

2018年3月6日 (总第40期)

一财研究

Yicai Research



www.cbnri.org

编者按：

国内宏观经济方面，过去两周，受春节假期因素影响，各项经济活动均有所放缓。以工业方面为例，从原材料需求到用电量水平均大幅下滑，统计局公布的制造业 PMI 也印证了这一点。但随着春节假期的结束，3 月份经济活动一定会出现复苏。不过从前期固定资产投资情况与 2 月末微观企业对未来生产经营活动的预期来看，这种复苏相对偏弱。

国际评级机构穆迪认为，中国加强监管的举措将影响 2018 年影子银行增长。委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票总体增速已经放缓。这将在 2018 年进一步抑制广义影子银行的增长，减少对社会融资规模的贡献。此外，收紧监管的影响不仅局限于降低金融部门风险，实体经济的信用供应也会受到影响。

国际方面，自特朗普上任后，经济数据显示美国经济发展持续向好，强调“美国优先”的“特朗普经济学”初见成效；其支持者的主体依然存在。我们认为，除非民主党在国会中期选举中实现翻盘，或者“通俄门”调查出现重大突破，否则特朗普还是会在争议和不满中做满八年。

全国首批智能网联汽车开放道路测试号牌已于 3 月初在上海发放。下一步，政府将分级逐步地开放更多的道路环境，测试智能网联汽车。为此，我们编译了布鲁金斯学会（Brookings）的相关文章，希望为国内的政策制定提供参考。

联系我们
cbninstitute@yicai.com

微信
[cbn_research](#)



目录

【宏观与央行】

中国初步形成跨境资金双向流动、总体平衡趋势.....	1
经济活动放缓 短期复苏偏弱.....	3
穆迪：2018 年中国影子银行增长受制约.....	5

【国际观察】

特朗普冲击连任或能顺利进入第二任期.....	6
------------------------	---

【能源与科技】

自动驾驶汽车将如何改变城市环境.....	7
----------------------	---

【名家观点】9

【第一财经·摩根大通年度金融书籍】

《二次开放 —— 全球化十字路口的中国选择》.....	10
-----------------------------	----

【宏观与央行】

中国初步形成跨境资金双向流动、
总体平衡趋势

阚明昉 王璐 / 第一财经研究院研究员

截至2月23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0.23%，收于94.43；第一财经研究院人民币实际有效汇率指数（REER）下跌0.18%，收于106.76。

周内人民币对日元贬值0.71%，对欧元贬值0.4%。人民币对韩元升值0.78%，对美元升值0.08%。人民币对日元和欧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

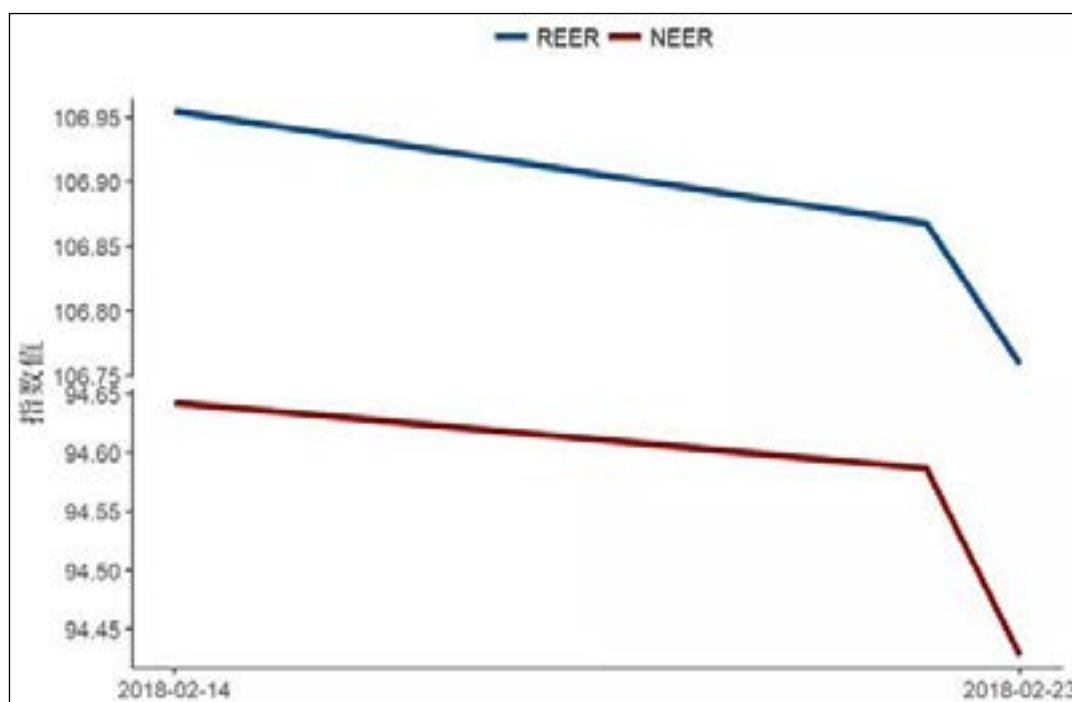
22日，美联储FOMC公布1月货币政策会议纪要。纪要显示，委员们上调了关于经济增长的预测来反映税改带来的提振；通胀方面，委员们上调了中期核心PCE通胀水平来反映2017年拖累通胀的暂时性因素的逐

渐消退，委员们预计2019年核心PCE通胀将达到2%的目标水平。纪要公布后，美元指数上涨随后回落。

23日，中国国家外汇管理局公布了2018年1月份银行结售汇和银行代客涉外收付款数据。国家外汇管理局新闻发言人就近期跨境资金流动情况表示，一是外汇储备余额持续增加；二是银行结售汇和境内外汇供求保持基本平衡；三是非银行部门涉外收支呈现顺差。

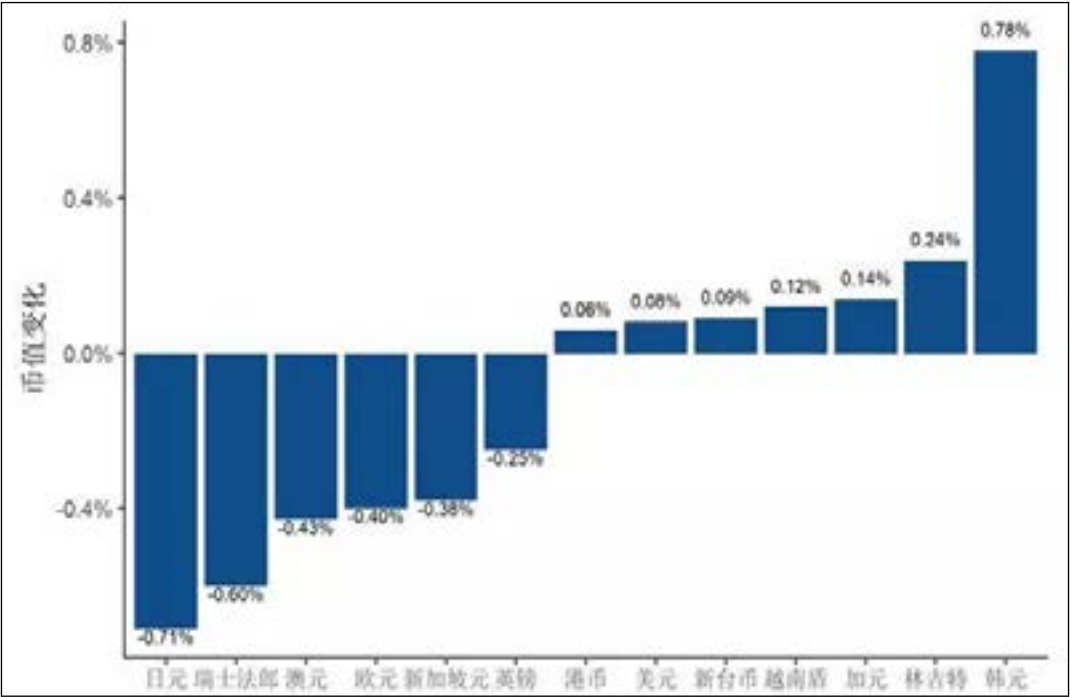
总体而言，中国跨境资金双向流动、总体平衡的发展趋势已初步形成，外加国内经济稳中向好，人民币汇率呈现有升有贬、双向波动态势，推动我国跨境资金流动更加稳定，外汇市场基本实现自求平衡。

图1. 第一财经研究院 NEER 与第一财经研究院 REER 走势



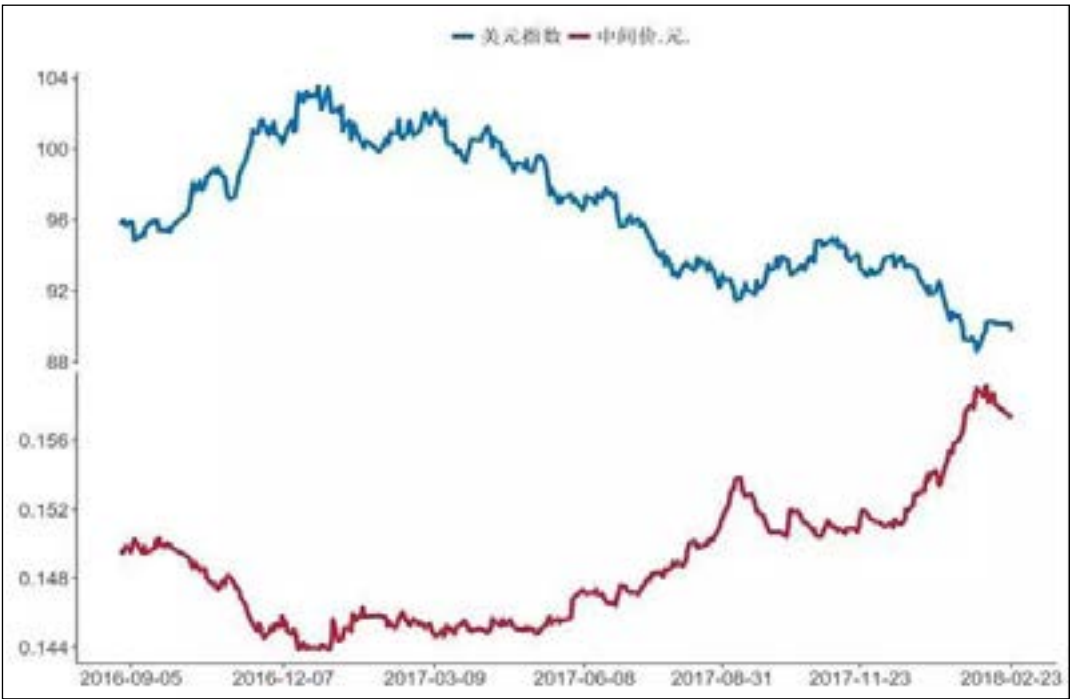
注：由于春节假期，15-21日没有数据。

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（2.16-23）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】](#)

经济活动放缓 短期复苏偏弱

马绍之 / 第一财经研究院研究员

过去两周，春节假期使各项经济活动均有所放缓。工业方面，从原材料需求到用电量水平均大幅下滑，刚刚公布的统计局制造业 PMI 数据也印证了上述观点，2 月该数据为 50.3。虽处于扩张区间，却为 17 个月来的最低值。

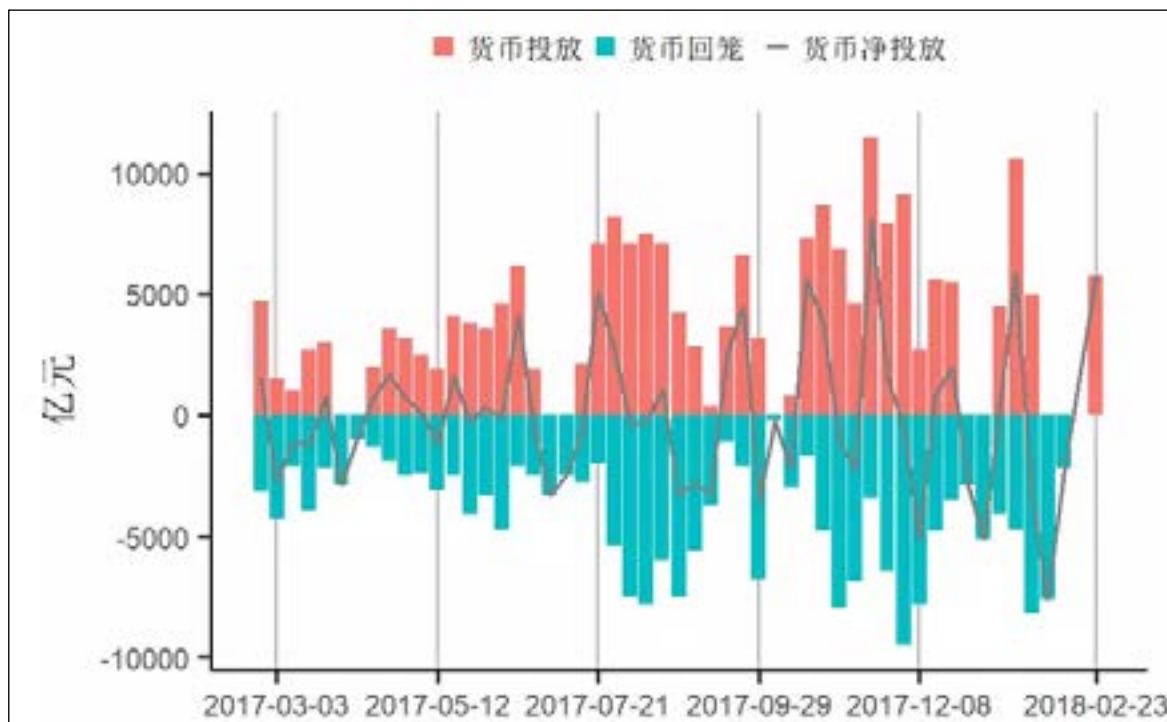
服务业方面的景气程度也较前期有所下滑，非制造业 PMI 指数较 1 月末下降 1.4 至 54。

然而随着春节假期结束，3 月份经济活动一定会出现复苏，但从前期固定资产投资情况与 2 月末微观企业对未来生产经营活动的预期来看，这种复苏相对偏弱。

节前央行并未进行公开市场操作，23 日央行开展公开市场操作向市场投放 5800 亿元，货币市场流动性相对充裕，银行间市场利率开始走低，同时国债短端收益率处于较低水平。

工业原材料方面，水泥、动力煤等原材料价格节前持续走低，这种趋势或将随着节后开工而终结。房地产销售受节假日影响最大，日均销售面积显著下滑，未来一两周受交易暂停所压制的需求或将得到释放。

图 1. 上周央行货币净投放环比上涨 8000 亿元至 5800 亿元



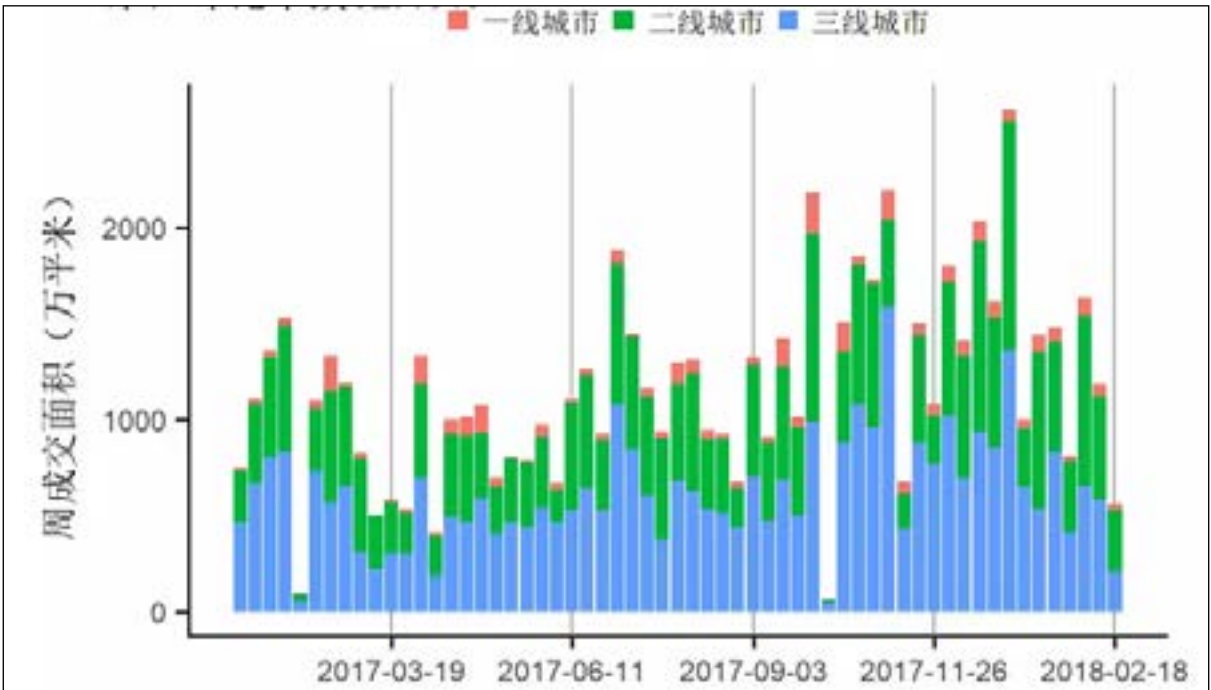
来源：Wind、第一财经研究院

图 2. 唐山钢坯价格上涨 1.66% 至 3670 元



来源：Wind、第一财经研究院

图 3. 截至 2 月 18 日当周，百城土地成交面积为 563.06 万平方米，环比下跌 52.43%



来源：Wind、第一财经研究院

[【查看全文】](#)

穆迪：2018 年中国影子银行增长受制约

整理：吴越 / 第一财经研究院研究员

一周经济观点

◆穆迪表示，中国加强监管将影响 2018 年影子银行增长。委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票总体增速已经放缓。这在 2018 年将进一步抑制广义影子银行的增长，减少对社会融资规模的贡献。

◆始于对像银行理财和非银金融机构资产管理计划之类影子银行中快速增长部分的监管收紧，已经扩大至影子银行的其他主要成分。收紧监管的影响也不仅局限于降低金融部门风险，已开始影响对实体经济的信用供应。

◆据穆迪估算，2017 年中国影子银行资产增长仅为上一年的十分之一，2017 年增长 1.1 万亿元，2016 年为 11.2 万亿元。2017 年底影子银行活动占 GDP 比降至 79.3%，为 2012 年来首次下滑，2016 年的峰值为 86.7%。下降主要来自银行理财和非银金融机构资产管理计划的收缩。

◆监管加强起初聚焦于银行和影子银行间联系的增加和金融部门杠杆高企。2017 年最新的监管措施则聚焦于核心影子银行活动。

◆这或将减少对更多边际贷款者的信用供应，尤其是对于那些依靠影子银行融资的人。房地产开发商、地方政府融资平台、产能过剩和污染型企业的再融资风险相应提高。

◆中国金融机构的流动性状况将持续偏紧，尤其是小银行和非银金融机构。流动性偏紧的指标可能来自多方面，比如可转让存单和银行理财产品的利率。

◆为了抵消流动性偏紧的影响，中国人民银行加大了对银行的直接融资，增加了中期流动性工具的使用。2017 年底银行间市场回购利率上升，预示非银金融机构或面临流动性压力，他们更依赖于银行间的批发融资。

主权评级

◆穆迪将哥伦比亚长期发行主体及高级无担保债务 Baa2 的评级展望由稳定调为负面。依据为该国穆迪预期该国财政巩固的步伐将放缓，新政府无法有效实施额外财政手段维持财政实力。（2018.2.22）

◆大公将日本本、外币主权信用等级 A- 和 A 评级展望由稳定下调至负面。依据为政府在结构性改革方面长期毫无建树，使日本经济深度依赖货币和财政刺激，积重难返的结构性问题正持续侵蚀日本经济基础，政府偿债能力随偿债来源恶化和债务高位攀升而持续下行。（2018.2.11）

◆标普将俄罗斯长、短期外币主权评级分别由 BB+ 和 B 上调至 BBB- 和 A-3，长、短期

本币主权评级分别由 BBB- 和 A-3 上调至 BBB 和 A-2，展望稳定。依据为该国为应对低大宗商品价格和制裁采取了稳健的应对措施，财政约束和强化的财政政策框架降低了中期财政风险。（2018.2.23）

◆惠誉将希腊长期本、外币主体违约等级由 B- 上调至 B，展望正面，确定短期本、外币主体违约等级为 B，评级上限由 B 上调至 BB-。依据为惠誉认为持续的 GDP 增长、政治风险降低、一般政府财政盈余支持债务可持续性的改善。（2018.2.16）

[【查看全文】](#)

【国际观察】

特朗普冲击连任或能顺利进入第二任期

作者：马鑫 / 第一财经研究院研究员

虽然驱赶非法移民、禁止穆斯林入境、退出 TPP 等举措，在主流精英眼中实属“离经叛道”，但对于特朗普的支持者而言，这是他在不折不扣地兑现选举承诺，反而是重要的加分因素。专家纷纷预测，特朗普极有可能获得第二任期的连任。

美媒 2 月 27 日报道，美国总统特朗普已经选定布拉德·帕斯凯尔作为他 2020 年连任竞选团队经理。特朗普自正式就职的第一天就提出要连任，但竟提前 3 年找好了竞选经理，表明他正采取新的措施来促进自己的连任努力。专家纷纷预测，特朗普极有可能获得第二任期的连任。

首先，特朗普上任后，经济数据显示美国经济发展持续向好，强调“美国优先”的“特朗普经济学”初见成效。2017 年美股连创历史新高，2018 继续开门红，前几天又刷新了历史最高收盘纪录。美国 2017 年的全国失业率下降至 17 年来最低水平，消费者信心指数与企业信心指数达到了自 2000 年以来的最高位。克林顿当年的竞选口号已指出经济是问题所在，如果保持这个经济势头，特朗普的支持率会只增不减。

其次，特朗普支持者的主体没有散。最新民调显示，曾在总统选举中投票支持特朗普的选民中有 91% 的人表示，还会支持特朗普。虽然驱赶非法移民，禁止穆斯林入境，退出 TPP 等举措，在主流精英眼中实属“离经叛道”，但对于特朗普的支持者而言，这是他在不折不扣地兑现选举承诺，反而是重要的加分因素。目前，特朗普已经为竞选连任筹得来自民间的数百万小额捐款，比奥巴

马同期筹到的两倍还多，表明特朗普的支持者对他的热情有增无减。

第三，历史经验表明，现任总统通常容易连任，更何况特朗普连任运作早已展开。在上任首年，特朗普已经举行了 8 次筹款活动，且朗普竞选团队的工作人员已经在认真准备连任研究材料。不仅如此，特朗普团队还通过抹黑有可能在 2020 年成为特朗普竞选对手的民主党议员，使其“提前淘汰出局”。

当然，特朗普自身问题也不少。比如，特朗普将联邦调查局局长科米解职一事、连同他自己迷一样的缴税记录，以及一直和俄罗斯方面撇不清道不明的关系等，这些都可能成为政敌手中的把柄。但是，在共和党没有大面积倒戈的状况下，民主党人想要弹劾特朗普基本是“门也没有”。有分析指出，特朗普已经日渐在与国会和精英的斗争里占上风，地位愈发稳固，开始推行自己的内政外交政策，该政策得到相当一部分美国人的认同。

未来，除非民主党在国会中期选举中实现翻盘，或者“通俄门”的调查出现重大突破，否则特朗普还是会在争议和不满中做满 8 年。

【能源与科技】

自动驾驶汽车将如何改变城市环境

作者：Annibel Rice、Adie Tomer/ 布鲁金斯学会研究员

翻译：赵健榆 / 第一财经研究院研究员

全国首批智能网联汽车开放道路测试号牌已经于3月初在沪发放。下一步，将分级逐步开放更多的道路环境用于智能网联汽车测试。这意味着自动驾驶的智能网联汽车离我们越来越近了。布鲁金斯学会的 Annibel Rice 和 Adie Tomer 此前撰文指出，政府部门应在辖区规划、道路设计、停放管理条例、制定交通税费等方面制定规则，从而降低自动驾驶汽车可能对城市环境产生的影响。

自动驾驶汽车 (Autonomous Vehicles) 正迎来技术炒作周期 (hype cycle)。当普通人还在想象自动驾驶汽车究竟是什么模样、价格是多少，以及它会如何改变旅行习惯的时候，近百家公司已经投身该行业的一个或多个领域，而且这些公司之间的交易通常过亿美元。此外，政府也没有置身事外。包括美国国会、州议会以及市政厅在内的各政府部门都尽可能地加快了对汽车设计安全性的认证和实地测试的全部过程。

不过在自动驾驶汽车真正进入市场之前，业界还需要攻克工程设计中的无数难题。政府部门也需要思考自动驾驶汽车整体上会对城市环境造成何种影响。政府要负责辖区规划、道路设计、停放管理条例、制定交通税费，同时还要引入大数据和专业人员来参与以上环节的决策过程，而这些决策结果将与自动驾驶汽车的发展息息相关。

虽然自动驾驶技术的确是很令人兴奋的话题，但业界人士有一个共同的感受，即如果城市规划者没有事先为自动驾驶汽车制定

规则（如运行时限和地点），那么城市目前在经济、社会和环境方面体现出来的问题将愈演愈烈。

所有权模式及土地使用

第一个问题：相较于私家车，美国人使用共享型自动驾驶汽车的频率会是多少。某些专家认为，对技术的迷恋可能会引发不良行为。如果每个人都希望拥有私人的自动驾驶汽车，同时完全弃用公共交通，那么这很可能让未来街道上的汽车数量激增，并且抑制了基于自动驾驶汽车的共享经济模式的潜在发展。过去属于私人财产的汽车逐渐拥有公共属性，不过最终还要看车主的意愿。也有专家对共享自动驾驶汽车持乐观态度。他们认为，这会使城市中停车场数量大幅减少，而（重新设计的）街边停靠点的地位将提升。

此外，自动驾驶汽车的出现会把人们从长途驾驶的疲劳中解放出来，大都市圈的范围将随之扩大。这意味着汽车行驶里程数变得更高，同时道路养护费用也会上升。城市决策者需要决定他们更希望看到自动驾驶汽

车以何种面目出现。

综合公共交通规划

公共部门和私人公司的程序员可以利用自动驾驶汽车所产生的海量数据开发应用程序，把出行路线的选项、所用时长以及出行费用整合到一个 App 上。与谷歌地图及旧金山市政交通 App MuniMobile 的某些功能类似，用户可以很轻易地在铁路、公共汽车、共享汽车、自行车及步行等多种出行方式之间进行比较。政府也可以在程序的后台收集民众的出行数据、费用，并协调好各种交通服务之间的关系。

新收费方案

上面这种中心化的出行软件也将带来全新的收费方案。城市管理者可以借助该平台引导民众选择更加环保或者能够缓解高峰期压力的出行方式。比方说，单独乘车需要 15 分钟的等待时间，而拼车的话则只需要 2 分钟。当高速路段发生拥堵时，管理部门还可以提供公共汽车或火车的折扣票。另一方面，来自燃油税、停车费及车辆登记费的收入可能会随着自动驾驶汽车的普及而逐渐萎缩，因此新的收费方案将变得非常重要。美国田纳西州已决定按 1 美分 / 英里向自动驾驶汽车征收车辆里程税 (Vehicle Miles Traveled Tax)；俄勒冈州则提供了两个选项：按 1.5 美分 / 英里缴纳车辆里程税，或者缴纳 30 美分 / 加仑的燃油税。车辆里程税、道路拥堵费、闲置座位费等新收费项目有望填补停车费等消失后留下的收入缺口。

定制化的出行模式

自动驾驶汽车的出现让政策制定者有机会重新思考街道设计与道路管理模式。比方说，与其制定异常复杂的公交车道，不如在自动驾驶汽车中植入特定程序，让它们主动避让公交汽车。或者把只有一位乘客的车辆引入特定道路，让共享车辆拥有更多的道路选项，从而减少拥堵情况。这就像欧洲多个城市通过设立低排放区 (low-emission zones)，即污染物排放量高的车辆不得进入市区，城市空气质量从而得到改善。城市规划者还可以要求商业公司扩大共享出行服务的规模，使那些不能让公司获利最大化的社区也享受到便利。

安全性

智能电动汽车公司法拉第未来的前监管

与安全事务总监 Kevin Vincent 曾在出席活动时表示，不要做任何阻碍安全性提升的举动。他这种态度也代表了大多数汽车制造商的想法，即反对联邦政府在自动驾驶汽车这个行业的发展初期就严加限制，并希望尽可能地多做测验。美国每年约有 3 万 7 千人死于车祸，而自动驾驶汽车在消除人为失误、保护乘客及行人等方面拥有巨大潜力。不过在人人都能用汽车发动恐怖袭击的情况下，制造商绝不能忽视消除民众对自动驾驶汽车网络安全的担忧，必须要确保自动驾驶汽车操作系统不可侵入。

环境方面的挑战

目前，美国每年碳排放量中有 27% 来自交通运输行业，而自动驾驶汽车究竟会缓解亦或加重碳排放量依然是个未知数。但不管是减少汽车数量还是使用可再生能源，自动驾驶汽车行业毫无疑问也要严格遵照环境评估方面的规定去发展。

结语

地方政府、城市规划者等相关方对自动驾驶汽车的谨慎态度可以理解。政策制定者必须要在尽快行动以防被市场淘汰和谨慎行事（制定具有前瞻性的规则）之间寻找到微妙的平衡点。但不可否认的是，这股新技术浪潮为他们实现心中理想化的土地使用及交通运营方案带来了契机。

（如有侵权，请联系我们）

【名家观点】



文武
国际电信联盟（ITU）
法定数字货币焦点组主席

目前，央行发行法定数字货币的技术性问题在于，需要构建一个比较详尽的技术构架，运用现有的所有各类技术，把各银行和第三方支付机构全部打通，纳入到构架内。



姜洋
中国证监会副主席

我们的穿透式监管是因为中国市场散户多的国情。我们的市场法规、制度还在健全当中，所以对单个账户的资金、交易运行能够掌握，便于形成威慑，让他们（违法者）不敢随便操纵市场。



刘世锦
中国发展研究基金会副会长

房地产从历史需求峰值来讲，2013、2014年已经达到了。整个房地产投资的速度已经开始回落。尽管目前因为一线城市房价上涨，房地产投资还是有所回升，不过我认为只是暂时现象。下一步，房地产投资还是处于低速增长的阶段。



瑞·达利欧
桥水基金创始人

对于美联储未来走向，我认为眼下如果一定要选择犯一个错误，那么过度宽松比起过度紧缩要来得好。如果让通胀达到2.5%（美联储的目标是2%），其实不会出现重大危机。但如果过快收紧，届时经济情况急转直下，就很难应对。而且现在的社会、政治风险也会影响到紧缩的实际进程和效果。

【年度金融书籍】



《二次开放 -- 全球化十字路口的中国选择》

主编：迟福林

出版社：中国工人出版社

中国（海南）改革发展研究院院长迟福林教授的新著《二次开放——全球化十字路口的中国选择》一书比较集中地阐述了经济全球化新变局背景下我国对外开放的战略选择。该书提出了“二次开放”的新命题，开辟了一个开放转型的新视角。与改革开放之初相比，我国的对外开放正处在一个新的历史起点上。未来5~10年，对外开放的内涵、外延、路径都将呈现新的趋势性变化。与过去有很大的不同，新阶段的对外开放既承载着为国内经济转型与结构性改革提供新动力的历史使命，又承载着全球经济治理的大国责任担当。应对经济全球化新变局，我国需要以经济转型为目标推进结构性改革，在坚定扩大开放中赢得国内发展和国际竞争的主动。对外开放既需要着眼于拓宽国内经济转型的战略空间、为结构性改革提供新动力，还需要在引领开放、包容、共享的经济全球化上作出自己的努力与贡献。

——摘自《二次开放：我国对外开放的历史新起点》，黄海 / 文

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。