

2018年2月5日 (总第37期)

一财研究

Yicai Research



www.cbnri.org

编者按：

刚结束的美联储 1 月会议成为耶伦最后的谢幕。回顾耶伦在任的四年，美国经济表现亮眼，金融系统更加稳健，美国货币政策也走上了正常化道路。通过分析 GDP 环比等重要经济数据，我们盘点了耶伦的经济遗产。

国内宏观经济方面，国家统计局 1 月份起发布的综合 PMI 产出指数与 17 年 12 月持平，表明宏观经济整体平稳。另一方面，楼市调控力度不减，个人住房贷款余额同比增速在 2017 年内呈现下降趋势。供给增加并同时维持需求侧限制，将有望改变楼市预期，为建立房地产长效机制打下基础。

国际政治方面，英国首相特蕾莎·梅于 1 月 31 日开始对中国进行为期三天的国事访问，这也是她就任首相以来的首次访华之旅。我们认为，特蕾莎此次访华之旅的意义在于强化英国脱欧后的全球贸易联结。对于特蕾莎而言，中国这个规模浩大的市场将给她的政党、国家和经济打上一剂“强心针”。特蕾莎需要借助中国提升她在欧洲甚至是国际上的影响力。

本期为您推荐“第一财经·摩根大通年度金融书籍”是《危机·洞见——破解全球经济沉疴》和《人民币加入 SDR 之路》。

联系我们
cbninstitute@yicai.com
微信
cbn_research



目录

【宏观与央行】

耶伦的经济遗产.....	1
人民币实际有效汇率指数创 2015 年 11 月底以来新高.....	2
综合 PMI 走势平稳 房屋供给有望增加.....	5
穆迪：美关税行动对亚洲企业和主权信用影响有限.....	7

【国际观察】

梅姨访华 —— 贸易是主轴.....	8
英国多边贸易体系的未来.....	9

【名家观点】.....10

【第一财经·摩根大通年度金融书籍】.....11

【宏观与央行】

耶伦的经济遗产

刘昕 / 第一财经研究院研究员

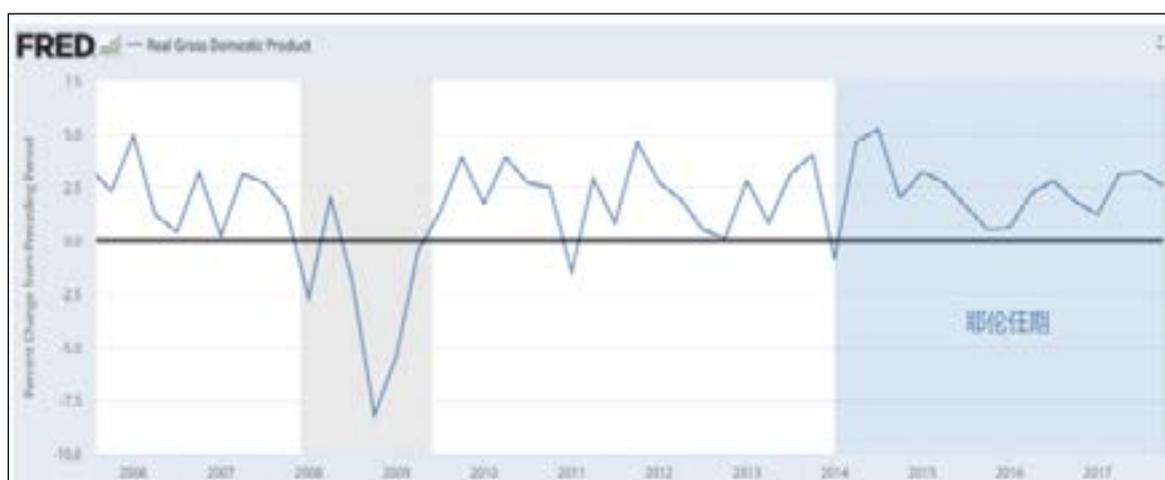
美联 1 会议毫无意外地以按兵不动结尾，但作为近四十年来首位未能获得第二任期的联储主席，耶伦最后的落幕稍显落寞。

回顾过去四年的任期，耶伦的表现可谓出色。美国经济数据亮眼，并成为带动全球经济复苏的主力；美股估值处于高位且未有明显的泡沫，金融系统较危机前更为稳健；美国货币政策走上正常化道路，得益于更加透明的沟通政策，无论是加息还是“缩表”都未对金融市场造成过多波动。在耶伦任期内，美国 GDP 环比增速连续处于正值，美国经济的强劲复苏也正带动全球经济回暖。特朗普政府的一揽子减税计划有望进一步刺激经济，今年 1 月国际货币基金组织（IMF）上调明年两年全球经济增速预期的原因也很大程度上在于此。

美国劳动力市场持续紧张，不仅最受关注的狭义失业率降至 4.1%，屡屡突破学界对于自然失业率的测算，连广义失业率（即包含游离于就业市场边缘的人口）也降至 8.1%，两者之间的差值正逐渐下降至危机后最低水平。

与失业率已降至危机前水平相比，美国劳动者的小时工资增速的表现就显得差强人意，这也一定程度上解释了为何美国通胀一直低于美联储 2% 的对称性目标。虽然近期能源价格上涨有助于未来总体通胀上升，但工资增速与核心通胀之间的螺旋上升依然是决策者关注的重点。

图 1. 美国经济复苏稳健



注：蓝线为实际 GDP 环比增速

来源：美联储官网

[【查看全文】](#)



人民币实际有效汇率指数 创 2015 年 11 月底以来新高 (2018.1.19-26)

阚明昉 黄慧红 / 第一财经研究院研究员

截至 1 月 26 日的一周，第一财经研究院人民币名义有效汇率指数 (NEER) 上涨 0.34%，收于 94.48；第一财经研究院人民币实际有效汇率指数 (REER) 上涨 0.34%，收于 106.09。

周内人民币对美元、港币、澳元等货币升值，但对瑞士法郎、英镑、欧元等货币贬值。其中，人民币对美元升值 1.07%，对澳元升值 0.65%；人民币对瑞士法郎贬值 1.1%，对英镑贬值 0.86%，对欧元贬值 0.12%。人民币对美元升值是导致第一财经研究院人民币 REER 和 REER 指数上涨的主因。

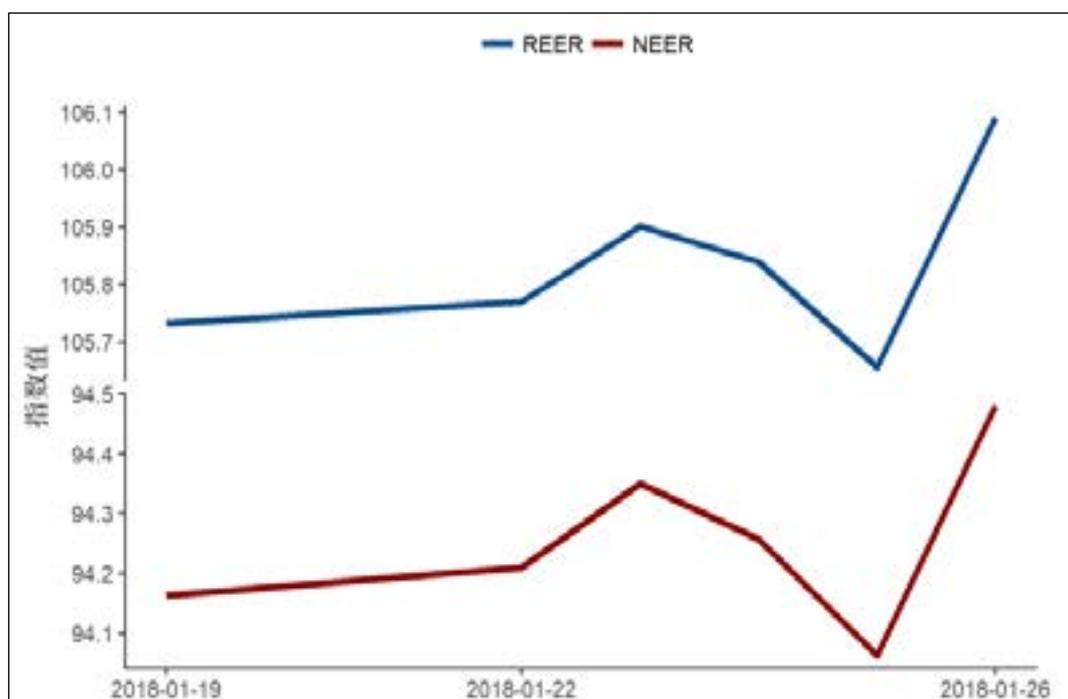
汇率市场纪要

上周，日本和欧洲两大央行宣布利率决议。23 日，日本央行维持利率在 -0.1% 不变，符合市场预期，为 2016 年 1 月底降息后连

续两年保持负利率不变。在季度经济与物价展望中，日本央行对 2017、2018、2019 财年的经济增速预期区间有小幅上调，2018 财年的通胀预期区间亦有小幅上调。当日收盘，美元兑日元下跌 0.59%。

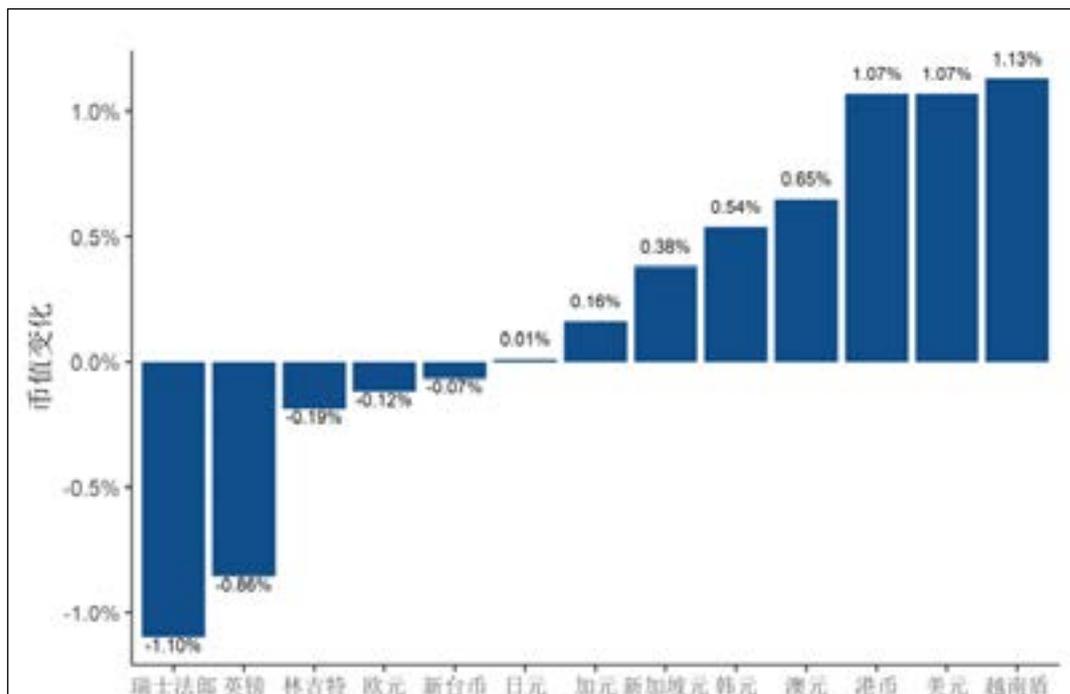
上周，中国央行副行长范一飞撰文提出了有关我国央行数字货币发行安排的一些思考。他提出可以考虑采用双层 (two-tier) 投放中国央行数字货币；应以账户松耦合的方式投放，并坚持中心化的管理模式；但对央行数字货币加载智能合约应保持审慎态度。

图 1. 第一财经研究院 NEER 与第一财经研究院 REER 走势



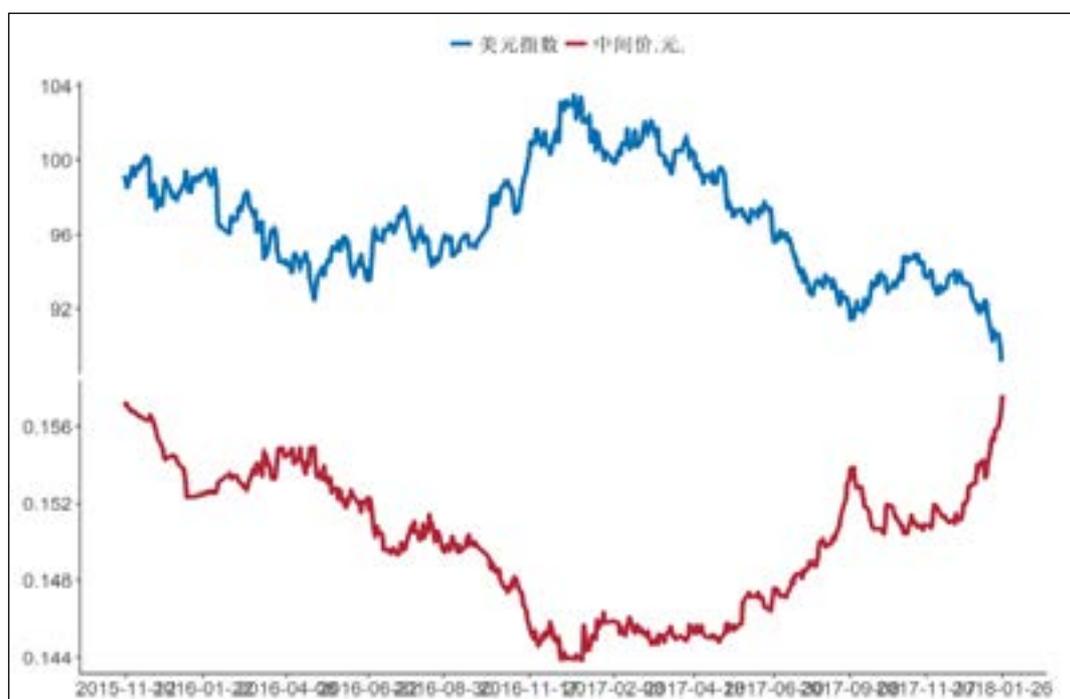
来源：Wind、第一财经研究院

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 (1.19-26) 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】](#)



综合 PMI 走势平稳 房屋供给有望增加

马绍之 吴越 / 第一财经研究院研究员

为了反映宏观经济总体变化，国家统计局从1月起发布综合 PMI 产出指数，该指数由制造业 PMI 和非制造业 PMI 加权所得，权重由制造业和非制造业占 GDP 的比重计算而成。

随着中国非制造业占比的不断提高，可以预见未来非制造业 PMI 对综合 PMI 将产生更大影响。1月综合 PMI 产出指数 54.6%，与上月持平，显示宏观经济整体平稳。

建筑业商务活动指数虽因天气原因较上月有所回落，但仍处于 60 以上的高位扩张区间，并且业务活动预期指数为 64.7%，较上月提高，显示企业对行业发展持乐观态度。2017 年下半年来企业购地面积明显增加，房

产开发贷款同比增速也维持在 20% 左右的高位水平，暗示未来房屋供给将有所增加。

另一方面，楼市调控力度不减，个人住房贷款余额同比增速在 2017 年内呈现下降趋势。供给增加并同时维持需求侧限制，将有望改变楼市预期，为建立房地产长效机制打下基础。

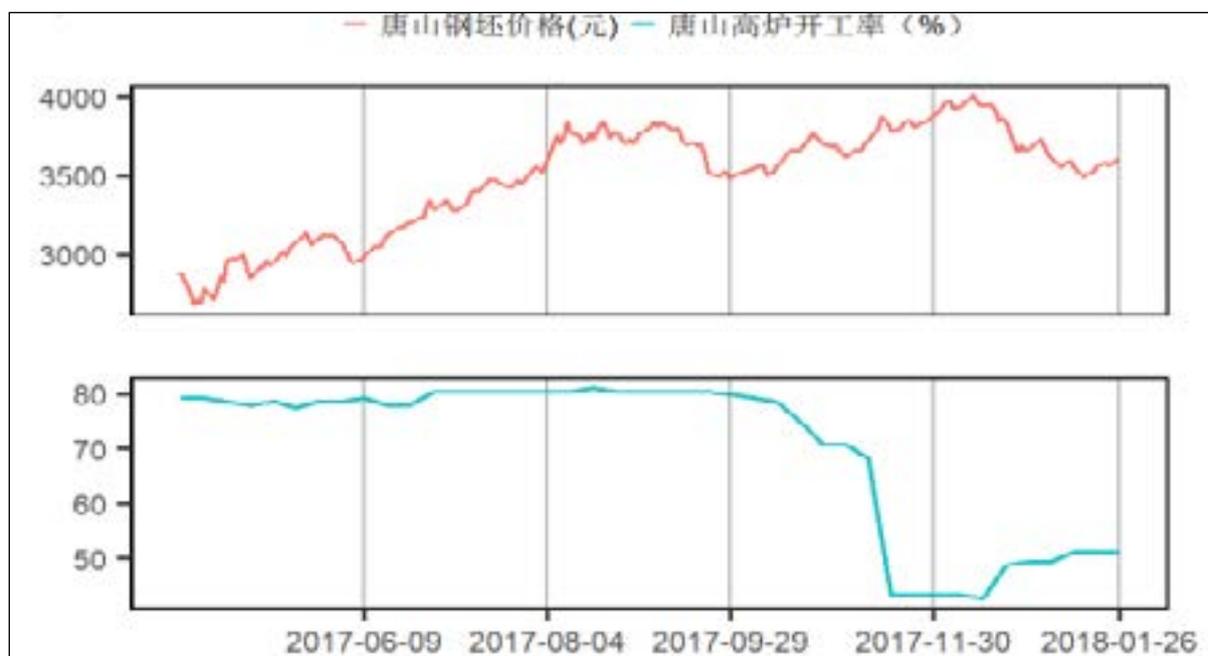
上周，唐山高炉开工率维持在 51%，钢坯价格小幅上涨，水泥价格有所回落。上周，央行货币净回笼 3200 亿元，银行间市场流动性平稳，国债收益率有所下降。

图 1. 上周央行货币净投放环比下跌 9100 亿元至 -3200 亿元



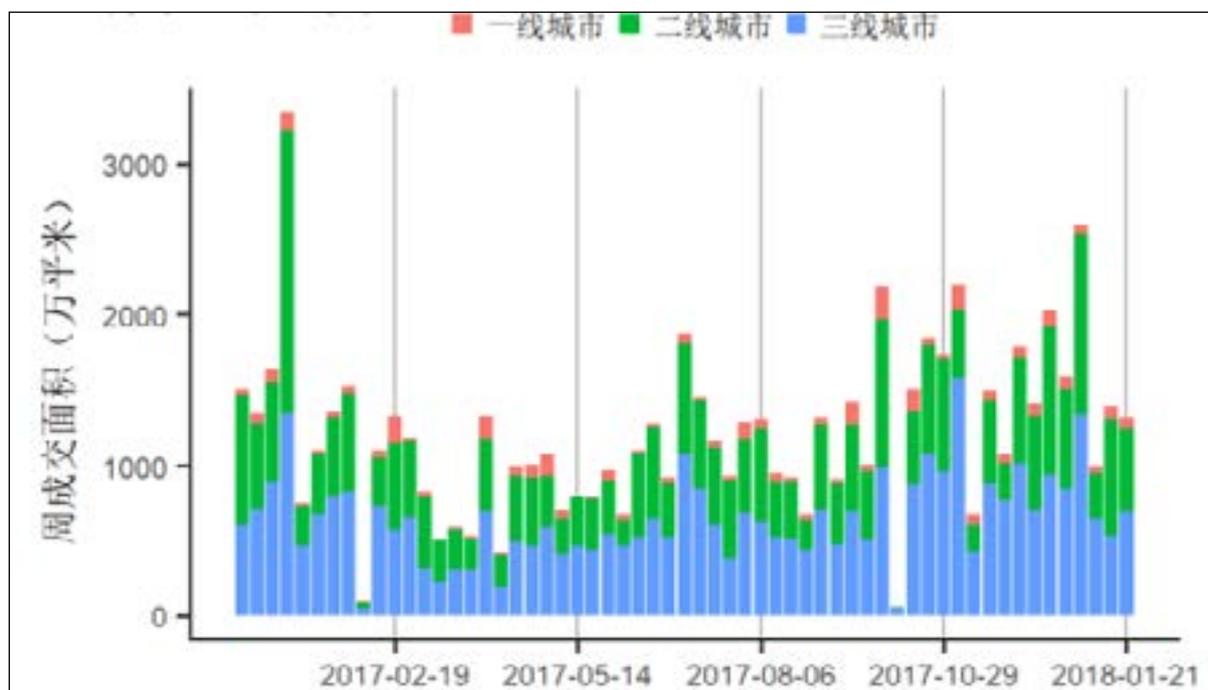
来源：Wind、第一财经研究院

图 2. 唐山钢坯价格上涨 1.12% 至 3600 元, 唐山高炉开工率维持在 51.22%



来源: Wind、第一财经研究院

图 3. 截至 1 月 21 日当周, 百城土地成交面积为 1319.81 万平方米, 环比下跌 5.49%



来源: Wind、第一财经研究院

[【查看全文】](#)



穆迪：美关税行动对亚洲企业和主权信用影响有限

整理：吴越 / 第一财经研究院研究员

一周经济观点

◆ 1月22日，美国总统特朗普批准对进口大型家用洗衣机和太阳能板征收新的保护性关税。穆迪表示，由于亚洲地区的产业和经济在较大程度上依赖贸易，如果上述措施仅仅是美国（Aaa，稳定）一系列贸易保护主义政策的第一步，则可能给亚洲主权国家/地区和制造商的信用状况带来负面影响。此外，贸易保护主义政策也可能导致其他国家的报复行动。

◆ 穆迪指出，亚洲受评制造商对美国的直接敞口较小，因此迄今为止宣布的关税措施对这些制造商的信用影响较小。此外，由于措施仅针对特定行业不太可能对整体经济产生重大的影响，对中国（A1，稳定）和韩国（Aa2，稳定）等主要亚洲主权国家的即时影响也将有限。

◆ 美国总统特朗普批准对进口大型家用洗衣机征收最高达50%的关税，并对进口太阳能板征收最高达30%的关税，分别为期3年和

4年。上述关税高于美国国际贸易委员会建议的水平。

◆ 关税对一些太阳能板制造商的影响可能相对较大。根据联合国商品贸易统计数据库统计，2016年中国出口的太阳能板及相关产品中有9.3%出口到美国；韩国出口的太阳能板及相关产品中有31.9%出口到美国。关税收取会逐年下降，2.5千兆瓦以内的进口太阳能电池将免除保护性关税，这可在一定程度上缓解短期影响。

◆ 从国家层面看，中美和韩美总贸易所受影响都将有限。据联合国商品贸易统计数据库统计，2016年中国的家用洗衣机和太阳能板对美出口仅占中国出口总量的0.1%左右，韩国两产品对美国出口仅占韩国出口总量的0.3%。

主权评级

◆ 惠誉将**白俄罗斯**长期本、外币主体违约等级由B-上调至B，展望稳定，将评级上限由B上调至B，确定短期本、外币主体违约等级为B。依据为近期该国外部融资风险降低，这来自于对2018年到期债务的提前融资和国际储备的增加。（2018.1.26）

◆ 穆迪将**俄罗斯**长期发行主体及高级无担保债务评级Ba1的展望由稳定调至正面。依据为该体制实力增强，其宏观经济框架很好地应对了石油价格冲击和迄今为止的制裁，基于规则的财政框架也得到了加强；经济和财政韧性降低了该国面对未来外部冲击时的

脆弱性。（2018.1.25）

◆ 惠誉确定**奥地利**长期本、外币主体违约等级为AA+，展望稳定，短期本、外币主体违约等级为F1+，评级上限为AAA。（2018.1.26）

◆ 惠誉确定**法国**长期本、外币主体违约等级为AA，展望稳定，短期本、外币主体违约等级为F1+，评级上限为AAA。（2018.1.26）

[【查看全文】](#)

【国际观察】

梅姨访华——贸易是主轴

作者：马鑫 / 第一财经研究院研究员

经济因素以及经贸合作也是中英关系的“压舱石”。脱欧后的英国在贸易协定谈判中享有了更大自主权，中英两国探讨双方合作的前景有了更大的空间。

英国首相特蕾莎·梅（Theresa May）31日起对中国进行为期三天的国事访问，开启她就任首相以来的首次访华之旅。

贸易！市场！

特蕾莎此次访华，随行人员超过50人，都是英国商业、学术领域的代表人物，其中包括英国石油、汇丰银行及伦敦证券交易所等的高层人员。数量如此庞大的贸易代表随行明确地向外界表明，这次对话的核心仍然是贸易、市场。

英国脱欧后提升对中国的战略和经济需求。数据统计，2017年中国对英国外国直接投资（FDI）达到了208亿美元，远远超出2016年的92亿美元。2013年以来，中国投资者在英国的投资增长了6倍。2017年中英两国之间的贸易额上升6%，达到640亿欧元。

以上数据表明，中国已经成为英国不可或缺或贸易伙伴。因此，英国更加积极主动地抓住中国市场的机遇，深化中英“黄金时代双边关系”，弥补脱欧的损失。

此外，中英外交的“黄金时代”根本基调也是由经济合作决定的，经济因素以及经贸合作也是中英关系的“压舱石”。脱欧后的英国在贸易协定谈判中享有了更大的自主权，中英两国探讨双方合作的前景有了更大的空间，可以争取达成更加强大的贸易关系。

另一方面，特蕾莎试图在脱离欧盟前，

强化英国的全球贸易连结。早在英国脱欧伊始，特蕾莎曾告诫英国商界领袖，要抓紧与欧盟以外的新兴经济体寻求合作。早前在瑞士出席世界经济论坛，特蕾莎宣称，英国在脱欧后将继续推动世界自由贸易，也要把“新伙伴拉到谈判桌上”，此举被视为对欧盟放话。而本次特蕾莎的中国之行将是英国加强全球贸易联系努力的第二步。

政治考量

特里莎首相目前的日子并不好过，脱欧让国内政坛纷争不断。近来，脱欧争议在英国再次升温。特蕾莎被批评：不为、无为。强硬派指责唐宁街10号不够强硬；温和派批评英政府迄今没有明确计划；反对派还在游说重新公投。特蕾莎的首相地位也曾受到挑战。就在几天前，几名知名保守党议员还联合在《太阳报》撰文，批评梅首相无力掌控局面。

对于特蕾莎而言，她希望抓住访问中国的机会取得一些成果。这个规模浩大的市场将给她的政党、国家和经济打上一剂“强心针”。特蕾莎要求一定要在春节之前来，而此时脱欧谈判正进入到比较关键的阶段，她要借助中国提升她在欧洲甚至是国际上的影响力。

对于特蕾莎此访，总体上不能寄予更高的期望。在英国政坛、党内、民意分歧如此严重的情况下，别说不成功，就算很成功，恐怕都很难取悦所有人。



英国多边贸易体系的未来

作者：Giancarlo Corsetti/ 剑桥大学经济学教授、
Meredith A. Crowley/ 剑桥大学经济学教授

翻译：赵健榆 / 第一财经研究院研究员

在与欧盟就“离婚协议”进行谈判的同时，英国领导者的明智做法是把眼光放长远，思考英国究竟要采取怎样的国际贸易关系方针才最为合适。英国是否真的想把未来寄托在与一长串个别贸易伙伴的双边协议上？还是加入现成的大区域自贸协定中，同时致力于强化 WTO 框架下的全球多边贸易体系？

商谈双边协议需要海量的时间与资源。这意味着英国的谈判者需要逐一与他们想要开展合作的国家进行一系列谈判。最终结果将会是一组错综复杂的交易，而这会让国际贸易体系的割裂情况更加恶化。

这一方针会限制贸易所带来的收益。根据泛美开发银行的报告，拉丁美洲 33 个小型地区贸易协议中所产生的贸易收益微乎其微。报告认为，增加收益的关键在于采取新策略，要加强市场间和市场内部的准入。

对于英国而言，这意味着大型区域贸易协定（提供多市场准入，但又不像欧盟那样要求财政及监管一体化）是目前最好的方案。该方案会让英国企业在高度发达的一体化供应链中找到自身定位，而它们面对的市场规模也会比双边贸易所能创造的大得多。

选择多边方案也是英国唯一的出路。以庞巴迪最近的遭遇为例，加拿大这家跨国企业以生产 100-150 座客机为主，其零部件来自全球各地。机翼部分是由英国庞巴迪生产，后者也是北爱尔兰最大的制造业厂商。庞巴迪与达美航空（Delta Air Lines）敲定了 125 架客机的销售合同。但美国航空业巨头波音公司横插一脚，声称庞巴迪在享受国内补贴的情况下，以低于市场价格出售客机，让公司获得不公平的优势。尽管加拿大和英国发出强烈抗议，美国商务部可能依然会对庞巴迪征收高达 300% 左右的进口关税。这

笔关税的影响会蔓延到整条供应链，严重冲击英国庞巴迪的 4200 名员工。

上述事件表现了双边协议的局限性，尤其是在供应链范围远远超出参与其中的国家的大环境里。英国可能会与加拿大就双边贸易协议开展谈判，但除非加拿大企业将包含英国零部件的产品贩卖给其他贸易伙伴，否则英国企业的获益依然寥寥无几。

庞巴迪事件同样说明了 WTO 的参与（及改革）的重要性。美国针对庞巴迪发起的诉讼就是根据 WTO 规则发起的。虽然 WTO 的规则及解决机制在制定之初得到了全球 164 个国家的认可，但 WTO 的规则也存在漏洞。比方说，他们允许出口国为特定行业提供财政支持及补贴，但同时也允许进口国通过设立关税来抵消这些补贴。WTO 已经处理了无数关于其补贴及倾销规则的纠纷，但现在又多了庞巴迪事件，因为美国与加拿大对如何解释这些规则产生了分歧。

尽管所有人对 WTO 目前的规则感到不满，改革这些规则的努力也走入了死胡同，但最近几起涉及到高科技产品（如客机、半导体，或太阳能板、生物柴油）的巨额案件再次迫使 WTO 将改革提上日程。实际上，关于国家援助与竞争政策的争论只有在 WTO 这样的多边框架中才有可能得到解决。

与其他贸易伙伴相比，英国对行业补贴历来表现得不甚热衷。因此，如果关于行业援助和反补贴关税的国际规则能够明确下来，英国将大受裨益。基于此，英国有强烈的动机重新融入 WTO，并在后者的改革中贡献力量。

另一个能够为英国带来无尽价值的多边框架是跨太平洋合作伙伴关系（TPP）。TPP

作为大型区域贸易协定可以提供无关税贸易，并包括国家援助、竞争政策等方面的初步承诺，而且也不必达到欧盟水平的一体化。虽然特朗普去年宣布美国退出该协议，TPP因此遭受重挫，但11个仍参与协议的环太平洋国家此前表示要坚持到底。

TPP并没有限制其成员国必须是太平洋区域内的国家，英国完全可以加入其中。凭借在自由贸易方面的历史表现和国际声望，英国可以为那些被特朗普政府和保护主义所抛弃的贸易谈判注入新的生机。

随着退欧的临近，英国只得重新规划未来的贸易体系。作为先进零部件的主要生产国，英国的长期贸易战略应该注重与一体化的跨境供应链体系建立深度畅通的联系。这意味着英国要从双边贸易关系中脱身，转向多边贸易体系，如此才能让英国在全球贸易体系中重新找到自身定位，并扩大贸易关系网。

（如有侵权，请联系我们）



【名家观点】



易纲
中国人民银行副行长

展望 2018 年，既有机遇也有挑战。从国内看，随着供给侧结构性改革、简政放权和创新驱动战略不断深化实施，中国经济运行的稳定性、协调性进一步增强，质量效益提高。但也要看到，经济中仍存在一些问题和隐患，内生增长动力仍待强化，结构调整任重道远，债务和杠杆水平还处在高位，资产泡沫“堰塞湖”的警报尚不能完全解除，金融乱象仍然存在，金融监管构架还有待进一步完善。



何亚非
外交部前副部长
国务院侨办前副主任

“一带一路”倡议从世界经济层面看，其指导思想、推动经济再次腾飞的能力、实现经济联动和包容发展的内涵，填补了空白，创新了世界经济发展和国际合作的模式，为世界经济实现再平衡提供了有效渠道。在经济合作深化的基础上，也将为世界政治的再平衡创造条件。

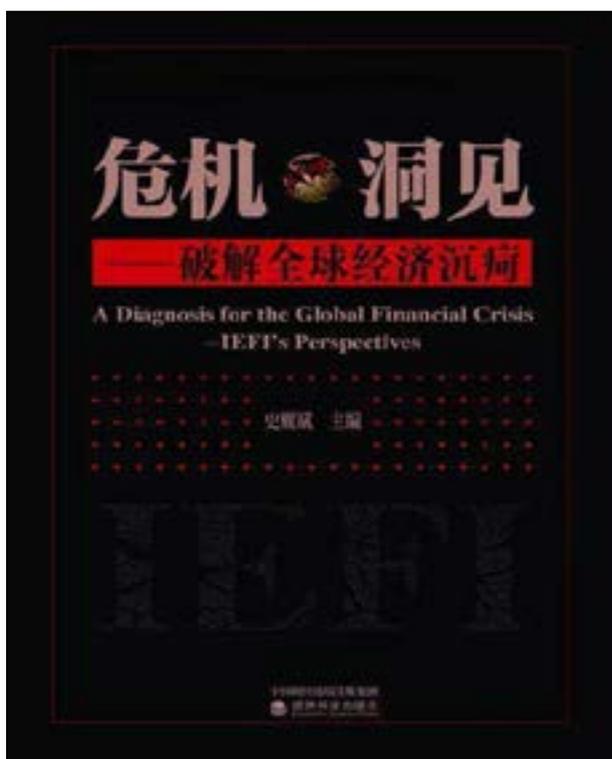


约翰·威廉姆斯
美国旧金山联储主席

◆根据当前的经济数据，2018 年加息 3 次是合适的。但加息的次数及何时加息并不是关键，关键的是美国的货币政策正在并且将继续走向正常化，美联储的每次加息或不加息的决议也是与经济数据相符的。

◆当美国 and 全球其他经济体的经济都在复苏时，全球央行都应该利用好当前的经济“相对平静时期”（a period of relative calm）开始思考能够为它们创造成功未来的长期货币政策了。

【年度金融书籍】



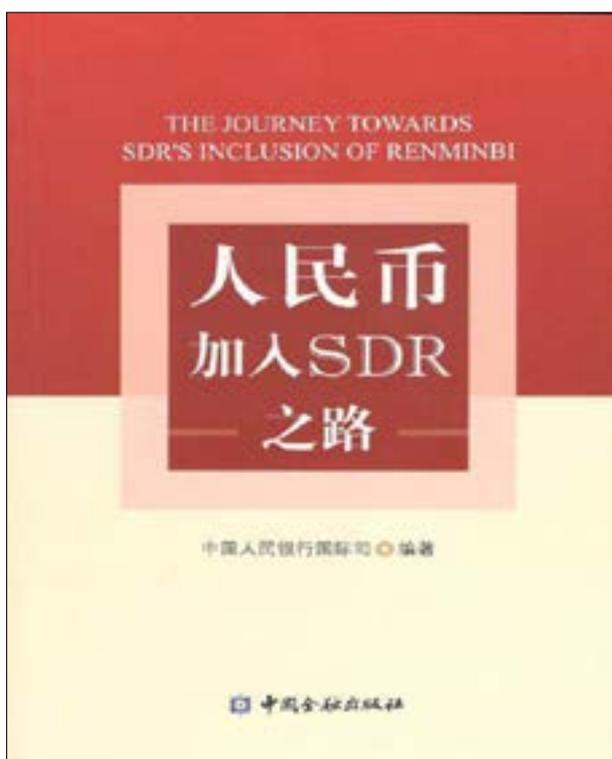
《危机·洞见 —— 破解全球经济沉疴》

主编：史耀斌

出版社：经济科学出版社

纵观过去 10 年，可喜的是全球经济没有被危机击倒，没有重演 20 世纪 30 年代的大萧条；忧虑的是，危机爆发至今 10 年，全球经济仍没有从危机中彻底走出，不但经济增长速度远不及危机之前，风险和不确定性也在持续增加；全球经济增长动能不足，新老动能转换尚未完成；全球经济治理滞后，无法反映经济现实；全球经济发展失衡，贫富差距拉大。反映在具体问题上，表现为宏观经济政策不确定性增加、反全球化和民粹主义思潮抬头、金融和大宗商品市场波动加大、贸易失衡和保护主义加剧、地缘政治风险上升等。可以说，要彻底走出危机，实现强劲、可持续、包容性增长，全球经济还有很长的路要走，值得我们从危机中反思和总结的还有很多。

——摘自《危机·洞见 —— 破解全球经济沉疴》序言，作者为世界银行前高级副行长、首席经济学家，北京大学新结构经济学研究院院长林毅夫



《人民币加入 SDR 之路》

编著：中国人民银行国际司

出版社：中国金融出版社

国际货币基金组织成员众多，同时也是全球唯一以维护货币和金融稳定为职责，并能对成员国宏观经济政策实施监督的国际机构，具备相应的专业特长，由其管理成员国储备具有天然的优势。国际货币基金组织集中管理成员储备，也将是推动 SDR 作为储备货币发挥更大作用的有力手段。国际货币基金组织可考虑按市场化模式形成开放式基金，将成员以现有储备货币积累的储备集中管理，设定以 SDR 计值的基金单位，允许各投资者使用现有储备货币自由认购，需要时再赎回所需的储备货币，既推动了 SDR 计值资产的发展，也部分实现了对现有储备货币全球流动性的调控，甚至可以作为增加 SDR 发行、逐步替换现有储备货币的基础。。

——摘自《国际金融危机：观察分析与应对》，作者为中国人民银行行长周小川。原文系为 2009 年 4 月初召开的 G20 伦敦峰会作准备。



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。