

研报精选

2024年6月30日 第177期

宏观专栏

AI经济学 | 前言：AI规模新经济

以2022年发布的ChatGPT大语言模型为标志，AI神经网络的类人学习能力取得了里程碑式的进展。AI的新突破影响经济社会发展，反过来，技术进步是人类经济活动的结果，AI未来的发展也取决于经济社会环境包括公共政策的演变。

美国大选如何影响政策与资产

报告认为，今年美国大选候选人的贸易和投资政策主张有共性，而财税、产业和移民政策主张则有分歧。从经济影响看，多数政策都带有通胀属性，可能导致货币政策空间被压制。

专题聚焦

不一样的楼市去库

报告认为，当前楼市的核心矛盾是供过于求，政策从降低供给和激发需求两端着力。从国际经验看，信贷条件对房价的影响具有非对称性，楼市预期对短期房价企稳更为关键。

新宏观策略研究（五）：中美利率分化，人民币汇率如何破局？

报告认为，当前人民币汇率的基本面条件仍然稳健，中美利差拉大背景下的套利行为增加是人民币汇率压力的来源。在中美利率可能长期分化的背景下，增加汇率弹性或是破局的关键。

宏观专栏

AI经济学 | 前言：AI规模新经济

人工智能（Artificial Intelligence, AI）是一个与人类智能相对应的概念。自1950年代这个概念出现以来，人类智能对人工智能的探索经历了不同的阶段。从早期的符号主义到建立专家系统，是一种从上到下的设计，事先赋予机器以尽可能多的知识；过去二十余年，AI发展的主流范式逐步转换到了从下到上的模式，赋予机器以学习的能力，将智能视为一种通过学习而对环境展现适应性的机能。以2022年发布的ChatGPT大语言模型为标志，AI神经网络的类人学习能力取得了里程碑式的进展，引发全球范围的AI热潮。

2024年《政府工作报告》中首次提出了“人工智能+”行动¹，这不仅是顺应全球人工智能发展的趋势，而且与中国产业升级的大势紧密相连，旨在推动AI技术与各行业的深度融合。这一行动体现了政府对AI的高度重视，可以说是推动中国从“互联网时代”迭代升级至“人工智能时代”的政策设计和布局，是发展新质生产力的一个重要方面。

AI的新突破影响经济社会发展，反过来，技术进步是人类经济活动的结果，AI未来的发展也取决于经济社会环境包括公共政策的演变。中金研究院和中金公司研究部联合撰写了这篇研究报告，力图从经济视角探讨本轮AI进步的生产力特点及其对生产关系的冲击，围绕宏观含义、产业影响、治理挑战等问题提供一个系统分析。

作为一项通用目的技术，规模定律（Scaling Law）²是本轮AI进步的突出特征，意味在静态上大国有优势，动态上先发者有优势。美国在大模型研发方面拥有先发优势，中国人口多、市场大有利于加速追赶，尤其可能在应用层孕育出引领性的创新，为经济增长注入新动能。按照我们的估算，AI有望使得中国2035年的GDP相较于基准情形提升9.8%，相当于未来10年的年化增长率额外增加0.8个百分点。科技革命不仅促进生产力，也重塑生产关系，AI作为“类人”

¹ 资料来源：https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202403/content_6939153.htm

² Kaplan, J., McCandlish, S., Henighan, T., Brown, T.B., Chess, B., Child, R., Gray, S., Radford, A., Wu, J. and Amodei, D., 2020. Scaling laws for neural language models. arXiv preprint arXiv:2001.08361.

技术，在数字治理、市场竞争、社会伦理、国际关系等方面将带来深远的影响。历史经验显示，科技进步在提升经济增长的同时，也加大收入差距，促进社会保障既有物质基础也是可持续发展的必然要求。中国可在AI治理方面未雨绸缪，尤其需要着力完善社会保障体系，兼顾效率和公平，让科技发展成果惠及全体人民。在当前总需求不足的背景之下，扩张性财政政策提振经济增长，也有助于中国在AI领域加速追赶。

一、通用目的技术与通用人工智能

作为经济分析，我们对AI的研究从何入手？直观来讲，一项技术的重要性和其影响经济社会的范围有关。一个基本共识是AI符合经济学的通用目的技术（General Purpose Technology, GPT）的概念，具有广泛的应用潜力，可以在多个领域和多种环境中发挥作用。技术进步是经济长期增长的源泉，而全社会的技术进步往往是由少数几项关键的通用目的技术所推动的³。AI有潜力与电力、计算机、互联网等相比拟，成为对人类发展进程有重要推动力的通用目的技术。

就AI的通用性而言，一个相关的概念是“通用人工智能”（Artificial General Intelligence, AGI）。计算机领域的“通用”强调的是机器在阅读、语音、图像等人的行为领域中具备与人类相近的能力。AI大模型初步展示了这些潜质，比如其核心算法和技术可以应用于各种不同的任务，包括数据分析、自动化控制等。但对于什么构成AGI有很多不同的观点，对于人工智能是否能达到人类智能则有更大的争议，乐观者和悲观者都有⁴。

通用目的技术和通用人工智能看似相近，但是两个不同的概念，AI是通用目的技术，但不一定能实现AGI。经济学领域的“通用”强调普遍适用性（Pervasiveness），但不一定要跟人的能力具有可比性，比如电力，没有人可以发电，然而当今人类的生产与生活离不开电力。普遍适用性不是一天达到的，通用目的技术是一个动态演进的过程，新技术及其应用推动经济社会发展，后者反过来也是创新和应用的驱动力，不同技术工具之间还有协同作用，赋能进

³ Bresnahan, T.F. and Trajtenberg, M., 1995. General purpose technologies ‘Engines of growth’?. *Journal of Econometrics*, 65(1), pp.83-108.

⁴ Financial Times, Transcript: Superintelligent AI — The Doomers, Nov. 14, 2023.

一步创新⁵。AI进步与数字经济的发展紧密相连，可以说是数字技术本身作为通用目的技术动态演进和赋能创新的结果。

如何研判AI作为一项通用目的技术的发展潜力和路径？一般而言，通用目的技术的发展遵循“萌芽-成长-成熟”的三阶段S型曲线的规律⁶，技术可行性、经济可行性是判断其动态演进的两个重要指标。从技术可行性看，普遍的观点是，本轮AI大模型的技术突破标志着S型曲线的第一拐点已被跨越，但在广阔的消费和工业生产场景中，AI的渗透率仍有限，并未呈现出像互联网技术广泛应用的情况⁷。这背后有经济可行性问题，当前AI的使用成本高，包括数据库的建设、算法和人才的培养、算力消耗等，同时大模型的应用还在发展初期，其产生经济效益的前景还有较大的不确定性。

AI的经济可行性不是静态的，而是动态演进的，随着技术迭代和应用规模扩大，AI技术的使用成本将呈现下降趋势，商业模式的盈利逐渐显现。其他产业可借助AI实现赋能、改造与升级，推动本产业的降本增效，例如，金融结合AI可助力智慧投研及风险防控，科研结合AI可实现自动文献阅读、研究方案设计乃至科研设备控制等科研助手功能。未来几年，AI大模型在各行业的应用推广将是AI促进经济增长的载体，可能带来深远的影响。

长远来看，AI对经济社会的潜在影响也取决于S曲线的第二拐点在什么地方？一个争议点是AGI能否实现，什么时候实现？语言是知识的载体和传播途径，一些观点认为，大语言模型基于语言（现有知识）模拟智能，自然难以产生超越现有知识的智能⁸。基于历史数据训练的大模型如何理解并适应现实世界的动态变化，可能是一个挑战。AI可能在某些方面超越人的能力，但在很多领域尤其是创新领域，无法代替人类的思考。

在讨论AI作为一项通用目的技术对经济的影响时，无端的猜想和推测没有

⁵ Bresnahan, T., 2010. General purpose technologies. Handbook of the Economics of Innovation, 2, pp.761-791.

⁶ Jovanovic, B. and Rousseau, P.L., 2005. General purpose technologies. In Handbook of Economic Growth (Vol. 1, pp. 1181-1224). Elsevier.

⁷ Filippucci, F., Gal, P., Jona-Lasinio, C., Leandro, A. and Nicoletti, G., 2024. The impact of Artificial Intelligence on productivity, distribution and growth: Key mechanisms, initial evidence and policy challenges.

⁸ 资料来源: <https://www.cnn.com/2023/12/03/meta-ai-chief-yann-lecun-skeptical-about-agi-quantum-computing.html>

现实意义,我们应当遵循科学的方法论,把理性分析建立在有逻辑的框架之上。无论是AI发展本身还是其对经济的影响,分析逻辑的一个关键词是规模效应。

二、规模定律与规模经济效应

经济学的一个重要概念是规模经济效应,即生产规模的增加带来单位成本下降,效率提升。本轮AI技术进步有一个类似的概念,就是规模定律,指的是随着模型规模的增加,其性能出现系统性的改进。在算法优化、数据增加、算力增长的支持下,大语言模型可以包含数千亿甚至上万亿的参数,帮助机器学习语言数据中的复杂模式。规模定律描述的是技术可行性,规模经济效应关乎经济可行性,两者相互联系,在一定意义上可以说前者是后者的基础,后者是AI影响经济运行的载体,反过来也影响技术演进。

从未来发展来看,一个关键问题是规模增加带来效率提升有没有极限,边界在哪?从模型技术层面看,有两派观点。乐观一派认为在跨越了S型曲线的第一拐点后,AI的发展还远没有达到规模定律的极限,顺着规模定律指明的方向,结合更高效的算法架构、更高性能的算力芯片、更多数据的应用,我们可以期待未来几年AI的技术性能持续突破⁹。谨慎一派则认为,算力、数据、参数增加的边际产出已经出现下降的迹象,同时数据量从存量的使用到依靠增量也面临限制¹⁰。

大模型的应用不仅是技术问题,即使数据规模增加的边际产出(模型预测的准确度)递减,如果其应用产生的收益大于投入成本,经济可行性仍然成立。在AI应用和产业发展上规模经济效应是关键因素。经济学的规模效应有内部规模经济和外部规模经济两个方面,前者是指单个企业做大生产和经营规模而实现效率提升(单位成本下降),后者是指产业链上下游的企业通过协作,或者共享基础设施与公共服务而提升效率。在数字经济时代,企业内部效率提升不一定体现为单一产品量的增加上,还可能通过经营范围扩大、产品种类增加来实现,即范围经济效应。

⁹ Eastwood B., 2024, Sam Altman believes AI will change the world (and everything else). MIT Sloan School of Management.

¹⁰ Heikkilä, M. and Heaven, W. D., 2024, Yann LeCun has a bold new vision for the future of AI. MIT Technology Review.

具体而言, AI的内部规模经济效应体现在单个企业凭借大模型而享受运营规模增加而带来的效率提升。技术层面的规模定律隐含着经济层面的门槛要求。在算力、参数和数据量达到一定规模时, 模型的准确性和能力出现跳跃式提升, 即所谓的涌现。这种非线性效应带来AI大模型研发在资源投入上有一定的门槛要求, 叠加应用层面的范围经济效应, 头部大型科技公司更有能力实现内部规模经济。

AI的外部规模经济可以体现在三个方面。首先, 在大语言模型的推动下, 市场对于AI领域给予了前所未有的关注, 越来越多的资本投向新算法架构的研发、数据库和算力基础设施的建设, 这有助于降低整个市场的算法、数据、算力的平均成本, 对所有市场主体都有利。中国的企业在算力方面的不足可能限制其内部规模经济的发挥, 但这可以在一定程度上通过基础设施、公共服务(共享)等外部规模经济来弥补。

其次, 外部规模经济体现在模型开发者与使用者之间互动和相互赋能上。比如, 开源大模型可以吸引来自高校、企业和个人等各类开发者进行调用, 他们在使用过程中发现问题, 并通过网络平台提供使用反馈和修改意见, 由此形成分工协作网络, 加快技术迭代和进步。

再次, 随着AI技术从科技企业扩散到其他行业, 相关企业可将自身业务与AI相融合, 形成产业链和生态系统, 实现产业内和产业间分工协作, 带来外部规模经济效应。随着大模型的迭代完善, 科研、医疗、金融等行业将能够开发定制小模型, 运用于日常的业务活动, 进一步丰富技术生态。不同行业的小模型可互相借鉴知识和经验, 创造出新的公共数据反哺技术研发, 实现范围经济效应。

人类的历史显示, 一项技术进步带来的规模经济效应并不是无限的, 边际收益递增最终转向边际收益递减。我们需要超越技术层面来思考AI的规模经济效应, 这是因为技术进步是内生的, 即使第二拐点离我们还远, 规模扩大本身可能也面临约束。经济社会资源是有限的, 而人类的需求是多元的, 不大可能把所有的资源投入在某一个技术或者产业上。

从经济社会层面看, 一个宏观约束和应对气候变化有关, 能耗和碳排放问

题已经成为公众关注本轮AI进步的焦点之一。AI的生命周期在训练阶段和推理阶段需要消耗电力，增加碳排放。另一方面，AI可以助力能源转型、降低碳排放，比如AI可以帮助开发新的清洁能源技术材料，优化太阳能和风能发电场的运行等。这两个力量哪个作用更大？经济发展的历史显示，技术进步有助于降低单位能耗，但人类对美好生活的追求使得经济总量增长，带来总能耗上升¹¹。

应对AI进步对碳排放的影响需要加速绿色转型，促进绿色能源替代化石能源。绿色能源的制造业属性较强，具有规模经济效应，中国作为制造业大国和大市场可以为全球的绿色转型做出重要贡献。但中国绿色产业的发展已经带来保护主义的压力，背后是国家之间经济和地缘政治层面的竞争。

三、大收敛与大分流

科技进步对国家或地区之间的经济竞争力与发展差距有重要影响。工业革命时期，西方国家（如英国、德国、美国）的经济快速增长，而以中国为代表的东方国家则逐渐落后，导致了全球范围内的经济和政治格局的重大变化，这一现象在经济史领域被称为“大分流”¹²。二战后少数经济体（主要是东亚）在工业化的过程中成功追赶发达经济体，中国改革开放以来经济快速增长，大大缩小了与发达国家的差距，这些被视为“大收敛”的例子¹³。在科技快速进步的今天，有观点担心全球正在经历由于科技创新和产业化集中在少数国家导致的第二次大分流，拉大先进技术国家和传统制造业国家之间的差距¹⁴。

本轮AI进步将导致分化还是收敛？经济学的两派观点有助于我们理解这个问题，关键在于对技术进步和规模经济的认知。按照新古典增长理论，技术进步是外生的，资本的边际报酬递减，给发展中国家带来后发优势。发展中国家的资本边际收益高于发达国家，资本从高收入国家流向低收入国家，学习和模仿带来技术的扩散，使得后者的经济增长快于前者，人均收入水平的差距趋

¹¹ Fouquet, R. and Hippe, R., 2019. The transition from a fossil-fuel economy to a knowledge economy. In *Handbook on Green Growth* (pp. 473-500). Edward Elgar Publishing.

¹² Broadberry, S. and Gupta, B., 2006. The early modern great divergence: Wages, prices and economic development in Europe and Asia, 1500–1800 I. *The Economic History Review*, 59(1), pp.2-31.

¹³ Storesletten, K. and Zilibotti, F., 2014. China's great convergence and beyond. *Annual Review of Economics*, 6(1), pp.333-362.

¹⁴ Leamer, E.E., 2007. A flat world, a level playing field, a small world after all, or none of the above? A review of Thomas L. Friedman's *The World is Flat*. *Journal of Economic Literature*, 45(1), pp.83-126.

于收敛¹⁵。

内生增长理论则强调技术进步是内生的，规模经济效应是一个重要力量。和农业经济相比，工业经济具有规模经济效应，使得率先实现工业化的国家有更多资源投入研发和创新，在前沿技术进步上有先发优势，导致跨国间收入水平差距不收敛¹⁶。

两派差异的另一个含义是，在其他条件相同的情况下，内生增长模型隐含大国比小国增长更快，大国比小国更富有，而新古典增长理论认为经济增速与规模无关。顺着技术进步是内生的逻辑，在供给端，大国有更多的资源可以投入研发和创新，在需求端大市场意味创新的利润空间更大，同时技术进步在大国的溢出效应更强¹⁷。

AI大模型的规模定律对经济学意义上的规模效应在静态（大国比小国有优势）和动态（先发者有优势）上的体现有什么含义？AI大模型的涌现（非线性特征）或者投入门槛要求使得大国在AI发展过程中享有规模优势。大国拥有更多人口和企业，有助于分摊高昂的固定（训练）成本，更快突破AI技术的规模阈值。同时，大国使用AI的主体和场景更多，带来庞大和丰富的本地数据，以及更大规模和更多样的应用市场，从而实现更强的干中学效应。大国也更容易建设有利于AI落地应用的基础设施，助力产品和技术的扩散。

规模效应意味本轮AI进步对中美这两个全球最大的经济体更有利，美国的经济体量比中国大，但中国的人口比美国多，资本和劳动力在一定程度上相互替代但不能完全替代，由此从规模来看中美各有优劣势。但就本轮AI进步而言，美国拥有先发优势。在传统深度学习时代，中美AI发展虽略有差距，但基本处于并跑或者各有千秋的状态。在过去几年以大模型为标志的AI进步中，美国保持相对领先，而且差距有拉大的迹象。如何看待未来的发展？我们可以从算力层、模型层、应用层分别做些探讨。

¹⁵ Solow, R.M., 1956. A contribution to the theory of economic growth. *Quarterly Journal of Economics*, 70(1), pp.65-94.

¹⁶ Romer, P.M., 1990. Endogenous technological change. *Journal of Political Economy*, 98(5, Part 2), pp.S71-S102.

¹⁷ Romer, P.M., 1996. Why, indeed, in America? Theory, history, and the origins of modern economic growth.

就算力层而言，有迹象显示传统摩尔定律面临极限，芯片制程进入规模报酬递减阶段，这意味发达国家先发优势的重要性下降，为中国追赶先进水平提供了空间。同时，新计算架构、非硅基半导体等新技术路线尚处于研发初期，中国存在加速追赶的可能性。

从模型层看，在S型曲线第一个拐点后，大模型进入规模报酬递增阶段，意味着美国拥有先发优势。美国的先发优势有多大，部分取决于技术层面大模型的第二拐点还有多远，或者说领先者本身面临的技术极限在哪，这一点目前看还有较大的不确定性。同时，美国试图在AI相关人才和基础设施的自由流动出台相关举措来强化其先发优势。把AI大模型的通用性和规模定律蕴含的研发投入门槛结合起来，后发劣势可能导致中国的相关企业自发的追赶激励不足。

在应用方面，包括美国在内的很多国家均在探索大模型应用场景，成熟的成功案例尚少，美国的先发优势不明显。在应用层的探索中，中国应用场景丰富、潜在需求多样的市场规模优势明显，不但有利于加速追赶，甚至有可能孕育出一些具有原创性、引领性的创新。

AI作为一项通用目的技术，在应用层通过外部规模经济提升整个经济的效率，体现在供给与需求端，上下游链接协同，相互赋能，促进创新。AI大模型通过大数据来模拟和预测，有利于后发者的模仿能力，不仅赋能“知其所以然”的传统仿制，也增加“只知其然”的新型仿制能力，这些都有助于追赶式创新。仿制能力增强对于依赖原创的引领式创新的含义并不清晰，一方面，仿制侵蚀引领式创新者的垄断利润，抑制创新意愿，另一方面仿制品加剧了市场竞争，由此导致的产业平均利润率下降促使企业加强引领式创新，以维护超额利润。这正反两个力量哪个更强，规模效应也是关键因素，大市场提供的利润空间激励竞争环境中的创新投入。

就技术进步的主要驱动力来看，在S型曲线第一拐点之前，AI技术发展更多体现为供给侧推动创新，大语言模型是一个突出成果。在第一拐点被跨越之后，AI产业化是关键，是技术进步促进经济增长的载体，产业化所带来的商业利润反过来也促进AI技术迭代创新。因此，在当前阶段，需求侧的应用是关键。从应用的角度来看，中国具有规模优势。在面向普通用户服务层面，中国人口

数量多，AI产业化潜在需求广阔。在面向企业用户服务层面，中国的工业体系完整，可为产业AI化提供丰富的应用场景。发挥好中国的规模优势需要公共政策营造有利于创新的宏观环境，包括强劲的消费需求、繁荣的资本市场、有效的数字经济治理机制和公共基础设施。

中国的规模优势有利于发挥AI进步对于经济体系内创新的促进作用。单一产品大市场对于仿制者有激励作用，而多样化需求促进引领式创新。只有少数大型经济体有足够大的市场既容纳多个细分赛道同时每个细分赛道有足够大的体量实现规模效应，从而兼顾追赶和引领式创新。

发挥好中国的规模优势，一个关键问题是如何促进资源投入创新。对于追赶式创新，其技术路径已较为清晰，应该发挥大企业在创新要素积累（知识产权、人力资本、研发投入等）方面的优势，由银行提供长期、稳定的资金支持。引领式创新通常没有成熟的技术路径可供参考，更加依赖众多中小企业的创新试错，资本市场能更有效地起到筛选创新技术路线、商业模式的作用。中国的规模优势在制造业领域尤其突出，一个新增长点是人形机器人。

四、人形机器人与机器替代人

技术进步影响经济有替代劳动力和赋能劳动力两个方面。一方面，技术进步带来自动化机器设备等新的生产工具，使得资本可部分替代劳动力。另一方面，技术进步帮助劳动者用更少时间完成同样的工作任务，提升劳动生产率。AI同样有替代和赋能劳动力两个作用，但模式与强度较过往技术进步有所不同。过往技术进步对劳动力的替代更多发生在农业、低端制造业等体力劳动密集领域。AI进步尤其大语言模型等技术已展示出替代部分脑力劳动的能力，比如翻译等。

替代体力和替代脑力并不是相互排斥的，本轮AI技术进步的一个重要潜力就是两者的结合，体现在具身智能的发展上。具身智能（Embodied AI）是指智能体有一个身体，并通过身体与环境的互动来获得智能。这种交互包括使用传感器来感知环境，以及通过执行器对环境产生影响，智能体通过与外部世界的物理互动来学习和适应。例如，让机器人能够在没有明确指示的情况下，通过探索和实验来学习如何执行任务，如行走、抓取物体等。

具身智能可以说是人工智能与机器人技术的深度融合，其应用的一个重要方面是人形机器人。人形机器人是指那些具有类似人类外观和功能的机器人，可以在一定程度上执行人类能完成的任务，如行走、操作工具、交流等。本轮AI突破提升了人形机器人的技术可行性，自然语言处理、面部识别和表情模拟等有助于机器与人类进行更为自然的交流。人形机器人可以在多个领域，如制造业、医疗护理及服务业等，替代或辅助人力，提高生产效率和服务质量。人形机器人的普及将促使更多的劳动力从物理劳动转向创造性和管理性的工作，不仅有助于提升工作的附加值，还能改善劳动条件，减少工伤事故。

人形机器人的推广普及不仅有技术可行性的问题，更是经济可行性问题。生产机器人的制造业具有规模经济效应，而突破技术障碍要靠研发和创新投入，大市场是促进创新动能的关键因素。随着创新带来的设计优化，以及规模化生产，人形机器人的生产成本有望持续下降。制造业的规模经济和数字技术的规模经济结合起来，使得中国在发展人形机器人方面有独特的优势。

中国已经拥有全球市场规模第一的工业机器人应用市场，2022年工业机器人装机量占全球比重超过50%¹⁸，人形机器人有望带来新的产业发展机遇。在供给端，人形机器人的生产离不开制造业，而中国制造业的产业门类齐全、产业体系完整。在需求端，中国较大的细分市场为人形机器人的应用提供了广阔的测试和部署环境，比如工厂制造、养老陪护、危险救援等部门，可以累积大量数据，有助于AI技术的迭代和优化。在现阶段的中国，人形机器人的发展并不仅限于家庭用途，而是在工业领域，包括制造、采矿等，展现出更大的应用潜力。AI的发展也可能带来一些新技术路径，降低传统日美等发达国家机器人制造商的知识溢价，中国发展人形机器人产业，如同发展新能源汽车产业一般，有可能实现弯道超车。

当然，人形机器人的发展将是全球性现象，具有普遍意义，有一系列的宏观和结构含义值得探讨。机器替代人自然让人联想起人多人少的争议。一方面，人形机器人作为一种先进的技术解决方案，为应对人口老龄化带来的劳动力短缺问题提供了新的可能性。另一方面，机器替代人带来大规模失业的担忧，尤

¹⁸ 资料来源：中国信通院。

其是人形机器人的推广普及的前景，使得技术性失业（Technological Unemployment，指因技术进步引发的失业）这样的经济学专业名词成为大众话题。

我们应该如何理解这个问题？经济学的“鲍莫尔病”¹⁹的概念提供了一个有用的分析框架，其逻辑是资源（包括劳动力）从效率提升快的部门（供大于求）转向提升慢的部门（供不应求）。技术进步带来的劳动生产率提升的速度在不同部门之间有差异，总有劳动生产率增长相对慢的行业和领域，同时，人类的欲望是一个心理概念，在某些方面是无限的，总有一些需求得不到满足，需要资源的投入。

鲍莫尔发表文章的1960年代是制造业效率提升快，服务业慢，所以资源从制造业转向服务业，发达国家服务业比重上升，制造业比重下降。但如果现在的机器替代人更多在服务业，意味服务业效率提升快，制造业生产机器人的供给可能赶不上需求，劳动力需要从效率提升快的服务业（机器替代人）转向生产机器人的制造业和那些效率提升慢的服务行业。虽然我们难以精确预测未来就业结构的变化，但大的逻辑应该是，技术进步快的行业产生的富余劳动力最终会被技术进步慢、供给不能满足需求的行业所吸收。当然，这个调整对某些行业、某些人群可能是一个痛苦的过程，需要公共政策的扶持和帮助。

另外，全球制造业比例上升也意味实体资源的重要性上升，比如对钢铁、铜、铝等材料的需求上升，带来商品的相对价格调整。这也可能增加能源消耗，增加碳排放和污染问题，加大全球绿色转型的压力。

五、伦理与治理

在经济层面之外，人形机器人在社会、文化、伦理等方面的影响也值得关注。人形机器人可以用于教育、医疗、家庭服务等多个领域，可能改变人类对这些领域和社会角色的认知。社会伦理与治理机制是关乎包括人形机器人在内的所有AI技术发展的重要议题。当前，在AI伦理与治理的讨论中，有三个方面的话题尤其值得关注：一是数据要素的治理；二是大企业的市场势力；三是更

¹⁹ Baumol, W.J. and Bowen, W.G., 1993. Performing arts-the economic dilemma: a study of problems common to theater, opera, music and dance (pp. xvi+-582pp).

广泛的社会公平与安全问题。

首先，数据是AI产业的基础性生产要素，数据治理是AI相关治理机制的关键部分。尽管有人将数据比作数字经济时代的石油，但在经济学视角下，数据因其非竞争性特征——即可供不同主体重复使用且边际成本趋近于零——与石油这类不可再生的生产要素有着本质的区别。非竞争性带来外部性，数据的生产和使用不仅涉及直接相关的个体或组织，还可能对社会其他成员产生影响，包括正面和负面的影响。

正外部性源自数据的网络效应，即数据的价值往往随着数据量和多样性的增加而上升。AI的规模定律意味只有达到一定规模的数据才能在大模型训练中发挥其价值。多模态模型进一步要求数据的多样性，数据来源于多种渠道，形式和类型也多样，如文本、图片、视频等。

负外部性体现为数据的生成和使用可能带来隐私和安全等问题。个人数据的收集、存储、使用和传输在创造经济价值的同时也导致隐私泄露和数据滥用的风险。数据可以轻易地复制和传播，这既有利于知识的传播，也可能带来知识产权等方面的争议。数据的产生者和使用者之间可能存在信息不对称，使得上述的正外部性和负外部性之间的矛盾更加突出。这为数据发挥规模效应带来了挑战，要么因为规模不够使得数据的价值不能被充分挖掘，要么有规模的使用容易导致滥用问题。

外部性意味着数据应该被视为一种准公共品，需要政策层面的介入与调节，既要促进数据的开放共享，发挥数据的规模效应，也要保护公民的隐私和数据安全。数据的生产和使用需要相应的治理和监管机制，当前而言，一个关键着力点在于流通环节，数据只有在流通环节充分发挥出价值，其生产行为才能得到激励。

从全球经验来看，数据流通主要有两种方式。中国主要通过各地方交易所进行场内交易，美国等发达国家则主要通过数据经纪商进行场外交易。从现实状况来看，尽管中国的数据总量已位居世界第二，但2021年的数据市场规模不

及美国的25%²⁰。鉴于数据要素的产权难以界定，权利主体分散，且定价过程复杂，过度强调通过数据确权来实现标准化交易可能增加数据流通的交易成本，在宏观上反而达不到规模化流通的目的。

解决这些问题需要在实践中摸索不同的方法和路径，从技术、管理、政策多个层面综合治理。就当下而言，推动政府与公共部门非敏感数据公开，鼓励企业创新数据生产和使用尤其重要。可能的措施包括加强国企面临的市场竞争约束，以提升其对数据汇集和使用的重视程度；对大型制造企业尤其是民企给予经济激励，以支持其进行数据库建设等AI化改造；在芯片等“卡脖子”问题突出的精密制造领域，着重打造大企业主导的追赶式创新模式，通过纵向一体化组织架构来便利稀缺数据的汇集。

AI治理的第二个方面是大模型的发展有可能增加各方对大企业市场势力的关注。垄断曾是数字经济平台治理中的焦点，但进入AI大模型时代后，关于垄断的讨论似乎还较少。一个重要的背景是，AI大模型作为一种破坏式创新，正在对数字经济时代平台企业的垄断势力产生较大影响。例如，在搜索引擎市场，尽管截至2024年4月，谷歌全球市场份额依然高达90%²¹，但市场上关于哪个AI应用将颠覆谷歌搜索已有了诸多猜想²²。另外，AI大模型在各个领域的泛化能力仍受到技术条件的约束，无论是在基础大模型领域、还是在垂直应用领域，各类大模型创业企业之间的竞争激烈。

虽然垄断不是AI大模型发展目前面临的主要风险，但未来这个领域是否会形成新的不利于竞争的市场势力？技术视角的规模定律告诉我们，伴随着技术能力的不断进步，多模态AI大模型可能“赢者通吃”，取代其他性能一般的模型。经济视角的规模效应告诉我们，AI大模型具有网络效应，其前置的开发成本高昂，但边际的使用成本较低，可能形成有利于少数几个大型企业的局面。

在探讨市场势力及其治理时，有结构主义和行为主义两种主要思路，前者认为产业组织结构决定企业行为，主张通过反垄断措施拆分垄断结构，后者则

²⁰ 资料来源：On Audience。

²¹ 资料来源：https://qz.com/google-doj-monopoly-share-search-engine-market-antitrust-1851458149?utm_source=dlvr.it&utm_medium=twitter

²² 资料来源：<https://www.reuters.com/technology/openai-plans-announce-google-search-competitor-monday-sources-say-2024-05-09/>

认为结构是行为的结果，反垄断关注的重点应该在于不利竞争的垄断行为而非产业组织结构²³。哪一种思路更适合大模型时代？是否有利于创新是重要的判断标准。AI大模型由于具有规模效应，更有利于大企业提升市场份额，但关键在于相关企业是否存在阻碍数据、人才等要素自由流动的反竞争行为。

当前，中国AI领域的创新面临着双重挑战，既要追赶世界一流大模型的水平，也要把眼光放长远，实现引领式的创新。大企业在追赶式创新中扮演更重要的角色，而小企业是引领式创新的主力军。结构主义思路可能会抑制大型科技企业的创新，而行为主义思路可以更好地平衡大、小企业创新的关系。与其关注企业的规模，不如关注市场的可竞争性，比如防范企业的垄断行为，促进数据、算力、人才等要素的自由流动。

AI治理的第三个方面是地缘政治层面的伦理和安全问题。AI技术在高端制造领域的应用，可能导致新的伦理和安全问题。AI产业技术密集，与经济、社会息息相关，各国都很重视，近两年全球60多个国家先后推出AI发展战略²⁴，但规模效应以及与此相关的先发优势可能使得大国尤其美国处在更有利的地位。AI发展将给国际治理机制带来新的挑战 and 变革压力。

六、效率与公平

人工智能作为一项通用目的技术，在提升生产效率的同时，可能带来经济和就业结构的变化，加大收入分配的差距，在社会层面为平衡效率和公平带来新挑战，在总量层面体现为需求相对供给不足，对宏观经济政策有重要含义。规模经济效应是联系微观维度的效率与公平，和宏观层面的总需求和总供给平衡的重要载体，规模经济放大技术进步对效率的提升效果，同时也可能扩大收入差距，加剧总需求不足的问题。

从供给侧来看，AI与各行各业融合发展有望增加经济潜在增长率。与需要预编程的机器自动化不同，本轮技术进步赋予了AI更强的通用性，可以跨场景地普遍参与到人类工作的任务流程中，通过替代人和赋能人两个渠道提升全要

²³ 黄桂田编著：《产业组织理论》，北京大学出版社，2012年。

²⁴ Maslej, N., Fattorini, L., Brynjolfsson, E., Etchemendy, J., Ligett, K., Lyons, T., Manyika, J., Ngo, H., Niebles, J.C., Parli, V. and Shoham, Y., 2023. Artificial intelligence index report 2023. arXiv preprint arXiv:2310.03715.

素生产率 (TFP)。随着AI能力提升、成本下降，与AI进行融合的产业规模将逐步扩大，对经济的提升效果也将越发显著。我们估计到2035年，AI有望使得中国GDP总量相较于基准情形提升9.8%，相当于未来十年的年化增长率额外增加0.8个百分点。AI技术的渗透和应用扩散需要时间，意味生产效率提升在经济增长的体现将呈现前低后高的特征。

供给能力提升不是一蹴而就的，技术渗透和商业应用需要时间。虽然AI改变我们的生活已经成为大众话题，但很多企业还在寻找可行的商业模式。其中一个方面是前期投资的支持，要有广泛意义的效率提升，需要在软件，硬件，机器人生产方面大规模投资。宏观层面AI显著提升经济效率的前提是先要观察到资本投资大幅上升，这也是我们观察经济新增长点的一个视角。

长远来看，与供给侧的提升相比，AI技术的普遍使用对总需求的促进作用相对较小，导致供大于求的宏观格局。这是因为技术进步加剧收入分配的差距，而高收入者的边际消费倾向通常低于低收入者，收入不平等的扩大降低社会的整体消费倾向，抑制最终需求（消费）的增长。

和过去的技术进步比较，AI作为一种“类人”技术在收入分配方面可能更不利于劳动者。IMF的报告认为，全球约有40%的职业会暴露于AI，这一比例在发达经济体高达60%²⁵。在市场机制的作用下，最终出现大规模失业的可能性小，但代价是工资增长相对资本的回报慢。AI技术本身是研发的产物，高额回报主要属于创新人员和风险投资家，同时，AI技术的商业应用尤其人形机器人的普及需要大量投资，资本深化意味GDP中劳动收入份额下降。同时，本轮AI进步对于位于社会中间收入的白领人群可能影响较大，加剧劳动者之间收入分配极化的问题。

伴随AI应用推广，有可能出现一种情况，技术进步的收益被私有化，应对其冲击带来的问题的成本则由全社会承担，这个成本在宏观上最突出的体现就是总需求不足。总需求不足对公共政策有什么含义？财政和货币政策是调节总需求的两个抓手，货币政策是总量的逆周期调节工具，对收入分配等结构性问

²⁵ Georgieva, K., 2024. AI Will Transform the Global Economy. Let's Make Sure It Benefits Humanity. IMF Blog (blog), International Monetary Fund.

题的作用有限，甚至有反作用，财政政策既可以做总量的逆周期调节，也可以是调整结构、降低收入不平等的有效工具。针对AI进步带来的不平等问题，财政政策也应该发挥关键作用，促进技术进步的成果惠及全体人民。

在财政支出方面，近些年全民基本收入（Universal Basic Income, UBI）在国际上成为热门话题，其核心在于提供一种无条件的、普遍的收入保障，让全民享受技术进步带来的收益。虽然有很多争议，但相关概念的提出反映了在数字经济时代提升社会保障以平衡技术进步和社会福祉的迫切性。

回顾发达国家的历史，科技进步和经济增长带来社会保障体系的建立和逐步改善。现代社会保障制度的初步形式出现在工业革命后²⁶，例如德国在19世纪末实施的工人保险制度。以电力和内燃机的广泛应用为标志的第二次技术革命加速了工业化进程，期间社会保障制度得到了进一步的发展，包括退休金制度的建立和医疗保险的实施。以计算机和互联网的普及为特征的第三次科技革命以来，社会保障涵盖的范围进一步扩大，如失业保险、家庭补贴和长期护理保险。

改革开放以来，中国的社会保障制度从最初的单一层次保障体系，发展到现在的多层次、广覆盖社会保障体系。社会保障制度虽然实现了从部分覆盖到普惠全民的转变，但一个突出的问题仍然是公平性不足。养老、医疗、失业等社会保险项目和以最低生活保障制度为核心的社会救助仍是分城乡或群体组织实施，不同群体之间的保障水平、社保待遇存在较大差距。尤其是部分项目的保障功能不足，例如农村居民养老金还只能发挥补充作用，一些经济欠发达地区的低保标准仍有待进一步提高。

这些问题和挑战需要通过进一步的改革来解决，而技术进步尤其本轮AI发展带来的经济供给的提升为完善社会保障制度提供了基础。科技进步带来的经济增长和财富增加使得社会变得更慷慨，也更有能力帮助弱势群体，加强对低收入群体的兜底保障，尤其是提高针对农民工及农村居民的社会保障，有助于促进共同富裕。同时，AI和大数据分析等新技术的应用，也为社会福利的发放、

²⁶ Hu, A. and Manning, P., 2010. The global social insurance movement since the 1880s. *Journal of Global History*, 5(1), pp.125-148.

管理和监督提供了新的可能性，有助于提高社会保障的效率和透明度。

改善社会保障带来的财政支出怎么弥补？当前而言，需求不足的背后既有结构性问题，也有经济周期下行的因素，扩张性财政政策可以将稳增长和调结构结合起来，促进效率和公平的统一。也就是说，财政可通过增加国债发行而不是税收来筹集资金以改善社会保障和公共服务。政府债务促进需求，需求实现供给潜力，促进创新和技术进步，提升未来的增长和债务的偿还能力。

需要指出的是，AI技术发展和产业化应用还在早期，并非当下总需求不足的原因。目前我们更需要重视技术进步的内生性，面对总需求不足的问题，扩张性财政政策提振经济增长，由此也为科技创新活动提供坚实的需求基础和宽松的宏观环境，有助于中国在AI领域加速追赶。

长远来讲，技术进步和资本深化也要求税收制度的变革。数字税、机器人税和AI税近年来在全球范围内引起广泛的讨论。就中国而言，十八届三中全会确立的增加直接税（尤其财产相关的直接税）、降低间接税是促进公平的大方向。

以上观点来自：2024年6月26日中金公司研究部已发布的《前言 AI规模新经济》
彭文生 分析员 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

宏观专栏

美国大选如何影响政策与资产

2024年美国大选将于11月5日（投票日通常为11月第一个星期二）正式举行，党内初选结果已基本确定将重现2020年“特朗普 vs. 拜登”的竞争格局。然而，由于选情一直胶着且距离选举还有较长时间，市场对于交易方向“无所适从”，甚至不是主线。不过，随着首轮总统大选辩论即将开启（从此前的9月大幅提前至6月底），以及渐行渐近的货币政策“窗口期”，都使得大选交易有可能提前启动，其带来的变数和影响也或逐渐增加。本文中，我们将对本轮大选进展以及两党政策主张做初步梳理，分析本次大选对经济、政策以及资产的可能影响。

大选现状：选情胶着，首场辩论提前至6月下旬，大选交易或前置

如何追踪美国大选选情？尽管民意调查可以作为持续追踪选情的参照，但因为选举规则和样本偏差等原因，或导致最终结果有差异，如2016年民调与选举结果出现巨大背离，以及2020年因为邮寄选票导致的最终“翻盘”，因此观测摇摆州的支持率相比整体更为准确和重要（摇摆州指在那些历史投票上多次反转且两党竞争程度激烈的州）。摇摆州的重要性在于：1）两党均无明显优势，选民投票倾向不确定（通常两党得票差距小于5%）；2）但同时有相当数量的选举人票（各州对应参众两院议员人数），在美国“赢者通吃”（赢得州内普选票的候选人将赢得该州的所有选举人票）的选举人团制度下需要格外关注摇摆州的支持率情况。

政策主张：贸易和投资政策有共性，财税、产业和移民政策是主要分歧；但多数都是通胀性的（inflationary）

相比现任总统拜登，市场显然对特朗普的政策更为关注，一是因为可能带来变化，二是因为一些主张可能更为“极端”。对比拜登和特朗普的政策主张，我们发现在贸易和投资支出方面的政策具有一定共性，而主要差异集中在财税、移民和产业政策上。此外，除了总统候选人的政策差异外，最终政策能否成功推进也取决于国会的归属，尤其是主导财税政策的众议院归属。根据目前

的国会选举民调显示，共和党可能有机会重新控制两院，目前仅在众议院占轻微多数。

政策影响：多数政策都有是通胀属性，降息空间或受限；关注国债供给对利率扰动、美股结构变化、以及美元政策

我们在最新发布的下半年展望（《[全球市场2024下半年展望：宽松已过半场](#)》）中提示，大选或成为影响美国增长和市场情绪的主要因素之一。从经济和政策影响角度看：**1）多数政策提振美国经济的同时自带通胀属性**，如贸易、投资支出、补贴甚至移民等政策，这可能导致大选后通胀难以持续大幅走低；**2）货币政策空间或被压制**，不论是增长还是通胀的支持都可能使得美联储不需要降息太多。美联储本轮降息并非为了应对经济衰退压力，降息幅度本来也不大，我们测算本轮降息100bp即可以解决问题，美联储在6月FOMC给出的降息幅度为125bp（《[测算美债利率的新思路](#)》）。更遑论特朗普和拜登在本轮货币政策上分歧较为明显，特朗普已经表示若当选则会拒绝提名鲍威尔连任²⁷，使市场担心总统对美联储独立性的干扰；**3）2025年1月债务上限生效或加大国债供给与债券利率的波动**，CBO最新一期的预算估计美国2024财年赤字率由5.6%升至7%，主要由于学生贷款豁免、国防、FDIC和医疗补助，引起市场关注，但对经济意义更大的基本赤字率（primary deficit）财政脉冲依然为负。2024年10月美国将进入2025财年，届时需要制定可选支出部分新的财政计划，但彼时选情尚未完全结束（大选在11月结束），因此很大概率本财年计划会继续以临时法案形式拖延。考虑到2025年1月债务上限的影响，未来财政推行有更多不确定性。债务上限如果生效且久拖不决，一开始会先使得财政部释放TGA资金提供流动性，随后大举发债收紧流动性，加大国债供给和利率的波动。

以上观点来自：2024年6月23日中金公司研究部已发布的《美国大选如何影响政策与资产》

刘刚 分析员 SAC 执证编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

杨萱庭 联系人 SAC 执证编号：S0080122080405

李雨婕 分析员 SAC 执证编号：S0080523030005 SFC CE Ref: BRG962

²⁷ <https://www.cnn.com/2024/02/02/economy/trump-reappoint-fed-chair-jerome-powell/index.html>

专题聚焦

不一样的楼市去库

“5·17”楼市组合拳出台一月有余，对二手房销量提振明显，但对二手房成交价以及新房的销售量价、拿地和投资提振有限。如何理解当前的楼市政策思路，其他国家的经验如何，未来还有何政策期待？

当前楼市的核心矛盾是供过于求，“5·17”新政切中要害，直指去库存，并从降低供给和激发需求两端着力。减少供给包括收回闲置土地和库销比较高区域限制拿地。激发需求则主要通过增加购买力和减少限制两个途径来满足新市民和改善性两类刚性需求。增加购买力方面，包括降首付和降利率增加居民加杠杆空间、存量收储用作保障房降低租购门槛、以及补贴减税降费；减少限制方面，包括进一步取消限购、户籍优化、购房落户等。从效果看，刺激需求直接的作用是提振二手房销量，减供虽短期不利于新房投资，但中期有利于库存去化和供求再平衡。同时，保障房政策从新建配售向存量已建未售楼盘的收储及租售并举转变，亦从增供转向去库，并可将保交楼与保障房有机结合。

但同是去库存，当前与2015年背景不同，途径或亦将不同，房地产或更多从金融属性回归商品属性。从可售面积计算的商品住宅去化周期看，当前和2015年都处于库存高位，政策的关键都是去库，但当前与2015年的背景不同。

一是金融周期从上行在2017年中后转向下行，其中的房价周期也从趋势上涨在2021年中后转为趋势下跌。

二是2015年信贷条件放松，房企加杠杆，在土地供给相对有限的情况下推升地价、进而推升房价，在金融属性主导下，带动居民加杠杆，涨价去库；而当前房企存在一定信用风险，即便总体信贷条件偏松，房企仍在去杠杆，房地产更多回归商品属性，体现为二手房的以价换量和降价去库。

三是居民杠杆高于2015年，当前无论是居民的宏观杠杆率（负债/GDP）、

还是微观杠杆率（居民资产负债率、居民债务与可支配收入之比），都高于彼时。

从国际经验看，信贷条件对房价的影响具有非对称性，楼市预期对短期房价企稳更为关键。

Kenneth & Ilhyock（2016）²⁸对57个经济体1980~2011年的数据研究显示，信贷政策对房价有非对称的影响，提高房贷首付比对遏制房价有显著作用，但降低首付比对提振房价的影响并不显著。Kaplan等（2017）²⁹的研究同样发现，信贷条件的放松和收入改善对次贷危机后房价的影响并不显著，而本人和他人对未来住房需求的预期扭转对房价企稳反弹起到了决定性作用。Case等（2015）³⁰对美国房价的研究表明，长期房价预期是影响未来房价的重要因素，次贷危机后美国居民对长期房价预期回报率与按揭利率之差³¹快速下降，直到2012年企稳回升后，房价才触底反弹。美国2009年的税收抵免政策（高达8000美元/户）提高了购房意愿，但供求基本面还未显著改观，仅短暂稳定房价，政策结束后房价又重回下跌，直到2012年在持续的政策支持、收入改善、供给收缩之下，新房库存降至历史低位，房价预期才开始改善。

从美国次贷危机后房地产市场的供求基本面看，一方面，供给端获批新建住宅数从2005年9月226万套的峰值缩减至2011年2月54万套的低点；另一方面，住房需求不断累积，2011年已婚人口触底反弹，而住房自有率从2004年底69.2%的高峰持续降至2016年62.9%的低点，新屋和成屋库销比在2012年降至接近历史低位。随着库存出清，基本面供求关系扭转，2012年居民长期房价预期扭转，

²⁸ Kuttner Kenneth, Shim Ilhyock. Can non-interest rate policies stabilize housing markets? Evidence from a panel of 57 economies[J]. Journal of Financial Stability, 2016, 26: 31-44.

²⁹ Greg Kaplan, Kurt Mitman, and Giovanni L. Violante. The Housing Boom and Bust: Model Meets Evidence. NBER Working Paper 23694. August 2017. <http://www.nber.org/papers/w23694>

³⁰ Karl E. Case, Robert J. Shiller, Anne Thompson. What Have They Been Thinking? Home Buyer Behavior In Hot And Cold Markets. NBER Working Paper 18400. March 2015. <http://www.nber.org/papers/w18400>

³¹ 预期收益=长期预期（预期未来十年每年房价变动）-30年抵押贷款利率。其中，预期未来十年每年房价变动为survey调研所得（“On average over the next ten years how much do you expect the value of your property to change each year?”）

美国新屋和成屋销售从以价换量转为量价齐升。

往前看，美日在金融周期下行期都经历了量价齐跌、到以价换量、再到量价齐涨的转换。我们认为楼市预期的扭转和房价的稳定需要组合性政策的持续发力。增加需求除了补贴减税降费、保障房降低门槛外，总量“松货币”配合“宽财政”将从更广义上提振居民收入。



以上观点来自：2024年6月24日中金公司研究部已发布的《不一样的楼市去库》

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

薛皓月 联系人 SAC 执证编号：S0080122080580 SFC CE Ref: BUN826

吕毅韬 联系人 SAC 执证编号：S0080124050005

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

新宏观策略研究（五）：中美利率分化，人民币汇率如何破局？

为什么人民币汇率的基本面不差，却持续承压？

影响汇率的基本面因素涉及多个方面，从诸多角度看，当前人民币汇率的基本面条件仍然稳健。首先，尽管中国经济增速近年来有所放缓，但仍高于绝大部分的发达国家，高于新兴经济体的平均水平。从中美对比看，中国的制造业PMI已经连续17个月高于美国，这表明两国制造业产出并未显著分化。其次，中国的通胀率自疫情以来一直维持在相对偏低的水平。通常情况下，相对更低的通胀意味着一国货币的购买力相对稳定，这将会增强一国商品和服务的海外吸引力，有利于汇率的走强。第三，从经常收支看，中国仍保持了相当规模的货物贸易顺差。大额贸易顺差意味着中国在不断对外累积净资产，作为一个整体而言，这意味着贸易竞争力和对外支付能力持续维持在偏高水平。值得一提的是，自2023年下半年起，中国的出口增速同比已经开始了稳定修复的过程。出口同比增速的恢复一般是汇率企稳的领先指标。除了上述因素外，相对更稳健的政府对外债务水平和相对充足的外汇储备都是人民币汇率长期稳定的有利条件。

尽管多个维度的基本面条件对人民币汇率的稳定有利，但人民币汇率却持续面临贬值压力。我们认为，中美利差拉大背景下的套利行为增加是人民币汇率压力的来源。人民币汇率当前的状态对套息交易是较为有利的。首先，高利差令套息交易存在较高的安全垫。其次，低波动降低了套息的估值风险。这会助长套息动机，给人民币汇率带来压力。在目前中国资本管制的条件下，投机性外汇交易的操作空间较小。但由于我国经常项目基本可兑换，很多具有结售汇资格的进出口企业可以通过资产负债表上的货币错配操作来形成变相的外汇套息交易。其中，比较常见的做法有两类，一类是降低出口收汇的结汇比率，保留更多的美元敞口。另一类则是更多采用掉期而非即期的形式卖汇。上述两类做法对境内外汇市场的供求都会产生一定影响。其减少了即期市场上的外币供给，从而令即期人民币汇率承压。

中美利率长期分化的背景下，人民币汇率如何破局？

我们认为，当下减轻人民币汇率的压力可从套息交易的两大动机着手：减

轻中美利差压力或增加人民币对美元汇率的波动性。前者可以减少套息收益，而后者则能够降低套息交易的稳定性。我们认为在中美利率可能长期分化的背景下，增加汇率弹性或是破局的关键。

无论是纵向比较还是横向比较，人民币汇率的波动都是相对偏低的。高利差和低波动的组合让做多美元对人民币汇率成为了一个低风险高回报的交易。汇率波动率的提升能够在一定程度上解决套息动机的问题。假设人民币汇率的波动性能够提升至主要发达国家货币相当的水平，从套息交易“性价比”的维度，人民币对美元的组合将会落后于日元和瑞郎等更低息的货币。除此之外，短期内有涨有跌的双向波动能够分化市场预期，从而令一些短期交易资金入场平衡市场供求，降低单边波动的压力。

人民币汇率双向波动的弹性增加能够有效遏制套息交易的动机，其好处是显而易见的。不过，我们认为要从目前的低波动状态顺利过渡到双向波动的理想状态，在操作上存在一定难度。弹性扩大本身可能会在短期对预期造成扰动。而在汇率贬值压力释放的过程中，金融条件可能会阶段性收紧。当然，汇率弹性过低意味着单边波动压力的积累，这也会可能造成预期的发散。因此，为了避免金融条件收紧的风险，我们认为人民币汇率一方面需要增加弹性释放压力，另一方面则需要让汇率呈现阶段性有涨有跌的双向波动，这对弹性扩大之后的调控操作有较高的要求。

我们认为，由于美元利率和汇率在僵持阶段也会呈现一定的双向弹性，我们可利用好美元利率和汇率阶段性走低的机会扩大人民币汇率的弹性。在具体实现路径上，我们认为第一步是利用好美元利率和汇率阶段性回落的机会，推动市场价向中间价靠拢。在此期间，可以综合利用各类政策工具，短期内令人民币的汇率弹性高于一篮子货币，从而起到分化预期的作用。第二步，在单边预期被打破之后，我们建议逐步恢复中间价的双向弹性。可借助多种工具重新建立中间价与一篮子货币波动之间的联系，重新引导市场进入汇率双向波动的常态。

以上观点来自：2024年6月24日中金公司研究部已发布的《新宏观策略研究（五）：中美利率分化，人民币汇率如何破局？》

李刘阳 分析员 SAC 执证编号：S0080523110005 SFC CE Ref: BSB843

缪延亮 联系人 SAC 执证编号：S0080123070015 SFC CE Ref: BTS724

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2024.6.24 中国图说中国宏观周报：不一样的楼市去库
- 2024.6.28 中国宏观热点速评：损益变化拖累利润增速——2024年1-5月工业企业利润点评
- 2024.6.28 中国宏观专题报告：从收储政策出发谈住房结构调节

策略及大宗商品

- 2024.6.24 大宗商品：图说大宗：能源旺季考验将至，工业品淡季氛围显现
- 2024.6.26 大宗商品：数据观察：观市显微镜（2）：情绪调整到哪了？
- 2024.6.29 农产品：农桑时录：第24期：关注利空出尽后的反弹机会
- 2024.6.29 全球资金流向监测：主动外资流出扩大

固定收益

- 2024.6.24 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2024.6.25 招投标备忘录：24年农发债第10、11期增发、23年农发债第9期增发——利率债招标分析
- 2024.6.26 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2024.6.26 招投标备忘录：24年国开债第10、14期增发——利率债招标分析
- 2024.6.27 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2024.6.27 简评：近期中概互联网企业新发转债一览
- 2024.6.29 中国利率策略周报：股债跷跷板效应下，机构对债券仍处于欠配状态
- 2024.6.29 信用债收益率跟踪周报：风险偏好下降带动收益率下行，信用利差被动走扩

行业

- 2024.6.24 REITs：中证REITs实时指数即将发布：REITs市场生态建设进一步完善
- 2024.6.24 电力电气设备：2024年全球海上风电大会召开，聚焦深远海开发的需求推进与技术应用
- 2024.6.24 机械：中金通用自动化周报：民生类消费延续复苏，关注矿山设备出海机会
- 2024.6.25 主题研究：逆变器5月出口增长态势延续，看好新兴市场
- 2024.6.25 日常消费：食品饮料2024下半年展望：预期低位，稳中求进

- 2024.6.25 非酒类食品饮料：休闲零食赛道商业模式拆解：渠道红利与品类扩张
- 2024.6.25 交通运输物流：双周报#392：航空暑运蓄势待发，跨境海空运均维持高景气
- 2024.6.26 AI联合课题：前言 AI规模新经济
- 2024.6.26 建材：两广复价有望再下一城，板块盈利预期趋好
- 2024.6.26 博彩及奢侈品：2024年5月瑞士表全球出口额同比下滑2.2%
- 2024.6.26 日常消费：零研月报：1-5月品类销售额增速分化，部分饮品类延续较好表现
- 2024.6.27 家电及相关：白电内销走弱，出口走强，增长靠海外
- 2024.6.27 AI联合课题：第一章 迈入通用模型时代，迎接智能融合浪潮
- 2024.6.27 AI联合课题：第二章 中国AI发展面临的挑战与应对之道
- 2024.6.27 化工：5月化工行业固定资产投资增速开始下降
- 2024.6.27 不动产与空间服务：物流地产市场走到哪儿了？
- 2024.6.27 房地产：近期美国纽约CMBS风险事件点评
- 2024.6.27 医疗健康：疫苗行业系列报告：产品力加持商业力，中国带状疱疹疫苗市场具备潜力
- 2024.6.27 医疗健康：隐形眼镜行业：美瞳推动需求升级，代工业务进入黄金发展期
- 2024.6.28 交通运输物流：航运全球观察-海外油轮1Q24业绩回顾：保持高分红与低成本，景气度持续上行
- 2024.6.28 AI联合课题：第三章 元任务与AI经济影响分析
- 2024.6.28 AI联合课题：第四章 替代与增强，变革就业市场
- 2024.6.28 交通运输物流：交通运输物流2024下半年展望：全球视野看交运行业，把握出海及航运投资机遇
- 2024.6.28 传媒互联网：云1Q24回顾：云和大模型价格走低，持续释放技术红利
- 2024.6.28 传媒互联网：OTA和网约车月报：5月出行需求边际好转
- 2024.6.29 AI联合课题：第五章 AI产业化第一拐点已过
- 2024.6.29 AI联合课题：第六章 产业AI化的双刃剑效应及应对分析
- 2024.6.29 科技硬件：MWC 2024：探索5G-A商用落地，AI赋能千行百业

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang.zhao@cicc.com.cn

薛皓月 haoyue.xue@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn