CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济国际专题报告（第3期）

中美经济周期非同步性与国际金融格局

主办单位：
中国人民大学国家发展与战略研究院
中国人民大学经济学院
中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：
中国人民大学经济研究所

2023年10月

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF 3rd International Seminar on Macroeconomics

The Non-synchronization of Chinese and U.S. Business Cycles and International Financial Landscape

Reporter: Prof. Kai Liu

Oct 28, 2023

Organizers: National Academy of Development and Strategy, RUC
School of Economics, Renmin University of China
China Cheng Xin International Credit Rating Co. Ltd. CCXI
Undertaker: Institute of Economics, Renmin University of China

Content

I. Non-synchronization of Chinese and U.S. Business Cycles

II. Impacts on International Financial Markets and Chinese Macroeconomy

III. Suggestions and Outlooks

Content

I. Non-synchronization of Chinese and U.S. Business Cycles

II. Impacts on International Financial Markets and Chinese Macroeconomy

III. Suggestions and Outlooks

- Over the past few years, particularly since the onset of the pandemic, China and the United States have been confronted with different macroeconomic conditions, and have taken different policies.
- Currently, the world's largest two economies are in significantly distinct phases of their business cycles.

Labor Market

- From the onset of the COVID-19 pandemic in 2020 until mid-2021, unemployment in the U.S. was significantly higher than in China. Unemployment in China remained relatively stable.
- However, while the U.S. job market remains strong, China's unemployment rate rebounds slightly from the second half of 2021.

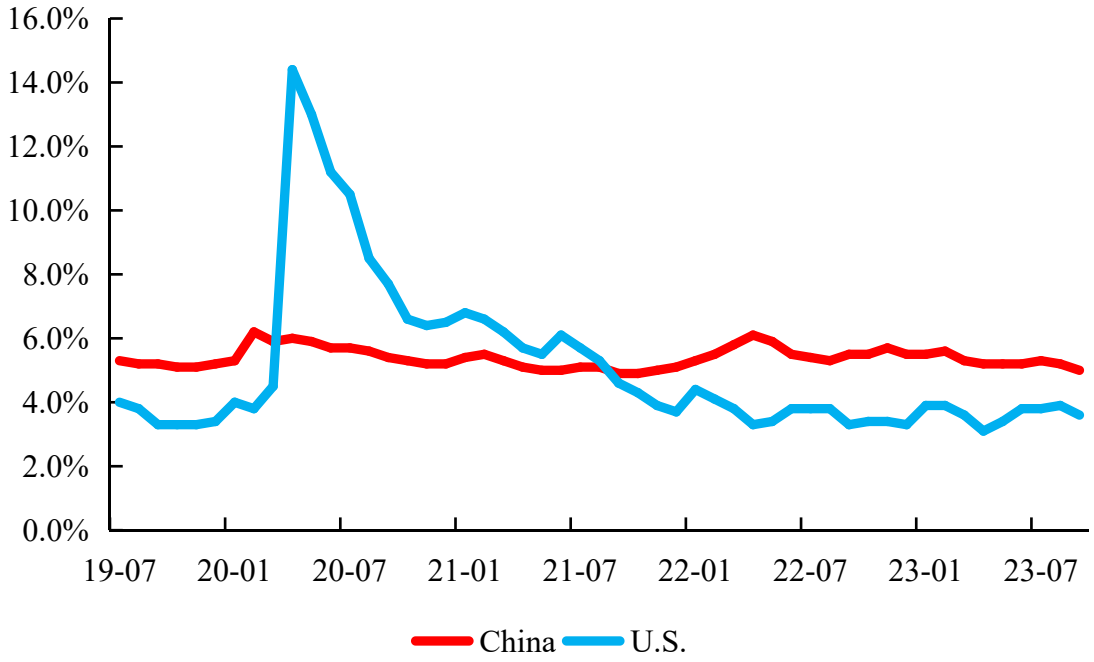


Fig. 1: Unemployment Rates of China and U.S.

Source: National Bureau of Statistics of China, U.S. Bureau of Labor Statistics

Labor Market

- Since the end of 2021, U.S. unemployment rate has been consistently below its natural rate level, indicating a hot labor market.
- In contrast, China's labor market is facing significant challenges; especially, the unemployment rate for individuals aged 19-24 has surged to 20 percent.

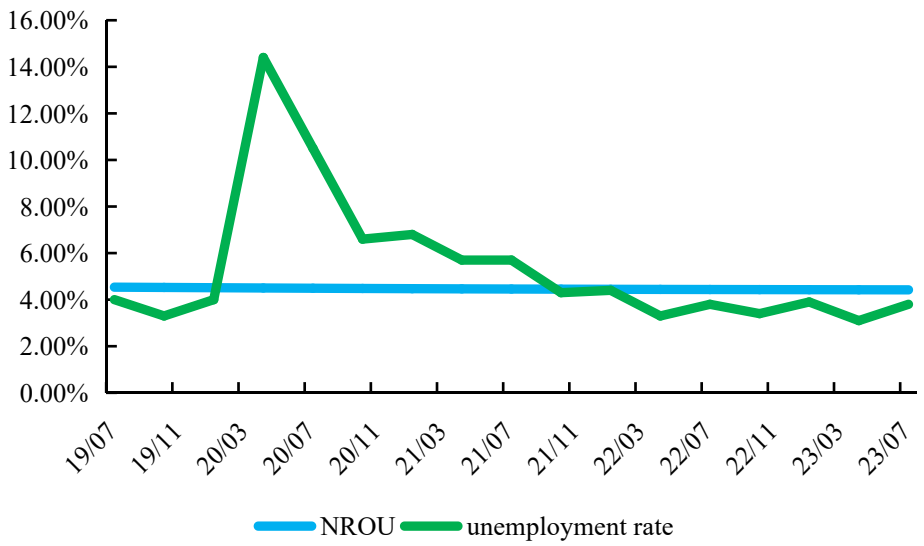


Fig. 2: U.S. Unemployment Rate and the Natural Rate of Unemployment.

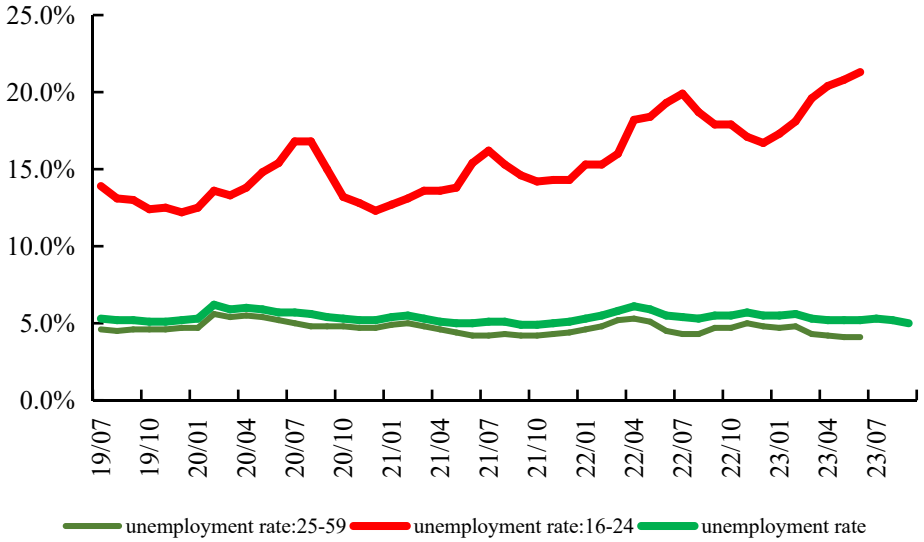


Fig. 3: China Unemployment Rates

Source: National Bureau of Statistics of China, U.S. Bureau of Labor Statistics

Inflation

- From 2020, U.S. inflation rose sharply, peaking in mid-2022, and then started to fall, while inflationary pressures continued to remain high consistently.
- In contrast, inflation in China has consistently remained low and faced deflationary pressures, sharply declining from the second half of 2022 onwards.

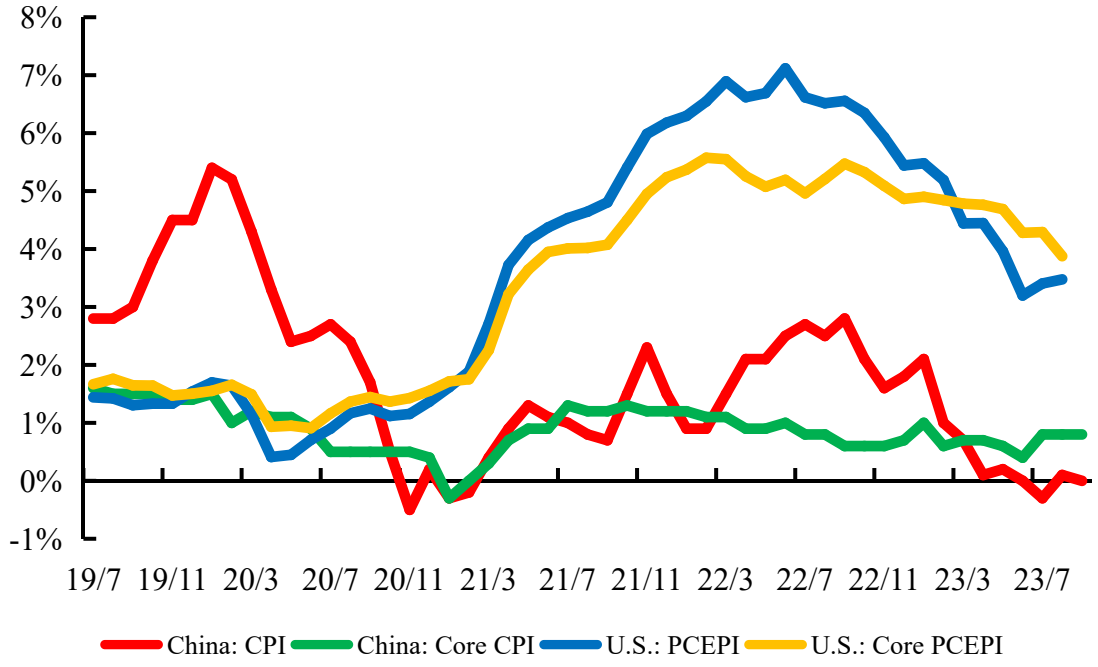


Fig. 4: Inflation Rates in China and U.S.

Source: National Bureau of Statistics of China, Federal Reserve Bank of St. Louis

GDP Growth

- The GDP growth rate of U.S is above its potential growth rate since 2022.
- The GDP growth rate of China is below its potential growth rate since 2022.

Fig. 5: The Gap between GDP Growth Rate and Potential Growth Rate

Source: Chen. et al. *Macroeconomic Policy Evaluation Report 2023*, CBO, IMF

Asset Prices

- Since late 2021, there has been a clear uptrend in U.S. house prices and a corresponding downtrend in Chinese house prices.
- The divergence in stock market indices is also clear. Since late 2022, the US stock market has rebounded strongly overall, while the Chinese stock market has consistently underperformed.

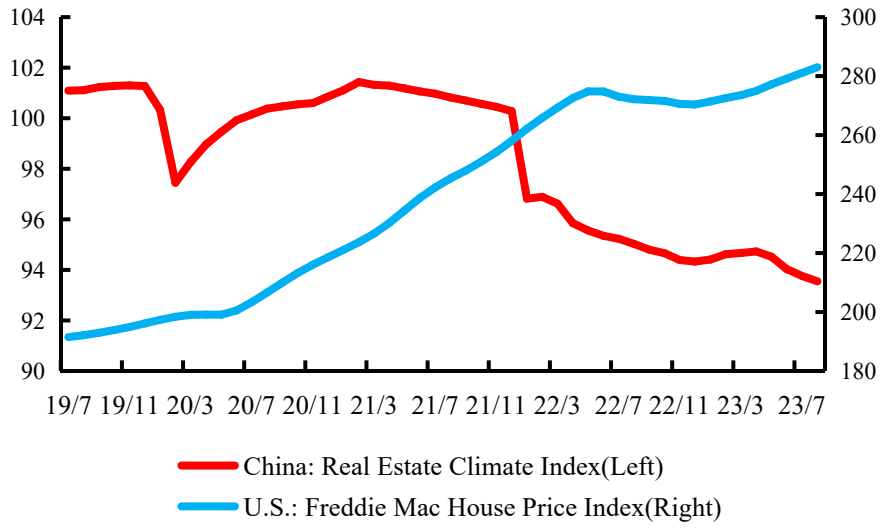


Fig. 6: House Prices in China and U.S.

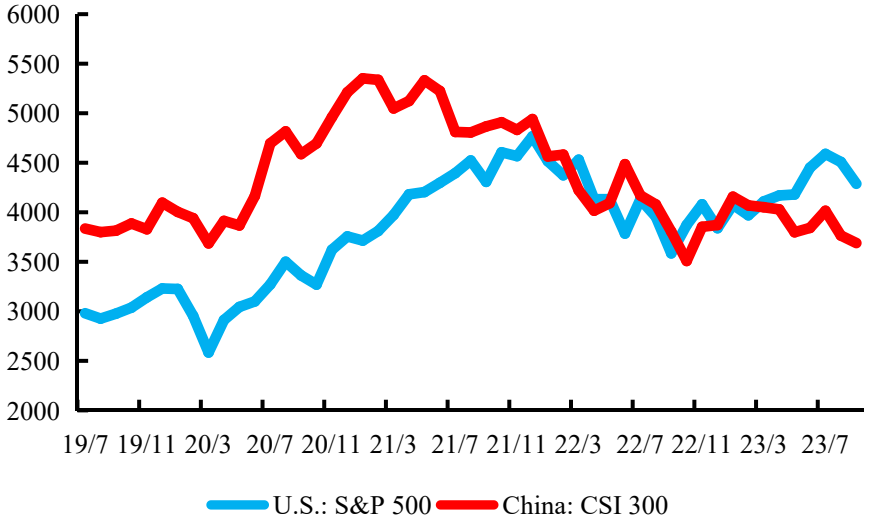


Fig. 7: Stock Market in China and U.S.

Source: Federal Home Loan Mortgage Corporation, S&P Global, National Bureau of Statistics of China, China Securities Index Co., Ltd.

Monetary Policy

- Since 2022, there has been an opposite general tone of monetary policy prevailing in China and the United States.
- The Federal Reserve has largely adopted a tight monetary policy due to high inflation and excess demand.
- In contrast, China has employed loose monetary policy to stimulate its economy.

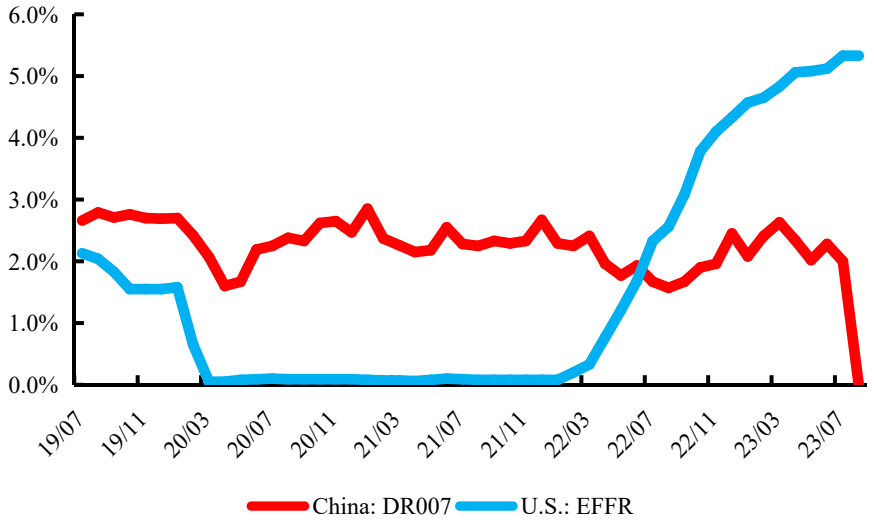


Fig. 8: U.S. and Chinese Monetary Policy Target Rates

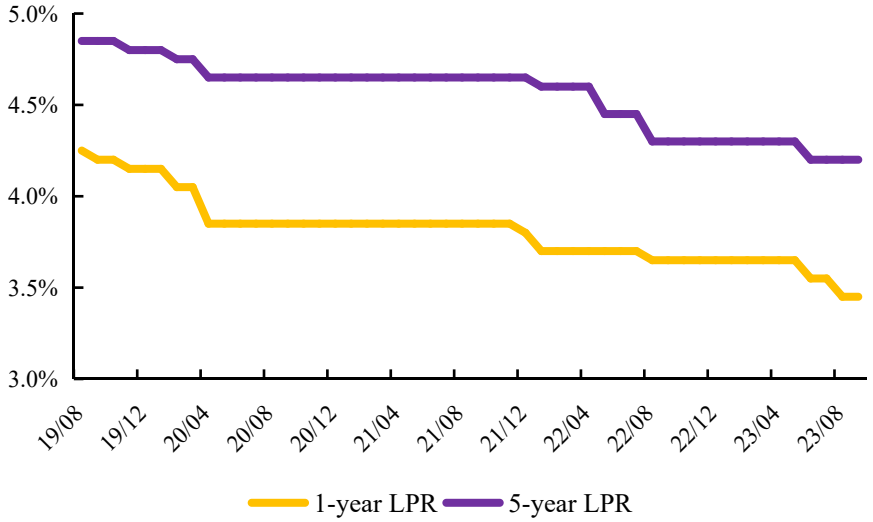


Fig. 9: LPR (Loan Prime Rate) of China

Source: Wind

- The contrast in monetary policy between U.S. and China is evident in the table provided. The Federal Reserve strives to increase interest rates to control economic overheating. Meanwhile, the People's Bank of China persists in reducing interest rates to boost the economy.

Table 1: Monetary Policy Operations in U.S. and China

	The Federal Reserve	PBoC
2021/11	Taper began	
2021/12		reserve ratio -0.5%, 1-year LPR -5BP
2022/01		1-year LPR -10BP, 5-year LPR -5BP
2022/03	Taper ended; EFFR target range +25BP	
2022/04		reserve ratio -0.25%
2022/05	EFFR target range +50BP	5-year LPR -15BP
2022/06	Launch a balance sheet reduction, EFFR target range +75BP	
2022/07	EFFR target range +75BP	
2022/08		1-year LPR -5BP, 5-year LPR -15BP
2022/09	Accelerate balance sheet reduction, EFFR target range +75BP	
2022/11	EFFR target range +75BP	
2022/12	EFFR target range +75BP	reserve ratio -0.25%
2023/02	EFFR target range +75BP	
2023/03	EFFR target range +75BP	reserve ratio -0.25%
2023/05	EFFR target range +75BP	
2023/06		1-year LPR -10BP, 5-year LPR -10BP
2023/07	EFFR target range +25BP	
2023/08		1-year LPR -10BP
2023/09		reserve ratio -0.25%

Source: Organised by the author himself

Historical Trends in China-U.S. Business Cycles

- The synchronization of global business cycles has intensified in recent decades, with aggregate output's growth and decline showing increasingly similar patterns across countries and regions.
- This trend is the result of the gradual deepening of global trade linkages, increased global financial integration, and greater coordination of macroeconomic policies among economies around the world.

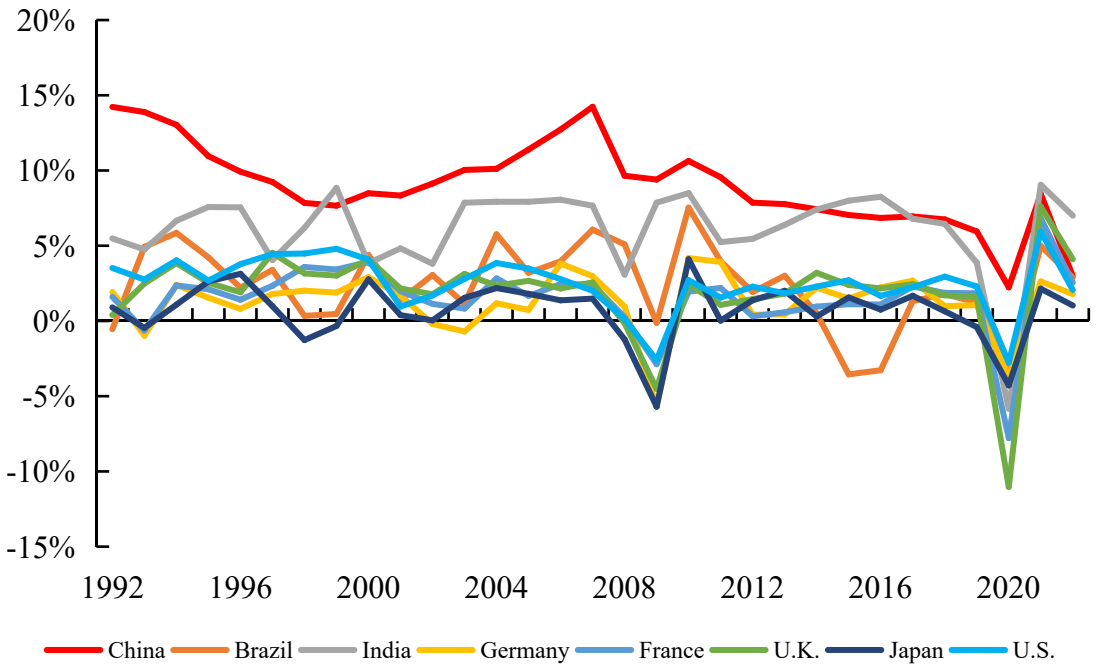


Fig. 10: Economic Growth Rates in Selected Countries

Source: World Bank

Historical Trends in China-U.S. Business Cycles

- While international economic cycles are increasingly synchronized on a global scale, this is not always the case between China and the United States.
- In fact, it could be argued that in many instances, the economic tendencies of the two economies have been nearly the opposite.
- Only around the 2008 global financial crisis (GFC) and the COVID-19 outbreak have the economic cycles of China and U.S been largely synchronized.

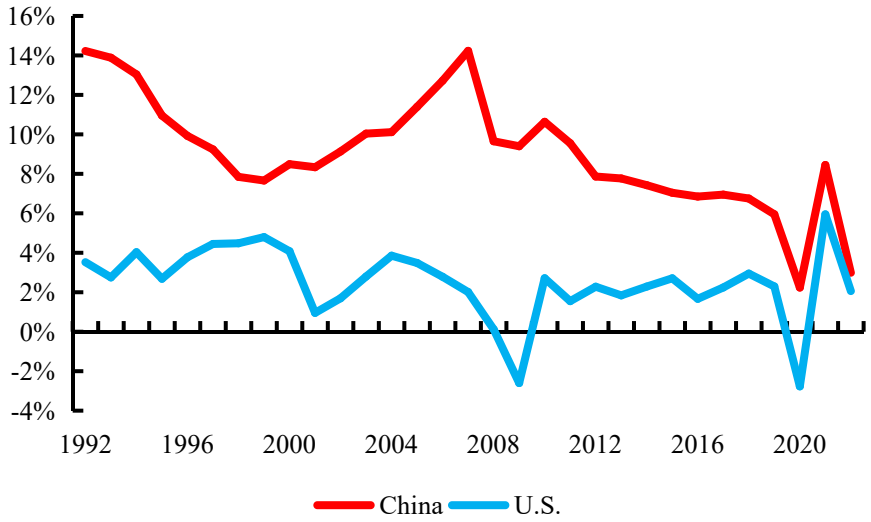


Fig. 11: GDP Growth Rates of China and U.S.

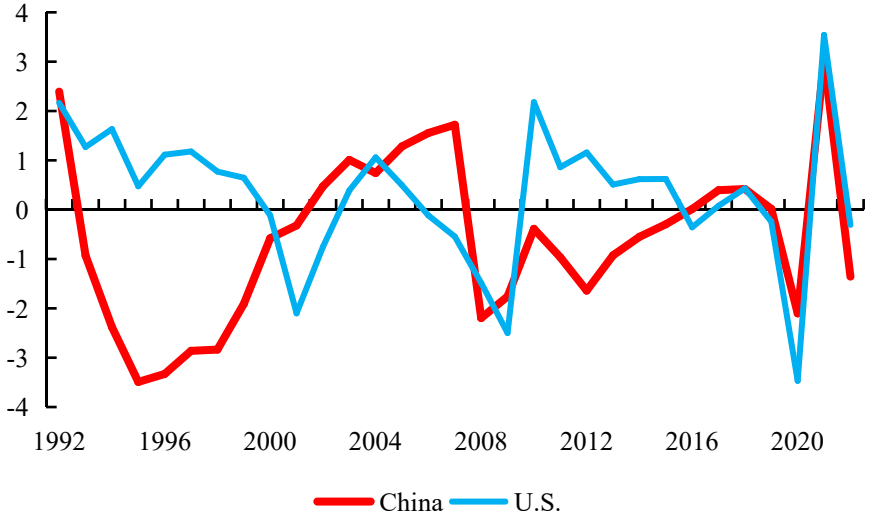


Fig. 12: De-trended Growth Rates of China and U.S.(using HP filter)

Source: World Bank

Historical Trends in China-U.S. Business Cycles

- In terms of Coincident Economic Index and growth rates of industrial output a similar pattern is shown: It was solely during the GFC and the COVID-19 pandemic that the U.S. and China were economically synchronized.

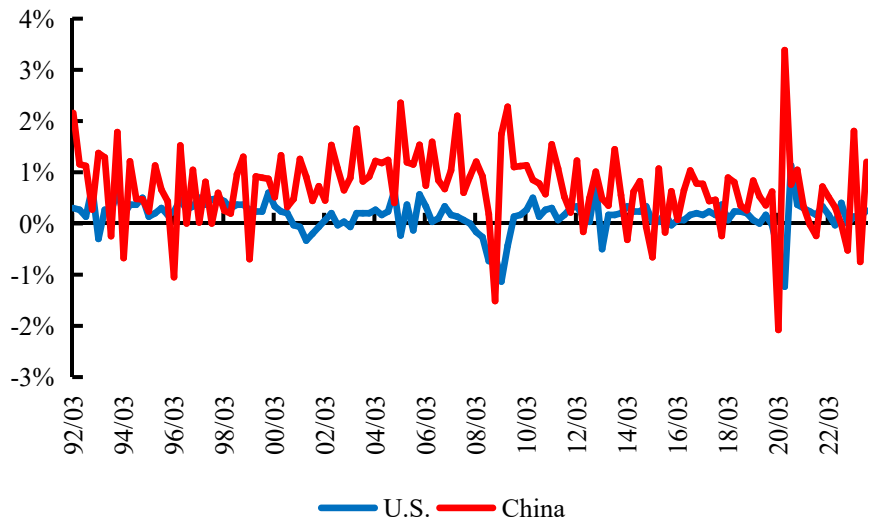


Fig. 13: Growth Rates of Coincident Economic Index

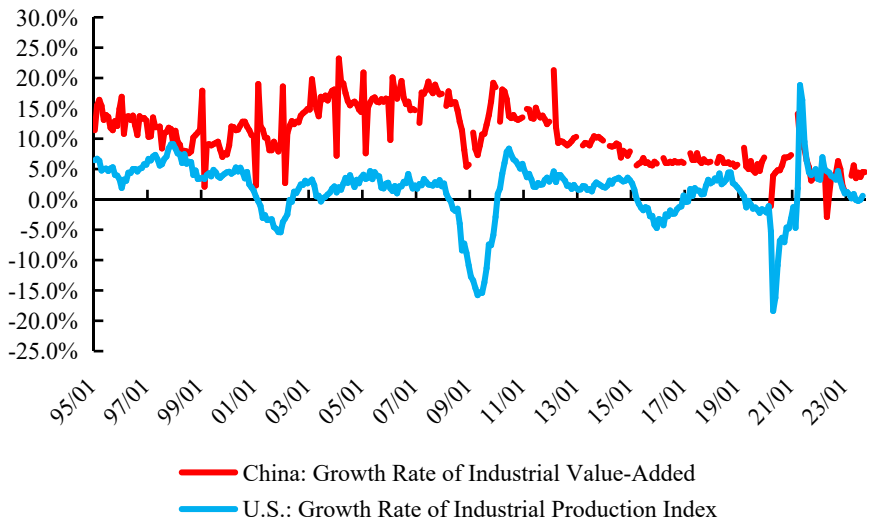


Fig. 14: Industrial Growth Rates of China and U.S.

Source: CEIC

Historical Trends in China-U.S. Business Cycles

- For a long period before the start of COVID-19, the growth rates of consumption and M2 in the two countries followed different trends and rarely coincided.

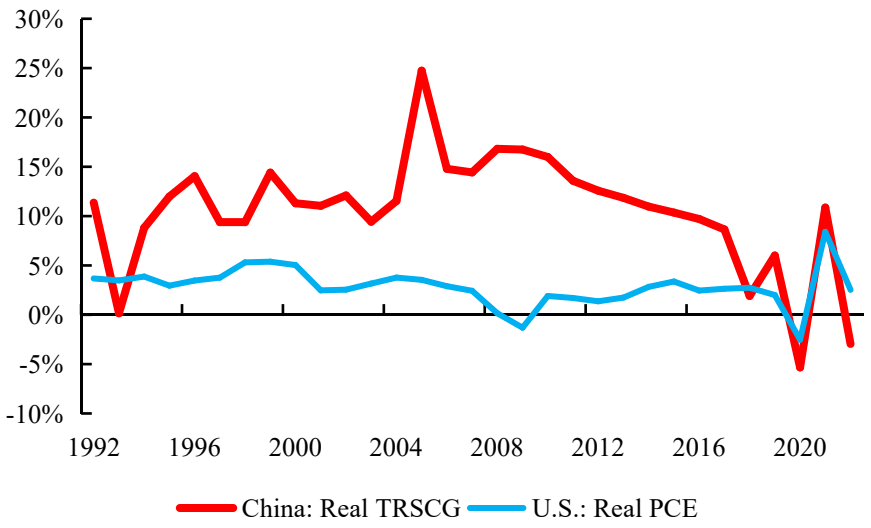


Fig. 15: Consumption Growth Rates of China and U.S

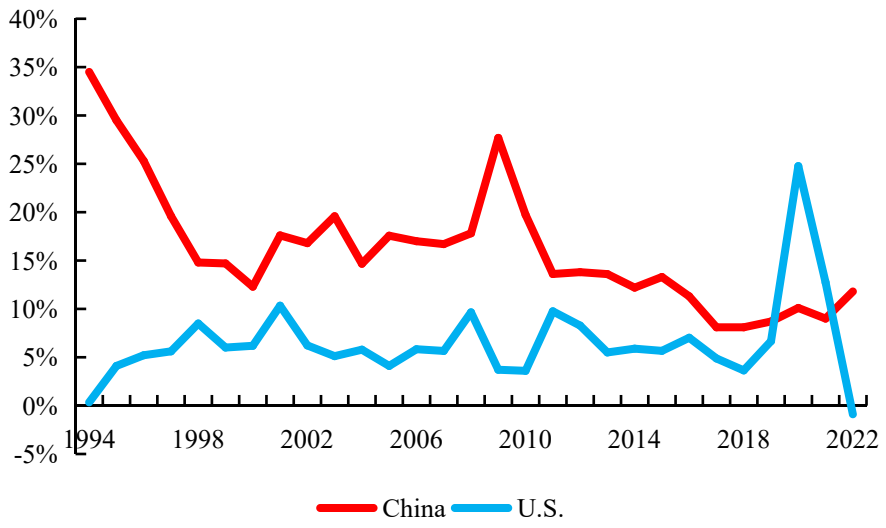


Fig. 16: M2 Growth Rates of China and U.S.

Source: National Bureau of Statistics of China, Federal Reserve Bank of St. Louis, PBC

Why do business cycles of China and U.S. diverge?

- Three reasons:

☐ China's internal structures (different from U.S.)

☐ External environments (asymmetric between China and U.S.)

☐ Strict capital control of China

China's internal structures

- In comparison to U.S., China's rigorous and prolonged responses to the COVID-19 pandemic have saved a lot of lives, at the price of more negative and persistent impacts on China's economy.
- As a large and developing economy, China is currently encountering several major difficulties during its development transitions:

- Potential growth rate declines persistently.
- High reliance on foreign trade which, however, reaches its peak.
- Demographic transition: ageing process exceeding expectations, negative population growth.
- The contraction of the housing markets.

External environments

- Currently, the relationship between China and U.S. is tense due to U.S. government's hardline stance towards China: trade war, technology was, etc. Western nations follow. These have asymmetric economic influences on U.S. and China.
- The military conflict between Russia and Ukraine and the resulting risks and uncertainties also have asymmetric influences on U.S. and China: inflation for U.S., USD appreciation but RMB depreciation as a result of soaring global risk aversion.

Strict capital control of China

- To ensure the independence and effectiveness of Chinese monetary polices;
- To guard against financial risks.
- As a result, separate Chinese economy from global financial cycles and business cycles to a certain degree.

Content

I. Non-synchronization of Chinese and U.S. Business Cycles

II. Impacts on International Financial Markets and Chinese Macroeconomy

III. Suggestions and Outlooks

Dollar Strengthens, Other Currencies Depreciate

- During the period of the last Fed interest rate hikes between 2016 to 2018, RMB slumped more than 9% from March 2018 to December 2018, also under the influence of China-US trade war.
- This time (after 2022), RMB hovered close to record lows against the US dollar in October 2022. This devaluation amounted to a depreciation of more than 15% compared to its value prior to the rate hike. Since the beginning of 2023, RMB has encountered a decrease of approximately 8% in its value against the dollar.

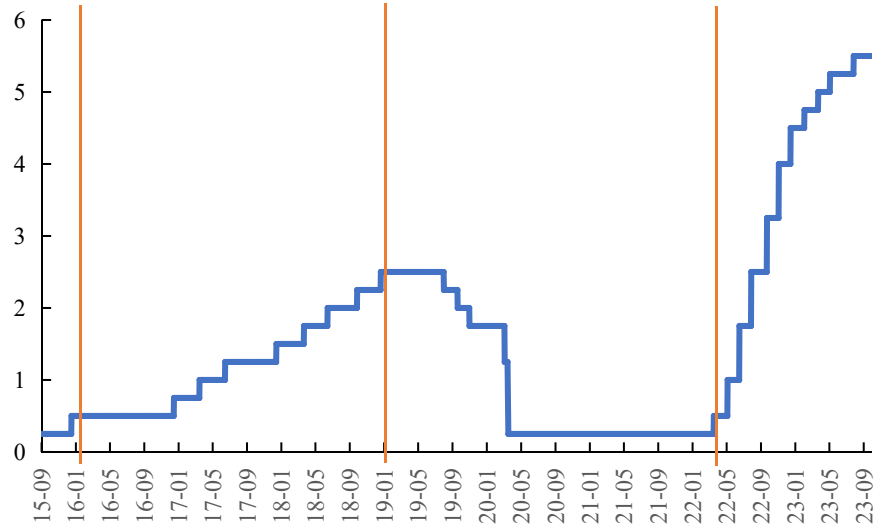


Fig. 17: Fed Target Rate (Sep 2015-Sep 2023)

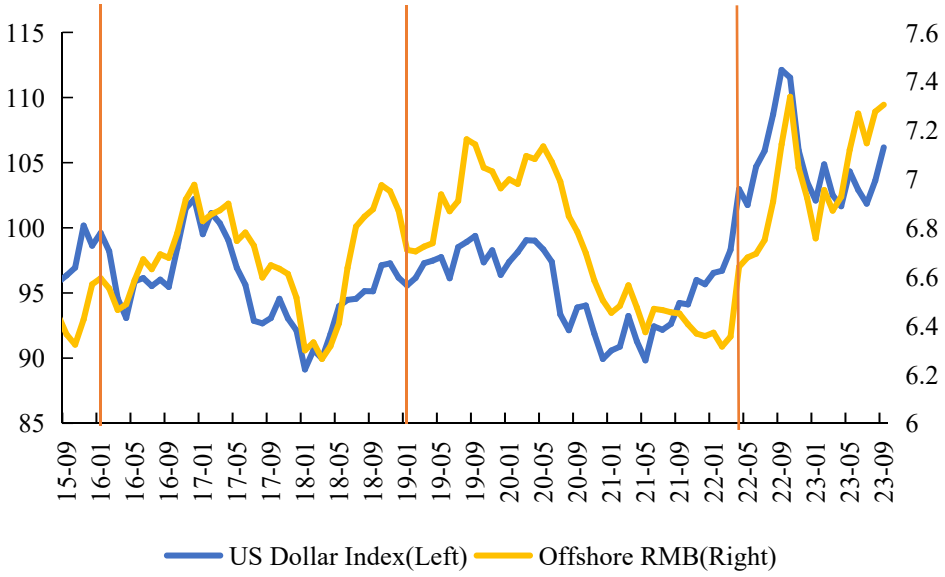


Fig. 18: US Dollar Index and the USD to Offshore RMB (Sep 2015-Sep 2023)

Source: Bloomberg.

Dollar Strengthens, Other Currencies Depreciate

- The RMB is not the only currency that has depreciated. In emerging markets and developing economies such as Indonesia, India and South Africa, currencies weaken as Fed rate hikes.

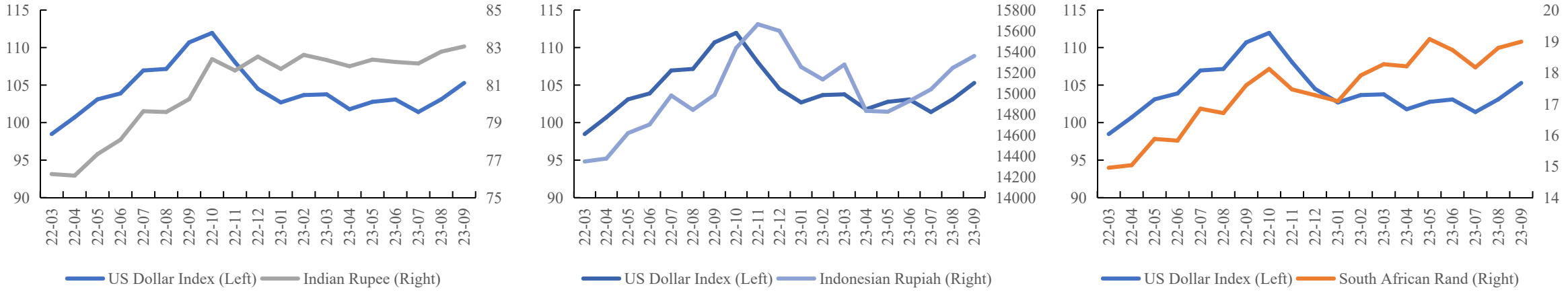


Fig.19: Emerging Markets and Developing Economies Exchange Rates (1 USD to selected currencies, Mar 2023–Sep 2023)

Source: Bloomberg.

Global Capital Flow

- The Fed has spent more than one year raising rates and indicated in September 2023 that it may introduce one more hike.
- The yield on 10-year US Treasuries have been surging, reaching 4.8% in October 2023, the highest level since August 2007.
- Dollar assets have become more attractive.

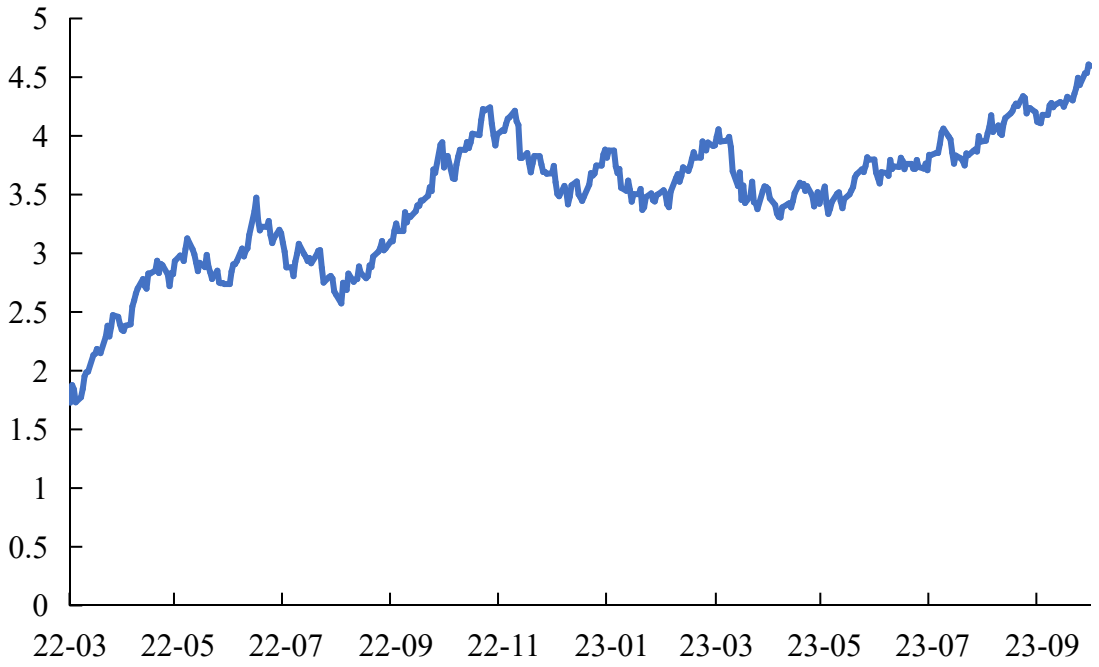


Fig.20: The Yield on 10-year US Treasuries (Mar 2022- Sep 2023)

Source: Bloomberg.

Global Capital Flow

- Emerging markets face the risks stemming from high external borrowing costs and pressures from policy tightening in advanced economies. In some frontier markets and low-income countries, defaults followed. According to the IMF, local currency bond outflows were substantial in emerging markets in 2022, and five countries (Belarus, Ghana, Malawi, Russia, Sri Lanka) defaulted on their sovereign debt in 2022. Chad and Ethiopia, which were not in default, also sought preemptive debt restructuring.
- According to the IIF, portfolio flows to emerging markets fell sharply in 2022 but resumed in 2023. However, sentiment appeared to deteriorate in August and September.

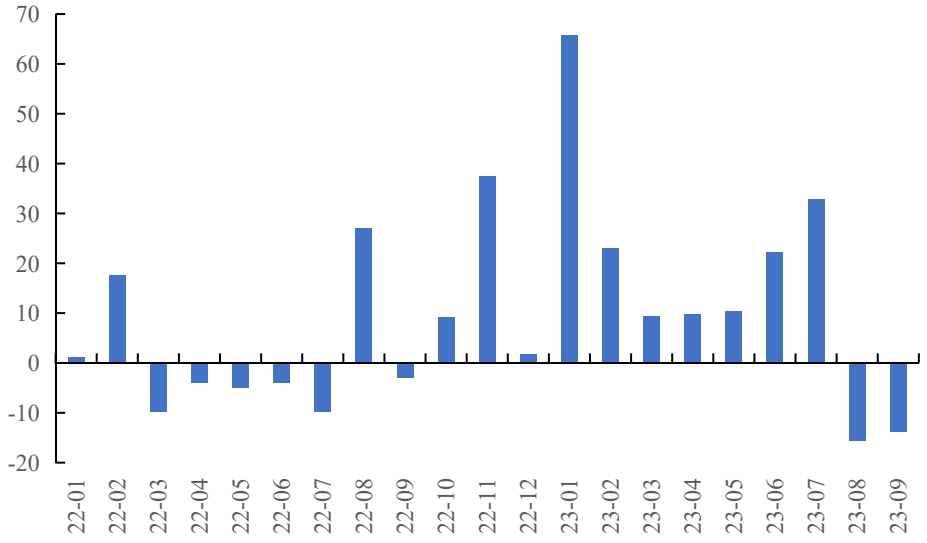


Fig. 21: Portfolio Flow to Emerging Markets ($ billion)

Source: International Monetary Fund (IMF), The Institute of International Finance (IIF)

Global Capital Flow

- The Fed rate hikes drove foreign portfolio outflows in Asian markets, such as Indonesia, Malaysia, Philippines and Thailand. In Asia, Thailand stocks have seen more than 4.5 billion dollars foreign outflows this year (2023) so far.
- However, this time not as serious as before: the role of Basel III, bank capital flows in emerging market are limited.

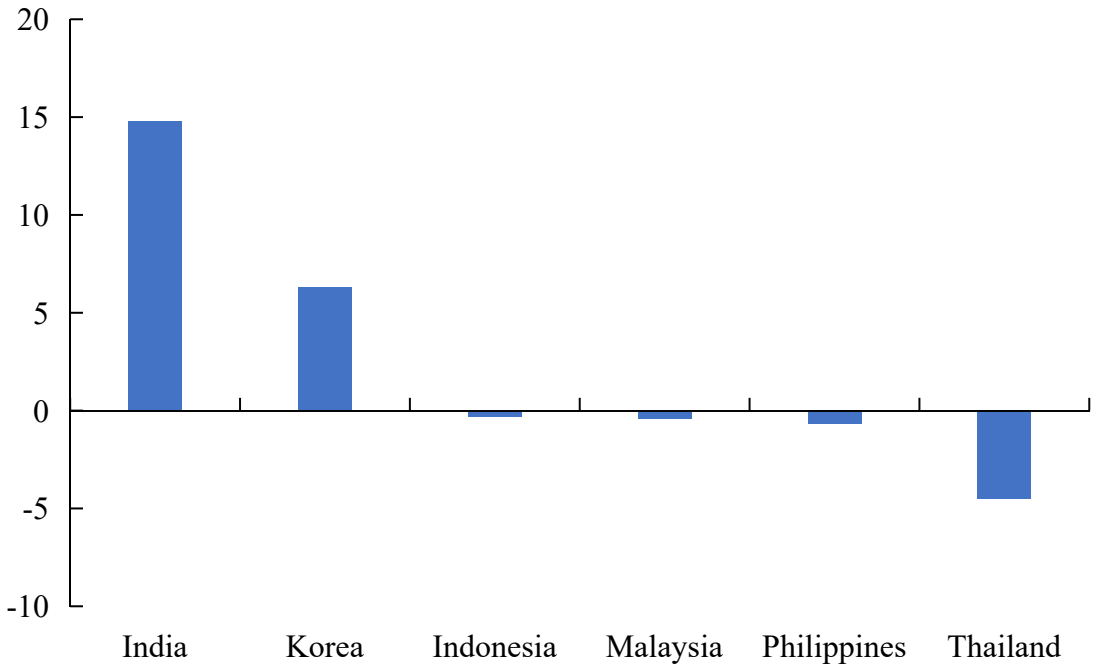


Fig. 22: Foreign Flows across Asian Equities ($ billion, YTD)

Source: Bloomberg Intelligence.

Weaken the Confidence of Market Agents

- International confidence: China's economic growth forecast has been downgraded.
- In October 2023, The World Bank has maintained its forecast for China's 2023 economic growth at 5.1 percent, but cuts China growth forecast for 2024 to 4.4 percent from 4.8 percent. IMF also revised its forecast for China's growth from 5.2 to 5.0 in 2023, and from 4.5 to 4.2 in 2024.
- *"China and east Asia are set to grow at one of the slowest rates in five decades as India and south Asia soar."- The Financial Times*
- *"China's economy is struggling." – The Economist*
- To a certain extent, it would strengthen the "courage" of the U.S. government to suppress China.

Table 2: Forecasts for China's Growth

	2023	2024	2025
Goldman Sachs Group	5.4	4.5	4
IMF	5.0	4.2	4.1
World Bank	5.1	4.4	/
Bloomberg Composite	5	4.5	4.5
HSBC	4.9	4.6	4.4
S&P Global	4.8	4.4	5
Morgan Stanley	4.7	4.2	/
Barclays	4.5	4	/
Nomura	4.6	3.9	/

Source: Bloomberg.

Weaken the Confidence of Market Agents

- Domestic confidence: Confidence in the manufacturing sector has rebounded, while consumers' sentiment remains substantially negative.
- China's manufacturing PMI for September finally came in at 50.2. For the past four consecutive months, China's PMI has remained below the 50 mark.
- However, consumer confidence slumped considerably in April 2022 and has remained substantially below 100 since.
- In a modern market economy, the confidence (and thus the risk preference) of market agents is crucial, directly related to the stability of financial markets and the entire macroeconomy.

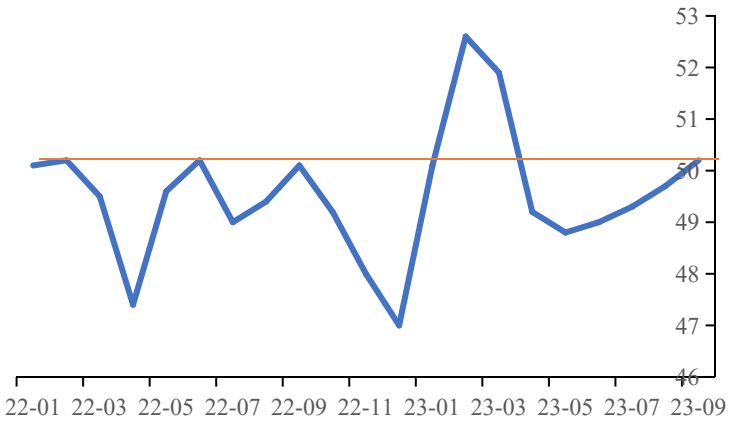


Fig. 23: China's Manufacturing PMI Index

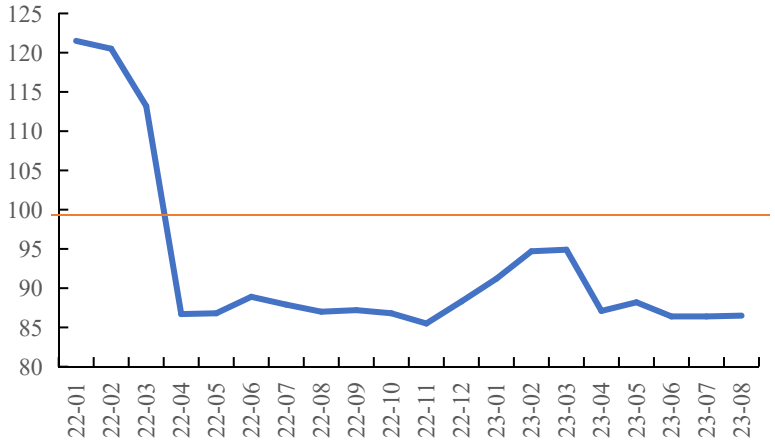


Fig. 24: China's Consumer Confidence Index

Source: CEIC.

Increase China's Financial Risks

- External financial risks
- Domestic financial risks

External risks: RMB depreciates and capital flows out

- In China, the pressure on capital outflows has been significant since 2020.
- China's net financial account has remained below zero since Q2 2020, indicating a continuous outflow of capital from China.
- China's net financial account reached a low of -141 billion dollars in Q3 2022, coinciding with the depreciation of RMB.

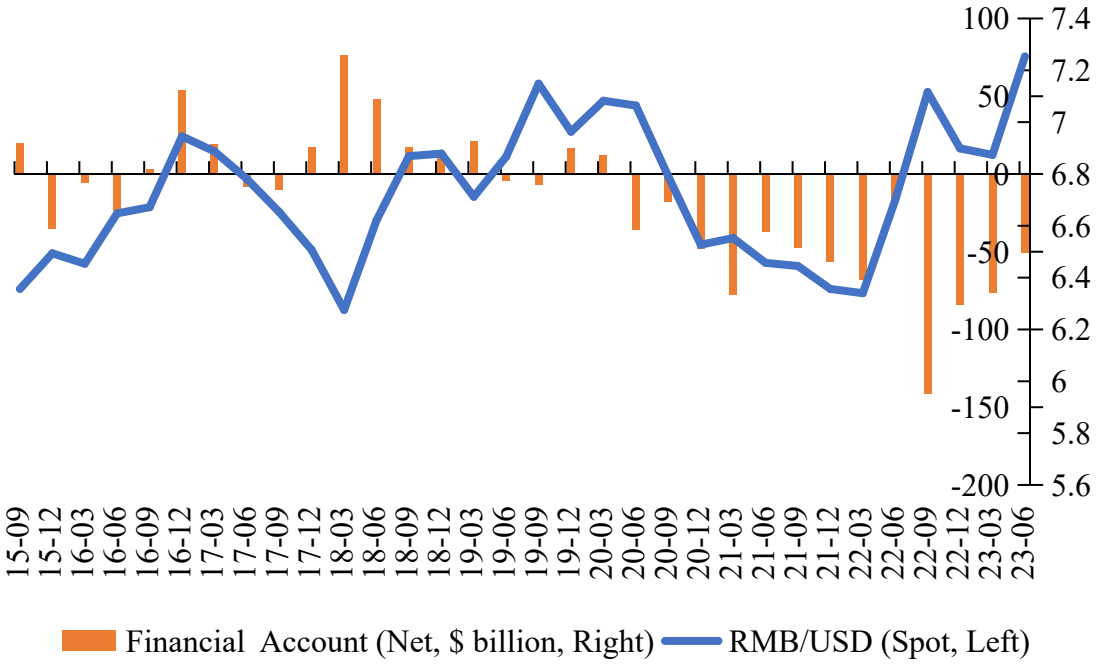


Fig. 25: Exchange Rates and China's Net Financial Account

Source: SAFE, Bloomberg.

External risks: capital flows out

- According to the Balance of Payments of China, in terms of capital flows, China's net financial account reached -311 billion dollars in 2022, the third lowest level recorded, compared with -369.6 billion and -442.5 billion in 2007 and 2008 respectively.

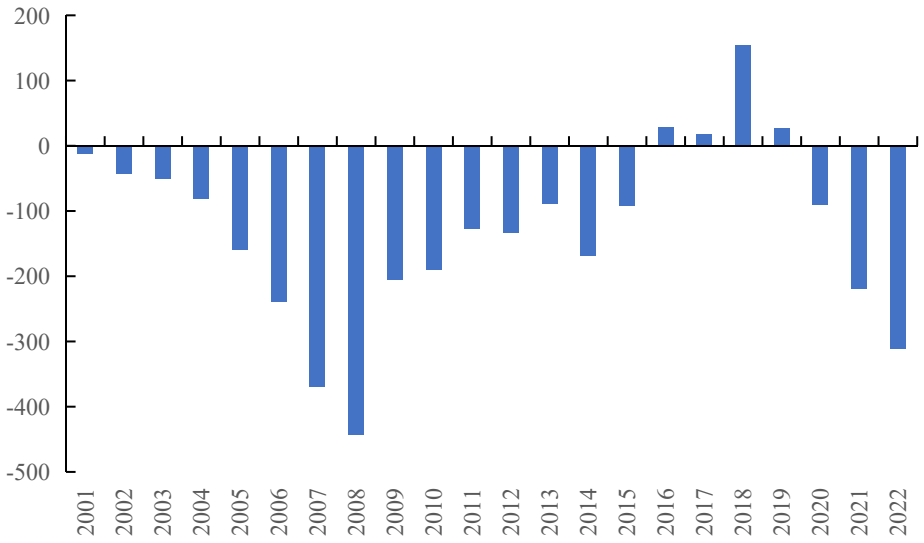


Fig. 26: China's Net Financial Account ($ billion)

Source: SAFE.

External risks: Fed rate hikes and capital flows out

- The compression of yield differentials, largely driven by diverging monetary policy, has likely been the main driver of outflows from China, concerning both direct investment and securities investment.
- Since July 2022, the net direct investment has consistently shown a negative value, indicating a net outflow from China.
- In August 2023, the level of indirect investment has reached its lowest point since March 2022.

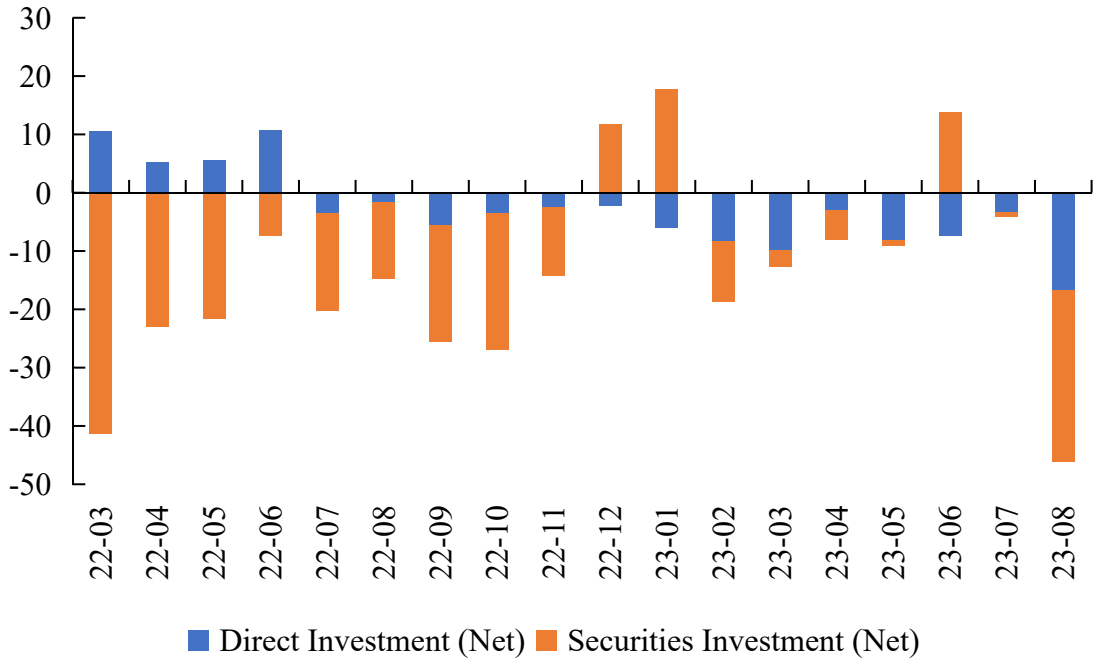


Fig.27: China Foreign Balance of Bank on Behalf of Client ($ billion)

Source: SAFE, Bloomberg.

Domestic risks: stock market

- China's stock market has been under pressure.
- In October 2022, Shanghai Composite Index once slumped to 2893, which was the lowest level recorded since April 2022.

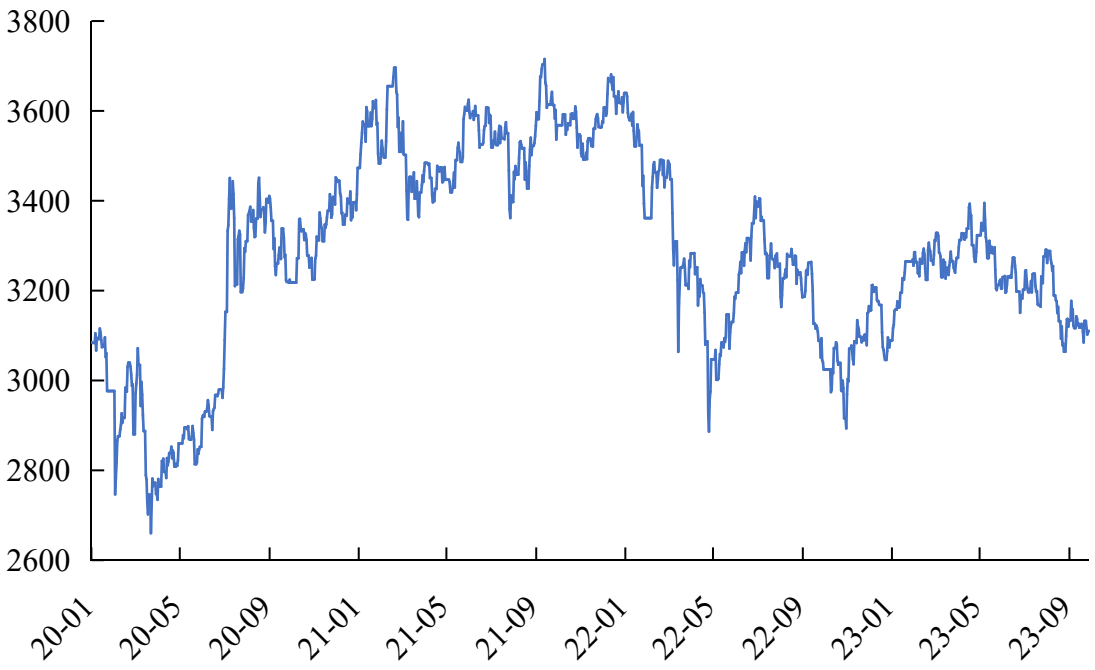


Fig. 28: Shanghai Composite Index (Daily)

Source: CEIC.

Domestic risks: housing markets

- China's property market has fallen into crisis.
- According to National Bureau of Statistics, the most appropriate level of national real estate climate index is 100 and the lower level is below 95. Since September 2022, China's national real estate climate index has been lower than 95.
- Since April 2022, the property price index for both newly constructed residential housing and the secondary market has consistently stayed below 100, signaling a sustained downward trend in housing markets.

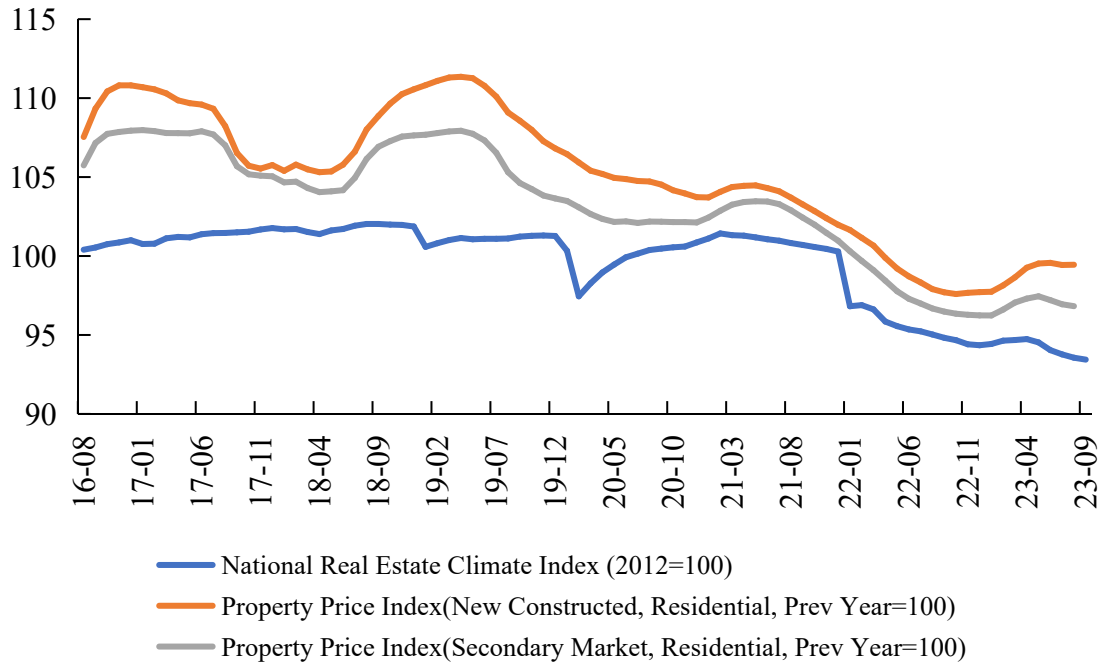


Fig. 29: China's Real Estate Market Climate Index and Property Price Index

Source: CEIC.

Domestic risks: housing markets

- Investment in real estate has been falling since April 2022 and the crisis sustains in 2023, with a year-on-year decrease of 9.1 percent in September 2023.
- Some developers, like Evergrande (恒大), have already defaulted on their obligations to debt holders and triggered a wider crisis in the economy.

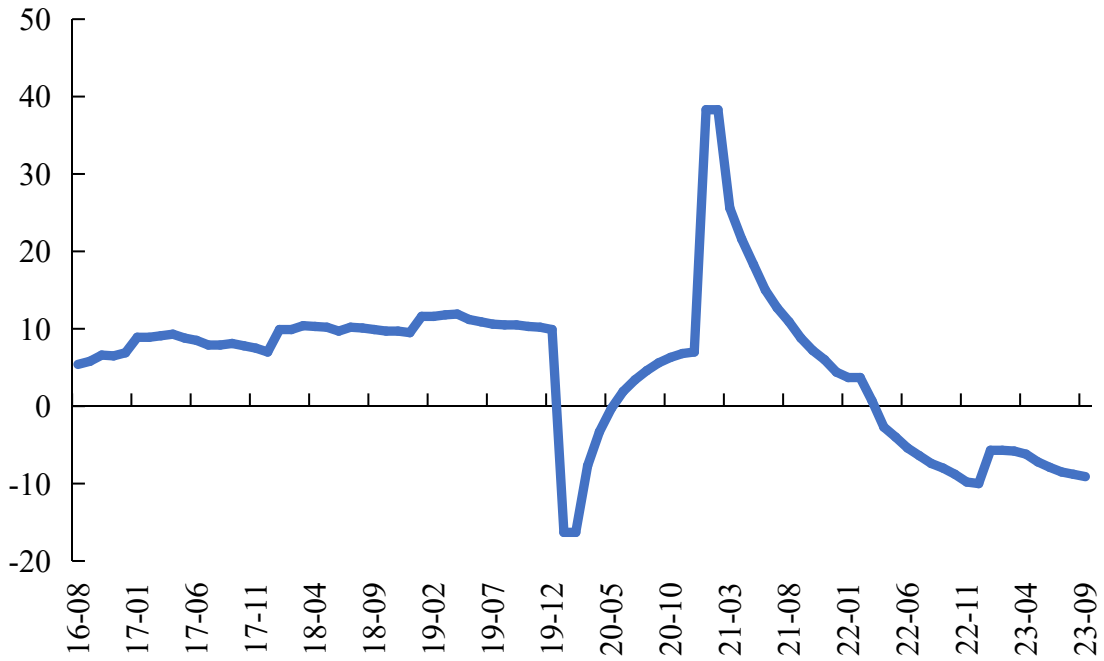


Fig. 30: China's Growth Rate of Investment in Real Estate Development (YoY, YTD)

Source: CEIC.

Domestic risks: debt risk

- China's local governments are under financial pressure.
- Local authorities have to manage their debt burdens as the financial pressure has intensified. In 2022, China's local government debt outstanding has been reported over 35 trillion yuan, according to China's Ministry of Finance.
- In April 2023, Guizhou, one of China's most indebted provinces, acknowledged that it was unable to tackle its own debt issues.

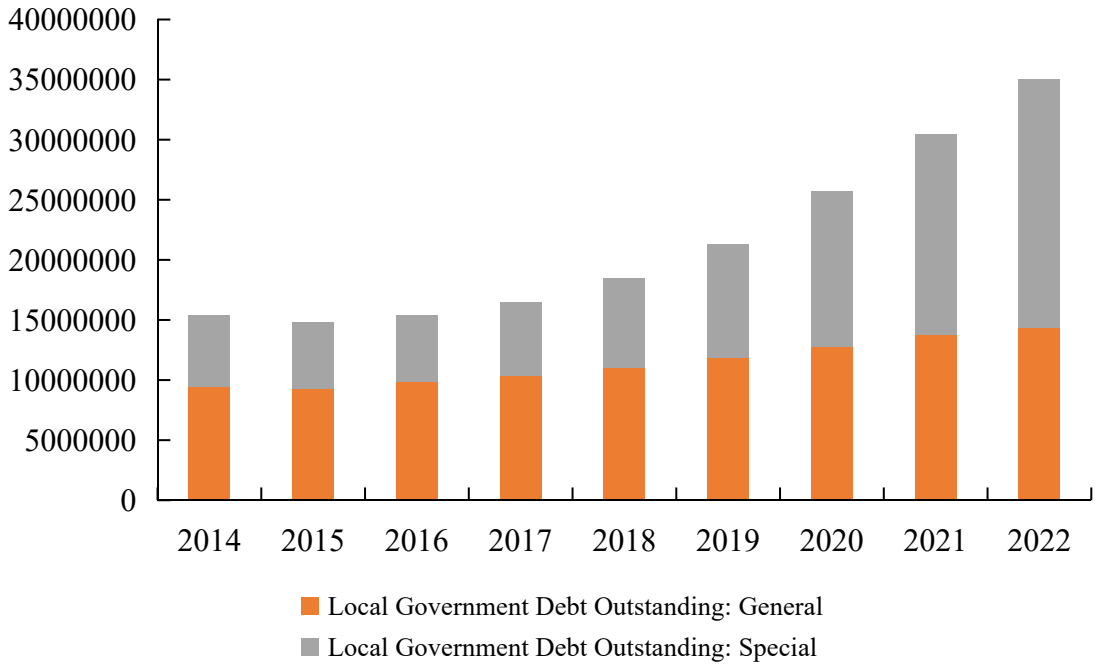


Fig. 31: China's Local Government Debt Outstanding (RMB Million)

Source: CEIC.

Increase China's Financial Risks

- The interaction between domestic and external financial risks.
- On one hand, the escalation of domestic financial risks will intensify its external financial risks and increase pressure for currency depreciation and capital outflows. On the other hand, an increase in external financial risk also worsens internal financial risks.
- During periods of economic downturn and bad confidence, it is crucial to give more attention to the interplay between domestic and external financial risks.

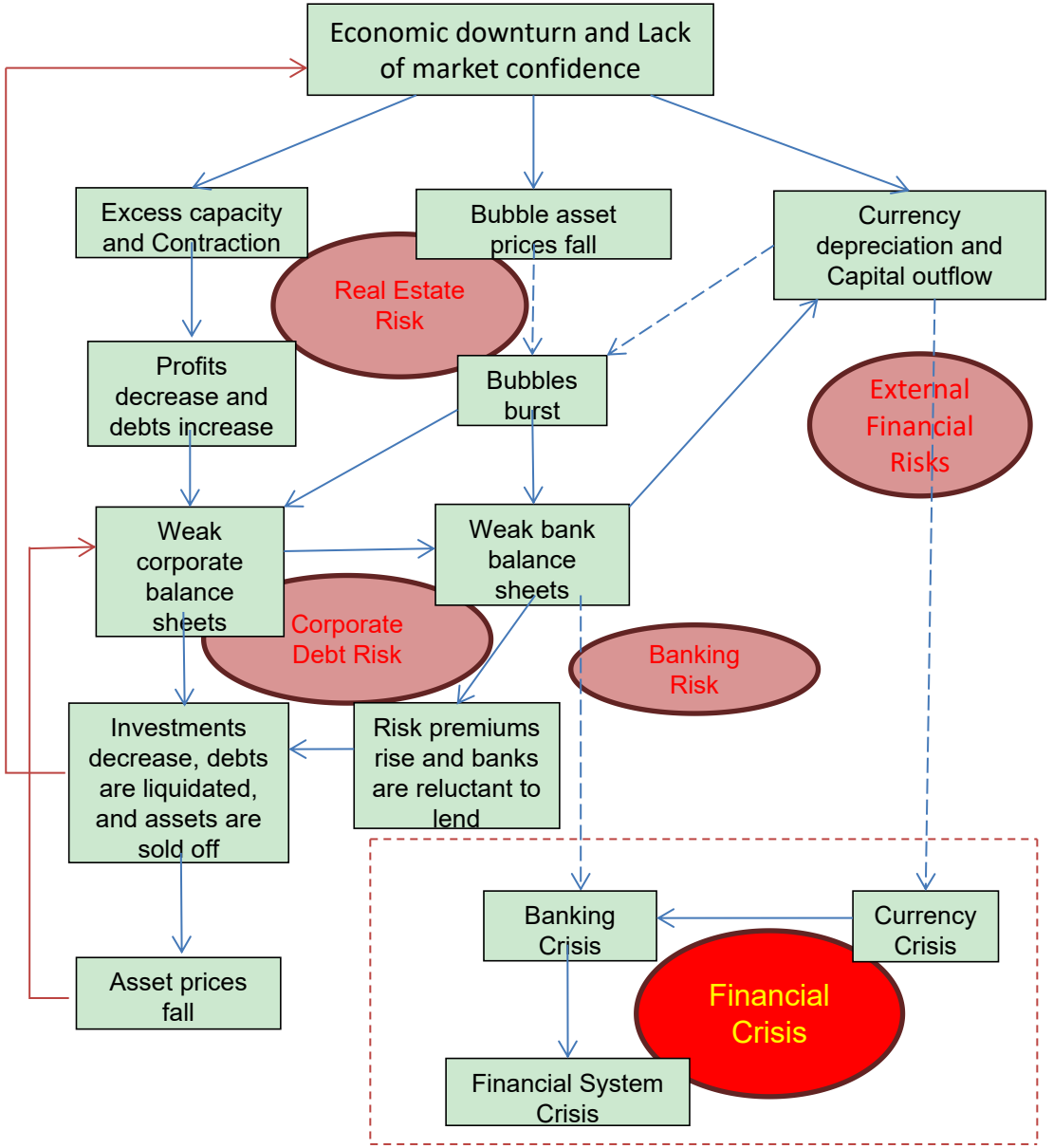


Fig. 32: The Interaction between Domestic and External Financial Risks

Hinder the Pace of China's Economic Recovery

- The Fed interest rate hikes have elevated global interest rates through channels such as the repatriation of the dollar, global liquidity tightening, and increase of interest rates by other countries. This has restrained global economic recovery, as well ae international trade and investments towards China.

- From the end of 2021 till now, on average advanced economies have raised their interest rates by 400 basis points, while emerging market economies have raised their interest rates by 650 basis points.

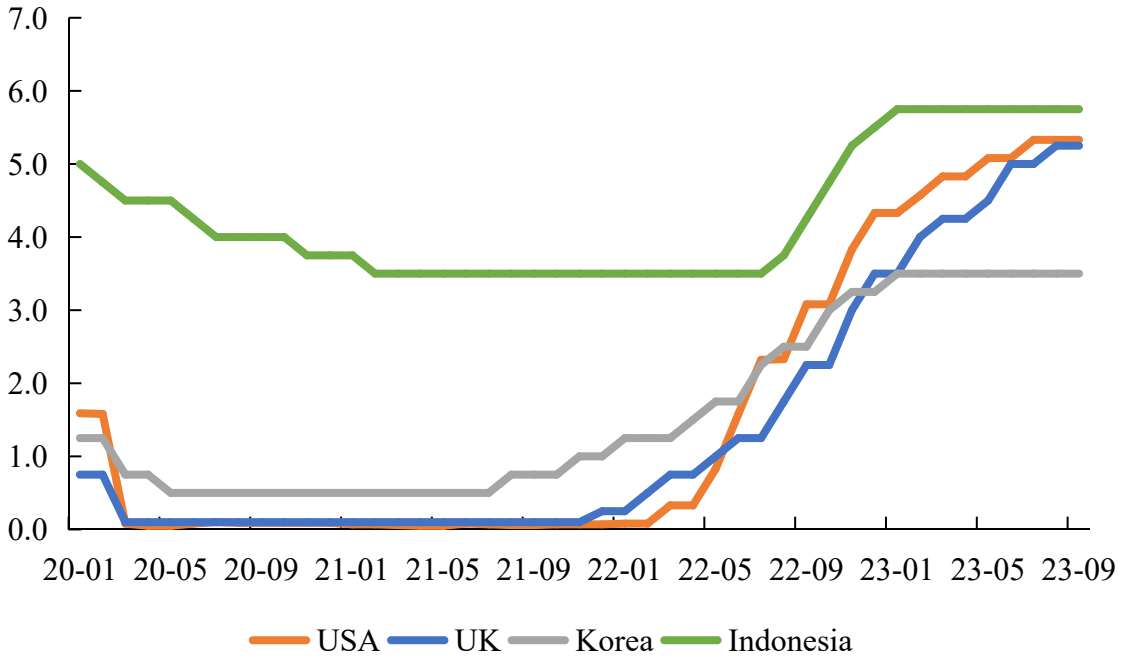


Fig. 33: Central Bank Policy Rates of USA, UK, Korea and Indonesia

Source: Bloomberg Intelligence.

Hinder the Pace of China's Economic Recovery

- In Q3 2023, China's net exports contributed -17.1% to the growth of GDP. In September 2023, China's exports dropped 6.2 percent, following the decrease trend starting from May.

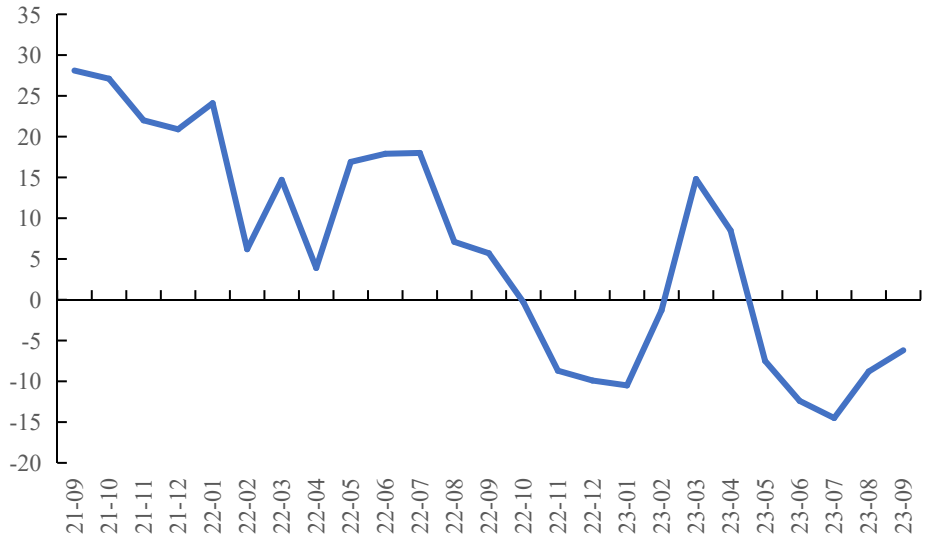


Fig. 34: China's Growth in Export (USD, YoY)

Source: CEIC.

Hinder the Pace of China's Economic Recovery

- China mainly implements counter-cyclical policies to counter the downside risk. However, with the Fed aggressively raising rates and RMB experiencing severe depreciation, China has adopted a cautious approach (to avoid further pressure of RMB depreciation and capital outflows) to stimulate economic growth, which in fact tempered China's economy recovery.
- Since March 2022, China has cut 1-year LPR from 3.7% to 3.45%, 5-year LPR from 4.6% to 4.2%, and RRR (required reserve ratio) from 8.4% to 7.4%. However, considering China's economic downturn, these cuts seem to be insufficient in stimulating a significant turnaround.

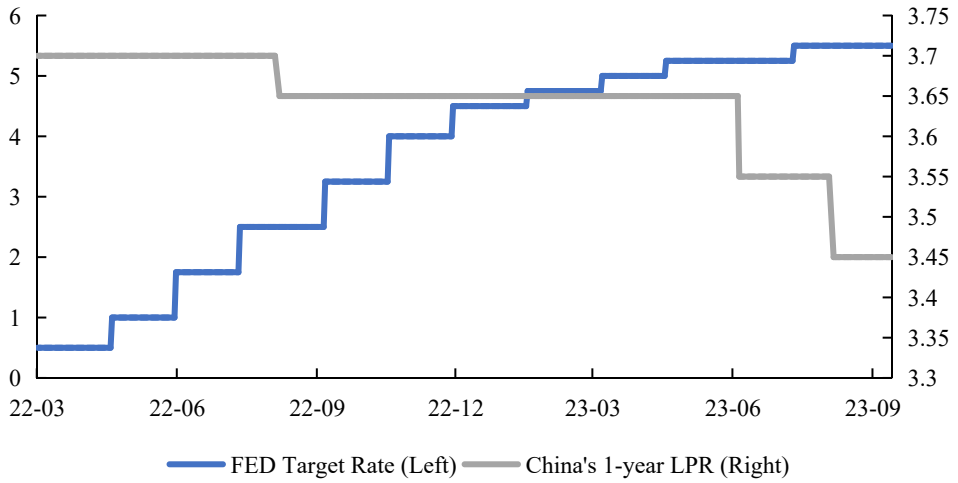


Fig. 35: China's LPR and Fed Target Rate (Mar 2022-Sep 2023)

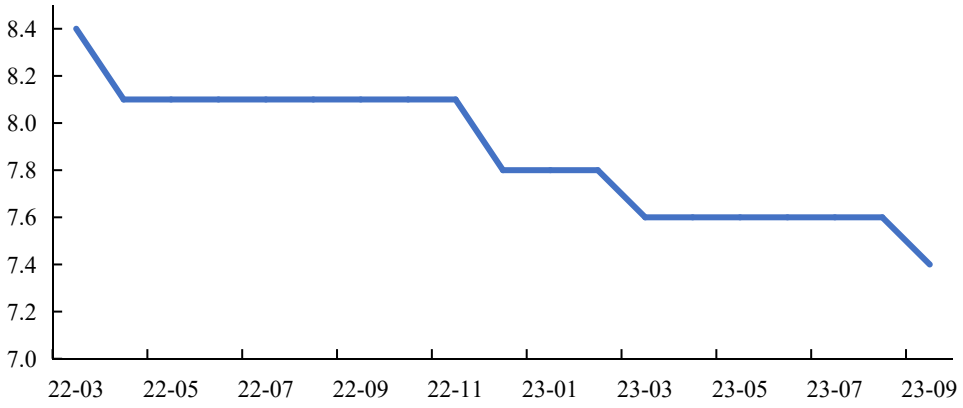


Fig. 36: China's Required Reserve Ratio (Mar 2022-Sep 2023)

Source: Bloomberg, CEIC.

Content

I. Non-synchronization of Chinese and U.S. Business Cycles

II. Impacts on International Financial Markets and Chinese Macroeconomy

III. Suggestions and Outlooks

U.S. Policymaking Beyond Its Own Economic Interests, Coordination of International Macroeconomic Policies

- U.S. aggressive monetary policy did not only have a great negative impact on China's macroeconomy, but also seriously threaten global financial stability and economic recovery.
- U.S. enjoys the benefits of the dollar as a world currency, but ignores the negative impacts of its monetary policy on the world economy: unjust, also inefficient from a global perspective
- U.S. policymakers should not only consider their own economic interests, but also take on corresponding responsibilities.

Global financial markets	Global economic recovery	U.S. own real economy
• Financial risks • Financial crises	• International trade shrank further • World economic recovery slowed down	• Benefits from USD's role as a world currency • Some bad feedback effects

Fig. 37: The Global Impacts of U.S. Monetary Policy

U.S. Policymaking Beyond Its Own Economic Interests, Coordination of International Macroeconomic Policies

- Global economic policy uncertainty has risen, threatening the global economic recovery.
- Israeli-Palestinian conflict.
- Should strengthen international economic policy coordination and cooperation: G20, IMF, etc.

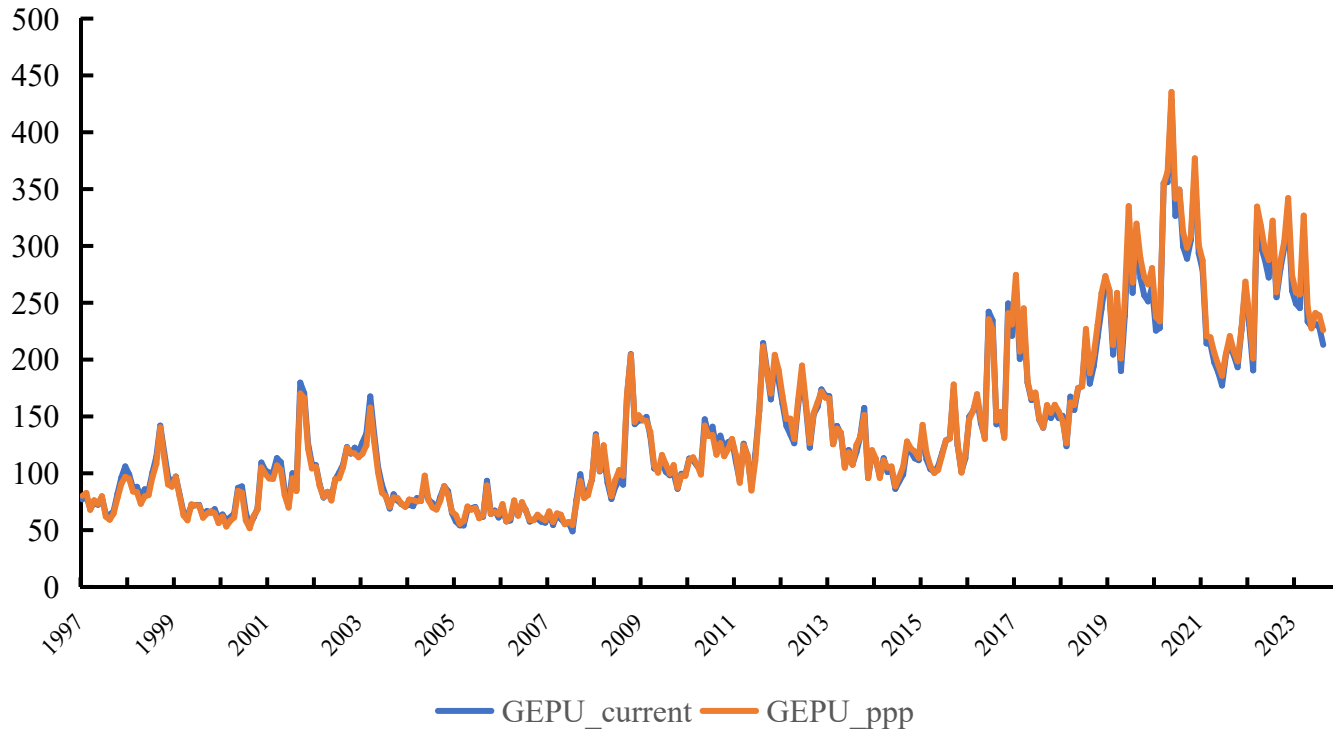


Fig. 38: Global Economic Policy Uncertainty Index

Source: www.policyuncertainty.com

China-U.S. Cooperation

- U.S. should abandon its jealousy and suppression of China and be broad-minded (since it cannot defeat China): Both Eastern and Western cultures believe that jealousy is one of the greatest evils of human nature.
- Strengthening cooperation between China and the U.S could improve the welfare of both countries and the whole world.
- US-China economic relationship remains profound and stays as the bedrock of all China-U.S. relations.

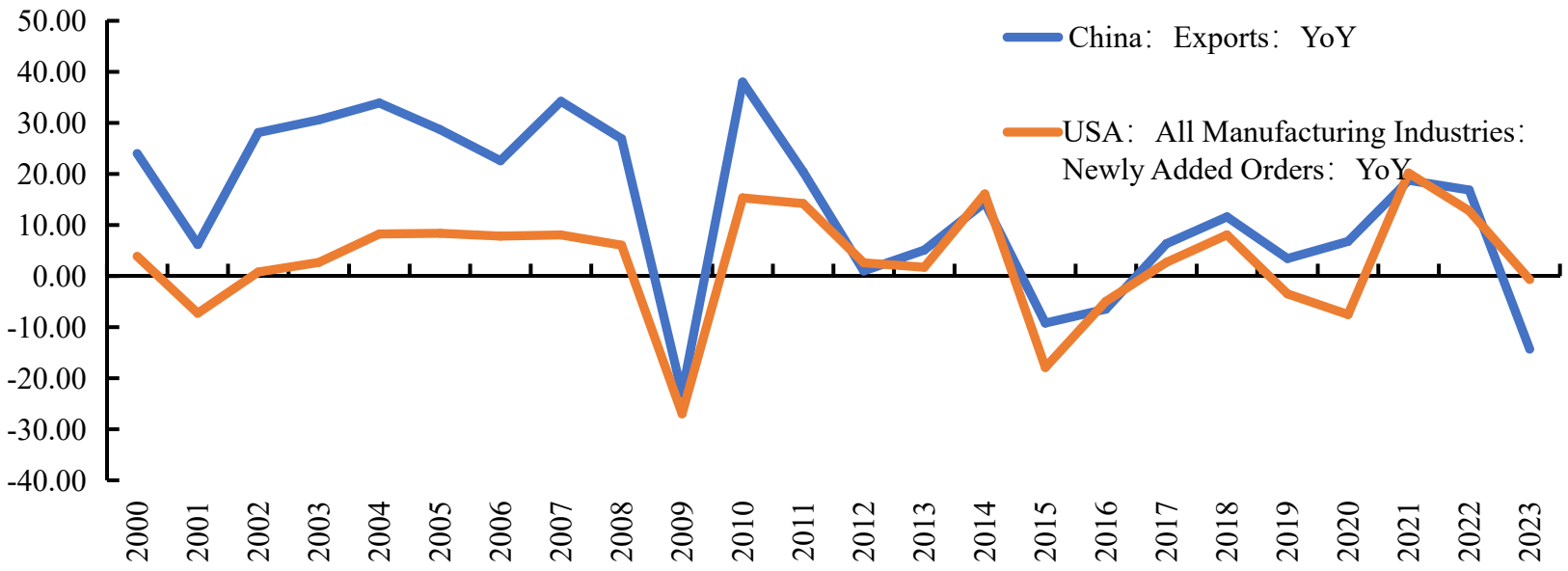


Fig. 39: China's Export Growth Rate and New Manufacturing Orders in U.S

Source: wind

China-U.S. Cooperation

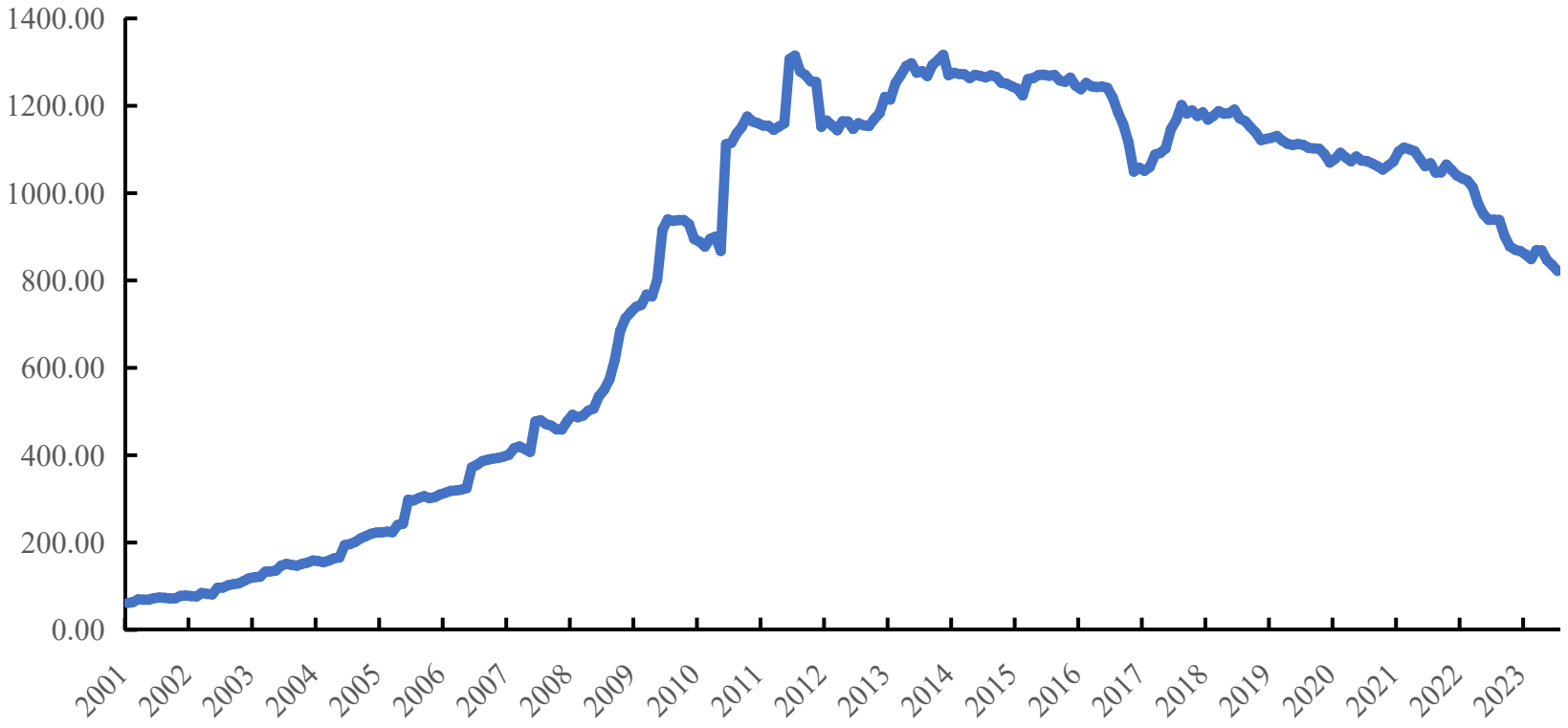


Fig. 40: Foreign Holders of U.S Treasury Securities：China (USD bn)

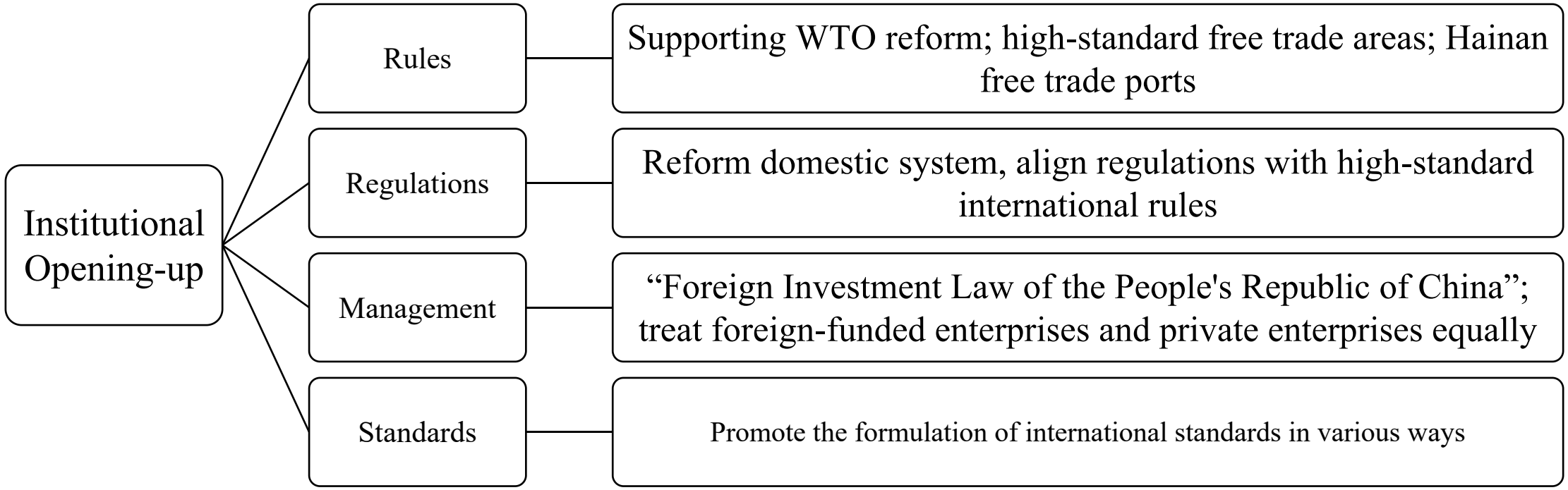
Source: wind

China-U.S. Cooperation

- Global importance of cooperation between China and U.S.:
  - -- Global economic prosperity: certainty and confidence, stable growth of trade, supply chain and production;
  - -- Peace: anti-terrorism, resolving regional conflicts;
  - -- Global governance: climate change, food supply, energy security, infectious diseases and public health, nuclear utilization and nuclear safety;
  - -- Frontier of science and technology: 5G\6G; artificial intelligence and its challenges;
  - -- ……
- Is it possible? Very hard from a psychological point of view:
  - -- U.S.: Envy/Jealousy Tendency, Inconsistency-Avoidance Tendency, Deprival-Superreaction Tendency, Reciprocation Tendency, Lollapalooza Tendency
  - -- China: Deprival-Superreaction Tendency, Reciprocation Tendency
- However, efforts should be made and some positive signals: China and U.S. have decided to re-establish working groups in the economic field in Sep 2023; already a video meeting in Oct 2023.

China Should Take More Measures to Boost Market Confidence

- China should continue to be firmly committed to the sound development of China-U.S. economic and trade relations, the reform and improvement of the multilateral trading system.
- Deepen **reform** and widen **opening-up** and Immediately improve the population policy: rebuild incentives for market agents, a vibrant rather than oppressive market economy.
- Steadily expand **institutional opening-up** in terms of rules, regulations, management and standards.



China Should Adopt an Appropriate Mix of Economic Policies

- In the **short term**, China should implement: loose monetary policy + proactive fiscal policy + loose macro-prudential policy and housing policy + flexible exchange rate policy + tight cross-border capital control policy.

Macroeconomic policy	Policy effect
flexible exchange rate policy	the exchange rate of the renminbi is allowed to fluctuate within a wider range
tight cross-border capital control policy	release pressure on relevant risks and curb the deterioration of external financial risks; independence of monetary policy
loose monetary policy	stimulating aggregate demand
proactive fiscal policy	stimulating aggregate demand
loose macro-prudential policy and housing policy	stimulate a recovery in the housing market and a better expansion of bank credit

China Should Adopt an Appropriate Mix of Economic Policies

- In terms of **medium- and long-term policies and structural policies**: deregulation + construction of a unified national market + promotion of scientific and technological innovation.
- Postpone income re-distribution policy and policies leading to tighter regulations: which will cause further pressure of economic downturn, and fallacy of composition.

Macroeconomic policy	Policy effect
deregulation	enhance the vitality of micro entities and promote entrepreneurship
construction of a unified national market	expanding aggregate demand; Attracting foreign investment
promotion of scientific and technological innovation	promote technological progress and improve the efficiency of resource allocation

Outlook: China's Economic Recovery is Expected

- The non-synchronicity of China-U.S. business cycles is changing over time.
- Business cycle has its own process and rules. We need to be patient with the Chinese economy to get out of the trough.
- China's economy has shown positive signs in many aspects.

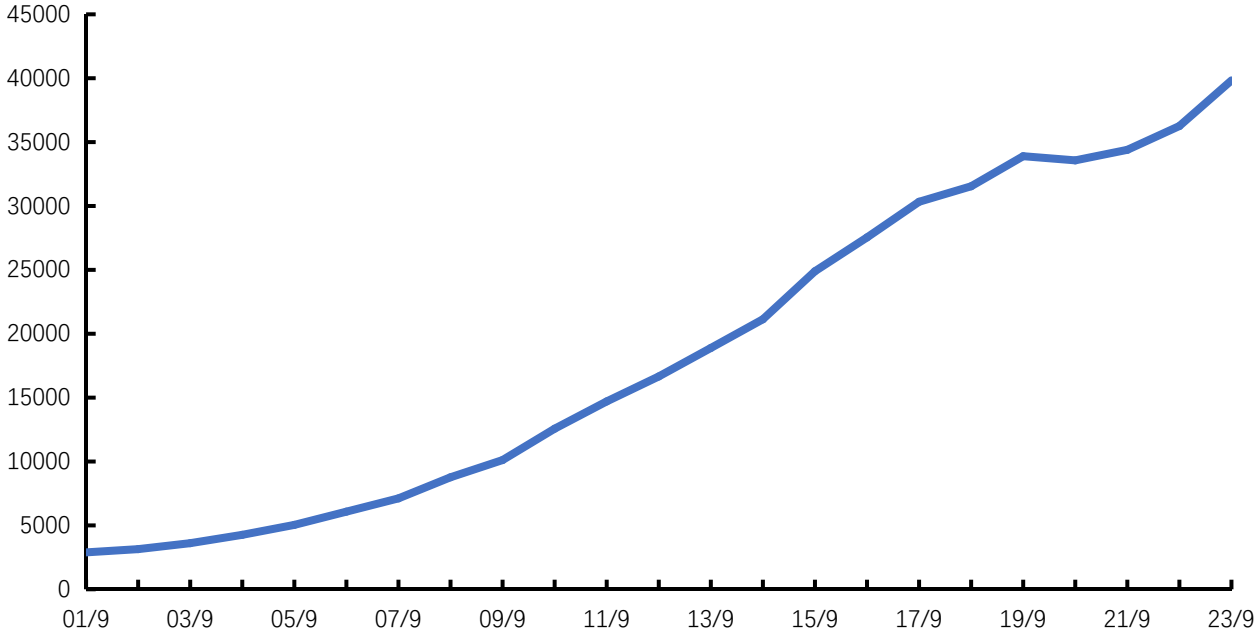


Fig. 41: Total Retail Sales of Consumer Goods（CNY 100mn）

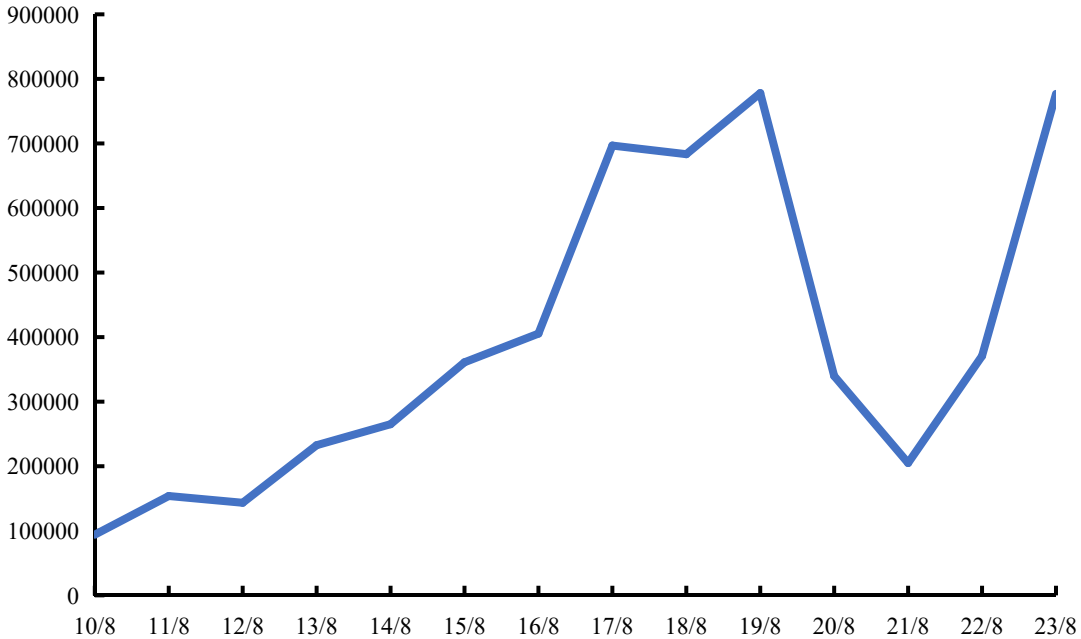


Fig. 42: Movie Box Office Revenue（CNY 10k）

Source: wind

Outlook: China's Economic Recovery is Expected

- China has enormous potential for technological breakthrough and long-term economic growth: (1) HUAWEI Mate 60 smartphone, U.S. blockade of chip technology; (2)China exported more cars than Japan in August 2023.

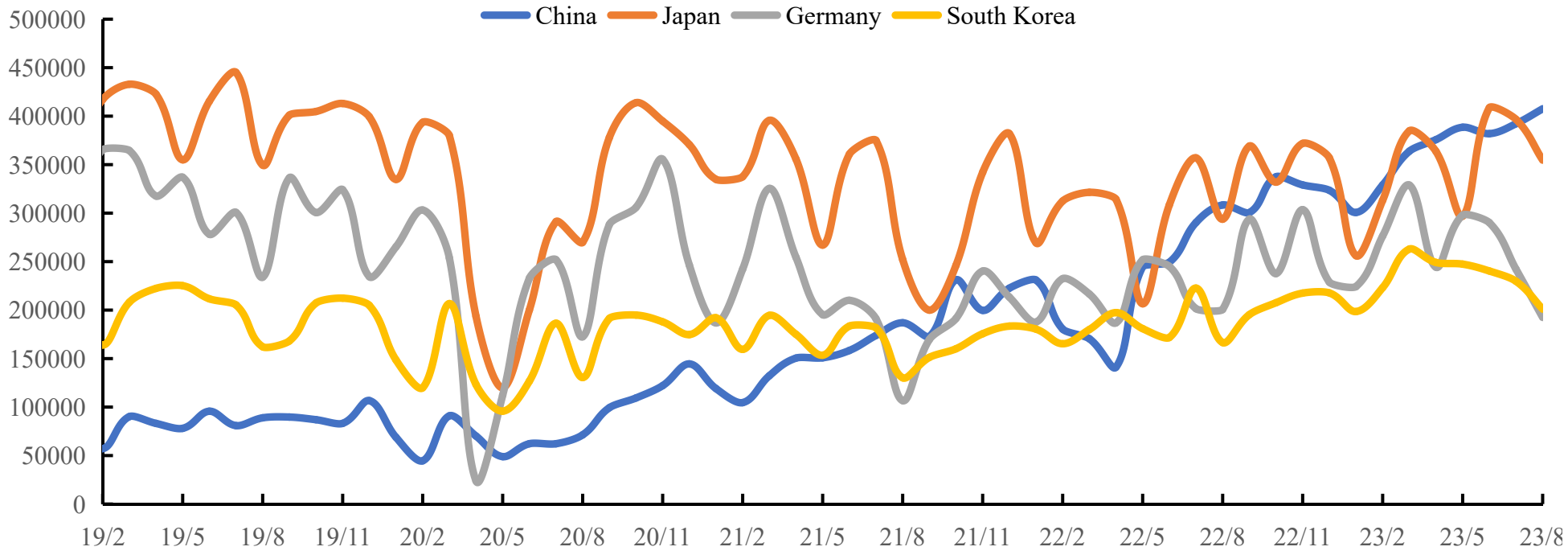


Fig. 43: Car Exports from Four Countries

Source: wind

Outlook: U.S. Business Cycle and Monetary Policy

- Various macroeconomic indicators of U.S. indicate a downward GDP trend in the coming years.

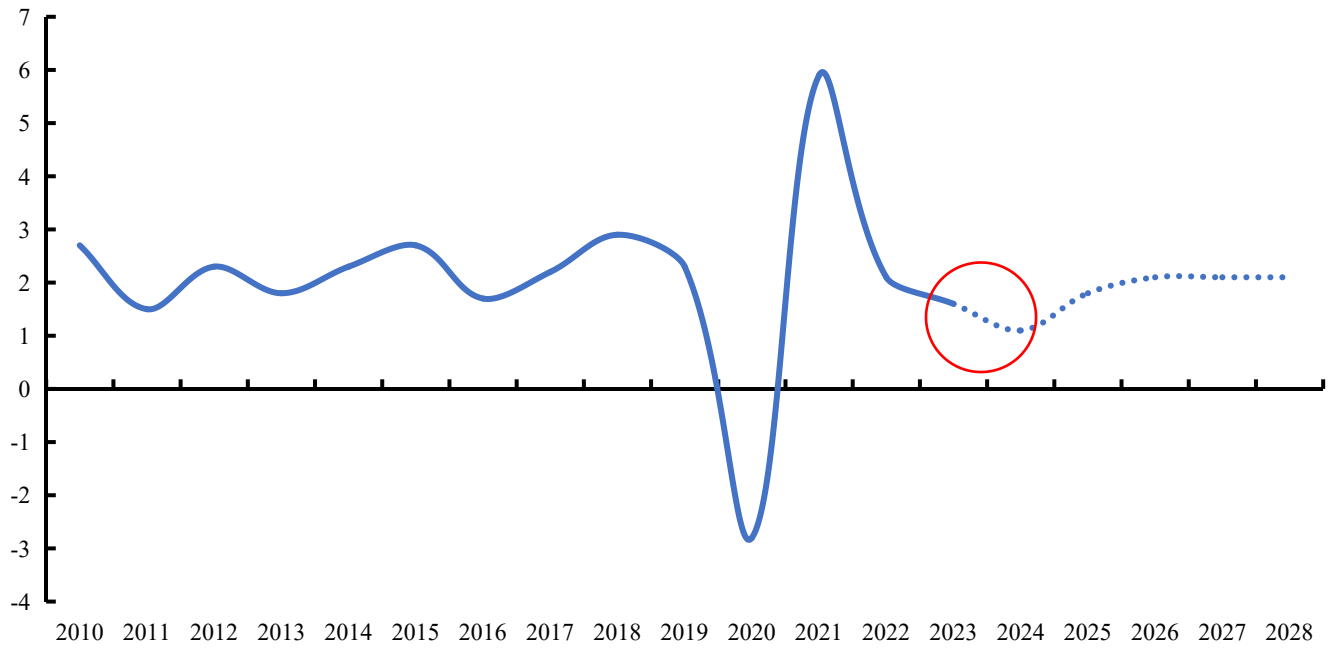


Fig. 44: Real GDP Growth of US and Forecasts

Source: IMF、wind

Outlook: U.S. Business Cycle and Monetary Policy

- Financial risks: stock market, treasury yield curves, housing market.
- Government debt risks: large-scale debt level with high interest costs, sovereign-debt ratings downgraded, reinforce each other.

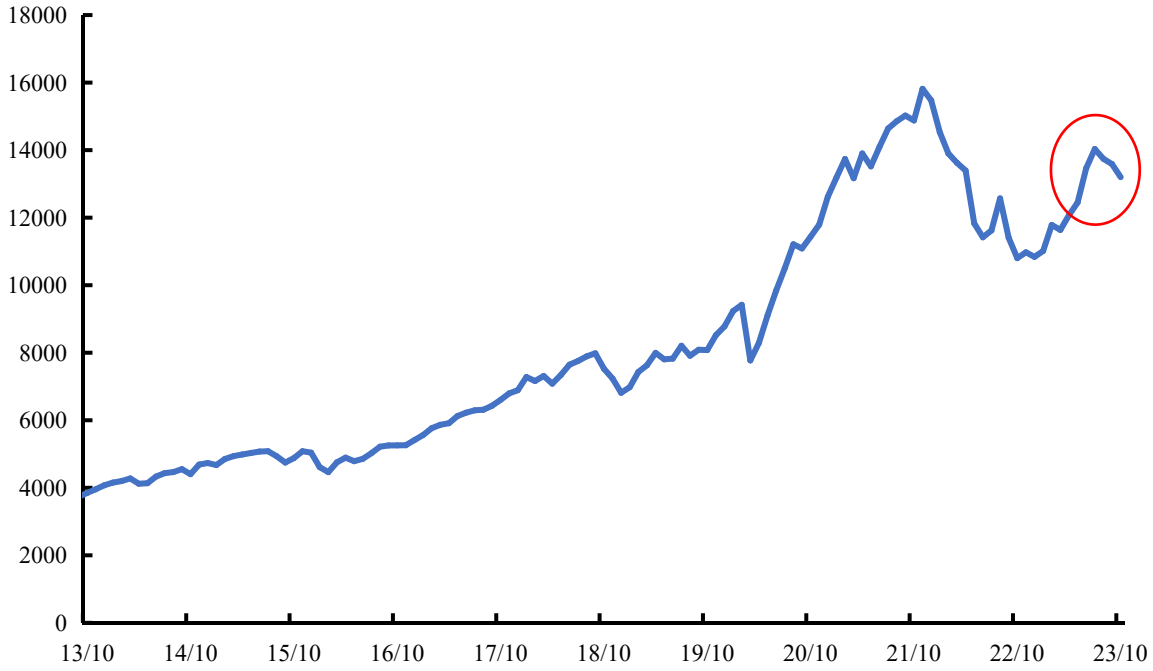


Fig. 45: The NASDAQ Composite Index

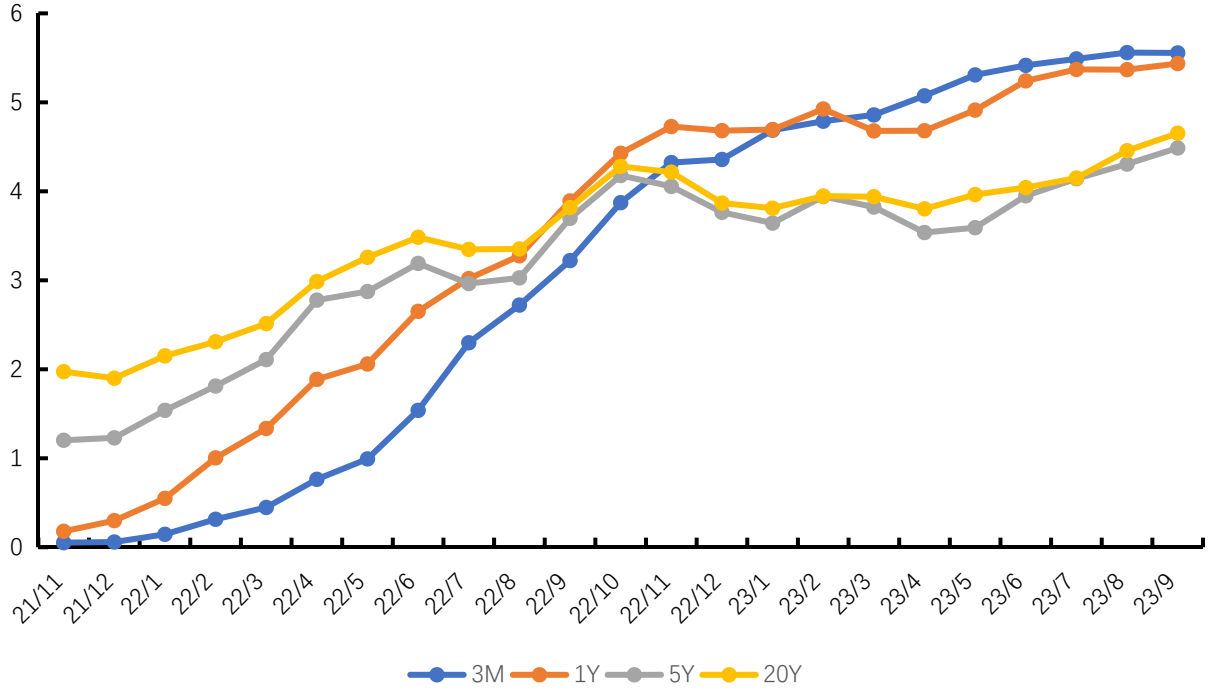


Fig. 46: US Treasury Securities Yields

Source: Federal Reserve Board, CEIC

Outlook: U.S. Business Cycle and Monetary Policy

- U.S. monetary policy is likely to turn around in the coming years.
- Goldman Sachs and others expect 87.5 basis points of rate cuts in 2024 and another 112.5 basis points in 2025.
- China needs to be well prepared in advance for the next round of major adjustment.

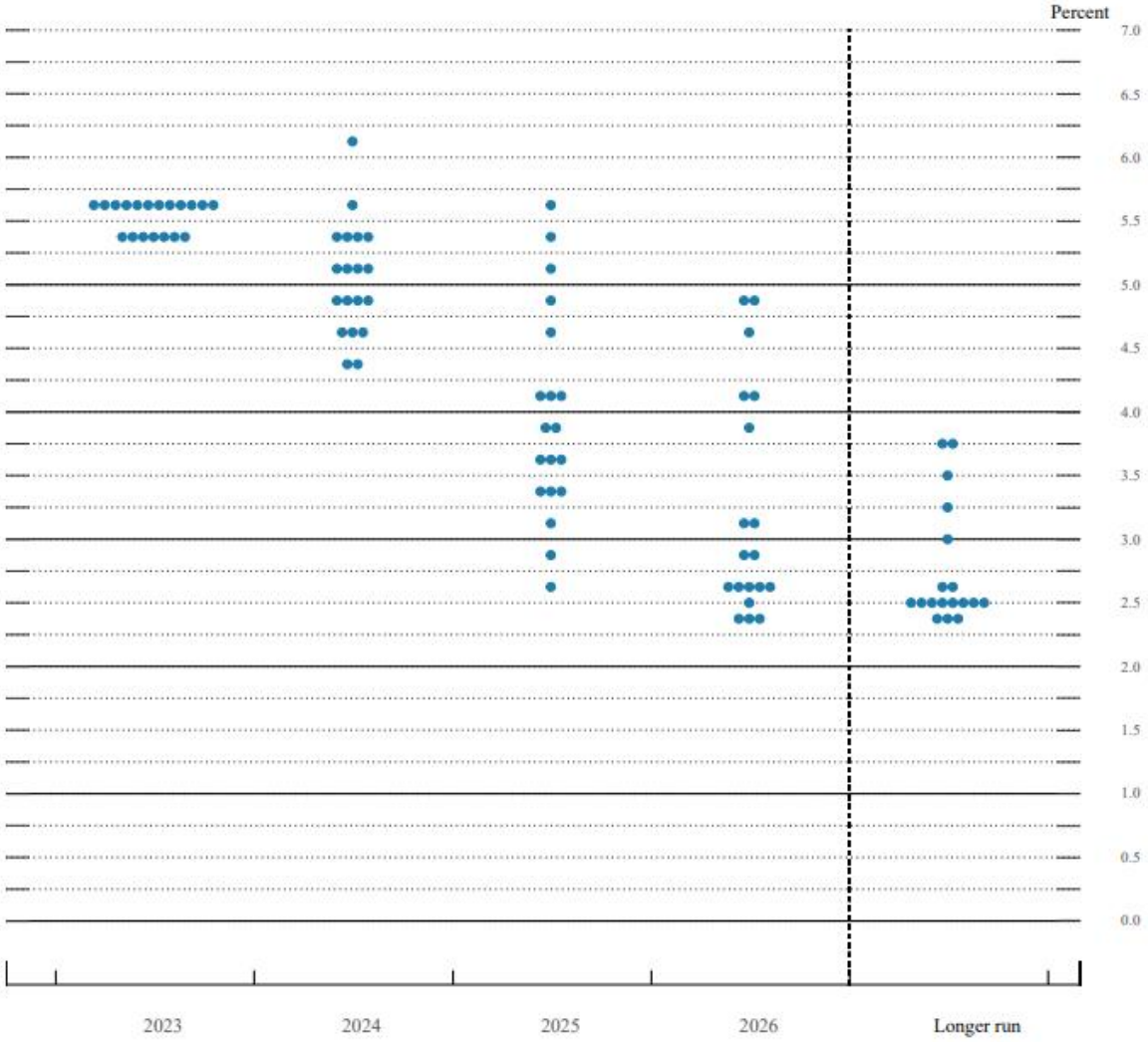


Fig. 47: FOMC Participants' Projections for the Federal Funds Rate (September 2023)

Source: the Fed

聚焦中美经济周期非同步性与国际金融格局， CMF国际专题报告发布

10月28日，CMF 宏观经济国际研讨会（第3期）于线上举行。

本期论坛由中国人民大学经济学院教授、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**刘凤良**主持，**聚焦“中美经济周期非同步性与国际金融格局”**，来自中美学界、政界、企业界的知名经济学家**刘元春**、**James Galbraith**、**毛振华**、**Randall Wray**、**邢自强**联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学经济学院教授、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**刘凯**代表论坛发布 CMF 宏观经济国际专题报告。

报告围绕以下三个方面展开：

1、中美经济周期非同步性的典型事实和特征

2、中美周期非同步性对国际金融市场及中国宏观经济的影响

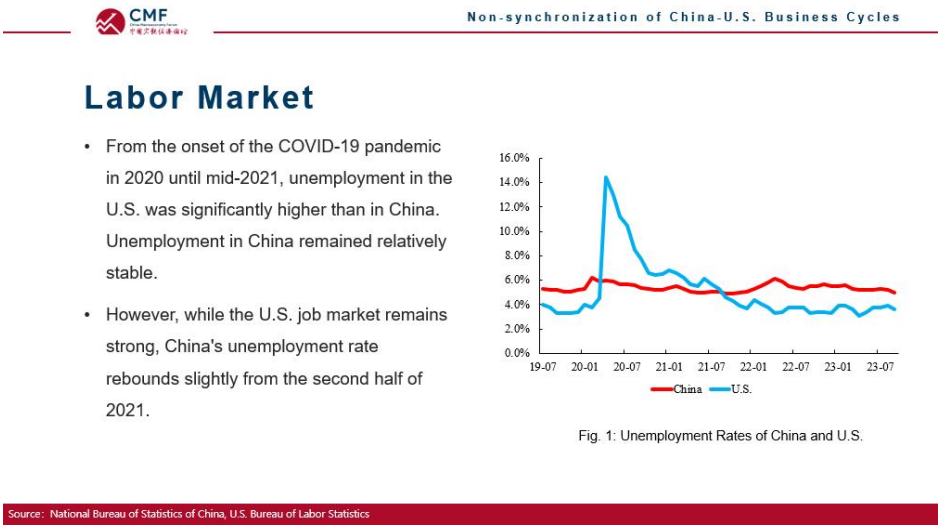
3、政策建议和未来展望

一、中美经济周期非同步性的典型事实和特征

过去几年，尤其是新冠疫情以来，中国和美国这两个世界上最大的经济体面临着不同的经济环境，也采取了不同的政策措施，导致两国在当前以及过去一段时期内处于明显不同的经济周期阶段。**总体来说，美国经济处于比较强劲、甚至过热的状态，而中国经济则面临着较大下行压力，处于低谷状态。**

1、中美经济非同步性的表现

1）劳动力市场

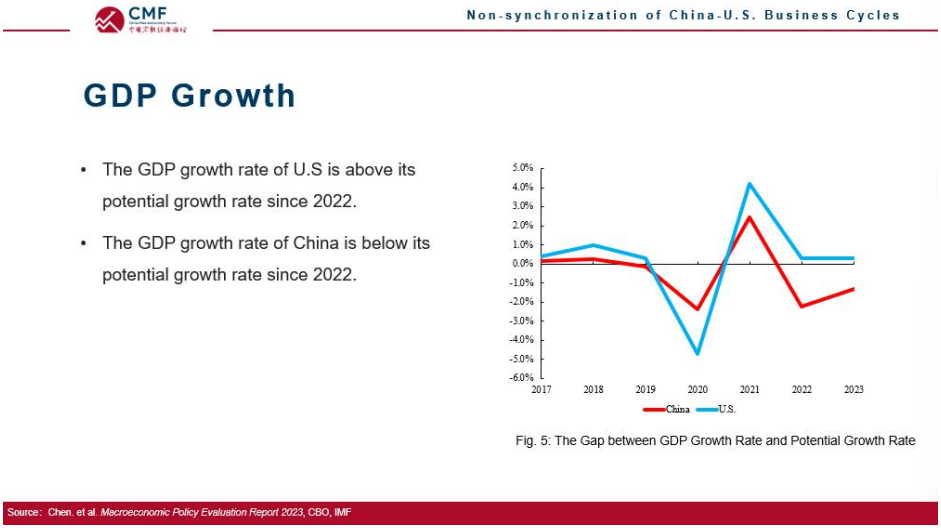


从劳动力市场数据来看，中国失业率总体相对平稳，维持在5%-6%；而美国失业率则在疫情爆发后出现急剧攀升，随后逐渐下降，目前处于较低水平。对比美国失业率与其自然失业率来看，自2021年年底以来，美国的劳动力市场非常强劲，失业率一直处于自然失业率之下。中国的失业率虽然总体平稳，但仍面临着不小的挑战，尤其是16-24周岁的年轻人失业率不断攀升，近期达到20%以上，非常令人担忧。

2）通货膨胀

2020年以来，尤其是俄乌冲突爆发以后，美国通胀率大幅上涨。在采取了一系列政策措施后，目前美国通胀率已有较大幅度的下行，但仍明显高于目标水平。近两三年来，中国一直处于较低的通胀水平，甚至面临一定的通缩压力，表明经济处于有效需求不足的状态。

3）GDP 增速



对比中美两国 GDP 增速与其自身潜在 GDP 增速来看，2022年及2023年美国的 GDP 增速都在潜在增速之上。最近美国公布了2023年第三季度经济数据，增长依然非常强劲。相比之下，近两年中国的 GDP 增速一直处于潜在增速以下，有1%-2%的较大缺口，这反映出中美经济处于不同的阶段。

4）资产价格

从房地产价格走势以及股票市场走势来看，近两年美国资产价格呈现上涨态势，而中国资产价格下行压力较大。尽管今年以来中国政府采取了一系列措施提振房地产市场和股票市场，但目前来看资产价格仍然处于低谷状态。

5）货币政策取向

2022年以来，中美两国的货币政策取向几乎完全相反。美国采取紧缩的货币政策，自2022年以来已经连续加息十多次；中国则采取较为宽松的货币政策，以此来刺激经济复苏。因此，中国的政策利率和贷款利率都处于下行阶段，而美国继续加息的可能性依然存在。2021年年底以来，中国采取了一系列降息降准措施，但我们认为力度可能是不足的。

总结来说，近两三年来，中美经济周期处于显著不同阶段。美国经济处于比较强劲甚至是偏热的状态，而中国经济的下行压力较大，处于低谷状态，仍未恢复到疫情前的增长轨道。

从历史的视角来看，从1992-2023年，除中国以外，英国、法国、德国、印度、巴西、日

本等主要经济体与美国的经济周期表现出越来越高的协同性。这种同步性的形成有多方面原因，一方面是全球贸易的发展，另一方面是全球金融市场的互联互通。此外，一些主要经济体，尤其是发达经济体之间宏观政策的协调性在过去几十年中也有一定程度的加强。**因此，从过去几十年的历史数据来看，除中国以外，其他主要经济体经济周期的同步性是不断加强的。**

中国并非是近期才表现出与美国经济周期的非同步性。从历史的视角来看，中美经济周期的不一致是常态，一致才是偶然状态。上图分别反映了中美两国 GDP 的增速，以及去趋势后两国 GDP 的增速。整体来看，中美经济周期除了在2008年全球金融危机及本次新冠疫情期间表现出较强的同步性，其他时间经常呈现相反的走势。从工业增加值增速、消费增速、货币供给 M2增速等数据来看，结论也是如此。也就是说，中美经济周期表现出非同步性是一种常态。

2、导致中美经济周期出现分化的原因

导致近年来中美经济周期出现分化的原因主要包括三方面：一是中国与美国的内在经济结构本身就存在显著不同。中国作为一个发展中国家，面临着自身发展的问题和政策选择；二是从外部环境来看，一些国际重大事件和冲击对于中美两国经济的影响也存在着严重的非对称性；三是从政策方面来看，中国采取了较为严格的资本管制措施，在一定程度上将中国宏观经济隔离在全球金融周期和经济周期之外，导致中美国经济周期出现分化。

1）内部经济结构

在新冠疫情中，中国采取了较为严格且持续的防控措施，从而降低新冠病毒对人民的伤害。这些防控措施拯救了更多人的生命，但对经济造成的负面影响也更大。此外，中国作为发展中经济体，正在处于重大转型期，面临着多重问题：

一是中国潜在 GDP 增速进入了持续的结构性下行阶段。改革开放以来中国经济高速增长的趋势出现了根本性转变，转向了中高速增长；

二是过去几十年中国高度依赖对外贸易对经济增长的拉动，但近年来中国贸易占世界贸易的比重达到顶峰，需要进行调整；

三是中国的人口结构出现了超预期调整，尤其去年以来中国人口开始出现负增长，人口老龄化的速度也超过预期，这对于当前以及未来经济的增长都会造成持续的重大影响；

四是在经历了几十年的繁荣后，中国的房地产市场也面临着重大调整和收缩。

以上问题对中国经济造成了很大的下行压力，这是美国不曾面对的。

2）外部环境

首先是在中美的战略博弈中，美国处于攻势，中国处于守势。美国政府针对中国发起了贸易战、科技战以及其他各方面的打压措施。由于西方发达经济体大多跟随了美国的这一策略，导致对中美两国的经济产生了较大的非对称影响。中国宏观经济遭到了更大的伤害，在国际贸易、技术进步、外商投资等方面都受到了负面影响。尽管美国也在某些方面受到了伤害，但其影响比中国小得多，甚至有一定的正面效果，比如使更多资金流向了美国，美国制造业也出现了一定程度的回流等。

此外，俄乌冲突以及随之而来的全球风险和不确定性上升，对中美两国经济同样产生了非对称影响。俄乌冲突扰动了国际能源市场，给美国带来了通胀压力，而中国受到的通胀压力相对较少。在俄乌冲突爆发之后，全球避险情绪增加，美元呈现升值趋势，而人民币却面临着较大的贬值压力。**总体来看，美国作为世界中心国享受着货币和金融霸权、政治文化和**

话语权霸权、军事霸权、科技优势等带来的一系列好处，而中国却没有、甚至相反。

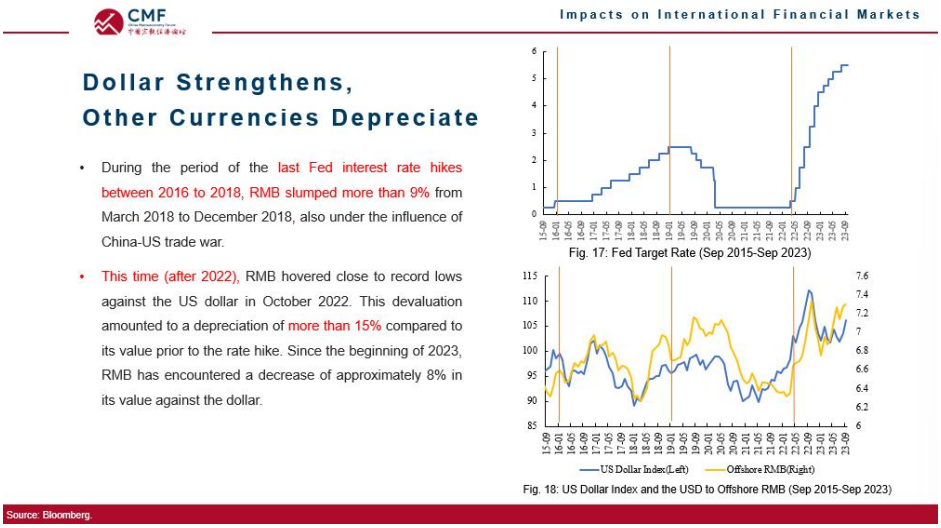
3）中国的资本管制政策

中国一直以来采取了较为严格的资本管制措施。一方面，这可以保证中国货币政策的独立性和有效性，便于调控宏观经济；另一方面这有助于防范金融风险的蔓延和金融危机的爆发。但这也导致了中国的经济和金融周期与全球的经济金融趋势有所隔离。因此，过去一段时间美国处于加息周期中，而中国却并没有跟随。

二、中美周期非同步性对国际金融市场及中国宏观经济的影响

1、对于国际金融市场的影响

1）美元升值，人民币和其他货币贬值



从历史情况来看，2016-2018年的美联储加息周期也导致了人民币贬值，贬值幅度在9%左右；而本轮美联储加息导致人民币贬值的最大幅度超过了15%，因此对中国的影响是比较大的。从印度、印度尼西亚、南非，以及其他发达经济体的情况来看也是如此，即其他货币出现贬值，而美元出现较大幅度的升值。

2）全球资本流动受到了较大影响

伴随美联储的加息，美债收益率也出现了急剧攀升，截至2023年8月十年期美债收益率已经上升到了4.8%。这使得美国资产更具有吸引力，引发了国际层面的资本流动，包括金融资本和直接投资的资本流动。从 IMF 等机构的数据来看，2022年以来，随着美联储加息，一些经济体由于资本外流出现了主权债务违约的情况，个别国家甚至出现了货币危机以及金融危机。新兴经济体的资本流入自2022年以来急剧下降，虽然2023年有所复苏，但近期又出现了回调，新兴经济体整体面临着较大的资本外流压力。

不过实事求是地讲，本轮美联储的大幅加息并没有引发主要发展中国家和新兴经济体爆发大规模的货币危机和经济危机，《巴塞尔协议 III》在其中发挥了一定作用。更强的金融监管使得在疫情前后，新兴经济体并没有出现大规模的银行资本跨境流入流出，而银行资本短期、大规模的跨境流出是引发货币危机乃至金融危机的重要原因。

2、对中国宏观经济的影响

1）显著削弱了市场主体对于中国经济的信心

在现代市场经济中，信心是非常重要的，若市场主体的信心普遍不足，则会引发全社会风险偏好的下降，从而对金融稳定和宏观经济带来巨大的负面影响。目前，无论是国内还是国际市场主体，对于中国经济的信心都处于非常低谷的状态，中美经济周期的非同步性是导致这一现象的重要原因。美国经济增长强劲，而中国仍未从低谷中走出来，导致市场主体对中国的信心下降。

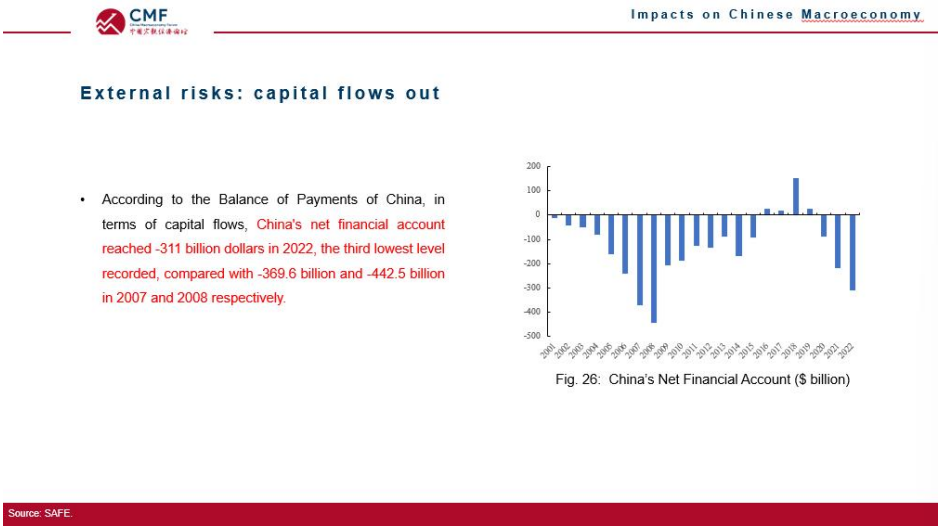
从国际市场来看，IMF、世界银行等主要机构都在近期调低了对于中国2023年和2024年GDP 增速的预期。今年10月，IMF 将中国今年的经济增速预期由5.2%调至5.0%，2024年的增速由4.5%调至4.2%；世界银行将对中国明年经济增速的预期由4.8%调至4.4%。这表明主要国际机构以及投资主体对中国经济的信心不足。《The Financial Times》、《The Economist》等西方主流媒体也普遍唱衰中国经济，不过其中可能也有“有意为之”的成份。**值得指出的是，中美经济周期的非同步性分化，在一定程度上可能会加剧美国政府打压中国的信心和勇气**。一方面，他们可能会认为是此前的贸易和科技制裁发挥了作用，从而可能会进一步加强相关措施；另一方面，在当前中国经济不景气时期，打压的效果可能会更好。因此，中国的

经济政策制定者需要重点关注在中美经济周期分化的背景下，美国政府的政策变化和政策导向。

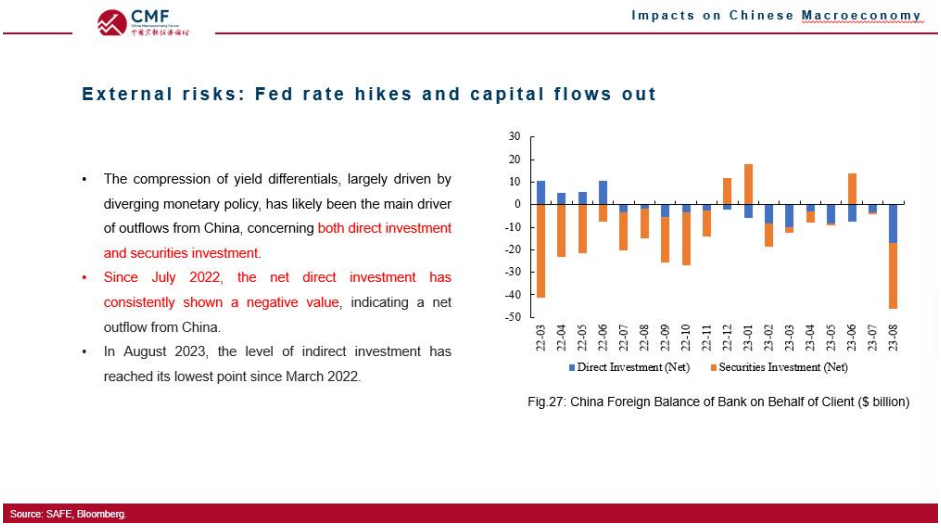
中国国内市场主体的信心状况也非常糟糕。PMI 指数，尤其是消费者信心指数，自2022年下半年以来一直处于低迷状态，近期也没有非常明显的改观，股市和房市表现同样低迷。

2）加剧了中国金融风险

中国面临的对外金融风险包括人民币过度贬值甚至产生货币危机的风险，以及与之密切相关的资本大规模外流风险。尽管中国采取了较为严格的资本管制措施，但资本外流的态势依然存在，并且规模巨大。本次人民币的贬值幅度比2016-2018年的还大，与之伴随的是较大规模的资本外流。



自2022年第二季度以来，中国的净资本账户持续为负，去年的总规模为-3110亿美元。2007、2008年金融危机时期，中国的净资本账户规模分别约为-3700和-4400亿美元，因此当前的规模是比较大的。



从直接投资来看，2022年7月份以来，中国的净直接投资也持续为负。截至2023年8月，该负值达到了过去两年的新低，表明产业资本对中国的净投资也出现了一定的外流。

对内的金融风险包括股市过度下调风险、房地产市场风险等。近期中国股市十分不景气，房地产市场也持续低迷，无论是新建住房还是二手房的相关指标都没有得到很好地恢复。房地产市场的不景气导致房地产投资下降，2022年4月以来，中国房地产投资增速持续下行，目前已降至-9.1%。

此外，还有相关的债务风险。一方面，房地产等行业企业面临着债务风险；另一方面，地方政府的债务风险也十分令人担忧。不过，当前中国的外币债务不是很高，这对于防范相关金融风险是有好处的。

人民币贬值和资本外流等外部金融风险，与房地产风险和企业债务风险等内部金融风险之间是可以相互强化的，进而形成恶性循环，严重时可能引发金融危机。一方面，如果人民币贬值和资本外流进一步恶化，就会直接诱发货币危机和银行危机，从而引发全面的金融危机；另一方面，若内部金融风险持续恶化，将会与外部风险形成联动，进而产生严重后果。

具体来看，如图32所示，中国经济下行和市场信心不足可能会导致三个结果：一是产能过剩和生产收缩；二是泡沫资产价格下跌，比如房价下跌；三是人民币贬值和资本外流。

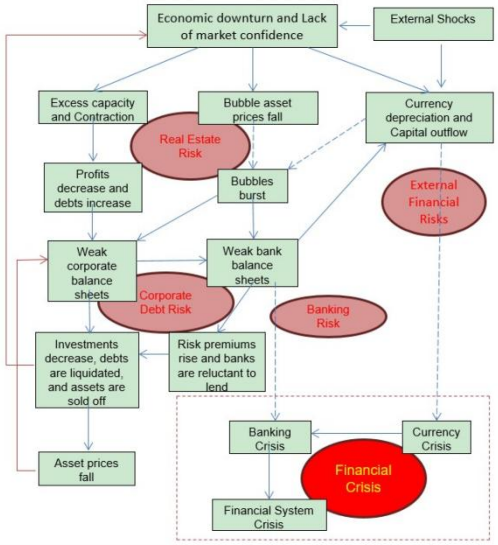


Fig. 32: The Interaction between Domestic and External Financial Risks

这进而会产生几方面的影响：一是房价下跌可能会引发资产泡沫破裂甚至更严重的后果；二是产能过剩导致相关产业的利润下降和债务增加，资产负债表逐渐恶化。为了修复资产负债表，相关主体可能会出售资产、减少投资，从而导致资产价格进一步下跌，引发“债务-通缩”恶性循环。与此同时，投资下降会加大中国经济的下行压力，降低居民信心。房地产风险和企业债务风险可能会导致银行的资产负债表恶化，从而引致风险溢价的上升和银行的惜贷行为，这又会进一步导致企业债务风险的恶化。总之，内部多重金融风险之间可能存在着一种互相影响和强化的机制。

同时，内部和外部金融风险之间也存在着相互强化的机制。一方面，若对于人民币贬值和资本外流的管控不当，可能会直接刺破内部的资产泡沫，导致银行危机和金融危机；另一方面，企业和银行资产负债表的恶化可能会降低市场对于金融体系的信心，从而导致人民币的进一步贬值、存款搬家和资本外逃，引发货币危机。

在当前美国经济偏强势，中国偏弱势的背景下，我们需要格外关注内部金融风险和外部金融风险的联动，以及其可能引发的金融危机风险。

3）抑制了中国经济复苏的步伐

美国经济的强劲和美联储的持续加息，抬高了全球利率水平，将通过多个渠道引发全球生产和贸易的萎缩，进而对中国经济产生负面影响。自2021年年底以来，伴随美联储的持续

加息，发达经济体平均加息了400个基点，新兴经济体平均加息了650个基点。这不仅使得美国的利息上升，也使得除中国以外全球主要经济体的利息都有较大幅度的上升，导致全球呈现紧缩的货币政策态势。这对于全球经济和投资的发展是不利的，进而会削弱中国经济复苏的步伐。

此外，在价格粘性的假设下，由于美元是全球贸易中的主要计价货币，其升值会直接导致国际贸易品价格普遍上涨，进而导致全球贸易的萎缩，也会对中国的经济复苏产生负面影响。比如2023年第三季度，中国进出口额对于 GDP 增速的贡献率为-17.1%，呈现负增长态势。

中美经济周期分化阻碍中国经济复苏步伐的另一个重要原因是，这种非同步性对中国政策的制定形成了掣肘。尽管我们采取了宽松的货币政策，但由于这与美联储的政策不同步，因此政策的制定和施行依然保持谨慎状态。为了避免人民币出现更大幅度的贬值以及资本更大规模的外流，我们不敢采取更宽松的降息降准措施。从实际情况来看，已采取的货币政策措施的力度对于刺激经济复苏来说是不够的。

三、政策建议及未来展望

1、对美国的政策建议

第一，美国在政策制定上需要超越其自身的经济利益，更多地从全球经济的角度出发进行考量。一方面，美国的货币政策对其他经济体产生了较大的负外部性。美国享受美元作为世界货币的好处，但其责任和义务却是不对等的，美国仅关注自身利益，既是不公正的，从全球经济的视角来看也是低效率的。**此外，美国经济政策的负外部性也会产生一种“溢回效应”，即对其自身产生负面影响。**因此，美国需要更多地突破自身的经济利益，以更宽广的视角来进行政策制定。

在此背景下，各主要经济体也要加强货币政策等宏观经济政策的协调配合。当前巴以冲突还在加剧，全球经济的不确定性进一步上升。为了促进世界经济复苏，增加全球居民福利，各主要经济体需要在 G20、IMF 等框架下加强政策的协调配合。

第二，中美之间要加强协调合作。自特朗普政府以来，美国政府对中国的打压措施接连不断。这在一定程度上反映出美国对中国崛起的嫉妒，因为中国通过“中国式现代化”的方式、而非西方资本主义发达国家的方式取得了举世瞩目的经济成就。但无论东方文化还是西方文化都视嫉妒为人性最大的恶之一、是不好的心理状态，在历史上，由嫉妒引发的悲剧层出不穷。客观来说，无论是在经济、科技还是军事方面，美国都无法彻底地打败中国。

在此背景下，我认为美国应该放弃对中国的嫉妒以及相关打压措施。从中美经济关系来看，美国经济的发展与中国在全球产业链中的供给密切相关，中国也是美国最大的国债持有者之一，因此中美合作对于两国以及全世界都是有利的。中美合作除了能够促进世界经济繁荣，对于世界和平，比如解决巴以冲突，以及全球气候变化、能源危机、食品不足、传染病危机等全球治理也是非常重要的。此外，中美合作在人工智能及其挑战、5G/6G 等先进技术的开发方面也很关键，这关乎全球居民的福利。

尽管我们呼吁中美合作，但短期内，我对此持悲观的态度。这主要是从心理学视角，而非经济学视角来判断的。目前，**部分美国的决策者和政治精英非常情绪化，受到多重不良心理倾向的干扰**。

1）嫉妒心理

中国以一种不同于美国的方式迅速崛起，从而引发了美国的嫉妒心理。这种嫉妒心理是人性的弱点，是不可避免的。

2）“剥夺超级反应”倾向

在贸易层面，中国替代美国成为全球很多国家的主要贸易伙伴，并在部分高科技领域挑战了美国的霸权和主导地位，这引起了美国的“剥夺超级反应”倾向，进而打压中国。

3）“避免不一致”倾向

自特朗普政府以来，美国就开始了对中国的打压，随后一以贯之。其中存在着“避免不一致”的倾向，既然行动已经开始了，就要进一步论证行动的合理性，而停止相关行为则代表着自己的错误和失败。因此，作为一种惯性，美国对中国的打压可能会持续下去。

4）报答机制

美国打压中国，中国便以牙还牙，对美国予以报复，进而美国进一步加大打压力度。贸易战、科技战都会使得这种冲突升级，形成恶性循环。

5）多种效应综合起来导致“Lollapalooza”效应

总结来说，上述心理倾向可能会导致美国对中国的打压持续较长时间，我个人对于短期内中美的合作持悲观态度。

不过，事在人为，我们仍然可以采取一些措施缓和中美关系，并且现在也出现了一些积极信号。今年9月，中国和美国决定重新组建经济工作组，就经济层面的问题进行沟通和交流。前两天双方举行了第一次视频会议，这是一个好的开端。

2、对中国的政策建议

1）中国应继续高举和平、发展、开放、包容的大旗，不主动扩大与美国的冲突和矛盾

中方应展现良好的态度，在以牙还牙的同时保持一定克制。在报答机制的影响下，若一方释放善意信号，另一方可能也会跟随释放善意信号，从而逐渐缓和双方关系。中美关系对于提高国际市场主体对中国经济的信心是很重要的，毕竟美国是全球第一大经济体，若与美国的矛盾加剧，市场主体对中国的信心可能会进一步下降。

2）加强改革开放的力度，同时避免人口危机的爆发

一方面，改革开放是中国过去几十年取得巨大成功的关键。近年来，我国经济发展面临着一些结构性问题，需要通过进一步深化改革和制度型开放来实现，尤其是要重建市场主体的激励机制，使其敢于消费，敢于投资，敢于创业。我们要构建充满活力的市场经济，这需要市场化导向的深度改革才能实现。

另一方面，当前我国面临的人口问题比大家想象得要更加严重。人口的负增长和老龄化对于中长期经济的影响巨大，对于市场信心的来说也是至关重要的。中国应尽快采取措施，

汲取国际经验，将人口出生率调整至合理、科学的水平。这也是任何一个社会想要保持正常人口更替所需要做的，关乎中华民族的繁衍生息。

3）短期内要采取科学的一揽子宏观经济政策组合，加强协调配合，以刺激总需求、提振市场信心

具体来说，要采取“宽松的货币政策，宽松的财政政策，宽松的宏观审慎和住房政策，以及灵活的汇率政策和偏紧的跨境资本流动管制政策”这一政策组合，来应对短期经济继续下行的压力。宽松的货币政策和财政政策，以及宽松的宏观审慎政策能够有效刺激总需求，而灵活的人民币汇率政策允许人民币更大幅度地波动，偏紧的资本管制政策能够确保宏观经济政策的有效性并防范内外金融风险联动。

4）中长期和结构性政策的主基调则应该是“放松管制+构建统一高效大市场+促进科技创新”

这类长期性政策，可以与上述短期宏观政策组合更好的配合，从而既提升短期政策效果、提振市场信心，又有利于中国长期的经济增长。另外，旨在改善收入财产分配以及其他趋于收紧管制的重大政策在近1-2年之内不宜推出，因为中国经济还没有走出低谷，这些政策出发点即使是好的，但可能会加大经济短期下行的压力，形成“政策合成谬误”。

3、对中美经济未来的展望

从历史数据可以看出，中美经济周期处于非同步性是一种常态，并且这种状态处于动态的变化之中。未来1-2年也会如此。一方面，要认识到经济周期有其自身的规律，无论是信心的恢复还是实体经济的反弹，都需要一定时间，所以我们对中国经济的复苏要更有耐心。另一方面，中国经济已经出现了积极的信号，比如近期消费品零售额呈现良好增长态势，旅游、电影等服务业部门的销售额也呈加快复苏态势，表明中国整体经济的复苏是可以期待的。此外，在美国的打压和技术封锁下，华为在手机芯片方面也取得了重大突破，表明中国在技术创新方面有较大潜力，这也增加了市场主体对中国未来技术进步和经济增长的信心。

另外，2023年8月，中国超过了日本，成为世界第一大汽车出口国。在汽车产业，尤其是新能源汽车领域，中国拥有巨大优势，可能会成为未来中国经济增长的动力。因此，对未来

中国经济回归正常的增长趋势应该保持信心。

当前，美国也面临着一些反方向的调整。尽管今年三季度，美国的经济增速依然强劲，但2023年总体增速预计相比2022年有所下降，2024年可能还会进一步下降。主流观点认为，2023年美国可能会实现软着陆，不会出现经济衰退。当然，也有一些美国以及国际学者持有相反的观点，即美国依然面临较大的衰退风险。目前美国金融市场也面临着较大压力，一方面，股票市场面临着回调的压力；另一方面，美债收益率曲线出现倒挂并持续了很长时间。从历史经验来看，这预示着很大的金融风险。若金融风险引发了相关危机，可能会对实体经济的增长和经济周期的转换产生很大的影响。

美国债务风险也不容小觑。一方面，美国政府债务规模急剧扩大；另一方面，美联储加息使得美债收益率上升，导致国债面临很大的利息成本。一些国际评级机构已经下调了美国主权债务的评级，而这与其债务风险是可以相互强化的。一方面，主权债务评级的下降会提升美国政府债券的风险溢价，政府要以更高的利率才能发行相关债务，从而增加了其利息成本。另一方面，利息成本的增加又会进一步导致市场主体对美债的信心下降，使其债务评级下跌。

未来1-2年中，美国的货币政策或面临着反方向的调整。高盛等机构预测，2024年美联储会有87.5个基点的降息，2025年会有112.5个基点的降息。虽然短期来看，加息的可能性依然存在，但明年和后面，美国的货币政策大概率会出现根本性转向。

对于中国政策制定者来说，要提前做好准备，以应对下一轮美国经济形势和货币政策的大调整，包括储备政策空间、采取一些预防措施等，以此来把握主动权、把相关负面影响降到最低。

论坛第二单元，结合CMF中国宏观经济专题报告，各位专家围绕“中美经济周期产生分化的原因、对于两国未来经济走势的判断及政策建议”等问题展开讨论。

上海财经大学校长，中国人民大学原副校长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人**刘元春**认为，当前，国际经济格局逐渐从90年代的“新三角”和“大缓和”转向“模糊多边体”，这主要是因为“新三角”体系带来的红利逐渐消失，且各国对于安全性的关注度提升。

美国经济在疫情和中美博弈期间保持强劲的原因：1）在特殊时期，美国可以运用全面宽松的政策，通过美元超级霸权的地位来进行经济刺激，回避了疫情带来的“疤痕效应”；2）在大量流动性和资本的回流过程中，美国获得了超级财富效应和资产效应；3）美国在近岸外包、友岸外包、产业回流及再工业化过程中产生的投资效应、回流效应，使得其他劳动力市场景气度提升。

当前，美国经济“高点已至”，而中国经济“底部特征渐显”，实体经济先行指标已经出现了持续反弹。**四季度或将成为中美周期交替的关键节点。**

美国德克萨斯大学教授、美国国会联合经济委员会前执行主任**詹姆斯·加尔布雷斯**（James K. Galbraith）指出，失业率的上升和利率的提高会导致美国经济面临衰退风险。当前美联储十年期国债收益率达到了高点，因此可以预测美国经济将会进入下行周期。

中国接下来的经济发展重点不应该是追求 GDP 的高速增长，而应该更多关注社会福利和居民幸福感，因为 GDP 不等于居民幸福。**建议中国始终把金融的稳定性摆在重要位置，维持资本管制措施**，因为目前世界经济具有不稳定性，美国为了维持其金融霸权会通过货币政策维护国家利益，且跨国银行缺乏监管，在这种情况下，开放对于金融稳定是不利的。

中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席，中诚信国际首席经济学家**毛振华**指出，在疫情之前，中美货币政策几乎是共振的，方向基本相同，只是力度存在差异。当前中美两国依然在完全不一样的政策轨道上运行，美国的通胀比我们想象的要更顽固，同时美国经济的韧性也比我们想象的更强。

从中国目前的市场需求和就业情况来看，还需要实行更加宽松的经济政策。货币政策还要继续维持低利率，并且依然要进行资本管控，防止汇率市场的剧烈波动。即便我们认为今年中国经济能够企稳，也不能过快改变宽松的政策导向。

MMT 创始人之一，美国后凯恩斯主义主要代表人之一，美国巴德学院、利维经济研究院教授**兰德·雷**（Randall Wray）指出，现代货币理论（MMT）认为，货币主权对于独立的货币政策和财政政策至关重要。自沃尔克以来，美联储将美国的低通胀归功于自己，**但其真正原因却是全球化的供应链、廉价的劳动力、及时生产方式的盛行、美国工资停滞等原因。**

在应对通胀方面，美国可以吸取三点经验教训：1）MMT 理论一直强调实际的资源约束，它并非完全忽视通胀；2）美国当前的通胀不是需求驱动的，且政府支出会带来对投资的阻碍，因此美联储对通胀无能为力；3）制定更加合理的财政政策，着重解决瓶颈问题，加大住房、新能源等领域的公共开支，提供必要的劳动保障，帮助稳定薪资水平，促进物价恢复正常。

对于发展中国家和新兴经济体来说，要平衡开放与金融稳定，需要实行浮动汇率制并进行适当的资本管制，以便为国内政策提供空间，并且应该减少外币债务。

摩根士丹利中国首席经济学家**邢自强**认为，在过去12个月当中，美国政府部门的债务持续增加，但中国政府的财政赤字却有所收缩。美国的财政支出预计将会在接下来12个月出现收缩，进而可能导致经济放缓。

为应对“债务-通缩”的恶性循环，邢自强提出了“5R”计划，**即通货再膨胀（Reflate）、再平衡（Rebalance）、结构调整（Restructure）、改革（Reform）、复苏（Rekindle）。**当前，宽松的财政政策和货币政策已经转移到了房地产市场，并对地方债务进行了重组，对国有企业和私营企业进行了结构性改革。如果能够在明年实现“5R”计划50%的目标，中国的经济环境会变得更加乐观。

刘元春： 中美经济周期交错点即将到来

刘元春 上海财经大学校长，中国人民大学原副校长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人

以下观点整理自刘元春在CMF宏观经济国际研讨会（第3期）上的发言

一、各国经济周期的分化是常态

1、全球化并不等于各国周期趋同

理论上，当全世界各国在全球化浪潮中逐渐融为一个大市场和大经济体之后，各国的经济增速和波动应该会出现趋同。而事实上，由于全球分工不同，不同分工极的生产方式和利益分配方式也不相同，不同分工极的增长速度和波动率会出现不一致。因此，即使是在全球化进程中，各个国家的增长速度以及波动率都没有趋同。

即使不考虑结构性的问题，不同要素的全球化速度也是不一样的，尤其是金融全球化和资本全球化的速度比实体经济的传递要快。**资本对于收益率差异以及风险的感知，会对全球金融周期带来扰动而非趋同。**

同时，服务，特别是人力资源和技术等服务在全球化进程中的结构效应，也会导致不同国家的周期出现差异。

此外，不同群体、不同国家的跨期偏好不同，有些处于储蓄的高峰，而有些则处于储蓄的低谷。这会引发各国在净储蓄方面的差异，从而导致其经济周期在短期内呈现出不同的波动特性。

2、中心国家和外围国家的周期分化是一种常态

对于中美来说，美国作为全球的创新和金融中心，可以用主权货币为贸易赤字融资。只要外围国家存在货币需求、金融需求和创新需求，并且能够对中心国家进行大规模的商品输入，中心国家，也就是美国就可以持续保持其财政赤字和贸易赤字。因此，全球从未出现过各国的贸易平衡，而是产生了长周期的赤字国和逆差国。当顺差国持续大规模地出口时，对于逆差国而言，若货币扩张速度与逆差的扩张不相匹配，就会形成“外围高涨、中心低迷”的状况。

因此，若考虑分工要素的跨期以及中心国家对于军事、政治、公共品、规则的控制，同时控制定价权和风险特性，就会发现中心国家和外围国家的周期分化是一种常态。

二、国际经济格局由“新三角”转向“模糊多变体”

当前，国际经济格局逐渐从90年代的“新三角”和“大缓和”转向“模糊多边体”。“大缓和”产生的重要原因，就是分工体系出现了“新三角”，也就是美国负责创新和金融；德国、韩国等国家负责高端制造；中国、印度等国负责低端制造。这个三角产生了明显的红利：一方面，美国的 IT 技术革命向全球传播，带来了基础红利；另一方面，中国和印度的十几亿劳动力全面融入全球化，带来工资性红利以及低通胀的红利。然而目前，这个“新三角”的分工格局已经崩溃，并逐渐向“模糊多边体”转变。

“新三角”崩溃的关键在于其所带来的红利逐渐消失，也就是全球增长中枢的下降。这种红利的消失直接导致 WTO 框架下自由贸易所产生的互惠互利效应消失，使得贸易受损的人群发言权更加强大。因此，很多国家国内会出现民粹主义，国际社会中也会出现民族主义，使得“新三角”产生了大量的摩擦。

第二，在大国冲突以及新冠疫情中，人们发现过去垂直及水平分工的产业链、价值链的布局虽然具有效率，但安全性不高。对于安全问题的关注直接导致“新三角”的分工体系出现崩溃，各个国家开始进行再工业化，进行对产业链、供应链、创新链的重新布局。

第三，“新三角”格局下，用美元向世界提供公共品的分配体系引起了部分崛起的外围国家的不满。近年来中国快速崛起，逐渐摆脱了低水平制造业的约束，向高端制造业和创新

环节进行全面拓展。因此，除了产业链、分工链的再重构和逆全球化思潮的兴起，日韩、中国、印度及欧洲政策的调整也促使世界经济格局转向多极化。

在此过程中，传统周期的波动方式发生了剧烈变化，从而引发了大量的结构性风险以及公共品风险，而这些风险对于中心国家和外围国家来说是不一样的。

三、美国经济在疫情和中美博弈期间保持强劲的原因

第一，在特殊时期，美国可以运用全面宽松的政策，通过美元超级霸权的地位来进行经济刺激。因此，在过去几年，美国不仅通过“直升机撒钞票”，同时还采取了“天上掉馅饼”式的财政政策，从而产生了强烈的刺激作用，回避了疫情带来的“疤痕效应”。

第二，美国是全球风险的控制者，它在提供美元资金的同时进行了代理人战争，使全球的风险，尤其是地缘政治的风险全面高涨。这种风险高涨很大程度上是由于全球资产定价模式和供应模式发生了剧烈变化。美国不仅通过宽松的政策获得了刺激效应，同时也在大量流动性和资本的回流过程中，获得了超级财富效应和资产效应。因此，在过去几年中，美国的房地产指数、道琼斯指数以及美元指数始终保持历史高位，不仅没有受到疫情和全球地缘政治风险上升的影响，反而出现了一轮新的景气。

美国对于去年以来的一系列加息也采取了缓冲措施，特别是在房地产市场上对锁定利率水平。“锁定效应”使得加息的影响短期内难以在房地产市场中显现，而只会体现在相应的银行体系中。

第三，美国在近岸外包、友岸外包、产业回流及再工业化过程中产生的投资效应、回流效应，使得其他劳动力市场景气度提升，这也值得我们高度重视。原来我们预计美国的贸易逆差会有所收缩，但事实上，美国在通货膨胀的状态下却出现了一轮新的景气。

当前，我们可以确定的是：1）美国的创新依然强劲，特别是 ChatGPT 的出现对于提振市场信心的作用是很大的；2）在目前较为混乱的局面下，美国带来的安全资产效应以及超级公共品提供效应会继续存在。

因此，简单地认为美国会马上进入衰退还为时尚早，这也是从去年到今年，一些研究者对于美国经济和周期变化预测不准的重要原因。

四、中美或将迎来周期交替时点

不过，从历史情况来看，经济周期是难以改变的。**以上几大因素只是会延缓美国进入衰退的时间，并不会改变这一趋势。**主要原因在于：

第一，美国的超级量化宽松和“天上掉馅饼”式的政策效应预计将在今年年底见底。尽管各种救助政策会有一部分得到延续，但长期来说，尤其是在财政债务上限的持续约束下，这是难以为继的。

第二，在各种资产回流的状态下，美国各种金融资产的价格已经见顶，从而为其自身带来潜在的风险。

第三，尽管俄乌冲突还在持续，巴以冲突也在不断深化，其他潜在的地缘政治风险也有很多，但目前大量的风险已经提前释放。金融市场对于地缘政治的感知，可能比政治家还要更为提前。

第四，尽管很多部门对利率进行了锁定，且锁定期一般在3-5年甚至更长，但从目前的研究来看，这种“锁定效应”只能维持在一年左右。

目前，美国的房地产贷款抵押利率已经达到8%左右，汽车抵押贷款违约风险也开始大幅上升。因此整体来看，美国经济形势出现逆转是必然的。**今年四季度也许就是中国与美国周期交替的关键节点，因为美国“高点已至”，而中国“底部特征渐显”。**

近期，中国的实体经济先行指标已经出现了持续反弹：二手房交易出现回升，一线房地产市场逐渐企稳，表明房地产政策正在发挥效应，房地产的超调在四季度可能会有所缓和。尽管目前我国处于风险释放的高点、经济增长速度的底部，但已出现底部企稳信号。在结构性效应和新部门增长的带动下，预计四季度和明年中国经济将持续回升。在这种“美国向下，

中国向上”的周期交替时点，需要格外关注风险。建议深入挖掘周期理论，进一步研究对于周期交替期的风险控制方法。

美国国会联合经济委员会前执行主任James Galbraith：美国经济面临衰退风险，中国更应加强金融稳定

詹姆斯·加尔布雷斯 美国德克萨斯大学教授、美国国会联合经济委员会前执行主任

以下观点整理自詹姆斯·加尔布雷斯在CMF宏观经济国际研讨会（第3期）上的发言

一、美国经济面临衰退风险

失业率的上升和利率的提高会导致美国经济面临衰退风险。一方面，美联储主席杰罗姆·鲍威尔明确指出："美国工资增长应该放缓"。为达到这一目标需要使失业率上升，而失业率上升的同时也会伴随着经济衰退。另一方面，美国利率的不断提高也会导致经济增速放缓。

美联储制定政策的方法，"先宣判，后裁决（sentence first, verdict later）"，即其先制定并实施政策，然后再看政策效果是否得当。截至到2022年12月份，美联储希望通过其政策制定使整体工资增长目标控制到5%以内，这也是提高利率的主要目的。但最近美联储研究发现高工资并不是导致通货膨胀的主要因素。

从历史角度来看，美国经济增长率和十年期国债收益率负相关，收益率的提高会导致经济增长放缓。**目前，美联储十年期国债收益率达到了一个高点，因此可以预测美国经济将会进入下行周期。**

从政治角度来看，James K. Galbraith 和其他合作学者也推测未来美国经济增长将放缓。虽然美联储保持着无党派、独立的中央银行形象，但美联储主席是由总统提名，作为国家管理者，总统十分重视其提名的美联储主席对政党的忠诚程度。所以，民主党总统通常会重新任命最初由共和党任命的美联储主席，例如近年来的艾伦·格林斯潘、本·伯南克和杰罗姆·鲍威尔。据统计证据表明，在总统选举年，如果总统是民主党人，美联储通常会采取更紧缩的政策，而2024年正好是美国总统选举的年份。

但以上的推测并不是百分百准确的，美国目前仍存在许多不确定因素。**第一，疫情期间，美国最富裕的家庭改变了消费习惯，持有了大量现金。**因此，这一部分家庭对于通货膨胀并不敏感，这和过去经济周期当中出现的情况是不同的。**第二，美联储自2008年以来一直为银行持有的准备金直接支付利息的做法，为银行提供了大量现金流。**目前，各家企业仍有充裕的信用额度，所以银行并没有放出所有的贷款。**第三，美国联邦政府的公共债务规模已经达到 GDP 的122%，这一数据在40年前仅为30%左右。**受到高利率的显著影响，美国债务的利息支出激增。但同时这也是一种现金转移机制和财富再分配机制，即大笔的现金转移向持有联邦债券的人，主要是富人和中上层阶级。**第四，拜登政府在基础设施、国防建设和半导体芯片等高科技方面的大量资金投入导致联邦预算赤字巨大。**到目前为止，高利率政策并没有造成美国经济放缓（除了建筑业的短暂放缓），但明年和之后的情况是未知的。高利率可能会进一步加剧通货膨胀，因此企业的利息成本会更高。**第五，油价是一个较大的不确定因素。**全球油价目前在90美元/桶左右，而且一直处于上涨趋势。沙特阿拉伯、俄罗斯和其他产油国正在协调减产，以保持高油价。由于地质因素，以及目前控制该地区大部分股权的私营企业的追逐利润策略，美国主要油田二叠纪盆地（Permian Basin）的前景尚不明朗。而且美国的战略石油储备已经枯竭，目前不会出现价格控制措施和产量强制要求。在这样的大环境下，不断上涨的石油价格和其他能源价格可能导致美国经济出现衰退或“滞胀”。

二、中国经济工作的重点应在“金融稳定”

中国在过去一段时间的经济发展十分强劲，提高了社会生活水平，增进人民福祉。目前，中国人口已经达到了峰值，虽然劳动力供给将会进入下行通道，但从社会福利的角度来看，中国仍处于一个较为有利的位置，即经济社会不断发展，基础设施建设日趋完善。与此同时，中国还在诸多领域持续进行创新和探索，包括半导体等尖端科技。接下来，中国可以继续在提高人民生活水平、稳定资源成本、提供就业、支持新技术和创新发展、保护环境等方面发力，根据实际出现的问题采取相应的行动。一旦这些问题都得到解决，中国的经济应该可以顺利转型。但解决以上现实问题的过程并不一定和 GDP 增长保持同步，我们应该意识到 GDP 增长率不是衡量社会福利水平和人民幸福程度的完美指标。

因此，中国接下来的经济发展重点不应该是追求 GDP 的高速增长，而在于如何平衡开放与金融稳定。这二者是无法兼得的，**James K. Galbraith 建议中国应始终把金融的稳定性摆在最重要的位置**，开放并不是最重要的。因为从目前来看，世界经济具有不稳定性，美国为了维持其金融霸权会通过货币政策维护国家利益，且跨国银行缺乏监管，在这种情况下，开放对于金融稳定是不利的。

1995年，James K. Galbraith 在担任中国国家计划委员会宏观经济改革首席技术顾问期间组织了一次国际货币政策会议，并邀请了西北大学著名的经济学家 Robert Eisner 来中国演讲，James K. Galbraith 希望 Robert Eisner 反对资本账户自由化。当时，他们并不知道为什么中国政府会维持资本管制，但正是这一做法帮助中国避免了1997年的亚洲金融危机，也为中国随后的经济快速发展奠定了基础。

对于相对较小的发展中国家来说，如何平衡开放与金融稳定更加困难。因为它们在相互竞争的过程中容易成为金融强国和全球性银行分治策略的牺牲品，进而导致这些发展中国家竞相降低监管水平。**解决这一问题的最好办法是坚持各国监管本国银行的原则。**但是，许多发展中国家可能需要区域性机构帮助他们进行区域性管理。中国可以在世界许多地方建立这样的机构，但需要保证是为这些区域的当地监管进行服务，这也是 IMF 和世界银行目前做得不够好的地方。

三、政策建议

关于如何促进中美更好地合作发展，James K. Galbraith 提出了四点建议：1）坚持《上海公报》原则，就台湾问题达成永久性协议，减少对抗性言辞；2）重新审视现有的制裁政策；3）鼓励中东地区停火，使用联合国安全理事会的解决机制缓解世界部分国家激烈的矛盾冲突，从实际出发解决俄乌冲突；4）坚持和平政策，美国的一部分问题是由战争带来的消耗导致的，自上世纪50年代以来，美国一直频繁参与战争，并且在维持国际霸权和金融方面也采取了类似的战略，这导致其科技创新能力和核心工业能力发展陷入困境。所以，和平策略和平等沟通有利于美国进一步发展。

毛振华： 不同流派的货币理论迎来观察窗口期， 我国货币政策应力促需求侧结构改革

毛振华 中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席，中诚信国际首席经济学家

以下观点整理自毛振华在CMF宏观经济国际研讨会（第3期）上的发言

2008 年以来， 传统货币理论与现代货币理论（ MMT）实际上经历了一轮相互交锋、 此消彼长的过程。 次贷危机之后美国实施了量化宽松政策， 但在此后十多年美国却保持了低通胀、高债务下的稳定增长，这对于传统货币理论形成了挑战，并且使得 MMT 受到重视。但随着疫情冲击下的再次量化宽松， 美国及欧洲却出现了历史少见的严重通胀， MMT 理论在大放异彩之后又受到了严峻挑战。 从中美经济各自的经济周期来看，中美之间的货币政策也经历了从共振到分化的过程， 特别是当前美联储在大幅加息的条件下美国经济的短期表现却超出预期，而我国在宽松政策取向下经济的短期修复力度却不及预期，这不仅为观察不同流派的货币理论与政策提供了难得的窗口，也值得我们持续反思与优化我国的货币政策。我认为当前中国经济仍需要坚持宽松取向的货币政策，但主要问题在于货币需求在多重因素制约下存在不足，中国经济更需要“需求侧的结构性改革” 。

一、 中美货币政策从共振到分化， 不同流派的货币理论迎来观察窗口期

在不同时期与不同条件下， 各流派的货币理论与货币政策相互交锋、此消彼长。 国际上来看，次贷危机发生过后，欧美等多国普遍实施了超常规的量化宽松政策以及积极的财政政策予以应对， 全球政府债务杠杆率也达到了二战之后的峰值，但此后十多年发达经济体却普遍实现了低通胀、高债务下的平稳增长。与此同时，我国也受到了次贷危机的波及， 并采取了与美国方向一致的宽松的货币政策以及积极的财政政策，且近 10 余年中国经济实现了快速发展。 可以说，在新冠疫情暴发前一定时期内，中美货币政策大致呈共振走向， 力度或有所区别，但整体方向一致。 在上述经验事实面前，传统货币理论所预期的通货膨胀现象却并

没有出现， MMT 理论由此受到重视，也带来学术界对于传统货币理论的反思。 2020 年疫情冲击下欧美各国更是将超常规的扩张性政策运用到极致， MMT 理论也随之大放异彩。 而在此后， 欧美国家遭遇了历史性高通胀， MMT 理论所构建的平衡框架被打破，似乎表明传统货币理论依然是有效的， MMT 理论的政策效果也仍需进一步观察。

随着中美货币政策由共振走向分化， 不同货币理论的实践效果迎来观察窗口期， 同时需要对货币理论与政策的作用边界进一步探讨。 2022 年以来， 欧美货币当局在通胀压力下大幅收紧其货币政策，我国则继续实施扩张性的货币政策，中美货币政策之间开启了由共振走向分化的过程。 中国能够延续宽松的货币政策取向，只是因为我国的通胀水平保持相对低位， 还是有其他原因？ MMT 理论所构建的平衡框架的边界到底是什么？ 这仍需要我们进一步研究，而当前中美两国货币政策、经济走势的不同对于研究货币理论和货币政策来说， 则提供了非常重要的观察窗口。

二、 中美两国在不同的政策轨道上运行， 当前来看政策效果也十分不同

美联储收紧货币政策， 而当前美国的经济韧性却好于预期。 美国的通胀比想象中更为顽固，2022 年 9 月美国核心 CPI 达到 40 余年来新高，为 6.6%，今年 9月美国核心 CPI 仍位于 4.1%的高位， 且 PPI 的两年复合同比也位于 4.9%的较高水平。 在此背景下， 美联储不得不实施严厉的紧缩政策， 美联储自去年 3 月至今年 10 月已经累计加息 11 次，加息幅度总计 525 个基点， 联邦基金利率上限从 0.25%上升至 5.50%的高位水平。 理论上而言，加息将带来较大的紧缩效应，特别是美国的宏观政策主要以货币政策为主， 在实际中加息也加大了美国银行机构风险， 并且带来美国新增贷款规模的放缓、房价指数的回落。 但总体上看， 美国经济仍展现了较强的韧性， 今年三季度 GDP 季环比折年为 4.9%， 与我国三季度的 GDP 增速持平，这是 1992 年我国有 GDP 统计以来的首次。 今年 10 月， 美国制造业 PMI 初值为 50， 重回扩张区间， 此外消费数据表现也较为强劲，美国经济“软着陆”的预期在抬升，好于年初市场对于美国经济的预期。 从当前及未来一段时间美国经济的运行来看，对于美国经济在短期内将陷入衰退的判断言之尚早，仍有待进一步观察。

中国继续采取宽松的政策取向， 而当前政策的效果却不及预期。 与欧美国家采取紧缩政策不同， 我国宽松的货币政策、财政政策持续加大力度助力稳增长。但从今年以来经济修复尤其是上半年经济修复的情况来看，政策的效果不及预期，中美短期经济走势的差异主要来源

于我国经济正在经历深度的周期调整。而中美货币政策分化的背后既有经济基本面变化的原因，也与中国经济实力提升、 货币政策自主性增强等因素有关。

一是当前我国经济处于长周期的变化阶段， 政策面临的经济运行基础发生了改变。 如果我们将视线拉长，早在次贷危机暴发之前的 2007 年，我国经济实际上就已经面临着一定的新常态特征。当年我国 GDP 实现 14.2%的历史高位， 通货膨胀、资产价格也在当年达到了阶段性峰值， 中国经济面临调整的压力。 2007 年中央经济工作会议提出“实施稳健的财政政策和从紧的货币政策”，货币政策发生了重要改变， 但次贷危机的暴发打断了我国原有的政策路径，此后“四万亿”的投资刺激计划支撑了 GDP 的持续高增长， 2010 年我国经济规模超过日本， 跃居世界第二。 但与此同时， 本就存在的结构性、周期性问题却在高增长下被掩盖，并随着时间流逝进一步累积。 当前我国经济长短期、内外部问题交织叠加， 资源瓶颈制约、 逆全球化抬头、 疫情疤痕效应仍存、债务风险高位运行、产业链供应链重构以及长期人口拐点到来等因素的综合作用下，中国经济处于长周期下行期已较为明确， 仅靠宏观政策的短期调整无法扭转长周期的走势。

二是中美两国对新冠疫情冲击的政策应对选择不同，我国货币政策调整存在空间。 疫情期间我国的货币政策较为克制，这也为当前我国货币政策的调整留存了一定空间。而中国之所以在当时采取较为克制的政策，除了生产的稳定以及出口错峰增长的支撑以外，也是深刻认识到此前所积累的问题正在约束我国的经济运行与政策空间， 2016 年我曾首次将中国的宏观操作概括为“稳增长与防风险” 的双底线思维， 认为未来需注意防范债务风险的积累带来债务危机，我国也意识到 2008 年美国的次贷危机也是债务危机， 因此在美联储资产负债表大幅扩表的情况下，相较而言，我国扩表的速度较为有限。

三是中国经济实力提升，中国货币政策自主性增强。虽然近年来我国经济增速有所放缓，潜在增速平台下移，但依然是全球经济增长最快的主要经济体之一。得益于经济实力的提升以及广阔的市场前景， 中国对国际资本依然有持续的吸引力， 这也使得中国货币政策的自主性增强。值得注意的是，虽然近期受到国际金融市场波动的影响，我国的外汇市场波动加大，人民币汇率有所承压。但也应当看到，我国拥有种类丰富的稳汇率政策工具箱来应对国际金融市场、资本市场波动带来的压力。

总体上看， 中美货币政策由共振走向分化背后有其时代背景、 历史原因、经济周期的影响， 不能简单地把两国的货币政策、 经济政策分化认为是两个国家的对立表现和竞争及打压手段。

三、 我国货币政策仍需坚持宽松基调， 加速推进“需求侧结构性改革”

前面讲到， 我国经济的长周期下行的趋势相对明确， 这需要相对宽松的货币政策为实体经济运行提供流动性，高企的债务压力也需要宽松的货币政策提供更低的利率环境，以降低付息的成本与压力。 更重要的是，货币政策应着重在需求端发力，特别是结构性货币政策应当着重激发市场化的修复。

企业及居民等市场主体负债意愿偏弱，重视货币需求端不足的问题， 推动需求侧的结构性改革。在当前中国的金融领域，货币供给和货币需求的失衡依然是主要矛盾，今年以来 M2 增速水平持续低于社会融资存量增速，一定程度上显示货币供给高于货币需求， 企业和居民预期偏弱， 消费及投资信心不足， 流动性在金融体系内部淤积的情况仍存。如何实现宽货币向宽信用的进一步畅通，提振居民、企业消费及投资生产意愿，是我们需要进一步考量的。近些年来中国经济推动了“供给侧结构性改革”， 以期实现供给与需求更加匹配，而在市场化的投资、消费、融资需求出现低迷的当下， 当务之急是推进“需求侧结构性改革”， 货币政策也应当通过结构性的操作向居民与民营企业提供更多的支撑。而这一点也是我们在美国的量化宽松过程中所观察到的，美国经济的韧性得益于居民与私营企业的需求始终是强劲的。

美国货币政策的效果值得我们研究，两国经济学者间的交流需要加强。 中美博弈基调不改的背景下， 近期中美关系出现边际缓和迹象。 对于中美双方经济均处于微妙时刻的当下而言，两国经济学家能够就两国经济形势进行沟通交流是非常有意义的， 中美关系的边际缓和有利于进一步推进中美两国经济学家开展学术交流活动。当前中美两国遇到的问题不一样，采取的政策措施也有所不同， 我们可以互相交流、相互借鉴，这对于两国经济发展、全球经济发展以及全球政策平衡将起到重要的推动作用。

MMT创始人之一Randall Wray：货币主权性与政策独立性：美国货币政策的失败及其给中国的启示

兰德·雷　MMT创始人之一，美国后凯恩斯主义主要代表人之一，美国巴德学院、利维经济研究院教授

以下观点整理自兰德·雷在CMF宏观经济国际研讨会（第3期）上的发言

一、传统货币理论与现代货币理论（MMT）

传统货币理论认为，央行决定基准利率，可贷资金决定其他利率水平，并在这样的均衡利率水平上储蓄等于投资。在该理论框架下，中央政府的投资会争夺稀缺的储蓄，从而不断地推高借贷利率的水平，继而通货膨胀也通过费雪效应提高名义利率水平。汇率则在很大程度上取决于各国的贸易平衡，这其中包括购买力平价定理，在对外贸易平衡的情况下，两国之间的汇率将会趋向于靠拢购买力平价。浮动汇率和固定汇率均会减少外贸上的不平衡。当然，在传统的货币理论框架下，经济学家们也持有各自不同的观点。正如格林斯潘所说，传统货币理论框架中至今没有一个模型是完美的，因为他们都很难找到决定利率的真正原因，也很难找到强有力的证据和理由把货币和国家联系在一起。所以最优货币区理论想当然的认为如果放弃一个国家和一种货币，选择加入最优货币区就可以使其政策运用更加独立。

现代货币理论（MMT）认为，货币主权对于独立的货币政策和财政政策至关重要。央行确定基准利率，也可以决定其他利率。正如凯恩斯的经济理论，投资等于储蓄是一个恒等式，中央政府的预算赤字增加私人部门的储蓄。**根据凯恩斯流动性偏好理论，短期利率是由流动性偏好所决定的货币需求和货币供给共同决定的，而不是由央行确定。中央政府赤字会给利率带来下行压力，而不是像传统货币理论理解的中央政府支出过多会导致利率的上升，当然中央银行可以通过货币政策调整利率的水平，保证利率在中央银行银行确定的目标利率区间，**例如出售国家债券。对于世界上的主要货币来说，资本的流动决定着一国的汇率水平。MMT也接受利率平价理论，即利率的不同会导致各国的资产和货币的跨国流动，直到总的预期收益相等为止。

随着美国通胀的不断增加，美联储选择不断提高利率。与此同时，世界各个经济体也在根据各自的通胀程度提高利率。**所以对于通胀率比较高的国家来说，利率提高幅度更大，但也存在通胀率和利率调整不一致的特殊情况。**例如，巴西、智利、中国、墨西哥等国的利率显著高于通胀率，这可能就是发展中国家受到的固有掣肘，因为他们担心通胀对于货币汇率的影响。而日本的通胀率很高，利率却是负数，波兰和土耳其同样也是利率明显低于其通胀率。在过去的25年间，美国、欧洲和乌克兰央行基本遵循着类似的做法，但也有部分国家并未效仿欧美国家。所以，如果国家有自己的货币，可以选择不随波逐流。

二、美联储调整货币政策的主要思路

美国最早的货币政策是弗里德曼的“货币数量理论”，而现在美联储摒弃了原有的理论立场，更多接受了新货币共识和泰勒规则。前者认为货币导致通货膨胀，后者则提出对通胀的预期是通胀发生的主要原因。但具体来看，通胀的预期如何导致通胀，以及美联储如何通过管理预期来控制通胀是都是停留在“理论层面的想象”。目前，美联储通过调整联邦基金利率控制通胀，将“实际利率”调至根本无从知道的“自然利率”。所以，正如塔鲁洛所说，美联储缺乏一套合理的通货膨胀理论，Papadimitriou 和 Wray 也在1994年、1996年和2021年提出美联储的政策纯属“盲目飞行”，因为他们所关注的通胀预期，实际利率，自然利率是不可观测的。美联储也承认自然利率是不断变化的数字，美联储的政策实际被简化为一种“影响情绪、动机和客观逻辑”的心理游戏。

自沃尔克以来，美联储将美国的低通胀归功于自己，但事实上，当时美国低通胀的真正原因是全球化导致的的供应链充足、廉价的劳动力以及低成本的海外监管和税收。在供给方面，美国这些年来都坚持按需生产的原则，不存在库存过剩的现象。在需求方面，美国财政处于紧缩状态，且需求和工资并没有显著增加，美国从1990年开始的每次复苏实际上都是“失业式复苏”。而以上这些抑制通胀的因素在新冠疫情期间产生了极为负面的影响。如今，鲍威尔还在遵循沃尔克的做法，1990年左右，当时沃克尔将联邦基金利率提高了20%，导致了美国严重的经济衰退和一系列金融危机。1990年美国爆发了银行业危机，所有大银行都无法清偿债务，美国从这次危机中实现经济复苏花了整整25年。尽管事实如此清晰，美国的前美联储主席萨默斯仍然坚持认为中央银行对通货膨胀反应过度从而使美国经济衰退的例子没有出

现过。而他给出的政策是，如果美国想要消灭通胀，至少需要五年时间让失业率保持在6%，两年保持在7.5%，也正如他所说，美联储希望提高失业率，即在今年年底，美国的失业率可能会上升到4.4%。现任的美联储主席鲍威尔也认为，我们必须让经济增长大幅放缓，这些美联储官员似乎在为承担巨大的经济损失做准备。而事实上，这份损失实际是由全世界各国的劳动人民来承担的，因为其他国家认为必须跟随美联储加息，以尽量减少汇率和通胀方面的压力。

上世纪70年代初期，主流思想认为如果政府开支过多，中央银行就得想办法降低总需求，从而缓解通货膨胀的压力。而且现实情况表明，中央银行提高利率，经济陷入衰退。中央政府预算赤字不断下降时，美联储也会提高利率，尽管不存在通货膨胀压力，美联储也会提高利率。所以我们很明显的可以看出，决定利率水平的是中央银行的货币政策，而不是所谓的政府赤字的水平。因此，中央政府的财政赤字并不会导致通货膨胀，但赤字增加时可能会对通胀有所影响。**因此，美国的通货膨胀高企的主要原因是来自于供给侧，高通胀总是由供给端驱动的。**

虽然传统货币理论认为美联储的货币政策关注于预期管理，通过提高利率从而有效控制通货膨胀，但事实证明这一做法是失败的。在经济增长时，人们的预期可能并不会进行相应的调整。所以，对于利率敏感的支出，美联储提高利率从而期望降低需求的效应十分有限，当然除了房地产市场，提高利率就降低房屋的供应量。但美国的住房供给目前严重不足，加之美国计算通货膨胀的指标的复杂性等这些因素才是引发通货膨胀的关键因素。**美联储希望通过放缓经济来降低通胀，但高利率政策并没有实质性地减少总需求，反而产生了负面影响。**首先，更高的利率可能带来成本上涨和价格抬升；其次，利率提高会导致私人债务在债务人和债权人之间进行再分配，增加金融风险；最后，高利率对公共债务也存在影响，尤其是对于公共债务高而私人债务低的国家（例如日本）、持有政府债券的进口商以及具有消费倾向的个人或公司。

美国联邦政府在2023年财年的净利息支出是6500亿美元，增长了2000亿美元，而这部分政府的利息支出给私人部门净注入了流动性，导致私人部门收入的增加，而这个收入的增加不但不能减小需求，相反还可能扩张需求，这恰好违背了美联储紧缩性的货币政策的意图。**基于以上分析，Randall Wray 认为2024年美国经济有可能进入下行周期。**

三、政策建议

关于如何应对通货膨胀，Randall Wray 认为美国可以吸取三点经验教训。第一，重新理解 MMT 理论，MMT 一直强调实际的资源约束是导致通胀的主要原因，MMT 从来都认为通货膨胀是一个需要关注的经济问题。第二，美国当前的通胀不是需求驱动的，且政府支出是长期的政府刺激经济的重要政策（除非一些无效的浪费资源的投资），**因此美联储对通胀也无能为力，因为通货膨胀并不是一个货币现象，货币是“无辜”的。**第三，制定更加合理的财政政策，应该着重解决瓶颈问题，加大住房、新能源等领域的公共开支，**第四，实施就业保障计划**，提供必要的劳动保障，帮助稳定薪资水平，促进物价恢复正常。

对于其他国家来讲，相关的建议如下：第一、通过主权货币和浮动汇率来扩大国内政策空间；第二、充分调动国内的一切资源，尤其是劳动力；第三、通货膨胀不是由货币引起的，也不是由通胀预期引起的，往往是由供给侧导致的，而财政政策可以很好地解决供给侧的问题；第四、避免对外币债务的依赖，提高政策独立性。如果低收入国家非常依赖食品、能源和其他必需商品的进口，则会使本国经济受到外国价格因素带来的输入性通胀，同时也会带来汇率风险。

关于发展中国家和新兴经济体如何平衡开放和金融稳定，Randall Wray 认为浮动汇率和适当的资本管制是恰当的，这样可以为国内政策提供空间，并且应该减少外币债务，对高负债的低收入发展中国家提供债务减免。

关于中美未来如何更好地合作，Randall Wray 提出中美加强合作是十分正确的选择，同时全球所有国家的合作也非常重要，应加强各国之间科学技术的分享。中美在合作的过程中应避免重商主义，充分利用国内资源，应对多种流行病，促进人类持续繁荣。

邢自强：中国财政与货币政策协调，有望打破债务-通缩循环

邢自强　摩根士丹利中国首席经济学家

以下观点整理自邢自强在CMF宏观经济国际研讨会（第3期）上的发言

一、中美财政取向对比

假设有两个经济体 A 和 B，经济体 A 的劳动力市场火热，通胀率在 5%以上；经济体 B 的劳动力市场相对疲软，通胀率在 1%以下。从理论上讲，经济体 B 更需要宽财政政策支持，但是现实情况却恰恰相反。过去一年，经济体 A 是美国，经济体 B 是中国，美国政府过去一年财政赤字在高位继续扩张了接近 GDP 的 4 个百分点，但中国的广义财政赤字（包括官方赤字和准财政）却收缩了 4 个百分点。美国采取的宽财政政策推动了经济，是今年其增长超预期的主因。而中国在地方政府和房地产去杠杆之际，中央财政相对谨慎，市场对经济预期也较低。

但这一奇特对比，近期开始发生转变。中美的财政取向，如今又进入拐点。美国的财政支出预计将会在接下来 12 个月出现收缩，导致其经济放缓。而中国自上个月宣布提高中央财政赤字率，发行特别国债，迈出重要一步，打开了未来财政与货币金融协调发力的空间。2024 年的经济形势对比有望发生转变。

二、中国财政政策转向积极

过去中国的宏观政策一直采取逆周期政策方针，即在经济下行时，主要依赖刺激需求，特别刺激基础设施和住房。但过去十几年也积累了高杆杆、产能过剩等结构问题。从 2021 年开始，房地产开启去杠杆，也对地方政府的财政持续性产生了影响。中国地方政府的财政收入高度依赖土地出让。而房地产行业叠加地方政府融资平台，债务高达 GDP 的 100%。如此大

规模的去杠杆，意味着中国经济面临总需求下滑和通缩压力，因此需要中央财政的逆周期扩张来对冲。

然而，如果说地产和地方去杠杆是结构转型的必然，但令人意外的是，财政在过去 12 个月中的取向也相对谨慎。即使去年底今年初从疫情走出、开放，开始尝试恢复经济增长时，中央财政在过去 7 个月仍然相对紧缩性的。自 7 月底的政治局会议后，我国的财政政策最近才有所转向。上个月，中央罕见的扩大了今年的赤字目标，这是自 1998 年亚洲金融危机以来首次在一年当中扩赤字。这一信号颇为重要，显示在地方政府和房地产市场去杠杆的情况下，中央政府开始有意识的加杠杆，这样才能营造一个更为良性的去杠杆环境，缓解通缩压力。

三、刺激，重组，改革：打破债务-通缩循环的三部曲

结合中国自身过往的成功经验，和国际的经验教训，我们认为，要打破债务-通缩的恶性循环，三部曲一揽子政策不可或缺，即刺激（Reflate）、重组（Restructure）、改革（Reform）。这需要把货币政策和财政政策结合起来，解决通缩风险。当前的 1 万亿预算扩张，仅仅是迈出了第一步，依然道阻且长。

首先，房地产市场目前存在超调，仍需政策稳定。本轮去杠杆之后，中国房地产投资占 GDP 的比重，从几年前 11%的高点，迅速降到当前的 6.5%，作为对比，日本的这一类似幅度的调整过程，花了接近 20 年时间。中国的基础设施投资，也受到了地方政府去杠杆的约束。房地产和基础设施投资占中国固定资产投资半壁江山，而经济中的新动能，譬如新能源、半导体等高新技术板块，当前只占总体固定资产投资的 15%左右，新的动能体量还相对较小，所以在新旧动能转换期，需要避免旧动能的过度紧缩。

为达到这一目标，中国需要财政和金融货币政策协调发力，这意味着应逐步摒弃历史上财政赤字须控制在 GDP 的 3%出头这一约束。预计明年中央政府的赤字力度会更大，地方专项债也有望扩容，总体广义赤字占 GDP 的水平再扩大 1.5 个百分点左右。财政发力，用于哪些方面？可以更多的支出转移到医疗、教育、社保等基本公共服务上，特别是让这些福利覆盖到广大的农民工等新市民，从而逐步减少居民的预防性储蓄，提高消费意愿。如果要保持必要的公共建设投入，也可以更多倾向于绿色能源投资，以及城中村改造这些尚未供给过剩的

部门。在中央财政发力的同时，货币金融政策应确保实际利率显著低于 GDP 增长率，有助于尽快走出通缩风险。

在重整债务方面，2022 年中国政府类债务（包含地方隐性债务）大约是 GDP 的 100%，这一比例和美国的联邦债务接近，但双方的债务组成则有很大不同：中国政府债务大部分是地方隐性债务，中央政府债务仅仅占 GDP 的 20%，而美国政府债务恰好相反，主要是中央政府（联邦政府）债券。这说明中国将来优化政府负债结构的空间较大。地方化债一揽子方案，需要中央政府部分置换地方的负债，同时强化地方财政的纪律性，未来更多依赖中央更为透明的举债方式。

最后，继续改革，释放生产力。对民营企业营造法治化、透明化、可预见的稳定监管环境，释放其企业家精神。对国有企业进行市场化改革，提高效率。对城市化进行制度优化，带动新市民的户籍城市化。这些因素驱动下，中国潜在 GDP 增速在未来 3-5 年有望保持在 4%左右，再叠加刺激政策和债务重组走出通缩阴霾，通胀率回归到 2-3%的合意水平，则中国名义 GDP 增长率将比目前显著回升，并在 2027 年跨越高收入国家门槛。

这些良好的愿景，具体进展如何测量？ 我们构建了一个框架量化三部曲战略的实施进度。我们的测算显示，中国已启动了关键的第一步，当前三部曲进度大约为 25%。具体来看，宽松的财政政策开始启动，尽管力度有待提高。地方债务重组方案逐步落地，虽然具体的中央、地方、银行体系的分担机制尚待明确。通过改革对国有企业和私营企业释放活力，仍有待发力。简而言之，中国打破债务-通缩循环、重回经济增速正轨，道阻且长，但曙光乍现。

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

把脉中国经济　传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forcasting Economic Future

地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层
Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站：http://ier.ruc.edu.cn/

微信公众号：