

2017 年第 3 期 总第 11 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 3 期·总第 11 期

## 国际财经

|                      |   |
|----------------------|---|
| 特朗普效仿的里根经济政策有哪些..... | 1 |
| 环绕世界的“一带一路”战略.....   | 2 |
| 积极财政给美国带来了什么？ .....  | 4 |

## 国内财经

|                     |    |
|---------------------|----|
| 穿透安邦魔术.....         | 13 |
| 助长中国房地产泡沫的三大因素..... | 22 |

## 新闻快讯

|                            |    |
|----------------------------|----|
| A 股今年有望纳入 MSCI 新兴市场指数..... | 25 |
| 维护金融安全根本出路在改革.....         | 27 |
| 数据：“一带一路”显现投资放缓迹象.....     | 28 |
| 人民币国际化的纠结.....             | 29 |
| 欧盟要求英国为脱欧先付 1000 亿欧元.....  | 30 |

# 财经参考

## 国际财经

### 特朗普效仿的里根经济政策有哪些

来源：BWCHINESE 中文网 (2017-05-09)

作者：余丰慧 (BWCHINESE 中文网专栏作家)

美国最富戏剧性的经济政策是在 1979—1982 年期间联储为减轻通货膨胀而制定的。由于低失业率和石油价格的冲击，1979 年通货膨胀达到了 13%。因此，联邦储备当局在 1979 年实施了一项“货币主义实验”，倾向于关注准备金和货币供给的增长，而不是利率的增长。它希望：明确果断地制定货币总量目标的战略，能够有助于降低令人难以接受的通货膨胀。

1979 年这次控制货币总量的改革引起了广泛的争议。其直接后果是货币供给增量大幅度减少，以及货币政策的“紧缩”。这使得利率上升至美国南北战争以来的最高水平。随着利率的上升，投资以及其他利率敏感型支出显著减少，从而引发了 20 世纪 30 年代以来最大的一次经济衰退。到 1982 年为止，这项政策无疑已经成功地将通货膨胀降低到 4%。

随着衰退的加剧，联邦储备当局开始担心自己的紧缩性货币政策过于严厉。失业率超过 10%，国会也开始有意见。我们可以通过这个案例来看联邦当局如何操纵货币政策，即联储决定逐步放松的货币政策。

让我们从 1982 年 8 月开始。那也是这次战后最深刻的衰退的中期，联邦公开市场委员会举行会议对经济运行状况进行了反思：

会上种种信息显示，随着第二季度实际 GDP 小幅度增长之后，本季度的实际 GDP 也只有轻微的增长，平均价格水平仍在提高，但远远慢于 1981 年的提高速度。

联邦储备当局为货币政策确定了什么样的目标呢？它写道：

联邦公开市场委员会期望着能培育这样一种货币和金融环境：它有助于降低通货膨胀，在可持续的前提下加快产出增长的恢复，同时支持一种可持续的国际交易模式。

1982 年 8 月，联邦公开市场委员会对纽约联储银行的实际操作提出了如下建议：

在短期内，委员会继续采取行动使准备金总量与（1982 年）6 月到 9 月的 M1 和 M2 的增长率保持一致，两种货币的年增长率分别是 5% 和 9%。

这些话应该如何理解？它们表明，对于 1982 年那次严重的经济衰退，联邦储备当局得出的结论是它的货币政策过于严厉。另外，对于货币总量的定义从那时起开始变得模糊不清，因为一些新的资产形式加入了 M1 和 M2 的行列（如付息支票账户），货币含义的模棱两可意味着紧跟着货币变动制定政策是不明智的。

于是联邦储备当局于 1982 年秋天放弃了它大的严格的货币目标。利率急剧下跌，3 个月国库券利率从 1981 年中的 15% 降至 1982 年末的 8%。结果是从 1982 年—1984 年，房地产方面的实际支出几乎翻番，经济也在 1983 年开始迅速复苏。

这一时期的货币政策在当时引起了激烈的争议。现在回想起来，很多观察家都认为这些货币政策是一项很好的“稳定价格的投资”。

## 环绕世界的“一带一路”战略

来源：英国《金融时报》(2017-05-09)

作者：汤姆·汉考克

拟投资 9000 亿美元的“一带一路”计划，可谓史上由单个国家发起的最大规模的海外投资行动。问题是，中国自己要付出什么代价？

从巴基斯坦、斯里兰卡的港口到东非的高速铁路，再到穿越中亚的天然气管道，中国计划投资 9000 亿美元的“一带一路”(One Road, One Belt) 倡议称得上是历史上由单个国家发起的最大规模的海外投资行动。

拥护者称，一带一路倡议——由对国内增长放缓的担忧以及对扩大中国全球影响力的渴望所驱动——有望帮助填补全球基础设施建设方面的缺口。它还可以助推发展中国家经济增长，同时提振贸易并为投资者带来回报。

带着以修建基础设施促进贸易的初衷，一带一路计划将沿两条路线展开：一条大致沿古丝绸之路(Silk Road)，从中国经由中亚和中东直至欧洲；另一条通过海路连接中国到东南亚和非洲东部。

随着过去 30 年中国经济增长的两大支柱——对发达国家的出口和国内基建支出——变得不如以往稳固，中国国家主席习近平于 2013 年正式宣布了一带一路倡议。西方经济体增长陷入停滞，而由于房地产、钢铁、水泥等行业的产能过剩问题日益严重，在中国国内投资的回报率迅速下滑。

与此同时，中国政策制定者正设法在边疆地区（一直落后于东部沿海发达地区）提振经济增长，他们希望本国的 3 万亿美元外汇储备可以比所持的 660 亿美元美国国债带来更高回报。

既然主要动机是为了寻求国内经济增长，那一带一路归根结底只是“一项具有地缘战略影响的国内政策，而非外交政策”，研究过这一倡议的欧盟前驻华外交官查尔斯·帕顿(Charles Parton) 说。

一带一路延续了北京方面的一项努力，即帮助国内企业——从高铁制造商到电信公司——积累经验，打造国际品牌。“他们认为，下一步要让中国企业具有全球竞争力，学习管理技术等……做强这些冠军企业（中国所希望做的）是一带一路的重要部分，”帕顿补充说。

自 2013 年以来，一带一路的标签已经扩大到涵盖远至新西兰、英国甚至北极地区的一些项目。中国已列出了 65 个一带一路沿线国家，将在这些国家开发数百个带有一带一路印记的项目。

其中的核心项目包括一条投资 540 亿美元、连接中国新疆地区与巴基斯坦深水港瓜达尔港(Gwadar) 的陆路通道。中方将投资 11 亿美元在斯里兰卡科伦坡建造一座“港口城市”。规划中的一条长 3000 公里(1900 英里)、连接中国西南地区与新加坡的高铁线耗资将更多。

同时出现的还有一波筹资和机构建设热潮。2014 年，中国主权财富基金宣布成立规模 400 亿美元的丝路基金(Silk Road Fund)。2015 年，中国携手其他国家成立了亚洲基础设施投资银行(AIIB)，该行 1000 亿美元的初始资本预计主要将用于一带一路国家。同年，中国为支持一带一路项目向 3 家国有银行拨款 820 亿美元。

一带一路倡议变得无所不包是受到了中国官员的推波助澜，因为他们急于讨好国家主席习近平——几十年来中国最具权势的领导人。在中国，“如果你希望一个项目或计划获批，你就说它是一带一路项目，结果是，所有项目都成了一带一路项目，”帕顿说。

一些乐观人士认为，基于中国国内几十年来依靠基建驱动增长的经验，一带一路倡议将成果丰硕。“一带一路正在做的是中国最擅长做的——政府支持的基础设施项目，”澳大利亚国立大学(Australian National University)的简·格利(Jane Golley)说，“作为一项经济战略，我认为一带一路倡议有望获得成功。”

分析人士表示，随着中国外交政策变得日益强硬，一带一路也是地缘政治上的一步迂回棋。中国的主要竞争对手——美国和日本——并未被列入一带一路国家，让人联想起军事战略家爱德华·勒特韦克(Edward Luttwak)所称的“地缘经济学”——遵循“商业法则”的“冲突逻辑”。“这是一项重大长期地缘经济战略，有可能将改变全球经济的重心，”格利补充说。

令中国境内外观察人士担忧的是，由于许多规划项目（包括处于饱受腐败和不稳定困扰的地区）带有地缘政治色彩，一带一路计划可能只会加重中国快速增长的债务负担，后者如今已超过国内生产总值(GDP)的 250%。“一带一路项目背后商业逻辑的缺失意味着，未来项目回报是否足以完全清偿中国债权人存在高度不确定性，”评级机构惠誉(Fitch)今年 1 月表示。

例如，中巴走廊要穿过动荡的部落地区，而瓜达尔港处于叛乱分子几十年来与政府军争夺地区的中心，迫使伊斯兰堡承诺用一支由 1.2 万名士兵组成的特种部队保护该走廊建设。位于中东的众多项目意味着，中国将日益被卷入该地区的政治动荡。

到目前为止，一带一路倡议在中国境外的项目鲜有已经完成的。例如，位于中国与哈萨克斯坦边境的霍尔果斯(Khorgos)“无水港”计划将打造货物从中国进入中亚和欧洲的枢纽。中国计划投资 6 亿美元，建设包含批发市场、铁路线和货运起重机的大型综合设施。尽管中国边境一侧环绕着新建的高楼，但哈萨克斯坦一边只有几座半废弃的建筑。与泰国的高铁谈判也陷入停滞。

据官方媒体报道，明显缓慢的项目进展促使国家主席习近平于 2016 年 8 月呼吁“实施好一批示范性项目，多搞一点早期收获，让有关国家不断有实实在在的获得感”。

对于一带一路是中国政府扩大海外政治影响力的一种工具的担忧，也可能引发反弹。上月，澳大利亚正式拒绝接受该倡议——此前，澳大利亚的盟友美国也明确与之保持距离。（但新西兰没有表示拒绝。）“虽然日益得到其他方面的认同，但（北京方面）必须克服政治雷区，”北京咨询机构齐纳百思(China Policy)研究主管戴维·凯利(David Kelly)说。

中国已经从早前一轮海外投资潮（即“走出去”政策）中吸取了一些教训——当时中国国有企业疯狂收购全球资源，导致大量溢价购入资产，随后遭遇资产减记，还招致了一些国家的不满，后者认为这些资源开采协议有失公允。

“今后驱动因素将是投资回报，”凯利说，中资银行已从国企手中夺过这些项目的部分支配权。强调一带一路对世界各地企业都“开放”的中国政府也正在淡化一带一路项目中“中国的存在”，他补充说。

这或将给西方公司带来机会。中法合作在英国建设的欣克利角(Hinkley Point)核电项目也被中

国官员也列为一带一路项目。英中贸易协会(China-Britain Business Council)在一份关于一带一路的报告中表示：“我们相信，英国企业将有实实在在的机会与中国伙伴在第三国进行合作。”西门子(Siemens)从一家中国国企获得了在沙特阿拉伯建设一座电厂、价值 10 亿美元的订单，而通用电气(GE)表示，该公司正在瞄准一带一路中数十亿美元的项目。

目前北京方面全无放弃一带一路计划的迹象。席卷发达国家的反全球化浪潮——唐纳德·特朗普(Donald Trump)当选美国总统就是一个体现——更是带来了一个机会，可以将一带一路计划描述为推动全球贸易增长的主要工具，习近平今年 1 月在达沃斯发表演讲时已将这两方面联系起来。

“如今，一带一路已被视为中国为全世界——而不仅仅是发展中国家——提供的解决方案的一部分，”凯利说，“问题在于，中国挺身而出扮演这一角色要付出什么代价。如果他们走到这一步，代价肯定不小。”

## 积极财政给美国带来了什么？

**来源：**华尔街见闻网(2017-04-27)

**作者：**谢亚轩(招商证券首席宏观分析师)

### 摘要：

2017 年 4 月 27 日，特朗普政府发布了就任总统后首份税改计划的核心纲要，积极财政预期逐渐升温，本文对 1929 年经济危机以来美国积极财政政策进行回顾，以供投资者参考。

1933-1945 年罗斯福新政时期采取高税收高开支的赤字政策。对高收入者和公司增加税收，对农业、工业进行定产定价，政府大量投资公共设施以工代赈，并配合以增发货币、贬值美元、放弃金本位制的货币政策。

1961-1969 年面对二战后美国经济低潮，肯尼迪和约翰逊政府采取扩张性赤字政策。大幅降低税收，将边际税率从 1954 年的 20%-91%降低至 14%-70%，同时将 49%左右的财政开支投向国防，推进“福利国家”建设，并配合以增发货币的扩张性货币政策。但不断扩大的财政赤字和宽松的货币政策导致了“滞胀”的出现：1969 年，GDP 增长率从 4.7%下降至 0.2%，CPI 从 2%左右的水平上升至 6%，失业率从不足 4%突然上升至 6%。

1981-1988 年面对美国 70 年代的“滞胀”问题，里根政府大幅度减税，以鼓励储蓄与投资，推动经济发展。缩减社会保障开支的同时加大国防开支，1988 年国防开支达 2909.2 亿美元，比 1980 年翻了一番。配合提高利率、严格控制货币供应量的紧缩性货币政策。最终解决了通胀问题，实现经济复苏增长。

2001-2012 年小布什总统任期和奥巴马总统第一个任期内开展十年减税计划，减税总额达 1.35 万亿美元。小布什政府加大国防开支即社会保障支出，奥巴马政府投入 7830 亿美元进行经济复苏。该时期内货币政策不稳定，小布什政府货币政策先松后紧，奥巴马政府则采用宽松货币政策。

纵观美国财政历史，积极的财政政策确实能够有效带领经济走出低谷，刺激经济维持一段时间的增长。但受制于财政预算的压力，财政政策的空间有一定的限制。社会保障支出和国防支出是政府开支中占比最大的两个部分，而在财政政策扩张时期往往以更大规模的国防开支带动财政总开支的上升

从而刺激经济。资产价格角度来看,股市在扩张性财政政策期间整体呈上涨趋势。国债收益率没有出现明显的规律性,利率水平更多的与货币政策有关。

2016年特朗普当选美国总统,提出包括减税、加大基建投资、贸易保护等在内的一系列财政刺激。2017年4月27日,特朗普政府发布了就任总统后首份税改计划的核心纲要,积极财政预期逐渐升温,本文对1929年经济危机以来美国积极财政政策进行回顾,以供投资者参考。

## 一、美国财政政策演化简介

纵观美国财政政策历史,20世纪30年代的经济大萧条是一个分水岭,在此之前,美国奉行自由放任的市场经济,推崇亚当斯密的“廉价政府”理论,主张预算平衡;而在此之后,财政政策开始逐渐成为重要的宏观调控手段,发挥刺激经济、调节需求等作用。

针对20世纪30年代西方国家出现普遍性经济大萧条,凯恩斯提出要采用扩张性财政政策,以政府积极干预经济的办法来解决严重的失业和萧条问题。为补救严重的经济衰退,罗斯福政府实践了凯恩斯的理论,不断扩大财政赤字,到1938年6月美国国会通过为开支计划拨款的立法时,财政赤字已经达到了29亿美元。

1946-1960年杜鲁门政府和艾森豪威尔政府采取补偿性财政政策,主张在经济萧条时期增加财政支出刺激经济,而在经济增长和通货膨胀时期减少财政支出,实现政府收支盈余以抑制需求。这一时期的财政盈余总额超过财政赤字总额,且赤字占GNP的比例最高也不过0.5%。同时,这一时期美国经济也没有出现严重的财政赤字和通货膨胀,但其经济增长速度大大落后于西欧和日本。

60到80年代实行扩张性的赤字财政,这一政策的理论基础是即使经济衰退已经结束,潜在的未被利用的生产力仍然存在。因此在肯尼迪和约翰逊执政时期不再追求预算平衡,而将赤字财政作为常规手段,自1962年到1969年的8年中,财政赤字迅速增加,赤字占GNP的比重上升到10%左右。此后美国经济陷入了“滞胀”危机,为了应对衰退,在1970年到1980年中,财政赤字继续扩大。

80年代,里根政府提出“经济复兴计划”和“星球大战计划”,大规模削减个人所得税和公司税,增加国防开支。里根的第一个任期内,财政赤字共计5999亿美元,比卡特执政时期翻了一番,第二个任期内,财政赤字再创纪录,共计7674亿美元,赤字占GNP的比重超过4%。

1993年克林顿上台后推行“新凯恩斯主义”经济政策,短期通过增加投资、推动经济转型和实施增长战略来增加财政收入;长期削减国防经费和联邦行政开支,取消非生产性开支,实施增税计划。同时,互联网兴起带动了美国90年代的经济增长和失业率的下降,致使90年代美国经济出现了低通胀和高增长并存的良好局面,并实现了财政预算扭亏为盈。

2001年小布什总统启动了“10年减税”计划,这一计划一直延续到奥巴马的第一个任期。大幅提高国防支出,奉行供应主义政策,这一举动不仅刺激了美国国内经济复苏,同样也引发了世界范围内的减税。

综上所述,美国曾多次采用积极的财政手段,30、40年代的罗斯福新政,60、70年代的扩张性赤字政策、80年代的里根政府以及20世纪前10年的小布什政府和奥巴马政府均是采用了较为积极的财政政策。

## 二、历次积极财政政策回顾

### 1、罗斯福新政——赤字财政(1933-1945)

#### (1) 政策背景

1929年10月美国股市崩盘，直接导致了大规模的经济危机。当时胡佛政府虽然救济大银行、大公司和垄断资本家，但坚决反对联邦政府救济失业者，反对联邦政府对经济的直接干预，采取了较为保守的财政政策，反而逐渐恶化了危机。

1929年到1933年间美国国民生产总值从1044亿美元下降到410亿美元，工业生产下降40.6%，工业生产水平退回到19世纪末20世纪初的水平；应税商品平均税率提高到53.2%，进口货物和原料总值从1929年的近45亿美元降为1932年的13亿美元，出口总值从53亿美元降至17亿美元；危机期间美国有14万家企业和近1万家银行倒闭，失业率从4%增加到25%，全国几乎达到50%的人力闲置，实际国民收入下降约36%；道琼斯工业平均指数由1929年初的300点下降至1932年7月的41.22点，成为历史最低点；同时，金本位制逐渐崩溃，黄金外流接近2.5亿美元。

## （2）具体措施

为了应对当时国民生产总值大幅下滑、失业率飙升、经济全面萧条的情况，罗斯福主要采取了改变税收结构的税收政策，同时加大了政府对农业、工业、电力业等方面的宏观调控，建立健全救济和社会保障体系。

1913年，美国第一个永久性的联邦所得税开始征收，当时的税率仅为7%，且只针对年收入在50万美元以上的家庭。一战结束后柯立芝总统主张减税，平均最高个人所得税税率在1929年为25%，覆盖了年收入在10万美元以上的家庭。罗斯福上任后开始大幅提对高收入者的征税。1935年，“财产税法”经国会通过，其主要内容是：凡一年纯收入在5万美元以上者征收附加税，最低税率为31%，纯收入超过500万美元以上者，最高税率从59%上升到75%；公司所得税也有所提高，以2000美元为起征点，征收8%的所得税，收入超过4万美元以上部分，征税15%；联邦财产税增加到70%的最高限制。1936年罗斯福又向国会提出，要对公司未分红的利润分等征税，以年收入1万美元为起征点，征税30%，超过1万美元的部分，税率为42.5%。

1929-1933年间农产品价格下降63%，工业生产总值下降40.6%，为解决这一问题，罗斯福政府在农业、工业方面采取限制产品产量，提高产品价格的政策。1933年5月通过《农业调整法》，该法案主要内容包括：农业部与农户签订“市场协议”，对基本产品的产量加以限制，同时政府与农作物加工者签订销售合同，确定销售额和出口补贴，通过这些办法减少农产品的供给，提高农产品价格；借助联邦土地银行和复兴金融公司向农民贷款，帮助农民赎回自己的土地财产，同时还向农民发放小额贷款提供经营成本。1933年6月国会通过《全国工业复兴法》，美国政府成立国家复兴管理局，指导劳资双方订立本行业的“公平竞争法规”，要求各工业部门制定生产规模、产品价格、市场分配、工人工资标准及工时数等，由雇主、工人和消费者共同监督生产。

为了救济失业者同时刺激经济，政府鼓励以工代赈，加大公共工程投入。1933年5月通过《联邦紧急救济法》，成立联邦紧急救济署统筹分配各州救济物资，同时设立了名目繁多的工赈机关，以工代赈，到二战前夕，联邦政府支出的各种工程费用及数目较小的直接救济费用达180亿美元，修建了近1000座飞机场、12000多个运动场、800多座校舍与医院。

建立健全社会保障体系。1935年通过《社会保险法》，规定了养老和救济制度，并建立失业保险，由职工、雇主和联邦政府共同承担保险金。1937年通过《全国劳动关系法》和《公平劳动标准法》，以缓和劳资矛盾。

配套的货币政策方面增加货币发行，放弃金本位制。面对通货紧缩，1933年3月国会通过《紧急银行法》，授权联邦储备银行根据各银行资产增发纸币以解救货币荒，给银行提供流动资金，恢复群众对银行的信任。同时禁止黄金自由输出，禁止居民私自储藏黄金。1933年6月通过法案，规定凡公私契约中订明需用黄金支付的条款一律无效，自此美国彻底放弃金本位制。1934年1月宣布发

行以国家有价证券为担保的 30 亿美元纸币，并使美元贬值 40.94%，通过美元贬值，加强了美国商品对外的竞争能力。

### （3）政策效果

经济增长方面，经过 4 年的经济改革，美国的 GDP 增长实现了由负转正，在 1936 年时 GDP 同比增长达到 12.9%。通货紧缩情况也有所缓解，1934 年时结束了 CPI 同比增长连年为负的情况。固定资产投资大幅上升，在 1937 年时回到危机前 140 亿美元的水平。股市回暖，其中道琼斯工业平均指数在 1936 年恢复到 180 点以上，但还没有到达危机之前的水平。

## 2、肯尼迪、约翰逊——扩张性赤字财政政策（1961-1969）

### （1）政策背景

1953 年朝鲜战争结束后，随着军事工业生产的迅速缩减，美国爆发了一次经济危机（1953 年 9 月-1954 年 4 月），1957 年美国又一次陷入了周期性经济危机，期间受打击最大的是钢铁、汽车、机床制造、石油、采煤等重工业，这次危机后果尚未消除，1960 年开始又发生了一次危机。因此，1954-1960 年间美国经济徘徊不前，形成了战后经济发展过程中的一个低潮期。

1953 年到 1960 年间虽然经济中没有出现严重的财政赤字与通货膨胀，但经济增长缓慢，GDP 年增长率仅为 3%，而同一时期西德、法国、意大利、日本、苏联等国的增长速度都大大高于美国。失业率不断攀升，在 1958 年时达到 7.5%。

### （2）具体措施

约翰逊签署的《1964 年税收法案》将边际税率从 1954 年的 20%-91%降低至 14%-70%，下降幅度达 20%，并且将预扣税率从 18%降到 14%，以鼓励消费支出。1965 年，公司所得税由 30%-52%降至 22%-48%。据统计，1964 和 1965 两年共减税约 115 亿美元。此外，还采取了投资减税优惠和加速折旧等变相的减税策略。

肯尼迪总统提出“登月计划”，约翰逊总统主张对第三世界加大干预，因此和平时期保持庞大的军事支出成为财政支出的重要出口。美国政府的军事支出包括国防支出、退伍军人福利和服务支出，以及一般自然科学和技术支出中与军事有关的部分等，其中国防支出占比最大。战后美国国防支出在联邦总支出中的比重分别为：50 年代 29.1%，60 年代 49.0%，70 年代 41.8%，80 年代 22.7%，可以看出，在 60 年代，国防支出占到联邦总支出近一半，远远高于其他时期水平。

这一时期，美国继续加大社会保障投入，开展了种类繁多的社会福利事业，主要集中在社会保险和福利补助两大类。1965 年颁布《老年人健康照顾法案》，健全和完善养老、医疗等社会保险和社会福利制度，加强了联邦政府对医疗卫生和教育领域的干预；1964-1965 年间，通过一系列普通教育、高等教育和业余教育立法，增加人力资本投资，提高劳动者素质，推动科技进步。

在基础设施方面，政府大量投资为私人投资改善环境。普遍促进了工农业的发展，特别是汽车工业、建筑业、第三产业的发展 and 边远地区的开发；1965 年颁布的《住房和城市发展法》以及 1966 年颁布的《示范城市发展法》着手解决老城市衰败和环境污染的问题；通过一系列立法开始关注生态环境和自然资源保护。

采用宽松的货币政策，增发货币，大量发行国债。1961-1966 年间，M1、M2 平均同比增速分别为 3.36%、7.57%，相比 1960 年平均-0.06%和 3.37%的增速有大幅度提升，经过 1967 年短暂的紧缩货币政策后，1968-1969 年 M1、M2 又继续以 6.50%和 7.23%的速度加速投放。为了弥补财政赤字，政府大量发行国债，1970 年国债总额达到 370 亿美元。

### （3）政策效果

扩张性的财政政策导致了1961-1969年经济连续上升，GDP年平均增长率达到4.7%，失业率也逐年下降，到1965年时失业率已经降到4%以下（达到凯恩斯提出的充分就业水平），比1961年7%的水平下降了3个百分点。

减税和加大政府投资的政策拉动了社会私人投资，1961-1975年间私人固定资产投资以平均每年7.5%的速度快速增加，与50年代4.5%的增长速度相比有显著提高。1965-1970年美国的工业生产以18%的速度增长。1970年美国拥有世界煤产量的25%，原油产量的21%，钢产量的25%。1971年美国拥有汽车1.11亿辆，83%的家庭至少拥有一辆汽车。1970年美国农产品比1950年增长了2倍。

但是，不断扩大的财政赤字和宽松的货币政策最终导致了60年代末70年代初美国经济“滞胀”问题。60年代美国工业高涨得益于世界大战积累起来的被抑制的对固定资产、住宅建筑、耐用消费品等的需求，以及朝鲜战争和越南战争的刺激，而这些因素在70年代后逐渐消失；经过20年的第三次科技革命，到70年代初，科技对经济的推动力已经明显减弱；与此同时，其他国家经济的兴起使得美国在世界市场上的出口贸易额开始下降，在1971年首次出现对外贸易逆差。

1969年，GDP增长率由之前4.7%的平均水平下降至0.2%，CPI却由之前2%左右的水平上升至6%，失业率也由之前的不足4%突然上升至6%。1974年再次爆发更大规模的“滞胀”，1974-1975年间，GDP出现负增长，GDP年增长率分别为-0.5%和-0.2%，而CPI增长率在1974年上升至11%的历史最高水平，失业率也超过9%。1971年，美国第一次出现对外贸易逆差，贸易差额达到-13.02亿美元，这一逆差不断扩大，到1974年时达到-42.93亿美元。

10年期国债收益率由1962年4月的3.88%升至1970年4月的7.42%，但在第一次“滞胀”后下降到1971年3月5.38%的水平。两次“滞胀”都伴随着股市的下跌，1964-1969年间，道琼斯平均工业指数维持在800点以上，1970年下跌至631点，之后经过短暂回升，1974年又下跌至584点。

## 3、里根——偏向供给的扩张性财政政策（1981-1988）

### （1）政策背景

由于1973年的石油危机，加之70年代美国采取高财政支出、高税收政策以及宽松的货币政策，到了70年代末，“滞胀”现象更加严重。通胀水平继续上升，1977年美国的CPI增长率达到了7%，到了1978年又上升到了9%，1979年更是达到了创纪录的15%；同时经济增长速度减缓，1980年GDP增长率再次为负数，1950年，美国的国民生产总值占整个资本主义世界国家的57.8%，而到了1980年，美国在资本主义世界的经济比重已降到了26.7%；劳动生产率降低，工业份额下降，远低于同时期的日本、法国甚至意大利，与此同时美国的工业产品竞争优势削弱，工业生产份额占世界的比重也随之降低。

### （2）具体措施

为了解决70年代末期经济低迷的情况，里根政府大幅度减税，以鼓励储蓄与投资，推动经济发展。1981年8月国会通过了《1981经济复苏税法》，主要内容有：（1）1981年10月降低个人所得税税率5%，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；（2）将非劳动所得的最高税率从70%降至50%；（3）边际税率从14%-70%降为11%-50%；（4）缩短固定资产折旧年限并简化分类，加速固定资产折旧；（5）对企业投资给予纳税优惠：如购买汽车或研究设备减税6%；（6）添置机器设备减税10%。1986年10月，里根又签署了修正税法，即《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：（1）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%；（2）简化和改革公司所得税，公司所得税率从46%降低到34%；（3）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%；（4）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。1981-1987年间，每个家庭每年可支配收入约增加600-900美元。

为实现“小政府”的目标和平衡财政预算，大幅减少社会福利。1981-1982年，里根共削减了486亿美元政府开支，其中主要是社会福利开支。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：在不彻底改变原来社会保障制度的基础上减少一些保障项目；将联邦政府承担的某些责任转移到地方政府，推行新联邦主义，并且促进私营福利事业的发展。

在国防政策方面，开启“星球大战”，大幅增加军费开支。进入70年代后，国防支出占GDP的比重逐年下降，到1979年时仅占4.54%，里根总统执政后国防开支以平均每年8.53%的速度快速上升，到1988年时国防开支达到2909.2亿美元，比1980年的1346.3亿美元翻了一番。以1983年为例，国防开支占到了总预算的26.4%，这一数字甚至大大超过了侵朝和侵越战争时期。综合减少社会福利和扩大国防开支两方面的效果，80年代美国实际政府开支逐年增加，财政预算持续赤字，在1983年美国财政赤字高达2000亿美元，这一财政赤字水平保持到了1986年。

里根政府另一项刺激经济活力的策略是缩小政府规模，放松政府对企业规章制度的限制，减少国家对企业的干预。六七十年代，美政府对企业的管制活动达到了一个高峰，而里根政府放松了对航空、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。

为解决通胀问题，在货币政策上采用提高银行利率，严格控制货币供应量的手段。同时，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，为解决美国贸易赤字问题，美日德法英签订广场协议，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。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，跌幅达20%。

从1980年开始全面利率市场化改革。逐步摒弃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）政策效果

里根的经济政策使美国走出了战后最严重的70年代的滞胀危机。国民生产总值出现了持续70多个月的增长，并且创造了1750万个良好的就业机会，开创了80年代的繁荣。

紧缩的货币政策解决了严重的通货膨胀问题。从1980年开始，美国实际利率基本维持在6%-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。

实施改革前期，美国仍然处于危机和衰退之中，但是通货膨胀率开始有所下降，同时美元指数也开始上行外。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1981年初降低了8.7%；失业率也从1980年的7.4%上升至1982年的10.4%；GDP环比增长率从1981年第三季度急剧下跌，在1982年第一季度降到谷底，-6.5%。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%。

贸易逆差不断扩大,签订广场协议后有所缓解。美国对外贸易逆差从1981年的161.72亿美元扩大至1987年1516.84亿美元,1985年9月美日德法英签订广场协议,诱导美元贬值致使1988年以后贸易逆差规模有所减小。

在股市和债市方面,股市稳步回升,国债收益率波动下降。自1981年起,道琼斯工业指数不断攀升,1987年7月达到峰值2700.57点,比1981年初增加了近两倍。10年期国债收益率则从1981年初的12.42%跌至1988年末的9.14%。

里根的税制改革使全体美国人平均减少税额6.4%。其中超富裕阶层平均降低16%,低收入者的实际税率下降不多,甚至略有增加。而里根政府所削减的开支,以1984年为例,其中60%集中在低收入补助项目中。据美国国会预算办公室统计,里根第一任时期,年收入在10000美元以下的2020万贫困家庭中,平均每家减少津贴400美元;年均收入在8万美元以上的140万家庭中则因减税增收4800美元。因此,减税政策实际上达到“劫贫济富”的效果,拉大了贫富差距。

#### 4、布什、奥巴马——十年减税计划(2001-2012)

##### (1) 政策背景

2000年时,持续增长近10年的美国经济已经开始出现衰退的迹象。2000年下半年美国失业率已经低于4%,为近10年来最低,这预示着经济增长已经接近顶峰。虽然2000年GDP增长率仍达到4.1%,但下半年的经济增长速度已经明显开始放慢,其中2000年第三季度和第四季度的按年利率计算的GDP增长率分别仅为0.5%和2.3%。根据当时美国经济研究所统计,美国经济于2001年3月达到峰值,结束了自1991年3月以来长达十年的经济扩张期,开始进入经济衰退期。同时,20世纪90年代,克林顿任期内经济的强劲增长和长和政府财政的大规模盈余,为小布什政府实施新的财政政策提供了重要的物质基础。到2000年时,财政盈余达2362.4亿美元,占GDP的2.33%。

##### (2) 具体措施

小布什与奥巴马第一个任期内都采用减少税收、扩大政府开支以刺激经济,以及加大政府对经济的干预的财政政策。

20世纪90年代,克林顿政府为了削减财政赤字,主张对高收入者提高税率,提高大企业的公司所得税。为了缓和 high 税收对经济的抑制,小布什总统上任之初就开始实施十年减税计划,减税总额达1.35万亿美元。2001年5月国会通过了《2001年经济增长和税收调节法案》,其主要内容包括:(1)全面降低个人所得税率,从当前的15%、28%、31%、36%、39.6%的五档税率在2006年以前逐步减少到四档:10%、15%、25%、33%;(2)将对每个孩子的税收抵扣额从原来的500美元增加至1000美元,并将这一税额用于供选择的最低税;(3)减轻“婚姻惩罚”,恢复双收入家庭10%的税收抵免;(4)将遗产税的起征点由原来的67.5万美元提高到1000万美元,并将税率从55%逐步降低到45%,拟在2010年停征,并使研究与开发税收扣除规定永久化。2003年在减税法案基础上再次提出“新的经济刺激计划”,对小企业做出额外税收优惠以鼓励私人投资。由于这一财政政策的实施,小布什政府上台后不久,美国政府财政即从巨额盈余变为巨额赤字,2004年财政赤字创下4127.3亿美元的历史最高记录。2009年奥巴马上台后对年收入在25万美元以下的家庭仍保持布什政府提供的减税政策,但对年收入超过25万美元的富裕家庭增加税收。

布什时期,国防开支大幅上升。布什上任之初提交的预算计划中即表明要重振国防,将其作为政府的主要政策行动之一。9·11时间之后布什签署《国防拨款法案》,向国防部提供了3172亿美元的资金用于国家安全计划。此后的阿富汗战争和伊拉克战争使国防开支继续以更快速度膨胀。到2008年时国防开支达6124.3亿美元,比2001年的3060.8亿美元翻了一番。社会福利和教育支出不断扩大。2001年初布什提出一项为期4年,拨款4000亿美元的全面改革医疗制度的计划;一项耗费900

亿美元，惠及240万美国人的健康保险计划。同时，联邦政府不断提高退休人员的薪金标准。再教育方面提出“不让一个孩子掉队”法案等多项相关教育项目，教育经费逐年增加。

2008年经济危机后，奥巴马政府投入大量政府开支以刺激经济复苏。2009年2月，奥巴马签署了为期两年的实际投资规模达7830亿美元的《经济复苏与再投资法》，主要涉及新能源、基建、通信、制造业等行业。2010年12月，美国国会通过《税收减免、失业保险重新授权和就业机会创造法案》，实施法案的开支为1890亿美元。2012年6月，美国国会通过了《中产阶级税收减免和就业创造法案》，并拨款1250亿美元用来实施该法案。此外，着力推进经济社会重大改革。2009年通过金融监管改革法案《多德-弗兰克法案》，致力于保护消费者、解决金融业系统性风险等问题。2010年推出新医改法案，计划将第一次把全美合法居民的医疗保险计划覆盖率提高到95%。2015年12月签署“每个学生都成功”法案，取代布什总统提出的“不让一个孩子掉队法”。

在配套的货币政策方面，为了阻止经济陷入衰退，21世纪初期实施了放松银根的低利率货币政策，2001年初美国联邦基金利率下调50个基点开始，美联储的货币政策开始了一轮减息周期，货币政策趋于宽松。在经历了13次降低利率之后，到2003年6月，联邦基金利率降低到1%，达到过去46年以来的最低水平。而从2004年6月起，美联储的低利率政策开始了逆转，到2005年6月，经过连续13次利率调高后，联邦基金利率从1%提高到4.25%。到2006年8月，联邦基金利率上升到5.25%，标志着扩张性政策的完全逆转。金融危机爆发后奥巴马政府不得不采用宽松货币政策以刺激经济复苏。从2008年12月起，美联储开始实施超低利息的政策，将联邦基金利率降到0~0.25%区间。从2008年11月至2014年10月的6年里，美联储实施了三轮量化宽松货币政策，共印发美钞39400亿美元。

### （3）政策效果

小布什和奥巴马扩张性的货币政策都能够做到刺激经济，带领美国走出危机。截止到金融危机爆发前，2001-2007年间美国GDP以年均2.46%增长，但失业率在4%和6%之间波动，高于1999-2000年间4%左右的水平。2007年12月金融危机爆发，到2009年7月结束，历时18个月，期间GDP增速最低跌至-8.2%，失业率迅速上升到10%，且伴随通货紧缩情况出现，CPI增长率在2009年7月跌至-2.1%。

奥巴马上任后，在2010年将GDP年增长率拉回至2.5%，且其后均在2%左右徘徊，失业率不断下降，截止到2016年12月，失业率已回落到4.7%的水平。

股市和债市方面，道琼斯指数先降后升，国债利率波动下降。小布什当政期间道琼斯工业平均指数从2001年初10646点跌至2003年3月7552点到达谷底，后又在2007年10月回升至14164点。经过2008-2009年的金融危机，2009年开始股市一路上升，道琼斯工业平均指数从2009年3月的6594点在2016年底上升至19762点。

减税政策拉大贫富差距。据统计，小布什总统的10年减税计划使得占人口1%的最富有阶层从整个减税政策中获得44%的好处，人均减税可达54480美元，而60%的最低收入阶层却只能获得12.7%的减税收益，人均减税水平仅为每年256美元。部分本来可以靠着国家的福利支出跻身于中产阶级的部分中下产阶级，被挤出了中产阶级的行列，成为了新的贫困人群。2010年美国成年人中贫困人口占比达到12.9%，比2000年上升了3.3%。

## 5、特朗普——财税改革再起航（2017起）

2016年特朗普当选美国总统，提出包括减税、加大基建投资、贸易保护等在内的一系列财政刺激。北京时间2017年4月27日，特朗普政府发布了就任总统后首份税改计划的核心纲要，其核心目标是：发展经济并创造百万个就业；简化繁复的纳税法规；为美国家庭，尤其是中等收入家庭减轻税负；把美国企业税从全球最高之一削减为全球最低之一。纲要的主要内容包括个人所得税改革和企业

减税两方面：

#### 个人税收改革方面

(1) 将七档个人所得税并为三档：10%，25%，35%，最高一档从 39.6% 下调至 35%。个人税收抵扣翻倍，达到 24000 美元。为有子女和附属成员的家庭提供税收优惠。

(2) 简化纳税法规：撤销主要让富人受益的税收优惠；除了抵押贷款利息和慈善税收减免之外，还将消除个人的所有扣税。撤销对遗产征收的死亡税。

(3) 撤销 3.8% 的奥巴马医改税，以此减轻小企业和投资收入的纳税负担。

#### 企业减税方面

(1) 将企业税从 35% 削减为 15%；

(2) 通过属地纳税制度系统，为美国企业争取更多空间；

(3) 对于美国公司在海外持有的数万亿美元将征收“一次性税收”

作为一份纲领性文件，具体的细节尚待明确，而且如何在财政赤字的约束下使得税改方案通过国会，也需要后续进一步观察。

### 三、总结

纵观美国财政历史，1933-1938 年的罗斯福政府，1961-1969 年的肯尼迪和约翰逊政府，1981-1988 年的里根政府，以及 2001 起的小布什政府和奥巴马政府，都是采用了较为积极的财政政策。从 GDP 和 CPI 增长率角度来看，积极的财政政策确实能够有效带领经济走出低谷，刺激经济维持一段时间的增长。但受制于财政预算的压力，财政政策的空间有一定的限制。例如 1945 年罗斯福新政之后杜鲁门政府和艾森豪威尔政府采取补偿性财政政策以平衡政府预算，80 年代里根政府扩张性财政政策之后克林顿政府就不得不采取相对紧缩的财政政策来消除大规模的赤字。

社会保障支出和国防支出是政府开支中占比最大的两个部分，而在财政政策扩张时期往往以更大规模的国防开支带动财政总开支的上升从而刺激经济。约翰逊政府时期，国防开支占政府总开支的比重从 1965 年的 43.13% 上升至 1968 年的 49.15%；里根政府时期这一比重从 1981 年的 23.29% 上升至 1988 年的 27.33%；小布什总统也将国防开支占财政开支的比重从 2001 年的 16.43% 调整到 2008 年的 20.53%。

资产价格角度来看，股市在扩张性财政政策期间整体呈上涨趋势。除了在小布什执政后期，即 2008 年因为发生了严重的金融危机出现股市暴跌，其他时期积极的财政政策总是伴随着股市的上升。国债收益率没有出现明显的规律性，利率水平更多的与货币政策有关。

在配套的货币政策方面，只有里根总统在面临美国 70 年代“滞胀”情况时采用了宽松财政政策与紧缩货币政策组合的模式，在其他时期均是宽松的财政政策与宽松的货币政策相配合。2016 年 12 月美联储进行了加息，根据市场普遍预期的年内加息 2-3 次，以及 2017 年底或 2018 年初美联储可能开始的缩表，预计未来货币政策会有相对收紧的趋势。

# 穿透安邦魔术

来源：《财新周刊》（2017-05-01）

作者：郭婷冰（财新特约作者，注册金融分析师）

过去三年间，成立于 2004 年的安邦保险集团（下称安邦）一举成为继中国人寿、平安之后的中国第三大保险集团（以总资产计），更以其凌厉的国内外收购，成为并购界的明星。

2014 年，安邦天价购买美国纽约的老牌五星级酒店华尔道夫，瞬间吸引了所有人的注意力，接下来的两年里，安邦马不停蹄，四处出击，在市场连连扫货布局，成为多家上市公司的最大股东，如民生银行（600016.SH）、金融街（000402.SZ）、金地集团（600383.SH）、大商股份（600694.SH）、远洋集团（03377.HK）、华富国际（00952.HK）等。

在国际市场上，安邦成为大陆企业出海收购风头最劲的领潮人，先后在欧、美、韩收购、入股了多家保险公司、银行、商业地产，一时风光无两。

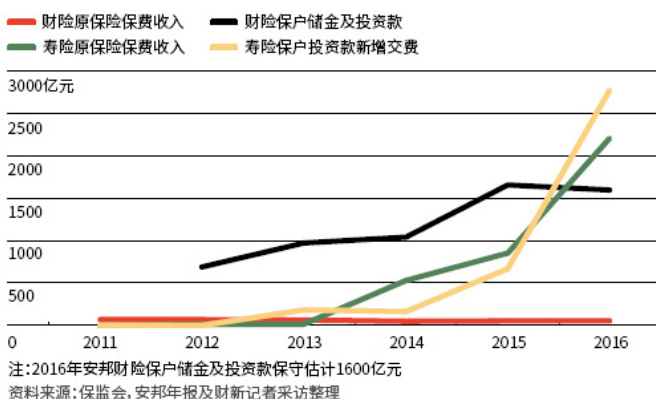
2016 年以来，安邦的海外收购全面遇挫：针对喜达屋酒店集团 140 亿美元的高调竞购，突然放弃；2015 年宣布收购信保人寿（Fidelity & Guaranty Life）一年多后也遭放弃，原因之一，是安邦无法满足美国纽约州金融服务局对其股东结构和实际控制人的披露要求。

安邦的资本结构，是安邦资本魔术的命门。研究资本结构，就不得不研究安邦 2014 年的两次大手笔共 499 亿元的增资，使得安邦的资本金在短期内达到令人瞠目结舌的 619 亿元。这比业内资本额第二名的中国人保集团领先了近 200 亿元。作为有几十年历史的老牌保险集团，人保集团资本金为 424 亿元。历次增资都震动市场的中国平安集团，资本金为 182.8 亿元。

增资有合规、违规、违法的区别。研究安邦的增资，首先得研究安邦的股东结构。

## 保户投资款收入暴增

2011年至2016年安邦财险和寿险原保险保费收入和保户投资款收入



公开数据表明，安邦的股东结构犹如一个迷魂阵。但层层解开安邦股东结构之后，结论也十分清楚：2014 年安邦为满足监管要求一举增资 499 亿元，通过 101 家公司层层叠叠上溯到 86 名有相关关系的个人股东，通过循环出资放大资本，明显涉嫌利用自己控制的保险资金虚假注资。

## 钱从哪里来

关于安邦及其掌门人吴小晖的背景，可参见 2014 年《财新周刊》的“黑马安邦”、2015 年初《南方周末》的“安邦路线”及《财新周刊》的“安邦大冒险”等报道。市场最

关心的，除了他的个人背景，莫过于安邦如此大手笔投资，资金从何而来。

2014 年以前，安邦在其保险业本行的表现可说是成绩平平。根据中国保监会统计数字，安邦赖以起家的安邦财产保险公司原保费收入在 2011 年达到顶峰，为 71.5 亿元，行业占比 1.5%，此后就年年下滑，到 2015 年安邦财产保险原保费收入只有 52.5 亿元，行业占比 0.62%，行业排名第 17 位。人寿保险方面，2010 年成立的安邦人寿保险及 2010 年收入囊中的和谐健康保险在 2013 年以前的保

费收入甚微，两家公司的寿险类合计保费收入只占行业的1.4%。但自2014年起，安邦人寿保险的业绩开始出现惊人的飞跃，原保费收入都达500亿元以上，2014年原保费收入529亿元是2013年13.7亿元的将近39倍，2015年安邦旗下三家人身保险公司“保户投资款新增交费”收入一项借由万能险产品，都实现巨幅成长，比如安邦人寿的保费收入从2014年的90亿元猛增到405亿元，占公司总保费收入的42.6%，但即使这样，安邦旗下4家保险公司从2005年到2015年，11年累计保费收入也刚刚超过3000亿元。

安邦旗下各保险公司利润表上的另一重要营业收入来源，是“投资收益”和“公允价值变动收益”两项。根据安邦各公司的报表，投资收益分别占安邦财险2014年、2015年营业收入的74%和60%，和谐健康保险2013年、2014年营业收入的113%和82%，及安邦人寿2013年-2015年营业收入的18%-25%，但即使如此，在这两项收入表现最突出的过去四年里，2012年-2015年四家保险公司累计“投资收益”和“公允价值变动收益”也不超过900亿元。也就是说，安邦从成立到2016年初，累计总营业收入不超过4000亿元。

但在从2014年10月至2016年3月的18个月里，安邦花了将近160亿美元（约合1000多亿元人民币）在海外大手笔扫货，似乎有花不完的钱。

与同业相比，安邦几乎完全依赖银行通道来获得资金。保监会2015年的年报显示，2014年中国保险全行业通过银保渠道获得的保费收入4947亿元，占总保费的39%，相比之下，根据大公国际资信评估有限公司的分析报告，安邦人寿2012年-2014年96%到将近100%的保费都由银保渠道获得，2015年银保渠道保费也仍然占比89%，和谐健康也披露其业务以“银保理财型”为主。通过银行销售的理财型保险的退保率通常要高出传统保险产品，且大多期限不超过5年，对保险公司的流动性要求要远高过传统保险产品。而安邦近来多起高调的海外收购，可以说都是长期投资，它短债长投，期限错配的风险和触发流动性风险的可能性都高，在市场中十分扎眼。

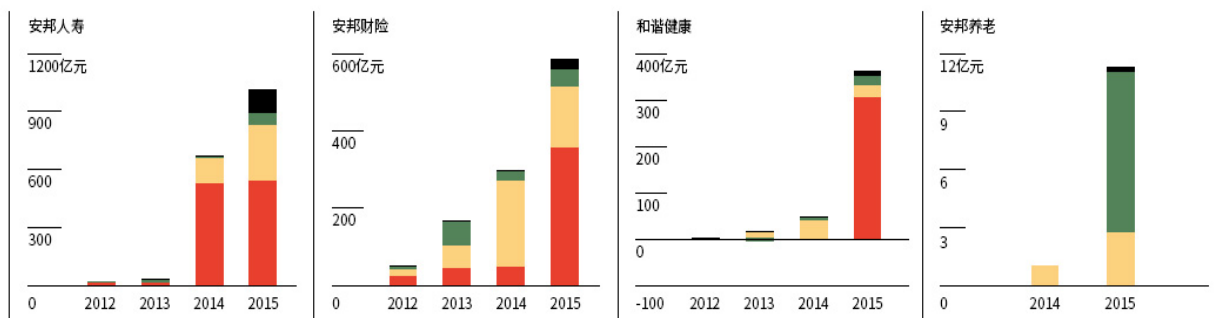
安邦旗下的寿险类公司（安邦人寿、和谐健康及安邦养老）之所以能从2014年起在保费收入上实现惊人的飞跃，是得益于安邦利用银行通道激进销售理财型万能险产品，快速获得配置风险资产的杠杆资金，以负债撬动资产端，做大投资和总资产后再在承保端吸引客户资金流入。

2012年初，保监会推出了《中国第二代偿付能力监管制度体系建设规划》（业内简称“偿二代”），对不同风险的业务提出显著不同的资本金的要求，从而影响保险公司的资产和负债策略，对保险公司的资本金提出明确要求。如果保险公司一味举债太多而不增加资本金，必然负面影响偿付能力的计算，触犯监管警戒线；而且，现行监管规定要求保险公司实现控股的股权投资必须使用资本金，不能使用准备金。因而，安邦在2014年的大举增资，是其资本布局中的关键一步。

## 一飞冲天

2012年至2015年安邦系保险公司营业收入构成

■ 已赚保费 ■ 投资收益 ■ 公允价值变动收益 ■ 其他



资料来源：安邦年报

## 股东结构迷阵

安邦从2004年5亿元注册资金起家，经过七次增资，特别是2014年的两次共499亿元的增资，注册资本达619亿元，成为中国保险业资本金最雄厚的公司，把其他保险业前辈远远甩在后面。莫说在风格保守的保险业，即使翻看世界金融历史，这也相当罕见。

安邦的股东结构交叉纵横，盘根错节，犹如个大迷魂阵。安邦现有股东结构，较之于成立之初已是大相径庭。

安邦2004年的发起股东共有7家，上汽集团因为吴小晖当时的汽车销售业务已发展成上汽集团最大的客户之一而成为安邦创立时的最大股东，出资1亿元，占股20%。其他6家股东为吴小晖控制的汽车销售、租赁公司（旅行者集团公司、联通租赁集团）和陈小鲁名下的基建公司（标准基础设施投资集团、美君投资集团、浙江中路基础设施投资集团、嘉兴公路建设投资）。2005年首次增资到16.9亿元时引进中石化为新股东，此时两家国营企业各自出资3.38亿元，共占股份40%。2006年第二次增资到37.9亿元时，上汽再次跟进，总出资7.58亿元，仍然占股20%，以后增资再未跟进，中石化则除了首次投资后再未跟进。到2011年5月第五次增资到120亿元时，股东仍为8个，此时两家国营企业股份合起来已被稀释到只有9.1%。

2014年1月第六次增资（从120亿元增资到300亿元）时，安邦引进了17家企业法人“新股东”；2014年9月份再次从300亿元增资到619亿元时，又再引进了14家企业法人“新股东”。加上原来8家旧股东，安邦名义上有39家企业法人股东，多数情况下每个股东持股2%-3%，看上去很分散。而原有的两家国企大股东在第七次增资完成时，合计只持股1.77%。

此前财新等媒体的报道都注意到了安邦新股东们的几大特点：（1）股东结构复杂，存在大量隐秘的关联股东关系，而且都与安邦吴小晖（及其家人和合作伙伴）有千丝万缕的关系；（2）许多对安邦投资几十亿元的股东神奇地被注册资金只有100万元的公司控股；（3）多家安邦股东及其控股公司在2012年-2014年才注册成立，甚至同一天注册，或注册地相同；（4）所有新股东都在2014年进行过增资和股权变更。

笔者查阅分析了全国企业信用信息公示系统里几百家相关公司的公开工商登记数据后，观察到安邦股东结构之复杂性，体现在其股东背后的间接股东层次之多、直接及间接股东及与其有过股权关系的延伸关联企业的数量之多、相互之间交叉股权变更拥有之频繁和复杂。但是，它们都有一个固定的特征，就是与创始人家族关系圈的内部关联性。

安邦37家非国企股东中，每家股东后面至少还有一层企业股东，13家（35%）有背后两层企业股东，3家有三层背后企业股东，1家有5层背后企业股东。

总计，这37家非国企直接股东背后共有多达64家不同的企业法人股东，分布在不同层次的隐形股东结构中。这101家直接、间接企业股东都有一个突出的共同特点：大多数都经历过多次股权变更，都与至少另一家公司有过投资与被投资关系，而且与吴小晖等人历史上控制过的公司有过直接或间接的股权关系。即使从简单的工商注册信息上看，这些公司也高度相关联。这101家企业中，大约有35家不同企业（35%）的现有或新近更改前办公地址可以归类到14处（完全相同或同幢同层但邻室），另外最少有18家企业的现有或新近更改前电子邮件地址可以归类到7个完全相同的邮箱。在2015年、2016年的多篇中外媒体文章多次质疑这些相同办公地点的含义后，许多家公司对地址和电邮信息进行更改，从2015年11月至今，安邦的直接股东及其现任或历史上的间接股东有超过60条地址变更记录。

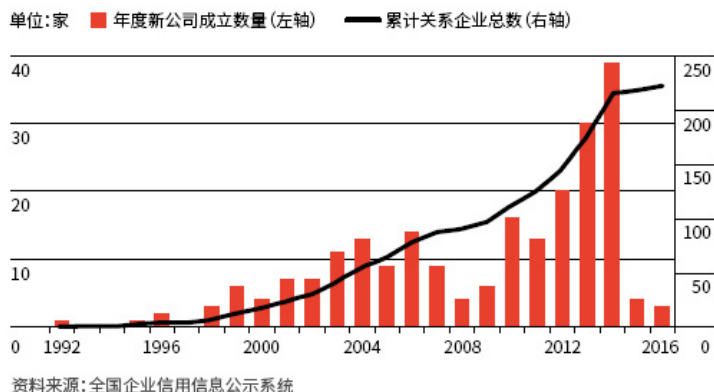
如果把那些近年来曾经与这101家企业有过股权关系的公司算进来，延伸的安邦的关系企业系统名单总数超过200家企业！根据笔者估计，这200多家安邦关联企业圈企业75%以上（165家）曾同

时与此圈内的至少一家企业有过股权关系（曾当过圈内至少一家企业的股东，也接受过圈内至少一家企业的投资）。

即使只看安邦的 37 家非国有直接企业股东，37 家股东里只有 4 家企业从未与其他 34 家直接股东有过历史股权关系，其余都曾经至少一次相互交叉投资过。

如果分析这 200 多家安邦关联企业圈企业的成立年份，可以发现，在安邦重要增资日期前几个月，新成立的公司数量激增。这项线索的重要含义下文会继续分析。

### 安邦关联企业数量(按成立年份分类)



### 吴小晖家族控制安邦

层层剥析下去，安邦的 101 家直接和间接企业法人股东（不包括 2 个国企股东和平安信托，后者通过对“北京平准”的投资而对安邦持有不到 0.3% 的净股份，但平安信托曾向《南方周末》否认有这项投资），最终的背后股东，可以尽数追溯到 86 名个人持股者。换言之，安邦 619 亿元注册资金里的将近 98%、或 606 亿元的最终出资责任可以通过层层叠叠共 101 家公司追踪到这 86 名个人股东身上。

个人股东开始在安邦的第二层股东结构（安邦股东的股东）出现（9 人），但大部分（49 人）是出现在安邦股东结构的第三层，其余多出现在第四层（25 人），还有 5 人直到第五、第六层股东结构才出现。

“安邦系”公司自 2016 年上半年以来有 45 条股权变更记录，使得家族的影子更加隐蔽。在这些股权变更前，98% 的安邦股份由 88 人拥有，其中吴姓持股人共 10 人，疑似安邦董事长兼总经理吴小晖的父系亲属，合计持有安邦约 14.2% 的股权。吴小晖妹妹吴晓霞为所有个人股东中的最大单个持股人，通过不同公司最终控制 5.4% 左右的安邦股份。

林姓持股人为第二大持股群，一共 10 人，疑似吴小晖的母舅系亲属（《南方周末》此前披露吴小晖的一位舅舅名叫林安东），共控制安邦大约 13.8% 的股份。吴姓、林姓持股人合计控制的安邦股份接近 28%。经过最近一年的股权变更，吴姓、林姓持股人合计控制的安邦股份下降到 14%。

吴姓、林姓股东们明里拥有的股权大幅下降，是因为股权真正分散了，还是因为使用了更隐蔽的股权代持人？两家安邦股东的股权变更记录似乎更指向后者。目前，注册资金为 10 亿元、对安邦持有 2.42% 股权的中兵投资集团公司 100% 股权由一家刚成立于 2016 年 5 月、注册资金为 500 万元的杭州光威投资有限公司所拥有。

另一家老牌“安邦系”公司，注册资金 6 亿元、对安邦集团持有 1.84% 股权的浙江瑞信物资有限公司的背后股权原本可以追溯到吴家，如今表面上由一家成立于 2016 年 2 月、注册资金为 50 万元的北京温顺志和咨询有限公司所持有。

最近一年的股权变更前的另外两组实际控制人，也疑似与吴小晖家族相关。在最近的股权变更发生前，平阳县恒信贸易有限公司是一家在安邦间接股东群里第五层才出现的公司，1992 年成立于吴小晖的家乡浙江平阳县，不同于“安邦系”里其他直接、背后间接股东，这家公司是极少数注册资金从未变更过的企业，20 多年来股权稳定，仅有的两次股权变更也貌似仅限于家族内部。新旧股东名

单里包括了吴小晖的父亲吴传信、母亲林香美（据《纽约时报》报道）、弟弟吴家威、吴家齐（据《南方周末》披露）、林香玲、林美香、温志文和黄兆均。因而，有理由推断后两者也与吴小晖家族至少关系非常密切、有可能有亲戚关系。

最近一年的股权变更发生前，黄姓持股人共有10人，合计净持股约5.5%。黄姓持股人从姓名看也疑似是大家庭里的不同成员，如黄茂晓（持股3.6%）、黄茂前、黄茂生、黄茂海、黄茂川、黄微微、黄施施、黄欣欣等。据《纽约时报》到当地的采访报告，黄茂生是来自平阳县附近灵溪镇山北村的商人，弟弟黄茂前在温州做汽车经销商，堂兄弟黄茂海、黄茂川是农民工，曾在外地打工赚钱。最近，黄茂川（已过世）、黄茂海已换出最后持股人名单。经过最近一年的股权变更，黄姓持股人仍然共有10人，合计控制6%的安邦股份。另外，目前温姓控制人也有9名（一年前为7名），合计控制超过安邦5%的股权。

因而，如果根据平阳县恒信贸易有限公司新旧股东名单的线索推测的不错，吴小晖通过吴、林、黄、温姓持股人共32名通过层层公司股东间接控制了安邦集团大约25%的股权（一年前高达37%）。但是，这四大持股姓氏群只是外人可以合理推测的吴小晖家族成员，吴小晖兄弟姐妹多人，各人婚嫁之后配偶姓氏外人不得而知，因而另一个合理推测是，这近90名最后持股人里应该还有众多其他是吴小晖亲戚和熟人、或为其家族代持股份。

根据福布斯富豪排行榜，中国“首富”王健林家族净资产为285亿美元（约合1900亿元人民币），若是按安邦619亿元的总注册资金和19710亿元总资产算，吴小晖家族控制的注册资金和总资产，相比中国“首富”似乎应该是有过之而无不及。

其他重要背后控制人按姓氏分还有：

- 王姓持股人有6人，其中以王玉红（>3%）、王少霞（>3%）、王少玉（2.4%）、王志峰（>3%）持股最多，合计控制超过安邦13%的股权；

- 蒋姓持股人，其中以蒋金声（>3%）、蒋秋收（>3%）持股最多，蒋姓控制人有4人，合计控制超过安邦9%的股权；

- 苏姓持股人，其中以苏美云（>3%）持股最多，苏姓控制人有6人，合计控制超过安邦8%的股权；

- 郑姓持股人，其中以郑荣领（>2%）持股最多，郑姓控制人有5人，合计控制超过安邦7%的股权；

- 许姓持股人有2人，许振双（2.8%）及许振泼（3.6%）两人合计控制超过安邦6%的股权。

相比吴小晖的持股比例，保监会《保险公司股权管理办法》第四条规定，经中国保监会批准，对符合一定条件的保险公司单个股东（包括关联方）出资或者持股比例可超过20%；第八条则规定，任何单位或者个人不得委托他人或者接受他人委托持有保险公司的股权，中国保监会另有规定的除外，但不得超过51%。目前保监会正酝酿政策要把这一比例降低到三分之一。

### “幼蛇吞巨象”式的控股

安邦股权结构的最大问题是，这86名背后的个人股东并未实际出资600多亿元现金支撑安邦的运作，而是通过对49家公司合计约5.6亿元的股权投资实现对安邦的最终控制的。这58家最末层背后控股公司的总注册资本金额为24亿元，其中8家是注册资金为50万元的超微小型公司，24家是注册资金100万-300万的微型公司，5家公司注册资金500万，另有9家注册资金1000万-3000万元，只有3家公司（6%）注册资本超过1亿元。也就是说，绝大部分（近95%）的安邦最终控股公司

## 安邦第二层股东性质分类

|                     | 第二层股东数量 | 第二层股东合计注册资金 (万元) | 对第一层股东投资额 (万元) | 对安邦净股权 | 第二层股东控制下的安邦注册资金 (万元) |
|---------------------|---------|------------------|----------------|--------|----------------------|
| 与安邦有关企业法人 (按注册资金分类) |         |                  |                |        |                      |
| 50 万元或以下            | 5       | 250              | 350,000        | 16.4%  | 1,018,000            |
| 51-100 万元           | 8       | 800              | 502,000        | 22.8%  | 1,408,980            |
| 101-1000 万元         | 15      | 10,500           | 1,067,000      | 31.5%  | 1,952,182            |
| 1001-5000 万元        | 9       | 25,402           | 422,500        | 18.7%  | 1,160,106            |
| 5000 万元以上           | 3       | 170,000          | 222,500        | 7.7%   | 479,370              |
| 与安邦有关企业法人股东小计       | 40      | 206,952          | 2,564,000      | 97.2%  | 6,018,638            |
| 个人股东                | 3       |                  | 42,000         | 1.0%   | 61,762               |
| 第二层股东合计             | 43      |                  | 2,606,000      | 98.2%  | 6,080,400            |
| 安邦直接股东 (国有)         |         |                  |                |        |                      |
| 中国石油化工集团公司          |         |                  |                | 0.5%   | 33,800               |
| 上海汽车工业 (集团) 总公司     |         |                  |                | 1.2%   | 75,800               |
| 总计                  |         |                  |                | 100%   | 6,190,000            |

资料来源：全国企业信用信息公示系统

## 与安邦有关第二层企业法人股东 (按成立年份分类)

|                     | 第二层企业股东数量 | 第二层股东合计注册资金 (万元) | 对第一层股东投资额 (万元) | 对安邦净股权 | 第二层股东控制下的安邦注册资金 (万元) |
|---------------------|-----------|------------------|----------------|--------|----------------------|
| 2014 (5000 万注册资金以下) | 14        | 4,752            | 890,000        | 40%    | 2,502,100            |
| 2014 (5000 万注册资金以上) | 1         | 100,000          | 100,000        | 4%     | 231,000              |
| 2013                | 3         | 6,000            | 341,000        | 7%     | 440,388              |
| 2012                | 5         | 3,400            | 281,000        | 10%    | 628,300              |
| 2010                | 3         | 5,550            | 230,000        | 8%     | 479,200              |
| 2009 或以前            | 14        | 87,250           | 722,000        | 28.1%  | 1,737,650            |
| 总计                  | 40        | 102,200          | 1,574,000      | 53.1%  | 6,018,638            |

资料来源：全国企业信用信息公示系统

是注册资金 3000 万元以下的小型或超微小型公司！

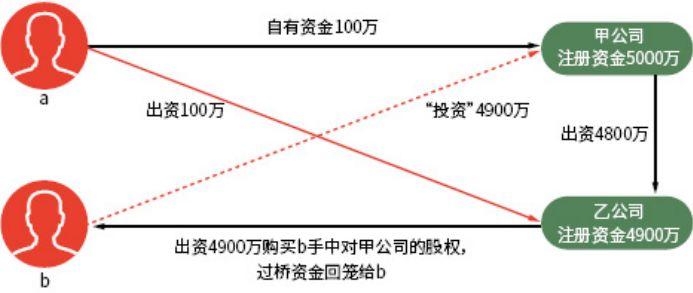
86 名个人投资者用 5.6 亿元的资金，投资于 49 家号称总注册资本达 24 亿元的企业，再通过层层类似“幼蛇吞巨象”的控股方式，撬动对安邦 98% 股权、600 多亿元的注册资金（111 倍资金杠杆）和超过 19000 亿元的资产（超过 3400 倍的资产杠杆）的最终控制，这应该是代表了古今中外资本市场历史上杠杆利用的终极水平！

在第一层非国有的 37 名安邦股东里，13 家企业（35%）成立于 2010 年-2013 年，这些成立到认缴时历史只有 2 年-4 年的企业认缴的投资额都是自己注册资金的 1.5 倍-3.7 倍，这已是神奇。但到第二层股东时，这种神奇几乎变为荒谬，资金杠杆之大超出任何正常商业或金融规律可以解释的程度。

上面的两个图表统计了安邦第二层股东的情况。非国企的 37 家安邦股东背后的第二层股东共有 40 家企业及 3 名个人投资者。这 43 家企业和个人股东大都与吴小晖及其家族或关系圈有关，而且，大部分二层企业股东（37 家）注册资金在 5000 万元人民币以下，35%（15 家）企业在 2014 年成立，另外 8 家二层企业股东成立于 2012 年-2013 年。在这些成立历史短于五年的公司中，除了一家“深圳天旻财富管理有限公司”，其他企业的注册资金全部在 5000 万元以下。这 22 家注册资金 5000 万元以下、发展历史 5 年以下、合计注册资金约为 1.4 亿元的小公司（平均每家企业注册资金不到 650 万元），通过对安邦第一层非国有企业股东号称总计达 151 亿元的认缴投资，间接控制了安邦 58% 的股权和高达 357 亿元的注册资金！

最显眼的是，5 家注册资金各为 50 万元（其中三家成立于 2014 年二季度）的超“微小型”有限公司（上海开明广告、广州万圣智禹投资咨询、北京盛京阳光投资管理、上海添擎创业投资、北京又好又快汽车服务有限公司）合计注册资金 250 万元，却号称对其控制下的 5 家安邦直接股东合计投资了 35 亿元（认缴投资额为其注册资金的 1400 倍），并通过对第一层安邦股东的控制掌握了安邦 16% 的股权、或 101.8 亿元的安邦注册资金。

相互投资例子



虚假增资例子



安邦非国有企业法人股东（按注册资金分类）

|              | 关联间接<br>股东数量 | 合计注册<br>资金（万元） | 向投资对象<br>投资数额（万元） |
|--------------|--------------|----------------|-------------------|
| 50 万元或以下     | 10           | 480            | 357,450           |
| 51-100 万元    | 19           | 1,900          | 682,646           |
| 101-1000 万元  | 21           | 13,200         | 1,089,700         |
| 1001-5000 万元 | 9            | 25,402         | 422,500           |
| 5001-1 亿元    | 1            | 5,100          | 981               |
| 1 亿元以上       | 4            | 187,000        | 227,500           |
|              | 64           |                | 2,780,777         |

资料来源：全国企业信用信息公示系统

类似的情形在接下去几层的间接股东名单里继续出现。所有注册资金 50 万-100 万元以下的公司都号称对所控股的公司投入了少则几十倍、多则数百上千倍于它们注册资金的数额。

如果把安邦 37 家非国有企业股东背后的 64 家分布在第 2 层-5 层股东结构的企业做个统计（见表：安邦非国有企业法人股东），将近 80% 的隐形企业股东注册资金在 1000 万元人民币以下。

不需要很复杂的分析，常人根据上面几点特征，靠直觉和粗浅的商业常识，大多可以推测这些公司里有很多是与安邦关联的公司，而这些微小型公司之所以可以四两拨千斤地神奇地控制对安邦的几十亿的投资，就是因为这些公司都是安邦的“自家人”。在正常商业实践中，若非安排自家的关联企业，一个注册资金只有 50 万-100 万元的企业，怎么可能真实控股有能力出资几亿、几十亿元的大企业？

“左手倒右手”虚增资本

仔细分析安邦的关联企业股东后，有理由认为，499 亿元中至少一半以上、甚至全部增资的真实性都值得怀疑。而“创造”资本的真正奥秘之一，在于这些

些公司之间的相互出资，而背后持股人都疑似与安邦掌门人紧密关联。

尽管中国在 2014 年开始实施“注册资本登记制度改革”，但包括保险在内的 27 个行业，仍然施行注册资本实缴制，也即安邦集团这 499 亿元的新增资本，需要“真实出资”。

《财新周刊》的报道曾提到，2014 年安邦的新增股东里有 9 家公司注册地址均在四川成都，均在成都农商银行设立验资专户，新增注册资本金的划转也通过成都农商银行，它们的验资报告均由四川天仁会计事务所出具，会计师均为李文平、王维操。而成都农商行本身也为安邦控制。

然而，即使是真实出资情形下验资完毕后资金也不可能永远停留在验资账户上，只要接受投资方没有抱怨，股东们完全可在验资后抽走资金。既然投资者多是安邦关联股东，出资真实性外人就无可考究。但这只是安邦增资真实性谜团的第一层。

安邦的做法在于利用关联企业进行相互投资（或称交叉投资、转投资），即“左手倒右手”式交易，以虚增资本。前文提到，安邦的直接、间接企业股东加上曾与这些企业有过股权关系的公司总共多达 200 多家。

在研究可查到的股权变更历史后，安邦投资数十亿的直接法人股东大多由注册资本只有 50 万到 100 万元的微小型企业控股，并在增资后迅速发生了股权变更，笔者推测，这是因为这类公司并非真

正的出资者，验资所需资金由前一任过桥股东输入，验资完毕更换成现任股东。这些股权变更的真正目的，是掩盖安邦虚假增资、虚假出资的真相。

2005 年修订后的《公司法》删除原来“公司累计对外投资额不得超过净资产的 50%”的限制，目的是为鼓励投资、激发经济活力，但也导致有企业借此钻空子。

法学教授陈斌彬在一篇论文中指出，所谓相互投资，是指两个或两个以上公司之间以直接或间接的方式相互持有对方公司的一定比例的股权。投资人可以利用公司相互投资，合法地抽回公司的部分注册资金。（举例见图：相互投资例子）

“会计知识网”上的一篇文章描述了另一个形象的例子。如有 A、B、C 三家公司，其中 A 公司向 B 公司投资 500 万元进行增资；待 B 公司增资完后，B 公司立刻向 C 公司投资 500 万元进行增资；待 C 公司增资完后，C 公司又立刻向 A 公司投资 500 万元进行增资，这样 500 万元又回到了 A 公司，A 公司等于一分钱没出，而 A、B、C 公司注册资金都增加了 500 万元。更值得注意的是，这样的循环可无限地循环下去，不断地增加 A、B、C 的注册资本。这种虚假增资行为让注册资金、公司总资产等公司基本信息失真，失去其存在的意义。

无限增资的行为在原有《公司法》体系下是无法实现的，因为这些关联企业对外投资不能突破净资产的 50%，循环达到一定阶段就不能再循环下去。新《公司法》的实施，这些投资公司就可利用公司相互投资“合法”地抽回注册资金。（见图：虚假增资例子）

在安邦这 200 多家公司之间，相互投资的路线极其复杂，资金不断分到许多公司，绕很多圈子。现举其中最简单的一例：2006 年成立的安邦关联企业浙江瑞通环境治理工程有限公司通过股权变更与增资，出资 1 亿元获得金堂通明投资有限公司 100% 股权，随即通过另外的股权变更与增资获得对北京瑞通成功 100% 的股权，接着，金堂通明向其股东浙江瑞通环境治理支付 2 亿元购买其手中的部分北京瑞通成功股权。这只属于资金循环的一小部分。而金堂通明投资有限公司在 2014 年成为安邦的新股东，出资 11.1 亿元，持股比例 1.79%。

要通过相互投资达到用少量资金炮制大量高资产公司、虚假增资的目的，参与的公司的数量越多越好，越隐蔽，也可以创造更多的“资金”。“安邦系”股东公司的关联企业数量增加之多，且增资前新增速度加快，股权变更数量和频率极高，都印证了相关判断。

虽然一些成立年份早、安邦关键人靠以起家的公司已多次改名、变更登记辖区，但笔者还是至少统计出有 119 家企业（安邦关联企业圈超过半数的企业）多达 277 次的股权变更，平均下来，每家有变更记录的公司与圈内其他企业之间实现股权变更将近 3 次。变更次数最频繁的，包括嘉兴公路建设投资有限公司（12 次）、浙江智达投资有限公司（10 次）、浙江瑞信物资有限公司（8 次）、浙江绍兴联奥汽车销售服务有限公司（8 次）、浙江绍兴联奥汽车销售服务有限公司（9 次）等。初步测算，大约有 80 个安邦系关联方（包括 16 个自然人股东和 60 家企业法人）参与了在 2014 年的 12 个月里进行的股权变更（只算退出案，即以退出日为准，不算 2014 年开始进入的变更）。这些关联个人和企业 在 2014 年的 12 个月里通过股权变更一共退出了总额约为 467 亿元的股权投资，其中包括安邦财产保险公司从 6 个有限合伙企业退出 270 亿元资金。而这些频繁的变更与资金走向，均与安邦在 2014 年的两次巨额增资息息相关。

### 自我循环注资的真相

由于短期内需要“增资”的额度巨大，安邦控制人干脆使用了比相互投资更直接、快捷的循环投资圈，经由 6 套有限合伙企业的三层传导机制，最终实现用安邦的资金给自己注资。这是分析了这 200 多家安邦关联企业后，笔者得出的结论。

在安邦的工商记录里,在对外投资项目中披露了它投资的四家合伙制股权投资企业:顺邦铭岳(上海)、旭通致睿(上海)、君助智玺(上海)、祥隆华泰(深圳)。其中,三家上海的合伙企业全部在2013年12月5日同一天注册,注册地址为相邻办公室。

工商记录显示，安邦财险于 2014 年 5 月 30 日起至 11 月 28 日止向这四家合伙企业各分别注资 45 亿元、合计 180 亿元。11 月 28 日，安邦财险撤出，转而由安邦集团接手，向 4 家合伙企业各分别注资 40 亿元、合计 160 亿元。

同期，还有两家合伙企业也接受了安邦财险和安邦集团的注资，即荣悦广和（深圳）及盛丰华利（深圳），这两家公司均注册于 2013 年 11 月 5 日，注册地址亦为相邻办公室。

工商记录显示，安邦财险于2014年3月24日起至2014年11月18日止，向盛丰华利注资45亿元，11月18日，安邦财险撤出，转由安邦集团注资45亿元。

荣悦广和下的工商记录只显示了与盛丰华利相同的股东变更记录，由安邦集团注资，但未披露详细出资额。

工商变更记录显示，安邦在 2016 年 12 月 23 日从荣悦广和撤出 43.75 亿元的资金，使得荣悦广



和总注资从 50 亿元骤降至 1.3 亿元，三天后，安邦其他各公司（人寿、财险、和谐、养老保险）加入，再将资本提高到 5 亿元。

也就是说，安邦财险对这6家有限合伙企业从2014年3月底至11月底的总出资达270亿元。此时间正是安邦2014年两次增资获批期间，也是按照监管要求出具验资报告的时间段。

安邦财险/安邦集团投资的上述这6家合伙企业的上一层，是另外6家合伙制股权投资管理机构，它们分别是：顺邦旌宏（上海）、旭通晟宇（上海）、君助天合（上海）、祥隆发展（深圳），以及前述荣悦广和（深圳）和盛丰华利（深圳）。其中，三家上海企业均同日注册，地址相邻，三家深圳企业的情况也一样。

在这一层的合伙企业中，开始出现对安邦股东的诸多投资，如盛丰华利（深圳）在2013年12月19日到2014年3月12日之间对浙江瑞信物资的1.5亿元投资（后者在2014年1月安邦增资时认缴10.5亿元投资）、祥隆华泰（深圳）对上海文俊投资在2013年12月13日至2014年11月28日之间的4亿元投资（后者在2014年1月安邦增资中认缴出资14.95亿元）、盛丰博泰（深圳）在2013年12月17日至2014年10月14日间对嘉兴公路建设1.6亿元到2亿元的投资（后者为安邦老股东之一）。

最主要的循环资金传导机制，发生在安邦投资的6家有限合伙企业的第三层。前述6家有限合伙企业的6家执行合伙人（普通合伙人）上面又各有一层执行事务合伙人（普通合伙人），分别是：上海德悦股权投资管理有限公司、上海旭通股权投资管理有限公司、上海君助股权投资管理公司、深圳祥隆股权投资管理有限公司、深圳盛丰股权投资管理有限公司、深圳荣悦股权投资管理有限公司。注册地址和时间再次雷同。

这里，最明显的循环投资可一览无遗：由上海君助股权投资管理公司、深圳祥隆股权投资管理有限公司出资给安邦关联企业圈中最重要的股东之一，旅行者汽车集团；上海旭通股权投资管理有限公司及上海德悦股权投资管理有限公司则出资给安邦关联企业圈中另一最重要的股东之一，联通租赁集团；深圳盛丰股权投资管理有限公司出资给安邦股东江苏名德投资集团；深圳荣悦股权投资管理有限公司在2014年6月6日至2014年10月21日期间投资给安邦股东上海臣功投资（后者在安邦9月份增资时认缴23亿元）、2014年5月8日至2014年11月24日期间投资给都江堰市文博（后者在安邦1月份增资时认缴10亿元）。

发生在安邦的关联企业圈和投资项目之间的循环投资更不胜枚举。由于篇幅关系，本文就不再一一列举。但几乎完全可以肯定的是，安邦财险在两次增资验资期内，对6个有限合伙企业共270亿元的“出资”，通过各种途径注入了安邦集团2014年的两次增资中，显著涉嫌保险资金的自我注资。

除以上6个有限合伙企业系统，另一个投资循环圈，是安邦子公司北京安邦物产在2014年10月21日前对北京安邦能源2亿元的投资，后者2014年11月27日前是创一新能源汽车的100%股东，而创一新能源汽车自2014年5月14日起又成为崇州天宁投资有限公司的100%股东，崇州天宁则在2014年9月安邦的增资中认缴22.45亿元。

对上述投资循环系统的粗浅分析，已经可以确认，安邦自己向自己“增资”了至少将近300亿元，可谓触目惊心。（见图：安邦循环投资部分实例）

## 助长中国房地产泡沫的三大因素

来源：FT中文网(2017-05-09)

作者：陈凯迹(美国埃默里大学经济系学者) 文一(清华大学学者)

从2003年开始，中国的平均房价就一直以将近两倍于收入增长的速度飙升。在房地产的十年黄

金期（2004-2013），全国三十五个一二线城市的房价增长率普遍远高于当地的可支配收入增长速度。而在最近一轮始于 2015 年下半年的房价疯涨期，虽然中国 GDP 增速已经降到 6-7% 左右，但在全中国 300 个城市中，仍有 58 城市的房价增长超过 10%，其中有 10 个城市的房价增长超过了 40%，9 个超过 30%，还有 9 个超过 20%。

由房价飞涨所带来的丰厚资本回报已使房产脱离了用来居住的属性，成为投机和炒作的对象。其结果是更多资金从实体经济流出，进入房地产，导致近年来实体经济持续低迷。这一资金“脱实向虚”的社会现象已引起各界热烈讨论和政府的极大重视。在 2016 年 12 月中旬所召开的中央经济工作会议首次提出，要坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，要求回归住房居住属性。

因此，理解为什么中国的房价能长期以远高于国民收入的增速上涨和其对中国经济影响具有重要现实意义和政策含义。在 2017 年四月《美国经济杂志：宏观经济学》发表的一篇论文中，笔者对这一问题从理论和实证角度进行了全面分析。

### 房地产泡沫的形成

值得注意的是，在过去十多年里中国房地产市场繁荣时期，与快速增长的房价同时并存的有两个现象：一是全国各大城市自有房屋空置率较高。比如根据中国家庭金融调查 2013 年的统计数据，全国平均住房空置率为 22.4%，也就是说大概平均每四套房中有一套是空置的，而空置的房产多数是新建的。相比之下，美国 2006 年房地产泡沫高峰期的人均住房空置率仅为 3%，不到中国的七分之一。二是企业的长期的高固定资本收益率。根据笔者统计，在 1998-2012 年期间，中国的实际固定资本回报率长期保持在 20% 以上，是全球所有主要经济体中最高的。这两个现象使中国的房地产泡沫有别于发达国家所经历的房地产泡沫（如九十年代的日本和二十一世纪初的美国），也使现有理论难以对之解释。

鉴于此，我们对为什么房地产泡沫会在中国这样的转型经济中出现进行了分析。我们发现，形成与以上所描述之现象相吻合的房地产泡沫有三个关键因素。首先，中国在过去十几年的资本高投资回报率依赖于从传统部门到新兴部门所转移的廉价劳动力，而这一高资本回报率会随着人口红利的消失，刘易斯拐点的到来而最终结束。根据《2012 年中国民营企业 500 强调研分析报告》，近年来，我国廉价的资源和劳动力等低成本优势正逐渐消失。而原材料、用工等成本的上升，对于大多集中在制造业的民营企业 500 强形成巨大压力，使其资产净利率和净资产收益率从 2010 年至今持续下降。

其次，中国金融市场的不完善和对资本外流的控制导致当资本投资回报率下降时出现所谓的“资产荒”，即可投资优质资产稀缺和流动性泛滥的局面。这头两个因素为资产泡沫在经济转型时期的形成提供了必要的土壤。假设这个经济体同时具有很高的固定资本回报率，但是这么高的回报率在经济转型完成之后却不能被维持，那么未来早晚会出现这样一种情况，即对其它资产（比如房地产）的需求一定会因为固定资本回报率的下降而开始急剧上升。

第三个因素是中国的土地稀缺性和空间不可流动性以及相关土地政策，特别是十八亿亩耕地红线。这个因素是使房地产有别于黄金等可流动性资产成为投资者用作投机性投资渠道的充分条件。土地的稀缺性、不可流动性和城市建设用地的有限供给，外加能够进行大宗交易的特性，使投资者容易对房子作为另外一种可供选择的投资渠道的强劲需求形成预期。在这个理性预期诱导下，企业家在资本回报率尚处于高位时便积极进军房地产进行投机性投资，导致资金“脱实向虚”。从上市公司数据中我们发现在 2007-2013 年期间，投资于房地产的非房地产和建筑业的公司高达百分之四十，而其所投资的房地产占其固定资本百分之十五左右。

其实，类似中国这样的房地产泡沫并非中国独有。在很多处于高速增长阶段的发展中国家和地区都曾经看到远远超过收入增长速度的房地产泡沫，而且都与资源驱动型的高资本回报率，金融市场不

发达，和资本外流管制共存，比如二十世纪80-90年代的台湾、韩国，及二十一世纪的越南等。因此，我们对中国高房价之谜的解释同样有助于理解为什么新兴工业国家在其经济高速增长时期容易出现房地产泡沫这一普遍现象。

### 房价相对于收入的增长速度

尽管中国经济在过去十几年取得飞速发展，但房价增长长期超过国民收入增长使住房难成为中国百姓所普遍面临的问题。在2004至2013年这十年间，全国35个一二线城市房价的年平均增长速度是17%，远高于同一时期其11%的平均可支配收入的增长速度和9%的工资上涨速度。与高速增长房价共存的是同一时期的土地价格的急剧增长，其年平均速度达到了16%。在2006-2010这五年里，土地价格上涨速度更是高达26%。

因此，我们进一步研究了为什么中国的房价和土地价格能在长期以远超国民收入增速的速度上涨。我们发现，这一现象和企业资金的“脱实向虚”有密不可分的关联。尤其是那些在经济转型期拥有高资本收益率的企业的投机性购房决定了房地产市场价格的增长速度。在房地产预期回报率（即预期房价增长速度）高于固定资产回报的情况下，本身具有高资本回报的企业，由于前面谈到的对未来中国转型结束后的低资本回报率的理性预期，会将本来投于实体经济的资金不断流向房地产，直到两者的预期回报率相等为止。而当这些企业固定资本回报率长期高于一个经济体平均收入增长速度的时候，房价的增长速度也自然会在长时间里高于该经济体收入的增长速度。通过对全国35个一二线城市在2006-2010年的房价增速和其所在省的资本回报率作面板数据回归，我们发现民营企业的平均资本回报率能够显著地预测当地的房价增长超过收入增长的部分。因此，我们理论和数据一致显示民营企业，特别是具有高资本回报的民企的投机性购房是使中国的房价增长能长时间高于国民收入增长的关键力量。

### 房地产泡沫对经济的影响

这样不断膨胀的房地产泡沫对实体经济会有相当大的危害性。第一，它通过加速吸走民间资金不断挤出企业对固定资产的投资和技术研发，掏空实体经济，加剧资本错配，使得产业升级和经济转型速度变缓。第二，房价的泡沫通过减少未来企业家和工人的收入，极大地降低了包括企业家和工人在内的所有人的消费需求。第三，它迫使对住房有刚需的群体和低收入群体不得不提前购房，扭曲他们在生命周期中的消费路径，从而大大减低福利水平。第四，它拉高借贷利率，扰乱金融秩序，造成金融杠杆高企和银行系统资源配置机制的扭曲，刺激地下金融业的扩张和影子银行的膨胀，为金融危机埋下种子。

### 政策建议

在出现这样一个高速膨胀的房地产泡沫时，政府应如何应对？我们认为最佳策略并非戳破房地产泡沫，而是把其增长的速度限制在收入增长的速度以下。为了达到这一点，可以采纳如下政策：

（1）不仅建立健全严格的房产登记制度，而且建立健全透明的房产交易制度，使得房产交易必须通过国家指定的银行中介或第三方法人机构才能合法完成，拿到房产拥有权。否则属于非法交易，合同不受法律保护。这样也可以降低投机者用现金买房的机会，堵住交易漏洞。这一制度的建立为实施以下措施打下了良好的制度基础。

（2）限制炒房资金在国内跨地区流动。中国是一个大国，面积和人口超越欧洲各国之和。设想如果全世界的资金都去上海买房，政府推出再多的土地也不可能阻止房价的飙升。因此可以通过第（1）点里面建立的监管机制限制炒房资金在国内跨地区流动。比如，地方政府，尤其是大城市政府，可以规定除非每年在本地工作和居住时间超过一定限度，否则不许在本地购房。这样可以根除诸如温州炒房团这样的房地产投机集团在全国各地炒房。

(3) 收取房产税，尤其是第二套房。房产税可以挤出投机者拥有的空置房，降低房价和租金。但为了提高地方政府推出和执行房地产税的积极性，中央政府可以考虑剥夺地方政府依靠土地资源获得财政收入的权利，任何土地收入首先必须上交中央，然后按情况返回地方。通过收缩地方土地财政资源，可以迫使房地产税成其为地方政府依赖的主要财政来源。这样可以倒逼地方政府出台或执行符合本地情况的房地产税政策。

(4) 由地方政府出面积极帮助健全租借市场，诱导中低收入群体和空置房拥有者进入租借市场，使得空置房不再空置，从而缓解房价上升压力。事实上很多发达国家的中等收入群体并不一定拥有房产，而是长期租房。

(5) 对最低收入群体提供廉租房。但是这只能对收入极低者（极其贫困人口）适用，不能指望靠它来解决大多数人的住房需求问题。

我们认为其他政策，比如提高房贷利率和限购等政策，只能治标不治本。这些政策只是“扬汤止沸”，而非“火底抽薪”，往往还会在政府与民间的博弈中损害整体经济和政策的信用。

从长远来看，为了遏制投机性购房需求并使资金回归实体经济，中国经济还需要从资源驱动型的发展模式转型至创新驱动型的发展模式。而这一转型成功的关键在于不断深化宏观经济若干领域的结构性改革。这些改革措施包括鼓励民间资金进入上游产业和高新技术产业，鼓励家庭对新能源和高技术产品的贷款消费方式以扩大内需，降低高端服务行业的进入壁垒，加强金融监管和金融体系改革，健全和完善资产投资市场和保险业务市场。我们相信，政府对经济转型的决心至终将提振企业家，特别是民营企业对投资实体经济的信心。

## 新闻快讯

# A 股今年有望纳入 MSCI 新兴市场指数

来源：FT 中文网(2017-05-05)

作者：林桦堂(联博(AllianceBernstein)中国股票高级研究分析师和投资组合经理)

有明确迹象表明，中国 A 股可能不久就将首次被纳入一个重要的国际基准指数——此举将突显西方为帮助中国融入全球市场而作出更为巧妙的努力。

自 2014 年以来，指数提供商 MSCI 明晟每年都要征求股市从业人员的意见，询问是不是时候把中国境内市场交易的 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数(MSCI Emerging Markets Index)。往年的答复一直是“不”，但有明确迹象表明今年的答复将是“是的”。预计最终决定将在 6 月作出。

改变的原因是这样的：MSCI 明晟已经放弃其通常的、严格应用的标准纳入条款，转而采取一种更为渐进和务实的做法。此举将意味着在初期纳入较少的股票，通过比以往提议更简单的制度安排来选定这些股票。

这是一个令人振奋的变化，原因有两点。首先，即使是被小范围地初步纳入指数，也将是向前迈出的一大步，最终目标是让总市值高达 7.5 万亿美元的中国股市全面融入全球资本市场。

第二，它似乎表明，在如何应对中国资本市场现代化的巨大挑战方面，西方企业已开始借鉴中国自己的做法。

目前境外投资者有三种方式参与中国 A 股交易。两种是许可制度，而第三种是上海和深圳证交所的常态化交易安排。

2002 年和 2011 年先后出台的合格境外机构投资者 (QFII) 机制和人民币合格境外机构投资者 (RQFII) 机制，允许直接进入中国资本市场。投资者受到各种条件的约束，包括许可要求、额度和赎回限制。

在 2014 年和去年 12 月，沪深证交所先后启动了股市互联互通安排。该计划使它们分别与香港交易所 (HKEx) 实现互联互通，让境外投资者能够购买 A 股，而且在此过程中受到的限制少于两种 QFII 机制。

在今年以前，MSCI 将 A 股纳入其指数的提议是基于 QFII/RQFII 框架和 448 只股票。然而，QFII 许可机制的条款和条件，是阻碍市场接受该提议的因素之一。

### 一种新的方法

MSCI 似乎已经做出调整。就像中国在出台 QFII 和 RQFII 两种机制间隔九年，在启用沪港通和深港通间隔两年那样，MSCI 正在采取“小步走”的做法。

今年，MSCI 提议仅纳入从沪港通和深港通覆盖的 A 股中精选的股票。此举意味着可投资股票有限，但由于沪港通和深港通不受与 QFII 相同的限制，我们认为，该提议有很好的机会得到接受。

最初，该提议设想的 169 只股票将使中国股票在新兴市场指数中的权重仅提升 50 个基点，至 28.6%。但这只是楔子较薄的一端。

当这 169 只股票纳入指数（我们预计这将在 2018 年 6 月成为现实）后，它们的初始权重将会较低。下一步将是由 MSCI 增加权重。

我们认为，这将立即把中国 A 股在指数中的权重从 50 个基点上调至 8.6%。但这还不是终点。目前，沪港通和深港通总共覆盖 1479 只股票，而在 QFII 机制下可交易 2900 多只股票。

随着沪港通和深港通逐渐发展和 A 股被全面纳入指数，中国的总体权重可能会增至近 40%。

中国股票在 MSCI 明晟全球指数 (MSCI All Country World Index) 中的权重将从 3% 提高到 4%，排名从目前的并列第六升至第四，仅次于美国、日本和英国，但高于法国、加拿大和德国。

### 对全球股票配置的影响

在一些投资者看来，中国在过去几年的政策风险和经济挑战给其巨大潜力蒙上了阴影。

我们认为，中国 A 股早日纳入新兴市场指数将提醒投资者，中国巨人在醒来时，将对他们的全球股票配置产生切实的影响。

在我们看来，对此做好准备的上策是跟随中国和 MSCI，把眼光放远。这意味着超越中国目前的不确定性，稳步而有目的地为中国在世界市场上崛起至更加显赫的地位做好准备。

# 维护金融安全根本出路在改革

来源：《经济参考报》（2017-05-03）

作者：徐高

维护金融安全已经成为我国经济工作的一个重要目标，被中央当成了“战略性、根本性”的大事。考虑到过去几年我国股债汇市场的波动，微观层面风险事件的爆发，以及监管漏洞的浮现，高层领导此时如此强调金融安全十分必要。未来，需要在全面客观评价过去几年金融发展的基础上，通过进一步深化金融改革来维护我国金融安全。

首先要明确，过去几年我国金融改革总体是好的，需要做正面评价。从金融支持实体经济的角度来看，我国融资方式在改革中变得更为丰富，部分改变了过去金融资源过度向大企业集中的局面，有力推动了实体经济的结构转型。从金融回馈实体的角度来看，银行理财等金融产品的发展让老百姓获得了更高利息，更多分享了经济增长的果实。金融改革还改变了金融机构过去坐吃利差，“躺着挣钱”的局面，促进了金融体系内部的竞争。此外，我国金融体系也在改革中更加与国际接轨，增强了我国应对外部冲击的能力。

当然，过去几年我国金融体系风险有所抬头也是客观事实。这些金融风险主要产生于三方面原因。其一是实体经济增长面临的困局。过去几年，我国经济增速逐步走低，令实体企业经营状况明显恶化。相应地，金融体系面临资产质量下降，坏账风险上升的压力。

其二是较快的金融改革与偏慢的实体经济结构转型之间的矛盾。诸如利率市场化这样的金融改革，本来是寄希望于通过放松对金融价格的管制来优化金融资源配置。但我国实体经济却因为转型相对滞后，至今仍存在大量对利率不敏感的僵尸企业和预算软约束融资主体，从而扭曲了金融资源的配置，催生了一些金融乱象。

其三是快速发展的金融业态与相对滞后的金融监管格局之间的矛盾。在混业经营的大潮下，我国传统的分业监管格局留下了监管套利的空间。单一监管主体的监管漏洞往往成为金融监管整体的短板，从而产生了全局性的不良影响。

面对这些金融发展中碰到的问题，不能开金融改革的倒车。实体经济正处在新旧增长动能交替的过程中。此时更需要丰富融资投放方式，以更好适应多样化融资需求。金融改革也在一定程度上暴露了实体改革的欠账，给实体转型施加了倒逼压力。而如果金融发展停滞，也不利于我国应对外部金融冲击。

事实上，金融改革也没法开倒车。新兴的金融业务已经成为不少实体企业的重要融资来源。贸然叫停容易引发融资难。老百姓也已经从银行理财中尝到了甜头，不太可能再从其手中收走这部分利益。而且，进一步推进金融改革已不仅仅是我们自己的事情，而是我们这个负责任的大国对国际社会做出的庄严承诺。

所以，尽管过去几年我国金融发展产生了一些副作用，但瑕不掩瑜。不能以点概面，以个别金融风险事件来否定整体金融改革。我国金融形势是良好的，金融风险是可控的，当前金融的首要任务是“着力深化金融改革”。未来，各项金融工作都需要在这个前提下开展。只有这样，才能真正维护我国的金融安全。

# 数据：“一带一路”显现投资放缓迹象

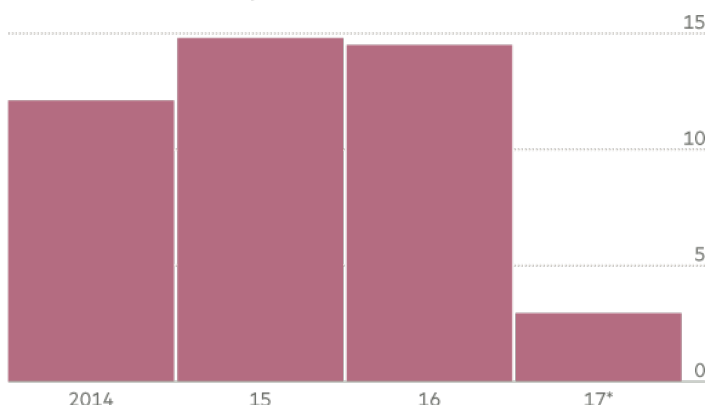
来源：FT 中文网 (2017-05-12)

作者：吴佳柏

中国国家主席习近平本周末将主持有 28 位国家领导人出席的峰会，目的是推介他的标志性的“一带一路”倡议，这是一项雄心勃勃的经济外交计划，有分析人士将其与马歇尔计划 (Marshall Plan) 相提并论。

习近平在 2013 年首次提出的“丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”计划，呼吁建设交通基础设施，使中国与中亚及东南亚、中东、欧洲和非洲之间的联系更加紧密。在某些版本的计划中，拉丁美洲也被包括在内。

Chinese investment in BRI countries  
Non-financial outbound foreign direct investment (US\$bn)



\*Jan to Mar  
Source: China Ministry of Commerce

尽管围绕“一带一路”的声势很大（这个词已成为众多银行业会议和智库讨论小组的主题），但一系列指标似乎表明，中国对这一倡议的投资已经放缓。

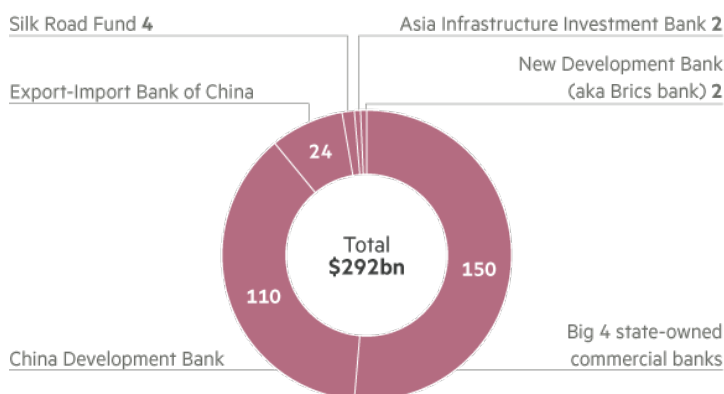
中国对“一带一路”国家的对外直接投资在 2016 年下降 2%，在今年头三个月同比下降 18%。

“一带一路”计划的最重要资金来源是中国国家开发银行 (CDB)，该行是中国三大国有非商业性“政策性银行”中规模最大的。但在 2016 年期间，国开行对“一带一路”国家的贷款余额下降 10

亿美元，截至年底为 1100 亿美元。

与此同时，亚洲基础设施投资银行 (AIIB) 扮演的角色相对较小；这是中国主导的一家多边发展银行，现有 57 个成员国，另有 25 个成员将在今年加入。新开发银行 (New Development Bank)，即通常所称的“金砖银行” (Brics bank)，扮演的角色也很小。

Funding for BRI by source  
Outstanding loans or equity investment at end-2016 (US\$bn)



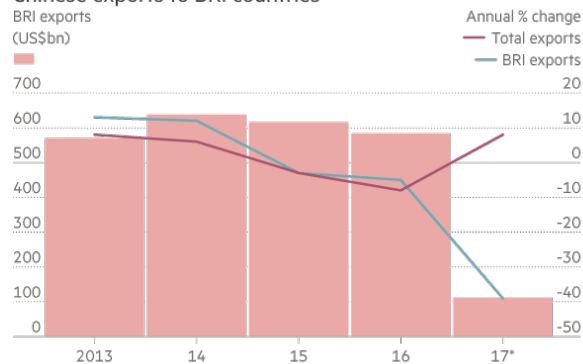
Sources: Company statements; Oxford Economics; FT estimates

“一带一路”计划的一个关键目标是扩大出口市场，因为中国经济放缓已导致国内需求下降，许多工业产品产能过剩。

中国还想转变其出口的构成，向海外销售较少的低附加值消费品（如纺织品、玩具和电子产品），同时销售更多的资本品（包括电信设备、工程机械和涡轮发电机）。

自 2013 年以来，中国对“一带一路”国家的出口增长率好于总出口增长率，但对“一带一路”国家的出口

Chinese exports to BRI countries

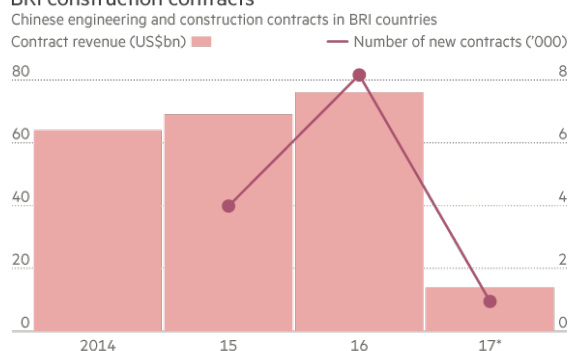


\*Jan to Apr  
Sources: Wind Info; FT calculations

FT

在今年头四个月是下降的，而总出口有所增长。

BRI construction contracts



\*Jan to Mar  
Source: China Ministry of Commerce

FT

“一带一路”计划的另一个动机是为中国的建筑和工程集团创造业务。

在中国持续 30 年的快速发展期间，这些公司积累了实施基础设施项目的强大专长。但是，随着中国境内新基础设施投资的边际收益放缓，政府希望这些公司在境外发挥各自的专长。

官方数据显示，来自“一带一路”国家的建筑营收和新合同继续强劲增长。

## 人民币国际化的纠结

来源：日经中文网 (2017-05-03)

作者：原田逸策

中国货币的人民币在海外的利用率正在急剧减少。一季度（1~3 月）人民币在贸易结算中的利用率为 14%，较顶峰时期的 2015 年减少一半。在包括非贸易结算在内的国际结算中的占比也出现下滑。原因是中国货币管理部门为防止资本流出和人民币贬值而加强资本管制，另外根深蒂固的人民币贬值预期也构成不利因素。中国领导层提出的人民币国际化正在减速。

作为贸易收付款的人民币结算在 2009 年解禁后，人民币的利用率迅速上升，2015 年创下历史最高记录的 27%。不过，2016 年首次低于上一年水平，降至 19%，2017 年一季度下滑至 14%。除去与人民币利用较多的香港的贸易之外，实际比率被认为较低。

人民币结算减少不仅限于贸易。中国人民银行（央行）公布的数据显示，一季度上海辖区跨境人民币结算为 4413 亿元，比上一年同期减少 23%。这一数字除了贸易结算以外，还包括资本交易、留学费用等大范围用途的结算。按季度计算，2015 年第三季度的结算额为 1 万亿元，而 2017 年一季度减少到了一半以下。

据由全球大型金融机构组成的环球银行金融电信协会（SWIFT）统计，人民币在国际结算中的市场份额 2017 年 3 月为 1.8%。从各货币情况来看，继美元、欧元、英镑、日元及加元之后位居第六位。而 2015 年 8 月的市场份额为 2.8%，超过日本，排名第四。

不仅结算，人民币在海外的保有量也在减少。香港是人民币流通的海外最大市场，但人民币存款余额截至 3 月底为 5072 亿元，为 6 年来的最低水平。2014 年 12 月的人民币存款余额为 1 万亿元，

两年多的时间减少了一半。

人民币利用率急速降低的主要原因是中国政府加强资本管制。中国从 2015 年开始阶段性加强管制，2016 年 11 月规定超过 500 万美元的海外汇款和兑换业务要提前申请。还对人民币的海外直接汇款进行了限制。其目的是防止因资本流出而导致人民币快速贬值。

另一个原因是 2015 年 8 月人民币基准汇率下调，人民币贬值预期基本确定，海外投资者不想持有人民币。中国社会科学院研究员高海红表示，在人民币有升值预期的 2013 年之前，人民币的国际化步伐快速推进，但人民币汇率达到顶峰后，国际化也随之减速。

中国领导层 2016 年制定的十三五规划中提出稳步推进人民币国际化。2016 年 10 月国际货币基金组织（IMF）将人民币纳入虚拟货币特别提款权（SDR）。这意味着人民币作为国际货币已经得到“认可”，实现了国际化的短期目标。

中国的现状是优先人民币汇率稳定和抑制资本流出，但却牺牲了人民币的国际化。中国人民银行似乎也意识到了资本管制的副作用，4 月份部分放宽了人民币的海外汇款限制。中国被认为将等待资本流出趋稳等环境的完善，长时间推进人民币的国际化。

## 欧盟要求英国为脱欧先付 1000 亿欧元

来源：FT 中文网(2017-05-03)

作者：亚历克斯·巴克

根据英国《金融时报》对法国和德国推动提出的新要求的分析，欧盟(EU)已将英国脱欧的先期付款要求提高到至多 1000 亿欧元。

在欧盟成员国提出要求后，欧盟谈判代表修改了最初的计算结果，将英国被要求承担的支付责任最大化，包括英国脱欧后的农业付款以及 2019 年和 2020 年的欧盟行政管理费。

尽管最终的净账单将低于 1000 亿欧元的先期付款安排，但对英国支付义务采取的更为严厉的态度，将显著增加欧盟委员会(European Commission)主席让-克洛德·容克(Jean-Claude Juncker)提到的 600 亿欧元支付估算。这还反映出很多欧盟成员国的立场变得强硬起来，它们放弃了对于英国脱欧账单所含政治风险的保留意见，提出包罗万象的要求，以帮助填补欧盟共同预算中与英国脱欧相关的缺口。