

2018 年第 6 期 总第 22 期

财经参考

上海对外经贸大学图书馆主办



财经参考

2018 年第 6 期·总第 22 期

国际财经

2018: 金融危机十周年祭.....	1
金融危机十周年--另一只眼复盘金融危机.....	9
中美贸易摩擦未来走势及智库建议.....	13
中国不应误读《广场协议》影响谈判.....	17

国内财经

如何看待新一轮国企并购浪潮？.....	20
为何说中国经济“稳中有忧”？.....	22
定向降准对人民币影响几何？.....	25

新闻快讯

30 年来最缓慢 IMF 将中国经济增速调至 6.2%.....	27
分析：中国股市为何持续疲软？.....	29
贸易战拖累中国工业企业利润增长.....	30

财经参考

国际财经

2018：金融危机十周年祭

来源：FT 中文网(2018-10-16)
作者：许小年(中欧国际工商学院经济学和金融学教授)

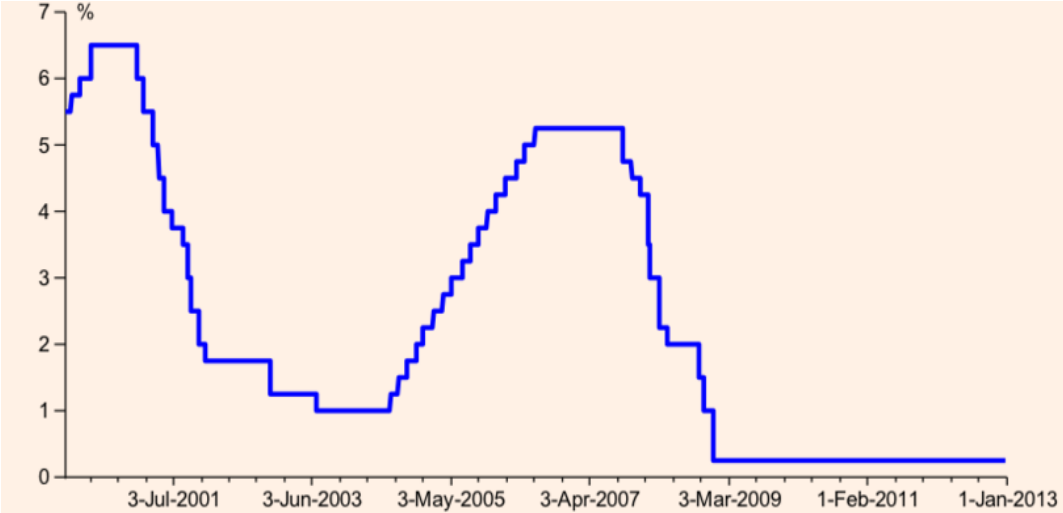
十年前，一个只有 6 千多亿美元资产的投资银行倒闭，竟然触发一场前所未有的金融危机，几乎摧毁了总资产 2 千多万亿美元的美国金融体系。从各国政要、华尔街老手，到经济学家和白领中产，无不目瞪口呆，人们不约而同地惊呼，这究竟是怎么回事？！

一、祸从天降

掌握着货币供应的美联储是金融市场的天，滔天的祸水正是来自美联储。

危机的源头要追溯到 2000 年，那年美国的科技泡沫破灭，紧接着于次年发生了 911 恐怖袭击事件。担心美国经济因此而陷入衰退，美联储紧急减息，将利率降到了前所未有的低水平（图一），并一直保持到 2005 年。当人们盛赞格林斯潘为有史以来最伟大的中央银行家时，祸根已悄然种下。

2001 年至 2005 年低利率环境中形成了美国战后最大的房地产泡沫，2005 开始的急促加息刺破泡沫，引发金融海啸。



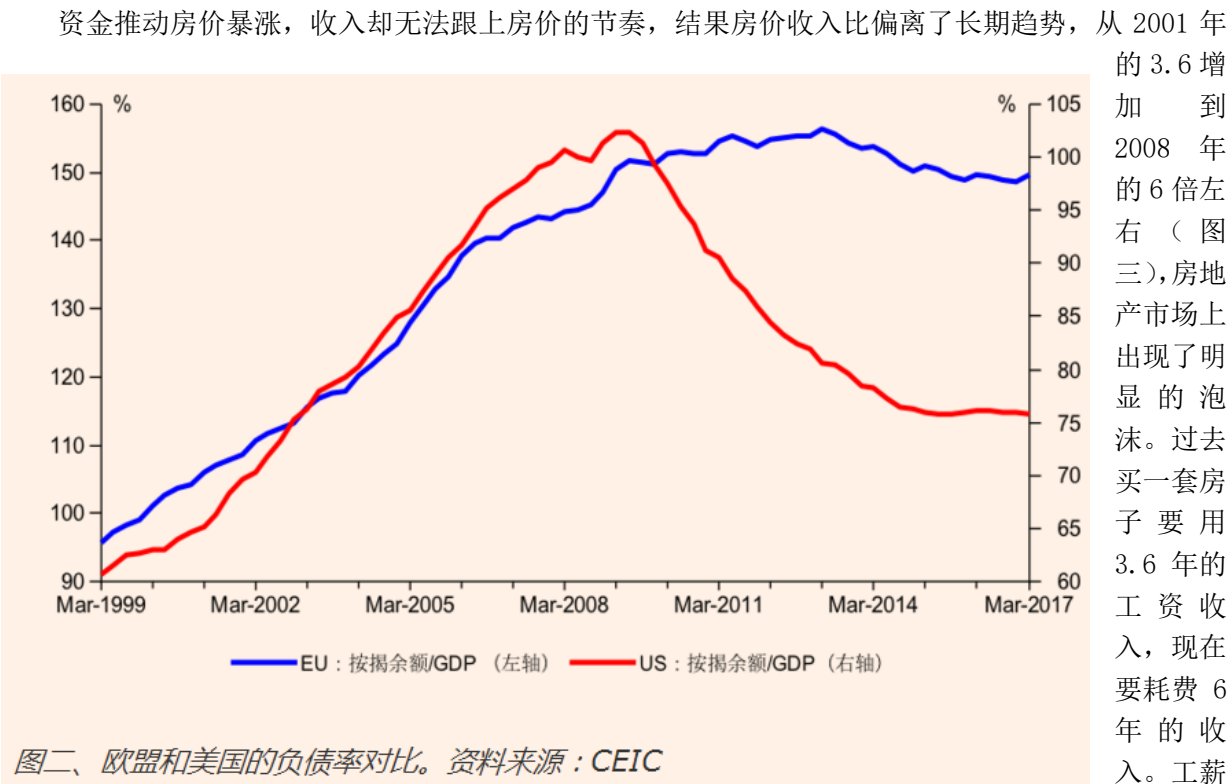
日期	利率 (%)
2001-01-01	6.5
2001-06-01	6.5
2001-07-01	5.5
2001-10-01	4.25
2001-12-01	3.75
2002-02-01	3.25
2002-04-01	2.75
2002-06-01	2.25
2002-08-01	1.75
2002-10-01	1.75
2002-12-01	1.75
2003-03-01	1.25
2003-06-01	1.0
2003-09-01	1.0
2003-12-01	1.0
2004-03-01	1.25
2004-06-01	1.5
2004-09-01	1.75
2004-12-01	2.0
2005-03-01	2.25
2005-06-01	2.5
2005-09-01	2.75
2005-12-01	3.0
2006-03-01	3.25
2006-06-01	3.5
2006-09-01	3.75
2006-12-01	4.0
2007-03-01	4.25
2007-06-01	4.5
2007-09-01	4.75
2007-12-01	5.0
2008-03-01	5.25
2008-06-01	5.25
2008-09-01	5.25
2008-12-01	4.75
2009-03-01	4.25
2009-06-01	3.75
2009-09-01	3.25
2009-12-01	2.75
2010-03-01	2.25
2010-06-01	2.0
2010-09-01	1.75
2010-12-01	1.5
2011-03-01	1.25
2011-06-01	1.0
2011-09-01	0.75
2011-12-01	0.5
2012-03-01	0.25
2012-06-01	0.25
2012-09-01	0.25
2012-12-01	0.25
2013-03-01	0.25

图一、美联储基准利率

美联储向市场注入的大量流动性并未进入实体经济，和我们今天在中国看到的一样，资金避实就虚，涌进了资产市场。由于股市刚刚遭受科技股暴跌的重创，房地产就成为不二的选择。

投资者偏好房地产，因为股市低迷造成融资困难，科技创新暂时退潮，缺乏新的增长点，实体经

济的投资回报不能达到预期。另一方面，房地产供应短期具有刚性，资金进入带来房价的上涨，立刻就可看到资产增值。在不断上涨的房价和低利率的诱惑下，美国家庭大借按揭，负债率直线上升（图二），按揭贷款余额对 GDP 的比率从 2001 年的 60%，冲到 2007 年的 100%以上的高峰。



阶层偿还按揭的负担加重，为日后的债务违约和金融危机埋下伏笔。从图三可知，房价和实体经济中的工资存在一定的关系，当收入无法支撑过高的房价时，金融危机在 2008 年爆发了，房价收入比应声而落，三年之后重返历史平均线。



意识到通胀抬头，美联储于 2005 年开始加息，动作之快，就像 2001 年减息一样。在不到两年的时间里，17 次加息将基准利率从 1%提高到 5%以上，这使得美国家庭偿还按揭贷款的月供负担增加了 50%到 100%不等，对于几乎没有现金储蓄的美国月光族家庭来说，简直就是当头一棒，很多家庭因此宣

2008 年的大反转是对金融和实体长期脱节的惩罚，极具讽刺意味的是，惩罚之手和肇事之手都是同一只。

当货币发行超过实体经济中财富的创造时，通胀是必然的结果。

告破产，来自实体经济的现金收入不足以支付债务还本付息的现金流出，用会计学的语言讲，加息使家庭的资产负债表问题转化为现金流量的问题。现金流枯竭之时，便是金融危机爆发之日。

家庭负债能力归根结底是由实体经济中的收入决定的，而收入又取决于效率也就是劳动生产率。美联储利用低利率诱导家庭增加负债，却不能相应提高它们的收入即偿还能力，因此增加而不是降低了金融和经济的系统性风险。

低利率时期，欧盟和美国都经历了加杠杆，也都在 2008 年泡沫破灭后被迫去杠杆。美国去杠杆明显比欧盟快，这是美国经济复苏强劲的一个重要原因（参照图四）

在 2001 到 2005 的低利率时期，美国房地产出现明显的泡沫，房价收入比脱离历史平均线，持续上升到 2008 年。地产泡沫破灭后，这个比值随着去杠杆的进行，在两三年的时间里重回平均线。

2007 年，美国家庭部门发生大面积的债务违约，作为抵押品的房屋被银行收回，银行再把这些房屋在市场上拍卖套现用于抵债，由于卖家太多，房地产价格崩盘了。房价的下跌促使银行要求债务人追加抵押品，财务原本就紧张的美国家庭捉襟见肘，更多的家庭宣告破产。在房价下跌和债务违约的恶性循环中，以按揭贷款为基础的证券（MBS, Mortgage-backed Securities）价格大跌，拖累重仓持有这些证券的金融机构例如雷曼兄弟和花旗银行，雷曼兄弟在请求政府救援被拒后倒闭，金融市场发生恐慌，恐慌情绪经由 MBS 和金融衍生品的交易迅速扩散到全世界。

凯恩斯主义者将危机归咎于华尔街，指责华尔街在贪婪驱使下的金融创新过度，例如次级按揭（Subprime Mortgage）、次级按揭为基础的证券化资产 MBS、CDO（Collateralized Debt Obligation）等等，经过层层包装之后，终端投资者已经看不清底层资产的风险所在，贸然购买衍生金融产品，“受骗上当”。银行则卖出打包资产回收现金，发放更多的次级按揭，如此形成恶性循环。凯恩斯主义者虽然没有放过美联储，但他们的批评集中在监管而不是银根的放松上。

创新过度和监管不力的解释听起来很有道理，却经不起仔细的推敲。为什么不早不晚，华尔街偏偏在 2002 年之后掀起一轮金融创新高潮？原因仍然是美联储的超低利率（图一）。数据显示，次级按揭和 MBS 的猛增都出现在低利率时期。受美联储基准利率的牵制，现有金融产品的收益率未能达到华尔街的预期，金融机构自然瞄上了收益和风险相对较高的次级按揭贷款，用金融工程的方法，打包按揭贷款，切块卖给投资者。在不断上涨的房价面前，投资者只顾获取这类金融产品的高收益，对于风险则视而不见。我们固然不能因此说过度金融创新完全是低利率的结果，但美联储的货币政策在相当大的程度上确实要对金融创新负责。

危机爆发后，美联储和美国财政部使出浑身解数，紧急向市场投放货币，为濒于破产的大型金融机构和大型企业注资，终使美国的金融体系免于崩溃。凯恩斯主义者这时一面欢呼美联储救市的伟大功绩；一面痛批新自由主义经济学，认为放松和解除管制造成了这场金融危机。学派和门户的偏见之深，可以置事实于不顾！

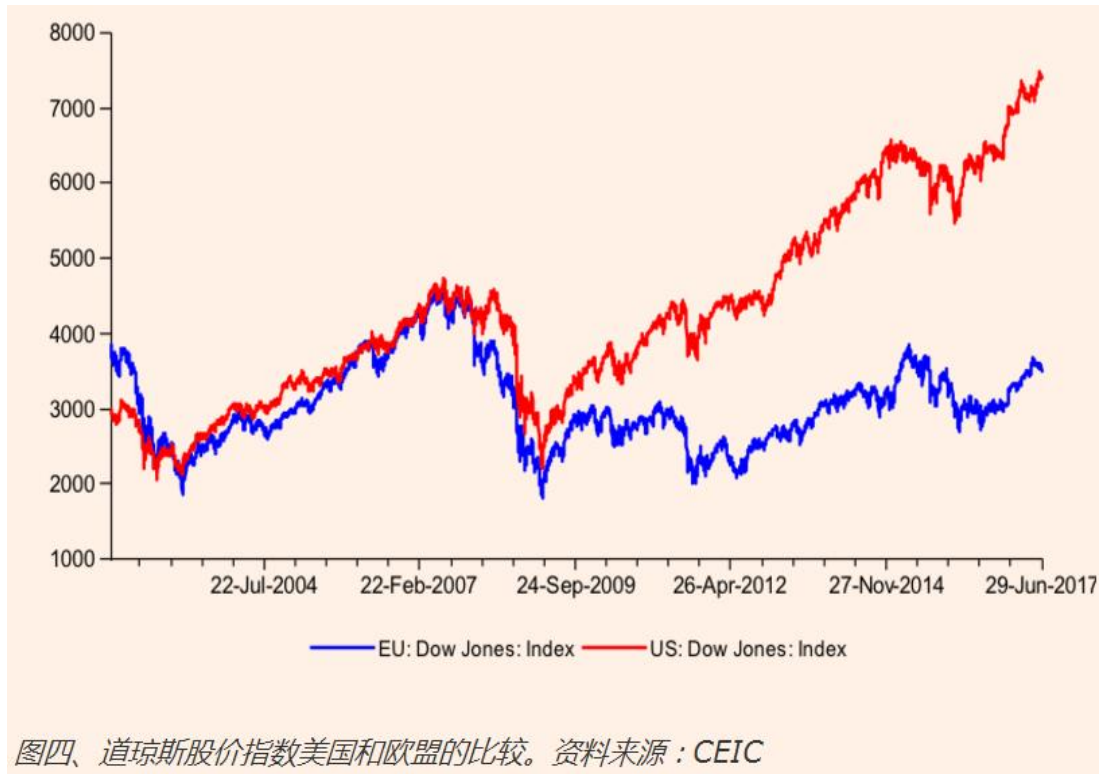
尽管美联储化解金融危机的行动有可圈可点之处，我们不会因其救火之功，而宽恕其纵火之罪。罪之大者，莫过于扭曲市场经济中的一个重要价格——资金的价格即利率。价格信号错误，资源的错配就无法避免，错配的表现形式是过度借债产生的虚假需求和不断膨胀的资产泡沫，以及与“非理性繁荣”形成鲜明对照的实体经济的停滞。

二、头疼医脚

危机过后，美国经济如预期的那样陷入深深的衰退，美联储依然祭出了凯恩斯主义的法宝，大肆放水，通过所谓数量宽松，继续向经济注入流动性。然而新增货币并未转化为拉动投资和消费需求的贷款，货币躺在商业银行的“地库”里，电子账户上记录为超额储备。商业银行的超额储备从危机前

2007 年的 3 千亿美元，猛增到接近 3 万亿美元。银行惜贷，货币政策传导机制堵塞，货币政策完全失灵。面对满目疮痍的家庭部门和自己惨不忍睹的资产负债表，商业银行忙于灾后重整，哪里还敢发放新的贷款？

美国经济的恢复和 2009 年以来的强劲增长，在很大的程度上得益于市场化的去杠杆。资本是无情的，你的按揭违约，抵押品就要被银行收走卖掉，一家老小不得不另寻栖身之处。笔者 2012 年到



图四、道琼斯股价指数美国和欧盟的比较。资料来源：CEIC

美国考察时。还可以看到不少的空置房屋，原来的主人被迫迁出，临走时破坏了门锁，卸下并搬走洗手间的座便器，拆除餐厅的吊灯，拿走所有可以拿走的东西，其愤怒和绝望之情可见一斑。然而正是通过这种冷酷的去杠杆，银行清理了坏账，家庭降低了负债率，按揭贷款对 GDP 的比率从最高点的 100% 多持续下降，回到了长期趋势线上（图二），房价收入比也很快回落到历史平均值（图三）。



图五、中国的电力消耗增长率。资料来源：CEIC

快速的去杠杆带来了快速的复苏，银行的信贷活动在 2012 年基本恢复正常，从那之后，美国的经济和资本市场一路高歌前行，直到今天（图四）。对比欧盟各国，在全球的低利率时代，杠杆率的上升和美国

一样迅速，危机后的去杠杆却比美国慢了许多，银行的不良资产长期未清，信贷活动低迷，导致欧洲经济萎靡不振，如同欧洲股市走势告诉我们的（图四）。可笑的是，凯恩斯主义者硬把美国经济的复苏说成是数量松宽的功劳，他们根本无法解释，为什么欧洲也进行了几轮数量松宽，经济状况至今不如美国。

对照图二，早死早投胎？走出危机后，美国股市连创历史新高，而欧盟受银行不良资产的拖累，股价仍在危机前的水平之下。

大洋此岸，为了应对国际金融危机造成的经济下滑，中国政府启动了前所未有的“4万亿”刺激计划。4万亿实际上只是一个符号，实际投入的资源应该是以十几万亿甚至几十万亿计。财政、货币政策双管齐下，巨量兴奋剂的作用下，GDP 增长果然强劲反弹（图五）。一时间风景这边独好，世界经济的火车头带动全球走出萧条。坊间笑称：只有社会主义才能救美国，国人对于这项意外承担的国际主义义务笑而不语，颇有舍我其谁的英雄气概。

我们用电力消耗作为 GDP 的近似指标，以避免地方政府 GDP 统计误差造成的失真。2009 年执行的“4 万亿”刺激计划带来经济的 V-型反弹，但仅持续了两三个季度经济增长便掉头向下。2012 年传说中的“4 万亿 2.0”效果更差。

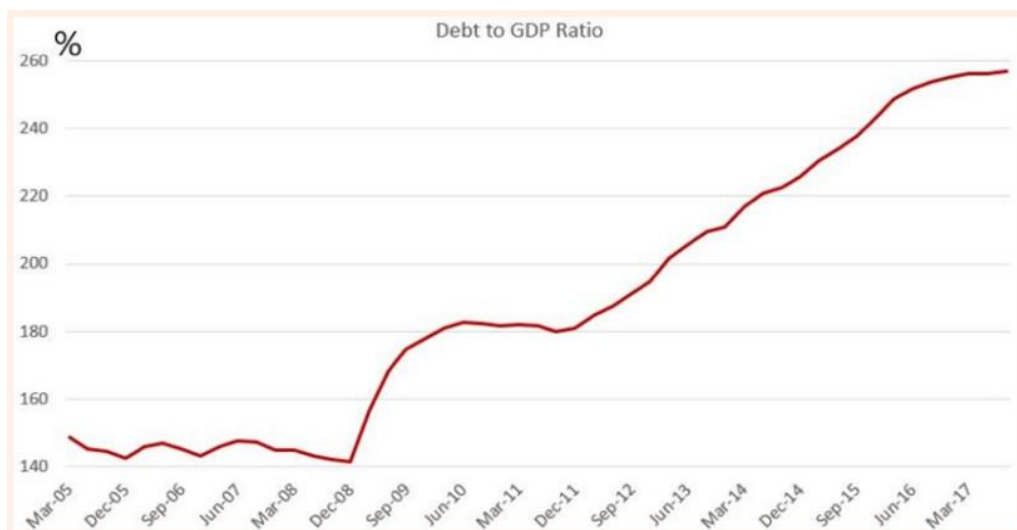
谁料人为的经济景气只是昙花一现，两三个季度之后，GDP 重新进入下行通道（图五）。于是，“4 万亿 2.0”甚至 3.0，陆续推出。怎奈兴奋剂的边际效益递减，无力挽回疲软的颓势，反倒是美国那边日渐好转。

从缘起、爆发、拯救到复苏，这是一个人们曾经耳熟能详的故事。对于人类这样一个记忆短暂的物种，在金融危机十周年之际，我们认为有必要重温这段历史，从中汲取经验和教训。或者，应了那句相传是黑格尔的名言：“人类从历史上学到的唯一教训，就是人类无法从历史上学到教训。”

三、回归常识

如果人类不至像黑格尔断言的那么无望的话，需要反思的首推货币政策。

实际上，凯恩斯本人对货币政策持高度怀疑的态度，他提出“流动性陷阱”的概念，说明为什么在经济停滞期间货币政策不起作用。当利率处在一个很低的水平上比如 0.5%，中央银行增加货币供应，将利率降到 0.3%，或者降到零，企业和个人几乎没有反应，因为差别实在微乎其微，减息不能有效刺激投资和消费需求。我们在美国的金融危机之前和之后，以及今天的中国经济中，都观察到了



图六、中国非金融机构负债对GDP比率。资料来源：国际清算银行

流动性陷阱，当然，原因和凯恩斯所描述的有着根本的不同。凯恩斯的流动性陷阱是个心理现象：人们通常会忽略微小的变化；而 2008 年前后的美国 and 当前的中国经济中，货币政策失效是因

为实体经济中很难找到高回报的投资项目，或者因为债务人的杠杆率也就是风险已经过高，或者两者兼而有之。

不幸的是，中国经济目前正在经历这样的双重困境，货币政策失灵。例如央行降低准备金率，商业银行却并不因为可贷资金的增加而扩大信贷，制约信贷的不是资金，而是具有稳定收益和低风险的可贷项目。

实体经济中缺乏可贷项目，原因在于中国的工业化和伴随着工业化的资本积累已基本完成。改革开放以来，中国进行了快速的工业化，工业生产需要资本，资本积累一方面产生了强劲的投资需求，固定资产投资的增长速度平均为 GDP 的 1.5 倍到 2 倍，成为驱动经济增长的强大引擎。另一方面，资本积累提高了人均资本拥有量，从而提高了劳动生产率和工资，工资的增加又创造了消费需求。如此，处于工业化阶段的经济必然会呈现出“超常”的增长，这样的“奇迹”在历史上屡见不鲜，例如 1871 年德意志第二帝国成立前后、日本明治维新时期、俄罗斯 20 世纪初期以及斯大林时代、德国和日本二战后的重建、亚洲四小龙的经济起飞，无不与工业化相关。如果说存在奇迹的话，那就是工业化的奇迹，中国也不例外。

工业化完成之后，资本不再稀缺，投资增长速度逐步下降，GDP 增长随之放慢。根据一项经济学原理，这时的资本边际收益递减，投资收益和劳动生产率的改善明显低于工业化时代，企业的盈利状况和工资的上涨步伐也不如从前，经济进入后工业化时代的新常态。笔者认为，中国的工业化和后工业化大致以 2008 年全球金融危机为分界，体现为 2008 年之前经济增长速度已经放慢，很多行业出现了产能过剩，产能过剩意味着资本积累因而实体投资已无太大需求。

过高的杠杆率是中国经济面临的第二重困境。2008 年以来的一系列扩张性政策几乎全靠借贷支撑，导致中国经济宏观负债率在过去十年间迅速上升，从 2008 年的 140% 到 2017 年的 260%（图六）。由此可知，过去十年间保持的 6% 到 8% 的经济增长，基本上是透支未来而取得的。

意识到债务过高的风险，进入 2018 年，中国政府开始采取各种措施，降低经济的总体负债率，却遭到各方面的广泛批评。批评者认为中央政府下药过猛，虚弱的经济承受不起，呼吁要讲究去杠杆的方式和方法。去杠杆的具体措施确有值得检讨之处，非市场化的行政手段是最大的问题，造成国有和民营经济的不平等的待遇，有些地方出现优汰劣胜。至于和风细雨的去杠杆或者软着陆，纯粹是书斋和办公室里一厢情愿的天真想象。

纵观现代金融史，没有一次去杠杆不是采取疾风暴雨的形式，从 1980 年代的拉美债务危机、1990 年代日本经济泡沫的破灭、稍后的亚洲金融危机，直到 2008 年的全球金融危机，哪一次不是付出惨重的代价，换来资产负债表的重新平衡？可以毫不夸张的说，去杠杆一定会带来经济的剧痛，人人都舒服就不可能去杠杆，今天的小痛是为了避免以后的大痛。这个道理其实人们都明白，只不过商界和金融界不愿意疼在自己的身上，政策制定部门则不想看到责任落在自己头上。

去杠杆半途而废，凯恩斯主义的幽灵在中美贸易战的背景下再次降临。货币信贷政策由紧转松，准备金率下调一个百分点，十万亿量级的投资计划呼之欲出。这一次，幽灵会再次显灵吗？

不需要高深的理论，依据常识便可以猜到结果。即使凯恩斯本人也声明，他所说的需求是“有效需求”（Effective Demand），尽管他并没有将这个概念贯穿始终，而他的追随者干脆有意无意的忽略了“有效”两字。有效需求就是有支付能力的的需求，与之相对的是没有支付能力的、想象的需求（Notional Demand）。货币增发如果转化为信贷扩张，企业和个人通过借钱看上去增加了购买力，但借的钱终究要偿还，今天支付能力的增加，预示着明天支付能力的减少，货币信贷政策并没有真正增加支付能力，而只是做了支付能力的跨期重新配置。换句话说，货币政策并没有增加有效需求。实际上，凯恩斯主张的财政政策也没有增加有效需求，因为今天政府支出的增加带来赤字，要用明天更高

的税收来弥补，而未来的高税负会减少民间的可支配收入，因而减少民间的有效需求。

追溯凯恩斯的原意，我们会发现需求不足其实是个伪命题，人们通常所说的需求，是想象的需求或者欲望，哪个企业家不想做大企业？他的投资需求理论上讲是无穷大的。消费者的想象需求更是没有止境，得陇望蜀，哪有知足的时候？真正不足的是有效需求，即有支付能力的需求。企业想做大，必须进行投资，投资的资金来自利润。个人支付的支付能力来自工资。政府的支付能力来自税收，而税收的源头仍然是企业和个人的收入。这些都是常识。没钱的需求都是假的；借来的钱总要偿还，拖得越久，代价越大。

政府真想拉动需求吗？我们说的是有效需求，那就必须提高企业的效益和员工的劳动生产率，从而提高利润及工资收入。这是从常识而非数学模型推演出来的政策含义，至于如何提高企业的效益，我们在下一节展开讨论。

四、现实意义

我们从十年前的这场金融危机中学到了什么？

第一，必须保持资产负债表的健康，特别是适当的资产负债比，对于国家经济、企业或家庭都是如此。要像警惕瘟疫一样，警惕债务的无节制增加，把债务控制在实体经济产生的现金流所能维持的水平之下，保证国家、企业或家庭的现金收入足以覆盖各自债务还本付息的现金流出，防止资金链断裂而引发债务和金融危机。毋庸置疑，这些都是常识。

当我们发现负债已经过高的时候，要采取坚决的措施去杠杆，就像中国政府在 2000 年前后清理四大国有银行的坏账那样，直面问题，解决问题，而不可推诿拖延，或者以表面文章掩盖真像。现在回过头来看，若非那时清理了银行不良资产，补充银行资本金，中国金融体系能否经受住 2008 年全球金融危机的冲击，都是很难说的呢。

保持资产负债表的健康就是保持金融和实体经济的相关性，就是金融的发展不能脱离实体经济。从本质上讲，债务危机不是财务结构的问题，也不是间接融资和直接融资比例失调，而是实体经济产生的收益长期低于资金成本，最终导致资金链断裂，就像 2008 年美国的家庭收入无法偿还按揭贷款，1997 年东南亚各国政府的外汇收入不足以偿还外债一样。从这个角度看问题，债务豁免、中央银行购买不良债务以及目前我们所看到的债转股，仅仅降低了账面上的资产负债率，而有助于改变实体经济中资产收益低于资金成本这一事实。甚至更坏，在债转股之后，实体经济中的不良资产还是不良资产，资产的收益率还是那么低，而企业的资金成本却比以前更高了。

股权资金的成本显著高于债权资金的成本，这是金融常识。用股权置换债权，虽然可以缓解短期利息支付的压力，但在长期对资金回报的要求更高，给企业造成的经营压力更大。当然，在中国的现实环境中，股民的地位虚弱，股权通常被视为零成本资金。然而违反经济规律不可能不受惩罚，股市丧失服务实体经济的功能就是一个明证。

第二，鉴于资产负债表的重要性，中央银行对货币政策的操作应采取慎之又慎的态度，特别要注意避免货币和信贷的超发，防止将货币政策当作调节经济的方向盘使用，忽左忽右，自以为精准到位，认真负责地制造无法预料和无法收拾的大泡沫。聪明老道者如格林斯潘也会犯下事后方知的愚蠢错误，我们有什么理由相信货币政策委员会的诸位对经济的判断呢？

在货币政策的操作方面，我们赞同立法制定货币政策规则，管住中央银行这只看得见又闲不住的手。现有的弗里德曼规则和泰勒规则尽管不完美，不完美的规则也比完全没有规则强。诺奖得主弗里德曼建议货币供应与 GDP 增长保持同步，斯坦福大学泰勒教授的基准利率等于 GDP 增长和通货膨胀率的某种加权平均和。两类规则的表达不同，精神上是相通的：将货币政策与实体经济的客观指标挂钩，

反对中央银行主观任意的“相机抉择”。如同我们在上面看到的，2008 年金融危机的根源正是金融与实体经济脱节，政策规则可谓对症下药。规则的另一优势是防止货币政策跟着政府的指挥棒走，成为政府的第二财政和营造短期政绩的工具。发展中国家的经验证明，十之八九——如果不是百分之百——的货币超发都是财政赤字引起的。

按规则办事，碰上金融危机这样的灾难性事件怎么办？紧急时刻需要央行快速和非常规的干预。这不是问题，非常时期可以由议会授与央行相机决策的权力，就像 2008 年美国国会特批 7 千亿美元的财政救助一样，危机结束后收回央行便宜行事的权力，恢复执行货币政策规则。

奥地利学派的逻辑更为彻底，他们主张取消中央银行对利率的干预，市场形成的利率就是“最优”的，因为市场利率自动等于实体经济中的投资回报率即资本的边际收益率，自动保证了债务和偿还能力的匹配，从根本上避免了人为的债务危机。反之，任何偏离资本边际收益的利率都会引起经济的波动。在奥地利学派那里，货币政策不是经济的稳定器，而是一个扰动源。“天下本无事，庸人/智者自扰之”，市场经济中的货币政策实属多余之物，作为货币发行者的中央银行甚至都没有存在的必要。

或许有人会问，没有中央银行的日子怎么过？就像前清遗老惊呼没有皇上的日子怎么过一样，他们对某种超经济、超社会力量存在着严重的心理依赖，凯恩斯主义正是建立在这样的社会心理基础之上的。不用担心，日子照样过。描述无央行的场景超出了这篇文章的范围，仅在这里提请读者注意一个事实：自工业革命以来的现代经济史上，世界各国在相当长的时期内是没有中央银行的，没有货币政策的时间就更长，而且日子过得并不比有了中央银行之后差。

第三、经济增长靠的是企业效率的提高而不是政策刺激。被凯恩斯主义者扭曲的凯恩斯主义在中国留下了不少的误解，危害最大者莫过于相信经济增长的关键是需求，而拉动需求的有效方法是扩张性的货币和财政政策。让我们再次诉诸常识：印钞票不创造任何价值，政府开支也不创造价值。政府花的钱来自税收，税收是企业和个人创造的价值。财政政策的实质是价值在不同人群间和不同点上的转移，而不是价值的创造。

从理论上讲，凯恩斯的分析对象本来就是一个没有增长的经济，他要解决的问题是如何使当期 GDP 尽可能的接近潜在 GDP。潜在 GDP 定义为：给定技术条件，给定资本、劳动、土地等生产要素的数量，当这些资源得到充分利用时，一个国家所能实现的最大 GDP。我们所说的经济增长是潜在 GDP 的提高，和凯恩斯所研究的不是是一回事。遗憾的是，人们经常把当期 GDP 和潜在 GDP 两个概念混为一谈。潜在 GDP 由技术和资源的数量决定，货币、财政政策对技术和资源的数量没有影响，因此与经济增长无关。由于所有生产要素都服从边际收益递减的规律，当边际收益近乎为零时，增加资源的投入也不能带来增长，经济增长的源泉只能是技术的进步。

以中国经济目前的状况而论，资本的边际收益不是接近零也是非常低的，起码在很多地方低于资金成本，否则资金不会脱实向虚，进入资产市场寻求纸面上的增值。这一判断的政策含义不言而喻，为了控制越来越高的债务危机风险，为了避免 2008 年美国的灾难在中国重演，我们应当一头做减法，下决心推进市场化的去杠杆，降低债务负担；另一头做加法，提高实体经济的资产收益率，增强政府、企业和家庭的债务偿还能力。

提高实体经济的资产收益率，要求企业进行创新，加快技术进步的步伐，要求政府为企业营造一个有利于创新的环境。由于本文的主旨不是讨论创新，我们仅简要列出创新需要的制度改革：加强私人产权特别是知识产权的保护；给予创新的主体民营企业平等待遇；放松和解除管制；以及全面的减税。

创新为何需要这些制度保障以及如何推进改革是制度经济学研究的重大课题，而与凯恩斯经济学毫不相关，熊彼特、道格拉斯-诺斯、威廉-鲍默尔、新科诺奖得主保罗-罗默等人的著作才是我们应

该重点关注的。与凯恩斯主义的需求决定论不同，这些大师们的研究集中在供给侧，尤其是创新的机制以及创新对经济增长的决定性作用。

国际金融危机十周年之际，如果我们能够认识到凯恩斯经济学的局限，认识到滥用货币、财政政策的后果，那场危机中所付出的天价“学费”就算没有白交。

金融危机十周年 ——另一只眼复盘金融危机

来源：《经济观察报》(2018-09-19)

作者：吴晨（《经济学人·商论》执行总编辑）

十年前的 9 月 15 日，华尔街大投行雷曼兄弟轰然倒下，21 世纪最严峻的全球金融危机汹涌而来：原本秩序井然的金融市场，竟然会发生衍生品价格暴跌，有着百年历史的投行在几天内破产的惨剧。上万亿资产的资产在很短时间就灰飞烟灭。

十年之后，研究金融危机的书籍汗牛充栋，但是两个问题仍然没有得到完美的解答：为什么这么多经济学家都没有能够准确预测金融危机的到来？我们到底能从上一次金融危机中学到什么，帮我们避免下一场金融海啸？

要回答这两个问题，需要从不同角度对金融危机复盘，也需要从经济学和金融学学科之外，尤其是从生物学和行为学的研究中，汲取营养。

金融危机复盘

雷曼兄弟倒台的导火索是基于房贷为标的的次级债 CDO（担保债务凭证）发生违约。为什么会违约？首先是各大评级机构当年并没有预料到 CDO 的潜在风险。这并不是因为评级机构没有充足的数据，症结在他们设计的风险模型中并没有认真考虑美国各地房价之间的相关性，因此也就没有考虑到不同市场房价同时大跌带来的风险。当纽约、芝加哥、旧金山的房价同时下跌时，CDO 原先的逻辑暴露出致命伤——次级债即使涵盖了全美各地不同的房地产，仍然无法抵御市场的整体下跌。

CDO 作为一种房贷资产证券化工具之所以这么火爆，背后是美国房地产从 1996 年到 2006 年的繁荣。这十年间，美国人均房产价值翻番。到了 2006 年，美国总共有 11 万亿美元的房贷。美国房贷相关的资产证券化产品也从 1996 年的 4800 亿美元上涨到 2003 年的 3 万亿美元。房贷相关的资产证券化成为了金融市场里的新宠。

推动房价持续上涨的不仅仅是金融机构，政客大力鼓励每个人都能拥有自己的住房也是美国房地产非理性繁荣的一个推手。政客们非常乐于见到“拥有自己的住房”成为新的美国梦。在这一过程中，自然会出现大量道德风险，金融机构不断降低标准，甚至出现忍者贷款（NINJA loan），也就是给没有收入、没有工作、没有抵押资产的三无人员贷款。

较低的利率让更多人能得到房地产按揭、房价持续增长带来的财富效应，以及转按揭和其他依赖房地产的再融资方式比较容易，这三点是房价带来的“免费午餐”。这三条中，如果每一条单独出现，都是经济上的利好。但时，当三条同时出现时，就会引发泡沫和危机。因为一旦外部环境发生变化，

需要“去杠杆”的时候，房产作为一种流动性很差的资产，会引发连锁反应，导致系统性的金融风险。

并非没有人看到美国房地产持续上涨的泡沫。研究美国房价的专家，诺奖得主罗伯特·席勒在 2005 年 1 月就曾经断言，房地产市场的基本面已经无法支持房价的暴涨。前印度央行行长，芝加哥大学布斯商学院教授拉格拉姆·拉扬在 2005 年全球央行行长一年一度的杰克逊霍尔年会上也曾警告说，金融创新已经改变了金融风险，系统虽然可以更广泛地分配风险，但是同时也比以前增加了很多的风险，因为各类资产之间的关联度比以前要高得多。他断言，这样的系统也许能承受小的风险，但是无法抵御大的风险的打击。拉杨的这一论断几乎可以完全套用在 CDO 身上。CDO 作为资产证券化的创新的确可以有效分配地方性房价调整的小风险，但是却没办法抵御全美房地产崩盘的大风险。

美国前财长萨摩斯当年就主持了拉杨的讨论。他在拉杨发言之后，一面称赞拉杨的观点有点道理，另一方面却强调系统风险被夸大了。他把全球金融市场比喻成美国的航空市场，金融创新就好像航空市场上建设起的多个干线枢纽与上百条支线网络，带来巨大的方便和效率。而担心金融危机，萨摩斯比喻说，就好像美国最大的十个航空干线枢纽同时瘫痪，而且其中两个还因为无法解释的撞机而被摧毁。萨摩斯的言下之意很明显，就像航空业很难想象会发生如此规模的灾难，金融市场也大可不必为类似的“黑天鹅”而担心。

萨摩斯的观点代表了一种对金融创新充满自信的思潮。反讽的是，他的比喻用来形容三年后的金融危机恰当无比。金融市场的从业者的反应却是另一种代表：他们对泡沫的预警视而不见，原因是大家已经习惯了“火中取栗”的竞争场景，就像当年花旗集团的 CEO 普林斯所说，“只要音乐不停，我们都还会接着跳舞。”而且普林斯并不认为，2008 年到了音乐该停下的时候。花旗和其他大的金融机构一样，都低估了风险。他们普遍的想法是，既然现在市场上还有钱赚，为什么要担心未来？

麻省理工学院教授罗闻全也是比较早指出金融市场风险的人。他在 2004 年对对冲基金的研究中发现，因为竞争激烈，所以市场上套利的机会越来越少，利润越来越薄，对冲基金需要不断增加杠杆才能保持一定程度的盈利。当市场变得越来越拥挤，大家的策略越来越同质化，杠杆加地越来越高，而标的资产越来越多是流动性很差的房贷时，金融市场就埋下了严峻的危机。2004 年 10 月，《纽约时报》对罗闻全的分析给出了如此评价：“罗教授所描绘的灾难性剧本需要一系列高杠杆的对冲基金破产，引发向它们提供融资的银行或者投行的垮台。”言下之意，这怎么可能？《纽约时报》的评论，提前四年为金融危机写好了剧本。

金融市场是个生态圈

罗闻全的著作《适应性市场》(Adaptive Markets)和理查德·布克斯塔伯的新书《理论的终结》，都从进化的角度去试图分析金融市场的发展和金融危机的爆发。

布克斯塔伯认为，把经济学当成一门科学来研究，整体的出发点就错了。数学的经济模型是没有办法推演出复杂的金融世界的运行规则的，因为经济活动是“复杂”的，而传统经济学中对理性人的推断，完全没有办法涵盖复杂经济活动中千万参与者的各种各样不同的行为。

具体来说，因为经济活动中有大量人的参与，他们的行动很多时候受到他们所在环境的影响。他们会基于对周围环境的观察，以及自己遵循的一套经验法则，做出决策。而且每个人的决策都会相互影响，反过来还会对环境产生影响，变化了的环境又再反过来影响到市场里的参与者。整个金融市场里存在着大量这样的观察、判断、决策、反馈的循环，每个参与者都会在这些不断循环的过程之中汲取经验，从而不断修正自己的经验法则。

从这一视角变化，可以推导出两个结论：根据过去的金融市场经验很难推导出未来的市场发展，因为市场环境发生了变化，而市场主体的经验也已经有了提升；在市场主体层面的“理性”选择，比如说在市场发生巨大波动时平仓，也可能在金融市场这一复杂系统的层面带来意想不到的结果——市

场暴跌引发严重的金融危机。

罗闻全从进化论的视角来观察金融市场在一个更长时间跨度中的发展。进化论强调生物通过竞争、变异、繁殖和适应来“物竞天择，适者生存”，金融市场也类似。金融市场里充满了竞争，要想在竞争中胜出需要不断地创新，也就是变异。经历市场检验的创新会被大量复制或者快速壮大，也就是繁殖。而最终适应市场环境的投资者能够胜出。

如果从过去五十年来看全球金融市场，金融机构都适应了自 1980 年代开始的一个波动性比较低的新环境，逐渐丧失了 1970 年代波动幅度更大的市场中培养出来的一些能力。但是 2000 年之后的市场环境又发生了巨大变化。

科技是变化背后最大的推手之一，宽客基金与高频交易就是主要的代表。市场中新的参与者层出不穷，参与者的适应力变得更强，新技术和新策略的采用也变得更普遍更迅捷，这些都导致了环境的改变。

2000 年之后金融市场环境的另一个重大改变是全球宏观经济的改变，尤其是中国与印度经济的崛起。中国和印度对全球贸易走势、劳动力供给、工资水平和生产成本都有深远影响，中国和印度崛起的中产阶层也对金融资产的供求关系带来了大的影响。

科技的快速变革与全球宏观经济的巨变，导致 2000 年之后全球金融市场环境的一大特点就是波动性再次增强。因为金融机构都适应了自 1980 年代开始金融市场相对波动性比较低的环境，市场的参与者往往会低估市场的风险。此外因为碰到市场大幅波动的情况比较少，投资人也很难从暴跌的经历中汲取教训。一旦遇到新情况，尤其是像 2008 年全球金融危机这样的冲击的时候，就非常容易出现非理性的反应，也就是所谓的群体的盲动，导致市场暴跌，市场疯狂追捧无风险资产。这里的非理性行为，并不是不可理喻或者随机的行为，而是进化中总结出来的经验一旦应用在一个全新的环境中一下子变得不合时宜了。

无论是罗闻全还是布克斯塔伯都站在“复杂系统”的角度去剖析了 2008 年金融危机的根源。从复杂系统的角度看，如果市场的参与者之间有了越来越多的交集，如果市场的竞争导致他们越来越采取类似的策略，如果金融创新意味着越来越多原本没有相互关联的资产被打包在同一个池子里或者被同一家金融机构所持有，那么金融风险的传导性就比以前要容易得多，金融危机一旦爆发，后果就不堪设想。

用这一思路来观察 2008 年的金融危机，布克斯塔伯提出，根本的问题并不是房贷的过度资产证券化、衍生产品的金融工程，甚至链条过长之后爆发的“道德风险”，根本的问题是金融创新把各种资产之间的关联拉近了，资产变得环环相扣，一旦出问题，就会立刻蔓延，而次级债只是那个最先破的泡沫，危机的导火索。

罗闻全则从竞争与适应的视角提出，之所以金融市场上会催生出如此环环相扣的金融工程创新，主要原因是科技的发展和宏观环境的变化让金融市场上的竞争更为激烈。市场参与者，尤其是对冲基金这样激进的参与者，很自然地通过金融创新来适应这种市场的变化，并且在创新中变得更为同质化，也因为同质化导致利润变薄之后不得不通过加杠杆的方式保持利润不下滑。这些市场参与者就好像在不断加速的跑步机上，要想保持持续的步伐，必须不断加速，这个时候任何一个闪失都有可能带来大问题。

是“黑天鹅”，还是利益错位？

2008 年金融危机之所以发生，塔勒布在著作《黑天鹅》中给出的解释是，造成金融危机原因是不可预测的重大却稀有的事件，比如没有人能够预见雷曼兄弟这样的大投行的倒闭。在新书《切身利

益》(Skin in the Game)中,塔勒布的思考又深入了一个层次。他认为,发生金融危机的根本原因是金融市场的收益和风险出现了不对称,考核金融市场参与者收益的时间窗口太短,而风险积累了七八年又不采取针对性的处理措施才会带来大的金融动荡。这种不对称让金融市场从业者的“切身利益”与整个市场的利益之间产生了巨大的偏差。

如果以银行业为例,银行家们的业绩考核时限通常是一年,年终他们都会根据年度的业绩领取丰厚的奖金。因为考核期限只有一年,银行家们会极力将他们看到的风险像踢皮球一样踢到将来,或者掩藏起来,确保年度考核的业绩达标以保证自己拿到丰厚的奖金。换句话说,因为考核期限短带来了银行家的驱动力发生了扭曲,他们的“切身利益”变成了如何每年都赚取高额的奖金,这样他们即使看到了金融市场里的风险,也更倾向于“转移风险”,而不是“化解风险”。因为他们很清楚,金融危机从埋下风险的种子到最终的爆发,一般有七到八年的时间,到那个时候,他们早已经赚得盆满钵满,有几个银行家会因为金融危机给整个经济带来的毁灭性打击而弄的家破人亡呢?换句话说,长期累积下来的风险爆发带来的市场动荡,不会影响到大多数银行家的“切身利益”。

的确,2008 年金融危机之后,美国政府花了上万亿美元救市,却没有几个银行家把市场繁荣期间赚取的高额奖金退还,更没有一个银行家因为金融危机而锒铛入狱。银行家享受到了市场繁荣的短期红利,而把长期累积的风险让市场和政府买单,出现这种风险和收益的不对称带来了严重的问题。对奥巴马当时处理金融危机的批评也集中在他对银行业纾困的同时却没有对银行家加大惩处力度上,从侧面也反映出不少人对没能处理引发金融危机的深层问题的不满。

这种风险与收益的错配是导致金融危机的重要原因。塔勒布强调,如果要避免未来金融危机的发生,就必须要让金融市场的历史参与者都为累积的风险带来的损失负责。

塔勒布在《切身利益》中也顺便对“为什么没几个专家预测到金融危机”这个问题做出了他特有的辛辣回答。他特别警告不要为市场上各种所谓专家和学者的评论所迷惑。在 2008 年金融危机发生之前,几乎没有一个专家准确预测了危机的发生,很多人还在强调市场的韧性,认为市场仍有上涨的前景。这些人之所以无法预测危机,因为他们中大多数是靠动嘴皮子谋生,根本没有对金融市场发展深入的洞见。

塔勒布认为,只有两种情况下专家的观点可以信。第一种是专家保证为自己的观点负责,比如如果他们鼓吹市场还会上涨,结果投资人追涨亏了钱,他愿意认罚。另一种情况下是一名很知名的专家在一些有争议的问题上能够打破常规,给出尖锐的不同观点。在这两种情况下,专家们都把自己的“切身利益”和未来的结果捆绑,都在因为自己的观点而冒险,第一个会因为自己的观点错误而亏钱,第二个会因为自己的观点错误而名声扫地。

未来需要提防流动性危机

研究十年前发生的金融危机灾难,为的是更好地预测和应对下一场危机。那下一场金融危机的导火索又会是是什么呢?布克斯塔伯在金融危机之后加入美国证监会,参与银行监管的美国金融改革法案的制定,同时也参与了金融市场的压力测试,他认为,下一场危机将会是流动性危机,相比市场主体的高杠杆,流动性的风险更大。

很多专家都分析认为导致 2008 年金融危机的主要原因是过高的杠杆,所以监管在危机之后把去杠杆放在了第一位。危机之后通过的美国金融改革法案,就特别强调了对银行的杠杆率的监管。欧洲针对银行监管的巴塞尔协议 III 也同样强调了要控制银行的杠杆率。美国金融改革法案也强调要对银行进行拆分,要对那些可能引发系统性风险的银行着重监管。

但是这样的强监管也带来了它的副作用，让银行的做市能力，也就是撮合交易的能力变弱。在强化监管之前，如果遇到了危机，比如说某个资产被大甩卖，银行会用自营业务来做市，暂时用自己的资金买入卖单，等待买家出现。这么做虽然有风险，但是因为银行与客户的关系是长期交易，所以如果这时银行不接盘，未来客户就不会选择这家银行作为中介。但是现在既然监管不再允许银行用自营业务接盘，银行也就乐得在危机出现的时候站在一边袖手旁观。出现危机的时候，没有银行在其中撮合交易，市场中的流动性会更有问题。这是为什么布克斯塔伯认为未来金融危机会因为流动性所引发的第一层原因。

第二层原因是监管既然专注在杠杆率，风险就会被推向流动性。因为监管与市场主体永远是猫和老鼠的关系。作为老鼠的市场主体永远要找监管的漏洞，监管既然专注杠杆率，对杠杆的规定非常严格和具体，老鼠就一定会从别的方面去找到空子去钻。此外，西方市场在金融危机之后连续多年的量化宽松，给市场带来了巨大的流动性，而现在美元进入了加息周期，回收流动性的本身也会给整个市场带来更大的外部压力。

第三层原因是因为相比杠杆，流动性更难观察到。一个市场主体的杠杆率有多高，比较容易看出来，查一下它的公开资料，或者用它持有的资产除以他的资本金，就能算出来。而流动性则比较难以判断，尤其是流动性是一个动态的参数，当市场一旦紧张，价格下跌有大量的卖盘出现的时候，反而是流动性抽紧的时候。

从技术和监管的视角，布克斯塔伯对流动性的担忧值得关注。从整体来看，金融生态圈是观察金融市场未来变化比较好的视角。罗闻全提出，必须用动态的视角来观察金融市场的变化，未来各种风险不同的金融资产之间联系只会变得更为紧密，一方面需要监管能穿透性地发现资产背后的关联，防止风险蔓延，另一方面，投资者主动管理风险的能力在任何时候都非常重要。

中美贸易摩擦未来走势及智库建议

来源：FT 中文网(2018-10-08)

作者：王辉耀(全球化智库(CCG)主任)

当前中美经贸争端进入了一个僵局，但从两国人民的根本利益和全球经济的福祉角度出发，中美两国都应该也有机会找到一个理性办法来处理当前的问题。

9月29日，作为中国民间智库的全球化智库(CCG)组织的专家访问交流团一行刚刚结束为期5天的美国之行。通过此次行的考察交流，我们更感到：越是在中美经贸困难时期，中美经贸关系的问题就越需要双方增进彼此了解、打破成见，减少误判。中美之间有太多太广的共同利益，不能通过用冷战的思维方式来解决。我们认为，通过回到谈判沟通中来，守信用，尊重彼此好几轮谈判的成果和共识，不反复无常，对彼此原则进行确认尽快开展交流，以期在G20峰会中美领导人会晤前能达成一个不再升级关税，利用更多的接触来共同降低和解决目前中美贸易摩擦安排是一个比较可行的解决方案。

CCG 智库访问交流先后在华盛顿和纽约拜访了威尔逊中心、美国企业研究所、哈德逊研究所、传统基金会、CSIS(战略与国际研究中心)、对外关系委员会、美国国会、国务院、美中贸易委员会、美中关系全国委员会等机构，与知名的智库高层和专家、国会议员、政府部门、商会组织等展开了交流。我们也普遍感到美国各界对中美贸易摩擦的焦虑，很多美国主流人士都不希望扩大贸易摩擦，也

非常希望看到中美两国能够避免更大的冲突。

为了尝试用新的方式来增强中美间的彼此理解，发挥二轨和民间外交的作用，CCG 还在美国智库哈德逊研究所发布了《中美贸易关系和挑战：过去、现在、将来与政策选项》智库报告并举办了相关的研讨会。在报告中我们回顾了中美建交 40 周年以来所取得的互惠互利的共赢局面来之不易，分析了中美贸易摩擦形成的原因、影响和未来走向，对改进中美贸易摩擦现状提出了十条建议，并对中美贸易争端未来可能出现的三种发展情况做分析预判，并建议做好准备。

第一种是最理想的情况：中美两国通过谈判达成协议，终止相互间的关税加码。双方本着共赢原则，重新来根据各自的诉求相互调整妥协达成和解。

第二种可能性是：中美贸易争端将长期存在，两国之间的关系维持在一种摩擦——谈判——和解——摩擦的循环状态之中，但所有的矛盾都需要被控制在一定的限度和范围内。

第三种可能性是：中美持续相互增加关税，直至发生全面贸易战，甚至中美经济出现脱钩。这是中美两国企业界甚至世界各国都不希望看到的格局。

从目前中美经济间的相互关联程度和彼此在全球价值链中的互补合作关系来看，我们当然希望出现第一种情况，中美两国在历史上多次出现过重大转机的可能性也存在，但鉴于美国国内政治生态的深刻变化，以及最近刚刚签署的《美加墨贸易协议》，特别是美国副总统彭斯刚对中国进行的全面攻击，另外一种相当大的可能性是在很长一段时期内中美经济的齟齬都将不断，两国要充分做好解决问题的心理和机制准备，避免滑向第三种最坏的情况。

中美双方关注点有很多共同诉求

对于中美贸易摩擦的结果，美方各界都表示贸易摩擦对中美两国的经济都没有好处，很多美国政界、企业界和智库界也不愿看到贸易摩擦带来的严重后果。但同时，在交流中我们也体会到，美国各界对华态度有转向强硬的共识，不管这种共识的原因是中国国力上升后带来的心理冲击，还是如他们所说的对目前双方贸易差额、市场开放、知识产权保护、技术转让以及地缘扩张等的不满和担忧。

我们在交流中也向美方介绍了中方在消除贸易差额、对外开放和知识产权保护等方面中方一贯的立场，指出了在这些问题上中国尤其是中方高层领导跟美方没有原则上的冲突，中美双方都有很多共同诉求，中美领导人都强调知识产权保护，都反对强迫技术转让，因此在如何具体落实和执行上还需要双方的谈判与协调。

在与美方智库人员交流时，对方也表达了对目前中美关系的担忧。但与中方人员一致的是，他们不少人 also 认为中美仍有巨大的合作空间可以开发利用，只要中美不主动放弃合作，中美还有很大的弹性空间来避免进一步的对抗。

美方企业界人士表达了他们对技术保护上的关切，他们认为中美经贸摩擦会让他们失去应得的利益。对此我们认为中国政府正在大力落实技术保护，中国一直在不断地完善知识产权保护，包括建立知识产权法院和互联网法院等措施，目前面临的一些问题可以通过继续开展双边投资协定谈判的方式解决。

在谈到多边全球性和地方性的贸易体系时，美方很多人员都表达了他们对 WTO 改革的态度，同时认为 CPTPP 等为代表的贸易体系可能会成为未来全球性贸易体系的有力补充和替代。实际上由美、中、欧、日等发达国家和发展中国家的代表共同来对 WTO 体系进行改革是一个很好的思路。同时，我们也对 CPTPP 的未来表达了积极看法，认为中国适当时候可以考虑加入这个组织，以更好地适应中国发展的需要和国际形势的变化。

在两国沟通交流方面，中美专家都认为中美两国应加强交流，多接触、多沟通。两国交流的渠道应加强，包括中方可以不局限于传统的交流渠道，还应能够与特朗普政府比较器重的保守派智库打交道，增加接触渠道。

打破中美贸易僵局寻找出路的建议

综合 CCG 在中美关系方面的长期研究，结合此次美国之行我们了解掌握的美方意见和立场，我们尝试提出一些未来可以打破目前贸易摩擦僵局、寻找解决之道的建议，以供参考。

1. 维护中美前几轮已有的谈判成果，抓住“窗口期”，利用多边场合的首脑外交寻求突破

在今年 6 月初的第三轮中美谈判中，有消息称中方或可以进口美方约 700 亿美元左右的美国农产品、能源和制造业产品。崔天凯大使也提到中美双方的工作层面在几次谈判中也达成了很多共识。加上去年特朗普访华时，中美也签订了 2500 亿美元的双边贸易大单，中方的诚意是有目共睹的。另一方面，美方也应回归到正常的谈判过程。美中贸易逆差并非朝夕之间就可以解决。中国市场的发展也会增加对美国的进口，美国也应放宽对中国一些产品的出口，双方共同努力逐渐缓解贸易逆差。

另外，2018 年 G20 峰会下个月即将在阿根廷召开，美方白宫高级官员也多次提到习主席和特朗普总统将在阿根廷会面。在两国最高领导人会见之前，双方可抓住这一“窗口期”，达成一定程度的共识，甚至达成新的中美不打贸易战的协定。

2、鉴于中美政府都重视知识产权保护，中美可就知识产权达成新的协议

中美贸易争端中的重要一点就在于知识产权的保护。但在这一问题上，中美双方并没有本质上、原则上的冲突：中美双方都要求保护知识产权、不允许强制技术转让。习近平主席在博鳌论坛中指出要加强知识产权保护，并提出重新组建国家知识产权局，完善加大执法力度。中美应在知识产权保护方面达成新的协议，建立知识产权方面的长效双边合作机制。同时，中美均为 WTO 的成员国，两国还可以在《与贸易有关的知识产权协定》的框架下进行双边协商，在知识产权保护上进一步合作。

3、“中国制造 2025”也欢迎美方参与

包括美国在内的外界对“中国制造 2025”表现得很担忧，但“中国制造 2025”是中国工信部提出的，与十三五规划等国家战略规划不一样，也不同于美国等国家经常施行的提升产业的产业政策。李克强总理也多次提到欢迎外国跨国公司参加到“2025”项目中来。事实上，中国推动产业升级发展先进制造业也为美国公司带来大量机会。例如，数家美国公司为中国第一架喷气客机 COMAC C919 提供零部件。中国可以在帮助外国投资者参与挖掘机会的同时，推行市场经济以确保“中国制造 2025”与国际规范相吻合。美国政府应重新调整对中国的高科技产品出口限制及针对中国收购美国公司的投资审查委员会的改革。

4、中美两国应继续 BIT 谈判，推动新的中美自由贸易协议谈判

中美两国的贸易关系紧密，互相降低关税符合中美两国经济发展的需要，也为解决两国贸易逆差提供了解决方法。为实现这一目标，中美应当效仿美国和欧盟寻求建立自由贸易协定的途径。这既能推动两国经济的自由化，也能通过削减双边贸易赤字解决中美贸易争端。

目前中美 BIT 谈判已完成了 34 轮磋商，并交换了 3 次负面清单。在 BIT 的框架下，非关税壁垒可以在不影响中美双边投资的前提下被消除。中国政府也可以设立相当于投资审查委员会（CFIUS）的外来投资委员会以确保公正对待国外来华投资。

5、中美需加快经济结构调整和改革，在做大增量基础上改善贸易不平衡

美国公司提出的一些要求，恰好与中国提出的一些改革建议相接轨。中国可以将外部压力转化为优势，加大改革力度，带来必要的转变。中国可将贸易摩擦作为契机来加速贸易自由化和便利化的改革，加快改革国有企业并削减国家行政成本。与此同时，中国可以继续扩大开放市场，实现习近平主席在 2018 年博鳌论坛上作出的承诺：进一步放宽市场准入，为投资者营造更有利的投资环境，增强知识产权保护并增加进口。中美可以探索一种合作机制来加强这方面的合作。

美国也需要进行国内结构性调整，增加储蓄、减少国债等。过去 20 年美国家庭的储蓄率一直在下降，经济全球化使得美国部分人获利，部分人利益受损，但收入分配模式的总体影响造就了美国的精英阶层和平民阶层，这一分化也一并滋生了民粹主义和保护主义。从某种程度上看，特朗普总统发起的贸易摩擦是美国民众不满的一种表现。美国的政策制定者应当关注在美国国内改进政策，进行再分配或提升工人能力等策略。

6、创新中美贸易统计方法，公平公正显示两国所获价值，包括服务贸易、旅游、留学等

目前官方采用的数据统计方法适用于全球化开始前的世界。21 世纪全球价值链下的中美贸易应该用最新的统计方法来反映真正的贸易价值。美国与中国的贸易逆差数据会因运算方式的不同而存在差异。中国已成为全球制造业供应链不可或缺的一部分，中国出口的货物主要是外国生产并运往中国组装的零部件。按附加值计算，美国对中国的贸易赤字将下降 30%-40%。根据牛津经济学会的研究表明，如果将这些进口零部件的价值从中国的出口量中除去，美国对中国的贸易逆差将减少一半，相当于美国 GDP 的 1%，也相当于美国对欧盟的贸易逆差。未来，中美间的贸易要以全球价值链的方式来计算，这样不仅更加精准地显示两国所获得的真正价值，而且更加公正公平。美国政府也需要意识到中美贸易逆差与美国跨国公司大量留在海外的利润和收入没有汇回美国本土有关，这也是美国政府自己政策的问题，不能都怪罪中方。

7、探讨成立中美基础设施投资基金，扩大基建合作

中美两国在基础设施领域有广阔的合作空间：美国有对美国基础设施改造的大战略，而中国在基础设施建设方面有巨大的投资和丰富的经验。中美可以推动扩大基础设施投资基金，促进中美企业开展基建领域的合作，在美国和第三国进行合作。中美可借鉴欧洲引进外资和外国企业建设基础设施的成功经验，优化美国国内的 PPP 项目操作环境，通以重点项目、标志性项目为突破口，支持中美合作。中美还可通过投资美国地方政府债券，一同建立用于改进美国公路桥梁的基础设施基金。

8、中美协商合作，共同促进 WTO 的改革进程，促进中美在多边领域的合作。同时中国可以考虑加入 TPP，推进新的区域贸易体系的发展

中美两国都是世贸组织（WTO）的成员国。中美两国应在 WTO 的框架下商讨、申诉、谈判和合作。如果美国单独退出 WTO 体系，放弃多边贸易谈判并转向双边谈判，那么短时间内美国将失去世界上 100 多个贸易成员国给予的最惠国待遇。目前与美国有双边自由贸易协议（FTA）的只有 14 个国家，其中还不包括美国的一些重要贸易伙伴，比如欧盟、日本和中国。美国应当留在 WTO 的多边体系，并同中国一道通过双边协商解决尚未纳入 WTO 管辖的事务。中国可以邀请美国加入中欧 WTO 改革联合工作小组并承诺加入《政府采购协议》。

除此之外，中国可以考虑加入 CPTPP，CPTPP 在服务贸易、知识产权等方面有着较高的标准。如果中国考虑加入 TPP，将有利于中国服务业和高科技企业更好地走出去。

9、加强中美两国省/州在多领域的合作，加大中美省/州之间双向投资

美国各州、市对自身经济事务拥有高度的决策权，并且与中国经济往来密切，可以作为中美两国良性互动强有力的支持者和双边关系的稳固器。在本次交流中，一些州政府官员也希望与中国加强联

系，避免受到两国贸易摩擦的冲击。中美两国应加强省/州、市政府合作，举办中美省/州长年度峰会、中美市长年度峰会，建立合作平台和机制，成立中美州政府合作基础设施建设资金。

10、寻求有效的中美二轨沟通渠道，加大民间外交的作用

中美双方均应重视二轨和民间外交在两国交流中的重要价值，加大中美民间往来。虽然传统上中美之间有很多的沟通渠道，但随着目前美国共和党保守派的上台，也需要加强和美保守派人士和智库的交流。

美国和中国作为世界上第一大和第二大经济体，两国存在巨大的合作空间，中美需要一定的弹性空间，不应因出现一些问题就放弃合作。中美建交 40 年来，中美关系经历过风风雨雨，但总能寻找解决的突破口。目前的中美两国贸易摩擦也是如此，这需要中美两国政府间和民间共同努力，促进中美经贸关系回归正常。中美是全球最大的利益共同体，也是全球经济增长的双引擎，我们要尽更大努力，不能让中美经贸关系和全球经济发展出现倒退或衰退的局面。

本次出访是 CCG 在特朗普政府上台以后的第三次赴美调研交流。随着全球化进程的不断加快，民间外交对于国与国之间的关系所产生的影响已经不容小觑。作为新型国际化智库，CCG 希望通过此次“二轨外交”美国行系列活动，积极推动双方各领域主流人士的沟通、交流，为化解中美经贸摩擦，增进中美合作共识，减少战略发展误判发挥一些积极作用。

中国不应误读《广场协议》影响谈判

来源：新加坡《联合早报》(018-10-12)

作者：余智(上海财经大学经济学教授)

中美贸易摩擦以来，中国从官方、学界到民间，很多人都在谈论 1985 年美国与日本等国签订的《广场协议》。多数人都认为：《广场协议》是美国针对日本崛起的“阴谋”或打压，日本接受《广场协议》是巨大错误，是导致日本 1990 年至 2010 年经济低迷（所谓的“失落的二十年”）的罪魁祸首。

中方要防止重蹈日本当年接受《广场协议》的“覆辙”。前不久，中国驻美大使崔天凯甚至公开声称，美方不应指望中方签订《广场协议》。

笔者认为：中方人士对《广场协议》的认知存在很大误解；《广场协议》不是美国针对日本的“阴谋”或打压，日本过去 20 多年的经济低迷是《广场协议》之外的其他原因造成的；《广场协议》既是合理的，也对签署各国包括日本有显著的积极作用；中方不应基于对该协议的错误解读，决定自己在中美贸易谈判中的基本立场。

先谈为何《广场协议》不是美国针对日本的“阴谋”或打压。1985 年 9 月，美、日、英、法、德（联邦德国）等西方五国的财政部长与央行行长，在纽约广场酒店签署《广场协议》，以解决当时美元对其他四国货币的币值高估，导致美国贸易逆差持续扩大的问题。

这一协议的产生有其特殊背景。1970 年代美国产生了严重的经济“滞胀”，即经济停滞与通货膨胀并存。为了克服通胀，1979 年美国联邦储备局启动了加息措施。这导致了美元对其他四国货币的大幅升值，1980 年至 1985 年期间总体升幅达 50%。美元大幅升值给美国带来了巨大贸易逆差。

同时，日本作为经济大国，长期执行出口导向型战略，也令美国逆差状况进一步恶化。1980年美国经常账户还是顺差，到了1985年逆差占GDP的比重接近3%。

为此，美国当时的里根政府对其他四国施压，以解决美元高估和美国贸易逆差不断扩大的问题，最终促成了1985年《广场协议》的签订。

协议中，英国、法国、联邦德国均对美国有所让步，但日本的妥协最大，包括：对外国商品和服务开放市场；刺激内需包括私人消费和投资；监管松绑以充分发挥私营部门活力；缩减财政赤字与产业补贴；就日元汇率执行灵活的货币政策；实施金融市场和日元汇率自由化。

其中，通过最后两点实现日元对美元升值是核心内容。《广场协议》快速解决了美元高估问题，美国逆差问题也迅速好转，到1991年甚至恢复到顺差状态（当然后来又由于其他原因逆转）。

由此可以得出两点结论：第一，《广场协议》是西方五国共同商讨签订的，是多国“阳谋”，而不是美国专门针对日本设计的“阴谋”；第二，该协议也不是为了打压日本或其他三国（英法德）的发展，而仅仅是为了解决美元高估与美国贸易逆差过大问题。

其次，导致日本经济低迷的是《广场协议》之外的其他原因。尽管中国有很多人认为《广场协议》及其所带来的日元升值，是日本后来经济长期低迷的原因，但日本国内主流观点并不这么认为。

理由是：第一，《广场协议》的签署国，除了美国、日本以外还有三个，但签约后只有日本出现严重经济停滞，而英、法、德没有；第二，《广场协议》导致的日元对美元大幅升值（1985年至1987年期间升值幅度超过50%），并未造成日本金融市场动荡与经济停滞，而日本经济停滞发生于1990年之后，与日元升值没有必然联系。

在日本主流社会看来，日本政府在协议签订后，面对经济形势变化，决策接连失误，才是造成日本经济长期低迷的原因。由于担心日元过度升值损害日本出口竞争力并拖累经济，日本政府通过放松信贷维持经济增长。

1985年至1987年期间，日本央行将基准利率从5%降至2.5%。信贷的放松，不仅导致严重通货膨胀，也导致巨量资金流入股市、楼市，导致严重的股市、楼市泡沫。日本央行行长黑田东彦曾指出：“造成严重通货膨胀和资产泡沫的，并不是日元升值本身，而是当时政府的经济政策失误。”

到了1989年，日本政府意识到经济过热，转向加息，但步骤过猛。在从1989年5月到1990年8月的短短一年多时间里，央行基准利率从2.5%上升到6%。过猛的紧缩政策刺破了经济泡沫，导致日本经济随后陷入“失落的二十年”。

还有学者认为，导致1985年至1990年日本经济泡沫乃至后来泡沫破裂、经济停滞的原因，还在于日本经济体制的一个重要特点——银团结构。这一结构的主要特点是银行与企业交叉持股，利益关联错综复杂，导致银行的贷款决策、企业的投资决策出现“软约束”，不很谨慎，巨额资金投向股市、楼市乃至其他风险很高的项目，最后导致经济泡沫与危机。

这与韩国和东南亚一些国家的“裙带资本主义”，导致1997年至1998年的“东亚经济危机”有相似之处。

另外，日本经济的低迷与日本发展阶段也有关系。1990年经济泡沫破裂时，日本已基本完成战后经济复兴。1991年，日本人均GDP已达2.87万美元，高于美国的2.44万美元，已跻身一流发达国家行列。经济体量大了以后，增长速度会自然放慢，这是很多国家都存在的现象，包括美国等发达国家与中国这样的发展中国家。

第三，《广场协议》是合理的，并对签署各国包括日本有显著积极作用。首先，《广场协议》中规

定美国以外的四国促使本国货币对美元升值，是完全合理的。汇率作为货币之间的价格，理应随着各国国际收支状况导致的货币供求关系而变动，并自由发挥调节国际收支的作用。

一国国际收支出现大额顺差时，外汇供给过多，理应外币贬值、本币升值，从而压缩出口、促进进口，降低顺差；大额逆差时，则应相反。

当时，美元对其他国家货币的确高估了，导致其他各国对美国大额顺差。因此，其他各国货币理应对美元升值，无可厚非。

其次，《广场协议》解决美国巨额贸易逆差，对各国都是有利的。国际收支基本平衡是一国经济健康发展的基本要求，过大顺差或逆差都对本国不利：过大顺差（如当时的日本）会导致出口过多而未能进口弥补，造成本国消费不足，降低国民福利；过大逆差（如当时的美国）会导致本国出现偿债风险、货币急剧贬值等金融危机。

而且，美国作为最大经济体与其他四国最重要的贸易伙伴，如果因逆差过大而发生金融危机，也会通过各种渠道负面影响他国经济，包括日本经济。因此，解决这一问题对包括美日在内的各方都有好处。

第四，《广场协议》对日本的好处还包括：协议规定的日元升值促进了日本企业的海外扩张。日本企业利用日元升值，大幅增加海外投资，将大量原本出口到美国的产能转移到海外，以化解来自美国的贸易保护主义压力，实现了从出口到海外投资的转化。

例如，为了化解长期的日美汽车贸易纠纷，日本丰田汽车公司累计在美投资了数百亿美元，在美国雇用了数十万员工，进行本土化生产。这不仅化解了贸易战风险，也增加了美国消费者对其汽车品牌的认同度。

再者，协议的其他规定促使了日本企业加快转型升级和技术创新。《广场协定》的规定中，开放市场刺激了国内竞争，刺激内需扩大了国内需求，监管松绑激发了私营部门活力，缩减产业补贴则促使企业更好地利用自有资金进行研发。

所有这些，都促进了日本企业的转型升级与技术创新：一方面，降低成本，提高效率；另一方面，加速从一般加工制造向高科技、高附加值、高质量制造业转型。因此，在泡沫破裂之后的相当长时间内，虽然日本经济陷入停滞，但私营部门的全球竞争力却不断提高，日本商品依然畅销全球。

最后，中国不应因误读《广场协议》而影响中美谈判。因综上所述，《广场协议》不是美国针对日本的“阴谋”或打压，而且对签署协议的各国包括日本在内，都起到了良好作用；日本过去20多年来的经济低迷，不是《广场协议》的结果，而是其后续应对政策、自身体制、发展阶段各方面原因综合作用的结果。

一国经济发展出现问题，应该从自身找原因，而不是诿过于他国。日本主流都不认为《广场协议》对其有什么不好，中国各界为何总是替日本“鸣不平”呢？

抛开政治与战略上的问题（参见笔者在《联合早报》的系列文章），日美当年的经贸关系与摩擦，与中美目前的经贸关系与摩擦，的确有很强的相似之处。中国内部当前也面临日本内部当年存在的诸多问题。中国应正确解读《广场协议》，正面看待这一协议，而不应该因误读这一协议而影响中美经贸谈判。

国内财经

如何看待新一轮国企并购浪潮？

来源：FT 中文网 (2018-09-25)

作者：郑志刚

最近，很多媒体都报道了 2018 年初以来看似在中国资本市场上掀起的所谓“国企并购潮”。例如，按照《经济观察报》题为“上市公司频发控制权转移”的报道（2018-09-15），截至 9 月 12 日，沪深两市已公示 73 起上市公司控制权转让公告。其中有 29 起属于国资企业收购控股股权的买卖行为。不少收购方是各地方的国有资本运营平台或是国资委，其中，仅深圳国资委就涉及战略入股四家上市公司。在刚刚结束的中国经济 50 人论坛上，有多位经济学家提到这一波并购潮背后所折射出的“国进民退”现象。某财经人士“私营经济应该逐渐离场”的说法，在某种意义上也可以被理解为对所谓新一轮国企并购潮的背书。那么，我们应该如何解读所谓“新一轮的国企并购潮”呢？

首先，随着中国资本市场在 2015 年进入分散股权时代，上市公司并购进入活跃期，资本市场应有的资产重组和资源配置的功能正在显现。从 2015 年开始，中国上市公司第一大股东持股比例下降到体现“一票否决”相对控制权的 33.3%，资本市场开始由之前的“一股独大”进入分散股权时代。这一变化是从 2007 年股权分置改革完成，股票开始全流通的量变的长期积累，在 2015 年迎来了它的质变。

万科股权之争事实上就是在上述背景下发生。由于万科是中国改革开放后企业发展的缩影，在中国商界具有重要的标杆作用，我倾向于把发生于 2015 年的万科股权之争认为是中国资本市场进入分散股权时代的标志。基于国泰安数据库的简单统计表明，从 2007 年到 2014 年我国上市公司发生第一大股东变更的控制权转移事件共计 755 家次，其中通过二级市场股份增持实现的控制权转移只有 115 次，平均每年约 14 家。但从 2015 年开始到 2017 年年底，平均每年约 28 家上市公司通过二级市场股份增持实现控制权转移，为 2015 年之前的两倍。

从历史经验看，当上市公司绩效表现较差、估值较低时，往往是资本市场并购和资产重组的活跃期。在 2015 年股灾时隔三年多后的 2018 年，在中美贸易摩擦、去杠杆政策出台和新资管计划落地等外生事件和短期政策冲击下，投资者预期的“独角兽回归 A 股”，分享新经济企业发展红利的梦想落空，中国资本市场再次经历了千股跌停的一场新股灾。历史上那些借助高杠杆和资本运作快速发展的上市公司普遍面临现金流紧张的问题，资金链断裂的风险加剧。与此同时，一些公司的主要股东之前质押股权在新的资管计划和股价下跌双重压力下面临爆仓风险，主要股东股权转让需求强烈，纷纷开始寻求有实力的资本接盘。

我们看到，2018 年以来出现的上市公司控制权转移趋于活跃，一方面与 2018 年经济下行股价低迷无论企业还是股东资金紧张的现状有关，另一方面则在一定程度上仍然是中国资本市场进入分散股权时代并购活跃趋势延续的反映，甚至是两种因素的叠加。

从积极的方面理解，中国近期发生的资本市场并购活跃，控制权转让频繁一定程度上表明，上市公司正在积极通过控制权的转移实现资产的重组和资源配置的优化，资本市场应有的资产重组和资源配置的功能正在显现。

其次,从中国资本市场以往并购和资产重组控制权转移的方向上来看,既有从民资转移到国资,也有从国资转移到民资,当然还有从民资到民资,和从国资到国资。统计表明,从2007年到2014年中,以二级市场增持股票和协议转让发生方式实现的控制权变更事件共有2466家,8年间平均每年发生308家次的控制权变更事件。剔除控制权从民资到民资,和从国资到国资这两类控制权性质没有发生变更的事件,8年间控制权性质或者从民资控股转为国资控股,或者从国资控股转为民资控股的事件共发生458家次,平均每年发生控制权性质变更的事件57家次。其中8年间控制权从民资转为国资共计264家,占到全部控制权性质变更的57.64%,略高于控制权从国资转到民资的42.36%。而从2015年开始到2017年12月底,控制权发生变更的有1492家,每年平均497家控制权发生变更。3年间控制权性质发生变更的公司共有291家,平均每年97家。其中控制权从民资转为国资共计242家,占到全部控制权性质变更的83.16%,远高于控制权从国资到民资的16.84%。

如果说在中国资本市场进入分散股权时代的2015年之前,控制权性质变更中从民资转为国资和从国资转为民资大体持平(57.64%VS42.36%),那么,从2015年开始控制权性质从民资转为国资已经成为突出的趋势(83.16%VS16.84%)。更加准确地说,从完成股权分置改革的2007年至今,控制权从民资转移到国资长期占据主导,只不过在2015年后随着资本市场进入分散股权时代,上述趋势变得更加明显。在上述意义上,媒体报道的上市公司控制权从民资转为国资现象不仅仅是最近才发生的。

同样地,我们能否根据资本市场上并购活动中控制权性质由民资转为国资就简单理解为“民进国退”,而反过来把控制权性质由国资转为民资就理解为“国进民退”呢?我们看到,这种区分对于基于资本市场并购行为完成的控制权性质变更稍微显得简单粗暴一点。

我们做出上述判断是基于以下两个理由。其一是从2010年开始中国上市公司非国有控股股东性质占全部上市公司比例首次超过国有控股后,中国国有控股上市公司稳定在1000家左右,而非国有控股上市公司则从2010年的1036家一路飙升,到2017年底已达2496家,年平均增长幅度在20%以上。到2017年底,非国有控股上市公司的数量已经占到全部上市公司的70%。至少从非国有控股公司增长数量来看,从2010年开始中国资本市场迎来了民营资本上市的快速增长期。逻辑上,由于民资控股上市公司成为中国资本市场的大多数,围绕民资的控制权转移,甚至控制权由民资转为国资的案例多一些,我们不应对此感到十分奇怪。

其二,更加重要的是,对于到今年7月底上市公司数量达到3551家的中国资本市场而言,几十家,上百家的控制权转移,甚至控制权性质发生改变同样是十分正常的事。在2015年后,仅仅控制权性质转变的上市公司每年平均就有97家。而按照目前相关媒体的不完全统计,在过去的三个季度中,上市公司控制权转让公告73起,其中有29起属于控制权由民资转为国资控股,完全在正常的范围内。

我们看到,与2008年前后在一些省推行的国企收购同行业民企的那一轮“国进民退”相比,尽管被一些媒体解读为“新一轮国进民退”,但由于是借助资本市场实现的控制权性质从民资到国资的转变,其相应负面效应要小得多。

这种变化显然来自改革开放以来市场机制的引入,和上世纪90年代初以来中国资本市场的建立、完善和发展,它使得资产重组和资源在全社会范围重新配置以更加高效的方式实现。除了全社会资源配置效率的改善,我们同样能感受到随着资本市场的资本社会化范围的扩大,资本来源性质的区分已经变得不那么重要。无论资本来自国资,还是来自民资,都需要遵守资本市场的游戏规则,平等地保护每一位投资者的权益。

在最近召开的50人经济论坛上,前中财办副主任杨伟民先生提出了因“逐步取消所有制分类”,“长期应该逐步淡化并取消国企、民企、外企的所有制分类,按照十九大要求,凡是在中国境内注册的企业,在法律上要一视同仁,政策上要平等对待”的观点。之前前国资委党组书记陈清泰先生曾经

表示,“对混合所有制企业再继续严格界定国有和民营已经失去了意义,政府应该弱化直至取消按企业所有制成分区别对待的政策,促进实现各类企业权利平等、机会平等和规则平等”。我们看到,随着,我国资本市场资源配置功能的稳步发挥,资本流动为所有制分类的取消创造了市场条件。

再次,虽然控制权性质在中国资本市场进入分散股权时代转变很正常,但如果国资在成为新的控股股东后,像50人经济论坛上李扬教授所指出的那样,像传统国有企业一样“管人管事管企业”,则显然是公司治理的倒退。因此在通过资本市场并购活动实现的所谓新一轮“国进民退”中,真正应该担心的是李杨教授所指出的,“特别是我们看到有一些改变之后,开始派领导了,开始往这样一些民企派领导、派书记等等,很有可能就窒息了它原来的生命力”。

需要提醒那些刚刚通过并购获得控制权的国资,上市公司作为公众公司,是一种资本社会化的实现形式,除了国资外还存在其他股东。用现在正在积极推进的国企混改的术语来讲,上市公司甚至可以理解为是不同性质资本的自然“混合”。公司法保障全体股东集体享有所有者权益,而不是仅仅保障部分所有者的权益。特别是上市公司控制权的获得本身是按照资本市场的规则获得的,未来更应该继续遵循资本市场的规则。

樊纲教授在之前的一次讲话中曾提及国资应该以优先股的方式进入民营上市企业,这对于发行优先股的公司也许不失为一种有效的方式。正如我们前面分析的,流动性约束是这一轮民企面临的问题,而公司治理构架,甚至业务模式不仅不是导致控制权发生变更的重要因素,甚至反而是国企通过混改需要向民资学习的。事实上,混合所有制改革的精髓恰恰在于从原来一股独大下的“管人管事管企业”转变为按照资本市场的规则“管资本”,由全体股东集体享有所有者权益。这体现在,一方面以在股东大会集体投票表决的方式对包括董事会组织,资产重组、战略调整等公司重大事项进行最后裁决;另一方面以出资额为限承担集体决策错误导致的经济后果,实现权力责任的对称,使企业成为真正自负盈亏的经营实体。

最后,同样需要提醒那些刚刚通过并购获得控制权的国资的是,在历史上国资发起并购浪潮并非一次,鲜有成功的例子,国企能否解决自身的体制和机制问题是并购最终获得成功的关键。2007、2008年一些省从希望通过国有产权控制减少煤矿的安全生产和滥采滥伐问题的政策目标出发,积极推进国有煤矿企业对民营煤矿的并购,实现煤矿产业整合,形成当时名震一时的“国进民退”浪潮。但仅仅在数年之后,受融资成本高(曾短期内筹措巨额并购资金)、大量冗员处置困难、煤炭市场价格波动等外部因素和国企经营管理体制机制障碍的影响,兼并民营煤矿的国有煤矿很快陷入困境。在中国企业联合会、中国企业家协会发布的2014中国企业500强榜单中,17家煤炭企业亏损。同样在那一时期,为数不少的国企响应国家走出去的号召进行海外并购。一时间,中国国企官员频繁出现在全球并购市场上,大有买下整个华尔街的气势,不少国企甚至获得了一些国外著名公司的控制权。但据一些财经人士的观察,这些“走出去”的企业很多“再也没回来”。

我们希望,如同在这次并购浪潮中资金困难的民资被迫让渡控制权是一种理性选择一样,国企在选择并购民企,特别是在获得控制权后的公司治理制度安排上同样做出理性的抉择。毕竟,解决自身的体制和机制问题才是国企并购最终获得成功的关键。否则,国企并购浪潮在历史上曾经发生数次的悲剧还将重演。

为何说中国经济“稳中有忧”?

来源:新加坡《联合早报》(2018-09-28)

作者:郑浩(凤凰卫视资深时事评论员美国布鲁金斯学会访问学者)

日前在中国天津市举行的夏季达沃斯论坛上，中国国务院总理李克强指出，国际经贸环境变化，让中国经济平稳运行难度加大，经济稳中有忧，但中国有决心和信心保持经济稳中向好。

在美国对华 2000 亿美元进口产品征收 10% 关税后，中国随即宣布对美价值 600 亿美元进口货物做出被迫反制，征收 5% 至 10% 不等关税。中美贸易战进入“秋季攻势”阶段，双方仍未完全显示拟通过谈判解决问题的迹象。如此一来，中国经济“稳中有忧”也绝非空穴来风。

问题是，“忧”从何来？又如何努力“排忧”？

中国经济正处在深刻调整与变化中。改革开放 40 年来，拉动中国国民经济高速增长的“三驾马车”——投资、出口和消费，在面对新的、更为复杂的国内外形势下，也开始出现明显变化。

从投资来看，随着基础设施建设的逐步完善，“大水漫灌”式的政府投资，已被排除在中国政府推动经济增长的关键政策选项中。

外贸进出口高速增长也已在近年出现明显放缓。在全球金融危机爆发前 20 年里，中国快速增长导致其深度融入世界经济和亚洲区域供应链，而对外贸易的发展也一直领先于经济增速，这在进入 21 世纪后尤为明显。

例如，2001 年至 2008 年，中国进出口贸易增长平均年增长率超过 26%，特别是 2004 年全年进出口总值达到 1.16 万亿美元，这让中国在 2001 年加入世贸组织（WTO）后，提出的“到 2010 年进出口总值达 1 万亿美元”的计划，得以提前六年实现。

但 2008 年全球金融危机后至今，由于受到世界经济增长乏力、需求萎缩以及人民币升值等因素直接影响，中国产品出口占国内生产总值（GDP）的比重，已从 2007 年的 32% 下降至 2016 年的不足 18%。到 2017 年，又进一步下降至 9.1%。

如果不把欧盟作为一个经济整体计算的话，中国作为目前世界第一大出口国和第二大进口国，国际收支顺差对中国外汇储备增长具有重大意义。

然而，由于中国内需增长加快，同时近年加速调整产业结构，进口增长已经明显快于出口增长。

因此，由于出口萎缩而导致的直接后果是，中国国际收支经常项目中的顺差占 GDP 的比重，也从 2007 年的逾 10% 的高位下降到 2016 年的 1.6%，去年虽有回升，但也只占 3.4%。

与投资 and 出口对 GDP 拉动逐年式微正相反，中国内需大幅增长已经成为推动 GDP 增长的新动力。

官方统计数字显示，2008 年至 2017 年内需对中国经济增长的年均贡献率达到了 105.7%，从 2012 年至 2017 年，中国的最终消费支出已经连续五年成为中国 GDP 增长的第一引擎，2017 年最终消费支出对 GDP 增长的贡献率为 58.8%。

很明显，中国 GDP 增长主要是靠内需拉动为主（已超过 90%），而内需中超过 60% 是靠消费拉动。

问题在于无论是投资、出口贸易还是消费，这三者是紧密相连的，在推动经济增长时无法将“三驾马车”根本割裂，它们相互作用、相互依赖、相互影响，甚至三者的供应、生产和价值链是相连相同的，一驾马车出了状况，其他马车也会跟着“马失前蹄”，拉动经济增长的动力就会出现力不从心的情况。

尤其当中国政府强调“调结构、促就业、稳增长”协调并进时，讨论这三驾马车对 GDP 的作用孰重孰轻，似乎也就没有太大实际意义。

正确的思考方向应该是：理顺各种推动经济增长动力之间的关系，保障各种动力合理增长而非偏向某种动力，更应避免过于强调某个动力对 GDP 增长的贡献率，以避免政府在政策选择（如信贷、税收、补贴等）上出现不必要的“激励偏好”，向社会发出误导信息。

李克强还强调“稳就业是头等大事”，这是政府在当前复杂的全球经济出现各种挑战、各种不确定因素快速变化情况下，对中国全行业“创造就业、保障就业”提出的严肃要求，而“全行业”涵盖诸如制造、服务、创新、物流、贸易、基建、电商等所有就业岗位。

无论是投资、出口贸易或消费，推动增长的关键要素是就业，而实现充分就业才能保持经济持续增长。“稳就业”是“稳发展”的基础，更是“稳社会”的保障，其难度之大不难想象。

对出口相关行业负面影响正浮现

当下中美贸易战打得正酣。如果我们单看中国进出口贸易行业的情况，潜在隐忧还是非常明显的：一是出口萎缩仍将持续，二是出口行业就业人员或会流失，三是贸易顺差也会减少。据不完全统计，外贸行业的就业人数大约在 4000 万至 4500 万人左右。如果外贸环境持续恶化，进出口行业的就业状况也会恶化。

实际上，在中国主要外贸大省如江苏、浙江、广东、山东、福建和湖南等，已经有迹象显示从事诸如出口产品制造和加工贸易、服务与物流等的负面影响正在浮现，有的省、市已连续出现出口负增长。尽管短期内这些行业不会出现较大规模的失业或准失业（待业）状况，但贸易战一天不结束，出口萎缩也将会持续。

更令人担忧的是，中美贸易战美方表现出的“誓要减少贸易逆差”“逼使中国让步”的霸凌姿态，或许会对许多与中国存在贸易逆差的国家，起到负面示范效应，成为这些国家追求对华“公平贸易”“保护本国利益”的借口。

由此可知的是，未来中国所面临的对外贸易环境只会更加恶劣，这又会对出口贸易带来更多、更大的冲击。

例如，根据欧盟统计局统计，2007 年至 2017 年欧盟 27 国对华双边贸易一直存在逆差，而且整体还呈上升趋势。

2017 年中国—欧盟双边货物进出口逆差为 2007 亿美元，比前年增长 3.6%。在欧盟主要成员国中，除了德国对华贸易保持 170.4 亿美元的顺差外，其他国家均为逆差。其中，法国逆差 103.6 亿美元、意大利逆差 168.5 亿美元、荷兰逆差 803.2 亿美元、西班牙逆差 171.9 亿美元和比利时逆差 77.6 亿美元。

在 2017 年中国与亚细安主要成员国双边贸易中，据中国海关统计，除了马来西亚对华贸易保持有 126 亿美元顺差外，泰国、越南、印度尼西亚和新加坡均为逆差，四国逆差大约为 635 亿美元。此外，中国与印度、俄罗斯双边贸易中，印度有 241.6 亿美元逆差、俄罗斯有 92 亿美元逆差。

由此看来，中国与其他主要贸易伙伴之间长期存在的贸易失衡事实，是否会因中美贸易战而引发中国与其他国家之间的贸易摩擦，依然很难确定。事实上，中俄、中印（度）、中南（非）、中巴（西）、中欧（盟）之间的“双反调查”络绎不绝，有的通过谈判已经圆满解决，有的却以互征关税难有妥协。

笔者认为，中国未来面临的压力可能会越来越大，在经济发展处在新旧动能转换关键期内，保持经济发展稳中向好还有许多工作要做。

中国政府正努力尝试在维持适当投资规模的同时，进一步采取优化营商环境、加快市场准入与开放、鼓励创新创业、支持互联网（电商）经济，并结合“一带一路”倡议，开拓新的海外经贸与投资

市场等一系列措施，扶持新的拉动经济增长的动力、保障就业。

毫无疑问，这些都是非常必要的。但与此同时，继续推动出口贸易、刺激和保持旺盛的国内消费需求，也属同等重要。毕竟，产业链、供应链和价值链的互操作性与连接性，是保障经济稳步发展的重要基础。

定向降准对人民币影响几何？

来源：FT 中文网(2018-10-09)

作者：周茂华(中国光大银行金融市场部宏观分析师)

本轮中国央行年内第四次定向降准，但并未改变稳健偏中性政策基调，人民币汇率并不具备大幅趋势贬值基础，人民币大概率对一篮子货币保持均衡。从中长期看，人民币存升值压力，主要是随着中国基本面更加强韧、可持续，金融市场不断对外开放，人民币资产的配置需求将明显增长。

10 月 7 日中国人民银行（以下简称“央行”）发布公告称，从 2018 年 10 月 15 日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点，当日到期的中期借贷便利（MLF）不再续做。本次定向降准约释放 1.2 万亿元人民币流动性，其中 4500 亿元对冲 10 月 15 日到期的中期借贷便利（MLF），实际新增资金约 7500 亿元。

国庆节期间，美国经济数据强劲，美联储释放“鹰派”信号，海外市场惊魂未定，央行在这个时间节点实施定向降准是否会对人民币汇率构成压力？

定向降准对人民币汇率影响

笔者认为，此次定向降准对人民币汇率影响有限，人民币有望对一篮子货币保持平稳运行。短期市场风险出清后，人民币将重新回归基本面。

此次定向降准基本符合市场预期。年初以来，央行分别在 1 月、4 月和 7 月三次定向降准，但受到影子银行萎缩、信用违约事件频发等因素影响，国内货币金融环境仍偏紧，微观企业尤其是小微企业和民营企业融资难、融资贵问题依然突出，市场对央行再度定向降准的预期浓，国庆节期间美国股债双杀，新兴市场焦虑再起，央行定向降准呵护实体经济，改善金融机构与市场长期流动性有助于稳定市场预期。

稳健偏中性货币政策的基调未改。从 M2 与名义 GDP 增速看，国内货币信贷环境仍偏紧，8 月 M2 同比在 8.2%，明显低于名义 GDP（GDP+ CPI）8.7%，过紧的货币信贷环境不利于经济增长；从微观上看，由于国内货币政策传导不畅，信用债违约频发，中小微企业融资难、融资贵问题依然突出。央行定向降准有助于商业银行降低负债成本、增强放贷能力。从数量看，此次定向降准释放 7500 亿元增量资金需要对冲 10 月份缴税，央行并未释放大量流动性。央行明确表示将继续实施稳健中性的货币政策，不搞大水漫灌。

基本面韧性增强。近几个月经济、金融数据不理想，例如：1-8 月固定资产投资创历史新低，8 月 M2 同比创历史次低，8 月社会融资规模同比下滑，以及 PMI 制造业不及预期等，种种迹象显示经济趋冷。但是从结构上看，消费、服务对经济的贡献在不断增强，社会消费品零售数据尚未涵盖服务消费支出与政府消费支出，后两者增长强劲，国内 GDP 同比连续 12 个季度保持在 6.7-6.9% 区间，经济的稳定

性明显增强。中国经济对固定投资与出口的依赖程度已明显下降。

国内金融杠杆下降,影子银行萎缩,房地产泡沫风险基本得到遏制等,宏观金融风险已明显释放。国内股票等市场风险释放已较为充分,无论是从纵向还是横向比较看,中国股市的整体估值处于相对合理区域,年初以来,海外资金整体呈现持续流入态势。

新兴市场焦虑影响有限。近一段海外市场动荡,部分新兴市场焦虑重燃,但中国经济有望保持6-7%的增速,通胀在3%以内,外汇储备持稳在3万亿美元附近,外债风险可控,资本项目谨慎、有序地开放等因素能较好地阻断新兴市场焦虑影响。4月份以来,土耳其、阿根廷货币均出现重挫,但是两个经济体外汇储备并未出现“崩塌式”下滑,显示心理预期在金融市场中的重要影响。人民币市场若出现顺周期、明显偏离基本面的波动,央行可通过逆周期因子、政策微调等手段加强市场预期管理。

美元“内外交困”。近期尽管美国经济数据强劲,美联储释放鹰派言论,美债收益率飙升,但对美元的提振有限,美元指数在95-96附近波动,这其中与美国处于本轮复苏周期顶部,美国高债务、高赤字,欧央行启动政策正常化,以及特朗普曾多次抨击强势美元等因素有关。从美国的资产配置价值看,美国的楼市在放缓,股市估值处于历史高位,美联储“加息+缩表”美债仍存在调整空间。本轮美联储加息周期恐难再现短期内全球大规模资金回流,且笔者分析发现,近年来中美利差对人民币汇率解释在减弱,尤其是短期汇率波动。

整体看,此次定向降准并未改变央行稳健中性政策取向,配合央行预期引导,较大程度避免了市场陷入“中美政策分化—人民币贬值—资本外流—人民币贬值”的预期循环,同时国内经济韧性增强,金融风险降低,以及美元走强受阻等都成为人民币汇率稳定的重要因素,人民币有望对一篮子货币保持稳定。

中长期人民币存升值压力

中长期,随着供给侧改革持续推进,中国经济效率提升、供需结构趋于均衡,经济韧性与持续性增强,经济效率提升;中国金融市场深度与广度增强,人民币国际化与金融市场开放等都将增强人民币资产吸引力。

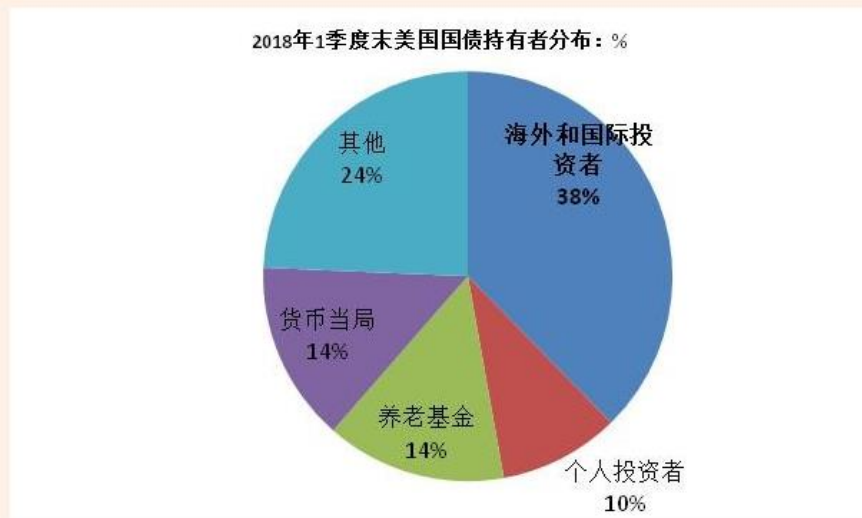
一般而言,中长期一国货币汇率最终要回归基本面,经济发展的可持续与效率将影响货币的稳定性。

随着供给侧改革不断推进,中国经济正在朝向一个更可持续、更加有效率,供需更加平衡,金融业更加全球化的经济模式。中国经济这一走向的动力主要是在于人民对美好生活的追求,供给侧改革。短期或存在这样那样的冲击与困难,但是这个趋势依然成型,并且取得阶段性成果。参考工业社会演化阶段与人类需求层次等相关理论,中国基本进入工业化社会发展的中后段,民众消费升级将为经济结构转型升级提供强大动力。中国已经满足温饱,消费者对服务、健康、娱乐休闲等方面需求增长快速,国内供给侧改革正符合国内经济发展规律,供给侧改革下的“三去一降一补”五大任务,就是要降低宏观风险,补齐制度、法律等方面短板,发挥市场在资源配置中的决定性作用,不断提升经济效率,释放微观主体创新活力,以满足“民众对美好生活的追求”。随着中国经济引擎逐步转向消费、服务驱动,经济将更可持续、更具效率。

从中长期看,中国经济效率与影响力提升,人民币与金融市场全球化不断推进,人民币资产吸引力将不断增强。可以预见,随着国内供给侧改革扎实推进,国内经济韧性与效率进一步增强,中国经济在全球影响不断上升,金融市场的深度、广度不断增强,人民币资产在国际需求增长快速。数据显示,2017年美国海外投资者持有美国国债的比重在38%附近,而持有中国国债仅占2.0%左右,中国资产的海外空间大。据环球银行金融电信协会统计显示,2018年7月SWIFT人民币全球交易使用量

升至 2.04%，人民币在全球支付货币中使用排名第五。

图：2018年1季度美国国债持有者分布情况



数据来源：Wind资讯，光大银行金融市场部。

近年来，中国金融改革、开放有所加快，国内金融市场不断成熟与国内经济转型升级，都孕育着巨大市场与投资机会，随着中国与全球金融市场进一步融合，人民币资产的配置需求将快速上升。人民币汇率将遵从一定升值压力。

一般而言，贸易争端对人民币汇率影响较为间接，主要是通过恶化基本面与资本市场，进而冲击人民币及其资产的需求；并且贸易争端也可能冲击部分脆弱新兴经济体，进而引发“蝴蝶效应”。

笔者认为，贸易争端对人民币影响的程度主要取决于本国宏观风险是否降低，企业竞争力与附加值是否高，微观主体创新是否活跃，经济是否更可持续发展等。从中国经济动能转型与供给侧改革的趋势看，中长期国内经济受贸易争端冲击逐步减小，人民币资产全球化趋势也将不可逆转。

新闻快讯

30 年来最缓慢 IMF 将中国经济增速调至 6.2%

来源：新加坡《联合早报》（2018-10-10）

作者：新加坡《联合早报》记者

中国国家发展改革委副主任、国家统计局局长宁吉喆前天表示，中美贸易战对中国经济运行的影响“总体可控”。（新华社）

国际货币基金组织昨天发表最新“全球经济展望”报告，将美国明年的经济增长率预估从 2.7% 下调到 2.5%；中国经济增长率预估则从 6.4% 下调到 6.2%。这将是近 30 年来最缓慢的单年经济增长。

中美贸易战对中国经济的实质影响明年将陆续显现，国际货币基金组织（IMF）在最新报告中，将中国 2019 年经济增速预估下调至 6.2%。这将是近 30 年来最缓慢的单年经济增长。

为了缓解外界对中国经济的担忧，中国国家发改委会副主任、国家统计局局长宁吉喆前天出面回应经济热点问题。他说，贸易战对中国经济运行的影响“总体可控”，今年全年经济社会发展主要预期目标“可以实现”。

国际货币基金组织昨天发表最新“全球经济展望”报告说，中美关税战很大部分的影响要到明年才会感受到，该组织已将美国明年的经济增长率预估从2.7%下调到2.5%；中国经济增长率预估则从6.4%下调到6.2%。这将是自1990年、天安门事件翌年以来，中国最缓慢的经济增长。

IMF对美国和中国今年的增长预估则分别维持在2.9%和6.6%。中国去年经济增速为6.9%，今年上半年增长6.8%。中国政府今年全年的国内生产总值（GDP）增长目标是6.5%左右。

IMF警告，如果中美冲突持续升级，中国在短期内可能蒙受的损失将大于美国。该组织模拟了美国总统特朗普对另外价值2670亿美元（约3698亿新元）的中国进口商品征收关税、中国按对等报复原则对美国商品加征关税后，企业信心下降促使投资者削减投资、金融条件趋紧等影响。模拟演练得出的结论是，若贸易战全面爆发，中国明年的GDP可能蒙受1.65%损失，美国的损失则将超过0.9%。

IMF也说，中国政府在经济增长和稳定之间要做出艰难的平衡。该组织警告，如果北京放弃去杠杆政策，可能会导致金融风险进一步积聚。

中国人民银行（中国的中央银行）星期天宣布今年内第四次降准，引发市场关注当局的减债和去杠杆举措将减缓。有分析警告，在目前的债务水平下，中国政府若采取强刺激政策，包括降准、增加财政赤字规模等，可能会把经济拖入恶性循环的危机。

针对国内外对中国经济走向的担忧，宁吉喆前天接受新华社访问时坚称，投资、消费等经济指标今年以来虽出现回落，但仍属于“正常波动范围”。

他指出，看待中国经济要“看整体、看全局、看长远”，中国经济增速稳定在6.7%到6.9%的中高速区间、失业率保持在较低水平、物价总体平稳、外汇储备稳定在3万亿美元以上，都显示中国经济总体平稳态势没改变。

须发挥好消费和投资拉动经济增长

其中，就业是关系到民生的关键问题。宁吉喆说，一些出口商品被加征关税，可能导致订单减少、影响就业，当局将继续深化放管服改革，让有利于创新创业的政策落地生效，有效克服就业问题。

宁吉喆认为，要把经贸摩擦的影响缩小到可控范围，就必须发挥好居民消费和有效投资对经济增长的拉动作用。

他说，要加大交通能源基础设施、生态环保、脱贫攻坚、农业农村、民生改善、基本公共服务等薄弱环节补短板力度；加快破除各类不合理门槛，促进民间投资；加快今年1.35万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，加大金融机构对在建项目合理融资需求的支持力度，拓宽投资资金来源；促进投资和生产消费的良性循环。

宁吉喆表示，中国经济具有韧性和弹性，有应对风险的经验和办法，他有信心中国可以实现全年社会发展主要预期目标。

中原银行首席经济学家王军接受《联合早报》访问时解释，中国经济目前面对较大下行压力，宏观经济政策必须做出反应，包括降低融资成本、减税、扩大基础设施投资等。他认为这些措施不算“强刺激”，而是政府的“逆周期”宏观调控措施。

他说：“逆周期调节本身就是减缓经济波动、提高稳定性，起到一个托底作用。所以这些措施

也会注意不要给下阶段经济发展留下后遗症。”

王军认为，政府下来的政策应多着眼于激发经济主体活力，包括给居民、企业部门减税，给他们更大投资决策自主权，也能有效减轻政府的债务负担。

分析：中国股市为何持续疲软？

来源：英国《金融时报》(2018-10-16)

作者：艾梅·威廉斯

中国股市周一巩固了其作为全球表现最差大型股市的地位。在经历了上周的全球股市动荡后，中国股市未能加入回归稳定的潮流。

继 2017 年上涨 22% 后，追踪在中国内地上市的一些最大公司的指数——沪深 300 指数 (CSI 300) 2018 年迄今下跌相同幅度，使其成为美中贸易争端的较大受害者之一。中国驻美国大使崔天凯周日告诉福克斯新闻 (Fox News)，北京方面不想打贸易战，但不得不“予以反击，捍卫自己利益”。

中国股市曾在 2015 年年中达到历史高位，随即出现暴跌，在当年剩余时间一直挣扎。此次下挫的时机对外国投资者来说十分尴尬，因为指数提供商 MSCI 在 6 月份首次把 200 余只 A 股纳入被广泛用作基准的 MSCI 新兴市场指数。

富达国际 (Fidelity International) 多元资产投资组合经理乔治·埃斯塔索普洛斯 (George Efsthathopoulos) 表示，贸易战助推着中国股票的弱势，那些对中美贸易敞口最大的企业遭受最沉重的打击。围绕贸易紧张的担忧，加深了人们对中国消费者支出是否正在放缓的担忧。

周一，沪深 300 指数收跌 1.4%，自 1 月下旬达到年内峰值以来的累计跌幅达到 28%。花旗集团 (Citigroup) 的策略师们指出，9 月汽车销量下降近 25%，是中国消费者受到压力的证据。

虽然中国经济增长在第二季度放缓至 6.7%，但花旗策略师们认为，贸易争端的拖累效果尚未完全显现。“一旦供应链开始转移到其他地方，我们认为其冲击力将在未来几个季度出现。”

总部位于纽约的 MSCI 上月曾表示，计划在 2020 年 5 月前将其新兴市场指数中的 A 股数量翻倍，至 434 只，为此正在征求投资者意见。据 MSCI 估计，此举将从被动和主动基金吸引约 660 亿美元的投资。



Hermes Investment Management 全球新兴市场主管加里·格林伯格 (Gary Greenberg) 表示，中国股市当下的疲软不会给 A 股入指带来很大风险，关键在于改进 A 股企业的公司治理。

中国股市的持续疲软与欧洲市场的表现形成鲜

明反差。华尔街开盘时，欧洲市场已经收回了之前的失地。标普 500 指数(S&P 500)早盘下跌 0.2%，而在上周下跌后，今年累计上涨仅 3.5%。

除了在深圳和上海上市的股票外，周一香港交易所也面临压力。腾讯(Tencent)股价周一进一步下跌 1.9%，这家中国消费者科技公司的股价已从 1 月峰值下降 40%，对恒生指数(Hang Seng index)造成重大拖累。

周一日本日经 225 指数(Nikkei 225)也下跌 2%，但分析师们将其主要归因于软银(SoftBank)股价下跌 7%；软银愿景基金(Vision Fund)的最大投资者是沙特阿拉伯，而围绕记者贾迈勒·卡舒吉(Jamal Khashoggi)失踪事件，这个王国受到各国政界人士和商界领袖的巨大压力。

贸易战拖累中国工业企业利润增长

来源：英国《金融时报》(2018 年 9 月 27)

作者：白艾德

上个月，中国规模以上工业企业的利润增长放缓至 5 个月以来的低位。分析师称，这表明美中贸易争端正在伤害世界第二大经济体。

中国国家统计局的数据显示，8 月份，中国规模以上工业企业利润同比增长 9.2%，较 7 月份增速 16.2%大幅放缓。这是自今年 3 月以来利润增长最缓慢的一个月，并且是连续第 4 个月放缓。

荷兰国际集团(ING)经济学家彭蒿娆(Iris Pang)表示，这一最新的数据显示世界最大的两个经济体之间的贸易战开始冲击中国制造业。本周，美国出台新关税举措，对约 2000 亿美元中国输美产品加征 10%关税，令美中贸易战升级。

彭蒿娆说：“很难找到一个不归咎于贸易战的理由。”她补充称，外商投资工业企业所受负面影响似乎是最严重的。

彭蒿娆表示：“外商投资工业企业的利润增长（1-8 月份同比增长 7.6%）慢于中资私营企业（同比增长 10%），当然更加慢于同比增长 26.7%的国有企业。

“我们认为，国有企业利润增长更高，源于一些可能与财政刺激有关的项目，如铁路基础设施项目。

“而那些没那么有利可图的基础设施项目，比如防治污染的项目，有可能是在地方政府融资平台下进行的。这些融资平台不被视为地方政府实体，而被视为企业实体。”

高盛(Goldman Sachs)分析师表示，工业利润增长放缓还反映出 2017 年 8 月的“高基数”。部分金属制造业、化学制造业和汽车制造业的利润增长放缓，电气机械制造业的利润增长加快。

高盛分析师表示：“展望未来，基于我们对工业利润增长将逐渐放缓、以及（生产者价格）通胀可能会放缓的预期，在今年剩下的时间里，我们将继续看到工业利润增长遭遇顶头风。”