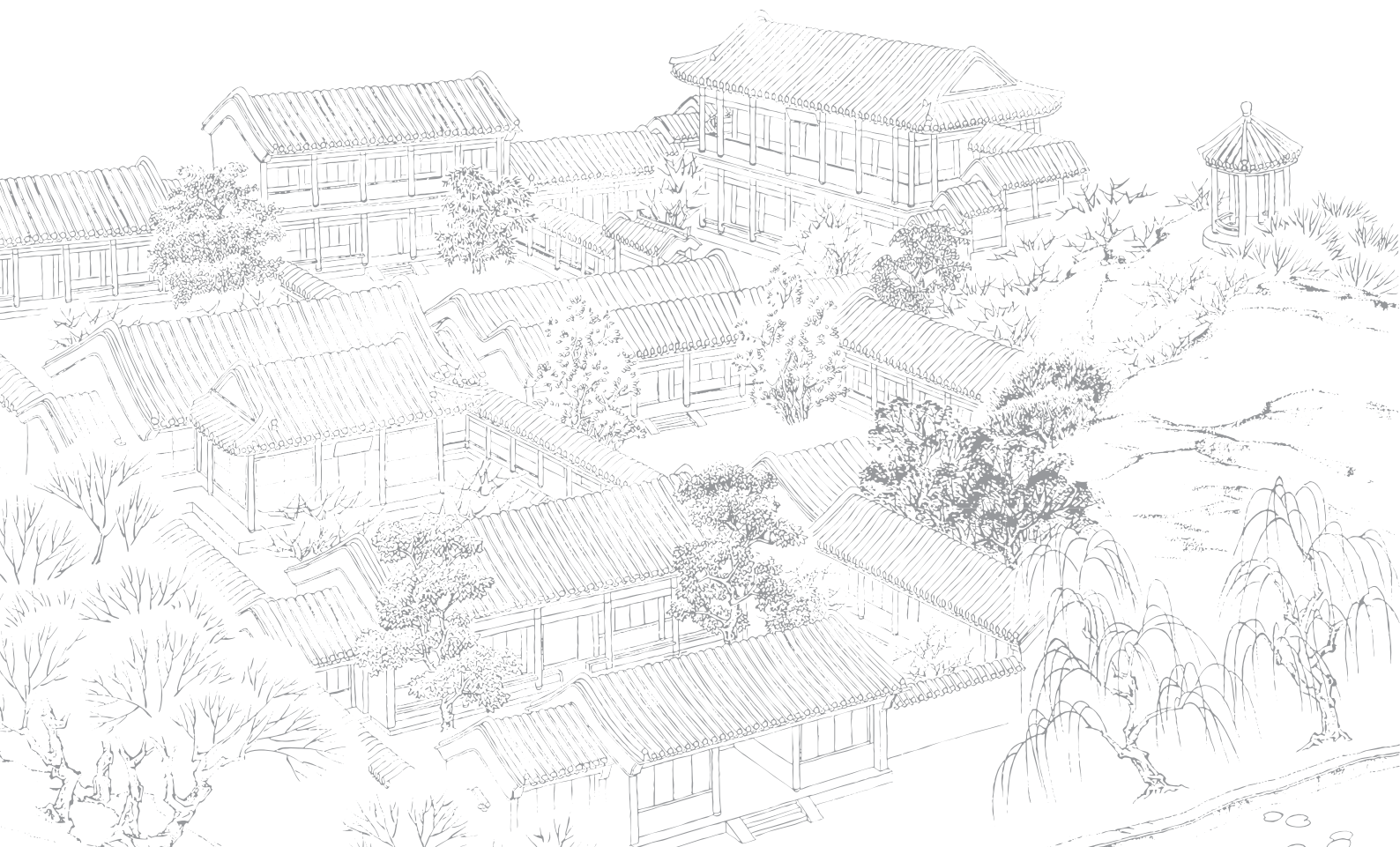




北京大学国家发展研究院
National School of Development



第002期

北京大学国家发展研究院 简报

2021年7月

目 录

本期导读 01

学术聚焦 02

- 姚 洋 中国经济的新周期与新战略 02
- 张宇燕 世界经济的现状与展望 08
- 卢 锋 美国财政刺激政策的新思维及其影响 13
- 徐 高 新冠疫情与货币政策的重大转变 16
- 梁中华 美国货币政策转向的逻辑、时点与全球影响 .. 20
- 韦志超 探寻本轮房价上涨的奥秘 23
- 热点问答：美国新政的特点与中国经济的展望 25

月度精选 30

- 陈春花 数字时代的新个体和新组织 30
- 宫玉振 数字化时代的竞争与共生 34
- 宋志平 新赛季下的企业成长心法 38

学院简讯 41



本期 导读

北大国发院简报

第002期

亲爱的读者：

感谢您的订阅，《北大国发院简报》第2期与您见面了。今年6月，我们正式创刊并推出第1期，并有幸得您的关注和认可，因此有了我们第2期见面的机缘。

每一期，我们的原则都是一样的，在信息过载、高噪音、碎片化的时代，为您精选高质量的内容，同时也方便您用相对集中的时间深度阅读。栏目上，依然是学术聚焦和月度精选两大版块。

学术聚焦：本期我们聚焦的是国际经济变局与中国经济展望，由三部分内容组成。第一部分来自我们国发院传播中心和EMBA项目合办的论坛，北大博雅特聘教授、国发院院长、中国经济研究中心主任姚洋教授在演讲中深度剖析了中国经济的新周期与新战略。第二部分来自我们国发院传播中心和中国国际商会合作的论坛，社科院的张宇燕教授分享了他对世界经济现状的观察与未来的展望，令人耳目一新。第三部分是我们传播中心和智库一起在6月举办的中国经济观察报告会，也是本期内容的主体部分，由四篇文章加一篇对话组成。国发院金光讲席教授卢锋，中银证券首席经济学家、北大国发院兼职教授徐高，

海通证券宏观首席分析师梁中华，首创证券首席经济学家韦志超等多位专家带来了他们对美国和中国经济的年中总结，以及对中美新政策新举措的诠释与趋势展望。同时还有一场精彩的对话和问答。

月度精选：本期我们选择了5月底的一场管理论坛，北大王宽诚讲席教授、国发院BiMBA商学院院长陈春花，北大国发院管理学教授、国发院BiMBA商学院副院长兼学术委员会副主任宫玉振，中国上市公司协会会长、北大国发院实践教授宋志平分别带来了精彩的演讲，研讨企业在数字化时代的共生与成长之道，包括共生与竞争的关系等，这一系列文章也很受欢迎，本期一并分享。

感谢您的阅读，也欢迎您的反馈，在简报最后特别附有我们的联系方式。

主编：黄卓

执行主编：王贤青



中国经济的新周期与新战略

姚洋

北大博雅特聘教授、北大国发院院长、北大中国经济研究中心主任

我首先讲讲中国经济增长的新周期，然后谈谈“十四五”规划的几个重点领域。

新增长周期

1. 新的景气周期

我个人对未来5-7年的判断是，从今年开始，中国将迎来新的经济增长景气周期。主要有以下三点原因：

第一，中国经济调整已经到位。

中国经济在过去十年内经历了很大的调整，而且我个人认为调整已经比较到位。2008年国际金融危机之后，中国有“4万亿”投资，把经济从衰退拉回增长。但从2012年开始，政策和经济周期都进入调整阶段，政策上后来出台的“三去一降一补”（去库存、去产能、去杠杆，降成本，补短板）。这一轮调整中，北方地区的去产能做得特别到位，在一定程度上，这也是我国今天看到的南北差距扩大现象的最主要原因。过去，北方地区人均收入超过南方，2016年之后才低于南方，最重要的还是去产能让北方地区过快地

去工业化。好处是为新经济让出了一条路，淘汰落后产能、淘汰落后企业，新兴企业得以兴起。

第二，欧美的货币和财政刺激一定见效。

因为新冠疫情冲击经济，欧美政府都实施了极度宽松的货币和财政政策，这种海量的货币刺激一定会对经济增长见效，所以美国今年的增长速度可能会到6%-7%，这将推动整个世界的复苏。有些人认为，美国一转好，中国就会变差，这是错误的。美国好了，中国一定好；反过来，中国好了，美国也一定好，相辅相成。

第三，AI等新兴技术的广泛应用。

中国的AI技术至少在应用方面领先全世界，这得益于中国的大市场。数据为王，市场大了数据就多，数据多了AI就变得更加聪明。对于全世界，特别是美国，AI技术的发展也是下一个浪潮。随着新技术的发展，美国可能会进入经济加速的“咆哮的20年代”，这也会对中国有利。（咆哮的二十年代，英文称Roaring Twenties，是指北美地区在20世纪20年代的十年间，激动人心的事件数不胜数，被誉为“历史上最为多彩的年代”，这种多彩不仅是艺术和社会面貌的变化，

本文根据姚洋在2021年5月15日北大国发院第51期EMBA论坛上的演讲整理。



更有一个接一个影响深远的发明创造，对生活带来翻天覆地的变化。)

以上原因综合作用，中国新的景气周期就要到来。

从今年的经济形势来看，中国恢复得非常好。一季度同比增长 18.3%；与 2019 年同期相比，2020 年加上今年一季度，相当于这个五个季度的平均增长达到 5%。通常我们估计中国的潜在增长率是 5.5%—6% 之间，现在稍差一点点，这也意味着明年的增长还有潜力。

一季度增长的很重要原因是外贸的井喷式恢复。一季度出口同比增长 38.7%，进口同比增长 19.3%。美国对中国的出口是井喷式恢复，中国对美国的出口增长了 60%。

去年此时，很多人谈中美要脱钩，世界要去中国化，我当时就认为这个判断过早。因为作为经济学家，我们看的是长期趋势，不会被非理性的短期因素所左右。我们要看规律性的东西，世界分工的内在逻辑没有改变，中国经济的韧性没有改变。事实证明，我们这些比较理性的经济学家的判断是对的。

今年随着海外经济的复苏，以及美国可能的 6%—7% 的增长，对中国产品的需求就会上去，我们的出口将继续保持较高增速，反过来我们对美国的需求也会增长。

我国投资恢复落后于出口的恢复。根据总固定资产投资 2019 年—2021 年的情况，目前除了房地产，其他领域还没有恢复到 2019 年的水平。去年的恢复中，三分之一以上都要归功于房地产的恢复，房地产的投资也比较多。今年进入 3 月份之后，基建和制造业有所恢复。期待下一个季度基建投资和制造业投资的恢复。

消费仍然是短板。尽管今年一季度商品零售额和餐饮等恢复情况良好，但是仍然没有恢复到 2019 年同期水平，餐饮和 2019 年相比仍是负增长。今年五一黄金周的人流比 2019 年增长了 3%，

但消费支出只有 2019 年的 77%，这说明人们的消费信心还远远没有恢复。消费信心没有恢复很重要的原因，是低收入人群的收入增长没有恢复。数据显示，低收入人群的收入增长较为缓慢，低于全国平均水平。国发院张丹丹老师的调查发现，尽管就业已经恢复，大家都找到了工作，但是找到的不是像以前那么好的工作。这也导致很多老百姓对未来缺乏信心，所以他们的消费没有上去。我想，这种状况随着整个经济的恢复会有所改善。

我自己看短期宏观经济主要是看 PPI（生产价格指数）。因为中国 CPI（消费者物价指数）不是很准，也滞后，而 PPI 很快能够反映出来。企业一旦发现需求旺盛了，马上就会涨价，反应非常快。消费品要涨价会困难一些，因为本来就价格成本很高，但上游企业涨价相对容易。今年 PPI 开始转正，这是一个很好的现象。当然有些下游面向终端用户的中小企业吃不消，原材料要涨价就分侵他们的利润，除非他们也有涨价的能力。事实上，对于企业而言，都喜欢涨价，因为如果价格下降，就没有企业愿意生产。比较温和的通货膨胀是企业愿意看到的。过去历次的经济周期，先行的基本上都是 PPI，这是更加准确的指标。

2. 与美国的对比预测

如果上述判断是正确的话，就可以把中美做一个对比。2010 年，中国的 GDP 不到美国的 40%，十年之后的 2020 年达到了美国的 71%。未来十年，中国经济对美国的追赶又会比较快。

疫情这一年造成的差距不可小看，我国抗疫以短痛换来长期的平安。这其中有一个很重要的结果，国内很多企业原本用国外进口的投入品，但国外企业受疫情影响生产不足，我们只好用国内的，用着用着就形成了习惯，不会再回去了。这样就会形成一种势能，使得中国企业进一步领先。

我前面有个判断，AI 技术和自动化是未来一段时间全球技术进步的主力，果真如此的话，这



次中国一定是在风口浪尖上的引领者，这对中国而言是第一次。过去中国都是跟随者，但这一次是跟美国平起平坐的领导者。日本和欧洲在 AI 方面基本上已被甩在后面。

	假设		预测		
	经济增长率	通胀率	2025	2028	2030
美国	2.20%	2.00%	25.48	28.83	31.31
中国					
高预测	6.5%	3.72%	23.96	32.08	38.98
中预测	5.5%	3.32%	22.48	28.96	34.30
低预测	4.5%	2.92%	21.07	26.11	30.13

注：中国的通胀率 = (中国的增长速度 - 美国的增长速度) ÷ 0.4 + 美国的通胀率。预测是基于 2020 年的预计数据做出的。2020 年，美国的 GDP 总量为 20.75 万亿美元，中国的 GDP 总量为 14.73 万亿美元。

我做了一个预测，美国在未来一段时间的平均增速是 2.2%，通胀率是 2%，对中国有高、中、低三种预测。这个预测中，中国的通货膨胀率以美元计价，所以有人民币兑美元升值的因素。如果中国的增速能按照高预测达到 6.5%，中国将到 2028 年远超美国；按照中预测 5.5% 的增速，2028 年也将超越美国；如果按低预测 4.5% 的增速，到 2030 年也能超过美国。换言之，如果中国的增长能够比美国快 3.3 个百分点，未来十年内就可以超越美国成为世界第一大经济体。这是按汇率计算的，如果是按购买力平价计算，中国早已经超过美国，成为世界第一大经济体。

过去十年，我们追赶美国 30 个百分点，未来十年再追 30 个百分点，刚好跟它平起平坐，这一可能性在我看来是比较大的。

“十四五”期间的重点政策

要进一步发展中国的经济，包括进一步拉近和美国的差距，从根本上都要依靠中国的发展。中国接下来是十四五规划和 2035 远景目标纲要，

今年是开局之年，因此，基于上述判断，我们再看一下“十四五”期间的重点政策，其中蕴藏着哪些具体的增长动力。大家还要注意一点差别，我们以前的五年规划，指导性的成分较大。但这次更强调落实。所以大家要认真对待“十四五”规划。

“十四五”规划中和企业有关的重点政策主要有以下四个方面：

1. 关键领域的技术自主。

双循环是大家关注的热点，内循环是双循环的基础，而内循环如何发展？最重要的就是关键领域的技术自主。其中核心有两点：

第一点，要打造一批自主技术，包括一批“杀手锏”技术，甚至能对美国形成反制；

第二点，国内生产供应体系要确保关键时刻的自我循环，以及极端情况下的经济正常运转。这两点同等重要。

这两点都源于美国对我们的封锁，在这种情况下我们必须搞自主技术，打造一个自己能够循环的环境，也就是要有底线思维，这将是未来一段时间里中国经济增长的主基调。

应对国际环境的变化是必要的，但也要当心掉入陷阱，以下三点需要警惕：

第一是进口替代和开放之间的关系。

“进口替代”这个词在改革开放之后的官方文件不再出现，现在又重新提起。改革开放之前的进口替代是关起门来搞，我个人认为还是有成功之处，否则也没有我们的今天。比如，毛泽东坚持发展造船业，结果我们在文革期间造出了万吨巨轮，到了今天，80% 的世界船舶吨位在中国制造。我们现在甚至能造出航空母舰、世界最先进的驱逐舰、两栖攻击舰等，和以前的积累分不开。

我国进口替代最大的成就发生在改革开放之后，我们虽然不提“进口替代”这个词，但通过开放搞了无数的进口替代，才有能力生产以前不



能生产的很多东西。中国现在是世界上唯一一个拥有联合国产业目录中所有产业的国家。举例来说，国发院的一位校友，生产玻尿酸做到了世界第一；上周我去山东参访一家化学企业，全球占有率是30%左右，全世界没有竞争对手。这都是开放的结果，因为这些技术其实都不是我们从0到1发明的，我们做的是从1到N，所以我们不要轻视1到N。

我们也要追求0到1，但切忌全民盲目追求。要清楚什么样的进口替代路径是最好的路径，以及哪些领域进口替代才是必要的路径。

第二是 Plan A 和 Plan B 的关系。

Plan A (A 计划) 是正常情况下应该采用的，即依靠市场和开放进行创新；Plan B (B 计划) 则是极端情况下的备份。不能把备份当成正常方案执行，否则代价太大。我们过去的“三线建设”就是这样的错误，浪费巨大，最后没有多少产出。

第三是政府扶持的作用。

政府扶持很有必要，但是政府扶持的应该是那些技术路线比较明确、市场比较成熟的技术创新。开发原创的新技术都有点像赌博，投入巨大，成功的概率却极低，政府去做赌博性质的事显然不合适。而且，政府和国企往往容易陷入不计成本、不考虑利润，只关注规模的误区，结果是很多创新投入都打了水漂。所以政府对创新的扶持应该是支持技术路线已经成熟的产业，有点像做锦上添花，而不是去雪中送炭，去直接帮助企业豪赌从0到1的突破。

2. 城市化 2.0

除了技术进步之外，城市化仍然是我国未来的一个增长点。

我自己的计算是，城市化对经济增长的贡献在平均14%左右。而且城市化是低成本的，通过简单的结构转型，把人从农村迁移到城市，生产力水平就获得提高，再通过1+1大于2的集聚效应，以及城市作为创新主体的作用等，就能够

推动经济的增长。

城市化对消费的贡献也很大。第七次全国人口普查的数据公布后，很多人担心老龄化会影响劳动力供给和消费，以为未富先老是个大问题。但在我看来，我们要积极应对老龄化，但也没必要那么紧张。比如在消费方面，正因为我们未富先老，还有大批人要从农村迁移到城市，消费就不会降下来。我们在《中国2049》那本书里做过测算，至少在未来二三十年里不用担心消费会成为中国经济增长的一个约束。所谓消费不足会影响中国经济增速的观念是错误的，长期而言，经济增长就靠两件事：资本积累和技术进步。

第七次全国人口普查显示我国现在的城市化率是64%，那么，未来到2035年，城市化率将达到75%-80%，这意味着还有2亿人要进城。

我国城市化未来怎么发展？我称之为城市化2.0，趋势是人口梯度转移。

过去，我国城市化的特点是跨越式的城市化：内地人口大省输送劳动力到沿海地区，跨越了本地的三四线城市，因为沿海地区需要劳动力。但现在进入梯度转移的时代，一个表现是人口的再集中，即人口从三四线城市向一二线城市集中，围绕中心城市形成城市网络；另一个表现是农村人口就地城市化，向主城区集中，农村和县城一体化。

人口集中是世界普遍规律。美国国土面积跟中国差不多，但是人口只有3亿多，基本上集中在四个地区：东部沿海、西部沿海、五大湖地区、佛罗里达地区。日本这么小的国土面积，人口照样集中，东京一名古屋一大阪一线集中了日本60%以上的人口，并且还在不断集中。

习近平主席对“十四五”规划解释时用了“城市化”这个词，这是全新的，以前官方只用“城镇化”，因为一直担心人口的集中。现在官方报告也指出，人口的集中和经济活动的集中符合规律。中国现在每天有300个村子消失，很多人感到失落，但这是历史规律。



根据“七普”数据,人口增长大省是广东、浙江、江苏、新疆。人口减少最多的是黑龙江、吉林、辽宁、山西、内蒙、甘肃。可以看出,人口迁移是追逐经济活动的,人口下降的省份就是经济活动下降的省份。

中国未来人口和经济活动的布局是什么? 国家已经确定了9个中心城市,是很理性的确定方式,包括北京、天津、上海、广州、重庆、成都、武汉、郑州、西安。将形成大集中、小分散的布局,人口向以中心城市为核心的城市化区域集中,但在区域内部又呈分散趋势。

其实从人口数据中发现,北京、上海的人口增加并不多,增加主要在其周边一些城市,这背后体现了经济规律。因为人口迁移主要考虑收入和生活成本,尽管北京和上海的工资高,但是生活成本也高,所以大家理性选择,决定迁移到周边的城市化区域里。

城市化将调整中国经济增长格局,一方面表现为托底经济总量增长,另一方面表现为区域差距进一步拉大。中心城市区域的房地产仍有成长空间,但一些三、四线城市的房价将很快见顶。但城市的衰落也不一定是永久的衰落,经济规律还会起作用,当一个城市衰落见底了,就可能止跌回升。例如,美国的匹兹堡曾经衰落,但过去十年因为成本低而成了美国医药制造的小中心,连带着好多保险公司迁入,又焕发了生机。美国底特律前几年宣布破产,但现在企业慢慢又回去,因为房子几乎零成本,企业可以重新打造新的业态。所以,对于我国东北等地区的衰落,我个人认为不用那么担心,总有一天会触底反弹。

3. 乡村振兴

我国进城务工人员 在 2014 年之后没有太多增长,证明过去那种跨越式的人口流动已逐渐停止,很多人留在了中西部。到 2035 年,虽然城市人口将上升 15 个百分点,近 80% 的人居住在城市,但仍然有 20% 的人口居住在农村,约 3.5 亿人,所以,我们不能把农村放弃掉。从这个角

度来理解乡村振兴是有意义的。

习近平主席 14 岁到陕北去, 26 岁才回到清华读书,他看到过满眼的贫困。我经常回老家,而且我本人是研究农业经济起家,深知中国还有多少人处于多么贫困的状态。去年李克强总理说全国有 6 亿人的月均收入在 1000 元以下,舆论哗然,但这是事实。

因此,大家要认真对待乡村振兴。对国有企业而言,乡村振兴一定会是你们必做的任务。

如何实现乡村振兴? 能否依靠发展农业? 我认为不可取。农业增加值只占 GDP 的 8%, 2035 年可能只占 4%, 无法支撑未来 3 亿农村人口的收入。中国目前除了主产粮区要确保发展,其他的农作物都值得商榷,因为大多已经处于过剩状态。问题不是农产品不够,而是农产品价格太便宜。农村老百姓要提高收入只有一条路,找非农的工作。事实上,15 年前农村居民收入的一半以上已经来自非农产业。

发展乡村工业是否可行? 其实,“村村冒烟”的时代已一去不复返。现在要实现乡村振兴只能靠县域经济。这也是习近平主席在“十四五”规划的解释里提到的,要发展县域经济。

县域经济的重点是 为农村居民提供较高质量的就业,劳动力密集型产业仍然是主力。我刚刚参访了雄安,安新县一年的税收才两个亿;15 年前我到温州的一个县,县财政收入已经达到 120 亿,富可敌省,这就是南北差异。现在南方的一些穷省赶上了,其中就有我的老家江西。江西在十年前是倒数前 5 名,现在 GDP 总量在全国上升到第 15 名,人均收入第 20 名。这么了不起的成就从何而来? 产业转移。我老家所在的县目前是箱包产业的小中心,老百姓的收入增长很快,村子里 60% 的人家都拥有了小轿车,这在三年前是不可想象的。所以,发展县域经济还是要务实一些,做劳动力密集型的产业。

乡村振兴最终会使村庄成为宜居之所。随着交通便利化,收入水平提高,以及农村单体房屋



设施的改善，进县城买房与留在村庄居住将达到平衡，村庄成为居住地，县城是工作地。如果农村土地问题能够切实获得突破，我认为乡村振兴会走得更好，其中有很多潜力可挖。

4. 绿色发展

我国之所以提出“双碳”目标，首先因为国内需求，其次来自国际压力。过去二十年，世界碳排放增长量的80%来自中国，中国是世界上最大的排污国家。“双碳”目标能否实现，是一个巨大的挑战。

很多企业认为绿色发展一定增加成本，但是按照波特假说（著名竞争战略专家迈克尔·波特提出来的假说，英文为 Porter hypothesis），加强环保的规制其实有利于刺激和我国进行更多的创新活动，从而推动技术进步。环保技术厂家给企业推销一个产品，肯定要提高企业的效率，否则企业不会采用。如果能创造一个巨大的环保

产业，整个经济也会变得更强。但与此同时，挑战也很大。如果我对中国未来5-7年新景气周期的判断正确的话，减排的压力将非常大。简单计算，“十四五”期间能源效率要每年提高3%，但我国经济增长率是5.5%-6%，如果能源结构不改变，每年的排放将仍然增长2.5%-3%。我国现在提出要求，“十四五”期间能源结构要做重大改变，煤炭要从60%下降一半。如果这个目标能够实现，减排压力就能够缓解，但在2030年完全达峰的挑战仍然非常大。所以，我们必须加速中国能源结构的转变。

现在大家讨论是实行碳交易还是碳税，国发院徐晋涛老师主张碳税，因为碳税简单且易执行，碳交易虽然效率高一些，但对于软件的要求非常高。为此，我认为中国需要为碳达峰目标制定一个国家行动方案，否则到2030年达峰的难度极大。



世界经济的现状与展望

张宇燕

中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员

中国社科院大学教授

2020年，全球经济进入二战以后最严重的衰退，出现3.3%的负增长。中国经济表现非常出色，2020年GDP增速为2.3%，是全球唯一实现经济正增长的主要经济体。

从贸易和投资看，2020年全球商品贸易下降8%，全球直接投资降幅更大，下降约40%左右。中国在这方面的表现也非常好，逆势增长。2020年，中国吸引外国直接投资增长4%，成就来之不易。

主要经济体对抗疫情冲击的五种货币政策

为救助疫情带来的经济衰退，各国政府都采取了强力政策。

财政上，仅2020年一年全球刺激政策就达到约12万亿美元，非常巨大。美国、欧洲、日本等地区和国家都相继推出了救助政策，中国也发行了1万亿人民币的抗疫特别国债。

货币上，政策更是令人印象深刻，2020年全球央行降息超200次，很多国家都在降息，有些国家的利率已经降为零，没法再降，国债收益率也已经跌入负值区间。于是，这些国家就推出其他类型的超级宽松的货币政策，综合来看主要有五种：

一是数量宽松或者叫量化宽松。大家对这个词都不陌生，2008年全球经济出现衰退，各国

使用利率等传统工具刺激经济不再奏效，因此推出了“量化宽松”，即由一国央行购买国债。美国美联储的资产负债表规模曾经为5万亿美元，但为了救市，美联储购买了大量国债、企业债、还有一些股票，导致其资产负债表规模一下膨胀到4.5万亿美元，增长4万亿。后来随着美国经济状况略微好转，美联储又回归传统货币政策，卖掉先前购买的各种债券。新冠肺炎疫情暴发后，美联储为了应对疫情、支撑美国经济和稳定金融市场，再次出手买债，资产负债表规模上升到7万亿美元以上。从这一过程不难看出，量化宽松属于一种非传统的货币政策。

二是控制收益率曲线。控制收益率曲线的主要目的是压低债券利率。一国政府发行债券，如果债券利率非常高，该国政府就要还本付息，压力可能非常大。于是政府一方面要扩大财政赤字，加大财政支出，另一方面把政府债券的利率压得很低。比如日本政府把国债利率基本定为零，这样做就留出一定空间，能多发债券，通过发新债来偿还旧债。与此同时，日本政府发行债券的利息成本也变得极低。这引发各界对现代货币理论的讨论。这一理论认为，在利率很低，甚至是零的情况下，政府可以不考虑债务负担。以前政府债务负担主要看债务余额占GDP的比重，现在则应该看还利息的利息量占GDP的比重。如果利率是零，那在一定程度上意味着政府可以随便发债。因此，在现代货币理论思想的指导下，日

本文根据2021年5月27日张宇燕在中国国际商会、北大国发院、北大新结构经济学研究院共同举办2021年中国企业未来发展论坛上的演讲整理。



本和澳大利亚的央行严格控制收益率曲线，把名义利率压得很低，澳大利亚压到 0.25，日本则压到 0。

三是负利率。比如去丹麦买房，银行房贷利率是多少？十年期房贷利率仅为 -0.5%，也就是说，买房者向银行贷款买房，十年后还清房贷，银行还要倒贴钱给买房者。瑞典也曾推行过类似政策，这样做的目的就是刺激消费。

四是大银行定向放款的策略。比如欧洲央行找到一些规模较大的欧洲商业银行，让这些商业银行直接给自己贷款。在欧洲央行看来，推行所谓负利率政策，不仅在欧洲内部很难达成统一，这种做法的负面影响也不小，不如直接找大型商业银行贷款，贷款的利率为 -1%，贷款总额高达 1.5 万亿欧元。

五是“直升机洒钱”，直接给个人、家庭派发现金。美国有些州的政策就直接给消费者发钱。我国澳门特区也是采取这种政策，按照居民身份证号直接给每位居民派发现金。

以上五种世界各主要经济体应对疫情冲击而使用的货币政策，以前从未出现过，教科书上也没有相关论述。所以现在有些观点认为，在疫情冲击下，各国政府的货币政策已经弹药耗尽。无论未来世界经济走向如何，有一点可以肯定，那就是宏观经济学注定要因此而重写，这是一个非常有意思的现象。

不可否认，美国的货币政策对全球影响很大。2020 年 8 月，包括美联储在内的多国央行一起召开会议，探讨货币政策框架调整。在此次会议上，美联储主席鲍威尔宣布调整美联储货币政策框架，转而寻求实现 2% 的平均通胀率长期目标。

这一调整意义非常重大。因为在历史上，虽然美联储通胀目标也设为 2%，但通胀率一旦高于或低于这个目标，美联储的货币政策马上就做出相应调整。疫情暴发后，传统货币政策调整空间已经非常有限。美联储于是宣布转而寻求实现“2% 平均通胀率”的长期目标，盯住 2% 通胀

率成为一个长期平均值的要求，至于“长期”是多长时间，美联储并未明确说明。

过去十年，美国的通货膨胀率有多年低于 2%，总体来看通胀率较低。因此，美联储转为盯住长期的平均通胀目标后，相当于给未来美国的通货膨胀赢得一定空间。即便未来几年美国通胀率超过 2%，其一段时期内平均通胀目标仍可能控制在 2%。在这样的背景下，美国的货币政策就有条件进一步宽松，这是一个非常重要的变化。

某种意义上来看，美联储的货币政策可以影响全球，那么美联储调整通货膨胀目标的做法，也可能影响全球。当然也有一些观点认为，美联储此次调整力度不够，技术上如何操纵也不够透明，“长期”到底是几年也没有明确说明，这反而给市场增加了不确定性。

国际货币基金组织曾对上述五种由主要经济体推出的货币调整政策进行了政策评估。2021 年 3 月 16 日，国际货币基金组织的货币金融市场部主任曾提出所谓“新框架评估”，即针对美联储、欧洲央行、加拿大央行和日本央行推出的宏观调控政策进行评价。

“新框架评估”主要提出两个问题：

一、灵活通胀目标设定战略，在实现目标时能够发挥作用吗？比如美联储转而寻求实现 2% 的平均通胀率长期目标，主要是为了促进就业，拉动经济增长。那么未来一段时间内，一旦 2% 的平均通胀率长期目标实现了，促进就业和拉动经济增长的目标能否同步实现？政策调整是否真的管用？

二、先行的工具集是否能够应对高通胀和实现潜在的产出目标？现在许多国家实行的是超级宽松的货币政策和财政政策，以后很可能导致通货膨胀，一旦出现这样的情形，先前使用的那些政策工具能否应对可能出现的通货膨胀以及相关金融风险？

今年 4 月，国际货币基金组织的总干事格奥尔基耶娃表示，目前各国政府推出总额约 16 万



亿美元的财政刺激措施，以应对疫情对世界经济造成的冲击。去年10月，这一数字还是12万亿美元，很短时间又增加4万亿，这是今天的大变化。

美元与欧元的困境

2020年关于美元的一些变化也曾引起很多市场人士和学界的关心。一般而言，在出现金融危机或者经济衰退时，世界市场就出现了安定因素，通常的做法是增加安全资产的持有量。什么是安全资产？主要是美元资产。所以在以往出现危机和衰退时，人们都去购买美元资产，把自己的货币先兑换成美元，然后再去购买美元资产。这样的做法通常会引发美元升值，世界各国投资者对美元资产持有量增大，美元汇率肯定要发生变化。

但在2020年，这一现象没有出现。2020年3月，美元指数略微上涨后就一路走跌，一度跌破90关口。很多人就此展开争论，这是否意味着美元将以此为拐点，开启持续走跌的过程？或者这只是一个偶然现象？

哈佛大学的罗格夫教授曾任国际货币基金组织首席经济学家，他在最近发表的一篇文章中认为，今天国际货币领域里发生的种种事件与20世纪60年代的景象高度相似。

在20世纪60年代，美元大量向全世界输出。那时候美元跟黄金的比价是固定的，一盎司黄金等于35美元，这是1944年布雷顿森林体系确立的规则，即全世界的货币跟美元挂钩，美元跟黄金挂钩，也就是说美元就是黄金，各国货币与美元保持固定汇率。然而在20世纪60年代，美国在世界各地买资产、投资、扶植傀儡政权，导致大量美元向全世界扩散，各国用自己手中的美元抢购黄金，而美国手中没有足够的黄金储备，最终导致布雷顿体系的崩溃。当时有一位美国经济学家特里芬写了一本书叫《黄金与美元危机》，在他看来，布雷顿森林体系不可持续。

罗格夫的这篇文章也阐述了当前世界的两个重要现象，一是美国GDP的全球占比一直在下降，二是美国的债务余额占GDP的比重一直在上升。这两大现象预示着美元的国际地位并不稳固。在罗格夫看来，这与20世纪60年代发生的一系列事件意义相同，他的潜台词就是美元将来可能还要出大问题，我把这个称为“罗格夫两难”。

欧元也同样值得我们关注。欧元区的经历一直是磕磕绊绊，新冠肺炎疫情暴发后，欧洲各国自顾不暇，没有合作，更没有承担起一体化过程中该有的兼顾大局、照顾好成员国的责任。有观点认为，欧元区可能就此垮台。回顾欧元区的历史我们不难发现，它在本质上就是一个危机驱动型的区域化组织。危机越猛烈，它越往后退；无路可退时，它再往前走一步。

2020年7月，欧盟峰会就经济复兴计划达成一致，这是一件非常重要的事。该经济复兴计划设立了总额为7500亿欧元的“恢复基金”，数目虽然不算太大，但标志着经济领域的欧洲一体化在完成了统一货币和统一央行的两大任务后，终于向统一的财政迈出了关键一步。然而7500亿欧元的“恢复基金”来自哪里？这是个问题。目前有两个可能的渠道，一是欧洲央行发行欧洲债券，欧洲央行开始扮演与美联储相似的角色。原来的债券是欧洲国家各自发放，这次则以欧盟的形式统一发放，这就跟美国的国债有点类似。二是征税。在我看来，这标志着欧洲就此走向财政统一，其意义非常重大。国际货币体系也可能就此出现一个新的基准，以前我们提到基准，一般指的就是美国国债，现在有了欧洲“国债”。希望有朝一日，中国的国债也能成为世界的一个基准。

全球供应链的调整

全球供应链在2020年也成为各界共同关注的热点议题。

2020年8月，美国重要智库麦肯锡全球研



究院公布了一份报告，研究了180种全球重要的贸易品，发现70%的贸易品产地出自一个国家。这份报告认为如此集中的供应链布局让很多国家感到担心，预测全球跨国公司可能在未来5年内，将其全球产出的1/4转换投资地点，要么回到本国，要么转移到新的国家。这份报告估计，可能受影响的商品总价在2.9万亿到4.6万亿美元之间，约为2018年全球商品出口的16%—26%。

目前来看，2020年中国出口和吸引外资的表现非常好，但几年后情况会怎样？这涉及到大国间的博弈。一些国家，比如美国、日本已经开始计划或已经出台一系列政策，鼓励制造业回流，提高供应链弹性，缩短供应链长度，强化供应链韧性。

世界经济前景展望

目前关于世界经济前景的展望争议比较大。

一部分人认为世界将进入比较高的通货膨胀期，主要理由包括：一是世界各国纷纷推出近乎天文数字的救助政策，导致货币供应量急剧增加，各国债务占GDP比重上升了13-14个百分点，美国债务占GDP的比重一下子蹿升至130%的历史高位；二是主要央行均奉行超宽松的货币政策；三是疫情冲击供应链可能会导致供应短缺。

另一部分人则认为世界将进入通货紧缩，主要理由包括：一是尽管全球货币流通量剧增，但货币流通速度却大幅放缓；二是疫情冲击之下，居民家庭消费趋向保守，比如美国家庭的储蓄率由疫情前的7%-8%猛然蹿升至疫情后的16%；三是失业率高企，失业的人们一旦找到工作，能快速进入劳动力市场，这导致劳动力市场宽松，设备产能利用率比较低。

在这场争论中，有一点特别引人注目，那就是在现今世界的债券市场，名义利率为负的债券已卖出18万亿美元之多，占整个全球可投资债券的27%。

问题来了，人们为什么要买负利率的债券？这好比花100块钱现金买回来的债券，几年只能收回99块。这体现了一部分人对未来世界经济较为悲观的一种预期，一方面金融机构持有大量现金，成本很高，另一方面倘若通货紧缩真的发生，现在100块钱买回来的债券，几年后可能连99块也收不回来，倒不如趁现在及时买进，及时止损。

尽管对全球经济展望的观点各种各样，但现在已经显现出的一个趋势是通货膨胀。比如日本4月份通货膨胀较去年同比增长4.2%，较前一个月环比增长0.8%，增长速度非常高，超出很多人的预期。我们的判断认为，短期看通货膨胀的压力比较大，未来一个月、两个月、三个月内通货膨胀率都有可能上升，但是中长期来看通货紧缩的压力比较大，这主要是由总需求不足造成的。

除了通货膨胀，目前资产价格太高，股市价格、房地产价格都远远超过了2007年的水平。国际清算银行对当前全球资产价格有一个评述：从全球来看，尽管实体经济复苏和宽松的货币政策将对资产价格形成一定支持，但风险资产价格同经济前景和信贷质量恶化相脱节的现象依然存在。这句话的涵义就是：尽管有较低利率的支撑，经济行业好像开始复苏，但是风险资产价格前景不好，信贷质量恶化。今年全球特别是主要经济体，资本市场可能要出现大的波动。利率一旦涨起来，股市房市都会发生巨大变化。

此外，全球银行业短中期也将面临风险。世界权威金融分析机构标准普尔在2020年11月中旬发布的报告中指出，与2009年相比，尽管全球银行业整体状况更加健康，但该机构目前仍对全球1/3的银行持负面展望，2021年可能是全球银行业自2008年国际金融危机以来最为艰难的年份。

在全球与区域经济治理方面，围绕世界贸易组织改革问题，主要经济体之间的合作与竞争关系将继续强化，改革前景难以预料。而近期美国



贸易代表戴琪的一些表述，以及美国于去年8月，时任美国贸易代表莱特希泽在《华尔街日报》上提出的关于WTO改革的五点主张，都值得我们关注。

今年直接影响全球经济走向的另一个主要变量是疫情。我们判断今年下半年疫情得到有效控制，或将演变为普通流感，这是大概率事件。从历史上看，重大传染病的暴发持续期大多为2年左右，而且是来无影去无踪。目前新冠肺炎疫苗也在全球范围内逐步展开接种，当然我们不排除病毒出现新的变种，但大概率看疫情能够得到控制，经济会恢复。还有一个变量是通货膨胀，其走势主要取决于主要经济体是否过早地退出现在的量化宽松政策。

国际货币基金组织4月份的报告预测，按照购买力平价来计算，今年全球经济增长率为6.5%，美国经济增长率为5.1%，中国为8.1%。今年的政府工作报告则预测中国的经济增长率为6%以上，这是一些基本预测。我们预测今年全球经济增长率在5-6%之间。

中美关系方面，美国参议院刚刚通过《2021战略竞争法案》。根据去年拜登发表的一篇文章里的内容，拜登政府的对华政策可以简单概括为三点：一是美国将与其他西方国家联合，凭借它们占全球一半GDP的实力，要在环境、贸易、劳动、技术、透明度等方面制定一系列新规则，阻止中国主导未来的技术和产业。这就意味着，美国要联合盟国，用一套规则来把中国锁定在全球价值链的中低端，在这些国家看来，中国可以生产鞋、服装、玩具，但是高科技产品不能碰。这就是所谓的“规锁”——制定规则，用规则来锁定中国。

同时美国要在中美利益交汇的地方跟中国合作，这主要涉及三个领域：气候变化、防止核扩散和全球卫生安全。东西方对“合作”一词的理解大不相同，中国人一说合作基本是友好合作，能实现互利共赢最好，倘若我少拿一点你多得一点，甚至是我吃点亏，只要在友好合作的框架下，这些都没有问题，这是我们中国人理解的合作。但不同的是，西方人对“合作”的理解，其基本含义就是遵守共同的游戏规则，大家都接受同样的规则来进行博弈。比如在一场拳击比赛中，两个拳击手接受共同的规则、共同裁判的判罚，中国人可能理解为竞争，但这是西方人理解的合作。尽管在拳击场上大家彼此合作，但双方的目标仍然是零和博弈，我的目标是要把你打翻在地，你的目标是要把我打到头破血流。

东西方的理解差异不仅体现在“合作”这个词上，还体现在其他很多方面。西方人非常务实，比如他们理解的战略合作，好比下棋的过程，每一步棋都是战略布局，因此在谈判过程中，西方人常常直接提出，希望中国在具体的措施上做出实质性改变。

对于上述情况，中国该如何应对？我认为，我们还是要以更高水平的开放予以应对。面对当前中美关系出现的一些变化，甚至是一些“脱钩”的政策、“规锁”的战略等等，我们还是要继续开放。在冷战期间，苏联和西方阵营彼此形成了一种“确保相互摧毁战略”，即你可以把我灭掉，我也可以把你灭掉，这时候双方实现了一种平衡，一定程度上也赢得了和平。今天我们希望中国和外部世界应该确保相互依存，深化国际分工，加强国际交流，提高“相互摧毁”的成代价，只有这样才能促进世界长期稳定的发展。



美国财政刺激政策的新思维及其影响

卢锋

北大国发院金光讲席教授

美国在财政、货币方面的宏观政策在过去十几年，尤其是两次危机以来发生了深刻变化，特别是这一次应对新冠疫情带来的危机，出现一个非常重要的差异性特点，就是财政政策一马当先。

这种转型中有个小花絮事件。今年2月，美国两位重量级经济学家萨默斯（Lawrence Summers）和克鲁格曼（Paul Krugman）在财政纾困法案（American Rescue Plan）推进的时候展开了辩论。克鲁格曼一直坚定地支持财政刺激政策，萨默斯本来也是很重视发挥财政刺激功能的学者，然而二人就纾困法案规模适当性和影响问题的看法存在系统性分歧，并在2月中旬就此举行公开电视辩论进行观点交锋。由于两人同为民主党内的重量级学者，又都是新凯恩斯学派的领军人物，他们分析观点排除了价值观和一般理念因素影响，更好地从一个侧面体现了纾困法案的力度异乎寻常，折射了美国目前财政干预宏观经济方针方面的转型内容及其引发矛盾的深刻性。

转型的特征

货币与财政刺激是美国两次应对危机的主要政策手段，然而这次疫情危机应对出现新情况。从货币政策看，救助刺激的规模和力度进一步加码，可谓宽松加宽松。财政干预与上次比较更是

发生实质性变化，至少表现为以下两个方面特点：

一是规模数倍于金融危机应对。粗略匡算，美国应对金融危机时，动用的财政总资源为1.87万亿美元，如果不包括3000亿美元和7000亿美元的分别主要用于房地产和金融部门的救助法案，严格意义上财政收支刺激规模可能不到一万亿美元。但为应对疫情带来的危机，2020年特朗普政府就启动五次财政刺激，总额3.78万亿美元，加上拜登政府3月的1.85万亿美元“美国救助计划”，合计超过5.6万亿美元。即便去掉CARES法案（新冠病毒援助、救济和经济安全法案）的某些借贷救助内容，狭义财政刺激也在5万亿美元左右（不含2.35万亿就业计划和1.8万亿家庭计划）。所以，美国这次财政刺激的规模可能是应对金融危机时的5倍以上。

第二，大规模财政干预出现常态化的冲动，相机抉择的财政政策工具运用方针出现显著调整。应对金融危机时，奥巴马政府在《复苏与再投资法案（ARRA）》后没有谋求实施新的财政刺激计划，而且从2010年初就开始实施减少赤字率和债务整顿政策。相比之下，此次拜登政府在经济复苏反弹前景相当确定的背景下，仍然接二连三推动大规模财政刺激计划，显示其不仅要用相机抉择财政政策手段应对危机，而且要借此实质性提振美国长期潜在增速。

本文根据卢锋在2021年6月19日北大国发院第57期中国经济观察报告会上的演讲整理。



转型的现实原因

美国财政刺激政策发生如此大尺度变化，背后既有现实原因也有认识根源。从现实环境因素看有几点：

第一，经过多年强势刺激政策，货币政策的空间显著变小。另一方面，疫情对不同经济部门的冲击存在结构性差异，财政政策的结构特点就有了用武之地，财政干预能较好地适应救助的结构特点。

第二，美国长期经济增速持续下滑，特别是进入新世纪以来增长内生动力明显走低，引发前几年有关美国经济“长期停滞”的讨论。美国决策层和精英希望借助更大程度地利用财政工具来强化宏观刺激、提振增长，避免“日本化”低增长前景。

第三，美国作为主要储备货币发行国，美债收益率多年来连续下降。过去一段数据显示，虽然美国联邦政府负债率大幅上升，然而由于美债的收益率同时下降，偿债率指标反而显著下降。因此认为不用过于担心美国财政可持续性。

这些现实因素确实相当程度地影响了美国财政干预力度超常提升的现象，然而特定政策作为决策主体选择结果必然受到理论与认识的支配，美国最近财政刺激干预大幅度加码，也与近年美国学界重新研究传统财政政策方针并推动财政决策思维转变动向有关。

美国财政决策思维变化

从财政政策逆周期调节影响宏观经济角度看，美国传统财政决策思维与实际方针体现几方面特点：

第一，财政政策以自动调节机制为主。自动稳定和相机抉择两类工具共同调节宏观经济。在应对金融危机前，美国更重视自动稳定机制的基础性调节作用。

第二，相机抉择工具的运用受到抑制。相机抉择政策虽也实际发挥重要作用，但主流观点认为这种调节方式滞后期较长，并产生“挤出效应”，所以对其运用得很少。

第三，“财政周期平衡”理念具有较大影响，对于美国经济和政治体制内部的财政扩张冲动构成某种制衡机制。

美国为应对金融危机实施的大规模财政刺激政策，客观上冲击了财政保守主义方针。后危机时期，在失业率回落缓慢与增长动力不足的形势下，学界关注深度衰退后劳动力市场的“疤痕效应”及复苏疲弱“滞滞效应”，美国经济“长期停滞”与收益率降至历史低位现象引发热烈讨论。如何通过实施超常规宏观政策造成所谓“高压经济”以摆脱困境，成为近年美国宏观经济理论和政策分析热点之一，并推动形成一种或可称为“财政决策新思维”的方针转变。

财政决策新思维有以下几个主要观点：

第一，从总结美国应对2008年全球金融危机以来财政政策的经验教训入手，质疑传统财政的保守政策方针，主张更加激进的财政干预主义立场。新思维认为，传统财政保守稳健的方针客观上导致失业率高企的局面延续过长，加剧了劳动力市场的“疤痕效应”与宏观经济层面的“滞滞效应”，而财政干预则显著减缓了经济衰退程度与失业率升幅，对控制危机恶化有显著的积极作用。

第二，在公共债务可持续性分析框架中淡化负债率与强调偿债率指标。传统思维比较重视负债率，而新思维强调偿债率的重要性，认为在收益率回落的背景下，偿债率会在负债率上升时趋于下降，由此认为无需担忧负债率，不应因此妨碍必要的财政刺激干预。

第三，更为激进的学者通过历史研究与理论建构，提出依托主权信用是现代国家财政和货币



基础的根本命题，分析论证扩大财政货币刺激的可行性与合理性。这类分析从根本上质疑了传统财政保守主义方针，积极寻找强化财政干预的理论依据。

第四，在政策含义上，认为拜登政府面临美国经济长期停滞风险与超低收益率条件，有必要有可能持续实施超常力度的财政政策以提升经济增长。新思维认为，给定美国经济现阶段形势特点，财政刺激措施力度不足的风险和代价要显著高于刺激过度，所以应宁过勿缺、宁强勿弱。

财政刺激新政的影响

财政刺激新政在短期之内会有一些好处，长期肯定会有一些问题。

正面影响主要是能够使美国经济在短期内更快地增长。由此派生的进口需求会对我国出口产生一定程度的利好。

但长期来看，试图借助宏观手段提升长期潜在增速，会面临多重约束。财政政策逆周期调控主要影响总需求，难以有效解决总供给的内在制约和短板，可能难以提升主要由供给侧因素决定的长期潜在增速，反而可能带来负面影响。

人为刺激会导致多方面的负面效应，包括推高流量物价，如美国最近消费物价飙升的关键原因之一是激进的财政货币宏观政策。另外还会推高资产价格和金融风险，使美元名义资产持有主体的风险上升等。值得关注的是，刺激政策人为地将经济增速推高，超出外部竞争力支持的潜在产出水平，在开放环境下会导致进口增长与逆差失衡加剧。外部失衡情况下，美国又会到外部找原因，倾向于指责贸易伙伴国汇率和其它政策影响，这可能成为中美经贸关系新的风险点。

总之，美国内外经济环境演变带来的财政政策方针转型造成很大不确定性，这种不确定性对投资、政策以至经济学理论都提出了很多有待研究的新问题。



新冠疫情与货币政策的重大转变

徐高

中银证券首席经济学家、北大国发院兼职教授

目前，新冠肺炎疫情全球每日新增病例数约为40万，疫情仍在蔓延，屡有反复。然而，新冠疫苗的接种给疫情的走向带来一定程度的确定性。在我看来，今后疫情的走向可以交给时间，只要有足够长的时间让足够多的人接种新冠疫苗，疫情对经济活动的干扰就会大幅下降。

疫情对经济的影响将逐步减弱，这是个大概率事件，我们更应关注的是疫情的后续效应。2020年，有三位学者研究了从14世纪以来全球暴发过的17次大规模疫情，比如黑死病、西班牙流感等。通过研究，这些学者发现在很长一段时间内，比如十年、二十年，疫情都会对真实利率形成明显抑制作用。之所以出现这种情况，主要因为疫情造成大量的人员损失；与此同时，疫情也令经济需求减弱，导致资本回报率下降，真实利率下降。

如果此次新冠疫情的后续效应仍然重复过去17次大规模疫情的“老路”，那么我们对全球经济中长期前景的态度是要相对悲观。但我认为，新冠疫情和历史上的几次大规模疫情有很大不同，最主要的差别是新冠疫情暴发时，全球已处在纸币体系中，这是一种完全不一样的经济环境。

需求端：刺激经济不再受传统货币体系的约束

20世纪70年代布雷顿森林体系解体后，人

类社会彻底进入纸币体系，纸币体系的特点就是货币发行不与任何实物挂钩。纸币体系出现之前，货币发行受国家黄金存量的影响和约束；纸币体系出现后这些影响和约束不复存在。

进入纸币体系后，人类拥有了无限的名义货币创造能力，比如津巴布韦曾发行面额为100万亿金元的纸币。当然，到最后不得不承受恶性通货膨胀的结果。但名义货币购买力已不再是一种约束。新冠疫情暴发后，全球三大央行——美、欧、日央行资产负债表大幅扩张，这是极度宽松货币政策的一种表现。

细看美国，我们发现疫情暴发后美国居民的收入反而高于疫情前，这出乎意料，但又有内在合理性。美国在疫情之后大量给居民发钱，背后的支撑是美联储大量购买美国国债。通过财政这个渠道，美联储把大量的钱直接放到居民手里，直接带来居民收入和支出的扩张。

所以在疫情暴发后，美国经济在需求层面复苏的非常好。从上图可以看出，美国零售从绝对水平来看比疫情暴发前高出20%。倘若没有新冠疫情因素的影响，一般而言美国GDP年增长率约为2%到3%，名义年GDP增长率约为4%到5%。因此，美国零售总额这一年多时间增长20%，非常罕见。

中国零售水平在疫情之后也有明显复苏，目前绝对水平比疫情暴发前高出5%多一点。因此，

本文根据徐高在2021年6月19日北大国发院第57期中国经济观察报告会上的演讲整理。



如果只从需求面看，美国经济复苏领先于中国，主要不是美国的疫情控制好，而是采用了超强的政策刺激，尤其是货币政策以刺激经济。但既然发出那么多货币，总得有相应的供给对接；如果没有足够的供给，货币就会演化成为价格的上涨，最终演化成通胀。放眼全球，有庞大的生产能力，疫情控制得比较好，开工比较正常的经济体只有中国。在生产面也就是供给面，经过季节调整后，中国工业产出的绝对水平比疫情前高出5%到10%，而美国的工业产出水平才刚刚恢复到疫情前的状态。因此在供给层面的复苏，中国领先美国。

中美间互补式的复苏再度强化了“中国生产——美国消费”的全球循环。从下图的中国经常性账户顺差和美国经常性账户顺差之间的走势，可以看出镜像关系很明显。

次贷危机暴发前，美国需求旺盛，所以美国经常性账户逆向扩张，带动中国经常性账户的顺差也随之扩张，结果就是美国从中国大量进口商品。次贷危机暴发后，一直到新冠疫情暴发前，美国国内加杠杆的进程受到阻碍，国内需求相对较弱。所以美国的经常性账户逆差一直比较平稳，没有明显地扩张，中国的经常性账户顺差也相对较少，外需对中国经济增长的拉动作用也会相对弱一些。新冠疫情暴发后，美国政府强劲的刺激政策令美国需求快速膨胀，也使得中美之间的经常性账户顺差和逆差同步扩张。现在的局面类似于次贷危机之前的情景。美国有非常强的总需求，中国有产能来对接需求，所以无论是中国还美国，经济复苏情况都不错。但不一样的是，美国这一次的需求是强刺激出来的。

供给端：对外遭遇运力瓶颈，对内面临宏观调控

在此背景下，中国出口经过季节调整后，处在一个相当高的水平，上升的速度也比较快。但最近几个月，中国出口处在高位振荡的态势，没有进一步上升。在我看来，出现这一情况并非因

为国外需求减弱，而是运力出现瓶颈。

下图中的深色线代表中国出口集装箱的运价指数，不难看出这一指数本已处在高位，最近又进一步拔高。出口处在高位增长，但运价还在往上涨，这一现象意味着什么？答案就是运力出现瓶颈，即需求依然很旺，大家还是要买中国的产品，但船和集装箱的数量一定，所以运力也就相对固定。无奈之下，只能是集装箱和运费涨价。

除此之外，中国目前还存在另一种明显的供给瓶颈，下图是中国高炉开工率与中国螺纹钢期货价格之间的关系。正常情况下，钢价与高炉开工率之间是正相关的关系。这很好理解，既然需求旺盛，高炉的工作时间自然也会延长，钢价也会随之上涨。然而最近半年，也就是从2020年底到现在，出现这样一种少见的背离现象：一方面高炉开工率明显下降，另一方面螺纹钢期货价格明显升高。量缩价涨明显说明供给出了问题，是供给的瓶颈导致整体价格的快速上涨。这背后的原因可能是国内的限产政策，比如“碳中和”和“碳达峰”政策的行政化执行导致目前在整个经济总需求比较强的时候，供给面反而限产收缩，使价格水涨船高。

整个上游价格上涨对下游利润已经产生一定程度的挤压。下图显示，黑色和有色金属冶炼加工业的利润在最近几个月大幅上升，因为价格涨了很多。偏下游的金属制品及设备制造业的利润就在高位回落，因为上游正在限产，上游对下游企业利润的挤压正在逐步显现。但由于下游整体利润情况还不错，上游对下游的利润挤压尚未完全凸显。

然而在我看来，真正值得关注的还是限产。下图是采矿业、制造业和公共事业三个部门工业增加值绝对水平，也就是在季节性调整后的指数。仔细观察不难看出，2021年3月和4月，采矿业的供应产出有比较明显的下滑。到5月，制造业的产出也出现明显下滑。所以最近三个月，国内采矿业和制造业供应增加值先后走低，背后的原因应该是限产对产量的约束。



总体来看，疫情之后全球总需求扩张非常明显。与此同时，国内在采取一些政策限产，其结果必然是通胀压力快速上升。目前，PPI 环比和 PMI 购进价格指数均处在十年高位，PPI 端的通胀压力还在快速集聚。

此外，从 PPI 向 CPI 非食品通胀的传导也正在发生。非食品 CPI 相对而言涨幅不到 2%，不算很高，但这种上升的势头非常明显。今年如果不是猪肉价格在跌，国内 CPI 通胀压力会非常大。尽管猪肉价格会对 CPI 整体形成一种抑制，我们仍要看到非食品 CPI 的通胀压力也在快速累积，这也是在需求旺盛的时候限产所必然带来的结果。

还有一个值得关注的瓶颈。自今年年初以来，土地购置面积明显下降。与此同时，土地购置费用大幅度上升，这反映出地价在快速上涨。在我看来，这一现象与今年的土地集中供应制度有关。经济学规律告诉我们，通过减少供给，可以推高价格获取收益，集中供地政策的初衷可能是平抑地价，但事实上可能加剧了土地供应的不足。

为什么美国通胀将成为长期现象

综上所述，当前在需求旺盛的情况下，供给瓶颈对物价的推升作用已经非常明显。然而通胀不仅是中国可能面临的问题，更是全球的问题。过去十年，美国的通胀率保持在较低水平，主要原因是中国的产能过剩对全球制成品价格产生了抑制作用。所以美国的核心 PCE（个人消费支出）通胀与中国产能利用率之间有明显的正相关关系。过去十年美联储先后实施了几轮 QE（量化宽松），发行了大量货币，但是通胀率始终处于低位。

然而情况正在发生变化，中国已经告别产能过剩的时代，正在遭遇供给的瓶颈，美国的物价也开始明显上涨。过去十年，美国从中国进口的商品的价格长期处于负增长状态，但最近已经明显呈现出正增长态势，上升速度非常快。

因此我认为，美国现在面临的通胀不会像美

联储预想的那样只是暂时现象，美国的通胀将是长期现象。过去十年那种低通胀格局存在的背景已经发生重大变化。美国 CPI 里商品和服务绝对价格水平指数现在环比的上升速度已经非常快。从环比数据来看，美国已经进入高通胀状态，而通胀的上升一定会引发美国货币政策转向。

供给约束对现代货币理论（MMT）的影响

疫情之后，因为全球总需求的扩张以及国内限产政策，中国面临的经济增长约束已从过去十年的需求约束转向供给约束，这是个重大变化。

在需求约束情况下，经济运行在生产可能性的边界之内，意味着还有富裕的产能。同时，在需求约束下，货币的传导路径往往不够通畅，导致发行的很多货币最终难以流向实体经济。因为实体经济产能过剩，投资回报率比较低，即便多发货币也不会带来通胀，使得现代货币理论（英文简称 MMT）相当流行。欧美国家虽然没有明确表态，但从操作层面来看，已经呈现出明显的 MMT 特征。

但目前经济形势已经从需求约束转向供给约束，这是一个根本性变化。在供给约束下，产能、产出和供给就是经济的约束，此时此刻的货币扩张就会快速引发通胀上行。在这样的背景下，MMT 成立的前提条件已不复存在。我认为，MMT 会很快过去，到今年年底，欧美国家特别是美国就会掀起一场关于货币政策转向的热烈讨论。在这种情况下，整个资产价格，特别是利率肯定要上涨。如果对比美国的制造业 PMI 和美国十年期国债收益率，很显然美国的国债收益率还有比较大的上行空间，尤其是当美国货币政策从现在极度宽松的状态退出之后，国债收益率向常态回归的空间应该相当大。

中国十年期国债收益率也有个非常好的领先指标，是中国银行家调查指数里面的贷款需求强度。目前银行家感受的贷款需求强度非常强，预



示着国内债券的收益率要持续向上。

美元现在处在底部，我认为美国货币政策的转向是迟早的事。目前看空美元的交易非常拥挤，比如非商业净多头持仓对美元期货指数处在历史的地位，所以大家都看空美元，这个时候美元很难跌下去，基本会处在底部振荡的状态。

对股票而言，当供给的瓶颈都浮现时，价格就会很快上涨。价格上涨过程中，供给企业的利润非常好。所以毫无疑问，目前中国制造业利润总额的绝对规模处于历史新高。更重要的是，利润上升的斜率也非常陡。在我看来，这说明现在中国企业利润上升状况处在“大好”状态，这显然会对股票 A 股市场，尤其是周期股形成支撑。



美国货币政策转向的逻辑、时点与全球影响

梁中华

海通证券宏观首席分析师

下半年变化比较大的因素并不是来自于中国，而将来自于美国，接下来美国货币政策会发生一些转向。如果美元流动性发生变化，会对全球金融资产的价格带来非常大的影响。

美元走势出现反转

从市场表现来看，4月以来的人民币升值，主要原因还是美元走弱，并没有超出市场化波动的范畴。自2015年汇改后，人民币汇率的市场化程度明显提高，与美元指数的相关性也大幅提高。从3月底至今，美元指数持续走弱，贬值3.4%，在此期间，欧元对美元升值3.9%，瑞郎升值4.9%，加元升值4.0%，英镑升值3.0%。人民币这一波对美元的升值幅度只有2.9%。升值幅度明显小于其他主要货币，仅比日元（0.75%）好一些。所以这一波人民币升值，主要原因是美元走弱，是市场化定价的结果。

美元为什么走弱？我们可以把上半年前五个月的资产走势分为两个阶段：第一阶段从年初到3月底，阶段特征是美元走强、美债利率上行，黄金和类黄金的资产出现调整；第二个阶段是从4月初到5月底，该阶段资产特征与前三个月相比出现反转，也就是美元指数下跌、美债利率下行、黄金和类黄金等资产出现大幅度反弹。

为什么会出现资产价格的反转？这与美国的疫苗接种情况非常相关。

近两年对于全球经济政策影响最大的因素就是新冠疫情，哪个国家的疫苗先接种完，哪个国家的经济政策就会率先恢复，货币政策就会退出，因此疫苗的接种情况非常关键。今年前三个月，美国新冠疫苗接种速度最快，市场对美国经济恢复的预期增强，推动美元指数大幅回升。因此，前三个月表现出来的形势就是美元走强，美债的名义利率和实际利率都出现大幅度上行，实际利率上行导致黄金和类黄金的资产价格出现大幅调整。

但4月以来，美国新冠疫苗接种速度不断回落，对美国经济复苏、货币收紧的预期边际弱化。而与此同时，德国、法国、意大利、西班牙等欧元区经济体的疫苗接种速度反而加快，这一快一慢影响经济预期一强一弱，也是美元贬值的重要原因。因此，5月以来，美联储不断向市场释放“鸽”派信号，且一直强调通胀是暂时性的上升，政策不会很快退出。正是这种对经济和政策预期的变化导致美元指数从4月初开始一直往下走，基本跌回到了年初的位置。美国名义利率小幅回落，通胀预期随着大宗商品涨价持续走高，导致实际利率再度回落，黄金、白银价格也都反弹至年初点位附近。国内A股的核心资产也是从4月份开始上行，这与美元的流动性有很大的相关性。

商品消费再现大繁荣

美国新冠疫苗目前成人接种率已超过60%，

本文根据梁中华在2021年6月19日北大国发院第57期中国经济观察报告会上的演讲整理。



很多州在慢慢放开防控措施，因此整个市场对于美国疫苗接种的关注度会下降。接下来对资产和政策影响最大的变量就是美国实际的经济修复状况。我们认为这次美国的修复绝对是历史上最快、最迅猛的一次，比其他经济体的修复速度都会快。这次疫情并没有使美国陷入债务通缩，美国有七成经济靠的是消费，而消费靠的是居民财富和收入。去年以来，美国新冠疫情虽然很严重，但房价却大涨。截至2月，美国二十个大中城市的房价同比涨幅达到12%，在疫情之前房价涨幅还不到3%。所以尽管受到疫情的巨大冲击，美国居民的房地产资产大幅增值。

美联储宽松货币政策推出后，金融资产的价格也在上涨，美股迅速反弹，不仅收复了跌幅，标普500去年还实现了16%的涨幅，纳指涨幅高达44%。

另一个不同之处在于，美国以往在经济衰退时失业人数很多，居民收入会下滑。受疫情影响，美国去年失业人口达1000万，居民收入却大幅上升，因为美联储直接给失业者发钱，且力度大，很多人拿的补贴额度比工作时的收入都高。美国居民的财富大幅增值，收入也大幅提升，因此，美国消费力没有下降，实物商品类消费去年快速回到正常，目前已远超正常水平，使商品消费出现大繁荣。

与商品消费的大繁荣相比，美国的整体消费还偏弱，主要是因为服务类消费还没有恢复。服务类消费偏弱并非受制于居民消费能力，而是疫情防控使人口流动和聚集尚未恢复，但接下来随着防控放松，商品领域的繁荣会逐渐转向服务领域，通胀压力也会从商品类的通胀转向服务类的通胀。

服务业将推高CPI

美国的复苏会比其他国家都更快，但现在美国扭曲的劳动力市场会加剧通胀压力，因为服

务业在美国通胀中占比六成以上。5月，即使剔除能源类，美国服务业的CPI同比也已经升至2.9%，美国在5月CPI再度超预期后，年内通胀水平也可能维持在高位。

美国去年因为疫情失业的人口很多，但通过政府的高力度补贴，居民收入反而上升。失业者最高可以拿到每周600-700美元的补贴，失业人口最多的酒店行业正常时期发放的工资也就是每周400-500美元。很多人失业期间的收入反而更高。

服务业修复以后，这些行业的收入有可能整体大幅飙升，因为只有把工资涨到足够高的水平，才能把躺在家里拿补贴的失业者叫回到工作岗位。所以现在美国的劳动力市场特别扭曲，一方面很多人还在失业，另一方面企业招工十分困难。供给的增长会比较缓慢，推高美国通胀的压力。如果美国疫情管控得好，经济还能进一步修复，会加快服务业的修复。

最近几个月，欧洲的通胀水平CPI在大幅度上扬，把能源类别除掉就会发现，欧洲核心通胀水平其实还是处于非常低的位置，而且并没有回到疫情之前的水平。中国的消费其实到现在也没有回到正常水平，这很大程度与我们的居民收入受到影响有关。去年全球唯一一个居民收入大幅增长的国家就是美国，这很大程度上源于美元的货币超发。

美国货币政策调整带来的影响

6月美联储议息会议已开始释放转向信号，虽然非常小心和克制，但从对经济包括通胀就业的预期改善角度而言，美联储的态度确实是在发生变化。接下来若经济指标好，美联储可能会进一步采取行动，释放更明确的“Taper（减少刺激）信号”，现在美国通胀水平已经远远高过了2%的目标水平。

美国当下就业比较差并非源于刺激力度不够，



而是刺激过量，若想改善就业就应该减少刺激。最近大家讨论比较多的美国金融市场流动性过剩的问题，就是源于隔夜逆回购余额大幅度飙升。逆回购的利率之前是零，也就是说即使不付任何利率，美国金融机构还是要把钱大量放到美国联储账户上，这说明美国金融市场的流动性已经多到非常扭曲的程度。

如果大家对于美国经济复苏的预期增强，或者美联储释放稍微偏鹰派的信号，4月以来很多资产的走势可能会再度反转：美债利率会重新上行，美元指数将再度反弹，贵金属价格会再度走弱，全球核心资产价格也会面临一定压力。

黄金作为一种长久期资产，可以对抗纸币超发。美元在纸币体系中处于主导地位，所以美债

实际利率影响黄金走势，也影响黄金资产的走势。因此，美债实际利率、黄金和茅台股价走势都有一定相关性。这意味着，当外资参与中国的市场增加以后，外资的定价体系里需要考虑美债的实际利率，投资美国的资产和投资中国的资产分别会获得多少回报。折现率考虑的是美债的实际利率，美债实际利率往上走的话，中国的核心资产也会面临一定的调整压力。

在我看来，三季度需要重点关注的并不是国内的经济和政策变化，而是美国的变化，尤其是大家对美国经济复苏预期的变化，以及对货币政策变化的预期变化，这些对资产价格影响更大。从最近的市场变化来看，反转已经在发生，下半年的变数主要在美国。



探寻本轮房价上涨的奥秘

韦志超

首创证券首席经济学家

在过去几十年，中国的房地产成为了千家万户都非常关心的问题。为什么这么关心？我想其中一个原因是中国房价走出了长期的牛市。过去二十年，中国房价累计上涨4-5倍，年化收益率达10%左右，仅次于股票，而且方差要小得多。可以说，房地产投资是过去二十年最具性价比的投资。

在过去的一年多时间，全国部分地区的房价又出现了一轮上涨，今天我主要就这一轮房价上涨现象，分享我的个人看法。

本轮房价上涨的特点

本轮房价上涨，主要集中在部分一线城市，特别是学区房，涨得比较多，引发关注。

2017年，国家出台新政，提出“房住不炒”，各方面的调控都非常严。此后两三年，房价相对稳定。但最近一年多，某些一线城市的房价明显上涨，而且与历史上的房价上涨有显著不同。

历史上每次房地产价格波动周期，一线、二线、三线城市房价变动差不多，有时候只是一线、二线城市领涨。但本轮房价上涨到目前为止主要是一线城市在涨，深圳、上海有些区域的房价甚至上涨50%，其中学区房涨幅尤其明显。相比之下，二线城市只有部分地区小幅上涨，全国范围来讲涨幅也非常小。

本轮房价上涨的经济学分析

为什么出现这样的场面？根据经济学常识，供给及需求决定价格。我们就从最基本的供需角度分析房价。

首先是需求端，这主要跟购买力有关，也就是广义上的收入，主要包括一般性收入和贷款，贷款多，购买力会更强。其次是供给端，主要是土地供给，土地供应减少房价就会涨。

先看需求端的一般性收入。过去二十年，房价保守估计涨了大概5倍。从全国范围来看，人均可支配收入涨幅也很大，2014年之前收入增幅比房价增幅还要大，2014年之后有一些调整，过去的收入高增是房价高增的一个主要原因。然而，2020年受新冠疫情影响，人均可支配收入增幅明显不如2019年甚至2018年。分区域看，广州人均收入增幅高于全国平均水平，其他城市和地区的收入水平增速，也没有明显弱于北京、上海、深圳等一线城市。但是，这一轮房价上涨集中在一线城市，人均可支配收入的角度对本轮房价上涨缺乏解释力。

再看需求端的贷款。回首2014年-2015年，房价在全国范围内涨了一倍，当时货币非常宽松，大幅降息的同时，贷款也大概增加了一倍，所以能解释当时房价的大幅上升。为应对新冠疫情，2020年的财政货币也很宽松，特别是2020年

本文根据韦志超在2021年6月19日北大国发院第57期中国经济观察报告会上的演讲整理。



3-5 月份。当然从全球范围内来看，中国还是比较克制的。即便如此，这期间居民贷款的上升幅度非常小，加权平均利率下降幅度也非常小。可以说，居民贷款量虽然有波动但是幅度很小，另外房贷政策在全国范围内几乎一致。所以，贷款因素也无法解释这一轮房价上涨。

最后看供给端的土地。土地供给减少会推高地价，房价自然也会受影响。2014 年-2015 年那一轮房价上涨，全国范围包括几个核心城市，土地供给大幅下降，这有很强的解释力。2014-2015 年去库存，使房产库存减少，但土地供给后续也开始恢复。虽然土地供应的增长幅度整体上并没有回到从前，但这一两年间的几大一线城市的土地供应回升幅度与全国平均水平差不多，所以无法从土地供应的角度解释一线城市房价与全国平均水平的差异化上涨。

从牛市揭开房价上涨之谜

我认为，2019 年-2020 年的股市牛市应该是本轮房价上涨的主要原因。

从过去几年股市变化可以看到，2018 年是熊市，2019 年股市指数回升到 2018 年年初的水平，2020 年再进一步大幅上涨。牛市能够影响很多事情，其中就包括房地产价格。

我们将 2020 年的股市收益分别与 2019 年住户存款量、居民可支配收入、房地产成交额的百分比做对比观察，会发现一线城市的股市收益比全国平均水平高出非常多，一线城市之间也有很大区别：深圳的股市收益明显高于上海，上海明显高于北京，北京明显高于全国平均水平。

2020 年深圳的股市收益与 2019 年的房地产成交额的百分比甚至高达 85%，也就是说深圳人在股市上赚了很多钱，并且规模与房地产成交总额相当。

保守估计，2020 年全国股市的总收益至少有 5 万亿人民币，中性估计的数字可能是 8-9 万亿人民币，这是一个不小的数字。

除此之外，股市收益还有一个重要特点是分布不均：家庭总收入越高，配置金融资产特别是股票和基金的数额、比例越大；越发达的地区，金融参与度越高，也就能获得牛市带来的更多财富积累。因此也就能理解，为什么这一轮房价集中在一线城市上涨，其中又以深圳涨幅最大，然后依次是上海、北京和广州。人均持股数、股市收益与住户存款比例、股市收益与房产成交额的比例等指标，也存在类似情况，都是深圳水平最高，其次是上海及其他一线城市。

然后，我们观察全国 70 个大中城市，人均持股与房价上涨的关系。我们发现，在 2020 年，人均持股越多的城市，房价涨幅越大。而在 2018 年，人均持股越多的城市，房价涨幅越小，因为 2018 年是熊市。在 2019 年，两者关系不大，我们猜测，这是因为 2019 年刚把 2018 年的跌幅涨回来，尚未形成财富效应。

总结以上的论述，我们发现，2021 年这轮房价上涨集中在部分一线城市，明显不匀。传统的供需框架难以解释，2020 年的股市牛市很可能是房价上涨的主要原因。一线城市居民持有更多的股票和基金，在 2020 年的股市牛市中赚了很多钱，形成了较为明显的财富效应，因此导致了一线城市房价的上涨。



热点问答：美国新政的特点与中国经济的展望

讨论嘉宾分别为：北大国发院金光讲席教授卢锋，北大国发院经济学教授、北大数字金融研究中心副主任、教育部—北大人力资本与国家政策研究中心副主任沈艳，中银证券首席经济学家、北大国发院兼职教授徐高，海通证券首席宏观分析师梁中华，首创证券首席经济学家韦志超。讨论由国发院助理院长、经济学副教授（长聘）、发树学者、北大数字金融研究中心副主任黄卓主持。

提问：刚刚有老师提到“退出量化宽松（taper）”箭在弦上，请问如何看待此次美联储议息会议声明，“退出量化宽松”会提前提上日程吗？

梁中华：我认为，现在“退出量化宽松”条件完全具备，从通胀角度来看，美国现在就该收紧宽松的货币政策，应该加息。然而美国现在更关注就业指标，5月非农就业数据不及市场预期，美联储因此选择按兵不动。但在这么高的通胀之下，美联储还是要表态，还是要转弯，虽然这一次美联储的动作非常小心，但实际上还是在转。接下来，我认为6月、7月的非农数据非常关键，如果这一数据比较理想，美联储在七月、八月的两次会议上，可能会释放更明确的信号。一旦信号释出，对市场将产生更大影响。

关于“退出量化宽松”的具体执行时间，我认为可能要等到年底或明年年初，美联储会充分考虑到“退出量化宽松”这一举措对市场的影响，让市场有足够的时间消化这个信息。

提问：目前全世界包括美国都在大量印钱，这是否会影响到国家主权信用？美国大量超发、利率又很低，这种“割韭菜”的行为对中国有何影响？

卢锋：美国不断发钱，利率还很低，接着美

国到中国来投资，对于这种行为，我们民间有个说法叫“割韭菜”。其实到底谁投资更多，这个问题很难说，比如中国到美国的投资存量也不小，即所谓的过去很多年的“累积投资资产”，这块资产显然已经超过美国在中国的投资。“割韭菜”是一种形象的说法，意思是这项政策可能给中国和其他国家带来负的溢出效应。这一看法是对的，但在有些情况下，我们也该具体情况具体分析。我认为美国的政策没搞好，首先事关美国自身的利弊，其次才关乎中国这样一些国家的利弊。

此外，美国的低利率是否能一直维持？我认为未必。刚才梁中华首席的演讲中提到一个数据，美国市场预期十年利率通胀要超过2.5%。这个数字应该是2005年以来最高的，所以总会有一些来自市场的力量在发挥平衡作用。我相信美联储有最好的专家、最好的经济学家、最有经验的中央银行家，虽说我们不该低估这些专家对问题的判断，但现在是客观环境在发挥决定性作用。如果美联储没有其他考虑，当然应该控制通胀；如果美联储有其他的考虑，比如美国的债务、外债、就业等，那美国的政策方针可能会发生变化。

2020年8月，美联储曾发布一份声明，重新界定了美国货币政策的目标和方针，即以后美国的通胀目标不一定时时刻刻盯住2%，而是盯



住一个 2% 的长期平均目标，这就意味着一段时间内美国的通胀可以超过 2%。然而现在市场已经认为，今后十年美国的通胀率都可能超过 2.5%。若要控制通胀，美联储早就师出有名，为何它还按兵不动，甚至连“退出量化宽松”都迟迟不肯落实？可见美联储意在权衡。在这一背景下，我建议还是要回到一般规律的角度把握，然后在此基础上再做全面评估。

提问：徐高博士刚刚提到一个观点，即“最近 PPI 环比涨幅较高，PPI 向 CPI 非食品通胀的传导也正在发生”，但最近有一些统计学方面的表态认为这种压力可控。请问这种传导性压力将对全年通胀产生何种影响？我们该如何应对？

徐高：首先我也认为今年全年 CPI 的通胀压力不大，主要因为今年猪肉价格跌得比较多，现在生猪的存栏量和出栏量都增长很快。猪肉供给多了，猪肉价格就会下跌。可以说，猪肉是 CPI 里权重份额最大的单一商品，价格波动也非常大。在今年猪肉价格下跌的背景下，即使非食品类的 CPI 会涨一些，整体 CPI 也不会特别高，全年通胀率不会超过 3%。但我们仍要关注非食品方面价格上涨的压力，尽管这种压力现在还算温和，但其势头需要警惕。

我认为目前的 CPI 通胀里，有相当大一部分是政策导致的结果。需求本来很旺盛，本该增加供给，但是我们采取限制供给的措施，人为制造了供给的瓶颈，造成在需求扩张的背景下供给跟不上，导致价格涨了很多，这样会带来通胀压力。我认为，接下来从控制通胀压力的角度，适时调整对供给侧不恰当的约束政策，这是当务之急。

提问：目前市场上也有一种观点认为，短期看美国面临通胀压力，长期看美国可能面临通缩压力。请问在未来科技进步和整个北美人口老龄化的背景下，美国会否面临长期通缩的前景？

卢锋：从未来预测的角度来看，通缩通胀都有可能。但如果回头看美国过去十年、二十年的政策，在美国不断迈向激进扩张的背后，理论层

面有一个非常重要的驱动力，那就是对通缩的担心。美国的货币政策和财政政策都在转型，现在应该殊途同归。然而早在本世纪初，伯南克和克鲁格曼就曾推动了一场讨论，我个人认为这是一次“新货币主义的思想革命”。这场讨论的核心就是担心通缩，要预防通缩就需要刺激，一旦开始刺激，政策就脱离了“泰勒规则”，这种做法在一定程度上对次贷危机起到推波助澜的作用。多年来，正是这样一种对通缩的担心，推动了美国的货币政策逐渐走上激进扩张之路。

因此，我们永远无法否认通缩的存在，更不能忽视它的危害。通缩非常复杂，但就现在的局面来看，它显然不是一个摆在眼前的危险。这体现出经济学最简单的道理，所有的预测都是在猜人的行为，猜人们怎么来理解规则。传统的美国人至少还认为需要一些保守稳健的货币政策，但刚才我们提到的现代货币理论（MMT）、新货币理论等学派则认为怎么刺激都没关系。其原因就是在过去二十年，无论美联储怎么刺激也没有效果，利率低，通胀起不来，菲利普斯曲线也不知是陷入停滞还是完全失效。在这样的背景下，美联储就放心大胆地刺激，认为无论怎么刺激也没问题。从经济学的行为机制来看，如果大家都这么想，通胀一定会来，通缩也就不危险了。

在本世纪初谈论通缩危险还有些道理，因为自 20 世纪 80 年代以后，美联储一直盯着通胀，牢牢盯住 2% 的通胀率。在这个基本面发生变化以后，通缩的可能性逐渐变大。但现在大家都相信扩张，都相信该“大干一场”，从规律的角度来分析，在看得到的未来可能通胀更危险。所以我的核心意思是要结合现实、结合人们的行为、结合人们对规律的理解再做判断。

提问：请问沈艳教授，市场上有一些投资者情绪指数，是根据股票的市场交易数据变量来构建的；还有一些投资者情绪指数是基于一些专业人士的问卷得到的。两者在信息含量上有什么区别？

沈艳：投资者情绪和消费者信心，这些都是



重要的话题，传统做法主要是做调查。做调查一是时间上面不能做到很高的频率，二是调查问卷在设计 and 收集信息时，可能会有些偏差，值得考量。还有一种做法是采用市场变量用因子分析法，比如参考 IPO 首日的表现，封闭式折价基金的折价率等一些指标。但这些指标本身可能已经是一个情绪的结果，不一定是情绪本身。我们基于文本大数据的情绪指数更多地直接看投资者的讨论，该指数对市场有一定的预测能力，频率也可以做得很高，达到 5 分钟、半小时的水平。

近年来发生的一些事件，比如散户在美国占比上升。当散户对金融市场有更多的影响，投资者情绪对于未来的金融市场会产生何种影响？如果需要高频、快速的数据分析，采用文本大数据就是一个比较好的办法。

提问：请问韦志超博士，您曾提到美债收益率年内有破 3 的可能，那美债收益率对国内资本市场的传导机制是什么？您对国内资本市场下半年有何展望？

韦志超：我应该是没有公开说美债收益率会破 3，我认为中国国债收益率应该会破 3，在此澄清一下。

关于美债和长期通缩问题，我有一点不同想法。在我目前看到的文献中，关于长期通缩的观点和提法有很多，但从过去十年、二十年的情况来看，关于通缩还没有定论。目前我们看到两个事实：一是利率和通胀一直往上走，二是老龄化程度严重的国家利率比较低，比如近 20 年来日本的利率都很低，还有欧洲。至于原因则众说纷纭。

至于美国国债的收益率，目前也发生了历史上没有出现过的情况。在过去二十年间，日本曾因其国内物价一直低迷，采取过两次刺激措施，然而两次刺激均以失败告终，甚至是半途而废。据我所知，在通缩比较低的时候把利率抬起来，目前还没有一个成功案例。此次美国整个决策层，包括财政部、央行和美联储都想抬高通胀，但能否成功不得而知，即便取得成功，比如四月和五

月的通胀已经超预期，后续如何发展也存在很多不确定性。最近的美债也是如此，虽然近日开始传出“退出量化宽松”的信号，前一天美债开始上涨 10 个基点，第二天又回落 10 个基点，因此我认为市场对美债的预期相对比较混乱。

至于美债对国内政策的影响，2018 年 4 月，中国央行曾明确表态，80-100 个基点是中美利差的“舒适区间”。2012 年以来，中国和海外的资本市场联动越发紧密，美债上涨可能导致全球流动性收紧。今年 1 月以来，美债涨幅从年初的 1% 一路攀升到 1.8%。今年有一个很明显的现象是新兴国家 [1] 的股市表现比较差，发达国家的股市表现比较好。这一方面有疫情的原因，另一方面与美债的影响相关。美债上涨，全球流动性收紧，风险市场肯定受到压制，中国也会受到这种影响。但与新兴国家不同，中国是个大国。央行也在很多场合反复提到，中国的货币政策相对独立，这就反映出小国经济和大国经济的区别。因此，在中国 GDP 已经占到美国 70% 的情况下，美债的影响还是需要多从中国的自有面来判断。

海外的影响有没有？肯定有。不过海外的影响一是幅度没有那么大，二是中美利差的空间还是比较厚，美国目前是 1.4 级，国内是 3.1 级，大概差了 170 个基点，距离 80-100 个基点的“舒适空间”还有相当大的安全垫。因此从这个角度来看，我认为中国国债收益率应该会破 3。在我看来，未来中国经济会延续下行趋势，因为内需会下降，外需也可能在这一两个月见顶并开始回落，所以整个经济会延续下行趋势。假如国内疫情没有很明显的变化，那今年中国整体经济的表现可能不如 2019 年。2019 年十年期国债的低点是 3.0，因此我认为在美债没有大幅上涨的条件下，中国国债收益还是有破 3 的可能。

关于国内资本市场，我同意梁中华首席的观点，下半年国内资本市场将更多地受到来自海外因素的影响。我曾经写过一份题为《外盘才是胜负手》的报告。今年国内整个经济的政策取向，总体来看就是“稳”字当头，来自国内的影响相



对比较平，但来自海外的影响因素波动比较大，比如美债、外盘的股票、大宗商品的价格等。一方面内需相对比较平，接下来会往下走；另一方面外需在一两个月内见顶，接下来也会往下走。在内需外需的联合作用下，我认为今年的货币政策应该会相对宽松，因此中国国债收益率仍有下行空间，但空间并不大，因为今年的经济政策主基调是维稳。

对股票而言也存在几个影响因素，多空相互交织，比如经济下行是利空，美债上涨是利空，货币宽松是利多。在两项利空，一项利多的加持下，我认为股市可能还会维持一个相对振荡的走势。

资本市场还有大宗商品，从历史上看大宗商品价格跟全球的需求基本同步。如果按照我的判断，一两个月内全球需求可能见顶并开始回落的话，整个大宗商品的价格应该是往下走，因为服务业恢复得慢，其需求见顶的时间也会更晚到来。我认为，大宗商品价格回落大概会呈现出从股票到债券，再到商品这样一个顺序。

提问：最近美国国内通胀率高企，假如美联储加息，这是否意味着中美贸易摩擦不会进一步升级？美国曾对我们“卡脖子”，我们能否对出口美国的商品主动加税以此反制美国，这样的做法是否可行？

卢锋：自2020年1月中美签订第一阶段协议后，中美间的贸易战就基本告一段落，后来的工作就是执行协议。但在科技、金融等关键领域，美国仍对我国采取一些措施，特别是拜登政府就任后，采取“小院高墙”的策略，即不一定全面抑制中国，但是要挑选一些对中国有影响、对美国有好处的领域，设置足够高的门槛。由此看来，美国的策略有所变化。中国在芯片等一些关键领域采取一些反制措施，我想应该是针对新形势做出的反应。

至于你提出的，用提高出口价格的方式来反制美国，看看能否击中美国的要害？如果单纯从博弈的角度来看，这也有些道理，但我们必须清楚，

中国从来都不想打贸易战。刚刚徐高博士提到一些数据，说明实际上现在美国供给不行，中国的供给比较好，但美国通过刺激把需求激发出来，因此中国对美的出口增加很快，中美间贸易的不平衡仍在加剧。

我认为这种贸易不平衡加剧主要是美国的问题。美国一方面搞刺激，号称是开放经济，另一方面生产跟不上。需求起来了，供给起不来，最后形成了这样一种格局。从短期来看，这种格局对我国经济稳定有好处。提高出口产品的价格，抬高通胀，从技术角度来讲有可能，但这恰恰是美国当初搞贸易战的那一套逻辑策略，即宁愿自己承担损失，也要把对手搞得很难受。这不是我们中国的策略。我认为中国不需要采取这个策略，中国还是想尽量克服困难，走出一条开放发展的道路。全球化虽然面临困难，但全球化对中国也有利，对全球经济也有利，所以为什么要改变？把出口价格提高，改变中国正确的方针，这可能不是一个可行可取的办法。

提问：大宗商品中采掘业煤碳价格，国内执行的是长协价格和市场价格两个体系。今年市场价格涨幅较快，长协价格基本没变，两者间的价差越拉越大。请问从学术和经济学现象的角度，该如何理解这一现象？后续发展可能呈现何种趋势？

徐高：第一，所谓长协价格和市场价格，其实就是价格双轨制。价格双轨制会带来套利的空间，存在套利空间就一定会有人套利。第二，长协价格和市场价格对市场的影响，还要看两者所占的比例。大部分应该还是市场价，因为煤碳行业比较特殊，煤价涉及到煤碳行业和电力行业间利润和利益划分，这其中也会有一定的调控成分，比如发改委可能会专门就此事加以协调。最后，不管是长协还是市场，价格最终还是由供需双方共同决定。现在经济整体形势比较好，今年夏天电力的需求应该会很旺盛，但就煤碳供给而言，国内存在一些限采政策。我们从澳大利亚进口的煤也比较少，供需不平衡最后还是会反映到价格



上,不过在政府的调控下,价格不会发生剧烈波动,多多少少会涨一点。

卢锋:价格还是由供求关系来决定,并不涉及复杂理论。我前两天看了一下数据,CRB(美国商品研究局)的原材料价格,包括铁矿石的价格都达到历史的峰值,能源价格和煤炭价格都涨得厉害。最近发改委等有关部门在不断地组织联席协调办公,这也说明压力的确挺大。

为什么会这样?刚才徐高博士提到一个重要原因,即现在还存在一些产能控制,特别是“双碳”目标确立后,对控制排放都有一些限制。除此之外,我想补充一些其他原因。除了疫情导致国外钢铁供给受到抑制外,需求增长也发挥了作用。

记得四五年前我曾做过一个估测,当时认为钢铁等行业今后会进入低增长阶段,需求和生产增长大概也只能有两三个百分点,涨到5个百分点就可以算是难得高潮了,包括能源、耗能在内的所谓密集资源行业也可能如此,跟过去一年增长20-30个百分点完全不是一个量级了。回头看当年推测还大概靠谱。过去两年国内钢铁产销确

实出现了几个百分点的增长,过去如果是这个增速肯定是低增长,现在可以算是显著的需求增长了。可见钢铁价格上涨,除了货币流动性、供给因素之外,真实需求增长也是一个背景。

从供给需求关系角度观察,这一轮中国需求增长和钢铁市场产能的拉高,跟20世纪初那一轮大不相同。我国经济从疫情冲击中回复,内需增长相对较慢,外需倒是增长比较快。国外如美国货币与财政大规模刺激拉高需求,然而国外生产供给能力恢复明显滞后,市场力量倒逼中国为其提供供给,最终形成了我国内需不强但是价格涨幅较大的短期格局。这与世纪初钢铁业增长内需驱动为主的格局有很大不同。

另外,现在煤炭进口比2019年减少十几个百分点,从数据看近来从澳大利亚煤炭进口基本没有了。有关部门采取这个决策肯定有它的道理,大国外交也有多方面的考量,从理解市场表现看这一举措客观上也带来一些影响。我个人认为,这一波的行情有点超出意料,还需要持续观察,但很难重现2002年到2008年多年量价持续高涨的行情。



月度 精选

北大国发院简报

第002期

数字时代的新个体和新组织

陈春花

北大王宽诚讲席教授、北大国发院 BiMBA 商学院院长

《价值共生》这本书我写了十年。十年中，我一直想解决一个问题：数字化带来的组织变化到底是什么？为研究这个问题，我一点点去突破。

2015年，我感受最深的是数字化时代开始批量出现强个体，所以撰写了《激活个体》这本书。有了强个体，组织该怎么办？于是2017年又写了《激活组织》。之后又发现组织跟外部的关系变得更重要，所以2018年和2019年又先后出版了《共生》和《协同》。

当把这些话题都讨论完，我才可以完整地回答数字化时代的组织管理究竟应该是什么样子，也就是这本新书《价值共生》所给出的回答。因为时间关系，今天只能节选新书中的一部分内容讲解，主要围绕组织管理中两个最重要的变量：个体和组织，看看它们在数字时代到底会怎样变化和展开。由于数字化时代的个体和组织相比之前有很大变化，我称之为“新个体”和“新组织”。

当然，无论怎样变，组织尤其是商业组织的根本逻辑并没有改革，还是要围绕创造客户价值来建立组织。但在创造客户价值的过程中，形式和内容都可能发生深层的变化，这也是个体与组织都会发生改变的根本逻辑。

在《价值共生》这本书中，我归纳出数字化时代组织面对五个最重要的挑战，分别是：

出现强个体；

存在不确定性；

影响组织绩效的因素从内部移到了外部；

效率从源于分工，转变为源于合作；

组织和管理面对的问题从传承经验转变为面向未来。

这五大挑战，从任何一个角度来讲，都需要以新的意识、新的世界观，以及新的方式重构组织并运行。

本文根据陈春花于2021年5月23日《价值共生》新书领读会暨北大国发院第52期EMBA论坛上的演讲整理。



新个体的三大特点

强个体这个概念,我相信大家是很有感受的,因为我们每个人都在组织当中。有些时候我也在想,我们到底是组织中的人,还是整个社会的人,又或者仅仅是一个独立的个体?

无论怎样去问,组织中所有人都要理解个体跟组织的关系。当讨论一个组织如何产生高绩效时,就要讨论个体发展跟组织发展之间的匹配度。也就是说,个体发展必须跟组织发展相匹配。我们有时候会看到有些个体在组织中感觉发展不充分,怀才不遇的感觉,其中一个原因就是个体发展速度超过了组织发展速度。有时我们又会发现,有些组织要淘汰很多个体,原因恰恰相反,组织发展速度超越了个体发展速度。

总之,一个组织要取得高绩效,一定是个体发展和组织发展的速度匹配。其中,组织对个体最重要的要求是能与组织协同,哪怕你是一个非常强的个体。换言之,个人的成就必须落实到组织平台上。个人跟组织协同的三个主要个体因素,包括个人的个性、能力、认知。

个性中有天赋的部分,但是环境对个性的影响远大于天赋。能力其实是一种可能性,从定义来讲,能力因需求而形成:有多大需求,能力就会有有多大拓展。这是能力非常有意思的地方。认知是指能处理外部信息并转化出结果,处理能力不同反映出认知水平不同。我们今天常讲“认知决定结局”,说的是一个人对事情的认知如果能更开放、更长期主义、更利他,这个人的格局和视野范围会更大。

《价值共生》就是沿着这三个维度,去讨论组织协同下新个体的特点。

第一个特点,是个体有很高的自我效能感。2020年底《腾讯00后研究报告》的发现非常有普遍性,就是新生代对自己喜欢的东西,会特别能吃苦、更加有责任感,也会更加努力。所谓“懂即是自我”,他们会对自己感兴趣的领域投入非

常多,也的确非常现实,对于哪些关键资源影响成功会更敏感。他们也不盲从权威,即便得到权威的回答,也会进一步查证,然后接受或不认同。更重要的是,他们是多样性的。

第二个特点,是胜任力可以拓展。在胜任力冰山模型中,看得到的水上部分是知识和技能,看不到的水下部分是个体的自我认知、特质、动机和需求。新个体恰好在看不到的这部分有更大拓展。让个体拥有更强的能力也是数字化带来的一个重大帮助。数字化对个体最有价值的三个方面分别是:一、让个体拥有的信息超越经验累积,年轻人拥有的信息完全可以比年长的人还多;二、让个体拥有非常多的工具,并且有助于解决问题;三、可以重组很多事情的成本和效率。这些都让个体变得非常强,胜任力也因为个体变强而被拓展。当胜任力被拓展,会产生更高的绩效。拥有数字能力的年轻人,他们做的很多东西超乎人想象。但是作为数字原著民,这在他们看来非常容易。

第三个特点,是与他人间的期望和心理契约以个人的期望为主导。以前,个体跟组织的关系是以组织为主导,以组织的目标为目标,以组织的要求为要求;今天,强个体、新个体是以个体的期望来主导。过去,讨论个体的时候会关心个体对组织的承诺能力;今天,个体关注组织对他的承诺能力。个体跟组织关系的变化,可以用三个关键词来概括,依次是员工忠诚度、员工满意度、员工幸福感。这三个关键词的转变,也反映出个体跟组织之间以个体期望为导向的心理契约关系。员工跟组织的关系,也因此呈现为交易型、关系型、团队型三种关系类型。

新组织要特别重视动态性和有效性

面对这种改变,组织怎么办?

组织学者查尔斯·汉迪(Charles Handy)在理解组织的时候说了这样一段话:“组织是会变的,这主要是由于技术的发展允许人们用不同的



方式来安排工作，并且只需要按一下按钮，就可以跨越千山万水实现协同配合……我想，我们可能必须重新思考组织的本质。”

查尔斯·汉迪的这段话给我的启发是，组织要特别重视动态性和有效性。

从动态性的角度来讲，要求组织要特别关心稳定性之外的那些因素。当组织这样做的时候，也就有了动态性，进而有能力应对不确定性和变化。

在《价值共生》这本书中，开篇我花了很大篇幅讲解数字化的本质。在我看来，数字化的本质有三个最重要的特点：第一是连接，连接大于拥有；第二是共生，数字世界跟物理世界融合；第三是当下，也就是过去和现在都压缩在当下这个时空中。连接、共生、当下这三个数字化的本质特点，正是组织稳定性之外的最重要因素，而且影响组织的关键绩效。

怎么把握和落实数字化本质的这三个特点？我有三个方面的建议：

首先，找到组织发展过程中影响组织稳定的关键性因素；

其次，找出组织发展过程中关键的外部变化和趋势；

最后，做好面向未来的准备，学会识别不确定性，并且与不确定性共处。

从有效性的角度来讲，组织的核心是要有效，为此要解决的最根本内容是什么？是三个非常传统的理论观点，只不过在数字背景下变得非常容易实现：

一是开放系统理论。读EMBA的很多人都知道戈壁挑战赛，我到戈壁上最大的感受是领悟了开放和封闭。整个戈壁本来是非常繁华的商贸之旅，后来关闭嘉峪关不再跟外界连通，茫茫戈壁变成了不毛之地、无人区。组织也是如此，组织真正的生命力来自于开放，只有不断地和外界交换能量、物质和信息的时候，组织的力量才会在。

开放系统的观点，也是保有组织有效性最重要的观点，组织的主动适应性、效率都来源于系统开放。

二是组织学习理论。我坚持认为，有效组织必须有主动学习的能力。因此，我提出“学习者掌握未来”，并且专门为此成立知识实验室，帮助大家和组织持续学习。当个体和组织拥有学习能力的时候，也就开始拥有智力资本，进而有能力不断获取知识，并创造新的可能性。

三是利益相关者理论。我相信如今大家更能理解这个观点。当下企业必须回答跟所有利益相关者的共存、共生问题，这包括和社会、社区、民众甚至环境共生，不能在商只言商，还必须能够推动社会进步，为美好生活而创造。

补充一点，实现有效组织，还有一个有意思的方向是“自进化”，即不断自我迭代。今天的生存方式要求个体和组织都要不断迭代、更新、自我进步，组织也必须变成“自组织”。变化的环境下确实需要这个能力。

新组织的新逻辑和新形式

总的来说，组织管理是讲四对关系，即个人与目标、个人与组织、组织与环境、组织与变化。如今，这四对关系完全改变：

过去是个人目标服从组织目标，现在是组织目标要涵盖个人目标；

过去是个人服从组织，现在是“强个体”影响组织；

过去是组织所处环境相对稳定，现在是组织所处环境不稳定；

过去是组织易于适应变化，现在是变化的影响超越组织本身。

换个角度来讲，如果说工业化时代的实体型组织运行的底层逻辑是“分”，包括分工、分权、分利，那数字化时代组织运行的底层逻辑已经变为“协同”。如果再将发生在组织管理领域的所



有改变归纳为两类，一类就是把组织看成一个整体，从组织内部来讲转向数字化，一类是从组织外部来讲转向平台化和生态化。这两大变化，让组织逻辑不断调整，在探索数字化生存的同时进行价值重构，并寻求建立新的组织形式。这种新

的组织形式，我称之为“价值共生”型组织。

因此，我们所需要的未来组织大概就是这个样子：它必须追求更有意义的价值创造、更有灵魂的生命存在和更可感知的成就；大家为此组合在一起，而不仅仅是基于商业。



数字化时代的竞争与共生

宫玉振

北大国发院管理学教授

北大国发院 BiMBA 商学院副院长兼学术委员会副主任

陈春花老师的新书《价值共生》已经正式出版，我今天谈一点读书心得。

先讲一个故事。第一次世界大战期间出现了坦克，意味着坦克时代的到来。一战以后，法军和德军都在大力发展自己的坦克。事实上在二战爆发时，法军的坦克无论是数量还是性能上，都不弱于德军。法军的坦克数量为 3400 辆，德军的坦克是 2400 辆。法国的 B1 坦克是当时最好的重型坦克之一，号称法国的“虎式”。然而战争的结果让所有人大跌眼镜，法军的装甲部队根本挡不住德军的攻势。法国人仅打了 36 天就战败投降。为什么？

原因很简单，双方对坦克的使用思路不一样。法国延续了一战的传统，坦克主要是为步兵发起进攻提供火力支援，所以坦克是分散配属给步兵的。这极大地限制了坦克作战性能的发挥。而德国的坦克单独编组成装甲部队使用，步兵则是配合坦克作战。这就将坦克集群的机动与突破能力充分地发挥了出来。

法国人是从步兵的角度来看坦克，德国人是从坦克的角度来看步兵。从根本上来说，法军是用上一场战争的经验来打下一场战争，新的装备技术被纳入到旧的组织。而德军是根据对未来战

争的理解重构了自己的战略战术，进而重构了自己的组织。双方打的根本就不是同一场战争。

再讲一个商业世界的故事。马云他们刚刚做淘宝时，因为大家都不懂零售，就从零售业高薪聘请了一位 CEO。正好牛根生请企业家们到内蒙大草原去做客，马云就带上了这位新招的 CEO。晚上在篝火旁闲聊时，马云跟这位 CEO 说：明年淘宝的增长要达到 100%。这位 CEO 楞了一下，想说什么，但是又咽了回去。马云说：没关系，我们这里的文化是畅所欲言，想说什么就直接说。这位 CEO 说：马总，恕我直言，零售业的增长率一年到 8% 就已经相当不错了，5% 也是正常的。马云说他当时就意识到，坏了，请错人了。双方的理解根本不是一回事儿。淘宝另请 CEO，当年增长率是 140%。

今天是陈老师《价值共生》的领读会，我为什么要讲这两个好像无关的故事？从这两个故事，我们会理解，为什么陈老师在这本书中开篇就要强调认知改变的重要性。用陈老师的话来说，“沿用过去的认知和经验，无法真正理解数字化带来的改变和可能性。”战争史上最大的悲剧，就是你打的是上一场战争。而数字技术的演进，使得仗已经是与过去完全不同的打法了。这就是摆在



我们今天所有人面前最残酷的现实。

从共生的角度理解竞争

今天给我的题目是“数字化时代的竞争与共生”。就像我们必须从坦克的角度看传统步兵、而不能从传统步兵的角度看坦克，就像我们必须从互联网的角度看传统零售、而不能从传统零售的角度看互联网一样，在竞争与共生之间，我们也必须从共生的角度重新理解传统的竞争。

所以，接下来我就借助陈老师书中的分析，谈一下我们今天应该如何从共生的角度来重新理解竞争这个古老的主题。

企业的经营，一端是资源，一端是市场。企业经营无非是利用市场资源、满足市场需求的过程。正是在这两个问题上，工业化时代和数字化时代发生了根本的变化。

工业化时代的竞争

正如陈老师书中所说，在工业化时代，企业的资源和能力是实现战略的关键要素。企业要通过一系列的努力获取资源、提升能力，构建核心竞争力。但是资源总是有限的，企业如何去争取资源、占有资源，也就成为在竞争中取胜的关键。同时，市场也是有限的，企业要想生存和发展，就必须在与竞争对手争夺有限的市场才能赢得生存与发展。因此，在工业时代，企业的关键价值是满足顾客需求，战略的关键要素是具有比较优势，经营的核心是如何获得竞争优势并最终在竞争中获胜。

在这样的背景下，企业所关注的必然是竞争本身。“赢”因此就成为最响亮的一个词汇，杰克·韦尔奇那本畅销书的名字就是《赢》。竞争被理解成为对手之间一对一的厮杀。商场如战场，企业必须与竞争对手争夺资源、争夺顾客，进而争夺赢利的机会。价值创造当然重要，但价值分

配更为关键。胜者为王。如何在残酷的竞争中胜出是企业最关注的问题，因为胜利者才能最大程度在价值分配的环节保证自身利益的最大化。竞争一步步变成了对抗，甚至是敌对。

当竞争被理解成你死我活的时候，恶性竞争必然屡见不鲜。行业中不断升级的恶性竞争，又会一步步演化成竞争者的互相伤害，最终变成没有赢家的战争。企业之间当然也会存在合作，但在这种以竞争为主导的商业世界中，合作也是为了更好的竞争。在赢的巨大压力之下，企业往往不得不陷入短期的业绩考虑，而无法专注于长期的发展。

数字化时代的共生

数字技术在这两个问题上带来了根本的变化。

首先，拥有资源已经没有那么重要。就像陈老师在书中指出的那样，在数字化的时代，连接大于拥有。人们已经习惯于通过在线连接获取一切，不管是电影、音乐还是出行。人们不再为拥有这些东西而付出，而是希望通过连接获取这一切，因为通过连接来获得这些会更为便捷、成本更低、价值感受更高。连接的意义大于拥有，对于企业来说也是如此。通过连接与共生，企业的资源和能力不再受限于企业自身。企业核心竞争力的关键是理解当下的价值和意义，寻求更大范围的资源与能力的聚合，因此连接成为企业实现战略的关键要素。

数字化时代还带来另一个变化，就是企业的关键价值已经不在于满足顾客需求，而在于能否为顾客创造需求。就像陈老师指出的那样，“数字化时代的很多需求是被创造出来的，甚至顾客自己都从未了解这些需求，或者根本从未发现这些需求的存在。因为在全新的、未知的领域里，企业事实上也不知道竞争对手是谁，所以其在战略上的关键并不是获得比较优势，而是获得生长空间，核心就是找到共生伙伴，创新顾客需求，



创造顾客价值。”

当需求是被创造出来的，重要的就不再是空间意义上的已有需求之间的零和竞争，而是时间意义上的在未知领域创新顾客需求的努力。价值创造第一次代替价值分配，成为决定企业命运的关键。你的对手不再是其他企业，你唯一的对手就是你与你的共生伙伴不断创造顾客价值的的能力，唯一的对手就是你自身。企业生存与发展的关键不再是如何打败对手，而是如何能建立或者加入一个以协同和合作为特征的生态系统，并通过不断地共同演化来共创价值，从而共创辉煌。

用陈老师的话说：“数字技术带来的无限连接使今天的企业无法独立创造价值，而需要与更多组织、更多系统，以及更广泛的外部环境构建共生、创造价值，从中找到自己新的成长空间，获得新的发展的可能性。新成长空间和新发展的可能性需要组织有能力与其他组织成员合作协同，而不是竞争对立。”陈老师研究并发现：“领先企业之所以能发展迅速、增长强劲，关键是因为其构建了共生价值网络，与价值伙伴成员共生、共创、共享价值。”

这是数字化时代所带来的最大的改变。我们正在进入一个从价值独创向价值共创转变的时代。战略的底层逻辑，也正在从竞争的逻辑转向共生的逻辑。这就是陈老师在《价值共生》中反复强调的主题。

当我们用这样一种共生的范式来看回竞争的时候就会发现，我们对于已有的竞争会有完全不同的理解。在数字化时代，价值创造的基本方式是多元主体的共创。用陈老师的话说，今天的企业，越来越需要“通过强连接的能力和协同优势展开价值创造并获得优势，同样，更多的企业选择在协同与强连接的生态网络中获得发展机会”。换言之，这是一个追求价值共创的时代，而不仅仅是追求个体竞争优势的时代。这是一个追求长远演化的时代，而不仅仅是关注一时一地胜负、一城一地得失的时代。

价值共生对管理的启示

这给我们在管理上带来什么样的启示呢？

第一个启示是，在共生的时代，企业的战略目标已经不再是单纯地打败对手，相反，是为了给自己创造一个更有利于自己长远发展的良好生态。

企业的生存不再是单纯依靠与对手之间的争夺与冲突。过于陷入局部的争夺，反而会使你失去对大局的把握能力。用对抗的思维去制定战略，即使赢了，往往也是残局。太强的竞争与敌对意识会限制你的视野和格局，会影响你的判断和思考，以及你的策略选择，让你陷入跟对手较劲的死结中不能自拔。一句话，让你打的是上一场战争，而离这个时代越来越远。

在传统的竞争范式中，我们会看重每一场胜利，并且为了每一场胜利都不惜代价，全力以赴。但在这样一个全新的时代里，并不是每一场胜利都那么重要，也并不是所有的胜利都只能通过对抗的方式来取得。

真正的战略，不再是只盯着一时的你死我活，而是着眼于不断演进的大局。共生才是这个时代战略本质。

第二个启示是，战略决定组织，战略上的价值共创，又必须带来组织上的价值共生，从而重塑我们对组织的理解。

就像坦克时代的到来，传统步兵在组织上必须转型为装甲步兵，才能适应坦克时代的需要一样，数字化的时代，以企业自身为单元的组织，也必须转型为生态系统中的一部分，才能适应共生时代的需要。

事实上，生态系统本身就是一种新的组织形态。生态系统的特点就是彼此之间相互依赖与互补。在这样一种新的组织形态中，作为组织的企业，就必须打开自身的边界，改变自身的机制，才能



融入更大的组织体系之中。与此同时，组织的逻辑必须从自利的逻辑转向利他的逻辑。用陈老师的话来说，管理者需要从关注企业自身的价值，转变为关注产业伙伴和顾客价值，从关注组织自己的目标，转变为关注组织相关成员的共同目标。

第三个启示是，顾客在企业经营中将扮演着越来越关键的角色。

企业经营当然是要满足顾客的需求。但是在传统的竞争范式中，满足顾客需求往往只是战胜对手的一种手段，赢得竞争的胜利才是企业的终极目的。在打败对手、获取利润和为顾客提供价值三者之间，为顾客提供更好的价值这一条往往最容易被人们遗忘。即使在关注顾客价值的企业中，企业所做的价值创造也往往是在自己的封闭体系中完成的，顾客与企业是隔离的。

而在共生的时代，顾客正在从价值的被动接受者，变成价值创造的主动参与者、共同创建者。换言之，价值是由顾客和企业共同创造的，顾客不再只关注拥有产品，还关注自己的体验，以及消费过程中的价值创造。生产与消费之间的边界正在消失，只有把顾客纳入价值创建的过程中，与顾客融合在一起，视顾客为价值共创不可或缺的部分，企业才能迅速地成长。用陈老师的话说，在数字化的时代，顾客价值不再是一种概念，而成为一种基本的战略思维和准则。从这个意义上说，我们正在回归商业的真正本质。

陈老师这本书的副标题是“数字化时代的组织管理”。不管你承不承认，共生作为一种组织

形式都已经是现实的存在并决定企业的命运。战争史上最大的悲剧就是你打的是上一场战争。而数字化技术的演进，使得仗已经是与过去完全不同的打法了。今天，一对一的竞争已经过去。从这个意义上我非常同意陈老师所说的：“如果你知道你的竞争对手是谁，你基本上将被淘汰。”原因是你还是在打上一场战争，停留在过去对竞争的理解上。

陈老师还说：“如果你说你与谁合作，你就会有机会。”你必须在共生的时代学会共生。只有学会共生，你才能赢得未来。决定企业命运的关键因素正在变化。尽管企业依然是独立的个体，但商业的逻辑正在发生变化，企业必须参与到共创价值的共生系统中，才能赢得数字化时代生存与发展的未来。从这个意义上说，陈老师的价值共生研究无疑是抓住了这个时代战略的本质与关键。

2500年前，孙子在他的兵书里写下了一段著名的话：“百战百胜，非善之善者也；不战而屈人之兵，善之善者也。”好的将军追求超越战争，好的企业追求超越竞争。如果说全胜是军事战略的最高境界，那么共生毫无疑问就是商业战略的最好范式。企业从来没有像今天一样，可以在共生中更好地去创造价值。共生正在改变竞争的形态、面貌以及重心，共生正在让我们更好地回归商业本质，使得为顾客创造价值的长期主义真正成为可能，并且正在成为企业持续盈利的唯一选择。这是我读陈老师这本书的最大感触。



新赛季下的企业成长心法

宋志平

中国上市公司协会会长、北大国发院实践教授

我很久以前就开始读陈老师的书。很多企业家这些年来一直读着陈老师的书在成长。最近新出的《价值共生》这本书是她十年的智慧。十年里，随着时代的变化，陈老师不断思考，重新提炼，完成了这本书。我系统地读了一遍，也谈谈我的一些观点，和陈老师进行一些呼应。我选择的题目是“新赛季下的企业选择”。

“新赛季”下，企业必须看清哪些变化？

现在，“不确定”这个词的使用频率非常高，其实在不确定的背景下也存在着一些确定的变化，我认为至少有三条：

第一，双循环发展新格局的到来。世界今后的发展趋势将以国际化和全球化为主。与此同时，世界仍在不断变化，并且会变得更加区域化。针对这种情况，中央提出“构建国内国际双循环相互促进的新发展格局”，对企业来说，这是一个非常大的变化。在新发展格局背景下，企业要重视发展国内品牌，打造国内品牌，这一点非常重要。我认为国内与国际的差距，主要就差在品牌上。国际化将迎来变局，这一点是确定的。

第二，新能源时代的到来。新能源我们做了许多年，但自从我国宣布力争2030年前实现碳达峰，2060年前实现碳中和，新能源时代就真

正到来了。毫无疑问，这将是一个新的时代。过去，我们曾为汽油车好还是电动车好而争论不休，然而在不久的将来，人们可能必须选择电动车。今后的能源将不再以化石能源为主，转而以太阳能、风能这样的新能源为主。在我来看，这一点也是确定的。

第三，数字化时代的到来。从因特网到互联网，再到消费互联网的兴起，以及今天以5G、云计算为标志的智能化、数字化时代的到来。不可否认，上述这些数字化的变化，已经完全融入企业的日常。今天的企业，要么进行数字化变革，要么被数字化淘汰，没有第三条道路可走。数字化企业的成长是一种指数级的成长，而传统企业则是线性成长。一旦传统企业忽视了数字化转型，就很有可能被数字化企业打败，这就是今天的现实，这一点也是相对确定的。

以上三点是不确定性中已经确定的变化，企业必须看到这些变化。

“新赛季”下，企业如何进行战略调整？

我用“新赛季”这个词来形容以上变化。那么，处于“新赛季”中的企业该如何进行战略调整？

第一，战略调整一定要在企业发展的鼎盛时

本文根据宋志平在2021年5月23日《价值共生》新书领读会暨北大国发院第52期EMBA论坛上的演讲整理。



期进行。多数时候，企业都是在下行期开始考虑调整这件事，甚至等企业跌到谷底后才被迫进行调整。然而时代正在经历巨变，企业家要学会下先手棋，应当在日子好过的时候未雨绸缪，不要等出现问题后仓促应战。

第二，“新赛季”下，企业选好战略定位。在选择的过程中，企业要把全球化、气候变化、低碳化和数字化等变化因素考虑在内，将其融入企业的战略。换句话说，上述变化中的任何一条都可能重塑我们的企业战略。

第三，战略调整要抓住“新赛季”的关键。确定了战略并不意味着万事大吉，企业仍需就以下问题进行自我拷问：下一步工作的关键是什么？调整过程中，哪些工作是企业领导该抓的“牛鼻子”？我认为品牌、低碳、新能源业务、智能化等问题，都是企业下一步工作的关键。

“新赛季”下，企业该如何成长？

第一，从竞争到竞合。

在央企供职 18 年的过程中，我始终希望企业生长在一个共生的环境里。所谓“共生”，不应只有简单的竞争，虽然竞争在多数时候能起到积极促进作用，但无序竞争和恶性竞争带来的负面影响也不容忽视。因此，企业之间既要竞争也要合作。我当时就提出“行业利益高于企业利益，企业利益孕育在行业利益中”。对于这一观点，很多人不以为然，认为这只不过是一句漂亮话，行业内部还会再打几场“恶战”，经过大规模洗牌后，存活下来的企业才可以谈成长。当时，持这样观点的人不在少数。

我一直希望扭转这些人的观念，希望他们明白“战争”已经结束，企业间需要协同合作。事实上，水泥企业做了这么多年，就是按照这样的思路一路走来。今天中国的水泥企业已经走上了健康发展的康庄大道，尽管存在一定规模的过剩产能，但因为内部实现了协同共生，整个行业就

很健康。所以我们在做企业的时候不能只考虑竞争，还要考虑合作。

再以我最近参观过的一家汽车企业为例，这家企业不仅生产自家品牌的汽车，还为一些新势力车企生产汽车。这样做不就等于支持了竞争者？对此，厂家给出这样的解释：“从根本上而言，汽车制造业都是同质化的，你不做别人也会做，我帮他们做一些，还可以降低我的成本。”这样的解释令人深思，关键是“你不做，别人也会做”，所以新势力车企其实不需要拥有生产线，它们只需要单独的设计、新潮款式等电子化的东西就可以，生产的过程可以由传统汽车制造商去做。这其中体现出多大的变化？按照传统观念，新势力车企难道不是竞争者？竞争者之间为什么可以合作？传统车企为什么要为竞争者加工产品？这体现了从竞争到竞合的道理。

水泥行业也有同样案例，如果客户距离生产地非常远，水泥企业可能会将订单转给另一家距离相对较近的企业，由这家企业帮忙生产。这意味着水泥行业内部的企业既竞争又协同，通过这样的方式把这些竞争者们联系在一起，服从最低成本原则。航空业也是如此，过去航空公司间的竞争也很激烈，那些总是免费送票的公司，最后都走向倒闭。再后来，航空公司内部建立了行业联盟，比如星空联盟。为什么要这样做？比如飞到某地的一架飞机，由同属星空联盟内部的几家航空公司各卖出一部分的票，如果乘客们能凑到一起，坐同一架飞机，对航空公司而言既减少了航油浪费，也实现了利益最大化。过去竞争的航空公司现在也走向合作，所以我特别赞同共生的概念。

第二，由分工到协同。

科学管理实际上是通过细致分工来提高效率。我们要靠协同，要靠强个体来带动整个组织的发展。这样能带来更多的效益和效率。

第三，从共生到共享。

我曾在企业工作多年，也经常考虑共享的问



题，即如何把企业人力资本的效能放到企业发展的全景图中审视。我最近参观了做酱油的海天集团，这是一家由员工持股的企业，员工持股占比高达 59%。这意味着什么？在这样一个变化的时代，企业能否创造一种人人都是股东的环境？能

否把人力资本纳入分配，把企业变成一个共享平台？如果一家公司的员工，除工资奖金外，人人还有额外分红，这是我认为理想型的企业，也应成为未来企业的发展方向。



1. 2021年6月26日，北京大学国家发展研究院暨南南合作与发展学院2021届毕业典礼在北京大学百周年纪念讲堂隆重举行。今年的毕业生总数为863人，其中，经济学博士19人、南南学院应用博士32人、经济学和管理学硕士27人、南南合作与发展学院公共管理硕士1人、高级工商管理硕士（EMBA）76人、工商管理硕士（MBA）187人、本科生28人、经济学双学位475人、经济学辅修18人。国发院院长姚洋、国发院教师代表刘国恩教授、特邀嘉宾新希望集团董事长刘永好、国家国际合作署副署长张茂于、商务部国际商务官员研修学院院长孙中和、南南学院院长林毅夫以及毕业生代表依次在毕业典礼上致辞。
2. 2021年7月8日，国家主席习近平向南南合作援助基金和南南合作与发展学院成立5周年致贺信。同日，由国家国际发展合作署和商务部共同举办的南南合作援助基金和南南合作与发展学院（以下简称“南南学院”）成立5周年纪念活动在北京举行，中国政府部门代表、外国驻华使节、国际组织驻华代表等150余人出席。北京大学党委副书记、校长郝平，北大南南学院院长、国发院名誉院长林毅夫，北大南南学院学术院长傅军，以及多位师生代表出席。国务委员兼外长王毅致辞并宣读了国家主席习近平的贺信。联合国秘书长古特雷斯发来贺函。南南学院院长林毅夫介绍了学院发展情况。
3. 2021年7月6日至7日，北大国发院院长姚洋、金光讲席教授卢锋、党委副书记邢惠清、助理院长陆静斐等一行来到国发院对口支援的云南大理州弥渡县开展调研和帮扶工作，为县域经济发展和推动乡村振兴献计献策。2013年至今，北大国发院曾多次组织教师和校友赴弥渡考察调研，开展了形式多样、成效显著的对口帮扶活动。同期，国发院本科课程《经济学社会实践》也在弥渡展开。在国发院副院长徐晋涛教授等老师的带领下，30名同学围绕“乡村治理结构、社会资本”“乡村经济产业形势”“非农就业”“土地制度”等十个主题，走进当地农户家中进行半结构性入户调研。
4. 2021年7月2日至6日，北大国发院2021年“全国经济学与管理学优秀大学生夏令营”在国发院承泽园新院区成功举行。本届夏令营为自2000年以来的第22届，以国发院的科研实力与学术声誉吸引了来自全国各高校的六百余位申请者，最终66位大学生脱颖而出。这也是国发院承泽园举办的第一场活动。国发院姚洋、胡大源、黄益平、徐晋涛、雷晓燕、李玲等多位知名教授为同学们带来精彩分享。
5. 2021年7月9日至11日，由北大国发院主办，北大国发院公益委员会、社会行动与创新实验室联合承办的北大国发院首期“乡村振兴·村长工作坊”研习班在承泽园新校区成功举办。来自北京、陕西、云南等11个省市自治州共15位村长、村支书为首期成员。室内课程的主讲人包括农业农村部政策与改革司副司长王宾，原中央国家机关工委副书记、工会联合会主席陈存根，中国扶贫基金会秘书长刘文奎，中国人民大学经济学院院长刘守英等。成员们还在国发院王超教授和公益委员会委员们的带领下对北京两个乡村做了实地考察，并在最后一天进行了深入的交流研讨，制定了未来行动计划。

版权

主管: 北京大学国家发展研究院

主办: 北大国发院智库 北大国发院传播中心

主编: 黄卓

执行主编: 王贤青

编辑部 (按姓氏拼音)

白尧、曹毅、高玲娜、刘海波、王勋、王志勤、朱丽

联系方式

电话: 010-6275 9033

官方网站

www.nsd.pku.edu.cn

官方微信公众号



北大国发院



北大国发院智库