

2017 年第 6 期 总第 14 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 6 期·总第 14 期

国际财经

美联储缩表是洪水猛兽还是幽灵陷阱，一场金融大暗战早已蠢蠢欲动.....	1
2017 诺贝尔经济学奖得主理查德·塞勒对行为经济学的贡献.....	3
行为经济学的秘密.....	10

国内财经

中国主权评级为何接连下调？.....	12
中国经济面临十大尖锐问题.....	18
大数据弥补不了计划经济的根本缺陷.....	22

新闻快讯

8 月中国新房价格上涨速度创 13 个月新低.....	25
2013 年以来最大增幅！中国 8 月工业企业利润同比增长 24%.....	26
IMF 警示全球金融风险 继续关注中国信贷增长.....	27
朔伊布勒警告世界有再次发生金融危机的风险.....	29
美元或即将引爆资产价格泡沫.....	29

财经参考

国际财经

美联储缩表是洪水猛兽还是幽灵陷阱， 一场金融大暗战早已蠢蠢欲动

来源：BWCHINESE 中文网 (2017-09-22)

作者：Steven Sen (BWC 中文网独家撰稿人)

此次美联储缩表和过往的缩表有明显的不同，此次美联储缩表可能暗藏了一个“幽灵陷阱”。

近一个世纪以来，美元一直被视为金融界的终极避风港，但从 2007 年开始爆发次贷危机以来，整个美国金融市场已走到了悬崖边上，此前，美国通过三轮 QE (通常被理解成是印钱)，投放了巨量的美元来拯救美国经济和金融市场，使得美联储持有的资产规模从 2008 年之前不足 9,000 亿美元猛增到现在的 4.5 万亿美元。

不仅仅与此，包括新兴市场国家在内的全球央行也向市场投放了巨量的货币，这些钞票如洪水猛兽般冲向了市场，使得美欧这些国家度过了次贷债务危机，并引发了一轮长周期的美国大牛市。今天，大部分的投资者看到美联储公布的 4.5 万亿美元的缩表规模和暗藏很深玄机的首次公布的 2020 年利率目标范围预期时还是大吃一惊，这意味着另一只抽市场流动性的洪水猛兽回来了，因为这是 QE 的逆过程操作：

美联储会通过基础货币抽走巨量的市场流动性，造成美元紧缺并引导利率上升，这给高杠杆资金带来压力和恐惧，因为这 4.5 万亿美元是基础货币，再通过货币的杠杆乘数，就会使得美国的股市和债市等资产泡沫急速缩水甚至破灭。这就是缩表被市场看成是洪水猛兽的原因之一了。

实际上缩表也好，加息也好，最终都是体现在利率的长与短的区别上，值得一提的是，在 2018 年，美联储如果真的在三次加息同时把资产缩表规模达到 3900 亿的话，这可能才是最恐怖的。

与此同时，BWC 中文网注意到，今天，很多的媒体报道、经济学家及市场从业人士们也认为，美联储资产规模的扩张会释放大量流动性，造成宽松的资金环境，因此它的逆过程缩表必然造成流动性紧缩。

事实也的确如此，自美联储 1913 年成立以来，经历过 6 次明显的资产规模收缩。无论是主动缩表还是被动缩表，结果都是市场流动性紧缩，其结果是无一例外的拖累美国经济的增速，使得失业率上升。

但此次美联储缩表和过往的缩表有明显的不同，此次美联储缩表可能暗藏了一个“幽灵陷阱”。这个陷阱就是此次缩表的结果不仅不会使得市场流动性收缩，反而很大可能会释放更多流动性。



左图为各国M2同比增速图，右图为内循环扩表的资金流向 / 资料来源：Wind、致富研究

因为，次贷危机后美联储资产规模的迅速扩大，并没有造成市场流动性的泛滥，即便是美国 M2 同比增速最快的 2009 年 1 月也仅为 10.3%，低于欧元区 M2 同比增速的高点，也远低于中国流动性释放速度。造成这样结果的原因便是此次美联储扩表采用“内循环”方式，之所以没有造成流动性泛滥，是因为由于超额准备金的存在，虽然基础货币量大幅上升，但相应的货币乘数也大幅下降。下面的这张图表完美的演绎了这个过程中的资金流向。

在美联储获得存款机构的准备金后，联储利用这些资金购买了国债和 MBS。不同于国债为财政部融资，MBS 将资金大量注入“两房”等美国支持的企业（GSEs）及相关金融机构。而由于市场分割，这些企业不能直接将资金存入美联储以获取无风险利息，只能存入银行，再由银行存入美联储。但无论是经过财政部还是其他机构，这些随着美联储资产规模扩大而增加的资金始终在体系内部循环，并未直接流入市场。

一些与 BWC 中文网（ID:bwchinesewx）有联系的经济学家透露，事实上，美联储实际上是凭空创造了一笔钱来购买债券。现在，它也将以相同的“内循环”方式来销毁这笔钱。

此前，美联储把到期的美国国债和抵押贷款支持证券投资所得进行再投资，使其资产规模维持在约 4.5 万亿美元的水平。现在美联储将从 10 月开始允许其中的少量债券到期，不再进行再投资。为了帮助读者更好的理解和解释美联储将如何处理这笔“内部循环”的钱，让我们回顾一下最初美联储是如何购买债券的。

当私人投资者购买债券时，他们利用现金、借款或通过出售资产来融资，随后把这笔钱用于购买债券。美联储则不同。美联储无需这样做，因为美联储有权电子生成金融系统中本不存在的美元，并将其转入销售抵押贷款支持证券或美国国债的债券交易商的银行账户。美联储获得债券，卖方账户则增加和这些证券价值相等的金额。美联储实际上并不为此印刷纸币，而是电子生成金融系统中本不存在的钱。

所以，“内循环”扩表可以看做各方资产规模扩大，也可视为各方净资产规模没有改变。这种循环式扩表像击鼓传花一样，将资金在体系内的各方都过了一次手，使得各方的资产和负债同步大幅上涨。但实际增加的只是账面数值。

因此，这就意味着，虽然在次贷危机以后，美联储通过流动性计划和量化宽松注入 4.5 万亿资金，导致庞大的美联储资产负债表。但是，以美联储为准备金付息为核心“内循环”扩表的巧妙设计，美国既切断金融危机蔓延的可能，又使得救市资金循环于体系内部，所以，并不会给市场造成流动性的泛滥。

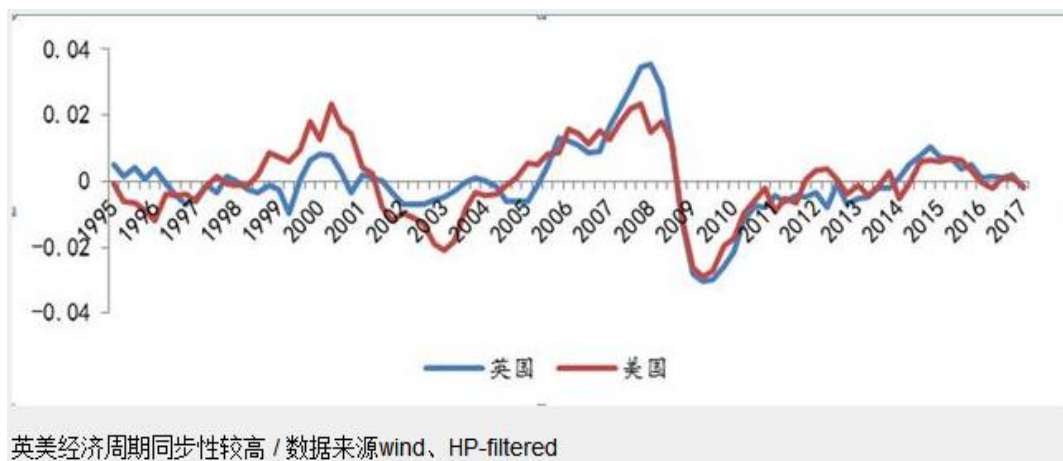
另一个事实是，在过去美联储的缩表过程中，基本都伴随这降息。那是因为通常缩表意味着市场流动性的收紧，如果同时再受到加息影响，会造成市场流动性短缺。然而由于此次美联储是缩表和加息同时进行，这是因为此前美联储“内循环”扩表时将资金锁定在体系内部，并没有使市场流动性泛滥，因此由于此次缩表并不是传统的回收流动性，更可能是流动性的释放。

美联储此次采用被动型缩表，这就意味着，美元将不再以“优质资产”的美国国债为其背书，那么美元指数可能相应下滑，这与当前特朗普的弱美元政策一致，弱化后的美元会改进贸易赤字并有益于经济走强。所以，从这个层面上来看，BWC 中文网在此前就提及，特朗普与耶伦的各种“嘴炮”都是假像，只是在演戏而已。

但是，现在美国已经准备开始甩卖次贷危机时候累计下来的巨额金融泡沫，美国要开始“甩锅”了。在这种情况下，美国会再次搅动整个世界的金融市场，因为，美联储缩表的金融核弹一旦被引爆，全球央行们都会跟上，事实上，一场金融大暗战早已开始蠢蠢欲动，还有英国、日本和欧洲这些国家也都在暗中准备。

全球开启缩表进程，越晚缩表通胀压力越大。发达国家的经济周期领先，周期滞后顺序是美国、

英国和欧元区。



随着美联储加息尤其是开启缩表的进程，这无疑将彻底逆转全球利率市场的走势，

让金融为王的时代告别，美国十年期国债收益率就是全球最基础的利率指标。

2017 诺贝尔经济学奖得主理查德·塞勒 对行为经济学的贡献

来源：财新网(2017-10-09)

作者：邹新月，陈玉琳

理查德·塞勒(Richard Thaler)是美国著名行为经济学和行为金融学家。他于1945年出生在美国新泽西州。1967年获凯斯西储大学学士学位；1970和1974年分获罗彻斯特大学文学硕士学位和哲学博士学位。先后执教于罗彻斯特大学(1971-1978)和康奈尔大学(1978-1995)，1995年起任芝加哥大学商业研究生院行为科学与经济学教授、决策研究中心主任至今，同时兼职于美国国民经济研究局(NBER)。塞勒主要致力于心理学、经济学等交叉学科的研究。在理论研究中，他对反常行为、经济人假设、禀赋效应、跨期选择、心理账户和股票市场等方面研究做出重大贡献；在实际应用上，他分析和解释了消费者行为、社会福利政策、储蓄投资政策等行为经济案例。其代表作有《赢者的诅咒》(R. Thaler, 1991a)、《准理性经济学》(R. Thaler, 1991b)和《助推》(Sunstein Thaler, 2008)等。

一、塞勒关于行为经济学的理论观点

（一）塞勒早期对反常现象研究的视角

塞勒于1974年在罗彻斯特大学获得经济学博士学位，他将自己第一个研究方向确定为行为经济学，并对人类生活的货币价值做出理论研究。也是从那时开始，塞勒养成了收集经济学中反常现象的习惯，而这些有趣反常行为来源正是其同事或亲朋好友。1974年是他执教的第一年，他邀请同事参加晚宴，晚宴开胃菜是腰果，每个客人都很喜欢吃，但当他把这道菜撤入厨房时，客人们却为这一决定叫好。塞勒在同事谢弗林（H. Shefrin）帮助下，运用委托-代理理论框架对晚宴中腰果插曲进行分析并得出结论：人由两种心理控制，一种希望获得立即满足，另一种理智地权衡现在与未来。塞勒身边许多人选择牺牲现有价值获取未来12个月而不是9个月的价值，他们支持价格随机游走却一直试图在股票市场里进行波段操作，同时把退休基金投资于债券，尽管历史上它的回报率低于股票。这些人的反常选择又是源自什么？塞勒对这些生活中反常现象的思考，构成了他独特的研究视角，正是这种新的研究视角使塞勒的研究成果具有独创性与开拓性。

塞勒独特的视角开始并没有引起罗彻斯特商学院同事们的重视，因而他转到了康奈尔大学，并在那里继续深入地追求自己的研究目标。塞勒对于如何运用前景理论(prospect theory)解释人类行为做了进一步的探索。举例来说，A先生邻居儿子愿意以8美元价格帮他除草，他选择拒绝，同时，他也拒绝以20美元价格帮邻居除草；B先生付了300美元会费加入了网球俱乐部，虽然肘部受伤，但他却坚持练习，因为他不想浪费这300美元；这些有趣的问题均在塞勒的研究范围之内。1976年卡内曼的研究助理费斯科霍夫(B. Fischhoff)首次将特沃斯基和卡内曼的研究成果介绍给塞勒，当看到特沃斯基和卡内曼合作发表在《科学》杂志上的《不确定条件下的判断：试探与偏见》(Tversky Kahneman, 1974)一文时，塞勒终于为自己收集到的那些关于决策选择时不太严谨的事实找到了理论上的依据，与此同时也确立了自己未来的研究方向。几年后，特沃斯基和卡内曼发表的《前景理论：风险决策分析》(Tversky Kahneman, 1979)，是一篇关于人们处理不确定性和风险方法的突破性论文。塞勒在该文的价值函数(value function)部分发现了自己以前缺乏的东西，即为他所研究的反常行为找到了理论解释。这一发现对他日后的研究创新产生了巨大的影响，他随后的许多研究都是运用预期理论中的价值函数替代传统经济学中的效用函数来进行研究，从而取得丰硕成果的。但塞勒大部分创新反常行为研究成果却并没有立即公开发表，这是因为塞勒学术观点认为经济主体实际选择行为与主流经济学所做的预测不一致，而主流经济学理论认为塞勒学术观点对系统性中不一致现象的解释力极其有限。主流经济学理论被反常行为冲击，甚至部分旧的经济理论被创新的经济理论取代，而塞勒在经济学领域中的作用就是加速了这个进程。

（二）塞勒对理性行为的批判

塞勒在1987至1990年间在《经济展望期刊》开设专栏，将自己对反常现象的研究成果公开发表。随后，他将其中的13篇专业论文汇集成册，出版了题为《赢者的诅咒》(R. Thaler, 1991a)的著作。在这些研究工作中，塞勒运用博弈论、金融学、劳动经济学和心理学等众多交叉学科领域知识，在消费者选择、自我控制、储蓄行为和金融领域做出了巨大理论贡献，与此同时，塞勒发现经济学理论基本假设、偏好理论及其基本假设、有效市场假说等一些传统的经济学理论假设存在着一些缺陷。他认为经济学基本假设的缺陷在于：无论是企业理论、金融市场还是消费者选择理论，个人在所有经济现象分析中均被假设成是理性和自利的，同时会尽可能地追求最大利益。然而，现实中的个人往往依靠直觉来解决问题，而且就算人们谨遵各种假设，也会经常犯错误，所以说理性的经济人假设往往是一种理想的、简化的假设。现实世界纷繁复杂，个体之间千差万别，不可能用一个假设束缚住所有个体。塞勒认为自利原则(R. Thaler, 1988a)也不是完全有效的，人们会通过合作来产生共赢，甚至会无私地牺牲掉自己的利益来进行慈善捐赠。因此，人既不完全自利，也不完全自私，只是个非完全理性的个体。

塞勒等在《合作》(Dawes Thaler, 1988)一文中，基于单次博弈和重复博弈两种情况考察了许

多的合作行为，并引出阿克塞尔罗德（Axelrod, 1996）的互惠利他主义（reciprocal altruism），得到了一个经典结论：只要一起合作的人没有占对方便宜，人们总是倾向于选择合作。经济学模型中理性、自利的人基于利己主义做出相互选择，他们往往所得到的只是总体的次优选择，而“明智的合作者”才会得到最优的收益。塞勒在《最后通牒博弈》（R. Thaler, 1988b）一文中通过观察最后通牒博弈这种游戏得出一个结论：公平概念在决定谈判结果方面具有重要的作用。从公平问题出发，又引申到“公平人”和“经济人”问题，在试验中有些人看重公平，有些人看重博弈。塞勒认为经济学家存在一种思维模式，他们认为自己 and 模型中的人都是头脑冷静、不讲情面、斤斤计较的，同时他们关心财富超过关心公平；而其他的社会科学家往往认为人们都是“老好先生”。塞勒要做的研究并不是试图去证明哪一种行为占主导地位，而是要着眼于研究产生各种行为的原因。他在《赢者的诅咒》（R. Thaler, 1988a）一文中提出，投标人会犯系统性错误，然而这些错误被传统经济理论排除在外，这就会使经济学研究不符合事实。塞勒和特沃斯基（Tversky Thaler, 1990）在偏好理论研究方面探索了偏好反转现象（preference reversal）。偏好反转现象向传统假说提出了挑战，对经济学和决策理论具有重要的意义。传统假说认为，决策者有固定的偏好顺序，人们可以像翻书那样“查”到他们的偏好，但他们通过实验证据得出结论认为，不同的诱导方法能够改变偏好因素的相对权重，从而产生不同的偏好顺序，或者说，价值和偏好通常是在诱导过程中建立起来的。塞勒认为经济学基本假设和偏好理论的缺陷只是现有经济学理论缺陷的一个部分，有效市场假说和资本资产定价模型等均被发现存在一些不足。

（三）塞勒对行为经济学的理论建树

塞勒针对经济学现有理论体系中的某些缺陷进行了深入的研究，贡献了诸多理论研究成果。

1. 禀赋效应。禀赋效应概念由塞勒（R. Thaler, 1980a）首先提出，但其理论基础源于特沃斯基和卡[内曼]的前景理论。塞勒认为人们在决策过程中对利害的权衡是不均衡的，对“避害”的考虑远大于对“趋利”的考虑，这充分体现了行为经济学的研究方法。传统经济学理论往往会假设决策制订者把损失的费用等同于机会成本，但相对于机会成本来说，现实生活中人们往往更重视自己的损失。举例来说，工资按工作时间给付，若你在每周工作 50 小时的同时可以有一个在工作时间内休息 5 小时的机会，你是否会选择休息？若你在每周工作 45 小时的同时有一个再工作 5 小时的机会，你是否会选择工作？当视工资的减少为损失的费用、额外收入为机会成本时，答案是否定的。禀赋效应的提出引起了人们巨大的争议，因为它挑战了新古典主义经济学对消费者选择的分析基础，即效用决定于客观资产价值，而且它的提出冲击了科斯定理（Coase theorem），即只要交易成本为零，财产的法定所有权分配就不会影响经济运行效率，资源配置最终状态与产权配置的初始状态无关。按照科斯定理，政府应该做的事情就是尽量降低市场交易成本，使产权明晰，市场效率趋于最优。然而，当考虑到禀赋效应以后，政府仅仅做出这样的努力或许还不够，初始的产权配置对最终资源分配有着决定性作用，这就要求政府应该考虑到市场效率的低下，在分配产权开始阶段就必须更注重效率，而不能指望过分依赖市场调节。

2. 跨期选择。塞勒及其合作者（Loewenstein Thaler, 1989）指出跨期选择是对成本与收益分散在各个期间进行决策。当一个人面对自己的冲动性时，一般的解决方法就是试图控制自己未来的行为，但在很多涉及跨期选择的情形下，学界对个体做出长期理性选择的能力存在质疑。例如，当消费者面临选择一台比同型号少花 60 元却每年多花 60 元电费的空调时，如何选择才更理性；10 年后拯救 10 条生命和今年拯救 10 条生命是否无差异；这些问题均没有固定的答案，均会因人而异。许多经济学家认为人的心理对于决策制定而言是一件无关紧要的事情，而塞勒在学术研究时经常提供一些个人违反理性选择假说的证据，但是又提不出一套能很容易地和经济学模型相结合的替代性假说。塞勒认为心理学对决策制定作用既有破坏性又有建设性，而他所坚持的研究方法就是强调理论和经验性研究的紧密结合。

3. 心理账户和储蓄理论。塞勒对心理账户和储蓄理论的研究有突出的贡献。人们如何评价不同经济交易下的公平？人们何时会把两件事情的效用合并起来看？什么时候又会把两件事情分开来计算？在公平问题上，塞勒(R. Thaler, 1990a)给出的答案是消费者经常会从价格比较中提取积极的或者消极的交易效用，并与自己的消费偏好相结合从而得到相应的公平标准。事实上，相对于吃亏本身来说，消费者更在意的是这种“伤害”是否会加强另一方的有利地位。在合并或分解两个事件效用方面，人们更倾向于把小的损失和大的收获合并起来对待。心理账户概念最重要的是自我控制，它假定人们为了实现一定的目标也会在心里记账。消费者在不同来源收入下的储蓄倾向和消费倾向不同，即一个拥有 20 万元股票投资组合的人不太可能会因为这个投资组合增值 2 万元而改变自己的消费习惯，但如果这两万元收入来自于赌博、奖金或者税收折扣，那他很可能在短期内增加自己的消费。

经济学中关于储蓄的标准模型源于莫迪利亚尼(F. Modigliani)的生命周期理论(life cycle theory)，但塞勒等(Thaler Shefrin, 1988)发现消费经验证据与理论模型有两点不一致。其一，消费似乎对于收入过于敏感，而且各种形式的财富似乎不像生命周期理论所设想的那样具有很强的替代性，塞勒通过经验和实验数据完善了生命周期理论，即首先修正了可替代性假设。其二，人们均缺乏耐心，特别是短期内的个体行为显示，他们的贴现率似乎超过了利率，当然短期内过高的贴现率又会导致新的问题——自我控制。对此，塞勒提出采取一些无法反悔的措施和内部强制策略来解决这些问题。

4. 行为金融理论。塞勒在行为金融研究学的研究方面贡献颇丰。在股票溢价之谜这个问题上，塞勒等(Shlomo Thaler, 1995)给出解释，当投资者经常性地评价他们的投资组合时，短视的厌恶损失就会令很大一部分投资者放弃股票投资的长期高回报率，而投资于具有稳定回报率的债券，因为股票收益在短期内具有很大的波动性和不确定性。根据弱势有效市场假说，一个投资者无法利用过去的价格信息来获得超额收益，也就是说股票价格纯粹服从随机游走，但塞勒等(De Bondt Thaler, 1985)曾发现了“输者赢者效应”，即投资者对过去输者组合过分悲观，对过去的赢者组合过分乐观，导致股价偏离其基本价值，待一段时间之后市场自动修正，前期的输者将赢得正的超额收益，前期赢者的超额收益则为负。据此，他们提出了预测股票收益的新方法：采用反转策略(contrarian strategy)，买进过去 3 至 5 年内输者组合，卖出赢者组合，这一策略可以使投资者在未来 3 至 5 年内获得超额收益。塞勒等(De Bondt Thaler, 1985)认为过度反应产生于投资者并没有使用贝叶斯法则(Bayes theorem)对客观信念和行为进行调整，而是在忽视历史概率的情况下高估新信息的重要性，导致市场价格与基本价值产生过高或过低的偏离，这个结论也激励了更多的学者来研究和解释均值回归现象。塞勒(R. Thaler, 1987a, 1987b)对股票市场中的日历效应(calendar effect)也进行了研究。日历效应是指金融市场与日期相联系的非正常收益、非正常波动及其他非正常高阶矩，主要包括季节效应(seasonal effect)、月份效应(mon th of the year effect)、星期效应(week effect)和假日效应(holiday effect)。

塞勒在股市和股票研究方面取得了三项主要成果：(1) 价格变动可能与影响资金进出市场的习俗有关；(2) 机构投资者对它们的投资组合进行季节性调整的原因是一种被文雅地称作“装饰门面”的活动；(3) 对日历效应另一种不同类型的解释是，它们与好消息和坏消息发布时间的选择有关；这三项研究成果均无法与有效市场假说相容，并且这些发现意味着资本资产定价理论亦被推翻。此外，塞勒等(Lee, Shleifer Thaler, 1990)对封闭式基金(closed end funds)的研究成果丰硕：(1) 新基金上市存在规律性表现；(2) 封闭式基金通常均以相对于其净资产价值较大的折扣进行交易；(3) 折价(或溢价)的变动范围很大，因不同时间、不同基金而异；(4) 当封闭式基金通过兼并、变现或者转变为开放式基金而终止时，价格就与净资产价值趋于一致。塞勒的这四项发现有两个解释，一种是建立在基金管理者的错误行为之上，另一种建立在净资产价值的错误计算之上，并且塞勒等得到一个本质性启示，即“证券价格等于其内在价值”的论断只是一个可检验的命题，而不是一个公理。

二、塞勒对行为经济学理论的应用

塞勒在 2000 年后逐渐将其思想运用于分析消费者行为和政府政策之中，并利用助推和选择设计等思想来解释各种社会现象。

（一）助推与选择设计等思想应用

“助推”一词来自于塞勒与桑思坦合著的标志性作品《助推》(Sunstein Thaler, 2008) 一书。该书将我们引入一个比较和选择的世界，创造性地论述了如何运用选择设计这一新兴思想对人们施加助推力，从而使人们能够做出令自己更加健康、富有和自由的决策。作者分别对个人、社会、政府行为的研究范式和相关问题进行了比较全面的分析和总结，并阐述了助推力在实际生活中会产生颠覆性的作用，并在其著作中提出了两大观点：（1）看似微不足道的社会现象会对人们的行为造成很大的影响，其实助推力无所不在，只是容易被我们忽略，而这当中选择设计师的存在对人的决定形成关键的影响。塞勒等将人类的思考方式分为两种：一种是不假思索的直觉，称为自动系统；另外一种是比较刻意的理性思考，称为省思系统。2008 年以后塞勒分别从定锚、可得性、代表性等视角，具体阐述了近年来心理学家逐渐运用经验法则与偏见（或者说省思系统和自动系统）来进行的研究。与此同时，对于过度乐观和自信，比如投资者认为他们对股票价值了解详细，而他们实际知道的却并不全面，这在金融学中它也可以应用于解释过度波动、惯性和有足够的交易量以保证市场运行等现象。塞勒把过度自信也应用到了其他方面，如在寻找伴侣、创办公司或是作为电视股评家谋生时，人们会高估自己目前状况下的安全性，而不会采取合理的预防措施。由于人的惰性存在，即便是一种改变对自身有利，人们在面对这种情况时也宁愿维持不变，因此略加助推则可以发挥更大的效益。（2）自由主义的温和专制 (liberal mild despotism) 中“自由”和“专制”并非矛盾，是选择设计师在不牺牲自由选择权的前提下，运用助推去帮助政府和人民改善生活。塞勒等利用行为经济学方法和手段来影响公共政策的制定，例如，如何提升贷款监管、改善医疗保险处方药、改革公立学校和婚姻制度等，甚至构建了一种新的思考模式，无论左翼政党还是右翼政党都可以共同使用这种思考模式，这就很有可能成为政府可行的“第三条道路”。

助推思想体现的是一种全新并且有效的政府管理模式，他们把这种模式称为“自由主义的温和专制”，并且进行了实践。桑思坦的朋友巴拉克·奥巴马将行为主义观点融入到了总统竞选当中，在奥巴马当选总统后任命桑思坦担任政府“信息与规制事务”办公室主任一职；英国保守党领袖戴维·卡梅伦也曾直言不讳地称他很欣赏塞勒和桑思坦的研究工作。

（二）消费者行为的研究应用

1. 心理账户视角。塞勒 (R. Thaler, 1990a) 用心理账户来分析行为，采用一种内在的控制机制，如今许多家庭都用这套机制来评估、调节和处理家庭的预算。他指出每个人都会使用心理账户，只是有的人不自知而已。通俗地说，为什么很多家庭主妇不会用交水费的钱来交房租？大家都明白钱是可替换的，但是当我们在心里设定不同的账户时，即默认不同账户间是不同的。这就可以引申为企业为了控制支出，订立不同项目的预算，当企业需要购买一项重要的东西时，因为原先购买该物资的预算账户不够而不得支用。同样的，赌场中赌徒下赌注时也会用心理账户对自己的钱和赢来的钱进行区别对待 (Thaler John son, 1990b)。善于使用心理账户对我们每个人都是很有价值的，生活可以变得轻松、有趣和安稳，这就相当于在我们心里设立一条无形的界线，让我们在目前区间内最大效益地安排生活。

2. 社会感染力视角。塞勒等 (Sunstein Thaler, 2003) 认为社会感染力有两点比较重要：一是多数人都是把别人作为学习对象；二是社会感染力是达到效益最大化的一种很有效的方式。社会感染力可以分为两种类型：第一种与氛围有关，当很多人都表现出同样的行为或者是抱着同样的想法时，他们的行为或想法就会相互影响。第二种来自周围人的压力，如果你在乎别人怎么看你，那么就会迫

于外界的压力来保持和大多数人同样的行为。我们经常受到其他人饮食习惯的影响,比如,一个食量小的人在大食量的人群中会吃得更多。同样,在公选候选人或者是政党时,他们常会强调多数人已经转而支持其推荐的人选,希望说出这句话就能让它成真。一旦感觉到民众已经集体背离某位候选人时,那个人离失败也就不远了。社会感染力除了影响饮食和政治,甚至会左右金融市场,就连投机风潮和金融危机都与它脱不了关系。因此,塞勒建议政策制定者可以从中学习到当人们开始互相影响时,市场的急速上扬对投资人以及整体经济也会产生不容忽视的风险。塞勒还提醒我们,选择设计师要让人们知道其他人的选择,就可以通过助推去改变人们的行为。

3. 信息技术进步视角。塞勒等在《帮助消费者认清自己》(Kamenica, Mullainathan Thaler, 2011)一文中提出,现代的信息技术使得出售方比消费者本身更加了解消费者的购物习惯。比如,通信供应[JP]商可以保留和分析消费者具体的通讯记录与详细的使用细节。同样,信用卡公司可以通过顾客的生活细节来判断其缴纳滞纳金的可能性。在很多的例子中,这些信息允许卖方提高他们的服务,而这种信息不对称让卖方利用信息的优势去构建特别的优惠来使消费者过度消费。我们将这称为目标反转(adverse targeting),即信息不对称容易造成逆向选择。但是从另外一个层面上说,现代技术也会让消费者成为一个更好的购物者,当我们提供价格和使用数据给消费者时,消费者就可以反转信息不对称。按照 RECAP 规则,即记录(Record)、评估(Evaluate)、比较不同价格(Compare Alternative Price)的规则,可以帮助消费者明白真正价值并做出更好的选择,与此同时,RECAP 也提供了一种监控的方式来防止滥用价格策略。规则的制定者将会运用可读性数据和信息透明性来帮助市场进行更好的自我管理。

(三) 政府政策行为应用

塞勒借用弗里德曼(M. Friedman)用过的一个词,“自由主义的温和专制”来研究储蓄、社会福利、信用市场、环保政策、医疗保险、婚姻制度等议题,促进了大众对选择设计和助推的了解,进而在其他领域激发出更多改善人类生活的创意。助推思想主张不采用强制手段,而是改变相应的经济动机与行为使之更加优化。

1. 社会福利政策。根据卡罗尔(Carroll)在民营化社会安全制度上的研究,以民众选择权至上的瑞典模式主张提供尽可能多的选项,然后让民众自行决定,而且可以看到政策的设计者几乎在每个阶段都采取自由放任。塞勒(R. Thaler, 2008)提醒我们,当给民众选择愈多,便应该提供更多的资源协助人们做出选择。但是,美国联邦医疗保险设计处方药计划(the Federal Medicare Prescription Drug Plans)则是一个反例。该项计划也是 2000 年美国大选的热门话题,当时副总统戈尔(Gore)提出一项典型的政府指令,将处方药保险以单一计划纳入联邦医疗保险,然后将此方案提供给所有老人;而当时共和党布什则是提供许多种药物计划,消费者可以选择是否要加入以及加入哪一种计划。事实上,虽然大家都认为处方药保险能符合计划者最初预期,但从选择设计角度上说,若因为对美国老人太有信心而将选择权完全交给他们,将更不利于他们去做出明智的决策。提供多种选择通常是好的,但若涉及复杂问题,高明的选择设计却能引导人们做出更多明智的决定。设计者要创造对使用者有利的设计,除了要了解一般人需要何种服务以外,还要注意简单至上。

2. 器官移植政策。2006 年 1 月美国有将近 9 万多患者在等待着器官的移植。许多患者在等待中死亡,并且在等待中死亡的人数每年还以 12% 的速度增长。于是塞勒(R. Thaler, 2008)将这个议题提出,他相信通过简单的措施就可以拯救成千上万条性命,所用的方法就是运用选择设计来提高捐赠率,而提高捐赠率所面对的主要障碍就是获得家属的同意。原先在美国多数州中,采取的是明确同意原则,即是指民众必须采取登记等具体的行动来表明愿意捐赠,但是作为一般人群中的个体,惰性给每个人带来的影响不容小觑,如果可以预设规则那将会带来不一样的结果。于是塞勒(R. Thaler, 2008)提出认定同意制,既保留了选择的自由,但又与明确同意制不同;根据这项规定,所有民众都被认定为同意捐赠,但还是可以登记不愿意,并且登记的方式特别容易。这里又要提及之前所说的自由主义

的温和专制，其主要精神就是让人在实现自由意志时只需付出极低的代价，最好是不付出任何代价。在 Johnson Goldstein (2006) 的实验中即可以得出答案，预设规定的设计会产生很大的影响，当民众必须同意才捐赠时，只有 42% 的人 would 做，但是如果必须同意才能不捐赠时，则有 82% 的人同意捐赠，即便是中立模式，也有 79% 的人同意。虽然认定同意制好，但是塞勒提出必须建立一套完整的基本架构，才可以成功地将死亡捐献者的器官移植给需要的人。2006 年伊利诺伊州通过第一个同意登记法，此法规吸引了 230 多万人登记器官捐赠，其核心特色就是，即使家属不同意，只要本人表示同意即可捐赠，其中设计简明的登记网址就是最高明的助推力。政府强调问题的重要性，内容直接诉诸社会影响力，网页连接到 Myspace 可以直接彰显爱心，由此可以看出，好的预设规则可以带来很好的结果，实验的结果对于以后美国政策的制定会带来潜移默化的影响。

3. 储蓄投资政策。塞勒对于储蓄投资问题一直给予高度关注。塞勒与其同事谢弗林就这一问题撰写了一篇题为《自我控制的经济理论》(Shefrin Thaler, 1981) 的论文，论文讨论了有关人类优化选择的事例——“圣诞俱乐部”账户，该账户每个月能够从银行客户的账户中扣除预设的金额，以存下来作为他们的年终购物资金。用行为主义的术语来讲，这种做法叫作“捆绑”，因为它将一整年众多有关花费或保存的决定合并成一个年初的单一决定。美国 401 (k) 计划就是像圣诞俱乐部模式一样的一个混合体，这是一个存款工具，它每次从薪水中自动扣除。是否为退休保存足够的钱，这样一个大而简单的决定被分成了一系列复杂的选择：你是否愿意参加 401 (k) 计划？你想留出收入的多少参与？这 37 种不同的共同基金中你想选择哪种方式将钱存进去？对于数百万的美国人而言，他们的回答是：我不想思索这些问题。在 20 世纪 90 年代中期，塞勒和加州大学洛杉矶分校的学生什洛莫偶然发现了一种方法来对付这种冲动，随后他们合作发表了《储蓄计划贡献的多元化定义》(Shlomo Thaler, 2001)、《退休储蓄行为的直观推断和偏见》(Shlomo Thaler, 2007)、《行为经济学与退休储蓄危机》(Shlomo Thaler, 2013) 等论文，论文中写到许多国家正面临退休储蓄的危机，例如，在美国传统养老金福利减少，个人储蓄率低下，很大一部分人冒着未来资金不足的风险，用透支的方式来维持他们的惯有的生活方式。而参与养老金计划的员工数量不足，加上经济危机复苏缓慢等一系列的因素，将导致美国史上可能出现的最大退休危机。很显然，大多数家庭都需要增加退休金储蓄，但尽管如此，由于数目缺额过大，人们只能延长工作时间，否则就会面临退休后生活质量下降的可能性。幸运的是，有解决这些问题的办法。除了合理的财政政策，我们可以利用行为经济学研究的结果去改变退休计划的架构，并且鼓励所有人参加一系列的退休计划。塞勒和什洛莫 (2001) 认为，实行以工资为基础的储蓄计划是中产阶级最有效的储蓄方式，但是实行计划的关键在于每个人都能够参与其中。对于任何一个要使退休储蓄金变得充足的综合性计划来说，有四个至关重要的基本部分：通用性、自动登记、自动投资和自动升级。通用性是指每个人应该可以很容易地进入这项计划，通过自动登记系统使人们更方便地进入这些计划和克服阻碍签约的拖延。塞勒所发表的《为明天储蓄更多：用行为经济学来提高雇员储蓄》(2004) 一文，基于行为金融的研究，设计了一个“为明天储蓄更多”(Save More Tomorrow, SMT) 的方案，它要求美国 401 (k) 计划的参与者在每次加薪后同意自动提升他们的贡献率，把储蓄率和薪酬增长挂钩，要求员工从现在到今后提高他们的储蓄金，并且利用惯性使人们留在这项计划中。在使用 SMT 的第一家公司中，参加过这项计划的员工最终储蓄率从 3.5% 增长到 13.6%，几乎 4 倍的增长。诺贝尔经济学奖得主哈里·马科维茨自己所在的一家公司也为 401 (k) 参与者提供过指导，另一位诺贝尔经济学奖得主威廉·夏普则用此项方案成立了另一家公司，这些事实足以证明此项计划的成功。与此同时，塞勒在 2009 年 9 月 15 日接受《第一财经日报》专访时说道：“我认为在 21 世纪的后几十年中，美国从中国经济增长上获利颇多，美国的储蓄率几乎是零。现在危机发生后，我们需要更多资金来刺激经济，储蓄率也暂时上升。”奥巴马总统认识到，美国需要更多资金来刺激经济，但也需要注意赤字问题，他最近也宣布了一个计划，以更好地帮助美国人储蓄，改进现在的退休金储蓄政策，为普通美国人参与养老储蓄提供更多机会。这是使用了行为经济学中助推思想——推动更多的人参与，并为明天的生活储蓄。

这种储蓄的例子也可以应用在其他领域，例如医疗保健开支的巨大增长不仅仅是医疗体制的问题，也是我们没有更好地鼓励人们去追求健康的生活。如果我们能够引导人们进行一种健康饮食和多运动的生活方式，我们最终交付治疗的花费会更少，政府适当地利用行为金融的角度去引导人们的日常行为，比仅仅在财政上刺激会更加有效。像这样的例子还有很多，对政策进行优化设计，引导人们在教育、投资、卫生、保健、抵押贷款和环境保护等领域做出更加健康、富有、快乐的选择。

三、简评

塞勒被认为是现代行为经济学和行为金融学领域的重要先驱者。2002年度诺贝尔经济学奖得主、著名行为经济学家卡内曼甚至将自己的获奖归功于塞勒，称他是“首位将心理学引入经济学，开创了行为经济学”的学者。当然，塞勒可能也是最有争议的经济学家之一，争议的焦点源于他倾向于强调事实与权威传统经济学理论的不一致。其实，塞勒所提倡的经济学研究方法历史久远，比如，马歇尔和凯恩斯等经济学家就经常从人们的日常行为角度对当时的经济理论进行反思。二战后经济学家们强调数学结果和理想化假设下的研究结论，但其实许多经济现象和事实却不是这样，塞勒从心理学角度呼吁经济学家们从理想化假设中解脱出来，因此可以说塞勒是延续了一种因数学和计量经济学的发展而被打断的、始于亚当·斯密的传统经济学。

塞勒研究了很多反常现象，不过他自己也承认，其研究目的不是颠覆传统经济理论，而是希望学者们对反常事物有一个认知并以此推动传统经济理论的不断完善。塞勒对反常现象的思考也引发了人们对经济理论的思考，即当现有经济学理论不能很好地指导我们决策的时候，唯一的途径似乎正是按照塞勒所追求的，关注人的行为，不断质疑、不断思考。弥补现有经济学理论的缺陷。此外，塞勒的研究成果之所以在国际上享有盛誉，还不仅仅是因为他的学术研究紧紧围绕行为经济学前沿理论，更重要的是因为塞勒循循善诱的行文特色及通俗易懂的魅力语言，感染了经济学界的学者们去探究人类至今未知的知识领域。<a

文章原载《经济学动态》2015年第1期，邹新月、陈玉琳：《理查德·塞勒对行为经济学的贡献——2015年度美国经济学联合会会长学术贡献评介》

行为经济学的秘密

来源：FT 中文网 (2017-10-13)

作者：朱睿(长江商学院 EMBA 项目副院长、市场营销学教授)

今年的诺贝尔经济学奖意外地颁给了行为经济学家理查德·塞勒 (Richard Thaler)，这让行为经济学这门年轻的学科，在心理学教授丹尼尔·卡内曼 (Daniel Kahneman) 2002 年获得诺贝尔经济学奖后，再次成为人们关注的焦点。塞勒曾经与卡内曼有过很多合作，他们共同的特点是，都采用独特的观察视角和敏锐的洞察力揭示了人是非理性的经济动物，而且这种非理性是普遍存在的。所以塞勒在得知自己获奖之后，开玩笑地说，他将“尽可能不理性地”花掉奖金。

随着行为经济学的兴起，“锚定效应”、“禀赋效应”、“心理账户”等专业术语也开始为人们所了解。这些术语描述了人们在不确定环境下做出行为决策时所体现出的非理性规律。了解这些规律不仅有助于我们更好的认识自己，还可以理解为什么一些看似微不足道的设计，会产生巨大的影响力。

从锚定效应说起

行为经济学中有一个基本概念：“锚定效应”，它是指人们在对某人某事做出判断时，非常容易受到第一印象或第一信息支配。这些印象或信息就像锚一样把人们的思想固定在某处，成为人们进一步思考和判断的参照点。该效应是一种常见的认知偏差。一般情况下，我们将锚定值简称为参照点。

说到“锚定效应”就不得不提两位认知心理学教授和阿莫斯·特沃斯基（Amos Tversky，1937年3月16号-1996年6月2日）。2002年，卡内曼教授因提出前景理论（Prospect Theory）获得诺贝尔经济学奖。前景理论的提出为行为经济学的发展提供了理论基础。

一位专家曾经对美国《财富》500强作了调查，结果发现，这些大企业的首席执行官几乎都是白人。而且，他们几乎都是高个子。男性CEO的平均身高几乎达到了6英尺，而美国男性的平均身高是5英尺9英寸，也就是说，这些美国营业额最大的500家企业的男性CEO，比美国男性平均身高高出3英寸。再进一步来说，在这群人中，身高超过6英尺的人达到58%，而在美国男性中这个比例为14.5%。如果你觉得这组数据还不足以令人震惊，我们再来看这样一组数据，在全美人口中，身高高于6英尺2英寸的成年男性占3.9%的比例，而在CEO的抽样中，高于此身高的人几乎占到了1/3的比例。

身材高大的白种男性是担当公司CEO的最佳人选，这显然是董事会的一种偏见。但是，这些偏见是他们刻意而为的吗？当然不是。董事会之所以无意中做出这样的选择，是因为他们潜意识中相信，身材高大的白种男性，聪明勇敢，也许能够肩负起执掌一家庞大公司的重任。这就是一种“锚定效应”。

选秀节目大热的背后

每年全世界都有大量的音乐选拔和面试，评委们对选手的第一印象很容易影响选手的成绩。有的时候，哪怕是选手露面的一刹那，评委心里就开始嘀咕：这人识谱吗？有的评委，甚至会因为观察歌手的口型而分心。即便很多评委都受过长期的专业训练，他们声称可以闭上眼睛用双耳和心灵去感受，但是实际上，评委们都过于相信自己的第一印象。

相关的研究表明，评委的确会因为一些细节而分心，导致并非纯粹公正的第一印象。有的人唱歌，看上去要比听上去更好，因为他们从外表来看更有颜值而且自信从容；有的人看上去不修边幅，但是歌声却悠扬动听；有的人唱的时候好像很吃力，但是听上去却一点也听不出费劲的感觉。眼见和耳闻这两者之间有着诸多无从察觉的不同印象，一个人的双眼是无法不影响其判断的。这种影响很难察觉、捕捉和量化，但是对选手来说，评委心理的一点点波动都会对他们的前途产生至关重要的影响。怎么才能屏蔽掉评委的偏见，又让比赛正常进行呢？歌手选秀节目《中国好声音》给出了答案。

这档电视选秀节目让我们看到了一种不同的选拔机制：比赛选手不报姓名而是以数字代表，出场顺序以抽签来定。专业评委全部背对舞台，只能听到选手的歌声却看不到选手的表演。这种机制的创新之处在于：不给评委除了声音之外的第一印象，从而抹掉了评委的参照点。

《中国好声音》的做法并不是全球首创，但它让我们看到运用参照点的一个极致：取消参照点。接下来这个案例则走向另一个极端：像变魔术似的凭空变出一个参照点，从而挑战人们的固有思维。

无中生有的“她指数”

在上世纪80年代末美国股市崩盘之际，美籍意大利裔雕塑家亚托罗·迪·莫迪卡（Arturo Di Modica）自掏腰包2.5万美元创作了一尊雕塑：重达3.5吨《华尔街公牛》（Charging Bull）。莫迪卡拥有这尊雕塑的版权和商标权。这头颇具气势的铜牛，在过去30年里一直被视作华尔街的象征。

说起来，当初这个铜牛还是一个“违章建筑”。1989年圣诞节之前，想一鸣惊人的莫迪卡让人在半夜把铜牛放到纽约股票交易所前面。第二天纽交所开门的时候，很多人注意到了这头牛。但是莫迪卡没有得到这样做的政府许可，于是纽约市警察搬走了铜牛，不料这种做法招致很多人的抗议，城市官员最终允许它留在华尔街上。

今年国际妇女节，一家投资公司在华尔街上摆了一个雕像，名叫“无畏的女孩”(fearless girl)。小女孩身高 1.2 米，远远地站在 3 米高的铜牛对面，挺胸昂首、双手插腰、裙摆飞扬，怒视着体型硕大的铜牛。雕塑一出现，立刻在全球社交媒体上引起强烈反响，很多人跑去和小女孩合影，摆出和小女孩一样的姿势，对视着那头公牛。突然之间，人们熟悉的铜牛从一个力大无比的斗士变成了一个凶恶傲慢的象征。也就是说，小女孩的出现，不单单是一个雕塑的出现，而是一个参照点的出现。可以想象，这样巨大的改变是多么令人震惊，这家名不见经传的投资公司也由此进入人们的视线。

这家公司是有 20 年历史的道富环球投资(State Street Global Advisors, 简称 SSGA)。有大量研究显示，性别更为均衡的董事会结构能够提高公司价值，同时对盈利能力产生积极影响。去年的国际妇女节，SSGA 发起一个 ETF 指数基金：她指数(SHE)，意在追踪女性在企业领导层的作用和性别的多样化从而获取收益。在过去一年中该基金的收益率为 12.68%。“无畏的女孩”是 SSGA 今年推广“她指数”活动的一部分。

SSGA 原本向纽约市政府申请的雕像摆放时间为一周。在社交媒体上引起轰动之后，纽约市长白思豪(Bill de Blasio)宣布将许可证延期，雕像可以留到明年的国际妇女节。也就是从一周延长到了一年。于是，麻烦来了。

4 月 12 日，铜牛的作者莫迪卡和律师召开新闻发布会。莫迪卡认为公牛象征着“世界上的自由、和平、坚强、力量和爱”，律师称《无畏的女孩》颠覆了公牛的意义，“被人变成了一种负面力量和威胁”，侵犯了莫迪卡的版权，要求移除《无畏的女孩》。

各方对此议论纷纷。纽约市长白思豪在 Twitter 上说：“不喜欢女性占用空间的男性，正是我们需要《无畏的女孩》的原因。”社交媒体上，有人说莫迪卡抱怨的理由不成立。但有人说，“无畏的女孩”确实改变了铜牛的本义。

说 SSGA 无事生非也好，说 SSGA 是营销高手也罢。值得肯定的是，这家公司巧妙地营造出一个参照点，反击人们头脑中根深蒂固的观念，提醒人们女性领导力是一股不容忽视的力量。

参照点只是行为经济学中一个非常基本的概念。人类的思想和行为还有许多经济学公式不能解释的有趣现象。为什么我们会言行不一却毫不愧疚？为什么我们总是很难实现自己设定的美好目标？为什么我们会在房价高得离谱的情况下仍然会买进？贝多芬在耳聋的情况下写出了不巧的《第九交响曲》，但是他会拿错家里的钥匙。诺奖的评选委员会称赞塞勒说他的工作“让人们更好地理解经济心理学”。的确，理解人类为什么会集睿智和愚蠢于一身，行为经济学还有很多需要寻找答案的未知。

国内财经

中国主权评级为何接连下调？

来源：BWCHINESE 中文网(2017-09-22)

作者：天风固收孙彬彬团队

天风固收孙彬彬团队认为，中国整个经济的债务负担近年来的确有所上升，但是国际机构作为“外来汉”，对于中国政府制度法规的不熟悉，对于中国债务状况的预测可能会有一定的偏差。

2017年5月24日，穆迪将中国本币和外币发行人评级从Aa3下调至A1。这是自1998年来，穆迪首次下调中国主权评级。

2017年9月21日，标普将中国长期主权信用评级由AA-调整为A+，短期债评级由A-1+调整为A-1，展望由负面调整为稳定。这是自1999年以来，标普首次下调中国主权评级。

中国主权相关评级历次变动情况

主权信用评级（Sovereign risk rating），是指对政府作为偿债人对所负债务进行偿还的意愿和能力的主权风险的一种信用测评。

今年5月24日，穆迪发布评级报告，将中国的评级从Aa3下调至A1。报告中不但下调中国本币和外币发行人评级，还将已核准但未发行的高级无抵押外币债务的评级也从Aa3下调至A1，外币存款评级上限从Aa3降至A1。同时，将中国的本币债券和存款上限维持在Aa3，外币债券评级上限维持

图 1：穆迪中国主权长期发行人评级调整历程



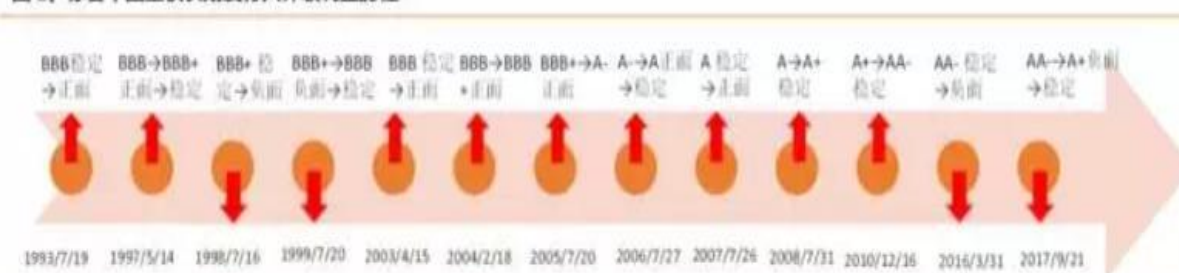
资料来源：穆迪，天风证券研究所

Aa3，短期外币债券和银行存款评级上限仍为Prime-1。

5月24日晚间，距离穆迪下调中国的评级不到24小时内，穆迪又将香港的本币和外币发行人评级从Aa1下调至Aa2，并将展望从负面调整为稳定。香港的本币债券和存款评级上限仍为Aaa，外币债券评级上限仍为Aaa，外币存款评级上限已从Aa1降至Aa2。香港的短期外币债券和银行存款评级上限仍为Prime-1。

降低中国评级的理由：穆迪方面表示，未来几年中国的财政状况会有所恶化，整体债务规模将随着经济增长的放缓而继续上升。虽然中国正在深化改革，可能促使经济和金融体系转型成功，但这也只能放缓而不能阻止整体债务进一步上升，政府负债也将继续增加。

图 2：标普中国主权长期发行人评级调整历程



资料来源：标普，天风证券研究所

	A-3	1999年7月20日
	A-1	2017年9月21日
S&P Short-term Issuer Credit Rating (本币)	A-1+	2008年7月31日
	A-1	2005年7月19日
	A-2	2004年2月17日
S&P Long-term Issuer Greater China Regional Scale Rating (本币)	NR	2017年8月29日
	cnAAA	2011年4月28日
	Aa3	2010年11月11日
Moody's Long-term Country Ceiling Rating (外币)	A1	2007年7月26日
	A2	2003年10月15日
	Aa3	2010年11月11日
Moody's Long-term Country Ceiling Rating (本币)	A1	2007年7月26日
	A2	2003年10月15日
	A1	2017年5月24日
Moody's Long-term Country Ceiling Bank Deposit Rating (外币)	Aa3	2010年11月11日
	A1	2007年7月26日
	A2	2003年10月15日
Moody's Long-term Country Ceiling Bank Deposit Rating (本币)	Aa3	2010年11月11日
	A1	2007年7月26日
	A2	2003年10月15日
Moody's Short-term Country Ceiling Rating (外币)	P-1	2003年10月15日
Moody's Short-term Country Ceiling Rating (本币)	P-1	2003年10月15日
Moody's Short-term Country Ceiling Bank Deposit Rating (外币)	P-1	2003年10月15日
Moody's Short-term Country Ceiling Bank Deposit Rating (本币)	P-1	2003年10月15日
	A1	2017年5月24日
Moody's Senior Unsecured (外币)	Aa3	2010年11月11日
	A1	2007年7月26日
	A2	2003年10月15日
Moody's Senior Unsecured (本币)	Aa3	2013年4月16日
	A1	2017年5月24日
Moody's Long-term Issuer Rating (外币)	Aa3	2010年11月11日
	A1	2007年7月26日
	A1	2017年5月24日
Moody's Long-term Issuer Rating (本币)	Aa3	2010年11月10日
Moody's Derived Long-term Issuer Rating (外币)	Aa3	2016年3月2日
	A+	2013年4月9日
	AA-	2012年7月6日
Fitch Senior Unsecured (外币)	A+	2012年4月11日
	AA-	2008年1月5日
	A+	2007年11月6日
	A	2006年9月14日
Fitch Senior Unsecured (本币)	A+	2014年4月4日
Fitch Short-term Issuer Rating (外币)	WD	2006年9月14日
	F1	2003年5月14日

	A+	2007年11月6日
Fitch Sovereign Country Ceiling Rating (外币)	A	2006年9月14日
	WD	2006年9月14日
Fitch Long-term Issuer Rating (外币)	A	2005年10月17日
	A-	1997年12月11日
	WD	2005年12月14日
Fitch Long-term Issuer Rating (本币)	A+	2005年10月17日
	A	2001年12月6日
	WD	2017年2月13日
Fitch Short-term Debt Rating (本币)	F1+	2016年12月28日
	F1+	2016年7月22日
Fitch Short-term Issuer Default Rating (外币)	F1	2005年12月14日
Fitch Short-term Issuer Default Rating (本币)	F1+	2016年7月22日
	A+	2007年11月6日
Fitch Long-term Issuer Default Rating (外币)	A	2005年12月14日
	A+	2013年4月9日
Fitch Long-term Issuer Default Rating (本币)	AA-	2007年11月6日
	A+	2005年12月14日

注：红色字体突出部分显示了三大全球评级机构(标普、穆迪和惠誉)提供的最常用的长期发行人评级。

资料来源：Thomson Reuters Eikon，天风证券研究所

除此之外，近几年中国GDP增长正在减速，从2010的峰值10.6%下降到2016年的6.7%，这种放缓很大程度上反映了我们预计将继续进行的结构性调整。穆迪还认为中国GDP增长率目前仍处在高位，未来5年增长率或将降至5%。穆迪预计2018年中国政府的直接债务负担将逐渐占到GDP的40%，到2020年，中国政府债务将占GDP的45%。并且政府、家庭和非金融企业的经济范围内的债务将继续上升。

下调香港评级的理由则是：香港与内地的联系密切并日益紧密。穆迪指出，香港与内地的经济和金融联系密切而广泛。考虑政治联系，中国内地信用状况的削弱将最终影响香港的信用状况，并将反映在香港这个特别行政区的评级中。

继穆迪之后，2017年9月21日，标普又下调中国长期主权信用评级。将中国长期主权信用评级由AA-调整为A+，短期债评级由A-1+调整为A-1，展望由负面调整为稳定。

降低中国评级的理由：中国长期信贷强劲增长带来经济和金融风险上升，政府近期加大控制企业杠杆水平的力度，有望稳定中期金融风险趋势。但预计未来两到三年的信贷增长速度仍不低，会继续推动金融风险逐步上升。

1、全球三大评级公司对中国主权评级回顾

表 2：全球三大评级公司对中国主权评级历史变动方向

日期	评级公司	中国主权债务评级	展望评级	调整方向
2017/5/24	穆迪	Aa3→A1	负面→稳定	下
2016/3/2	穆迪	Aa3	稳定→负面	下
2013/4/16	穆迪	Aa3	正面→稳定	下
2010/11/11	穆迪	A1→Aa3	正面	上
2009/11/9	穆迪	A1	稳定→正面	上
2007/7/26	穆迪	A2→A1	稳定	上
2006/7/7	穆迪	A2	稳定→正面	上
2003/10/16	穆迪	A3→A2	稳定	上
2002/11/23	穆迪	A3	稳定→正面	上
1998/2/20	穆迪	A3	负面→稳定	上
2017/9/21	标准普尔	AA-→A+	负面→稳定	下
2016/3/31	标准普尔	AA-	稳定→负面	下
2010/12/16	标准普尔	A+→AA-	稳定	上
2008/7/31	标准普尔	A→A+	稳定	上
2007/7/26	标准普尔	A	稳定→正面	上
2006/7/27	标准普尔	A-→A	正面→稳定	上
2005/7/20	标准普尔	BBB+→A-	正面	上
2004/2/18	标准普尔	BBB→BBB+	正面	上
2003/4/15	标准普尔	BBB	稳定→正面	上
1999/7/20	标准普尔	BBB+→BBB	负面→稳定	下
1998/7/16	标准普尔	BBB+	稳定→负面	下
1997/5/14	标准普尔	BBB→BBB+	正面→稳定	上
1993/7/19	标准普尔	BBB	稳定→正面	上
2013/4/9	惠誉	AA-→A+	稳定	下
2011/4/1	惠誉	AA-	稳定→负面	下
2007/11/7	惠誉	A+→AA-	-	上
2005/10/17	惠誉	A→A+	-	上

注：表中的主权债务评级为三大全球评级机构(标普、穆迪和惠誉)提供的最常用的长期发行人评级
资料来源：穆迪，标普，惠誉，天风证券研究所

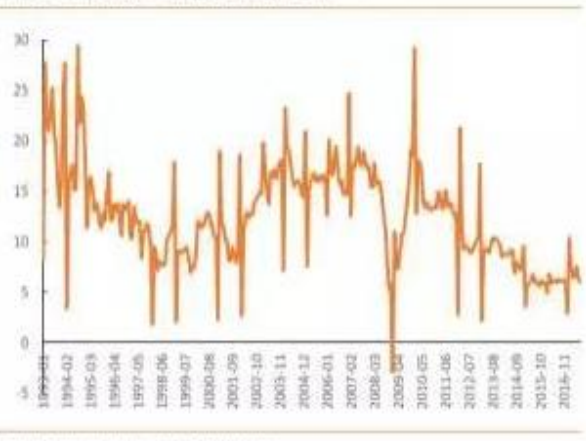
我们对国际上三大评级机构对中国主权历史评级做了相应梳理。

回顾穆迪对中国长期发行人评级，从 1998 年开始至 2010 年，每一次都是调高评级，从 2013 年开始，逐步调低发行人的评级展望，2017 年 5 月 24 日，下调评级。中国目前最新的 A1 评级与捷克、爱沙尼亚、以色列、日本和沙特阿拉伯同级，比台湾、澳门低一档。

回顾标普对中国长期发行人评级，从 1993 年至今，1998 年下调了评级展望，1999 年实质性下调了主权评级，最近一次评级展望下调发生在去年，而今年标普对中国主权评级下调一档。中国目前最新的 A+ 评级与爱尔兰、以色列、日本和斯拉伐克同级，比中国台湾、智利低一档。

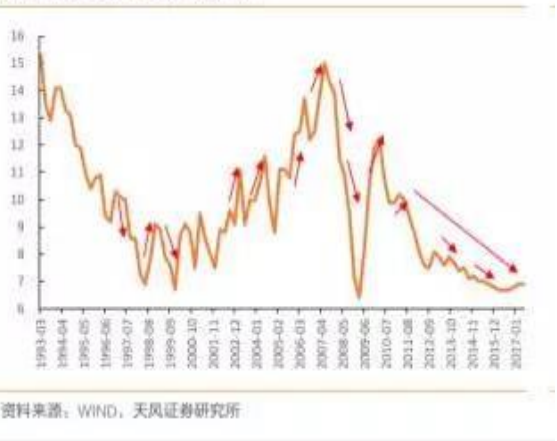
三大评级公司对中国主权评级调整事件中，评级符号直接下调只发生过四次。1999 年 7 月 20 日标准普尔下调中国主权评级由 BBB+ 至 BBB，展望由负面调整为稳定，2013 年 4 月 9 日，惠誉下调中国主权评级由 AA- 至 A+，展望维持稳定，2017 年 5 月 24 日穆迪下调中国主权评级由 Aa3 至 A1，展望由负面调整为稳定，2017 年 9 月 21 日标准普尔下调中国主权评级由 AA- 至 A+，展望由负面调整为稳定。

图 4：工业增加值当月同比（单位：%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 3：GDP 当季同比（单位：%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

2、中国主权评级历次变动时国内经济情况

从历次中国主权评级调整时国内经济的实际情况来看，主权评级被下调时，通常国内经济都处于下行周期，而主权评级被上调时，经济形势和主权评级变动的正相关关系有所减弱。从 2011 年开始

中国主权评级进入一个被三个国际评级公司逐步下调的高发期，这和我国经济进入下行周期，经济增速逐步放缓有着密切联系。

对于物价情况而言，在 2007 年中、2008 年中和 2011 年中物价上涨之前，中国的通货膨胀率自 1997 年以来一直保持在 5% 以下，且波动幅度不大。但是政府的赤字率近几年不断攀升，2017 年赤字率拟按 3% 安排，财政赤字 2.38 万亿元，比去年增加 2000 亿元。

中国官方储备的外汇资产也由 2014 年中旬的 4 万亿美元不断流失，2017 年 4 月仅为 3.09

万亿美元。而包含地方政府债券形式和非地方政府债券形式的地方政府债务余额最近几年也呈逐渐上升的趋势，但是增幅并不大，每年受财政部指导，地方政府也在置换存在的非地方政府债券形式的地方政府债务，地方政府债务总量更加明朗化。

3、评级公司调整中国评级的共性

国际三大评级机构下调国家主权评级都结合了定性和定量的因素，主要就是要看一国政府的负债水平和还钱的能力。

图 5：CPI 当月同比和波动（单位：%）



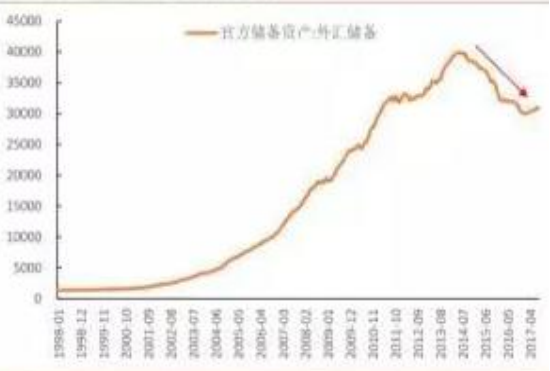
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 6：政府财政赤字（单位：万亿，%）



资料来源：政府工作报告，天风证券研究所

图 7：外汇储备（单位：亿美元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 8：地方政府债务（单位：万亿）



注：2017 年地方政府债务余额为测算值

资料来源：WIND，天风证券研究所

表 3: 中国主权评级调整原因

日期	评级公司	调整方向	评级原因
主权评级下调			
2017/3/21	标准普尔	AA-→A+	1、中国长期信贷强劲增长带来经济和金融风险上升；2、政府近期加大控制企业杠杆水平的力度，有望稳定中期金融风险趋势。但预计未来两到三年的信贷增长速度仍不低，会继续推动金融风险逐步上升；3、对中国的评级展望为稳定，反映其认为未来三至四年中国经济表现将保持强劲
2017/5/24	穆迪	Aa3→A1	1、中国财政状况未来几年将会有所削弱，政府的直接、间接债务和经济体系债务将继续上升；2、经济增长放缓；3、经济强劲增长对政策刺激的依赖性加大，债务上升将侵蚀中国的信用指标；4、融资平台以及或有债务问题
2016/3/31	标准普尔	稳定→负面	1、政府和企业财务杠杆会恶化；2、中国的人均收入相对较低，透明度较低，信息流动的受限程度较大
2016/3/2	穆迪	稳定→负面	1、政府债务持续上升，政府的资产负债表中的或有负债，主要通过地方政府债务、政策性银行及国有企业暴露出来；2、经济增长放缓；3、改革面临艰巨挑战
2013/4/9	惠誉	AA-→A+	1、中国地方政府可能面临来自政府相关企业的大量潜在债务；2、地方政府融资平台的债务风险；3、中国信贷增速过快
2013/4/16	穆迪	正面→稳定	1、中国政府在增加地方政府债务透明度与控制信贷增速两方面的进展不及市场预期
2011/4/1	惠誉	稳定→负面	1、主权或有债务规模和近年来银行贷款的高速增长；2、中国的银行系统的资产质量很可能出现极其严重的恶化，而地方政府融资平台以及房地产相关贷款是最大的担忧；3、中国政府在管理经济转型的过程中同时要保持高速增长和稳定的经济增长，将面临更大的挑战；4、房地产估值和通货膨胀攀升，对宏观经济稳定性带来的风险
主权评级上调			
2010/12/16	标准普尔	A+→AA-	1、中国经济增长潜力依然强劲；2、温和的政府负债水平、雄厚的外部资产；3、上述优势足以弥补银行业体系内大量或有负债的影响
2010/11/11	穆迪	A1→Aa3	1、中国政府有能力保护金融系统的稳定性，预期 GDP 会稳定增长；2、通货膨胀维持温和水平；3、政府近两年直接债务保持低手或接近 GDP20% 的水平；4、近 2.7 万亿美元官方外汇储备支持
2008/7/31	标准普尔	A-→A+	1、我国政府财政状况的持续改善；2、强大的外汇资产实力；3、非凡的经济增长潜力；4、上述方面增强了我国对潜在的经济下行影响的修复能力
2007/11/7	惠誉	A+→AA-	1、政府财政状况的持续改善；2、外汇资产实力强大；3、强劲的经济增长潜力
2007/7/26	穆迪	A2→A1	1、中国外汇储备快速增长；2、中国加入世界贸易组织以及外资流入也帮助提高了竞争力，出口业表现优异；3、中国财政表现及债务规模管控方面取得的巨大进步
2005/7/27	标准普尔	A-→A	1、中国经济的高速增长极大地改善了政府的财政状况，财政收入不断增加，赤字不断降低，这使政府能有效应对银行体系和以往经济中存在的问题；2、政府债务及或有负债虽然处于较高水平，但是不良资产比例的估计值已经降到了 21-25%，并预期该比例会进一步降低；3、政府坚定的改革决心提升了中国经受冲击的能力并推进了渐进式改革进程
2005/10/17	惠誉	A-→A+	1、中国拥有极佳的发展前景；2、具备强劲的对外收支状况；3、当前高水平的政府债务和或有负债，以及缺乏有效的市场机制和较弱的货币弹性，使中国的信用优势被削弱了
2005/7/20	标准普尔	BBB+→A-	1、中国决策者能够坚定不移地以渐进、稳定而可预测的方式推行改革，这使中国利好的增长前景更加乐观；2、中国拥有极佳的发展前景以及强劲的对外收支状况；3、当前高水平的政府债务和或有负债，以及缺乏有效的市场机制和较弱的货币弹性，使中国的信用优势有所被削弱了
2004/2/18	标准普尔	BBB→BBB+	1、中国的外汇储备雄厚，外债和利息负担不高且在减少之中；2、外商直接投资也会继续流入；3、整体经济的改善，加上税制改革和税收执法的强化，使中国的政府一般收入得以增加，GDP 有望进一步提升；4、但是中国经济发展中也存在的一些问题，包括政府综合债务及或有负债高企、货币弹性较低等
2003/10/16	穆迪	A3→A2-	1、中国庞大的外汇储备成为其免受当前国内外因素影响的屏障；2、中国强劲的出口和吸引外资直接投资的能力
1997/5/14	标准普尔	BBB→BBB+	1、中国的改革逐步取得进展，今后几年，进一步改革的前景被看好；2、中国长期以来高储蓄率、高投资率，强劲的经济增长率和外贸增长率将会继续下去；3、通货膨胀率也能控制在一定的水平，从而能保持宏观经济的高速增长；4、巨大的外汇储备远超过其不算高的外债。由于出口会继续强劲增长，中期外债本金和利息的负担不会很重；5、大量外国直接投资和其他外国资本能弥补不是很大的财政赤字

资料来源：穆迪、惠誉、标准普尔、天风证券研究所

通过梳理三大评级机构调整中国主权评级具体的原因，我们发现，评级机构对一国主权评级的调

整主要考察一国政府的负债水平和还钱的能力，具体就在政府债率、财政赤字、外汇储备等三大指标上体现。如果一国政府经济增速面临下滑风险，政府债务率和财政赤字较高，而外汇储备不够雄厚，流失也较快，则该国主权评级很可能面临下调风险，反之亦然。而具体对于中国的主权评级而言，三大评级机构对于我国融资平台和或有债务问题一直十分关注，也提出希望增加地方政府债务的透明度。在这个问题上的认识分歧也是导致三大评级机构对中国主权评级进行调整的一大原因。

国际三大评级机构主权评级方法

1、美国对全球信用评级的垄断

最初为了适应资本市场的发展，解决资本市场上的信息不对称，衍生出来了信用评级制度安排。20 世纪初，美国债券市场在大规模铁路融资需求的推动下快速发展，普通投资者迫切需要投资决策信息。1909 年，为适应市场需求，穆迪公司向投资者提供铁路公司财务状况和信用记录的评估结果，作为投资参考信息提供给投资者，开启了信用评级业务的先河。之后，普尔出版公司和标准统计公司分别于 1916 年和 1922 年发行了债券评级，惠誉出版公司也于 1924 年发行了债券评级。

随着评级机构在市场上逐步建立起真实、公允、准确的声誉，评级结论在政府监管中得到运用。美国 1940 年的《投资公司法》已正式要求货币市场基金所投资的标的必须要有评级机构的评级，禁止银行投资 BBB 级别以下的债券，这是美国对信用评级机构最早的“政府认可”，也意味着信用评级机构成为了政府认可的“社会监管者”的角色，在金融体系监管中开始发挥重要作用。

二次世界大战后，美国成为全球最大的资本输出国，为适应国家垄断资本全球扩张的需要，美国加快了对信用评级业的干预。为了规范评级结论的使用和满足监管部门的需要，从 1975 年开始，美国证券交易委员会 (SEC) 对信用评级机构实行认证制度，也就是“全国认可的统计评级机构”(NRSROs)，首批被纳入 NRSROs 中的只有标准普尔、穆迪和惠誉 3 家信用评级机构，在随后的 20 多年中，SEC 一直没有再认可新的机构。从 2003 年起，SEC 经过 28 年后又陆续认可了几家 NRSROs，目前共有 10 家。这 10 家评级机构，包括 7 家美国本土机构，1 家加拿大和 2 家日本评级机构。

通过 NRSROs 认证制度，美国从法律上正式认可了大型信用评级机构的评级资格，形成了信用评级业的寡头垄断。评级机构的收费模式从“投资者付费”模式向“发行人付费”模式转变。首批获得 NRSRO 资质的三家评级机构穆迪，标普和惠誉，由于起步较早、发展较为成熟，同时掌握着最先进的评级技术，其他机构难以与之竞争，三大评级机构在美国甚至全球信用评级市场占据主要地位。

中国经济面临十大尖锐问题

来源：爱思想网(2017-10-14)

作者：厉以宁（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、博士生导师）

第一个问题：新常态和适应新常态

新常态，用最简单的语言来概括就是按经济规律办事，不做违背经济规律的事情。前几年我们热衷的高速增长，实际上是不符合经济规律的，因为实践已经证明，高速增长会带来五个严重的弊端：资源过度消耗，生态破坏，产能过剩，低效率，错过结构调整、转变发展方式、科技创新的大好时机。

2008 年国际上发生了金融危机，在这个过程中，许多发达的西方国家，比如美国、德国、日本

都在抓紧技术创新。而我们错过了这个机会，我们这个时候仍然要大力追求 GDP 的增长，这样我们错过了结构调整、经济方式与发展方式的转变和技术创新方面的时机。

我们再进一步考察，适应新常态要怎么适应呢？首先要适应中高速增长，而不要再像过去那样追求 GDP 的超高速增长。因为“超高速”不符合经济规律，经济越发展基数越大，每增长 1% 所代表的内涵远远超过了过去 GDP 低的时候。我们应该认识到，适应新常态就是要适应结构的不断调整，经济方式的逐步转变，尊重市场规律。

第二个问题：第三产业产值达到 GDP 占比 51% 的意义

2015 年第三季度结束的时候，国家统计局公布了中国的经济现状，第三产业的产值达到了 GDP 的 51%。今天，发达国家第三产业的产值一般要占到 60%~70%，2015 年第三季度，中国的第三产业产值占比到了 51%，这是中国转向后工业化时期的开始。

转向后工业化时期实际上说明，我们更应该注意到经济的变化。第二产业为主的时代，经济增长是可以上去的，不一定上到那么高，但各种情况不一样。到了第三产业占优势的时代，西方发达国家能维持 3%，顶多 4%，它们认为已经是很了不起了。

很多国家还停留在 3% 以下，所以中国在这个阶段应该注意到，关键还是结构调整，转变经济发展方式，而不再是追求数量性的扩张，结构调整比总量更重要。1840 年，当时中国的 GDP 是全世界第一，比英国多多了，可是结构不一样。英国 1770 年就已经开始工业化，它的 GDP 首先是靠钢铁、机械制造、蒸汽机、铁路建设，英国棉纺织品是用机器纺织，销售到世界。而中国的 GDP 虽然大，但以农业、农产品为主，加上少量的手工艺品，中国的棉布是手工制造的。

中国向英国出口茶叶、丝绸、瓷器、桐油、猪鬃，而英国向外出口的主要对象是西欧大陆，出口的产品是蒸汽机、钢铁。结构比总量更说明问题，因为英国的产品结构重新组合以后，站在了技术进步的前列。

另一个大家容易忘记的是人类资本的结构。中国那个时候号称 4 000 万人，论人力资源的数量中国远远超过英国。英国小学已经普及了，当时还创办了很多中学，也新建了一些大学，每年培养出大量的科学研究人员、工程师、经济管理人员、金融方面的专业人员。而中国鸦片战争的时候是什么样子？大多数是文盲，少数读书人读的是四书五经，是为了考科举。中国有几个人懂近代的科学技术，有几个人懂现代的金融？所以结构问题是非常重要的，不调整结构实际上我们是跟不上的。

第三个问题：大力发展第三产业和继续推进工业化并重

这是我们当前最重要的问题。为什么要并重？因为中国并没有实现工业化，一个国家实现工业化主要看什么？主要是看高端成套设备的制造能力，高端的成套设备生产在经济中应该占据突出地位，中国在这方面还有差距。我们强调继续实现工业化，正是要把中国经济推上新台阶，因为高端成套设备制造在中国还不如西方的发达国家。

在这个过程中，第三产业也要发展，第三产业的发展主要是靠什么呢？主要靠消费者，这主要有两点。

第一是消费者有足够的收入，这样才能扩大消费。我们现在人均收入在世界上还是中后，但是要发展的话，消费能力是最重要的。

二是要有消费意愿，要让消费者愿意购买，而且愿意在国内购买，跑到国外买对中国的经济没有太大影响。

在这方面，我们应该做到四点。

第一，让产品更个性化。就是要抓住消费者的习惯、爱好，提供他喜欢买的、愿意买的。

第二，让服务业更加人性化。这是我们创造市场、创造新产品销路的重要方面。

第三，把品牌打到国外。将来的竞争实际上是品牌的竞争，品牌是靠不断的技术创新维持的。

第四，把顾客留在国内。这不仅是企业本身的问题，而且和外国产品进口的关税有关系。

我们要背水一战，把中国的制造业搞上去，这是对的。但是光有决心不行，一定要有行动。该关的关，该停的停，该重组的重组。这里面既包括对国有企业改革的希望，也有对民营企业转型的希望。

第四个问题：国有企业、民营企业都需要改革和转型

国有企业改革和转型分两个层次。第一个层次就是国有资本的管理。国有资本的管理专门成立国有资本、基金公司也好，投资公司也好，运营公司也好，高层只管资本，管资本怎么运行，这样的目的是提高资源配置效率。

国有企业第二个层次的改革是在企业。怎么改？让国有企业独立经营，投资者派董事组成董事会以后，企业服从董事会的决议。中国今天是国家管资本，让资本变活，产生资源配置效率，这是上层的改革。下层的改革是国有企业股份制，根据投资情况组成董事会，因为行业不同，国家控股的大小是不一样的，这是根据情况来定的。

独立经营主要依靠健全的法人治理结构，包括股东会要起作用，董事会要起作用，还要有职业经理人。职业经理人在全世界企业发展过程中都是一个必经的阶段。因为原来都是家族企业，家族企业最后到了第二代，能不能维持？还可以。到了第三代，企业能不能再这样下去？一定要看职业经理人制度是否产生，职业经理人有一个供给方和需求方，双方才能协调，这样的话管理效率就提高了。

现在中国还没有职业经理人市场，职业经理人不可能像一般的工作者拿着自己的简历到处上门求职。所以这需要有职业经理人的建设或是猎头公司，人才到他们那里登记，他们帮职业经理人去找、去谈。

今后的民营企业走职业经理人道路是有潜力的，潜力在哪里？国有企业过去是国资委主管企业，国有企业领导者退休、辞职以后，可以加入职业经理人队伍，职业经理人是责任制、任期制。所以说，转型是很重要的。

还有一个问题，民营企业同样需要转型。我在广东调查民营企业，有的企业感到产权不清晰，比如三个儿子都在父亲经营企业的时候出过力，父亲去世了产权怎么分？分的话，谁出力多少没记录，所以争得不可开交。民营企业的转型必须产权清晰，过去对家族成员是含糊的，所以矛盾就出在家族成员争夺产权，每天处在内乱中，这样的企业还能搞好吗？所以民营企业第一条先得记录家族成员的情况，谁付出多少要清清楚楚。另外，要早日选定接班人。中国无非用两个办法选接班人：一个办法就是从贤，谁最贤谁接班；二是亲，谁最亲选谁。这都是有问题的。

亲中选贤或贤中选亲都不行，维持一段时间还会出问题。最后也应该是职业经理人制度。职业经理人可以经过考察、推荐、试用，最后转化为持股合伙人，企业就延续下去，这都是国外的一些经验，对我们来说很多地方可以参考。

中国有中国的国情，究竟在什么样的程度上做这件事？先把职业经理人的市场建立起来，这样就能适应第三产业的进一步发展，也适应制造业的进一步发展。

第五个问题：要看到第一、第二、第三产业协调发展的重大意义

中国的经济要想保持中高速增长，第一、第二、第三产业一定要协调发展。

第一是农业。中国是农业大国，农业不发展，就没有足够多的粮食供这么多人消耗。

第二是工业。主要是制造业，特别是高端制造业，高端成套设备的制造业应该快速发展，不然我们始终是世界的制造中心，但不是高端的。而且创造还是在西方。制造业要认识到自己的压力：中低端的产品成本不如东南亚，高端的产品技术不如西方发达国家，所以说第二产业也一定要搞好，要协调发展。

第三是第三产业。商业、零售、消费、服务业，都需要进一步发展。

第六个问题：结构调整和科技创新只有进行时，没有终点

我们一定要设法让更多人参加到创业、创新的潮流中来。比如现在一些新的创业者根本就不用上班，也不是企业员工，就在自己家里接订单，按合同完成任务，这是一种新的情况。鼓励一般的农民回乡创业，政府要推行三个清单，简政放权，这个非常重要：

第一个清单是负面清单，规定了什么行业不能进去，什么行业限制进入；

第二个清单是权利清单，就是法律没有授权给你的不能做，法律授权给你的才能做，不然政府就违法；

第三个清单是责任清单，就是政府、政府下属的部门在执法、执政的时候必须按程序办，必须按规的日期批，这就可以制止乱作为和不作为。

这三个清单对我们下一步创业是重要的，第三产业有大量的个人从事服务工作，有服务性的企业，新企业不断出现，就便于开展结构调整了。

第七个问题：新常态下的宏观调控

经济要走市场化的道路，但是宏观经济调控又是必须存在的，这两个不矛盾，主要是方式要转变。除非在紧急情况下，宏观调控今后应该注重微调、预调、定向调。什么叫作微调？就是做轻度的调整。预调是发现问题即将来临，预先采取一些防止措施。定向调就是结构性调整，不是大水漫灌，而是有的放矢，是什么问题就解决什么问题。

所以在调控的过程中，应该根据具体情况来做，非到紧急状态，一般不要采取过大的措施。今后宏观调控的方式要把政府的作用结合起来，政府的第一个任务是执法，依法授权依法治国。政府的第二个任务是通过宏观调控，保持经济基本稳定。另外政府的宏观调控在某种程度上要起到集中引领、规划的作用，

为了使将来怎样走、方向在哪里都定得清楚，我们对宏观调控的学习应该是经常性的。

第八个问题：新人口红利

现在一般都说，中国的人口红利已经用完了，这话不准确。旧的人口红利的确是在消耗的过程中。现在劳动力不好找，甚至有经济学家预言，10年之后找不到保姆了。旧的人口红利的确是在消失，工资的上升是必然的，因为物价在上涨。

新人口红利主要有三个来源。

一是看清楚今天大量的创业创新者，将来会成为中国的新人口红利。上千万人在创业创新，有10%的人多少能成就点事业，1%、1%能成为大的企业家，就能对中国经济产生重大的影响，这就是新人口红利的第一个方面。

二是大量职业技术学校毕业的学生。他们找能发挥自己专长的工作，将来也有可能进一步提升为熟练工人。

三是农民。现在很多地方的农民开始学家庭农场的思维，农民要学技术，农民要懂得管理，这是西方农业发展的结果，也是将来中国要走的路。这样就可以说，中国不仅将会有新的红利，而且中国的人口多，新人口红利数量也是惊人的。

还有一点要注意到，蓝领、白领工人的界限正在逐步消失。《北京青年报》头版登过一篇报道，北京的环卫工人坐在计算机边上操作，这就产生了一个问题，这些技工过去凭体力去扫马路、清垃圾，现在用计算机指挥，使用机械设备在做。危险的工作由机器人去做，所以蓝领和白领的界限将来会逐步消失。

第九个问题：当前农村的两个突出问题

我带调研组到陕西调研，发现汉中市遇到一个新情况：汉中市下了死命令，原有的工厂有污染的全迁走，保证汉江水的清洁。汉江两岸的农田不准打农药、不准施化肥。汉中又很贫困，怎么扶贫？这就要因地制宜了。

我们去汉中市的西乡县调查，西乡县把沿江、沿河两边的山林、丘陵和农田改成种茶树，因为有很好的茶叶，就把茶树作为主要的产品。打工的人回到老家，要么种茶树，要么做茶工，而且茶树是不使用化肥也不打农药的。西乡县就这样因地制宜脱贫。

另外，现在农村送份子钱、送红包的陋习影响越来越大，同村的人婚丧嫁娶都得送，所以负担不了。外出到深圳打工的陕西汉中的民工春节不敢回家，春节过了悄悄回家，就因为怕送红包。

第十个问题：发挥第三种调节的作用

市场调节是第一种调节，政府调节是第二种调节，第三种调节是道德调节。

我们可以这么说，有市场、有政府以后，道德力量调节起着重要的作用，我们要清楚地认识这点。道德调节实际上就是一种文化调节，没有文化调节不行的。道德调节首先是自律，自律是对自己文化、道德的约束，互相帮助也是一种民间的传统，也体现着道德调节的力量。

这里我们可以进一步认识到，我们都在谈效率，效率有两个基础。一个是物质技术基础，要有一定的物质技术，没有物质技术是不可能有效率的。效率的另一个基础，是道德基础。重要的问题在于，有效率的物质技术基础只能产生常规效率，那么超常规效率从哪里来？超常规效率是从道德基础上产生的。

本文摘编于《大变局与新动力》

大数据弥补不了计划经济的根本缺陷

来源：凤凰网(2017-09-25)

作者：周为民(中国市场经济研究会会长、中央党校原马克思主义理论部主任)

我要讲的是市场经济的改革目标不可动摇。

历史上经常有这样的现象，就是有些本来曾经讨论过、争论过、并且已经做了澄清的问题，经过一段时间以后，重新又出现了争论，又似乎模糊了。我们现在讨论的大数据与计划经济的议题就是这样的情况。

经过上世纪二十到四十年代的那场著名争论（编者注：米塞斯和兰格的争论），计划经济的不可行性已经得到了强有力的理论说明。虽然苏联的出现当时鼓舞了计划经济的思想，但是最终理论和实践都证明计划经济终究只是幻想。

而今天因为大数据的出现又重新引起了这样的一个幻想。今天关于大数据技术能够让计划经济重新变得可行的观念实际上都是早已经被理论和实践的发展所否定的观念。

大数据本身就是市场的产物，它是在市场环境中由市场的作用而带来的技术创新，它不可能成为计划经济的根据，因为它不能弥补计划经济的根本缺陷。

中国市场化改革以来，一直到现在有不少同志都还是有一个疑问好像解不开，他们认为，计划经济为什么要否定？做事情、搞经济要有计划怎么不对？为什么要否定计划经济？过去的毛病是因为没把计划经济搞好，所以改进的方向应当是完善计划经济，怎么能否定计划经济？不少人会有这样一个疑问。

实际上我们要了解，计划经济的实质不在于有计划，不在于讲计划，而在于它是一种管制经济，命令经济，是一种类似与战争管制体制，战时管制的那种一种组织方式。和市场经济以人们的自主活动为基础根本不同，计划经济的实质是对个人对个人之间的组织，也就是企业的自主性、独立性的否定。这是计划经济的要害，也是它的根本缺陷。

由于这个缺陷所以产生了计划经济所固有的弊端。大数据技术它不能够改变计划经济否定人的自主性，人的自主活动这个性质，所以它不可能帮助计划经济克服它固有的那些弊端。

第一、计划经济不能够帮助计划者获得充分的、无限的信息，特别是知识。也就是说计划经济不能集中使用在分散的市场决策中为个人所独有的那些知识。这是提供不起来的，这有一个很深度的证明。特别是它不能把作为独立主体的个人所独有的那种直觉、想象力、决断力集中起来使用。

第二、大数据同样不能够帮助计划经济解决内在的动力机制问题，也就是说它不能够有效激励。

第三、计划经济由于它的性质，它否定个人和企业的自主性，即便有了大数据，它仍然一定会压抑企业家的作用，而且甚至可能因为有了大数据而更加压抑企业家的作用。因此它一定会抑制创新活动。

例如乔布斯，他大概是从来不去搜集市场信息的，为什么？他的理由是他要创造的产品市场上根本没有。他特别喜欢引用福特的一句话，当然福特也是这个想法：如果去调查，你无论找多少人问他需要什么，他肯定不会说需要汽车，都会说需要一辆更好的马车。所以像这样的创新不是靠现有的数据搜集能去实现的，要靠企业家的创新作用。而计划经济的性质它做不到这点。

第四、大数据技术不能够使计划经济保证它的集中决策总能按照符合社会利益的方向来配置资源。我们讨论过产业政策等，特别提到过产能过剩，这些都是什么现象？都是大量的资源被错配。

另外，中央一再讲的中国社会的主要矛盾没有变，就是人民日益增长的生活需要和落后的社会生产的矛盾。两个方面，一个方面公共服务的供给严重不足，第二个方面就表现在落后的产生上。当然这不是说技术和工艺落后，而是生产结构上的落后。而这些都是靠大数据弥补不了的，因为政府的集中决策可能有特殊的偏好，有特殊的目标，这样的偏好、目标可能是不符合社会利益的资源配置。

第五、高度集中资源的计划经济需要高度集权的政治、社会、文化方面的直接控制的体制来和它

配合。这是有它的性质决定的。所以如果按照计划经济的性质，又重新搞起计划经济的话，那么它相应的政治体制就不符合中国现代化的发展方向，就不符合自由、民主、法治的发展方向。

所以概括起来说，大数据不管怎么发展，它不能弥补计划经济的根本缺陷，因此它不能够成为计划经济的有效工具。因为这个道理，这个逻辑很明确，如果大数据能够让计划经济来承认、肯定个人和企业自主性，自主活动，独立的利益主体地位和作用的话，计划经济本身就没有必要存在，它也不会存在。

这是我谈的第一点看法，就是大数据弥补不了计划经济的根本缺陷。

第二点看法，中国人为什么难以理解市场经济？也有一些同志提出一个疑问：“中国搞计划经济总共就搞了二十来年，现在改这个体制已经改了四十年了怎么还没改过来，怎么这么难改？”实际上我们要知道，在中国发展市场经济建立市场经济体制这是一场空前深刻的智慧变革，不仅是1949年以来深刻的智慧变革，也不仅是1840年来深刻的智慧变革，实际上从大历史的来看，是中国两千多年历史上空前绝后的深刻变革。因为自公元前221年秦统一天下以后历朝历代其中有一个做法基本上是一直延续的，作为一项基本国策。那是什么？那就是所谓重农抑商。

所谓抑商指的就是总是千方百计去限制、去排斥民间的市场活动。凡是所谓国计民生的重要产品那都要由国家来控制，比如传统社会盐、铁。盐是重要生活资料，铁是重要的生产资料，尽管官府的作坊生产了产品，像镰刀，史书《盐铁论》上写割草不痛。即便如此那也是要垄断控制。

另一方面，凡是利润丰厚的那些产品也都是由国家来控制的，像茶、铁。这一整套的制度目的是什么？就是压制、排斥民间的工商业活动。一直到中国历史上第一轮工业化现代化，也就是十九世纪的自强运动洋务运动，还是国家垄断化发展。到国民党政府，他讲的很明确，首要的是统制全国金融。再后来从五十年代开始，大规模操盘，高度的计划经济体制。

实际上为什么能够完全照搬苏联模式？因为这样的体制模式跟我们的传统是完全契合的。

所以这样来看，今天在改革过程当中我们要改掉的计划经济体制，改的不是过去二十年搞的那一套，要改的是两千年的传统，中国缺乏市场经济的历史和文化。所以中国人往往就很难理解市场经济的逻辑，我们对市场的作用天然地充满疑虑，充满不信任，总觉得把信任交给市场会乱。相反我们习惯了果断地迷信权力的力量，崇拜权力的力量。所以我们不容易相信市场经济。

全面提高市场经济的实质是人的自主性，人作为独立主体，民主的自主经济。所以对市场充满疑虑、充满不信任，实际上对人民的自主活动充满疑虑、充满不信任。包括有一些新的情况、新的状况出现以后，旧的思维、旧的意识马上又会起来。像认为大数据能够重新恢复计划经济的道路就是类似这样的情况。

这样的一种思维实际上是用一种简单的机械的工程技术思维来对待经济社会问题的表现，既没有理解市场经济的逻辑，也没有理解计划经济的逻辑。

第三点，市场经济的改革目标不可动摇。

这个时候最重要的是大目标、大战略一定要坚持不能变。大战略、大目标往往什么情况下容易变呢？两种情况。

一个是取得了很大成绩的时候。这个时候往往容易以为现在我们有底气了，有条件，有实力来变一变。

第二种情况，就是遇到很多困难、矛盾、问题的时候。这个时候也容易变，觉得这个时候有必要变，这么多问题你还不变。

而恰恰现在我们所处的现在，这两种情况同时存在，一方面取得很大的成就，另一方面面临突出的矛盾问题，于是容易在我们的脑子里产生这样的想法，既要变，又有条件变，这个时候一定要坚定，不能动摇。

所以，按照十八届三中全会、四中全会的决定，坚持改革这才是正确的方向。按照这样的方向，国企改革要对接，民企的活动要能够获得更广阔的空间，按照市场的方向，要在宏观调控方面进行必要的改革和完善，一定要避免我们多年来反复出现的现象，就是我们的宏观调控一旦刚刚扩展的时候，一定是扩张国企，一旦紧缩的时候首先打击的是民间企业。这是我们宏观调控的一个非常突出的问题，一定要通过改革来解决。

新闻快讯

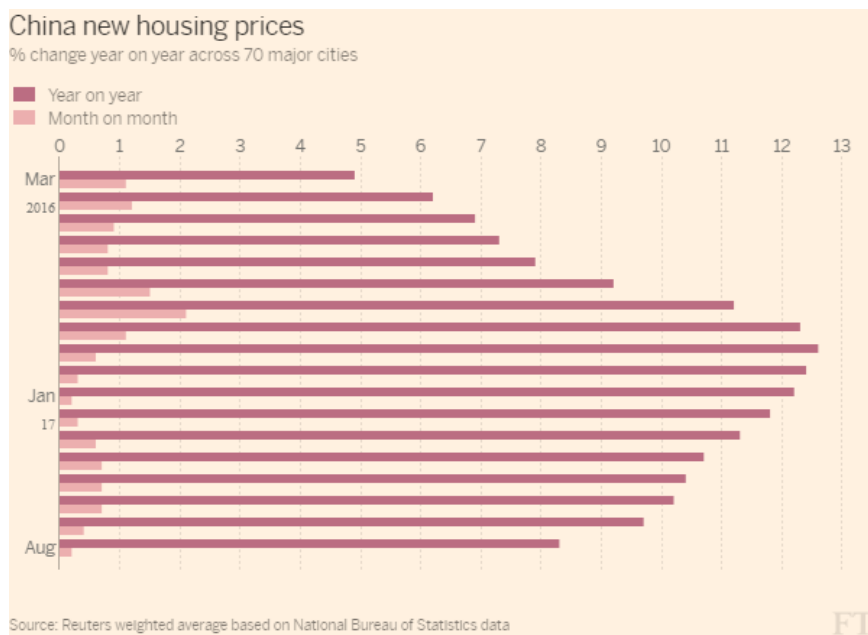
8 月中国新房价格上涨速度创 13 个月新低

来源：FT 中文网 (2017-09-18)

作者：康河信

8 月份，中国新建商品住宅价格的上涨速度达到一年多来的最低水平，官方数据显示一线城市房价上涨速度明显放缓。

路透社 (Reuters) 根据中国国家统计局的数据计算得出的加权平均值显示，8 月份中国 70 个大中城市新建商品住宅价格同比上涨了 8.3%。



这一数字标志着，该指标自 2016 年 11 月创下 12.6% 的峰值后已连续第 9 个月放缓。这一数字也是自 2016 年 7 月以来的最慢增速。

8 月份，调查所涉的 70 个城市中，除深圳、成都的新建商品住宅价格分别同比下降 1.9% 和 0.3% 外，其余城市都呈现上涨。北京上涨了 5.2%，增速较 7 月份放缓 3.7 个百分点；上海仅上涨 2.8%，增速放缓 4.5 个百分点。

环比而言，70 个城市的房价仅上涨了 0.2%，为今年 1 月以来的最慢增速。

8 月份，有 18 个城市的房价环比下滑，比 7 月份房价环比下滑的城市数量增加了一倍。环比降

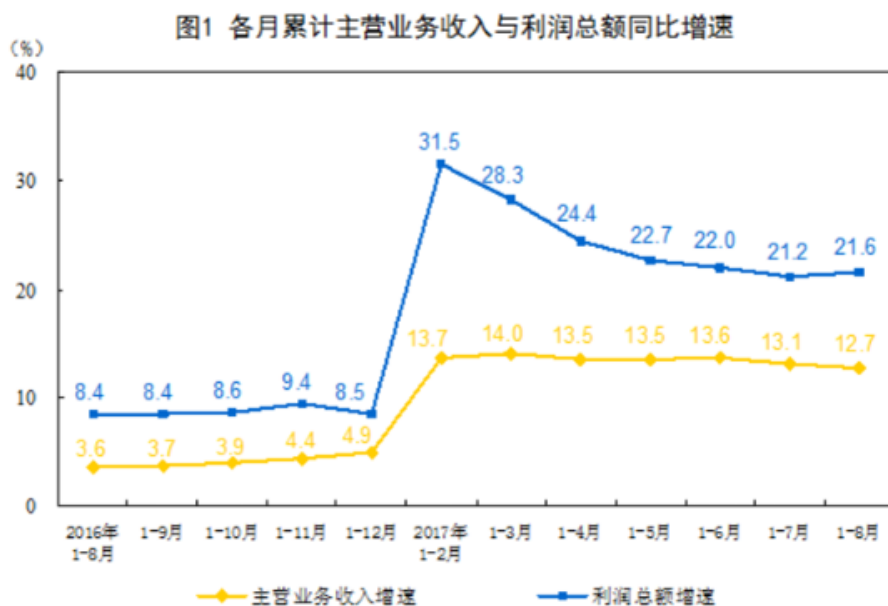
幅最大的城市包括广州（下降 0.7%）、深圳和成都（均下降 0.4%）。包括北京和上海在内的 6 个城市的房价与前一个月持平。

2013 年以来最大增幅！ 中国 8 月工业企业利润同比增长 24%

来源：华尔街见闻网(2017-09-27)

作者：刘怡心

国家统计局周三公布的数据显示，中国 8 月规模以上工业企业利润同比增速 24%，较 7 月加快 7.5 个百分点，并创下 2013 年以来最大增幅。1-8 月规模以上工业企业利润同比增速 21.6%，较 1-7 月加快 0.4 个百分点。



国家统计局工业司何平博士解读称，工业产品价格上升，企业生产成本降低，工业利润增速加快；企业杠杆率明显降低，利润率显著提高：

价格上升，成本降低，工业利润增速加快。

一是工业产品价格上升。8 月份，工业生产者出厂价格指数（PPI）比 7 月份上升 0.8 个百分点；而工业生产者购进价格指数比 7 月份上升 0.7

个百分点。初步测算，价格回升使企业利润同比增加约 1273 亿元，比 7 月份多增约 406 亿元，占新增利润的比重为 31.2%。

二是企业生产成本下降。8 月份，工业企业每百元主营业务收入中的成本为 85.44 元，同比减少 0.64 元，比 7 月份多减 0.51 元。

三是石油、钢铁和电子等行业拉动。8 月份，受价格较快回升影响，化学原料和化学制品制造业利润同比增长 65%，增速比 7 月份加快 38 个百分点；石油加工、炼焦和核燃料加工业利润同比增长 103.4%，增速比 7 月份加快 89 个百分点；石油和天然气开采业利润同比增加 49.4 亿元，7 月份同比减少 10.3 亿元；黑色金属冶炼和压延加工业利润同比增长 131.1%，增速比 7 月份加快 5.9 个百分点。8 月份，计算机、通信和其他电子设备制造业利润同比增长 21.5%，增速比 7 月份加快 18.9 个百分点。上述 5 个行业合计影响全部规模以上工业企业利润增速加快 7.1 个百分点。

供给侧结构性改革措施持续发力，企业多项效益指标呈现积极变化。

一是降成本成效明显加大。8月份，除每百元主营业务收入中的成本同比明显下降外，工业企业每百元主营业务收入中的费用为7.3元，也下降0.02元。综合考虑成本和费用，8月份，规模以上工业企业每百元主营业务收入中的成本费用为92.74元，同比下降0.66元，比7月份多降0.37元。

二是企业杠杆率明显降低。8月末，规模以上工业企业资产负债率为55.7%，同比降低0.7个百分点，比7月份降低0.1个百分点。其中，国有控股企业资产负债率为61%，同比降低0.6个百分点，比7月份降低0.1个百分点。

三是工业产成品周转较快。8月末，规模以上工业企业产成品存货同比增长7.9%，增速比8月份主营业务收入低1.7个百分点；产成品周转天数为13.7天，同比减少0.7天。

四是企业资金周转继续加快。8月末，规模以上工业企业应收账款平均回收期为37天，同比减少0.9天。

五是利润率显著提高。8月份，规模以上工业企业主营业务收入利润率为6.42%，同比提高0.75个百分点，增幅比7月份加大0.42个百分点。

中信宏观诸建芳、王宇鹏预计，“库存周期”未来仍然将保持扩张，中国企业杠杆率处于低位，未来半年至1年工业企业利润仍然将保持中高速增长：

8月份末产成品存货累计增速为7.9%，比7月份回落0.1个百分点，已经连续4个月出现回落。由于PPI的冲高回落，预计未来“库存周期”将继续“去库存”，但是库存增速回落的幅度有限。由于工业品市场接近出清，以及全球经济的回暖，未来库存周期仍然将保持扩张状态。7月末工业企业资产负债率为55.7%，比8月份降低0.1个百分点，为1998年以来的最低点，目前中国企业杠杆率处于低位，并非杠杆率过高。

上半年工业企业利润较高的增速主要由于低基数和PPI大幅上涨导致。可以预计的是，由于下半年工业企业利润基数越来越高，低基数效应不复存在，PPI涨幅也将因为基数效应随之回落，这将会导致9-12月份工业企业利润增速出现持续回落，但是我们认为未来半年至1年工业企业利润仍然将保持较快速增长。由于GDP仍然将保持6.5-7.0%左右的中高速增长，工业品的产能过剩问题已经得到初步化解，未来半年至1年工业企业利润仍然将保持8-12%左右的增长。

具体来看，1-8月份，采矿业实现利润总额3248.9亿元，同比增长5.9倍；制造业实现利润总额43223.3亿元，增长18.6%；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额2741.3亿元，下降22.6%。

1-8月份，在41个工业大类行业中，39个行业利润总额同比增加，2个行业减少：

煤炭开采和洗选业利润总额同比增长9.6倍，农副食品加工业增长5.5%，纺织业增长4.1%，石油加工、炼焦和核燃料加工业增长32.9%，化学原料和化学制品制造业增长36.1%，非金属矿物制品业增长23.9%，黑色金属冶炼和压延加工业增长近1.1倍，有色金属冶炼和压延加工业增长44.8%，通用设备制造业增长16.9%，专用设备制造业增长22.7%，汽车制造业增长11.7%，电气机械和器材制造业增长8.1%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长16.1%，

石油和天然气开采业由同期亏损转为盈利，电力、热力生产和供应业利润总额同比下降28.4%。

IMF 警示全球金融风险

继续关注中国信贷增长

来源：财新网(2017-10-11)

作者：蒋梦婕

10 月 11 日，国际货币基金组织（IMF）发布《全球金融稳定报告》（GFSR）称，全球金融稳定持续改善，但需警惕脆弱性的滋生，特别提醒中国债务增长过快的局面，建议采取措施应对金融体系风险。

在主题为“增长中的风险”的报告中，IMF 指出，在非同寻常的政策支持、监管强化和经济增长周期性好转的作用下，全球金融体系继续增强。

全球经济活动回升提振了市场信心，降低了金融稳定面临的近期风险。在前一日发布的《世界经济展望》（WEO）中，IMF 预计今明两年全球增速为 3.6% 与 3.7%，相比今年 7 月预测分别提高 0.1 个百分点。

此外，全球金融体系基础增强，系统重要性银行资本和流动性缓冲改善。新兴市场资金流量回升，货币增值，融资成本降低。

但货币政策持续宽松的环境也导致资产估值和杠杆率上升，金融风险进一步积累。随着追逐收益行为强化，脆弱性正转向非银行机构。目前有过多的资金在追逐过少的收益资产：在全球投资级固定收益资产的当前存量中，不到 5%（1.8 万亿美元）的收益率超过 4%，而在危机之前，这一比例是 80%（15.8 万亿美元）。

全球主要经济体的负债在增加，这虽然促进了经济复苏，但使得非金融部门更容易受到利率变化的冲击。

IMF 报告指出，尽管中国经济稳步增长，但中国金融体系的规模、复杂性和增长速度表明，存在不断上升的金融稳定风险。银行部门资产与 GDP 的比率已经从 2012 年底的 240% 上升到目前的 310%。短期批发融资以及对企业“影子信贷”的使用增多也导致银行脆弱性增大。

IMF 货币及资本市场部主管琼斯（Matthew Jones）对财新记者说，过去一年，中国当局跨机构合作，采取了一系列措施有效抑制影子银行增长，减少对批发融资的依赖，中国应抓住经济增长前景，继续进行改革加强金融稳定。

IMF 建议，中国继续改善经济增长对信贷的依赖性，提高银行体系的风险管理和透明度，并减少银行影子信贷活动中的期限和流动性转换风险的积累。中国政府致力于降低企业杠杆率的承诺值得欢迎，这应继续作为防止经济受到信贷增长减缓不利影响的更广泛措施的重要组成部分。

IMF 还提醒，尽管全球货币政策持续宽松的环境，但货币正常化进程带来的经济影响将是显著的，依赖外国借款的新兴市场和低收入国家将首先受到冲击。

报告称，政策制定者需利用全球前景的改善，不断解决加剧的中期脆弱性问题，避免掉以轻心。

主要央行应明确沟通减持证券计划，并就政策框架的未来变化提供指导，以确保货币政策的平稳正常化。金融当局采取宏观审慎措施，并考虑扩大这些工具的范围，以控制不断上升的杠杆率和日益增大的稳定风险。

新兴市场经济体应继续利用有利的外部环境增强抗冲击能力，继续降低私营部门的高杠杆率，防

范主权债务风险。

朔伊布勒警告世界有再次发生金融危机的风险

来源：FT 中文网 (2017-10-09)

作者：盖伊·查赞

沃尔夫冈·朔伊布勒 (Wolfgang Schäuble) 在即将卸任德国财长时警告称，全球债务和流动性的急剧上升，对世界经济构成一种重大风险。

在接受英国《金融时报》采访时，这位在过去 8 年里掌舵世界最大经济体之一的坚定亲欧人士表示，鉴于各大央行向市场注入了数万亿美元，目前存在形成“新泡沫”的危险。

朔伊布勒还警告了欧元区稳定面临的风险、尤其是受到危机后遗留不良贷款拖累的银行资产负债表所造成的风险。

作为一名强烈倡导财政纪律的人士，朔伊布勒主导了整个欧洲对欧元区债务危机的政策应对，并在希腊等国受到批评，被称为紧缩政策的设计师。

但是，他将主要被铭记为德国总理安格拉·默克尔 (Angela Merkel) 内阁中最坚定拥护欧盟事业的政治人物，擅长于向经常持怀疑态度的德国公众推销欧元以及推进欧洲一体化的好处。

朔伊布勒告诉英国《金融时报》，去年的英国脱欧投票结果表明，倾听“那些声称……我们对欧洲贡献太多的煽动者”是多么的“愚蠢”。

“就此而言，他们对欧洲一体化做出了巨大贡献，”他说，“不过从短期来看，这真的对英国没有什么帮助。”

朔伊布勒将出任德国联邦议院 (Bundestag) 议长。

美元或即将引爆资产价格泡沫

来源：BWCHINESE 中文网 (2017-09-25)

作者：李言

这是一个疯魔的世界！现在美国已经准备开始甩卖次贷危机时候累计下来的巨额金融泡沫，美国要开始“甩锅”了。在这种情况下，美元会再次搅动整个世界的金融市场，或即将引爆资产价格泡沫

随着美联储缩表开始之后将立即出现问题，世界的美元流动性会骤然紧张。这意味着包括新兴市场在内的贸易盈余国家很可能会减少对美国国债的再投资，甚至还会被动抛售美国国债，以换取本国

的流动性，美国的资本流入将会下降，因流动性的缺少而导致市场利率急速上升。

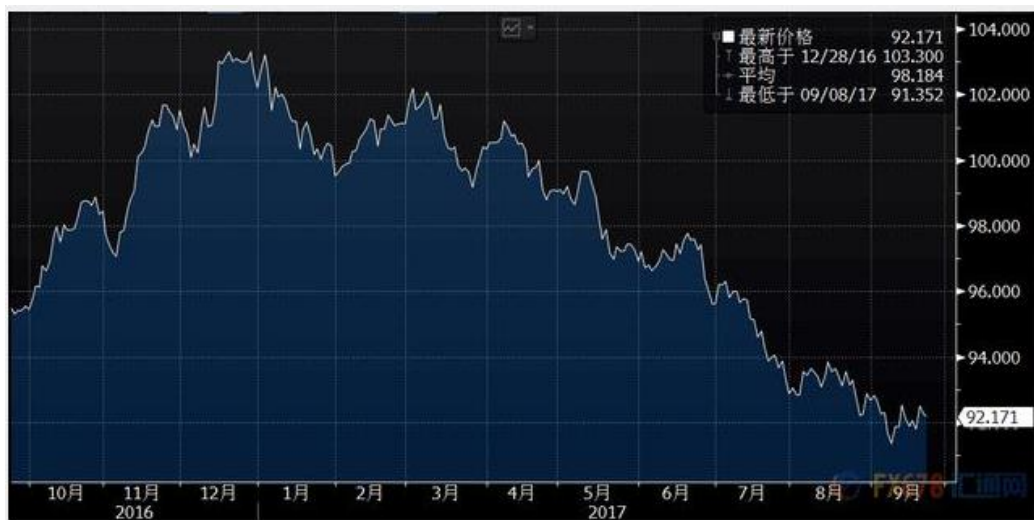
这就相当于引爆美国经济的资产价格泡沫，这些资产包括股市、债务等，同时也会影响到一些资产泡沫比较严重的经济体，比如印度的孟买、澳大利亚的悉尼和墨尔本、纽西兰的奥克兰、西雅图、瑞典的斯德哥尔摩和印尼的雅加达等城市的楼市泡沫。

美国以信用担保的钞票来换取世界各国的商品和资源，同时又以美国国债的方式吸收各国人的创造的财富和储蓄，进而加强美元对其他国家财富的控制，挟三大信用评级机构话语权以令天下，成为美国经济的最隐秘的经济“屠刀”和“金融核武器”。

正是在这些背景下，美国标普下调包括中国和英国在内的一些国家的信用评级，下调了一些金融机构的评级，其目的是让境外投资者谨慎进入非美元货币的债券市场，随着美联储缩表和加息同时进行，美国市场上美元流动性压力增大，需要国际资本去为美国人的资产价格泡沫接盘。

事实上，自特朗普年初上任以来，医保、移民、减税等多方面和经济有关的政策接连碰壁，市场对其振兴经济政策的希望也逐渐落空。

回望过去一年，美元仅在其未就职之前因市场预期而不断推高，之后就走上了下坡路。尽管目前美联储逐步推进政策正常化，开始计划在 10 月缩表，并逐步推进加息进程，但亦难以挽回美元跌势。特朗普此次医改法案被美国共和党重量级人物麦凯恩宣布反对，料对美元进行再度打击。



最近12个月以来美元指数走势图

此前 BWC 中文网(微信 ID:bwchinese)对全球 30 多名金融专业人士的调查显示，他们大多数认为，美国债券泡沫是目前最脆弱的资产。投资大师罗杰斯更是用了十分危

险的语气警告称，在庞大的债务问题重压下，美国面临着比 2008 年金融海啸还要严重的一场危机，受美国债务及美股高估值的影响，美元资产或将成为彻头彻尾的威胁。

事实上，市场却一直在发出信号表示他们对美国经济的危险守卫人特朗普的经济政策的不信任，而当美元指数跌破如果 91 关口时，在达摩斯之剑失业魔咒和飓风重创美国经济的阴影下，引发美元资本大规模流出美国从而引发新一轮的危机的概率将大大提高，这对于投资者和美国人来说，未来会经历怎样的一种金钱生灭风暴，谁也无法预测！或许谁也跑不掉！