

2020 年第 8 期总第 40 期

财经参考

上海对外经贸大学图书馆主办



财经参考

2020 年第 8 期·总第 40 期

国际财经

RCEP，经济全球化的新纪元.....	1
2021 年：美元怎么走？	2
美国对中概股企业“查账”背后——从“东南融通”造假案谈起.....	4
拓展通货膨胀的概念与度量.....	10

国内财经

2021 中国经济展望（一）：发展势能与韧性.....	16
从长租公寓“爆雷”看场景金融有哪些“坑”	19
蛋壳暴雷：经济凛冬将至的隐喻.....	21
实现我国“十四五”及至 2035 年战略目标金融改革和发展的重点.....	23
建设现代中央银行制度.....	26

新闻快讯

52.1%! 11 月制造业 PMI 创 38 月新高.....	29
港媒关注：中国扩大投资海外资产试点规模.....	30
美媒：美国忧虑经济或将滑向双底衰退.....	31
建立常态化退市机制推动长期资金入市.....	32

财经参考

国际财经

RCEP，经济全球化的新纪元

来源：日经中文网(2020-11-18)

作者：柯隆(东京财团政策研究所首席研究员、静冈县立大学特聘教授、富士通综合研究所经济研究中心客座研究员)

日经中文网特约撰稿人 柯隆：一般来说无论是多边的还是双边的自由贸易协定要看参加国的产业结构，其产业结构呈互补性，则比较容易达成共识签署协定；否则产业结构呈竞争性，则各自打小算盘，有些产业和市场要保护，很难达成协定。亚洲地区的产业结构一直呈垂直分工，我们考察其产业链不难发现高端产业源于日本和韩国，中国和东南亚则处于中低端，按理说签署一个区域自由贸易协定对大家都是有好处的。但长期以来东亚地区没有一个覆盖全区域的自贸协定。

日本不愿意开放农产品市场，韩国不愿意开放汽车和家电市场，中国不愿意开放金融等服务业市场。不过尽管如此在过去的 30 多年里，东亚经济随着跨国企业的直接投资渐渐深化了区域内经济合作，形成了较完整的区域内产业链和价值链，其核心是中国。

毋庸置疑，该地区没有实现区域内真正的经济合作框架的另一个主要因素就是美国的重回亚洲战略。奥巴马时期，希拉里国务卿明确提出重回亚洲战略，也就是说美国要干预亚洲事务，特别是美国积极地构建跨太平洋经济合作伙伴关系的协定（TPP），TPP 设定了很高的门槛，比如有关国有企业的规定，结果中国很难加入 TPP。

然而，特朗普当政以后，意外地宣布美国退出 TPP，虽然那以后，剩下的 11 国勉强签署了有关的协议，但毕竟其经济规模太小，起不了什么作用。特朗普总统至始至终都反对多边全球化合作，凭借美国的实力双边谈判一定对美国有利。所以有些国际政治学者甚至提出全球化浪潮已过，今后的世界主流是保护主义。

对经济全球化提出异议不是没有道理的，二战以后建立起来的一整套国际组织和机构已经无法应对日趋复杂的国际形势，比如恐怖主义，还有生态环境问题。国际社会的一系列规则已经不起作用。每年召开的联大会议成了一些政治领袖上演政治秀的舞台，而不是讨论解决问题的国际组织。全球化需要重建一套行之有效的国际组织和规则。

在这种情况下，美国总统大选出现了裂痕和政治上的真空。特朗普总统输了但不服输，拜登胜选了但无法进入交接程序。这对于亚洲国家来说无疑是一个很好的机遇来讨论 RCEP 并达成协议。

其实，亚洲构建一个区域性经济合作机制与美欧没有冲突，北美有北美自由贸易协定，欧洲有欧盟，长期以来亚洲没有一个覆盖整个区域的合作机制本身就很奇怪。回顾一下，1997 年亚洲遭受了货币危机。当年有学者总结说亚洲经济过分依赖对美国的出口造成亚洲货币危机影响深重。这种说法不完全对，但有一定的道理。问题是亚洲为什么没有更早地达成一个合作协议？问题是亚洲主要国家，

也就是中日韩总是处于同床异梦的状态，互不信任。

东北亚区域的形势太过复杂，历史问题无法解决，价值观的差别，领土纠纷，经济利益对立，国民感情相左，这一切都像横在这三国中间不可逾越的鸿沟。俗话说退一步海阔天空，但政治领袖不得不考虑其国内的民意，谁都不愿意戴一个卖国的帽子而臭名昭著。用邓小平的话说就是缺乏政治智慧。

但是，国际社会正处在一个分水岭，继续维护全球化，还是迈向保护主义，何去何从这是一个问题！继续走全球化的路需要世界主要国家适当地让步和妥协。迈向保护主义结果也是十分明朗的，进入死胡同。在这样一个重要关头，亚洲终于迈出了具有历史意义的一步。当然，RCEP 距离具体生效还有一段路程，特别是民主国家需要本国的国会批准方可生效。这样一个具有划时代意义的合作框架需要每个国家用具体行动来维护！

2021 年：美元怎么走？

来源：FT 中文网(2020-12-01)

作者：周茂华(中国光大银行金融市场部宏观分析师)

2020 年美元指数走出“过山车”行情，整体呈现先扬后抑走势，大致分为三个阶段：

第一阶段：恐慌情绪推升美元指数。由于新冠疫情超预期大流行，引发市场对经济陷入危机担忧，美股遭遇恐慌抛售，3 月份美股 10 天四次熔断，创百年历史记录；恐慌情绪蔓延，市场资金纷纷涌入流动性好的美元避险，一度将美元指数推升至 103，创出近三年新高。

第二阶段：美元受多重打击走弱。一是美国推出空前货币财政政策，为避免美股崩盘及应对疫情冲击，美联储短期内推出“开放式”量宽政策，为市场提供无限量成本接近“0”的美元资金，白宫先后出台接近 3 万亿美元纾困政策，市场流动性担忧缓解，投资者恐慌情绪逐步减弱。二是美国重启经济，5 月以来，美国逐步重启经济，加之纾困政策效果释放，经济复苏资金风险偏好有所升温，推动美股持续走高，尤其科技股一骑绝尘。三是拜登胜选降低美国经济政策前景的不确定性。

第三阶段：美元弱势震荡。自古“鱼和熊掌难兼得”，由于美国经济过早解封，疫情反扑，市场波动加剧及美国大选与地缘局势不确定性支持美元，但疫苗研发取得进展，全球经济保持弱复苏态势，市场对美联储 2023 年维持接近零利率，截至 11 月 25 日，美国联邦政府债务总额激增至 27.29 万亿美元，绝对量占世界之最，占 GDP 比重达到创记录的 128.19%，美国不断攀升的债务也被市场认为是削弱美国信用，看空美元长期表现的重要因素，这些因素制约美元多头。

可以看出，2020 年由于新冠疫情所引发的市场避险需求主导了美元走势；但值得关注的是，今年美元指数先后经历了史上最严重的经济衰退、最宽松的货币财政政策和最快公共债务积累重压，美元指数在 91、92 附近却遭遇很强阻力，其主要原因是：

一方面，欧洲疫情恶化拖累经济放缓。欧洲同样因为过早解封经济，导致感染病例数暴增，德法等多个经济体先后重启封锁措施，服务业面临二次探底，11 月欧元区综合 PMI 指数再度放缓至 45%，预示四季度欧元区经济复苏失去动能，欧洲央行此前暗示 12 月再度加码宽松政策，英国前景存在不确定性，欧元与英镑缺乏趋势大幅走强基础。

另一方面，美国经济解封与纾困政策继续支持美国经济处于弱复苏轨道，近几个月美国就业、零售仍在缓慢改善中；叠加疫苗研发不断取得进展，引发投资者对经济复苏前景乐观。目前市场的流动

性已经足够宽松，左右美国经济复苏曲线的关键在于疫情是否能得到有效控制，美联储政策效果与空间均十分有限。

另外，尽管美国大选不确定性降低，但全球疫情防控与经济复苏前景依然严峻，潜在不确定性因素也是一定程度对美元构成支撑。

2021年美元怎么走

2021年避险情绪主导的美元指数将逐步回归基本面走势，从目前全球疫苗研发、美国大选、各主要经济体经济与政策面差异等角度看，2021年美元面临的环境相对“友好”。

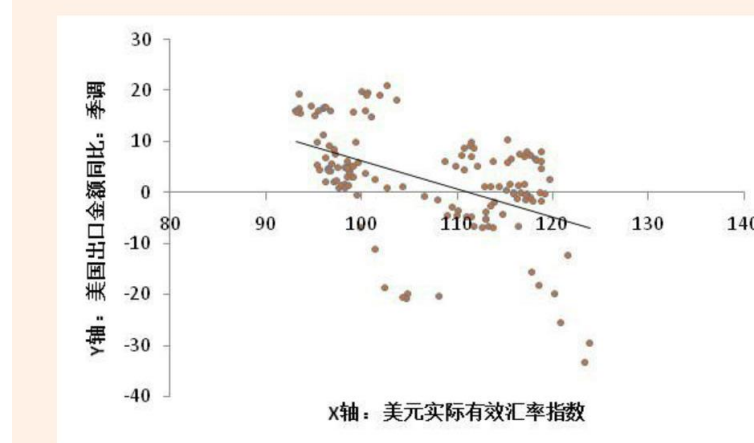
首先，弱势美元无益于美国经济。与欧洲、日本经济模式不同的是，美国经济主要依靠内需驱动，经济中约7成贡献来自消费支出；美国服务业对就业贡献超过九成，制造业等部门创造岗位总和仅是服务业的零头。由于新冠疫情与经济封锁，美国3、4月份共造成2500万人失业，随着美国疫情持续蔓延，服务业持续承压，美国就业市场改善缓慢，截至目前，全美仍有超过1200万人失业。

数据显示，近6年来，美国外贸净出口对经济贡献为负，近20年来，仅有4年的外贸净出口对经济贡献率为正（见图1）；美国出口与美元实际有效汇率的相关性很低（见图2），从美国商品、服务出口分别与美元指数相关性系数均不到0.3，尤其是服务行业受美元汇率波动影响相对更小，从数据上看，美国服务出口主要与海外经济发展程度相关，例如：随着海外人均GDP上升等对美国服务出口需求快速增长等，2003年以来，美国服务净出口由454亿美元上升至2019年2875亿美元，年复合增长高达12%。

图1：美国净出口对GDP贡献率



图2：美国出口与美元实际有效汇率相关性



数据来源：Wind资讯，光大银行金融市场部。

其次，美国经济循环需要强势美元。美国经济内需循环客观上需要维持一个相对强势美元。由于美国早已进入后工业化时代，经常项目长期逆差，金融资本项目顺差，维持国际收支平衡，并且由于美元的国际货币地位，一般美国经济复苏阶段有助于推动资本流入，金融体系流动性充裕，金融资产价格上涨，并为企业、家庭和政府提供廉价资金，推动美国投资、消费良性循环，商业繁荣，就业改善，内需动显著增强。另外，由于突发疫情对美国微观经济构成持续冲击，美国面临滞后暴露的信用风险不小，如果资本持续外流，可能加剧信用风险暴露。

再次，基本面不支持美元趋势走弱。一是美联储“不喜欢负利率”，从欧、日等央行实践看，负利率对有效需求提振效果有限，并导致金融机构承压，更重要的是负利率将在中长期削弱美元国际信用。二是2021年全球主要经济体有望“同步”复苏，基本面差缩窄。文章预计在美国经济

经历数月放缓后，疫苗研发进展良好，美国支持就业与收入政策将推动美国经济重返复苏轨道；三是美联储调整政策对美元影响有限。由于失控疫情拖累经济复苏，接下来数月不排除美联储再度推出纾困政策，但这更可能被市场解读为利好经济前景，支持美元。

最后，美国政府债务对短期美元影响偏有限。一般来说，美国政府债务快速攀升，美国政府利用美元国际货币体系绝对优势和支付清算体系垄断将美元“武器化”，将削弱美元全球信用。但短期而言，现行国际货币体系中仍占据绝对主导，并从相对静态角度看，相对于日本、欧洲重债国，美国仍有一定举债空间，眼下最为重要的任务是在最短时间控制住疫情，疫苗能尽快大范围接种，推动经济复苏。

另外，从这些角度看，拜登团队也无意于打压美元。

影响及潜在风险

综合预判，2021 年美元面临的环境较今年“友好”，但考虑疫情形势严峻性，明年经济仍难完全回补疫情造成的产出损失，经济存在较大资源闲置，美联储维持接近零利率并通过灵活购债方式压制长端利率，高度宽松流动性环境制约美元上升高度，预计美元整体处于一个适度区间（90-98）附近波动。

人民币汇率面临的内外因素更加均衡，2021 年中国经济强劲反弹，但与美国等经济体基本面与政策面分化程度将有所收窄，中美维持可观利差，资本温和流入，人民币有望呈现一个双向强势震荡格局。

但展望 2021 年仍有三大风险值得关注：一是由于突发疫情对美国经济构成长时间冲击，潜在信用风险存在滞后暴露可能，例如：酒店、餐饮等服务部门，中小微企业，以及是否引发大规模房地产贷款违约暴露拖累中小金融机构等；二是通胀表现超预期。欧美实施大规模财政货币纾困政策，疫苗研发利好催化，原油供需改善预期推动原油价格上升，带动通胀预期升温；三是局部新兴市场波动风险。海外资本回流、美元走升，可能引发部分经济结构与国际收支存在结构性失衡的经济体面临市场波动风险。

美国对中概股企业“查账”背后——从“东南融通”造假案谈起

来源：FT 中文网(2020-12-07)

作者：李军(FT 中文网专栏作家)

美国众议院 12 月 2 日全票通过了《外国公司问责法案》(The Holding Companies Accountable Act)，让该法案离正式生效只差最后一步——总统签字。消息公布当天美国上市的中概股齐齐下跌，显示出这一法案对于美国市场上中概股的强烈威胁。

《外国公司问责法案》为什么此时出台，出台背后有什么样的原因？事情还要从八年前的“东南融通作假案”开始讲起...

东南融通作假案

东南融通(NYSE: LFT)曾经是福建省知名的 IT 服务企业，2010 年赴美上市。高盛和德银是 IPO

的主承销商。从 2004 年开始到 2007 年上市成功，乃至到最终东南融通造假事发，德勤一直是东南融通的审计企业。

2011 年 4 月，知名的做空机构香橼研究(Citron Research)发表针对东南融通的报告，指出东南融通连续三年毛利率均达到 60%以上，远高于同样在纽交所上市的文思信息(NYSE: VIT)和纳斯达克上市的海辉软件(NASDAQ: HSFT)，后两者都同为中国的 IT 服务企业。香橼研究认为东南融通的财务报告涉嫌造假。报告发布当天东南融通股价下跌超过 30%。

接下来的一切就让资本市场目瞪口呆。5 月份是东南融通预计发布年报的时间，东南融通不仅没有能够及时发布年报，其多年的审计服务企业德勤甚至宣布辞去东南融通的审计师角色。在德勤的公告中，其不光指出东南融通的财务和销售收入不实，还声明东南融通扣押了德勤的审计文件。这就彻底证实了东南融通的财务报表的确有重大问题，而且德勤已经开始和其审计客户进行切割，以避免对自身造成重大损失。

紧接着就是多米诺骨牌般地连锁性崩溃：公司停牌，CFO 辞职，独立董事兼审计委员会主席和多位审计委员会成员辞职。东南融通在投资市场上彻底信用破产，四个月间股价下跌超过 95%，市值蒸发近 10 亿美元。到当年 8 月，东南融通正式解体，此时离香橼研究发布报告只过去了区区 4 个月。

如果不是财务造假，我们很难解释为什么东南融通在如此之短的时间内就土崩瓦解。毕竟当年 1 月份发布的三季度财报显示，公司还持有高达 4.23 亿美元的现金及现金等价物。

公司因为财务造假的指控倒了，投资人的钱打了水漂，谁会被问责呢？除了企业高管，首当其冲的当然就是审计机构，因为审计机构是上市公司财务报表真实性的背书者。如果审计机构审计确认过的财务报表最终被证实作假，审计机构需要承担巨大的连带责任。例如 2001 年“安然事件”中全球五大会计师事务所之一的安达信(Arthur Anderson)就因为连带的审计责任而解体，近百年品牌就此灰飞烟灭。审计行业的全球“五大”自此成为了“四大”。

但在美国监管机构追溯“东南融通作假案”中审计机构德勤的责任时，遇到了中国法律的障碍——无法查阅审计工作底稿(Audit Working Papers)。

审计工作底稿

那么什么是审计工作底稿，为什么监管机构又必须审阅审计工作底稿呢？

会计师事务所在对企业财务和经营数据进行审计的过程中，将从企业那里获取大量企业盖章或签字确认的各类资料以作为审计依据。部分资料内容会计师事务所还需要实地勘察盘点以确认其真实性。这些原始资料和数据以及在审计过程中的工作记录乃至会议纪要，就被统称为审计工作底稿(Audit Working Papers)。

如果我们把审计后的财务报表看做是一道题的答案，那么审计工作底稿就是解题过程的详细步骤。监管机构要查验财务报表的问题出在哪里，就一定要追溯审计工作底稿的详细内容，确认是企业向审计机构提供了虚假的财务原始数据、还是会计师事务所没有遵循审计准则进行审计，又或者是两者兼而有之。

但根据中国《保守国家秘密法》和《档案法》的相关规定，审计工作底稿等档案必须存放在中国境内，且不能将其复制内容和电子版传送到境外。这就让美国的上市公司会计监察委员会(Public Company Accounting Oversight Board，以下简称 PCAOB)无法获得审计工作底稿等详细信息以判定德勤在“东南融通作假案”中应该承担多大的责任。

美国证券交易委员会(United States Securities and Exchange Commission，以下简称 SEC)多

次向德勤在中国的分支机构德勤华永发传票，要求其提供与东南融通相关的审计工作底稿及其它相关资料。但德勤华永表示自己作为中国企业，必须遵循中国的相关法律规定，无法提供 SEC 所需的审计工作底稿。两者的矛盾不断升级激化，最后 SEC 不得不在美国起诉德勤公司，指责其违反美国有关企业监管的“萨班斯法案”。

在 SEC 和德勤拉锯的过程中，其它几个参与了中概股公司审计的会计师事务所最终也被卷入其中。最终的结果是 SEC 起诉了全球四大会计师事务所在中国的全部分支机构：普华永道中天、安永华明、毕马威华振和此前的德勤华永，并在初审判决中获得授权对四大会计师事务所中国境内分支机构全部暂停半年的美股审计资格。



美国证券交易委员会(SEC)网站相关的新闻公告

在多次法律交锋后，SEC 和四大会计师事务所达成的协议是四大会计师事务所向 SEC 各自支付了 50 万美元的罚金。SEC 默认四大会计师事务无法提供中概股企业审计工作底稿的现状，但保留向四大会计师事务所追溯审计工作底稿的权力。这算是 SEC 向中国赴美上市企业网开一面，以淡化美国监管规则和中国法律之间的冲突。

那么美国的监管机构向中国赴美上市企业索取审计工作底稿有没有其合理性呢？答案是肯定的。不论是之前提到的东南融通，还是同一时期的中国高速频道(China Mdeia Express)，乃至赴加拿大上市的嘉汉林业，这些中国企业先后在美国和加拿大股票市场被摘牌退市，背后都是由于财务数据造假的指控导致。作为市场秩序的维持者，相关国家的监管机构需要获取真实的企业财务数据以保护本国的投资者，这本身无可厚非。事实上，美国的上市公司会计监察委员会(PCAOB)本身就是 2001 年美国安然公司财务欺诈案之后成立的监管机构，对在美国上市的全球各国公司的审计进行独立监管，以保护美国资本市场投资者的权益。

面对中国的“特殊待遇”及其失败

考虑到中国法律的规定，SEC 和 PCAOB 在实际的监管过程中对来自中国的企业网开一面，并没有严格要求提供审计服务的会计师事务所提供详细的审计工作底稿。这是美国监管机构对个别国家的“特殊待遇”，并不是普遍现象。

当然，中国的相关机构在配合中国企业赴海外上市也作了不少工作。2013 年中美的证券监管机构签署了一份合作备忘录，以促进两国的会计审计跨境执法。根据中国证监会官方披露的信息显示，中国证监会共向多家境外监管机构提供了 23 家境外上市公司的审计工作文件，其中向 SEC 和 PCAOB 提供上市公司审计底稿共计 14 家。但和目前在美国上市的众多中国企业相比，这个数字还是太小了。



中华人民共和国中央人民政府

The Central People's Government of the People's Republic of China

www.GOV.cn

网站首页 | 今日中国 | 中国概况 | 法律法规 | 公文公报 | 政务互动 | 政府建设 | 工作动态 | 人事任免 | 新闻发布

当前位置: 首页 >> 工作动态 >> 部门信息

中美签署备忘录正式开展会计审计跨境执法合作

中央政府门户网站 www.gov.cn 2013年05月25日 09时04分 来源: 证监会网站

【字体: 大 中 小】 【E-mail 订阅】 发送 1 打印本页 关闭窗口

中国证券监督管理委员会、中国财政部 与美国公众公司会计监察委员会签署执法合作备忘录

中国证券监督管理委员会和中国财政部于2013年5月7日与美国公众公司会计监察委员会签署执法合作备忘录，正式开展中美会计审计跨境执法合作。

作为中美双方提供和交换各自管辖范围内调查相关审计文件的框架性协议，此备忘录的签署标志着中美会计审计跨境执法合作迈出了重要一步，为今后双方开展跨境协查打下了良好基础。

中国证券监督管理委员会和中国财政部一直致力于打击违规行为，维护市场诚信，在遵守相关法律法规的前提下，积极与境外监管机构合作，保护投资者合法权益，促进全球资本市场的健康发展。

中国证券监督管理委员会、中国财政部的有关部门将继续与美国公众公司会计监察委员会进行磋商，探讨如何以各方认可的方式对为在美上市公司提供审计服务的中国会计师事务所进行日常监管。

中国政府网站有关中美会计审计跨境执法合作的新闻公告

需要指出的是，以上的双方配合没有形成成文的法律法规，而是以合作备忘录的方式进行，更像是一种临时性的对接配合。在双方政府关系较为融洽时，配合的过程可能会比较顺畅。但当两国面临贸易冲突乃至全方位的对抗时，在这个方面的矛盾就被凸显出来。

事实证明，SEC 和 PCAOB 对于中美会计审计跨境执法合作是很不满意的。2018 年 12 月，SEC 和 PCAOB 的主席及 SEC 首席审计师联合发布了一项名称极为冗长的声明《Statement on the Vital Role of Audit Quality and Regulatory Access to Audit and Other Information Internationally—Discussion of Current Information Access Challenges with Respect to U.S.-listed Companies with Significant Operations in China》（关于审计质量和国际监管访问审计及其他信息的重要作用的声明——讨论在中国有重要业务的美国上市公司当前的信息访问挑战），其中列举了美国监管机构在获取中国赴美上市企业透明财务与审计信息的困难，并指出对于获取中概股审计资料方面“合作进展缓慢，令人满意的解决方案仍不确定。”



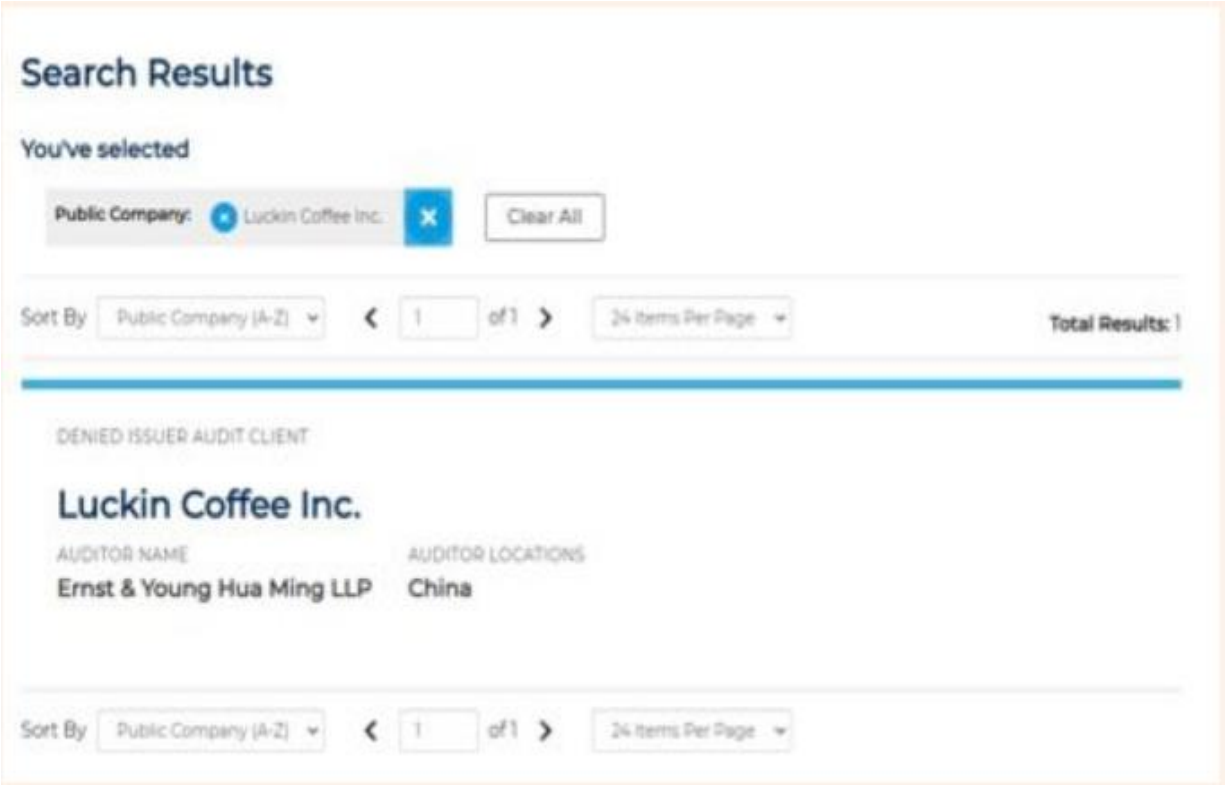
SEC 网站有关 SEC 和 PCAOB 有关中概股的联合声明

随后 PCAOB 在网站上列出了存在审计信息获取困难的所有公司列表。目前 PCAOB 网站的数据显示，其在监管中遇到信息获取阻碍 (Denied Access to Conduct Inspections) 的全部公司里中国大陆公司有 171 家，香港公司有 69 家，此外还有法国 19 家和比利时 7 家。香港公司中绝大部分是在香港接受审计的大陆企业，如阿里巴巴、中国电信等。中国大陆公司和香港公司占全部监管遭遇阻碍案例的 90%。

最终引爆美国监管机构针对中概股改变“网开一面”的导火索就是瑞幸咖啡财务作假案。2020 年 1 月，做空机构浑水发布报告指出瑞幸咖啡涉嫌财务数据和运营数据全面作假。2020 年 4 月，瑞幸咖啡承认企业在财务报表中虚构了多达 22 亿元人民币的收入。由于财务作假数额巨大，时间跨度

也很长，于是瑞幸咖啡的审计机构安永再次被美国的监管机构拎出来进行核查。

但监管机构再次面临着老问题：如何获取审计工作底稿以确认财务作假中各方的责任。现在已不是中美关系的蜜月期，一切将回到公事公办的轨道上来。我们无法获知中美在目前状态下会计审计跨境执法的效率如何，但瑞幸咖啡已经被摆在了 PCAOB 信息获取阻碍的列表中。



PCAOB 网站有关瑞幸咖啡信息获取阻碍的记录

更重要的是，瑞幸咖啡不是中概股财务与运营数据造假被调查的孤例。爱奇艺、跟谁学、好未来等多家中概股面临着类似的指责和 PCAOB 的调查。所以最终 PCAOB 列出了信息获取阻碍的长长的公司名单。

如果无法及时获取中国赴美上市公司准确的财务与审计数据，在中概股频发财务与运营数据造假的指责下，美国监管部门的确很难向投资者交代。而目前两国关系相对紧张的状态时，美国政府出于确保自身投资市场透明性的要求，取消对中国“网开一面”的特殊待遇，这种做法是可以理解的。换另外一个角度来说，如果有一天美国企业在中国上市，中国证监会同样会要求美国企业无条件提供透明的财务和运营数据。

目前美国国会通过的《外国公司问责法案》的核心诉求之一就是要求所有外国赴美上市企业必须满足提供审计工作底稿的要求，否则就将取消其在美国股票市场交易的资格。从参议院到众议院的全票通过就可以看到，这是美国从上到下的一致意见。

美国国会有关《外国公司问责法案》的推进进程

目前《外国公司问责法案》规定，如果外国公司连续三年没有能够通过 PCAOB 的审计，将禁止这些外国公司在美国的任何交易所上市。这项法案一旦总统签字生效——这几乎是肯定的——将让所有中概股面临巨大的挑战。如果中美双方都不愿在这个问题上让步，结果就只有中美的“金融脱钩”，所有中概股退市回归香港股市或大陆股市，或者中概股接受中国和美国的三重审计，各自保留审计工

作底稿。

需要指出的是,《外国公司问责法案》里也包含了一些政治化的内容,包括要求上市公司披露董事会成员的共产党员身份、以及共产党党章是否写入公司章程等,这些要求都是正常的财务审计内会不包含的内容。这也反映了美国政府推出《外国公司问责法案》的部分核心诉求。

但不管怎么说,《外国公司问责法案》的绝大部分诉求从美国监管机构的角度来看是合理的。未来美国是否还能够成为中国企业获取资金的重要来源,以及现有中概股将何去何从,就需要看两国的博弈结果了。

拓展通货膨胀的概念与度量

来源: 爱思想网(2020-11-30)

作者: 周小川(中国金融学会会长)

在新冠肺炎疫情背景下,特别是近几年主要发达经济体的经历与实践显示,低通胀对于央行货币政策操作和理论框架提出了挑战,也动摇了通胀目标制的理论基础。这涉及到多方面的问题,其中重要的关注是,主要发达经济体货币政策框架是否能够适应当前经济金融形势的需要,涉及货币政策的理论和实证依据问题,比如经验的菲利普斯曲线是否已经彻底失效等。

近日 Dr. Richard C. Koo(辜朝明)在一次访谈中说到,通胀目标制现在基本上没有用了,甚至可能带来资产泡沫。这些问题都引起热烈的讨论,特别是央行货币政策应该如何应对疫情下的经济金融形势和当前低通胀率。

货币银行学教科书教给大家的一个基本经济规律是,过量(超过 GDP 增速)的货币扩张会带来通货膨胀。^[1]但近来这个规律似乎正在失效,形成对基本知识的重大挑战。

从逻辑上来说,有三处可能出现差错:一是货币概念和范畴可能变了;二是从货币到通胀的映射关系出了问题;三是通胀的概念、范畴和度量出了问题。

前两种问题已有一些学术讨论,在此讨论一下第三种问题。这是一个较少受到关注的议题:当前低通胀率本身是否存在概念上和度量上的疑问?是否如多数人估测的通胀未来将会长时间维持低位,它涉及到我们应对低通胀的对策有没有问题?

多年来,通胀率的度量在传统轨道上不断改进,对物价指数涵盖的篮子进行动态调整,技术上应该说科学的,很难有可挑剔之处,但以它来评价货币政策的有效性还有进一步讨论的余地。

我首先想问的是,现行概念和度量上的通胀率是否是最终要观测的目标变量?当前通胀率的指标究竟是我们想要最终观察的经济指标?还是一种中间变量测度?对货币政策而言,它究竟是一种充分综合的经济变量,还是只是多个经济度量指标之一?

在观察社会经济动态变化过程中,我们经常采用对中间变量进行测度,但中间变量并不是最终所关心的内容和度量目标。不过,时间长了,人们会习惯性地认为中间变量就是最终观测目标。比如说,过去许多央行用测量 M2 去度量货币扩张的程度,后来发现这一对应关系不那么稳定,导致要修改 M2 度量的定义和内容,或另寻出路。

就通胀而言,也有几种指标(物价指数有消费者物价指数(CPI)、投资品物价指数和 GDP 平减

指数，均指向最终产品与服务。生产者价格指数（PPI）则包含中间投入品），用于不同的分析场合。

举个工程上的例子，在测量温度时，一个传统的测量方法是用水银温度计，水银体积随着温度高低变化而出现膨胀或收缩。另外一种测试方法是利用双金属片温度计，两类金属在温度变化时的膨胀系数不一样，这个差异产生的形变使得温度计指针能够标出所测的温度。不过，在一些场合，比如金属冶炼中，需要测很高的温度，上述两种测量就不管用了，温度过高后水银会蒸发，双金属片会变软。

实际上，我们需要找到另一个中间变量，比如某一观察对象的颜色，它和欲测量的高温之间有一定的数学关系，或者说是一种映射关系。这种映射关系如果是一一对应且稳定的，测试中间变量就能得出对高温的度量。但这种一一映射关系是否稳定，是否在某些条件下会发生变化，值得关注。因为如果因条件变化使映射关系不稳定，这个对高温的测试就不准了。

总体而言，通胀既是央行观察经济金融状况的终极变量，也常是一个中间变量。央行关注通胀的目的，可能是关心提高居民福祉的程度，促进经济体系稳定运行的程度，改善公众对经济系统未来稳定预期的程度。

在美国竞选辩论中，拜登批评特朗普时用了这个词，cost of living（生活成本）。这和想象中的广义通胀有些相近，这是个较模糊的概念，但也许正是人们最终关心的。个人认为它包含两方面的内容：一是特定的收入能购买到什么样的生活水准，这既包括特定篮子的物价指数，也包括篮子有什么重大变化；二是通过工作赚取特定收入的代价，是十分艰辛、疲惫呢？还是较为从容、轻松甚至愉快？这种综合又有模糊性的概念在影响着人们对未来的预期，对未来是乐观还是悲观。

通胀是要度量的变量之一，不一定是评价居民福利、经济运行的全部，而货币政策肯定应考虑通胀指标背后的体验。

从测度的角度来看，我们平常利用通胀率这个指标究竟想知道什么？按“生活成本”的上述理解，可能主要有这么几项：

第一，经物价校正后的真实收入究竟怎么样？究竟增加了多少？真实收入跟名义收入有所不同，名义收入要扣减通胀才能得出实际收入。

第二，用可比的同等收入能购买到什么样的生活水平？我们是否日子过得比以前更好？一种是跟上一年纵比，一般来说一年期间的支出结构变化比较小，较容易扣减通胀。另一种是跟更久一点的过去相比，比如，我们是否比上一代人活的更好。比较的跨期越长，难度也更大一些，因为支出结构发生了巨大的变化，不仅涉及货物与服务，可能还涉及更多内容。

第三，换取同等实际收入的劳动付出的强度，是更辛劳、疲惫？还是更为从容、轻松？这可以表达为劳动付出与效用的关系。这里说的付出，指的是劳动者在一定的生产力条件、效率条件下，付出多大努力获得特定量的收入，简化来讲也可以用劳动时间来衡量。同时它给劳动者/家庭带来的效用究竟如何？人们现在的支出能力确实比以前强了，但如果天天加班加点，上下班交通很艰难、耗时，周末也较少休息，这样的话付出会较大。因此，付出与效用之比也是关心的内容，也需要借助通胀来进行观察，但显然不限于通胀这一项。

总之，一般来说，通胀在概念上是一种最终变量，但有时其度量的是一种中间变量，和我们的最终关切不完全吻合；同时，通胀只是要密切观察的变量之一，还有其它需要观察的变量。

表面上看，跨年度的通胀度量是可信的，没什么技术上的问题，但细想一下，也存在某些挑战。多年度或跨代的生活成本比较，篮子结构已有重大变化，度量的可比性会面临挑战，特别是对那些从无到有或者从有到无的科目，其基准已发生重大变化，如寿命（涉及养老、医疗等）、就业技能、计算机与网络、旅游娱乐等等。用年度复利的通胀也难以有效比较。

此外，面对世界人口激增、城镇化激增，导致城市用地紧缺、价格大幅上涨，传统的居住价格能否有效反映居住成本，也是人们反复质疑的。传统的通胀度量会面临以下几个方面的不足和挑战。

一、较少包含资产价格会带来失真，特别是长周期比较的失真

通胀在针对短期经济现象方面，月环比、年度同比等指标还是很不错的。不过，在实践中也遇到很多的疑问和挑战。从长期看，当前通胀度量问题中一个突出的瑕疵是，对投资、资产的价格度量覆盖比较少，权重比较低。按照过去的概念体系，与消费者有关系的主要是消费者价格指数（CPI），消费者似乎不太关心投资，投资主要与企业和企业家有关系，资产贵了，与 CPI 的关系不密切，但实际上资产贵了一定会影响今后生活。如果资产贵了，养老投资的回报就会降低。

纽联储上一任主席 William Dudley（他也是 G30 成员，2009 年继 Tim Geithner 接任纽联储主席，上一轮危机处理基本上都有他参与）近期就新冠疫情讲到，“当利率长期维持低水平时，该（宽松）政策会适得其反。在美国，货币刺激已经将债券和股票价格推至如此高的水平，以至于未来的回报率必然会更低。假设估值稳定，未来十年的预期股票收益率可能不超过 5% 或 6%。10 年期美国国债 0.7% 的收益率甚至无法补偿预期通货膨胀率。结果就是，人们必须增加储蓄才能实现自己的目标，无论是安全退休还是供孩子读大学。消费支出会变得更少。即使人们现在不存钱，低回报率也最终会造成损失。例如，州和地方养老基金的钱将不足以履行养老金支付义务。为了弥补差额，官员们将不得不提高税收或削减养老金领取者的福利。任何一种行动都会使人们变得更穷，从而压低消费者支出和经济增长”。

对于住房，过去的概念是购房算作投资，价格变化不计入 CPI；后来则租房可计入，但在篮子中的权重偏小；再后来，人们主张把自住房用类比租金来计量，但是住房权重仍相对比较小。当全球人口上升到 70 亿，城镇化成为相当多数人生活、工作的必然选择，城市可用地变得很稀缺且价格高昂，使得通胀度量再也不能无视或者低估住房的因素。

总之，通胀在长期度量上存在问题，特别是资产价格如何反应到生活质量、支出结构上。

此外还有长期投资回报应折现入当期通胀的问题。在美国，目前有不少中部地区的白人对生活很不满意，他们谋求变革，造成美国政治和选举方面有很多的变化。一个因素就是中部的美国白人觉得比上一代人过的更好，这需要用房子、车、教育、医疗、养老等长期支出来进行综合衡量，这种比较是长期性的。

前面 William Dudley 的话中就提到了供孩子读大学的问题。上一代美国人多供几个孩子上大学没太大困难，现在有不少人说有很多困难，一是标准提高了，另外确实有些涉及教育的价格是很贵的，特别是私立学校，还要争取名校，还需要有很多课外补习班。从这个角度来讲，人们在这方面不见得比过去活得更好。显然，现行通胀的度量没有很好的解决这些问题。

二、以什么收入作为计算通胀的支出篮子

目前，CPI 的支出篮子是家庭可支配收入。首先粗略定义一下收入：厂商和个体经营者的毛收入指销售收入；扣除投入品成本后为税费前净收入，简称净收入，它与 GDP 中的附加价值相对应；受雇劳动者的劳动应得再交所得税、社保费、医疗保险等（不论是预扣、企业代缴还是个人/家庭缴纳）后，形成个人/家庭可支配收入。

其实，家庭/个人生活水平及质量有相当一部分来自于不可自行支配的收入，包括通过交税而享用的公共服务、统筹积累的养老金、强制性保费等。我们有没有想过，如果这些不可支配收入所对应的项目变得价格更昂贵了，是否也应纳入通胀呢？这部分开支在毛收入中的比重已不可忽视。

例如，纳入公共统筹的统筹养老金很可能通过不同渠道从劳动者所得中上交了，一部分是雇主代

交的，一部分是雇员交的，往往都在家庭可支配收入之前，但又成为消费和生活质量的重要组成部分。在美国，医疗健保总支出占到 GDP 的 17-18%，一部分来自于税收的使用，一部分来自于各种强制性、半强制性或自愿的保险。这一消费的占比很高，不可小视，但很可能有相当一部分不在可支配收入的范畴里。

这里还应该提一下，那些非强制性但绝大多数人都参与的养老金供款（如美国的 401K）和健康保险，对这些开销应算在家庭可支配收入之内还是之外，各国之间似乎缺少一致的理解和口径。无论如何，“羊毛出在羊身上”，当人们认定眼下要为养老、医疗、子女教育（其中有些是未来才享用的）更多地缴款（包括税、保费等），意味着当下这些项目更昂贵了。那么，我们可否试测一下，以税费前净收入为篮子的、更为综合的物价指数及相应的通胀，也许更能反映“生活成本”。

从货币政策角度看，过去从资金供求关系分析物价指数的变动，后来则更多关注通胀目标制对通胀预期的锚定作用，有通胀预期理论。预期稳定了，通胀就能够稳定下来。这个预期也会包括对未来的住房、养老、医疗、子女教育等昂贵程度的预估。在人口结构变化之下，很多年轻一代上有老下有小，到手可支配的收入并不多，他们感觉未来生活压力大，这种预期不是现行通胀度量所能反映出来的。

国民经济统计矩阵表明，政府所收的税费中，约 80%以公共服务形式提供给了公众，包括教育、医疗卫生、养老、安全、市政、环保等等，也还有一小部分在统计上仍属于公共服务，但个人/家庭往往不感知或不认账的。公众直接或间接获取的这些公共服务的量与质均与价格变动有关，从而在概念上是有通胀或通缩的。

有人问，加大政府补贴是否会改善这方面的预期？如果从理性预期出发，消费者会预估到政府赤字和累计债务愈来愈大，其中包括地方政府赤字和隐性债务，则未来迟早要加税或用某种形式的通胀来由居民承担。还是那句话，“羊毛出在羊身上”。这就意味着，以劳动付出或用净收入为口径的通胀预期会与现行可支配收入口径的通胀预期不一致，随即就给货币政策出了难题。

相关的另一个难题是人们是否能感知或测度自己的税费前净收入？因为许多未拿到手的收入是预扣或企业代缴的，其中一些不甚透明。知道净收入才能更好感知这一口径的通胀，并产生预期。一般来说，人们其实不太容易知道自己的净收入是多少，但不同行业不一样。有的行业生产和分配过程比较简单，比如开出租汽车的个体，个体司机对毛收入是清晰可知的，也知道汽车的折旧成本（如果是公司的车需承担份子钱）、汽油费、维修费等成本支出，从而得出净收入，再交税、供养老金、缴医保等后就呈现出了可支配收入。

美国的家庭农场也类似，收获的东西能卖多少钱，扣除种子、肥料、农机折旧，也容易算清楚净收入，这就可以知道净收入中多少用于养老计划、健康保险、个人所得税等支出，这些支出换取来的福利也是大致可感知的，如政府税收可能会管一部分子女教育（公立学校），也有一部分（如课外辅导）管不了。这之后才是可支配收入。

不过，在一些复杂的生产过程中，确实很难知道自己的劳动贡献，按照自己个人的生产力究竟应获得多少报酬。尽管不好计算，但人们也是常常做横向对比的，即平均来讲，与同等教育水平、技能水平、工作强度的人相比，你如果干其它工作可能的收入水平是多少。

总之，收入的测度以及按什么收入来定义支出篮子并计算物价水平，会影响具体人们的通胀感知和预期，家庭可支配收入的篮子小了些，而篮子以外内容的价格上涨的较多。而从宏观经济模型来看，分类劳动者的平均净收入等于劳动对 GDP 的边际贡献，则是清晰、无可置疑的。

三、劳动付出的度量如何影响通胀的感知

前面提到了人们想测度的一个指标是通过工作换取特定收入的辛劳程度，或者说获得特定消费效用的劳动付出。经济学里狭义的效用函数大约是指一定量的支出所能换取到的消费满足度。广义一点可以是一定量的劳动付出所换取的消费满足度，再广义一点还可包括少劳动、多休闲多换取的综合满意度。应该说，“效用”没有令人信服的确切定义，已有人证明“效用”无法定量测度，只可排序。但付出/效用（之比）的概念显然与通胀有关联。

有的人爱打比方，说他一年收入（不吃不喝）只够买一间厕所（约 5 平米住房），那么如果几年后他要用两年收入才够买一间厕所，是不是一种通胀？当然，必须假定该人在两个时段的劳动技能、劳动强度、效率是一致的，即等量或可比的劳动付出。也就是说，要从产生效用的广义物价和劳动付出所换取的收入两个方面（或者两者之比）来了解生活水平的通胀效应，即用更多的劳动付出换取同样的消费效用意味着通胀。

还有一种付出，是受教育、技能培训和学习，它在一定程度上是为了竞争工作岗位。随着横向竞争的加剧及自动化、机器人、AI 的发展，人们必须对自己进行教育投资才能有竞争力。这一方面增大了劳动付出，另一方面增加了人们支出结构中的投资组成部分。

经济学已有不少文献提及或讨论过“休闲”的概念及其函数关系。人们需要休假，重回伊甸园等说法表明休闲能产生效用，而不仅是多干活、多挣钱、多花钱就买来了生活水平的满足感。但我们目前经济学里的物价指数和通胀概念还难以应对休闲。你如果出门休假，则交通、旅馆等支出均通过价格加以反映，并形成效用，也有通胀测度；而如果你在家养神、听音乐（不是新买的）、看本书（从图书馆借的）、与家人聊天，即便很具满足感却难以计价进入效用，也没有通胀计量，对 GDP 也无任何拉动。

不知未来能否出现一个创新型经济模型来应对这一难题。但一个可以大致肯定的关系式是：在某种均衡点附近，休闲和劳动时长是此消彼长的（互补的）。如果很多人在工作中加班加点越来越多，上下班通勤时间越来越长，退休年龄不断后移，休闲也必然更少。这听起来像是上述用更多的劳动付出换取更少的消费效用，这在概念引申上应该是一种通胀。尽管现行通胀统计及分析未把这种概念和关系纳入其中，但仍可提示去关注我们最终想测度的是什么，如何解释某些群组感觉生活艰难、满意度不高的现象，以及这对货币政策的含义。

四、基准、可比性（comparability）和参照系

通常，物价指数中各消费组成部分都有其权重，权重是可测度并及时调整的，这在数理上支持了跨一个年度纵向比较的可比性。跨多个年度的比较则是多个跨一年比较的积分（累积）。但这种数理上的科学性并不等同于人们的通胀感知及预期的效果。

当消费结构出现很大变化时，处理基准和权重的方法论受到挑战；科技快速发展带来的性价比变化有可能高估通缩的程度；再加上上述跨期纵比的科学性与人们常会横比的选择不一致，这就带来了争议之处。不能简单地去批评消费者说公式是对的，消费者是错的。因为常要研究的是消费人群的通胀预期及预期下的行为，尽管说跨期纵比的公式是对的。度量通胀及物价指数实际上意在比较，因而涉及可比性；作较长时间的比较，涉及选用的基准，是纵比还是横比。这不仅涉及概念和方法是否科学、准确，即可比性问题，还需要考虑多数人的选择倾向，因为他们选用的比较方式形成了对通胀的感知及对未来的通胀预期。

观察多数人作比较的习惯，比如，计算机去年的 CPU 速度、内存大小、云存储空间，和今年都不一样。如果考虑摩尔定律，从计算机这一项而言，以性价比衡量，生活水平纵向比应该是大幅提高的，如果从五年以至十年、几十年来看，会有更加明显的负值通胀。但多数人实际上是平行比较的，即横比的，看同事、周围的人使用的计算机性能，如果自己的计算机比同事的性能低，就会感觉是不

是生活水平显得差了一些，而不是完全靠纵向对比。

这个例子可以推广到其他一些内容，比如寿命。往回追溯 20 年，中国平均预期寿命在 71 岁左右，现在平均预期寿命 77-78 岁之间，很快就会增加到 80 岁。是不是凡是活到 70 岁以上的人都会很满足？因为不管怎么说已经比上一代人活的长多了。但是实际上多数人都活到 70 岁以上，如果现在 70 岁去世了，大家会说英年早逝；几十年前，如果 70 岁去世了，大家认为挺长寿的。这种对比说明，人们并不按严格的纵向数学公式或统计定义形成他们对满足度的感知和预期。

从寿命会引出养老金的通胀问题。上一代人 60 岁退休，平均寿命只有 70 岁，无论养老金是政府提供的、个人账户的，还是其他年金、个人寿险的，大约需要用几十个工作年头的积累去支持 10 年左右的养老就够了，而现在需要支持将近 20 年。未来即便退休年龄延长，使这种情况略有缓解，但整体上工作群体用于养老方面的支出仍会越来越多。虽然这些支出有一部分可能不落在个人可支配收入范围，但在平均值上，都是劳动者自己劳动创造的，“羊毛出在羊身上”。这就涉及资产价格问题。如果股票很贵、债券收益率也很低，那么人们为养老投资几十年，但能够领取到的养老金数量是不足的。

反过来说，在当前的净收入中，用于预筹养老金投资的钱还要花得更多，才能达到可比的养老生活水平，这就是一种价格上扬。医疗方面，可能大部分医疗费用都要花在人生的最后阶段，因此医保费用也具有长期积累性质，其回报都与资产价格有密切关系。

同理，在教育方面，人们往往用横向比来形成对未来就业机会和前途的预期，而不是和上几代人纵比。这需要更长时间的就学，追求更高的质量，从而花更多的钱。不管是公费（“羊毛出在羊身上”）还是自费，都会有通胀或类似通胀的感知。

资产价格的变动趋势不确定性很大，特别是近期这一轮资产价格变化的不确定性在很大程度上与新型大型科技公司（Big Tech）有关系。2001-2002 年曾出现纳斯达克泡沫破灭，当前是否有泡沫，大家各持己见。如果有居高不下的资产价格泡沫，会使当前的投资变得很贵，而当前净收入中的投资又是当期或者跨期消费支出的必要组成部分（不管在不在可支配收入范围内），在概念上都跟广义通胀有关系。此外，也跟收入分配有关系。

简而言之，过去投资品价格和资产价格可另行考虑，现在再这样做恐怕已经不行了。未来养老金和医疗支出都很大，依赖投资回报且具有长期性。资产价格除了影响到企业的扩大再生产，还涉及基础设施、环境保护等公众性消费问题，不纳入通胀考虑已经不行了，但怎么纳入还需要研究。

通胀及其测度问题面临若干挑战。过去看似很成熟的通胀度量，现在看来并不理想。当前的度量显然存在着忽视投资品价格和资产价格的问题。当前不少国家的货币政策面临着不能有效达到通胀目标的问题，无论使用的是标题通胀（headline inflation）还是名义通胀（nominal inflation）。近期美联储货币政策目标转向了平均通胀目标。如果按过去的度量方法得出的通胀很低，而资产价格上升得比较多，会出现不可忽略的结果，货币政策的设计和响应难以坚称与己无关。

总之，需要明确要达到的目标，以及如何对目标进行测度。测度对于经济社会而言是相当复杂的，可能需要更广义的通胀概念；如何对通胀进行测度，值得进一步深入的研究。

国内财经

2021 中国经济展望（一）：发展势能与韧性

来源：财新网(2020-12-09)

作者：张璐，钟正生(平安证券首席经济学家)

2020年，突如其来的新冠疫情，让中国经济和中国人民都经历了一次刻骨铭心的“压力测试”。众志成城、果断出拳、精准施策之下，中国疫情“先进先出”，中国经济“一枝独秀”，中国制造“兀自岿然”，我们在料峭寒意中守得“春”来！

展望2021年，预计随着新冠疫苗的推出和推广，中国经济在全球“一枝独秀”的程度面临弱化。这体现了中国宏观政策的拿捏有度，也是全球经济复苏节奏的差异所致。这会带来大类资产配置方向的转变，需要前瞻预判利率由熊转牛的“转折点”，以及人民币汇率波动加大（尤其向下波动）的新常态。考虑到逆周期政策过早退出可能会对实体经济造成意外冲击，2021年中国货币和财政政策仍需保持一定力度，正常化需适时审慎推进。

前瞻“十四五”，中国经济要想更多转换成内生增长性复苏，促进更高水平的“双循环”，最关键是要充分释放资源重新配置的效应，发挥好经济转型、空间布局、对内开放、对外开放四个方面的红利。如此，我们相信未来中国经济能够行稳致远、更具韧性、更富质量！

2020 中美经济表现的“镜像”

疫情冲击下，中美经济结构表现大相径庭。今年以来，美国经济的拖累因素集中在服务消费，三季度服务消费对GDP同比的拉动为-3.3个百分点，而商品消费对GDP同比的拉动达到1.8个百分点，显著超过疫情前水平。这与2008年全球金融危机主要导致私人投资大幅下挫有很大的不同。中国经济的拖累因素也集中在消费（特别是服务消费）领域，三季度最终消费支出对GDP同比的拉动仅为1.7个百分点，仍显著低于疫情前水平，但资本形成和出口对GDP同比的拉动均回到或高于疫情之前，对经济复苏产生了有力的带动。

中美由于疫情应对政策的重点不同，而形成了“美国消费、中国生产”的互补格局。由于疫情持续扩散，美国复工复产持续受阻，工业产出回升极为有限，截至10月工业产出指数同比仍为-5.3%。与之对照，三季度人均商品消费支出同比达到6.6%。中国虽然疫情得到了控制，复工复产快速推进，但居民消费支出回升仍然缓慢，三季度城镇居民人均消费性支出累计同比仅为-8.4%，而9月工业增加值当月同比已达6.9%。这是因为在政策应对上，美国侧重于“补居民、保需求”，中国侧重于“补企业、保供给”。

美国房地产市场景气度大幅提升，而中国秉持“房住不炒”，房地产融资监管政策进一步升级。美国尽管深陷疫情，但居民人均可支配收入却出现了超高增长，4月同比增速一度高达16.1%，为美国商品消费的稳定提供了坚实后盾。在低利率、高收入增长的情况下，2020年美国房地产销售增速大幅攀升，截至10月已达到26.6%，触及2008年金融危机以来高位。这对美国的房地产投资及相关产业链都将具有显著带动作用。而中国坚持“房住不炒”，房地产销售累计同比仅恢复到0%附近。

美国积蓄着“补库存”的后劲，而中国进一步补库存的空间已经不大。目前，美国零售商已出现库存过低的情况，可能逐步向批发商、制造商库存传导。这意味着一旦美国疫情好转，美国经济将存在补库存的内生动力。中国工业库存在复工复产初期便已快速累积，目前产成品存货增速趋于回落。

从 2008 年以来库存周期高点渐次回落的趋势来看，2021 年中国进一步补库存的空间已经不大。

美国积累了相对更强的通胀压力。中国由于复工复产推进远快于居民消费回升，因而总体呈现出“供给>需求”的局面，这对物价水平是个很强的压制。截至 10 月，中国核心 CPI 同比仅为 0.5%，PPI 同比仅为-2.1%，均保持低迷。相反，美国呈现的是“需求>供给”的局面。截至 10 月，其核心 PCE 同比已回升到 1.4%。尤其是，随着疫情在主要资源国的蔓延，多种大宗商品的供给受到了比需求更强的影响，目前国际大宗商品价格已反弹超过了疫情之前的水平。美国在今年超高的 M2 增长之后，也可能面临更强的通胀上行压力。

2021 年美国经济的势能或将强于中国

一旦新冠疫苗得到大面积推广，美国会出现快速的生产修复（一如今年的中国），同时服务消费也会强劲复苏，房地产市场的高景气度也会给经济注入更强动能。届时，美国可能出现较为明显的通胀压力，内生地需要财政、货币政策有所回撤。考虑到民主党并非横扫两院，新一轮财政刺激方案或需要打个折扣（即便拜登在促进跨党合作上有“长袖善舞”的过往经验，耶伦出任美国财长后财政货币政策亦将会有更好的配合），以及美联储采纳平均通胀目标制的“改弦更张”，2021 年美国货币宽松或将具有相对较强的持续性。这一组合或许有利于美债收益率保持低位（对应于美债实际利率难以转正），而低实际利率又对黄金价格形成支撑，我们对 2021 年黄金价格并不悲观。

新冠疫苗获得推广后，中国的消费需求也会进一步反弹，但是需要警惕一段时间内储蓄率持续处于高位的可能性。2020 年三季度，在疫情得到控制接近半年后，央行城镇储户问卷调查反映的储蓄倾向，依然处于高位。此外，中国的生产修复已经非常充分，对企业的政策扶持面临退坡。需要注意的是，2020 年中国的宏观政策本身还是比较克制的，不管是广义财政预算的安排，还是新一轮信用扩张，幅度都要弱于此前几轮周期。在此情况下，如果货币、财政政策正常化来得太快，经济走弱可能也会来得较快，这是 2021 年中国经济最大的风险所在。

十四五时期中国经济的韧性何在？

2021 年中国经济面临的关键挑战是，如何从政策驱动性复苏转向内生增长性复苏？我们认为，下一阶段要想更多转换成内生增长性复苏，促进更高水平的“双循环”，最关键的是要充分释放资源重新配置的效应。这主要体现在以下四个方面的红利：

一是，经济转型的红利。2013 年，中国服务业在 GDP 中的占比开始超过制造业。一种非常普遍的观点认为，中国的潜在增长率会下降，因为服务业的生产率增长是低于制造业生产率增长的。但围绕这个问题大家开始担心，从制造业为主到服务业为主的过程中，中国会不会有“过早去工业化”的问题。而且，现在到了这样一个历史关口，中美之间没有军事冷战，但科技冷战是实实在在发生的。因此，中国制造业通过智能升级再度焕发青春，是个必然之举。这也是“十四五”规划建议提出“提高制造业占比”的重要背景。

随着新科技、新业态的发展，服务业似乎也能被赋能，突破传统上的生产率增长的瓶颈。新冠疫情突如其来的暴发，更是加剧了中国经济形态的“裂变”。据国务院发展研究中心的测算，2016 年之后，中国的全要素生产率增速是回升的，而且服务业的生产率增长也出现了同步回升。这可能就是对服务业的科技赋能，也逐渐改变了大家对服务业生产率增速更低的认知。可见，中国从制造业向服务业迁移的过程中，一方面是制造业智能升级，一方面是服务业科技赋能，两方面结合可以使中国的潜在增长率维持在一个相对稳定的位置上。“十四五”规划建议提出“提升产业链供应链现代化水平”“加快发展现代服务业”“加快数字化发展”，正着眼于此。

二是，空间布局的红利。其实就是城市群和都市圈的发展。西方发达经济体在城镇化发展的过程中，越来越多的经济增长来自城市群的贡献。比如，美国在 1920-1950 年的城镇化率是提升很快的，

但主要的驱动力是单个城市的规模扩张；1950-1980年在这新一个30年中，城镇化率上升得更快，但主要驱动力是大城市和城市群的发展。同一阶段，日本也呈现出同样的特征。因此，从空间布局上来看，大城市实际上发挥着越来越多的作用，提供了越来越多的增量。

而且，未来大城市发展至少可以提供几个好处：首先，房地产平稳“转身”。在大城市的周边，只要是城乡的生产要素能够深度融合、自由流动，天然地就会形成很多的功能小镇。这其实给房地产提供了另一个缓冲和发展的空间。其次，大城市本身也是个新的增长极。水往低处流、人往高处走，更多优质的资源汇聚在大城市的周围，它本身就会带来一个集聚效应和生产率的提升。最后，财政可持续。政府不想过度加杠杆、过度堆债务，那么与其一碗水端平、撒胡椒面式地去支持区域发展，不如去支持那些真的有生机、有活力、有产业的区域。这些区域有相对不错的投入产出比，所以在这样的地区，财政是可持续的。而那些看起来被抛弃、被疏离的地区，可以有更低的基本层面上的财政保障。关于财政的未来，关于城市的发展，政策导向也在发生变化，“十四五”规划建议提出“推进以人为核心的新型城镇化”就是个重要转变。钱跟着人走，人往哪里去，钱就哪里去。既然人更多地选择去大城市发展，去大城市集聚，那么也要为大城市的发展提供更多的财政支持。政策思路上的根本改变，尤其是土地和户籍制度上的适时松动，必将逐步释放中国空间布局上的红利。

三是，对内开放的红利。在“内循环”里面要做什么？一个很重要的方面就是“拓展投资空间”，其实就是促进民间投资。这次疫情发生后，民营企业生产恢复是最快的，出口恢复是最快的，利润增长受到的冲击是最窄的。归根结底，民营企业有更强的求生愿望。但民营企业的投资回报却不乐观，因为各种各样的经营成本可能也在不成比例地上升。2020年中共中央办公厅印发《关于加强新时代民营经济统战工作的意见》，“十四五”规划建议提出“激发各类市场主体活力”、“建设高标准市场经济”，政府对民营企业的发展一如既往地非常重视的。未来中国在市场开放、营商环境方面做出更扎实的功夫，能够真正提升内循环的质效。

四是，对外开放的红利。不同于科技“脱钩”的问题，在金融领域，中美之间甚至存在逆势“挂钩”的趋势。从数据上来看，虽然美国对上市公司的会计准则要求很高，但中国在美国上市的企业数量相比去年还是明显增长（近期美国试图对中国企业在美上市做出严格控制，值得关注）。外资配置中国资本市场的规模也在大幅增加；中国对外资企业开放所有权比例控制，也迈出了很大的步伐。为什么会在金融领域有这种挂钩的趋势呢？很简单，中国的经济增长是一枝独秀的，人民币资产收益是相对丰腴的。

中美之所以在金融领域出现挂钩的趋势，背后还有个很重要的原因，就是中国越是在遇到不利环境的时候，越是推动金融开放。市场倾向于认为这是个可信的承诺。首先，疫情暴发以来，中国商品贸易顺差还不错，服务贸易逆差也在收窄，所以总体上经常账户顺差还不错。但往后看，服务贸易逆差的收窄和商品贸易顺差的超预期增长可能是不可持续的。未来中国经常账户顺差可能会收窄甚至转负，这时就更需要从资本和金融账户下吸引外资。因此，从长远战略方向上考虑，中国金融开放的大方向是完全确定的。其次，金融开放是中国融入世界的窗口，是构建“双循环”的关键节点。基于上述考量，在纷繁复杂的国际政经环境下，中国不会贸然关闭这个窗口。正是认为中国的金融开放是个可信的承诺，外资在配置中国资产的时候，不仅有被动配置的成分，也有主动地加杠杆的成分。

把上述四个方面的红利发挥好，我们相信未来中国经济能够行稳致远、更有韧性。资源重新配置，体现在经济转型上的红利，就是制造业智能升级、服务业科技赋能齐头并进，能够延缓中国潜在增长率的下行；体现在空间布局上的红利，就是城市群和都市圈的发展，集中优势资源办大事；体现在对内开放上的红利，就是进一步开放市场准入，让民营企业家有更多的信心、更多的空间去同台竞技，相信民营企业家会做出理性的决策，会交出一份有投资效率的答卷；体现在对外开放上的红利，就是在金融领域完全可以走向更加开放，只要中国的资本项目管制还处于审慎评估、有序放开的状态，进一步扩大金融对外开放，不仅可以发出可置信的信号，也会收到实实在在的效果。

从长租公寓“爆雷”看场景金融有哪些“坑”

来源：财新网(2020-11-30)

作者：孙鑫(某银行理财子公司，任创新投资业务负责人)

中国长租公寓的业态到底是什么

除了少数利用具有特殊产权性质，但可以作为住房使用的物业开展业务的长租公寓经营者外，中国长租公寓行业主流经营者基本均采用“二房东”模式开展业务，即：通过和整租或散租的上游业主签署 3-7 年不等的长租合约，承诺定期向业主支付固定租金；再通过装修升级或合法分隔手段提升单房潜在租金，并及时招徕下游散客收取租金，获取上下游租金差的商业模式。

这种商业模式的基础版本具有如下几个特征：第一，业态轻资本、大流水；第二，大额资本性支出主要集中在期初，收入项则需要长期摊还回收；第三，成本项在期初一次性锁定，且缺乏合理对冲手段，收入项则会随经济环境变化而变动。

能够看出，“二房东”商业模式是否具有可持续性在于两个因素：根本性因素在于扣除各种税费后，业务的净现金流是否可以基本保持为正；另一个重要因素则是是否有足额资本或金融工具应对收支现金流的错配。

还身处金融科技行业时，笔者针对几家潜在投资标的做过数次调研，发现在行业起步的最初一两年过去后，除了极个别具有良好品牌效应且有房屋中介行业背景的头部分经营者之外，长租公寓行业里规模以上经营者收上游租约时的净现金流就很难做到正数了——这和一般行业“规模经济”的现象完全相反：由于无法做到对“租约”这种较稀缺原材料的成本控制，长租公寓行业很可能出现“规模不经济”现象。

这个行业出现的“规模不经济”非常类似于低流动性市场出现多个竞争性买家时会发生的现象：合格资产的价格会被炒得很贵，最终会推演到远超其内在价值的程度。

此外，收购租约还不像收购原材料这么简单。长租公寓经营者收购的其实是一份付费义务。回溯当年调研纪要时赫然看到有的创始人很认真地说：“我们手里有 xx 套租约资产”——这让笔者反思了半天：搞错资产和负债基本概念的到底是笔者、是当时的创始人，还是背后的股权投资人？

除了表面上看到的金融原理外，在经济周期的大图景中观察长租公寓“二房东”商业模式，就会发现更加深层的逻辑矛盾。

回溯此轮长租公寓行业的迅猛发展，大体上伴随着股权性金融资本催熟的影子。股权投资机构最活跃的时点往往也是宏观经济最为活跃时点，在这些时间点上，长租公寓的经营者对未来出租率、静态租金额、租金增长率的判断都会显著乐观，而短期内的乐观经营数据则会让股权投资人对其经营绩效提出更高的要求——这其中与估值相关性最高的 KPI 就是“持有租约数”。在股权投资人的持续要求下，经营者会采用极不合理的价格锁定未来数年的经营成本。而这些上游租约在宏观经济活跃程度显著下滑后，最终变成了经营者脖子上的绞索。

长租公寓“二房东”的业态究竟催生出了怎样的场景金融

在“轻资本运营”的基本前提下，“二房东”主要使用了两种金融工具应对期初由于房屋装修改造带来的大额资本性支出。

一、下游租金趸收及租金贷

“二房东”通过对下游承租人许诺降低月均租金的方式鼓励其一次性缴纳 3 至 12 个月不等的租金，从而尽快回流现金。针对无能力一次缴纳租金的下游散客承租人，则鼓励其使用租金贷来进行分期。针对上游业主，则通过提高月均租金的方式鼓励业主尽可能选择逐月或以较短周期收取租金。

二、发行公私募资产证券化产品

“二房东”可将下游散客承租人的租约打包，通过发行（类）资产证券化产品来迅速回流现金。这里的小把戏则在于两点，其一是使用净现金流几乎无法有效融资，发行人通常会引入担保机制，相当于以承担更高融资成本为代价，把经济周期和经营风险转嫁给担保公司（当然也很容易引发后续一系列商业纠纷）；其二则是下游租约通常较短，可在证券化金融工具中引入“循环买入”的机制有效拉长其资金使用期限。

做生意需要足额本金，本金规模既是开展经营活动的基本保障，也是对股东和经营者道德风险的有效约束。现在看来，基于“轻资本”模式基础上发展出来的借贷性金融需求最终都会随着宏观经济进入周期性底部时引发各种金融风险及社会问题。

到底什么才是“有益的”场景金融

曾几何时，由于国民经济发展进入了“新常态”，传统金融业务的发展增速也开始呈现出一定疲态。在场景中寻找“新蓝海”叠加“服务实体经济”成了金融行业最政治正确的口号之一。这种口号并没有错，但如何区分从场景金融的“有益”与“无益”则是更加关键的问题。

笔者认为，从根本上看，有益的场景金融的首要服务对象应该是有需求的最终消费者，这种需求应该简单直接、易于被人理解。

例如，这些年来蓬勃发展的供应链金融及消费金融业务，就分别起到了促进小微企业回款和终端消费的作用。尽管在个别经营者身上出现了不规范的经营现象，但从业态的必要性来看，这些“场景型金融”业务的出现整体提高了金融业对实际经济需求的响应程度。

然而，以租金贷为例，尽管这种金融产品被包装成了消费者分期支付租金的消费贷款形态，但结合租金优惠等营销手段来看，这种产品背后满足的却是长租公寓经营者自身尽快回流资金的需求。这种包装下的“场景金融”产品很可能蕴含着一定道德风险和信用风险。

其次，有益的场景金融必须对应了一种实际存在的内生需求，而且需要有成本可控的实施方式。

金融行业不应出于自我感动和自我宣传，基于一些“伪场景”开展“伪创新”业务。所谓的“伪创新”是指场景需求自身不可持续，或无法找到成本可控的风险管理模式。

从实践操作角度来看，金融机构近几年也已经从“唯场景论”中逐渐走了出来。经过几年业务实践，金融机构往往会发现，信贷业务最重要的抓手仍然是借款人的还款能力和还款意愿。场景仅能在一定程度上保障借贷行为的真实性，有时能够辅助判断出借款人的还款能力，或辅助约束借款人的还款意愿。然而，有些场景却是实实在在的“有毒场景”。这些“有毒场景”主要体现为两种形式：

第一种：借款行为对应了某种服务的持续消费，然而服务提供商的信用资信较弱。这几年培训贷、租金贷产品都出现了服务商“跑路”的现象，背后都说明了这样一个道理：一旦轻资产的服务行业可以通过金融工具进行一次性圈钱，其道德风险和信用风险都很难得到有效防控；

第二种：借款行为对应的基础服务或商品有很强的道德属性。譬如医药或医疗器械对终端个人消费者的分期。这些“带血的”场景具有很强的道德属性。即便从金融原理角度看，借款人的还款能力本身就有潜在风险。针对这些产品开展消费信贷业务天然存在严重的内生风险。

说回到长租公寓。在几十年土地财政的支持下，中国经济得到了巨大发展。而居民在衣食住行领域获得可承担的体面服务的基本需求并未得到充分满足。在土地财政背景下，住宅作为一种承载了大量经济发展意义的商品，价格几乎在任何一个时点看相对于当时的收入水平都非常高昂。同时，加在这个市场上的税费成本也常年居高不下。这也是中国长租公寓市场无法像国外一样采用重资本基金模式（如住宅类 REITs）持有并出租获利的重要原因。

从根本上看，让居民通过租房“有所居”市场效益较差，行业自然地选择了“二房东”模式，这也是充分竞争市场下的必然业态。然而，如何给城市中的居住者提供有一定质量保障、能够维系基本生存尊严的社会公共品，其实是政府理应担负起来的责任。

蛋壳暴雷：经济凛冬将至的隐喻

来源：FT 中文网 (2020-12-7)

作者：徐瑾 (FT 中文网专栏作家)

覆巢之下，安有完卵。

最可怕的事还是发生了，出人命了。

12 月 3 日，广州蛋壳公寓一 18 楼租客跳楼。据媒体报道，这个租客是个年轻人，刚毕业，还没有工作，据说 9 月刚签订了一年租金贷合同。有种说法是，他收到房东通知，因为没有收到蛋壳支付的房租，要求租客一周内搬家。临近最后通牒时刻，他选择结束自己性命。

目前房东表示自己没贴过告示，但不论真相如何，生命已经不可以恢复。当天凌晨三点，这个年轻人发了一条朋友圈：“对不起”。就这样，他没能又一次看到广州的太阳。

蛋壳暴雷，未必是他选择结束生命的唯一原因，但显然是压死骆驼的稻草之一。此前在北京，已经有类似事情，只是幸好最后没出人命。11 月 23 日，一位 26 岁的蛋壳租户站上了蛋壳公寓北京总部的天台；她打电话给记者说：“我死了之后，希望大家的钱可以退回来。”

在年轻人的生命面前，谈到蛋壳的故事，有点沉重。但是，长租公寓暴雷，其实是一个意料之中话题，反映的却绝不仅是创业失败的故事。

一

在 2020 年上半年，因为疫情，不少规模稍小的长租公寓就已经有各类暴雷传言。这些新闻，其实就拷问一个基本问题，长租公寓的商业模式是否成立。

长租公寓的模式，其实说来也简单，就是平台代房东管理，成为二房东：平台将业主房屋租赁过来，通过装修改造之后，以单间的形式出租，主要针对年轻人提供服务。

长租公寓这些年能火起来，最核心一个因素，就不得不说一个重要工具，那就是租金贷——也就是说，租客与长租公寓企业签下租约，同时还会和银行等金融机构签订贷款合约。随后，一般而言，银行会替租客支付全年房租给长租公寓，而租客向该金融机构按月还款，长租公寓则将租金按季或按月付给房东。

这原本是件好事。长租公寓方的收益就不说了，对于房东来说，省去了催租管理的麻烦，对于房客来说，如果运行得当，省去传统的付三押一的麻烦，对刚工作的年轻人，可以说，毕竟省了一笔现

金流。

问题出在哪里？租金贷还是一个关键。注意，通过租金贷，租客一年房租往往一次性进入长租公寓账户，而长租公寓则是分月分季度给房东。这其中，就有期限差，也有了大笔现金流在账面上，这个时候，公司会怎么做呢？

那么长租公寓一般会用这笔钱干什么呢？一般来说，继续扩大规模。

这也没错，全天下金融业，做的都是利用资金期限错配的业务。这个业务天然要求经营者十分谨慎，大家都知道银行很保守，因为做资金的业务，必须如此，否则就要出问题了。

但是，银行之外的企业，会这样保守么？很难。

还是以蛋壳为例，2020 年 3 月，蛋壳公布 2019 年财务报告。2019 年，蛋壳公寓将业务扩展到苏州、无锡、西安和重庆，覆盖全国 13 个城市。蛋壳公寓收入达 71.29 亿元，同比增长 166.5%，持有公寓数量达 43.83 万间，同比增长 85.4%。但是，蛋壳还是在亏损，而且还在扩大。2019 年全年，蛋壳公寓净亏损 34.37 亿元，2018 年净亏损则为人民币 13.69 亿元，亏损幅度同比扩大 151.06%。

而蛋壳公寓联合创始人兼 CEO 高靖表示，2020 公司仍然专注于增长战略，进一步扩大规模。

这是疯了么？其实并没有。

很多商业模式走得通与否，其实就在于市场规模或者市场地位。

现在很多说长租公寓走不通，是因为中国人喜欢买房子，或者租售比太低之类。但是，长租公寓能够起来，本质就在于还是有可能走出大玩家，尤其在某个城市或者全国占据统治地位的公司，还是有希望的。

互联网企业尤其如此。比如网上卖货，事实上看起来就是很奇怪，甚至亏损了很多年，但是走通了，过去是阿里巴巴，今天就是拼多多。

当长租公寓搭上了资本市场的快车，飞速扩张。但是，当这样的扩张遇到了疫情，人口流动冻结，空置率增加，平台持有成本居高不下，暴雷也不期而至。

二

万物万联。

11 月，蚂蚁金服上市暂停，是 2020 年资本市场最戏剧化的一幕。中美贸易战交恶，海外上市难度增加，而科创板未来方向，在蚂蚁之后，强调重点是硬科技。这意味着，很多以消费模式创新的公司，上市可能性大为降低——事实上，消费方面的创新，恰恰是中国互联网公司的一大特点。

对业内人士来说，在过去十年，中国最好的职业几乎就是互联网公司员工，其风头甚至盖过传统的金融业。业内笑谈，一个 Alibaba 的 P8 员工，可以开出很高的择偶标准。事实上，以他的收入，确实超过全国 99% 的人。

但是，这样的公司成长或许即将成为过去。不少互联网业务模式，在资本乘风破浪的时候，或许可以成立，人人都可以薅一把资本主义羊毛。如今，伴随着资本的野心消散，不赚钱的商业模式不行了，不少人可能成为其中的韭菜。无论是 P2P，还是前段时间流行的网络杀猪盘，还是当下长租公寓，类似事情会越来越多。

这个冬天，因为蛋壳的事，波及几十万年轻人，在北上广深等地，在城市中的寒风中，流离失所。从光鲜上市到暴雷，蛋壳的故事一波三折。暴雷，这个局面已经出现，如何接盘处理，成为大众关心

的要点。

怎么办？对于公共事件，我们往往不由自主代入弱者视角，不少人会觉得租客很无辜，交了钱，还被赶回来，极端者不得不以命相搏。但是客观地说，房东也不是强者，也确实承担了损失。按照中国现行司法解释，房东维护自己权益，并没太多问题。

如果平台不能兜底，政府是否应该出面背书？我觉得这不是好的方法，一刀切永远是简单粗暴的方式。而且，这样的模式，其实也在鼓励大家去冒道德风险，比如明知某个产品有风险，却因为相信很可能有背书而入手。平台、租客、房东之间，最好还是通过协商的方式，解决问题。

年轻人，也是成年人。而成年人，应该学会为自己决策负责。当然，这一代年轻人是越来越难了。当他们中的一部分，为 996、社畜、内卷、软阶层而大骂资本家时，也应该学会从社会的暴打中成熟起来。

很多人这个时候就感叹了，时代一粒沙，压在普通人身上，就是一座山。反讽的是，最早说类似话的方方，曾经被一个蛋壳租客号召割掉舌头，如今这个租客也陷入了维权之中。这个时候，如果舌头不再了，谁为她发声？

这个事件背后，有太多耐人寻味的因素——创业寒冬、金融暴雷、高房价、年轻人生计、公共舆论，几乎可以构成这个冬天的微妙隐喻。

我们常说一二线城市容不下年轻的身体，三四线城市容不下年轻人的灵魂，那么这一代后浪，如何容得下自己的身体和灵魂？

我想到，以前参加过的一个聚会。大家知道，估值超过 10 亿美元的公司，也被叫做独角兽企业。过去很新鲜，但是这几年却越来越不新鲜了。有人问，沙盘推演一下，独角兽会怎么死的？有个顶级投资人回答，饿死的。

是的，在软阶层时代，存量竞争会越来越剧烈，不赚钱而跑马圈地商业模式，可能越来越难了。独角兽都能饿死，一般的企业，就更难了。

资本的冬天，真的来了。

实现我国“十四五”及至 2035 年战略目标 金融改革和发展的重点

来源：爱思想网(2020-12-02)

作者：李扬(国家金融与发展实验室理事长、中国社科院前副院长)

发展格局转型是通过调整资源配置格局实现的。在市场经济中，资源的配置过程以金融资源的流动为载体，因此，在转向发展新格局的进程中，金融发挥着引领性的重要作用。这其中，资本市场的作用尤为重要，因为，资本市场的发展关乎资本形成，关乎杠杆率高低；而资本形成关乎产业创新、结构调整和经济增长，杠杆率高低则关乎金融风险。所以，发展多层次、功能互补的资本市场，成为实现我国“十四五”乃至 2035 年战略目标的金融改革和发展的重点。

然而，尽管发展资本市场始终是我国金融改革的首选议题之一，资本市场发展成效不彰，却是不

争的事实。截至2019年底，基于增量法统计的直接融资占社会融资总量的比重仍然只有14%。

资本市场不发达的后果之一，就是使我国经济增长呈现典型的债务驱动特征。在这种机制下，要促进经济增长，必然要大量增加债务，提高杠杆率，金融风险因此而累积；要管控金融风险，必要条件就是控制债务、降低杠杆率，经济增长因此将承受向下的压力。简言之，这种金融结构，使得我国的金融发展长期处于两难的“怪圈”之中。在经济高速增长时期，对于这种两难我们或无切肤之痛，但是，当增长速度下降，并形成了长期趋势后，高债务问题，以及与之密切关联的杠杆率居高不下问题，就进一步凸显，并成为我国金融风险的渊藪。走出“怪圈”的金融对策，便是大力发展资本市场，因为，资本市场筹集的资金形成企业权益，其自身就是降低杠杆率的积极因素。

最近，我们国家金融与发展实验室再次研究了我国资本市场发展问题，并结合对中美金融结构的比较，探讨了进一步改革的方略。我们认为，为了促进中国资本市场发展，调整股票市场结构、完善债券市场、大力发展资产管理市场和发挥金融机构的作用等四个方面，至关重要。

调整股票市场结构

不妨从分析上市公司的结构入手。资料显示，在美国，大公司引领和高科技主导是其上市公司的显著特征。中国上市公司则规模很小，而且以传统产业为主。这种差别，可以直观地从各自市场市值前十名公司的结构看出来：在美国，市值最大的前10家公司，集中在包括苹果、微软、亚马逊、脸书等在内的信息技术（7家）、现代消费（2家）和医疗保健（1家）领域；而中国市场中的前10家，则由酒业（2家）、传统金融业（7家）和传统资源业（1家）统治。这种上市公司的结构差异更清楚地反映在上市公司的产业结构上。在中国，工业企业占比52%，金融业占比23%，但是代表未来的信息业、医疗保健和可选消费，则分别只有6%、1%和4%；而在美国，信息业占32%，可选消费16%，医疗保健13%，金融只占10%，工业更只有7%。不难看出，中美股票市场的结构差别主要在于：美国股市集中了全国乃至全球最优秀、代表未来发展的公司，因而美国股市能够灵敏地反映国民经济的走势，具有引领经济发展的作用。反观中国，我们的上市公司以工业企业和传统金融企业为主（两者合计占比75%），这使得我国股市既难成为“国民经济的晴雨表”，更难引领整体经济不断提升质量和效率。建立上市公司优选机制当然需要多方面入手，其中，在上市制度方面迅速完成注册制改革，是建立选优制度的必要起点。目前通行的核准制之所以亟需改革，就在于它的本质倾向是重资产，重过去盈利的，基本无法顾及企业的未来发展，更难容纳投资者们的市场选择，因此，才会出现诸如华为、阿里巴巴等广大高科技企业无法在国内上市的情况，才会出现广大上市公司获取上市资金后，几乎都很难按审批的项目进行投资的怪异现象。

再看上市公司的所有制结构。在中国，我们依然依循国有和非国有的分野对上市公司进行分类。这固然体现了中国的现实并折射出制度优势，但也存在若干导致低效率的问题，其中最要紧者，就是使得上市公司这种非常市场化的制度安排，与中国的行政体系高度契合起来。在中国，公司能否上市、上市的步调以及公司的经营和发展计划，都与各级政府的经济和金融发展规划密切相关。由于上市公司都是各个地方用大量资源和政策培植起来的，而且事实上担负着地方大量的支出和其他经济责任，因此，若干关乎股市效率的制度安排，例如低效率公司退市制度，在实践中就很难实施。退市制度推行不了，不仅使市场失却了选优汰劣的功能，而且衍生出中国资本市场上一个特殊问题——“壳”资源和相应的“壳市场”的发展。这是传统体制下典型的“设租”和“寻租”行为。

股票市场的投资者结构也是扭曲的。机构投资者占比过低（国内外机构投资者合计占比18.6%），是大家熟知的老问题。更深入的分析显示，中国股票市场投资者结构中占比最高的并非坊间所诟病的“散户”（仅占27.29%），而是概念非常模糊的“境内一般法人”（54.11%）。这表明，我们的经济中存在着大量的政府机构和社会机构，通过行政性通道和资本市场联系在一起。这也就告诉我们，资本市场要提高效率，必须从制度上斩断市场与传统行政机制的联系，改变市场行政性过强的问题。

总之，改革我国股市的上市制度、退市制度和投资者结构，是提高股市效率的要点，而所有这些改革，都剑指我国市场的行政化倾向。

完善债券市场

市场分割，一向是我国债券市场的痼疾。2019年底，银行间债券市场占总债券规模之比为97%，而交易所仅占3%。

这种严重的市场失衡，与我国债券上市“五龙治水”的审批制度有关，也归因于我国债券市场持有者结构的特殊性。总体来看，我国债券市场投资者以银行为主，未清偿债券的70%以上由商业银行持有。在国债的持有者中，商业银行占比也超出70%。地方政府债券市场更为突出，中小银行持有占比竟然超出90%。这与美国债券市场中商业银行占比仅及5%的格局，恰成鲜明对比。银行成为各级政府的主要债权人，意味着我们发展政府债券市场的初衷被大大扭曲，更严重的是，基于这种关联，无论银行体系发生金融风险抑或是地方政府面临财政危机，都会对应地引发财政与金融的联动，继而形成系统性风险。

截至2019年底，我国债券市场中，国债占16.3%、地方政府债占22.3%，金融债占23.4%，公司信用债占22.8%，同业存单占9.8%，资产支持债占0.3%。明显的缺陷之一，就是以政府债为主体的安全资产占比过低。安全资产是金融机构进行流动性管理以及央行进行公开市场操作的主要对象。这个市场决定了基准利率水平，决定了无风险收益率曲线，制约着金融宏观调控的效率；在开放经济环境下，这个市场又关乎人民币的国际化。所以，稳步提升安全资产的占比，是中国金融改革的又一重要任务。

中国债券市场的结构扭曲，是我国金融机构体系扭曲的映射。传统商业银行资产占比过高并致使间接融资占比过高，是中国金融体系的传统弊端，对此，大家已经耳熟能详。近几年来，一个新的潜在风险正在出现，这就是长期的低利率乃至负利率。我们倾向于认为，超低利率乃至负利率，很可能在未来相当长时期中成为常态。果若如此，依靠息差存活的金融活动和金融机构将面临生存挑战。研究显示，国外很多非银行金融机构甚至商业银行之所以能在低利率、负利率环境下存活，是因为它们的商业模式已基本上不靠息差，而是依靠提供金融服务了。面对此状，加速调整我国金融结构，加速我国商业银行的改革，又增添了一份紧迫性。在未来发展中，大力发展不依赖息差的保险、养老金、各类非银行金融机构自不待言，对商业银行而言，真正将自己转换到“服务业”的立足点上去，更属当务之急。

重视资本市场发展的中国特色

客观地说，我国资本市场的发展，过去一直对标的是以美国为首的发达经济体。党的十九大（特别是十九届四中、五中全会）以来，当我们明确地总结出中国经济的显著制度优势之后，这种发展思路就值得反思了。总的认识是：应该认真总结那些在中国实践中行之有效的制度安排，并将之纳入中国资本市场的发展之路中。

首先，要重视资产管理市场的发展。毫无疑问，按照现在的发展逻辑，我国直接融资占比较低的情况，短时间内无法扭转。但是，我国实践中开发出的其他一些路径，例如发展资产管理市场，可能另辟蹊径。统计显示，我国间接融资占比一直保持在80%以上。2012年始，随着各类资产管理业蓬勃发展，该比重持续下降，到2015年，曾一度降至60%以下。2015年下半年开始整顿资管行业，间接融资占比又回升至80%以上。这一波动过程告诉我们，发展资产管理市场，可能是现实地解决我国直接融资占比过低的中国路径。如所周知，资产管理市场的本质，就是打开传统商业银行的资产负债表，将“黑箱”中的负债和资产都放到市场上，利用市场手段，对它们进行结构化重组，变成可交易的证券。在我国，这条路是走得通的。

其次，要重视金融机构的作用。中国 40 多年经济飞速增长，需要大量的资本形成来支撑。根据传统理论，资本主要是在资本市场上形成，但是，中国的资本市场显然没有发挥这一功能，相反，另一类金融组织，亦即商业银行，承担了中国资本形成的重任；长期大规模地提供中长期贷款，便是承载资本形成的主要工具。截至 2020 年 7 月底，中国的中长期贷款占国内贷款总额的 62.2%，同期美国中长期贷款占比 30%。但如果将对居民提供的住房抵押贷款扣除，则中国中长期贷款占国内贷款总额的 36.3%，美国则降至 2%。这比较清楚地告诉我们，中国高速增长所需的资本，长期以来是由商业银行提供的。这显然又是与教科书不一致的“中国特色”。据此我们认为，必须摒弃直接融资与间接融资非此即彼的“两分法”，认真探讨银行机构如何有效地参与资本形成，如何事实上发挥资本市场功能的机制。简言之，金融机构在其中发挥重要作用，可能是中国资本市场的特色。

建设现代中央银行制度

来源：爱思想网(2020-12-02)

作者：易纲(中国人民银行行长、党委副书记)

党的十九届五中全会提出“建设现代中央银行制度”，为做好新时代中央银行工作指明了方向。我们要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，坚持党中央对中央银行工作的集中统一领导，通过夯实现代中央银行制度，为开启全面建设社会主义现代化国家新征程提供战略支撑。

一、建设现代中央银行制度的重要意义

中国人民银行于 1948 年 12 月成立，1984 年起专门行使中央银行职能。党的十八大以来，以习近平同志为核心的党中央高度重视中央银行工作。习近平总书记指出，“千招万招，管不住货币都是无用之招”，“加强金融基础设施的统筹监管和互联互通”，“打好防范化解重大风险攻坚战，重点是防控金融风险”，“要提高金融业全球竞争能力，扩大金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力，提高参与国际金融治理能力”，全面深刻概括了现代中央银行制度的内涵。党的十九届四中全会从推进国家治理体系和治理能力现代化出发提出建设现代中央银行制度。党的十九届五中全会立足推动高质量发展、统筹发展和安全，对建设现代中央银行制度作出战略部署，具有重要意义。

（一）建设现代中央银行制度是推进国家治理体系和治理能力现代化的重大任务。金融制度是经济社会发展中重要的基础性制度，货币是金融的根基，中央银行负责调节货币总闸门。因此，现代中央银行制度是现代化国家治理体系的重要组成部分。在现代信用货币体系下，中央银行对货币管理得好，就能够发挥出货币跨时空配置资源的积极作用，促进经济持续健康发展；中央银行对货币管理得不好，不是出现货币超发导致通货膨胀和资产泡沫，就是发生信用收缩，甚至造成经济金融危机。改革开放以来我国中央银行制度建设取得重要阶段性成果，但仍不够成熟、定型，需要按照推进国家治理体系和治理能力现代化的要求建设现代中央银行制度。

（二）建设现代中央银行制度是推动高质量发展的内在需要。一段时间以来，金融风险成为重大风险之一，其形成和我国中央银行制度还不完全适应高水平社会主义市场经济体制有关，体现为货币政策易松难紧，政策传导效率存在体制机制性梗阻，中央银行对系统性金融风险的统筹监管不足等问题。当前我国转向高质量发展阶段，正处于转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻坚期，需要以现代中央银行制度作为重要支撑，既支持经济转型升级，又防止发生严重通货膨胀或通货紧缩以及系统性金融风险，确保我国现代化进程顺利推进，维护国家安全。

（三）建设现代中央银行制度是应对国际中央银行制度演变挑战的必然要求。从国际中央银行制度演变历史看，最初中央银行的主要任务是向政府融资，后来转为专门管理货币，并逐步建立起通过调节货币和利率维护币值稳定的现代中央银行制度。20世纪70年代全球中央银行开始重视充分就业，2008年国际金融危机后又关注金融稳定和国际协调合作。在我国，中国人民银行自1984年不再向企业和个人提供金融服务而是专门行使中央银行职能以来，一直以维护币值稳定作为首要目标，并以此促进经济增长，而且比较早地关注了金融稳定和国际收支平衡目标，近年来又重视充分就业目标。在百年未有之大变局的深刻背景下，为应对国际中央银行制度的演变，我们要立足中国国情，对国际中央银行的做法进行科学分析和借鉴，加快建设现代中央银行制度。

二、建设现代中央银行制度的内涵

现代中央银行制度是现代货币政策框架、金融基础设施服务体系、系统性金融风险防控体系和国际金融协调合作治理机制的总和。建设现代中央银行制度的目标是建立有助于实现币值稳定、充分就业、金融稳定、国际收支平衡四大任务的中央银行体制机制，管好货币总闸门，提供高质量金融基础设施服务，防控系统性金融风险，管控外部溢出效应，促进形成公平合理的国际金融治理格局。

（一）健全现代货币政策框架。现代货币政策框架包括优化的货币政策目标体系、创新的货币政策工具体系和畅通的货币政策传导机制。货币政策以币值稳定为首要目标，更加重视充分就业。丰富货币政策工具箱，健全结构性货币政策工具体系。以深化利率市场化改革为抓手疏通货币政策传导机制，更好服务实体经济。中央银行要实现币值稳定目标，需要以市场化方式对银行体系货币创造行为进行调控，前提是中央银行能够保持资产负债表的健康可持续，为此必须实行独立的中央银行财务预算管理制度，防止财政赤字货币化，在财政和中央银行两个“钱袋子”之间建起“防火墙”，同时要防止中央银行资产负债表承担企业信用风险，最终影响人民币信用。

（二）建设金融基础设施服务体系。中央银行通过金融基础设施为金融体系和社会提供最基础的金融服务，金融基础设施是中央银行实现四大任务的重要支撑，经济发展和对外开放对金融基础设施服务的便捷性、联通性、安全性不断提出新的要求，需要持续加强金融基础设施建设，优化结构布局，统一监管标准，确保安全高效运行。

（三）构建系统性金融风险防控体系。我们在打好防范化解重大风险攻坚战中积累了经验，形成了若干行之有效的处置风险模式，但金融监管和风险处置中的道德风险问题依然突出，市场纪律、破产威慑和惩戒机制尚未真正建立，地方政府和金融机构以社会稳定为由倒逼中央政府、中央银行承担高昂救助成本的问题仍未根本扭转。中央银行作为金融体系的最后贷款人，必须在事前事中事后全过程切实履行防控系统性金融风险的责任。从事前防范看，一是健全宏观审慎管理体系，应对金融机构顺周期行为和金融风险跨机构跨市场传染；二是完善审慎监管基本制度，强化金融监管协调机制，促使微观审慎监管不留空白；三是指导行为监管，保护金融消费者合法权益。从事中处置看，要压实股东、各类债权人、地方政府和金融监管部门责任。从事后问责看，要对重大金融风险的形成过程中金融机构、监管部门、地方政府的责任进行严肃追究和惩戒，有效防范道德风险。

（四）完善国际金融协调合作治理机制。中国经济是大国经济，有很强的溢出效应和溢回效应，人民币会以市场化方式逐渐成为国际货币，在此背景下建设现代中央银行制度，要求我们必须从完善国际金融协调合作治理机制的高度出发，推动国际货币体系和金融监管改革，积极参与构建全球金融安全网，完善人民币汇率形成机制，推进金融双向开放。

三、建设现代中央银行制度的重大举措

（一）完善货币供应调控机制。完善中央银行调节银行货币创造的流动性、资本和利率约束的长效机制，保持货币供应量和社会融资规模增速与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。增

强货币政策操作的规则性和透明度，建立制度化的货币政策沟通机制，有效管理和引导预期。稳妥推进数字货币研发，有序开展可控试点，健全法定数字货币法律框架。完善以公开市场操作利率为短期政策利率和以中期借贷便利利率为中期政策利率的央行政策利率体系，健全利率走廊机制，引导市场利率围绕央行政策利率为中枢波动。深化贷款市场报价利率改革，带动存款利率逐步走向市场化，使央行政策利率通过市场利率向贷款利率和存款利率顺畅传导。破除贷款利率隐形下限，引导金融资源更多配置至小微、民营企业，提高小微、民营企业信贷市场的竞争性，从制度上解决小微、民营企业融资难融资贵问题。

（二）构建金融有效支持实体经济的体制机制。在宏观层面搞好跨周期政策设计，以现代化的货币管理促进经济高质量发展。在微观层面引入激励相容机制，创新结构性货币政策工具，引导金融机构优化信贷结构，支持国民经济重点领域和薄弱环节，打通金融向实体经济的传导，加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。要贯彻新发展理念，坚持创新发展，完善金融支持创新体系，围绕创新链和产业链打造资金链，形成金融、科技和产业三角良性互动；坚持协调发展，健全农村金融服务体系，保持县域金融机构法人地位总体稳定，保持金融体系完整性，促进城乡协调发展；坚持绿色发展，发展绿色金融，推动绿色低碳发展，推进碳排放权市场化交易；坚持开放发展，推进金融双向开放，各类金融机构平等竞争；坚持共享发展，加大对小微、民营企业的金融支持力度，提升金融科技水平，增强金融普惠性。

（三）建立现代金融机构体系。按照市场化、法治化、国际化原则，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融机构体系。要以强化公司治理为核心，深化国有商业银行改革，更好服务中小微民营企业。从完善制度入手，支持中小银行和农村信用社持续健康发展，形成各类银行公平竞争的银行体系结构。改革优化政策性金融，实施政策性业务与商业性业务分账管理，提升支持国家战略的能力。改善融资结构，大力发展债券市场和多层次资本市场，提高直接融资比重。统筹规划金融业综合统计、反洗钱以及金融市场登记托管、清算结算、支付、征信等金融基础设施，推动境内外各类金融基础设施互联互通，构建适应金融双向开放的金融基础设施管理体系。

（四）推进金融双向开放。在金融领域加快实现准入前国民待遇加负面清单管理。在坚持金融业务和金融机构持牌经营的前提下，统一准入标准，鼓励各类资本依法平等进入金融行业。稳慎推进人民币国际化，坚持市场驱动和企业自主选择，营造以人民币自由使用为基础的新型互利合作关系。保持人民币汇率弹性，发挥好宏观经济自动稳定器功能，实现内部均衡和外部均衡的平衡。提高参与国际金融治理能力，积极参与国际金融规则制定，加强与国际组织合作，推动建立多元、稳定的国际货币体系。

（五）健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系。维护金融安全，守住不发生系统性风险底线。完善宏观审慎管理体系，加强对系统重要性金融机构、金融控股公司与金融基础设施统筹监管，逐步将主要金融活动、金融市场、金融机构和金融基础设施纳入宏观审慎管理，发挥宏观审慎压力测试在风险识别和监管校准中的积极作用。建立权威高效的重大金融风险应急处置机制，完善存款保险制度，在股东、债权人等依法合规承担损失的前提下，发挥好存款保险基金的处置平台作用，中央银行依法履行好最后贷款人职责。要严肃市场纪律，对重大金融风险形成进行问责，金融机构、地方政府、金融监管部门要依法承担责任。

新闻快讯

52.1%！11月制造业PMI创38月新高

来源：每经网(2020-12-01)

作者：李可愚，陈旭

又一项重要经济指标实现突破，并创下3年多来的新高。

11月30日，国家统计局发布2020年11月中国采购经理指数（PMI）运行细情况。数据显示，11月份，中国制造业PMI为52.1%，比上月上升0.7个百分点，连续9个月位于临界点以上，表明制造业恢复性增长有所加快。

《每日经济新闻(博客, 微博)》记者注意到，此次发布的数据也是自2017年10月之后，连续38个月以来的最高水平。与此同时，11月非制造业商务活动指数为56.4%，综合PMI产出指数为55.7%，双双升至年内高点。

全产业链恢复态势明显

今年初，受疫情影响，2月份的制造业PMI曾录得35.7%的历史低值，但该指标随后迅速复苏，目前已连续9个月位于50%的荣枯线上方。

国家统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河分析称，从11月数据看，一个重要特点是产需两端协同发力。

其中，生产指数和新订单指数为54.7%和53.9%，分别高于上月0.8和1.1个百分点，均上升至年内高点，且两者差值自6月份以来逐月缩小，从2.5个百分点降至0.8个百分点，表明制造业内生动力不断增强，供需循环持续改善。

分行业来看，与高技术制造相关的医药、电气机械器材、计算机通信电子设备及仪器仪表等行业生产指数和新订单指数均高于56.0%，位于较高景气区间，产需加快释放，对制造业总体引领带动作用进一步增强。

国务院发展研究中心宏观经济研究部研究员张立群分析认为，从11月PMI分项数据看，处于上游的煤炭、钢材等原材料价格上涨明显，购进价格和出厂价格指数升幅较大，可能预示下游产业生产恢复开始带动上游产业，全产业链恢复特征趋于明显。

此外，进出口景气度稳步回升。11月新出口订单指数和进口指数为51.5%和50.9%，分别高于上月0.5和0.1个百分点，均为年内高点，且连续3个月位于扩张区间，保持逐月回升走势，我国进出口持续恢复向好。

值得注意的是，随着近期大宗商品价格普遍上涨，以及企业生产、采购活动加快，11月制造业原材料采购价格和产品销售价格均有明显上升。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数为62.6%和56.5%，分别高于上月3.8和3.3个百分点，均为年内高点。从行业情况看，受下游行业需求拉动，上游产品价格上涨幅度更为明显。11月石油加工煤炭及其他燃料加工、化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等行业两个价格指数均位于60.0%以上高位景气区间。

大中小型企业同步复苏

11 月 PMI 分项数据还显示出另一个重要特点，即不同规模类型企业在 11 月都出现了同步修复的态势。

数据显示，11 月大、中、小型企业 PMI 分别为 53.0%、52.0%和 50.1%，分别高于上月 0.4、1.4 和 0.7 个百分点，均位于临界点以上。这种情况在今年还不算多见。

赵庆河介绍，调查结果显示，11 月小型企业生产经营状况有所改善，反映资金紧张的小型企业占比为 42.3%，低于上月 2.6 个百分点，是今年以来的低点，表明前期出台的助企纾困以及针对小微企业的金融扶持等政策措施效果显现。

兴业银行首席经济学家鲁政委认为，10 月工业增加值与服务业生产指数同比增速均已超过 2019 年第四季度的水平，表明经济修复进度好于预期。11 月其他宏观经济数据有望继续改善，市场对经济复苏的乐观预期有望进一步强化。

中国物流信息中心研究员文韬分析称，综合来看，11 月份，我国经济复苏进程有所加快，市场供需两端加快增长，带动市场价格上升，外贸保持稳中有增，大中小企业协同上升，高端制造业加快增长。企业对后市预期也较为乐观，生产经营活动预期指数较上月上升 0.8 个百分点至 60.1%，年内首次上升至 60%以上。尽管目前国际疫情仍在加快蔓延，但我国经济有较大的潜力和较强的韧性，在“六稳”“六保”相关政策的进一步发力下，经济将继续加快恢复。

张立群认为，剔除国庆中秋长假影响，9 月至 11 月，制造业 PMI 指数平稳提高，表明经济持续稳定恢复。但从相关调查看，需求不足的问题仍然存在，要继续增强扩大内需政策的实际效果。

港媒关注：中国扩大投资海外资产试点规模

来源：参考消息网(2020-12-02)

责编：张威威

参考消息网 12 月 2 日报道 港媒称，在投资者的海外资产配置需求日益上升之际，北京计划扩大两项允许居民在配额范围内购买海外股票的试点计划。

据香港《南华早报》网站 11 月 30 日报道，中国媒体报道说，中国海南自由贸易港和特大城市重庆将很快开始试点开展“合格境内有限合伙人”(QDLP)和“合格境内投资企业”(QDIE)计划。

报道说，已实施这两项计划的上海、深圳和北京将增加参与者的数目和发放新的投资配额，但报道没有提供关于许可证数目和配额金额的细节。迄今为止，外汇管理局为每项计划确定了 50 亿美元的配额。

上海野狼资产管理有限公司董事长王峰表示，“在目前的配额制度下，这两项投资计划只占到中国外汇储备的一小部分，但是这一决定表明北京在管理资金流动”——包括遏制资本外逃方面——“正在采取积极的态度，监管机构对于发放新的配额很可能会采取稳扎稳打的策略”。

报道称，上海在 2013 年率先进行了 QDLP 和 QDIE 计划改革，允许外国对冲基金通过当地分支机构在中国的这个商业中心城市募集人民币，然后把资金兑换成外汇以投资海外股票。深圳随即仿效，在两年后启动了一项类似的 QDIE 计划，该计划获批可以从事更为广泛的投资，包括私募股权、对冲基金和房地产。

报道称，全球资产管理机构正越来越多地把目光投向中国境内投资者的庞大储蓄，这些中国投资者希望在全球范围内实现资产多元化。

报道指出，瑞士百达集团旗下的百达资产管理公司近日在上海开设了一家全外资企业，为其在中国内地募集 QDLP 基金铺平了道路。

百达集团高级合伙人雷诺·德普兰塔说：“全球宏观环境并非没有挑战，但鉴于本集团的金融实力，以及我们对于中国市场的长期承诺，我们仍然相信目前是我们迈出这一重要步伐的适当时候。”

据报道，QDLP 和 QDIE 计划是从“合格境内机构投资者”（QDII）计划演变而来的，后者是另一项基于配额的投資安排，它允许中国的共同基金向境内投资者募集资金，然后用这些资金购买境外股票和债券。今年 9 月，国家外汇管理局自 2019 年 4 月以来首次发放了 QDII 计划的新配额。中国官方媒体 10 月称，价值 100 亿美元的 QDII 计划新配额将会分批次发放。

美媒：美国忧虑经济或将滑向双底衰退

来源：参考消息网(2020-11-19)

责编：郭庆娜

参考消息网 11 月 19 日报道 美国《国会山》日报网站 11 月 15 日发表题为《对双底衰退的担忧随着新冠病例一起增加》的文章，全文摘编如下：

美国国会领导人似乎越来越不可能就另一项疫情救助计划达成协议，而另一轮重要的失业救济金将在未来数周内到期。

各个政治派别的经济学家一直警告说，持续的经济增长取决于新冠疫情受控。现在，面对病例的增加，许多人感到更加担忧。

标普全球评级公司首席美国经济学家贝丝·安·博维诺说：“说得轻一点，这令人担忧。”她说：“如果这种情况蔓延，政府被迫重新采取封锁措施，当前非常脆弱的复苏肯定会失败。”

今年早些时候，标普全球评级公司预测了经济复苏的几种情况。基线预测是国内生产总值将下降 4%——假设国会通过一项有限的 5000 亿美元救助法案，且冬季新冠病例的激增得到控制。但事实是，并没有什么疫情救助计划，而病例正在激增。

很可能会出现更大幅度的经济收缩，降幅高达 5.1%。博维诺说：“不会像我们今年上半年所经历的那么大的幅度，但将二次探底。”

新冠病例的激增会影响经济的两个方面：企业经营和消费者信心。

现任总统特朗普一直强烈反对任何政府层面的封锁措施，而当选总统拜登的过渡团队也表示，他们支持针对热点地区而不是全国的封锁措施。

密歇根州、纽约州、俄勒冈州和弗吉尼亚州等州已经宣布将实施更多限制措施以遏制疫情的传播，包括限制在单个场所聚集的人数，并限制酒吧、健身房和餐厅的营业时间或接待人数。

美国全国保险公司高级经济师本·艾尔斯说，此类措施将有助于避免双底衰退，并避免像今年 4 月疫情盛行时美国大部分地区所实施的那种全面封锁。

然而，新墨西哥州 13 日下令实施为期两周的封锁，这一迹象表明其他地区也可能很快会采取较为严厉的限制措施。据密歇根大学的初步数据显示，消费者信心本月下降了近 5 个百分点，这几乎完全是基于消费者对未来经济前景的预期。

美联储主席鲍威尔坚持认为，财政刺激仍然是影响经济近期走势的最重要因素之一。但在就更多疫情救助计划达成协议的问题上，众议院议长佩洛西和参议院多数党领袖麦康奈尔仍然存在很大分歧。佩洛西支持众议院 10 月通过的一项 2.2 万亿美元的议案，而麦康奈尔则希望议案的金额接近 5000 亿美元。达成协议的可能性正在减小，令数百万仍处于失业状态的民众和成千上万苦苦挣扎的小企业主感到不安。

一项重要的小企业贷款计划——薪资保护计划——已经到期，而联邦政府对各州失业救济金的补助也基本停止。如果国会不采取行动，剩下的针对个体经营者和零工经济工作者的联邦失业救济金计划也将于 12 月 31 日到期。而仅这两项计划就覆盖了 1350 万美国人。

建立常态化退市机制推动长期资金入市

来源：《证券时报》(2020-12-01)

作者：程丹

证监会主席易会满在近日出版的《辅导读本》中发表署名文章。易会满表示，要全面实行股票发行注册制，健全中国特色多层次资本市场体系，推动上市公司提高质量，进一步健全退市制度，畅通多元退出渠道，建立常态化退市机制，大力推动长期资金入市，加快构建长期资金“愿意来、留得住”的市场环境。

易会满表示，“十四五”时期，提高直接融资比重，要围绕打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，强化资本市场功能发挥，畅通直接融资渠道，促进投融资协同发展，努力提高直接融资的包容度和覆盖面。

一是全面实行股票发行注册制，拓宽直接融资入口。及时总结科创板、创业板试点注册制的经验，稳步在全市场推行以信息披露为核心的注册制。同时，全面带动发行、上市、交易持续监管等基础制度改革，督促各方归位尽责，使市场定价机制更加有效，真正把选择权交给市场，支持更多优质企业在资本市场融资发展。

二是健全中国特色多层次资本市场体系，增强直接融资包容性。科学把握各层次资本市场定位，完善差异化的制度安排，畅通转板机制，形成错位发展、功能互补、有机联系的市场体系。切实办好科创板，持续推进关键制度创新；突出创业板特色，更好服务成长型创新创业企业发展；推进主板（中小板）改革；深化新三板改革，提升服务中小企业能力；稳步开展区域性股权市场制度和业务创新试点，规范发展场外市场；积极稳妥发展金融衍生品市场，健全风险管理机制。

三是推动上市公司提高质量，夯实直接融资发展基石。持续优化再融资、并购重组、股权激励等机制安排，支持上市公司加快转型升级、做优做强；进一步健全退市制度，畅通多元退出渠道，建立常态化退市机制，强化优胜劣汰；推动上市公司改革完善公司治理，提高信息披露透明度，更好发挥创新领跑者和产业排头兵的示范作用，引领更多企业利用直接融资实现高质量发展。

四是深入推进债券市场创新发展，丰富直接融资工具。完善债券发行注册制，深化交易所与银行间债券市场基础设施的互联互通，进一步支持银行参与交易所债券市场；加大资产证券化产品创新力

度，扩大基础设施领域公募不动产投资信托基金试点范围，尽快形成示范效应；扩大知识产权证券化覆盖面，促进科技成果加速转化。

五是加快发展私募股权基金，突出创新资本战略作用。积极拓宽资金来源，畅通募、投、管、退等各环节，鼓励私募股权基金投小、投早、投科技；出台私募投资基金管理暂行条例，引导其不断提升专业化运作水平和合规经营意识；加快构建部际联动、央地协作的私募风险处置机制，切实解决“伪私募、类私募、乱私募”突出问题，促进行业规范健康发展。

六是大力推动长期资金入市，充沛直接融资源头活水。加快构建长期资金“愿意来、留得住”的市场环境，壮大专业资产管理机构力量，大力发展权益类基金产品，持续推动各类中长期资金积极配置资本市场；加大政策倾斜和引导力度，稳步增加长期业绩导向的机构投资者，回归价值投资的重要理念；鼓励优秀外资证券基金机构来华展业，促进行业良性竞争。