

目前中美经济都面临新形势，构成六月上旬在北京举行的第八轮对话现实背景。就中国经济而言，今年是十三五规划开局之年，要用创新、协调、开放、绿色、共享的五大理念实现全面建成小康目标，同时继续贯彻落实十八届三中全会全面深改决定。短期形势突出特点在于经济周期与结构双重调整深入到最后攻坚阶段，面对经济下行压力中国决策层保持定力，通过稳健积极宏观政策适度提升总需求，同时以供给侧结构性改革作为推进深层调整重头戏，并为经济新一轮景气增长到来创造条件。

卢锋 北京大学国家发展研究院教授

2009 年中美启动战略与经济对话(S&ED)机制，实施七年来取得举世瞩目成效。IMF 相关数据显示，2010—2015 年间，用市场汇率衡量中国对全球增量贡献比最高年份 2012 年为 68%，最低 2010 年 16.5%，平均约为 40%；美国最高年份 2012 年为 42%，最低 2011 年 8%，平均约为 26%；两国加总贡献比在最高年份为 2012 年 111%，最低 2010 年 26%，平均约为 67%。两国经济对后危机时期全球经济复苏增长发挥举足轻重甚至一定程度支配作用，双边战略与经济对话作为两国关系最重要合作机制之一显然应与有功焉。目前中美经济都面临新形势，构成六月上旬在北京举行的第八轮对话现实背景。就中国经济而言，今年是十三五规划开局之年，要用创新、协调、开放、绿色、共享的五大理念实现全面建成小康目标，同时继续贯彻落实十八届三中全会全面深改决定。短期形势突出特点在于经济周期与结构双重调整深入到最后攻坚阶段，面对经济下行压力中国决策

层保持定力，通过稳健积极宏观政策适度提升总需求，同时以供给侧结构性改革作为推进深层调整重头戏，并为经济新一轮景气增长到来创造条件。中国实践具有全球影响，杭州 G-20 峰会将为求解后危机时期全球经济增长难题提供中国视角。

美联储主席耶伦女士 5 月 27 日哈佛大学演讲显著增加了不久再次加息的概率。美国货币政策有望在加息通道持续推进，现实目前美国经济相对疲弱走势与自然失业率与潜在增长率的某种均衡状态大致兼容，意味着美国经济增速从战后“4 时代”回落至上世纪后期“3 时代”后，进一步降到新世纪以来“2 时代”属于规律性现象，难以用超强刺激政策人为扭转改变。货币政策进入加息通道，意味着货币政策刺激力度在一定时期范围趋势性递减，经济下行压力增加可能会使美国政策焦虑感可能有增无减。

新形势下拓展深化中美两国经贸合作关系具有必要性与紧迫性。第一，要重视美国升息外溢效应并就此加强沟通协调。作为最重要国际货币国，美国升息会通过资本流动变化对包括中国在内新兴经济体带来外部影响。中国经济基本面较好有利于应对外部冲击，然而由于资本账户开放度提升与目前经济深度调整阶段性特点，国际收支与汇率稳定也难免会受到影响。加强国际协调是保证政策转型平顺推进的必要条件，美国政策操作应密切关注并适当控制外部溢出效应，同时也应理解中国在汇率与资本账户开放的适度对冲措施。

第二，要在应对资产价格上涨与化解金融风险方面合作共鉴。在新兴国经济快速追赶推动可贸易部门生产率较快提升背景下，货币扩张不再仅仅表现为常规流量物价指数上涨，而是更易于表现为资产价格飙升并派生金融风险。美国金融危机显示资产泡沫有可能带来严重后果，美国在后危机时期多年实施超常宽松货币政策，推动楼市股市价格上升到历史高位，引发对美国经济新资产泡沫与金融脆弱因素担忧。随着资产货币化范

中美合作：新形势新议程



围扩大与程度加深，中国新世纪初年经济高速增长取得巨大成就同时也出现局部资产泡沫化因素，近年积极化解资产泡沫与降低过高杠杆努力取得阶段性成效。中美两国宏观经济政策应把防范资产泡沫因素与化解金融风险作为合作互鉴的重要领域，通过实施稳健货币政策与审慎宏观金融政策为两国经济平顺转型与行稳致远提供政策保障。

第三，应在钢铁等贸易争议领域加强沟通增进理解共同反对贸易保护主义。抵制贸易保护主义是国际社会的共识，不过自上世纪大萧条时期美欧搞贸易保护主义加剧危机被学界作为经济政策失误案例深入研究后，保护主义政策在主流国际社会总体不得人心因而很少有大国公开鼓吹倡导。当代具有保护主义倾向贸易政策，往往与双边贸易形势变化通过片面偏激解读引发贸易争端而起。近年中国钢铁业出口较快增长引发一些关注，中美有必要在这个问题上增加沟通理解。

随着经济调整深化，中国钢铁产能利用率与市场价格不同程度下降，近年钢铁出口确实增长较快带来产生一些矛盾争议。不过需要看到，新世纪初年钢铁业超常规增长，是与中国城市化工业化快速推进相联系的一次

性过程，其扩张与调整虽受到体制不完善因素影响，然而无论是产量增速变化，还是空间布局与产品结构演变，更多是开放环境下市场机制调节产物。近年中国钢铁出口增加较快，主要受到阶段性产能相对过剩与价格大幅回落等市场行情变化推动，因而主要是开放环境下市场竞争机制作用的产物，并非补贴等政策干预结果。对其短期影响应通过对话沟通合作方式加以协调，不宜以此作为实施贸易保护政策的理由。

第四，可对中美两国面临的 ABMNT 等结构性议题积极探讨组合破解思路。亚投行(AIIB)、双边投资协定(BIT)、市场经济地位(MES)、新丝绸之路计划(美国 NSRI 与中国 OBOR)、泛太平洋经济伙伴协议(TPP)等，是近年中美两国在经贸关系以及区域合作领域面临的几个具有结构性议题，把这些议题英文名称的首字母放到一起，或可称作 ABMNT 议题。其中有的问题如美国是否加入亚投行 AIIB 或中国是否加入 TPP 尚未正式提出，有的如双边投资协议 BIT 已经历多年谈判并可能不久取得突破，有的如市场经济地位 MES 问题虽交涉已久然而短期突破胜算较小，有的如美国新丝路倡议(NSRI)与中

国一带一路规划(OBOR)潜在合作可能尚未引起足够重视。这几个议题的内容有别，显然需要给予相对独立的分析处理，不过从某个角度看也或可设想通过一揽子合作计划统一求解的可能性。组合求解有一个简单好处在于，即便特定议程表面看分歧较大难以合作，组合考虑仍有取长补短与捆绑设计形成对双方总体有利合作方案的可能空间。如能转换思路通过组合谈判取得突破，无疑将有助于显著提升中美经贸合作的压舱石、推进器与减震阀作用，并对区域与全球经济以及其他领域产生积极影响。这个思路是否合理可以探讨批评，如何细化也有待具体研究，中美战略与经济对话从前瞻性全局性视角出发，或许可以通过某种非正式方式探讨实施 ABMNT 一揽子合作可能性。

最后，要调动多方面积极性加快推进中美地方与行业合作。自 1979 年中国湖北省与美国俄亥俄州结成中美间第一对友好省州至今，两国已结成 43 对友好省州和 200 多对友好城市。中美行业间交流也不断拓展日新月异，不仅涵盖互联网、高铁、清洁能源行业等高端行业合作，也包含农业、煤炭、会计这样传统行业，还延伸到影视、教育甚至家政服务与消费民生密切相关行业。地方与行业合作以其特有的自生长成长在机制，更好地印证了习主席有关推进中美新型大国关系“需要点滴实践和积累”与“积水成渊、积土成山的”精神”的论断，对培育发展两国经贸关系具有特殊意义。

中美是当今全球大变革时代最重要新兴国与守成国，推进中美新型大国关系建设是前无古人、后无来者的历史实践，注定要面临层出不穷的新矛盾新问题新挑战。正如中共主席习近平所言：“有问题并不可怕，关键是我们要共同解决问题，而不能被问题牵着鼻子走”。直面问题解决问题是中美战略与经济对话机制的生命力所在。相信新一轮对话将会针对目前中美经济新特点，因时而动，对症下药，把中美互利共赢经贸关系推向新阶段。



中国会出现银行业危机吗？

尼古拉斯·拉迪 彼得森国际经济研究所高级研究员

中国债务水平、尤其是公司部门债务非同寻常的上升速度，令人担心该国或许无法避免一场银行业危机，进而减缓本国经济增长，并对全球经济产生重大负面溢出效应。这种担忧是由国际货币基金组织(IMF)和一些投行近来的估算引发的。据它们估计，中国近年来新增贷款的很大一部分流向了生产过剩产品、利润已变为负值的国有企业。

事实上，尽管向无力偿还之前贷款本息的企业发放更多贷款意味着金融风险显然在上升，但中国距离一场潜在银行业危机很可能还有多年时间，这让中国获得了把信贷增速降低到可持续水平的一段窗口期。作出这一判断的一条关键理由是，尽管债务与国内生产总值(GDP)之比相当高，但中国的国民储蓄率也非常高。一个国家可以支持的债务水平，在很大程度上取决于国内储蓄与 GDP 之比。

第二，中国积累起来的债务几乎全部是以本币计价的债务。自从 2014 年第三季度以来，国内企业一直在偿还外币债务，如今外币债务仅仅相当于国内债务的 5%。相比之下，不久前一份对其他新兴市场的研究发现，其外币债务占总债务的中位份额达到中国水平的 4 倍。此外，中国对世界其他地区仍是一个大型净债权国。因此，中国不会轻易爆发 1997 年亚洲金融危机那样的危机，那场危机是由外国银行拒绝滚转亚洲企业所欠债务而引发的。

第三，银行业危机几乎总是源于银行资产负债表上的负债端问题。但在中国，银行负债几乎全部是粘性很大的存款。银行对于批发融资的依赖是最低限度的。因此，贷款加上表外资产之和大致与存款水平相当，两者之比远未达到银行业危机爆发前经常在一些国家见到的 120%至 150%的比例。无论如何，中国央行拥有大量工具去应对潜在的银行挤兑。例如，当前商业银行的存款准备金率为 17%。存准率可以降低，对银行流动性产生巨

大的正面影响。

对于中国即将发生银行业危机的担忧基于如下断言：中国的银行远比对外宣传的更为虚弱。鉴于自全球金融危机以来信贷增长达到极高加速度，1%至 2%的不良贷款率并不可信。但这一观点没有意识到，一些银行一直在积极注销不良贷款，使得报告的较低不良贷款率更为可信。例如，2015 年上半年，中信银行和交通银行处置的不良资产分别占到其 2014 年底不良贷款余额的 75%和 30%。总体而言，中国银行业的平均拨备覆盖率大约相当于报告的不良贷款的 150%。

实力变弱的银行最终将被迫大幅放缓信贷扩张速度，导致经济进入漫长的低增长时期，这种情况可能发生吗？那正是日本的轨迹，有些人辩称，中国注定会跟日本一样。但在 1990 年代，当对绩差国企放贷过度导致中国银行业濒临破产时，中国政府启动了一个大规模的资本重组项目，使银行得以继续放贷，支撑了资本在本世纪前十年的强劲增长。这种情况不太可能在日本发生，因为在长达十年期间，日本当局拒绝承认银行资产负债表疲弱。此外，中国银行业现在对绩差国企的敞口远低于 1990 年代。1990 年代中期，在银行系统资本重组之前，对国企的贷款占到了银行及非银行金融机构人民币贷款总额的 62%。如今，这个比例已降到了 30%，主要是因为银行一直不断增加对民企和家庭的贷款。民企的平均资产回报率是国企的两至三倍，而中国家庭有着相对强劲资产负债表。

为了降低金融业正在积累的风险，中国当局必须积极采取行动，遏止信贷流向长期不盈利的企业，主要是国企。中央政府发起的关停僵尸企业的行动正在进行中，但意料中的是，该行动在地方层面遭遇了阻力。中国必须克服这种阻力，中央政府也必须综合运用加快银行不良资产的注销与证券化、甚至对最弱金融机构实施局部资本重组等手段，处置好存量不良资产。

中国海外并购激增的背后

王碧珏 张明 中国社会科学院

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

中国企业海外并购国内外数据相差一个数量级，主要原因在于统计口径的差异。

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

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

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

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

虽然外媒报道的数据口径过大，但其反映的趋势值得关注。即使看已经完成的中国海外并购交易，今年一季度同比增长也高达

119%。中国企业海外并购大幅增长的原因有四：

一是少数案例形成异常值扰动。一个非常显著的案例是中国化工集团瑞士并购案。2 月 3 日，中国化工集团宣布斥资 428 亿美元收购瑞士种子和农药巨头先正达，这是迄今为止中国企业历史上最大一笔海外收购。而此前规模最大的交易是 2013 年中海油以 151 亿美元收购加拿大尼克森能源公司。中国化工的这一笔海外并购就是一季度全部已完成并购金额 165.6 亿美元的将近 3 倍！大幅拉动了中国对外并购的整体金额。

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

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

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

有人担心，中国企业海外并购大幅增加会不会隐藏了相当数量的私人资本外逃？我们认为，目前不必有这种担心。得出这一判断的根据是，我们对一季度前十大中国海外并购已完成项目进行了考察，这十大交易占一季度总完成金额的 95.8%，发现有如下特点。一是国有企业占主体。在前十大交易中，

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

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

三是单个季度的并购激增不改变整体上中国对外直接投资存量较低、占 GDP 比重偏低的事实。中国对外直接投资起步较晚，虽然目前中国已经是全球第三大对外直接投资国，但存量占全球的比重只有 3.4%，不仅低于日本的 24.4%，也远低于英国、德国、法国、美国等发达经济体。此外，中国对外直接投资占 GDP 比重同样偏低，不仅低于世界平均水平，也低于发展中国家平均水平。2014 年，流量上，中国、发展中国家(不包括中国)、世界和发达国家对外直接投资占 GDP 比重分别为 1.15%、2.23%、1.85%和 2.24%；存量上，这一比重分别为 7.25%、25.79%、32.93%和 43.75%。

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

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