

2016年第4期 总第4期

财经参考

上海对外经贸大学图书馆主办



国际财经

被中央银行家们“玩坏”的市场.....	1
全球钢铁业的中国因素.....	3

国内财经

马克思主义经济学将在社会主义实践中不断发展.....	7
深度分析中国经济的未来趋势.....	9
东北的危机.....	13
中国海外并购激增的背后.....	17
中国应如何获得市场经济地位？.....	19
依法实现市场出清，促进经济结构优化调整.....	20

新闻快讯

中国已动用 4730 亿美元外储捍卫人民币汇率.....	23
OECD 领先指标显示全球经济前景持稳.....	24
中国 5 月份工业增加值增长持稳，但投资增长放缓.....	25
中国经济出现警讯或刺激央行降准大.....	26
央行副行长：允许出现风险的金融机构重组倒闭.....	30

财经参考

国际财经

被中央银行家们“玩坏”的市场

来源：FT 中文网（2016-06-01）

作者：苏亮瑜（越秀金控集团副总，金融研究所所长）

上周美联储主席耶伦在哈佛大学演讲时称，如果经济数据改善，未来数月加息很可能是合适的。一时间，全球市场开始为联储即将到来的加息做准备。其实，稍早美联储公布的 4 月会议纪要，连同纽约联储宣布试探式出售国债及 MBS 的消息，就如同一个始料未及的“黑天鹅”，搅得全球金融市场心绪不宁，许多热衷于紧跟联储脚步而毫不介意随时变脸的国际金融机构纷纷再次改口，提高了未来几次 FOMC 会议加息的概率。

市场唯联储马首是瞻，这并不奇怪。作为最大经济体的央行及全球流动性的提供者，联储在金融市场上的地位举足轻重。但在当前金融市场极其脆弱的情况下，高盛等国际金融机构以 FOMC 会议声明为导向，以“鸽派”和“鹰派”论调分贝的高低为理由频繁变脸，这对于市场而言正如打开了另一个潘多拉魔盒。

目前联储在 6 月和 7 月哪个时点加息，都不应该感到意外。对市场来说加息的靴子落地越早越好，从纽约联储试探出售国债及 MBS 的趋势看，真正的周期可能正在走上轨道，再考虑欧日目前的货币政策，美元走强或将是带有螺旋式走势的中期事件，若如此，在全球经济走势分化下，联储的加息会触发新一轮美元回流美国潮，包括新兴经济体在内的许多国家将面临本币贬值、资金外流、资产价格泡沫破裂和美元流动性紧缩等风险，美元流动性向美国本土的回归，将为联储缩表出售国债和 MBS 等而提供便利条件，在中美经济走势分化下，人民币或将形成一个持续性压力。

从过去经验看，无论是格里斯潘执掌联储的年代，还是在伯南克力图提高 FOMC 透明度的时期，外部机构都很难准确预判联储的决策行为。这主要是因为美联储内部对经济走势的争议很大，而在流动性泛滥、欧日央行推行负利率的新常态货币政策环境下，全球经济治理框架不完善、发达国家与发展中国家经济结构性失衡、金融体系的脆弱性与货币政策调整的“瀑布效应”相叠加，直接导致系统负反馈作用增强，金融市场的不确定性随之加大，甚至表现得猴性十足。换言之，外部对联储内部信息不对称状况改变，并未有效解决市场对其解读的不完备性问题，在时间轴线在不一致的状况就更加突出，这反倒是出乎市场早前预料的。

国际大行的市场预测纷纷变脸，暴露出一个很多专业人士不愿承认的话题，在非典型货币政策环境下，市场预测在某种程度上陷入了死循环，不论是联储还是市场，难以产生出一个一致性的前瞻性预期，让市场不再猴性，这应该是诺奖得主诺斯所言的非各态场域，或者借用诺奖得主阿罗的不可能性定理和诺奖得主森的理性悖论，当前美联储的非典型货币政策环境下，市场乃至经济早已进入了新的不可能性环境，分析师的预测是做多错多，最好的策略可能就是谈谈诗和远方，用分享思想代替分

享策略。

首先，金融危机以来美国乃至全球经济浸淫在联储超级宽松的非正常货币政策环境中久矣，而纽约联储小规模出售国债和 MBS 的“缩表”，则暴露这种操作引发的市场动荡问题，即使是在边际意义上微量操作。

2009 年以来联储通过三轮 QE 和扭曲操作，已经使其资产负债表膨胀至 4.5 万亿。美联储持有的这些短则五年、长则十年以上的资产，或许已使美国陷入了新的“长短期利率之谜”：美联储的加息政策影响的是美元市场的短端利率，而美联储的资产负债表，则直接影响甚至左右着美元市场的长端利率，这或将成为导致联储货币政策在长短期利率间传导不畅的重要原因。

这与 2004 年以来困惑联储前主席格林斯潘的长短期利率之谜，在发生机理上有所不同。当时格林斯潘把这个问题归咎于中国的重商主义，认为大量中国储蓄的净出口，并购买美国长期国债，压低了美元市场的长端利率，导致了联储货币政策机制传导不畅，即当时联储连续加息撬动的短期利率，并没有有效传导至长端利率，美国长期债券的收益率对美联储的加息不感冒。为此，当时美国加大了对人民币汇率的施压。

如今美国长短期利率调整出现的问题，看起来似乎再也找不到替罪羊，只能归咎于联储自身。虽然伯南克在 2014 年卸任前结束了充满争议的 QE，但接任者耶伦并没有顺势而为地在数量型货币政策工具上，启动结束联储所持资产到期后的再投资及缩表行动，美元的长端利率正是被联储的巨额资产负债表死死地压着。

但是，美联储启动缩表行动是迟早的事，市场早有预期。联储不启动缩表措施，长端利率很难随加息节拍起舞。反之，如果市场无法预判联储缩表的进程和节奏，长端利率调整路径或将在预期自实现机制和“射击过度”的影响下发生扭曲，长短期利率传导机制也可能发生功能性紊乱。另一方面，如果联储缩表行动导致长端收益率大幅上扬，海外资金因避险需求上升而大量回流美国，则对冲其货币政策常态化回归的效果。

其次，联储货币政策目标是瞄准物价稳定的，但从其危机以来的决策表现看，就业率和经济增长显然被放在了更加突出的位置。从某种程度上讲，这多少正动摇着货币本身的信任基础。

币值稳定之所以在央行决策体系中占据主要地位，是由货币本质决定的。其实，货币法定原则的“法定”，并不是公法意义上的“法”，而是自然法意义上的“法”，正所谓道法自然，货币从金本位、金银本位、金汇兑本位再进化到信用货币，内含的币值稳定是其信任的基础，组织法等赋予法定货币的强制使用权，是一种程序意义上的，且必须以币值相对稳定作为信任基础，而恶性通胀、资产价格泡沫乃至经济滞胀的出现，背后都是币值稳定被破坏后，人们不愿意持有信用货币的一种表现，只是对这种信用怀疑的程度不同而已。

从这个角度上看，货币如水，货币政策如绳，而水无定势，既可载舟，亦可覆舟，用货币政策这个绳子去推就业和促进经济增长，犹如逆水行舟，不进则退。因此，不论是联储常态化的量化宽松，货币政策该回归正常化时的主心骨缺失，还是欧日大玩负利率这一将货币政策财政政策化的手段（负利率实际上是对货币持有者的一种征税），都透支着人们对货币的信任，侵蚀着货币的信用基础。

不过，中央银行家们玩了一个多世纪的这个货币的信用钟摆游戏，是否还可以屡试不爽？可以说这次可能真的不一样了。货币存续于一种信息不对称的环境，币值稳定是信用货币的基础，本质上是一种外化的记账系统，如在信息不对称的非熟人社会，如果没有货币作为信用工具，双方交易撮合的匹配难度很大，从这个角度而言，货币沉淀了信息不对称的信任基础，但若货币币值不稳，破坏了货币的信用基础，交易的成本就很高，严重的甚至可能出现信用紧缩。

随着技术进步尤其是信息技术的快速发展，信息不对称性已得到了极大改善，经济社会活动会逐渐由信息不对称环境向信息对称博弈过渡，这预示着今后经济社会活动对这种外化的记账系统的依赖度在下降。因为信息技术的快速发展，极大地提高了信息传导质量，降低了信息搜集和匹配成本，市场逐渐步入了信息对称下的信息不完备性博弈，而区块链技术的出现和广泛应用，更是通过信息相互映证等，使信息具有了价值评判沉淀，这种价值评判内生出了交易的信任基础，基于价值评判的信息流，具有了内生的记账系统功能，那么外化记账系统的货币使用成本就相对高于信息的内生性记账系统，货币的使用范围就逐渐遭遇到自发限制，即人们不需要法定货币也可以在非熟人社会进行交易。

此时，中央银行家们玩转的信用货币实际上具有了竞争者、甚至替代者，人们对信用货币币值变化的容忍度将进一步下降，用信用货币向使用者征收铸币税将越来越难。这一定程度上预示联储利用现有的决策机制，对市场发出前瞻性调控的有效性，将呈现出边际递减的态势，货币政策对金融市场的稳定性作用也将呈边际递减态势。这可看作是对联储货币政策传导紊乱的前瞻性视角。

总之，当前联储究竟会在哪个时点加息，以及其货币政策的有效性，既取决于美联储对过去扭曲操作的矫正，同时也亟需美联储前瞻性地研究新技术变革下的货币决策及传导机制，重新将币值稳定作为货币政策第一要务，尤其是随着区块链技术等诸多行业开始应用，法定货币的使用范围将被区块链这种内生性记账系统的广泛应用而限制，如何协同货币这种外化记账系统与区块链的这种内生记账系统的传导秩序和关系，可能是促使美联储等走出两难的前瞻性思考。

全球钢铁业的中国因素

来源：FT 中文网（2016-06-13）

作者：迈克尔·普勒 罗伯特·赖特

在机械的嘈杂和嘶嘶作响的蒸汽形成的烟雾中，有一种隆隆的响声。在巨大的车间里，炽热的金属厚板在雷鸣般的响声中通过辊道和喷水冷却设备，被压成薄片，最后紧紧地绕成卷钢。

沿着南威尔士海岸的这片煤黑色厂区生产的钢材，被用于汽车、洗碗机、硬币和食品罐头等日常用品。这是当地人的一大骄傲。

工人和管理人员告诉参观者，这个热轧带钢车间（厂区制造的钢板在这里被热轧和卷取）最近打破了生产纪录。他们说，生产率提高了，改善业绩的计划也走上了正轨。但他们的眼中都有一种焦虑。因为他们知道，他们的努力可能还不够。

耸立在塔尔伯特港 (Port Talbot) 的双子高炉，成为了一场让英国钢铁业前途未卜的危机的焦点。在多年严重亏损后，这家工厂的印度东家塔塔钢铁 (Tata Steel) 打算卖掉其在英国的钢铁业务。

如果到 6 月底还找不到买家，这些工厂可能被永久关闭。这不仅会威胁企业和供应链上的约 3.5 万人的生计，还威胁到自 19 世纪末以来一直是英国经济支柱之一的钢铁业的核心。

“如果塔尔伯特港钢厂不复存在，整个英国工业都将陷入危险，”当了 21 年钢铁工人的巴里·埃文斯 (Barrie Evans) 说，“每个人都被逼到了墙角，但他们正站出来抗争。”

尽管高昂的生产和能源成本使得在英国经营重工业十分昂贵，但塔塔钢铁英国的困境凸显出让全球钢铁业震颤的扭曲。

根据普氏世界钢铁价格指数(Platts World Steel Price index),从美国到澳大利亚,从巴西到日本,去年钢价近30%的跌幅压垮了生产商。安赛乐米塔尔(ArcelorMittal)、美国钢铁公司(US Steel)、新日铁住金(Nippon Steel & Sumitomo Metal)等公司的利润大幅下滑,股价下跌,在某些情况下,国际性的大规模供过于求造成低迷,进而导致成千上万的炼钢工人失去工作。

最近,塔塔完成了以1英镑将其欧洲长材业务出售给Greybull Capital的交易,这些业务位于其在英国斯肯索普(Scunthorpe)的另一家大型钢厂。

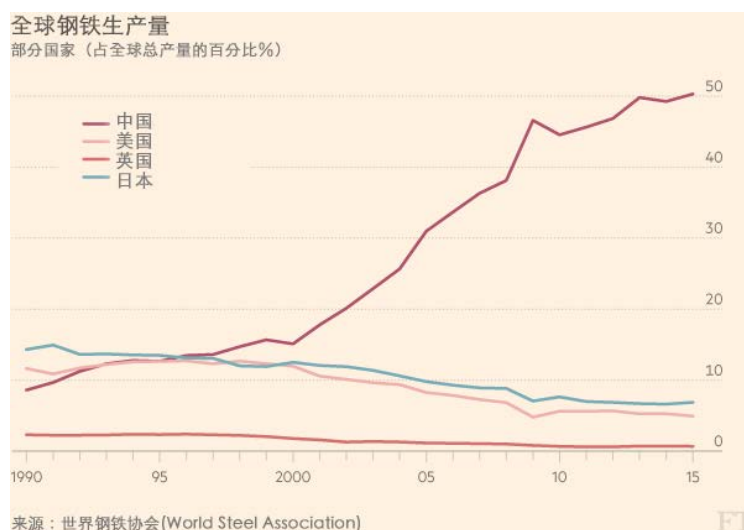
作为一个周期性很强的行业,钢铁业历来每隔一段时期就会遭遇产能过剩,将价格拖入低迷。但这一次,整个等式被一个巨大的变量扭曲:中国。

“金融危机过后,(钢铁业)最初随着中国的增长走出困境;中国吸收了大量原材料,然后是钢铁,”行业顾问克里斯托弗·博曼(Christopher Beauman)说,“因为中国变得太巨大了,当中国打喷嚏的时候,世界其他地方就得了肺炎。可以说中国的低迷对钢铁业的冲击大过对其他任何行业的冲击。”

中国感冒了

21世纪初,随着发达世界对钢铁的需求开始放缓,中国对大型建设项目的兴趣成为了这个行业的压舱石。2008年金融危机爆发后,北京方面选择了借助基础设施建设避免陷入衰退的出路。一座座城市在中国各地拔地而起,每一栋新建公寓大楼都需要不少螺纹钢。在截至2014年的十年里,中国的钢铁消费量增加了1倍多,至7.4亿吨,而产量也随之上升,增至世界年产量(16.7亿吨)的近一半。

但中国这台引擎正在失去动力。随着建筑活动降温,去年中国的钢铁产量出现30年来首次萎缩,降至8.75亿吨。在很多人看来,这标志着一个时代的结束,北京步入了增长更慢、但更有质量的“新常态”。



2015年,中国逾半大型钢铁生产商陷入亏损,其中多数为国家所有,这些公司非但没有关闭或者破产,反而继续大量生产超出国内需求的钢材。仅去年一年,中国钢铁出口飙升五分之一,至1.12亿吨——比世界第二大钢铁生产国日本的总产量还要多。

随着全球钢铁价格暴跌,不仅出现了针对中国以低于生产成本的价格倾销钢材的抱怨,还有对中国补贴亏损和债务混乱的僵尸企业的指控。

在欧洲,钢铁需求比2008年金融危机前低25%。尽管欧洲大陆经历了痛苦的钢厂倒闭,失去了五分之一的钢铁业相关工作岗位,但一些分析师表示,欧洲的钢铁产能依然过剩。当钢厂开工率不足时,运营商失去定价能力,单位成本会上升。

贝伦贝格(Berenberg)的分析师亚历山德罗·阿巴特(Alessandro Abate)说:“(欧洲)钢铁的未来在于整合。如果它们现在不这样做,它们就不应该再抱怨中国的产能过剩。它们需要降低成本,并且将业务量分配到效率最高的资产上。”

转型特种钢材

但是，关闭不需要的钢铁厂并非易事，这不仅是因为裁员补偿和清理受污染土地的巨大成本。削弱一个象征着综合国力的行业，可能会招致激烈的政治反对。

鉴于均衡状态很可能不会很快恢复，钢铁生产商，尤其是发达国家的那些钢铁生产商，面临一个生死存亡的问题：谁能生存？要怎么做才能生存？

“在我看来，如果你想生存下来，唯一的解决办法是专注于高品质和高技术含量的钢材产品。这听起来很简单，但实际上非常复杂，”奥地利钢铁生产商奥钢联集团(Voestalpine)首席执行官沃尔夫冈·埃德(Wolfgang Eder)说。

上世纪 80 年代脱离破产保护之后，奥钢联变成了高端炼钢的典范。竞争对手纷纷扩大生产以实现规模效益，比如 1999 年英国钢铁(British Steel)和荷兰的 Hoogovens 合并为哥鲁氏(Corus)，以及 7 年后安赛乐(Arcelor)和米塔尔钢铁(Mittal Steel)合并，而奥钢联采取了不同的策略，专注于下游业务，即加工、设施以及附加工程设计能力。

中国钢铁出口量
前12个月累计，单位：10亿美元



埃德说，到世纪之交的时候，这家公司已经退出所有普通的炼钢业务。今天，奥钢联在现货市场上连一吨钢铁都不卖。体现该公司策略的一个例子是铁路。除了钢轨外，奥钢联还生产高速铁路的专用组件（如道岔系统）和配套应用，以及信号和安全系统，并提供维护。

2014-15 年度，该集团 110 亿欧元收入中的约三分之二来自于型材、完整构件和高科技部件，比如汽车和飞机所用的配件。这在很大程度上让奥钢联抵挡住了来自中国、俄罗斯和土耳其等国家的更便宜产品的价格压力。

的价格压力。

“欧洲的成本结构不允许你以一种有竞争力的方式生产普通钢材。纵观整个世界，钢铁总产量中至少 80%是大宗商品般的普通钢材，”埃德说。

对手们看到了其中的道理。安赛乐米塔尔正在提升高附加值钢材在其产品构成中的比例，而美国的 AK Steel 减少了对现货市场的敞口，转而更倾向于订立合同，尤其是来自汽车业的合同。

然而顾名思义，对利基和特种钢材的需求是有限的。随着更多生产商生产高附加值产品，价格压力也会上升。运营固定成本较高的工厂也是一种桎梏，因为某些设施（比如将铁矿石熔化为液体金属的高炉，或者用炼焦煤生产焦炭的焦炉）是不能关闭的。

“在任何地区，钢铁需求的三分之二都更接近大宗商品钢材，而非特种钢材，”业内一名资深咨询师表示，“一家钢厂几乎不可能只生产特种钢材。你永远不可能只靠高端特种产品填满订单簿。的确有例外，但在全世界只有少数几家。”

生产钢铁的另一种方法是利用规模较小、没那么昂贵的电弧炉。电弧炉能熔化废钢，可以启动和关闭。尽管大多数电弧炉只生产长材产品，比如线材或者建筑用的钢梁，但工艺改进已经提高了质量。比如，为汽车生产商生产钢板的美国纽柯(Nucor)已经超越美国钢铁，成为该国最大的钢铁生产商。

生产难题

英国塔尔伯特港钢厂的困境导致一些人提议，发达国家钢铁业的未来不在于把生铁熔炼成钢的重头一端。在英国，大宗商品交易集团 Liberty House 重新启动了几家轧制更便宜进口钢铁的工厂。但许多业内人物表示，脱离了基础钢铁生产，就难以发展新的产品品级。

然而，在钢铁制造商驾驭动荡的努力背后，有一个令人不爽的现实，那就是企业很难提高利润率——不管是通过开发新的品级和合金，还是通过节省内部成本，效益往往被客户享受。

“钢铁业的投资帮助了客户，却没能提高利润率。钢铁业进行了所有的研发，但汽车业客户太强大了，”行业顾问博曼说。

中国举足轻重的影响力将决定这股风暴是会减弱还是会恶化。北京方面首次将应对产能过剩纳入其最新的五年规划，设立了在此期间削减 1 亿到 1.5 亿吨产能的目标，并表示这可能会使 50 万中国钢铁工人下岗。然而，分析师们对这种缩减的规模和速度是否足够意见分歧。

突显挑战巨大的一个迹象是，中国的钢厂最近提高了产量，以利用房市回暖和大批投机散户涌入大宗商品期货交易所的双重影响带来的价格上升。

尽管北京方面明确表示不会取消面向出口的税收优惠政策，但它正遭受一些强大的阻力。一场酝酿中的钢铁贸易战扑面而来，美国正朝着对倾销和补贴产品征收超过 500% 的关税前进。欧盟 (EU) 也在效仿，尽管没那么咄咄逼人，而印度和南非也纷纷竖起贸易壁垒。这可能对依赖进口的国家（如美国）或者需求正在增长的国家（如印度）的生产者有利。风险是出口会被转向贸易政策不那么强硬的地区。

对 4000 名依然不确定自己是否会丢掉工作的塔尔伯特港钢厂工人来说，有一束曙光穿透了阴霾。近几个月钢价上涨，一度达到每天 100 万英镑的亏损在收窄。他们的命运可能预示处于类似境地的竞争对手的命运。

延伸阅读：小钢厂

2015 年，世界各地的钢铁生产商交出了惨淡的成绩单，按产量计的美国最大钢铁生产商纽柯却逆势而行。尽管净利润下降了近 40%，但该公司依然实现了盈利，报告利润为 4.96 亿美元。这个数字和紧随其后的第二大生产商美国钢铁 15 亿美元的净亏损形成了对比。

这家公司的韧性凸显出纽柯和其他利用电弧炉生产的钢厂（也被称为“小钢厂”）相比于传统综合钢厂所享有的优势。电弧炉可以根据对钢铁的需求相对容易地启动或者关闭，而综合钢厂的高炉需要保持运转。电弧炉熔化废钢，而不是使用铁矿石。同时，纽柯雇员的工资在很大程度上取决于产量，这意味着这家公司无需裁员就能实现工资支出根据需求收缩或者增长。

纽柯首席财务官吉姆·弗里亚斯 (Jim Frias) 表示，这家公司拥有比美国其他钢铁生产商“更好的商业模式”。

“本公司从一家拥有高度灵活的生产能力、成本更低廉的生产商起步，比起我们的竞争对手，我们总是运用这种能力，更快地应对市场情况，”弗里亚斯说。“我们的雇员受到激励，尽他们所能地最大化产量，”他补充道。

然而，还不清楚纽柯的策略能否被容易地复制。钢铁业分析师查尔斯·布拉德福德 (Charles Bradford) 表示，纽柯的美国工厂依赖便宜的电力供应，这在欧洲很多地区都不可行。这家公司还依赖现成的废钢供应，这对依然属于发展中国家的中国来说也无法实现。

国内财经

马克思主义经济学将在 社会主义实践中不断发展

来源：共识网（2016-06-03）

作者：厉以宁（著名经济学家，北京大学社会科学学部主任，北京大学光华管理学院名誉院长）

马克思主义经济学产生于实践，由实践赋予活力，由实践赋予新的内容，并由实践来检验。马克思主义经济学是发展的科学，它不可能停留在某一已经达到的水平上。中国是社会主义国家，中国的社会主义革命和建设实践中所出现的新情况、新问题，要求把马克思主义经济学推向前进，这是时代赋予我们的使命。正是由于革命和建设是不断前进的，如果事事都要求马克思为我们提供现成的答案或结论，这本身就违背了马克思主义。因此，当前为了使中国的经济学在指导改革和建设发挥更大的作用，我们不仅需要坚持马克思主义的基本原理，坚持社会经济前进的方向，更需要深入实际，探讨社会主义建设中遇到的新问题。这就是说，我们必须以马克思主义理论为指导，根据理论与实践相结合的原则进行创造性的研究工作，才能发现新问题，了解新问题出现的原因，才能对新问题做出科学的解释，并提出新的对策。这样才能发展马克思主义经济学。

比如说，自从进入 20 世纪中期以后，一些西方经济学家提出要抛弃马克思的劳动价值论，他们认为价值缺乏客观存在的基础，价值概念具有神秘的性质。在日常生活中，人们只能观察到价格，而不可能观察到价值。既然如此，为什么不舍弃价值概念，只保留价格这一范畴呢？为了进一步从理论上说明他们的观点，他们提出：马克思的劳动价值论认为价值由生产过程中所消耗的活劳动和物化劳动所构成，但物化劳动消耗的部分，如工具的消耗和原材料的消耗，却是另一工业部门的产品，都是用价格来计算的，所以，“价值转化为价格”的说法不过是一种循环推理而已。即使是活劳动部分也同样如此，因为活劳动消费以工资来计算，工资是以价格表现而不是以价值反映。这些西方经济学家认为，“劳动价值论”无非是循环推理，说明不了价值的形成。

依照西方经济学家的说法，“劳动价值论”应当全盘舍弃，于是马克思的剩余价值理论也就不能成立了。这显然是我们不能接受的观点。要知道，在马克思主义经济学中，劳动价值论和剩余价值论是基石，我们必须坚持这一论点。对劳动价值论和剩余价值论的否定，实际上是对马克思主义经济学的否定。要知道，根据马克思的理论，价值是客观存在，它体现于商品交换关系之中。商品交换，实际上就是人与人之间的社会关系，只有当劳动产品成为商品时，商品所凝结的人类劳动才能表现为价值。价格则是价值的货币表现形式，它的基础就是人类劳动所创造的价值。因而根本不存在所谓“价格来自价值，价值又来自价格”之类的“循环推理”。

劳动价值论完全适用于社会主义市场经济体制下的中国，也完全符合社会主义市场经济中的结构调整、产业升级和价格改革。商品价格的基础就是劳动价值论，这一理论的研究决不是已达到终点。其实，实际工作中还需要有对劳动价值论的进一步探索。这里可以举一个例子，就是“影子价格”概念。一些国家的经济学界对“影子价格”有各种不同的解释，如“影子价格”就是“市场均衡价格”、“影子价格”就是“机会成本下的价格”、“影子价格”就是“资源配置价格”，等等。这些解释都是有待深入讨论的，因为这涉及资产重组和资源重新配置问题，对社会主义市场经济体制下的产业价格和结构性改革可能有参考价值。可惜国内经济学界在这方面的讨论还远远不足。

马克思主义经济学正有待于进一步发展。在 20 世纪，最流行的经济学术语被经济学界认为就是“创新”，包括技术创新、制度创新、管理创新等。从 20 世纪 80 年代起，“创新”概念开始在中国传播。张培刚教授就是创新理论研究和推广的最早的国内经济学家之一。关于创新，尽管在马克思的著作中较少涉及，因为在《资本论》的写作年代，工业化在西欧国家和美国刚开始不久，创新概念的广泛采用主要是 20 世纪 30 年代以后的事情，但我们不能因此就疏忽“创新”思想的传播。马克思本人较少涉及的领域，同样是我们应当关注的课题。

比如说，1978 年安徽、四川等省所开始的农村家庭联产承包责任制试点，就是马克思主义经济学指导下推行的社会主义农业发展模式的试验。中国要解决农业生产率低、农村社会不安定和农民集体贫困的难题，只有体制创新，才能使农村改变面貌。而家庭承包制推行后，粮食增产了，农民收入提高了，原因就在于体制创新调动了亿万农民的积极性。这是马克思主义经济学的重大发展，全世界都注意到这一重大的改革成果，中国的实践证明了这一改革成就。

再比如，接着在广大农村出现了劳动力富裕的新情况。江苏、浙江、山东等省兴起了乡镇企业热潮；农民的自筹资金、自建厂房、自购设备、自聘技师技工，自谋商品销路，这又是体制上的重大创新，即在社会主义计划一统的市场以外，自发地兴起了一个以乡镇企业商品为主的计划外市场，中国的大一统的计划产品市场从此被打破了。市场经济体制开始推广了。这也是马克思主义经济学的发展，从而才能有这样巨大的变化。

与此同时，在临近香港的深圳市、临近澳门的珠海市，以及沿海的其他若干城市，或者同深圳、珠海一样建立了经济特区，或者改为沿海开放城市。这样，市场经济模式推广了，产值大大上升。深圳成长之快，使海外投资者大为惊讶。这就是马克思主义经济学指导下的果实。经过实践的检验，深圳、珠海、汕头、厦门等城市“姓社”而“不姓资”。邓小平同志在考察广东时两次重要讲话，使沿海城市的面貌焕然一新。

农村承包制的推广、乡镇企业的兴起、经济特区的建立，就像在平静的湖面上投下了三块大石头，激起层层波浪，从此中国经济再也不可能像过去那样平静下去了。这是马克思主义经济学对中国改革和发展实践的指导，谁还能否认马克思主义经济学的威力呢？

参与改革和发展的中国经济学家，包括这些年来从国外学成归来的经济学家，全都为改革的推进和国家的富强而兴高采烈，都在为自己能参与中国梦的实现而自豪。我们都亲历了这一过程，我们都为此贡献了自己的才智，我们都从中学习到许多从书本上学习不到的知识，我们也都深刻懂得了“道路自信”“理论自信”“制度自信”的含义。

马克思主义经济学的发展仍在继续。旧问题解决了，新问题又来了。中国的改革和发展，总会不停地走上新路，马克思主义经济学的发展不能脱离社会主义发展的实践，这是国内经济学界的共识。

在中国经济步入新常态的今天，一定要懂得经济发展方式转变的意义。新常态就是遵循客观经济规律，不要做违背客观经济规律的事。在经济发展到一定阶段后，高速增长是不符合经济规律的。这是因为，只顾经济增长的速度，只顾国内生产总值的提高，只重数量而忘掉质量，只可能带来低效率、低质量、高产能过剩和高消耗。在新常态之下，中高速增长才是正道，结构调整才能带来新的前景。

因此，靠供给侧发力，进行结构性改革，才能使中国实现中高速增长，而中高速增长又与经济结构、产业结构、技术结构、人力资源结构和居民消费结构的调整不可分开。中国的第三产业产值在国内生产总值中的比重已经超过 50%了，这意味着中国经济正在从工业化阶段逐步转向后工业化社会、信息化社会，应该把新兴高科技产业和现代服务业列为下一阶段的发展重点：重结构调整，重效率，重效益。这样，既可继续完成工业化，又可以使信息化加速推广。这一发展方式的转换是必不可少的，

否则我们难以成为真正意义上的制造强国、创新强国、信息化强国。

这些都表明，马克思主义经济学在实践中继续发展，马克思主义经济学仍然指导着我们的改革和发展的实践。

从中国改革与开放的实践中，我们还深刻地了解到马克思主义经济学理论的核心思想是让人民群众的生活质量不断提高，使社会主义制度的优越性不断发挥出来。经济学不仅研究人民群众的积极性的涌现和物质生产的增长，而且它始终关注着人们觉悟的提高和道德水平的上升。这也是经济学的使命。早在改革开放之初，我在《体制·目标·人：经济学面临的挑战》一书中，就讨论了“经济学的使命”。我在该书中写道：“经济学是社会启蒙和社会设计的科学。作为社会启蒙的科学，它将告诉人们如何评价一个社会、一种体制、一项政策，它将使人们明确经济学中的是非，估量经济活动中的得失。作为社会设计的科学，它将告诉人们，如何制定发展目标以及如何把实践目标的可能变为现实，如何建设符合国情的社会主义经济体制，以及如何促进国民经济的协调发展。经济学的这些使命是其他的任何学科所代替不了的。”

应当承认，社会主义政治经济学体系本身至今仍然处于探索阶段。要使这一理论体系成熟、完善，肯定不是短期内所能实现的任务，而且也不是依靠个别人或少数人的力量所能做到的。我们每一个研究马克思主义经济学的人，都将继续领会马克思主义经济学的原意，在参与社会主义制度的建设实践和发展实践的过程中，为此贡献自己微薄的力量。

深度分析中国经济的未来趋势

来源：商业见地网（2016-05-31）

作者：李迅雷（海通证券首席经济学家，中国首席经济学家论坛副理事长）

究竟如何来看中国经济的未来趋势，会否出现通胀，房地产投资的风险多大呢？

现在房地产投资需求很大，也有很多人在做这方面的研究，我今天主要从金融的角度分析一下房地产和一些经济现象。总体来说，现在经济状况不好，也担心通胀，但是房地产业发展很好，可以说这是中国特有的现象。因为经济不景气，各个国家都不愿意进行结构性改革，以宽松货币政策为手段，竞相贬值，给自己的经济打气。那么，究竟如何来看中国经济的未来趋势，会否出现通胀，房地产投资的风险多大呢？

1 当前宏观经济该如何看

宏观经济分析需要抓住三个“三驾马车”：第一个是众人皆知的经济增长依靠投资、消费和净出口这三驾马车；这三驾马车中，我预测 2016 年的出口仍然负增长，不指望它有多少贡献，顺差会扩大，但这属于全球经济衰退下的扩大。

消费太平稳，传统消费增速回落，亮点是消费升级，即从传统的衣食住行消费转到服务性消费、包括健康养老、交通通讯、休闲娱乐和文化教育等。尽管网络消费额高增长，但它对实体店消费是一种冲击和替代，甚至会导致总需求的减少，因为信息共享下，营销更加精准导致交易成本下降，此外，在人均可支配收入增速下降的情况下，消费增速回落也是可能的。唯一的亮点是投资，这已经成为稳增长的重要手段，但回报率下降的投资必然带来负债的增加。且投资比重过大，造成经济结构的扭曲。

第二个是投资（固定资产投资）这驾马车再分出三驾马车，制造业、房地产和基础设施投资，中国经济目前还是主要依靠投资拉动，不是创新驱动（可以量化）的，因为储蓄率高，投资占比高。房地产开发投资增速从 2010 年的 33% 下降到 1%，今后肯定会出现负增长。基础设施投资是调节投资增速的有效方式，属于逆周期政策，但不是长期有效的方式，因为它往往会增加负债，不会带来多少现金流的回报。

因此，当前维持房地产的活跃，恐怕是政府部门、房地产和相关制造业以及中高收入居民阶层的共同利益所在。但如果房子不是用来居住，而只是用来投资，那么，它与赌场的筹码是一样的含义，不断地制造筹码，可以拉动 GDP，同时也可以吸纳体量越来越大的货币。

第三个是与潜在经济增长率相关的生产要素的三驾马车，劳动、资金和技术进步，这也是供给侧结构性改革的主要内容，因为生产要素出现了结构性问题，供给不能满足不断升级的消费需求，需要改善供给，淘汰不必要的供给。中国当今显现的问题是，产能过剩、企业债务增加、国企与银行的紧密合作模式不是共赢，可能有双输的风险。因此，必须去产能、去库存、去杠杆，淘汰僵死企业，减少无效投资，避免金融风险，从而提高全要素劳动生产率，提高潜在经济增速。

因此，供给侧结构性改革确实是当务之急。不过，我认为中国当今出现的供给过剩问题，除了要改善供给结构，还要关注需求侧的深层次问题，生产过剩的另一个原因是需求不足，尤其是有效需求不足。过去中国经济在刺激需求上犯了很多错误，于是对刺激需求有抵触。其实，过去刺激需求的，重点是放在投资需求上，消费需求的刺激不多，因为要提高消费需求，就需要提高中低收入群体的可支配收入水平，这个似乎不符合地方政府的“政绩观”，很难做到，既需要改革，又需要加大政府付出。

美国在次贷危机之后，推出 QE1、QE2、QE3，实际上主要是把钱给了企业，希望企业扩大投资来拉动经济，这对富人有利，对中低收入阶层不太有利，导致目前中低收入阶层的收入水平还是低于次贷之前，从而触发了美国底层群体的不满，出现了占领华尔街的事件，这值得我们借鉴。

例如，大家可能只看到国人去日本疯狂购买马桶盖的表象，就认为中国人民不断提高的物质和文化需求很旺盛，是供给出了问题，中国企业没有能力提供有效供给，却没有看到有效需求不足下的马桶过剩问题。为此，我花了一些时间去计算中国马桶（即坐便器）的普及率。由于坐便器的价格较蹲便器贵不少，在农村，一般还是使用蹲便器的多，而城镇一般要坐便器的多，假设只有 0.22 亿人口在使用茅坑，其余 11.7 亿人口中，农村人口 30% 用马桶，城镇人口 80% 用马桶，则中国大约只有 7.28 亿人口用上马桶。换言之，至少还有 6 亿人口没有用上马桶，这里面又有 2 亿人没有用上有冲水排污系统设备。可见，这才是中国由于贫富差距过大导致了有效需求不足，从而又导致了产能过剩问题。即便是上海这样中国最发达的城市，其水管和排污设施也不健全。从网上查到的数据，上海迄今为止仍有 9 万左右的居民每天要去 260 多个倒粪站去“倒马桶”，因为他们居住在一些没有排污管道的石库门里。

因此，解决中国经济的问题，始终存在两个难点，一是如何认识，有道是“横看成岭侧成峰”，看对了、看准了，提出合理解决方案，则可以让大家的预期转向乐观，股市涨跌很大程度上就是因为有预期。二是如何正确的政策目标落实，落实不到位，一切就成为空谈。政策目标的完成率，取决于难度系数、执行能力和奖惩机制。

2 人口红利支持了 2010 年之前的房价上涨

最初房价上涨主要是人口现象，后期房价上涨主要应该体现为货币现象。

人口现象对房价的作用与对经济增长的作用其实是一样的，中国经济从 80 年代改革到现在为止已有 36 年了。80 年代初，中国经济处在资金短缺的背景下，所以中国需要引进外资。引进外资之后，

利用廉价的劳动力。这些廉价劳动力对吸引外资非常有优势，就像我们目前产业向印尼，印度越南转移一样。当劳动力充裕、价格便宜的时候，就会吸引更多的资金来投资，这就是经济增长表现为人口现象。中国之所以具有这样大的人口红利，就是因为六七十年代，中国人口出生率比较高，当这些人成为劳动力人口时，也就是 1980-2010 这 30 年，给中国经济增长作了很大贡献。所以说中国经济增长，从某种意义上讲，改革开放第一个 30 年就是人口现象。

人口结构和流向什么时候出现变化？是在 2011 年。2010 年之前，我国农业人口向城市转移的数量还在不断增加，增加到 2010 年时是达到了峰值，当年有 1200 万的农业人口成为进城农民工。2011 年之后转移人口的数量就逐步开始下降，2011 年大概降至 1000 万，2012 年是 800 万，2013 年是 600 万，2014 年大概 500 万，到 2015 年呢？外出农民工数量只增加了 63 万，但流动人口已经负增长了。这也就意味着 2010 年之后，以农业转移人口特征的城市化进程基本上是已到后期，接下来我们的城镇化就是农民工的市民化的过程。城市化率按我的计算口径，目前已经超过 60%。

另一方面，中国劳动年龄人口数量在 2010 年也达到一个峰值。2010 年 16 岁到 64 岁这一劳动年龄人口达到一个峰值。这就意味着我们经济增速要下行，因为劳动力人口数量开始下降，另外一方面就是农业转移人口数量也在下降。这两个事件都发生在 2010 年。还有一个数据也比较有意思。我们的房地产投资增速也是在 2010 年达到峰值，大概增速是 33%，随之而来的是 2011 年 GDP 增速开始回落，一直回落到现在。看到这几个数据。我基本上就是把房地产走势分为两个阶段，一个是 2010 年之前，再一个就是 2010 年以后。在 2010 年之前，房地产是一个人口现象，因为一个是劳动年龄人口数量在不断增加，我们享受人口红利，中国经济及制造业也由此保持高增长；当人口红利结束之后，经济需要稳增长，就需要投入更多的资金，因为人口红利消耗差不多了，那就是货币现象。

有一个概念叫人均 GDP，中国为了追求区域间均衡发展，政府引导大量资金往中西部地区投资。但是中西部地区流动之后并没有显著改善中西部地区经济发展状况，故从人均 GDP 来看，地区之间差距比较大。但是在发达国家一个地区 GDP 可以是另外一个地区 GDP 十倍二十倍，但是他们人均 GDP 基本上是差不多的，因为人口流动是没有限制、没有户籍制度、公共福利制度都是一样的。这就是中国跟发达国家很大区别地方。

所以，人口还是会流向资源禀赋相对多的地方。如高收入阶层积聚之后也会给体力劳动者提供很多就业机会。这就可以解释为什么像上海深圳北京保姆价格涨幅是非常大。这个价格就是由富人财富规模所决定的。这就是我讲的为什么中国房价从 2011 年之后上涨就是货币现象的原因。这个货币现象，除了与这些年来为了实现稳增长的目标有主要关系之外，又是跟中国人对财富的追求偏执度很高有关，这是非体制性因素。

中国富人阶层中，至少超过 50% 居住在北京、上海、深圳这三个城市。为什么居住在这三个城市？跟投资机会、经济发达程度和社会福利体制有关。我们的社会福利基本上很难做到均等化，在深圳北京上海有更多的高校、医疗、和基础教育条件，这些优势使得大城市的人口不断集聚。比较一下发达国家，虽然他们地区之间产业发展水平有很大差别，但是有一点是比较好，就是公共服务均等化。所以即便人们住在中小城市也可以享受到大城市相似公共服务。

认清未来的人口流向，对于判断房价涨跌还是很有参考价值的。如杭州的外来人口不算多，导致杭州的房价比一线城市要低，但最近杭州房价也涨了不少，与杭州的信息经济成功发展有关，从而吸引了 IT 人才流入。天津的房价在直辖市中也偏低，虽然人均 GDP 很高，但是人均收入不高，说明对传统产业的依赖度较高，转型没有成功，这可以从当地股票市场交易量和网络消费数据就可以看出来。

3 房价已经成为货币现象

生产要素主要是三个：劳动力、资金、技术进步。过去对经济拉动所做的贡献主要靠劳动力这一要素，如今，劳动力这一生产要素的优势在减弱。30 多年高增长之后，中国也积累大量资金。长期外贸顺差、大量外资流入以及在人民币升值预期下热钱流入使得中国资金已经比较充裕。所以 2011 年之后，中国生产要素当中资金起到比较大的作用。当然之前资金也同样起到了重要作用，只不过相比劳动力来讲，资金的优势相对小一些。

还是以房地产为例，2010 年之前，居民住房贷款占居民商品房（住宅）销售额的占比非常小，平均不到 20%，2013 年之后开始大幅上升，从 24% 上升至 2015 年的 34%，今年估计要超过 50%。这说明这轮房价上涨，主要靠居民在房地产投资上加杠杆。美国次贷危机的爆发，就是因为穷人购房加杠杆，当时居民房贷占住宅总市值的比例达到 55%。中国目前居民房贷余额大约 16 万亿，占存量住宅总市值并不高，大约也就 11% 左右，但增量部分上升速度过快，还是要引起重视。

过去 25 年，中国的 M2 增速大概每年平均增长 20% 左右，这在经济规模小时影响不是很大。当经济规模达到一定水平时，比如我们现在成为全球 GDP 第二大国时，在此情况下 M2 增速还维持如此高的水平，显然对房价产生比较大影响。M2 高增长不仅对房价产生影响，对其它资产价格同样也产生很大影响。所以，研究货币现象还是很有意义的。

总之，关于房价什么地方高、什么地方低，什么时候涨、什么时候跌，首先是一个人口现象，这与人口年龄结构和人口流动都密切相关；其次，这是一个货币现象，货币集聚的地方房价高。但是我们不能一味认为一线城市的房价会居高不下，它实际上也存在一个调整的过程，资本市场存在周期。美国经济的复苏是在去杠杆的基础上降低杠杆率，中国经济的量化宽松是在没有去杠杆条件下推行的，直接在杠杆的基础上加杠杆，泡沫的基础上加泡沫，这存在着很大的风险，好在我们是社会主义市场经济，可以用很多手段来避免危机的发生，与资本主义经济有着本质的不同。不过，需要考虑的问题是，如何解决投资效益，如何面对资产价格的扭曲，如何应对债务和杠杆。

4 CPI 涨幅不大的原因是它代表平民指数

今年，央行降息的空间很小，因为有通胀的压力。不过，货币政策还是相对宽松的，有了偏宽松的货币政策，房地产投资盈利才有可能实现。M2 的持续增长不利于长期经济的稳定，故不能因为短期的利益牺牲长期经济稳定。因此，央行强化了资本管制政策，来稳定人民币汇率。一方面管住汇率浮动幅度，另一方面限制外汇资金流出。我对现在经济政策的评价就是管制加宽松，可能出现问题的领域尽可能管住，但是这种管制不是一种倒退，管制的目的是防止金融危机的发生。经济五大目标：稳增长、防风险、促改革、调结构、惠民生。五大目标不可能全部实现，就是实现三大目标也很困难的。

今年供给侧改革的第一个目标就是去库存、去产能，采取的方式可能是做加法而不是做减法，因为加法好做，减法不愿做。但在目前的经济形势下，去库存需要投入的资金量大，杠杆率高，还会增加负债。个人投资从储蓄时代进入房地产时代，到今天的金融时代，金融产品越来越受欢迎。银行理财产品、私募等金融产品销售量持续上升，但今年有可能因为楼市火爆，主流资金流向楼市，但长期看，金融产品时代的趋势不会改变。

中国的收入结构有主要问题就是贫富差距比较大。这几年讲到居民收入增长要快于 GDP 增速，说明可以与 GDP 对应的是居民可支配收入；而可与居民财富增长对应的是 M2。所以仅仅看 GDP，只能说明低收入群体的收入增长快于高收入群体，贫富差距在可支配收入方面略有缩小。若是比较财富的贫富差距，因为财富增长是盯着 M2 的，中低收入群体财富规模比较小，因此，在财富扩张的时候，贫富差距就又扩大了。这基本上就可以解释现在为什么房价涨会遭到大部分人痛恨，而股票涨则是大部分人都喜欢的。前者是富人指数，或者是中产指数。

由于过大的财富差距，中低收入群体的收入水平就相对偏低。由于物价指数 CPI 是平民指数，M2

的高增长并没有带来中低收入群体的收入高增长，所以 CPI 的涨幅长期来看还是比较低。偶尔有几年涨幅比较大，实际上是一个矫正的过程。也就相当于股票跌多了偶尔反弹一下，但是总体趋势还是远远跑输了 M2 增速与名义 GDP 之差。

此外，我在对过去历次通胀做相关性分析时，发现 CPI 与 M2 关联度不大，却与 GDP 关联度较大，即 GDP 增速上升才会导致 CPI 上升。目前的情况是，在赶超战略下，为了稳增长而扩大 M2，导致总供给大于总需求，投资增速超过消费增速，名义 GDP 增速超过居民名义可支配收入增速，且不考虑收入分配不均问题。在这种情况下，CPI 很难起来，但资产泡沫起来了，房地产、股市、信用债等都存在泡沫。

北上广深的租金房价比大概是 2%，2%对应的是 50 倍市盈率，那这个市盈率水平在全球资本市场中也算是偏高的。股市的市盈率在剔除银行股之后，也有 40 倍左右。为什么市盈率那么高，原因就是货币发行量过大。货币发行量过大跟银行间接融资为主的融资体制也是有关的。所以不能把中国 M2 与美国 M2 做简单对比，更应该参照的是中国跟日本，中国跟德国的对比，因为这两个国家以间接金融为主的，但即便如此，我们的 M2 增速也会是远远超过这两个国家。

因此，经济的结构性问题必然会导致经济增长难以持续，同时，过多的干预和管制又会导致商品和资产价格的异常表现。作为学者，主要还要看清深层次的问题所在，而不是简单套用西方的理论和定律。

本文根据 2016 年 3 月 5 日某高校房地产论坛上的演讲整理

东北的危机

来源：共识网（2016-06-02）

作者：林毅夫（全国工商联专职副主席，中国民间商会副会长，北京大学国家发展研究院名誉院长、教授）

编者按：

这是 12 年前林毅夫的文章，一语道破东北的残酷现实。

最近，国务院督导组又去东北看经济发展、民间投资了；而前阵子，习近平则亲自到了东北。

事实上，十八大以来，以习近平为代表的最高层，已经到过东三省，并且多次召开座谈会；中央层面下发的振兴东北的意见、计划、规划，也很多。

东北的经济问题，曾让李克强直言“揪心”，也成为新常态下化解过剩产能、深化国企改革乃至是通盘社会改革的关注焦点。

我们发现了一篇林毅夫先生在 2004 年写过的文章。在文中，他分析了东北遇到的困境，也分析了东北自身的优势，指出了那里沉重的“政策性负担”。在今天，文中的一些情况已经发生改变，比如中国的资本劣势已经不那么明显，而东北的人口流出则成了新的问题。但他的一些意见和建议，比如 12 年前就提到应审慎的债转股，以及基于东北自身比较优势的建议，在今天看来依然有洞见价值。

旧文重发，略长，但非常值得一读。编者略有删减。

究竟应该采用什么样的思路、措施和战略振兴东北，目前认识可以说还不统一。根据媒体报道到，

不少人士认为，中央的决策能否取得预期的效果，根本而言，取决于能否正确认识东北老工业基地的比较优势，并遵循比较优势发展战略的原则来确立今后东北老工业基地的产业、产品和技术结构。东北老工业基地的振兴，首先要彻底解决大量国有企业的政策性负担；其次，一定不能采取发动新一轮赶超的办法，而必须把东北的经济发展建立在东北自身具有的比较优势上，这样东北的经济才有可能在激烈的国内和国际市场竞争中取胜。

1 历史

东北老工业基地在改革之前的发展，受益于国家推行的重工业优先发展的赶超战略；而东北老工业基地在改革以来的发展，则受累于赶超战略所遗留下来的，缺乏市场竞争力的产业、产品、技术结构。

新中国成立后，我国政府为迅速在一个一穷二白的农业经济基础上建立起一个完整的重工业体系，以行政计划动员的力量，举全国之力，推行了资本密集型的重工业优先发展的赶超战略，东三省是实施这个战略的主要基地之一，特别是重型装备制造业、精密仪器制造业、兵器工业、化工业、汽车制造业、造船业等资本密集的企业，主要建立在东三省。这些大规模的中央政府的投资使东北三省的发展水平在改革开放前仅次于三大直辖市，居于全国的前列。

然而，改革开放以后，赶超战略下建立起来的大量不符合我国比较优势的资本密集的国有企业在开放、竞争的市场中缺乏自生能力的问题由隐性变为显性，加上国有企业所背负的社会性负担，使东三省的经济在改革开放以后暴露出一系列比较严重的问题，制约着东北经济的发展。

2 自生

自生能力，是指在自由、开放和竞争的市场环境中，一个正常经营管理的企业在没有任何外来扶持的条件下，获得市场可接受的预期利润率的能力。在一个开放竞争的市场经济当中，只有具备这样能力的企业才会有人投资、经营。一个企业具备自生能力的必要条件是企业所进入的产业、生产的产品和采用的技术与其所处经济体的要素禀赋结构所决定的比较优势相吻合。如果不符合，其产品的生产成本必然高于按比较优势来选择产业、产品、技术的国内或国外企业，在开放、竞争的市场当中就会缺乏竞争力，而不可能获得可以接受的利润率的能力。

在一个开放、竞争的市场中，只有具有自生能力的企业才会有人投资设立，并被继续经营下去。而没有自生能力的企业，其设立和继续经营就只能靠外力支持，主要是政府给予的政策性补贴、保护。

我国东北三省大量的国有企业所在的行业、生产的产品和采用的技术结构，都是资本密集，甚至是高度资本密集的，不符合我国劳动力相对丰富、资本相对稀缺的要素禀赋结构所决定的比较优势。这些企业是在建国初期为了实现国家的战略意图，靠政府以行政的力量压低利率、汇率、以及各种投入品的价格，并以计划动员和配置的方式，集中方方面面的资源建立起来的。在这一系列扶持和保护措施之下，东北三省的经济在改革开放之前较国内其他地区快速。

然而，尽管赶超战略使我国在极低的发展水平上拥有了一个完整的重工业体系，但是在政府的价格扭曲和计划干预之下，整个经济的效率低下，资本积累的速度缓慢，后继投资乏力，国民经济的整体发展处于停顿状况。所以，在十一届三中全会的拨乱反正以后，我国政府开始了以建立社会主义市场经济体系为导向的改革。

25年来，国内生产总值年均增长9.3%，为同期全世界发展最快的国家。但是，随着改革开放的深化，市场经济体系在国民经济方方面面的建立和完善，对国有企业的投资由不需还本付息的财政拨款改为需要还本付息的银行贷款。各种投入要素价格的放开，和产品价格随着市场开放和竞争的增加

而下降，东三省老工业基地的国有企业缺乏自生能力的问题也就由隐性变为显性。

除了自生能力的问题之外，改革前我国推行的是低工资制度，职工退休以后的养老，由国家以财政拨款的方式通过企业来支付，改革以后，这部分负担转移到企业来；另外，投资主要在资本密集的重工业，投入很大，但是创造的就业很少，为了满足就业的需要，经常一个工作岗位安排好几个职工，出现了许多冗员，改革以后，也增加了企业的工资负担。

3 负担

国有企业缺乏自生能力而在开放、竞争的市场中缺乏获利能力的问题是由国家的发展战略导致的，可以称为战略性负担；由养老、冗员等问题所导致的企业负担可以称为社会性负担。两者都是由于政府的政策造成的，因此，合称为政策性负担。政策性负担必然导致政策性亏损，政策性亏损的责任在于政府，政府就必须给予有政策性负担的企业以政策性优惠和补贴。

可是，在不直接参与国有企业的经营管理的状况之下，政府难以分清政策性亏损和经营性亏损，企业就有可能把任何亏损都归咎于政策性负担。当政府无法区别政策性亏损和经营性亏损时，就只好把所有亏损的责任都背负起来，从而形成了经济学家所形容的企业的预算软约束的问题。在国有企业存在预算软约束，可以不断向国家要保护、补贴来弥补其亏损，维持其生存发展时，国有企业的管理不当、效率低下、发展缓慢也就不可避免。改革开放以后，东三省负担沉重，经济发展相对滞后的原因在于此。

国有企业的债务问题是振兴东北老工业基地的一个焦点问题。这个问题形成的背后固然有“拨改贷”的原因，但是，实质上是国有企业的政策性负担的问题。

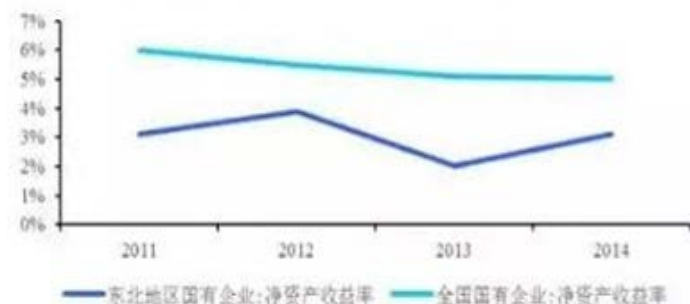
4 债务

当国家不再以财政拨款而以银行贷款来支持缺乏自生能力的国有企业的发展时，国有企业在竞争的市场中自然无法获得足够的利润来归还银行的贷款而形成呆坏账；同时，当国家以银行贷款来支持国有企业的职工就业和养老负担时，呆坏账的形成必然更为增加。

如果政策性负担的问题不解决，即使将国有企业现在的债务豁免，或是推行“债转股”将国有企业对银行的欠账转变为国家对企业的投资，虽然能够让国有企业获得短暂的喘息机会，但是，国有企业在竞争的市场中缺乏获利能力的问题仍存在，亏损和呆坏账的积累将不可避免地又迅速增加，隔不了多久就会又要国家给与解困疏难。

所以，振兴东三省和全国其他老工业基地的治本之道是消除国有企业的政策性负担，使国有企业没有向国家要保护补贴的理由，并和其他所有制类型的企业市场中处于平等的竞争地位，靠改善自己的经营管理水平就可以预期获得市场上可接受的利润率。这样预算软约束才能消除，政企才能分开，改善公司治理的努力才能获得预期的效果。

图2：东北地区国有企业盈利能力远低于全国平均水平



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

5 4种方式

关于剥离养老、冗员等社会性负担的问题社会各界已经有了共识，我国政府也正在建立统账结合的社保体系和冗下岗再就业等措施来解决。但是，对于由于资金密集度过高、符合我国的比较优势的问题则尚未有清晰的认识，如果这个问题不解决，即使社会性负担剥离了，在开放、竞争性市场中大多数国有企业没有

自生能力，仍然需要国家的保护和补贴才能生存，那么，预算软约束的问题就不可能根除，公司治理、产权明晰等改革措施也就难于产生预期的效果。

所以，要振兴东三省和其他老工业基地的关键点还在于解决存在于现有的国有企业的自生能力的问题。根据国有企业产品的特性和国内市场的大小，可以用以下4种不同的方式来解决国有企业自生能力的问题：

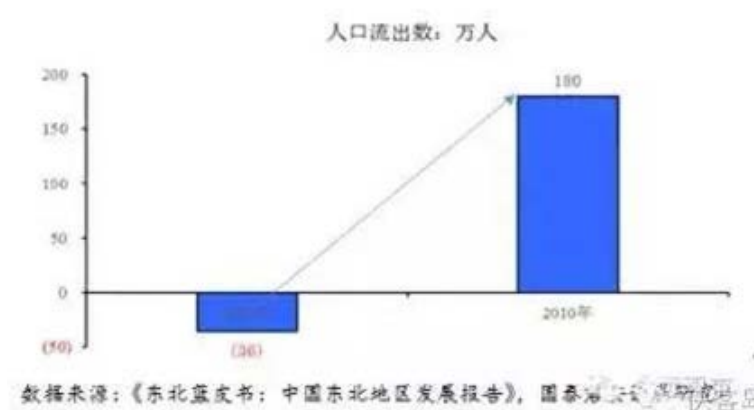
1、生产国防安全必需产品的企业。对于这类企业，任何国家都只能由国防预算直接拨款来维持其经营和发展，由国家直接给与必要的监管。我国自然也只能采取这种方式。

2、生产有很大国内民用市场产品的企业。对于这类企业则可以用草船借箭的方式和发达国家的同类企业合资，或是直接到国外资本市场上市的方式获取国外的资金，克服国内资金相对稀缺的比较劣势。发达国家的资金相对丰富，资金的成本较低，和发达国家的企业合资或是直接到国外上市，都可以克服我国资本相对短缺的比较劣势，而使其变为有自生能力。而对国外资本来说，如果该国有企业产品的国内市场很大，和这个国有企业合资或是购买这个国有企业的股票，是进入我国市场的一个捷径。因此，这是一个双赢的措施。东北的汽车制造企业已经在这方面取得了重要的进展。前苏联和中东欧国家已有的转轨经验也表明，引进发达国家战略投资者的资本，是大中型企业转轨的最有效途径。

3、生产国内民用市场很小产品的企业。有一些老军工、重工企业，产品老旧且市场容量小，但拥有相当好的工程设计力量。对这一类型企业，利用其较好的工程设计能力，转产劳动力较密集在我国具有比较优势的产业的产品是使其具有自生能力的可行办法。四川的长虹、重庆嘉陵等老军工企业即是这类例子。

4、还有一些国有企业，其产品已无国内市场，而又无工程设计、管理力量上的优势，缺乏转产的可能，则只好让其破产。

图4：人口大量流失致使东北地区经济雪上加霜



6 政府

在解决好历史遗留的国有企业没有自生能力的问题、并通过完善社会保障制度剥离企业的社会性负担的基础上，东北老工业基地就可以轻装上阵。但是，东三省在未来的建设和发展过程中必须抛弃赶超的传统观念，顺应比较优势，才能使东北的经济取得稳定、持续、快速的发展。

在这里我们想强调指出的是：东北三省具有非常好生产要素条件：大量的科研人员、工程技术人员，大量的熟练劳动力，相对于国内其他地区而言比较雄厚的机械、装备制造能力，稠密的高级别的交通网，比较便利的出海条件。改革开放以来，我国的综合国力也有了长足的提升，国家在西部大开发中也对西部的农林、水利、交通、能源等基础产业进行了大量的投资、在此情况下，目前有

一种看法认为，在东北振兴的进程中应该享受国家的大量投资，而且主要投资于这里的装备制造业利用东北现有的比较优势发展装备制造业有一定的道理。

但是，绝对不要在振兴东北老工业基地的旗号下，发动新一轮的赶超。各级地方政府尤其要避

免以拔苗助长的方式发动和 鼓励当地企业进行产业、 技术赶超，再创造出新的自生能力的问题。在这方面我们的历史教训已经非常严重，不应该重走同样的弯路。 各级地方政府要按照社会主义市场经济的要求积极转变职能，一方面完善社会保障体系并创造条件解决国有企业的自生能力的问题，一方面要维护公平的市场竞争环境，为符合比较优势的的企业的发展提供最大的空间。这样东三省必然能利用其资源、 人力资本和优良的工业基础的优势在国内和国际市场的竞争中再次胜出。

中国海外并购激增的背后

来源：FT 中文网（2016-06-02）

作者：王碧珺、张明（分别为中国社科院世经政所国际投资室助理研究员与研究员）

今年上半年，中国海外并购激增，“中国买断全球”论盛行。虽然根据中国商务部的数据，实际完成的海外并购不足外媒报道的 20%，但中国企业海外并购大幅增长的趋势值得关注。这背后的驱动因素有多方面，包括少数案例形成的异常值扰动、宽松资金面的支持、人民币汇率承压下的资产配置，以及对外投资审批环节简政放权释放了企业海外投资活力等。我们认为不必过于担心中国海外并购大幅增加所带来的资本流出，更应关切的是海外并购过程中的企业债务和国有资产流失问题。

中国企业海外并购国内外数据相差一个数量级，主要原因在于统计口径的差异。

二季度伊始，数家外媒纷纷报道一季度中国海外并购总规模将近千亿美元，超过去年全年，一时之间引起轩然大波。对于外媒的报道，中国商务部进行了澄清。今年一季度，中国企业实施的海外并购项目共计 142 个，实际交易金额 165.6 亿美元。

一个是一百多亿美元，一个是一千亿美元，为什么商务部公布的数据与外媒公布的数据差异如此巨大？主要原因在于统计口径的差异。商务部公布的是已完成交割的中国海外并购交易。外媒公布的数据则囊括三类：一是已完成交割的中国海外并购交易；二是新宣布的中国海外并购交易，这时的项目可能只是还处于商业磋商阶段；第三类交易是中外双方基本达成并购意向，但还需要通过相关国家政府部门的安全审查。可见，外媒公布的数据范围更广，与商务部公布的数据不具有可比性，于是产生了国内外数据相差一个数量级的巨大反差。

由于从宣布并购、到双方磋商、再到政府审批、直到最终完成，中间存在诸多不确定性，耗时从数月数年到数年不等。如果按照外媒的数据口径，极易造成重复计算的问题。例如，今年一季度新宣布尚未完成的并购交易，至少会在二季度统计中重复计算一次。如果二季度还未完成，三季度又会重复计算一次。因此，按照商务部已完成并购交易为数据口径，更能反映中国海外并购的现实情况，避免重复计算或由于各种原因撤回所造成的数据偏误。

除了统计口径的差异外，海外并购数据本身也存在诸多令人诟病之处。例如，部分企业海外并购使用的并非国内实体，而是注册在离岸金融中心（例如开曼群岛、英属维尔京群岛）的子公司。如果该并购交易完全在海外市场融资完成，就不在中国国内监管机构的统计范围之内，但东道国仍然认为是来自中国的投资，这是造成数据差异的另一原因。

虽然外媒报道的数据口径过大，但其反映的趋势值得关注。即使看已经完成的中国海外并购交易，今年一季度同比增长也高达 119%。中国企业海外并购大幅增长的原因有四：

一是少数案例形成异常值扰动。一个非常显著的案例是中国化工集团瑞士并购案。2 月 3 日，中

国化工集团宣布斥资 428 亿美元收购瑞士种子和农药巨头先正达，这是迄今为止中国企业历史上最大一笔海外收购。而此前规模最大的交易是 2013 年中海油以 151 亿美元收购加拿大尼克森能源公司。中国化工的这一笔海外并购就是一季度全部已完成并购金额 165.6 亿美元的将近 3 倍！大幅拉动了中国对外并购的整体金额。

二是宽松资金面的支持。自 2015 年下半年以来，随着经济下行压力加大，就业稳定和金融风险上升，货币政策有所放松，信贷和社融投放总体保持在较高水平，实体经济资金面趋于宽松。在宽松资金面的支持下，部分企业能接触到低成本的贷款，实体经济投资意愿有所回升。然而，受国内诸多行业产能过剩、资本市场不稳定因素的影响，国内资产并不足以支撑起企业的需求。这使得资金充裕的企业将目光投向全球。目前全球经济尚处于复苏期，存在大量优质低估值的企业，对中国企业具有较大吸引力。

三是人民币汇率仍将承压，企业加强海外优质资产配置以抵御风险。去年的“8.11”汇改的初衷是增强人民币汇率形成机制的市场化程度。但突如其来的贬值却在海内外引起了巨大震荡。为了慰平动荡和稳定人民币汇率，央行不得不在离岸和在岸市场上进行大规模的外汇干预。在央行的一系列举措下，市场对人民币过于悲观的预期得到修正。但人民币汇率单边升值预期已经被打破，企业对于远期人民币汇率的走势仍然存在一定忧虑。由于人民币仍将承压，使得部分企业加强对海外优质资产的配置，以抵御风险。

四是对外投资审批环节简政放权，释放了企业海外投资活力。2014 年底之前，中国境外投资相关审批手续较为繁琐，导致许多企业采取地下通道实现境外投资。2014 年 4 月，国家发改委颁布了《境外投资项目核准和备案管理办法》。同年 9 月，商务部颁布了新修订的《境外投资管理办法》。至此，“备案为主，核准为辅”的管理模式得以建立。2015 年 6 月起，境外直接投资项下外汇登记改由银行直接审核办理，外管局只是通过银行对直接投资外汇登记实施间接监管。这一系列对外投资监管领域的简政放权，大大增强了市场活力。以前通过灰色通道出去的海外投资，渐渐浮出水面。

有人担心，中国企业海外并购大幅增加会不会隐藏了相当数量的私人资本外逃？我们认为，目前不必有这种担心。得出这一判断的根据是，我们对一季度前十大中国海外并购已完成项目进行了考察，这十大交易占一季度总完成金额的 95.8%，发现有如下特点。

一是国有企业占主体。在前十大交易中，国有企业海外并购 7 起，并购金额占比 76.2%。其中，地方国企占 48.6%，央企占 27.6%。国有企业在海外形成的资产仍然是国有资产，仍应在国资委监管下。如果在海外形成的国有资产是优质的战略性资产或重要的资源类资产，将有利于提高中国国有企业的全球竞争力。此外，海外优质的国有资产如果能得到良好的吸收和转化，在国内加以利用，将助力国内经济转型升级。

二是国家和行业分布显示海外并购并未出现大规模异常流向。除了一起（中国广东核电收购 Mastika Lagenda 有限公司）在马来西亚外，前十大交易中的九起均在发达国家和离岸金融中心，包括开曼群岛 3 起，美国、澳大利亚各 2 起，德国、瑞士各 1 起。开曼群岛的 3 起交易全部由国企完成，包括：第三大收购，海航集团旗下渤海租赁斥资 26.6 亿美元并购飞机租赁公司 Avolon Holdings Ltd. 100% 股权；第六大收购，上海锦江国际酒店发展股份有限公司收购 Keystone Lodging Holdings Ltd. 81% 股权，Keystone 经营多个高、中、低档酒店，拥有铂涛菲诺、麗枫酒店、7 天品牌等；以及第八大收购，海航以 5 亿美元的投资取代京东，成为途牛第一大股东。

三是单个季度的并购激增不改变整体上中国对外直接投资存量较低、占 GDP 比重偏低的事实。中国对外直接投资起步较晚，虽然目前中国已经是全球第三大对外直接投资国，但存量占全球的比重只有 3.4%，不仅低于美国的 24.4%，也远低于英国、德国、法国、日本等发达经济体。此外，中国对外直接投资占 GDP 比重同样偏低，不仅低于世界平均水平，也低于发展中国家平均水平。2014 年，流

量上，中国、发展中国家（不包括中国）、世界和发达国家对外直接投资占 GDP 比重分别为 1.15%、2.23%、1.85%和 2.24%；存量上，这一比重分别为 7.25%、25.79%、32.93%和 43.75%。

四是中企海外并购的结构不断优化，“走出去”有望对国内经济转型升级发挥重要作用。近年来，中国企业海外并购的行业结构不断优化。热点行业出现显著转移，由原来产能过剩的能源、矿产、化工等领域转为互联网、信息技术、生物医药等新兴领域，以及金融业和先进制造业。在一季度前十大对外并购中，没有一笔是资源类投资。境外并购已经成为中国企业“走出去”，高水平参与国际分工合作的一种重要方式，对提升中国企业在全球价值链中的地位、服务国内经济转型升级，发挥着重要作用。

相对于对中企海外并购大幅增加所带来的资本流出的担心，我们认为更应关切的是中企海外并购过程中的企业债务和国有资产流失问题。为此，政府应当鼓励企业海外并购进行多元化融资，降低对国内银行资金的依赖，反对高杠杆并购。同时，加强国有企业海外投资项目的规范和监管。

中国应如何获得市场经济地位？

来源：FT 中文网（2016-06-01）

作者：梁国勇（联合国贸发会议经济事务官员）

中国的市场经济地位已得到 80 多个国家的“提前承认”，但尚未获得美国、欧盟、日本等主要发达经济体和印度、墨西哥等新兴经济体的认可。最近，谋求欧盟“按时承认”的努力遭遇坚冰——5 月 12 日，欧洲议会通过一项非立法性决议，强调中国并非市场经济，欧盟应在反倾销调查中继续执行非标准方式，除非中国符合欧盟认定的市场经济五个标准。该决议并不具备法律效力，对最终结果的决定作用也尚待观察。然而，两方面因素决定了其重大影响：在欧盟委员会决定之间推出决议，意在表达“民意”并施加先发制人的影响；压倒性的投票结果（546 票赞成、28 票反对、77 票弃权）也具有结束争议、一锤定音的意味。

这一情况的出现并不意外。今年 1 月，左右为难的欧委会宣布将其决定推迟到下半年，其关于共同决策程序的说明显示，中国市场经济地位在年底前获得承认实际上是“不可能完成之任务”。从欧盟内部看，关于此问题的复杂政治博弈涉及不同国家、不同阶层、不同政治主体和不同利益集团，而欧委会的决定必须得到欧盟理事会、所有成员国议会和欧洲议会的认可。近期，中欧贸易特别是钢铁行业的情况使原本微妙的政治平衡发生了极其不利的变化，其影响也反映关于中国市场经济地位问题的公共咨询中。上月，数万德国钢铁工人举行罢工；而就在欧洲议会辩论之际，门外还聚集了有数百名示威者。从外部看，美国的立场也是一个影响因素。早在去年，美国就赶在欧委会开会之前“告诫”欧盟，给予市场经济地位的决定无异于单方面解除对中国的贸易防御。受欧洲商业组织委托，一家美国智库对相关决定对欧洲的潜在影响做了不客观的分析，其结论产生了广泛的影响。

以市场经济地位的不合理逻辑为基础，在反倾销调查中以“替代国”计算成本，这对中国而言是极不公平的。这种作法使中国出口企业更易成为反倾销的对象，更难胜诉，并被征收更高的反倾销税，也对中国出口产生了巨大的负面影响。WTO 的统计数据显示，2000-2014 年间以中国为对象的反倾销措施达到 638 件，数量占全球的 27%，与中国出口占比极不相称；从涉案金额看，情况则更严峻。对欧盟来说，目前有效的 73 项反倾销措施中，有 56 项针对中国，而“非市场经济地位”在其中的影响是显而易见的。

在中国入世 15 年后，这种情况的持续显然是不合理的，然而问题是是否“合法”？依据《中国加入世贸组织议定书》第 15 条的规定，中方持“自动获得论”，认为 2016 年 12 月 11 日后，中国将自动获得市场经济地位。相反，持“国内决定论”的国家则认为其自身立法或政治决定是给予中国市场经济地位的基础，而这又影响反倾销的具体作法。

在中国加入世贸组织的过程中，个别谈判方为中国量身定制了几条有悖于 WTO 原则和宗旨、具有歧视性和限制性的特殊条款。其中，市场经济地位问题的“后遗症”一直持续，成为中国在贸易领域的“软肋”；而《入世议定书》第 15 条中嵌入的模糊条款如同“特洛伊木马”为今日的纷争埋下了伏笔。该条款在文字陈述上将“市场经济地位”概念和“替代国”作法分开，同时也混淆了国内立法和国际协定的界限。按照该条款，“替代国”作法在中国入世 15 年后必须终止，但市场经济地位则语焉不详。值得注意的是，基于国内立法对中国非市场经济地位的认定又可能被作为延续“替代国”作法的依据，虽然其多边法律基础已不复存在。

很多人无视多边贸易体制公正性、非歧视性和可预见性的原则，将市场经济地位问题作为防范中国出口的“最后一道防线”。欧洲议会的决议显示，欧美之间和欧盟内部在此问题上的分歧并没有想象的那么大，主要发达经济体的态度也明显趋同。欧盟是中国最大的贸易伙伴，其正在执行的反倾销措施覆盖从中国进口总量的约 1.4%；虽然比重看似不高，但真实的贸易阻滞和扭曲却远不止于此，而欧盟立场的长远影响和示范效应也不容低估。在 12 日的决议中，欧洲议会呼吁与欧盟主要贸易伙伴在 G7 和 G20 峰会等场合协调立场，以防止任何“单边”给予中国市场经济待遇的情况出现。如果之前一些相互矛盾的信号反映了欧盟在此问题上的防御心态的话，那么这样的表态则展现了其进攻姿态。可以想象，今年 9 月的杭州 G20 峰会上，中国市场经济地位将成为一个热点问题。

随着主要发达经济体立场日渐清晰，WTO 争端解决机制将成为重要选项。问题是，在诉诸耗时冗长、非赢即输的法律手段之间还有没有妥协空间，还有没有牌可打、戏好唱？面对欧洲议会的决议，中国会采取更积极主动、针锋相对的措施。各种场合（双边、多边）、不同主体（政府、立法机关、行业代表、媒体）、不同层级（峰会、工作会晤）的沟通对澄清在相关问题上的普遍误解非常必要。在经济外交和政治博弈方面，中方在对欧投资等方面的“筹码”也还是有的，只是在目前的政经环境下其效力未知。更重要的是，应尽快谋求通过法律手段在多层层面解决终止“替代国”作法的问题。这方面，短期、一次性方案之外，也须做好长期、个案处理的准备。无论如何，在 12 月 11 日之后仍然延用“替代国”作法将有悖于 WTO 规则，上诉机构在中国诉欧盟钢铁紧固件反倾销措施案中对此已有说法。显然，在多层层面终止“替代国”作法的继续实施是关键，而关于“市场经济地位”的名实之争则可能演变为双边层面的一个长期问题。

从大背景看，目前全球贸易所处的困难时期加剧了保护主义倾向。欧洲议会的决议及其对“贸易防御机制”的强调有短期经济、贸易和就业形势的影响，也反映了全球化退潮背景下的民意和政策动向。对积极谋求开放发展的中国而言，保护主义抬头和全球化逆流甚堪忧虑。从钢铁等行业的国内国际关联看，中国正在进行的供给侧结构性改革的影响将是建设性的，也是全球性的。

依法实现市场出清，促进经济结构优化调整

来源：共识网（2016-06-02）

作者：吴晓灵（清华大学五道口金融学院院长，全国人民代表大会财政经济委员会副主任委员）

编者按：5月29日，清华大学五道口金融学院理事长兼院长、清华大学国家金融研究院联席院长吴晓灵在2016金融街论坛发表了题为《依法实现市场出清 促进经济结构优化调整》的演讲。本次论坛上清华大学国家金融研究院、中国政法大学破产法研究中心课题组发布了《加强破产法实施 依法促进市场出清》的报告。本文是吴晓灵院长的演讲实录。敬请阅读。

我讲的题目就是“依法实现市场出清，促进经济结构优化调整”。实际上就是要通过市场的生生死死、新陈代谢让我们的经济富有活力。

淘汰落后产能与鼓励创新发展是中国经济结构调整的战略措施，简政放权的商事改革与清除“僵尸企业”是促进企业新陈代谢的政策措施，而这些措施要达到预期的效果，必须遵循市场规律，在法制的轨道上运行。

1 “僵尸企业”不能市场出清，是中国经济结构调整的重大障碍

优胜劣汰是市场经济发展的活力源泉，而产品没有竞争力、财务不可持续、资不抵债的“僵尸企业”不能有序实现市场退出，是对社会资源的极大浪费，会扭曲信用定价体系，积累金融风险。

“僵尸企业”为什么可以存续下去呢？一是不恰当的政绩考核和维稳的增长压力，促使政府尽力从资金上维持一些“僵尸企业”的生存；我们的地方政府不断地受到了GDP增长的压力，尽管我们现在说不以GDP论英雄，但是前几天我刚刚看到了GDP全国的排行，而且在评论谁是第一，谁在垫后。我想这种GDP增长的排名对地方政府是一种无形的压力。而当一些“僵尸企业”退出的时候，又会面临着职工下岗的问题，有很多人理解在市场经济当中的这种就业与再就业的循环往复，是经济发展的必然过程。在民营企业当中，下岗还是容易接受的事情，但是，在国有企业当中它的人数众多，而让他们下岗政府是颇费心思。因而，在业绩考核和维稳压力之下，地方政府不得不采取一些措施，从资金上给予补贴。

二是不当的业绩考核和责任的追究，又使银行不断地让一些“僵尸企业”靠输血维持。我们的银行有利润的考核，而不良资产的化解和冲销本身对利润是一种侵蚀，而且在我们的贷款方面，不光是说你尽职尽责，而是很多事情要终身问责，在这样的利润指标和责任追究下，很多银行想到了，让一个企业能维持多久就维持多久，于是不断给这些企业输血，有财政的补贴，有信贷的输血，这是这些企业能够苟延残喘的制度环境；

三是现行企业破产制度不健全，社会保障制度不完善，生产要素市场发展滞后，各项政策措施不配套，致使政府、企业、银行、法院，对“僵尸企业”市场出清望而生畏，对企业依法破产或依法重整更是很少问津。我们的《企业破产法》是2006年开始实施的，在此之前每年有4000多万的企业会因而破产，但是《破产法》公布之后，在2014年只有2000多家依法破产，而只占市场出清企业的0.4%，为什么这么多的企业不肯走依法破产之路呢？我想这里有很多的法律和制度方面的原因。打通企业的退出通道，是中国经济增强活力的制度安排，也是中国市场经济成熟的表现。一个市场当中，企业能够生生死死不断循环就是这个企业活力的表现，也是这个社会成熟的表现。

2 提高认识，加强对《企业破产法》实施

我们的《企业破产法》之所以不能够有效的实施，除了法律和政策上的不配套之外，很重要的一个原因是思想认识上的原因。我们应该从认识上提高对《破产法》的认识。首先应该看到，契约精神和对财产权利的保护是市场经济发展的基石，破产就是契约的依法终结；破产是什么？破产是把所有的以往合同、债权债务合同全部一次性了结，打扫战场，重新开始。现代破产制度既是对债权人权利的保护，也是对债务人最基本的人身权利和财产权利的保护。破产在中国的文化当中是一件非常不光彩的事情，是大家不愿意接受的事情。在以往的人类历史上，债权债务的关系在奴隶社会是卖身为奴，以身抵债，在封建社会是父债子还，世代代要偿还过去的债务。而现代企业制度最大的进步就是对

所有的债务要给一个了结，在了结的时候要保障债务人的基本人身权利。当我们能够保障一个债务人的基本人身权利的时候就给了这个债务人再次重生的机会，也给了债务人努力来配合债权人，使债权人的利益最大化的一次机会。现代破产制度引入了破产重整程序，在保护债权人利益的同时，力求让债务人财产价值最大化，是在更深层次上保护了债权人的利益。如果一个债务人他的财产能够最大化，当你清算的时候债权人的利益也能够得到保护。如果我们能够尊重债务人，债务人的信息比债权人的信息更全的，他就可以更好的来配合债权人，使得债权清理的时候价值最大化。执行《破产法》对企业实现依法重整或者清算，是企业优胜劣汰的保障，是提高社会资源使用效率的保障，也是提高对企业家失败的容忍度，鼓励企业家试错创新精神的保障。任何一个企业都不可能一创业就是永远正确的，都有一个试错的过程，如果我们给了企业以试错的过程，有了这样的容忍度就可以鼓励企业的创新。

现在，浙江省、山东省等地方政府，还有社会上其他的一些地方政府都已经在市场化、法制化的方向上处理“僵尸企业”上作出了有益的探索。依法实行企业破产重整和破产清算，能够培育社会法制理念划清政府和企业的关系，让企业市场运行。

3 完善破产法律制度各项配套措施，依法促进市场出清

首先，我们要正确处理政府和市场的关系，不缺位，不越位，弃僵尸，要按照商业化原则来判断企业是否有生存能力，政府的主要职责是建立恰当的激励机制，创造相关利益方谈判的必要条件，设立谈判的协调机制，而不是具体决定重组和谈判的结果。因为企业的重整在我们现在法律还不够完善，配套制度还不够健全的情况下，确实会面临很多的问题，有的时候行政决策看起来好像效率比较高，但实际上这种决策破坏了市场自我修复的这种机制，应该说长远来说是不利的。因而，地方政府应该更多的为企业市场出清，依法市场出清创造一个良好的谈判条件、判断环境和重组的环境，而不是自己亲自下场去比赛。我们在本次大会上提供了一个研究报告，清华大学国家金融研究院和中国政法大学破产研究中心做了一个报告，这个上面介绍现有政府成熟的做法。

第二，要积极引入预重整制度，将政府协调机制规范化，并赋予预重整一定的法律效力。预重整和庭外重组都是在执行破产程序当中比较简便的，低成本，高效率的办法，但是我们现在在法律当中没有给它以地位，而且没有很好的运用，现在地方政府也在做这方面的事情，希望能够把这些机制法制化、制度化。

第三，建议在巡回法院或者部分省市高院设立破产与金融审判庭，专司破产与金融案件；因为金融和破产都是比较复杂的事情，有专业的法庭来做的话效率会更高。建议设立破产管理局，作为司法部代管的国家局或内设局，推动《破产法》有效实施和进一步完善，管理破产方面的行政事务。因为破产制度是一个非常复杂的事情，有法律上的完善问题，有制度上的完善问题，还有涉及到方方面面的一些事情，光靠地方政府来做，其实不如交给一个国家专门的破产管理局来做。

建议改革破产管理人遴选制度和激励机制，我们现在的破产管理人主要是由法院随机的任命和监督的，主要是中介机构。但是，应该说提高效率来看，应该让债权人会议来遴选专业管理机构比较好，而且我们也希望管理机构能够更专业化一些，不但有会计和律师，更应该有金融界的人士和企业界的人士，他们对企业更加了解。另外我们改进法院对破产案件的考核机制。因为现在一年审结多少案件来考核法院，而《破产法》往往要时间比较长，短则几个月，长则几年，十几年，这样的破产案件如果按照案件的件数来考核的话是法院不愿意受理破产案件非常重要的原因，应该改革这种考核机制。

第四，完善《破产法》，将《企业破产法》改为《破产法》，增加预重整制度、个人破产制度和经营性事业的单位破产制度。特别是个人破产制度应该建立起来，因为我们很多的民营企业个人财产和企业财产是高度重合的，没有对个人财产充分的保护，我们的企业家他就没有安全感。现在有很多企业家，由于没有个人破产制度，所以跑路、转移资产是他最现实的选择，如果我们能够有了个人破产制度，就能够将这些个经营失败的企业家纳入到法制的轨道上，来了结他的历史债务。在《破产法》

当中还应该明确破产程序与仲裁程序的关系，合理处置进入破产程序时的劳动合同问题。

第五，我们应该完善相关配套工作和政策，包括完善与破产相关的税收法律体系。要完善金融机构的公司治理，将债务重组与减免的权利交还给金融机构，同时加强金融机构的内部管理，要将破产立案作为银行不良贷款核销的依据。

4 要改进金融服务，加快不良资产市场化的处置

一是发挥多层次资本市场的价值发现和资源配置作用，构建多元化不良资产交易市场，整合资产、债权人、债务人、处置主体、投资主体的各类资源；

二是要吸引金融机构、民间资本和国外投资者等各类投资主体，投资不良资产市场，提高市场活跃度；

三是对有价值的企业以市场化方式实施“债转股”，防止“免费的午餐”，逐步降低企业的杠杆率，对明显缺乏拯救价值和市场前景的僵尸企业则应直接进入破产程序，加快市场出清。

四是探索不良资产证券化，拓宽不良资产处置的资金渠道；在处置不良资产的问题上，我认为首先应该是通过专业机构来收购不良资产，在专业机构对不良资产进行重整之后，通过私募发行的方式来把资产进行证券化，将证券卖给合格投资人，不能将它卖给普通的公众，因为不良资产的风险是比较大的，价值评估的难度也是非常大的。

五是鼓励各类股权投资基金投资不良资产领域；债转股从宏观上来说降低杠杆率非常重要的一个措施之一，但是这种债转股之后，最重要的是要有真正的通过股权投资来提升企业的价值，因而除了对高负债的企业进行债转股之外，我们应该鼓励各类的股权投资基金在处置不良资产的过程当中，提升企业的价值，这样的话才能够实现供给侧结构的优化。

六是在困境企业重组中引入专业重组机构，提高重组成功率，并实现企业的再生。（完）

新闻快讯

中国已动用 4730 亿美元外储 捍卫人民币汇率

来源：FT 中文网（2016-06-14）

作者：吴佳柏 米强

自去年 8 月以来，中国央行已烧掉了近 5000 亿美元外汇储备以支撑人民币汇率——尽管有批评意见认为该行背弃了让市场力量在更大程度上决定汇率的承诺。

与这家央行关系密切的人士表示，这一干预行为尽管代价巨大，但对于维护经济信心和阻止人民币无序贬值是必要的。无序贬值可能会产生远超人民币本身的涟漪效应。

去年 8 月，中国央行改变了设定每日人民币汇率中间价的方式，震惊全球市场。自那以来，据英

国《金融时报》基于官方数据的估计，中国央行已花掉了大约 4730 亿美元的外汇储备。

在中国央行这一改革之后，对中国可能允许或积极鼓励人民币大幅贬值的担忧，引发了一轮人民币抛售潮。

一名央行官员表示：“不论对全球还是中国国内来说，信心都是最重要的因素。用外储干预的代价很高，但这一政策的价值不能只用数字来衡量。信心一旦丧失就很难恢复。届时会发生很多糟糕的事情。”

按照分析师的说法，中国央行官员事先知道改变人民币中间价设定方式可能释放被抑制的人民币贬值压力，不过他们低估了市场反应的激烈程度。

这一原本预期会导致汇率下调 5% 的举措，很快就演变成了在几天内引发 10% 到 20% 汇率下挫的威胁。这种不受控制的贬值，可能会刺激投资者竞相抛售人民币资产，从而削弱整体金融体系。

今天，国际货币基金组织 (IMF) 副总裁戴维·利普顿 (David Lipton) 将在北京发布 IMF 有关中国的年度金融稳定性报告。届时，除了其他金融风险，该机构还可能提到汇率波动问题。

OECD 领先指标显示全球经济前景持稳

来源：华尔街日报中文网络版（2016-06-08）

作者：Paul Hannon

经济合作与发展组织 (Organization for Economic Cooperation and Development, 简称 OECD) 周三发布的领先指标显示，未来几个月美国经济增长将持稳，同时其他迹象显示，2016 年全球经济不会大幅放缓。

不过，这家总部位于巴黎的研究机构表示，其衡量未来经济活动的指标（基于 4 月份所获得的信息）依然显示英国和意大利经济将放缓。

但多个大型经济体前景的改善表明，最近几个月全球经济前景已经有所改观，在各国决策者用于提振经济活动的弹药似乎已经所剩不多之际，这缓解了有关全球经济大幅放缓的担忧。

此前，OECD 领先指标曾显示巴西、俄罗斯、德国和日本经济将放缓。但 4 月份指标确认了 3 月份时出现的、表明这些国家经济增长将持稳的信号。数月前还有迹象显示中国经济增长将出现类似的企稳。

OECD 表示，有关美国的领先指标连续第三个月持平于 98.9，这是表明该国经济增速持稳的信号。该指标低于 100 表明经济增速将慢于正常水平。而在 3 月份，OECD 领先指标还显示这个全球第一大经济体的增速将放缓。

不过，领先指标释放出的信息和上周 OECD 经济学家们的警告形成对比。这些经济学家称，除非各国政府采取紧急措施，否则全球经济很可能面临另一轮深度衰退。世界银行 (World Bank) 周二也发出了与这些经济学家类似的担忧。

但是，OECD 领先指标旨在为经济活动加速和放缓的转折点提供早期信号。该指标基于一系列数据，这些数据有着预估未来经济活动波动的记录。上述指标暗示的经济活动变化常常在数据出现后的

6-9 个月有所体现。

不过领先指标表明，今年全球经济增速不会大幅加快，但大范围的急剧放缓也不太可能，一些央行可能无需扩大刺激措施。

考察 34 个成员国的 OECD 综合领先指标持稳于 99.6，衡量欧元区的指标也维持在 100.4。

中国 5 月份工业增加值增长持稳， 但投资增长放缓

来源：华尔街日报中文网络版（2016-06-13）

作者：Mark Magnier

在需求乏力、工业产能过剩继续拖累中国这个全球第二大经济体之际，中国 5 月份工业增加值增长持稳，但投资增长放缓。

中国国家统计局周一公布的数据显示，5 月份工业增加值同比增长 6.0%，增幅与上月持平。该数据和接受《华尔街日报》(The Wall Street Journal)调查的 15 名经济学家给出预期中值一致。

今年 1-5 月，受到密切关注的衡量建筑业活动的城镇固定资产投资同比增长 9.6%，不及预期，今年前四个月增长 10.5%。

5 月零售额同比增长 10.0%，略微低于预期，4 月的增幅为 10.1%。

德国商业银行(Commerzbank AG)经济学家周浩称，数据不算太好，经济肯定存在一些下行风险，特别是在固定资产投资领域。

数据意外疲软的主要原因是私人投资放缓，5 月份私人投资增长 3.9%，低于 4 月份已然低迷的增速 5.2%。经济学家表示，这可能会促使中国政府进一步扩大基建支出或者下调银行存款准备金率，以确保实现今年 6.5%-7%的经济增长目标。

渣打(香港)(Standard Chartered (Hong Kong) Ltd.)经济学家丁爽称，私人投资很难迅速提高，因此应对措施将主要来自政府支出方面。他表示，由于目前的货币政策已经相当宽松，且通胀率将高于去年水平，因此很难推出进一步的货币政策。

他还称，另一个掣肘中国货币政策的因素是，美国在 2016 年晚些时候加息的前景。

中国东北松原市的东方家具有限公司(Oriental Furniture Co.)表示，业务状况比一年前要差，考虑到前景黯淡，该公司预计 2016 年不会有大的投资；这家公司主要生产大理石桌和地板。该公司还透露，随着越来越多的农民进入小城市购置房产，公司也要设法适应消费者品位的变化。

该公司总经理高峻明(音)表示，农民不喜欢该公司的大理石产品。他还表示，他正指望新的产品线 and 更多政府刺激措施提振公司的前景。他说，希望这能使公司卖出更多产品。

统计局发言人盛来运表示，5 月份民间投资数据之所以疲弱，原因主要是工业面临通缩压力，产能过剩，企业难以获得贷款。他在新闻发布会上称，民间投资放缓显示经济增长势头需要加强。他还

说，5 月份国民经济情况总体平稳。

经济学家称，尽管公司利润下滑，同时有迹象显示更多人可能担心失去工作，但零售支出表现良好，不过，这不足以抵消中国制造业的下行。

澳新银行-罗伊·摩根中国消费者信心指数 (ANZ-Roy Morgan China Consumer Confidence Index) 显示，5 月份中国消费者信心较 4 月份小幅下滑，预计个人财务状况近期将改善的受访者比例下降。

官方数据显示，2016 年 1-4 月国有企业利润同比下降 8.4%。

今年前五个月中国房地产销售额继续增长，但与今年早些时候相比增速有所回落。为了给过热的房价降温，一些大城市收紧了销售限制。

统计局周一发布的数据显示，1-5 月份住宅销售额同比增长 53.4%，1-4 月增速为 61.4%。

为了支撑萎靡不振的制造业，上个月中国政府宣布计划推动工业创新，支持造船、先进装备以及通用航空业的发展。

商务部周五公布，5 月份中国吸引外商直接投资 88.9 亿美元，同比减少 1%；前五个月大约 70% 的外商直接投资都投向了服务业。

5 月份令人失望的经济数据凸显出在应对深层次问题方面传统债务驱动型刺激政策的局限性。随着第一季度经济增速放缓至七年底点 6.7%，中国政府向经济投放大量信贷，同时扩大财政支出，其中信贷投放规模超过 2009 年初全球金融危机最严重时期的水平。

但经济学家表示，这种短期解决方案可能会加剧中国已然严重的债务问题，并带来产能过剩。国际货币基金组织 (International Monetary Fund) 周日表示，中国债务总额与国内生产总值 (GDP) 之比已经从 2007 年的 160% 攀升至大约 225%。

中国经济出现警讯或刺激央行降准大

来源：商业见地网（2016-06-10）

作者：本文综合自凤凰财经

中国经济如果 CPI 涨幅跌破 2%，即表明中国经济出现警讯，或将刺激政府推出上月大家看到的一些经济刺激措施。

中国国家统计局周四公布的数据显示，5 月 CPI（消费者价格指数）同比上涨 2.0%，相比 4 月 2.3% 的涨幅有所回落，同时低于市场预期。经济学家对这一关键通胀衡量指标的预期中值为上涨 2.2%。

随著 CPI 涨幅放缓，推动该指数进一步远离政府设定的 2016 年上涨 3% 的上限目标，中国正在小心行事。通缩压力可能预示需求下降，使得企业和个人偿还贷款的难度加大。如果 CPI 涨幅跌破 2%，即表明中国经济出现警讯，或将刺激政府推出上月大家看到的一些经济刺激措施。

在担忧产能过剩、信贷错配和人民币贬值压力之际，温和的通胀前景是不多的亮点之一。

德国商业银行经济学家周浩在发给客户的短评中写道：

中国的通胀率已经连续 3 个月下跌，清楚显示出货币政策偏向宽松走向。因增长走弱、通胀前景缓和，料中国或在 6 月就实施 50 个基点的降准。

澳大利亚联邦银行经济学家李炜在报告中表示：

5 月居民物价涨幅回落主因蔬菜价格下降，猪肉价格已经走稳。中国的 CPI 通胀已经见顶，年内余下各月 CPI 料在 1.5%-2.2% 间徘徊。预期 2016 全年 CPI 平均 2% 左右，2017 年年平均 1.7%。

维持经济在 4 季度将再度放缓的预期，并料央行年内仍将下调准备金和利率两次；部分宽松措施也可能推迟至明年年初。工业价格通缩的好转强于预期，将有利于企业财务状况的改善；然而对消费物价的影响有限，主要源于采矿业价格的迅速反弹。

凯投宏观经济学家 Julian Evans-Pritchard 在报告中指出：

工业价格通缩好转强于预期，受益于大宗商品价格的回升，有助于缓解市场对中国经济通缩的担忧。PPI 已连续三个月环比增长。

预计年内 CPI 将维持在当前水平，猪肉价格的上涨将被其他食品价格的下降抵消；预期 PPI 在未来几个季度将进一步回升；通胀今年不会成为政府的困扰，令决策者可以更多关注金融稳定和结构性改革。

中金在报告中指出：

往前看，CPI 可能会由于基数升高继续下行，但 PPI 跌幅将进一步收窄。

2015 年 5 月至 8 月 CPI 同比增速从 1.2% 上升至 2.0%，表明接下来几个月内，CPI 的基数会逐步升高。因此，近期 CPI 同比增速可能会降至 2% 以下，为央行继续总体适度宽松的货币政策提供支持。

今年全年 PPI 跌幅或将持续收窄，除低基数效应影响外，工业品供求关系的逐步改善也将带动 PPI 上升。

澳新银行经济学家杨宇霆等在报告总写道：

蔬菜价格推动 CPI 回落幅度大于预期，不过食品价格的回落料为短期性现象。物价仍面临上行风险，由于天气因素可能影响蔬菜价格，猪肉价格也有反弹迹象。

预计 PPI 在 4 季度有望转正，那将成为工业价格逾 4 年来首度走出负区间。由于通缩的风险大幅减弱，央行料不会强力放松货币政策。

维持年内还有一次降准的预期；预计央行将维持货币市场流动性充裕，近期将 7 天回购利率维护在 2.25% 左右。

招商证券观分析师闫玲：

非食品价格环比为 0.1%，符合预期。主要是受到汽柴油价格上调的影响。不过，5 月布伦特原油价格涨幅超过 12%，汽油价格涨幅为 3.7%。根据历史经验，该传导率在 35%，因此，大部分已经体现，仅剩余小部分涨幅会体现在 6 月。如果不考虑间接传导，汽柴油涨价推动 CPI 环比上涨 0.06 个百分点，即成品油对通胀传导效率为 1.6%，说明原油价格上涨对通胀的影响较弱，10% 的原油涨价推动 CPI 上涨不到 0.01。

其次，虽然今年 2-5 月商品房销售良好，价格上涨，但是并未完全体现至 CPI 居住价格中，这是因为房屋价格过去和当前都不在 CPI 的统计范畴中，仅统计房租。5 月房租环比仅为 0.1%，涨幅连续第二个月出现收窄，3 月上涨 0.9%，该月也是近三年涨幅最多的月份。5 月环比涨幅已经显着收窄。

再次，服务环比价格为 0%，连续多月低于往年同期均值，反映出经济增速放缓对收入的影响。

预计 6 月通胀将破“2”，或跌至 1.8%，今年全年通胀水平为 2.0%。经济上行并不强劲，一行三会加强对通道业务监管、货币供给增速受限，央行仅通过各种货币工具维持相对稳定的流动性环境，货币政策基调更偏中性，通胀上行的动力不足。基数原因导致通胀从 6 月会逐步回落直至 8 月，年底小幅回升。

光大证券宏观团队徐高、杨业伟：

今日统计局公布数据显示消费品通胀压力减缓，5 月 CPI 同比增长 2.0%，涨幅较上月下降 0.3 个百分点，增速略低于我们与市场预期。而工业品价格同比跌幅继续收窄，较 4 月减少 0.6 个百分点至 2.8%，工业品跌幅收窄是对前期需求回升带动价格上涨的滞后反应，高频数据显示环比已经显著下跌，未来通缩压力存在再度抬头可能。

通胀压力下降，需求复苏进程受阻。5 月物价数据显示通胀压力减轻，而工业品跌幅收窄主要是对前期需求回升的滞后反应，从高频数据看，通缩压力存在抬头风险。随着金融体系对实体经济支撑减弱，实体经济融资难存在再度抬头可能，内需复苏进程可能受阻，将加剧工业品下行压力。

中信建投宏观债券首席分析师黄文涛：

CPI 再次低于预期。5 月份 CPI 同比上涨 2%，再次低于市场预期。年初以来我们一直认为只有滞没有胀，CPI 会在 5 到 6 月份出现显著的回落，预言成真。CPI 全年季度高点已过。三季度会继续走低。全年通胀仍然非常温和。不会出现所谓的滞胀。

未来中国经济真正的挑战是经济下行。供给侧改革背景下，我们真正应该担心的问题是失业压力和价格下行。经济下行和价格下行会在三季度进一步证实。债券市场不悲观。

九州证券全球首席经济学家邓海清：

PPI 同比回升，有助于经济进一步企稳回升。2014-2015 年，“债务-通缩”论非常流行，认为 PPI 下降导致企业实际成本上升，加重企业债务负担，进一步加重经济下行压力。我们认为，上述逻辑基本是成立的，更简单的解释是，企业利润看的是名义同比，PPI 同比上升可以直接增加企业名义利润，即在销量不变的假设下，销售价格上升，企业盈利增加。此外，PPI 回升是企业补库存的前提，在价格下降过程中补库存只会导致越补越亏。目前除房地产企业外的库存都处于历史低位区间，未来补库存空间巨大，这也将带来经济的进一步企稳回升。

PPI 同比回升是中国经济 2011 年以来长周期见底、新“周期归来”的重要证据，“债务-通缩”困境的缓解也将进一步促进经济企稳回升；对于 2016 年，除非政策层出现重大失误，否则经济回升仍将持续，我们坚持认为中国经济 L 型拐点已过，偏执看空中国经济必犯大错；对于金融市场，基于基本面回升的逻辑，长期看空债券市场，长期看多大宗商品，坚定看好基本面驱动的中国股市长期“健康牛”。

民生证券宏观团队：

CPI 短期高点已过。前期 CPI 上涨的主要动力是猪肉和蔬菜，但两者对 CPI 的同比拉动逐渐减弱。猪肉方面，尽管 5 月环比上涨 2.3%，但由于基数效应，同比涨幅仅略高于 4 月的 33.5%。未来受制于猪肉已处于历史高位、替代品牛羊肉价格下跌、进口猪肉价格下跌，猪价继续上涨动力不足。鲜菜方面，5 月环比下跌 21.5%，远超 2012-2015 年 5 月均值-9.64%，补跌明显，拖累 CPI 鲜菜项同比。

PPI 同比 2.8%，环比上涨 0.5%，较前值 0.7%有所收窄。一是因前期周期品价格出现暴涨后在五月出现调整，螺纹钢期货、焦炭期货价格在五月分别下跌了 22.9%和 21.9%。二是从信贷社融、财政数

据看，稳增长力度边际减弱。三是中国式去产能是一个渐进的过程，过剩产能并没有实质性去化。短期工业品价格缺乏持续上涨动力。

中期来看，警惕厄尔尼诺和翘尾因素。本轮厄尔尼诺高峰出现在 2015 年 11 月，强度超过 1982 年和 1997 年，目前已接近尾声。但厄尔尼诺影响最大的是次年，今年已出现南涝北旱，警惕极端天气对食品价格的冲击。此外，15 年四季度国际油价是全年低点，猪肉价格在四季度也环比下跌，存在低基数效应。

长期来看，不存在滞涨的基础。从 1997、2000、2003、2007 和 2010 年的经验看，M1 同比上升对后续月份 CPI 同比的影响并非简单线性关系，需要看实体经济供需缺口。当前经济短期回暖有明显的政策刺激因素，总需求依然不强，而过剩产能又未实质性退出，经济总体上呈供过于求的状态，权威人士也表示不存在滞涨基础。通胀仍需观察，意味着货币宽松不会因此转向，但考虑到增长企稳，宽松的确增量不足，以对冲为主。三季度数据走弱后，货币宽松空间可能重新打开。

首创证券研发部总经理王剑辉：

CPI 变化低于预期，食品价格出现短期回落，对通胀抑制作用比较明显。6 月以来国际市场三大主要粮食品种出现上涨，国内燃料汽油价格也有上调，这种状况会传导到终端消费中来。我们依然认为 CPI 未来几月会有回升，呈现温和向上的局面。

当前经济预期企稳，消费意愿稳中有升，需求环境没有悲观的理由，CPI 增幅回落不代表消费预期回落，更多是短期表现，中期物价温和回升。

PPI 改善好于市场预期。符合国际大宗商品走势，6 月以来回升态势会延续。PPI 比我们预想早进入-2 时代，不排除四季度降幅在此基础上进一步缩窄。

企业库存有显著改善，部分行业进入补库存阶段，大豆、原油、铁矿石等进口，数量上显著回升，显现企业补库存迹象，PPI 继续改善预期也更为明朗。经济在低水平上寻找到新的平衡和常态。

海通证券宏观团队姜超、顾潇啸：

5 月 CPI 短期回落。5 月 CPI 同比 2.0%，为去年 10 月以来首次下降，环比下降 0.5%，主因菜价环、同比增速均大降，但猪价同比仍高、油价上调。食品价格同比降至 5.9%，非食品同比持平 1.1%。

6 月通胀继续平稳。进入 6 月菜价止跌，猪价则仍在上涨，食品价格降幅收窄，但 4 月底以来油价四次上调或驱动非食品价格稳中有升，6 月 CPI 或稳定在 2.0%。

5 月 PPI 再度回升。5 月 PPI 同比下降 2.8%，较上月-3.4%降幅继续缩窄，环比 0.5%，尽管黑色金属、油气开采价格涨幅缩小，但石油加工涨幅扩大，煤炭采选止跌回升。

6 月 PPI 继续改善。6 月以来煤价、钢价小幅上行，且 5 月以来的三次油价上调会在 6 月集中体现，预测 6 月 PPI 环比微升 0.1%，同比降幅缩窄至-2.5%。

通胀风险未消，货币保持稳健。尽管菜价对通胀的驱动逐渐消退，但猪价、油价仍在上行，再考虑到一季度信贷高增，央行工作论文上调 CPI 全年预测至 2.4%，通胀风险依然未消。近期央行也强调为联储加息做准备，意味着货币政策仍将保持稳健。

中国国际经济交流中心研究员王军：

CPI 食品价格上升势头没有完全结束，但年内来看也是强弩之末了，随着补栏越来越多，出栏越来越快，食品价格持续性弱，全年 CPI 很难超过 2.5%，整体看通胀不会构成主要威胁。

PPI 同比跌幅不断收窄，前期扩大投资稳增长的举措还在见效，上游状况有所改善。预计 PPI 全年在-3%左右。现在大宗商品价格涨势暂歇，未来美国加息美元升值都构成对大宗商品的压制。内需不温不火，对 PPI 有提振，但要改变全年负值很困难。

5 月数据显示，之前担心的滞涨风险今年不大会发生，权威人士强调去产能去杠杆任务艰巨，下一阶段不会把强刺激作为主要取向，通胀今年不会上的很快。

政策不会过于收紧，也不会过于宽松，保持中性偏稳健，不会像一季度社融信贷规模上升那么快，二季度经济增速与一季度接近。

央行副行长： 允许出现风险的金融机构重组倒闭

来源：和讯网（2016-06-12）

作者：庞凌子

和讯网消息 6 月 12 日，中国人民银行副行长张涛在 2016 陆家嘴论坛上表示，中国金融业存在结构性短板，应适当放宽金融机构准入门槛，增加金融服务有效供给，对经营出现风险的金融机构要允许其重组、倒闭。

张涛表示，我国金融业目前已形成了多样化的金融机构体系、比较复杂的金融产品体系、信息化的交易体系和不断开放的金融市场。但总体而言，金融服务水平还有上升空间，也还存在着一些短板的领域。

近年来一些没有受到监管的非传统金融业务发展比较迅速，原因之一在于传统的受监管的金融服务供给不够充分。企业融资难、融资贵的问题普遍存在。无论是传统金融还是新兴金融业态，只要依法合规，立足服务实体经济，满足经济主体合理的融资需求，就应该得到认可和鼓励。

张涛表示，在充分的竞争条件下，今后我国的信贷市场发展方向应该是多层次、多元化的。既有全国性的金融机构也有区域性的和社区型的金融机构；既有存款类的金融机构也有非存款类的金融机构，还有政府支持的开发性金融机构和政策性金融机构。

“对于经营出现风险、经营出现失败的金融机构，要建立有序的处置和退出框架，允许金融机构有序破产。该重组的重组，该倒闭的倒闭，增强市场的纪律约束。一个没有优胜劣汰机制的行业是不可能健康持续发展的。所以，必须要建立健全一系列配套的制度设计，包括存款保险制度、征信体系建设、金融机构市场处置与退出机制等等。为金融产品的创新、技术的创新和市场充分竞争提供一个完整的制度环境，从而更好地服务实体经济。”