

過去一年，與大部分人的判斷不同的是，中國的外循環出奇的好，寄予厚望的內循環反而低於預期。在這種格局下，中國高層下定決心全面治理房地產泡沫和地方債務。對未來幾年中國宏觀經濟的判斷，需要在內外循環的二元結構下進行梳理。這意味着，一旦代表外循環的出口在邊際上走弱，以及國際環境出現惡化趨勢，「六保六穩」的壓力會重啟大基建和房地產。此時，中國經濟的動力結構也會發生轉換，投資者的資產配置也應該做出相應的調整。

雙循環下的經濟特徵



◀國內消費作為由經濟內生決定的變量，最近十年也成為中國經濟內循環的重要動力。



澤被萬物

趙建

西澤研究院院長

中美脫鉤和全球疫情的大背景下，中國提出了以內循環為主的雙循環相互促進的發展新格局。在這樣的壓力背景下提出雙循環戰略，就像是為一個系統建設「災備體系」，其實是一個旨在保障國家經濟安全的戰略舉措——一旦外部環境加劇惡化，就將雙循環系統切換到單循環系統，也就是將開放體系轉換為封閉體系，保證中國經濟能夠在極端動盪的國際環境下仍能平穩運行。當然，這是為極端情形做準備，雖然只有較低的概率，當仍然要做百分之百的準備。

未來需要解決的內外部問題很多，外部是中美關係重建或再平衡——中國的經濟實力和綜合國力已經到了可以跟美國講平等的程度，當然也就不想再委屈求全。而美國顯然還沒從蘇聯解體後的單極主義中走出來。過去很長時間，無論是主觀意願還是客觀實力，中國都無法作為美國的戰略對手。而現在不一樣了，美國需要及時切換世界霸主的角色，從單極世界進入兩極或多極世界。

中美經濟依存度仍高

至於中美會必然陷入「修昔底德陷阱」的普遍論斷，我看倒未必，雖然當前這種趨勢越來越明顯。要知道「修昔底德陷阱」，「一山難容二虎」這樣的大國對立關係思維，是兩個大國在經濟、政治、文化等各方面彼此獨立割裂，且利益極端對立的情形下發生的，無論是雅典的提洛同盟和斯巴達的伯羅奔尼撒同盟，還是美國的北約和蘇聯的華約，這些聯盟之間本來就是軍事和地緣政治對立的關係。但現在的中美關係顯然不是。

中美之間具有高度的經濟依存度，可以說是一個經濟貿易層面的「命運共同體」。美國進口的八成以上的玩具，五成以上的鞋類和傢具，四成以上的機電設備，三成以上的服裝、機械器具、塑料製品、鋼鐵製品均來自中國。同樣，中國出口的三成以上的玩具和傢具，兩成以上的鞋類、機械器具、車輛、服裝和塑料製品均銷往美國。在金融層面，中國是美國政府第二債權國，美國是中國最重要的海外金融市場之一，等等。就算在中美貿易

摩擦和國際關係如此不確定的環境下，中美之間的貿易往來仍然屢創歷史新高。

可見，世界已經沉浸在過去半個世紀構建的全球化網絡裏「不能自拔」：國際貿易、產業鏈、海外投資、跨境金融、移民、文化交流、海外留學。或許可以重新結盟切割，但將付出巨大的代價，甚至會造成現代經濟大崩潰。這意味着，各個國家都已經「過度」依賴外循環體系，每一個產品在整個全球產業鏈來尋找成本最低、利潤最高的要素聚集地。每個國家都需要按照自身的比較優勢加入到這個轟轟烈烈的全球化浪潮中，否則就只能在國際競爭中「被動捱打」：單循環系統肯定比不上雙循環系統。

從結構主義經濟增長理論來看，二元結構勢能的形成及相互牽拉，往往是轉軌經濟和發展中國家經濟發展的核心動能。這個動能用通俗的話來說就是「剪刀差」，繼而在這個要素定價和分配差異下形成低成本優勢，以推動經濟增長，付出的則是二元結構中某一元的代價。從城鄉二元結構，到國有民營二元結構，莫不是如此。前者是鄉村補貼城市，然後是城市拉動鄉村，後者也是差不多這個道理，民營企業圍繞國有經濟，從外圍產業創造增量激發經濟內生動力。

雙循環體系也是一個二元結構系統。外循環典型的表現形式是進出口或國際貿易，內循環在不同的時代有不同的典型代表。過去主要是體制內的大型國企，它們不僅承擔經濟職能，還承擔着解決就業和社保問題的社會職能。最近幾十年，隨着國企改革和外循環體系對內循環體系的改變，單單從經濟增長邊際動力結構來看，內循環表現為大投資活動，主要是兩種：大基建和房地產。而國內消費作為由經濟內生決定的變量，最近十年也成為中國經濟內循環的重要動力，但並不是主要的可外生調控的邊際外生動力。

站在總量的宏觀管理角度，雙循環在某些時候是相互促進的，但很多時候卻是此消彼長，即當外循環好的時候，也就是出口好的時候，政策層會有意識的抓住寶貴的時間窗口，解決內循環的一些堵點、泡沫和過熱等問題。相反，一旦外循環遭到壓制和破壞，政策層就需要啟動大投資以支撐內循環。

理解這個二元結構，才能理解當下中國經濟增長的特徵和政策意

圖，才會真正理解監管當局為何下了如此大的決心來治理房地產泡沫和債務風險。大疫情發生後，中國率先控制疫情恢復生產，形成了一個百年未有之大奇觀：全球都在印鈔，只有中國在生產。自去年下半年以來，中國工廠的訂單是過去的好幾倍，井噴式爆發。

貨幣政策短期難鬆動

通過中國經濟增長的二元循環結構來調整大類資產組合，這在某種程度上是一個合適的宏觀對沖策略。這需要我們分別對內外循環體系背後代表的經濟因素有一個清醒的認識。

首先，從兩個體系分別依附的主體來看，外循環代表的主要是中小民營企業，它們是中國高度市場化、吸收就業數量多和有活力的那一部分。2020年民營企業進出口14.98萬億元，佔中國外貿總值的46.6%，外資企業進出口佔比38.7%，而國有企業進出口佔比只有14.3%。而內循環邊際動力的核心主體，則是地方政府和房地產商，以及圍繞這兩大模塊大投資實現產業延展的企業和就業的人員。因此，不能單純從數量上看內外循環，還要看他們分別代表的質量和結構。

其次，兩者創造的價值不一樣。外循環創造貿易順差，賺取外匯（不止是美元），改善了國際收支和國家資產負債表，降低了國家金融風險。內循環中的基建和房地產投資，則是靠債務推動，雖然也創造了大量就業和經濟增長，但是也產生了巨大的副作用，很多違背高質量發展原則，比如地方政府的盲目低效投資和重複建設等。

再次，消費是內循環的動力中樞，但是由內生決定的，很難直接成為政府的政策工具。中國的宏觀經濟學者和政策層似乎有濃厚的「消費情結」，認為消費搞好了，經濟增長的結構和發展的質量就都有所改善。這在理論上具有合理性，但在政策的設計上，消費很難成為一個控制變量或者政策工具。對於內循環體系來說，消費非常重要，但是個長期變量、慢變量，變動相對穩定，在邊際上一般可以忽略。

基於對「三駕馬車」與雙循環體系關係的這種認識，我們可以將未來中國經濟增長的趨勢及大類資產配置的邏輯有一個大體的認識：

一是外循環拉動經濟的動力在未來三個季度可能會繼續保持強勁，但二階動力和相對表現是逐漸減弱的，這是近期美元走強，人民幣匯率走弱的主要原因。

二是既然外循環動力繼續保持強勁，那麼內部貨幣平衡的格局短期就很難鬆動，國內的債會繼續承壓，股會加劇分化，一線城市的房價在嚴厲政策壓制下，增速會被遏制，不排除二線城市有溫和補漲的可能性。

人幣回落屬健康調整

集思廣益



管濤

中銀證券
全球首席經濟學家

自2020年6月初以來，境內人民幣對美元匯率震盪走高。到2021年2月底，人民幣匯率較2020年5月底累計升值10%。進入3月，人民幣匯率走低，重回6.5時代，抹去了年內漲幅。

前期有人曾預測年內人民幣有可能升破6。這是一種典型的適應性預期，它忽視了兩個問題：一是影響匯率升貶值的因素是同時存在的，且影響因素此消彼長，必然是漲多了會跌、跌多了會漲；二是匯率升得快不等於升值壓力大、升值預期強，恰恰是匯率有彈性，有助於及時釋放市場壓力、避免預期積累。當時，筆者就表示2021年人民幣匯率或走得沒有大家預期的那麼強。

實際上，自年初進入6.4時代後，1月6日至2月底，人民幣匯率在6.43到6.5區間窄幅波動。進入3月以後，圍繞6.5上下波動。一季度，人民幣匯率中間價最多升值1.3%，低於2020年同期最大1.7%的升幅。2020年四季度，市場預期總體偏升值方向，2021年頭兩個月升貶值預期交替出現，3月轉向偏貶值方向，但升貶值預期都不太強烈。

近期人民幣匯率回落，一是因為歐洲疫情出現第三波傳染，市場避險情緒重新抬頭；二是美國通脹預期上升，美債收益率上行，中美債收益率差收斂；三是疫苗接種加新刺激計劃，提振美國經濟復甦預期，美元指數不跌反漲；四是貨幣提前緊縮預期抬頭，以美股為代表的風險資產價格劇烈震盪，新興市場重現資本外流；五是國際環境日趨複雜嚴峻。

這再次印證了筆者的觀點，即匯率是相對價格，研判匯率走勢不僅要看本

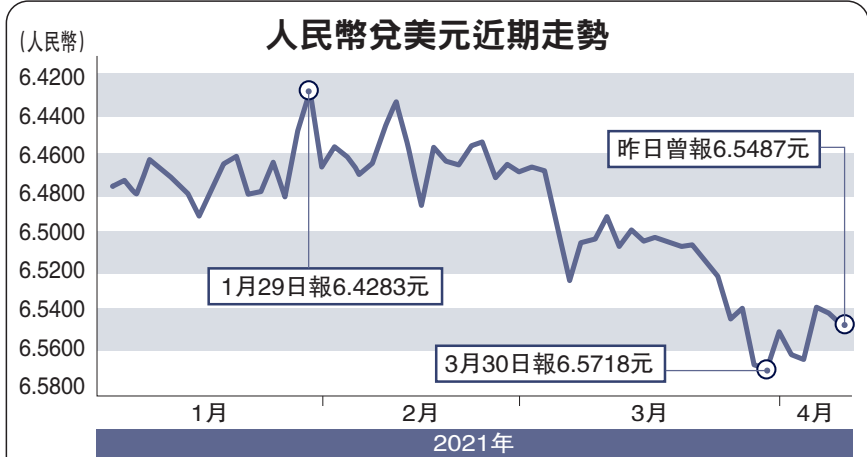
國還要看海外會發生什麼。中國在疫情防控常態化的前提下，經濟社會活動正在進一步加快恢復，只是外部因素發生了一些變化。但這仍屬於健康、正常的調整，反映人民幣匯率步入雙向波動。

緩解企業匯兌壓力

雙向波動有助於緩解持續單邊升值給國內企業造成的財務壓力。2020年6月至2021年2月，人民幣匯率中間價均環比上漲。以月中間價均值的企業蒙受的潛在最大匯兌損失達到4.9%。隨着2021年2月中間價均值的漲幅大幅收窄，並在3月首次錄得環比下跌，2021年一季度的潛在匯兌損失收斂至0.7%。

現在市場擔心美債收益率上行引發的「縮減恐慌」，對新興市場造成的資本流動衝擊可能進一步蔓延。但預計中國或如2013年美聯儲釋放寬退出預期引發的「縮減恐慌」之初一樣，會被視為好的新興市場，受到的影響有限。因為自2015年「811」匯改以來，經歷了藏匯於民和債務償還的集中調整後，中國民間貨幣錯配有較大改善。到2020年底，不含儲備資產的對外淨負債1.21萬億美元，較2015年6月底減少了49%。這增強了中國對外經濟部門韌性，提高了境內外匯市場參與者對匯率波動的適應性和容忍度。

3月，境內銀行間市場日均即期詢價成交量達到374億美元，環比增長14%，或反映當月境內外匯供大於求缺口有所擴大。同時，2021年前2個月，國際收支口徑貨物及服務順差合計865億美元，2020年同期為逆差377億美元；非金融部門跨境直接投資淨流入107億美元，同比增長1.73倍。這表明中國基礎國際收支交易依然表現強勁，為抗外部衝擊風險提供了較厚的安全墊。



量寬下樓股皆升

樓市智庫



陳永傑

中原地產亞太區
副主席兼住宅部總裁

自2008年環球金融海嘯以來，全球開啟量寬，迄今道指上升3.59倍、美國20大城市樓價上升約80%、代表

香港二手樓的中原城市領先指數亦上揚了2.14倍，股樓皆升天。

2008年金融海嘯爆發，導致全球股市及樓市大幅下挫，但當年美國率先以減息及量寬等招數展開救市行動，都能夠將股市及樓市從低位推高，並早已收復所有失地及再創歷史新高。

減息及量寬政策未必能夠令每一個人都能在金融海嘯困境中解救出來，但能幫助投資市場復甦，有助紓解經濟困

境，對經濟有一定功效。去年全球受到新冠疫情衝擊，道指狂掃38%，引發全球股災。去年3月下旬美聯儲實行無限寬量，道指於去年11月收復失地，並迭創新高，持續至今。美國20大城市樓價指數去年亦穩步上揚10%，不斷挑戰歷史新高，港樓則企穩。

美國及歐洲經濟受到疫情困擾，仍然舉步維艱，今年初，美國總統拜登公布1.9萬億美元的紓困措施，無疑是另一輪寬量行動，目的推動美國經濟回到疫前水平。此外，拜登亦有意推出約2萬億美元的基建發展計劃，資金透過加稅籌集。歐洲央行較早前亦指出，歐洲各國政府加快部署疫情復甦基金，幫助經濟轉型。美國及歐洲的量寬一波接一波，將會對全球投資市場產生巨大推動作用，股樓指數或再攀高峰。



三是只要美國沒有形成群體免疫，美國的經濟復甦和就業及通脹數據沒有達到美聯儲貨幣政策的拐點閾值，美國的金融市場就會繼續泡在量寬鬆的水池子裏繼續上漲，所謂的衰退式寬鬆。但相比之下，新興國家則不是那麼幸運，國際投機資本有回流美國獲利的苗頭。更為重要的是，美國之所以肆無忌憚的

貨幣放水，而不怕通貨膨脹的困擾和威脅，是因為美國有一個平抑通脹的外循環系統——利用美元霸權優勢從中國及其他低成本國家進口廉價的日用品。因此，從這個意義來看，雙循環體系在全球是相互依存、高度依賴的，也可以看作是人類命運共同體已經締結的一部分。

中國經濟「雙循環」的四條主脈

