

2018年5月28日 (总第49期)

一财研究

Yicai Research



www.cbnri.org

编者按：

国内宏观经济方面，近期线上线下零售增长分化态势值得关注。自今年2月以来线下零售增长已连续3个月维持负值，这种现象是统计局公布线上零售额以来首次出现。增长率为负意味着线下零售市场已开始萎缩，这将给相关行业带来一定冲击，未来这种趋势是否延续值得关注。

国际局势方面，备受瞩目的“特金会”可谓一波三折。5月24日，美国总统特朗普宣布取消与朝鲜最高领导人金正恩的会晤。但27日，美国国务院又宣布，美国代表团已经前往板门店，为美朝首脑进行筹备。我们认为，此番波折是因为美朝双方首脑对于会晤的目标和动机完全不同。金正恩希望拥核、取消制裁，带领朝鲜发展经济，成为走向国际舞台的正常国家；特朗普想一举达成半岛“无核化”，若能成就过去美国总统都做不到的会面，将成为其杰出的政治资本。但不管是双方首脑，还是美朝两国均未能累积足够的信任，更遑论要达成共识。

科技创新方面，联合国贸发会（UNCTAD）近日发布了《2017年全球投资报告》。报告指出，数字经济正成为全球经济中越来越重要的组成部分。各国的数字化发展，尤其是发展中国家跻身全球数字经济都需要有针对性的投资政策支持，以建立基础连接设施、鼓励数字公司，并支持整个经济的数字化。

清华五道口全球金融论坛近日在北京落下帷幕。论坛以“新时代金融改革开放与稳定发展”为主题，探讨中国金融的当下与未来。我们摘选了部分专家的观点，希望带来新的启发。

联系我们
cbninstitute@yicai.com
微信
cbn_research



目录

【宏观与央行】

中国经济基本面稳定了外汇市场预期.....	1
线下零售萎缩 地产调控影响不减.....	3
惠誉：中国企业债券再融资风险上升.....	5

【国际观察】

分歧难弥合 特朗普取消与金正恩会晤.....	6
气候变化的“不平等性”	7

【科技与创新】

数字经济与投资.....	8
--------------	---

【名家观点】	9
--------------	---

【宏观与央行】

中国经济基本面稳定了外汇市场预期

阚明昉 王璐 / 第一财经研究院研究员

截至5月18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0.24%，收于96.29；第一财经研究院人民币实际有效汇率指数（REER）上涨0.16%，收于109.86。

周内人民币对不超过一半的篮子货币升值，其中人民币对日元升值0.87%，对欧元升值0.66%；但人民币对美元贬值0.37%，对港币贬值0.37%，对英镑贬值0.34%。人民币对欧元和日元升值是导致第一财经研究院人民币REER和NEER指数上涨的主因。

汇率市场纪要

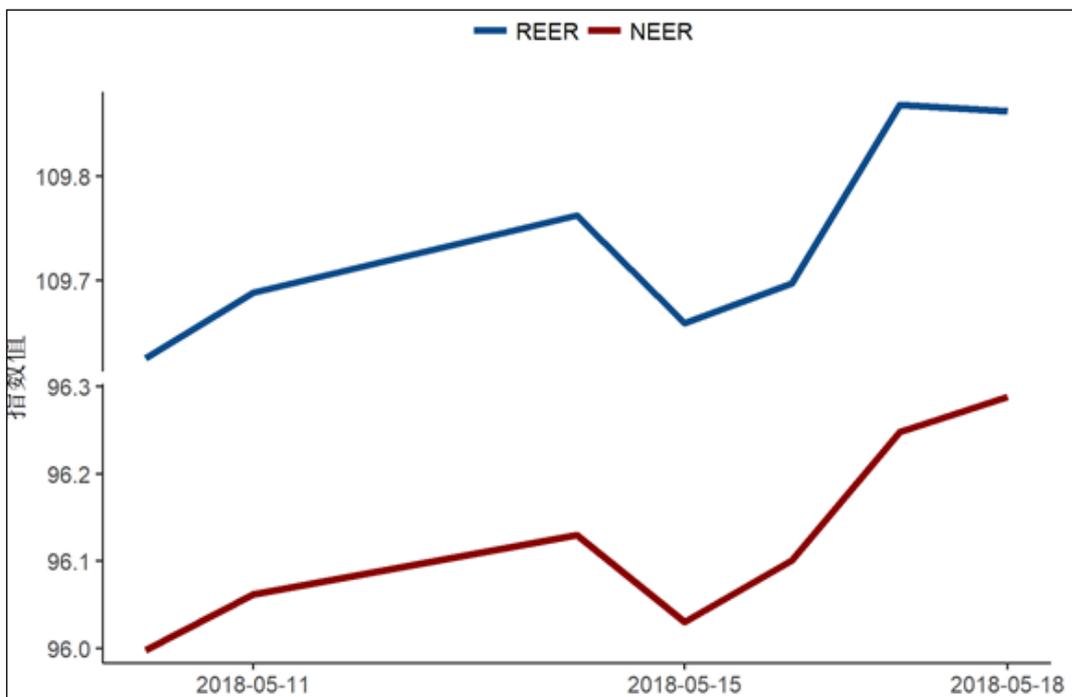
15日，澳大利亚联储公布5月货币政策会议纪要，维持政策利率不变。纪要显示，澳大利亚经济形势向好，通胀水平仍然低，

但预期未来会有所上升。

18日，美国克利夫兰联储主席梅斯特发表讲话，认为美国经济前景改善，加息次数或多于预期。

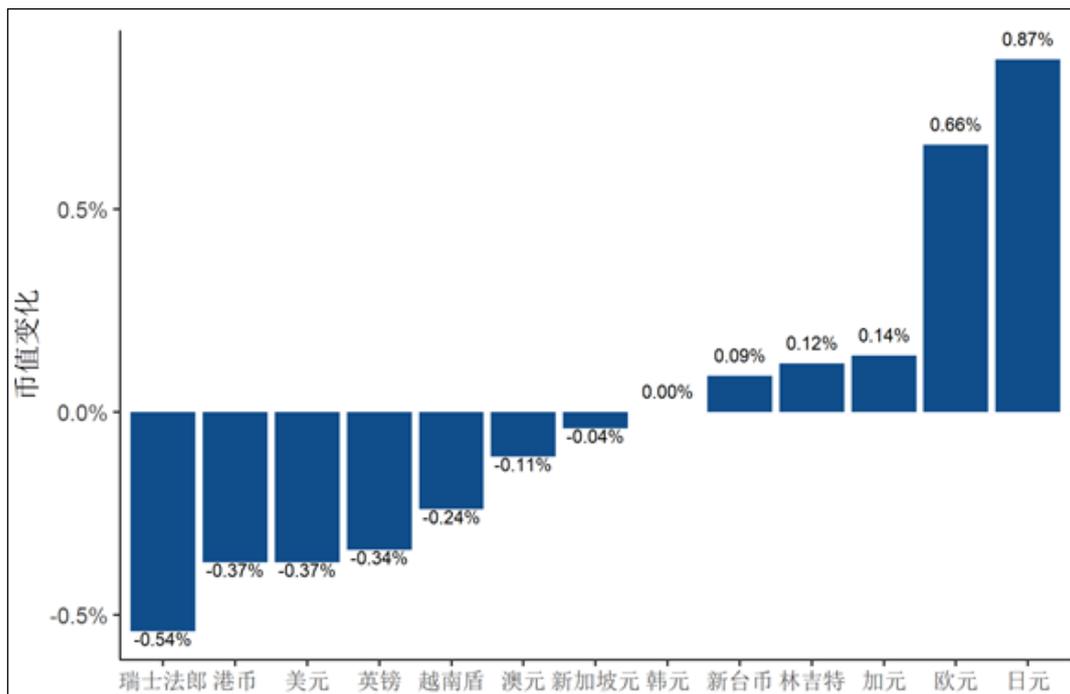
18日，中国国家外汇管理局新闻发言人就2018年4月份跨境资金流动情况答记者问。发言人表示，4月份以来，国际金融市场波动性上升，美元汇率、利率均有所走高，新兴市场资本外流和货币贬值压力增加，但我国跨境资金流动形式保持稳定，说明我国经济基本面发挥了稳定外汇市场预期的根本性作用。未来，在国内经济持续平稳运行的基础上，我国外汇市场将能够更好地适应外部环境变化，总体延续合理均衡的跨境资金流动格局。

图1. 第一财经研究院 NEER 与第一财经研究院 REER 走势



来源：Bloomberg、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. 周内人民币对美元中间价下跌，美元指数上涨



来源：Wind、第一财经研究院

[【查看全文】](#)



线下零售萎缩 地产调控影响不减

马绍之 / 第一财经研究院研究员

4月社会消费品零售总额同比增长9.4%，这一增长率是金融危机以来的最低增速。然而近期线上线下零售增长分化态势更值得关注。

自今年2月以来线下零售增长已连续3个月维持负值，这种现象是统计局公布线上零售额以来首次出现。增长率为负意味着线下零售市场已开始萎缩，这将给相关行业带来一定冲击，未来这种趋势是否延续值得关注。

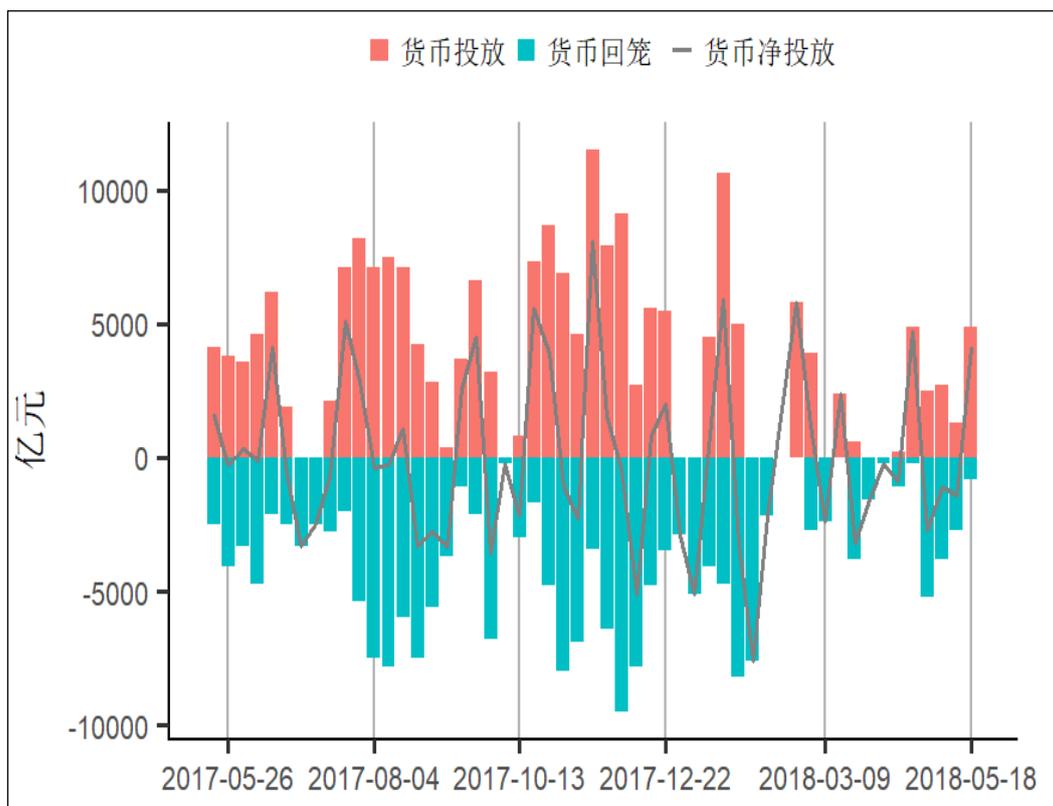
从二手房销量数据来看，3月以来一、二、三线城市二手房市场均有所回暖。但3、

4月份正是传统地产销售旺季，业界也有“金3银4”的说法，与去年同期相比较，今年的销量更显冷清。

上周央行货币净投放4100亿元，货币市场流动性相对充足，银行间市场利率在周初高企后回落至较低水平。

工业原材料方面，钢铁价格与高炉开工率同步走高，暗示下游需求旺盛；而随着南方梅雨季节来临，水泥需求受到抑制，价格相对平稳。4月新屋开工面积同比增长7.3%，继续保持相对高速增长。

图 1. 上周央行货币净投放环比上涨 5500 亿元至 4100 亿元



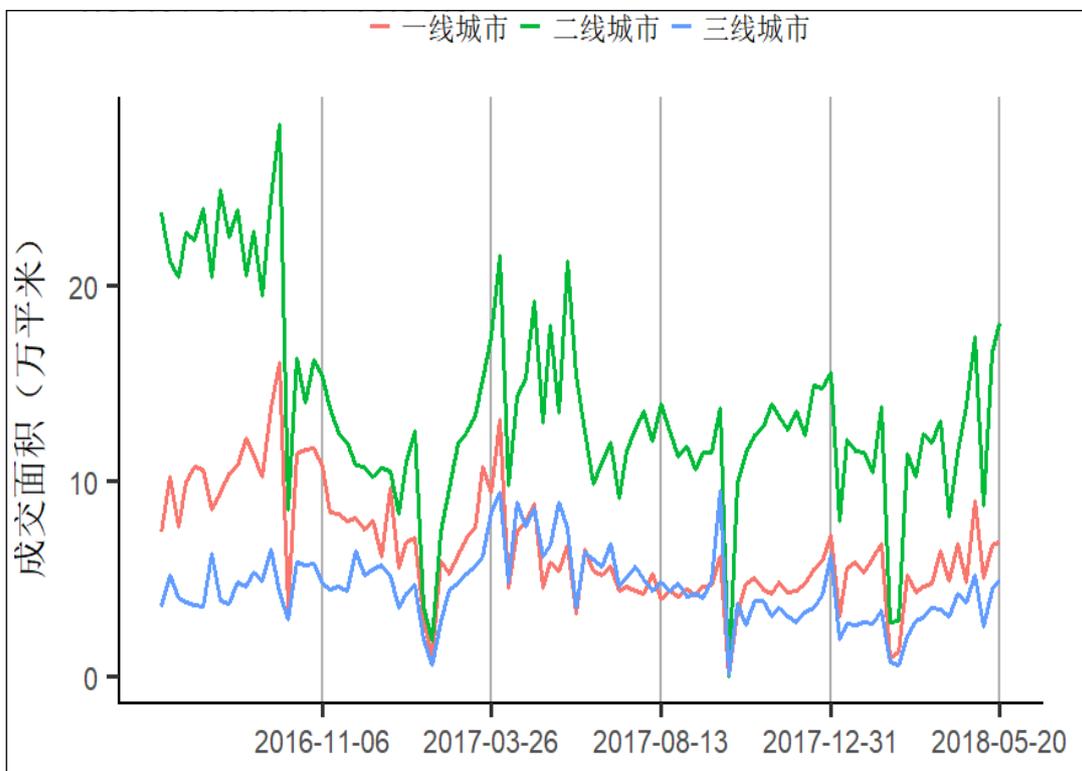
来源：Wind、第一财经研究院

图 2. 全国水泥价格指数上涨 0.25 点至 142.61 点,
4 月水泥产量同比上涨 3.2%



来源：Wind、第一财经研究院

图 3. 上周 一、二、三线城市二手房日均成交面积涨幅分别为
1.89%、9.11%、10.38%



来源：Wind、第一财经研究院

[【查看全文】](#)



惠誉：中国企业债券再融资风险上升

整理：吴越 / 第一财经研究院研究员

一周经济观点

◆惠誉表示，由于信贷收紧，近期中国企业债券违约率将大概率在 2018 年延续上升。在之前的信贷繁荣时期中，那些为激进扩张和为缺乏竞争力或结构欠佳商业模式过度扩张资产负债表的企业，今年将很难为到期债券再融资。

◆截至今年 5 月 7 日，中国 10 家企业发生了 17 起债券违约，涉及面额达人民币 146 亿元。这 10 个发行人所属部门包括港口、煤矿、机械、鞋类零售、环境服务 /EPC、生物质能、安全监控设备。信托贷款违约率也在上升。

◆违约率的上升反映了中国政府控制杠杆率

和降低金融系统复杂度的努力，尤其是通过限制影子银行活动。尽管部分影子银行信贷回归银行表内，但整体信贷增长放缓，惠誉预期在稳健中性的货币政策下信贷将保持约束性。只要系统重要性部门，比如房地产市场和地方政府平台企业没有出现特别大的压力时，政府将对违约保持容忍。

◆穆迪表示，亚洲仍依赖商品出口推动经济增长，制造业为支柱的经济体及两大转运枢纽（新加坡和香港）对出口的依赖度较高。如果中美贸易及技术转让争端持续，亚洲贸易放缓以及不确定性的上升将对投资产生影响。

主权评级

◆大公将意大利本、外币主权信用等级由 BBB- 下调至 BB+，展望负面。依据为意大利政治逆风倾向加重，久而未决的经济结构性弊端回旋难度加大，债务型经济发展模式深陷僵滞状态并持续恶化偿债来源基础，债务难以实质性出清，政府偿债能力下降。（2018. 5. 16）

◆惠誉将越南长期本、外币主体违约等级由 BB- 上调至 BB，展望稳定，短期本、外币主体违约等级为 B，评级上限由 BB- 上调至 BB。依据为出口导向型制造业部门和服务部门的增长支撑了经济增长，GDP 增长从 2016 年的 6.2% 上升至 2017 年的 6.8%、外储增加、资本流入强劲。（2018. 5. 14）

◆大公维持瑞士本、外币主权信用等级 AAA，展望稳定。瑞士偿债环境稳定，本币高估风险回调助力经济复苏，财政约束机制稳步实施，政府偿债来源充裕，债务负担在较低水平上持续下降，加之强大的创汇能力、充裕的国际储备和净债权国地位，政府本、外币偿债能力高位稳定。（2018. 5. 17）

◆大公维持德国本、外币主权信用等级 AA+，展望稳定。德国偿债环境基本稳定，消费和投资推动经济平稳增长，财政持续盈余使政府债务负担持续下行，政府本、外币偿债能力保持稳定。（2018. 5. 15）

[【查看全文】](#)

【国际观察】

分歧难弥合 特朗普取消与金正恩会晤

作者：马鑫 / 第一财经研究院研究员

对于美朝会晤，美国总统特朗普与朝鲜领袖金正恩的目标和动机完全不同。见面或许只会让他们了解双方分歧有多大。“相见不如远远想念”，看来成了两人在政治上最好的安排。

美国总统特朗普 5 月 24 日宣布，取消和朝鲜最高领导人金正恩的会晤。同一天，特朗普派国务卿蓬佩奥前往国会进行说明：美国之所以取消新加坡峰会，主要是这几天来美国尝试和朝鲜沟通峰会相关事宜，均未得到朝方回应。

对特朗普而言，取消会晤可以迎合白宫内部的鹰派势力。在美国国内，反对会晤的声音一直很强烈。当时特朗普没经过决策就敲定会晤，现在国会不乏等着看他失败的人在。另一方面，美内政争议得以缓解，尤其是通俄门或将于 9 月收尾，特朗普似乎可以摆脱此前的执政困扰，无需借助外交转移内部执政压力。

据媒体报道，前美国务院对朝政策特别代表尹汝尚对此表示，两位元首其实都想见对方，但越到见面、也越了解双方分歧有多大，两个人都清楚，如果最后真在新加坡见面、却得不到各自想要的，两个都会看起来像“傻瓜”。如今，“相见不如远远想念”，看来成了两人在政治上最好的安排。

对于美朝会晤，美国总统特朗普与朝鲜领袖金正恩的目标和动机完全不同。金正恩希望拥核、取消制裁，带领朝鲜发展经济，成为走向国际舞台的正常国家；特朗普想一举达成半岛“无核化”，若能成就过去美国总统都做不到的会面，将成为其杰出的政治资本。然而，没先累积互信，更遑论要达成共识。

朝鲜方面宣称的“无核化”承诺与美国要求的“全面、可核查和不可逆转”的核裁撤需求有很大不同。朝鲜方面所指的“无核化”是从核冻结开始经过 20 多年的时间慢慢完成无核化，以此为交换条件，在美韩满足这些要求的情况下会慢慢推进无核化进程。

其次，美朝双方对于对方会晤的意愿都来自于韩国的描述。但是在传递信息的过程中可能出现了很大的问题。特朗普在信里面说，“我们被告知，这场会晤是由朝鲜方面要求的”。特朗普曾经认为朝鲜应该是带着某种态度来进行会晤的。但是后来一系列事情后，特朗普发现在无核化这个问题上，双方根本就没有达到可以会面的程度。

过去一周，特朗普多次公开提到金正恩访问大连后的一系列态度变化，刻意凸显了中国对金正恩独一无二的影响力。借“金特会”之机，中国与朝鲜关系迅速修复与改善。朝鲜通过修复与中国关系，增强了与美国、韩国讨价还价的筹码。这表明，中国在朝鲜半岛仍有或已经恢复决定性的影响力。《纽约时报》报道称，美朝会晤取消可能让中国处于最有利的地位。部分美国分析家则认为，拖慢美国与朝鲜和解进程，有利于北京。日媒表示，金正恩自 3 月以来已两次访华，努力改善与中国的关系。现在，陷入了困境，面对可选项有限的局面，恐怕他会选择进一步向中国靠拢。

气候变化的“不平等性”

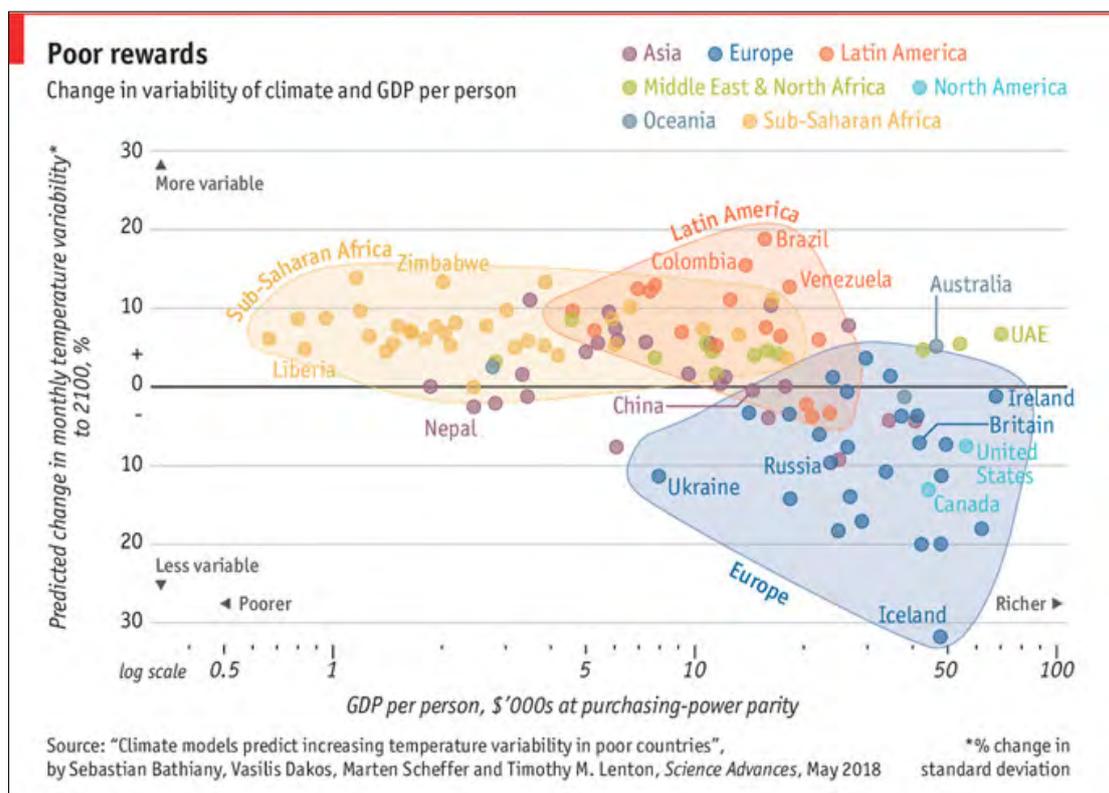
整理：第一财经研究院

全球变暖往往被用作气候变化的代名词，事实上气温的波动性及均值对灾难性事件的频率和严重程度有十分重要的影响。瓦赫宁根大学的 Sebastian Bathiany 等人进行了大量的气候变化模拟，重点关注随着全球变暖的加剧，每月各地区的温度对于均值的偏离。

不幸的是，贫穷的国家不仅首当其冲面临平均气温的上升，而且还面临更大的波动。

研究中发现，随着地球变暖，赤道附近的土壤会干涸，从而降低其抑制温度波动的能力。亚马逊热带雨林的这一问题会特别严重。巴西每月温度的标准差预计将增加近 20%。相反的，北半球国家（通常比较富裕）不会受到这么大的影响。尽管这些国家的温室气体人均排放要高于南半球国家，但从以上研究来看，对气候变化负有最大历史责任的国家可能是受其后果影响最小的国家。

图 1. 更贫穷的国家将面临更大的气温波动



来源：经济学人



【科技与创新】

数字经济与投资

整理：吴越 / 第一财经研究院研究员

数字经济指的是运用基于网络的数字技术进行的经济活动。数字经济已经成为全球经济中重要的组成部分。向数字经济的转型可以刺激各部门的竞争、为商业和创业活动提供新机会、为接触海外市场提供新渠道、还可以为处理固有的发展和社会问题提供新工具。同时，这也给政策制定者带来了许多新的挑战，包括全球数字鸿沟、潜在的负面社会和发展影响、复杂的互联网监管等问题。

联合国贸发会（UNCTAD）在《2017年全球投资报告》中给出了数字经济的定义，并说明了数字经济正成为全球经济中越来越重要的组成部分。

◆数字经济正在影响越来越多的人。根据国际电信联盟的数据，绝大多数发达和新兴经济体中有超过四分之三的人使用网络，发展中国家网络渗透率接近 50%，非洲超过 25%。

◆数字经济在人们经济生活中的占比不断提高。在发达国家和新兴经济体有三分之二的人在网购物。

◆数字经济在商业活动中广泛存在。

◆数字经济在全球经济中的占比不断上升。B2C 交易额占全球 GDP 的比从 2010 的 0.5% 上升至目前的 1.5%。创造了全球 70% GDP 的经济体中，互联网行业占 GDP 的比达到 4%。

◆政府对数据技术的使用也越来越多。根据联合国 e 政府发展指数（e-Government

Development Index），目前有 90 个国家提供至少一种发布公共信息的一步式门户网站或在线服务，148 个国家提供至少一种事务处理型在线服务。

2010 至 2015 年间，信息和通信技术（ICT）跨国公司在国际产出中的占比快速上升，在 UNCTAD 的前 100 名跨国公司排名中科技公司数量翻倍。同期，跨国科技公司的资产增长了 65%，收入和雇员数上升了约 30%，远超前 100 名中的其他公司。包括互联网平台、电子商务、数字内容公司等在内的数字跨国公司快速增长。数字跨国公司的营收有 70% 来自于境外，但资产仅有 40% 在境外。数字跨国公司对东道国的影响不是直观的对实物的投资和创造就业机会，但是对其投资将对生产效率产生重要的间接影响，并支持数字化发展。

在所有行业的全球供应链中采用数字技术将对跨国生产具有深远意义。在特定行业，数字技术会减少对大数据支持的集中生产的大额投资，转而增加灵活的分布式 3D 打印生产。数字技术会重塑支持并增加服务外包，促使企业重建与供应商的关系，并增加建立

新合作关系的機會。

数字经济对投资有重要意义，同时投资对数字化发展不可或缺。数字技术的运用会改变跨国公司的国际经营和外国子公司对东道国的影响。跨国公司进行国际经营是为了进入海外市场，从而实现不同要素成本间的套利并获取资源。数字经济可以创造进入市场的新渠道，这将使海外实体部门变得不再那么重要或彻底不需要了，从而重构国际生产。同时，数字经济还可能产生反向效应，因为建立了虚拟全球化的新公司可能会加入对海外进行实体投资的行列。此外，数字经济将使在国际生产网络中实现新的治理模式和合作机制成为可能，从而对追求效率和寻求资源的投资具有重要意义。因此，数字经济将影响公司的海外扩张、跨国投资规模和方向、跨国公司的海外业务操作、全球供应链的治理模式和海外子公司对东道国的影响。

跨国数字公司，以及跨国公司对数字技术的运用改变了国际生产模式：

◆跨国数字公司可以在投入较少的国际资产的情况下进入海外市场；

◆跨国数字公司在东道国直接创造的劳动机会更少，经济影响更多的通过竞争间接的使其他部门获益；

◆跨国公司采用数字技术增加了无形资产和服务在全球价值创造中的比重，提高对东道国供应链伙伴和技术基础设施的需求。

各国的数字化发展，尤其是发展中国家跻身全球数字经济都需要有针对性的投资政策支持，以建立基础连接设施、鼓励数字公司，并支持整个经济的数字化。由于数字经济对国际生产、跨国公司及其投资决策具有变革性的影响，为了促进投资和国际投资治理机制的国内和国际投资政策框架不可避免的需要适应数字经济。目前的海外投资规则和条例的设计主要考虑的是有形资产或传统服务，因此有必要对它们进行审查和更新。

全面的数字发展战略应该包含对数字基础设施、数字企业和各国企业数字技术运用的投资。对让绝大部分发展中国家充分连接的基础设施投资并不会想象的那么巨大，

UNCTAD 估计在发展中国家建设基础 3G 覆盖的成本少于 1000 亿美元。在互联网基础设施投资方面的区域合作会使项目对国际投资者更具吸引力。

促进对本地数字内容和服务的投资对于加快数字化发展至关重要。这需要为数字公司创建一个有利的监管框架并提供积极的支持措施，包括技术或创新中心和孵化器、建设或改善数字政府服务、支持风险投资融资和其他创新融资方式。尽管与全球企业建立联系是有利的，但是数字化主要是为了支持本地企业的发展，而不是鼓励跨国数字公司的投资。

支持企业对信息和通信技术（ICTs）的投资、支持建立商业联系并参与全球价值链应该是数字化发展政策的重要组成。针对设备的关税和税收、针对互联网使用的税收会影响企业使用信息和通信技术的成本。为获得云服务提供便利则可以降低此类成本。

在支持数字化发展投资的同时，政策制定者需要处理好公众对数字化发展的担忧。这要求在数据安全、隐私、知识产权保护、消费者保护和维护文化价值观等领域建立新的监管规则。政策应该减少数字化转型对其他部门的影响和对社会或经济产生的负面影响。政府需要平衡公众的担忧和对私人投资者的激励。

在制定数字化发展战略时，投资政策的制定者不仅需要准备好应对来自本领域的挑战，还需要在设计和实施数字行业政策方面做出贡献。数字化发展应该嵌入在投资政策中，而投资政策应该嵌入在数字化发展战略中。

这使政策制定者面临新的挑战。从战略层面看，需要应对投资模式和决定投资因素的改变。在数字经济环境中，吸引投资可能不再靠低劳动成本，而是看基础设施、技术、低价能源等新的竞争优势资源。这对发展中国家而言挑战更大。



【名家观点】



杨燕青
第一财经研究院院长

以多边体系 WTO 为主的全球经济和贸易秩序正在混乱演进中，美国希望抛弃 WTO，未来多国力量有可能使 WTO 重新变得重要，也可能回到双边体系或小区域体系。期间，中国也有机会重塑自己的未来，但全球经济贸易秩序的重塑可能还需 10 到 20 年。



吴晓灵
清华大学五道口金融学院
理事长

在繁荣与失序并存的时候，在新旧动能转换的时代，中国的金融业能否在降杠杆和化解风险中稳步前行；在创新与公司治理不相协调之际，进一步打开大门能否保持中国金融业的竞争，这一切也对金融监管提出了更高要求。



陆磊
国家外汇管理局副局长

金融要素新业态对整体的金融供给造成的冲击，由此形成了对经济行为的一系列的供给冲击。以后的变革可能有以下三个基本方向。第一，标准的一致性市场主体和市场本身变革的基本趋势。第二，行为监管工具箱的创新是管理体制改革的基本方略，可以预见我们未来面临的主要风险是信息的准确性及其滥用。第三，则是要在法规上借鉴涉众欺诈处理中的集体诉讼中的合理内核，全面提高欺诈的社会成本。这是在监管的层面。



朱民
清华大学国家金融研究院
院长

中国金融开放需要新的改革。第一，市场准入方面，把市场打开，所有权设置的地方，商业银行进行新设置、证券公司等开始放宽。第二，把业务放宽，鼓励信托、金融租赁、汽车金融、货币经济、消费金融等全面的业务放开。第三是把金融的基础设施、信用清算、评级以及征信等的基础服务业放开。

只有中国金融市场开放了，才能建立现代的监管体制，不然建的是空中楼阁，需要加速国内市场国际化，由此来建立健康有效和稳健的、市场的金融体系。



李扬
国家金融与发展实验室
理事长

利率市场化不能被简单地归结为“放松管制”，而是要建立合理的利率结构和市场化调控机制。

利率市场化改革的重点领域包括，全方位发展资本市场以形成资金的均衡价格，解除信贷管制使资金供求双方都可以充分竞争，存款准备金制度以及高存款准备金率亟待“回归正常”，发展银行表外市场以打通相互割裂的债券市场与信贷市场，



黄奇帆
第十二届全国人大
财经委员会副主任

中国资本市场目前还存在着不少需要进步的地方，大体有九个方面：总量还小；交易所竞争力不够；市场分割；发行机制不健全；退市制度不健全；上市公司整体质量和治理水平有待提高；证券公司综合实力、竞争力较弱；投资者结构不合理；发展和监管的法律体系和法律制度建设需要加强。



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。