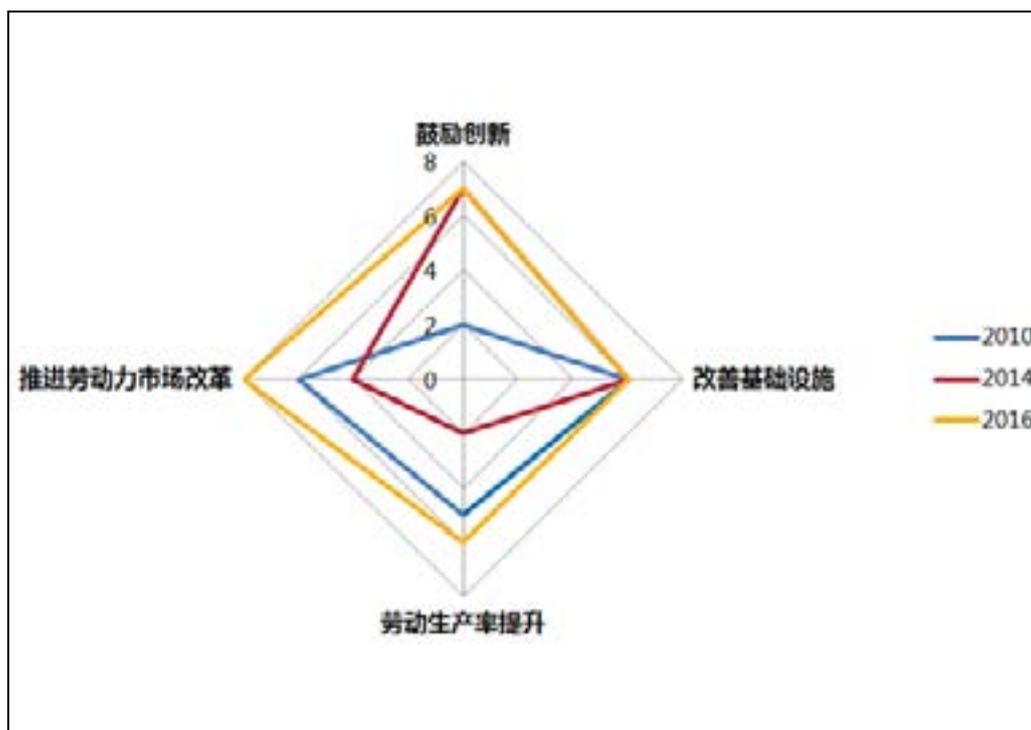
评估：

2016 年，美国结构性改革的得分从 2014 年的 4.6 上升至 5.7，在 G20 国家中的排名也从 2014 年的第 10 名上升至第 6 名。美国在促进贸易开放、促进劳动力市场活力、促进创新等多方面均取得了可圈可点的进展，与 G20 其它国家相比皆处于较高水准。遗憾的是，美国在劳动生产率提升这一部分的成果不及往年。

美国政府在经济政策上一向奉行“自由主义”，这点在非常灵活的劳动力市场以及非常开放的贸易体系上都有所体现。2016 年，美国在促进贸易开放领域的得分高达 8 分并且该项在 G20 国家中排名最高，这意味着与过去相比，美国对可贸易产品和服务征收更少的关税、对外商 FDI 也更为友好。但值得注意的是，新上台的特朗普政府表现出了贸易保护主义的政策倾向，这不利于美国未来进一步在贸易领域进行结构性改革。就劳动力市场的活力而言，随着美国经济好转，在失业率下降的同时美国的劳动参与率也在稳步提高，U-6 失业率（包含已放弃寻找工作或被迫接受临时工作的人群）显著下降意味着人们的就业质量在提高。

美国劳动生产率提升速度较往年有所恶化，并且远低于其它发达国家。从美国推动基础设施建设的得分来看，美国的资本要素投入依然位于 G20 国家前列，其促进创新的能力也遥遥领先，这意味着美国劳动生产率增速放缓并非是创新不足，而可能是由于对创新技术的扩散应用有限。如何将创新技术从前沿企业传播至较为落后的企业，是美国提高生产率增速的关键。

欧盟



政策梳理：

- ◆ 以单一的章程，单一监督机制，单一的解决机制（由一个中心决策委员会负责），单一的处置基金为基础确定并推行建立一个真正的银行联盟。
- ◆ 放开欧盟境内的公共与私人领域的投资，包括经由欧洲投资计划而进行的项目。
- ◆ 解决高失业率，特别是年轻人群的失业率；促进劳动力市场的流动性。
- ◆ 推行欧洲投资计划。

- ◆ 设立一个资本市场联盟。
- ◆ 通过加大财政资源的投入以解决失业问题，特别是年轻群体的失业问题。
- ◆ 进一步推进整合单一市场。
- ◆ 欧央行已在符合其职责的情况下继续扩大资产购买计划，将公司债纳入购买计划并将购买规模由每月 600 亿欧元扩大至每月 800 亿欧元，并把存款便利利率下调至 -0.4%。
- ◆ 欧盟在“单一市场战略”和欧洲投资计划下支持初创企业，消除阻碍公司成长以及跨境贸易和投资的障碍，促进融资渠道，促进创新并加强“单一市场战略”的落实。
- ◆ 欧盟正对企图逃避支付公平份额税款的公司采取更强的协调一致的立场，并在税基侵蚀与利润转移方面实施国际标准。

评估：

2016 年，欧盟结构性改革的得分从 2014 年的 2.5 分升至 4.1 分，在 20 个参评国家中的排名也从 2014 年的最后 1 名升至第 15 名。需要指出的是，欧盟由于并非单一主权国家，因此缺少贸易开放与促进竞争方面的指标，这会显著低估其排名，其排名也不具备与他国比较的可能。事实上在可以评估的四个领域下，欧盟的结构性改革颇有成效。

整体而言，得益于德国等国家的欧元区外部贸易，欧元区的国际收支经常项目顺差充足。而且在此期间，国际油价下跌，成员国的财政政策大多保持中性原则，欧央行仍维持较宽松的货币政策，针对服务业、能源、电子商业等行业的单一市场机制逐渐成型……受益于这些积极因素，欧盟经济处于缓慢复苏状态。另外欧盟在提升劳动生产率与促进劳动力市场活力的进步可圈可点；不过在加大对研发部门的投入与推动基建这两方面仍然原地踏步。

但欧盟的结构性改革仍面临不少挑战，如英国“脱欧”、希腊债务问题、难民危机以及恐怖主义等。此外，公共部门及私人部门债务仍处于较高水平，推行后续政策的预留空间很小；此外银行不良贷款偏高的问题需要尽快解决。

【名家观点】



香港经济学家
刘遵义

之所以全球化至今反而加剧了贫富差距等问题，是因为各国政府没有做好工作。从不贸易、不开放到开放，情况一定不会比以前差，因为用自己的资源可以换到原来无法生产的东西，用李嘉图的比较优势理论，全球贸易一定是有好处的。

如何继续推动全球化，关键在于解决税源问题。再培训是比较长期的工作，解决税源则更为有效。

“比如可以考虑对所有出口收 1% 的税，对进口收 1% 的税，这些税可以用来帮助在全球贸易中受损的人群。有了税源就可以解决收入分配问题。”

版权声明：

“一财研究”系第一财经研究院的电子出版物系列产品，版权为第一财经研究院所有。本产品仅供广大用户研究、学习之用，不构成投资参考。

本报告的版权由第一财经研究院所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。