

2018 年第 7 期 总第 23 期

财经参考

上海对外经贸大学图书馆主办



财经参考

2018 年第 7 期·总第 23 期

国际财经

2019 年全球风险展望.....	1
资本主义能从中国学到什么？	3
从贸易战看美国害怕的两个“转换”	7
美中贸易战会不会在年底休战？	9
美墨加协定能否对中国有启示？	10
油价会拖累全球市场表现吗？	12

国内财经

2019: 探寻中国经济乐观的理由.....	13
一个民营金融从业者谈“活下去”	15
度量中国 40 年变化的坐标.....	18
中国为何不与美国谈判产业政策.....	21
货币社融增长低于预期需避免增长失速.....	23
高层喊话：稳经济关键在于稳民企.....	24

新闻快讯

凸显中美贸易战加剧 APEC 峰会无联合声明.....	25
鲍威尔：美国财政政策不可持续，全球经济放缓令人担忧，贸易问题影响不大.....	27

财新数据 中国 10 月进出口增速双双反弹.....	28
金稳会：三方面支撑经济良性循环.....	28
易纲：“三支箭”解决民企融资难 防止“运动式”政策.....	29

财经参考

国际财经

2019 年全球风险展望

来源：新浪网(2018-11-09)

作者：程实(工银国际研究部主管，首席经济学家)

2019 年，“灰犀牛”与“黑天鹅”将大概率交叠共振，构建更为复杂严峻的全球风险格局。在此格局下，规避风险的进击，则需要紧盯中美角色的状态切换，关注风险重心的时序轮动，并明辨风险共振的交点和缝隙。

“思所以危则安，思所以乱则治。”2017 年全球市场歌舞升平，2018 年多重风险惊蛰萌动，而随着 2019 年全球经济复苏陷入踟蹰，长期累积的风险将愈加显现进击之势，全球风险中枢有望显著抬升。动荡之际，理清全球风险格局，将是趋利避害、乱中求安的关键。

我们认为，2019 年，以经济金融风险为主线，“灰犀牛”将进一步迫近，并集中于贸易摩擦、全球风险偏好逆转和新兴市场货币风险。另一方面，以地缘政治为风险主线，“黑天鹅”将持续锐化，爆发概率和冲击强度上升。美国政策异变、欧洲一体化倒退和区域冲突失控，将是最危险的导火索。

总体而言，2019 年，“灰犀牛”与“黑天鹅”将大概率交叠共振，构建更为复杂严峻的全球风险格局。在此格局下，规避风险的进击，则需要紧盯中美角色的状态切换，关注风险重心的时序轮动，并明辨风险共振的交点和缝隙。

经济金融“灰犀牛”重心迁移。正如本系列前篇研究所述，相较于 2018 年，虽然 2019 年全球经济仍在复苏轨道，但下行风险总体扩大，“危机回潮”渐次传导。受此影响，在全球经济金融领域，“灰犀牛”风险将发生显著的迁移。从总体看，“灰犀牛”将大步迫近，进一步压缩各主要经济体的政策空间。从结构看，较之于去年，“灰犀牛”风险重心将改变，若各国“防风险”举措不能及时调整，则将产生结构性风险漏洞。

第一，全球贸易摩擦风险。2018 年全球贸易摩擦从冲动变为行动，而 2019 年其负面影响将加速兑现，上升为首要的“灰犀牛”风险。从贸易摩擦的走势来看，根据 IMF 预测数据，作为全球贸易摩擦的策源点，2019 年美国的经常账户赤字将同比扩大 26.4%，年度增幅触及 2000 年后峰值，表明其贸易逆差正在加速恶化，有望继续支撑其贸易保护主义维持高位。因此，全球贸易摩擦常态化的趋势正在加强，短期内难有明显舒缓。2018 年 7 月至今，IMF 对 2019 年、2020 年全球贸易增速预测分别累积下调 0.67 个和 0.23 个百分点，正是这一趋势的反映。从贸易摩擦的影响来看，聚焦短期，贸易摩擦对实体经济的直接冲击相对有限，但是可能通过打击市场预期，削弱投资信心和融资环境，形成严重的次生冲击。例如，据 IMF 预测，如果 2019 年美国对中国增加 2670 亿美元的关税制裁，将对全球经济增速造成-0.08 个百分点的直接冲击，而如果市场预期发生恶化，则引致的次生冲击累计高达-0.53 个百分点，远超直接冲击。放眼长期，2019 年是全球结构性改革的承续之年。但是贸易摩擦的

常态化，一方面导致全球资源配置紊乱、全要素生产率受损，加剧了结构性改革的紧迫性，另一方面则因需求侧政策的发力托底，迫使结构性改革的步伐放缓，进而有可能重回“政策刺激——结构扭曲——复苏疲弱——政策刺激”的弱势循环，拉长本轮复苏的瓶颈期。有鉴于此，评估贸易摩擦的负向冲击，短期看预期，长期看改革。能够进行有效预期管理、坚持结构性改革的经济体，有望在常态化的贸易摩擦下保持长短期的复苏韧性。

第二，全球风险偏好逆转。2018年1月，我们的报告曾指出，风险偏好的盛极而衰将成为全球市场的真实威胁。这一论断在2月和10月的全球市场振荡中得到验证。2019年，这一“灰犀牛”风险有望进一步增强，新一轮的“金融-经济”风险冲击链条已经形成，其威胁将贯穿全年。就金融市场而言，历经2018年的调整之后，全球风险偏好已处于敏感脆弱的非稳态，将成为风险冲击的触发器。2018年，作为投机意愿指标的比特币价格振荡下行，而VIX指数中枢抬升，高于2017年水平，但低于国际金融危机后的历史均值，表明风险偏好的调整正在发生、但尚未完全。同时，虽然美股、高收益债券等风险资产的长牛预期已经动摇，但是其估值水平依然处于历史高位，与经济增速放缓的远期前景背离，形成了较大的调整空间。因此，一旦遭遇贸易摩擦升级、国内外政治博弈、货币紧缩超预期等外部冲击，风险偏好将有较大概率骤然逆转，进而引致金融市场的广泛振荡，其调整深度、频率和范围有望超过2018年。就实体经济而言，“债务通缩”的威胁进一步逼近，并为风险冲击提供放大器。根据BIS最新数据，截止2018年一季度，G20国家的非金融部门负债占GDP比重已经升至历史峰值。高杠杆水平下的实体经济，对金融环境的波动将更为敏感。一旦风险偏好逆转导致金融市场的流动性风险，则可能触发实体经济的大规模违约风险，进而升级为系统性危机。沿循这一“金融-经济”风险传导链条，美国国债长端收益率将是前瞻性的风向标。如果10年期美债收益率跳升，则全球性的风险偏好逆转和市场深度调整将紧随而至。

第三，新兴市场货币风险。2018年，随着美元指数的走强，全球新兴市场货币普遍承压，与我们2017年末的报告预判相一致。展望2019年，新兴市场货币风险有望边际下降，呈现“整体舒缓，局部集中”的特征。一方面，由于2019年美联储将大概率放缓加息节奏，美国经济增速亦将从高位下滑，因此美元指数预计将上行乏力。新兴市场货币的下行空间整体收窄，虽然短期内仍将继续承压，但是随着市场预期的回调和经济基本面的改善，有望在2019年下半年渐次企稳反弹。另一方面，在贸易摩擦常态化的背景下，“竞争性贬值”的阴影难以消散，叠加全球风险偏好的骤然逆转，可能导致国际资本的间歇式回流，部分基本面薄弱、过度依赖外债的新兴市场将面临较大风险隐患。综合“双赤字”水平、主权CDS息差水平、外汇储备水平和风险出清程度，我们认为，2019年新兴市场排名前十的危险货币依次为：越南盾、墨西哥比索、白俄罗斯卢布、南非兰特、委内瑞拉玻利瓦尔、阿根廷比索、巴西雷亚尔、沙特里亚尔、土耳其里拉、印尼盾。

地缘政治“黑天鹅”冲击锐化。伴随着“灰犀牛”的迁移，2019年的地缘政治“黑天鹅”呈现出更加锐化的趋势。一方面，在“灰犀牛”的重压之下，民粹主义、贸易保护主义和孤岛主义将持续涨潮，“黑天鹅”的导火索趋于敏感。另一方面，“黑天鹅”与“灰犀牛”的内生联系进一步增强，一旦“黑天鹅”爆发，将大概率引发“灰犀牛”的共振，导致风险冲击的迅速升级和强劲扩散。具体而言，2019年的“黑天鹅”风险主要潜藏于以下三大领域。

第一，美国政策异变风险。展望2019年，美国政策的两大不确定性将牵动全球风险格局，均可能引发全球风险偏好的骤然逆转，以及金融市场的系统性调整。其一，特朗普贸易政策的走向。正如我们此前报告所述，如果在2018年11月中期选举中，共和党未能同时守住两院的控制权，则可能导致特朗普政策举措进一步极端化，同时民主党亦会重拾因反对特朗普而暂时隐藏的贸易保护冲动，可能导致贸易摩擦的超预期升级。其二，美联储缩表路径的选择。2019年年中，由于联邦基金利率将大概率升至3%附近，触及长期中性水平，美联储的政策组合有较大可能从“快加息+慢缩表”切换为“慢加息+快缩表”。如果这一政策调整与贸易摩擦的外部冲击交叠，则可能导致长端流动性过度收紧，

10年期美债上升速度超过市场承受能力，从而引发美股、高收益债券等风险资产定价的深度调整。

第二，欧洲一体化倒退风险。2019年，随着经济复苏的疲弱，欧洲内部发展的不均衡性将再度凸显，区域一体化预计将遭遇“两点一线”的挑战。风险点之一在于南欧隐患。历经危机十年，南欧国家人均GDP增长落后于欧元区整体，失业率居高不下，金融体系趋于脆弱，已成为“危机回潮”中欧洲的最弱一环。2019年，以意大利、葡萄牙为代表，南欧国家与欧央行的利益博弈有望频繁爆发，并形成“本国主权信用—本国银行体系—欧洲银行体系”的风险传导。例如，2018年10月，意大利遭到穆迪调降评级，并且其与德国的10年期国债利差已突破3个百分点。这一情景“重演”了2011年9月的状况，即欧债危机冲击意大利的前夕，因此风险压力不可低估。风险点之二在于英国脱欧。2019年，英国脱欧协议的磋商预计将长期僵持不下，难以在3月如期落地，进而造成市场情绪的反复起落，并对英镑和欧元形成阶段性冲击。“一线”则在于民粹崛起。以2016年英国脱欧公投为起点，本轮欧洲民粹势力的崛起虽有起伏，但大势未改，并已深入德国这一欧洲的核心支柱。2019年，由于经济下行风险的扩大和结构性改革的阵痛，欧洲民粹政治势力有望迎来新一轮涨潮，并有较高概率在2019年5月欧洲议会选举中，形成反对区域一体化的统一阵线。如果这一情景发生，则将在短期内制约欧洲对南欧、英国两大风险点的应对，长期则将削弱欧洲复苏的核心动能。

第三，区域冲突失控风险。较之于2018年，2019年朝鲜局势有望继续舒缓，但是中东乱局将面临“双层博弈嵌套”，冲突预计将趋于白热化。第一层，是美国、欧盟、俄罗斯围绕大国地缘安全的博弈，焦点在于叙利亚局势。第二层，是沙特、伊朗、土耳其围绕地区领导权的博弈，焦点在于美国与沙特的双边关系。由于双层博弈相互激化，不仅美、俄等对立阵营的冲突将高位维持，在同一阵营中，美、欧、沙特等国，以及美国政坛内部，各方的利益矛盾亦将加剧。中东乱局的升级将对全球经济金融形成三重冲击。第一，作为博弈的核心工具，油价将加剧波动，呈现长期高位振荡态势。第二，中东难民问题将持续发酵，并与欧洲民粹势力崛起相互碰撞，成为欧洲社会分裂的加速器。第三，随着地区局势的动荡，沙特和土耳其的金融市场预计将受到频繁冲击。

2019年，规避风险进击的三条要诀。展望2019年，迁移的“灰犀牛”和锐化的“黑天鹅”相互激荡共振，有望形成更加复杂严峻的全球风险格局。因此，我们分别以“黑天鹅”、“灰犀牛”为横纵坐标，构建全球主要经济体的风险矩阵（详见附图），并由此得出规避全球风险进击的三条要诀。第一，紧盯中美风险的状态切换。对全球第一、二大经济体而言，贸易摩擦将是决定风险的核心要素。如果贸易摩擦急剧恶化，那么中国将遭遇非线性跃升的风险冲击，并有可能延缓改革进程。而美国亦将迎来金融市场的剧烈振荡，并对全球产生广泛的溢出效应。如果贸易摩擦形势保持基本稳定，那么中国、美国将有能力逐步消化当前贸易摩擦的负面影响，并将继续发挥全球经济的“双核稳定器”作用。第二，关注风险重心的时序演变。2019年年初，新兴市场仍将承受较大的风险压力，但是随着2019年地缘政治风险的演变，全球风险重心有望向欧洲市场渐次转移，进入“危机回潮”的下一阶段。第三，明辨风险共振的交点与缝隙。“黑天鹅”、“灰犀牛”两两形成了9种风险共振组合，各自覆盖了不同的主要经济体（详见附图）。其中，欧元区、土耳其、沙特位于多重风险的交汇点，预计将受到频繁冲击，需要保持长期警惕。与之相反，日本经济位于风险格局的缝隙之中，较少受到各类风险波及，因此日元有望成为2019年全球避险资产的首选。

资本主义能从中国学到什么？

来源：FT中文网(2018-11-07)

作者：刘裘蒂(FT中文网专栏作)

中美贸易冲突除了经济利益对峙之外，是不是根源于不同的意识形态和政治体制之间不可避免的对抗？金融风暴后资本主义的机制面临审判，而美国制度被认为是资本主义的极致，在此同时，中国的经济增长与在世界经济所扮演日益重要的角色，让人不禁要问：资本主义的风光时代是否告终？资本主义能从中国身上学到什么？这是今天在新加坡揭幕的彭博创新经济论坛众多议题中最亮眼的话题之一。

亿万富翁慈善家、纽约前市长、彭博金融数据公司的创始人迈克尔·布隆伯格在今天的论坛开幕式中欢迎了 400 多名来自 60 个国家的政治、企业和智库领袖，中国国家副主席王岐山随后对大会做了主旨演讲。特朗普政府没有派代表参加。

中国的崛起（或复兴）无疑是此次论坛最重要的背景主旋律，聚焦在中国的崛起及其对世界秩序的影响。这个号称“东方达沃斯”的论坛与每年在瑞士达沃斯举行的世界经济论坛分庭抗礼。布隆伯格在今年 5 月宣布这个新的论坛时曾经接受英国《金融时报》访谈：“达沃斯已经存在了很长时间：它是一个非常大的会议，它专注于许多世界问题。彭博创新经济论坛的重点是世界和中国作为一个新兴大国如何一起合作。”

彭博创新经济论坛原本由彭博公司与中国国际经济交流中心（CCIEE）共同策划举办，但是 CCIEE 由于今年中方的日程安排冲突而退出联席主办方的角色。11 月 5 日至 10 日在上海举行的中国国际进口博览会是中国领导人对国际展示开放决心的橱窗，在与美国的贸易战升级的背景下传递了重要信息，中方不希望有任何其他国际项目“抢戏”。

对于布隆伯格来说，在美国政府和中国的目标似乎完全不同的时候，这样的会议更形重要：“中美之间的了解可以提供和平与繁荣的框架，否则我们将把整个世界分成几个部分，这将导致与第一次世界大战之前相当的情况。”

王岐山演讲的象征意义比实质更为重要，这次大会的压阵元老都是典型的“中国的老朋友”，他的听众包括美国前国务卿和促成中美建交的亨利·基辛格，和推动中美战略与经济对话的美国前财政部长汉克·保尔森。他们主张中美之间持续的对话和互动，而不是对抗。

特朗普政权没有派出高级官员与会，不但是因为美国中期选举“撞期”在 11 月 6 日举行，更可能因为过去两年来布隆伯格俨然已经成为美国境内系统性地挑战特朗普政策的“异议”声音。考虑在 2020 年角逐总统的布隆伯格在 11 月 4 日砸下 500 万美元打全国广告，除了鼓励选民周二投票支持民主党候选人外，还提出与美国总统特朗普抗衡的中间派政治理念。

布隆伯格表示反对特朗普对包括中国在内的国家使用关税的政策，称这可能会损害经济、就业和创新。此前有媒体报道称他可能会在 2020 年竞选美国总统。近年来布隆伯格带头组织美国人民币交易和结算工作小组，用来确定、评估和推荐在美国发展和扩大人民币交易、结算和结算的机会。他认为“推进在美国交易人民币的机制将提高美国公司的竞争力，同时进一步推动美国的金融业和经济发展。”

论坛的目标是以私营机构和私人力量探讨政府未能或不愿意解决的新问题，并协力促进全球的稳定和增长。

王岐山：各国需要尊重彼此的发展道路

王岐山的演说直接呼应了习近平主席在 2017 年 1 月达沃斯的演讲内容，也提到了习主席周一在上海首届中国国际进口博览会开幕式中发表的《共建创新包容的开放型世界经济》的主旨演讲。

习近平的达沃斯演讲代表了中国领导人对世界喊话的新姿态，演讲内容的关键词是全球化和人类

命运共同体、自由贸易和多边贸易体制。2017 年达沃斯会议时，特朗普虽然因为就职庆典而缺席，习近平讲词中对特朗普也没有直接点名，但对于单边主义和反全球化的批判昭然若揭。当时有很多评论员认为，正当美国在特朗普的指挥下重审其领导世界的角色时，中国正成为与美国抗衡的领导主力，全球化的捍卫者。

王岐山的演说动员了许多习近平演说里的关键词，但是没有“火药味儿”，习近平在进口博览会的演讲被认为是对特朗普的保护主义政策的直接抨击：“营商环境只有更好，没有最好。各国都应该努力改进自己的营商环境，解决自身存在的问题，不能总是粉饰自己、指责他人，不能像手电筒那样只照他人、不照自己。”

而王岐山在彭博论坛所传达的信息是，中国愿意与美国就贸易问题进行对话。虽然他强烈谴责贸易单边主义，但同时强调支持通过规则制度解决任何争议的重要性。他认为世界上的问题，都需要中美紧密的合作。中美关系是世界繁荣的压舱石和推进器。互利共赢，冷静清醒，扩大开放，扩大经贸合作，中方愿与美方磋商，达成共利的解决方案，合作应对挑战。

王岐山认为，由于不确定和不稳定所带来的挑战和机遇，我们的时代正面临“冷战”以来最深刻的变化。近 20 年来新兴经济成为国际增长的新动力。发达国家结构失衡，加上新技术革命对于全球产业链形成挑战，资本和国界矛盾出现，收入和分配距离加大，国际利益关系日益复杂，经济全球化跟不上科技。于是民粹思潮促成了单边主义，一些国家发生内部撕裂，出现反全球化势力。

经济全球化带来的快速变化“分裂了一些国家和社会”，政治上出现了“右倾民粹主义”，导致了反对全球化的“单边政策”。然而，消极和愤怒不是解决问题的办法。障碍或争议……只会加剧全球市场的动荡。在重申中国呼吁相互尊重和开放的原则中，王岐山强调中国“拒绝冷战思维和强权政治”，因为经济全球化“不是零和博弈。面对分歧和挑战，必须通过坚持以规则为基础的国际秩序来加强平等协商与合作。”因此，中国将继续致力于开放经济的政策，让“市场发挥其魅力”。中国将继续致力于“一带一路”倡议，实施贸易和投资自由化，并支持世界贸易组织的改革。

有浪必有回头浪，经济全球化是历史的潮流，虽然会经由曲折，但终将前进。“在既有规则下，摒弃冷战思维和强权政治，共建人类命运共同体。中方愿与美方就共同问题进行讨论，关注和努力解决双方都能接受的贸易问题，中国将保持冷静和清醒的头脑，拥抱更大的开放，实现互利共赢的结果。”

王岐山对于改革开放的“承诺”，除了延续了习近平 2017 年达沃斯论坛演讲和今年 3 月的博鳌论坛讲话，以及李克强 9 月在天津夏季达沃斯论坛的发言，并没有提供更多细节或新承诺。

王岐山演说中同时强调各国需要尊重彼此的发展道路。这是向特朗普政府传达了一个“瓶中信”，亦即不要试图改变中国由共产党和国家主导的发展模式。

王岐山认为要了解中国社会主义，必须了解中国历史，了解中国曾经经历 1840 年被列强打倒的关键时刻，才能了解中国选择的道路。近 40 年的改革开放显示包容开放是中华民族的基因。独特的历史文化注定中国只能走自己的道路。

习近平在公开演讲中提到中国并无意对外输出自己的模式，他的达沃斯演讲中提到“中国立足自身国情和实践，从中华文明中汲取智慧，博采东西方各家之长，坚守但不僵化，借鉴但不照搬，在不断探索中形成了自己的发展道路。条条大路通罗马。谁都不应该把自己的发展道路定为一尊，更不应该把自己的发展道路强加于人。”

但当两种看似冲突的体制在国际交锋之时，是不是注定了必定形成尖锐对峙？彭博论坛里的一个分场环节以“资本主义的未来”为主题，引来东西方与会人士热烈的讨论，其中一位人士更引用王岐山在大会的讲词，证明中国无意向美国的理念和价值观靠拢，这势必加大中美两种世界观之间存在强

大的张力。

资本主义的未来？

汇丰银行高级经济顾问斯蒂芬·金定义“资本主义”为以私有制为基础的营利性市场经济，资本主义的缺陷催生了共产主义，但是历史上也出现了不同形式的资本主义，比方说国家资本主义，其公有和私有的界限模糊。

资本主义目前面对三大挑战：财富分配不均，生产力降低，环保和气候变化。金融风暴后，人们对于资本主义产生质疑，美国社会在过去 20-30 年间经历财富分配不均，而中国经济在过去数十年长足进步，这催生了一个新的问题：资本主义能够从中国学到什么？

“我认为美国对资本主义的不满很多是由于不平等和工资停滞造成的。”前美联储主席珍妮特·耶伦说。对于耶伦来说，这可以追溯到 1980 年代的自动化和全球化。“我很想说，对于分配不均问题，中央银行不能做很多事，但有一些选择，比如采用政策保持经济尽可能接近充分就业。”其他措施包括实施适当的法规，以保护经济免受另一场金融危机的冲击。

北京大学国际关系学院教授查道炯则认为，中国的经济增长路径其实不是独一无二的，比方说，中国体制中的国营或“单位”系统，保留了 1920-30 年代国民政府在日据时代受日本影响而采用的某些制度特征。查道炯也认为，用“中国例外”来解释中国体制和现象有其局限性。他认为：“如果中国房市崩溃，不会和其他国家的经历不同。”

查道炯还指出，在中国，关于政府在经济中扮演的角色有持续的辩论，是党内与党外两种势力之间经常彼此拉锯的议题。其实中国社会需要提高自我质疑的能力，才能远离对于官僚系统的过度依赖，中国应该学习西方国家对于适应性变通的开放性态度。美国和中国应该互相学习，彼此适应，而不是陷于意图改变对方或者“非我即错”的逻辑，才能互信互建。

伊诺多经济分析公司的首席经济学家戴安娜·乔伊利瓦认为，中国 2001 年加入 WTO 后，全球贸易开始形成两大思维体系，金融危机体现了这两个系统互相冲击的结果。乔伊利瓦认为中美之间其实并未形成共生互补的关系。美国对中国的模式完全不感兴趣，而王岐山演说中重申中国要追求它自己的模式，因此也不会拥抱美国的模式。中国心目中的全球化是经济全球化，而美国心目中的全球化超过经济的范畴，是基于共同的普世价值。在这样的僵局下，必须重新制定游戏规则，才能促成资本流动。

负责管理彭博慈善基金会资产的斯蒂芬·拉特纳看法不同，他引用了温斯顿·丘吉尔的名言：“资本主义的固有缺陷是不平等地分享幸福；社会主义的内在优点是平等地分担苦难。”没有任何体制能够垄断所有解决方案，他认为政府和资本主义应该互动共存，“问题是美国政府退缩，企业越俎代庖侵占了政府部门的工作，大多数政府机构如食品药品监督管理局（FDA）的存在是使公司具有竞争力，我们需要强有力的政府，政府需要进行监管。”

新加坡外交部巡回大使陈庆珠认为，美国思维的误区是认为世界上只有一种资本主义，而事实上，在亚洲“四小龙”如新加坡和韩国所采用的资本主义中，政府都扮演了重要角色。西方国家应该接受不同形式的资本主义，容许不同的政府介入形式，我们必须找出一种让不同资本主义模式合作共存的方式。

柏林围墙倒塌时，西方资本主义似乎在苏联解体的废墟残瓦中抵达了历史性的胜利巅峰，但金融风暴让美国人看到极致资本主义所带来的风险。除了利益分配不平均之外，资本主义似乎失去了以市场的力量来面对和解决问题的能力。

前美国国务卿、彭博创新经济论坛名誉主席基辛格在论坛中表示：“如果世界秩序由美中之间的持续冲突来定义，它迟早会着冒失控的风险……（两国之间有）一些分歧是不可避免的，但目标必须

是两国认识到它们之间的根本冲突会破坏世界秩序的希望。我对实现这一目标，事实上相当乐观。”

创新经济论坛期间，彭博经济研究同时发布了《贸易战、不平等肇因、中国冲击：创新经济论坛的新经济思维》特别报告。从这份报告的许多文章看来，财富不均不只是资本主义的短板，中国也面对类似挑战，从 1980 到 2015 年间，中国收入最高 10% 人群的收入增长比例超过美国和其他欧洲资本主义国家。我认为这可能也与中国人口经历改革开放后天翻地覆的财富爆发性增长有关。

但是，中国收入最低的 50% 人群在 1980 到 2015 年间收入降低的比例也超过美国。国际货币基金组织（IMF）发布的基尼系数显示中国日益加大的贫富差距已使其成为“世界上最不平等的国家之一”。彭博经济研究特别报告则认为基尼数据本身有很多缺陷，因此更看重各个收入区间的变化。

不论如何，这似乎暗示了中美之间还有很多可以共同探讨、和互相借镜学习的地方。

从贸易战看美国害怕的两个“转换”

来源：日经中文网(2018-11-13)

作者：梶原诚(日经中文网评论员)

亚洲市场如此关注美国中期选举还是第一次。美国施压导致中国经济恶化，对中国经济依赖程度提高的各国也将遭受到逆风。由于美国出现了“扭曲国会”，有声音期待特朗普将受到牵制，从而不得不放缓强硬姿态。

但事情没有这么简单。不管美国中期选举的结果如何，极端地说即使总统不是特朗普，美国早晚也会涌现出对华敌视论调。

美国之所以态度如此坚定，相比特朗普个人的天性，更主要的原因是超级大国的立场受到威胁。这种局面并非第一次出现。上次出现同样的局面可以追溯到日本泡沫经济达到顶点的 1990 年。

日本无线通信企业友利电控股（Uniden Holdings Corporation）的会长藤本秀朗的经历在今天很值得回顾。1990 年，藤本参加了美国权贵俱乐部“波希米亚俱乐部（Bohemian Club）”的夏令营。历任美国总统等各界权贵在为期 2 周的夏令营中畅所欲言。

藤本十分震惊。美国人都在说“冷战已经结束，今后的敌人是日本”。在美国金融行业萎靡不振的情况下，日本野村证券当时实现了 5000 亿日元的年利润，这也招致了批评。藤本至今仍记得那种恐怖的感觉。藤本说：“在金融、汽车、通信和军事等重要产业，为了守住世界第一的位置，美国不择手段”。

中国如今提出力争在尖端产业掌握世界主导权的“中国制造 2025”战略。美国副总统彭斯在 10 月的演讲中表明，这一战略将“掠夺”美国技术，“（美国）将以坚决的姿态应对”，这与 1990 年的美国如出一辙。美国对威胁自身产业主导权的国家的警惕感在不同时代是相通的。

美国是如何分辨“敌人”的呢？经济学家 Geoffrey Crowther 等人提出的国际收支的发展阶段论可以成为启示。

这一理论认为，一个国家随着发展收支结构会发生变化，从而进入不同的发展阶段。从国外借钱来实现增长的“债务国”会蜕变成通过出口赚取外汇并偿还贷款的“债务偿还国”，之后再上升为通

过积累的海外资产获得利息等收益的“债权国”，最后是积累的海外资产出现减少的“债权减损国”。

日美的明暗对比出现于 1982 年，当时美国沦为债权减损国，而日本则从债务偿还国上升至债权国。日本不仅通过出口赚取了大量外汇，还通过海外投资的收益积累财富，处于巅峰时期。

这种局面牵动着美国的神经。累积的焦虑最终爆发，出现了 1987 年美国议员砸碎东芝录放机以抗议该公司违反禁令向苏联出口机床的“东芝事件”，以及 1989 年三菱地所对被成为“美国之魂”的洛克菲勒中心（Rockefeller Center）的收购遭到美国民众反对事件。

中国目前属于债务偿还国。虽然通过出口赚钱，但是还不能通过海外投资获得大量收益。但毫无疑问，中国的目标是成为债权国。2007 年中国成立了主权财富基金，2013 年提出“一带一路”构想，2016 年成立了推动该构想的亚洲基础设施投资银行（AIIB）。上述举措全部是为了建立能够通过对外投资赚钱的体制。中国就像 1980 年代的日本一样，步入令美国焦虑和害怕的阶段。

日本因经济泡沫破裂，对美国的威胁消失。但是取代日本成为美国新威胁的是中国，中国与美国并非同盟国，意识形态也不同。美国对中国的警惕感远超 1990 年对日本的警惕感。

美国之所以焦虑还因为对自身财政状况感到担忧。大规模的减税措施造成美国国债发行量增加。在美国国债利息支付费用急剧增加的背景下，作为美国主导权源泉的国防费正在受到挤压。

分界点是利息支付费用超过国防费之际。对于特朗普来说，到那时美国国债持有者会比美军更重要，那也正是“美军败给债权人之际”。

这一天正在渐渐逼近。美国国会预算局（CBO）今年预测，美国将在 2023 年迎来这种情况，比 2016 年的预测提前了 4 年多。而且，海外最大的美国国债持有国是中国，持有比例为 7%。

目前的状况几乎可以说“在国防费上投入巨额预算，美国国债的付息真的没问题吗？”，美国甚至可能被迫压缩国防费。2010 年，时任美军参谋长联席会议主席马伦（Mullen）感叹“我们国家唯一最大的威胁就是公共债务”，这种状况进一步恶化。

面对中国这个“敌人”的崛起，美国无法如自己所愿般行动。全球资金可能被美国的“低可预见性”所摆布。

备受关注的是原油市场。美国 11 月 5 日全面重启对伊朗的制裁。日本能源经济研究所预测，受原油供给不稳定影响，原油价格可能暴涨至 1 桶 100 美元，但今年徘徊在每桶 60~80 美元的水平，今后走向也难以确定。

其原因是全球最大原油进口国中国的经济减速很可怕。2016 年初经济减速担忧导致中国股价大跌之际，原油价格曾大幅下跌，一度跌破 30 美元。

美国左右中东各国原油生产的影响力出现下降，原油价格容易上涨。一方面，如果美国为死守主导权继续对中国施压，将对原油价格构成拖累。旗下拥有能源企业的韩国财阀的经营者表示，“今后（原油价格）将上下大幅波动。要具备看清平均值的眼光”。

中美冲突的影响不仅限于原油领域。1 年前对于市场来说，中美贸易战只不过是“尾部风险”（指不太可能发生但一旦发生则代价相当高的风险）。如今贸易战不仅成为现实，而且中美冲突的舞台还在向贸易以外领域扩大。对中国崛起的脚步声和自身变得脆弱这两种转变感到害怕的美国将震荡全球的资金。“新常态（New Normal）”一词很适合当前。

美中贸易战会不会在年底休战？

来源：FT 中文网(2018-10-29)

作者：邓聿文(独立学者，中国战略分析智库研究员)

美中双方都有止战愿望，如果中国答应的条件让特朗普满意，不排除双方在 11 月的 G20 会议上休兵的可能性。

自美中贸易战开后，形势一直向悲观预期方向发展，尤其在特朗普威胁对余下 2650 亿美元中国商品征收关税后，市场忧虑两国贸易清零脱钩。但事情或许未坏到这个地步，我提出一个大胆的预测：贸易战有可能在今年年底前休战。已有迹象显示这一点。

言辞和情绪很多时候并不能代替真实的市场感受。无论从理论还是以往贸易战的实情看，贸易战都是损人不利己的，不过是损失多少而已。美中贸易战的数额是有史以来最大的，因此不可能像特朗普吹嘘的那样只对中国有杀伤力，对美国损失不大或所受影响可忽略不计。从中国公布的前三季度贸易数据以及联合国贸发局发布的上半年各国投资数据看，贸易战并未达到美国期望的改善贸易逆差和吸引外国投资之目的。

中国前三季度货物贸易进出口总值 22.28 万亿元人民币，同比增长 9.9%，其中出口增长 6.5%，贸易顺差 1.44 万亿元。值得注意的是，对美出口同比增速 6.5%，在贸易战开打后的 7、8、9 三月，美国对华贸易逆差连创新高，每月都突破 300 多亿美元。这与美国对华出口增速降低有直接关系，也可用贸易战的滞后反应来解释，但至少说明，贸易战很难从根本上扭转美国的贸易赤字。鉴于中国出口的主要产品是机电，假如美国进口中国的产品也以机电占大头，那么基本可以断言，美国难以做到舍弃中国市场，因为要寻找替代产品并不容易。换言之，美国对中国市场的依赖程度比人们预估的要高。退一步说，即使贸易战的影响在明年显现，由于中国对欧盟和东盟的出口增速都高于对美出口，中国还开辟了俄罗斯、波兰、非洲等新市场，所以对美出口的减少也可由上述市场的增量抵消一部分，因而贸易战整体对中国的出口影响不是很大，至少不是致命的。

另外，中国今年上半年吸收的 FDI 增长 6%，总额超过 700 亿美元，成为全球最大的外国直接投资流入国，而美国则暴跌 73%，下半年美国吸收的对外投资或许比上半年有好转，但资金净流出仍将是大概率现象。这种情况未来几年都不一定能扭转，这使得特朗普吸引外国对美投资的目标也落空。

上述状况会否导致特朗普政府对继续威胁打贸易战要仔细权衡，不好判断，然而，这至少会成为牵制华盛顿的一个因素。对中国政府来说，这会增加抵制美国的信心。尽管如此，中国政府也没有掉以轻心。因为贸易战影响的主要是人心和信心，中国市场本来对去杠杆就杯弓蛇影，贸易战的叠加效应会进一步放大市场的脆弱，这已在中国股市和汇市得到验证。市场经济是信心经济，信心不足，迟早也会使经济出大问题。

由此看来，美中双方其实都有止战愿望。中国政府对此不隐瞒，特朗普虽然口头还很硬，但从白宫经济顾问库德洛透露两国首脑将在 11 月召开的 G20 会议上见面、协商贸易问题看，不排除特朗普亦想借此休兵，如果中国答应的条件让特朗普满意的话。

这里就存在一个问题：如何来判断特朗普是否满意中国的条件。特朗普自称交易大师，美国迄今对中国的出牌，包括贸易战在内，某种意义上可以看作是特朗普在朝核问题上的做法的翻版，即在一个对象上进行极限施压。特朗普采取这一手段，迫使金正恩走向谈判桌。只是中国在贸易施压上的反应超出其预期，这使得特朗普也寄望于通过两国领导人的直接会面来解决贸易争端，就像他和金正恩做的一样。特朗普在祭出 2000 亿美元商品关税时已做出这个表态。但中国对此没有回应。

G20 会议对美中领导人都是一个机会。中国国家主席习近平如参会，不和特朗普见面似乎不妥，而他不去的可能性不大。但如果双方见面而达不成成果，还不如不见。因此，双方一定是有备而来，双方团队会就可能的妥协展开协调。换言之，特朗普不大可能像之前那样对中国漫天要价，否则中国定会不答应，但中国可能亦不会死守过去的原则，可能在美国在意的某些方面，做出较大让步。

中国央行行长易纲最近在 G30 国际银行会议上的发言已经透露出这一点。易纲的讲话外界需要注意的有三点。一是，提醒美国不能只盯着对华贸易逆差，在服务贸易方面，美国存在巨大盈余；另外，美资企业在中国生产、销售的数额也相当大，而这并未统计在中美贸易数据中。二是，中国已经为最坏的情况做好准备，然而，仍真诚希望找到一种建设性的解决方案。三是，为解决中国经济中存在的结构性问题，将加快国内改革和对外开放，加强知识产权保护，并考虑以“竞争中性”原则对待国有企业。

考虑北京年底要举行改革 40 周年的庆祝会，在这个会上总要出台一些实质性改革举措以回应国际社会对中国改革的关切，而且，从贸易战发生后，中国社会对改革的焦虑及体制内学者、高级官员以及官媒不断放出的以改革应对外部挑战的信息看，习近平不难体认到改革并非可以做做表面文章就可糊弄过去的。因此，如果易纲的讲话代表中国对贸易战的最新口径和表态（而事实上很可能是这样），那么，习近平带给特朗普的礼物很可能是在国企的保护问题上采取“竞争中性”原则来满足美国的要求。

另外，国务院副总理刘鹤日前在接受三大官媒的联合采访中也透露，中美正在接触。接触什么？不外乎两国的工作团队在为习特会的见面进行协调，包括对双方可交换的礼物进行讨价还价。双方一旦敲定“礼品”清单，习特会如期上演。

基于此，有理由推断，习特会会就贸易休战达成共识或协议。

但假如特朗普对习近平的“礼物”仍不满意，那么习特会很可能就不会举行，因为在此情况下，两人还不如不见，换言之，要见面就需有一个对双方都拿得出手的东西。而如果特朗普执意要将贸易战打到底，正如易纲所讲，北京已做好最坏准备，这其实暗示，北京大概率会以打击美国对华贸易顺差和在华企业作为报复——即使这样做会造成中国失业人数增加。

美墨加协定能否对中国有启示？

来源：新加坡联合早报网(2018-10-24)

作者：朱颖(上海师范大学商学院经济学教授)

北美自由贸易协定已更新为美墨加协定，该协定在北美自贸协定基础上改写了国际贸易和投资新规则，为 21 世纪自由贸易协定树立了新标杆。美墨加协定确认以下三个事实：

第一，墨西哥捆绑美国经济获益匪浅。1994 年 1 月，北美自贸协定正式运作，墨西哥经济与美国经济日趋密切，美国成为墨西哥最大的出口地国家，墨西哥出口产品的 70% 输往美国，美国也成为墨西哥最大的进口来源地国家。1994 年至 2012 年，墨西哥人均 GDP 年均增加 4%。

北美自贸协定为墨西哥经济注入动力，墨西哥机械、电子设备和运输设备 50% 的产出依赖美国市场的最终消费。目前墨西哥是拉美第二大经济体，2017 年墨西哥国内生产总值规模 1 万 1512 亿美元，人均 GDP 为 9321 美元。国际货币基金组织预估，2018 年墨西哥经济增长率在 2.2%，美墨加协定将再

次为墨西哥经济增长提供动力。

与墨西哥鲜明对比的是巴西，该国对外经济非常封闭。传统上，巴西深受拉美发展主义理论的创始人普雷维什（Raul Prebisch）的中心—外围理论和进口替代战略的影响，政策制定者对本国经济对外开放持谨慎的怀疑态度，走自力更生的道路。

举一个有趣的例子：巴西出口企业的数量不到2万个，与挪威大致相同，挪威人口500多万，巴西人口2亿多。这意味着，在挪威每250人拥有一个出口企业，而巴西是每1万人拥有一个。经济封闭导致生产力低下，墨西哥汽车工人每人每年生产53辆汽车，而巴西工人每人每年生产27辆汽车。

第二，自由贸易协定是一个谈判妥协的成果。从2017年8月16日开启重新谈判到美墨加协定诞生，美墨加三国领导人之间龃龉不断。特朗普称北美自贸协定是“墨西哥的摇钱树”，墨西哥总统奥夫拉多尔反唇相讥说，请不要把气撒在墨西哥身上。

加拿大总理特鲁多称，美国对加拿大加征关税是一种侮辱。特朗普说，特鲁多“非常不诚实和软弱”。

为什么三国领导人还是达成了贸易协定？中国已故经济学家杨小凯曾指出：自由贸易不能通过市场机制自然取得，现实情况是一方采取单边贸易保护，而另一方采取单边贸易自由，这势必导致国家间的贸易摩擦，促使他们通过关税政策来争夺贸易利益。

一旦有一方诉诸关税，迫使另一方采取报复措施，打贸易战，最终的结果是双输，会使贸易的好处耗尽。

当双方政府被迫面对这种双输风险时，被迫转向贸易谈判，贸易战迫使规则破坏者走到谈判桌，被迫选择自由贸易。关税谈判的结果是双方走向自由贸易。美墨加协定的诞生证明了杨小凯上述论证的正确性。

墨西哥24年履行北美自贸协定的经验知道，只要继续维持与美国的贸易协定就是墨西哥最大的胜利。在美墨达成协定后，加拿大感受到了巨大的压力，为避免出现双输的局面，在最后期限前与美国达成协定。加拿大对美国开放奶制品市场作了让步。

美国对加拿大也作了让步，按照加拿大意愿保留北美自贸协定第19章解决争端机制条款。特朗普的要价并没有得到全部满足。

第三，自由贸易协定是贸易和投资自由化的主要途径。二战结束后，西方国家用国际法塑造了关贸总协定为代表的多边贸易体制，使贸易自由化和公平贸易在国际法的支持下得到一个可预见的结果。又由于各国经济发展程度的

第三，自由贸易协定是贸易和投资自由化的主要途径。二战结束后，西方国家用国际法塑造了关贸总协定为代表的多边贸易体制，使贸易自由化和公平贸易在国际法的支持下得到一个可预见的结果。

又由于各国经济发展程度的差异，贸易自由化的要求不一致，导致区域或双边自由贸易协定的纷纷产生。无论是多边贸易体制，还是区域或双边自由贸易协定，本质上都是自由贸易协定，都是以规则为基础的国际经济法。

中国以“一带一路”战略的方式开展对外贸易与投资，与自由贸易协定有本质上的差异。2015年12月4日，本人在《联合早报》刊文《“一带一路”根本无法替代TPP》时指出，“一带一路”不借助已形成的国际经济规则，而借助双边政府的合作意愿去签署某个项目的协议，在执行上有随意性。

今年 5 月，尼泊尔政府第二次毁约，取消中企百亿元水电站大单。8 月马来西亚首相马哈迪访华“上门退货”。10 月塞拉利昂政府取消中国建造机场的计划。这些案例都表明了政府随意性的缺点。

以上三个事实给中国三个启示：中国必须继续发展与美国的经贸关系；中国政府应该针对美国方面的诉求化解中美贸易战；中国对外开放应该寻求更多的自由贸易协定，慎之又慎地实施“一带一路”战略。

油价会拖累全球市场表现吗？

来源：FT 中文网(2018-11-14)

作者：陈敏兰(瑞银财富管理投资总监办公室亚太区投资主管)

油价对全球风险资产的影响有多大？

这是许多亚洲投资者都在考虑的一个问题。布伦特原油价格虽然较 10 月初的四年高点 86 美元有所下滑，但目前的 75 美元，仍比 2017 年的平均价格高出近 40%。油价涨势能否持续？油价上涨对亚洲经济发展有何影响？更重要的是，油价攀升是否会加剧当前股市的震荡？

本文将逐一回答这些问题。

备用产能缓冲空间减少

首先，布伦特原油价格未来 3 至 6 个月料将进一步上涨，我们预计将升至 85-90 美元/桶。供给面依然是重要驱动因素，今年全球原油供应中断事件频发，而全球原油需求正以 150 万桶/天的速度稳健增长。美国对伊朗的制裁即将生效，或将令伊朗原油出口量减少 100 至 150 万桶/天。委内瑞拉经济危机持续，将导致今年该国原油产量进一步减少 60 万桶/天。尽管目前美国已超过沙特和俄罗斯，成为全球最大的产油国，但美国主要页岩输油管的运力面临瓶颈，这可能导致明年年中以前美国原油供应增长停滞。

石油输出国组织（欧佩克）和俄罗斯可能成为平衡市场的关键力量，通过增加产量来弥补供应短缺。不过，在全球产能紧张之际，市场容错空间很小（备用产能越来越少），这使得原油市场容易受到供应受阻的影响。目前，随着欧佩克最大产油国沙特提高产量，该组织备用产能降至近十年来低点，风险也越来越高，这将使得原油风险溢价居高不下。

展望未来，我们预计布伦特原油价格将在 6 至 12 个月达到 85 美元/桶左右。亚洲新兴市场依然是全球原油需求的主要驱动力，目前的高油价将抑制发达国家未来的需求增长。总体而言，我们预计明年原油需求将增长 120 万桶/天，虽然低于 2018 年的增速，但仍高于长期均值 112 万桶/天。与此同时，随着新管道投入运营，2019 年下半年美国页岩油产量回升应能缓解油价压力，并有助于为全球原油市场重建缓冲库存。

更严峻的原油供应中断并不是我们的基准情景。我们认为全球股市应能承受油价位于 85-90 美元/桶，而这正是我们的 3 个月油价目标，12 个月目标价为 85 美元/桶。不过，如果油价飙升至 120 美元/桶，从以往经验判断，全球股市可能会平均下跌约 15%，而欧洲高收益债券和新兴市场中石油进口国的债券将是全球表现最差的资产类别。

增长受到的影响有限

其次，油价震荡对亚洲经济有何影响？

简而言之，亚洲应能较为从容地应对这轮油价上涨，因为到 2018 年底该地区货币紧缩以及油价大幅上涨（同比跃升 40-50%）时期将基本结束。我们预期这会导致亚洲 2019 年实际经济增长减少 0.4 个百分点（至 5.8%），鉴于 2018 年亚洲增长有望达到约 6.2%（全球 3.9%，美国 2.8%），油价的影响应该可控。

消费（亚洲经济的关键驱动因素）应能相对轻松地消化油价上涨的影响。由于各国政府对于零售能源价格实行严格管控，亚洲对于油价的敏感度要低于其他地区。我们的模型显示，全球油价每上涨 10%，将带动亚洲通胀升高 10 至 50 个基点。到 2018 年底亚洲消费者价格指数（CPI）通胀率将从目前的 2.3% 升至 2.7%，2019 年全年则会维持在 2.5-3% 的区间。

然而，油价出现意外波动可能带来的主要风险在于，这会引发政策利率加速上升以及金融环境紧缩。就亚洲而言，经常账户赤字、对油价敏感度较高的国家所受的影响依然最大，比如印度、印尼和菲律宾。

如何投资

第三，油价攀升是否会加剧市场动荡？

随着全球经济周期步入后段，市场波动必然会加剧。事实上，油价对于当今市场动荡的“贡献”比起其他因素是小巫见大巫，比如美中贸易摩擦、美联储货币政策路径的不确定性等。我们认为本轮周期已到后段，但尚未到终点（往往是熊市开始之时）。目前的市场震荡不会动摇美国经济的稳固根基，也不会对整体强健的企业基本面构成打击。我们在全球多资产投资组合中，仍维持对全球股票小幅加码的评级，并通过配置对冲基金、逆周期头寸（比如加码 10 年期美国国债）来积极管理尾部风险。

实际上，对于有意并能够抓住市场短期错配机会的投资者来说，油价上涨或许还能带来获利机会。直接加仓石油敞口或卖出下行保护期权（downside protection）对于风险偏好较高的投资者应该有吸引力。部分能源类股具有投资价值，我们最青睐美国能源巨头、股价表现落后于大市的美国石油勘探公司、欧洲现金流最充裕的一体化能源企业等。对于聚焦亚洲的资产配置，我们依然看好亚洲高收益信用债，特别要指出的是，持续的高油价可能利好泰国股市，因为能源占到该市场四分之一的权重，而且目前泰国的经常账户盈余充足，完全有能力应对油价上涨。

全球油价起伏也可能促使有远见的投资者放眼另类能源资源，以及有关降低传统化石燃料依赖度的长期投资主题，比如能源效率、可再生能源、清洁空气以及减少碳排放等。

总之，我们并不预期油价走势会动摇全球市场。油价上涨会引发风险，但也会带来机遇。如果计划得当、准备充分，即便油价上涨也不会让投资者手足无措。

国内财经

2019：探寻中国经济乐观的理由

来源：FT 中文网(2018-11-15)

作者：沈建光(FT 中文网专栏作家)

每到岁末年初，对来年经济的预测和展望都备受期待。然而，近年来，无论是全球经济还是中国国内经济，黑天鹅事件往往层出不穷，经济短期波动越发剧烈、政策执行效果难于把控，年初既定政策在年中反转的情况时有发生，为做预测增加了难度。

以 2018 年为例，尽管当下中国经济出现内忧外困局面，政策也迎来放松态势，但在年初，市场对 2018 年经济前景普遍是非常乐观的，对资本市场的期待，对企业盈利的看好等，支持不少机构在今年年初上调了对中国经济增长的预期。

然而，笔者在年初专栏文章《展望 2018：防范中国经济的灰犀牛》中，对待今年经济增长比较谨慎，对去杠杆背景下金融体系脆弱性、地方政府债务风险等也表达了一些忧虑；此外，在《中美贸易战的风险有多大？》文章中，笔者亦谈及了对特朗普对华发动贸易战的警惕。如今看来，去杠杆和贸易战风险在今年得到了淋漓尽致的体现。

回顾过去三年，黑天鹅事件也接连出现，使得年初预测也经常与实际经济运行存在较大出入。如海外方面，2016 年英国脱欧与特朗普胜选上演黑天鹅，将危机以来，经济下行压力缓释背后的社会割裂呈现的淋漓尽致。2017 年欧元区强劲的经济增长令全球为之一震，也助推欧元成为当年表现最佳的货币。而进入 2018 年，欧洲经济表现平平，特朗普减税则给美国经济带来明显提振，发达国家货币政策走势出现背离，且美国在全球范围内挑起贸易战又让国际机构屡屡调低对全球经济与贸易情况的预测。

从中国国内情况来看，始于三年前的三去一降一补，目前来看，很多政策的演变也超出了政策出台的初衷。如去产能方面，从产能过剩到行业利润大增仅仅用了短短一年的时间；去库存方面，一二线城市率先实现房价翻番，其后得益于棚改货币化延续至三四线城市，房地产由库存积压到火爆销售也仅用了两三年的时间；而去杠杆政策在持续推进的过程中，也出现负面冲击，如近期央行易纲在谈到去杠杆政策时表示，“前期一些政策制定考虑不周、缺乏协调、执行偏离，强监管政策效应叠加，导致了一定的信用紧缩”，意味着未来去杠杆政策也将迎来调整。

展望 2019 年，当下市场对于国内经济前景的判断普遍是悲观的，对宏观政策有效性的质疑、对贸易战风险的焦虑持续困扰着国内投资者与企业界人士。但根据往年情况，笔者认为，市场的情绪通常会放大，而转折往往发生在市场一致看空或看多之际。因此，在当前市场普遍低迷的背景下，其实不妨也找一下 2019 年，中国经济可能会好于预期的理由。

在笔者看来，从海外经济来看，当前美国经济其实仍然处于一个比较好的时候。税改提振美国经济增长，企业利润明显改善，居民收入提升，拉动消费增加。此外，当前美国失业率也处于历史较低水平。当然，明年美国减税的基数效应会消失，预期明年美国经济可能会从高位有所回落，但整体来看，仍将会是一个不低的水平。

相对来看，欧洲的问题也并非只是经济问题，而主要是政治方面的不确定性。从经济角度来看，当前欧洲经济仍在扩张区间，失业率持续下降，德国财政持续四年盈余，欧洲银行业盈利能力有所改善，金融形势整体上保持稳定。接下来，如果欧盟能就英国脱欧、与意大利的财政预算争论等事情上达成平稳过渡，欧洲表现同样值得期待。

与 2018 年相比，笔者预计，2019 年新兴市场的波动可能会有所减少。实际上，近年来，新兴市场资本流出、货币大幅贬值均与美元强势升值的背景有很大关系。展望 2019 年，倘若美国经济有所回落，美联储加息步伐预计也将偏于谨慎，甚至低于 3-4 次的预期，在此背景下，预计美元升值空间非常有限，相反，美元走弱的情况可能会发生，这对于新兴市场国家经济和货币而言是个利好。

而困扰全球的贸易战风险，在2019年也有望比2018年有所缓和。中美两大经济体贸易战是否会持续是影响全球市场的最大不确定性，国际组织也纷纷据此下调对全球经济增长的预测。但近期又有积极迹象出现，包括中美两国领导人已通话，强调中美经贸关系重要性，中美双方重启贸易谈判等。此外，近期中国举办进博会、降低汽车等多个行业的关税、恢复美国大豆进口等举措，都为中美贸易谈判的重启营造了较好的氛围，2019年贸易战持续升级的担忧有望缓释。

从国内经济来看，2018年以来，中国消费疲软、投资下滑，但在此背景下，政策的拐点已经出现，10月31日政治局会议上，对去杠杆的表态已经不再提及，相反，央行易刚行长也早就表示杠杆已经稳住，预计未来货币政策会保持整体宽松的态势。除此以外，补短板背景下，预计基建投资会比2018年有明显提速。当然，房地产市场“房住不炒”的主基调并未变化，预计房地产投资仍然会保持回落态势。

除此以外，预计2019年减税措施会明显加大，一方面体现在个税改革方面，2019年将就五大抵扣事项出台更多细则，配合税改个税起增点的提升，有助于在经济与收入下滑的背景下，支持居民消费保持稳定。实际上，在刚刚结束的“双十一”网上购物节上，京东、天猫等网上销售均创历史新高，京东海外购更是增长迅速，凸显了当前居民对于高端消费的旺盛需求。同时，配合鼓励进口政策措施的深入，预计消费产品多样化，也有助于支持个性消费提升。

另一方面，如果对企业层面可以推出更大规模的减税措施，且落到实处，也不失为挽回民营企业信心的重要手段。实际上，近一段时间以来，民营经济信心不足的话题引发广泛担忧，在笔者看来，民企信心不足一方面与融资环境恶化、资金链紧张有关，一方面也与近年来去杠杆、去产能、规范环保政策和社保政策对民营企业造成明显负面冲击密不可分。从目前来看，决策层已就上述问题提出改进措施，是个积极迹象。但只是开端，未来强化规则意识、注重政策落地的连贯性才是重拾民企信心的关键。

综上，笔者认为，当前中国经济面临内外部的深刻变化，市场普遍对明年经济预测十分悲观，但在笔者看来，越是一致看空，越是可以期待，真实情况也许会有改善空间。

整体来看，笔者认为，明年最大的风险是贸易战升级的态势能否得到缓释，如果11月底中美贸易谈判取得积极成果，那么，2019年的基准情况是中国经济回落的程度是有限的，预计经济增速大概率会在6%-6.5%之间。但倘若中美之间无法就贸易问题达成协议，明年美国对华2000亿美元商品加征关税从10%上调至25%如期而至，即便加大减税力度和货币政策放松对冲，其对中国出口、就业、投资环境、企业家信心以及产业链等方面的打击将十分巨大的，届时将明显拖累中国经济下行。

一个民营金融从业者谈“活下去”

来源：FT中文网(2018-10-30)

作者：张江红(北京兰溪投资管理有限公司总经理)

——从民营投行的视角看贸易战及当今经济政策下的民营企业

“在国有与民营经济问题上，国有经济后退一步，民营经济生机勃勃；在资源配置方式上，政府后退一步，中国经济海阔天空。”深圳市原市长张思平说。

然而，目前的经济政策下，国有经济和政府不但没有后退，反而是国进民退，进一步抢占资金、牌照、市场、政策等各方面的资源，加之中美贸易战的紧张加剧，民营经济举步维艰、在夹缝中求生存。春江水暖鸭先知。的确，正如我们这样的民营投行和民营金融从业者，没有任何体制内特权的支持，完全靠自己的专业能力和勤奋，打拼在金融市场的第一线，可以说是金融政策和产业政策最灵敏的感知者和最直接的受冲击者。

市场上流动性困难从 2016 年就开始了。一刀切的简单粗暴去杠杆、支持做大做强国企的政策开始市场中显现效应，银行资金、财政资金开始大规模向国企聚集，民营企业很难向银行借到钱，以前还能从信托、私募基金、网贷、同业拆借资金，随着打击影子银行和各项资产管理新规，这些资金的通道都被关闭了。

和众多的民企一样，我们资产多，现金少，流动性不足。我们聚焦主业发展，并不是像一些企业盲目扩张、多元化发展，涉足过多业务板块，分散了资金和人力，造成的流动性紧张。很多民营企业的应收账款占营业收入的 70%，有的营收账款已经开始计提坏账。我们的流动性问题主要源于客户不能按期支付款项。因为从事重资产的高端制造业的客户资金流动性困难，没有现金付款。对于客户我们没打算起诉，因为有的客户已经被至少 5 家银行起诉，这些银行的债权都有优先权，排在我们的债权之前。

我们持股的民营文化娱乐公司，属于轻资产的新经济领域，同样最大的问题是流动性问题，有 2 亿多的应收账款，有 1 亿多的应付账款，应付款的客户是中国领先的互联网企业。它们有相当长的账期，也不能按期支付款项。

可见，企业之间的流动性问题或者说债务问题，尤其是民营企业之间，债务违约往往是从客户无力付款开始，流动性危机从产业链上游到下游传递。

2016 年初，作为私募基金管理公司，即使通过多家财富管理机构，3 年期以上的股权投资基金也募集不到资金。多家知名的创业投资机构希望我们做 LP 出资于他们的基金。当时我们的基金已经投完，没有存量资金了，而市场上有钱的只有政府引导基金、政府母基金、国企、国有金融机构。因此我劝他们向国有性质的母基金去募集资金。

2017 年，大量民营企业开始变卖资产，因此，我们接手的业务大多是做卖方顾问，帮民营企业卖资产，比如医院、科技园区、孵化器等重资产，或者帮民营企业出售控股权或者多数股权，或者帮民营企业寻求收购方，这些潜在的买方基本都是各类国企（央企）、国有金融机构，因为只有国有性质的机构有钱，有真正的支付能力。

2018 年，市场上出现大量的不良资产，曾经被高价炒卖的各类不良资产开始折价出售，优良资产大量成为不良，不良资产成为真正的不良，四大资产管理公司等金融类国有企业也在资金无限量供应收购不良资产，部门经理大多是 1985 年左右出生的，这些人手里每年有百亿的投资指标。A 股有 1000 多家民营企业上市公司或者股东债务违约，这些债权人大多是证券公司、银行或者信托，无论债权人还是上市公司债务违约的股东们都蜂拥而入这些国有不良资产管理公司，寻求自己持有的上市公司股份被国有资产管理公司或者各地政府资金所收购。

上市公司曾经是投资、投行的重要客户。然而，一年多来，上市公司的融资、重组、并购业务基本停滞。我们年初已经为一家文化类上市公司对接了 20 家银行做债权融资，2018 年中报显示这家上市公司的大股东债务违约，业绩严重不达预期，股价暴跌，很显然，任何一家银行都不可能再贷款。

一家制造业民营上市公司本来已经公告收购我们的一个项目，然而，这家民营上市公司大股东也债务违约，商誉减值，财报亏损，证监会也不可能再批准收购及重组。

另外一家民营制造业上市公司拟收购一家新经济公司，然而，不幸的是，他们聘请的券商是肖建华明天控股所持股的券商，肖建华被调查也株连到这家券商，这家券商所保荐的业务证监会都不通过，于是上市公司换券商，换券商之后，证监会对并购重组从严审核，拿到批文证监会也不通过，拟在证券市场上募集的资金迟迟不能募集，资金短缺，材料已报会又不能股权融资，把优良企业拖成不良企业。不良之后，我们协助其引入不良资产管理公司处置。由于某大型多元化集团是这家企业的大客户，自身也陷入债务危机，已无力偿还货款。

各种经济所有制形态和产业上下游是互相影响和互相效力的，不可能百业衰而一业荣，也不可能这边风光独好。民营企业作为各种经济形态中最有活力、最有效率的部门，其债务问题和流动性危机在一定程度上反过来加重国有企业和地方政府的债务和流动性问题。除了冗员沉重、效率低、内部损耗、管理涣散、决策失误导致的亏损和浪费等传统原因，国有企业的客户、地方政府的税费均主要来源于民营企业，民营企业流动性危机和现金缺乏必将导致国有企业和地方政府无法获得现金款项收入。

在我们协助一家民营科技企业向某能源类国企融资时，该国企提出民营科技企业应大力发展民用产品，以市场居民为主要客户，因为国企和地方政府也缺乏现金支付能力。本来这家民营科技企业是面向地方政府做环保项目，地方政府是其主要客户，虽然地方政府客户的回款周期至少在2年以上，相当多应收款项也计提坏账，即使如此，这家民营科技企业相对于以民营领域为客户的企业，已经属于旱涝保收。市场上普遍有个幻觉，民营企业认为公有部门（国企、政府）有钱，而公有部门认为民营领域有钱。其实，大家都没有钱，钱到哪里去了呢？只聚集在了极其少的部门或者个人手中。

从我们的主营业务来看，协助民企向国企融资或者卖身给国企，这种工作有价值却无意义，也很没意思，但是，如果不这么做，民企和我们自己都没有活路。市场有限，资源有限，空间有限，蛋糕就这么大，如果量中华之物力继续支持国企继续大、强、优，国有企业倚靠有形的无限政府的隐形有力担保，民营企业怎么可能获得大发展？

戊戌年，应变法，应真正的变法，而不是打右灯、向左走，也不是在“改革”中树立双重或者多重目标，尤其是多重互相矛盾的目标，而应该树立单一目标。就行为学和经济学来看，一个行为具有多重目标，要么是哪个目标都没有达到，要么是只有其中之一目标是真实目标，而其它的目标是幌子和伪目标。

国企除占据了社会绝大多数资金，还垄断了水、电、气、石油、电信、管网等，造成了公用资源及设施的价高质低，是通货膨胀的重要成因之一；国有金融机构掌握了银行、保险、证券、资管等牌照的绝对数量，造成了金融市场的扭曲。国企不仅浪费社会资源，还干扰了市场的灵敏度，形成了市场主体之间的严重不公平竞争。应贯彻宪法中法律面前人人平等的原则，削减对国企的所有补贴和政策支持，取消由政府部门官员到国企任职的官商做法，让各种不同的所有制企业公平竞争。国有企业改革应该不设上限，不设底限，国有企业应该全面退出经营领域，一个本身不应该大规模存在经济形态，无论怎么改，都将是错误的。唯一的于国于民有利的做法是国有资产管理机构代行国有出资者的职责，仅作为企业的少数股东，而不设国有资产占多数股权或者控股的企业，国有资产管理机构仅有分红的权益，经营、管理交由企业家负责。

应该改变政府主导经济政策的做法，政府应回归本位，应该取消财政对企业主要是国有企业的补贴。这些补贴形成了国企对民营的巨大不公平竞争，且不说政府在发放补贴过程中是否具有公开、透明、公平的程序和做法，从专业能力来讲，政府补贴部门不具有识别真项目、好项目的能力，政府应该把产业的发展交由市场，由市场配置资源。政府支持哪个行业，哪个行业很快就产能过剩，浪费了纳税人的钱。比如光伏。政府对一些科技、文化项目的补贴形成了毫无必要的浪费，我们看到，一些所谓“科技”项目毫无科技含量，竟然也取得了高新技术企业，获得了政府每年500万的补贴；一些

所谓“文化”项目不伦不类，不中不洋，不传统也不现代，居然每年也从政府获得 300 万的文化基金奖励。

市场是灵敏的，是可靠的。对于企业来说，只要你的产品或者技术比同行好一点儿，市场上会有客户或者代理商找来谈合作；只要你的文化作品稍好一点儿，票房或者点击率明显就高，资金方也会照过来。这就是市场配置资源、市场选择产品的优势。政府主导产业政策、国企的大规模存在、补贴的大规模存在，导致真正有效的好作品、好企业不能脱颖而出；不市场化，不透明化，扭曲了资源配置，导致不公平竞争，干扰了市场秩序，压制了市场活力，使得优秀人才和企业家用脚投票，不得不裁员或者关门歇业，看不到前景和希望。

终归，中国应继续走向市场化、透明化道路，应转变经济倒退的结构性问题，取消补贴、削减国企！

度量中国 40 年变化的坐标

来源：新加坡联合早报网(2018-11-06)

作者：郑永年(新加坡国立大学东亚研究所所长)

今年是中国改革开放 40 周年。从 1978 年到 2018 年，中国各方面都发生了巨变，令人眼花缭乱。如何度量和评价所发生的变化，是一个可讨论的问题。在一些人看来是积极的变化，但在另一些人看来则是消极的；在一些人看来是正面的变化，但在另一些人看来则是负面的；在一些人看来是进步的变化，在另一些人看来是退步的。

这并不难理解，对所有这些变化，每个人、每一个社会群体心目中的答案都是不同的，每个人、每一个社会群体大凡都会根据自身的生活经验来做判断。

那为什么会出现这种矛盾的局面呢？这里头的因素很复杂，有三个方面的因素是可以加以考虑的。第一，人们的主观目标、道德因素、价值观认同等不同，导致评价的不同，即平常所说的“人心坐标”。这些个体层面的因素很复杂，影响着人们对变化的评价。

第二，客观世界尤其是物质世界的发展，往往是不以人们的意志为转移的，或者说是客观规律，人们可以称之为“物质坐标”。在这个层面，很多发展即使人们不喜欢，甚至反对，也很难不发生。

例如，尽管经济发展必然对环境造成影响，也会导致社会贫富差异扩大，但除了极少数能够不去追求，多数人还是会去追求的。人们如果认同这个客观规律，评价会倾向于肯定；如果人们不能认同这个客观规律，评价就会倾向于否定。第三，更重要的是，在“人心坐标”和“物质坐标”之间还有一个“制度坐标”。

这是为了调节“人心坐标”和“物质坐标”。没有制度，人难以和物质世界共存。因此，不管任何社会，人们把制度看得很重。

从学术上看，“制度坐标”涉及两个层面的问题。第一个层面的问题是应然的，即，中国的制度应当通过怎样的变化而成为怎样的制度？第二个层面的问题是实然的，即，中国的制度实际上在发生怎样的变化、会变成什么样的制度？

用第一种方式回答问题的，可以称之为理想主义者，而用第二种方法回答问题的，可以称之为现

实主义者。但实际变化的结果往往是既不像理想主义者那样理想，也不像现实主义者那样现实，而是两者的混合。理想主义者对改变现实有影响，主观意图对改变客观环境的影响不可忽视，否则很难解释历史的进步。

同时，理想主义又受制于现实环境，使得理想不会像原先所设想的那样实现。这样的结果肯定不是皆大欢喜，既不符合理想主义，也不符合现实主义。中国过去 40 年的改革历程就是如此。

改革开放 40 年的混合体制

上世纪 80 年代初，改革刚刚开始不久，中国的理想主义者设定了两个改革开放的目标，即经济自由化和政治民主化。简单地说，当时的理想主义者的参照系就是发达西方国家，即市场经济加民主政治。40 年过去了，中国既没有维持现状，也没有变成西方。

无论是经济还是政治，中国成了混合体制。在经济上，官方也将此定义为混合经济，或者社会主义市场经济；在政治上，也是一种混合体制，既非西方所说的专制，也非西方所说的民主。

就经济制度来说，正在形成中的混合经济，不仅仅是多种所有制的混合体，更是传统与现代的混合体。西方把中国看成国家资本主义，实际上国家资本只是这种混合经济体的一部分，在很多方面甚至是不那么重要的一部分。中国从汉朝到今天几千年，可以说是“吾道一以贯之”，一直存在着这样一个混合经济体。

人们叫它为“资本主义”也好，或者叫它“市场”也好，至少有三个层面的市场，或者有三层资本。顶层的永远是国家资本，底层的是自由民间资本，还有中间层面，就是国家和民间互动的部分。

从汉朝开始就是这样，有些领域国家一定要垄断，占主导地位，但大量的空间要放给民间；中间的经济空间，像盐、铁那样的产业，对国家很重要，但即使对国家很重要的空间，也可以叫私人去做。到了近代，就产生官办、官督商办、商办等经济形态。由此可见，混合经济体其实是中国非常古老的一个经济实践，并不是现代的创新。

在中国那么长的历史中，只有四个时期走了极端，变成经济国家主义化，国家完全占了主导地位，市场几乎被管控甚至消灭，包括王莽改革、王安石改革、朱元璋时期、当代的毛泽东时期。在这四个时期，国家跟市场完全失衡。除了这四个时期，中国的国家和市场基本上都是相对平衡的。从历史经验看，中国今后还会是这三种资本、三层市场，往前发展。

这种制度有它的劣势，与西方市场经济比较，效率差一点，相比西方制度的优势是其能够预防大的经济危机。

西方资本主义，正如马克思所分析的，会爆发周期性的经济危机，比如 1930 年代的大萧条、1997/98 年亚洲金融危机、2007/08 年全球金融危机等。中国过去 40 年基本上没有经济危机，这跟政府的调控能力有关系，跟这个制度机制有关系。

中国国有企业具调节力

近代以来，西方经济主要有两个调整手段，一个是货币政策，另一个是财政政策。可是当利率趋于零的时候，货币政策就很难能发生作用。现在西方频繁搞量化宽松（QE），但这并非解决问题的有效方法。就西方的财政政策而言，当政府的财政赤字过大以后，财政政策就不管用了。中国除了财政和货币政策以外，还有国有企业这个经济部门可以调节。

随着全球化的持续，未来经济会越来越波动。可以预见，中国无论如何都不会放弃国有部门。不过，这三层资本之间，边界在哪里，每一个时代都在调整，每一个时代都在变化，以取得政府跟市场之间的平衡。

政治制度也是一种混合制度，这个制度的特点是：开放的一党制、以党领政、内部三权分工合作。一说政治制度，很多人心目中的标杆就是西方的三权分立，即立法、行政、司法三权之间的互相制衡，但很多人可能没有意识到，中国几千年的政治制度也有“内部三权的分工合作”——决策、执行、监察。这个制度在汉朝建立，一直到晚清都没有变化。

人们不能说这个制度没有生命力。当人们说中国文明几千年不中断时，就必须思考，哪些东西没有中断？王朝是中断的，皇帝来来去去，甚至中国的人种都有变化，中国的“汉”不是一个种族概念，而是一个文化概念。那中国哪些东西没有变化呢？就是这里所说的经济制度和政治体制从来没有变化，只发生了一些小的变动。

1980年代中国开始政治体制改革，当时还有点想往西方的方向发展，提倡党政分开。这也正常，因为近代以来很多人都希望往这个方向发展。孙中山搞了一个“五权宪法”，即在西方三权基础之上，加上中国传统的考试权和监察权。不过，孙中山基本上是个理论家，没有机会实践。

从台湾的实践看，中西方两个体制背后有不同的逻辑，要么西方的三权为主，要么中国的三权为主，两个体制加起来很难有效运作。台湾现在基本上是西方的三权机制，考试权基本上已经无用了，监察院还在，但基本上不起什么作用。

政治重走“党政分工”

今天的中国再次走上内部“三权分工合作”的道路。1980年代提倡“党政分开”，现在则提倡“党政分工”。“党政分开”的道路走到1980年代后期已经走不下去。党政分开，党的主管和政府的主管两个人之间如果有矛盾，就变成了党政两个机构之间的矛盾，会产生党和政府的分裂。

因此，1992年中共十四大开启了“三合一制度”，即党的总书记、国家主席、军委主席由一个人担任。这一制度其实是对“党政分开”的直接否定。江泽民和胡锦涛时期都是这个思路。

西方建立在多党制基础之上的政治制度，可以称为“外部多元主义”。在西方历史发展过程中，先有市民社会后有国家，存在不同的政治力量，一个国家可以有几个政治过程，最终的制度表述是多党制和“三权分立”。但中国不是。中国几千年来就是皇权，秦始皇以后一直是先有国家后有社会。

因为皇帝只能有一个，所以只能有一个政治过程。但怎么做才能让统治比较有效呢？那就是把一个政治过程分成三段，第一段是决策，第二段是执行，第三段是监察。

现在的“三权分工合作体制”有点类似传统体制。必须解释的就是传统皇权怎么演变成为现在的党权？怎么看这个“党”？中国共产党其实不是西方理解意义上的政党。从结构上说，党权就是组织化的皇权。以前的皇帝是个人，是家庭，现在的党是一个组织。

在这个转型中，西方有些概念提供了有效的工具，比如“民族主义”“主权”和“列宁主义的政党”。马克思主义的中国化，在制度层面正是表现在这个地方。

一个基于个体家庭之上的皇权，已经转成基于一个组织之上的党权。以前的皇权分成三个阶段，现在的“党权”也分成三个阶段——决策权、执行权和监察权。但人们不能说这是简单地对传统的回归，因为现在党是个集体，而以前皇帝是个人家庭。

这个制度一旦确立，不能低估其生命力。不过，中共十九大尽管正式确立了“内部三权体制”，但这个体制的有效运作还需要进一步的改革。比如决策权，以前主要掌握在皇帝和他的大臣、皇兄皇弟少数人手里，现在则不一样了。

执政党中央委员会、全国人大、政协、重要的社会团体（共青团）、各类智库等，都可以成为决策权的一部分。现在的问题就是，决策权怎么更民主化一点呢？以前不需要民主，但现在有了民主的

观念，民主就必须体现在制度层面。监察权对反腐败很重要，但监察权也不能滥用。

汉朝规定，不可以事无巨细地什么都监察，规定只有六个领域可以监察，否则执行权就没有办法行使了。现阶段的监察权就面临这个问题。

这种制度和西方的民主制度是矛盾的，但是和民主本身并不矛盾。不难观察到，中国的内部三权分工合作制度可以吸纳西方很多民主的要素，但不会成为西方的制度。

从历史经验看，“人心坐标”和“物质坐标”随着时代的变化而变化，但制度坐标的变化似乎更为恒定。不难理解，“制度”与“人心”和“物质”之间永远存在着张力和矛盾，人们对制度的评价和认同永远不会完全一致。

不过，正是这些张力和矛盾，构成了制度进步的动力。对执政者来说，所需要的就是维持制度与其他两者之间的平衡。

中国为何不与美国谈判产业政策

来源：新加坡联合早报网(2018-11-14)

作者：朱颖(上海师范大学商学院经济学教授)

中美贸易战以来，美国指责中国实施不公平贸易的做法聚焦于中国的产业政策，但中国政府不与美国谈判产业政策问题。

由此引发三个问题：第一，产业政策在中国经济中的地位；第二，产业政策在中美贸易战中的地位；第三，中国的产业政策是否可以转向竞争政策？

第一，产业政策是中国宏观经济政策的中心，是共产党领导经济的实现方式。党领导经济是通过政府的政策予以体现，中国宏观经济政策体系包括产业政策、财政政策、货币政策和区域政策，其中，产业政策是中心，比其他政策更直接影响经济。

中央财经领导委员会办公室原副主任杨伟民，曾任国家计委产业政策司司长，他在 1993 年撰文指出，产业政策的“实质是国家对经济生活和资源配置的干预”，并强调，中国产业政策是为了优先发展重点产业、扶植幼稚产业、限制过剩产业以及纠正市场失败。中国产业政策的首要目标是赶超发达国家。

1987 年中国正式引入产业政策，1988 年国家计划委员会专门成立了产业政策司，刘鹤、杨伟民是产业政策司的核心成员。当年坚持计划经济的人觉得产业政策可以作为掩护，最大限度地保存传统体制的血脉，所以接受了从日本传来的产业政策。产业政策对中国经济几十年发展起着重要的推动作用，使中国某些新兴产业走在世界前列，突出的例子是高铁。

由于政府借助掌握的生产要素直接配置资源，其消极作用是扭曲市场，产能过剩仅是扭曲市场的一个结果。中国产能过剩主要集中在钢铁、煤炭、水泥、电解铝、平板玻璃等行业。而产能过剩会引发国际贸易摩擦。

第二，产业政策是中美贸易战的焦点。特朗普政府一再指责中国实施不公平贸易，主要内容包括不遵守入世承诺、不遵守世界贸易组织规则、侵犯知识产权、强制性技术转移、大规模补贴国企。

这些内容都可以在以下中国产业政策的手段找到依据：税收减免优惠、直接财政补贴、技术改造和设备更新激励、研究开发补贴、特殊收费政策、产业组织政策、与贸易有关的投资措施、出口导向和进口替代补贴、定价转移类补贴。

美国政府一再要求中国政府进行“结构性改革”。结构性改革就是劳动力、资本、土地等生产要素配置的机制和效率的改变，这一改变就是改变产业政策，就是走市场化道路。特朗普发动贸易战要打掉中国政府强干预经济的手，要与中国在市场经济的平台上合作。如同美国副总统彭斯演讲所说的：“我们将继续要求与中国建立自由、公平和对等的经济关系。”

从中国政府看问题，美国政府剑指中国产业政策，是直接挑战共产党的领导地位。从底线思维出发，不拿原则做交易。今天中国经济强大的地位就是由许多庞大产业支撑的，比如高铁。高铁支撑了中国国力，也是中国影响世界的利器。产业政策就是中国发展经济的利器，中国经济做大的原因不全是市场经济的贡献。剥夺中国的产业政策就是在切割中国经济的命门。

中国是一个讲政治的国家，经济问题会上升到政治高度去认识。列宁有一句话，“政治与经济相比不能不占首位”，此话给中国大陆人留下很深的烙印。再以高铁为例，西方国家不理解，中国高铁亏损，为什么还要建。

中国会这样解释：高铁是国家高科技技术的象征，是国家的名片。通过高铁技术输出，中国树立了国际形象。更是因为高铁可以让亿万中国人出行方便，享受到国家崛起所带来的福利。这就是说，首先从政治上看问题，经济的

中国会这样解释：高铁是国家高科技技术的象征，是国家的名片。通过高铁技术输出，中国树立了国际形象。更是因为高铁可以让亿万中国人出行方便，享受到国家崛起所带来的福利。这就是说，首先从政治上看问题，经济的成本与收益是次要的。

第三，产业政策转向竞争政策是市场经济的取向。中美贸易战最终要通过谈判化解，中国政府会让步，但美国政府不可能得到全部所要的东西。11月1日，在与美国共和党国会议员会面时，中国总理李克强表达了美中各退一步的希望。11月2日，特朗普说：“我昨天和习近平通了电话，他们真的非常渴望达成协议。”11月6日，中国国家副主席王岐山在新加坡表示：中国愿与美磋商达成双方能接受的经贸方案。

现在关注的是产业政策上中国作何让步？都知道答案取决于中国政府深化改革的决心，但都不知道具体措施。从原则上看，党领导经济与产业政策有必然联系吗？答案：否。但只要转换理念，前景不一样，日本就是一个例子。

产业政策被视为日本二战后推动经济的重要手段，但也有不少研究认为，产业政策的作用被夸大了。有研究认为，汽车行业和电子制造业生产率提高最快，但接受日本政策投资银行资助最少；石油和煤炭行业最为落后，但接受日本政策投资银行贷款最多。

上世纪80年代，日本的产业政策脱离了对具体产业的支持，产业政策逐渐转变到竞争政策和创新政策。今年10月，中国大陆旅日人士徐静波有一场关于日本企业转型的演讲。他举了日本电气公司（NEC）抛弃电脑转而研发尖端半导体技术的例子，来说明“日本产业的革命并不是政府引导的，而是企业的一种自我革命，是一种自我创新”。

中美贸易战成为中国走市场化道路的倒逼机制，道路自信的中国不会路径依赖，深化改革应该有信心。

货币社融增长低于预期需避免增长失速

来源：财新网(2018-11-14)

作者：梁红(中金公司研究部负责人、首席经济学家、董事总经理)

10 月 M2 同比增速从 9 月的 8.3% 放缓至 8.0%，明显低于市场预期的 8.4%。经季节性调整后，10 月 M2 月环比（非年化）增速从 9 月的 0.9% 下降至 0.6%。10 月财政存款上升 5,819 亿元，低于去年 10 月的升幅 1.05 万亿元，提振 M2 增速约 0.3 个百分点。部分受益于去年同期的高基数，10 月财政存款同比增速从 9 月的 19.5% 下降至 7.0%。同时，10 月 M1 同比增速从 9 月的 4.0% 下降至 2.7%，而季调月环比增速从 9 月的 0.3% 降至 -0.1%。

10 月新增人民币贷款为 6,970 亿元，低于市场预期的 9,000 亿元。虽然政策试图引导资金流向实体经济，但中长期贷款份额同比仍明显下降，表明企业盈利快速恶化持续拖累贷款需求。值得注意的是，今年 10 月基本没有进行地方债置换，而去年 10 月置换地方债 2,879 亿元——这意味着新增企业贷款的降幅要甚于表观数据。具体看，10 月新增非金融企业及机关团体中长期贷款为 1,429 亿元，明显低于去年同期的 2,366 亿元。同时，10 月新增住户部门中长期贷款为 3,730 亿元。另一方面，10 月新增短期贷款及票据融资为 1,837 亿元，高于去年 10 月的 300 亿元。

10 月官报新增社融为 7,288 亿元，明显低于市场预期的 1.3 万亿元以及去年 10 月的 1.2 万亿元。从社融分项来看，10 月信托贷款、委托贷款与银行未贴现承兑汇票等“非标”资产新增融资同比继续大幅下降——10 月三项“非标”信贷资产合计余额减少 2,675 亿元，而去年 10 月三者合计余额净增 1,075 亿元。此外，10 月地方政府专项债发行量也因额度减少而从 9 月的 7,389 亿元明显下降至 868 亿元。此外，10 月企业债净融资小幅回升至 1,381 亿元，但仍低于去年 10 月的净发行量 1,482 亿元。

虽然监管部门明确表示要“稳增长、稳预期”，但 10 月金融条件再次明显收紧。具体看：

10 月调整后的社融同比增速从 9 月的 11.2% 明显下降至 10.7%（调整后的社融 = 社融 - 地方政府专项债 + 政府债券）：季节性调整后，10 月调整后的社融月环比年化增速从 9 月 10.0% 进一步放缓至 9.5%，低于“中性”政策所需的 12% 的年化水平。

估计 10 月“准 M2”同比增速也有所下降。面对外汇流出压力，10 月央行外汇占款规模可能继续下降。即便假设央行外汇占款规模环比不变，我们估计 10 月“准 M2”同比增速可能会从 9 月的 9.8% 小幅下降至 9.7%。

另一方面，10 月货币市场利率小幅回落：10 月银行间同业拆借和质押式债券回购月加权平均利率分别下降 17、21 个基点至 2.42%、2.39%。

货币信贷数据萎靡不振凸显了疏通货币政策传导机制、提振信贷周期的紧迫性，尤其是考虑到总需求增长可能面临进一步的下行压力。M1 增速下滑至接近 0 的位置显示企业现金流和地产需求持续恶化，这与贷款需求进一步走弱相呼应。在没有实际意义上宽松的财政政策来为企业盈利“输血”、以及监管政策适当调整来配合的情况下，仅仅通过流动性放松来稳需求无异于“缘木求鱼”。同时，货币条件持续收紧、实际有效资金成本抬升以及经济增速放缓已经触发市场的通缩预期。往前看，外需、地产交易和投资以及制造业产能周期都面临进一步的下行压力。考虑到经济基本面迅速恶化，亟需更及时、果断的逆周期调节政策出台，以避免增长“失速”后再进行痛苦的政策调整——鉴于资产价格和投资周期的“自加速”特性，政策调整宜早不宜迟，可谓“失之毫厘、谬以千里”。

高层喊话：稳经济关键在于稳民企

来源：FT 中文网(2018-10-23)

作者：徐瑾(FT 中文网专栏作家、经济人读书会创始人)

近期经济条线的“四大天王”(即中国国务院副总理刘鹤、央行行长易纲、证监会主席刘士余、银保监会主席郭树清)陆续发言,10 日周六更是紧急召开“国务院金融稳定发展委员会专题会议”,释放利好消息。10 月 22 日,股市实现了反弹,上证综指上涨 4.09%,深证成指上涨 4.89%,沪深 300 上涨 4.32%。股市几乎创下近年最大单日上涨,夜间央行等机构更是密集发布消息。

股市是信心晴雨表

这一次,股市成为政策着眼重心。这多少有些出乎股民意料之外。股市真的这么重要吗?

股市总被认为是实体经济的晴雨表,但更准确地说,股市更代表市场对未来的预期。10 月 20 日,华夏新供给经济学研究院宏观经济形势分析会在上海举行,我主持了其中的圆桌环节,与来自业界学界企业界人士讨论宏观形势。会议中,一个普遍疑问在于,虽然三季度数据较低,但前三季度经济增速高达 6.7%,全年超过 6.5%没有问题,那为什么不少专家还是对未来感到担心?答案可能也很简单,一言以蔽之,信心不足。

老话说信心比黄金宝贵,现实中的人并不是冰冷的机器人,而是具有凯恩斯所谓“动物精神”的芸芸众生,如果没有信心的话,企业会降低投资、居民会降低消费,目前短暂的经济疲弱就有可能演变成长期的通缩事态。2018 年以来,比起任何经济指标,股市最为真切地反映了目前对经济前景缺乏信心的情况。

也正因此,高层喊话,聚焦于股市,其实也为了信心。一般来说,市场状况好的时候,政策新闻都是周五收市发布,本次则在周末召开紧急会议,提振市场的意图非常明显。

回看 2015 年的股灾,当时场外配资广泛存在,多杀多恶性循环之下,股市跌入深渊。个体层面,不少中产家庭财富湮灭,造就一批软阶层;宏观层面,股灾之后内需乏力,2015、2016 年经济连续下行,迫使决策层连续寄出去产能、去库存、去杠杆政策,代价可谓高昂。这一次,仓位配资不再是焦点问题,但股权质押却成为新威胁。过去数年民企融资条件恶化,股权质押成为不少企业家求助的融资方式,市场动荡之下,高达 2.9 万亿元的股权质押接近或者到达清盘线,一旦强行清盘卖出,不仅股市面临血洗,实体经济与金融安全都面临重大冲击。

如此,这就难怪周末召开稳定会议的急迫了。这次专题会议由刘鹤主持,人民银行、银保监会、证监会、外汇局、发展改革委、财政部也参加。这样级别的会议,可见重视程度。

究其本质,仍旧是民企窘况毕露。前段时间,拥有“无限”资金的国资成为许多民企的“白衣骑士”,部分民企被收编,引发不少讨论。18 日股市周四大跌之后,次日我在《徐瑾经济人》发布“2500 点,市场到底在担心什么?”专栏,强调市场担心的实质是民企的萎靡,中国经济破解僵局必须依靠企业家。同一时间,利好民企的声音密集发声,刘鹤强调民营经济对整个经济的贡献与稳定意义,“在整个经济体系中具有重要地位,贡献了 50%以上的税收,60%以上的 GDP,70%以上的技术创新,80%以上的城镇劳动就业,90%以上的新增就业和企业数量”,要“毫不动摇地鼓励、支持、引导非公有制经济发展”。

更加重要的是,中共总书记习近平随后以“回信”形式表态,指出改革开放 40 年来,民营企业成为推动经济社会发展的重要力量,“民营经济的历史贡献不可磨灭,民营经济的地位作用不容置疑,

任何否定、弱化民营经济的言论和做法都是错误的”。这可以说是对前段时间某些否定民营经济的言论的批驳，对民企可谓最新政治“加持”。

高层不约而同的喊话，也表示对于经济问题有了共识，认识到提振经济核心还是在于民企，没有民企的健康发展，没有企业家的信心，中国经济难以破局。

执行是关键

不过政策风向之后，如何落实是也是一个关键。

金融稳定委专题会议表示“稳中求进”的基调之后，指出在内外因素的共同作用下，历史上积累的一些风险和矛盾正在水落石出。这意味着，无论外部的贸易战还是内部的经济放缓，在决策层已经有更多认识，态度更加务实。

会议新意之一，在于提出“在实施稳健中性货币政策、增强微观主体活力和发挥好资本市场功能三者”形成三角形支撑框架，这一表述应该是首次公开。稳健中性货币政策是老话，新意则在于，会议认识到没有微观主体活力的增强、资本市场功能的发挥，单单依靠货币政策只能赢来时间，不能带来解决。而增强微观主体活力，重点是解决民企经营环境恶化的问题，尤其是改革体制性约束，让民企有机会得到更多的金融资源。这方面会议提出了可望落到实处的 8 条新举措，等待后续跟进政策。会议也强调了资本市场枢纽功能，构成三角形支撑框架的一角。

这次高层也强调深化供给侧结构性改革。这一概念最早与来自民间的新供给经济学呼声有关，2015 年高层采纳之后，成为中国宏观经济中热门词，这一定程度上反映了市场独立研究和自发思潮的价值。当然，供给侧改革政策也面临执行中的问题，尤其在个别行业中，供给侧改革变为单纯供给侧管控，比如资源上游行业的去杠杆出现了一些粗暴行为，反而导致了民企出局的意外结果。

在 2015 年，供给侧大热之际，我在专栏即提到，中国经济从强调需求端走向供给端，这是一个进步。但中国的问题不仅仅在于经济下滑，更在于此前的过多投资带来过剩产能以及债务积累情况，这是与里根时期的美国情况并不相同。因此虽然都是关注供给端，但要解决的问题却并不雷同。“如此趋势之下，提速经济恢复增长并不是第一要务，整顿以往经济弊端才能使得经济真正盘活，否则在海外经济低迷人民币外流趋势之下，中国经济或有金融震荡的风险。”

同样地，这次会议提出的新思路，落地中能否产生好效果，才是真正的关键。

政令的落实一直是老大难的问题，甚至好的立意也会导致不同的结果，“纠偏”一直是重要的改进方式。除了从上到下传达之外，平行的舆论监督以及从下到上的监督结合起来，才能做到全面的推进。有意思的是，上周我刚好在 FT《徐瑾经济人》更新专栏，提到民企也与随后高层意见一致，但当天我的公号《徐瑾经济人》(ID:econhomo)就被禁言一周，而该公号当天没有发布任何消息。这自然是一件小事，却免不了使人浮想。

新闻快讯

凸显中美贸易战加剧 APEC 峰会无联合声明

来源：新加坡联合早报(2018-11-19)

作者：新加坡联合早报记者

凸显中美贸易战加剧，APEC 峰会无联合声明

轮值主席国巴布亚新几内亚总理奥尼尔昨天下午在国际媒体中心接受记者访问时坦言，此次峰会无法达成共识的经济体包括美国和中国，因此仅会发布主席声明。

亚太经济合作组织（APEC）领导人 20 多年来首次没有在峰会结束后发表联合声明，仅由轮值主席巴布亚新几内亚发布主席声明，这凸显中美贸易战引发的对立氛围加剧。

在巴布亚新几内亚（简称巴新）首都莫尔兹比港（Port Moresby）举行的两天 APEC 峰会昨天落幕。一如所料，中美之间的纠纷是峰会的焦点，中国和美国领导人前天还就贸易与投资等问题激烈交锋。

巴新总理奥尼尔昨天下午在国际媒体中心接受记者访问时坦言，此次峰会无法达成共识的经济体包括“房间里的两个巨人”——美国和中国。

他说：“一般而言，APEC 成员必须达成共识，如果大家无法达成共识，我们将发布主席声明。这是 APEC 程序。”

奥尼尔指出，一个主要争议点是联合声明是否应该提及世界贸易组织和其相关改革。

中国外交部国际经济司司长王小龙在中方记者会上说，众领导人同意，与其依照传统做法发布领导人联合声明，他们决定由巴新作为 APEC 主席，代表所有成员发表主席声明。

加拿大总理特鲁多也告诉记者，APEC 成员之间“谈判困难”。

1989 年成立的 APEC 有 21 个成员，自 1993 年来 APEC 领导人都在峰会结束后发表联合声明，阐明 APEC 的关注重点和承诺采取的举措。

新加坡总理李显龙：中美贸易战持续后果难料

新加坡总理李显龙在峰会结束后接受随行的新加坡记者访问时说，冰冻三尺非一日之寒，中美之间的贸易摩擦预料短期内难以妥善解决。若贸易战持续，会给新加坡乃至全球带来远超经济层面的巨大破坏。

他说：“我们必须观察局势的演变，同时确保在新加坡国内，人民保持团结一致，随时准备应对任何变化。”

问及中美贸易争端为何迟迟无法取得解决方案时，新加坡总理李显龙指出两个国家都有各自的基本考量，考虑范围不仅是经济和贸易，还包括国内政治因素和压力等情况。更有甚者，两国关系如今更趋复杂化，导致彼此陷入“我为什么要做出任何让步”的胶着局面。

新加坡总理李显龙说，如果中美把彼此的矛盾视为必须解决的具体贸易问题而不是两国根本分歧的外在呈现，他相信双方贸易谈判官员或经济部长可处理这些问题。

若贸易战持续下去，新加坡总理李显龙提醒，这不仅对涉及的中美两国，还会对全球带来不可估计的严重影响，而且影响范围不单是经济层面，更涉及到政治、安全和全球局势等广泛层面。

他引述国际货币基金组织总裁拉加德在会议上的讲话指出，贸易战预计导致全球国内生产总值萎缩

0.8%，影响显著。

要解决贸易纠纷，新加坡总理李显龙认为中美双方需建立互信，释出诚意，并互相妥协，共同为问题找出切实可行的解决方案。“他们能做到吗？这是一个鸡与蛋的问题。双方首先须要建立信任，一旦有了信任，彼此信任程度就会相应提高。”

新加坡总理李显龙本月底将出席在阿根廷首都布宜诺斯艾利斯举行的二十国集团（G20）领导人会议。他与各界一样，都会关注美国总统特朗普和中国国家主席习近平在会上的会晤，能否在贸易谈判上有所进展。

尽管外界不看好两人会面结果，但新加坡总理李显龙认为两人的会面仍可能就像美国总统特朗普和朝鲜最高领导人金正恩今年中于新加坡举行的“特金会”般，开启首个具建设性的发展方向。

鲍威尔：美国财政政策不可持续，全球经济放缓令人担忧，贸易问题影响不大

来源：华尔街见闻网(2018-11-15)

作者：黄黛玉

美国东部时间 11 月 14 日下午 18 点（北京时间 15 日早 7 点），美联储主席鲍威尔在达拉斯联储会议上发表讲话，分别谈论了美国的经济现状、财政政策，以及全球经济放缓的迹象等。

鲍威尔称，对美国经济现状感到满意，通胀处于美联储 2% 的通胀目标。但目前面临的挑战包括如何进一步加息，以及加息速度。

在上周，美联储维持 2%-2.25% 的联邦基金目标利率区间不变。联储声明也重申未来循序渐进加息及前一次会议对利率行动的预期：

联储货币政策委员会（FOMC）预计，联邦基金利率目标区间进一步循序渐进上升将与经济活动的持续扩张、强劲的劳动力市场环境和通胀中期内接近 FOMC 2% 的对称目标相一致。经济前景面临的风险表现得大致均衡。

鲍威尔在今日的讲话也提到，美联储正严肃看待加息速度过快或过慢这两大风险，以便渐进式加息。

而特朗普近期持续不断对美联储的加息举措发出指责。鲍威尔认为，政策讨论中出现争议与分歧都是很正常的，独立性能帮助美联储更好地为公众服务。

对于美国楼市近期发出了一系列放缓信号，鲍威尔表示，现在有很多因素对楼市造成影响，包括劳动力稀缺和利率。不过他强调，楼市是美联储目前密切关注的一个领域。

值得注意的是，鲍威尔也提到了全球经济存在放缓迹象令人担忧。但他称目前美联储并不认为贸易问题的影响很大，不过美国上调关税的结果是通胀更高，经济增速略有下降。

此外，鲍威尔还表示，减税与增加支出带来的刺激从明年开始会逐步消退，美联储观察到处于就业市场边缘的人在不断进场。

财新数据中国 10 月进出口增速双双反弹

来源：财新网(2018-11-08)

作者：财新网记者



据财新数据，按美元计价，10月份，我国进出口总值4005.5亿美元，增长18.2%。其中，出口2172.8亿美元，增长15.6%，前值14.5%；进口1832.7亿美元，增长21.4%，前值14.3%；贸易顺差340.1亿美元，较9月收窄7.8%。

金稳会：三方面支撑经济良性循环

来源：新加坡联合早报(2018-10-22)

作者：新加坡联合早报记者

中国副总理、金稳会主任刘鹤前天主持召开防范化解金融风险专题会议，会议要求发挥好资本市场枢纽功能，也要求坚持市场化取向，加快完善资本市场基本制度，并要深入研究有利于资本市场长期健康

中国副总理、金稳会主任刘鹤前天主持召开防范化解金融风险专题会议，会议要求发挥好资本市场枢纽功能，也要求坚持市场化取向，加快完善资本市场基本制度，并要深入研究有利于资本市场长期健康发展的重大改革举措。

（北京综合讯）面对中国经济加大的下行压力，中国最高金融监管机构——国务院金融稳定发展委员会（金稳会）要求，在实施稳健中性货币政策、增强微观主体活力和发挥好资本市场功能三者之间，形成三角形支撑框架，促进国民经济整体良性循环。

据中国政府网昨天发布的消息，中国副总理、金稳会主任刘鹤前天（20日）主持召开了防范化解金融风险专题会议。会议要求发挥好资本市场枢纽功能，资本市场关联度高，对市场预期影响大，资本市场对稳经济、稳金融、稳预期发挥着关键作用。会议也要求坚持市场化取向，加快完善资本市场基本制度。

会议也说：“前期已经研究确定的政策要尽快推出，要深入研究有利于资本市场长期健康发展的重大改革举措，成熟一项，推出一项。”

人民银行、银保监会、证监会、外汇局、发展改革委，以及财政部等相关部门代表出席了前天的会议。

中国官方上周五发布的数据显示，中国第三季国内生产总值（GDP）同比增长6.5%，增速回落到近10年的新低，让中国的经济决策者面临棘手任务。中国总理李克强前日在第12届亚欧首脑会议发言时坦言，中国经济的基本面虽然健康，但受外部环境明显变化等影响，也面临一些困难和挑战。

路透社引述分析人士指出，中国经济虽不至于出现断崖式下跌，但第四季增速料持续放缓，明年下行压力会更加凸显，稳增长政策出台有望加速。

人民币汇率将保持稳定

中泰证券首席经济学家李迅雷认为，中国经济现在仍维持中高速增长，增速下行并不是坏事，是自然的过程。最核心的问题在于，在增速下行中，能否实现经济的成功转型，比如产业是否升级、居民收入是否维持增长、债务率是否能稳住等。

在货币政策方面，李克强前天还指出，中国将坚持市场化的汇率改革方向，不会搞竞争性贬值，人民币汇率完全能够在合理均衡水平上保持基本稳定。

根据金稳会评估，市场流动性总体上合理充裕，人民币汇率弹性增强并保持基本稳定，结构性去杠杆稳步推进，部分机构前期盲目扩张行为明显收敛。

金稳会为此要求积极实施稳健中性的货币政策，增强微观主体活力，特别要聚焦解决中小微企业和民营企业融资难题，实施好民企债券融资支持计划。

刘鹤及“一行两会”领导人上周五（19日）也罕见地一同发声，并宣布一系列“输血”措施，以提振投资者预期和市场信心。金稳会强调，本月19日对外宣布的稳定市场、完善市场基本制度、鼓励长期资金入市、促进国企改革和民企发展、扩大开放等五方面政策，要快速扎实地落实到位。

易纲：“三支箭”解决民企融资难 防止“运动式”政策

来源：财新网（2018-11-07）

作者：彭骏骏

今年以来，民营企业逐渐暴露的融资问题是监管至市场关注的重点。人民银行行长易纲指出，解决民企融资问题，要各级监管部门“几家抬”相互配合，保证商业可持续性，央行将在监管方面出台

政策引导银行支持民企信贷，扩大民企债券融资支持工具试点，并研究设立民营企业股权融资支持工具，用“真金白银”来支持民企融资。

“在目前的经济形势下，民营企业融资难的问题尤其突出，主要是因为金融机构的风险承担能力下降，不愿意承担风险。这种形势下最先伤及的就是民营企业。民营企业融资难是在信贷、发债、股权融资这三个方面都很困难，这三个渠道是融资的主渠道。”易纲在11月6日接受多家官方媒体采访时表示。

他同时坦言，前期一些政策制定考虑不周、缺乏协调、执行偏离，强监管政策效应叠加，导致导致了一定的信用紧缩，加大了民营企业融资困难。易纲表示，近期央行会同相关部门出台的一系列支持民营和小微企业融资的政策措施，会把握好结构性去杠杆和强监管、稳增长的平衡性。

“今后，在制定政策过程中，人民银行将注重实地调研，充分听取民营企业和金融机构的意见；对需稳妥实施的政策，采取先试点再推广的方式；对于长远的规范措施，设置合理的过渡期，避免‘一刀切’，便于企业适应调整。”易纲称。

易纲表示，为解决民企融资难的问题，央行主要通过再贷款支持民企信贷，推出民企债券融资支持工具支持民企发债，以及研究设立民营企业股权融资支持工具这“三支箭”。

易纲的“第一支箭”是针对民营企业的再贷款和再贴现。央行今年以来增加了3000亿元的再贷款、再贴现额度，基本上都是针对小微企业和民营企业。易纲称：“凡是中小银行有客户、还能贷出去，只是因为存款不够或是存贷比太高，缺乏资金导致贷不出去的，央行都以再贷款、再贴现的形式支持这些银行。这点还会继续做。”

易纲续指，央行今年增加的3000亿元再贷款、再贴现额度，其实是政策的引子，是“四两拨千斤”的引导。要使得再贷款资金真正传导到企业端，要依靠各类银行金融机构。“同时，在监管方面也会出台相应的政策。”他同时赞许对1000万元以下的小微企业贷款免征增值税的政策，“这些政策都是非常好的，但是我们一定要落实到位。”

“第二支箭”是推出了民营企业债券融资支持工具。易纲介绍，债券融资工具相当于给民企发债买了个保险，“民营企业违约了以后商业银行不愿意承担这个风险。我们推出这个支持工具，就是一个保险，如果民营企业的债发生违约，有人赔你债券的本息，你放心买就是了。”

央行在10月22日发布公告称，设立民营企业债权融资支持工具。初期，央行运用再贷款提供100亿元初始资金，由专业机构进行市场化运作，重点支持暂时遇到困难，但有市场、有前景、技术有竞争力的民营企业债券融资。央行副行长、国家外汇管理局局长潘功胜此前预计，初期会形成1600亿元规模的市场，央行会根据情况决定是否进一步扩大规模。（详见《财新周刊》2018年第42期“央行增信民企债”）

初期试点浙江荣盛、红狮集团、宁波富邦等三家民营企业，通过民企债券融资支持工具募集资金19亿元。易纲称，三只债券认购倍数均超过2倍，远高于今年以来民企发行债券1.24倍的平均认购倍数，而且发行利率均低于发行人今年已发行的同期品种平均票面利率，有的较发行人今年发行的同期品种平均利率低44个BP，信用风险缓释凭证费率为0.4%至1.6%之间，说明试点取得了积极成效。

“这个保险是由投资者付费的，没有加重民营企业的负担。这样就解决了债券发行不流标、有足够的认购倍数的问题。只要民营企业的债能发出去，现金流就来了，银行也不催他还款了，股市也可以稍微稳定一点。”易纲表示。

他透露，下一步央行将进一步扩大民企债券融资支持工具试点，目前已有 30 家民企在准备债务融资工具的发行工作。此外央行正与证监会合作制定支持民营企业公司债券的具体方案。

“第三支箭”是研究设立民营企业股权融资支持工具。易刚表示，为稳定和促进民营企业股权融资，央行正在推动由符合规定的私募基金管理人、证券公司、商业银行金融资产投资公司等机构，发起设立民营企业股权融资支持工具，由人民银行提供初始引导资金，带动金融机构、社会资本共同参与，按照市场化、法治化原则，为出现资金困难的民营企业提供阶段性的股权融资支持。

在此之前，一行两会及各地方已经开始有所行动，采取一系列措施缓解企业债务危机：除了增加再贷款、增信民企信用债外，年内央行已经累计四次定向降准释放流动性；银保监会大举考核指挥棒，要求银行积极向民企、小微企业放贷；证监会要求不强制平仓质押股权等。

政策频频，是否真的显著改善银行信用投放？目前来看，传导效果还有待显现。除了监管部门发力外，有银行业人士也指出，多年来银行以规模扩张为导向，习惯了“垒大户”的简单放贷模式，尚未形成真正的市场风险定价体系，这也是造成目前民企融资难的间接原因之一。同时，融资难和融资贵的双向诉求也存在自相矛盾之处，也让商业机构有些无所适从，关键还是要求金融机构能够建立有效的风险定价能力，而政策面也要让这种定价机制真正发挥作用。

此外，部分民企的融资难，是高杠杆下的融资难，这部分企业缺乏必要的自有的资本金，长期以来高风险运作，是否还值得“救”？浙商银行原行长刘晓春曾撰文指出大型民企融资难是“伪融资难”，这种融资难产生于高杠杆下，是融资过分容易后的债务压力的表现，“质押股票的爆仓、债券的连锁违约等，都是这种‘伪融资难’。”银保监会副主席王兆星也公开表示，一些民营企业在过去一段时间大规模地高杠杆借债扩张和收购，导致了对资金的过度饥渴，导致负债率高攀。（详见《财新周刊》2018 年第 43 期“创造信用难在哪里？”）

在此次采访中，易纲强调了对民企融资的商业可持续性。“我们说的‘几家抬’就是财政、人民银行、监管部门要帮助商业银行和金融机构降低成本，使得商业银行和金融机构有积极性给小微企业贷款。如果在商业上不可持续，放出去就是坏账，收不回来，你今天让他贷款，明天他也不贷了。所以我们的政策一定要注意商业可持续，要让金融机构和商业银行有长期持续的给小微企业、民营企业贷款的积极性。”

易纲最后指出，央行将加强与各部门的沟通与协调，要防止“运动式”收紧，也要防止“运动式”放松；坚持市场化、法治化原则，防止行政干预和道德风险；注重加强市场沟通和政策解读，及时回应市场关切，使市场主体形成稳定预期；抓好已出台政策的贯彻落实，让民营企业有实实在在的获得感。