



中国债券论坛
China Bond Market Forum
— CBMF —

DUAL CIRCULATION NEW LANDSCAPE NEW OPPORTUNITIES
双循环 新格局 新机遇

直播时间 2021年1月12日
09:00-12:30
扫描二维码 观看直播



主办 |  第一创业
FIRST CAPITAL  NIFD
NEW FINANCE DEVELOPMENT  sina 新浪财经

承办 | 第一创业债券研究院

第六届中国债券论坛

双循环：新格局 新机遇

国家金融与发展实验室

2020年1月12日

邢自强

摩根士丹利中国首席经济学家

邢自强：

非常荣幸参加第六届中国债券论坛。今年因为防控疫情，我们转成了线上的模式，反而柳暗花明，各地听众都能得以参加，所以刚才有机会聆听和学习了李扬理事长、周所长、朱民院长等智库的领头人和市场参与者工银理财，对于今年债券发展和机遇的分析，受益良多。

我从全球最大的投资银行的视角，给大家补充一些观点，特别全球和中国 2021 年复苏的势头，利率、汇率、资本市场的一些变化。重点想讲的是三对矛盾和变化：第一个矛盾和变化，中国和世界长期来讲，利率中枢似乎在逐步下行，但短期内则面临着疫情之后的刺激政策退出和美国通货膨胀的周期性上扬带来的利率回升。第二个矛盾和变化，全球经济思潮在疫情后时代剧变，过去贸易全球化、科技巨头化、企业大型化的趋势或逆转，面临着“三去”，生产率的增长变缓，通胀卷土重来。第三个矛盾和变化，中国面临着快速的人口老龄化和逆全球化的压力，能否继续制造业升级、科技自主化和人民币资产国际化，将成为未来十年的关键。

一、全球经济将同步复苏

2020 年一个关键词是中国经济一枝独秀，风景这边独好。然而 2021 年新的变化是全球同步复苏，中国和其他国家之间可能都会参与到下一阶段的经济复苏，双方增长的差距会缩小。首当其冲的是美国等发达国家今年会迎头赶上，经济强势复苏。有三个原因，第一是疫苗有效果，第二是政策有力度，第三是居民有余粮。

第一个疫苗有效果。目前，西方经济体的若干疫苗，从三期结果的角度来看还是比较顺利的，有望在二、三季度开始广泛接种疫苗，使得经济活动、消费行为在今年有望恢复。

第二个政策有力度。美国刚刚大选最终尘埃落定，佐治亚州参议员的议席落到了民主党手中，出现了一个蓝色浪潮，即民主党控制了国会参众两院，再叠加拜登当选总统，这一政治格局更容易推出更大规模刺激政策。我们判断，今年一季度拜登政府可能再推出高达一万亿美元疫情纾困方案，主要针对消费者、小企业和公共机构；今年下半年则有可能试图推出关于基础设施和医疗方面的长期刺激方案，可能高达 1.5 万亿美元。这么高的政策支出力度，使得美国今年财政赤字还会保持在 15% 左右的高位，跟 2020 年可以比肩，都是二战以来美国最大幅度的财政刺激，所以政策有力度。

第三个是美国的居民部门现在手有余粮。2020 年财政刺激发放居民补贴、兼以经济缓慢复苏，美国居民收入当前已经回升到了疫情前的水平。然而老百姓却花不出去这些钱，因为疫情家里蹲，不能该吃吃、该喝喝、该玩玩，所以相比于正常年份，目前额外的储蓄高达 14000 亿美元，相当于美国一年消费量

的 7 个百分点，这些额外储蓄，在 2021 年随着疫情得到控制之后，有望被进一步释放出来。

所以这三个因素——疫苗有效果、政策有力度、居民有余粮，确保了美国经济在今年会继续强势复苏。所以 2020 年中国是先进先出，风景这边独好，2021 年可能是共同把这个蛋糕做大，全球同步复苏。

美国为什么要保持这么高的财政刺激力度，很重要的背景在于，美国政策的重心逐步转向缓解当前其贫富差距、社会问题。针对中低收入群体失业依然比较高的局面，美国不惜保持高财政赤字，货币政策也易放难收，政策的重心不仅仅是看经济 GDP 产出。过去，当美国的产出缺口弥合了，也就是说经济回到了潜在增长，其政策可能就逐步的退出、收紧、加息，但是，疫情以来，美国的货币政策官方的框架已经逐步的改变，可以容忍更大程度的、更长时间的通货膨胀上升。这里面很重要的原因就是它的政策重心转向了保证中低收入群体的就业，而非只是保产出。美国在今年下半年 GDP 就会回到疫情之前的增长轨迹。然而中低收入群体由于本次疫情就业受到重大冲击，由于技能所限再就业难度也相对比较高，所以美国中低收入群体失业率可能要到 2023 年才能恢复到疫情之前的水平，旷日持久。正因为此，新一届美国政府还会推出比较大规模的财政刺激，甚至这种财政政策高扩张的实验，将来或会成为一种常态。这就带来了我们讨论的第二个矛盾，长期来看，到底通胀会不会卷土重来？

二、美国通胀可能卷土重来

首先，短期来讲，美国今年的通胀来的可能比大家想象更快，更高，有可能今年下半年其核心 PCE 通胀率就回到 2% 以上，甚至年底之前有到 2.5% 的可能

性。这跟刚才提到的大规模的财政刺激，推出新增的 1 万亿美元纾困方案和 1.5 万亿美元长期基建方案有关，也跟它的货币政策继续保持比较宽松有关。美联储副主席在上周末讲话中还重申提出了今年要继续保持宽松，不着急退出资产购买。经济复苏，政策却不及时退出，这是短期周期性通胀反弹的诱因。

但是中长期而言，全球和美国的通胀会不会卷土重来？过去三十年基本上没有，每一次都是狼来了。每一轮经济衰退的时候，美国采取了大规模的刺激，当时总有人担心通胀会卷土重来。不管是 2000 年的科技泡沫破灭，还是 2008 年全球金融危机。然而，后面都没有出现通胀的大幅上升。但这次可能不一样，因为过去通缩的力量，主要来自于三大趋势，我们把它称之为三 T（Trade、Tech、Titans）。

第一个就是 Trade，贸易的全球化。最鲜明的例子是过去 20 年中国融入世界贸易，其强大的价廉物美生产能力融入了全球贸易体系，抑制了全球物价。第二个是 Tech，科技的主导化。科技企业的研发，很多数字新经济平台的涌现，改善了效率，抑制了物价。第三个是 Titans，企业巨头化。即在整个收入分配里面，由于企业巨型化，它的谈判能力越来越强，从收入分配角度，过去 30 年美国劳动者工资占整个蛋糕的分配是越来越低的，资本、企业在整个蛋糕的分配中越来越有利。这三个因素共同造成了生产率的改善非常快，带来物价通缩的力量，但与此同时西方世界贫富差距也加大了。

如今这三大趋势逆转：疫情前已经开始出现了逆全球化，全球化贸易逐渐受到阻力；疫情之后，全世界的政经思潮似乎趋向于加强对科技巨头监管和限制，而并非只是尊崇科技主导。收入分配层面，美国经济政策有可能未来会更

偏向对中低收入群体的分配，对企业的分配相对不利。在这个过程中，过去的通缩因素、生产力快速增长的因素可能逆转。

所以，这次跟以往不一样，不只是周期性的通胀回升，中长期通货膨胀卷土重来的风险不可忽视。这是中国要注意的外部经济环境的新格局。

三、人民币国际化迫在眉睫

第三组矛盾，就是中国自身的人口老龄化，叠加逆全球化，如何继续迈向高收入经济体？刚才李扬理事长也讲到了老龄化是中国最大的挑战，我们非常认同。中国未来10年人口将发生剧烈变化，超过日本在八九十年代的人口老化速度。35岁以下的人群数量，在未来10年会萎缩8000多万，相反，55岁以上的中老年人群在未来十年会扩张1.2亿人。整个中国人口结构从目前还算健康的金字塔形，会倒转，这个带来的不仅是生产率增速的放缓，还会带来第二个因素，即储蓄不足。因此人民币资产的国际化势在必行。

人口快速老化，造成中国有可能从一个储蓄自给自足的国家，逐步演变为一个需要进口资本的经济体。最近中国的储蓄率不断下降，从2008年高点约52%，到现在下降到43%附近。未来10年随着人口老龄化，老年人要把自己的储蓄拿出来养老，年轻人储蓄率非常低，很多月光族，总体储蓄率会进一步下降。因此，中国经常账户的盈余会逐渐收窄，到2022年开始逐渐出现逆差，也即中国第一次从一个资本输出国有，转变为需要进口资本的经济体。从养老社保体系的发展，到下一阶段科技自主化和产业链升级，中国需要的融资怎么办？可能要靠人民币资产的国际化，吸引全球资本配置。

我们也看到，除了长期储蓄率下降的压力，中短期内地缘政治的摩擦也加强了人民币国际化的动力。拜登担任总统之后，中美之间很多竞争和摩擦依然会长期持续。是美关系不会出现全面的脱钩，而是一个长期博弈的过程，在科技、安全、金融市场领域会出现长期的竞争和博弈。这就意味着，中国有必要缓解其对美元为中心的全球金融体系融资和结算的依赖，相反更应形成自己的资本市场生态圈，来确保融资，因此，地缘政治的变化也是人民币国际化一个迫在眉睫的原因。

疫情之后，全世界宽松货币易放难收的局面，也给人民币国际化提供了比较好的契机。美联储还会保持比较宽松的政策，这个过程中，中国已经稳步开始了政策的常态化，人民币债券的回报率明显高于西方经济体，也给人民币国际化带来了比较好的机会。将来三步曲——资本市场改革、国内需求侧的改革和人民币国际使用的改革，我们预计全球资本流入中国的现象，还会长期持续，今年可能还有接近 1500 亿美元的债券与股票流入，未来十年如果持续这样人民币国际化改革的力度，人民币占到全球外汇储备资产管理的比重有望从今天 2% 上升到 5%-10%，成为第三大储备货币。

我们也认为，在全世界面临多极化发展之下，其实对人民币国际化是有很有利的环境和条件的。比如说，我们看到尽管中美之间各方面的角逐和博弈会长期持续，但是现在第三方不管是欧洲、日本还是亚洲其他国家，他们会在中美之间夹缝中求平衡，不错过双方的投资机遇和贸易机遇。这种多极化世界的发展。对中国开展人民币国际资产国际化、债券市场国际化有很大帮助，最近

签订中欧全面投资协定，以及 RCEP 亚洲 15 个国家之间的区域一体化的协议，都体现了多极世界的发展方向。

所以总结一下，我们觉得今年全球经济的脚步会呈现同步复苏，不只是中国一枝独秀，而是整个蛋糕做大。中间主要就是由于海外的疫苗可能逐步有效果，政策保持了非常强的力度，与此同时消费者手中还有余粮，出现全球同步复苏。在这个过程中，美国通货膨胀今年下半年可能卷土重来的风险比较高。中长期而言，由于世界经济出现疫情之后的新思潮，从过去的三 T 变成了未来的三去（去贸易全球化、去科技主导化和去企业巨头化），经济政策更偏向平民主义，有可能会改变过去通缩的局面，使得通胀在中长期也面临卷土重来的压力。所以今天一开场李扬理事长讲到的中国提出了双循环新的发展战略是应对外部新的环境变化，这就是我对外部环境变化的一些总结，我今天就先汇报到这里，把时间再交还给现场的主持人，谢谢。