

2018年1月22日 (总第35期)

一财研究

Yicai Research



www.cbnri.org

编者按：

国内宏观经济方面，国家统计局于18日公布了多项重要经济数据。中国2017年全年GDP增速为6.9%，其中四季度增长6.8%。供给侧改革的持续推动、房地产投资持续扩张、新动能培育显效、世界经济的同步复苏或是GDP增速好于预期的主要原因。

高频数据显示，金融部门内部债务规模增速得到有效控制，整体风险趋稳。另一方面，12月社会融资存量规模累计同比12%，达成年初设定的金融服务实体的目标。可以说，金融防风险取得了阶段性成效。2018年金融严监管仍将继续，但是结构性调控或不可缺少。

国际方面，我们整理并分析了欧洲一体化的现状。法国总统马克龙所提出的大多数政策和改革建议是为了实现融合和统一行动，减少分歧和矛盾。但由于欧洲各国情况、利益诉求和最亟待解决的经济或社会问题各不相同，想要让各国达成一致意见并不容易。

能源科技方面，我们编译了美国国家经济研究局（NBER）的工作论文《市场支配力、生产（不当）布局和石油输出国组织》。文章认为，欧佩克国家利用自身市场支配权来抑制石油产量的举动，使得全球石油开采中的很大一部分从采油成本较低的油田转向成本较高的油田。

联系我们
cbninstitute@yicai.com
微信
cbn_research



目录

【宏观与央行】

日元大涨 人民币指数下跌.....	1
金融部门内部债务规模增速下滑.....	3
穆迪：中国拟实施巴塞尔委员会监管框架以防范银行业风险.....	5

【国际观察】

蹒跚前行的欧洲一体化（二）：壮志雄心的重建欧洲之计.....	6
--------------------------------	---

【能源与科技】

欧佩克限产推动全球采油成本上涨.....	8
----------------------	---

【名家观点】.....10

【报告发布】

《中国企业创新发展报告 2017》.....	11
------------------------	----

【宏观与央行】

日元大涨 人民币指数下跌

(2018.1.5-12)

阚明昉 王璐 / 第一财经研究院研究员

截至1月12日的一周，第一财经研究院人民币名义有效汇率指数（NEER）下跌0.18%，收于93.73；第一财经研究院人民币实际有效汇率指数（REER）下跌0.13%，收于104.38。

周内人民币对日元、美元等货币贬值，但对加元、韩元等货币升值。其中，人民币对日元贬值1.39%，对美元贬值0.03%；人民币对韩元升值0.51%，对加元升值0.26%。人民币对日元贬值是导致第一财经研究院人民币REER和NEER指数下跌的主因。

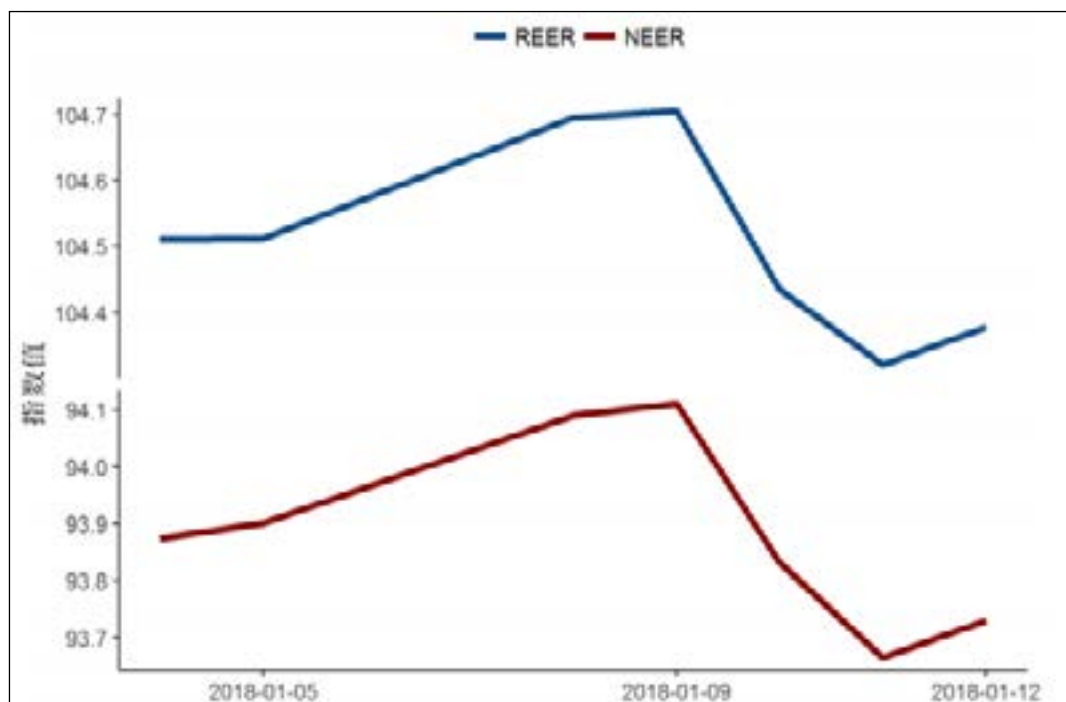
汇率市场纪要

7日，中国央行公布最新外汇储备规模数据为31399亿美元，连续第十一个月出现回升。外汇管理局有关负责人表示，12月我国跨境资金流动和境内外主体交易行为进一

步趋稳和平衡，国际金融市场总体小幅波动，主要非美元货币汇率上涨和资产价格上升，推动外汇储备规模上升；2017年全年来看，我国宏观经济运行总体平稳，保持稳中向好态势，推动跨境资金流动更加稳定平衡，国际收支形势稳健为外汇储备规模连续稳步回升提供了保障。

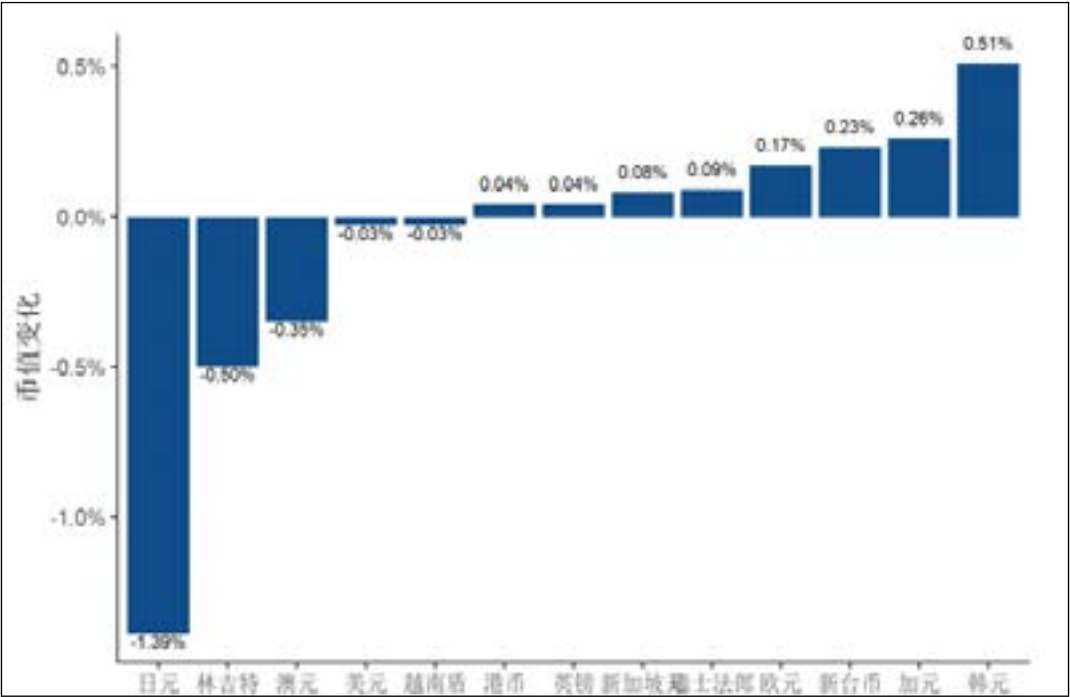
9日，“逆周期因子”暂隐退的消息在市场流传，受此影响，当日在岸离岸人民币汇率走贬。一方面，2017年12月下旬以来，人民币对美元汇率显著走强，此时央行调整逆周期因子或许是为了避免人民币短期内过快升值，也表明了当局有信心更多地让市场来决定人民币汇率。另一方面，可以大致推断出央行接受的人民币指数（NEER）浮动区间为92~95，美元对人民币汇率浮动区间为6.4~7。

图1. 第一财经研究院 NEER 与第一财经研究院 REER 走势



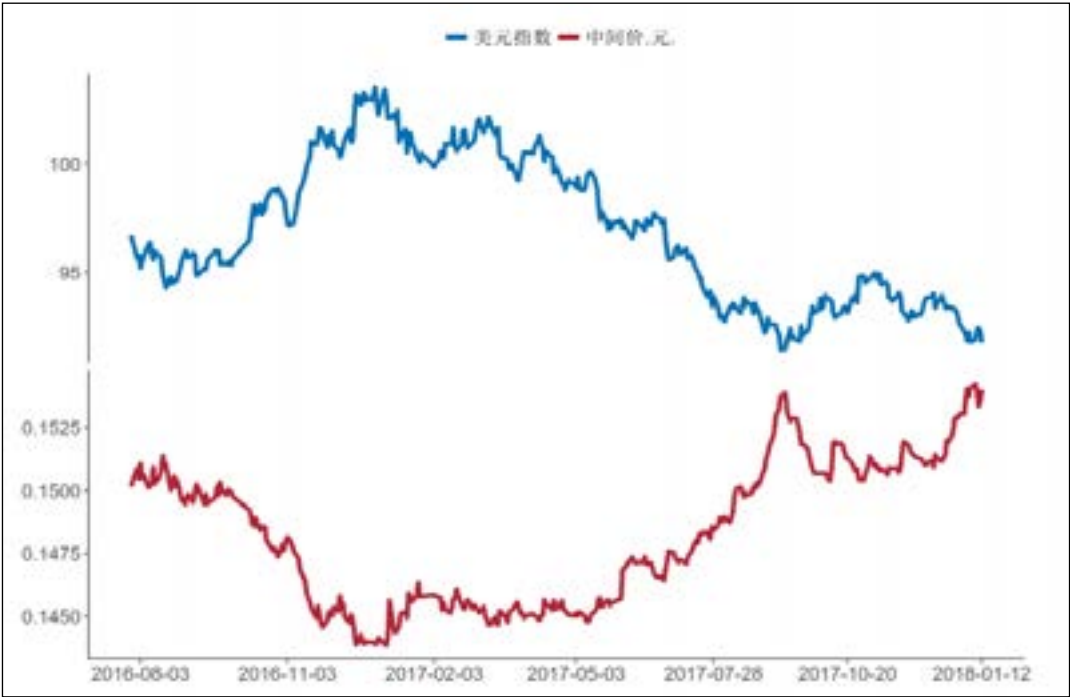
来源：Wind、第一财经研究院

图 2. 第一财经研究院人民币指数成分货币对人民币币值变化



来源：Bloomberg、第一财经研究院

图 3. 周内（1.5-12）人民币对美元中间价上涨、美元指数下跌



来源：Wind、第一财经研究院

[【查看全文】](#)

金融部门内部债务规模增速下滑

马绍之 吴越 / 第一财经研究院研究员

金融防风险取得阶段性成效。一方面，12月存款性金融机构对金融部门（其他存款性公司、其他金融机构、其他资产）债权总额同比增速降至2%以下，显示金融部门内部债务规模增速得到有效控制，整体风险趋稳。

另一方面，12月社会融资存量规模累计同比12%，达成年初设定的金融服务实体的目标。然而，12月存款机构对实体企业债权的同比增速较上年进一步下降至6.3%，相对的是存款机构对居民部门债权同比增速维持在20%的高位，照此增速6年半以后居民部门债务将超过企业部门。

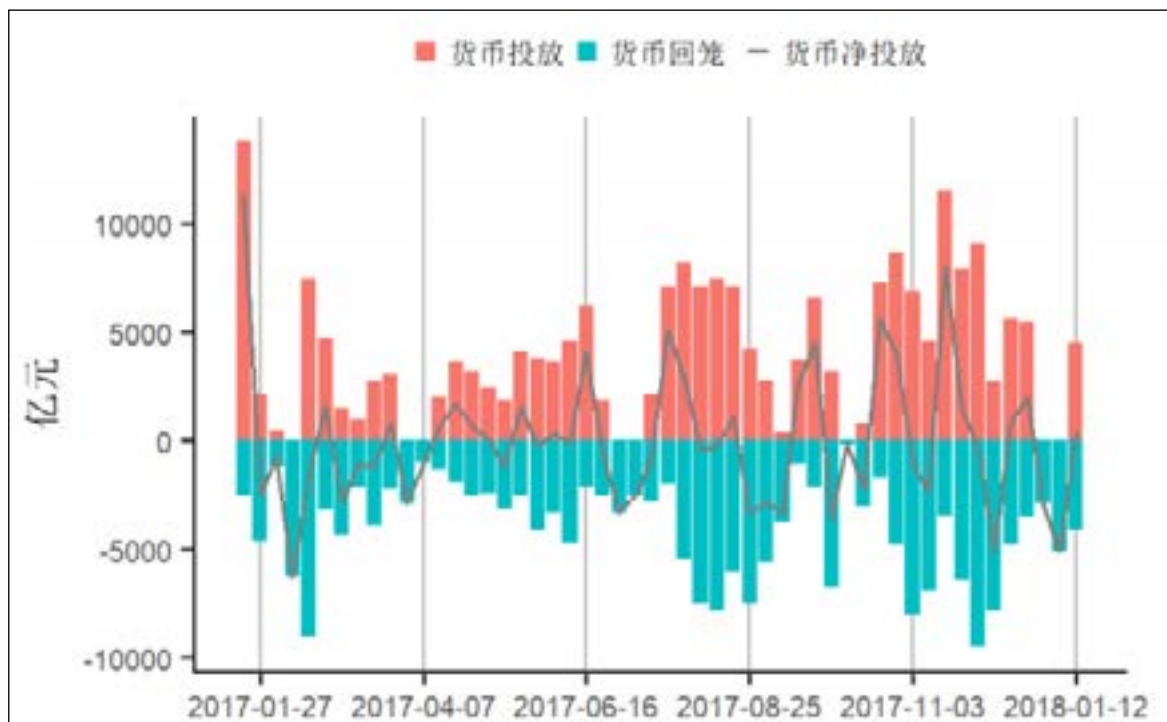
过度的居民贷款尤其是主要推动增长的

住房贷款将加强房地产行业相对其他行业的竞争优势，这或将进一步影响未来经济的平衡发展，不得不引起注意。2018年金融严监管仍将继续，但是结构性调控或不可缺少。

上周，唐山高炉开工率回升至50%以上，兰格钢铁库存指数走高，钢铁价格下跌，同为建筑主要原材料的水泥价格也出现下行，显示冬季雨雪对建筑业活动造成了一定影响。

上周，央行货币净投放400亿元，货币市场流动性状况平稳，银行间回购利率及短期国债收益率有所回升。

图 1. 上周央行货币净投放环比上涨 5500 亿元至 400 亿元



来源：Wind、第一财经研究院

图 2. 唐山钢坯价格下跌 1.66% 至 3550 元,
唐山高炉开工率上涨 1.83% 至 51.22%



来源: Wind、第一财经研究院

图 3. 全国水泥价格指数下跌 2.26 点至 148.5 点



来源: Wind、第一财经研究院

[【查看全文】](#)

穆迪：中国拟实施巴塞尔委员会监管框架以防范银行业风险

整理：吴越 / 第一财经研究院研究员

一周经济观点

◆ 1月5日，中国银监会发布了与巴塞尔银行监管委员会框架相符的《商业银行大额风险暴露管理办法（征求意见稿）》。拟实施的新规将对包含缺乏基础资产风险管理的结构性资产管理产品的投资行为进行限量管理，并将防范非结构性传统信贷的集中度风险，对银行业具有正面信用影响。

◆ 穆迪表示，这是中国监管部门在最近一系列收紧影子银行活动的措施中，首次引入有约束力的量化指标，在计量结构性资产管理产品风险时落实穿透原则。银行必须汇总结构性资产管理产品组合中无法识别基础资产最终债务人的风险暴露，将其视为单一虚拟交易对手（即匿名客户）风险暴露，并在2018年底之前将该项风险暴露降至银行一级资本净额的15%以下。新规的匿名客户限制措施将促使银行对其投资组合，如基础资产为其他金融机构发放信贷的应收款项类投资，落实穿透原则。对于中国受评的16家上市银行（占中国商业银行总资产的70%以

上），截至2017年6月30日应收款项类投资总额略高于一级资本的100%。这意味着强制性穿透管理将应用于此类投资组合的85%以上。

◆ 穆迪预计，53家受评中国国有企业中，大部分的杠杆率2018年将继续下降。2018年，约三分之二的国企经穆迪调整的债务/EBITDA比率将低于2016年。杠杆水平的改善源自国企EBITDA持续增长以及债务增速的放缓。2018年，53家受评国企的合并平均债务/EBITDA比率将从2015年的5.7倍和2016年的5.5倍降至5.4倍。

◆ 政府改革措施为杠杆水平的持续下降奠定了基础。一是旨在提高经营效率并增强企业盈利能力的国企改革，二是旨在削减中国企业杠杆水平和成本，并去除某些行业过剩产能的供给侧改革。上述改革计划有望令EBITDA实现增长，同时抑制债务增长。

图 1. 新兴和前沿市场推动亚太地区经济增长



[【查看全文】](#)

【国际观察】

蹒跚前行的欧洲一体化（二）—— 壮志雄心的重建欧洲之计

作者：吴越 / 第一财经研究院研究员

在目前欧洲基本完成市场一体化和货币一体化的基础上，法国总统马克龙进一步提出了从安防一体化、基础设施一体化、促进文化交流到财政一体化等全方位递进式的欧洲一体化战略。然而欧盟各国情况、利益诉求和最亟待解决的经济或社会问题各不相同，达成一致意见并不容易。

去年9月，法国总统马克龙在巴黎索邦大学发表演讲。在目前欧洲基本完成市场一体化和货币一体化的基础上，马克龙进一步提出了从安防一体化、基础设施一体化、促进文化交流到财政一体化等全方位递进式的欧洲一体化构想，希望打造一个内部联系更紧密、各方面更平衡、更具凝聚力的欧洲。

◆安防一体化

马克龙指出，防务领域的目标是确保欧洲的自主作战能力，以作为北约的补充。如果要在欧洲范围发展共同利益，首先要确保欧洲的整体安全。欧洲需要建立共同的干预力量、国防预算和行动原则。为了打击资助恐怖主义和网上恐怖主义宣传的活动，欧洲需要加强网络安全；创建欧洲情报部门；针对有组织的犯罪和恐怖主义，建立一个职能强大的欧洲检察官办公室。

事实上，欧洲已经迈开了安防一体化的步伐。6月7日，盟委员会就宣布将设立总额达55亿欧元的欧洲防务基金，以促进国防科技的研发合作和国防装备的集中采购。

针对难民问题，首先应在欧洲层面形成有效的边境控制和保护，这需要对现有移民

政策进行改革，建立真正意义上的欧洲庇护办公室，加快和协调各国难民庇护程序，体面地接纳那些符合庇护条件的人，同时迅速将不符合条件的人遣返。其次，需要欧洲各国共同出资，提供培训项目，帮助难民更好地融入庇护国。最后，解决难民问题的关键在于原籍国的稳定和发展。三个方面的工作都需要欧洲各国一致行动、共同努力。

在气候安全方面，创建一支欧洲民防部队，集中资源进行救援和干预，以应对自然灾害。

此外，马克龙指出欧洲不应把非洲国家视为威胁邻国，而应作为需要应对未来挑战的战略伙伴，这为欧洲各国指出了一个共同的外交方向。

◆基础设施一体化

马克龙希望欧洲不仅是生态转型的先驱，也是充满创新能力的数字化转型的佼佼者。转型需要有力的激励措施，更需要公平的竞争环境和必要的基础设施。

环境方面，公平且足够高的碳价格、有效的能源市场、区域内转手协议和边境碳税

是四个核心方面。

食品安全方面，形成统一的欧洲质量标准，建立欧洲调查和检查部门来确保落实，同时促进更透明和更独立的欧洲科学评估，提供更好的资助研究，以便确定风险并提出替代方案。

针对数字大陆，形成统一的监管框架和法律法规，以促进优胜劣汰、形成公平竞争的数字环境、为个人和公司提供合法保护，保护自由、隐私和版权。此外，在欧洲创建一个与美国国防高级研究计划局（DARPA）一样的破坏性创新机构。

◆促进文化交流

把欧盟联系在一起最强有力的粘合剂是文化和知识。马克龙希望，到2024年，欧洲所有学生都能讲至少两种欧洲语言，应有一半的学生在25岁前在另一个欧洲国家生活至少6个月。创建欧洲大学，在欧洲各国的大学间建立起网络关系，实现合作教学，学历互认。计划2024年前至少建立20个欧洲大学，下一个学年开始建立第一所。

◆财政一体化

马克龙建议在欧洲层面协调经济政策、实施共同预算。在统一财政收入方面，数字或环境领域的欧洲税可以为共同预算提供资金。除此之外，必须分配至少一种税收进预算，比如统一后的公司税。预算必须置于共同部长强有力的政治指导之下，在欧洲层面受到严格的议会控制。虽说共同预算可以扩大欧盟政策空间，但在很多细节问题没有解决的前提下很难说服成员国让渡相关权利。

在社会保障方面，通过改革社会模式和在整个欧洲层面建立融合规则，推动欧洲实现共同的最低社会标准。根据各国实际经济情况设定最低工资标准，并逐渐使之趋同。建议对外派劳务征收更高的社会贡献款，进入团结基金，以支持不富裕国家的融合。

◆对欧盟和欧元区的改革

马克龙对欧盟和欧元区的改革思路类似，一是提高组织效率，二是扩容。具体的改革内容包括设立一个欧洲贸易检察官，负责监督竞争对手遵守规则的情况；欧盟委员会将进一步精简至15人；欧盟应向巴尔干国家开放等。

欧洲各国参差不齐的现状

除了在文化上提倡多元化，马克龙的多数政策和改革建议旨在实现融合和统一行动，从而减少分歧和矛盾。然而，欧盟各国不管是经济、就业、社会保障制度，还是人民受教育程度等各方面都存在较大的差异性，即使是在实现货币一体化的欧元区内，各国的经济实力和政策空间也都相去甚远。

蹒跚前行的欧盟一体化

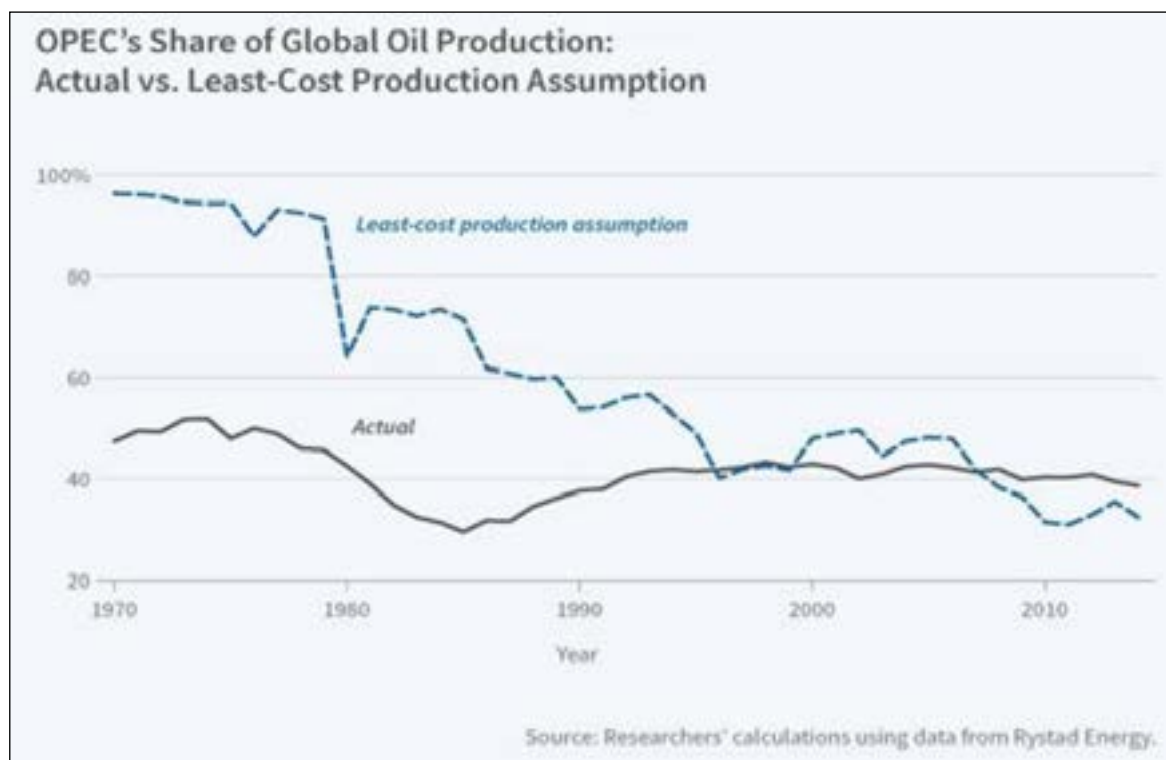
各国的利益诉求和最亟待解决的经济或社会问题都各不相同，达成一致意见并不容易，实现欧洲范围内的融合道阻且长。改革的突破点应该从符合大多数国家利益的方面着手。这也是马克龙打算最先推动建设欧洲大学等促进文化交流项目的原因。

[【查看全文】](#)

【能源与科技】

欧佩克限产推动全球采油成本上涨

翻译：邵玉蓉 / 第一财经研究院研究员

图 1. 欧佩克国家的石油产量在全球的占比：
实际占比 VS. 最低成本生产情况下的假设

由于世界上采油成本最低的国家都是石油输出国组织（欧佩克）的成员，若这些产油国的石油产量没有任何限制，那么俄罗斯和美国在全球石油市场上的份额将会显著降低。

每一本微观经济学的教科书上都会阐释以下现象：拥有市场支配力的企业可以通过限制产出来提升自己的利润。在某些情况下，对产量的限制可以促使生产转向其他的企业。如果这些企业的生产成本相对较高，那不当的生产布局会使具有市场支配力的企业获益，但也意味着社会将为同样的产量付出更高的成本。

在美国国家经济研究局（NBER）的工作论文《市场支配力、生产（不当）布局 and 石油输出国组织》（Market Power,

Production (Mis)-Allocation, and OPEC）中，约翰·阿斯克（John Asker）、艾伦·科拉德-韦克斯勒（Allan Collard-Wexler），以及扬·德·洛克尔（Jan De Loecker）作出了如下判断：

欧佩克国家利用自己的市场支配权抑制石油产量的这一举动，使得全球很大一部分的石油开采从采油成本较低的油田转向了采油成本较高的油田。从1970年到2014年，欧佩克限产共使全球采油成本提高了1630亿美元（2014年美元计价）。

研究者们利用了挪威雷斯塔能源公司（Rystad Energy）的数据来预估不当的生产布局所带来的成本变化。这些数据包括了在1970年至2014年期间活跃的13248个油田的石油产量及采油成本。

采油成本根据地质建造的不同而有所浮动。2014 年，沙特阿拉伯的加瓦尔油田的采油成本均价为 7 美元 / 桶，挪威近海油田的均价为 21 美元 / 桶，而美国巴肯的页岩油采油成本均价则为 51 美元 / 桶。

欧佩克国家的采油成本相对于其他石油生产国来说要低一些。1970 年至 2014 年期间，沙特阿拉伯及科威特的采油成本鲜少会超过 10 美元 / 桶，中位数为 5.4 美元 / 桶，第 95 百分位数是 10 美元 / 桶。与之形成对比的是，非欧佩克成员的产油国，其采油成本的中位数接近 9.7 美元 / 桶，第 95 百分位数是 28.2 美元 / 桶。因此，如果欧佩克国家抑制产出，假设他们所抑制的产出首先来自于采油成本最高的那些油田，那么这将扩大世界上其他地区中采油成本较高的油田的产量，从而导致产量错配。若他们所抑制的产出来自于其采油成本较低的那些油田（例如沙特阿拉伯的油田），则将导致采油成本更为大幅的上涨。

欧佩克国家抑制了其低采油成本的油田的产量，从而使这些产量转移到了世界上其他国家的油田中。美国石油工业的形成很大程度上依赖于这一举动。2005 年，美国页岩油的产量仅为 2400 万桶，在美国当年的石油总产量（24.8 亿桶）中占比不到 1%。2014 年，美国全年石油总产量为 41.73 亿桶，其中有 20.39 亿桶是页岩油，占比几近 50%。因页岩油的采油成本较高，所以其开采规模的扩张成为美国平均采油成本从 2002 年的 7.3 美元 / 桶上涨至 2014 年的 20 美元 / 桶的主要原因。

研究者的分析表明，如果欧佩克国家没有抑制石油供应的话，页岩油开采不会形成如此大规模的扩大。

为了预估欧佩克国家的市场支配力所产生的影响，研究者们模拟了竞争性市场可能发生的情况，将每年的实际采油成本与用采油成本低的油田产出同等油量所需的成本相比较。研究显示，如果以全球最低生产成本的视角来分配生产，那么在 2014 年，采油成本较低的海湾国家的市场份额将从实际所占的 25.8% 上升至 74.4%，沙特阿拉伯的市场份额将从实际所占的 13.3% 增至 28.1%，科威特的市场份额将从实际所占的 3% 增至 12.5%。而采油成本较高的非欧佩克国家的

市场份额则会降低。美国的市场份额将会从实际所占的 13.2% 降至 1.3%，俄罗斯的市场份额则会从实际所占的 14.4% 降至 4.7%。

（如有侵权，请联系我们。）



【名家观点】



盛松成
中国人民银行参事
中国人民银行
调查统计司原司长

我觉得人民币汇率未来既不会大幅度地升值，也不会大幅度地贬值，而是较为平稳。当然，小幅的升值、贬值、波动都是很正常的市场行为。未来会越来越多地由市场决定人民币汇率。



杨燕青
第一财经研究院院长
《第一财经日报》副总编

银行监管持续加强的背后是两大主线推动。一是十九大提出的三年攻坚战，防范金融风险列为三大攻坚战首位，治理将持续发力；二是去年银监会形成的一整套监管工作体系“三三四十”，正按步骤推进。



赵昌文
国务院发展研究中心
经济部部长

从宏观层面看，高质量发展就是速度、就业、价格、国际收支等宏观指标比较均衡的发展，就是比较好地解决了实体经济内部、实体经济与金融、实体经济与房地产三大失衡发展。所以，要不断健全市场基础设施，为政府有度且有效的宏观调控提供抓手。

【报告发布】



[【查看报告】](#)

特别呈现

汇丰银行（中国）有限公司

报告出品

第一财经 | 第一财经研究院

独立学术标准制定

浙江大学管理学院

独立学术调研机构

第一财经研究院

特别鸣谢

阿里研究院

已经成为全球第二大经济体的中国，不仅在经济整体实力上不断进步，在创新能力上更是令人瞩目，并且，创新正在成为中国企业赢得国际竞争力的重要推动力量。如果能够将中国企业的创新发展现状、创新能力进行评估总结，将对中国企业进一步创新具有重要的参考意义。

有鉴于此，近日，第一财经将“创新”作为重点关注的话题，并于近日携手汇丰中国共同推出《中国企业创新发展报告 2017》（下称《报告》）。正如《报告》合作方汇丰银行（中国）副行长、工商金融总监方啸所言：“《报告》是在大量数据的基础上去研究中国企业创新力和创新效率的行为，希望以此引发企业的共鸣、思索和行动。创新是一种基因，它不可量化和复制，更不存在绝对的因果关系。但，商业是有经验可循的。”

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。