

2023 年第 5 期总第 61 期

财经参考

上海对外经贸大学图书馆主办



财经参考

2023 年第 5 期·总第 61 期

国际财经

量化高频交易促进了市场流动性吗？	1
解决产能过剩的三种不同思路	6
美债高利率的全球影响及未来趋势	9
资产负债表衰退理论：为何被学术界忽视	12

国内财经

关于当前资本市场的一些思考	16
中国处理债务危机历史经验的启示	19
从钢铁行业看国企混改走过的这十年	22

新闻快讯

国家统计局年内多次重申“中国经济不存在通缩”	26
证监会正抓紧制定资本市场两个行动方案	30
金融支持民营经济力度不断加大，企业期盼信贷服务更便捷	30
中国“精准出击”激发经济增长动能	32

财经参考

国际财经

量化高频交易促进了市场流动性吗？

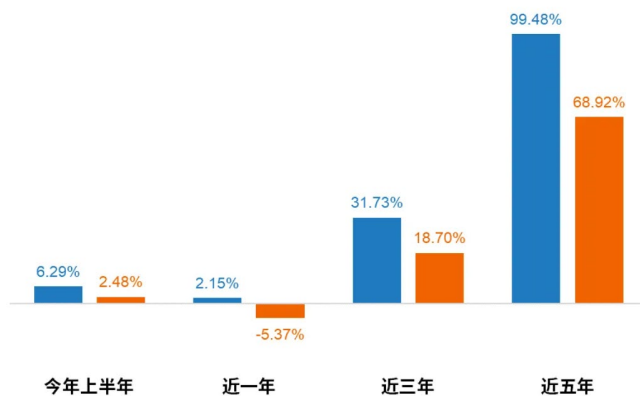
来源：FT 中文网（2023-09-12）

作者：夏春（方德金控首席经济学家）

中国私募基金上半年业绩在 7 月相继出炉，平均来说，量化策略再次领先主观策略。这也使得前

私募累计收益率：量化多头 vs 主观多头

者近一年，近三年和近五年的业绩优势继续扩大。



但到了 8 月底，国内最大规模量化基金的创始人因为豪宅拍卖中标而引人注目，他的公司又因为销售行为受到了监管的处罚。

9 月 1 日，证监会指导上海、深圳、北京证券交易所出台了加强程序化交易监管系列举措，股票市场正式建立起程序化交易报告制度和相应的监管安排。

在今年 A 股表现差强人意的背景下，针对量化投资的批评声音此起彼伏，这让我想起两段往事。

2010 年的两段往事

2010 年 5 月 6 日，美国股市发生“闪崩”，道琼斯指数在原本下跌 300 点的基础上突然在 5 分钟内下跌 600 多点（相对于一万亿美元损失），又在之后的 15 分钟内上涨近 600 点。

事后调查的矛头指向了量化高频交易（本文不区分程序化交易与高频交易），但由于该交易的隐蔽性，直到 5 年后肇事者才被逮捕。这也凸显了量化策略的研究之难。

同年 6 月，芝加哥电讯公司 Spread Networks 宣布耗费 3 亿美元建成一条光纤通信连接纽约与芝加哥的金融市场，使得往返交易的信息传播时间从 16 毫秒降低到 13 毫秒（千分之一秒，人类眨眼时间约 400 毫秒），引发了广泛的舆论批评。

尽管金融机构宣称这样做可以提高市场流动性，缩小买卖差价，从而人人受益，但公众普遍认为好处都被高频交易公司拿走，并令其他投资者受损。而且，这样的速度竞赛对社会是一种资源浪费。

然而，就在社会为量化交易的利弊争论之际，金融公司已经开始建立微波通信（在空气中的传播速度比光速在真空中慢 1%）代替光纤，高频交易的速度已经从毫秒时代迈向了微秒（百万分之一秒）和纳秒（十亿分之一秒）时代。

幸运的是，经过多年的研究，国外金融学界和监管机构对量化基金（特别是高频交易）的性质，以及交易制度的缺陷和修正，已经形成了深刻的认知和广泛的共识。

但这些共识在中国还鲜为人知，体现在目前对量化策略流行的批评大多没有点到要害，最新的监管举措没有纳入这些认知，而辩护的声音也时常“张冠李戴”。

更加遗憾的是，即使在国外，现有的利益分配格局仍然在继续阻碍交易制度的修改，鼓励高频交易的发展。

量化投资与主观投资的区别

很难直接给量化策略下一个定义，投资的定量（Quantitative）分析是相对定性（Qualitative）分析来说的，分别对应着对投资标的“客观”和“主观”判断。

量化投资将一切可观察到的指标尽可能数量化和系统化地建立起与资产价格的统计关系。建模过程可以参考金融市场的传统智慧，金融学与其他学科的研究成果和可以借鉴的思想（例如流体力学，或者翻译理论），但尽可能避开基金经理的主观判断，降低情绪对模型的影响。模型可大可小，可简单可复杂，一旦成熟就可以在各个市场（股票、债券、商品、外汇、期货等）大规模复制与交叉使用。

如果把量化策略看作一个“黑盒子”，主观策略就是一个“白盒子”，更多依赖投资的传统智慧，无论自上而下，还是自下而上的框架，大多可以在标准的投资教科书找到，没有太多秘密可言，成熟的运用非常依赖基金经理的个人经验与人脉，可使用的范围往往非常有限。

举例来说，今年初，大部分主观基金都以“中国经济复苏”为选股主题，结果业绩大多不理想。而量化基金不判断宏观经济走势，只根据个股量价等指标的走势操作，反而赚到了人工智能，大数据，软件等板块的红利。

量化投资的分类

粗略来说，量化投资又可以细分为“因子”和“套利”两类策略。因子就是有效的模型变量，例如“市场”、“规模”、“估值”、“动量”、“波动率”等都是广为人知的因子，他们往往对应各种风险变种或者错误定价。我曾经在 FT 中文网和喜马拉雅 FM 发表一系列量化策略文章和音频，介绍这些因子的发现过程和成功运用案例。

如果我们把主观策略对投资标的所属的行业、竞争对手、营收与利润等指标的重视，类比成我们选择美食所看重的菜系、色，香，味等，那么量化策略对各种投资因子进行组合带来的收益，就类似美食对碳水化合物、脂肪、蛋白质的不同组合对健康的影响。

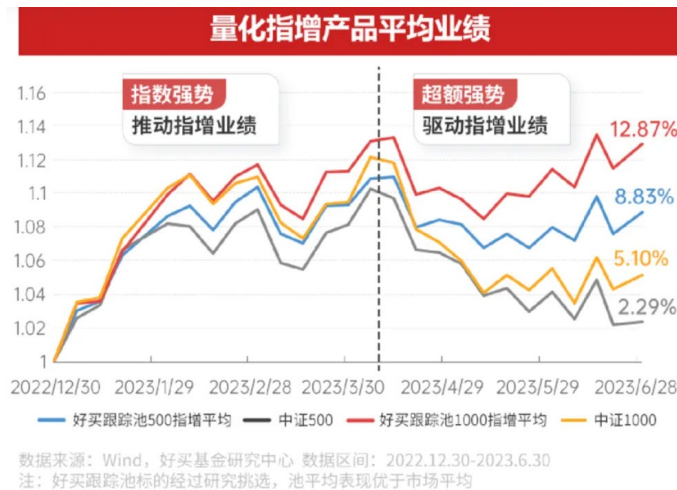
我习惯用的另外一个比喻是各种投资因子就好比漫威宇宙里灭霸手套上的无限宝石，组合在一起，威力就会放大。

经济金融研究先后发现了几百种因子（包括一些有中国特色的因子），但他们往往只是少数有效因子的变种，而且随着竞争加剧，绝大部分因子都会失去效果，而有效的因子对应的风险变种和错误定价，就可以为愿意承担的基金带来超额收益。

“因子”策略的一个很好体现就是指数增强基金，指数基金本身就是利用“市场”因子进行构建，结合其他有效因子就会超出指数表现。

今年上半年，量化 500 指数增强基金的平均业绩是 8.8%，量化 1000 指数增强基金的平均业绩是 12.9%，都大幅超过了对标的中证 500 指数 2% 的涨幅和中证 1000 指数的 5%。

由于“因子”策略通常持有期较长，因此这类量化基金通常受到投资者和监管层的正面看待。



“套利”是另外一种流行的量化策略，主要利用同一资产在不同市场的价差，或者利用强相关不同资产的价格偏离来进行低买高卖，由于价格变动是公开信息，套利策略越来越演变成速度竞赛。

在美国，最流行的套利策略就是瞄准标普 500ETF 和 E-mini 期货合约的价差，他们都跟踪标普 500 指数，分别在纽交所和芝商所交易。开篇提到的光纤通信，就是为了两者之间的套利而建设，也因此两者的价格走势高度一致。原本这是市场有效的表现，是值得赞扬的。

然而，2010 年的两件事情发生后，学术界开始仔细定量研究高频交易，结果原本很多定性的结论被改写了。鉴于对中国高频交易的研究还极为稀缺，下文介绍的主要成果来自对欧美高频交易市场的研究。

对高频交易的原有认知

2010 年之前，市场普遍给予高频交易正面评价，认为他们低买高卖的套利行为缩小了买卖价差，降低了价格的波动，提高了市场流动性，也增强了市场的效率，这对其他投资者（交易速度较慢，需要市场流动性的机构投资者和个人投资者）都是有利的。

在美国，资本市场过去依靠做市商报价和库存来解决买卖不平衡的问题，交易所人潮涌动。后来交易所引入信息技术逐渐电子化，交易所变得空荡荡的，投资者的交易成本显著下降。

现在，美国光股票市场就有 16 个交易所和 50 多个替代性的交易场所，如果没有高频交易，那么同一只股票在不同交易所就会出现明显的价差，这对投资者来说是不公平的（换个角度来说，恰恰是 2005 年追求市场公平的 RNMS 立法，为高频交易的盛行提供的机会）。

此外，美国资本市场在 2008 年金融危机爆发后出现流动性危机，买卖价差扩大，交易所采取佣金分成来鼓励高频交易商提供服务，是市场逐渐恢复正常的关键。

重新认识高频交易

2010 年的光纤通信事件激发了刚入职芝加哥大学的 Eric Budish 教授的兴趣，他与合作者 Peter Cramton, John Shim 仔细分析了标普 500ETF 和 E-mini 期货合约的价格走势发现，尽管两者在每分、每时和每天的间隔上的相关性趋近于 1，但在 250 毫秒的间隔上的价格相关性却趋近于 0。

而且，高频交易的速度竞赛参与门槛逐年提高，套利机会持续的时间越来越短（每 100 毫秒的价格相关性逐年升高）。

然而，最令人意外的是，这一套利交易每年产生的总利润却围绕 7500 万美元波动，没有随竞争加剧而减少，这完全违背了经济学的基本常识。

也就是说，速度竞赛并没有降低高频交易商的总利润，投资者其实并没有因为高频交易竞赛而获得显著的好处。

过去说的市场流动性提高，买卖差价缩小，总成本减少等等好处，其实主要来自交易所不断引入的信息技术，很难直接找到证据显示高频交易商在提高流动性方面的贡献。

而且，信息技术引入带来的好处也集中发生在了 1990 年代末期到 2000 年代中期，这段时间高频交易还没那么流行。

与媒体习惯给高频交易贴上“魔鬼”标签不同的是，Budish 等人最大的发现在于，上述高频交易市场的特征事实，以及高频交易商的行为，其实是现有交易制度造成的，其两大主要特征是交易连续进行，按照先来后到的量价规则执行交易。

与传统人工时代最大的差别在于，当交易电子化之后，电脑允许对交易时间进行无限细分。因此，高频交易商展开了速度竞赛，毫秒已经显得太长，纳秒才有优势。

套利交易的本质是基于公开信息来低买高卖，假如只有一个高频交易商，速度不是那么重要，它的最优策略就是成为流动性提供者，低买高卖获取利润。

但如果多个高频交易商竞争，考虑到公开信息不断变化，现有制度下交易可以无限细分时间连续进行，那么就必须考虑两个交易选项：或者成为流动性提供者，或者成为“狙击”者。也就是当其他高频交易商的报价跟不上公开信息变化而选择“取消”时，利用速度竞赛去“狙击”该报价（低价买高价卖），期待在其他人的“取消”指令没来得及执行前取得成功。

由于速度竞赛下，每个人都可能被“狙击”，因此他们的最优定价策略，也就是买卖差价会大于没有速度竞赛的情形。现有交易制度会内生“狙击”策略，这使得市场的流动性变得更差了。

有一个对高频交易非常形象的比喻：你要在超市花 5 美元买一加仑牛奶，当你走到收银台结帐时，价格已经涨到了 5.05 美元，而且你只能买到四分之三加仑。

不仅如此，高频交易商要保持竞赛资格就必须永无止境地提升速度优势。最终，他们为提高速度优势而支付的成本，都会转嫁到投资者身上。

回到标普 500ETF 和 E-mini 期货合约套利的例子，这项交易每年产生的 7500 万美元利润是由市场本身的结构决定的，参与其中的高频交易者进行的是速度竞赛，而非价格竞赛。

因此，尽管参与其中的交易商每年有变化，但利润都被他们拿走，其他投资者无法享受好处。只有在价格竞赛下，投资者才能够降低交易成本或者提高交易收入。

全球资本市场的套利机会遍及各类资产和各个市场，估算显示仅美股市场每年可套利的利润就有几十亿甚至 200 亿美元。由此可见高频交易对参与者的强烈吸引力，然而对于其他投资者来说，高频交易并没有带来明显的好处，从社会角度来看，高频的速度竞赛是资源浪费。

改进交易制度，变速度竞赛为价格竞赛

Budish 等人分析后发现，只要对现有交易制度进行两项细微的修改就可以完全改变高频交易商的行为。

第一，将无限细分的连续交易时间改为离散时间，例如每 100 毫秒交易一次；

第二，每次交易都集中当期收到的所有的买卖订单按照拍卖方式确定单一价格成交，这其实就是投资者熟悉的开盘前的集合竞价。

有意思的是，这样两项小到让大部分感受不到变化的修改，就可以完全消除“狙击”策略，高频交易商也不再需要为速度而竞争，而是转为价格竞争，真正促进市场流动性。

此前，学界和业界讨论的限制高频交易的措施，例如收取交易税，限制单位时间的报价次数（或报价与交易比例），最低交易间隔要求等等，都无法从本质上改进高频交易商的“狙击”行为，而“狙

击”本身就会对市场流动性造成破坏。

Budish 等人的研究在 2013 年公开后，立刻引起学界，业界和监管机构的强烈兴趣。极为罕见的是，除了部分高频交易商，几乎所有人都表示了赞扬和支持。

过去，学界提出的多项创新思想都成功实践，例如生命周期投资理论、投资组合理论、资产定价公式，期权定价公式的提出者先后获得了诺贝尔奖，指数基金也越来越成为主流。

修改制度的最大阻力与集体行动的悖论

可惜的是，Budish 等人关于交易制度的修改建议，到今天依然是束之高阁。原因并不复杂，近些年美股一片繁荣，监管机构不想“吃螃蟹”“惹出麻烦；美国政治大环境下，提议修改现有交易制度的人往往被视为”共产主义分子“。因此，很难期待监管推动变革。

麻烦的是，如果监管不介入，市场竞争本身也难以解决市场产生的问题：缺乏颠覆性的创新者，因为一旦成功就会被现有的交易所模仿，前期的投入很难收回成本。

而最重要的反对力量其实就是交易所本身，因为高频交易商现有的”加速“技术，大多就是支付费用从交易所直接购买的。每家交易所的制度各有差别，他们开发了符合自身要求的加速技术高价出售。其他出售的服务和商品还包括市场直接接入(DMA)、服务器托管(colocation)、专线数据传输、优先获取高频数据等等。这些方面的收入占到芝商所总收入的 15%，在 BATS 交易所占 70%。

显然，修改交易制度的建议遇到了奥尔森描述的“集体行动的悖论”，交易所和高频交易商数量较少，有共同的利益，他们可以紧紧抱团捍卫现有的交易制度；改变制度的好处巨大，但却分散在众多投资者身上，他们期待其他人承担成本采取行动去改变制度，这样自己可以”搭便车“享受好处。最终结果就是现有制度继续存在。

因此，即使 Budish 等人对修改现有交易制度也不抱太大的希望，也许要等到某种危机时刻，也许要等上几十年。

呼唤对中国量化交易的深度研究

在中国，每当发生量化与主观策略之争时，研究者也通常认为量化套利交易的低买高卖有助于降低价格波动，提高市场流动性。即使最近量化投资受到广泛批评，这种观点也占主导地位。

然而，本文指出非常有必要区分交易所引入信息技术带来的流动性提升，与单纯来自套利策略的贡献，以避免“张冠李戴”的错误归因。

虽然中国股市的 T+1 制度使得高频交易不那么容易实现，但期货市场的 T+0 制度，使得本文描述的“狙击”策略早已流行。从现有的公开讨论和监管方向来看，本文提到的新发现在国内还鲜为人知。

另一方面，国内对量化策略的一些流行批评意见，例如 A 股散户众多，市场不缺流动性，无需量化交易的观点其实也站不住脚。

清华大学张晓燕教授与合作者分析了中国散户与机构在 2016-2019 年的全部交易数据后发现，中国 99.6%的散户（资金账户少于 1000 万）平均来说是趋势交易者，习惯买入当天上涨的股票，卖出当天下跌的股票，他们的行为并没有为市场提供流动性，而是拿走了市场的流动性。由于股票在短期内有很强的反转和“均值回归”的特点，他们通常在第二天就亏钱了。

相反，0.4%的散户（资金账户多于 1000 万）是反转交易者，他们习惯买入当天下跌的股票，卖出当天上涨的股票，他们既为市场提供了流动性，又在第二天赚到了钱。因此，并不能以 A 股散户众多来否定量化交易的存在必要性。

只不过，现有对中国 A 股的研究还极为稀缺，难以告诉我们高频交易对 A 股流动性以及市场公平性的实际影响是正还是负。

自媒体时代，基于零散观察的批评意见容易流行却过于主观，我们期待近期的公开讨论能够抛砖引玉，对中国量化交易进行深入的客观分析。

解决产能过剩的三种不同思路

来源： 爱思想网（2023-09-06）

作者： 张维迎（北大国发院经济学教授、市场与网络经济研究中心主任）

题记： 本文根据北大国发院经济学教授、市场与网络经济研究中心主任张维迎老师 2023 年 9 月 1 日给国发院 2023 级 EMBA 的演讲整理。

铁曾经是一种稀有金属

炼铁的历史大致有 3500 年。公元前 1400 年左右，小亚细亚东部的赫梯人掌握了炼铁技术，考古学上把此后 500 年称为“铁器时代”。这种说法有些过分夸张。其实，在炼铁技术发明后的 3000 年里，人类实际上仍然生活在“石器时代”和“木器时代”：路是石头铺的，桥是石头或木头建的，房子是石头或木头盖的，生产工具主要是木头制作的，石匠和木匠的市场远大于铁匠的市场。

事实上，直到 300 年前，在欧亚社会，铁一直是稀缺的物品，甚至可以说是贵金属。铁只用于制造餐具器皿，少量农具，五金产品。当然，人类生产的铁大部分用于制造杀人的武器——枪炮和刀剑。在欧洲人到达之前的美洲和澳大利亚，人们甚至还不知道铁为何物。

中国有 3000 多年的炼铁史。欧洲西多会修士大约从公元 1300 年开始使用“间接法”炼铁，中国的铸铁厂使用这种技术的时间比他们早 2000 年。但直到几十年前，铁在中国仍然是非常稀缺的东西。宋代，铁曾做过货币。普通人家里，铁制造的物品很少，故有“砸锅卖铁”的说法，意即家里最宝贵的东西就是那口用生铁铸造的锅，在万不得已时也得卖掉。钢就更稀缺了，所以要“好钢用在刀刃上”，刀背是用不起钢的。1953 年，中国人口 58,260 万，生铁产量 223 万吨，人均生铁产量只有 3.8 公斤，与英国 1720 年的人均产量相当，当时英国人口 525 万，生铁产量 2 万吨。

铁为什么稀缺？

铁之所以稀缺，并非因为缺少铁矿资源。事实上，铁矿资源很丰富，寻找铁矿石并不难。地壳中超过 5% 的区域含有铁元素，地核约四分之一的地方含有镍铁合金。但绝大部分铁矿石是以氧化物的形式呈现出来的，无法直接使用。铁的供给主要受制于炼铁技术，不是矿石储量！

炼铁就是用高温把铁从氧化物和其他杂质（如硫磺、磷等）中分离出来。因此炼铁需要燃料！数千年来，人们知道用来冶炼铁矿石的唯一燃料是木炭！只有木炭能将炉温升到 1300° C-1500° C 以上，将铁矿石中的氧化物和其他杂质分离，生产出合格的铁！

木炭炼铁有两个问题：一是，木炭的供应量有限，燃烧木炭的速度远远超过木材生长的速度；二是，为了在燃烧过程中使碳分子与铁分子晶格结合，高炉必须保持铁矿石与燃料能够充分接触，但木炭相对来说容易被压碎，无法承受在高炉里堆积过高产生的自身重量，这对高炉的规模产生了极大的限制，因而每个高炉的产量很低。

森林危机

16-17 世纪的时候，英国每生产 1 万吨生铁需要近 10 万英亩的森林，这意味着仅一个 17 世纪的高炉每年就要消耗 4000 英亩的森林。炼铁对木材的需要导致大量森林被砍伐，冶金工业的发展，似乎以过分伐木和森林的最终毁灭为其不可避免的后果。到 16 世纪中期，英国许多炼铁厂附近的森林几乎被砍光了。这引起普遍的担忧，公众甚至担心缺乏造船和取暖用的木材。因此，在伊丽莎白女王统治时期，为了保护森林，曾颁布了好几个法令，限制某些郡里炼铁厂的数目，并禁止在伦敦周围 20 英里内开设炼铁厂。由于燃料的短缺，尽管英国地下有丰富的铁矿，还需要从瑞典和俄罗斯进口铁。甚至有人怀疑，是否应该把铁矿算在英国的财富之内。这有点像今天人们讨论绿色 GDP 核算的味道。有些人说，英国最好没有炼铁厂，最好不生产铁，因为炼铁厂把所有的树木都吞掉了。

亚伯拉罕·达比发明焦炭炼铁法

解决英国森林危机和铁短缺的唯一出路，是技术创新。对此作为更大贡献的是一位叫亚伯拉罕·达比 (Abraham Darby) 的企业家！他于 1709 年发明了焦炭炼铁法，让铁变成可以大量生产的廉价产品，给英国冶金业开辟了一条金光大道，不仅拯救了英国的冶金业和森林，而且改变了世界，人类才真正进入“铁器时代”！（顺便说一句：今天谈到环境破坏，化石能源被普遍指责为的罪魁祸首，企业家具具有不可推卸的责任。其实从历史上看，化石能源拯救了森林！企业家是改善环境的力量！）

亚伯拉罕·达比于 1678 年生于英国西米德兰兹郡 (West Midlands) 的一个贵格会家庭。贵格会 (Quakers) 在英国是一个人数很少的宗教团体，但企业家群体中贵格会成员的比例非常高。达比的父亲是一个农夫兼铁匠，虽然不很富裕，但也有钱资助他去伯明翰的一个“酿酒商”手下当了 7 年学徒，在那里，他学会了焦炭烘烤麦芽的技术。25 岁的时候，达比加入了由一些贵格会成员创办的布里斯托尔铜业公司，并成为一名公司负责人。当时，用黄铜杯子和勺子的生产几乎被荷兰人垄断了，荷兰人的技术秘密其实就是用沙子代替陶土和黏土来熔铸器具。达比于 1704 年跨过英吉利海峡到荷兰学到了这个秘密。回到英国后，他试图完善从荷兰学来的技术，并在 1708 年申请到了专利。

达比意识到他的新技术还有别的用途，也就是用于冶炼产量更大因而也更为廉价的铁。但他在布里斯托尔 (Bristol) 没有能说服合作伙伴。于是他离开布里斯托尔，于 1709 年来到什罗普郡的科尔布鲁代尔 (Coalbrookdale)，买了一个旧高炉，办起了炼铁厂。他把高炉做了改造，开始尝试用煤炭做燃料冶炼铁。他先用生煤做实验，没有成功。但他没有泄气，叫人把生煤烘烤成焦煤，就像烤麦芽使之干枯一样，然后用焦煤做燃料，结果生产出合格的生铁！[i]

在达比之前，曾有几个发明家-企业家试图用煤炼铁，均没有成功。但达比成功了。

像任何创新一样，新产品和新技术在性能方面最初不比老产品和老技术好，焦炭冶炼的铁最初质量不如木炭冶炼的铁。但经过达比家族三代人和其他企业家的持续改进，特别是亨利·科特 (Henry Cort) 于 1784 年发明搅拌炼铁法之后，焦炭炼铁最终完全取代了木炭炼铁。

让我用数字说明这一点。1720 年英国生铁总产量 20,900 吨，其中 20,500 吨是木炭冶炼的，只有 400 吨是用焦炭冶炼的，占比不到 2%；1750 年，生铁总产量 27,000 吨，其中 24,500 吨是木炭冶炼的，2,500 吨是焦炭冶炼的，占比达到 9%；1788 年，生铁总产量增加到 68,000 吨，其中 54,000 吨是焦炭冶炼的，占比 80%；1806 年，生铁总产量 257,800 吨，其中 250,000 吨是焦炭冶炼的，占比 97%，全英国有 162 个高炉使用焦炭，而只有 11 个高炉仍然使用木炭。[ii]

英国地下既有丰富的铁矿石，也有丰富的煤炭，煤与铁的结合为工业革命奠定了能源和材料的基础！焦炭炼铁最初是在科尔布鲁代尔出现的，科尔布鲁代尔也因此被称为“工业革命的诞生地” (the birthplace of the Industrial Revolution)。

铁的产能过剩了！

随着焦炭炼铁技术的推广应用，英国在钢铁工业方面的劣势地位，很快就变为全欧洲所公认的优势地位。1750 年，英国进口棒铁 (bar iron) 31,200 吨；1796 年，英国进口棒铁 38,000 吨，出口 24,000 吨；1806 年，英国出口棒铁 31,500 吨，没有进口。

焦炭炼铁使英国铁的产量迅速增加，价格大幅度下降。铁产量的指数级增长要求人们对铁的需求也呈指数级增长，但来自那个时代的铁器商对铁的需求的增长远没有铁的产能增加得快！这样，1770 年代中后期之后，英国的钢铁工业出现了严重的“产能过剩”！

解决产能过剩的三种不同思路

如何解决铁的“产能过剩”？从今天的角度看，大致有三种思路：第一种是凯恩斯主义的思路，第二种是计划经济的思路，第三种是企业家精神的思路。

凯恩斯主义的思路就是刺激总需求。比如通过扩大信贷，降低利率，刺激每个家庭购买更多的锅、刀叉，更多的镰刀斧头，如原来每人一把刀叉，现在每人两把；原来每家一口锅，现在鼓励你再买一口锅；制造更多的金属武器，刀剑，枪炮；甚至发动战争；通过货币贬值和出口补贴刺激出口，通过关税和配额管理限制进口。

计划经济的思路就是政府计算出“社会最优的产能”和炼铁厂的技术标准，进行供给侧改革。如选出若干定点炼铁厂，对其实行产量配额；没有达到技术标准的一律不能进入定点名单，没有进入定点名单的炼铁厂一律“关停并转”；不再批准投资新的炼铁厂；限制煤炭的生产，限制生煤炼焦的比例，让那些不听话的企业没有炼铁所需的燃料；等等。

解决产能过剩的企业家思路

那时候的英国，凯恩斯主义还没有诞生，计划经济也没有出现，英国人解决铁的产能过剩问题时，占主导地位的是企业家精神的思路。

企业家精神的思路就是通过创新不断改进铁的质量，降低价格，发现铁的新用途，创造铁的新市场！让我们用约翰·威尔金森的例子说明这一点。

约翰·威尔金森 (John Wilkinson, 1728 年？月？日—1808 年 7 月 14 日)，是 18 世纪英国工业革命时期著名实业家、发明家，他是瓦特蒸汽机的第一个订户。他发明制造出了镗床，可以制造出合格的气缸，因此也成为之后 20 年瓦特蒸汽机气缸的垄断生产者。

约翰·威尔金森的父亲伊萨克·威尔金森也是一位企业家，之前曾用铁制造了鼓风机的活动隔离板。受父亲的启发，约翰·威尔金森首先制造了铁椅子，而之前的椅子都是木头制造的。接着，他又用铁制作啤酒桶和各种型号的管子。1776 年，当人们谈论在科尔布鲁代尔附近的塞文河修建一座桥梁的时候，威尔金森建议应该用当地生产的生铁建一座铁桥，而不是传统的石桥或木桥。他自己设计了这座桥，达比三世的科尔布鲁代尔炼铁厂生产了该桥需要的生铁。这样就有了世界上第一座铁桥，该桥于 1779 建成，至今仍然耸立在塞文河上供人行走，科尔布鲁代尔由此变成了铁桥村 (Ironbridge)。

最不可思议的是，威尔金森接下来提出用铁造船。以当时的常识，比水重的东西是不可能漂在水上的，船一直是木制的，因为木头比水轻。所以当他提出建造铁船时，所有人都认为他疯了，甚至给他起了“铁疯子”的绰号。面对众人的嘲笑，他说到做到，1787 年 7 月把一只用螺栓固定的铁板做成的船放在塞文河上，比水重的东西居然在水上漂起来了！他终于说服了那些不相信的人。这样，铁船就开始逐步替代木船。世界上第一艘跨大西洋的铁制蒸汽轮船 SS 大不列颠号，是由英国著名工程

师伊桑巴德·金德姆·布鲁内尔(Isambard Kingdom Brunel)设计的, 1843 年下水, 曾往返于英国与纽约之间从事客运。这艘船 1970 年修复后现在停泊在布里斯托尔的旧船坞, 成为英国最受欢迎的旅游景点之一。

1788 年, 威尔金森为巴黎市供水处定做了 40 英里长的生铁水管。他还用铁制作了飞轮、滑轮, 用铁轨替代煤矿坑口的木轨。蒸汽机、纺织机等机器的骨架和大部分零部件都是用木制的, 威尔金森认为, 这些木头都应该用铁代之。

威尔金森在临终前说, 铁已注定会替代那个时代所用的大部分建筑材料; 有一天人们会看见到处都是铁制的房子、铁做的大路、铁做的船。事后验证, 威尔金森的想象和预言都成为现实。他不愧是“钢铁工业之父”(the father of the iron trade)。当然, 他可能没有预测到铁做的蒸汽火车头在铁铺的轨道上奔驰。[iii]

随着企业家发现和创造出一个个新的市场, 尽管铁的产能呈指数增长, 铁不再过剩了。不仅不过剩, 而且还供不应求! 在约翰·威尔金森去世半个世纪后, 英国企业家亨利·贝塞麦(Henry Bessemer) 1856 年发明了吹风转炉炼钢法, 威廉·西门子(William Siemens) 1861 年发明平炉炼钢法, 使得钢的生产成本大幅度下降, 铁几乎都被炼成了钢, 铁的时代变成了钢的时代! 1889 年建成的巴黎艾菲尔铁塔, 是最后一个大型铁建筑! 之后就是钢筋支撑的摩天大楼了!

三种思路的本质不同及对当下的启示

凯恩斯主义思路和计划经济思路本质上是政府主导经济, 企业家精神思路是企业家主导经济。凯恩斯主义思路和计划经济思路着眼于当前, 企业家精神思路着眼于未来。政府主导靠得是计算和强制命令, 企业家主导靠的是想象力和对未来的判断。想象力是看见不存在的东西。政府只能看见存在的东西, 企业家才能看到不存在的东西, 并把它们创造出来。政府主导只能削足适履, 企业家是量体裁衣。政府主导导致需求的简单叠加和虚假繁荣, 企业家主导才真正带来市场的扩大和技术的迭代!

铁的故事对我们今天有着重要的启示。这就是, 每一项新技术出现后, 成功与否依赖于其能否找到新的市场, 否则, 一定会导致“产能过剩”! 新技术和新产品的扩散依赖于企业家的想象力, 新市场是企业家创造的。比如, 当特拉斯发明感应电动机后, 西屋公司用它生产出第一台电风扇, 为电动机创造了新的市场, 由此开启了家电产业。晶体管发明后, 它有什么用途? 德州仪器用晶体管替代电子管, 生产出袖珍收音机, 不仅为晶体管创造出新的市场, 而且推动了无线电产业的发展。集成电路的第一民用产品是助听器! 老产品随着技术进步成本下降之后, 也需要企业家为它找到新的市场。

今天, 生成式人工智能成为热门话题。ChatGPT 能做什么? 这需要企业家们认真思考。谁能用 ChatGPT 改造自己的产品, 谁能为 ChatGPT 创造出新的市场, 谁就有希望获得商业上的成功。

美债高利率的全球影响及未来趋势

来源: FT 中文网(2023-08-30)

作者: 周茂华(中国光大银行金融市场部宏观研究员)

5 月初以来, 美债利率结束两个月横盘震荡, 强劲反弹, 美债 10 年期收益率由于 4 月底 3.4% 升至目前 4.25%, 盘中一度高见 4.34%, 2 年期美债利率升破 5.0%, 创出 2008 年以来高位。本轮美债利率强劲走升的原因, 未来走势及持续美债高利率对全球经济、金融产生哪些影响?

美债利率飙升原因？

3 月份，由于美国银行业危机冲击，市场美国经济衰退和美联储降息预期升温，市场避险需求美债走牛，但随后美联储通过创设银行定期融资计划（BTFP）救急工具，缓解了美国银行业危机，美债利率在随后两个月呈现横盘震荡走势。但 5 月份美国债务上限博弈，8 月初惠誉调降美国主权评级，美联储为避免通胀预期脱锚，政策转向鹰派基调，美债利率震荡走高。尽管 5 月底美国国会两党达成债务上限，7 月美国非农、通胀数据超预期降温，8 月美国财政部长耶伦等政府官员公开指责和驳斥惠誉调降美国主权评级行为，并积极为美国债市站台等，对美债市场情绪起到一定舒缓作用，但并未改变 5 月以来美债利率震荡上行趋势，美债曲线保持深度倒挂。

5 月份以来，美国债务上限博弈和主权评级调降是美债走熊的直接触发因素，但其背后反映市场对美债市场供需失衡与中长期健康状况的担忧。美国债务上限博弈背后除了政治博弈，更重要反映美国巨量公共债务与滚雪球式的债务积累，美国正逐步陷入债务陷阱，市场对美债供给与财政风险担忧挥之不去。同时，美联储控通胀工作尚未完成，为避免市场通胀预期脱锚，美联储维持鹰派并稳步推进 QT，也一定程度加剧市场对美债供需失衡担忧。

美债利率走势？

从走势看，美债供给担忧和美联储鹰派基调继续对美债构成利空，参考美联储加息周期，美债利率仍有一定上升空间。

短期看，美债供给压力仍大。截至 8 月 23 日，财政部一般账户（TGA）余额 4160 亿美元，较 7 月高位回落 1338 亿美元，且偏离 6000 亿元“合意水平”；同时，近几个月，美国财政收入整体趋缓，支出和赤字扩大，根据美国财政部预计，第三季度国债发行净额将超过 1 万亿美元，远高于 5 月初预估的 7330 亿美元，第四季度发行净额将超 8500 亿美元，并且预计未来赤字仍有扩大可能。另一方面，美联储继续维持紧缩政策基调，这势必加剧市场对美债市场流动性恶化担忧。当然，从目前美联储缩表节奏放的很慢，美联储逆回购由去年底 2.3 万亿美元降至目前 1.6 万亿美元，以及美国银行超额准备维持高位，反映目前市场资金压力仍可控。

从中长期看，美国财政负担越来越重。截至 8 月 23 日，美国公共债务存量 32.7 万亿美元，如果按照 3.0% 的美债收益率计算，美国政府仅债务利息支持就接近万亿美元，占美国 2022 年 GDP 的 4.8%（2022 年美国 GDP 增长 2.1%），占 2022 年美国财政收入 4.9 万亿美元的 20%；再加上美国社保、福利等财政刚性支出规模越来越大等，美国赤字融资需求将持续扩大，而经济增速不断减缓，根据美国国会预算办公室（CBO）预测，到 2053 年，美国公共债务、赤字分别占 GDP 比重将升至 181% 和 10%，而 2023 年分别为 98% 和 5.8%。

另外，值得关注的是，近年来全球去美元化有提速迹象。一方面，美国债务滚雪球式积累与美国潜在增速低迷，美国财政风险在上升；另一方面，新兴经济体长期“苦于”美国经济、政策外溢影响，尤其是近年来，美元及部分国际金融基础设施武器化，美国单边和保护主义抬头及全球经济多极化发展迅速，全球贸易、投资和资本循环在逐步变化中，推动投资者思考美债长期投资的潜在风险、收益和必要性。近年来，各国官方储备多元化节奏在明显加快。

美债上行空间？一方面，从历史经验看，前三轮美联储加息周期尾段前后 3 个月，美债利率多数情况有所回落，并且美债利率一般会触及甚至略高于政策利率峰值。参考这一特征，近日美国 2 年、10 年期利率分别为 5.03% 和 4.25% 附近，仍低于政策利率水平，加之供给担忧未消，美联储可能低估高利率持续时间和 QT 影响，短期美债走势偏空。但另一方面，美国通胀回落，经济趋缓，市场对美联储加息已有预期，将制约美债利率上升空间。美债利率趋势回落需要让市场看到供给压力缓解，美联储政策转向希望（通胀向 2.0% 趋近，经济前景恶化等）。

从长期看，美国不断膨胀的债务，人口老龄化等深层次结构性问题拖累经济增长潜力，单边主义负面影响等，美国要么通过提升劳动生产率来消化债务，要么继续传统美元全球环流，让低廉价资金来源不断流入。客观上美国需要维持低利率环境，以支持庞大的公共开支、避免债市崩盘，后续美联储转向宽松可能只是时间问题，但美债潜在风险逐步增大也显而易见，近年来美债市场剧烈波动，其安全资产属性面临挑战不断增大。

美债高利率影响？

美债作为传统安全资产之一，美债常被作为其他金融产品的定价基准，美债利率波动将对美国及全球金融、经济构成影响。一般来说，美债利率走高代表美元流动性和金融环境收紧，将推升美国及部分非美经济体的融资成本，对消费和投资构成抑制作用；美债“无风险利率走高”、金融环境收紧、需求前景趋缓，将削弱风险资产投资回报和吸引力。美元作为重要国际货币，各国拥有数量庞大的美债资产和外债，美债利率上升，将对各国中短期偿债负担，本币汇率和跨境资本流动性产生较强外溢影响，少数经济、金融存在明显缺陷或失衡的经济体将被迫跟随美联储加息，甚至陷入政策调控“两难”境地。

令人惊讶的是，本轮美联储激进加息，政策利率和美债利率均创出 2007 年以来高位，但上半年，美国就业和消费韧性超预期，美国经济活动对高利率“免疫”？

文章认为，美联储激进加息对经济负面影响有望逐步显现。美联储激进加息、QT，市场利率大幅上升对美国房地产市场、银行业、制造业部门、商品市场，以及商品通胀等方面影响已有所显现。房地产 30 年期抵押贷款利率 7.23%，2000 年来高位，美国成屋销售保持低迷（另外部分原因来自供给瓶颈）；美国制造业活动已连续 9 个月收缩；从美联储 BTFP 工具余额继续走高及美国银行倒闭情况看，美联储高利率引发银行业危机余波未平，市场利率持续走高，美国银行、保险等机构继续面临“痛苦”。从以往加息周期看，美联储加息对经济复苏动能存在滞后影响，预计本轮激进加息，市场利率飙升，将对美国居民消费、企业投资的抑制影响逐步显现，就业持续放缓、银行等金融机构承压、信贷标准趋紧，部分金融产品违约率将有所上升。

其中，美债价格持续下跌导致美国银行业面临多重压力，例如：美国部分银行金融资产缩水、亏损；美债高利对部分区域中小银行存款造成虹吸效应；房地产等利率敏感型行业继续承压，并对部分中小银行产生外溢影响。目前美国银行业健康问题仍无法回避，在美国高利率，经济前景趋缓的环境下，市场恢复区域银行信任可能需要一段不短的时间。

对中国影响？

从 5 月国内情况看，美债利率飙升对国内金融市场构成扰动，但对国内实体经济与政策影响非常有限。

5 月以来，中国央行两度降息，美联储超预期转向鹰派，中美名义利差有所扩大，从统计看，人民币对美元贬值与中美名义利差扩大确实存在一定相关性，但这种利差扩大，并未引发中国短期资本恐慌外流，人民币恐慌抛售情况。上半年国际收支基本保持平衡，外汇市场情绪稳定，同时，5 月以来，人民币与美元走势出现明显“分化”，人民币对美元贬值 5.0%，而美元仅升值 2.3%，反映人民币贬值还受其他因素影响，例如：5 月以来，国内公布宏观经济数据接连不及市场预期，释放市场对经济修复动能放缓担忧，叠加跨境企业季节性购汇旺季影响。

宏观经济与政策方面，美债利率大幅上升并未影响国内货币政策独立性和实体经济融资成本。5 月以来，为确保经济处于稳步恢复轨道，中国央行加大经济逆周期调节，通过降息等工具，引导市场利率中枢进一步下移，推动宽信用和实体经济融资成本稳中有降。

从趋势看，美债利率走高对中国影响有限，人民币面临环境更为有利。一方面，中美经济前景面临分化。2 季度属于中国经济复苏进程中的波折，经济活动由非常态向常态回归，企业和居民心态逐步修复，符合其他经济体一般经验和规律。国内服务消费保持积极扩张态势，随着促消费和内需宏观政策，房地产纾困政策效果滞后显现，经济复苏动能有望增强。而受到高利率、美国家庭超额储蓄消耗，美国公布指标整体趋缓，后续关注高利率潜在后遗症具体影响。

另一方面，美联储加息尾声。美国通胀趋缓，政策利率已进入限制性水平，美债曲线倒挂，美国银行业危机余波及经济衰退风险仍无法忽视，美联储 9 月有望最后一次加息，美债利率上限空间受制约。如果综合考虑中美通胀差异，中国实际利率仍具有优势。

另外，人民币汇率经历多次严峻内外环境考验，外汇市场加快成熟，人民币市场化改革显著增强人民币汇率弹性；以及中国庞大外汇储备及可供中国央行选用的稳汇率工具多，都为人民币汇率稳定提供有力支撑。

资产负债表衰退理论：为何被学术界忽视

来源：FT 中文网（2023-08-27）

作者：陈稻田（经济学博士，金融从业者）

近期野村综合研究所首席经济学家辜朝明可谓是名动华夏。6 月他在香港为一家券商做策略会演讲时阐述了他的资产负债表衰退理论，对日本长期低迷的经济提供了一个简单直观的解释，据此对中国的经济前景也进行了展望，并给出了鲜明的政策建议。当前恰逢中国经济较为低迷，房地产市场承压，他的理论引起很多人的共鸣和认同。

辜对自己在经济学理论上的贡献也颇为自信，在其《大衰退》一书中他自称解释了美国大萧条，因而摘取了宏观经济学的“圣杯”。在前述的演讲速记稿中，他声称：凯恩斯的“通论”未能发现资产负债表衰退的概念，美联储前任主席伯南克在读了他的书之后才在 2008 年金融危机中采取了正确的行动，而欧洲央行因为没有采纳他的理论则多受了很多挫折。辜朝明的这些说法引起了我的兴趣，商业机构的经济学家是从事经济预测和分析的，极少有人会声称自己有学术上的建树，更不用说要和学术界的顶尖学者一比高下。我对凯恩斯和伯南克的著作和生平都算是比较熟悉，就我有限的阅读，我也从来没有在学术界的相关重要论文或专著里看到过对辜朝明的任何引用或评论。

究竟是一位不世出的杰出经济学家超越了这个时代？还是辜的理论价值有限？回到《大衰退》一书，如何看待这些问题？

日本经济的“大衰退”：真相与迷思

辜朝明所说的“大衰退”主要指的是日本经济“失去的 15 年”（2008 年该书出版）。“大衰退”的说法给人的印象是日本经历了长达 15 年的经济衰退，但这是很不准确的。按照 2015 年的日元购买力计算，在 1994 到 2008 年期间日本的实际 GDP 年均增速是 1.2%（1994 年为 446 万亿日元，2008 年为 526 万亿日元）。考虑到日本劳动人口的显著下降和人口的高度老龄化，这个增速不算高，但是也不能说有多差。经济学家对衰退有公认的定义，在上述期间日本经历了三次经济衰退，分别为 1998 年的亚洲金融危机衰退，2001 年的经济衰退和 2008 年的次贷危机全球经济衰退。日本的经济波动和全球高度同步，也没有什么过于特别的地方。

真正令经济学家感到惊讶和不满意的地方是：日本的实际产出水平长期低于潜在产出水平，也就

是说经济资源长期不能获得充分利用。当然，在此期间日本经济另一个显著特点是长期的通缩，1994 年的名义 GDP 为 511 万亿日元，2008 年为 528 万亿日元，考虑实际 GDP 的增长，GDP 平减指数是年均负的 1%，也就是日本经历了长期通缩。名义 GDP 的长期停滞和物价的长期低迷可能是辜朝明“大衰退”书名的由来，作为一个醒目的标题这本来也没有太大问题，但是我阅读书中的内容后，感觉辜似乎确实是在认真的讲日本经济长期衰退的故事，这可能是有误导的。

令人困惑的“债务最小化”

“债务最小化”确切的含义是什么？是要把债务降低到零吗？这是一个作者频繁使用，却始终没有清晰定义的一个概念，而这个假设对他的理论至关重要。辜朝明资产负债表衰退理论的大意如下，在巨大的资产泡沫破裂后，日本企业总体变得资不抵债，经济进入“阴”的状态（辜以类似宽泛的方式定义了另外一个“阳”的经济状态）；在这个状态下企业的目标从利润最大化转向了债务最小化；企业优先考虑偿还债务，而不是扩大投资，导致需求下降，进而带来经济的持续衰退。为了准确起见，我引述他的部分原文，辜写道：“不管是日本人、美国人、德国人，还是中国人，一个状态良好，正在盈利，但同时又正在为资产负债表所深深困扰的企业管理者毋庸置疑都会做出同一个选择：他将毫不犹豫的立即将企业盈利用于偿还债务。换言之，以负债最小化，而非利润最大化作为企业运营战略的首要目标。”辜朝明认为企业经营目标出现根本性变化，原因在于“在这个过程中，企业总是以光鲜亮丽的面貌应对外部媒体和分析人士，激励宣扬他们一片光明的盈利前景，以便将外界注意力从资产负债表上转移开，与此同时不动声色的全力还债。企业的主管们只能如此，因为资产负债表的问题一旦曝光……，银行自然会切断它的资金链，供应商也会……，从而导致这家企业的生存变得岌岌可危。”

上述对企业债务最小化的说法缺乏说服力。假想一下，如果你欠银行很多钱，同时已经是资不抵债，银行不会不知道，特别是不会长期不知道。此外，这种情况下你根本不会害怕银行，因为银行和你已经是“命运共同体”。日本庞大的海外投资也对债务最小化提供了一个反证。1994 年日本的 GNP 与 GDP 比值是 100.8%，到了 2008 年这个比值变成了 103.3%，有显著的提高。这说明日本在此期间一直在进行较大规模的海外投资，这些海外投资贡献的收入导致国民要素总收入显著高于国内生产总值。如果企业的目标是负债最小化，而不是追求利润，怎么会有这么大的海外投资？因此，对日本经济低迷更合理的解释是日本国内缺乏有利可图的投资机会，而不是企业不再关心利润。

我再尝试举一个例子来说明企业债务最小化假说的不合理之处。假设一家日本制造企业在 1980 年代中期有良好的资产负债表和现金流，但 1980 年代末和 1990 年代初的房产投机导致企业的净资产为负数。现在企业拥有一个有竞争力的主业和一座不值钱的楼房，同时欠了银行很多钱，净资产为负数，这时候应该做什么呢？我相信仍然是利润最大化。如果有扩张的机会，企业会留存利润扩大投资，这样他将来会有更多的利润，更多的利润将来也可以更好的偿还银行的贷款，银行对此应该不会反对。当然，如果不看好经济前景，企业就不会扩张规模，这时才会把利润用来降低债务水平，需要指出的是这也是以利润最大化为目标的，是为了降低利息成本。

此外，从人性的角度看，一个昨天疯狂的投机者，今天竟然会很本分的偿还银行的债务（在未来房产价格涨回高位的希望很小的情况下），独自承担房价下跌的所有损失，这种“非理性”的行为令人难以理解。我相信赌博亏损的钱不会影响一个正常生意的利润最大化，至少不会完全影响。如果企业被银行接管了，这时候才可能进行债务最小化，也就是把债务全部还清，但这时企业已经相当于处在清算状态了。如果银行普遍接管了企业，普遍进行“债务最小化”，这正表明经济结构出现了严重的问题，而多少有点讽刺意味的是，结构问题的重要性恰好是辜朝明所否认的。

汇总起来，我感觉辜朝明需要对债务最小化的假设做更多的解释。

没有资产负债表的资产负债表衰退理论？

《大衰退》全书的核心是讲资产负债表衰退，但是令人意外的是，书里没有提供日本企业和家庭的资产负债表及其变化。通读全书，我没能了解到日本的企业因为金融投机最后导致的负资产有多大，泡沫破灭之前的净资产是多大，以及总资产的金额和变化情况。我也没能了解到在普遍进行债务最小化之后，企业债务具体的变化情况（原来是多少，后来是多少）。相关的问题还包括，资产负债中有多少是和主业相关的；有多少是投机带来的；企业和家庭部门债务杠杆率及其变化。应该说这些都是资产负债表分析最重要的内容，遗憾的是我通读全书都没有看到这类分析。书中确实提供了很多关于信贷萎缩和债务偿还的各类数据，但这没有构成系统的账目。我的感觉是，没有资产负债表的资产负债表衰退理论，就像是没有哈姆雷特的王子复仇记，让该理论的说服力大打折扣。

企业部门资产负债表的变化（财务记账）与真实资产和经济活动的对应关系是微妙而有趣的。例如，在不同的 ROE 水平下，同样的资产扩张速度对负债变化的要求就不一样。因此，即便研究债务最小化也需要系统的分析框架，而辜没有清晰的把这些东西展示出来。实际上，这类数据并不难获得，至少日本上市公司的数据是容易获得的。

因为缺乏较为系统的资产负债表分析，辜朝明对资产泡沫破裂后果的分析可能存在不小的偏差。在一个章节中，他声称日本股市和房地产泡沫破裂造成的财富损失相当于当时名义 GDP 的三倍，据此强调这个损失对企业净资产的冲击。但是资产泡沫破裂对财富的实际影响远远没有市场价值的损失那么大，原因在于并不是所有人都买在顶部（逻辑上这是不可能的），很多人只是经历了前面的暴涨和后面的暴跌，坐了一次“过山车”。

逻辑的困境

辜朝明的说法还面临逻辑上的很大困难：日本经济是因为企业进行债务最小化导致需求下降，然后导致经济长期不景气；还是因为经济预期差导致需求下降投资乏力，最后导致企业更多的把现金用来还债？即便确实有证据表明日本企业的债务水平（绝对额）是显著下降的，上面的因果关系也需要他仔细的辨别。假想有一个账房先生为财主记账，财主家业败落的时候，账房先生的账本也记录了更少的资产和负债。一个经济学家研究了史料之后说，是账房先生记录的资产负债表的衰退导致了财主家业的败落。辜的逻辑是否类似这位经济史学家？这留待读者的考量。

辜朝明的书还有一个不小的问题，就是他的理论只用来解释了衰退，而没有解释繁荣。经济周期中的繁荣和衰退是密不可分的，如果辜的理论是一个关于经济周期的系统理论，那么他需要用同样的模型来解释经济繁荣。除了对“阳”的经济状态有一些简短的叙述外，他似乎完全没有在意怎么用他的理论来解释经济繁荣，以及同样重要的繁荣和衰退之间的转化机制。要知道即便在“失去的 25 年”中（1998-2023），日本经济也经历了四次周期。

辜的著作有一段是讨论投资、储蓄和消费的，他似乎还在使用古典的“真实储蓄-投资”的概念。这让我想起在凯恩斯之前困扰经济学界很久的问题：如果储蓄资金没有被花掉，经济产出会下降，储蓄对应的“真实财富”去哪里了呢？凯恩斯的“通论”发表后，因为其极大的“革命性”，学术界在初期经历了普遍的困惑，然后一些敏锐的学者很快发现了凯恩斯著作对上述问题的答案：如果没有人花“那笔钱”，那么这些“储蓄资金”也就不会有！！另外，在讨论利率是如何影响投资的时候，辜似乎完全忽视了现代经济学的边际分析方法，他在书中反复论述企业在资产负债表严重恶化的情况下“对投资失去了兴趣”“对利率毫无反应”等等。这导致分析几乎无法继续深入下去。

主流宏观经济理论为什么不引入资产负债表？

辜朝明认为他通过对资产负债表的关注获得了关于经济衰退的全新见解，突破了主流经济学的某些局限。可是为什么经济学里的企业理论会忽视几乎所有人都知道的资产负债表呢？我尝试提供一个我的理解。经济学家当然知道企业是有资产负债的，他们认为资产负债表只是企业持有真实资产的一

个融资安排（部分是股权，部分是债务，这影响到收入在利润和利息之间的分配）。经济学家也相信市场能够做好融资安排，并且企业是最大化利润的。因此，在绝大多数情况下，把资产负债表引入经济学分析，事情变得麻烦很多，而带给理论分析的额外好处则很有限。

在投资理论里，利率降低会降低融资成本，增强经济预期，进而促进投资，这似乎有必要引入资产负债分析。不过经济学家有他们的办法，在宏观经济学的投资理论里面有托宾的 q 理论，这避免了繁琐的资产负债表的引入，保持了总体模型的简洁。我猜测这就是宏观经济学不引入资产负债表分析的一个主要原因：经济学家对他们的模型是非常讲究“经济”的（这让我想起杨小凯的“超边际分析”，它太复杂了，不够经济，因而难以被主流经济学界接受）。当然，在某些特定情况下，当债务和资产质量提供的信号对资源配置有显著影响的时候，经济学家也会考虑资产负债表，比如知名的金融加速宏观周期模型（伯南克、Gertler 和 Gilchrist, 2003）。这再次提醒我们，不要轻易批评一位理论经济学家看似无用的理论，或者是其看起来过于远离现实的抽象性，很多时候这都是理论家深思熟虑的设计。

走出通缩：2013 大转折

1998 年日本经济明显进入通缩，到 2013 年黑田东彦上任之前，日本央行为对抗通缩采取了各种措施，但总体都失败了。失败的一个原因是理论和政策的争论使得宽松的货币政策不够坚决，经常反复，这让货币政策的效果大打折扣。例如，从 2001 年开始日本采取了最早的量化宽松政策（主要是购买短期国债），但是央行资产规模增长并不快，到 2005 年底才累计增长 35%。更糟糕的是，从 2006 年初开始日本央行开始缩表，并且资产规模一度低于 2001 年的水平。政策的反复和认识有关，“通缩主要是由结构性因素导致的”，这种观点在日本一度很有影响力，它可能影响了央行进行总量宽松的信心。日本央行行长的一届任期是 5 年，2013 年之前的数十年中没有一位行长任期超过一届。如果抗通缩的货币政策见效需要的时间长于 5 年，考虑每一任行长还需要一些时间来学习适应，这种过短的任期可能也削弱了货币政策的有效性。

回顾历史，我们会发现同样的错误会以不同的方式重复，这凸显了人们对宏大自发秩序增进认知的不易，可谓是充满艰辛。2013 年前，在货币政策问题上日本央行显然重复了 1970 年代美联储的错误，当时美联储认为通胀主要是结构性问题，因而放弃了抗通胀的责任；而数十年后日本央行则认为通缩很大程度上是结构性问题，因而在对抗通缩上不够坚决。有趣而惊人的巧合是，美国的大通胀从 1966 年开始到 1981 年结束历时 15 年；而日本的大通缩从 1998 年开始到 2013 年结束也是 15 年。

转机需要正确的人物出现在正确的时点。沃尔克能够在 1979 年就任美联储主席，很大原因是长期高通胀已经把所有人都搞得精疲力尽了，各方都变得可以接受一个激进人物的激进策略。日本也类似，转机出现在 2013 年（已经经历了 15 年的通缩），新任首相安倍晋三给日本政坛带来了新的气象，他任命黑田东彦为日本央行行长，后者的团队成员包括一些对此前日本货币政策最尖锐的批评者。黑田很快推出了日本的通胀目标制（该国历史首次），同时宣布了新的激进量化宽松战略，资产购买的内容甚至包括股票 ETF。新政策显然受到了美联储的启发，当时美联储的第三轮量化宽松正如火如荼。此后进入到 2016 年，日本央行又引入了负利率和收益率曲线控制政策。效果是显著的，从 2014 年开始，持续了 15 年的通缩结束了，尽管达到 2% 的通胀目标还需要更多的时日，但是结束长期通缩已经是很重要的成就。在 2016 年及以后，日本央行的几个政策评估报告显示就业、经济活动、价格、通胀预期、实际利率等重要指标都朝着预期的方向在变化。2014 年也是日本股市触底并启动一个 9 年 3 倍牛市的开始。2022 和 2023 年，在全球主要央行不断加息和日本通胀“高达”4% 的情况下，日本仍然坚持了极为宽松的货币政策。2023 年，日本企业雇员工资上涨幅度达到多年来的新高。黑田东彦第二个任期结束后于 2023 年 4 月离职，继任行长植田和男总体延续了黑田的战略。按照目前的发展趋势，日本很有可能会达到可持续的 2% 通胀目标。

日本近些年的变化正说明货币政策的威力，也是主流货币政策理论和操作框架有效性的一个新例证。辜朝明应该了解最近这些年日本的变化，有意思的是这似乎并没有改变他的想法，他继续相信货币政策无效论，并进一步来到中国宣讲他的理论和主张（我的印象是，他的分析方法得到普遍认同，政策建议则可能有很多不同意见）。

逻辑与知识的进步

一个假说如果定义清晰，逻辑严密，会使得知识能够被高效传播、验证和积累，这也是经济学数学化蓬勃发展的主要原因。行文至此，辜朝明被经济学学术界忽视的原因也就不难理解了，他的理论定义过于模糊，逻辑过于松散，证据也很单薄。如果能够在概念和逻辑上更清晰的进行表达，他对知识的贡献可能会更大。除了我上面的讨论，还有一些不足也是很容易看到的，比如他对利率的讨论基本不区别实际利率和名义利率，这使得他对货币政策的讨论几乎失去意义。为了论证日本企业的债务最小化，他反复举例说在利率是零（或者模糊的说几乎为零）的情况下企业不增加负债而是减少负债。但辜引用的利率数据是严重误导的，日本的十年期国债利率 1995 年仍然处在 3-4.5% 区间，企业融资利率则至少要高 100-200 个基点。直到 2012 年长期国债利率还在 1% 附近，相应的企业债或银行贷款名义利率应该至少在 2-3% 以上。如果企业没有有利可图的投资机会，考虑不断的通缩，利润最大化的企业也会进行债务的消减。

逻辑的不足会阻碍知识的进步，即便对很聪明的人也是如此。前述借书给我的那位生物学家朋友，天资聪颖，才华全面，他可以轻松的领导一个规模不小的药物研究团队，剩余时间则用来进行各种时政研究，包括广泛阅读经济学作品，被一些人认为是普林斯顿最懂经济学的生物学专家。他很在意“政治正确”，因此对女性经济学家阅读的尤其多，对经济和政治形成了自成一体的见解，经常在美国的社交媒体上获得强烈反响。但有些可惜的是，这位朋友的逻辑在关键的时候往往有所欠缺，引述的概念经常宏大激昂、引人入胜而又含糊不清，因而不能获得在经济学知识上更大的进展（令人惊讶的是，在医药研究领域和争取工资待遇的时候，他的逻辑运用毫不含糊）。

辜朝明是位很成功的投行经济学家，一本著作存在某些不足着实无关宏旨，本不应大费笔墨进行评论。但是他有相当缺陷的理论在中国获得了广泛的影响和认同，甚至对一些国字头的研究机构都产生了不小的影响，这令我感到有些意难平，因而写下这篇文章。不过意难平的事很多且无用，如果本文能够增进对日本经济的一些认识，理清一些经济政策思路，这篇文章才算有了真正的价值。

国内财经

关于当前资本市场的一些思考

来源： 格隆汇网站（2023-08-22）

作者： 高善文（安信证券首席经济学家）

2023 年初，随着疫情管控的放开，中国经济活动经历了短暂而强劲的反弹，刺激了金融市场对于全年经济恢复的乐观情绪。然而，进入 2 季度，各项经济指标出现了全面和超预期的走弱，股票市场的悲观情绪开始蔓延。尽管 7 月下旬以来各项政策开始陆续调整，市场似乎仍然较弱。

一些悲观的看法认为，由于人口增长的不利趋势，房地产市场的持续调整，民营企业遇到的困难，以及地缘政治方面的不确定性等因素的交互作用，住户和企业部门开始调低对中国经济长期增长前景

的预期，并据此调整自身的经济行为，表现为普遍地减少消费、降低负债、削减投资，从而正在形成日本式资产负债表衰退。

这些看法进一步认为，由于这些变化反映着许多结构性矛盾的持续积累和普遍发酵，扭转局面比较困难。

这些分析和见解无疑十分深刻，值得我们借鉴和思考。

然而，如果我们仔细地观察细项数据，将会发现真实情况也许更加复杂。

例如，很长时间以来，制造业投资始终较为稳定，其中民营企业的占比总体上还在不断抬升；剔除掉房地产行业的影响之后，民间投资的总体增速也维持正常，其中在一些新型产业，其投资增长甚至十分强劲。

在住户部门减少按揭贷款的同时，其现金类资产大幅增长，显示出降低风险暴露的关键特征；与此同时企业部门的信贷和投资则正常增长，这与日本式资产负债表衰退期间的表现十分不同。

从劳动力市场看，零星数据所推算的劳动参与率上升；调查数据显示在岗职工劳动时间普遍延长；相对于大城市，中小城市的失业率下降更快；在经济增速较低的背景下，25 岁以上劳动力的失业率下降到数据记录以来的最低水平，这些变化也难以用资产负债表衰退进行解释。

从住户部门的消费倾向来看，其显著的抬升开始于 2020 年的疫情期间，这当然部分地反映了疫情防控对消费活动的影响。但无论是观察中国的消费倾向在疫情期间的变化，还是观察全球主要国家的消费倾向变化轨迹，除了美国之外，疫情放开以后，大多数情况下消费倾向的回升都非一蹴而就，反映出消费行为调整的诸多粘性。美国的异常表现很可能与其疫情期间的大量补贴存在关联。

合并这些观察，以及对中国金融市场变动的近距离感知来看，我们认为，对于当下的困难局面，相当重要的解释似乎是疫情造成的疤痕效应，与房地产市场流动性压力蔓延之间的交互作用。

看起来疤痕效应至少包括两个方面：一是疫情管控对微观经济主体资产负债表的冲击和破坏，二是疫情对民众造成的心理创伤。这使得民众至少在一段时间内更加厌恶风险，行为更加保守，更倾向于增加储蓄。

值得注意的是，各国之间疤痕效应的程度和表现不尽相同，除了疫情防控政策的差异之外，社会保障体系和财政干预方式的差异应该也是关键原因。此外，尽管疤痕效应的影响非小，但假以时日可以自我修复，当然政府的针对性的干预措施无疑可以加速这一过程。

中国房地产市场的调整反映了政策调控和房地产自身经营模式之间的冲突，本来独立于疫情的发展。但在实际的流动性压力扩散的过程中，却遭遇了疫情的冲击。

疫情冲击以及此后的疤痕效应加剧和扩散了房地产市场的流动性压力；房地产市场的流动性压力加剧了经济和金融市场的调整，反过来扩大和恶化了微观经济主体资产负债表所遭受的冲击，从而形成两者交互作用和相互强化的过程。

年初疫情管控放开之初，不少经济主体对接下来的经济情况抱有很乐观的预期，认为过去几年的困难主要是疫情带来的，很快就会消失。这被证明显著忽视了疤痕效应的持续影响。进入 4 月份以后，随着积压需求释放完毕，人们很快认识到存在广泛的需求不足，被迫对经济预期进行下修，这进一步加剧了疤痕效应和房地产市场流动性压力之间的交互强化过程，部分悲观的投资者甚至开始怀疑财政和金融体系的稳健性，在资本流出的同时，人民币汇率明显贬值，并跌破了去年 10 月份的低位。

7 月下旬以来，各项政策开始陆续调整，在央行超预期降息的同时，围绕房地产、地方政府隐形

债务等领域开始传出新的政策信号，监管部门为活跃资本市场也推出了一揽子政策措施，在着眼于便利交易、平衡一二级市场、规范大股东减持、引导公募机构以自有资金入市的同时，在扩大和鼓励长期资金入市，增加上市公司分红，降低税收摩擦等方面做出了许多务实的安排和积极的努力。市场在认真关注和消化这些政策信号的同时，也在期待进一步的政策细节。然而，受短期悲观情绪的影响，市场表现仍然较弱。

市场的短期波动受到诸多临时因素的影响，难以预测，并且从交易的情况看，投资者往往容易放大短期的悲观因素，忽略或轻视长期因素的影响，中国市场似乎更加如此。成功的价值投资强调反其道而行之，鼓励人们忍耐短期的波动，以收获长期的收益。

说到底，股价的本质是对上市公司未来长期现金流的折现。当然，这要求投资者可以客观地评估和预测长期现金流的趋势，在一个充满变化的世界里，做到这一点并非易事。但是，尽管长期的预测颇为困难，预测短期的股价涨跌也许更难。以至于有人戏言，预测短期股价好比与一头猪在摔跤，你很难赢，还会把自己弄得很脏，但总有不少投资者乐此不疲。

从长期的角度看问题，我们也许应该认真分析几个重要的趋势：

一、中国的城市化进程是否已经结束，房地产市场是否将会消失？

我们研究了日本和美国的房地产市场的基本趋势，这些国家的城市化早已结束。我们还深入研究了我国东北地区的房地产市场，这是因为东北地区的大多数城市的人口自 2013 年以来已经转入持续负增长，每年的人口减速达到 1 个百分点。实际情况是，在这些地区，仍然存在活跃的房地产开发和交易，其投资占 GDP 的比重稳定在 6 个百分点或者更高，新房销售面积能够维持在峰值水平的一半左右。以此为基础进行推断，目前我国房地产市场可能已经明显超调，未来的均值回复当属必然，不确定的主要是时间。

二、中国政府是否有能力控制地方政府的隐性债务和金融风险？

尽管不同口径估计的地方政府债务规模庞大，但中央政府的债务比例相当低，合并所有口径的政府债务而言，从国际比较看，中国的债务水平仍然处于可管理的区间。更加重要的是，中国居民的储蓄率非常高，政府债务的持有人主要是本地居民，如日本的经验所显示的那样，这可能放大了政府债务的腾挪空间。此外，政府还拥有庞大数量的能够盈利的国有资产，拥有长期可以变现的大量的城市土地和巨额的外汇储备，以及出色的信用记录，足以支持自身的信用。

目前的困难主要在于如何防范道德风险，这无疑取决于未来财政制度的进一步改革，在加强市场约束和财政纪律的条件下实现地方政府财力与事权更好的匹配。但是，在底线情况下，没有理由怀疑中央政府的财政动员能力。

当然，如果能够利用的当前的困难局面加快财政制度的改革，更好的理顺中央与地方的财政关系，则是最理想的结果。

三、中国的银行体系是否稳健？其长期盈利能力是否堪忧？

正如过去几年的房地产市场波动等所显示的那样，在巨大的冲击下，中国大型银行的资产负债表总体稳健，这反映了市场化改革过程中商业银行风险管理的巨大提升，以及对房地产泡沫的长期担忧所伴随的预防措施。实际上房地产市场产生的金融压力主要集中在影子金融体系，这使得其传导过程与日美的经历显著不同。

此外，过去十几年，中国商业银行的净息差持续收窄，资本回报率大幅下降，股价表现总体较弱，成为影响资本市场长期表现的不利因素。仔细研究历史数据容易发现，2010 年前后商业银行的息差

异常高企，可能主要反映了当时金融改革的政策设计，其目的在于帮助银行消化历史积累的大量坏账。随着这一改革的成功实现，息差开始进入正常化的下降过程。从目前金融市场交易的情况看，银行的净息差可能已经进入均衡区间，其长期下降过程也许正在结束。

四、中国资本市场能否创造长期回报？

从过往的长期数据看，作为中国经济中最出色的部分，上市公司创造长期回报的能力是确定的，中国市场的主要问题是短期波动太大，投资者又容易买在高位，影响了投资的体验。

不少人认为这是由于中国市场缺乏稳定的长期资金，即使对于公募机构和保险公司等大型投资者而言，其考核也是高度短期化的，从而刺激了追涨杀跌的投机风气，或者基于基本面的趋势投资，放大了市场的波动。

更重要的是，中国上市公司的分红率普遍较低。许多人强调，投资者在无法预期稳定的分红回报的情况下，只能通过股价上涨获得收益，这刺激了投资行为的短期化。

此外，如果上市公司利润再投资的预期回报率低于投资者持有资金的机会成本，那么应该将利润返还投资者，否则就形成了价值的毁灭。在经济日趋成熟的情况下，这一压力更趋明显。

但是在现实中，上市公司处于各种原因，难以做到持续和健康的分红，也损害了资本市场稳定运行的基础。

尽管这与内部人控制、中小投资者难以监督等公司治理方面的困难无疑有关，但国有企业提供了一个明显的反例。对于大量的大型国有企业而言，最终的实控人是各级政府，其对管理层的监督相当强大，但一些国际比较的数据仍然显示国有企业提供给政府的分红是异常低的。

在经济高速增长，高回报的投资机会广泛存在的条件下，这是可以理解，甚至是值得鼓励的。但在经济中低速增长的时期，无疑是一个不小的问题。

说到底，除了改革公司治理方面的需要外，观念的变化，习惯的普遍养成等健康的股权文化的形成也许同样重要。

值得注意的是，监管部门的改革在延长机构投资人考核期限，鼓励长期投资的同时，在鼓励公司分红和回购等方面也做出了许多务实的努力。如果大量国有企业能够扎实提高对包括政府在内的股东的分红回报，这对于观念的转变，风气的养成无疑会起到积极的助推作用。

在这一重要方面，中国资本市场的重要改革已经开始破题。

从这些方面的讨论看，尽管投资者对于短期的经济表现仍然充满疑虑，市场的波动也令人焦灼，但风雨过后有彩虹，这样的老话还是值得我们记取的。

中国处理债务危机历史经验的启示

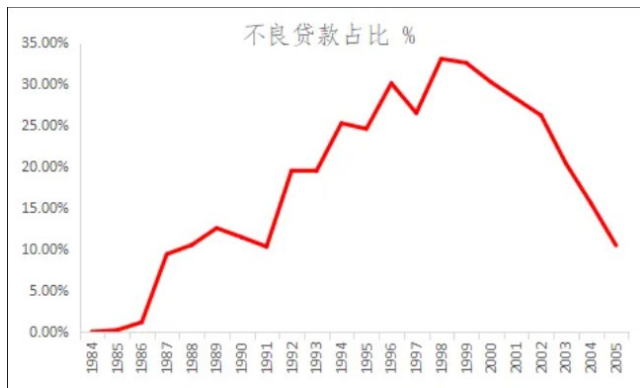
来源： FT 中文网（2023-09-07）

作者： 秦勇（上海发展研究基金会特约研究员）

1997 年，时任总理朱镕基在中南海紫光阁会见了时任美国联邦储备委员会的主席艾伦·格林斯潘。格林斯潘当时说道：“如果中国的银行支持改革，不良资产问题一定会解决的，只有这样，才能促进

经济发展。”而朱镕基则谈了另一个困扰中国经济的问题。他说：“国有企业的问题……现在我们实行‘抓大放小’政策：‘抓大’就是着重搞好大型企业；‘放小’是要放开中小企业，只保留必要人员，多余的下岗，发最低工资，下岗人员搞第三产业。这个调整时间需要三年，那时国有企业的情况会有很大好转。”

上面这段简短的对话，直接点明了中国上世纪 90 年代末所面临的重重问题，以及当时的组合式应对策略。



第一项改革涉及的就是不良资产处置。银行的改革并不仅仅涉及上面提到的不良资产处置，实际上现代银行体系建立起来也是上世纪 90 年代的事，正是现代银行体系的建立才使银行整体的坏帐风险暴露出来，同时也让市场对银行业整体的风险有了明确预期，此时再推出银行业的不良资产处置方案，市场才能够充分地给风险资产定价。《中国人民银行法》在 1995 年 3 月由第八届全国人民代表大会第三次会议通过，中国人民银行作为中央银行以法律形式

才被确定下来。当时确定的中央银行的职能两个：一是运用独立的货币政策对国民经济进行调控；二是对所有金融机构进行监管。而监管所参考的则是美国金融监管指标体系 CAMEL。它包括：（1）资本充足率；（2）资产质量，就是不良资产的占比；（3）管理质量；（4）盈利水平；（5）盈利水平。可见，正是前期的中央银行制度的铺垫，才让全面处理银行体系不良资产有矩可循。也是人们对整个银行业和经济恢复信心的第一步。

而当前，作为针对地方政府或者城投平台的不良资产处置应对短期风险的重要一步，7 月中央政治局会议第一次明确提出一揽子化债方案。一揽子化债方案如果仍然是针对一两个负担较重的地方或者地方城投平台的应急措施，那么城投问题并没有从根本上解决，地方发展模式也没有改变。如果土地财政所依赖的房地产市场的调整将是较长期的过程，中国未来可能持续会面临不良资产问题的困扰，不仅是救济过的地方政府可能重新暴露风险，随着房地产业的调整，也会有新的问题平台出现。

地方政府土地财政的形成在中国央、地财政与责权划分下有一定必然性，目前仍然可以推进的是，规范和建立新的地方政府举债体系，既体现地方发展的一般性，也充分体现地方的差异性，我们称之为地方政府债二级体系：

（1）地方政府一般债券，由地方政府直接发行，或者由两个或两个以上的地方政府，通过公募或私募方式联合发行，相关地方政府对所发行的债券本息承担连带责任。债券主要用于地方道路建设、地区开发、义务教育设施建设、公营住宅建设、公用事业，以及作为灾害应急事业费、灾害恢复事业费及灾害救助事业费等形成的赤字。

地方政府一般债券必须得到中央政府审批同意，经同意的地方债的融资财源和偿还财源都纳入地方财政计划，享受中央政府的优惠政策和信用保证。

（2）市民债券，主要用于基础公共服务之外的投资，比如高速道路、医院、高等学校等公共设施项目的投资，或者替换地方债所需经费财源。

市场债券无须取得中央政府审批同意，只需要取得地方人大和政协的核准，地方人大和政协向中央人大和政协负责，同时地方政府必须完全依靠自己或市场来解决相关地方债融资与偿还问题。对于地方政府来说，地方国企也是收益的重要来源，但只有在厘清了地方政府的债务能力范畴后，才有可

能推动地方政府改革地方国企，激励其努力实现地方债务平衡。

同时，为了防止地方政府风险偏好过高，中央层面进行宏观定量管理，规定中央和地方的财政赤字占 GDP 的比例要控制在 3% 以下，中央政府必须在首先考虑地方政府一般债券需求的情况下安排中央政府赤字率，并不断降低公债依存度，对于地方赤字水平控制较好的地方给予债务置换优先安排待遇，适当扩大中央信用支持的债务支持项目覆盖。

第二项改革对应 20 世纪末提高国企经营效率的国企改革。进入 21 世纪后，经过国企改制，分拆上市后，当前的效率问题已经没办法通过自身的改革更进一步了，需要通过不断放开非竞争性领域，发挥制度性竞争的作用，激发国有企业新活力。另外，与当时国企沉重负担相对应，当前需要大力改革的则是社保体系的负担。当前中国社保体系的问题是覆盖不足，大量沉淀的机关事业单位人员保障过高，大量公民未纳入保障体系，以及保障能力可持续性不足的多重困境。这对于即将陷入快速老龄化的社会来说，将是事关高质量发展、可持续发展乃至社会稳定的关键。现在有一种观点认为，短期的问题应当以救急为主，不能因结构性问题错失良机，但目前的情况是短期的问题已经累积到一个时间点，已经无法在旧有模式上循环往复，短期的政策只会得到市场以“政策饥渴综合症”回应，没有长期整体解决方案配合，逐步推进化解短期的难题，工具箱里最终会消耗尽所有政策空间。

从上世纪中国解决债务危机的经验看，短期措施是成立四大国有资产管理公司，将银行业的坏账剥离，但长期来看，这些坏账只是重新划分了归属，资产背后的实体经济以及经济关系状况都没有发生实质改变，也许银行的资产负债表相对健康了，但大量资产自身如果没有恢复造血功能，仍然无法从根本上切断与银行的联系。这就是第二项改革所带来的长期预期的改变：只有提高国有资产的经营效率，恢复资产的自我造血能力，同时复活金融体系的融资功能，金融和实体的良性循环才成为后面 20 年经济发展的坚实基础。

回到当前，对经济问题的最大的共识是私营部门缺乏信心。信心这个东西比较虚，但它一定是和预期相关联的。当人们能对未来有一个清楚的预期，并认同未来的图景可行时，信心才能建立起来。如果 20 世纪改革的重点是盘活资产，那么 21 世纪中国面临的最大的问题则是盘活“人力”。这有几方面的要义：（1）改善人力资本。人力资本最重要的是能够自由培养自己的能力，但在没有基本生活保障的情况下，大部分人力资本是没有得到充分发展的，现在尽管在国内还没有引起充分讨论，但全球已经在探讨新的福利机制 UBI（unconditional basic income，即全民基本收入），该机制可以改变收入结构，同时以基本收入形式无条件向全民发放的方式，改进现有福利体制的效率，最大程度上保证人力资本在发展起点上的公平性。（2）改善财富分配。笔者在《共同富裕的多面课题》（《清华金融评论》2023 年 3 月刊）一文中分析了中国实现共同富裕、改变收入分配不平等的一个可以有显著效果的改革，就是解决社会福利保障差异，以及城乡差异导致的公共服务待遇差异。（3）改善经济结构。中国要想迈向中高收入国家行列，参考所有国家的历史经验，必然要向服务型经济结构转变，服务型经济结构才能实现收入初次分配向劳动者倾斜，提高居民的收入。但服务型经济结构往往容易被忽略的是人力资本的衰退速度可能比较快，社会保障体系必须做出相应的变革。（4）改善消费倾向，活跃实体经济。经济学上关注的消费倾向主要与人们的收入水平相关，但实际上另一个决定消费倾向的是国家的社会福利保障的厚度，只有社会福利保障力度大，人们的储蓄倾向才会下降，消费倾向才会上升，实体经济也更活跃。

上述第一项和第二项改革顶多为走出危机和后面的经济发展准备好了“原料”，真正发展的配方，也是第三项改革，就是整个上世纪 90 年代都在为之努力的加入世界贸易组织（WTO）的努力，最终中国成功地在 2001 年 11 月加入 WTO。通常情况下，所有债务危机的处理先期都是看到债务问题的进一步显化，这个时候去风险比发展经济占据更主要的位置。我们可以看到中国银行业的不良贷款占比数据，1997-1999 年持续上升，直到 2000 年开始有所回落，2001 年之后快速下降。

加入 WTO 打通了中国融入世界贸易和商品链的关口，未来中国要想进一步释放增长潜能，需要打通科技和货币链的关口。科技和货币与贸易和商品流动不同，带有鲜明的制度内涵。首先，科技除了本身对宽松的环境有要求，更重要的是现代科技的发展是“散装”式的而不再是“集成”式的，没有哪一个国家能够垄断所有环节，同时科技借助的力量也是跨国家跨地域的，基于科技的保护和科技的运用约束就要求制度上的配合。货币流更是如此，一方面资本是支持科技发展的金融手段，另一方面资本是社会财富增值的手段，关系国家财富安全问题。

因此，中国站的高质量发展的新关口，应当以更加接轨全球的制度型开放融入全球科技与货币流。通过吸引全球科技力量与资本投入保障中国继续以中高增速发展，跨越中等收入陷阱。

上面三条改革是 20 世纪中国处理债务危机的成功经验带来的一些启示。这些对应到当下的改革都着眼长远，却是解决危机的第一步。在布局好未来发展的路径后，再来拆解当前的的问题，一方面可以掌握主动权，另一方面有长期经济预期托底，经济不会陷入长期通缩。当前房地产化险与上世纪日本房地产泡沫破裂有异同，决定了具体的处理手段上的几点差异：

（一）日本的房地产泡沫是在宽松货币政策的刺激下叠加金融自由化，银行风险偏好攀升，造成的银行不良贷款危机。中国当前一方面货币政策与经济状况相比，实际利率很高；另一方面，房价没有完全调整，还没有传导到非银金融，以及最终到达银行业；同时，没有激进的财政政策，地价没有进一步攀升。如果能够参考上面的思路，就能解除地方政府财政与房地产的绑定关系。取消房地产行业所有限购、限价要求，让房价充分调整，鼓励房地产企业和金融企业重组，以避免日本的困境，即在地产泡沫破灭初期不断想要托底金融企业，导致风险无法充分化解，最终又不得不大力推动金融领域改革。

（二）日本受“广场协议”约束，日元大幅升值，日本央行以宽松的财政与货币政策来对冲，进一步刺激了泡沫。中国则可以让货币适度贬值，同时避免进一步刺激更大的泡沫。

（三）日本的债务危机完全是银行和企业的风险偏好上升，银行固定资产贷款占比过高，当政府收紧利率并限制新增向地产开发的贷款占比后，资金链就出现断裂。但日本居民的财务状况并不是很差，因为土地私有，因此当地价上升后，居民的偿债压力并没有明显上升。而中国风险偏好大的一是地方，二是居民。地方政府可以通过上述长期改革方案改变未来的发展方式，并形成财政改善预期。居民收入也需要通过上述长期改革方案，即经济结构优化与社会保障完善，得到恢复。

从钢铁行业看国企混改走过的这十年

来源： FT 中文网（2023-08-30）

作者： 郑志刚

十年前，中国启动了以引入民资背景战投，实现所有制混合为内容的新一轮国企改革——“国企混合所有制改革”，简称国企混改。说到混改，一些读者也许会客气地告诉我，现在已经很少，甚至不提“混改”这个词了。现在更多的提法是“优化产业布局”、“做大做强国有企业与国有资本”，“国之重器”以及“提高核心竞争力”等。领导人讲话精神和政策解读不是我的兴趣，我的很多道上的朋友为此忙得不亦乐乎。每当我看到他们总能读出领导讲话的独特新意来，我总会莫名地对这些朋友生出一股敬意来。

我这里也许可以给出的我们需要继续关注国企混改的一个理由是，那些只是国企改革的目标，而

国企混改则是实现上述目标为数不多的的重要手段（当然，有些读者也许会义正辞严地告诉我，这些既是“目标”，又是“手段”。呵呵。）

如今国企混改已经走过十年，混改是否实现了国有企业转换经营机制，国有资本保值增值，以及当初立意更为深远的“竞争中性”的目的超过了本文评论的能力和范围。作为一个国企改革实践的长期观察者和研究公司治理的学者，我愿意通过记录我和我的团队长期观察的来自钢铁行业的案例企业混改这些年的变化，管中窥豹，希望能够对关心这一问题的读者找到答案带来启发。

为了应对 2008 年全球金融风暴后成为产业政策重要刺激对象的钢铁行业在 2013 年前后出现的严重产能过剩，在当时供给侧结构性改革的浪潮中，钢铁行业成为刚刚兴起的国企混改的重点领域。尽管都是来自钢铁行业的国企，都需要引入战投进行混改，但有的企业引入的是国资的战投，有的企业则引入的是民资的战投，还有的企业引入的是有限合伙组织的战投。这为我们评价哪种引入战投的混改路径更有助于实现国企转换经营机制和国资保值增值的目的带来可能。

需要说明的是，由于很多钢铁企业并非上市公司，我们只能从其旗下上市的子公司公开的信息披露和媒体的相关报道来了解和考察混改为企业带来的变化。这样做的合理性在于，作为中国企业的“优等生”（中国上市公司协会宋志平会长语），上市公司往往是所在企业集团绩效表现最好的企业之一（或者“没有之一”）。如果连治理规范经营稳健的上市公司如此，其他非上市公司的经营状况可以由此想见。

“国资与国资混合”的马鞍山钢铁集团

马鞍山钢铁集团（简称马钢集团）是中国特大型钢铁联合企业。2019 年 9 月 19 日，马钢集团与中国宝武钢铁集团签署重组实施协议，安徽省国资委向宝武集团无偿划转其持有的马钢集团 51% 股权。本次划转完成后，宝武集团成为马钢集团的控股股东。国企宝武集团由此成为马钢集团进行“混改”引入的战投。只不过这个战投不是混改通常意义上的民资背景，而是和马钢集团性质一样的国资。马钢集团由此也成为从 2013 年以来启动的新一轮国企改革中“国资与国资”之间进行所谓“混改”的典型案列。

马鞍山钢铁股份有限公司（下称“马钢股份”）是马钢集团旗下的 A+H 股上市公司。在马钢集团完成混改后，宝武集团成为马钢股份间接控股股东。根据马钢股份 2023 年 7 月 14 日发布的公告，公司预计 2023 年上半年实现归属于上市公司股东的净利润亏损 22.38 亿元（人民币，下同）左右；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润亏损 26.28 亿元左右。

对于上半年的净利润可能大幅亏损，马钢股份公告解释称，2023 年上半年，钢铁行业下游需求恢复不及预期，钢价低位震荡，成本端保持相对高位，钢材价格降幅明显大于铁矿石价格降幅，钢铁行业盈利空间受到严重挤压。

引入民资背景战投的新天钢

天津渤海钢铁集团是由天津钢管、天津钢铁集团有限公司、天津天铁冶金集团有限公司、天津冶金集团有限公司等 4 家国有企业于 2010 年合并组成的大型钢铁集团。在财务并表后的 2014 年，渤海钢铁一举进入美国《财富》杂志评选的世界 500 强企业榜单，排名第 327 位。但从 2015 年底以来，快速扩张后的渤海钢铁陷入了严重的债务危机，105 家银行金融机构卷入的负债金额总计高达 1920 亿元。

2016 年 4 月深陷债务危机的渤海钢铁被迫重整，在把经营状况相对尚好的天津钢管从渤海钢铁中剥离后，钢铁主业开始引入民资背景的德龙钢铁做战投，进行混改。2019 年，在德龙钢铁参与下，天津渤海钢铁集团完成司法重整，成立新天钢集团。

德龙钢铁的引入为新天钢带来很多方面的变化。按照媒体的相关报道，截至 2021 年年末，新天钢职工人均收入较重整前提升 46.69%。接受采访的员工表示，“企业重整后，体制更灵活、决策更快捷，分配机制就是鼓励创新，鼓励争上游，对我们想干事的年轻人来说是一个非常强的推动力”。

在 2022 年 8 月《财富》杂志发布的世界 500 强榜单，以新天钢集团为其控股子公司的德龙钢铁集团上榜，位列 469 名。

意外私有化的东北特钢

在尝试新一轮债转股遭到债权人一致拒绝后，债务违约的东北特钢集团被迫走上私有化道路。2018 年 10 月重整完成后，锦程沙洲持有东北特钢集团 43% 股权，东北特钢的实际控制人由辽宁省国资委变更为“江苏钢铁大王”沈文荣。

我们通过东北特钢控股的上市公司——抚顺特钢来分析东北特钢私有化后为东北特钢带来的变化。沈文荣控股抚顺特钢后，随即对董监高队伍进行了大调整。抚顺特钢的董事席位一共 9 位，其中沈文荣所在的锦程沙洲背景占四位，东北特钢背景占两位，另外三名为独立董事。副总经理、财务总监等主要高管职位人员也来自锦程沙洲背景。



私有化完成后，抚顺特钢的业绩表现开始扭转，甚至好于行业均值（参见图 1）。

图 1:2018-2022 年抚顺特钢净资产收益率（ROE）变化情况

先引入有限合伙组织后引入国资战投的重庆钢铁

重庆钢铁在较短的时间内先后经历了引入有限合伙组织的基金和国资作为战投的混改历程。重庆钢铁于 2017 年底开始进行混改。混改最初引入的战投既非德龙意义上的民资，也非中国宝武意义上的国资，而是一家采用有限合伙企业组织形式的“四源合产业发展基金”。在这家基金中，国资背景的中国宝武与民资背景的四川德胜只是负责分担风险的有限合伙人（LP），“四源合投资公司”作为“四源合产业发展基金”的执行合伙事务的普通合伙人（GP）和基金管理人，能够代表四源合产业发展基金履行所控股的长寿钢铁，进而重庆钢铁的投票表决等实控人事务。

而普通合伙人四源合投资公司则是由四家中外股东合资组成。除了分别持股 25% 中国宝武钢铁集团全资子公司华宝投资有限公司和中美绿色东方投资管理有限公司，以及持股 24% 的深圳市招商平安资产管理有限责任公司，美国著名私募股权机构 WL ROSS 公司持股 26% 成为第一大股东。而 WL ROSS 公司擅长重组钢铁、煤矿、电信、纺织等行业破产企业，曾成功并购重组美国第四大钢铁厂 LTV 和美国钢铁巨头伯利恒钢铁，是“四源合产业发展基金”背后的关键角色。

所有制以上述方式完成混合后，盈利动机明确的四源合投资仅仅派了“5 名既不炼钢也不炼铁”的高管，实现了重钢经营机制的转化，使在破产的路上走了十年的重钢起死回生。在四源合投资主导下，重组后的重钢完成了以下两方面经营机制的转化。其一，基于市场化原则建立激励充分的经理人与员工激励机制。2018 年重组后的 CEO 年薪 553.91 万元是 2017 年度 CEO 年薪 54.89 万元的 10 倍；在较短的时间内，重钢相继推出《重庆钢铁高管薪酬激励方案》和《2018 年至 2020 年员工持股计划》。其二，回归到 CEO 作为经营管理决策中心，实现 CEO 和董事会之间的合理分工。董事会明确给予 CEO 授权，机构设置、技术改造等事项甚至先操作后到董事会报批；而董事会则回到选聘 CEO 和考核评价 CEO 等基本职能。

令我一度颇感意外的是，2020 年 9 月，四源合产业发展基金宣布解散，并将长寿钢铁 75% 股权以非现金形式分配给中国宝武（获得长寿钢铁 40% 股权）与德胜集团（获得长寿钢铁 35% 股权）。中国宝武同时与重庆战略性新兴产业股权投资基金达成一致行动协议，取得长寿钢铁的控制权，间接实现对重庆钢铁控制。

中国宝武在接替四源合产业发展基金成为实控人后，改组了重庆钢铁董事会、监事会及高管团队。董事席位一共 9 位，其中宝武背景占 3 位，德胜背景占 2 位，重钢背景占 1 位，另外 3 位为独立董事。总裁、高级副总裁及首席财务官等主要高管来自宝武背景。

值得注意的是，中国宝武接手后，重钢的董监高薪酬出现回落。由四源合时期重钢的董监高薪酬总额接近 3000 万元（其中，高管最高薪酬超过 400 万元），到宝武接手后 2021 年这一总额为 1373.93 万元，2022 年为 1082.44 万元（其中，高管最高薪酬为 150 万元）。2020–2022 年间，重庆钢铁的业绩表现整体上与国有钢铁企业表现持平，但低于民营钢铁企业的平均表现。

媒体的报道和官方的舆论普遍强调四源合产业投资基金在完成重庆钢铁进行破产重整和重组初期的机制理顺的历史使命后，按照最初的协定自然退出。而四源合产业投资基金而不是后来取而代之的宝武成为重庆钢铁的战投从表面看似似乎只是一场历史的误会。例如，曾出任重庆钢铁董事长的周竹平先生在揭示重庆钢铁的重组为什么不直接由宝武来直接接盘时曾提到，“若是国企收购，通常方法是划转，但员工不太能接受对其利益的深度改革，各项债权人不能接受债务打折，若是其它国企直接接盘，只能是一场行政主导下的谈判过程，并非市场化主导，不具备把方案做得很精细的条件”；“况且用划转方式也存在法律隐患。那时重钢其它选择已不可行了，真正可行性操作就是进行市场化破产重整”。而彼时的中国宝武由于刚完成宝钢、武钢的合并，“内部事务相当繁杂，尚腾不出精力在市场上搞其他动作”。

然而，这里需要说明的是，重钢混改案例中有限合伙组织的四源合产业发展基金的引入在无意之中完成了股东权利实现方式的创新，创立了混改引入战投路径选择的一种重要模式。传统上，作为公司治理的权威——股东对重大事项的最后裁决权在“同股同权”构架下，依据“一股一票原则”直接在股东大会上投票表决。面对互联网时代日渐加深的信息不对称，把自己不熟悉业务模式创新的表决委托给专业投票机构代理受到越来越多股东的欢迎。而四源合产业发展基金采用的有限合伙组织形式一定程度上成为股东投票权代理的另类实现。在重钢混改引入的战投“四源合产业投资基金”中，GP 四源合投资负责代表整个基金履行所持有重庆钢铁股票的股东的投票权，而 LP 国资背景的中国宝武与民资背景的四川德胜则负责提供资金和分担经营风险。在上述有限合伙组织下，股东权利履行实现了深度专业化分工，由此带来了效率的提升。

重钢混改引入战投采用的有限合伙企业组织形式也得到了一些基金管理实践者的相关政策主张的呼应。例如，全国社保基金原副理事长王忠民先生 2019 年 11 月 26 日在上海“国资大讲坛”上指出，“改变当前国有资产管理模式，站在资本运营受托人的角度全新思考国资，手段上要充分借力母基金模式”；“只有投资链条表现为从母基金到基金，再到被投资企业，才可以让基金的专业投资价值得以实现，让不同特性的资本只做自己的事情，同时也可以规避风险和冲突”。王忠民先生特别提到，“让国有资本不仅做有限合伙人也做普通合伙人，直接去选择投资对象，一定会在利益的对冲性、风险的对冲性当中错位，从而直接导致国有普通合伙人做基金投资的风险加大”；“在基金运营模式方面，国有资本适合做有限合伙人而不是普通合伙人，毕竟普通合伙人对投资项目的选择和管理负有无限责任”。

选择四源合投资作为引入的战投——四源合产业投资基金这一有限合伙组织的普通合伙人显然是重钢混改前期成功十分重要的环节之一。令人感到遗憾的是，四源合产业投资基金如同美丽的昙花在绽放一瞬间之后从我们的眼前消失了，但它围绕国企混改引入战投的模式选择带给我们的思考却是

长久的。为了突出并纪念在重庆钢铁的混改历程中曾经出现的这一段有启发的实践，我倾向于把国企混改所采用的引入有限合伙组织的战投的模式总结为“重钢四源合模式”。未来国企混改也许可以考虑借鉴重钢四源合这一混改战投引入模式，一方面，国资主动充当母基金，扮演分担风险的有限合伙人的角色，以很好实现国有资本的保值增值和国有资本监管体系从管企业向管资本转化的目的，另一方面，在国内外物色风险共担的一流专业基金管理团队作为普通合伙人，现实股东权利履行的专业化分工，实质推进国有企业经营机制的转化和公司治理的规范。



文章的最后，让我们看一看后疫情时代钢铁行业发展的总体趋势。图 2 表明，即使同处于钢铁行业下行趋势下，民企的盈利状况远远好于国企。在 21 家发布业绩预报的企业中，17 家为国有企业，4 家为民营企业。在 17 家国有企业中，有 13 家亏损，仅有 4 家盈利；而 4 家民营企业中除 1 家亏损（ST 安泰）外，其他 3 家保持盈利。看到这张图，我一度感到有些恍惚，仿佛我们又回到启动国企混改这新一轮改革的 2013 年。

图 2: 2018-2022 年钢铁行业上市公司净资产收益率 (ROE) 变化情况

多年前，同样基于案例研究和行业观察，针对国企混改的路径选择，我曾提出“只有混，才能改”，“与其并，不如混”的主张。其中尤其强调国企只有引入民资背景的战投才能真正实现“实化股东责任”和“形成制衡构架”的混改目的，才能最终带来国企经营机制的转换和公司治理的规范。十年过去了，也许这些改革还在路上，也许这些改革的其他目的已经实现。

新闻快讯

国家统计局年内多次重申 “中国经济不存在通缩”

来源：经济观察网（2023-08-15）

作者：田进

8 月 15 日，国家统计局举行新闻发布会公布了 7 月中国经济发展数据，国家统计局新闻发言人付凌晖根据数据归纳了诸如服务业保持了较快增长、原材料制造业增长加快、高技术产业投资增长较快、贸易结构持续优化、城镇调查失业率基本平稳等经济增长亮点。

另一方面，7 月宏观数据显示，全国固定资产投资、社会消费品零售总额等则出现增速放缓迹象。付凌晖在答记者问时表示，7 月份部分主要指标增速有所放缓是月度之间的正常波动。总的来看，7 月份生产需求保持平稳增长，就业物价总体稳定，产业升级稳步推进，民生保障有力有效，国民经济持续恢复，总体延续向好态势。

付凌晖在答记者问时再次强调当前中国经济不存在通缩，下阶段也不会出现通缩。从整个经济运行的情况看，经济运行整体上在恢复，从货币条件看，广义货币增长、市场流动性总体充裕。从价格

看，这个月 CPI 同比有所下降，但是从环比来看，由上月的下降转为上涨。

此前，在中国经济一季报、半年报的新闻发布会上，国家统计局均提出“中国经济目前不存在通缩现象，下阶段也不会出现通缩”。

在就业率方面，7 月全国城镇调查失业率为 5.3%，比上月上升 0.1 个百分点。国家统计局方面表示，自今年 8 月份开始，全国青年人等分年龄段的城镇调查失业率将暂停发布。

对此，国家统计局称主要原因是：经济社会在不断发展变化，统计工作需要不断完善，劳动力调查统计也需要进一步健全优化。比如，近年来，我国城镇青年人中，在校学生规模不断扩大。在校学生的主要任务是学习，毕业前寻找工作的学生是否应纳入劳动力调查统计，社会各方面有不同的看法，需要进一步研究。待相关统计方法制度进一步完善后，会及时恢复发布。

国家统计局公布的数据显示，今年上半年 16-24 岁劳动力调查失业率为 21.3%。

社零增速放缓，但服务业保持较快增长

2023 年前 7 个月，社会消费品零售总额同比增速经历了倒 V 型增长，同比增速最高在 4 月达到了 18.4%，此后快速滑落，6、7 月同比增速分别为 3.1%、2.5%。

国家统计局数据显示，2022 年全国居民最终消费支出对经济增长贡献率为 32.8%，而 2013—2021 年，最终消费支出对经济增长的年均贡献率超过 50%。

回看上半年，最终消费支出对经济增长的贡献率回升至 77.2%，成为三大需求中拉动经济增长最主要的因素，比去年全年贡献率明显提升。

7 月份，全国服务业生产指数同比增长 5.7%。分行业看，住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业，金融业，交通运输、仓储和邮政业生产指数同比分别增长 20.0%、11.2%、7.6%、7.3%。1-7 月份，全国服务业生产指数同比增长 8.3%。1-6 月份，规模以上服务业企业营业收入同比增长 7.5%。

作为反映消费需求的一项重要指标，CPI 同比增速自 2022 年 9 月就整体进入缓慢下滑通道，2023 年 7 月 CPI 由上月持平转为同比下降 0.3%，为 2021 年 1 月以来最低水平。

在不同商品层面，7 月多项商品零售总额同比出现了超 10% 的跌幅。包括金银珠宝类同比下降 10.0%、文化办公用品类同比下降 13.1%、建筑及装潢材料类同比下降 11.2%。

国务院发展研究中心宏观经济研究部研究员张立群表示，CPI 走低反映工业消费品供大于求矛盾进一步凸显，因此扩大内需的紧迫性进一步加大；其次，PPI 总体呈现继续回落态势，而且在向上游传导。需求收缩问题更加突出。为此，要着力增强政府投资对全社会投资的带动作用，尽快增强扩大内需的实际效果。

付凌晖在答记者问时表示，7 月份 CPI 由上月同比持平转为同比下降 0.3%。下阶段，随着经济恢复向好，市场需求持续扩大，供求关系有望逐步改善，加之上年同期高基数的影响逐步消除，CPI 同比涨幅将逐步回到合理水平。

对于下阶段消费的走势，付凌晖表示，尽管还存在制约消费的一些不利因素，但是随着经济恢复、居民就业改善、收入增加以及促消费政策显效，消费有望持续扩大。从近期情况来看，暑期旅游出行、文体娱乐火热情况仍有望保持。从大数据观测情况看，旅游消费有望持续回暖，随着促进电子产品、家居消费等政策措施显效，相关消费有望逐步改善。同时市场供给逐步优化，为消费扩大创造有利条件。

投资增速保持规模，民间投资仍需提振

1-7 月份, 全国固定资产投资 (不含农户) 285898 亿元, 同比增长 3.4%, 今年一季度固定资产投资为 5.1%, 上半年增速为 3.8%。

作为拉动经济增长的“三驾马车”之一, 固定资产投资在中国经济中占据重要份额, 也在近几年推动经济增长中被寄予厚望。2022 年, 固定资产投资成为稳经济的一个重要抓手, 资本形成拉动经济增长 1.5 个百分点, 对经济增长的贡献率达 50.1%。

分领域看, 前 7 月基础设施投资同比增长 6.8%, 虽高于整体投资增速, 但从 4 月开始, 基础设施建设投资增速呈现逐月下滑的态势。

一项值得注意的数据是, 固定资产投资中, 民间投资经历了连续负增长。其中, 1-5 月、1-6 月、1-7 月的同比增速为 -0.1%、-0.2%、-0.5%, 而 1-7 月国有控股投资为同比增长 7.6%。

从 2017 年开始, 民间投资增速与国有投资增速差距逐渐拉大。2017 年-2022 年, 民间投资平均增速为 4.4%, 低于全国投资 0.3 个百分点, 低于国有投资 0.8 个百分点。2019 年-2022 年, 民间投资平均增速为 2.9%, 低于全国投资 1.3 个百分点, 低于国有投资 3.3 个百分点。2022 年民间投资增速为 0.9%, 低于全国投资 4.2 个百分点, 低于国有投资 9.2 个百分点。

细细分析, 2022 年, 房地产投资占全社会固定资产投资约 25%, 其中民间投资又占其约 80%。也因此, 2023 年房地产形势的景气程度成为民间投资增速走势的重要因素。

进入 2023 年, 负增长仍是房地产投资的主基调。1-7 月, 全国房地产开发投资 67717 亿元, 同比下降 8.5%, 增速相比 1-6 月下滑 0.6 个百分点, 房地产开发景气指数从 4 月以来持续下滑。

近期, 碧桂园房地产事件对于房地产市场的影响备受关注, 付凌晖对此表示, 目前房地产市场总体处于调整阶段, 部分房企经营遇到一定困难, 特别是一些龙头房企债务风险有所暴露, 影响市场预期。但要看到这些问题是阶段性的, 随着市场调整机制逐步发挥作用, 房地产市场政策调整优化, 房企风险有望逐步得到化解。

固定资产投资中, 高技术产业投资增速较快。1-7 月高技术产业投资同比增长 11.5%, 其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 11.5%、11.6%。高技术制造业中, 医疗仪器设备及仪器仪表制造业、电子及通信设备制造业投资分别增长 16.0%、13.9%; 高技术服务业中, 科技成果转化服务业、专业技术服务业投资分别增长 44.9%、23.8%。

工业增加值保持增长, 规上企业利润降幅收窄

今年以来, 全国规模以上工业增加值呈持续正增长态势。分经济类型看, 7 月份, 国有控股企业增加值同比增长 3.4%; 股份制企业增长 5.0%, 外商及港澳台商投资企业下降 1.8%; 私营企业增长 2.5%。

分三大门类看, 7 月采矿业增加值同比增长 1.3%, 制造业增长 3.9%, 电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.1%。原材料制造业增加值同比增长 8.8%, 比上月加快 2.0 个百分点。

国家统计局公布的数据显示, 今年以来规模以上工业企业利润持续负增长, 降幅呈现连续收窄态势。其中, 6 月份, 全国规模以上工业企业利润同比下降 8.3%, 降幅较 5 月份收窄 4.3 个百分点。

分开来看, 1-6 月份, 规模以上工业企业中, 国有控股企业实现利润总额 12002.0 亿元, 同比下降 21.0%; 股份制企业实现利润总额同比下降 18.1%; 外商及港澳台商投资企业实现利润总额同比下降 12.8%; 私营企业实现利润总额同比下降 13.5%。

国家统计局工业司统计师孙晓解读称, 今年以来, 随着推动经济持续回升向好各项政策措施落地显效, 工业生产稳步恢复, 企业盈利逐月改善。其中, 七成以上行业盈利较一季度改善, 制造业带动

工业企业利润改善作用较强。上半年，制造业利润降幅较一季度收窄 9.4 个百分点，带动规上工业利润降幅较一季度收窄 7.4 个百分点。

在行业角度，利润分布呈现了分化的态势。1—6 月份，在 41 个工业大类行业中，12 个行业利润总额同比增长，29 个行业下降。其中，黑色金属冶炼和压延加工业利润同比下降 97.6%，石油、煤炭及其他燃料加工业利润下降 92.3%。电力、热力生产和供应业利润总额同比增长 46.5%。

付凌晖在发布会上表示，今年以来规模以上工业企业利润降幅连续收窄，7 月份工业生产者出厂价格改善有助于企业效益回升。下阶段，尽管面临市场需求制约，但随着经济恢复，产业升级持续推进，新动能积聚壮大，工业运行有望保持总体平稳。

外贸负增长，稳出口政策需加力

从世界层面来看，全球贸易的弱复苏已成为多个经济体面临的共同挑战。

4 月 5 日，世界贸易组织预计 2023 年全球商品贸易量增长率将下滑至 1.7%，明显低于过去 12 年 2.6% 的平均水平。国际货币基金组织于 7 月 25 日发布的《世界经济展望报告》将全球经济增长预期从 2.8% 上调至 3.0%，仍低于去年的增速。同时，报告也提出，虽然近期经济增长意外向好，但仍有继续下行的风险。

在这样的宏观背景下，5—7 月中国出口同比增速分别为-0.8%、-8.3%、-9.2%。

据 8 月 8 日央视新闻，海关总署统计分析司司长吕大良表示，7 月当月，我国进出口 3.46 万亿元，处于历史同期较高水平。与 2019 年同期相比增长 25.7%，较 2020—2022 年同期均值高 4.5%。整体看，我国外贸进出口运行平稳、符合预期，长期向好的基本面没有改变。

中国国际经济交流中心首席研究员张燕生表示，现在全球经贸形势是“好不到哪去，也坏不到哪去”。一方面，全球经贸比去年更难，外需整体并不好；另一方面，全球经济也有其韧性。包括美国第二季度的经济增长出乎意料的强劲，同时欧盟、日本的经济增长也好于预期。

在这样的宏观背景下，5—7 月中国出口同比增速分别为-0.8%、-8.3%、-9.2%。

张燕生表示，一直以来，中国的外贸企业都非常努力，并且做得很好。比如跨境电商发展迅速，“新三样”（电动载人汽车、锂电池、太阳能电池）出口持续保持高增长。但诸多亮点之下，外贸企业无法改变非经济因素的影响，地缘政治的影响可能会影响未来 5 年甚至 10 年外贸发展的基本态势。

“我担心的是，如果下半年世界贸易进一步恢复，订单需求开始好转，但地缘政治、非经济因素仍影响国内企业公平竞争客户的订单，这最终将影响中国在世界贸易中的份额。稳住外贸、稳住外资就是稳住中国经济发展的基本盘，为此，需要国家方方面面的政策举措。”张燕生表示。

面对错综复杂的外贸形势，张立群认为下半年出口面临的困难可能会更多。因此未来还是要坚持底线思维，需要把预案做得更周全。在这样的基础上，尽可能地把稳出口工作做得更好。

除了外需，张立群认为当前更需要从内需出发，挖掘国内超大规模的市场潜力。包括要尽快通过政府投资带动全社会投资，进而带动企业的生产，实现就业、居民收入和消费的增长，这样将使内需尽快地进入全面回暖轨道。

付凌晖在发布会上表示，今年以来，世界经济增长总体乏力，全球贸易投资放缓，外需收缩对我国的外贸增长制约加大。面对困难的局面，我国加力推动外贸稳规模优结构，外贸韧性持续显现。下半年，随着外贸稳规模优结构政策效应持续显现，我国出口有望保持基本稳定，货物贸易继续保持顺差。

证监会正抓紧制定资本市场两个行动方案

来源：财经网（2023-09-07）

作者：梁银妍

中国证监会首席律师焦津洪 9 月 6 日在第二届金融街资管论坛上表示，目前，证监会聚焦高质量发展、建设中国特色现代资本市场系统工程，初步形成了“1+N+X”的政策框架，这标志着资本市场新一轮深化改革开放已经拉开帷幕。

“其中有两个‘N’与本次论坛密切相关。”焦津洪说，一个“N”是制定实施资本市场投资端改革行动方案，另一个“N”是制定实施资本市场服务建设现代化产业体系行动方案。

据焦津洪介绍，资本市场投资端改革行动方案的重点是，持之以恒大力发展权益类基金，着力提升专业能力，推进行业费率改革，进一步增进投资者获得感、满意度，持续引导各类养老金、保险资金等中长期资金加大入市力度，同时全面优化资本市场投资生态，营造各类资金“愿意来、留得住”的市场环境，为资本市场服务实体经济引入更多源头活水。

资本市场服务建设现代化产业体系行动方案的重点是，紧紧围绕建设现代化的工业、农业、服务业和基础设施，通过差异化制度安排，优先支持产业链供应链“链主”企业和专精特新企业做大做强，助力建设世界一流企业，打造战略性现代化产业集群，推动传统产业转型升级，推进产业智能化、绿色化、融合化。

“目前证监会正在抓紧制定方案并推动落地落实。”焦津洪表示，随着“1+N+X”政策体系和重点举措落实落地，通过投融资两端的协同努力、共同推进，资本市场服务实体经济、服务建设现代化产业体系的质效将进一步提升。

金融支持民营经济力度不断加大， 企业期盼信贷服务更便捷

来源：证券日报网（2023-09-06）

作者：韩昱，杨笑寒

近期，促进民营经济发展壮大的政策举措密集出台落地，其中，金融支持民营经济、民营企业发展的力度也持续加强。

当前金融对民营企业的支持力度如何？民营企业又有哪些切实的需求、期盼？未来做好民营企业的金融支持又有哪些发力点？《证券日报》记者就上述问题采访了多家企业与专家。

金融支持民营企业发展

力度加码

近期，金融对民营经济的支持力度不断加码。在 9 月 4 日国新办举行的新闻发布会上，国家发展改革委副主任丛亮介绍，“在优化民间投资项目融资支持方面，充分发挥与国家开发银行、中国工商银行、中信银行等 7 家银行建立的投贷联动机制的作用，向有关银行推送了首批 715 个民间投资的项目”。

8 月 30 日，金融管理部门联合全国工商联召开金融支持民营企业发展工作推进会，提出“要进一步加大对科技创新、‘专精特新’、绿色低碳等重点领域民营企业的信贷投放，继续落实好房地产‘金融 16 条’。要畅通民营企业股、债、贷三种融资渠道。”

从国家金融监督管理总局发布的数据看，银行业保险业也持续加大重点领域和薄弱环节支持力度，投放力度加大，今年上半年，普惠型小微企业贷款新增 3.8 万亿元，同比多增 1.1 万亿元。民营企业贷款新增 5.5 万亿元，同比多增 9016 亿元。普惠型小微企业贷款平均利率同比下降 0.49 个百分点，民营企业贷款平均利率同比下降 0.25 个百分点。

光大银行金融市场部宏观研究员周茂华对《证券日报》记者表示，目前金融对民营企业的支持，在“量”和“质”方面均有显著提升。金融服务民营企业“量增、面扩、价降”，民营企业信贷增速明显高于各项贷款增速。

Co-Found 智库秘书长张新原在接受《证券日报》记者采访时表示，近期金融对民营企业的支持有诸多亮点，例如，提供贷款担保、设立专项基金等为民营企业提供了更多的融资渠道和机会。同时，金融机构也积极参与，支持民营企业发展，与企业签署战略合作协议，提供更加灵活的融资方案等。

在上述金融支持民营企业发展工作推进会上，工商银行、建设银行、中信银行、北京银行和中国出口信用保险公司等 5 家金融机构围绕创新支持模式和金融产品、提升民营企业首贷和信用贷款投放能力、发挥保险融资促进功能等方面作经验交流。部分金融机构与部分民营企业代表，上海证券交易所、深圳证券交易所、银行间市场交易商协会与部分民营房企代表现场签署战略合作协议。

民营企业多样化融资需求仍待满足

在金融信贷对民营企业支持力度不断加大的同时，政策举措落实的过程中也存在民营企业经营者的多样化融资需求与金融机构提供的融资信贷产品、服务不相匹配的问题。

某工程类民营企业办公室主任告诉《证券日报》记者，今年以来，银行积极落实金融支持政策，其多次与公司负责人就融资贷款发放等方案进行过沟通。然而，银行发放贷款融资还存在手续繁琐等问题。年初，公司以较低利率从银行获取 499 万元贷款，但是在贷款过程中，要以公司房产作为资产抵押，对房产进行价值评估的手续较繁琐、耗时较长。尽管银行提供的利率较为优惠，但公司在经营过程中仍更倾向于采用民间融资手段，因为民间融资的程序更快，能够满足企业小额、高频、具有一定突发性和随机性的融资需求。

“一些民营企业由于规模较小、短时间内难以获取现金流利润等原因，难以获得金融机构的支持，融资渠道有限。”张新原表示，目前金融支持民营企业还需要在落实上细化和推进中深化，比如，部分金融机构对民营企业的风险认知仍较高，对其融资申请审批较为谨慎，导致融资难度较大，这也金融支持民营企业的“堵点”之一。

另一位民营企业董事告诉《证券日报》记者，今年银行对于专精特新企业接洽的力度和合作意愿度明显提升，如出台专精特新企业纯信用线上产品等。纯信用线上产品不需要抵押物和担保，对于轻资产运营企业更友好。

“近年来，民营企业融资难题一直以来都是痛点，在‘三支箭’的持续发力下，信贷支持民营企业的力度不断加大，银行针对专精特新企业开展了专项的金融支持计划，力度不断加强。”巨丰投顾

高级投资顾问李名金在接受《证券日报》记者采访时表示，若要更好地缓解民营企业融资难题，拓宽融资渠道是未来的一个关键发力点。

上述金融支持民营企业发展工作推进会提出，要畅通民营企业股、债、贷三种融资渠道。贷款方面，实施好再贷款再贴现等货币政策工具，引导金融机构加强对接走访，推进金融产品和服务创新，持续加大对民营企业的信贷投放。债券方面，推动民营企业债券融资支持工具扩容增量，扩大民营企业债券融资规模。鼓励和引导机构投资者配置民营企业债券。股权方面，支持民营企业上市和再融资，积极发挥地方政府专项引导基金作用，完善投资退出机制。建立健全与民营企业常态化沟通交流机制，为金融支持民营企业发展创造良好舆论氛围。

“未来，金融机构应继续稳步提升对民营经济的综合金融服务水平，落实好对小微企业不良贷款容忍度等差异化政策，配套做好风险判断、续贷办理等方面工作。”仲量联行大中华区首席经济学家兼研究部主管庞溥对《证券日报》记者表示。

中国“精准出击”激发经济增长动能

来源：参考消息网（2023-08-11）

编辑：参考消息网编辑

参考消息网 8 月 11 日报道据英国《泰晤士报》网站 8 月 8 日报道，中国当局似乎决心采取较有针对性的应对措施，精准对特定经济领域进行支持，而不是采取如“巴祖卡”火箭筒般的大规模刺激措施来提振消费者信心、启动投资和应对青年失业挑战。

据报道，英国万神殿宏观经济学研究公司的中国经济问题专家邓肯·里格利说：“决策者正在尽力兼顾扩大内需和防范金融风险等政策目标。中国不会像应对 2008 年全球金融危机时那样通过缺乏筛选的投资项目传导全面信贷和财政刺激。该国正试图在不加剧债务风险的情况下支持经济。”

在 7 月的中共中央政治局会议后，当局发表声明说：“要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费。”

北京大学的金融学专家迈克尔·佩蒂斯认为，预计中央将要求在今年余下时间内增加基础设施开支，“也许不是‘巴祖卡’火箭筒，但也不是玩具气枪”。

货币政策有所放宽，以帮助支持消费者，但央行主要采取渐进式措施来促进借贷。中国央行 6 月将中期贷款利率下调 10 个基点，是近一年来首次调整。

法国兴业银行首席中国经济学家姚炜表示，对家庭进行直接收入或消费支持被视为不可持续的，可能导致通胀。

大宗商品巨头嘉能可公司的首席执行官加里·内格尔表示：“这也许不是一些人所期望的‘巴祖卡’火箭筒，但我们已经看到了为让中国经济继续向前而采取的刺激措施。”

他说：“在电网支出方面有投资，在可再生能源领域有大量投资，还有鼓励消费的措施。他们又在进口锌了，发电量创历史新高，煤炭进口非常旺盛。所以情况并不那么糟糕。”

矿业巨头力拓集团首席执行官雅各布·斯陶斯赫尔姆 7 月表示：“我们正在应对一个增长中的非常大的经济体。在某些领域存在一些挑战，但我们的经验是，即使情况不那么好，中国人也有令人印

象相当深刻的能力来管理经济。”

数(CPI)同比下降 0.3%。该数据略高于分析师的预期,此前的普遍预测是同比下降 0.4%。

国家统计局城市司首席统计师董莉娟表示,总体看,CPI 同比回落是阶段性的。下阶段,随着中国经济恢复向好,市场需求稳步扩大,供求关系持续改善,加之上年同期高基数影响逐步消除,CPI 有望逐步回升。

新加坡《联合早报》网站 8 月 9 日也报道称,中国国家统计局数据显示,7 月份 CPI 同比下降 0.3%,环比则上涨 0.2%。另外,中国国家统计局公布的 7 月份 PPI 同比下降 4.4%,环比下降 0.2%,同比和环比降幅均收窄。

报道称,受国内外需求疲软等影响,中国经济复苏在今年一季度强劲开局后放缓。为了提振国内消费需求,有关部门已出台一系列政策措施,预计还将出台更多措施。

另据台湾《旺报》网站 8 月 6 日报道,大陆国家税务总局 6 日再推出和优化五方面 28 条便民办税缴费举措,重点聚焦支持民营企业为主体的广大中小微企业和个体工商户,促进新出台的一系列延续、优化、完善的税费优惠政策更好落实落细。

据报道,为促进经营主体应知尽知最新税费政策,税收红利愿享尽享,国家税务总局发布的相关通知提出,制定编发支持小微企业和个体工商户发展壮大的税费优惠政策清单及相关指引,完善税费政策精准推送机制,制定并试行《税费政策精准推送工作规范》,更好实现“政策找人”,并不断拓展企业自主申报、自行享受适用范围。