

2017 年第 8 期 总第 16 期

财经参考

上海对外经贸大学图书馆主办



财经参考

2017 年第 8 期·总第 16 期

国际财经

特朗普税改前途，比里根减税更凶多吉少.....	1
美国里根时期供给侧改革的挑战、应对与启示.....	5
特朗普税改：分裂的观点与理念.....	15

国内财经

当前金融体系应当如何解决新经济融资的痛点.....	17
供给侧改革为发展经济学提供验证支撑.....	22
重新审视反垄断政策的经济学基础.....	23

新闻快讯

鲍威尔时代的美联储：货币政策或延续 最大的分歧在金融监管.....	31
中国政府制定应急计划 抵御特朗普税改冲击.....	33

财经参考

国际财经

特朗普税改前途，比里根减税更凶多吉少

来源：爱思想网(2017-12-10)

作者：陈平(复旦大学新政治经济学中心高级研究员，学术委员会主任，复旦大学经济学院兼职教授)

回去一半，美国联邦政府财政收入大幅下降，国债增涨近三倍（从 9970 亿美元升至 2.85 万亿美元），这导致美国从世界最大债权国沦为最大债务国，成为里根任期内“最大的失望”（greatest disappointment，里根语）。现在特朗普还要再次推行，相信会比里根输得还要惨。

一、先要明白经济增长的动力是什么

首先，要明白经济增长的动力到底是什么。其实经济增长的动力分两种，发展中国家，尤其是中国，经济增长主要依靠科学技术进步——科学技术进步以后，生产力提高，加上基础设施建设，推动物质生活的提高，生产又进而增加。但是，因为生产的增加是投资带动的，所以中国增加的生产大部分不是自己消费，供出口，出口赚的钱再进行投资，因此才有中国经济的高速度增长。

投资，方向要正确。比如中国前 30 年为了国防，不得不投资在军工领域，军工提高了中国的科技能力，但钱赚不回来，所以那时民众勒紧裤腰带，过得很辛苦；后来 30 多年，中国打开国外市场，出口赚了钱，改进基础设施，经济得以高速增长。两种都是投资带动，但是投资在什么地方是有讲究的。投资在可以扩张市场的地方，老百姓生活就能改善；投资在刚起步的基础工业、军工等领域，民众生活实际上改善不大，但是国力得到了增强。

而发达国家情况就不同了，现在的美国、欧洲国家早已不是第一次、第二次工业革命初期时的样子。比如说美国，当年投资修铁路，带动经济高速发展，而投资带动的时候，因为没有竞争能力，所以搞保护主义，这一情况持续到二战前。

二战以后，美国经济发展速度降下来，很重要的一个原因是美国大量投资科研，用于军工打仗，但打仗只烧钱不赚钱，不能增加生产。生产增加部分，靠消费拉动，但是西方经济增速也由此越来越慢，因为消费增长受西方福利负担牵制。福利包袱越大，社会越平稳，但是发展速度越慢。

所以大萧条开始，美国罗斯福总统就改变了政府先前采用的“看不见的手”的政策——若市场继续主张“看不见的手”，是没办法摆脱经济危机的。因此，罗斯福政府借战争的机会大规模投资基础设施，包括水电枢纽工程等，高速公路则是 1950 年代冷战高峰时期修的，劳保福利制度是借越战的机会建起来的。美国同时打越战和搞社会福利，然后持续出现贸易逆差，美元和黄金在 1970 年脱钩了。

从 1950 年代到 1980 年代，整个西方国家（包括英美在内）的趋势都是一样的，都是增加累进所得税。从富人那里挣钱补贴穷人，所以福利是扩大的。在这段时间里，西方社会之所以稳定，一个很

重要的原因是依靠很高的所得税来补贴福利。

而里根搞减税，主要措施有两项：第一项，把最高的个人所得税，从70%降到50%，然后降到38.5%；第二项措施倒是有效的，把税收的档次从十五个等级减为四个等级，这受到很多人欢迎。但是他减税的经济效果怎么样？第二年，美国政府的税收就下降了6%，经济立刻陷入衰退。从1980年代以后，美国越减税，福利越困难。

这里面就讲到为什么减税在美国不会有好效果。

一说减税，首先是政府税收减少；政府税收减少的话，财政赤字增加。财政赤字增加靠什么办法解决？以前国民党靠印钞票，通货膨胀；美国不愿意通货膨胀，就借债。政府借债，企业也借债，推高利率；利率一增加，全世界热钱往美国跑，买美元；美元升值后，出口商愁了，进口商高兴了，所以进口贸易大幅度增加；进口贸易大幅增加以后，美国制造商的东西卖不出去了，制造业干脆就移到日本、东南亚，后来移到中国生产。

所以，美国制造业的外移，是里根搞减税造成财政赤字和债务增加，推高美元的结果。现在特朗普也要搞这个，结果会是一样的。有美国媒体做了数据预测：减税造成的经济成本是10年内财政赤字增加1万亿美元以上，收益的60%给了1%的家庭。经济增长率在1.5%左右徘徊，难达2%，特朗普许诺的4%没有可能。股市会出现泡沫，美元会走强，投机资本回流，但阻碍制造业回流。

二、改革的顺序很重要

中国也有很多人呼吁减税。其实，中国和西方不同，现在最大的问题是税收制度不健全。中国个人所得税收的很少，不占主要地位；而在西方国家，个人所得税占大头，企业税占小头。所以特朗普如果给企业减税，企业也不一定会增加投资，还要看国内环境怎么样；但如果是减个人所得税，唯一的结果就是削减社会福利，增加社会矛盾。

而中国现状如何？中国政府现在要缩小贫富差距、城乡差距，大规模增加社会福利——如农村医保、养老保障等，再加上先前的一胎政策导致人口老龄化形势严峻，中国的福利开支急剧增加；福利急剧增加，如果不同时加税，中国政府的债务就会快速增涨；债务增涨以后很有可能走上西方老路，没有钱投资基础设施建设，没办法投资新技术，结果失业率增加，就业困难，和现在西方一样，经济增长速度每况愈下。

中国若真要减税，只能是改税制。中国现在改革增值税，负担还是在企业身上，原因是企业税好收，个人所得税不好收。如果真想给企业减负，让企业创造就业，应该是减少企业所得税的同时大大增加个人所得税，以及征收房产税、财产税。这样一来才不会出现财政赤字，才能够缩小贫富差距。如果在扩大福利开支的同时，减少企业所得税，又不增加个人所得税和房产税，那么中国将来恐怕走的道路就和西方一样，以牺牲经济增长为代价。

所以，改革的顺序也是非常重要的。中国改革开放的经验到底是什么？除了大家都已经知道的渐进改革、双轨制以外，我认为还有一条——中国改革先干什么后干什么比西方聪明得多。

改革有两种可能，一种可能是良性循环，就是：第一步棋下对了，初战赢了，经济增长；经济增长，老百姓一高兴，消费增加；消费增加促进生产。西方的问题出在哪儿？奥巴马上台的时候，有人请我去做讲演，给奥巴马政府提建议。我就说，“你学中国经验，第一条就是先增长后改革。”

中国怎么做到先增长？

七十年代，中国经济非常差，如果像东欧一样先放开市场搞国企改革，中国经济马上就垮了——国企改革改得非常晚，难以改动。所以，中国先放开最容易的包产到户，然后放开农村集市贸易。养

鸡几个月就可以下蛋，养猪也不到一两年，农业生产周期短，所以农业先发展；农业发展起来，农民收入提高了，着手盖房子；盖房子得花几个月到一年，建筑材料需求也导致乡镇企业的发展；乡镇企业发展，解决大量就业问题，农民工还进城了。

所以，中国是在乡镇企业发展起来，解决了大量就业问题的时候，又开放深圳特区。深圳特区引进新技术，沿海就有经济增长点。沿海增加的税收的钱可以拿来补贴内地的改革，所以才一点点放开国企改革。沿海的国企改革改好了，才一点点放开内地这个生态的建设。因此，中国一步步棋走的都是良性循环。

而奥巴马，第一步棋就走错了。我给他们建议美国先推动经济增长再施行改革，他们说找不到经济增长点。绿色能源周期很长，投资太阳能成本很高，都不赚钱。而奥巴马要得到老百姓的拥护，于是先搞医疗改革，给穷人们扩大医保。在经济萧条的时候扩大医保，增加财政负担，导致财政赤字更严重了。财政赤字，政府发债借来的钱却根本不投资，拿去救助大企业，可大企业拿到救助也不增加生产力，救助银行，银行拿了钱不信贷，只炒高股票市场。

特朗普比奥巴马高明，明白中国经济增长的经验就是先搞基础设施建设，不然硅谷研发好了，要生产时速度根本比不上深圳——深圳的基础设施、产业集群比美国生产效率高多了。所以，特朗普第一要搞的事情就是建设。没钱怎么办？不在国外支持人权运动，削减军费不再打仗，省下来的钱可以投资建设。但这两条立刻把美国左右派全得罪了。

首先，特朗普想缓和与俄罗斯的关系，收缩军备竞赛，把钱省下来，但这样就得罪了军火集团，所以大闹“通俄门”，说他是叛徒。特朗普为讨好军方还得增加军费。增加军费不仅把救灾的钱搞没了，还把未来用于支持减税的钱也搞没了。

其次，前文有述，减税就是减福利，所以整个民主党坚决反对。但特朗普为了讨好共和党的多数，就得先通过减税而不是先搞基础设施。这样一来，财政赤字增加。我估计，这一两年内美国一定会加税。当年里根和老布什都这样子的，以为减税能带来经济增长，减少财政赤字，结果经济增长慢，财政赤字增加；财政赤字增加以后，入不敷出，一两年后又得加税。加税以后，美国制造业回来的可能性更小了。

这里面就体现了中国制度和美国制度的差别。

中国制度是中国共产党长期执政，所以可以有长远眼光，不用考虑任期，十年、二十年甚至五十年的计划都可以做；美国总统任期四年，最长做八年，短期政治没可能做长期的基础设施投资规划。这也是美国没办法跟中国竞争的原因之一。更别说欧洲国家，政府弄得不好的话才干几个月。

再者，中国共产党代表各个阶层的利益，所以可以在党内进行协调，沿海和贫困地区可以互相帮助；而西方所谓的议会制，每个利益集团都坚持自己的利益，根本就没有妥协余地，所以议会里经常出现“死结”。改革要适量调整时，主流经济学追求“帕累托最优”（简而言之，双方都不损失），这样的事情是不会有——富人要减税，穷人要增加福利，这是天上掉馅饼。

三、辩证施治

另外，还有很重要的原因，企业的所有制“结构”有着很重要的关系。现在美国众多大企业已没有大股东了，股东很分散，老板多是加州公务员退休基金会、德克萨斯教师退休基金会等基金会。基金会的主要目标是增加福利和分红，因此就给CEO一个合同，要求后者在任期内让股票价值升高，这样就可以拿个大红包走人。

特朗普原来有一个商界的咨询委员会，问他们“如果给你们减税，你们投资吗”，没有人回答。道理很简单，减了税后，企业可以有三个选择：第一，给工人涨工资，但这对资本家、股东没什么好

处，真要给工人涨工资，就是民主党希望的拉动消费，而不是给富人减税，共和党和大财团都不会干；第二，投资研发和基础设施建设，这对企业有好处，但是也不一定肯干，因为可能是下一任的CEO赚好处，自己任内见不到收获；第三就是大家都会干的，拿这个钱分红，或者把股票买回来，拿大红包走人，而这对企业和国家都没好处。

当然，也有一个说法：如果给小企业减税，老百姓的消费增加，那我多开餐馆多雇人，经济就会因此繁荣，失业率也会下降。

然而，给小企业减税，但整个大环境不好，退休金都在削减，你选择在家自己做饭，还是出去吃餐馆？现在不少中国人在街上吃餐馆，美国人多是在家里自己做，就因为手上的钱少了。

所以，讲“减税就一定会刺激就业投资，促进经济增长”，这是一个片面的思维。在不同国家，效果不同。这点我倒建议大家读读《黄帝内经》，《黄帝内经》都比美国经济学思维有辩证法。同样是经济不好，到底是属于“气虚”，还是“火旺”，不同的原因，辩证施治的处方是不一样的，不能说所有人服用泻药或补药。而西方经济学线性思维，按中国人的说法，一根筋，最后只会让事情变成恶性循环，而不是良性循环。

奥巴马搞医改，共和党反对，民主党强行通过，选票上去了，当了两个任期总统，但是经济效果很差，所以总统任期还没完，民主党在各个州的议席就丢掉了。现在共和党搞税改，又是共和党单方面表决，一个民主党议员都不赞成，相信未来经济效果也一定是极其糟糕的，你看好了，共和党一定会丢选票，甚至丢掉在两院的优势，最后改革又改不成了。至于特朗普能否度过“通俄门”，不被弹劾，继而四年后连选连任，我看更玄。

四、应对之道

特朗普的成就在于简化税制，但依前车之鉴，未必能促使美国制造业回流。若投机资本回流推高美元，只要中国不干盯住美元的傻事，也不买美国国债，才会大大增加和美国讨价还价的筹码。

要知道，美国如果财政赤字继续增加，又没有足够多的资金买美国国债，利率将会升高，股市必然下跌，最终导致经济增长速度放缓。美联储的货币政策，没有中国合作的话，极有可能难以奏效，美元地位会更加动摇。

美国若要求中国投资美国基础设施，中国就可以提条件，如要求美国承认中国市场经济地位、放宽对中国的高科技产品出口等，否则宁可投资巴西和墨西哥等拉美国家，增加他们对美国的竞争力，以达到牵制美国的目的。

美国如果用台湾和南海问题逼中国在贸易和金融战中让步，中国可以以眼还眼以牙还牙，如加强和美国传统盟国土耳其、沙特的经济合作，加强和俄罗斯、乌克兰、伊朗的互信，包括重启东北亚贸易自由区的谈判。日本经济界众多人士早就在东南亚金融危机后明白，日本经济只有搭中国而非美国的便车，才有出路。韩国经济界也早有此共识。

安倍经济学的破产和美国在朝核问题上虚张声势的失败，尤其是美国在全球化层面的退却，让西欧东亚美国的传统盟友都心虚了。特朗普玩商业交易嘘声恫吓的游戏，若没有经济实力和国内政治的支持，吓不了任何人。特朗普最后自救的希望，和中国合作比和其他国家交易、在国内国际舞台上运作的希望大得多。

简单概括，特朗普税改凶多吉少。中国改革开放，走自己的路。有媒体认为，特朗普税改的国际影响堪比1980年代美国逼日本签下的“广场协议”，这纯属异想天开。美国当今的实力，连俄罗斯、德国都压迫不了，还想用国内摇摇晃晃的税改逼中国让步？相信国内一些经济学家盲目崇美的情结，和西方唱衰中国的观察家一样，终会受到历史的教训。

作者问答：

1. 减税能够拉动消费吗？

不一定。美国给富人减税，富人消费增加很少，主要增加的是金融投机，少数才是实业投资，因为投资领域取决于投资环境。里根减税导致利率高涨，投资减少，就业有限，如何增加消费？即使资本回流美国，鉴于美国国内高昂的人工成本和福利负担，相信美国企业宁可投资机器人，也不会给工人涨工资或增加雇员。企业利润增加，工人收入和消费未必跟着增加。

以上规律有两个例外，一个是德国。因为在德国，工会代表进入理事会，所以工人有权要求企业把增加利润的一部分发给职工，德国高端制造业也因此能留住技术工人。但是，代价是德国产品价格高销量少，没有规模效益，中低端市场让给日本、韩国和中国。

第二个例外是中国。因为农村基础设施改善，大批农民工回乡创业，可以就近照顾子女和老人，导致制造业人力短缺，所以这些年中国工人工资增长的速度超过 GDP 增长率。新技术竞争激烈，高薪挖人导致中国高端制造业的工资急速提高，逼得大批企业引进自动化和机器人取代人力。中国消费的急剧上升，主要动力来自经济高速增长带来的市场扩张，和减税没有太大的关系。可能高新产业的地区政府让利有促进作用。

2. 美国欢迎还是害怕“曹德旺们”的中国投资？

美国历史上对来自日本、韩国的投资，向来喜忧参半，不知如何是好。为什么？好处是增加就业，坏处是美国本土企业多了竞争者。犹如孙悟空钻进铁扇公主的肚子，无法用关税保护，岂不让美国市场成为东亚国家的“经济殖民地”？何况中国是共产党国家，美国连华为产品都不敢放开，如何敢放开中国投资？

目前美国各州政策，开始只许中国人买房；等到加州房价大涨，美国人自己买不起了，又要限制中国人买房的地区。制造业投资，曹德旺的玻璃不是什么高科技，可以试试。如果中国像丰田、三星那样，在美国生产汽车和芯片，招雇美国高级科技人才，比收买美国专利还厉害，美国敢吗？现在可笑的是，中国敢对美国开放外资直接投资，美国不敢对中国开放直接投资。去了也是种种限制。

曹德旺在美国投资是赚是赔，能坚持多久还不知道。担心大批曹德旺投资美国的，应当是美国而非中国。如果华为能在美国、欧洲和日本布局全球产业链，中国企业才真的崛起于世界之林了。“风物长宜放眼量”，我相信中国真正企业家的智慧和判断力，比美国金融投机家高明十倍。

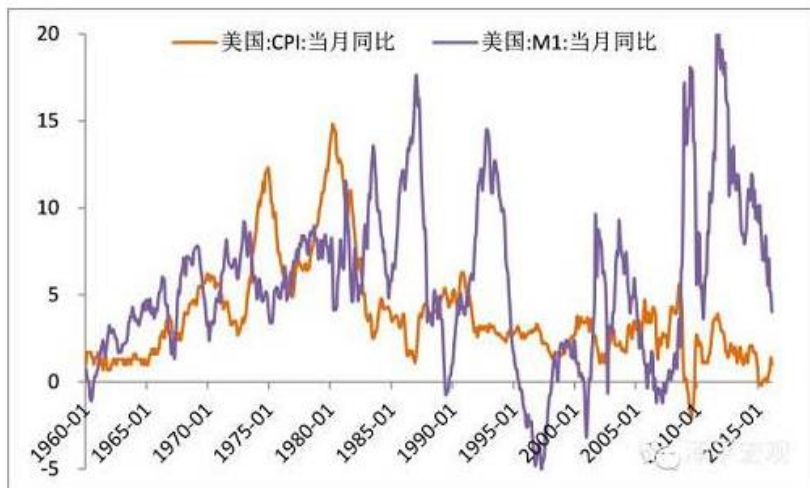
美国里根时期供给侧改革的挑战、应对与启示

来源：和讯网(2017-11-27)

作者：任泽平(恒大集团首席经济学家兼恒大经济研究院院长)

导读：

上世纪 70、80 年代，美国面临美苏争霸、日本崛起、滞胀等重大挑战。经过里根供给侧改革、



沃尔克控制通胀等努力，美国在 90 年代以后互联网信息技术“新经济”崛起，苏联解体，日本落入失去的二十年，美国重新领导世界，美股走出史前大牛市。

摘要：

上世纪 70、80 年代面临的挑战：冷战、美苏争霸、日本崛起、滞胀。二战后，苏联阵营壮大，冷战升级，美苏全球争霸。朝鲜、越南战争导致政府支出和赤字上升。20 世纪 70 年代以后，日本

汽车、半导体等出口崛起，冲击美国市场。西欧战后重建，经济规模总量和美国相当。布雷顿森林体系崩溃。两次石油危机爆发。适龄劳动力人口增速下降，产能过剩。经济滞胀，凯恩斯主义失灵。

沃克尔控制通胀。1980 年核心 CPI 高达 13.5%，1982 年失业率高达 10.8%。沃尔克紧缩货币与管理预期、金融自由化相结合。固定货币供应量增长，为美联储和政府添加枷锁，让其难以主动放松货币。给投资者稳定预期。通过固定量的货币供应增长，在那个动荡的年代，可以给投资者建立一个物价锚。紧货币可以堵住产能过剩行业的有效融资需求，有利于产能出清。同时加快推行金融自由化，推动新兴行业融资。通胀水平从 1980 年的 13.5% 大幅下降到 1986 年的 1.9%。

里根经济学：降税、放松管制。两次修订税收法案，大规模减税；放松市场管制，放松了航空、铁路、汽车运输、电信、有线电视、经纪业、天然气等许多行业的干预和管制；放松反托拉斯法的实施，鼓励企业合理的竞争；放松石油价格管制；放松对汽车行业的管制；放松劳动力价格管制；加大对中小企业支持；鼓励企业创新，推动产业结构转型；推进利率市场化改革；减少社会福利；签订广场协议，贬值美元，降低贸易赤字。

重新领导世界：苏联解体、日本失落二十年、新经济崛起、控制通胀、经济复苏、股市长牛。“星球大战”拖垮了苏联，冷战期间军费开支巨大，但军需促进了工业发展，奠定了后 20 年新兴行业的发展；广场协议后，日元大幅升值，资产泡沫破裂，失去二十年；CPI 从 1980 年的 13.5% 降低到 1982 年底的 4.5%；从 1982 年末开始，美国经济开始复苏，一直到里根任期结束 GDP 增长率维持在 3.5% 以上；里根时期，标准普尔 500 指数涨 2.3 倍，之后经过 87 年调整，又走出了长达 13 年的大牛市。

里根时期供给侧改革催生了上世纪 90 年代“新经济”的崛起。计算机及 Internet 网络的诞生都与军方有关，里根时期的经济复苏及金融自由化为军队技术转为民用奠定了基础。1993 年 9 月克林顿上台后迅速拟定了“全国信息基础设施”（即信息高速公路）发展方案。2000 年美国信息技术产业已占 GDP 的 10% 以上，对经济增长的贡献度远超过制造业，一批伟大的互联网信息技术和公司诞生并崛起。

上世纪 70、80 年代，美国外部军事上面临苏联挑战，经济上面临日本挑战，布雷顿森林体系崩溃，内部面临滞胀、劳动年龄人口增速下降等一系列重大挑战。经过里根时期供给侧改革、沃尔克控制通胀等努力，美国在 90 年代以后“新经济”崛起，苏联解体，日本落入失去的二十年，美国重新领导世界。美国在 80 年代前后面临的挑战与应对具有重大启示和借鉴意义。

1. 上世纪 70、80 年代面临的挑战：冷战、美苏争霸、日本崛起、滞胀

1.1. 国际：美苏争霸，冷战升级

冷战，美苏争霸。二战后，苏联的经济军事力量逐渐扩大，经济总量从占美国的 1/3 迅速升到 2/3。在钢、煤、油等重要工业产品上，苏联的产量已经超过了美国。苏联的军事实力更急剧膨胀，不论常规武器或者核武器，已经赶上甚至在某些方面超过了美国。

朝鲜、越南战争导致政府支出和赤字上升。1950 年 6 月 25 日，朝鲜战争爆发，持续三年。战争中，美国动用了其陆军兵力的三分之一；海军兵力的二分之一；空军兵力的五分之一；还有大量精锐部队，“开国元勋师”——骑兵第一师，“美利坚之剑”——陆战第一师，“王牌飞行队”——航空兵第四联队等。最后，美国伤亡惨重，并未赢得战争。1955 年 11 月，越南战争爆发，持续 20 年，是二战以后，美国参战人数最多，影响最大的战争，但是美国在越南战争中失败。

1.2. 国际：日本、西欧经济迅速崛起，冲破以美元为中心的布雷顿森林体系

20 世纪 70 年代以后，日本经济和出口保持相对高速增长。当时，美国经济由于受到石油危机等因素的影响，遭到沉重的打击。而日本却顺利地进行了产业调整，节能汽车和电子机械产品行销世界，工业竞争力在国际上空前提高，出口大幅增加，全面冲击了美国工业。

汽车、半导体等出口竞争力快速提升，冲击美国市场。70 年代初期，德国大众汽车公司生产的汽车是美国最畅销的外国车。随后受益于两次石油危机和日本节能技术，日本丰田和本田汽车在美国

市场的销售量先后超过了德国大众。1980 年，日本汽车在美国的销售量达到 192 万辆，占美国市场总销量的 20%，占美国进口汽车量的 80%。其次，在技术尖端产业，1985 年，日本成为世界上最大的半导体集成电路出口国，超过美国。此外，日本在钢铁、交通、通讯等领域的竞争力也强于美国。例如，1978 年，在世界最大的 22 座现代化熔铁炉中，有 14 座属于日本，美国一座也没有。

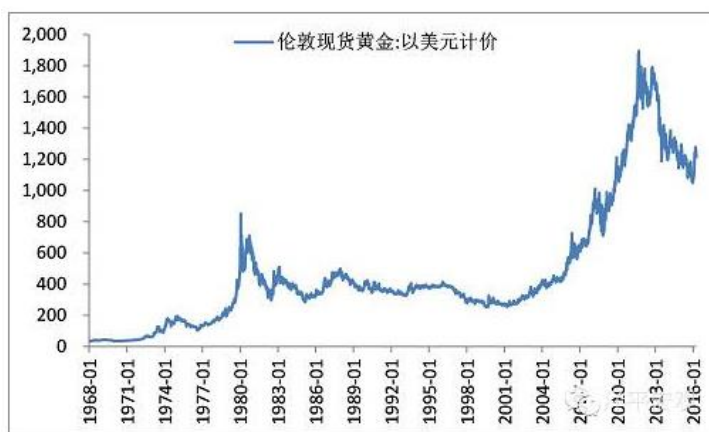
西欧战后重建，经济规模总量和美国相当。二战后，借助于美国的大量援助和恰当的经济政策，西欧国家经济快速恢复和发展。1967 年欧共体正式成立，1974 年欧共体 GDP 占世界的比重为 20.12%，同期美国占比为 24.36%。而到了在 20 世纪 70 年代末，欧共体的经济实力已超过美国。在国际贸易领域，1950-1979 年，美国占资本主义出口总额的比重从 18.3% 下降到 12.1%，而西欧则从 29.3% 上升到 38.7%。在国际金融领域，1960-1970 年美国占世界黄金储备的比重从 47.2% 下降到 29.9%，西欧则从 32.7% 上升到 40.8%。

以美元为中心的国际货币体系——布雷顿森林体系瓦解。1944 年 7 月，西方主要国家的代表在联合国国际货币金融会议上确立了该体系。后来，由于西欧、日本的崛起，美国经常账户出现逆差；通胀率逐渐上升，导致美元贬值，最终，在 1973 年，美元与黄金脱钩，布雷顿森林体系瓦解。

1.3. 国际：两次石油危机

石油价格大涨。1973 年 10 月中东战争爆发，为了打击以色列及同盟国家，阿拉伯石油输出国宣布石油禁运，暂停出口，导致有史以来第一次原油价格飞涨。原油价格从 1973 年的每桶不到 3 美元涨到 13 美元。第二次石油危机（1979-1980 年），伊朗政局发生剧烈变动，石油产量从每天 580 万桶骤降到 100 万桶，原油价格从 13 美元/桶迅速升至 34 美元/桶。

图1 黄金价格大幅上升

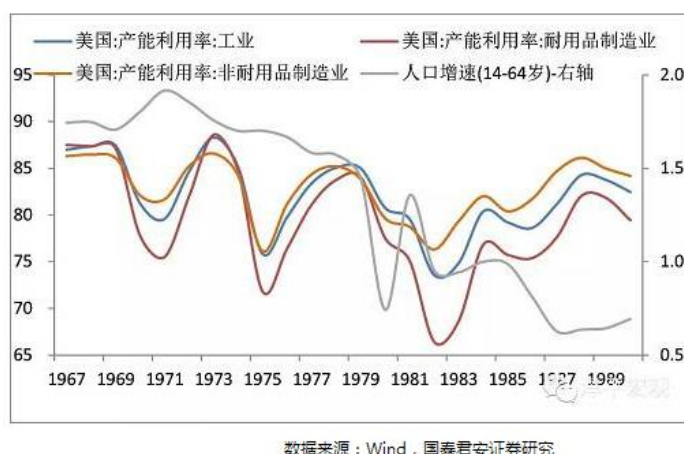


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图2 适龄人口增速下滑



图3 劳动力增速和产能利用率下降



1.4. 国内：适龄劳动力人口增速下降和产能过剩

进入 20 世纪 70 年代后，美国适龄劳动力人口增速下降。1971 年，美国 14-64 岁适龄劳动力人口增速为 1.9%。之后，该数值一路下滑，到 1980 年，该值下降到 0.7%。

耐用品制造业产能利用率大幅下滑。70 年代后，面对国外的竞争，国内的商品竞争力下降，出现了产能相对过剩。其中初级金属，机械，汽车及零部件，航空航天及其它交通行业下跌最为严重。

1.5. 国内：经济滞涨，凯恩斯主义失灵

凯恩斯学派的失败。“二战”后，美国政府不断增加社会福利开支，并加强对经济的管制以抑制垄断、负外部性等各种市场失灵；认为采用凯恩斯主义所倡导的财政货币刺激，就能实现充分就业和经济增长；并以为，如果采用凯恩斯主义的干预政策，美国可以从根本上防止 20 世纪 30 年代大萧条悲剧的重演。结果，政府过度依赖刺激政策，经济出现滞涨。

经济滞涨。在凯恩斯主义的刺激下，政府债务规模快速上升，70 年代末联邦

政府总支出占 GDP 比重达到约 25%，相对“二战”结束时翻了一倍。同时，通胀率从 60 年代中后期开始逐渐上升，70 年代已经演变成滞涨。1980 年 6 月，核心 CPI 高达 13.6%，1982 年 11 月，失业率高达 10.8%。

2. 沃克尔控制通胀

2.1. 通胀加剧，沃克尔两面承压

通胀加剧，居民生活水平下降，企业无心投资。里根在就任总统后的电视演说中提到，1960 年的 1 美元到 1981 年只值 3 角 6 分，这导致个人储蓄率大幅下降。尽管工资随着通胀同步上涨，但是美国对名义收入征税而非实际购买力征税的做法，导致工资上涨将人们推到更高的税收等级，通胀和边际税率的提高沉重打击人民的生活水平。社会分配严重不均，尤其是年轻人和靠固定收入为生的老人陷入困境。这种环境也影响了市场的投资预期，工人怠工，企业无心进行研发，失业率上升。

提到沃克尔的名字，人们首先想到的就是成功控制了通胀，但在当时，沃克尔面临巨大的压力。沃克尔在一次访谈中说，“如果 1979 年以前有人告诉我，我会当上美联储主席并且把利率提升到 20%，我肯定会凿个洞钻进去大哭一场。”持续通胀会影响居民生活水平和企业投资，降低社会福利。但采取紧缩的货币政策会冲击房地产市场和加剧债务人的债务量。沃克尔回忆道，“房地产公司的老板们每天都来拜访我，他们不停地询问这一切何时才能结束。”“还不起贷款的农民们将卡车开进华盛顿，

堵在美联储总部的门口。”

2.2. 紧缩货币与管理预期、金融自由化相结合

沃克的政策一定程度上属于理性预期学派的预期管理。第一，固定货币供应量增长，为美联储自身和政府添加了枷锁，让其难以主动放松货币；第二，给投资者稳定预期。通过固定量的货币供应增长，在那个动荡的年代，可以给投资者建立一个物价锚。

紧货币的同时，政府在推行金融自由化，提高资金的使用效率。一方面，紧货币可以堵住产能过剩行业的无效融资需求，利于产能出清。另一方面，加快推行金融自由化，有利于新兴行业的融资。

2.3. 货币中间目标转为调节货币供应量

1970年—1979年10月货币政策的操作目标为联邦基金利率。在凯恩斯主义的思维模式下，政府以刺激经济和就业为导向。而且，由于1968年放弃了基础货币的黄金准备金要求，使得基础货币供应约束大大弱化。在这样的大背景下，财政部和白宫通常会对美联储施压，放松货币政策，将财政赤字货币化。特别是在美国的大选之年，如1972、1976年，联储主席阿瑟伯恩斯都受到了白宫的政治压力。

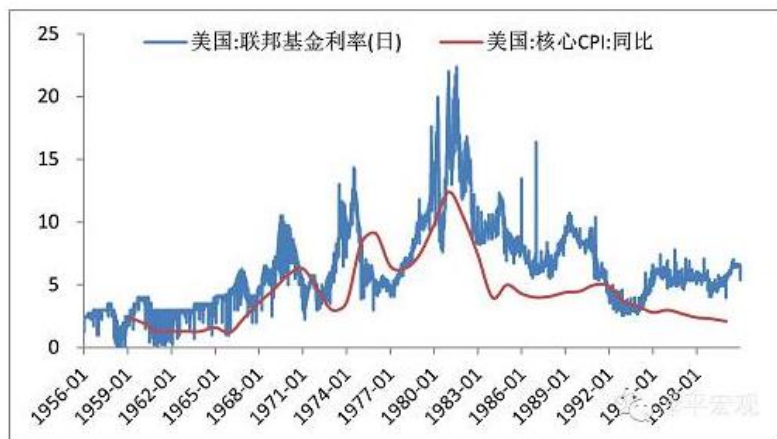
为控制通胀，1979年10月—1982年10月转为以非借入准备金数量为主要操作目标，以有效控制货币总量为中间目标，允许联邦基金利率在较大的范围内波动。联邦储备委员会1981年规定的货币供应量M1增长指标为3-6%，而实际上只有2.1%。在这期间，联邦基准利率最高达22%。

1983年—1987年10月，以借入准备金成为联储判断银行体系资金紧张情况的主要指标及操作目标。随着通胀的逐渐回落，美联储不再强调控制M1的重要性，而是力图熨平银行体系准备金需求的短期波动，使联邦基金利率更为稳定。当非借入准备金不足时，公开市场交易室则以贴现窗口资金补足，进而实现以贴现窗口利率影响联邦基金利率。1987年10月股市崩盘期间，美联储暂时放弃了上述操作方式，转为盯住联邦基金利率目标水平，并确保银行体系获得足够流动性。1988年危机过后，美联储重新恢复了上述方式。

2.4. 通胀水平由1980年的13.5%大幅下降到1986年的1.9%

通胀水平下降。沃克尔顶住各方压力，坚持把利率提高至20%以上，达到历史最高水平。即便利率大幅上升导致了1982年的严重衰退，当时美联储只是轻微下调利率，类似地，当1986年中期美国经济出现通缩迹象，美联储为巩固治理通胀成果，只是顺势微调利率，仍然维持在6%以上水平。双管齐下，使得尼克松时期的高通胀现象开始缓解，通胀水平由1980年的13.5%下降到1986年的1.9%。

图4 紧货币抗通胀



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

这样的大环境下，政府一味地追求就业，使失业率降低到先前认定的自然失业率一下，无异于对通胀

经济出现通缩迹象，美联储为巩固治理通胀成果，只是顺势微调利率，仍然维持在6%以上水平。双管齐下，使得尼克松时期的高通胀现象开始缓解，通胀水平由1980年的13.5%下降到1986年的1.9%。

2.5. 启示：紧货币与发展多层次资本市场相结合

控制通胀，必要时进行预期管理。回顾20世纪70年代，当时的美国政府并没有认识到随着高油价产生的两大变化，居民的高通胀预期和高通胀提高了自然失业率。在

火上烧油。在沃克尔任美联储主席之后，采用固定货币增速的手段达到了紧货币和控制预期的目的，最终解决了通胀问题。

紧货币与发展多层次资本市场相结合，利于产能出清和新兴行业的崛起。紧货币可以堵住落后产能行业的融资需求，而加速推进金融自由化，发展多层次的资本市场，可以为新兴行业提供融资需求，促进新兴行业快速崛起。

3. 里根经济学：降税、放松管制

3.1. 里根经济学的精髓及理论基础

减税、放松管制和紧货币是精髓。1980年，共和党候选人里根以绝对的优势当选为美国第40任总统。面对棘手的经济形势，里根进行了大刀阔斧的改革。主要内容包括：减税、降低社会福利、放松对部分行业的管制、推进利率市场化改革等。其中，减税、放松管制和紧货币是里根经济学的精髓。

供给学派：生产的增长取决于劳动力和资本等生产要素的供给和有效利用。个人和企业提供生产要素和从事经营活动是为了谋取报酬，对报酬的刺激能够影响人们的经济行为。自由市场会自动调节生产要素的供给和利用，应当消除阻碍市场调节的因素。具体内容包括拉佛曲线、弗里德曼货币理论等。

拉佛曲线。当税率在一定的限度以下时，提高税率能增加政府税收收入，但超过这一限度时，再提高税率反而导致政府税收收入下降。因为较高的税率将抑制经济的增长，使税基减小，税收收入下降。反之，如果减税，可以刺激经济增长，扩大税基，税收收入增加。

弗里德曼货币理论。引起名义国民收入发生变化的主要原因在于货币当局决定的货币供应量的变化。短期，货币供应量的变化主要影响产量，部分影响物价，但长期，产出量完全是由非货币因素（如劳动和资本的数量，资源和技术状况等）决定的，货币供应只决定物价水平。经济体系本质上是稳定的，只要让市场机制充分发挥其调节经济的作用，经济将能在一个可以接受的失业水平条件下稳定发展。

3.2. 两次修订税收法案，大规模减税

1981年8月通过《1981经济复苏税法》（坎普-罗斯减税法案）。主要内容有：第一，1981年10月降低税率5%，在1982、1983年的7月再分别削减10%，并且从1985年起实施个人所得税和通胀指数挂钩；第二，将非劳动所得的最高税率从70%降至50%；第三，边际税率从14%-70%降为11%-50%；第四，缩短固定资产折旧年限并简化分类，加速固定资产折旧；第五，对企业投资给予纳税优惠：如购买汽车或研究设备减税6%；添置机器设备减税10%。

1986年，颁布了《1986年税制改革法案》。该法案的颁布旨在降低税率、扩大税基、堵塞税收漏洞、实现税收公平。具体主要内容有：第一，全面降低个人所得税率。把纳税等级从14级简化为3级，最高税率从50%降为35%，使全部个人所得税降低约7%；第二，简化和改革公司所得税。公司所得税率从46%降低到34%；第三，允许公司支付的一半股息免税，取消对银行坏账的特别税收减免，将资本收益税从20%减到17.5%。第四，限制或取消了过去给予部分个人和公司的税收减免优惠政策。涉及60余项特惠待遇，如取消销售税扣除、不动产税扣除、慈善捐助扣除、资本收益免税扣除、中老年特别免税扣除等。

3.3. 放松市场管制

里根政府放松了航空、铁路、汽车运输、电信、有线电视、经纪业、天然气等许多行业的干预和管制，通过引入竞争使产品和服务质量明显提高，价格明显降低，增进了社会福利，有效增强了经济

活力。

专门成立撤销和放宽规章条例特别小组。1981年3月，里根批准成立以副总统布什为主任的撤销和放宽规章条例的特别小组，负责指导和监督部分规章条例执行的具体工作。这个特别小组仅在1981年就审核了91项现行管制条例，其中撤销和放宽了65项，包括《空气清洁法》、《水污染控制法》、《矿工安全法》、《汽车交通安全法》、《反噪音法》等。

里根政府主要在以下几个方面放松了政府管制：

第一，放松反托拉斯法的实施，鼓励企业合理的竞争。政府颁布新的公司合并指导文件，旨在促进有利于经济效率的合并，阻止那些削弱竞争的合并。根据该文件，美国司法部对过去1200多宗判例重新审查，其中一些案例得到改判或撤销。例如，1982年，司法部反托拉斯处撤除了对IBM的长期诉讼。同年，美国司法部结束了对美国电话电报公司长达十年、耗资数亿美元的诉讼。结果是让美国电话电报公司放弃22个地方电话公司，同时允许该公司进行跨行业经营，进入计算机制造和信息处理领域。这一作法鼓励了企业以新方式相互联合，与之前的竞争者建立战略性合作关系。

第二，放松石油价格管制。1981年，政府颁布行政命令，取消了对石油和汽油价格的管制。取消后最初的两个半月每加仑油价上升了12美分，但随后开始出现下降，降至低于管制前的水平。同年，美国本土新钻油井就比1980年增加了33%。与此同时，石油消费下降6%。

第三，放松对汽车行业的管制。里根政府开始对限制美国汽车工业的规章条例进行全面的审查，环境保护署和运输部宣布对34项有关规章予以重新考虑。这些管制改革使汽车工业成本得到降低，使消费者每年节省15亿美元。

第四，放松劳动力价格管制。1982年，里根政府修订《戴维斯·贝肯法》，减少了对劳动力市场价格的干预。变化主要有：对“通行工资”重新下定义，使之更加符合市场价格的实际水准；允许企业雇佣非正式的员工，不受最低工资限制；制止过去农村地区工资攀比城市标准的做法。

第五，加大对中小企业支持。政府通过立法为中小企业发展消除制度障碍。例如，1982年出台《小企业创新发展法》；1983年《小企业出口扩大法》。同时，为中小企业发展提供税收、资金等全方位支持。

第六，鼓励企业创新，成功促进了产业结构转型。里根政府通过立法不断鼓励企业创新同时保障企业创新成果。《小企业创新发展法》（1982）、《国家合作研究法》（1984）、《联邦技术转让法》（1986）、《综合贸易与竞争法》（1988）密集的法律文件的出台促进了技术转让、技术推广以及技术应用。而《半导体芯片保护法》（1984）、《计算机安全法》（1987）等一系列法律则保护了刚出现的信息技术，确保研发者的合法权利。另外，1984年颁布的《国家合作研究法》允许竞争企业进行合作研究开发，并从法律上明确合作研发豁免于反托拉斯法3倍惩罚，使得产业政策与反垄断法高度统一起来。

3.4. 推进利率市场化改革

20世纪80年代初期，美国开始全面利率市场化改革。1980年3月，美国国会通过了《存款机构放松管制和货币控制法》，主要内容有，分6年逐步取消对定期存款利率的最高限；批准全美的商业银行和储蓄机构开立可转让支付命令账户和自动转账服务账户；扩大储蓄机构的经营范围，对所有存款机构规定统一的法定准备金要求；将FDIC存款保险从每户40000美元增加到100000美元。

1982年颁布的《加恩-圣杰曼存款机构法》，详细地制定了废除和修正“Q条例”的步骤。为扩大银行业资产负债经营能力，还列明了一些其他与利率市场化相关的改革，包括进一步扩大储蓄机构的经营范围，授权存款机构开立货币市场存款账户，允许FDIC和联邦储蓄与贷款保险公司（FSLIC）在紧急情况下兼并有困难的机构和银行。

1983 年 10 月，美国存款机构放松管制委员会取消了 31 天以上的定期存款以及最小余额为 2500 美元以上的极短期存款利率上限；1986 年 1 月，取消了所有存款形式对最小余额的要求，同时取消了支付性存款的利率限制；1986 年 4 月，取消了存折储蓄账户的利率上限；对于贷款利率，除住宅贷款、汽车贷款等极少数例外，也一律不加限制。至此，“Q 条例”完全终结，利率市场化得以全面实现。

金融自由化摒弃了近半个世纪以来金融监管体制对银行业发展过度限制的某些方面，使金融产品可以自由定价、金融创新大量涌现、各类金融机构业务交叉及金融市场国际化趋势加强。

3.5. 减少社会福利

减少社会福利，提高个人工作积极性。1981 年 12 月，美国社会保险改革委员会成立，并于 1983 年提出了改革方案，主要内容包括：提高社会保障税；对领取较高保险年金收入的人征收所得税；延迟退休年龄等。

3.6. 签订广场协议，贬值美元，降低贸易赤字

1985 年 9 月，为解决美国贸易赤字问题，美日德法英签订广场协议，之后美元大幅贬值。20 世纪 80 年代初期，美国财政赤字剧增，对外贸易逆差大幅增长。美国希望通过美元贬值来增加产品的出口竞争力，以改善美国国际收支不平衡状况。1985 年 9 月 22 日，美日德法英在纽约广场饭店达成协议。之后，五国政府联合干预外汇市场，诱导美元对主要货币的汇率有秩序地贬值，以解决美国巨额贸易赤字问题的协议。1985 年 9 月，美元兑日元在 1 美元兑 250 日元上下波动，协议签订后不到 3 个月的时间里，美元迅速下跌到 1 美元兑 200 日元左右，跌幅 20%。

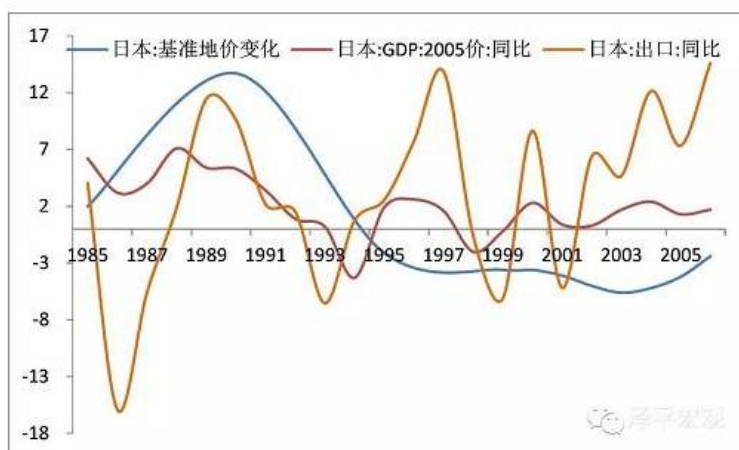
4. 重新领导世界：苏联解体、日本失落二十年、新经济崛起、经济复苏、股市长牛

4.1. 苏联解体

美国以经济为依托，进行“星球大战”竞赛。1983 年 3 月，里根发表演讲，宣布将特勒提出的设想发展为战略防御计划，与苏联在太空展开军备竞赛。但这个时候两个国家背后的经济却发生了明显的变化。经过大刀阔斧的供给侧改革，美国经济在 1982 年底开始复苏。而苏联受制于体制僵化，过分扩大军费开支，透支了经济发展，最终被美国的“星球大战”竞赛拖垮。

苏联解体背后最根本的原因是体制僵化导致的经济衰退。高度集权的计划在早期可以集中人力、物力等解决经济中的重大问题，但是到后期，受制于体制原因，要素错配不能流入新兴行业，最终会积弱成疾。

图5 日本经济下滑



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

1989 年 1 月，老布什接替里根出任美国总统。当时，石油价格已暴跌至每桶约 10 美元，苏联实际上已经破产。戈尔巴乔夫向国际社会游说，希望每年能得到 150 亿美元救命贷款。在万般无奈的情况下，他致电老布什请求帮助。11 月 9 日，柏林墙被德国示威者拆除。1991 年 12 月 25 日，戈尔巴乔夫辞去苏联总统职务，苏联解体。

4.2. 广场协议之后，日本房地产泡沫破裂，失去二十年

回顾日本经济 30 年来的发展，

1985年的广场协议是一个转折点。广场协议后，日元大幅升值，导致日本出口竞争力备受打击。同时，日元升值进一步推升了日本资产泡沫。最终，受日本加息刺激影响，股市、房市泡沫相继破裂。

4.3. 国内通胀有效控制

以高利率维持较低通胀率。里根政府采纳货币学派的主张，降低货币供应量的增长率和提高贴现率，使得利率保持较高水平从而降低通货膨胀率。从1980年开始，美国实际利率基本维持在6%至8%的高水平，高利率对通货膨胀率起到了一定的抑制作用，CPI也从1980年的13.5%降低到1982年的6.2%，其后基本维持在5%以下；另外，PPI也从1980年的14.1%降至1982年的2%，之后也基本维持在6%以下，里根政策对于通货膨胀率的治理还是非常有效果的。

4.4. 经济复苏

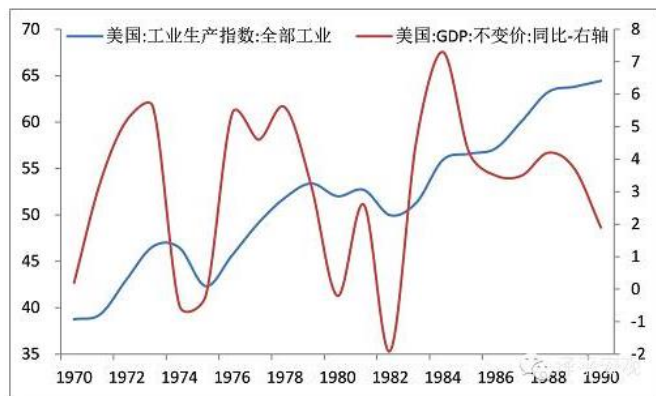
前期经济仍处于衰退。里根政府通过削减税率来增加储蓄、投资和生产，但是较高利率抑制了投资，抵消了减税对投资的刺激作用。因此，实施改革前期，除了通货膨胀率有所下降以及美元指数上行外，美国仍然处于危机和衰退之中。1981-1982年，美国工业生产指数从1981年8月起持续下跌，一直持续到1982年第四季度，比两年前直降8.7%；失业率也从两年前的7.4%上升至10.8%；GDP从1981年7月急剧下跌，在1982年11月降到谷底，-1.9%，人均GDP降至-2.85%。

后期经济复苏增长。从1982年末开始，美国经济开始复苏。1983年GDP增速达到4.6%，一直到里根任期结束GDP增长率维持在3.5%以上；失业率也从1983年7月开始逐渐降低，至1989年末一直维持在6%以下；工业生产指数于1983年2月开始稳定上升，至1989年12月达到68.3，比1983年初增长29.8%。

产业结构升级。里根政府采取的产业结构调整政策效果逐渐显现，主要体现在制造业内部分工加强，传统产业在改造中焕发生机；新兴服务业发展迅速，高技术服务业成为新的经济增长点；就业人口加速向服务部门转移，表明了美国消费结构的变化和经济重心的转移。1980-1984年整个工业年增长率2.9%，而高技术产业年均增长率却高达14%。高技术行业主要包括电子工业、生物技术工业、“自动化生产体系”工业、航空工业以及核能工业等。

金融混业经营，提高市场竞争力。20世纪70年代后期，美国通胀居高不下，居民储蓄的积极性逐渐下降，传统银行业务陷入窘境。同时，布雷顿森林体系的解体也给美国经济金融造成了巨大冲击，美国在全球经济的霸主地位受到挑战，美国银行业的国际竞争力减弱，银行业的国际化竞争日趋激烈。面对这样的内忧外患，美国政府不得不对金融体系做出调整，里根政府实行以放松管制和实行金融业务自由化的金融制度改革，逐步迈向金融制度自由化。例如，1980年联邦政府颁布了《储蓄机构放

图6 里根上台后，经济逐渐复苏



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

松管制与货币控制法案》，该法案解除了存款和贷款利率上限。随后，1982年里根又颁布了《加恩-圣杰曼吸收存款机构法》，该法案扩大了银行机构的业务权限，允许跨州并购破产银行等储蓄机构，鼓励跨州金融互惠协议，建立地区性网络银行以此促进不同类型金融机构的竞争，同时商业银行可以兼营投资银行业务与保险业务，上述措施为后来银行业实现全面混业经营和竞争（1999年《金融服务现代化法》）打下了基础。

4.5. 里根时期，标准普尔500指数涨2.3倍，之后经过调整，又走出13年的大牛市

随着里根改革的推进，美股逐渐上涨，仅在 1984 年上半年略微调整，之后走出长达 3 年的大牛市。整个里根执政时期，标普 500 指数从 105 点涨到 353 点。1987 年 10 月，美国股市调整。之后，美国股市走出 13 年的大牛市，纳斯达克指数从 1987 年 10 月的 291 点涨到 2000 年 3 月的 5048 点，涨了 16 倍多。

5. 里根时期供给侧改革催生了上世纪 90 年代新经济的崛起

5.1. 计算机及 Internet 网络的诞生都与军方有关

1946 年 2 月 14 日，世界上第一台电脑 ENIAC 在美国宾夕法尼亚大学诞生。第二次世界大战期间，美国军方要求宾州大学 Mauchly 博士和他的学生 Eckert 设计以真空管取代继电器的“电子化”电脑——ENIAC (Electronic Numerical Integrator and Calculator, 电子数字积分器与计算器)，目的是用来计算炮弹弹道。

Internet 是在美国早期的军用计算机网 ARPANET (阿帕网) 的基础上经过不断发展变化而形成的。1969 年，美国国防部高级研究计划局 (Advance Research Projects Agency, ARPA) 开始建立一个命名为 ARPANET 的网络。当时建立这个网络的目的是出于军事需要，计划建立一个计算机网络，当网络中的一部分被破坏时，其余网络部分会很快建立起新的联系。1985 年，美国国家科学基金会 (National Science Foundation, NSF) 建立计算机网络 NSFNET，用于支持科研和教育的全国性规模的 NSFNET，并以此作为基础，实现同其他网络的连接。20 世纪 90 年代初，商业机构开始进入 Internet，使 Internet 开始了商业化的新进程。1995 年，NSFNET 停止运作，Internet 已彻底商业化了。

另外，国防工业在核能、集成电路、飞机、新材料等行业也拥有先进的技术。

5.2. 里根时期的经济复苏及金融自由化为军队技术转为民用奠定了基础

经济复苏为军费开支提供了基础，而军事的需求又带动了技术的研发。在冷战的几十年中，其间包括朝鲜和越南战争，美国军费开支在 GNP 中平均所占的比重为 7.4%，是第一次世界大战前国家安全开支比例的 9 倍。对军工产品的需求和军队的加速扩张改变了经济的总量。新的工业部分成为美国现代经济增长的一个方面。这些新部门在经济中的重要性逐步显露出来，积累资本和劳动，为美国冷战后几十年产出的增长打下了坚实的基础。

美国的金融自由化为技术的商业化早期的发展奠定了基础。在政府的支持下，美国的风险投资业于 80 年代得到了迅猛发展。1979 年风险投资额仅为 25 亿美元，1997 年已达 6000 亿美元，18 年间增加了 240 倍。它们的资金主要投向信息技术、生命科学等高科技产业。例如，英特尔(Intel)、微软(Microsoft)、苹果(Apple)、雅虎(Yahoo)、3Com 等一大批新兴企业都得益于风投。

5.3. 上世纪 90 年代，美国新经济崛起

1993 年 9 月，克林顿上台后迅速拟定了“全国信息基础设施”(即信息高速公路) 发展方案。在强大的政策支持和资金投入下，美国信息技术产业在之后的几年以超出经济两倍的增长迅速崛起，一

跃成为美国第一大支柱产业。在 1997 年，美国微软公司的产值就达到了 90 亿美元，超过了美国三大汽车公司产值的总和。到了 2000 年，美国信息技术产业已占 GDP 的 10% 以上，对经济增长的贡献度远超过制造业。

5.4. 2000 年纳斯达克泡沫破裂，却催生了互联网信息技术的大发展

2000 年 3 月-2001 年 4 月 14 日，纳斯达克指数下跌 68%，互联网泡沫破裂。在纳斯达克上市的企业有 500 家破产，有 40% 退市，80% 的企业跌幅超过 80%，3 万亿美元的纸面财富被蒸发。InfoSpace，2000 年 3 月达到每股 1305 美元，2001 年 4 月下跌到 22 美元。Boo.com，在 6 个月中花费了 1.8 亿美元试图创造全球网上时尚店，最终在 2000 年 5 月倒闭。

虽然纳斯达克互联网泡沫破裂，无数公司破产，但也催生了一批伟大的企业。网络泡沫时期的宠儿亚马逊、Priceline 已从互联网崩盘的灰烬中重生。亚马逊在 2000 年时仍是一家图书销售网站。而目前，亚马逊已成为全球领先的电商服务，同时也是最大的云计算服务提供商。科技热潮时期的中坚力量(包括微软(Microsoft)、英特尔(Intel)和思科(Cisco))现在仍是纳斯达克备受关注的成分股。

信息技术的大发展。随着微软、英特尔等大公司的超常规发展和国际互联网的迅速普及，以信息技术为代表的高科技产业成为经济增长的主要来源之一，信息技术产业占 GDP 的比重也在短短的几年内从 5.2% 提升到 8.2%。新经济为美国实现了产业结构的调整。同时，技术进步带来了劳动生产率的提高，增强了美国在国际市场上的竞争力。

特朗普税改：分裂的观点与理念

来源：FT 中文网(2017-12-6)

作者：王元丰(北京交通大学教授)

特朗普政府的税收改革方案(以下简称特朗普税改)终于在美国国会参众两院通过了。这是对美国经济和社会有着重要影响的法案，甚至对很多国家都会造成冲击，近日成为美国及国际媒体关注的焦点。这很正常，毕竟这是美国历史上最大规模的税改计划。然而，特朗普税改，同这位总统的其他一些言行相似，在美国、在国际上引起了激烈的争论。而且，这种争论很分裂，双方几乎没有吸纳妥协的空间。让我们来看看，分析一下。

站在特朗普一边的共和党人士认为，特朗普税改可以减轻美国企业负担，未来 10 年将减免企业税收大约 1.4 万亿美元，对美国经济产生显著的刺激作用，从而拉动经济增长、提高就业水平，增加美国企业的竞争力。特朗普竞选时预计他的各种措施将使美国经济增长率达到 4% 的高水平。共和党方面认为，减税在未来不但不会减少政府财政收入，反而会增加。特朗普的支持者认为，这次税改在国会通过是特朗普和共和党的“重大立法胜利”，将使“美国优先”得到落实，将使美国“重新变得伟大”。在中国网络上，甚至有的支持者把这次税改意义更大地拔高，认为其“解除了禁锢资本的枷锁，极大解放了社会生产力”，“拉开人类社会第二次资产阶级革命的序幕”！

然而，不支持的人，对特朗普税改的看法却完全不同。他们不但不认同这次税改会刺激美国经济增长、带来就业，反倒认为会造成美国政府债台高筑、发展困难，更为重要的是认为税改是为大企业、为富人谋利益，普通百姓和低收入者得不到什么好处，导致美国社会本已严重的贫富分化加剧。在去年与希拉里·克林顿竞选民主党总统候选人提名的参议员伯纳德·桑德斯批评说：“新税改方案是美国

历史上最大的盗窃，共和党通过税改法案抢劫财政部。”美国参议院民主党领袖查尔斯·舒默认为这次税改“将会把更多财富装满富人和最大企业的口袋。”美国前财长、前哈佛大学校长拉里·萨默斯撰文预计，特朗普税改由于放弃奥巴马的医保方案相关规定，将使1300万因此丧失医疗保险的人中，每年有近1万人死亡。彼得森国际经济研究所测算，按照特朗普税改，美国财政赤字在未来10年，平均每年增加约1500亿到2000亿美元，将进一步推高美国政府的债务水平。国会税收联合委员会发布报告估计，该法案会在未来十年带来1万亿美元的赤字，并且对低收入美国人带来负面影响。

双方都振振有词，都有量化的税改结果，但哪方的结果是可信的、正确的？尽管很多经济学家站在民主党人一边，然而，共和党的议员相信共和党的结论，民主党人认为自己的结论是可靠的。这次参议院投票，48名民主党参议员，没有一人支持特朗普，共和党的参议员中，也只有一人倒戈站在民主党一边。所以，现在的美国政治确实很分裂，对于税收这样的似乎能够较好量化研究的问题，也无法达成共识。为什么会是这样呢？这是因为双方的理念有很大的差距，没有了变通的空间。

特朗普的税改，主要是效仿当年共和党的总统里根，想通过减税，实施供给侧经济改革。在上世纪80年代初，里根通过减税、放松政府对企业的管制，让美国走出了经济停滞、通货膨胀，被很多美国人和经济学家奉为“小政府、大社会”自由主义的成功典范。美国媒体为其起了一个名字：里根经济学（Reaganomics）。

在里根经济学后面有两个“理论”：拉弗曲线（Laffer curve）理论和涓滴（Trickle down）理论。这两个并不是严格意义上的经济学理论，是里根经济学总体理念的代表。经济学者或者政界和评论人士，对这两个理论，也是有完全不同的看法。

拉弗曲线并不是严肃的经济学家精心研究的结果，而是在1974年美国南加利福尼亚商学院教授阿瑟·拉弗（Arthur Laffer）为了说服当时福特总统的白宫助理，使其明白只有通过减税才能让美国摆脱“滞胀”的困境，即兴在餐巾纸上画的一条抛物线，也被戏称为“餐桌曲线”。拉弗曲线表明的思想是：政府必须保持适当的税率，才能保证较好的财政收入。但税率高并不等于政府实际税收就高。因为税率太高，人们就被吓跑了，经济活动减少，政府反而收不上税来。只有在税率达到一个最优值时，实际税收才是最高的。在最优值的右边时，降低税率后，由于税率低，人们投资再生产的积极性高，生产规模扩大了，政府反倒能够收上更多的税。

这个理论得到《华尔街日报》副主编贾德·万尼斯基（Jude Wanniski）极大的赞赏，他在报纸上对其大肆宣传，使得“减税主张”很快得社会各界的认同，最终被里根政府所采纳。拉弗当上了里根总统的经济顾问，“拉弗曲线”影响遍及欧美大陆。

但是，反对拉弗曲线理论的人指出：拉弗曲线并没有被各国的实践证明是对的。马其顿、卡塔尔、科威特这些国家，国内的总体税率大致是7%、11.3%和12.8%，税率很低，而其经济发展实力和竞争力，在全球远不是最强的。而北欧丹麦、挪威等国以及德国，有着50%以上税率，而其经济发展状况很好，社会福利和保障水平很高。还有经济学家总结认为：拉弗曲线成立是有前提条件的，即完全竞争市场体系和封闭经济环境。然而，在现实经济中这两个前提都不存在，尤其是经济全球化的今天，企业可以转移到税收很低的国家去生产经营。单单一个国家减税是不会起作用的！

涓滴理论是共和党人经常挂在嘴边的理论，即富人消费投资，刺激经济发展，最终惠及穷人，如水之向下“涓滴”。里根经济学认为：如果想帮助穷人，政府救济不是最好的方法，应该通过经济增长使总财富增加，最终使穷人受益，因此给富人减税，不但富人得利，穷人因此也会受益。然而，很多经济学家指出，虽然过去30多年，基于这种“涓滴理论”，美国国会不断给富裕阶层降低税收，但事实证明，这不仅没有使美国经济持续繁荣，反而影响了经济增长，因为其最糟糕的是加剧了收入不平等。根据著名调查机构皮尤（Pew）的数据，2016年，美国较高收入家庭与中低收入家庭之间的财富差距达到1983年以来的最高水平。“我们是99%”运动抗议顶层精英攫取太多社会财富，特朗普当

选美国总统，与美国社会贫富差距悬殊有很大的关系。

哥伦比亚大学经济学教授、前联合国秘书长安南的高级顾问杰弗里·萨克斯（Jeffrey Sachs），在其著名的畅销书《文明的代价》中对里根经济学大加批判，认为里根经济学是近几十年美国诸多问题的源头，美国政府与华尔街、大企业勾结，通过各种政策让富人受益，而对百姓的疾苦不关心，造成了社会贫富差距巨大，导致非常严重的经济与社会问题。这次特朗普税改刚刚通过，萨克斯就第一时间在美国有线电视（CNN）发表观点，认为这是“没长脑子”（brainless），并说“美国对自身和世界已经变得危险，而且短视、深刻的分裂，不愿意考虑公共产品”。

这次特朗普税改还有一个争议问题，就是能不能促使一些美国企业海外存留资金大规模回流。有人估计，当前美国企业海外资金在 2.5 万亿至 3 万亿美元之间，预计将有约 8000 亿至 1 万亿美元资金回流。但是，有人不同意这样的观点。他们认为，影响企业经营的诸多因素中，税负只是其中的一个方面，一个企业在哪里生产经营，还涉及到整个产业上下游的需求，相应配套的基础设施和物流网络，还有能源价格、市场规模等大量的因素，不是简单地减税，企业就会搬回美国，世界上还有不少国家比美国税率还低，美国企业为什么不去那些地方？

对于特朗普税改，还有一个潜在的争议，那就是技术的作用。特朗普认为美国企业外流是因为税率和不公平的贸易，他认为造成美国工人失业的是全球化的影响，所以他要退出对美国不公平的贸易，他要减税把美国企业吸引回来。然而，很多专家认为，造成美国工人失业、推高美国贫富差距的另一个很重要的原因，是技术进步，这比全球化影响还大。技术进步使企业不需要像过去用那么多的工人了。当代的技术创新模式，如快速占领市场、形成垄断，与过去研发销售获得利润、风险资本介入创新、通过上市得到效益回报不一样，使创新家和金融家，更容易获得更高额的利润。

但是，特朗普对于技术进步对美国社会的影响，几乎很少提及。他的主要矛头对着移民、贸易和全球化。他执政快一年了，至今还没有任命其总统科学顾问，而且还要大幅削减科技研发经费。这让不少相关专家觉得，特朗普对当前正在发生的对美国、对人类有着深刻影响的新科技革命和新产业革命没有认识。他所开出的减税等老一套的药方，不适合当前以人工智能、机器人为代表的第四次工业革命时代的问题。指望按照里根经济学的所谓供给侧理论，不要说难以取得里根政府那样短期的经济效果，长期看危害更重，会导致美国政府债务过重、贫富差距更大，而且不能应对新的工业革命带来的更为深刻的经济和社会问题挑战。

总之，特朗普税改在美国又引起一番截然不同的观点和理念争论。谁是对的呢？两方都认为自己正确。有人会说：留给时间来检验吧。但是，对于这样分裂的争论，我看甚至时间都不能提供答案！

国内财经

当前金融体系应当如何解决 新经济融资的痛点

来源：爱思想网（2017-11-30）

作者：巴曙松（国务院发展研究中心金融研究所副所长，研究员，博士生导师）

这段时间以来，各种各样的投资机构对于新经济的上市融资、以及前一阶段的创业板咨询意见十分感兴趣，表现出高度的热情，在这个过程中，我也有机会接触了不少的高科技公司。科技和金融如何有机地结合，未来应当是金融市场发展的一个大方向。今天利用这个机会，我想就此谈点个人看法，不代表任何机构的意见，纯属个人作为一名研究人员的看法和意见。

一、全球经济增长的动力寄望于新经济的发展

现在全球经济总体上看，TFP 对于 GDP 增长的贡献，基本上处于百年来一个低点。此前的技术进步所带来的经济增长的贡献，所以全球其实都把经济增长的新动力的期望，放到了要新技术的创新与突破。近年来，我们还可以看到的一个趋势是，中国的 TFP 其实也在跟美国趋同，所以这个时候整个金融界非常重要的任务，应当就是怎么把金融资源引入到这些创新型经济里面来，特别是要识别一下现有的这些新经济在融资方面有哪些独特的需求，而这些需求可能在现有的金融体系里面有哪些是没有得到很好地满足的，这些新经济融资方面的痛点是需要金融界去创新性地解决的。

实际上，从产业结构变化的不同阶段比较，中国的经济增长也正在进入到一个需要依靠创新来带动的新阶段。在中国改革开放以来工业化、城镇化的不同阶段，不同的主导性的产业在不同时期变化很明显，从 80 年代的手表、自行车，到后来的彩电、空调，然后是房地产、汽车，到现在所期待的主要就是以科技、服务、消费、制造业的转型升级等为代表的新经济。与此形成对照的是，市场对于“基础设施+房地产”的传统增长模式，已经意识到难以持续。

从周期波动的角度看，中国经济目前所处的阶段，正好也处于一轮经济调整之后正在新的增长平台触底的时期。这一轮从美国次贷危机的冲击、增长出现阶段性的低点之后，以 4 万亿为代表的一揽子刺激政策带动中国经济的迅速回升，阶段性的高点在 2010 年初。随后我们可以看到经济增长的逐步回落，这个过程也是一个旧经济增长动力不断在减弱，不少新经济产业开始渡过初创期，即将或者正在进入成长期的阶段。

与此相印证的是，风险投资其实也早已开始大规模从传统行业转向新经济。从实际的统计数据看，高新技术产业的工业增加值累计同比已经明显超越了平均水平，新经济增长活力已经开始显现出来。

如果用几年来不同行业的 PMI 值的波动可以看得到，现在所讨论的旧经济的增长动力在萎缩以及增长速度的放缓，其实换一个角度看，也就是旧经济的增长动力在会回落，但是新经济增长还没有能够完全替代这个回落，在这个过程中形成了一个缺口，也可以看出，未来增长的动力主要看新经济的活动是否可以得到释放。

其实从中国经济波动的历史看，经济增长速度的回落也不是对所有产业都不好，从不同产业的情况看，经济周期的快速上行时期，因为经济扩张很快，传统产业日子过得也很好；往往是在经济回落时期，可以看到更加有韧性的新经济和明显回落的旧经济并存。过去六七年旧经济的回落，换个角度看，也是为新经济的扩张提供了资源。

我们还可以观察 A 股的 64 个细分子行业上市公司的资本开支情况看，市场投资的重点已经投到新经济上，上市公司对旧经济扩张已经不感兴趣了。市场也因此出现显著的分化。回顾 2017 年的中国股市波动，不同产业的分化也很显著，如果模拟一下组合，例如大家在 2017 年初投中国 A 股每个行业的龙头，那么全年的组合盈利应当超过 60%，但是，指数上涨，多数股票是调整的，所以市场上流传的调侃是：在指数创新高的同时，自己持有的股票跌了不少，是所谓“涨出了新低”，市场集中关注的是行业龙头、已经创新能力强的新经济公司。

如果对比中国 A 股市场新经济和旧经济上市公司的 ROE 的差异,也可以清晰地看出这种分化的趋势。

从投资结构看,投资者其实是很敏感的,从港股通里面的十大成交股票看,投资者通过沪港通、深港通投资,除了买在原来的市场买不到的公司之外,许多都是新经济公司交易得十分活跃。

二、识别新经济的独特融资需求

新经济有哪些独特融资的需求呢?如何界定新经济,其实也是见仁见智的事情,从目前的趋势看,大致上来说,目前市场上活跃的新经济公司,主要保密是互联网、大数据、大健康 and 医药创新、共享经济、制造业产业升级等方面。从中国的产业政策观察,其实近年来也是在不断明晰化,在积极支持新经济的发展。

从企业生命周期看,新经济企业在成长过程中的不同阶段有不同的风险收益特征,也有不同的投融资服务需求。应该说,这些年来中国的创业市场上,流动性非常充足,相对来说,在中国市场上创新、创业,成功率跟不少经济体比相对要高一些,但是,即便如此,许多新经济公司在生命周期的不同阶段,还是有一些投融资服务的断点或者是在现有的金融体系中服务不到的地方。

新经济的创新过程是充满风险的、也往往是需要大量资本参与的,而资本市场所具有的分散风险的功能、展望未来的激励功能等,正好是与新经济的这些特征相匹配的。目前在香港市场上,新经济上市以后表现活跃,以前通常批评香港市场上以金融地产为代表的传统产业比重过高,新经济占比偏低,但是,市场是有很强的学习能力的,回顾一下 2017 年香港市场上的上市公司,新经济的占比大幅上升,与任何一个国际交易所相比都不低,这也显示出巨大的新经济融资的需求。如果在这个现实需求的基础上,针对新经济特定的融资需求,创新性地调整一下金融体系的一些框架,应当说,资本市场有条件为新经济公司提供更好的支持。

当前,在中国金融体系中,商业银行依然占据主导地位,如何促使商业银行支持这些新经济公司,也需要付出艰苦的努力,因为通常意义上的银行贷款等融资形式,往往并不适合新经济的风险收益特征,目前中国的监管部门已经在支持中国的商业银行进行投贷联动等方面的探索,但是总体的规模还有限。

在资本市场上,还有一部分有强烈融资需求的公司,根据现有的上市条例,还难以进入资本市场的大门,是否可以在平衡投资者保护的前提下,扩大资本市场可以覆盖到的新经济公司的范围?也就是在企业生命周期的图表上,把资本市场和上市可以覆盖到的新经济公司,范围能更扩大一些,或者说,是否可以把上市的门槛往生命周期的左边再移动一下?具体来说,针对一些特定行业的新经济的特定融资诉求,是否也有可以改动的可能性,这些都需要我们认真研究新经济公司的融资特点,并相应采取制度创新的举措。具体来说,比如说医药,许多医药企业在快速扩张阶段,继续资本投入,但是这个阶段往往既没有盈利,也没有收入和现金流,究竟是否可以调整一下上市门槛,来满足这一部分企业的融资需求?总而言之,要识别出现在市场上不同行业的新经济企业的独特的、还没有被现有的金融体系充分覆盖到的融资需求,然后对照看看是否可以通过一定的制度创新来满足他们的融资诉求,这是当前促进新经济发展大背景下金融体系的一个重要任务。

在中国现有的融资渠道中,新经济融资并不十分容易,从我们调查的情况看,其实很多出色的新经济公司靠自有资金和海外资金度过最需要融资支持的阶段,很难通过在中国金融体系中占据主导地位的商业银行体系。这实际上也是由商业银行的风险偏好决定的。我曾经在几家商业银行担任过独立董事,并且还兼任其风险管理委员会主席,从参与评估过的一些新经济贷款看,站在商业银行的角度,需要找到新的评估新经济风险的办法,并且要采取一揽子的金融服务方式,在恰当的阶段进入,才能取得满意的效果。例如,如果银行要给一部电影贷款,如果还是沿用旧经济、重资产企业贷款是常用

的抵押担保等贷款保全举措，可能贷款就做不下去，因为拍电影的企业并没有多少资产可以用来抵押的，而且市场变化莫测，多数时候导演自己都拿不准一部影片可以卖多少拷贝，银行要去评估可能就更不容易了。除了要促使商业银行的创新之外，现有的金融体系应当还需要找新的融资平台和渠道，来匹配这些新经济的独特融资需求。

同时，现在无论是中国还是海外成熟市场，一级市场的投资也已经非常拥挤，特别是需要一个较为顺畅的推出渠道。从不同的统计口径可以看到，中国现在进入 PE、VC 行业的资金已经超过七八万亿人民币了，如果有一半的一级市场投资未来几年要从二级市场退出，就差不多就超过 4 万亿人民币，相对于现在中国资本市场的规模来看，这是相当大的规模了。从这个数据也可以看出，中国的 PE、VC 行业会面临一个非常显著的洗牌。

如果对比一下美国一级市场投资的情况看，其实也可以看到类似的趋势，只不过表现形式有所差异而已。数据表明，美国的科技型公司上市的平均年龄也越来越长，2014 年是 11 年，1999 年的时候是四年，但是在资金方，投资人在美国的一级市场投资的平均时间是七到十年，资金来源方的期限与退出的时间差距在扩大。在中国市场上，七到十年可能就算比较长的了，通常投资人希望更快有回报，这个差距也十分显著。在这个差距中间，有相当一部分是很有潜质的优秀的新经济公司，金融体系是否可以在识别其融资需求的基础上去解决他们的痛点，让其中的优秀养死可以通过包括二级市场在内的多种渠道获得新的流动性和资金支持，也支持这些投资公司可以获得资金去开拓新的新经济项目。因此，在广泛接触各类投资公司之后，可以了解到，目前新经济公司融资诉求比较突出的痛点，就是说怎么合理地在新经济公司不盈利甚至是没有产生大规模收入的阶段提供一个合理的市场化融资方式，最典型的就是医药行业。

市场调查表明，达到一定规模的新经济公司，对于差别投票权的关注度也非常高。对于活跃的新经济公司来说，核心团队相对稳定和保持控制力，对保持公司的价值有直接影响。其实，如果有差别投票权制度，对于一些特定的公司来说，无论是一级和二级还是二级市场的投资者来说，都有其积极的意义，例如，在一级市场上，创业团队为了融资支持企业发展，不得不稀释一部分股权，但是稀释股权的同时核心团队可能又不愿意失去控制力，所以往往就不得不减少对外股权的转让，或者把转让价格大幅提高；这实际上对公司发展不利，也对于外部只是想分享公司成长的一级市场投资者也不利。

因此，当前的金融体系要更好地发挥支持新经济发展的功能，就需要对原来的运行体系和框架作出一定的调整，不仅商业银行体系是这样，资本市场体系同样也是这样。调整的重点，就是要识别新经济公司目前的独特的融资诉求，特别是那些在现有的金融体系中得不到很好满足的融资诉求。能够解决这些潜在诉求的市场，就一定会吸引一批有活力的新经济公司来。

放眼全球，其实全球资本市场、主要的交易所也都在以不同的方式进行这样的吸引新经济公司的工作，特别是针对新经济公司的融资需求进行适当分层、满足新经济独特的融资需求是一个共同的趋势。资本市场从其本身的功能来看，应当是一个很好的促进产业结构转型升级的风险分散平台，也是激励平台，比如新经济公司上市后的市值上升，本身就意味着市场用高市值、高市盈率这种机制在奖励它，让它扩张得更快，把这些新经济公司的创新风险通过广大投资者的分散持有，也相应分散了风险。我们可以对比一下美国资本市场上这些年前十大市值上市公司的变化，就可以清晰地看到不同产业的演进轨迹，以及由此反映出来的美国的经济转型升级的过程，近年来一个鲜明的特征，就是新经济占比在明显上升。我们可以看到，在 2000 年时，美国市场上，美孚石油的市值名列前茅，还占很大的比重，但是现在基本是新经济展占据主导了。所以，观察产业结构变化时，从交易所层面看，也许一年两年的变化不是十分明显，但是如果放到五年、十年这个数据观察，就可以发现，往往产业升级的变化实在是会让人惊讶。现在中国的公司，上市市值最大的是哪一家？刚才前面几位都讲到了，是在香港上市的腾讯，现在市值已经超过 Facebook。十年前市值最高的中国公司是谁呢？那时候市值最大的中国公司是中石油，中石油市值最高的时候大概在 8.8 万亿，现在不到 2 万亿。可能腾讯和

中石油的管理层和员工都非常努力，但是，产业转型升级的力量，在很大程度上促成了这种剧烈的转变，这种力量通常被大家称为“风口”。资本市场就应当发挥这种促进转型的作用。

在支持新经济方面，大中华地区的交易所还有许多明显的改进空间。中国早期的许多有活力的新经济公司，实际上无论是从一级市场还是二级市场，基本上是欧美、日本等的投资机构和资本市场获益更多。在支持新经济方面，香港资本市场就一度是滞后的，香港市场的投资者长期偏爱稳健的、有充足现金流的公司，这种相对传统的投资理念，不利于吸引新经济公司。所以我们看到近年来许多优秀的新经济公司，根据国内的上市规则上不去，在香港市场上似乎也不太受待见，于是，在这个格局下，反而从中国新经济快速发展中得益最大的变成了以美国为代表的资本市场。

当然，我们也看到香港市场体现出很强的灵活性和应变能力，一个具体的趋势就是2017年香港市场上的新经济公司的融资占比大幅上升，并且继续呈现巨大的增长潜力，关键是制度上是否可以适当调整，把这种增长潜力转变为现实的融资活动。

香港准备怎么改变现有的融资制度来适应新经济的需要？最近香港交易所推出的咨询意见稿，体现了一部分设想，当然最终的确定，还需要香港交易所与市场主体、监管部门、港府主管部门等之间的不断修订完善，最终的方案也有可能咨询方案中有这样那样的调整，这是很正常的，关键还是是否能适应新经济的融资需求这个根本。

因此，从现在全球新经济发展的大趋势、特别是中国的新经济发展状况看，不同行业的新经济公司，确实还有许多融资需求因为种种原因的制约，没有得到满足，需要我们准确地识别出不同行业的新经济公司的融资痛点，同时能吸引一批优秀的公司来上市，带动整个围绕新经济公司的生态圈的发展。

当然，在资本市场上，高风险常常是与高收益相伴而行的，新经济公司的成长性好，但是往往风险也相对高，特别是早期阶段，因此，对这一部分企业上市，如果适当针对其融资诉求调整了上市的门槛，也应当相应地强化投资者权利的保护。例如，为了平衡市场融资诉求与投资者利益，是不是需要对特定阶段的企业上市做适当的投资者群体的适当性的限制？差别投票权制度下应当如何保护中小投资者的利益？当然，这些问题在许多市场上已经有了很多成功的探索经验，值得我们借鉴。一个健康发展的市场，必然要在发行人和投资者之间保持平衡，分别权衡考虑双边的诉求，使市场能够在这两者之间达到良性的平衡，投资者希望找到有活力的新经济公司投，发行者希望价格卖得高、流动性好，上市成本越低越好，市场监管者必然要在这两者之间进行权衡。

在促进新经济发展、引导金融资源进入富有活力的新经济公司方面，香港的优势在什么地方呢？首先，香港它了解全球新经济发展的趋势和共同的关切，它本来是全球金融体系中的重要一个关键门户市场，同时，与中国内地的市场相比，香港的上市制度调整也很灵活，特别是在中国内地这样一个散户占据主导、监管部门需要艰难地平衡创新发展的诉求与散户主导的市场的一些特定的制约，而且中国内地的市场庞大，要修订相关的法规，程序更为复杂，相比之下，香港市场只要形成了足够的共识，在制度调整上就更有灵活性。更值得期待的是，香港市场如果可以吸引一大批不同行业的优秀的新经济公司上市，就可以形成一个在亚洲乃至全球有影响力的、围绕新经济公司的融资和定价的生态圈，具体来说，就是形成一个从创业者、初期的投资者、分析师、到二级市场的投资者等的完整的生态系统，这一点实际是包括香港在内的许多亚洲市场都非常欠缺的。特别是考虑到中国的新经济公司已经越来越有自己独特的特点，与早期主要依靠模仿美国市场上的类似的公司的商业模式时相比，已经越来越有独特的创新，这就需要海内外的分析师共同理解这些新经济公司，需要海外与中国本土投资者的相互交流互动，这一点香港就自然具有不可替代的优势。

我在五道口带研究生已经不少年头了，也很高兴看到五道口不断取得长足的进展，五道口这些年的发展，是各个方面共同努力推动的结果，也是中国金融业快速发展所带来的现实巨大需求所推动的，

五道口在中国金融业的改革发展过程中发挥了十分重要的作用，这是值得自豪的。不过，围绕我今天给大家讲的主题，我倒是要给同学们提点建议，就是在当前关注创新的背景下，金融界要在科技界面前更为谦卑一些，这些年，金融界的同学们看着在学校学习的一点资产配置、风险定价等金融知识，乘着金融市场大发展的契机，自己的事业也得到了很好的大发展，小日子过得挺滋润，这是令人欣慰的。不过，现在全球都在关注促进创新，促进金融资源与科技的融合，促进金融体系更高地服务于新经济，这就需要金融从业者更为了解一点科技专业知识，更好地识别新经济的金融诉求和特征，更多地了解新经济的前沿动态，使金融体系更好地推动这个波澜壮阔的经济金融创新进程，这样金融市场必然会因此获得更大的活力。

供给侧改革为发展经济学提供验证支撑

来源：上海证券报（2017-12-01）

作者：章玉贵（上海外国语大学国际金融贸易学院院长）

我国的供给侧结构性改革，既要完成市场出清与新动力新动能的培育，更要高度重视在全球经济一体化的逻辑框架下，对市场不稳定性和经济复杂性，尤其是对复杂经济与金融系统的前瞻性研究。这要求我们实现对均衡优化的新古典经济学的超越，以建立一个能有效约束“经济人”自利行为，又能保持对市场适度干预的市场经济模式，促进经济依靠技术进步和人力资本增长等核心内生变量实现增长。如此，就有可能建立一种能使经济保持持续活力的增长机制。

国际货币基金组织（IMF）日前发布的一份研究报告认为，只要能处理好“僵尸企业”的问题，中国长期经济增速有望每年提高 0.7 至 1.2 个百分点。报告指出，缺乏活力的僵尸企业是中国当前面临的关键挑战之一。差不多同时，在 IMF 主办的第五届统计论坛上，与会专家高度关注中国在“数字化转型”方面取得的巨大进展。有市场人士认定，中国是全球数字化转型的一个独特样本。作为全球最大的移动互联网市场，中国在电子商务、移动支付等方面的世界领先地位将帮助中国成为趋势引领者。

充分的信息、准确的数据、科学的分析框架是理性判断的前提。无论是经济学研究还是经济政策分析与研究，如果没有基于信息萃取和数据处理的分析框架，是很难得出理性结论的。而放眼全球，中国作为现代经济发展史上极为独特的后起国家，经济改革与发展的参照系没有可资借鉴的样本。中国之所以启动大规模的供给侧结构性改革，其目标指向十分明确，即清除经济发展沉疴，消化前期刺激政策，将新一轮经济增长建立在结构均衡的新逻辑起点上。而已有的改革进展表明，随着供给侧结构性改革的持续推进，未来中国的资本和劳动力资源将有可能迎来一个较为重要的优化配置过程，无论是国有资本、民营资本还是外资，都将在动态优化中寻找市场机会。基于技术进步、组织创新、专业化和生产率提高的全要素生产率，将是未来中国经济可持续增长的最主要来源。

作为仍处于工业化阶段的超级新兴经济体，中国经济增长对既有路径依赖较强。一旦出现既有动力的衰退，而替代性动力发育不足，则意味着经济增速的滑落。中国经济的下一个繁荣周期一定来自于经济体制改革的深层次推进，也就是如何将拉动经济增长的引擎转到有效消费与技术进步驱动上来。

始于 2015 年的供给侧结构性改革，在煤炭、钢铁等行业去产能计划的持续推进下，迄今已经取得了相当进展，新供给已成为中国经济增长的重要驱动力量。以重化工业为代表的传统产业集群的增

长日益放缓，而以高端制造业和现代服务业为代表的新兴产业集群正在快速成长。得益于政府负面清单改革和“双创”的推动，以及研发投入的持续增加，微观主体创新活力不断释放，经济增长潜能也在不断激活。在“双创”热潮下涌现出的独角兽公司，正逐渐成为我国参与新一轮全球经济与科技竞争的重要支撑。

当下，一个普遍的共识是，中国经济正逐步告别以政府投资为主导的重化工特征明显、粗放型增长模式的时代，经济结构和发展阶段正在发生重大变化，并开始步入消费主导的新发展阶段。统计数据显示，2016年我国服务业占GDP比重达到51.6%。2017年1月至10月的社会消费品零售总额累计同比增长10.4%，超过固定资产投资累计同比7.5%的增幅。与此同时，数字经济发展迅速，共享经济、互联网信息经济、人工智能、服务业经济呈井喷态势。中国在先进制造领域正迅速赶超美国等发达国家，在量子通信、高温铁基超导、载人航天、民用航空、深海探测、智能电网、核电站等研发与建设中相继取得了一系列重大突破，相关前沿技术积累与复杂管理能力不断提高，涌现出一批极具市场前景的企业。今年前三季度，我国制造业上市公司净利润占所有上市公司净利润的比重为25.8%，较去年上升3.53个百分点，制造业上市公司的净利润同比增速高达47.28%，说明供给侧结构性改革的成效已经在实体产业中得到体现。存量资金“避实就虚”的趋势正在发生改变，金融体系回归服务实体经济本源正逐步得到实现。

理论既来源于实践又高于实践。因而，从某种意义上说，在新发展理念的指引下，处于关键时期的供给侧结构性改革，其取得的相关进展和下一步的改革重点，已经并将继续为发展经济学提供极具价值的研究样本和验证支撑。中国必须通过深层次改革，逐步告别债务推动下的增长模式，证实金融深化与金融创新更多时候是作为服务于实体经济的辅助性存在，而非绝对主导力量，并通过深化对中国转型的经济学分析与研究，在充分考虑经济非均衡性的基础上，探索出适应中国经济发展的市场经济模式。

从历史的发展逻辑来看，中国在基本实现现代化进而成为产业与资本强国之后，将会产生一整套能够解释自身经济发展与制度变迁，尤其是经济增长内生性机理和结构转型的发展经济学理论，进而成为全球主流经济学的重要组成部分。由此，中国的供给侧结构性改革，既要完成市场出清与新动力新动能的培育，更要高度重视在全球经济一体化的逻辑框架下，对市场不稳定性和经济复杂性尤其是对复杂经济与金融系统的前瞻性研究。这要求我们在坚持与时俱进原则下，实现对均衡优化的新古典经济学的超越，以期建立一个能有效约束“经济人”自利行为，又能保持对市场适度干预的市场经济模式。在这种新模式下，政府真正扮演起“守夜人”的角色，并创造条件促进经济依靠技术进步和人力资本增长等核心内生变量实现增长。如此，就有可能建立一种能使经济保持持续活力的增长机制。

在经历了约70年的发展后，发展中国家的经济社会发展发生了深刻变化。其中一个普遍的特点和趋势，是发展模式多样化和发展过程的不平衡性。而中国独特的发展道路、发展轨迹，为丰富和创新传统发展经济学提供了重要的实践基础和理论来源。

重新审视反垄断政策的经济学基础

来源：爱思想网(2017-12-11)

作者：张维迎（北京大学校长助理，光华管理学院前院长，网络经济研究中心主任，教授，国务院学位委员会应用经济学学科评议组成员）

今年是中国反垄断法通过的10周年，在这个时候讨论反垄断法的经济学基础问题特别有意义。也许我的思考大家不一定喜欢，但是我还是希望有更多人来思考问题出在哪里。我想强调的是，反垄断法执行当中面临的一些挑战，不是今天才有的，而是在数字经济之前就存在。

一、导论：美女村的故事

首先我们来讨论竞争和垄断的概念问题。我曾经写过一篇有关语言腐败的文章。语言腐败，简单地说，就是冠美德以恶名，或冠恶行以美名。在我看来，“垄断”这个词就是语言腐败的一个典型例子。

“垄断”（monopoly）一词在英文中最初是指什么？是指从王室获得的特许经营权，最具代表性的是1600年英国伊丽莎白女王特许成立的东印度公司，这个特许的公司被授权独家经营英国与印度之间的贸易。简单地说，垄断就是官方授予的排他性生产和（或）经营某种产品和服务的权利，这就是垄断的原初含义。1624年英国议会通过的《反垄断法》就是禁止这样的特许权（专利权除外）。但后来垄断的概念慢慢演化到今天，在经济学里成为一个技术性概念，就是按照一个行业中企业的数量 and 市场份额来衡量垄断。现在垄断成了一个锁链，套在谁身上谁倒霉。

为了更好地说明这个概念的荒谬，让我给大家讲一个寓言。这个寓言说的是，一个村民拣了一张画，画上是一个漂亮的姑娘，也不知道是谁就贴在墙上。村长看了之后就说好漂亮，再看自己村里的女孩子就感觉都奇丑无比，马上就商量要给村里的女孩整容，然后就成立了甄别委员会，哪个女孩子需要整容，哪个部位需要整容，都得制定一个标准。但是有了标准还得有人执行，于是又成立了一个整容医疗队，然后就整啊整，整到最后许多女孩子容貌都变了，看起来比原来漂亮多了，但是她们不敢笑，因为一笑脸皮就崩了，整过容的女孩子许多其他功能也没了，还有一些女孩子被吓跑了，有些夫妇不敢再生女孩了。整容完本村的女孩子，村长仍然不罢休，看到过路的女孩子也要拉住给整容，搞得没有女孩子敢路过这个村子了。

我讲这个故事，是因为我认为现在反垄断法在实施中存在类似的一个问题。我们在座的反垄断专家，就是故事中的村长或甄别委员会成员。在反垄断案中，我们就是去判断什么是“美”（“有效竞争”）的标准，什么样的企业该整容，还要告诉操刀的官员和法官们怎么整。这虽然是个寓言，但它很好地反映了我们在反垄断法推进过程当中遇到的一个痛点。

现在经济学界有一个基本的共识和挑战是，如何在推动竞争与保持创新活力之间求得平衡？这实际上是经济学理论与现实经济观察之间矛盾的反映：一方面，按照经济学理论，竞争是好的，垄断是坏的，你要促进竞争，就要消除垄断，限制大企业；另一方面，现实观察表明，最具创新能力的企业通常也是有一定垄断地位的大企业，这些企业也有更多的资源用于创新，因此，要保护创新就要允许企业保持垄断。这个矛盾的根源是什么？就是经济学本身关于垄断和竞争的概念有问题。主流经济学关于竞争和垄断的定义是错的！

所以我今天要讲的问题，不仅是现在的数字经济时代才出现的问题，在数字时代之前也存在同样的问题。不过是到数字经济时代之后，这个问题变得更加严重了。

二、反垄断政策的经济学基础

需要指出的是，竞争政策比反垄断涉及的面要宽一些。我今天只讨论反垄断法的问题。反垄断法的经济学基础是什么？就是我们在经济学教科书中中学的新古典完全竞争模型。完全竞争模型就是前面故事中画上的那个美女！

“完全竞争”是什么？就是每一个行业都有好多个企业，有无数的竞争者；每一个企业都如此之小，对产业整体不会造成任何影响；而且每个企业都用同样的技术、同样的成本生产同样的产品，卖

一样的价钱。这就是主流经济学上讲的完全竞争模型。按照主流经济学的逻辑，只有满足这些条件，市场才是最好的，竞争的结果才会达到帕累托最优。一旦偏离这个完全竞争模型，就形成垄断。经济学家还根据一个行业中生产者数量的多寡，区别了不同形式的垄断，包括独家垄断（只有一个生产者）、寡头垄断（有几个大生产者）、垄断竞争（又称“不完全竞争”）（多个小的生产者但每个生产者的产品有一定的差异）。但无论哪种形式的垄断，都会带来效率损失，使得帕累托最优不能实现。

主流经济学有关竞争和垄断带来的效率损失可以用一个简单的需求-供给几何图说明。完全竞争意味着企业的需求曲线一定是水平的，因而没有任何定价权，最优生产决策在价格等于边际成本点达到，因而从社会的角度看是最优的。反之，任何一个企业，如果面临的需求曲线是向下倾斜的，就有了影响价格的市场力量：价格上升需求会降低，价格下降需求会增加。此时，由边际收益和边际成本决定的个人最优价格高于边际成本，因而带来社会净损失，所以非完全竞争的市场不可能是有效的。

在我看来，现在经济学中有关反垄断的相关概念，存在很多概念混淆和逻辑错误。

首先，如哈耶克早就指出的，“完全竞争”实际上是没有竞争。经济学中的竞争概念与现实中普通人理解的竞争概念完全不同。了解商业实践的人都知道，竞争是一个比赛的过程，竞争就是“与众不同”，就是比别人做得更好，包括：（1）生产别人不生产的产品；（2）生产质量更高的产品；或（3）以低于对手的成本生产。但按照经济学的定义，这样的行为都构成垄断。显然，经济学上所说的“垄断”，实际上是市场竞争中正常的竞争手段和策略。

其次，“完全竞争”与创新不相容。完全竞争模型假定资源、偏好和技术都是给定。如同熊彼特指出的，这样的经济只能是一个静态的循环经济，不可能有持续的经济增长。从长远看，经济增长的唯一源泉是创新带来的技术进步。创新就是改变资源、改变偏好和改变生产技术，就是生产别人没有生产过的新产品，或者用新的生产方式生产出质量不同、功能不同、成本不同的产品，因此，你只要创新，你的需求曲线就一定下降倾斜的，而且，你的创新越成功，你的市场份额就越大，你不可能处于完全竞争的市场中。也就是说，按照传统经济学的定义，创新一定意味着垄断。所以毫不奇怪，我们看到反垄断法历史上，凡是受到反垄断机构调查和指控的企业，通常都是当时最具创新力的企业，包括早期的美国铝业、IBM，后来的微软，还有最近的谷歌公司。没有什么创新力的企业就没有人会去调查它，因为它不可能有足够大的市场份额（除非受到政府的保护）。之所以会发生这样的情况，就是因为我们的有关竞争和垄断的定义出了问题。

再次，“完全竞争”与分工导致的规模报酬递增不相容。只要存在规模报酬递增，那就意味着规模大的企业效率高，这样低效率的小企业就很难生存，从而“完全竞争”就没有可能。尽管在现代经济中，报酬递增是一个普遍的现象，但经济学家一直不愿正视它，正统的经济学教科书中总是假定生产函数具有报酬递减的特征（最多是假定规模报酬不变），其原因不是因为报酬递增不重要，而是因为从马歇尔开始，经济学家就认识到报酬递增与完全竞争的理想不相容。

上面几点意味着，完全竞争与经济增长实际上是不相容的。你要有“完全竞争”的经济，就不能有创新，不能有规模经济，因而不可能有增长；反过来说，你要创新，要实现规模经济，因而要有增长，就一定会导致“垄断”。

第四，“完全竞争”与市场秩序不相容。经验表明，缺乏大企业的市场不太可能是一个有序的市场。在市场当中，每一个行业，如果有无数个小的企业，这个行业不可能那么有秩序。原因在于，伴随分工和专业化出现的消费者与生产者之间的信息不对称，市场上的企业不仅是一个生产单位，而且还是一个声誉的载体。商号和品牌是一种监督机制。由于人的认知能力和记忆能力的限制，消费者不可能识别和记住太多的品牌，所以每个行业最后只有少数几个大品牌，比如汽车行业只有十来家，牛奶行业只有五六家。这些大品牌还为消费者承担着监督众多供应商的连带责任，正因为如此，这些大品牌才能获得消费者的信任。如果市场真得处于“完全竞争”状态，每个行业都无数多个小企业，恐

怕市场就会消失了。

因此，作为反垄断法的理论基础的完全竞争模式，其问题不仅在于它不现实，更在于它的不可欲。在这样的理论基础上制定的反垄断法和反垄断政策，当然也是不可欲的。

三，反垄断法在执行中的难题

接下来我想讨论一下反垄断法在执行中面临的问题，这些问题过去就存在，但在数字经济时代变得更为突出。

第一个问题是如何界定市场的范围。

反垄断法反的当然不是垄断本身，而是垄断者利用市场支配地位所做的不正当行为。但无论我们要反的是什么样的垄断行为，我们首先得认定所指控的对象是否具有市场支配地位；而要认为一个企业是否在相应的市场上具有支配地位，首先得认定市场范围本身，而这恰恰是一个最大的难题。对市场范围定义的不同，会导致完全不同的结论。比如说可口可乐饮料，你如果把碳酸饮料定义为一个市场，那么它就是垄断者；但如果你把软饮料定义成相关市场，那么它的份额就很小，根本算不上是垄断者。

经济学家用“替代弹性”定义市场，但并没有一个客观的标准告诉我们，替代弹性多大算一个市场，更不要说测量替代弹性本身的困难了。由此导致的一个结果是，在反垄断执法中，对相关市场的这个定义完全是武断和任意的，依赖于执法者的主观判断，不同的法官可能做完全相反的判断。

比如说，谷歌是不是垄断者？这取决于你怎么看待谷歌所处的市场。如果你指搜索引擎的市场，那它的份额接近三分之二，非常高，毫无疑问属于垄断者；但如果你将它看作广告企业的话，那它的市场份额就很小。所以谷歌是否滥用市场支配地位，和我们用哪个市场来界定它的市场份额相关。

前几年在中国有一个非常有名的案例，就是奇虎 360 诉腾讯案。在这个案子中，360 说腾讯是一个垄断者，腾讯说我不是一个垄断者，争论的焦点在于你如何定义市场。360 主张用一个很窄的市场定义，也就是即时通讯平台，但是腾讯认为其提供的服务和参与的市场要宽很多，所有可以实现文字、音频及视频等综合功能的通讯服务都应该属于相关市场。按照这个定义腾讯就不是垄断者。法院最后裁定采用的是腾讯的概念。如果按照 360 的主张来界定市场的话，腾讯就面临很大的麻烦。

在互联网和信息经济时代，市场的边界越来越模糊，定义市场越来越困难，执法的任意性也会越来越大。

第二个问题是如何确定企业有定价权。

新古典经济学说垄断不好，是因为垄断者会制定一个高于竞争价格水平的垄断价格，以损害消费者利益的方式获取利润。反垄断机构在确定一个企业是否有垄断地位时，有时需要进行虚拟的价格测试，比如说，如果企业把价格定得高于竞争价格的 5-10%，需求会如何变化，是否有利可图。如果需求下降不大，提价有利可图，就说明这个企业有垄断力量。显然，这样的虚拟价格测试完全是一种主观臆想，毫无科学可言。

更具有讽刺意味的是，现在互联网平台上的“垄断者”提供的许多产品和服务不仅没有收取经济学家所谓的“垄断价格”，而且是免费的，这使得价格测试根本不可能。

比如欧盟反垄断机构要对谷歌进行处罚的时候，要界定谷歌的垄断地位，就要对谷歌的产品进行价格测试，但谷歌搜索服务的价格是零，你怎么测试消费者对提价 5%-10% 的反应？没有办法。当然，我们可以认为谷歌通过让消费者接收广告和提供个人信息收取了隐形价格，因而免费并不是真的免费。但广告费或数据披露价格上升 5%-10% 又是什么意思呢？理论上讲，专家们可以去设计一个复杂

的指标体系，搞一个方程，然后收集数据进行虚拟的隐价格测试，但实际上你是没有办法做到这一点的，采用这种做法根本不可能反映市场的真实情况。

第三个问题是如何判断企业在进行垄断定价。

按照现有的理论和实践，企业的行为很容易陷入反垄断陷阱。无论企业如何定价，都可能受到反垄断机构的指控。正如芝加哥大学经济学家罗纳德·科斯曾说过的，如果我的价格比竞争对手高，我可能被指控索取垄断价格；如果我的价格比对手定得低，我可能被指控为消灭竞争对手搞倾销；如果我的价格和竞争对手相同，我可能被指控搞合谋！所以我无论怎么做都不对。因此，一个企业是否有垄断行为，完全看法治者认为它是否有垄断地位。这是很荒谬的。它表明我们的反垄断法存在基本的概念性错误。这个错误在哪里？在于我们把竞争和垄断完全搞反了。

第四个问题如何判断一种行为是正当的竞争手段还是垄断行为。

在经济学上被定义为垄断的行为，无论是捆绑销售还是统一零售价格的规定，在商业中都属于正常的竞争手段，不仅不是所谓的垄断行为，而且许多情况下对保护消费者权益有好处。微软免费赠送浏览器被指控为垄断行为，就是一个典型的例子。如果按照这个标准，几乎所有的交易都可以被指控为“捆绑销售”。我买衣服的时候，商家总是把衣服上的扣子一起卖给我，我为什么不能要求只买衣服不买扣子呢？如果商家说扣子是免费送的，专门生产扣子的厂家可否起诉服装企业在搞捆绑销售？法院该如何判决呢？

如果我们仔细思考，就可以发现这些问题背后有深层的经济学原因。主流经济学把市场理解为一种状态，但真实的市场是一个过程。状态和过程的区别非常重要。打一个比喻来讲，主流经济学家理解的市场是一张图片，而真正的市场是一个连续剧。

主流经济学用这种静态均衡理论来观察动态的商业世界会带来很多问题。比如说，按照主流经济学的分析，产品按照边际成本定价是最有效率的。但这个理论完全没有考虑产品是怎么来的。在市场上，绝大部分产品都是特定企业创新的结果，但经济学上讨论价格的时候，我们假设所有产品都是事前已经存在的，每个企业只是选择生产了一定数量的产出而已，并没有创造产品本身。在这样的假设下得出的社会最优定价理论，完全是误导的。以视窗操作系统为例，如果我们在 2000 年左右看这个产品，它已经在那里，我们会认为微软是一个万恶的垄断者，因为它的售价高于边际成本，一定给社会带来净损失。但是视窗操作系统是比尔·盖茨所领导的微软创造出来的，在微软之前，没有这个产品。如果必须按边际成本定价，这个产品根本就不可能存在，因为按边际成本确定的价格根本不可能补偿它的研发成本。主流经济学的最优价格理论使得人们不是去指责不生产产品的人，而是指责给我们提供了如果没有他们这种产品就不存在的人，理由仅仅是他们索取的价格高于边际成本。

如果所有产品真的按照边际成本定价，我们现在消费的绝大部分产品根本就不会存在，人类恐怕仍然生活在传统的、自给自足的农业社会。产品从研发到生产出来能在市场上销售，是一个漫长的过程，需要大量的投入，能否成功有很大的不确定性。没有一个新产品能够按照边际成本价格生产出来。但是我们的静态经济学理论不考虑这一切，简单地把价格与成本的差异当作垄断利润（其实是企业家利润），让我们误以为没有这个垄断利润的话消费者就可以以更低的价格买到更多的产品。真实情况是，如果没有这个所谓的垄断利润，我们几乎不可能买到任何新产品，而今天的老产品也不过是昨天的新产品。比如说，瓦特从 1765 年开始研发蒸汽机，1769 年申请到专利，1776 年生产出第一台蒸汽机，到 1786 年他的蒸汽机才开始盈利。这 20 几年期间没有利润，但有大量的资金投入，他的第一个投资人罗巴克 1773 年就破产了。如果当年的英国政府要求蒸汽机必须按照边际成本定价的话，瓦特的蒸汽机恐怕从来就不可能存在过！

经济增长来自企业家的创新。企业家通过创新和创造来开拓新的行业和市场，获取企业家利润。

如果我们剥夺企业因为创新而获取的垄断利润，那么企业家的创新功能就不会出现了。承认垄断利润的存在是促进创新的前提。这是另外一个我们应该对反垄断法保持警惕的深层原因。

四、重新定义竞争和垄断

前面我已经指出，传统经济学有关竞争和垄断的概念是错误的。那我们应该如何正确定义竞争和垄断呢？

在我看来，市场竞争的本质不外乎两点：1) 自由进入，没有任何靠暴力或武力阻止进入；2) 不受政府和任何组织施加的保护和歧视。简单地说，自由竞争就是没有政策和法律来保护一部分人同时歧视另外一部分人。反之，任何靠强力阻止别人进入一个行业，或者用法律和政策对生产者和经营者进行歧视性对待，就是垄断！

举例来说，当年伊丽莎白女王特许成立了东印度公司，垄断英国在印度的贸易。这个保护实际上是对别人的一种歧视。我们现在实行的许多行业准入限制，也是垄断。

一个市场究竟是竞争的还是垄断的，与企业的数量没有关系。现实中我们看到，一个行业即使只有两家企业，竞争也是异常激烈的。这就像政治选举一样，2016年特朗普和克林顿夫人希拉里竞选美国总统，两个人之间也打得死去活来。即使市场由一个企业主导，只要市场准入是开放的，也不构成垄断。像微软这样的企业，虽然曾经拥有强大市场力量，但因为软件业没有准入限制，我们也不用担心。事实也证明了这一点。

真正的垄断一定是来自于政府或者相关机构对市场准入的限制和歧视性对待。当政府动用强力（法律和政策）来为一个或者多个企业保留全部市场或者部分市场时，垄断就产生了。比如基础电信行业，政府只允许三家国有企业做，其他企业不能做，垄断就产生了。类似的银行业也是这样。只要政府有准入限制，垄断就产生了。类似的这种政府强力手段包括许可证、专营权，还有税收和信贷优惠、财政补贴等等。按照我上面定义的垄断，那么，什么是竞争，什么是垄断，一清二楚，这样法院判案的时候不会有歧义，前面讲到的价格测试也不需要。你只需看有没有准入限制和政府保护就行了。没有这些东西，那它就不是垄断；有这些东西就是垄断。

传统的垄断定义只看企业的市场份额，不看这个份额是如何形成的，把由企业家精神和创新导致的市场优势与政府保护导致的垄断地位混为一谈，必然得出一些荒谬的结论。几年前在一个论坛上我跟中国移动的一位副总争论，他说他们不是垄断，阿里巴巴和腾讯那才叫垄断。按照标准的经济学定义，他没有错！因为确实中国移动的市场份额远没有阿里巴巴和腾讯在各自市场上所占的份额大，凭什么他们不是垄断我是垄断？以此来看，反垄断首先要反的不是中国移动、中国电信这样的国有企业，而是阿里巴巴和腾讯这样的民营企业。这里的问题就出在垄断的经济学定义。按照我这里的定义，阿里巴巴不是垄断，腾讯不是垄断，因为它们都是市场竞争出来的，你有能力你也可以做，你做这个产品没有人禁止你；但中国移动是垄断，中国工商银行也是垄断，因为没有政府的许可，你不能进入它们所处的这些行业。

接下来我稍微说一说互联网时代的新市场，经济学家叫双边市场或者多边市场。双边市场最大的一个特点是它的网络效应，也就是用户越多，网络的价值越大。直接网络效应过去也存在，比如传统电信业就有网络效应，电话用户越多，每个用户得到的价值就越大。但在双边市场上，一个交易平台，既有买方和卖方，有交叉（间接）网络效应，卖方人数越多，平台对买方的价值越大；同样，买方人数越多，平台对卖方的价值也越大。如滴滴打车这样的网约车平台，参加的司机越多，打车越方便，乘客获取的价值越高；愿意打车的人越多，司机加入这个平台的价值也就越高。这就是所谓的间接网络效应。

按照传统经济学理论，具有直接和间接网络效应的市场一定会形成自然垄断。原来我们所说的公

用事业，如煤气、道路等都属于自然垄断。自然垄断行业具有高固定成本投入和低边际成本的特征，从生产效率的角度讲，为了避免重复建设和节约固定成本，应该由一家企业来做，准入限制是必要的。但是你仔细想想，如果真存在自然垄断的话，政府不用限制也只有一家去做。人家已经早你一步做了，哪怕比你只能大 1%，成本也比你低，你进去就死定了，谁那么傻明明看到自己要死还往里冲？所以说自然垄断假说和政府的准入限制是矛盾的。一个行业如果是自然垄断行业，就不需要政府实施准入限制；反之，需要实施准入限制，就说明它不是自然垄断行业。像电信业这样的行业，政府只允许三家国有企业做，这实际表明它不是自然垄断行业。

当然你也许会说，即使自然垄断行业，如果政府不限制准入的话，可能傻子企业不理性就进去了。但如果我们假定企业家都不理性的话，不仅自然垄断行业，所有的市场都应该有准入限制。而且，我们也没有办法证明企业家是非理性的，政府是理性的，毕竟政府也是由人管理的。

在数字经济时代，很多企业都具有刚才我们讨论的平台市场的特征，无论是阿里巴巴、腾讯、百度，还是国外的谷歌、脸谱、亚马逊等等，都是多边市场平台。如果我们不改变前面讲的经济学关于垄断和竞争的定义，或者说如果我们继续沿用误导性理论的话，我们对现在的反垄断政策就仍然只能是表面修修补补，不能从根本上解决问题。

如果采用我刚才定义的自由竞争，只要没有强力实施的准入限制，平台市场不会导致任何所谓的“垄断”——借用传统的概念讲，就是不会导致持续的市场垄断。这个“持续”，我指的是只要没政府的反垄断措施就可以存在下去。不会那样的！

为什么？正如我刚才强调的，自由市场总是存在充分的竞争，总是有人试图发现新的机会，来利用这个机会，用创新的方式推翻现有的统治者，自己想办法坐到老大的位置上。除了不断创新，谁也没有办法稳坐钓鱼船。你看看历史都是这样。运河看上去是典型的自然垄断，英国的众多运河在 18 世纪是谁修的？全是私人修的。你说是公共设施，但人家私人企业家愿意修，这不挺好吗？但运河的好日子也就几十年，然后英国铁路就出现了。有了铁路的竞争，运河不要说赚取垄断利润，连生存都成了问题，最后只能变成旅游观光线路。铁路从一开始竞争就很激烈，1840 年美国有 300 多家铁路公司，最后经过兼并重组，就剩下几家了。但铁路的好日子也不长，它的真正竞争者是谁？是公路运输。1886 年德国企业家卡尔·本茨发明了汽车。随着汽车运输的发展，铁路运输就开始走下坡路。再后来又有了飞机的竞争。

更近一点的例子是计算机行业。1945 年 IBM 公司生产出它的第一台计算机，但根本没有办法投入市场，因为那个时候真空管成本太高，一直到晶体管和集成电路发明之后，计算机才有了商业价值。1960 年代，IBM 几乎成了计算机的代名词，按照标准的经济学定义，是绝对是一个垄断者。但没过 10 来年危机就出现了，微型计算机开始挑战它的垄断地位。几家微型计算机生产厂家，也曾取得所谓的垄断地位，但英特尔公司于 1971 年生产出微处理器之后，很快个人计算机（PC）就出来了，曾经主导微机市场的公司没有一家成为个人计算机市场的主导厂家。当苹果公司的个人电脑风靡起来的时候，IBM 想奋力直追，着急之下就找比尔·盖茨给他们生产软件，

与微软之间的合约从根本上摧毁了 IBM 及任何生产厂家垄断个人计算机市场的可能性。从此之后个人计算机变成一个组装产业了，谁都可以生产，竞争异常激烈。个人计算机市场上一些曾经名声显赫的厂家，现在都倒闭了。

这些都是活生生的例子。担心一个市场被某个高枕无忧、不思进取的企业持续垄断，真是杞人忧天。摧毁 IBM“垄断地位”的不是美国的反垄断官员，而是市场竞争，是新的企业家的创新。即使美国政府当年不对 IBM 进行反垄断调查，不花那么多钱，计算机市场会坏到哪去？不会坏到哪去。

还有千禧年期间针对微软的著名的反垄断案，这个例子非常典型。从 1990 年代初起，美国司法

部（负责反垄断执法）就开始关注微软这个大个头，后来出现了浏览器，微软把自己的浏览器向用户免费提供，结果被指控为捆绑销售，违反了反垄断法。这个案子大量的法学家和经济学家都有参与了，有支持也有反对的。最终的结果是什么？杰克逊法官判决微软违犯谢尔曼法，要强制微软拆分成两家公司，一个生产操作程序软件，另一个生产其他软件。但联邦上诉法院又否决了这个判决，美国司法部和微软达成和解协议，不再要求拆分，只要求整改。

那又怎么样呢？1998年谷歌出来了，而美国司法部对微软的反垄断调查也就是1998年。微软很快就被谷歌打得落花流水。现在很多其他公司，像亚马逊、facebook都可以提供搜索。我们怕什么？美国司法部担心微软免费提供一个新产品，这样的捆绑销售会使得新的竞争者不可能出现，从而损坏消费者的利益。但事实证明，所有这些担心多是多余的。

同样的，今天很多人也担心腾讯和阿里存在类似的问题，我觉得不需要担心，我们不要按我们自己的想象来判断未来，认为我们想象不到的事情世界就不发生，就只有马云和马化腾这两个寡头统治世界。真实世界的变化可能会快到超过你我的想象，你现在对微信不满意，支付宝那边就可能有微信一样的东西。其它的竞争对手也会出现。

自由市场上，竞争总是存在的。马化腾在忙什么？马云在忙什么？他们不会觉得自己可以大到高枕无忧了，我现在占这么大的市场份额我就可以游山玩水了。那不可能，除非政府规定不准其他人再做交易平台了。创新是不可预测的，说不定从哪个半路上就杀出程咬金。

很多的例子表明，反垄断政策名义上是保护消费者利益，但实际上是在保护一些生产者的利益。很多时候反垄断政策是贸易保护主义的一种变形，像欧盟反垄断机构没事干就拿着放大镜在到处找目标，一会调查微软一会调查谷歌，其实是典型的贸易保护主义行为。布鲁塞尔养活那么多人是干什么？就是为自己创造工作！我们知道工会为什么会组织罢工，就是因为要不然工人会觉得你没有什么用啊！好多的反垄断机构也是这样，不折腾就表明它没用，所以它就不断地折腾，不断地找新的调查对象。

我今天讲的主要是经济学的问题，反垄断其实有好多是不属于经济学的问题。一个很重要的问题就是我们人本身就有这个妒忌心，看到人家大就不舒服，看到明星出丑闻很高兴。再有一个我们都不希望个别的企业耀武扬威，现在我们有些企业很讨厌，太任性，要通过舆论批评他们。这也是反垄断法为什么这么受欢迎的原因之一。还有政治家也担心，这家伙钱太多了，会不会干预政治？所以要不时地敲打他一下。

总结一下，我的核心观点是，反垄断法的经济学基础是错误的，新古典经济学讲的竞争不是真正的竞争，新古典经济学讲的垄断行为多数恰恰是竞争的手段。真正的自由竞争是自由进入和没有政府的强力保护或歧视，与企业大小和数量无关。只要存在自由竞争，就不必担心产生所谓的垄断。

最后，非常重要的一点，也是我长期讲的一句话，唯一要反的垄断就是政府用强力施加的垄断，也就是部分企业享有的特权，包括像准入限制、特许权、财政补贴、融资优惠，等等。

（本文根据张维迎教授在2017年9月28日英凡研究院组织的“竞争政策、数字经济和创新”研讨会上的主旨发言整理而成，文章来源：财新网）

新闻快讯

鲍威尔时代的美联储： 货币政策或延续 最大的分歧在金融监管

来源：经济观察网(2017-12-06)

作者：郑一真, 李晟

“一位律师、投行高管、财政部官员，64 岁的杰罗姆·鲍威尔(Jerome Powell)有着美国电影中投行人士的经典长相——额头上明显的皱纹褶子，还有仔细梳理的银灰色头发。”在纽约客的文章中，如此描述这位被美国总统特朗普提名的新一任美联储主席。

美国时间周二(12 月 5 日)，美国国会参议院银行委员会以 22-1 票批准鲍威尔担任美联储主席。这位在美联储中有“好好先生”之称的候选人，获得了多数人的支持。美国媒体认为，这或意味着，在随后参议院的全体表决中，鲍威尔也将获得高票通过。如若获得参议院批准，鲍威尔将于明年 2 月接替现任的美联储主席耶伦。

多位接受经济观察网记者采访的经济学家表示，鲍威尔当选是“大概率事件”，目前美联储“换帅”影响不会很大。中国人民大学国际货币研究所(IMI)、中国财经青年学会首席经济学家熊园看来，一是鲍威尔的言论和立场和耶伦比较相近，整体风格有延续性。而且，美国加息的节奏已经趋于正常化——年底加息一次，明年加息三次，后年二到三次，不会因为谁当主席就有大的更改。第二，鲍威尔相比耶伦，金融监管会大概率地放松，这也是特朗普的政策主张，有可能会推高美国的金融资产价格，也会刺激美国经济增长，进一步强化美国的加息节奏，但这是一个长远的影响。

首位非经济学出身的“央行掌门人”

即将作为全球第一大央行美联储的“掌门人”，鲍威尔在美联储之外，知名度并不高。虽然拥有丰富的投资实战经验，但是鲍威尔并非经济学出身，而此前的耶伦、伯南克等在经济学界都有深厚的学术功底。非科班出身的他，如果获任，将打破美联储筛选主席候选人的未成文传统。

鲍威尔 1975 年获普林斯顿大学政治学学士学位，随后拥有多年的法律界从业经历，包括在知名律所担任律师等。他于 1984 年转战华尔街，1984 年到 1990 年，鲍威尔进入投资银行德威公司(DillonRead & Co.)工作，专注于融资、商业银行和并购，并升至副总裁职位。这家拥有上百年历史的纽约老牌投资银行后被瑞士银行收购。

随后，在老布什执政期间，鲍威尔在美国财政部短暂任职三年之后，1993 年又回到投资界，到知名私募投资机构凯雷集团任职，并于 1997 年至 2005 年担任凯雷集团合伙人。凯雷集团管理者 1780 亿美元的资产，其投资人不乏美国前总统老布什、澳大利亚前总理霍克这样的政治名流。

在奥巴马的任下，鲍威尔进入美联储，2011 年 12 月被提名为美联储理事，于 2012 年 5 月上任，并于 2014 年 6 月份获得连任，有效期至 2028 年。这是自 1988 年以来，美国总统第一次提名反对党成员担任这一职务。2017 年 4 月，鲍威尔接管了对美国大型银行的监管。

多年的华尔街从业经历，也让鲍威尔积累了丰厚的财富，堪称美联储理事的“首富”。2017 年，鲍威尔曾披露个人财产状况，身家 1970 万至 5500 万美元，其中包括高盛、摩根大通等投行股票，同时还有 MSCI 指数 ETF、罗素 2000 ETF 和美国房地产 ETF 等资产。

有意思的是，在鲍威尔担任美联储理事期间，还获得“好好先生”的称号。外媒统计，鲍威尔自 2012 年担任美联储理事以来，从未对联邦公开市场委员会的货币政策决定投过反对票。

共和党的“耶伦”

公开表态来看，鲍威尔大概率延续耶伦时期的政策。其表示，美国2017年的GDP增速预计在2.5%左右，明年预期也保持在这一速度，经济数据比此前多年都更为健康，加上失业率已经降至4.1%的低位，“让利率和资产负债表恢复到正常水平的时间到了。”

虽然相比鸽派的耶伦，鲍威尔更偏中性，但是鲍威尔被视为和耶伦政策最为接近的美联储理事之一，甚至美媒将其称为“共和党的耶伦”。前美联储经济学家 Julia Coronado 表示，“近几年来，鲍威尔对货币政策的观点一直与领导层保持一致。”因此，市场对于美联储缩表和逐渐加息的政策预期并没有太大改变。

美国海银资本首席策略官陈凯丰预测，2017年美联储加息会超过预期，实际上2017年3月份的加息已经是超市场预期。目前利率是1.25%，美联储的政策目标是到2019年实现联邦基金利率回到3%，如果3%是利率目标，那此前每次25个基点，共7次加息只是时间点的选择问题，或许会出现一次加息50个基点的小概率事件。

关于缩表，事实上缩减的是美联储持有的4万多亿美元的资产。金融危机之后，美国推出多轮量化宽松，简单来说，就是通过从银行购买国债等中长期债券，增加基础货币供给刺激经济。这也导致美联储持有的国债迅速蹿升。美联储目前4万多亿美元的资产主要包括两部分，一是2.4万亿美元的美国国债，其次还有大量的住房抵押贷款，美联储的缩表也意味着这两部分都将有所缩减。

2008年至今，美国经济体实际GDP已经上升40%，而美联储资产负债表则较2008年扩张了4倍多，货币政策正常化是必须要做的事情。

缩表的影响，赵庆明解释道，其实就相当于M2的增速放缓，事实上，M2在美国金融中地位本来就比较低，而且缩表的步子也比较小，加上美国经济向好，本身它的货币流动速度会变大，不必然会导致流动性大幅紧缩。

陈凯丰表示，资产负债表收缩是一个缓慢的过程。9月联储FOMC议息会议应该会决定缩表的计划，即将每个月到期后的再投资金额设定减小的范围。加息或者缩表，不代表流动性降低。就观察的数据来看，2016年加息后美国市场流动性实际上反而增加了。因此，加息不代表股市会进入熊市，事实上历次加息后美国股市均大幅上涨。

对中国来说，影响几何？

中金所研究院首席经济学家赵庆明认为，虽然舆论担心美联储“换帅”叠加特朗普税改，会加剧吸引资金回流美国。但事实上，影响不会特别大。就税改来说，并不像最初说的那样，对企业的海外利润回流有那么大的吸引力，而缩表加息也在预期之内。另外一方面，加息也不必然导致美元升值。

“对于中国来说，美国从2015年底，持续加息到现在，我们的利率也在抬升。我们的基本面都不错，企业盈利在改善，尤其今年，新兴市场和发展中国家的市场都在改善，虽然说资本是趋利性的，但是资本也会去衡量哪里的回报率会更高。”

值得一提的是，面对舆论对于其或是特朗普安插在美联储的亲信，鲍威尔公开予以澄清。流程上，从美联储主席由美国总统任命，候选人均是美联储理事中，获参议院通过之后正式任命，为期四年，可以连任。耶伦之前的美联储主席伯南克和格林斯潘均是两个任期。而特朗普执意要换掉这位女掌门，拥有自己的任命。

鲍威尔表示，他将竭尽全力来保持美联储的“独立性和无党派性”，在他与美国政府官员的对话中，没有人给他来自白宫方面的压力，即便是特朗普新任的财长史蒂文·努钦（Steven Mnuchin），

也不会再他未来的决策中施加任何的影响。目前可以预期的是，鲍威尔上任之后可能会推动对金融机构监管的改革，因为他认为当前的监管过于严格，“提高效率才是美联储的目标，要避免过度监管。”

中国政府制定应急计划 抵御特朗普税改冲击

来源：华尔街日报中文网络版(2017-12-12)

作者：Lingling Wei

中国政府制定应急计划 抵御特朗普税改冲击。

中国政府官员正在制定应急计划，以应对美国税改和美联储预期加息举措的潜在影响。据悉中国央行有一套“组合拳”式的政策储备，包括继续引导市场利率走高、加强资本管控以及增加外汇干预频率，从而确保资金留在国内并支撑人民币汇率。

在美国敦促中方解决中美贸易失衡问题之际，中国政府经济官员关注的焦点则是一项来自美方可能更为直接的威胁——特朗普(Donald Trump)的税改计划。

知情人士称，中国政府官员正在制定一项应急计划，以应对美国税改以及美国联邦储备委员会(简称：美联储)预期的加息举措可能给中国带来的影响。他们担心这些事件将给中国带来双重打击，使美国作为投资目的地的吸引力增强，从而导致资金流出中国。

这些知情人士称，根据这一应急计划，中国央行准备了一套“组合拳”式的政策储备，包括引导市场利率走高、加强资本管控以及增加外汇干预频率，从而确保资金留在国内并支撑人民币汇率。

一位参与中国政府政策商议的官员将美国税改计划称为“灰犀牛”，认为这是中国经济面临的一个明显威胁，不容忽视。这名官员称，明年第一季度中国可能要打几场硬仗。

中国政府官员最担心的问题是人民币汇率。在政府诸多举措的提振下，人民币刚刚站稳了脚跟。一般的思路是，若人民币汇率再度失去动能，有可能加剧中国的资本外流，进入一个恶性循环。

这种紧迫感反映出中国政府应对特朗普在“美国优先”口号下推出的政策所面临的挑战。

人们普遍认为，美国经济走强对包括中国在内的全球其他国家和地区有利。美国经济带动下的全球复苏提振了中国的出口，帮助中国经济避免了许多人此前认为会在今年出现的放缓局面。然而，美国政府正准备对华采取一系列贸易惩罚措施，这可能令中国更加难以从美国的需求上升中获益。

尽管美国税改不直接针对中国，但也是一个会令中国承压的因素。

依据目前处于美国立法过程中的税改计划，美国公司税税率可能从35%降至约20%。经济学家称，未来几年，这可能推动制造商(无论是美国的还是中国的)选择在美国设立工厂，而不是在中国。中国的企业总税负在主要经济体中位居最高行列。

税务专家称，实际操作中，在中国的公司经过各种抵扣后所缴纳的税款通常约为净利润的40%-50%，而在美国的公司经抵扣后的平均税率低于该水平。

近期,有关这类美国减税行动的预期可能促使资产管理公司等机构将资金撤离中国等新兴市场并投向美国。此外,关于美联储本周可能上调利率并在明年继续加息的预期不断升温,这也可能加速此类资金转移。

位于华盛顿的国际金融协会(Institute of International Finance)的数据显示,由于投资者对美国政策举措的预期升温,上月末新兴市场资金出现大幅净流出。

国际金融协会首席中国经济学家 Gene Ma 称,美国政策举措对中国的影响最终将取决于中国自身经济的稳健程度。

Ma 称,2015 年,在经济增长和信心均非常疲弱的情况下,资金持续撤离中国。他指的是 2015 年股市暴跌和人民币意外贬值后,流出中国的资金规模估计达到前所未有的 6,760 亿美元。他说,现在情况比那时要好。

中国加强了对资金出境的限制,这起到了遏制资金外流和稳定人民币汇率的作用,今年以来人民币兑美元已收复了 2016 年的大部分失地。此外,人们对中国经济增长信心增强也抑制了资金外流,目前中国经济有望轻松实现政府设定的今年约 6.5% 的增长目标。

不过,在房地产和基础设施投资资料将双双放缓之际,中国经济前景似乎较不明朗。与此同时,经济学家和分析人士称,中国的债务不断增多,除非政府采取更有力的措施,否则经济容易出现较长期的滑坡。周一公布的官方数据显示,尽管 11 月份新增信贷规模下降,但由于监管部门要求银行将表外信贷转入表内,银行放贷大幅增加。

中国官员称,鉴于这些问题尚未得到解决,中国对任何可能导致 2015 年和 2016 年市场动荡一幕重演的风险都十分敏感。中国国家主席习近平已公开敦促有关部门控制海外政策行动可能产生的“溢出效应”。这可能会成为下周一召开的中央经济工作会议上讨论的议题,中国政府将在此次会议上定调 2018 年经济工作重点。

根据这项正在筹备的应急计划,中国央行可能采取的一个行动是逐渐引导银行间借款成本上升(近几年银行间拆借规模激增大大增加了金融风险),同时维持基准利率不变,这样的话对企业来说借款或偿还债务不会过于困难,否则的话会给经济增长带来压力。

摩根资产管理(JPMorgan Asset Management)驻上海的环球市场策略师朱超平说,中国央行可能倾向于在第一季度采取更紧缩的货币政策立场。

参与相关讨论的官员强调,如果美国税改计划或利率行动对中国资本流出产生的影响有限,也许不需要采取这些计划中的措施。

一些经济学家和分析人士也建议中国趁经济增长仍相对强劲之机,重新促进跨境资金更自由流动,并加大人民币汇率灵活性。

太平洋投资管理公司(Pacific Investment Management Co.)驻伦敦的全球策略师 Gene Frieda 称,中国政府可能会相机行事,在资金流入强劲时放松资本管制,反之亦然。他表示,套用电影《功夫梦》(The Karate Kid)中的台词,这就是“上蜡,除蜡”(wax on, wax off)的一个版本。

美国在 10 年内估计减税 1.4 万亿美元的全面税改方案也给中国敲响了警钟,多年来中国在改革自身僵化的税制方面进展迟缓。中国企业长期以来都在抱怨高税率,而中国政府已经承诺降低企业税负。知情人士透露,当前的这份应急计划不包括任何大幅减税的措施。

虽然美国 35% 的企业所得税税率高于中国的 25%,但中国公司面临美国企业所没有的其他一些税费,包括 17% 的增值税。此外,虽然中国公司不用像美国公司那样缴纳州税,但中国雇主支付的薪酬

税要高得多。在中国，福利和社会保障方面的税项成本介乎薪资的 40%-100%。

世界银行(World Bank) 2016 年的数据显示，中国企业的总税项负担在主要经济体中属于最高行列，占利润的 68%，而美国的这一比例为 44%，全球平均水平为 40.6%。上述数据包括国家和地方所得税、增值税或销售税以及任何强制雇主缴纳的福利和社会保障费用。