



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

深入推进金融供给侧结构性改革 ——国家金融与发展实验室年会(2019)

2019年4月1日·北京

深入推进金融供给侧结构性改革

——国家金融与发展实验室年会（2019）

国家金融与发展实验室

2019年4月1日

深入推进金融供给侧结构性改革

——国家金融与发展实验室年会（2019）

邢自强：中国正从净储蓄国转变为资本进口国

我简单的从市场研究机构的角度，对过去半年发生的拐点做一下回顾，对未来 5—10 年中国资本流动的演进、对金融供给侧改革的影响做一个前瞻。

一、西方不亮东方亮

过去半年大家对中国市场的信心以及经济判断的变化幅度非常戏剧性，包括刚才刘煜辉博士和管涛博士都提到过，从去年底以来国内不少研究人员颇为谨慎，但中国经济却出现了“墙内开花墙外香”，甚至春江水暖“洋”先知的现象。每年底，各大市场研究机构都会发布对来年的经济展望，当时我和我任职的大摩，提出中国经济在 2019 年上半年会峰回路转、柳暗花明，主要基于三个原因：第一，经济基本面“西方不亮东方亮”，中国政策逆周期调整发力而美国正值长周期结束；第二，风险溢价，会出现柳暗花明，去年外部摩擦造成的信心冲击会在今年峰回路转；第三，从国际资本流动看，会出现“一江春水向东流”，主要是源于包括美联储在内的主要央行转鸽，翻脸比翻书快。美国经济寅吃卯粮结束后进入下行期，这个过程中，其

邢自强

国家金融与发展实验室特聘高级研究员

摩根士丹利中国首席经济学家

货币政策也会转向，对新兴市场和人民币汇率产生利好。目前来讲这三块均符合预期，部分印证了西方不亮东方亮。

第一，经济相对走势。从去年 11 月、12 月我们加强逆周期调节以来，已经出现了很多曙光，比如昨天公布的“采购经理人指数”。全球的指数都在下滑，尤其欧洲主要国家的指数跌到 7 年以来的最低点，中国反而复苏了，反映了去年 11 月底以来采取的新形式的、与过往刺激道路不一样的逆周期政策慢慢取得效果，稳定信心。这个新式逆周期政策里包含了刚才张斌提到的，采取比较公开透明的融资方式如地方债券，而非通过影子银行去增强稳基建调节力度，同时更多的采取了减税、减企业社保成本等来提振企业信心，并非仅限于传统的基建。

第二，风险溢价。去年一个影响风险溢价的主要因素是外部贸易摩擦的上升，尤其到了下半年，市场对于贸易摩擦、逆全球化极度悲观，看不到任何曙光。然而，分析贸易政策，不能脱离全球政策决策者面临的短期约束，西方的政治领导人也是务实、有短期诉求的。如果美国经济如我们预期的一样，处于十年复苏的周期末端，又在 2018 年“寅吃卯粮”的财政刺激强心针之后，开始进入显著的下行期，那么其政界对于外部摩擦的应对也会发生相应的转变，摩擦降级、达成一个双方共同能接受的贸易协议，符合共同利益，这带来了风险溢价好转、企业信心恢复。

第三，全球资金流动。去年下半年很多研究人士对于人民币贬值、资本流出的担忧是比较大的，但是忽视了非常重要的变量。第一个当然是外部的环境，全球央行转向，特别是联储，不仅不加息了，还要停止缩表，甚至现在在讨论降息，相对而言对人民币汇率产生了正面支撑。第二个非常重要的是中国结构

性的新趋势，即人民币资产的国际化可能正式走上了快车道。今天我就想主要依托人民币资产国际化的话题来展开。

二、供给侧改革 2.0

我想把人民币国际化、实体经济对外开放、深度城市化上升到现在进行的供给侧改革 2.0 阶段，三条腿走路。

1、人民币国际化 2.0

从市场观察机构的角度，我们看到中国经济正在经历由出口和投资拉动转向由消费拉动的转型过程，这个过程中伴随着储蓄率的下降。从 2008 年国民储蓄率的高点 52%，回落到了今天的 45%。但是伴随着这个转型的过程，很显然我们的经常账户从过去巨额的顺差慢慢的变成了平衡，甚至未来随着储蓄率的进一步下降，可能出现逆差，这在很多其他经历过人口老龄化的国家有过类似的经验。在这个过程中，一方面是像前一段时间我们的决策层提出的，由于人口老龄化等诸多因素，中国的潜在增长率可能在逐步下滑，就是我们经常说的新常态或者“L 型”。但更重要的另一个层面，就是我们的国际收支如何去平衡，如果经常账户——过去我们依赖的不断积累的外汇储备和国际顺收支的源泉——慢慢变成了逆差，怎么办？我认为从这个角度来讲，就可以理解我们目前的人民币资产国际化为什么成为当务之急而且有望走上快车道。第一个就是，从我们自身的需求来讲，我们需要吸引外资；第二个就是，从全球资产配置的角度来讲，全球投资者需要到中国来，这个是今天我想主要介绍的。

2019 年非常有可能是我们出现逆差的元年，今年的逆差规模可能还比较小，占 GDP 不到 0.5%，但是随着未来储蓄率的进一步下降，储蓄率持续的低于投资率之后，这种逆差的规模将逐渐恢扩大。我们估算，从 2020 年到 2030 年，可能

每年的逆差规模平均值在 2000 亿美元左右，占 GDP 不到 1%。这种情况下，如果我们的资本账户也是逆差，双逆差的情况可能会对外汇储备带来较大压力。当然，即使我们预判的经常账户出现逆差，但与其他的新兴市场比起来还是微乎其微的，不足以造成重大的金融和外汇收支的巨大波动风险。比如我们占 GDP 1% 的逆差，与曾经出现过问题的新兴市场比起来，他们动辄占 3%—5% 的经常账户的逆差，造成了很大的汇率以及国内金融系统的风险。另外，中国还是有很多的缓冲地带、护城河，就是我们的外汇储备和净对外资产还是比较高的，1.3—1.4 万亿美元之间，这个远远高于大部分其他的新兴市场，他们大部分净外汇资产都是负值，也就是负债。尽管如此，我们也不希望出现双逆差导致储备不断的下降，使得国际上对人民币资产、对人民币国际收支稳定的判断越来越接近其他兄弟市场，这是我们肯定不愿意看到的。

中国的优势就在于，我们通过 40 年的高增长已经积累了大量的资产，国内的金融市场，不管是债券还是股市，已经相对比较深化。过去这个市场并没有对外资开放，但现在我们看到了很多里程碑式的事件，国内金融市场不断的被纳入全球投资者的视野，我们也能看到未来一段时间国际性的指数纳入中国市场的时点。实际这是基于我们的决策层在过去 3 年进行了很多的金融市场的改革，除了提升监管的水平、清理影子银行、减少金融风险之外，更重要的就是对外开放。从差不多 3 年前开始，股市、债市、外商直接投资三个层次，陆陆续续每年都有新的进展。我们编制了中国资本账户开放的时间表、路线图，接下来如果继续采取这种措施走下去，我们觉得股市、债市和外商直接投资还会有新的看点。比如说随着中国进一步增加便利的投资渠道，比如债市通、股市通，进一步增加风险管理对冲工具，以及在会计和税收等政策上与国际监管水平接轨，很多国际基准指数会进一步提升中国资本市场的比例。债市今天有一件大

事，中国被纳入了彭博巴克莱全球综合指数，未来 18 个月还会有另外两只主要的指数纳入中国债券。股市的权重也会进一步提高。随着《外商投资法》的通过以及更大力度的对外开放，外商直接投资也有望保持现有的竞争力。这样产生的结果是，大家已经充分意识到了我们的决策层在进行加大对外开外层面是比较有决心的，也充分做好了应对将来经常账户出现转折点的准备，来增加我们资本账户人民币资产的吸引力。

从全球投资者的角度，他们是否有兴趣呢？这是我平常工作主要接触的对象。我觉得大家都会来。为什么？从中国资产的收益来讲，特别从投资多元化的角度来讲，很有吸引力。比如说中国的债券，中国国债与美国国债之间的关联程度极低，相对来讲其他国家的国债，特别是像日本、欧洲等，与美国国债关联程度很高。考虑到中国国债比美国、欧洲等国债提供更高的收益率，其实它是提供给全球资产管理者一个很好的多元化风险分散风险的手段——不把鸡蛋放在一个篮子里面。从过去两三年来讲，这种趋势已经逐步的显现。当然目前主要是一些中央银行在买中国的国债，接下来主要新加入的投资者，就是国外的长线资金，特别是共同基金、养老基金、大学基金，会逐渐加大对中国债市的投资。目前中国整个债券市场里面外资拥有的比例不外乎 2%，但是我们预估未来 5—10 年，随着中国在各种国际基准指数的比例进一步提高，全球主动管理型的银行、中央银行、主权基金和被动型的指数型基金，都会逐渐加入投资中国债市的大趋势，年流入量大概接近 1 千亿美元。这个是债券市场，其中一半左右是被动型的指数型基金，还有一部分是主动型的管理者。此外还有股票市场的进一步开放。根据我们全球股市策略团队的分析，大概每年带来的新增规模也是在 750 亿到 1250 亿美元之间。也就是说，债市、股市引发的潜在流入规模是基本上相互匹配的，加在一起，从现在到 2030 年，可能每年外资在证券账

户下的流入量相当于2千亿美元以上，足以覆盖经常账户出现的变迁。这种情况下，我们预计人民币资产的真正国际化刚刚开始。

前些年我们加入了SDR，我们知道SDR只是IMF法定的篮子，至于这些投资者是否买人民币资产是另外一回事，他要看到你国内金融市场的监管水平、开放程度的进一步提高以及实体经济生产率的提升。我们觉得**随着接下来的开放，人民币资产在全球储备将不断提升，从现在的2%上升到5%**。事实上人民币资产5%的比例还是一个非常保守的估计，未来上升的空间比较大，因为人民币在国际贸易结算、包括中国经济体量占全球的比例均超过10%；债市、股市的规模都在世界前三。如果上升到5%的话，就会超过目前的日元和英镑，在全球的储备中位居于第三，仅次于美元和欧元，这是我们的一个估计。实际上现在美元一家独大的局面并不是常态，也就发生在过去50—60年，更早的时段，比如说从19世纪下半段，一直到布雷顿森林体系瓦解之前，很多时候是一个诸强共享有储备货币状态。所以我们认为人民币在国际储备货币中拥有一席之地也是可以预见到的局面。

2、对外开放 2.0

供给侧改革1.0阶段在过去3年主要关注的是“三去一降一补”，取得了很大的成效，控制了杠杆率，也提升了产能利用率。接下来要回归本源和初心，应该提振全要素生产率。怎么做呢？用好国际资本化解经常账户的变化，当然是其中一环，但还有两个是非常重要的有利于生产效率的。**第一，进一步加大实体经济的对外开放。**过去40年，中国每一次全要素生产率上升的周期，都与前期对外开放进一步发力有关，从1980年到1992年，再到2001年加入世贸组织。**第二，我认为中国吸引全球产业链还有很大的空间和潜力，而不是由于一些外部摩擦甚至逆全球化的出现，使得很多全球产业链搬迁。**比如中国的创新，

国际专利申请已经超过了日本，成为全球第二；我们供应链的复杂和分工程度是全球第一；基础建设跟东南亚等竞争对手比起来有很大的优势，还有工程师红利，过去5年中国毕业的大学生几乎相当于东南亚主要国家受到高等教育的大学生总和。我们对33个行业和75家跨国公司进行的调研显示，尽管面临各种各样的成本上升、外部摩擦等原因，全球的产业链还是不想搬，也搬不走。在低端行业譬如服装产业，过去10年他们也只搬了一点点，而且只有一个国家受益了，就是越南，别的国家基本上都不是中国的竞争对手。高端行业更不用讲，大家发现中国的工程师红利还比较大。

3、城市化 2.0

我觉得供给侧改革的2.0，应该包含更深入的城市化，这也使得我们能够更好地运用外资。比如很多人说，我们现在没有投资潜力了，实际上城市化的战略正在经历由依靠个别大城市，向依靠城市群、特别是五大城市群转变，这种城市化与美国、欧洲主导的不一样。比如我们的测算表明，中国主要是依赖更健康、更有效率、更资源节约型的方式来促进城市化，包括高铁和城际铁路的互联互通。美国尽管在倡导用电动能源，但实际上并没有改观，美国人每年开车的里程还在不断上升。中国现在开车以及整个能源的消耗结构发生了巨大的变化，出行依靠城际铁路和高铁的比例越来越高，尤其是2010年高铁网络铺通之后，对经济效益的影响更加深远，因为它是更经济、更有效的方式。同时，我们也看到中国的城市群之间的通行时间缩短，譬如从我们的香港办公室到附近的深圳福田CBD只需要15分钟的车程，而我前不久在美国，从旧金山市中心摩根士丹利的办公室到附近的硅谷去拜访硅谷巨头，至少一个半小时的路程，但是距离是一模一样的。这种城市化的红利在中国会逐步的迸发。我们做的一项研究表明，2010年以后，在长三角出现一个特点，一旦城市的互联互通大范

围的铺开、包括 4G 网络的进一步提升，周边三四线卫星城的生产率改善幅度超过了核心的上海和杭州，双方之间的差距缩小了，也就是说这种知识的外溢效应应在城市群时代更加的突出。

所以从这些角度来讲，我并不觉得我们的供给侧改革已经基本上走完、没有红利可以释放了。相反，更大程度的对外开放，提振工业化的生产率，以及更深层次的城市化，释放城镇的生产率，还有很大的空间。

总结一下，如果我们把这些国际上的资本用到位、用活，支持中国的这种比较健康的投资，我们认为中国的潜在增速在未来 5 年还是有望保持在一个相对比较温和的水平，比如说 5%左右。这已经假设了我们人口的老龄化和控制杠杆率的需求，但即便是这样，到 2025 年，中国的人均 GDP 也达到了高收入国家的标准，是二战以后第三个达到的人口超过两千万的国家，前两个是韩国和波兰。这种情况之下，对中国经济长期的潜力还是很值得期待的。

我就简单汇报到这儿，也解释了为什么过去半年出现的一种墙内开花墙外香的局面。谢谢！

声明：所有会议实录均为现场速记整理，未经演讲者审阅。