



太和智库
Taihe Institute

太和财经

危机的边缘

全球经济、金融市场回顾与2019年展望

太和智库 2018年12月



关注时代需要
FOCUS ON CONTEMPORARY NEEDS

地址：北京市朝阳区世奥国际中心A座2208

电话：010-84351977 网址：<http://www.taiheinstitute.org/>

作者简介

第一作者：



张超，太和智库研究员，中国人民大学国际货币研究所研究员，现就职于国家开发银行。中国人民大学信息学院本科，美国哥伦比亚大学 SIPA 学院硕士，师从诺贝尔经济学奖得主、欧元之父蒙代尔教授，英国雷丁大学 Henley 商学院博士。主要研究方向为宏观经济学、全球货币政策、中国资本市场改革、债券市场发展以及人民币国际化等领域。在各大全球性刊物发表文章近百篇。2016 年 G20 系列会议之智库峰会主讲人。

第二作者：



张家瑞，太和智库研究员。中国人民大学首届经济学-数学（双学位）实验班本科，德国慕尼黑大学经济学博士。现任宁波诺丁汉大学商学院助理教授，中国人民大学国际货币研究所研究员，从事研究和教学工作。研究方向为宏观经济学、货币政策、金融市场以及国际金融，在国际核心学术期刊和国内核心期刊上发表多篇论文，并担任多本学术期刊编辑和评审。

目 录

全文摘要.....	1
一、中美宏观经济回顾与展望.....	1
二、中美货币政策回顾与展望.....	4
三、全球金融市场回顾与展望.....	5
一、美国及部分主要经济体经济回顾与展望.....	7
(一) 2018 年美国经济回顾.....	7
1. 财政刺激是 2018 年美国经济的“强心剂”	8
2. 财政刺激带来的增长不平衡且不可持续，更造成“双赤字”	10
3. 债务可持续性风险增大.....	14
(二) 2019 年美国经济展望.....	16
1. 劳动力市场结构问题突出，将拖累企业投资与生产.....	17
2. 杠杆效率低下将抑制经济效率提升.....	20
3. 实体经济效率低下，“金融挤出”带来的资本市场繁荣将 结束于债务困境.....	25
(三) 2018 年全球其他主要经济体回顾与 2019 年展望.....	26
二、中国经济回顾与展望.....	29
(一) 2018 年中国经济回顾.....	29
1. 中国经济逐季下行，债务杠杆效率持续走低.....	29
2. “三去一降一补”的后遗症与民营企业发展困境.....	34

(二) 2019 年中国经济展望.....	49
1. 抓住基建“补短板”挤出的“时间窗口”补技术短板....	49
2. 企业“降成本”需要为民营企业降低经营成本.....	53
3. “稳”中求进，打赢未来中国的“经济八年抗战”	55
4. 沦为笑柄的“新周期”	57
三、中美货币政策回顾与展望.....	59
(一) 美国货币政策回顾与展望.....	59
1. 美联储 2018 年加息步伐符合预判，但节奏缓慢.....	60
2. 美联储 2019 年加息频率和幅度或将低于预期.....	60
(二) 中国货币政策回顾与展望.....	62
1. 迫于经济下行压力，2018 年货币政策先紧后松.....	62
2. 2019 年结构性宽松或将继续，货币政策更强调针对性...	62
四、全球金融市场回顾与展望.....	64
(一) 中美债券市场.....	64
1. 2018 年中国债市走势分化，信用产品上演“完美风暴”	64
2. 中国债券市场——2019 年为数不多的机会大于风险的市场	65
3. 美国债券市场再现“倒挂”，短期收益率“天花板”已现	68
4. 中美利差关联性下降，利差空间将进一步走阔.....	69
(二) 中美股票市场.....	72

1. 2018 年，美股市场“完美倒 V”迎来拐点.....	72
2. 2018 年，美股“牛市”逻辑已变.....	73
3. 2018 年，中国股市延续“名词市场”	76
4. 2019 年，全球股市迎接“价值回归”	77
(三) 大宗商品市场.....	78
1. 原油大涨到大跌.....	78
2. 黄金窄幅波动.....	79
3. 大宗商品价格 2019 年走势或将出现分化行情.....	80

全文摘要

2018 年全球经济和金融市场走势跌宕起伏，在辞旧迎新之际，《危机的边缘——全球经济、金融市场回顾与 2019 年展望》一文用 3.5 万余字从经济、货币、金融市场三方面回顾 2018 年并展望 2019 年走势。

2018 年全球经济出现分化，美国经济继续强劲增长，GDP 增速、就业率、通胀等数据表现亮眼；欧洲、日本、中国等主要经济体经济增长低迷、增速放缓。展望 2019 年，政策红利衰退和杠杆效率低迷将使得美国难以维持当前高增长态势，欧洲杠杆复苏任重道远，地缘政治风险加剧经济增长不确定性。中国经济则需把重心放在为民营企业纾困上，补好技术短板，释放企业活力，以促进经济增长。

一、中美宏观经济回顾与展望

回顾 2018 年，美国经济强劲增长的主要动力是税改带来的政策红利，但“金融挤出”使得财政刺激政策效果有限且无法避免“双赤字”困境。以减税和扩大投资为核心的财政刺激是 2018 年美国经济增长的“强心剂”，但税改带来的美国企业海外资本回流，不出意料大部分流入了资本市场而非再投资。2018 年美股上市公司股份回购规模连创新高，但用于投资的资本开支增长逊色不少。

究其实质，2018 年美国高增长背后是债务再次攀升，

并伴随着杠杆效率的下降，对债务可持续性的影响逐步显现。2018年美国各部门债务存量增速加快，联邦政府债务节节攀升，企业债务规模连创新高，而劳动生产率未见显著改善，杠杆效率低下；居民债务结构几乎重现次贷危机前的特点。但在各部门同步加杠杆背景下，杠杆效率却持续下降，新增债务与新增GDP之比重回金融危机时的水平。在2018财年赤字高涨压力下，美国国债的可持续性也值得关注。预测数据显示美国财政赤字与GDP之比将继续上升，而美国国债海外持有人结构已悄然发生变化，中国和日本两大持有者已逐步缩减了美债持有规模，取而代之的是欧洲国家持有美债规模的快速增长，这不仅表明市场预期的变化，也在一定程度上影响了美国国债的可持续性。债务攀升和杠杆效率下降，埋下了危机的隐患。

与此同时，债务杠杆效率恶化也困扰着2018年中国经济。2018年中国经济增速逐季下行，债务杠杆效率也同步持续走低，始于2017年的“杠杆转移”并没有带来经济活动效率的提升，经济增长放缓在所难免。2018年中国各部门债务都出现了急剧上涨，而各类债务对GDP的贡献程度分化明显，非金融部门债务与GDP之比自2018年初出现触底反弹，居民部门杠杆占比持续走高，政府部门债务杠杆稳步上升。实体经济去杠杆并没有使非金融部门真正实现去杠杆，而非金融部门债务再次走高相对应的，是国有企业和民营企业利润的分化。

行政化“三去一降一补”给民营企业带来的后遗症是2018年

经济增长活力低迷的另一重要因素。供给侧结构性改革所推行的行政性去库存、去杠杆在很大程度上推升了上游企业即大多数国有企业的产品价格，但却没有相应地改善下游行业即大多数民营企业的需求环境，导致上游国有企业利润大幅走高、下游民营企业利润迅速下降乃至亏损的现象。此外，“去杠杆”事实上是通过“稳杠杆”的方式，使杠杆在政府部门和居民部门之间转移的同时，不仅增加了国有企业债务，更大幅提高了民营企业的融资成本。由于在“三去一降一补”等改革中受到结构性冲击，民营企业利润逐季下滑，生产成本难见改善，是影响中国经济持续稳健增长的重要因素。

展望 2019 年，随着美国财政刺激政策效应衰退、杠杆效率持续低迷、债务规模和可持续性问题的暴露，预计美国经济增速将在 2019 年下半年放缓，经济结构性矛盾将难以掩盖。随着美国劳动力市场日趋饱和，成本上升而效率未见改善，最终将拖累企业投资与生产。从增长动能来看，2019 年美国政府、企业和居民部门杠杆总量持续回升且结构进一步恶化，而缺乏效率支撑的经济增长将失去动能。

对于中国而言，2019 年经济增长回暖的动能在于民营企业生产环境的改善和技术性制造业行业的突破。一方面，需要抓住基建“补短板”挤出的“时间窗口”补制度和技术短板，利用扩大基建带来的短期经济动能为制度改革和技术进步争取时间。不可否认，在债务效率持续走低的背景下，基建投资对于经济增长的刺

激作用已微乎其微，而加剧政府财政收入和债务负担的负面影响却显而易见。因此，短期的基建投资加码所争取到的时间可以换来多少制度红利，将决定 2019 年乃至更长时间内中国经济增长潜力。

另一方面，从市场规律和货币政策的性质来看，通过“放水”对民营企业融资成本改善的效果十分有限，未来只有通过减税等制度性改革，才能有效改变民营经济的生存环境，同时通过现金流的回升和资产价值的升值来激励民营企业的发展和金融机构对民营企业的资金支持，从而激发经济增长活力。

作为经济参与者，我们需要对所面临的困难有充分的估计，做好“经济八年抗战”的准备，切不可盲目乐观，更不能像某些“网红”分析师一样炒作所谓“新周期”的论调。在金融杠杆、地方和政府债务以及僵尸企业等各类结构性问题没有解决之前，在经济效率没有出现明显提升之前，鼓吹所谓的“新周期”其实质实为“心周期”，贻害无穷。

二、中美货币政策回顾与展望

回顾 2018 年美联储加息步伐，太和智库曾在年初分析预测，受制于金融资产价格和税改带来的资金回流压力，美联储加息次数将高于市场预期的 3 次，至少是 4 次，甚至 5 次。如今来看，完全印证了判断。而 2019 年，美联储货币政策继续面临“利率陷阱”和“资产价格泡沫”的两难问题，无论是加息还是不加息，美国经济都会面临巨大的考验，这是美国依靠债务积累推动经济增

长的特点所决定的。2019年，面对保信用还是保价格的难题，美联储的加息逻辑将发生变化，预计全年将放缓加息次数，加息次数可能下降为2次，甚至不排除只加息一次的可能。

而同期，预计中国央行2019年将延续2018年的货币政策风格，总量上的全面宽松不是大概率事件，结构性宽松大概率仍是政策的主题。此外，货币政策将继续着重解决小微企业和民营企业融资难融资贵的问题，资本市场也将对民营企业提供多渠道金融支持。

三、全球金融市场回顾与展望

经济下行压力加大、外部环境加剧恶化，是中国2018年债券“分化牛市”的重要基本面支撑。中国利率债市场在2018年触底反弹，迎来牛市，这与年初预判相一致。2019年，中国债券市场将是为数不多的机会大于风险的市场。但由于本轮利率债牛市已经在2018年完成了主升段，2019年利率债保持直线上涨的空间不大。在信用债市场，2019年分化仍将比较明显，高等级信用债依然呈现出供不应求的态势，低等级信用债票面利率仍存上行空间。因此，2019年中国债券市场的机会存在于信用债市场精细化管理和筛选，选择被“错杀”的民营企业债券。

2018年美股出现完美“倒V”迎来拐点，资产价格的高涨迎来“去泡沫化”。上半年延续了美股近十年的牛市持续高涨，但下半年高位震荡回调。随着美联储稳步推进加息进程，以及杠杆效率下滑带来的企业利润改善效应逐步消退，未来美股的继续下跌趋

势在所难免。从经济基本面和货币政策步伐来看，美股牛市的基础已然消耗殆尽，2019年难有大的回暖上升空间，不排除暴跌可能。2018年，受经济预期下滑、中美贸易摩擦影响，中国股市大幅度下跌并非意料之外。2019年中国经济将转入较长的防御期，预计股市将在低位盘桓，在2019年初存在小幅上行的空间，而继续暴跌的概率较小。

2018年原油价格震荡上行，并在年底迎来急速下跌；黄金价格呈现“倒V”的窄幅震荡。2019年大宗市场将出现分化行情。原油受到地缘政治的影响大于经济基本面的影响，但二者均对原油价格产生压制，原油价格在新的一年里很难向上突破，全年将维持低位震荡。在美元信用、地缘政治和经济下行的共同推动下，黄金价格则有希望走出一波独立于其他大宗商品的上涨行情。

一、美国及部分经济体经济回顾与展望

（一）2018 年美国经济回顾

在 2018 年年初的报告《持续复苏还是深度回调？——经济回顾与 2018 年展望》（下称“《展望》”）中，太和智库预判 2018 年美国保持复苏态势，而 2018 年美国经济走势印证了我们年初的分析与判断。美国 2018 年各项经济数据表现亮眼，其中 GDP、PMI、通胀、失业率等数据更是创金融危机以来的新高，企业利润持续改善，股市一路高歌猛进。截至今年三季度，美国 GDP 增速已连续 18 个季度保持正增长。另一方面，欧洲、日本、中国等其他主要经济体经济增速却不同程度放缓，全球经济由 2017 年的同步复苏转为显著分化，美国经济表现几乎“一枝独秀”。

另一方面，在《展望》中，太和智库预判 2018 年美国保持复苏态势，但支撑复苏的基础却不太牢靠，存在诸多不确定性，主要体现在特朗普“税改”与“增支”政策落地的效果尚待观察，“金融挤出”效应或将使税改带来的资本回流大概率流入资本市场，带来经济短期杠杆复苏的同时加剧债务风险。如今回顾 2018 年美国经济的表现：前三季度 GDP 年化环比增速分别为 2.3%、4.2%、3.5%，远高于去年同期和预期，尤其是二季度 GDP 增速为 4 年以来的最高值；失业率保持低位，尽管 11 月非农就业数据低于预期，但失业率仍维持在 3.7% 的低位，是 10 年来的低点，与 1969 年持平。与此同时，下半年以来国际油价的走低暂时缓解了通胀压力，高增速与温和通胀共存的局面使得市场对美国强

劲增长的持续性保持乐观。然而，在回顾和分析了美国 2018 年经济表现良好背后的动能之后，太和智库认为，随着加杠杆带来的市场支撑逐步减弱，2019 年美国将难以维持当前的强劲增长态势；其背后隐而未发的债务危机，则更值得关注 and 忧虑。

1. 财政刺激是 2018 年美国经济的“强心剂”。作为特朗普“让美国再次伟大”战略的重要组成部分，税改政策自提出之初便备受市场瞩目，但正如《展望》中指出，2018 年税改落地对经济的提振作用大小，取决于税改吸引的资本回流和国内新增资本将流入资本市场还是实体经济。目前从阶段性效果来看，短期内税改对吸引海外资本回流、改善企业利润、扩大企业投资均超出预期，对美国经济复苏起到了明显推动作用，这是今年美国经济增长的主要动力。

美国此轮税改的着力点在于企业税、国际资产转移税和实物资产税率，个人所得税起征点也有所提高。与之相对应，2018 年前三季度，美国企业所得税规模骤降，企业利润和税后利润则均相应大幅增长，尤其是企业税后利润在一季度迅速攀升至 15 万亿美元规模，远高于危机前水平，如图 1 所示。在企业海外资本回流方面，《展望》中曾对税改吸引的资金回流规模做过测算，预计将吸引 1.2 万亿美元资本回流美国。美国经济分析局 (BEA) 公布的国际收支数据显示，前两个季度以股息形式回流的海外资金高达 2949 亿美元和 1695 亿美元，是去年同期的近 5 倍；高额的股息分配使得同期海外再投资净收入分别跌至 -1668 亿美元和

-427 亿美元，这些数据均与《展望》中的预估相一致。



图 1 (数据来源: CEIC、太和智库数据库)

然而，正如《展望》中所预判的，减税带来的企业资金流的增长，大部分流向了金融市场，用于企业的股份回购，推动了今年前三季度美股的一路猛涨；另外一部分资金回流则用于扩大投资，表现为上半年美股非金融部门的资本开支相应加速增长。据高盛发布的报告显示，截至 9 月中旬，美股回购授权批准的规模已达 7620 亿美元，预测全年美股回购规模将首次突破 1 万亿美元。与此同时，前三季度仅标普 500 指数公司回购规模就高达 5834 亿美元，同比大增 52.6%。除股份回购外，企业回流资金也促进了私人投资和企业扩大再生产，带来国内私人投资增速的超同期增长。如图 2 所示，2018 年前三季度，美国私人部门固定投资增速显著加快，达到甚至超过危机前水平。上市公司数据同样显示，一、二季度美股非金融部门的资本开支整体加速增长，

远高于往年同期¹，其中需求向好、税改红利和资本回流等均是重要因素。

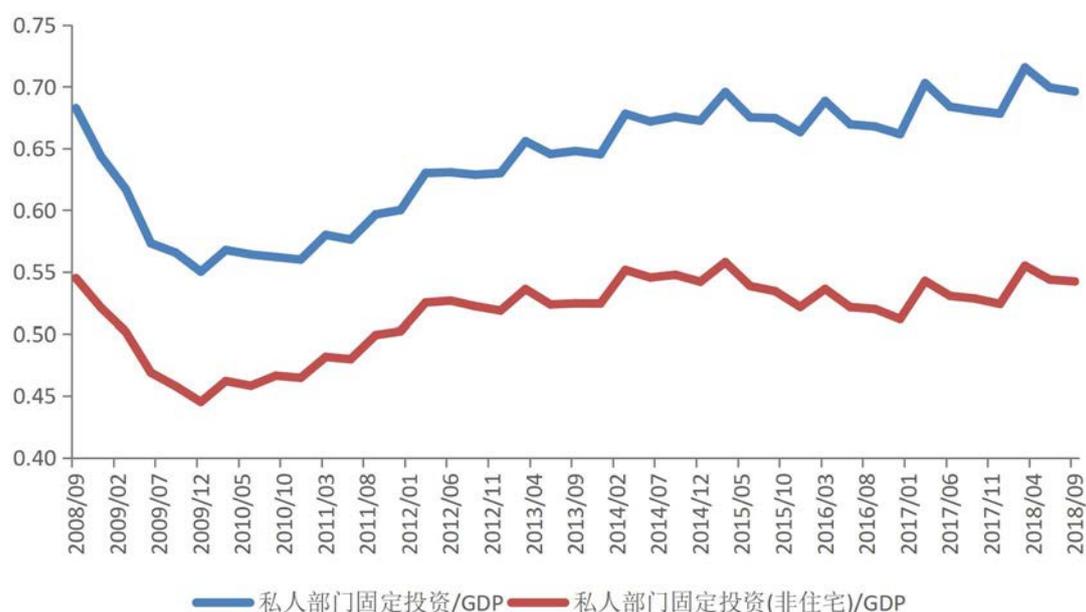


图 2（数据来源：CEIC、太和智库数据库）

此外，个税改革也带来了居民可支配收入的提高和私人消费的改善。2018年美国个人可支配收入同比增速明显超过个人收入增长，其中6月至8月个人可支配收入增速一度超过5%。受益于可支配收入和工资水平提高，2018年第三季度个人消费支出增长4%，是2014年四季度以来的新高。整体来看，以减税为核心的财政刺激政策带来的企业资金回流和投资扩大效应，以及居民可支配收入和消费的改善，是2018年美国经济数据表现亮眼的支撑。

2. 财政刺激带来的增长不平衡且不可持续，更造成“双赤字”。在减税带来的“亮眼”成绩单背后，结构的分化和增长的不平衡不容忽视：一方面，减税吸引的回流资本主要流向资本市场

¹ 中金公司专题报告：美国海外资金回流去向了吗？

而非企业投资和扩大再生产；另一方面，在企业投资层面，行业差异突出，制造业投资增长乏力，矿业勘探、商业和卫生保健行业投资增长明显。这两方面因素均导致减税政策带来的增长效应不高。但是，在政策收益不及预期的同时，政策成本却十分明显：对于整体经济而言，减税在带来漂亮的资金流和利润流的同时，更带来了财务上的“双赤字”——联邦政府的财政赤字和上半年金融资产价格的走高。以加杠杆换取的市场支撑，未来必将不可持续。

我们在《展望》中曾指出，减税带来的资本回流大概率将进入资本市场，资本市场繁荣与减税政策刺激的共同作用，将在短期内拉动经济快速增长，但最终将走上金融市场膨胀结束与资产价格回调的老路，经济的长期复苏难以为继。从目前的数据来看，2018年前三季度标普 500 指数成分股公司的现金支出主要用于股票回购而非资本支出，是 10 多年以来现金支出中股票回购首次超过资本支出；同时，预计 2019 年标普 500 指数成分股公司回购规模将继续攀升 22%，而资本支出仅预计增长 9%。

由于美国企业的海外留存利润主要集中在科技和医疗保健公司，其中以苹果、微软、思科等为代表的高科技巨头企业更是海外留存利润的主要持有者，此轮海外资金回流带来的企业股份回购，自然拉动了美股科技板块的迅猛增长。自 2018 年二季度起，在全球主要经济体金融市场低迷的大环境下，美股三大指数逆势迅猛攀升，其中纳斯达克指数更是一路“高歌猛进”，在 8 月

底突破 8000 点的高位，并在 9 月初上探至 8133.30 的历史新高，同比涨幅超过 25%；道琼斯工业指数和标普 500 指数均保持相同涨势，并自 2018 年下半年起涨幅显著加快，不断创下历史新高。其中，收益与企业利润改善和充裕现金流带来大规模股票回购，使得科技企业和科技板块成为拉动美股强劲上涨的重要支撑，持有最大海外现金规模的苹果和微软公司，在 4-8 月间股价上涨幅度高达 20%-40%。但遗憾的是，正如《展望》中分析的，短期回购虽然可以支撑股票指数在短期内大幅上涨，但必然留下资金匮乏的巨大缺口，在没有效率提升带来的预期改善的背景下，美股三大股指在四季度大幅下挫，几乎抹去了全年涨幅，再次印证了太和智库的判断。

从美国宏观经济分项数据可以看出，减税带来的企业投资增长表现出显著的行业差异和分化，制造业和通信等行业的固定资产投资没有明显增长，甚至相对 GDP 增速出现下滑。如图 3 显示的美国分行业私人固定投资与 GDP 之比数据中，2018 年以来只有商业和卫生保健、矿业勘探等行业的固定投资占 GDP 比重呈增长态势，其中矿业勘探行业投资自 2017 年以来增速显著，2018 年增速再次加快，固定资产投资占 GDP 比重由 2017 年初的 10%左右迅速攀升至 20%以上。这也与《展望》中的分析一致，即 2017 年美国超预期复苏的动力主要来自能源行业，且这一现象持续至 2018 年。而随着美国页岩油行业大规模生产带来的石油供给和储量大幅攀升，以及 2018 年下半年油价走低，能源行

业的持续繁荣存在较大不确定性。

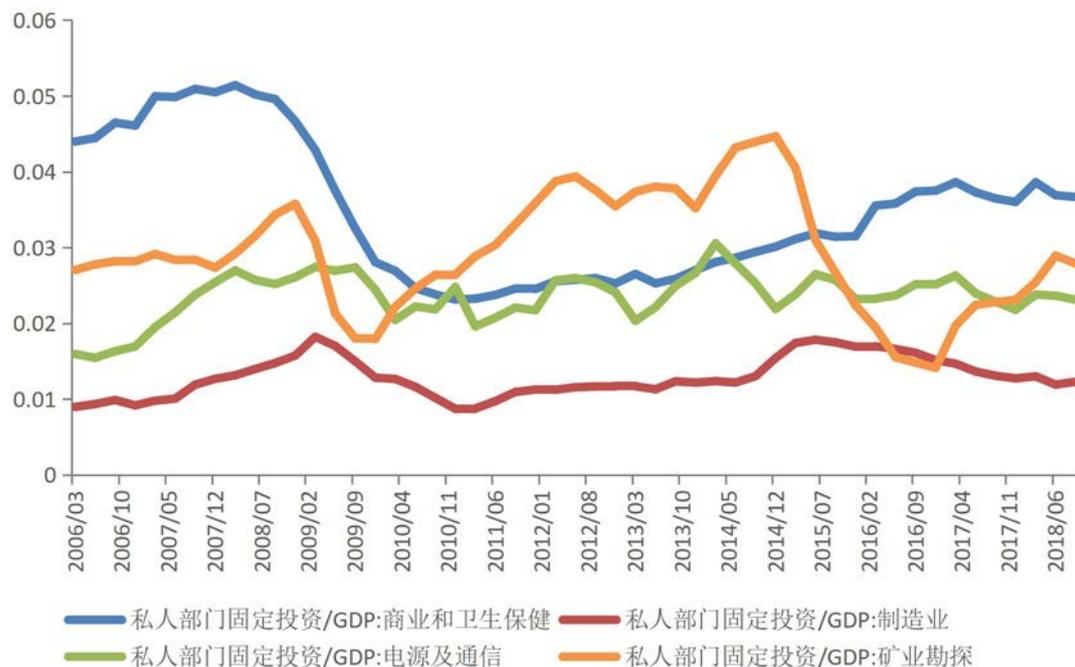


图 3（数据来源：CEIC、太和智库数据库）

相比之下，制造业和电源及通信行业固定资产投资占 GDP 比重在 2018 年没有明显增长，甚至出现下滑趋势。相应地，相较于其他超预期的经济数据，2018 年美国制造业 PMI 指数表现平平，并在二季度和三季度数次出现放缓。在中美贸易摩擦加剧的环境下，特朗普预期的通过税改吸引资本回流、重振制造业、实现“让美国再次伟大”等目标并未如愿。

作为短期刺激性政策，以减税和投资为核心的财政刺激政策的效应在 2019 年将迎来“拐点”，刺激作用逐步减弱。根据美国税收政策中心（TPC）的测算，税改将影响 2018 年美国 GDP 增长 0.7%，而对 2027 年的 GDP 几乎没有影响，中长期将保持中性。可以预计，减税带来的企业利润改善和资本市场繁荣，以及有限且结构失衡的投资增长，在未来将逐步消退，留下的却是加

杠杆带来的财政赤字和高涨的资产价格“双赤字”，给经济增长带来隐忧。

3. 债务可持续性风险增大。纵观 2018 年，“乐观”情绪几乎贯穿了全年，美国经济基本面整体向好，需求回暖，企业投资适当扩大，消费者信心指数高涨，金融资产上涨，市场情绪高涨，债务风险暂时被遗忘。但太和智库认为，尽管从存量来看，美国目前的债务风险还未到达“千钧一发”的地步，但若考察美债近期的结构变化，尤其是国债投资人的变化以及企业信用债可持续性，这一问题值得重新审视。

2018 财年高涨的财政赤字给美国政府债务带来压力。尽管稳健的经济形势和美联储的加息进程给美国国债带来巨大吸引力，但市场对其预期正悄然发生变化。图 4、5、6 显示，自 2004 年起，外国及国际投资者超越美联储成为美国国债的主要投资和持有者，其持有美国国债的规模在金融危机前后迅速攀升，并在 2017 年加快了投资步伐，但这一趋势在 2018 年一季度有所放缓。若继续考察外国投资者的国别结构会发现，在持有美国国债规模前几位国家中，中国和日本自 2017 年下半年起趋势性减少了持有美债的数量，取而代之的是巴西、英国、卢森堡等拉美和欧洲国家，上述国家受国内经济复苏乏力和利率低迷的影响，在近年来加快投资美国国债。然而，考虑到中国和日本是美国国债最主要的投资者，二者各自持有的美债数量约为上述国家的 3-4 倍，这一投资结构的变化，不仅反映了市场对于美国国债乃至经济前

景的谨慎，同时直接影响着美债的市场需求和价格。

2018年美国国债持有人结构

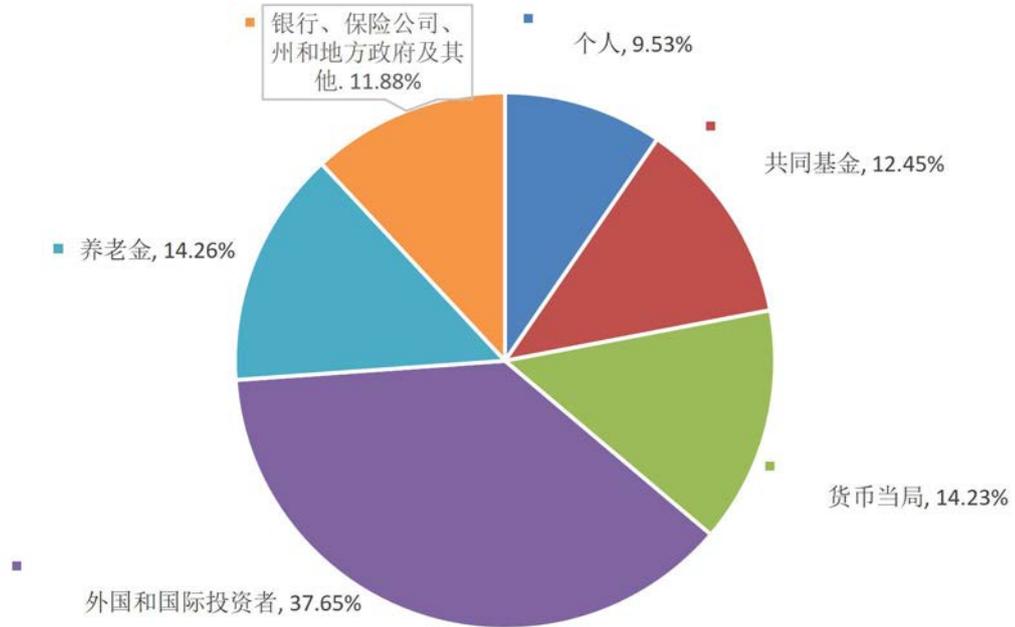


图 4（数据来源：Sifma、太和智库数据库）

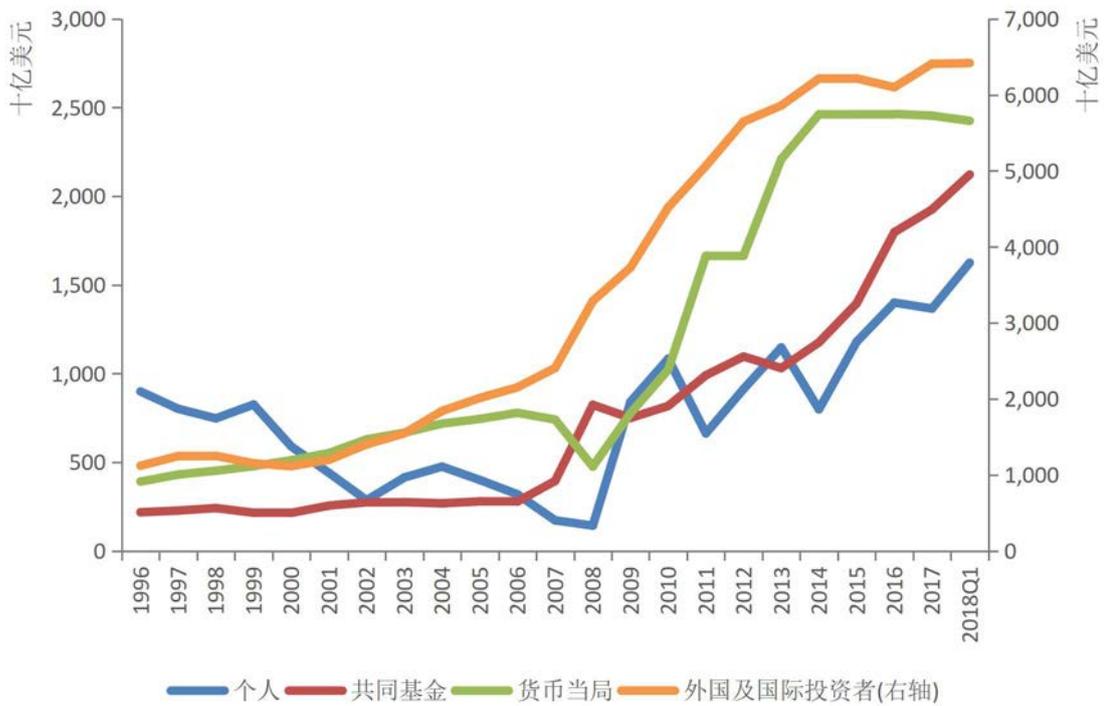


图 5（数据来源：Sifma、太和智库数据库）

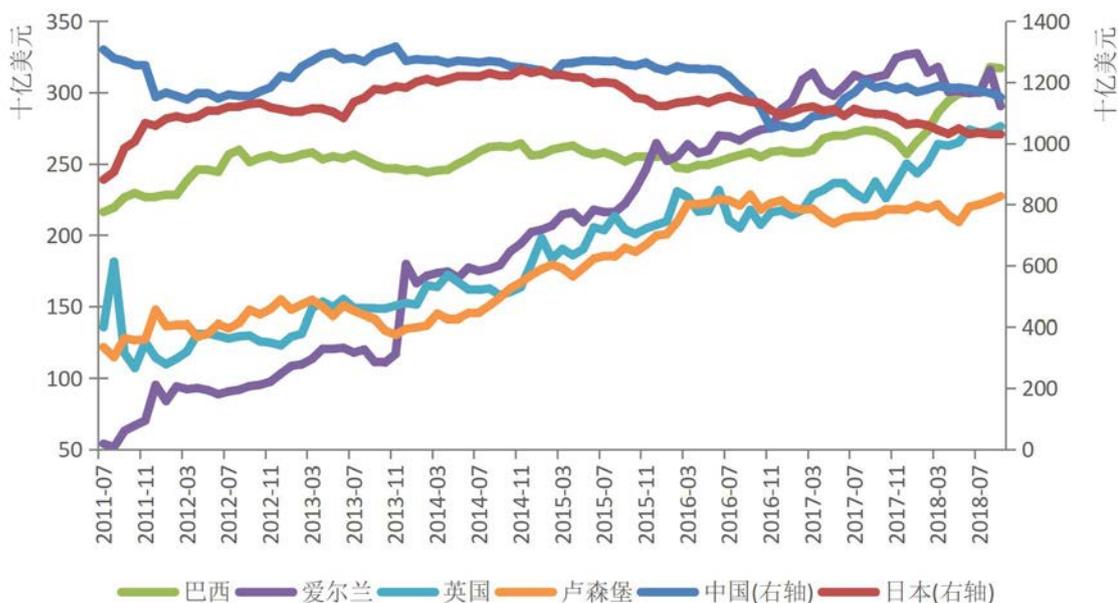


图 6 (数据来源: 美国财政部、太和智库数据库)

就企业债而言, 由于四季度美国经济数据略逊于前期以及金融市场的巨幅震荡, 加之美联储加息预期, 市场对企业债的担忧情绪日益加重。早在三季度, 当企业财务报表和利润状况不及预期, 而美股尤其是科技股不断攀升至历史高位时, 市场即表达了对资产价格过度高涨和企业债务问题的担忧。IMF 报告显示, 2017 年全球杠杆贷款发行 7880 亿美元, 其中美国市场占据总量超过 70%。本就位于高位的企业债务叠加大规模新增杠杆贷款, 进一步推高了企业债务风险。

(二) 2019 年美国展望

2018 年全球经济由同步复苏转向分化, 美国“一枝独秀”, 经济增长强劲, 金融市场表现亮眼。但美国 2018 年经济增长的背后并无新鲜事: 各部门同步加杠杆且杠杆效率日趋低下; 财政刺激政策是杠杆增长的支撑, 但带来的是债务风险的累积, 虽暂时尚未爆发, 但未来其可持续性存疑。2019 年, 政策红利影响逐

步消弭，重大财政支出与不断扩大的联邦财政赤字压力将令效率增速低迷与贫富分化严重的经济实况逐步展现。随着政策效应的衰退以及效率失速、债务问题掣肘，在没有重大地缘因素干扰的情况下，预计美国经济增速从2019年下半年开始将显著放缓。

1. 劳动力市场结构问题突出，将拖累企业投资与生产。稳健的就业数据是2018年美国经济增长最大的亮点之一。截至11月，美国每月平均新增非农就业岗位20.6万个，劳动参与率保持稳定，时薪稳步增长。但值得注意的是，就业数据的结构变化显示美国劳动力市场的增长或将见顶，长期维持低位的失业率推高了薪资水平和劳动力成本，叠加加息带来的融资成本上涨，多种因素给企业生产带来成本压力。

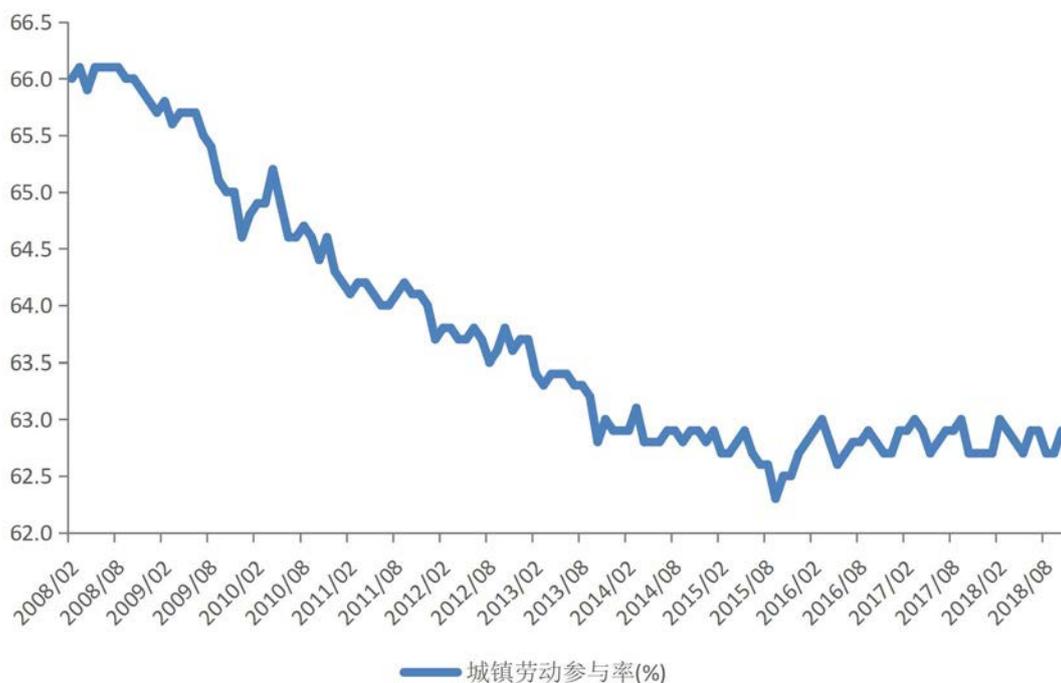


图7（数据来源：圣路易斯联储、太和智库数据库）

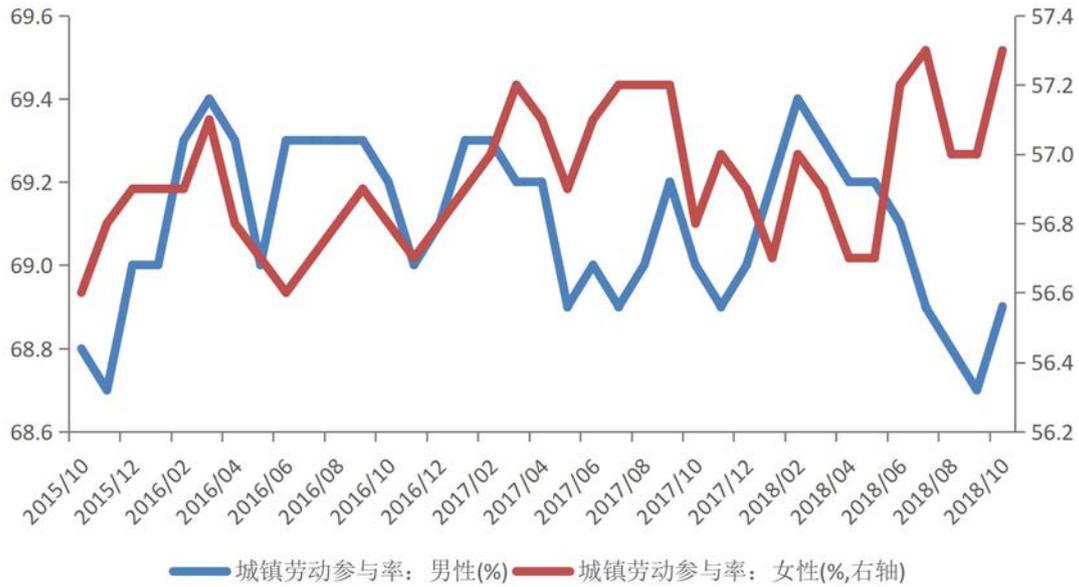


图 8 (数据来源: 圣路易斯联储、太和智库数据库)



图 9 (数据来源: 圣路易斯联储、太和智库数据库)

金融危机后,美国就业结构化失调被三轮量化宽松政策所掩饰,失业率的下降以大量劳动力,尤其是中青年劳动力退出就业市场为代价。而 2018 年以来,随着更多女性、中老年劳动力加入就业市场,男性劳动参与率也出现了下滑迹象,这些劳动力结构的边际变化表明美国就业市场结构扭曲已近拐点,就业趋于饱和。从图 8 和图 9 可以发现,尽管近年来尤其是 2016 年以来,

美国劳动参与率自金融危机之后大幅下滑的趋势有所缓解，呈现稳步增长态势，但结构变化十分显著：男性劳动参与率变化不明显，甚至在 2018 年下半年出现下滑迹象，而女性劳动参与率则在近两年显著上升；与 25-54 岁中青年劳动参与率稳步上升的同时，甚至从图 9 中两条曲线斜率差异可知，55 岁以上中老年劳动参与率在 2018 年以来也快速增长，增速超过中青年劳动力。历史经验显示，失业率较长期维持低位往往带来薪资水平上涨（如图 10 所示），劳动市场的趋紧已反映在小时工资上：例如 11 月，在非农就业数据大幅不及预期的情况下，由于失业率仍保持在低位，美国平均时薪仍同比增长 3.1%，与前期持平。不断上涨的劳动力成本和加息带来的融资成本，以及财政刺激效应减弱可能引发的投资边际回报下降，这些负面影响若在 2019 年逐步显现，将大幅减缓企业投资与生产的增长。

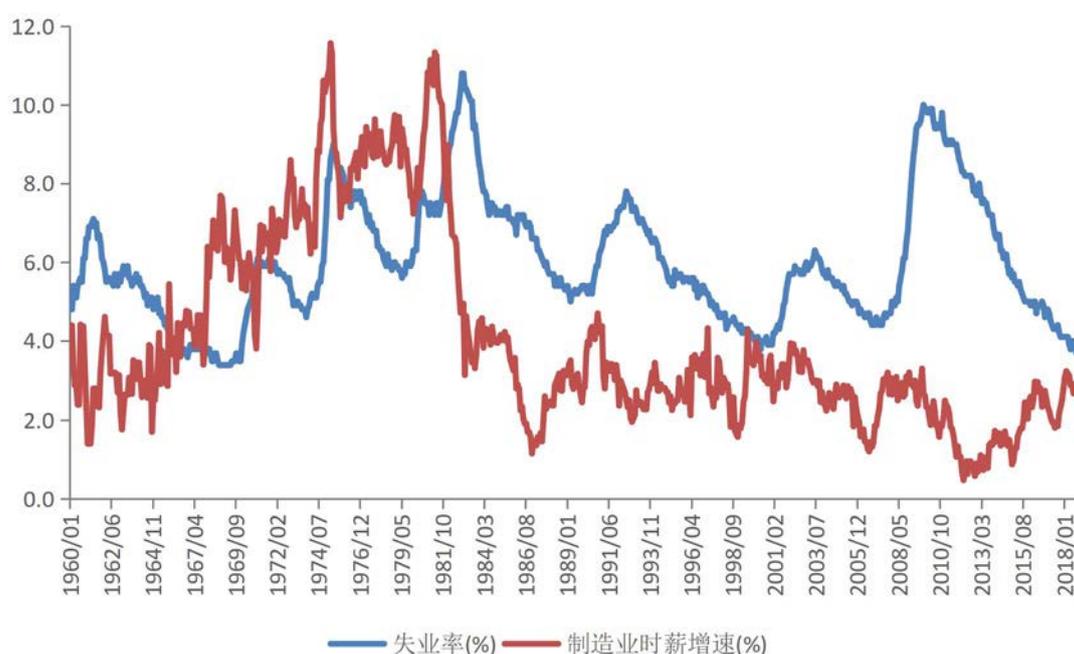


图 10（数据来源：圣路易斯联储、大和智库数据库）

2. 杠杆效率低下将抑制经济效率提升。尽管得益于税改的东风，美国经济增长由 2017 年的稳健复苏转为 2018 年的强劲增长，但从增长动能来看，今年更为高速的增长背后并没有效率的实质性提高，依然延续了杠杆增长的老路。在经历了 2017 年的杠杆复苏之后，税改给 2018 年的美国经济带来政策红利，暂时性维持了加杠杆促增长的模式。然而，如图 11 所示，杠杆效率持续走低和其背后高债务累积的风险，将随着政策刺激效应的消退而面临大爆发的风险，这是当前美国经济的症结所在。没有效率的改善和提高，暂时性政策刺激下的 GDP 高速增长将难以为继，今年四季度资本市场的震荡和不及预期的 PMI、非农就业、消费者信心指数等数据，已部分反映了市场预期的走向。

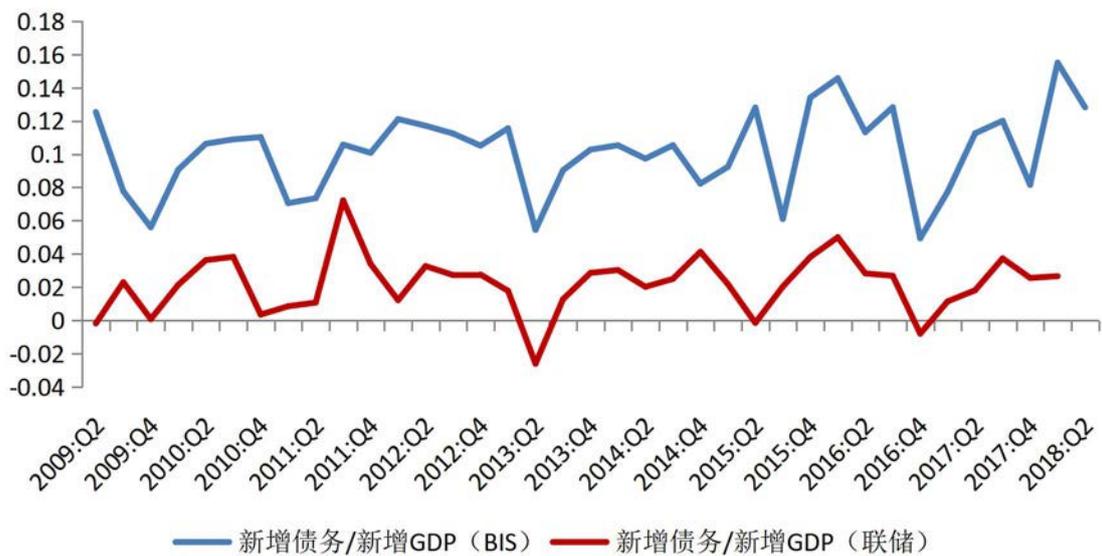


图 11 (数据来源：BIS、美联储、太和智库数据库)

目前美国经济三大部门债务存量均呈持续上升趋势。其中，政府部门（包括联邦政府和州及地方政府）债务及非金融部门债务存量增长速度在今年显著加快，居民部门（包括非营利组织）

债务总量则再次回到金融危机前期水平，且其结构进一步分化，更具脆弱性。

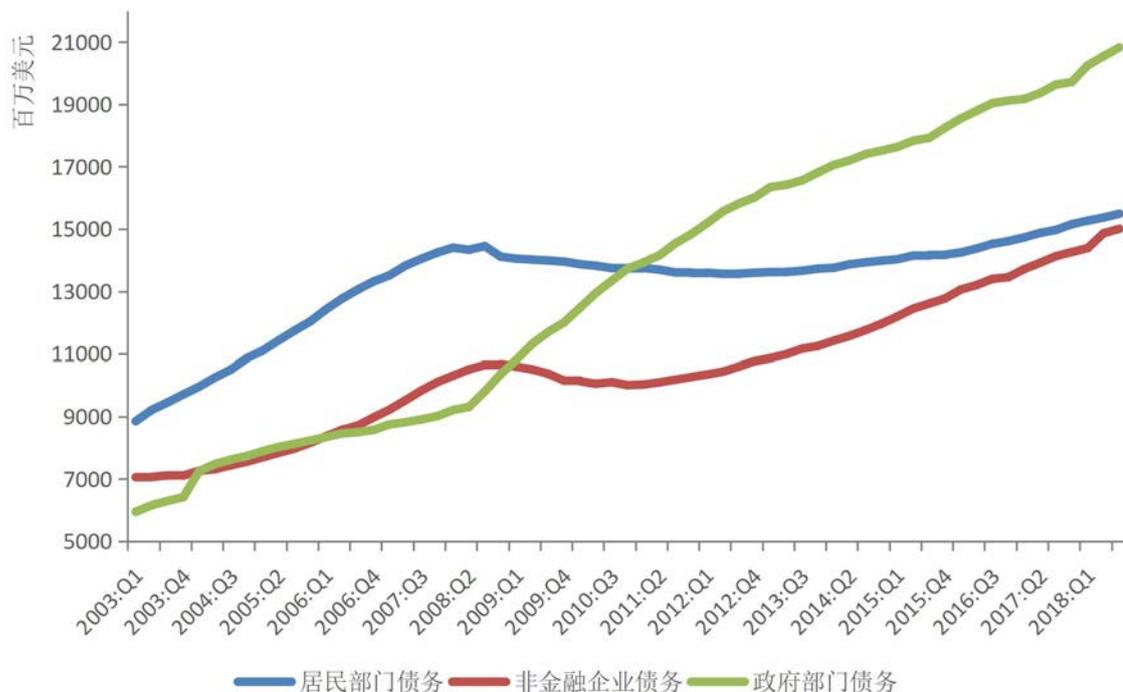


图 12 (数据来源: 美联储、太和智库数据库)

政府债务方面，特朗普税改政策的落地给美国政府带来更大的赤字压力（图 12）。截至 9 月 31 日，联邦政府本财年的财政赤字达到 7790 亿美元，创下 2012 年以来的新高。其中，税收收入大幅减少使得财政收入同比仅增加 0.4%，而财政支出增长 3.2%，使得财政赤字大幅增长 17%，占 GDP 比重较 2017 年上升至 3.9%（图 13）。据美国财政部数据和根据政府支出增速的简单估算显示，2019 年联邦政府财政赤字将会继续快速扩大至 9844 亿美元，未来三年赤字保持上升趋势，且占 GDP 比重将持续高于过去几年的水平，这将给已居于高位的政府公共债务带来更大的压力。

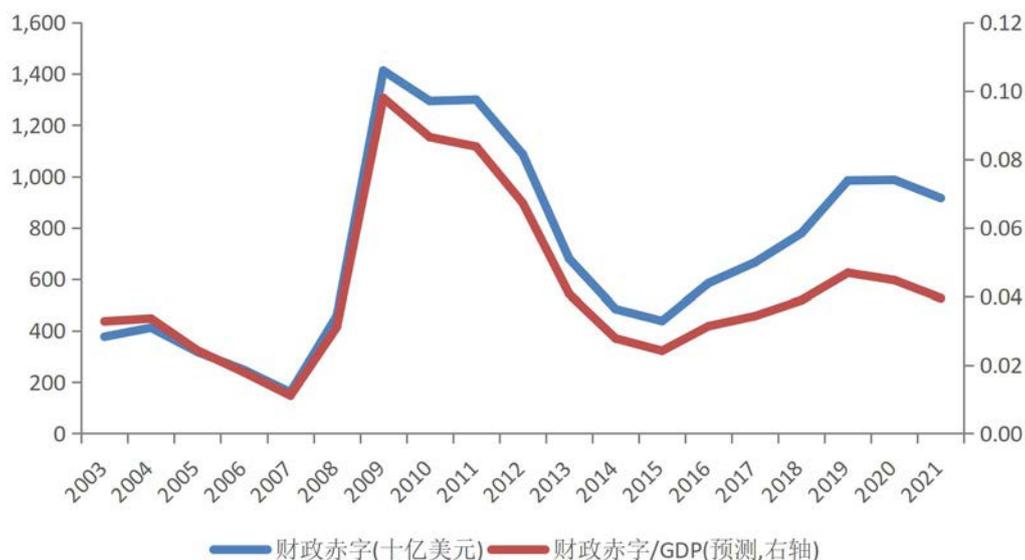


图 13 (数据来源: 美国财政部、太和智库数据库)

然而，财政赤字和政府债务的同步攀升并没有带来政府杠杆效率的显著提升，体现在减税吸引的资本回流和企业投资增长均不及预期：在 2018 年一、二季度，根据 BEA 测算的资本回流规模合计约 4600 亿美元，仅占美国企业海外留存利润的不足六分之一，与特朗普预计的税改吸引数万亿美元资本回流的预期相差甚远。此外，如上文分析指出，减税带来的企业投资增长在结构上出现显著的行业分化，能源行业继续成为推动投资增长的主导，而制造业则增长缓慢。

企业债务方面，2018 年美国非金融部门债务扩张速度显著加快，与居民部门债务规模的差距迅速缩小。据国际清算银行最新数据显示，至 2018 年一季度美国非金融部门债务占 GDP 比重达到 73.5% 的历史新高，已超过金融危机时的水平。但与此同时，企业加杠杆同样没有带来效率的提升，劳动生产率相比金融危机之前仍处于低位，且没有显著复苏趋势（如图 14 所示）。当前，

由于失业率长期处于低位叠加美联储加息带来的劳动成本上涨，在生产率出现实质性改善之前，高杠杆率下的企业投资和扩大再生产将面临更大的压力。

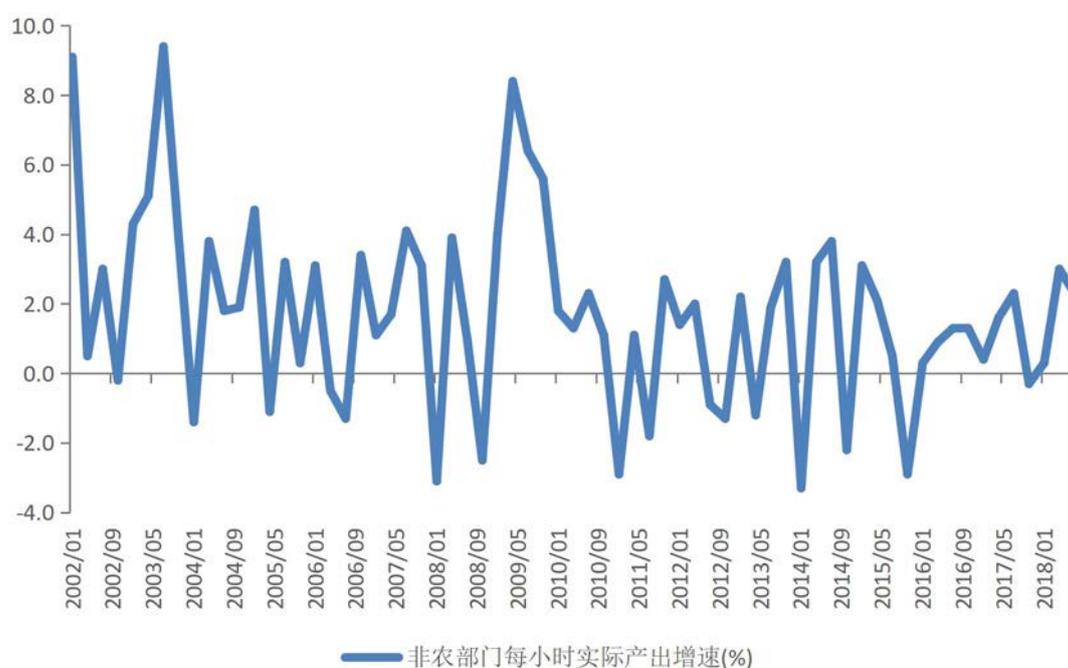


图 14（数据来源：美国劳工统计局 Bureau of Labor Statistics、太和智库数据库）

居民债务方面，纽约联储最新居民债务数据显示，2018 年以来美国居民债务增速及结构几乎重现次贷危机前的特点：债务总量再创新高，抵押贷款余额增速再度加快，信用卡、汽车贷款等消费型债务同步快速增长。2018 年三季度，美国居民债务总额增长 1.6% 达到 13.51 万亿美元，是 2016 年以来的最大季度涨幅，且已超出 2008 年三季度金融危机时的水平（图 15）。其中，抵押贷款在经历了前几年的缓慢增长后，在 2018 年加快了攀升步伐，信用卡、汽车贷款和学生贷款等消费型贷款则继续保持较快增长。特别是，如果从账户数量来看，2017、2018 年信用卡和汽车贷款账户数量显著增加，表明需求向好和可支配收入的增

长对居民消费和信贷的刺激作用，反映了杠杆增长模式的延续（图 16）。

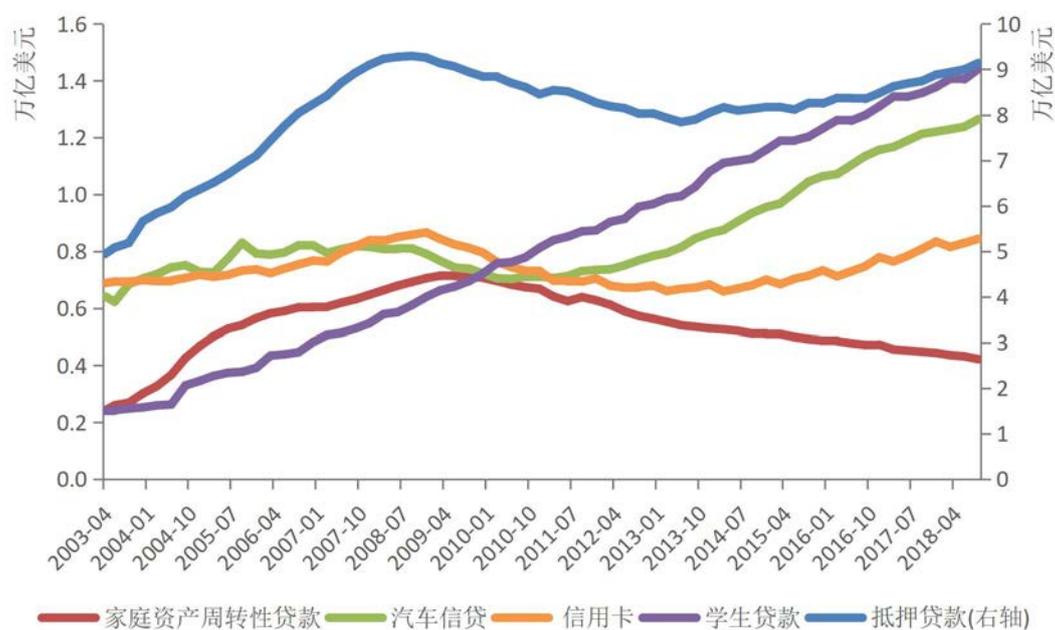


图 15 (数据来源: 纽约联储、太和智库数据库)

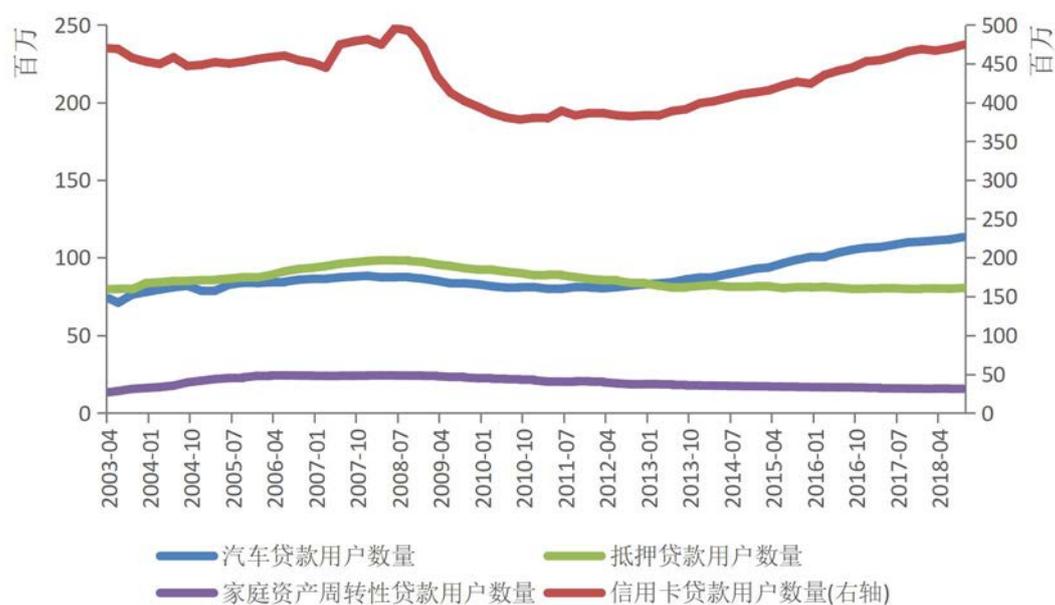


图 16 (数据来源: 纽约联储、太和智库数据库)

总体来看，今年美国经济的强劲增长建立在三大部门同时加杠杆基础之上，依旧延续甚至加重了 2017 年的杠杆复苏模式，但与杠杆提升相伴随的是效率的低迷。然而，2018 年整体经济

效率的低下被税改政策红利所掩盖和兜底，暂时延缓了风险暴露的时间。随着政策红利逐步消失，债务积聚和效率失速带来的隐患终将爆发。

3. 实体经济效率低下，“金融挤出”带来的资本市场繁荣将结束于债务困境。2018年美国经济的增长主要得益于减税的政策刺激，因此市场普遍期待2019年特朗普“大基建”计划的推进和落地。随着废除奥巴马医保、税改、贸易保护等一系列政策的落地，特朗普竞选时所提出的基建计划也即将在2019年浮出水面，事实上在2018年11月中期选举后，特朗普就表达了希望两党在基建计划上加强合作。短期来看，基建计划若顺利落地，无疑将再给美国经济注入一剂“强心剂”。但是，一方面，受困于攀升的财政赤字，基建计划能否完全落实尚有疑问；另一方面，即使顺利落地，基建也只是另一次“减税”，难以对杠杆效率有明显改善，只会进一步加剧债务顽疾，加快经济失速和风险暴露的步伐。

太和智库曾在《展望》中剖析了美国经济中的“金融挤出”效应，即新增资本更多流向金融市场而非实体经济，推高了资产价格的同时贡献了GDP的增长，并改善市场预期；繁荣的金融行业越来越多地吸引增量资本，从而对实体经济形成“挤出”，因而几轮经济“复苏”过后，只见杠杆的提高而未见丝毫效率的提升。这正是今年美国经济增长的逻辑，新的政策刺激只是重走旧路，难有实质性的长期增长动能。

事实上，今年不断攀升和再创新高的美股指数早已引发市场的警惕，华尔街分析师多次对美股尤其是科技企业股价的高涨表示出忧虑，而这一忧虑也随着四季度美股的大幅震荡回调成为现实，企业债市场的大幅下跌也延缓了美股回购速度，企业现金流困境凸显。2019年，美国资本市场大概率难现今年的高涨态势，美联储的加息预期也进一步提高了债务成本和风险。12月3日，美国国债收益率一度出现倒挂，是11年来的首次，市场预期回落和经济衰退信号明显。未来，若美国将债务风险向全球转移，则可能在全球经济增长低迷的态势下进一步加剧经济失速和金融市场的风险。

（三）2018年全球其他主要经济体回顾与2019年展望

对于除美国以外的主要经济体而言，经济增速低迷、地缘冲突和外部环境的不确定性加剧，是2018年经济增长的主要特点。其中，欧元区经济动能继续趋弱，三季度GDP环比增速仅为0.2%，是2014年以来的最低值，而不同经济体间出现分化；日本今年一、三季度GDP环比增长两度出现负值，韩国三季度GDP增速也大幅回落，同比增速则降至2009年三季度以来的新低。

欧洲国家目前尚处于美国前期的杠杆复苏阶段，然而去杠杆的缓慢导致复苏缓慢和乏力，“货币放水后遗症”带来的实体经济疲软，又使得加息进程远远逊于预期。受制于美联储加息带来的资本外流以及高回报率影响，欧洲金融市场同样难见起色。自2018年7月开始，欧元区制造业PMI开始下滑态势，11月PMI

跌至 51.5，创下 30 个月新低。最大经济体德国制造业 PMI 同样跌至 32 个月新低，法国 PMI 指数跌至 26 个月低点。贸易摩擦加剧带来的出口减少，是影响制造业萎缩和经济增速下滑的重要外部因素，而去杠杆缓慢导致“旧杠杆”仍存在经济中，导致新经济动能缺乏，是经济长期趋势性放缓的内在根源。同时，欧洲的经济复苏分化、政治分裂和地缘冲突将始终是欧洲经济的“灰犀牛”，未来将长期存在企业缓解缓慢，叠加经济低迷的增长态势，有可能在未来将欧洲经济拉入“滞涨”。

美国货币政策趋紧、地缘政治风险和内部债务问题，是当前欧洲国家面临的主要内、外部困境。2018 年美联储超预期加息，美国货币政策趋于中性，给欧洲央行较大的外部压力。然而主要国家经济增速的低迷和政治风险的不确定性，使得加息仍需等待不少时日。长期的低利率在经济不景气和美国资本回流的影响下，没有给金融市场带来利好，反而使得欧元资产进一步失去吸引力，今年年中意大利由政局动荡引发的债务危机和抛售浪潮，正是欧洲主要国家经济和债务状况的缩影。5 月底，意大利政府组阁失败，受避险情绪高涨的影响，意大利国债遭到抛售，10 年期国债收益率的涨幅超过 10%。债务危机背后的根源是高企的债务和去杠杆的缓慢，意大利公共债务占 GDP 之比已超过 130%，在欧洲仅次于希腊；而低迷的经济形势又阻碍了杠杆的转移和结构性改革。这正是欧洲多数国家经济现状的代表。

2018 年 11 月 17 日，以增加燃油税为导火索，法国民众身

穿黄色马甲走上巴黎街头抗议，并逐步演变成大规模群体性骚乱。尽管法国总统马克龙迫于压力宣布取消增税决议，但这场声势浩大的抗议活动并没有停止，法国民众转而就教育、工资、减税等社会福利问题提出更多抗议和诉求。至12月8日，这场抗议活动已持续超过六周，历经四轮，并向德国、比利时、荷兰等周边国家蔓延。此次“黄马甲”事件，是欧洲国家杠杆复苏缓慢、社会矛盾累积爆发的集中体现。去杠杆缓慢导致危机后复苏乏力，经济增长缓慢、薪酬和福利增长停滞不前，而税收和物价持续上涨，普通民众生活成本高涨至难以承受，在此次冲突中全面爆发。这正是当前欧洲困境的根源，而这也与《展望》中的预判相一致。

2019年欧洲经济的复苏将在很大程度上取决于外部环境的好转，尤其是全球贸易摩擦和中国经济复苏的走向，地缘政治风险则进一步增加了不确定性因素。

二、中国经济回顾与展望

（一）2018 年中国经济回顾

1. 中国经济逐季下行，债务杠杆效率持续走低。在《展望》中，太和智库曾分析了 2017 年中国经济“韧性”的原因，并指出除了观察宏观数据外，还需要考察政策和体制能否通过适应性的改变去激励一轮又一轮更有效率的经济活动。2018 年的经济增速再次验证了太和智库的观点。从图 17 可以看出，2018 年的经济增速呈现出一种逐季递减的走势，前三个季度 GDP 同比增速分别为 6.8%、6.7%和 6.5%，与去年同期的 6.9%、6.8%和 6.8%相比下降明显。



图 17（数据来源：WIND、太和智库数据库）

经济下行的一个重要原因就是民营企业生存出现了极大的困难。民营企业乃中国经济发展的脊梁，民营企业衰则国运衰。当前宏观经济下行在中观层面最为显著的反映当属民营企业利润的下滑。图 18 描述了中国工业企业、国有企业以及民营企业

利润同比增速的变化。由该图可知，自 2017 年二季度以来，民营企业的利润增速不仅远远低于国有企业，也比全部工业企业的利润增速更低。如果将时间轴进一步缩短至两年内，这一趋势则更加明显。由图 19 可知，2018 年二季度以来，民营企业利润在进一步加速下滑，其与全部工业企业利润增速的偏离已经越来越大。

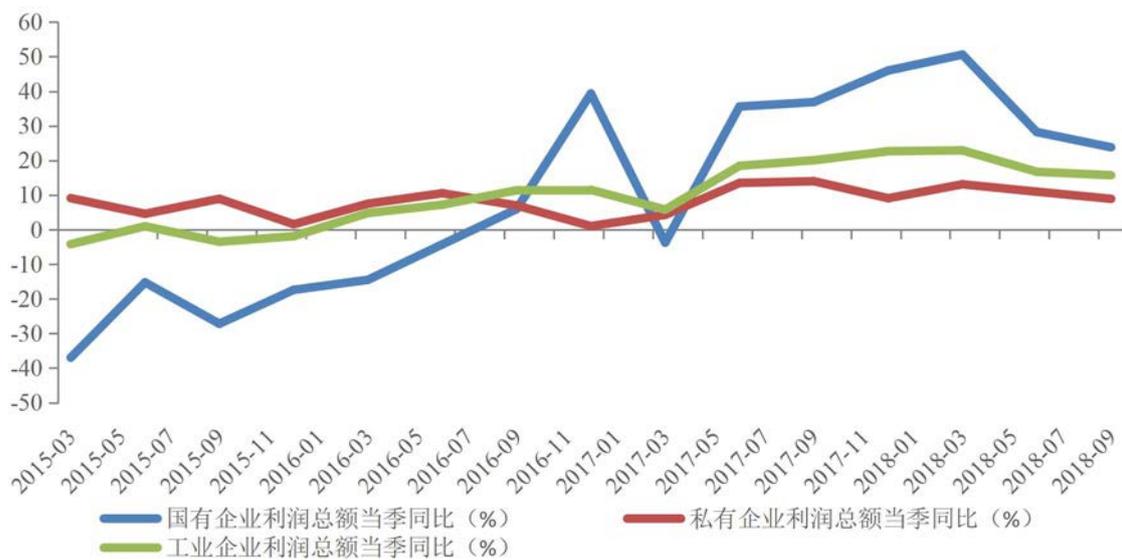


图 18 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

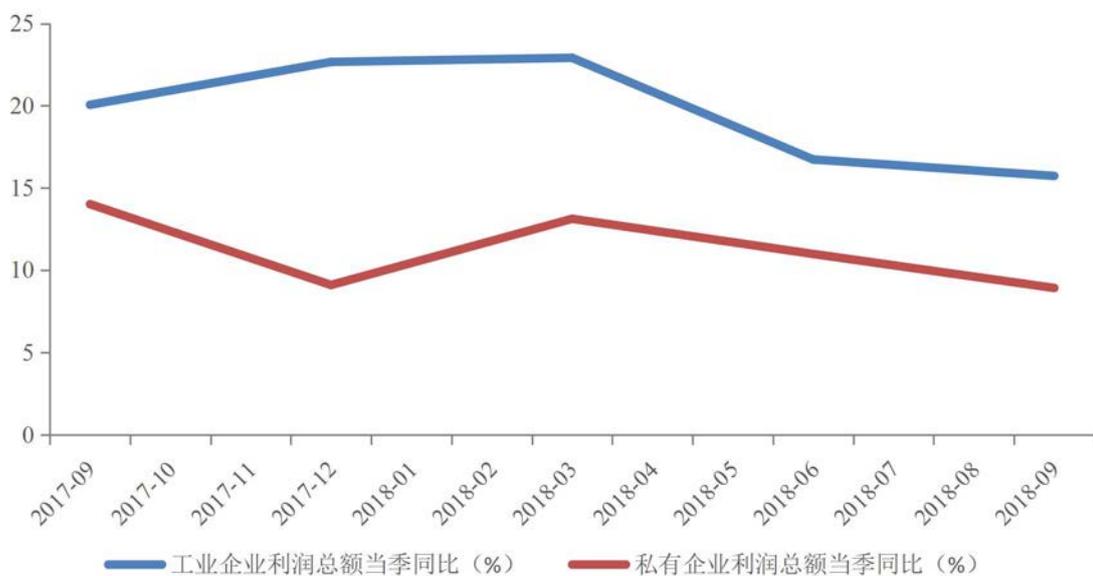


图 19 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

可见，无论是从中观民营企业的业绩表现还是从宏观经济增长的走势来看，2018年中国“经济韧性”都没有得以维持。太和智库认为，造成经济下行的主要原因在于先前较为稳定的经济增速并不是由更高效的生产因素驱动，而是由债务杠杆推动的。实际上我们在《展望》中就已经提出中国经济的韧性主要源自不同部门“加杠杆”：政府部门提高杠杆投资基础设施建设，居民部门提高杠杆投资房地产市场。如果说债务杠杆的效率能够支撑2017年中国经济“韧性”的话，那么在2018年，随着债务杠杆效率的走低，中国经济的“韧性”也难以为继。图20展现了中国各部门债务的走势，不难看出，近年来中国各部门债务都出现了急剧上涨。其中，非金融部门债务自2018年初呈现了进一步加速的走势；居民部门的债务自2017年初开始超过政府部门后逐步扩大，并于2018年初达到新的峰值。

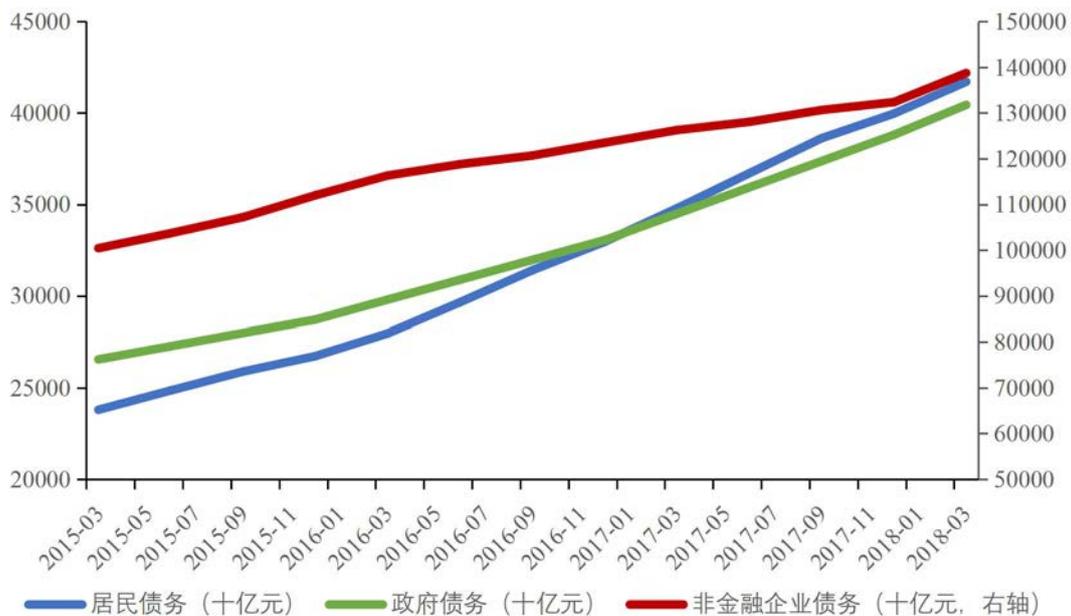


图 20 (数据来源: BIS、太和智库数据库)

与此同时，各类债务对 GDP 的贡献程度则分化明显。图 21 刻画了各类债务占 GDP 的比例。从图中可以看出，非金融部门债务与 GDP 之比自 2016 年便开始下行，直到 2018 年初又呈现了触底反弹的走势；居民部门杠杆占比自 2017 年初超过政府部门后继续走高；政府部门债务杠杆则一直稳步上升。可见，所谓的实体经济去杠杆，在很多情形下只是稳住了金融企业杠杆，并没有使得非金融部门真正地实现去杠杆。过程中为了稳定经济增速则主要是通过政府部门和居民部门加杠杆来实现的，尤其是 2017 年底以来居民部门杠杆增多来实现了杠杆在部门间转移。如果综合各部门债务占比增速来分析，这种“稳杠杆”的效应则更加明显。如图 21 所示，2016 年至 2017 年上半年，非金融部门债务占比增速下滑恰好与居民部门债务占比增速上升呈现出强烈的负相关关系，而在 2017 年底，居民部门债务占比下行又对应了政府部门债务占比回升。

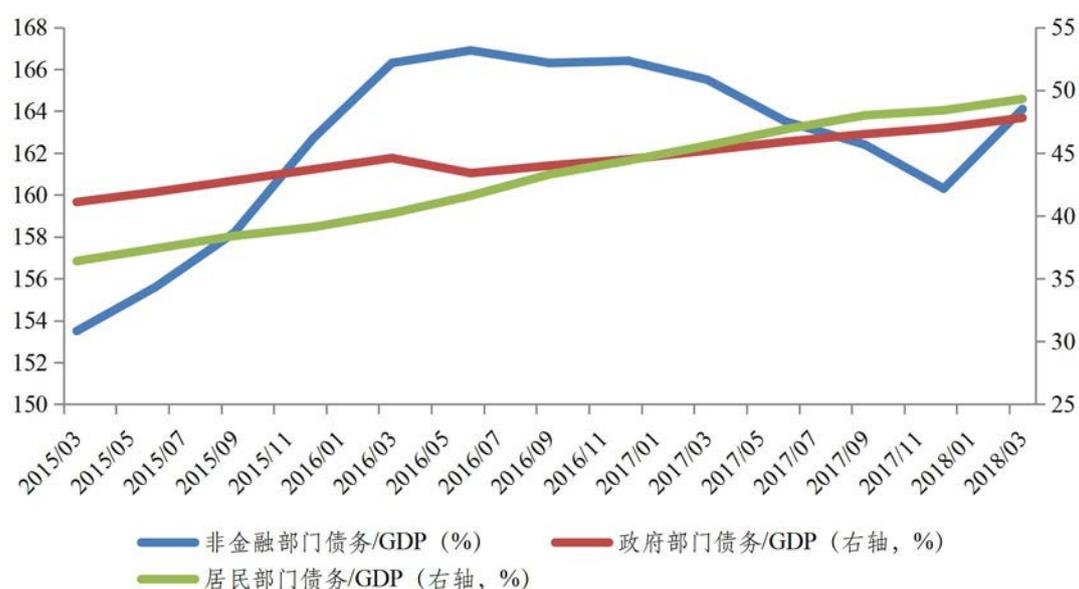


图 21 (数据来源: BIS、太和智库数据库)

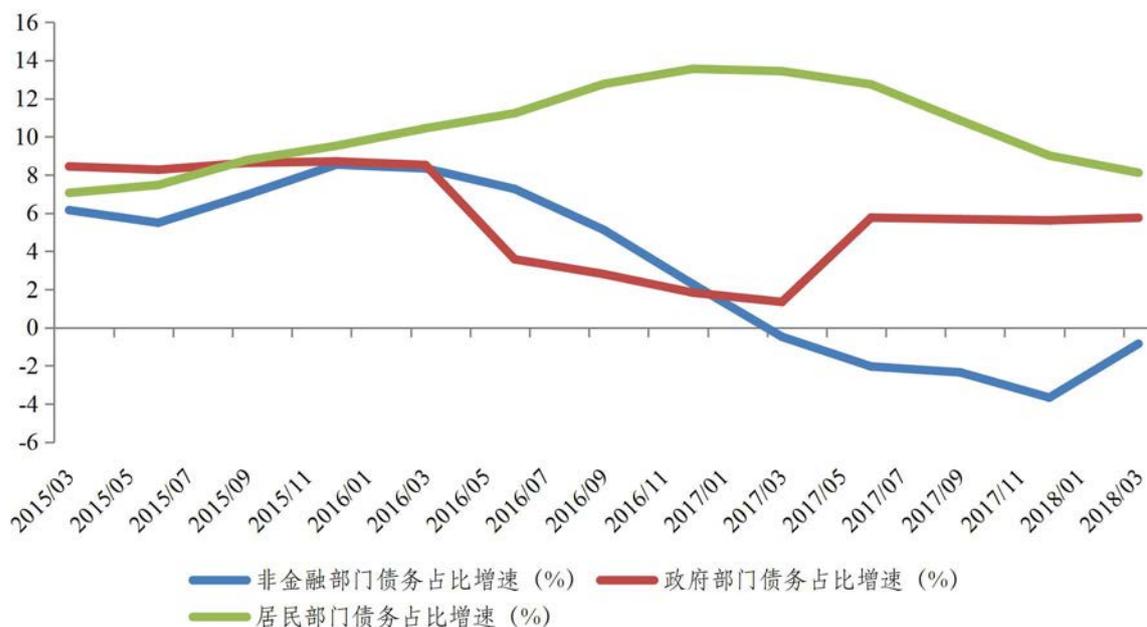


图 22 (数据来源: BIS、太和智库数据库)

值得注意的是，2018 年以来，非金融部门债务再一次触底回升，债务占比的数值和速率都在走高（图 22）。然而，结合图 18 和图 19 可知，此次企业债务大规模增多恰好对应了国有企业利润提升和民营企业利润下滑，可见非金融部门杠杆问题仍主要存在于国有企业和“僵尸企业”内部。因此，在供给侧结构性改革推动下，中国所实行的去杠杆战略逐渐转化为名义“去杠杆”实际“稳杠杆”的战略，这一转变虽然部分缘于中美贸易摩擦加剧、美联储加息等客观性外部冲击干扰，但不得不承认的是实体经济杠杆并没有得到有效去除，部分依然存活的“僵尸企业”杠杆问题严重，反而一批优质的民营企业无法继续生存下去，使民营企业利润增速同 GDP 增速一样呈现出了逐季下行趋势。

综上所述，2018 年中国经济表现为以民营企业利润加速下滑、债务杠杆效率不断走低为主要特征的发展态势，为了全面总结和回顾 2018 年经济走势并给出 2019 年经济发展预判，将从供

给供给侧改革完成效果入手，通过分析“三去一降一补”的实施过程来进一步分析当前民营企业所面临的困境，并在此基础上预判未来经济的发展方向。

2. “三去一降一补”后遗症与民营企业发展困境。供给侧结构性改革以“三去一降一补”为政策目标，其中“三去”中的“去产能”和“去库存”主要集中于中上游行业，如煤炭、石油等燃料加工业以及铁矿石等金属矿物制造业等。随着这些行业的产能和库存被行政性去除，其行业集中度必然会大幅提高，因此能够获得更高的行业定价权，从而进一步推动大宗商品等上游行业价格的上涨。图 23 和图 24 均反映了上游行业库存量的变化。

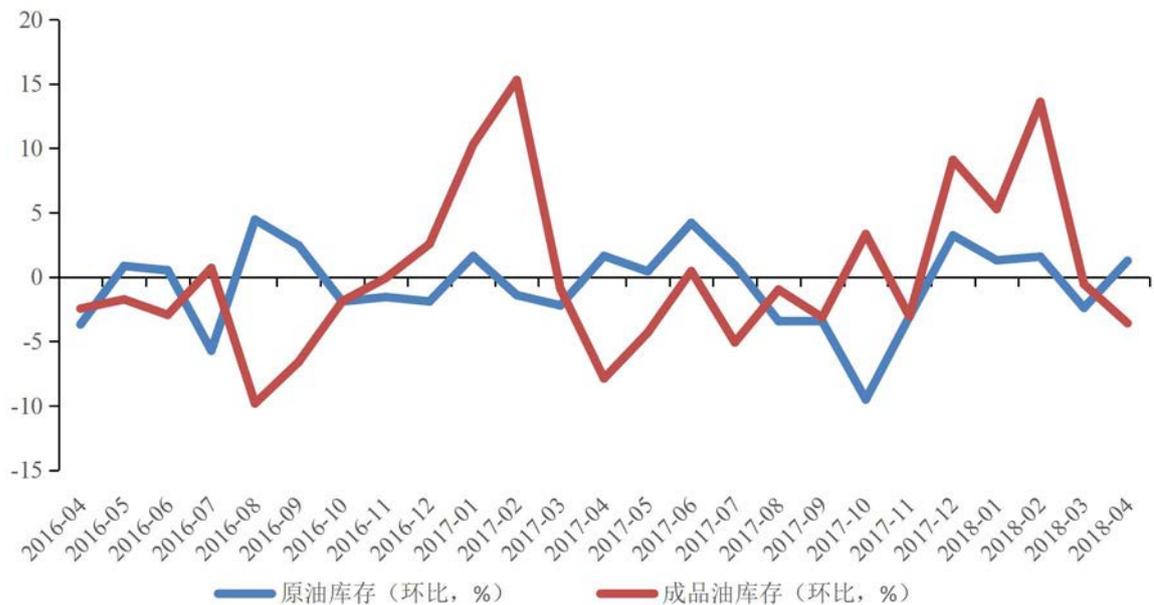


图 23 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

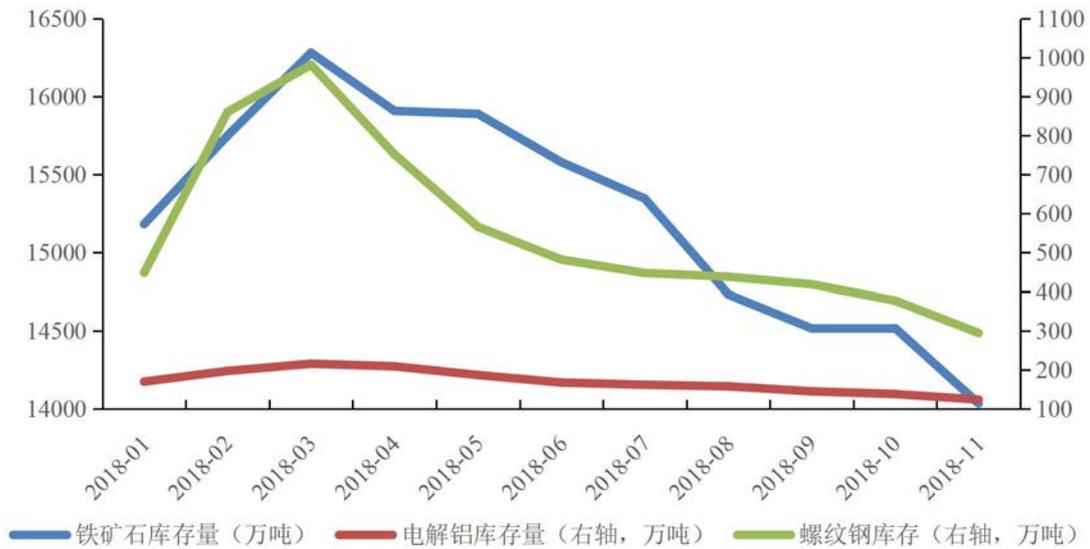


图 24 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

从图 23 可以看出,自 2017 年下半年以来,除去季节性因素影响,原油库存和成品油库存环比增速均呈现震荡下行趋势。由图 24 可知,2018 年以来,包括铁矿石、电解铝以及螺纹钢等在内的多种大宗商品库存量均下滑迅猛,其中铁矿石库存量较年初降低了 7.6%,电解铝和螺纹钢库存量也分别降低了 2.7%和 3.4%。然而,库存量的急剧减少并不是市场规律的结果,而是行政性命令的要求,使得上游行业的价格难以通过市场机制传导至下游,从而造成 PPI 向 CPI 传导的失灵。图 25 表明,自 2016 年底以来,PPI 与 CPI 的走势长期出现背离,至 2018 年上半年,这一现象更加明显:上游行业价格持续上行且无法传递至下游。2018 年下半年,随着国际大宗商品价格回落,PPI 也开始下滑,但此时 CPI 则开始触底回升。尽管 11 月二者的同比增速均有所回落,但并不能表明上游原材料价格已经传递到了下游的产品价格中。

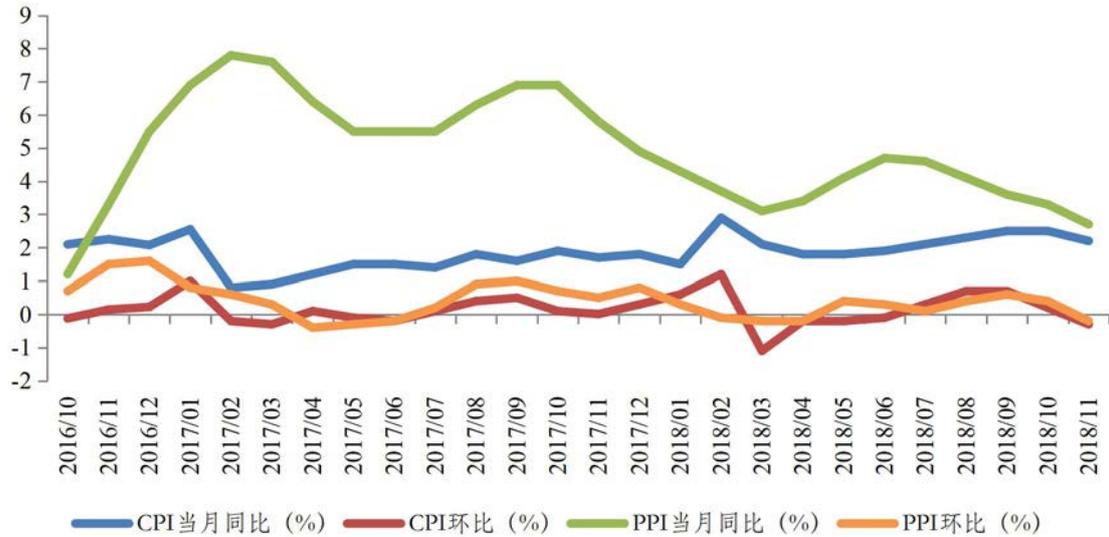


图 25 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

实际上,在供给侧结构性改革通过行政命令去产能、去库存的同时,上游行业利润与下游行业利润也出现了明显背离。如图 26 显示,2016 年以来包括采矿业、煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业以及非金属矿物制品业等在内的多家上游行业利润呈现震荡上升走势,若除去每年年末的季节性回落,上游企业利润可谓逐年增多。其中,石油和天然气开采业以及非金属矿物制品业利润总额累计同比增速上升更为明显,且与下游企业利润总额增速形成鲜明对比。如图 27 所示,石油和天然气开采业利润同比增速在 2018 年下半年一度高达 446.4% 的峰值,创下自 2000 年以来的最高点。非金属矿物制品业利润同比增速也从两年前的 20% 左右一路暴涨至 2018 年年初的 56.8%,创下 2010 年以来的新高点。相反,纺织业、通用设备制造业等下游行业利润增速则长期保持在 10% 以内,其今年平均增速均较去年同期下降了 50%。



图 26 (数据来源: WIND、太和智库数据库)



图 27 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

众所周知,上游企业主要以国有企业为主,而下游企业则主要是民营企业。供给侧结构性改革所推行的行政性去库存和去杠杆只是在很大程度上推升了上游企业即大多数国有企业的产品价格,但却没有相应地改善下游行业即大多数民营企业的需求环境,随着生产资料价格的上涨,不具备竞争优势的下游企业根本

无法将成本价格的上行传递到终端市场，从而导致了上游国有企业利润大幅走高、下游民营企业利润迅速下降乃至亏损的现象。在过去的年份，经济处于上行期，上游企业和下游企业都能够获得相应的利润，只是分配不均匀的问题。然而，在当前经济下行的背景下，叠加中美贸易摩擦所造成的外需下滑，下游的民营企业不得不通过压缩利润、提高产量的方式来维持生存，这又进一步恶化了内部需求环境，从而降低了民营企业的利润，形成了一种恶性循环。图 28 表述了国有企业与私营企业、股份制企业以及外资企业增加值的关系。从图中可以看出，国有企业增加值自 2018 年年初陡增，之后虽季节性回落但长期高于其他所有制类型企业。外资企业增加值高位回落主要受到了中美贸易摩擦的冲击，但尽管如此，外资企业二、三季度增加值仍然要高于民营企业增加值。

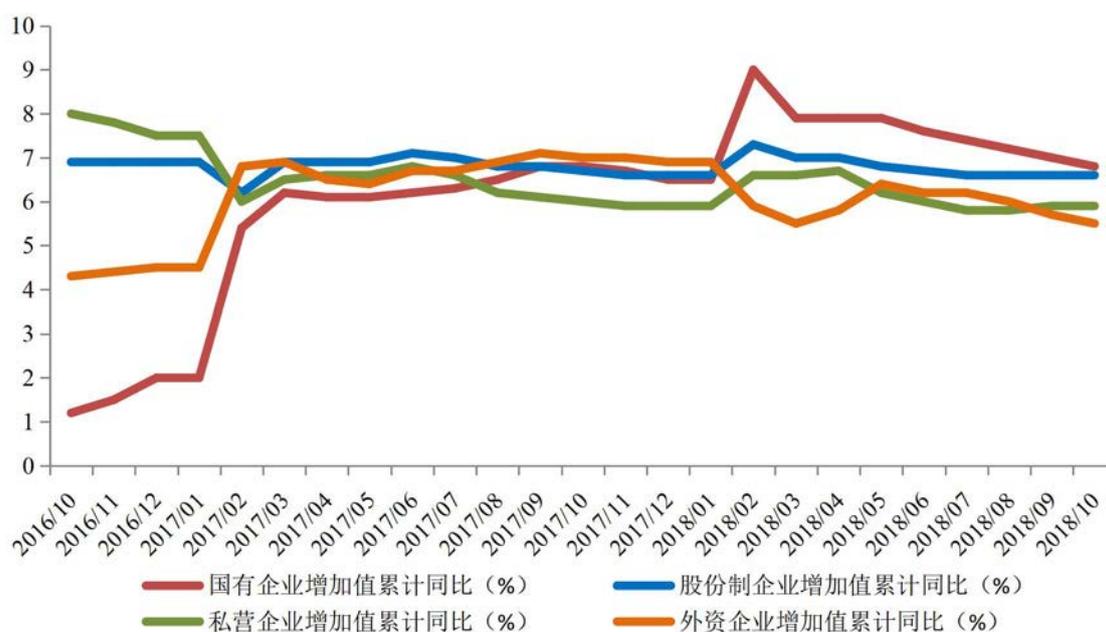


图 28 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

事实上，如果经济增长模式长期如此，不仅是民营企业，国有企业甚至整个经济都将处于衰退的边缘。因为在市场经济的今天，市场在资源配置中起着决定性作用，处于上游的国有企业十分依赖下游企业的消费来为其提供支持，如果民营企业长期衰落下去，国有企业也将因下游需求的萎靡而难以为继。

如果说“去产能”和“去库存”扩大了民营企业运营成本，那么“去杠杆”则提升了民营企业融资成本，对民营企业的发展产生了更大的压力。众所周知，中国宏观经济的杠杆存在于实体经济和金融市场两个层面，金融杠杆体现在金融市场的过度交易，实体经济杠杆则主要集中于非金融部门。

在实体经济去杠杆方面，上文已经分析，2017年以来国家通过政府部门和居民部门的“加杠杆”实现了杠杆在不同部门之间的转移，从而将“去杠杆”变成了“稳杠杆”，其结果则是国有企业债务顺势增多，国有企业利润回升，民营企业利润下滑。然而，国有企业债务增多及其利润回升并没有有效带动经济增长，GDP呈现了逐季递减的走势。这表明，通过非金融部门，特别是国有企业加杠杆来刺激经济增长的方法已经逐渐失效，杠杆刺激经济的效率在走低。

在金融部门去杠杆方面，2017年金融去杠杆的速度大大超出预期，造成社会融资整体呈现出收缩下滑的运行态势。社会融资下滑、信贷收缩的趋势在2018年继续维持。图29反映了中国当前社融规模和信贷规模的走势。不难看出，2018年全年较2017

年相比整体规模明显下行。值得注意的是，9月新增社会融资规模回升明显且大幅高于预期，但这主要是央行在9月重新调整社会融资规模统计口径，将地方政府专项债券纳入社会融资规模统计的缘故。尽管如此，新口径下的新增社会融资规模同比增量仍然较2017年有所降低，可见统计口径调整并不能掩盖社会融资规模的持续低迷。

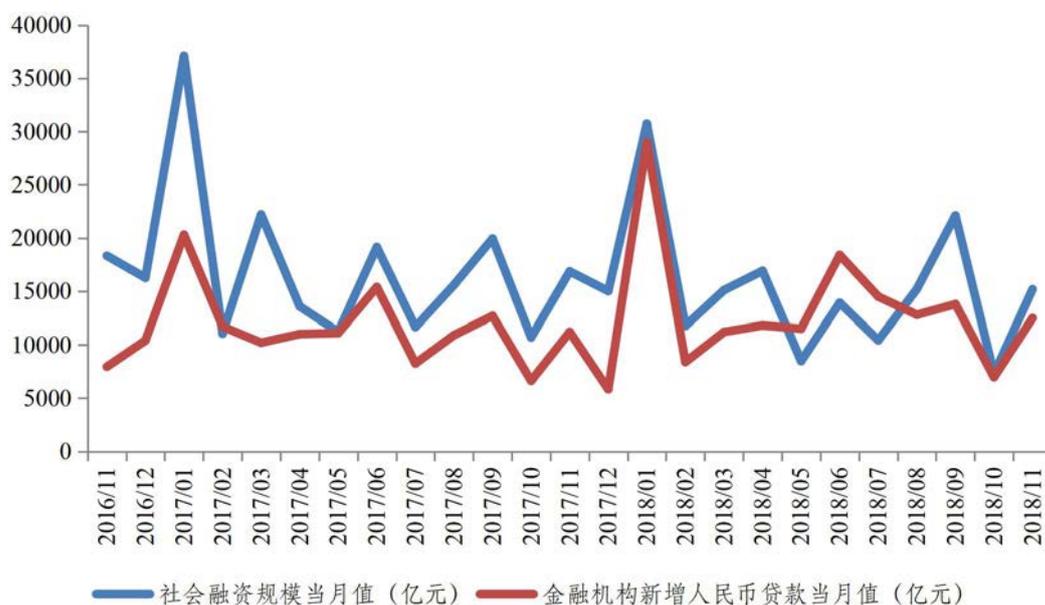


图 29 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

就信贷规模而言，人民币贷款项目分为两块，一是银行对个人和企业的贷款，二是银行等存款类金融机构对非存款类金融机构的贷款。如果社会融资规模中的人民币贷款高于货币信贷收支表中的人民币贷款，则表明银行对非银金融机构的贷款在缩减，金融部门去杠杆在持续进行，反之则表明金融去杠杆有所缓和。由图 30 不难发现，2018 年二季度出现了货币信贷收支表中的人民币贷款持续高于社会融资规模中新增人民币贷款的情形。这表明，银行对非银金融机构的贷款有所增多，金融去杠杆的力度有

所缓和，但三季度以来这一趋势并没有持续下去。

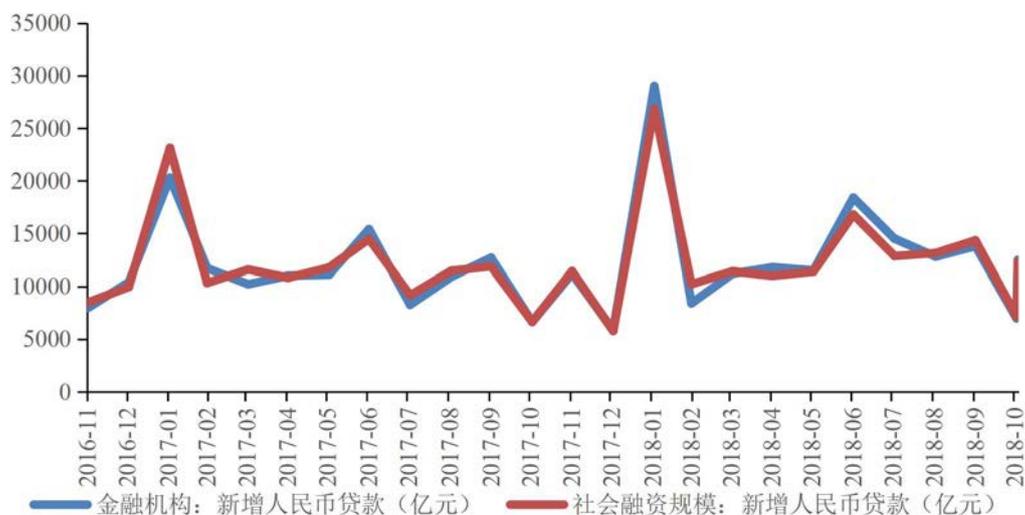


图 30 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

实际上，金融去杠杆去的是存款类金融机构对非存款类金融机构的债权，包括保险、证券、基金、信托等。如图 31 所示，2017 年以来表外融资规模不断下行，至 2018 年 6 月达到最低点后缓慢回升。6 月以来的缓慢回升一方面归因于经济下行背景下监管机构对于表外融资监管的放松，另一方面也归因于央行通过多次定向降准而释放的流动性。

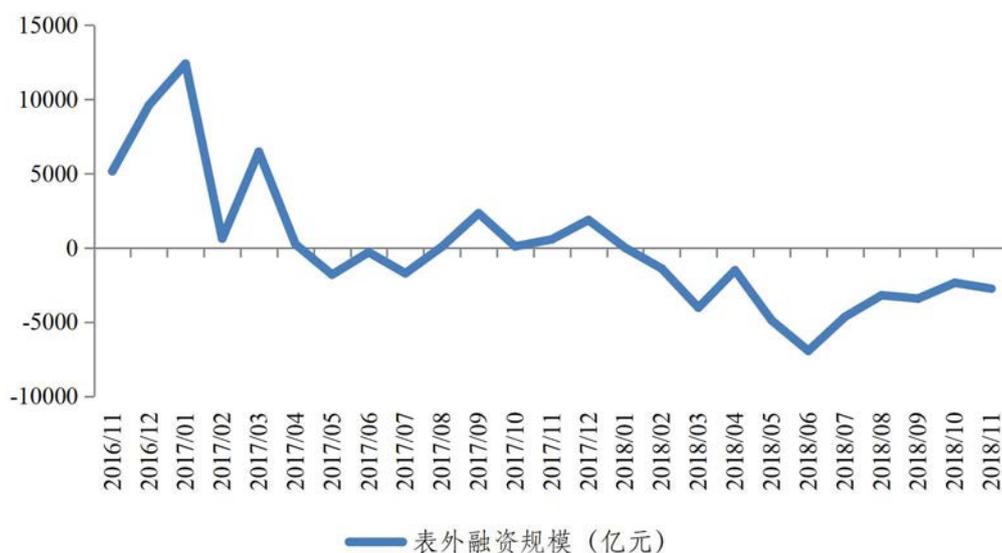


图 31 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

然而，尽管央行通过定向降准的措施释放了大量的流动性，但“宽货币”并没有很好地传递到“宽信用”上。图 32 反映了居民和非金融部门各项贷款的变化。就非金融部门而言，2018 年以来无论是企业中长期贷款还是短期贷款都出现了急剧下滑。一方面，企业短期经营性贷款和中长期投资性贷款持续低迷表明绝大多数企业的需求依然疲软。另一方面，对应上文国有企业和民营企业工业增加值以及工业利润的变化可知，在金融去杠杆背景下，企业信贷下降主要是由于民营企业信贷获取减少造成的，民营企业融资难、融资贵的现象更加凸显。企业信贷低迷与央行对于中小企业定向降准的政策形成鲜明对比，央行所释放的流动性并没有传递到企业部门，“宽货币”到“宽信用”的传导机制仍然堵塞。例如，目前整个私营部门的抵押物担保物已经基本耗尽，而且一旦给了一家银行做抵押贷，其他银行也会要求平等待遇，收回授信要求抵押，层层加码，压得企业透不过气。

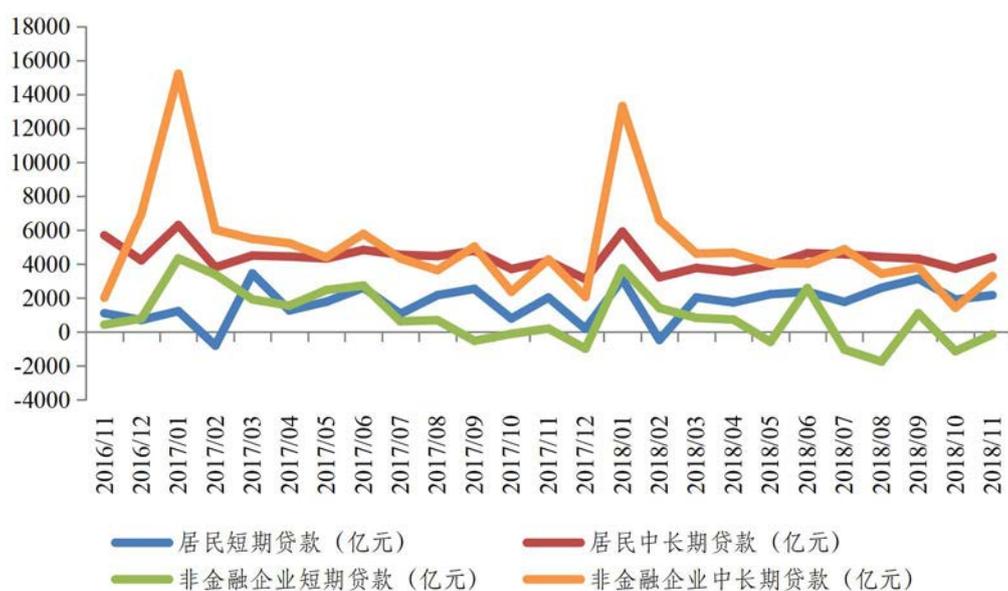


图 32 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

就居民部门而言，居民短期贷款上升明显，而中长期贷款则表现平稳。一方面，居民中长期贷款主要表现为住房贷款，随着房地产调控政策的持续推进，2018年房地产开发投资不断下行。图33和图34反映了近年来房地产开发投资以及房地产各类细项数据的变化。不难看出，在各类细项指标均不断下行的情况下，房地产投资在年初仍出现了跳跃式上涨。实际上，2018年初房地产开发投资猛增主要是前期政府关于加速供地的要求推升了土地购置面积以及土地购置费用，房地产企业为降低成本而被动补库存所致。

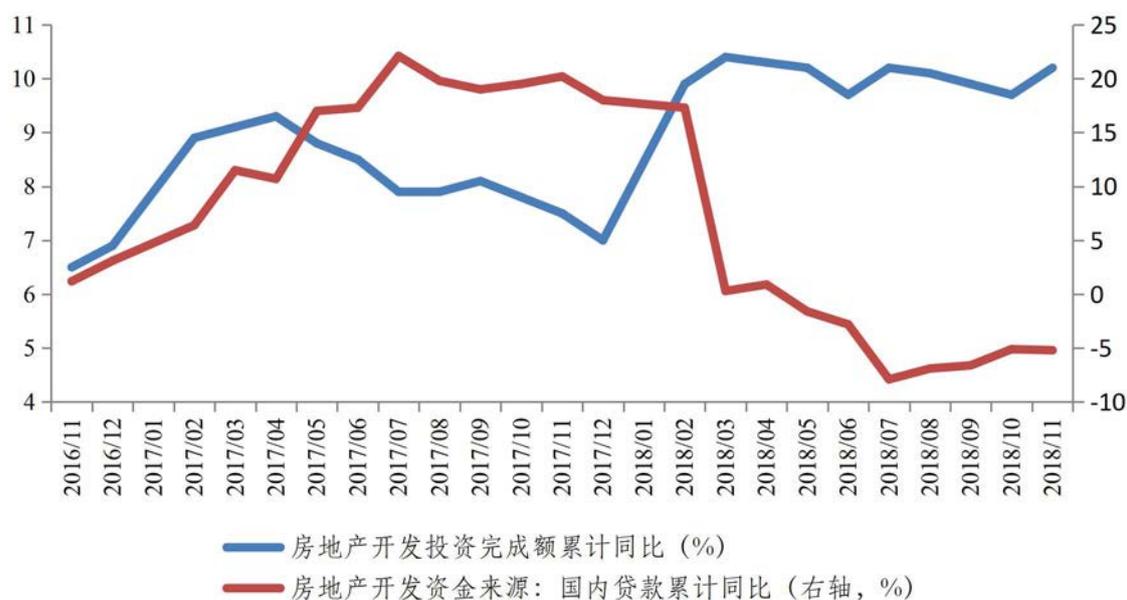


图 33 (数据来源：WIND、太和智库数据库)

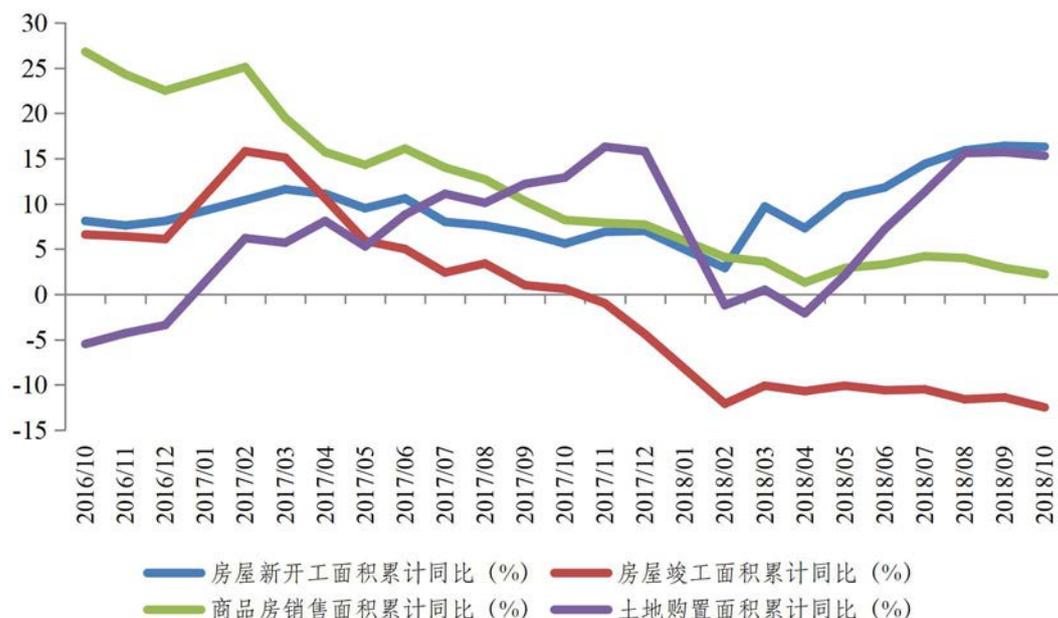


图 34 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

随着年初房地产调控政策的趋严以及棚改货币化安置的逐步减少, 房地产开发资金开始高位回落, 居民中长期贷款震荡下行, 房地产投资也开始走低。值得注意的是, 二、三季度以来, 房地产开发资金的国内贷款以及房屋新开工面积和土地购置面积再一次出现了触底反弹, 对比上文非金融部门贷款的减少, 可知大量的流动性再次注入了房地产部门, 房地产投资对于企业融资特别是民营企业融资产生了严重的挤出效应。根据 21 世纪经济报的报道, 房价上升过快之后, 人工成本和房租成本上升过快, 制造业和服务业成本也在快速提升, 很多省市的一般制造业被挤出明显。

另一方面, 居民短期贷款主要体现在消费信贷上。自 2017 年初以来, 居民短期消费贷款在居民消费贷款中所占比重逐渐上升。与长期贷款主要用于住房、汽车类消费不同, 短期贷款更多被用于居民日常用品消费。2017 年至 2018 年初, 短期消费贷款

增长一定程度上成为了在经济相对低迷时期消费数据的重要支撑点。然而，受经济景气度持续低迷以及金融系统风险暴露加速的影响，信用收缩对消费的影响开始逐渐显现，居民部门短期贷款支撑的社会消费难以持续。



图 35 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

图 35 表明，整体信用环境的收缩已经反映在消费品上。类似于流动性向房地产行业转移，尽管“宽货币”提升了居民短期信贷，但消费需求的持续下滑再次说明，只要生产端没有实现转型升级就难以为需求端提供优质的产品，也就难以实现供给与需求的匹配，这会进一步恶化生产端的经营环境。另一方面，从数据不难发现，目前居民短期信贷累计值中消费贷占三分之二，约 8.6 万亿元，但全年国内消费品零售总额约为 34 万亿元，仅占四分之一。消费需求下滑反映出居民可支配收入增速下滑，叠加房贷对消费的挤出效应。

上文已经分析，在经济下行压力下，民营企业负担十分沉重。

然而，在供给端方面，上游国有企业享受到了供给侧结构性改革的成果；在需求端方面，央行释放的“宽货币”也只是流向房地产行业 and 短期消费。因此，生产环境恶化与需求匹配失衡同时提升了民营企业的经营成本和融资成本，从而对民营企业利润造成双重负面影响，如果这种情况长期持续下去，民营企业发展很难有起色。

事实上，中国民营企业最大的问题不是融资难而是生存难。与数年前所谓的小微企业融资难不同，当下的融资难主要是企业早先过度融资与当前银行刚性减贷而形成的反差，体现为企业现金流被截断而无法生存，这比之前的融资难更具毁灭性。在央行和政府多次推动改善中小企业融资环境背景下，信贷资金仍不能进入中小企业的原因，除了上文所涉及的国有企业占据大量融资资源、房地产部门以及消费信贷对资金的吸收外，还取决于以下三重障碍。一是企业借入贷款无法产生增量盈利，大部分利润都上缴了国库、承担了各种直接与间接的成本，企业主动去杠杆心态明显。二是银行完成政府、银保监会下派的小微双增任务的压力与承担信贷风险责任相比，信贷人员显然优先选择避险。三是体制内外的企业对于政策资金的获得性不完全相同。据资料显示，国有企业平均融资成本一般为贷款基准利率 4.35% 或下浮 5%-10%，而民营企业融资一般成本为基准利率上浮 30%-100%，由此民营企业与国有企业的平均资金成本之差大概达到年化为 5% 左右的利率，超过大部分行业的利润率。另外，在贷款可获

得性上，国有企业有政府作为担保，门槛极低；而民营企业融资除了依靠房地产抵押外，其他可用的信用类信贷产品占比很少。在融资难、生存难等多重压力制约下，民营企业可谓雪上加霜。如图 36 所示，近 5 年来民营上市企业的净资产收益率持续下行，由 2013 年的 0.25% 跌至 2017 年的 0.009%，5 年来跌幅高达 96.4%，虽然 2014 年至 2016 年有小幅回升，但 2016 年以来又开始加速下跌。民营上市企业净资产收益率这一震动下行趋势表明，资产价值较高的大型民营企业都面临着利润压缩的风险，可想而知中小型民营企业，特别是小微企业的处境就更加困难了。另外，民营上市企业的净现金流也在 2016 年开始急剧下滑，一年内跌幅达到 56%，这说明民营企业的流动性遭遇了前所未有的冲击，资产与负债的关系开始恶化。

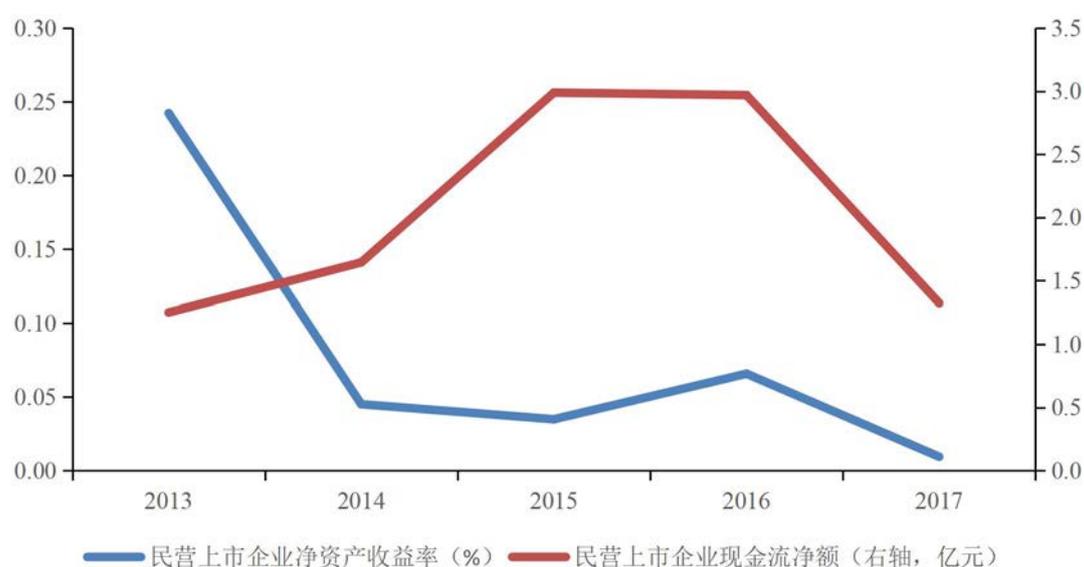


图 36 (数据来源: CSMAR、太和智库数据库)

为进一步衡量中国民营企业负债和资产的关系，计算了民营上市企业短期负债占总资产的比例以及企业的流动比率。一般认

为，短期的流动负债主要包括短期借款、应付票据、应付账款、预收账款、应付工资、应付福利费、应付股利、应交税金、其他暂收应付款项、预提费用和一年内到期的长期借款等。流动负债占资产比例越高，表明企业短期内需要偿还的负债就越多，企业的经营风险和资金压力也就越大，一旦企业资金供应不足，就可能出现企业破产倒闭的情况。因此，对于企业而言，流动负债占比越低越好，因此企业的所有者（股东）一般只承担有限责任，而一旦公司破产清算时，资产变现所得很可能低于其账面价值。流动比率是用来衡量企业流动资产在短期债务到期以前，可以变为现金用于偿还负债的能力。一般说来，比率越高，说明企业资产的变现能力越强，短期偿债能力亦越强；反之则较弱。通常而言，流动比率在 2:1 以上才能使得企业具有持续的偿债能力。

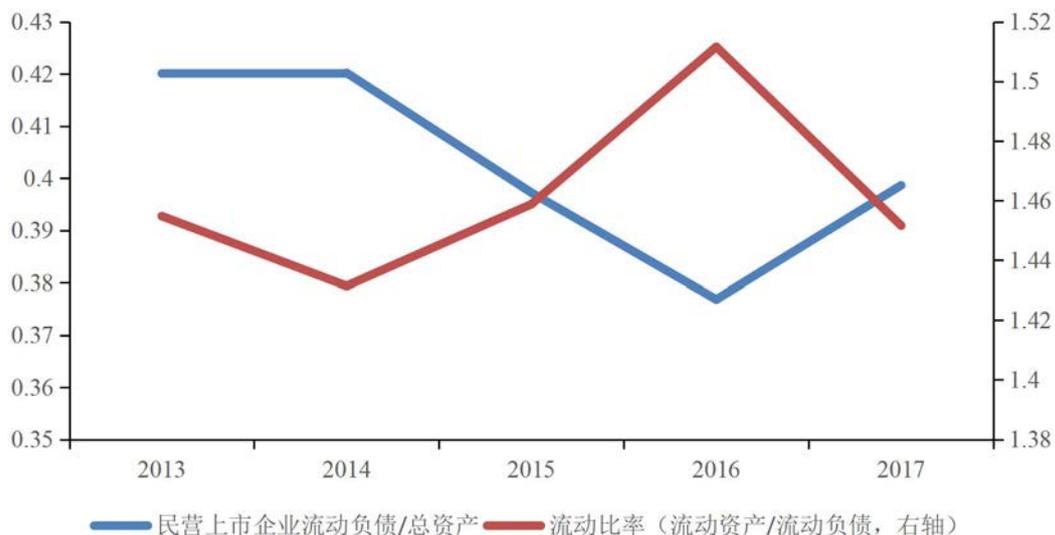


图 37 (数据来源: CSMAR、太和智库数据库)

图 37 刻画了民营上市企业短期负债与总资产比例以及流动比率的变化。不难看出，尽管中国民营上市企业流动负债的占比仍然处于 35% 上方，但 2014 年至 2016 年的确有所回落。然而，

自 2016 年开始，这一比例又迅速走高，且存在持续上行的态势。在流动比率方面，2016 年以来民营上市企业的流动比率下滑明显。实际上，民营企业的流动比率常年处于 2 以下，而且除了 2016 年之外，其他年份的流动比率均低于 1.5，这表明民营企业的变现能力以及偿还负债能力明显不足。因此，近年来民营企业长期积累的风险在 2018 年信用压缩冲击下以大规模信用违约、企业倒闭的极端方式表现出来。

（二）2019 年中国经济展望

1. 抓住基建“补短板”挤出的“时间窗口”补技术短板。“三去一降一补”中的“补短板”主要强调的是经济结构不平衡和技术短板的短板。其中，在经济结构不平衡表现为工业结构、服务结构、消费结构的不均衡。遗憾的是，虽然“三个不均衡”已经很突出，但无法同时处置。例如，2018 年金融去杠杆与控制政府无序负债，对包括基建投资在内的固定资产投资造成了压力，也一定程度导致了民营企业的困难。图 38 表明，2018 年以来，中国基建投资加速下行，从年初的 16%降低至四季度的 4%左右，基建下行的压力传递至固定资产投资上，拖累了固定资产投资的增速。图中显示，中国固定资产投资已经从年初的 7.9%跌破 6%以下。对此，国办已经在 10 月底出台了《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，希望通过基建投资的回升来对冲当前经济下行的压力。针对目前中国的经济结构，尚无其他手段可以对冲经济短期下滑，需要再次使用基建平滑经济快速下行的压力。但

是中国基建的投资效益比已近盈亏极限。如图 39 所示，中国固定资产投资带来的收益已经非常低。2018 年以来，中国新增 GDP 与固定资产投资之比已经跌破 10%，至三季度甚至达到了 2.4% 的历史最低值。

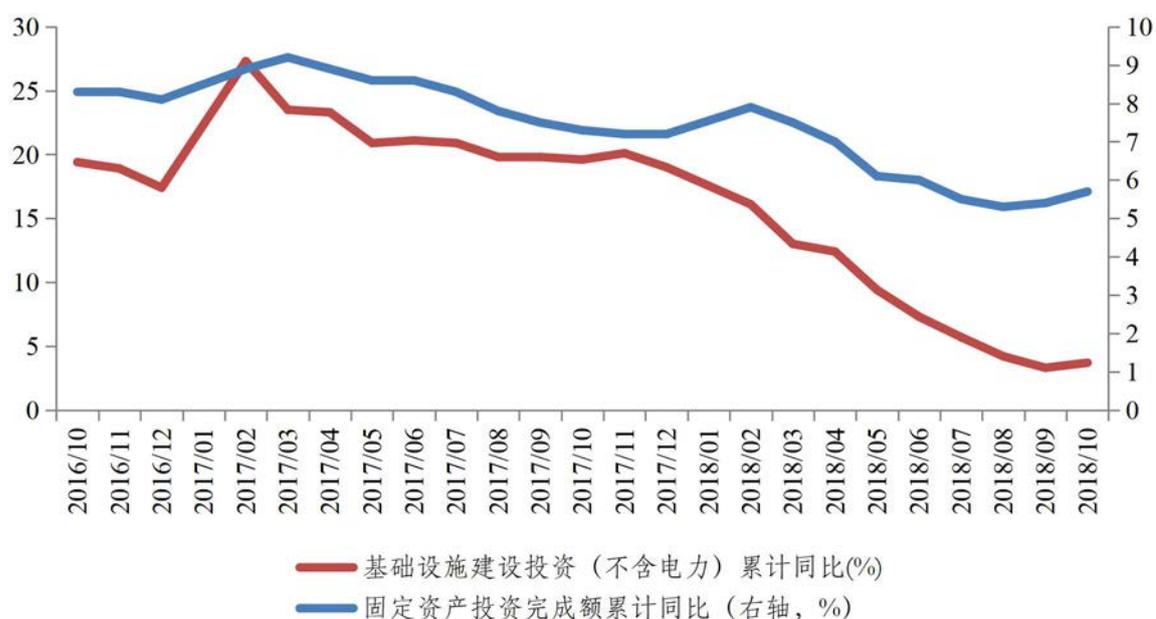


图 38 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

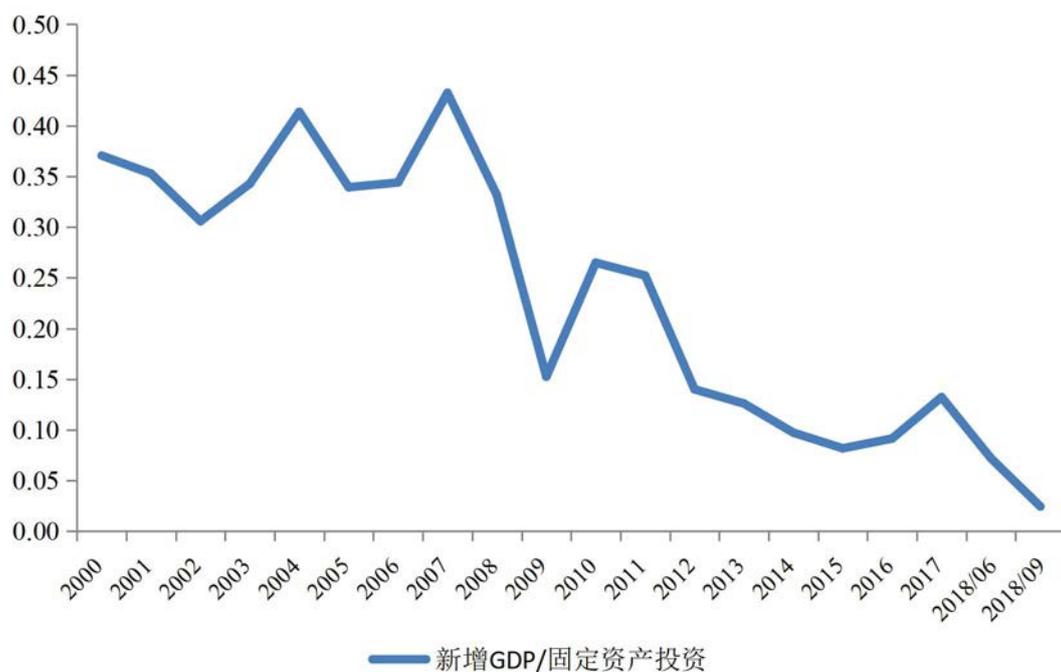


图 39 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

可见，如果将基建的再次“出山”视为长期趋势，再次错过补技术短板的“时间窗口”，时间没有换回空间，中国经济未来将面临大幅甚至断崖下跌的风险。

在技术短板方面，2017-2018年中国高新技术成果丰硕，战略新兴产业得到较快发展，以医药制造业、通用设备制造业、专用设备制造业、汽车制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、计算机、通信与其他电子设备制造业和仪器仪表制造业等为代表的高技术产业迅速发展，工业结构逐步迈向中高端。

但需要清醒认识到，虽然中国的技术创新有了“飞跃”，但在国际横向对比中处于弱势地位的现实依然没有改变，很多基础技术仍处于萌芽阶段，部分行业的技术突破还未形成全产业链生产力，无法做到“以点带面”。特别是2018年中美贸易摩擦以来，以争夺高科技产品为主的贸易战对中国高新技术产品的出口带来了巨大冲击。如图40所示，中国高新技术产品出口和机电产品出口在今年3月份以来均呈现了阶段性下行的走势。然而，尽管如此，中国高新技术产品出口的累计同比速度仍远高于总体出口的累计同比速度，在一定程度上对总出口起到了支撑作用并推动了总出口增速的缓慢回升。未来，高新技术投资的持续上行将成为中国经济发展新的增长点，通过带动经济增长来为民营企业提供有利的生存环境。

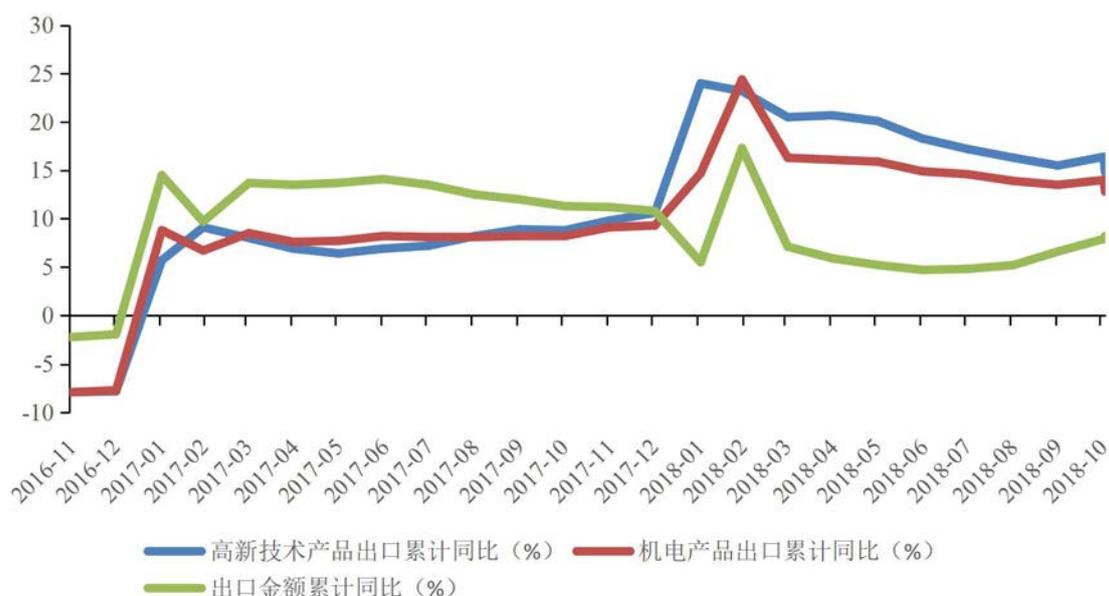


图 40 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

随着基建补短板具体措施的出台, 预计 2019 年中国基建投资以及固定资产投资的增速会小幅回升。在这种情况下, 经济下行的压力将会得到一定程度的对冲, 民营企业的生存环境也就有所转变。但是, 仅仅靠基建刺激并不足以实现经济的可持续发展, 从而也难以从根本上解决民营企业的问题。事实上, 一方面, 综合上文关于图 38 和图 39 的分析可知, 2018 年来基建投资增速下滑十分严重, 拖累了固定资产投资, 而固定资产投资对于 GDP 的贡献也明显降低。在这种情况下, 即使通过政策施加的基建投资能够支撑固定资产投资的回升, 其对于经济增长的刺激作用也已经微乎其微。因此, 投资效率的走低表明基建投资难以继续刺激经济, 从而也就难以解决民营企业问题。另一方面, 基建投资需要以政府财政支出作为支撑, 而政府财政又在很大程度上取决于政府债务的压力。具体而言, 想要通过基建投资刺激经济增长以对冲民营企业生存环境的做法需要政府维持一定的财政收入

和债务水平，这又从侧面增加了企业的税收负担，加剧了企业的经营成本，从而会进一步恶化民营企业生存环境。

2. 企业“降成本”需要为民营企业降低经营成本。图 41 显示了工业企业利润和国有企业利润累计同比数据的变化。由图中数据可知，2017 年以来工业企业利润逐渐下滑，虽然 2018 年第二季度有所上升，但自三季度又再次回落。其中，国有企业利润增速自 2017 年起便持续高于整体工业企业利润增速，表明民营企业利润增速维持较低水平。

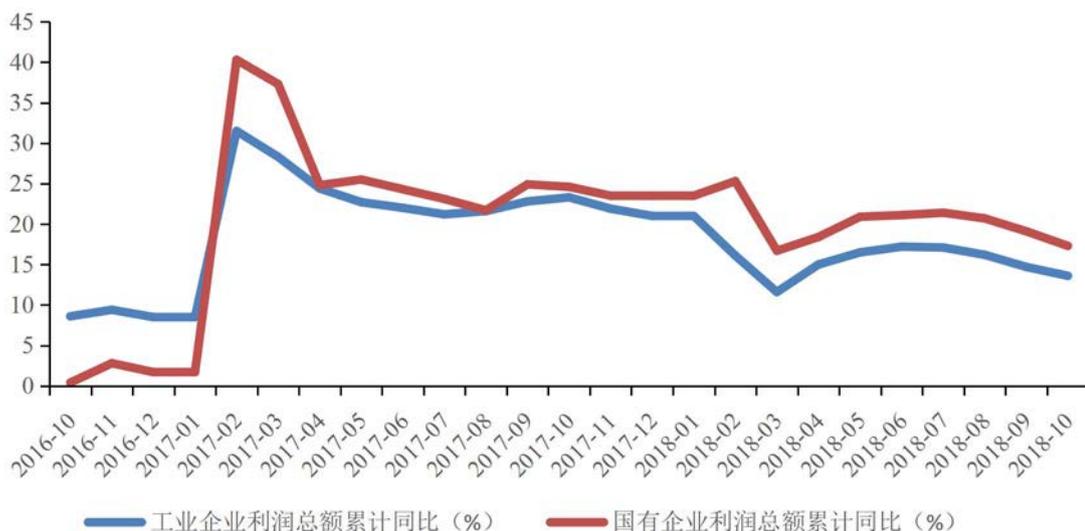


图 41 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

诚如上文分析，政府也试图通过行政命令使银行信贷资金进入实体部门从而拯救民营企业特别是小微企业，但这种做法效果不佳且本末倒置。本次民营企业融资难的问题实际上是企业生存困难的具体写照，依照金融市场的规律，民营企业融资难是因为自身利润创造能力低，前期债务积累高，未来还款能力弱。通过行政命令使金融机构给民营企业和小微企业融资并不会得到这些金融机构有效的配合。即便银行释放出流动性，这些资金很大

可能也只是在空转，因为部分民营企业和小微企业的投资前景相对黯淡，本身更希望“瘦身”而不是继续盲目扩大投资和生产。只有进一步推动改革，改变民营经济的生存环境，改善民营企业 and 国有企业在市场中公平竞争的环境，让民营企业通过现金流回升和资产价值升值来激励民营企业的发展和金融机构对民营企业的资金支持。

不仅降低民营企业融资成本需要牺牲既得利益者的利益，民营企业经营成本减少也需要政府推出实质性减税降费措施。中国企业的税费负担普遍偏高且在国际上排名靠前。目前中国企业所得税税率为 25%，符合条件的高新技术企业实行 15% 税率，小微企业实行 20% 税率，降低企业税费仍然任重道远。年初美国的减税政策作为外生变量冲击了中国的减税进程，据国家税务总局统计显示，今年 5 月 1 日起实施的增值税改革，将原适用 17% 税率的制造业、11% 税率的建筑业、交通运输业等行业税率分别下调 1 个百分点，至 9 月累计减税超过 1000 亿元。在 11 月召开的民营企业座谈会，习总书记给出了六大解决措施，即减轻企业税费收费负担、解决民营企业融资贷款问题、营造公平竞争环境、完善政策执行方式、构建“亲”“清”新型政商关系、保护企业家人身和财产安全。其中，将减税降费放在首要位置。

事实上，税收是财政收入的来源，税收的多少将直接影响财政支出的变化。中国减税降费的困难主要是由于财政过度支出，尤其是基础建设投资的过度支出导致的。在当前经济下行阶段，

由于尚未出现更为高效的创新性增长引擎，政府迫切需要通过加强基础建设投资来对冲宏观经济的回落，而基建投资是需要大量的财政收入作为前提基础的。可见，当前经济社会陷入了一种“二律背反”的局面，即如果没有较高的税收来维持财政收入，就不会有更多的财政支出用于基建投资，从而也就很难对冲经济下滑的危险；但如果通过高税收获得了高财政收入从而提升了财政支出，企业经营成本又很难降低，经济需求持续低迷又会再次给经济增长施加压力。

因此，问题的关键已经不仅仅是减税降费、缩减财政开支了，在推动经济增长的高效创新性驱动出现之前，一味通过债务杠杆来刺激经济的方法只会不断地重复着上述“二律背反”。当外部经济变量出现较大不确定性时，整个经济都将面临着前所未有的困难。

3. “稳”中求进，打赢未来中国的“经济八年抗战”。解决民营企业困境，从而解决中国经济发展困境的关键仍然是当前中国暴露出的一系列制度问题，只有不断完善我国的市场经济制度，才能在此基础上发掘出更为高效的经济驱动引擎，从而突破当前经济下滑的困境。

12月中旬召开的中共中央政治局会议对2019年的经济工作释放了明确的信号，在坚持供给侧结构性改革、坚持高质量发展以及坚持深化市场改革的基础上，“六稳”再次被提及，即要求进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期。对此，

结合本文分析，未来中国经济将面临着“经济八年抗战”。

首先是防御期，大致在 2018-2020 年这 3 年的时间。在这段时间内，随着中美贸易摩擦影响的内化以及外需不确定性的增多，首先应通过适当的“稳投资”和“稳外贸”来对冲未来经济的下行，从而支撑经济基本面。刚刚召开的中央经济工作会议隐去了对“去杠杆”和“房地产”的相关描述，这表明其在短期内已不再是主要矛盾，短期内的主要工作方向仍然是积极引导市场预期。具体到民营企业上，就可以通过各种货币财政工具，包括各种定向信贷支持、债券和证券市场干预以及财政补贴等方式防止民营企业经营的持续下滑。同时，通过适当的基建扩张和固定资产投资为民营企业提供良好的运营环境。

其次是僵持期，大致在 2021-2025 年这 5 年的时间。由于制度改革不是一蹴而就，因此在这段期间内，需要进行果断的经济政策的调整，完善政府特别是地方政府的财政收入结构，优化财政收支平衡表，较大幅度地缩减支出特别是缩减过度的基础建设支出，并适度进行财政赤字，为减税降费等留下适当的空间，从而在根本上解决民营企业融资难的问题。

“经济八年抗战”之后是反弹期，为 2025 年之后的大范围时间段。随着制度改革初见成效，高效经济驱动的引擎开始逐渐显现，此时，需要进一步加大对国有企业、地方政府等行政性机构的全面改革。具体而言，就是彻底打破国有企业对社会资源、生产资源、金融资源的垄断，加大对国有企业的混合所有制改革，

降低其对政府信用的路径依赖。通过提升国有企业的效率，不断弱化所谓国有企业、民营企业的差异，让国有企业真正变成创造利润的企业，从而服务于全民的利益。

4. 沦为笑柄的“新周期”。自 2017 年起，就有“网红分析师”在网络上炒作所谓“新周期”的论调，其自说自话的观点一抛出即引起金融市场不小反响，经济学界也有学者参与到中国是否开始新周期的讨论。当然，非炒作的理性人士无人认同所谓的“新周期”。

2018 年经济运行的现实不断地打脸“新周期”论调。首先，在国有企业和民营企业运行方面。正如上文所述，2018 年无论是国有企业还是民营企业都出现了利润总额的下滑。供给侧结构性改革所推动的原材料价格走高不仅没有有效提升国有企业利润，反而恶化了民营企业的生存环境。此为第一次打脸。

其次，在“去杠杆”等债务问题方面。中央已经提出了“六稳”政策，“去杠杆”已经转向了“稳杠杆”。在前期，所有部门不得不面对“去杠杆”压力时，中国经济数据回落的事实必然狠狠抽在“新周期”脸上。而在后期，政府部门不得不通过“稳杠杆”以对冲经济回落时，债务杠杆效率走低和创新型驱动因素缺乏又对“新周期”狠抽了一记耳光。

最后，在经济效率方面。2016 年中国每投资 100 元钱，带来的产出不足 10 元钱，而 2017 年中国每投资 100 元钱，带来的产出已不足 3 元钱，到 2018 年，这一数据仍然在继续刷低。可

见，基建投资刺激经济增长的效率已经十分微弱，新增 GDP 连利息都不足以支付！在这样的背景下，中央财政赤字是最后一块“净土”，没有受到“高杠杆”的污染。如果中央财政进一步拉高赤字投资基建，等待中国经济的不会是梦幻“新周期”，而是陷入越投越死的“死循环”。

在金融杠杆、地方和政府债务以及僵尸企业等各类结构性问题没有解决之前，在经济效率没有出现明显提升之前，鼓吹所谓的“新周期”其实质是为自身利益而过分夸大杠杆作用，令中国经济面临断崖式下跌风险。

三、中美货币政策回顾与展望

(一) 美国货币政策回顾与展望

《展望》中指出**2018年美联储加息次数至少在4次，甚至是5次，高于市场普遍预期的3次**。得出上述判断基于以下三方面的分析。一是预防资产泡沫破裂。美国金融机构资金泛滥，推高了美国股市和楼市。为了阻止资产泡沫继续再膨胀下去，给本国金融体系降温，加息是美联储的必选项。二是对冲通胀预期。特朗普税改之后，美国经济强劲复苏，失业人口创下历史新低，但是核心通胀率的阴影也随着而来。通胀一旦成趋势，控制的成本也将显著提高。出于抗通胀的考虑，美联储也应当加息。三是强化美元资产预期。美元指数坚挺是支撑所有美元计价资产（股票、债券、地产等）价格的重要支柱。如果美联储不加息，资金回流的规模将缩小，美元资产价格必将回落，那么美国的债务将不可持续，危机将会爆发。因此，美联储只有加息，才能完成依靠货币政策操作“引导”资金回流美国、保证美元坚挺的目标。事实果然和太和智库之前的判断一致，随着美联储在12月加息决议的落地，**2018年美联储加息次数为4次**。最后一次加息超出了很多金融机构和市场年初的预期。

但是，到了**2019年**，以上逻辑将发生改变，面对保信用还是保价格的难题，美联储将于**2019年中**在加息与不加息之间艰难抉择。**预计2019年美联储将放缓加息节奏，加息次数可能下降为2次，甚至不排除只加息一次的可能**。如果加息2次，预计

加息时间将在 2019 年 3 月和 9 月。如果只加息一次，预计加息时间将在 2019 年 6 月。

1. 美联储 2018 年加息步伐符合判断，但节奏缓慢。美联储于 2018 年 3、6、9、12 月分别加息 25 个基点，虽然加息频率不低，加息进程也符合市场预期，但是加息的幅度却延续了 2017 年的谨慎风格，这和美国国内的呼声以及市场反应有着极大关系。一方面，美国总统特朗普打破了总统基本不干涉美联储的传统，在公开场合多次坚决表示，当前美国经济需要低利率环境，美联储加息是愚蠢的决定。另一方面，三年来的加息提高了美联储、商业银行、居民、企业之间的借贷成本，进而导致资金成本提高，最终在近期的美国市场有所反应：10 月以来，美国股市由牛转熊，三大股指阴跌不止。面对特朗普的批评和市场的压力，美联储官员的态度也发生了微妙的变化：美联储主席鲍威尔表示，当前利率略低于对经济中性水平的广泛预期范围——也就是，既不使增长加速，也不使增长减速。美联储二号人物克拉里达则表示，美联储有一个大约 2% 左右的对称目标，但这并不是绝对的上限，目前是低于 2%，未来也可能会略高于 2%，这将取决于市场震荡程度。以上言论均在 2018 年的四季度发表，由此可以看出面对市场的反应，美联储在加息方面尤其慎重，相比以往，此次加息步伐并不快，继续延续了 2017 年缓慢的风格。

2. 美联储 2019 年加息频率和幅度或将低于预期。正如在年初所预言的那样，2018 年美联储在“利率陷阱”与“抑制资产泡沫”

间艰难抉择：如果美联储选择不加息，那么依靠货币政策操作差“引导”资金回流美国的规模将缩小，甚至断流，美元指数将大幅回落，所有美元计价资产（股票、债券、地产等）都面临再定价，而高高在上的资产价格必将回落，也影响到债务可持续性，经济复苏终止。如果美联储继续加息，社会融资成本抬高，那依靠债务融资的美国政府、企业和个人将难以为继，如果没有债务融资的支持，依靠股票回购支撑起来的股市必然大幅下跌，依靠市值支撑的金融资产价格需要再评估，债务危机爆发，经济复苏终止。因此，无论是加息还是不加息，美国经济都会面临巨大的考验，这是美国依靠债务积累推动经济增长的特点所决定的。

目前，面对美国市场的负面反应和来自于政府的压力，美联储对于加息的态度较为暧昧。美联储主席鲍威尔 11 月将寻找中性利率水平比作穿过一个漆黑且摆满家具的房间。这生动体现了美联储对于加息与否的犹豫态度。具体来看，关于利率政策的讨论，鲍威尔的口风在 11 月发生了有趣的变化：10 月鲍威尔认为当时的利率与中性水平仍有一段很长的距离，但是到了 11 月鲍威尔的表述变成了当前利率略低于中性利率。另外，过去的一年内，美国国债收益率曲线已经大幅度扁平化，美联储似乎离中性利率的目标的确也不太遥远了。因此，当前讨论美联储是否会暂停加息可能还为时尚早，但是未来的加息次数减少应该会大概率事件。

(二) 中国货币政策回顾与展望

1. 迫于经济下行压力，2018年货币政策先紧后松。年初的文章中曾判断，2018年中国央行货币政策调整将维持相对均衡的状态，顺势提高利率。同时还判断2018年防范金融风险的监管将进一步趋严。这些判断在2018年上半年得到了应验。2018年上半年，面临美联储连续加息，央行保持了一定的政策延续性，虽然未上调基准利率，但是也在公开市场操作中进行了一定程度的跟随，同时运用降准、扩大MLF抵押品范围、推出新型TMLF等操作对冲影响，保证货币市场资金的充裕。但是，随着宏观经济下行压力日益加大，社融断崖式下滑，股票市场剧烈波动，央行货币政策执行报告也承认中国经济运行稳中有变，长期积累的风险隐患有所暴露，因此央行货币政策在2018年二季度有了实质性转变，由原来的稳健偏紧，逐步转向结构性宽松。6月末，财政投放加快，投放达5300多亿，创历史新高。2018年4月至10月，短短半年内，央行降准3次，2018年总计降准4次。值得关注的是，央行三季度执行报告用词较一季度报告和二季度报告缓和很多，“坚持不搞大水漫灌式强刺激”等用词也被删除。

2. 2019年结构性宽松或将继续，货币政策更强调针对性。2019年将延续2018年的货币政策风格，总量上的全面宽松不是大概率事件，结构性宽松仍是2019年货币政策的主题。虽然，三季度货币政策报告删除“坚持不搞大水漫灌式强刺激”等用词，但是出台大规模宽松政策的可能性很小。一方面2018年下半年

以来，中国的货币政策已经比较宽松。另一方面当前经济的关键问题在于信用端。货币政策传导机制不畅已是不争的事实，货币发行无法有效地转变为信用创造，其核心症结在于企业端，尤其是民营企业利润创造的低迷。宽松货币在严监管的环境下不可能向高风险低收益领域流动（同时，如果放松监管将快速扩大金融系统性风险积累速度，严监管的口子不会放松），一味地宽松货币并不会产生很积极的效果。另外，在央行三季度货币政策执行报告中，以往的“提高政策的前瞻性、灵活性、有效性”变为了“提高政策的前瞻性、灵活性和针对性”，有效性变成了针对性。2019年货币政策将继续着重解决小微和民营企业部门融资难融资贵的问题，资本市场将对民营企业提供多渠道金融支持，同时前期的一系列创新工具，包括资产证券化、风险工具等都进一步扩容。

四、全球金融市场回顾与展望

（一）中美债券市场

1. 2018 年中国债市走势分化，信用产品上演“完美风暴”。

自 2016 年下旬开始的利率债熊市，在 2018 年终于被扭转，以 10 年期国开收益率为例，在 2018 年 1 月突破 5.1% 高点以后，一路急转直下，截止 12 月中旬，10 年国开收益率已经下行至 3.7% 以下。在利率债步入牛市的同时，信用债市场则出现了较大分化，高等级信用债在下半年出现“资产荒”，而低等级信用债，尤其是民营企业债，依旧面临发行困难的问题。

回顾过去两年，利率债收益率上行贯穿 2017 年全年，主要原因在于“杠杆转移”展现的宏观经济韧性强于市场预期。如图 42 所示，投资者普遍预期宏观经济在 2017 年将出现下滑，伴随着这一预期的一再推迟，利率债收益率不断走高。但是，2018 年上半年，中国宏观经济情况发生了较大转变，积累的矛盾无法掩盖，一系列问题集中爆发。一是“三去一降一补”主要依靠行政手段完成，上游价格上涨，但中下游需求并没有显著提高，致使工业链条的价格传导扭曲，中游企业承压。二是从 2017 年年底起，中国开始了去杠杆的进程，在这一过程中，不少民营企业难以为继，加之信用债爆雷事件增多，导致债券市场出现信用恐慌。信用债市场恐慌迅速蔓延，很快演变成了整个金融领域的民营企业融资难问题，而年初对非标资产的收紧监管，又阻断了民营企业另一条重要的融资途径。三是美国特朗普政府挑起了中美贸易摩

擦，在中美双方不断加征关税的情况下，长期作为中国经济重要支柱的对外贸易，受到了极大的影响。

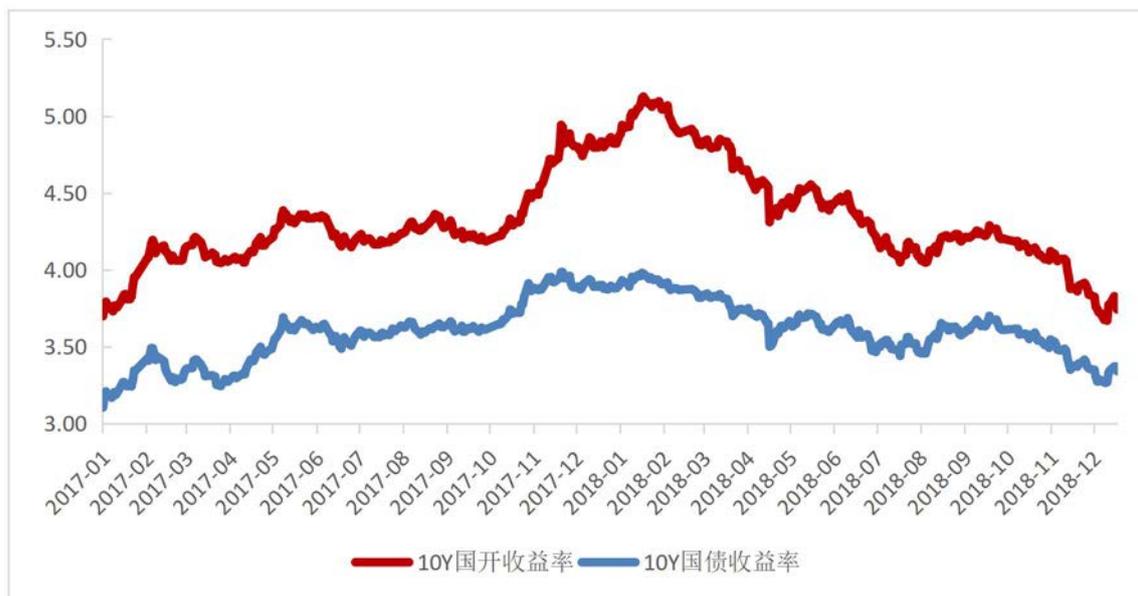


图 42 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

中美贸易摩擦打乱了中国解决内部结构性问题的节奏，也使得容错空间变小，中国国内经济无法在调整阶段得到喘息的时间和空间。整个 2018 年，中国经济长期以来积累的内忧外患集中显现，经济下行压力较大。低迷的经济环境，为利率债牛市创造了基本面基础。

2. 中国债券市场——2019 年为数不多的机会大于风险的市场。 2018 年下半年，为缓和民营企业融资矛盾、对冲中美贸易摩擦所带来的负面冲击，中国货币政策重新走向宽松。在 6 月的央行货币政策委员会第二季度例会中，对于货币政策的表述首次从“合理稳定”转为“合理充裕”，提出货币政策应“松紧适度”。对于美国 6 月以后的加息政策，中国央行选择不跟随。中国央行货币政策选择优先解决国内矛盾，并适度在汇率上做出让步，表明

了坚定实施宽松政策的决心。目前来看，解决民营企业融资难问题、重塑市场信心还有很长的路要走，而经济增速低迷仍将持续较长的时间，宽松的货币政策大概率将维持不变。但是，拉长时间轴来看，10年期国开到期收益率目前已经处于历史较低水平，短时间内收益率进一步走低的空间已经不大。2018年，由于中国经济的内忧外患集中爆发，投资者在配置选择中，倾向于选择安全资产（图43）。信用偏好收紧伴随着宽松的货币政策，使得利率债在2018年步入牛市。而在信用债市场，也存在避险倾向，不同信用等级的信用债券分化较大，代表着信用债“最后信仰”的中高等级城投债，在下半年受到投资者的热捧，民营企业债券的一级市场发行则一直较为艰难。

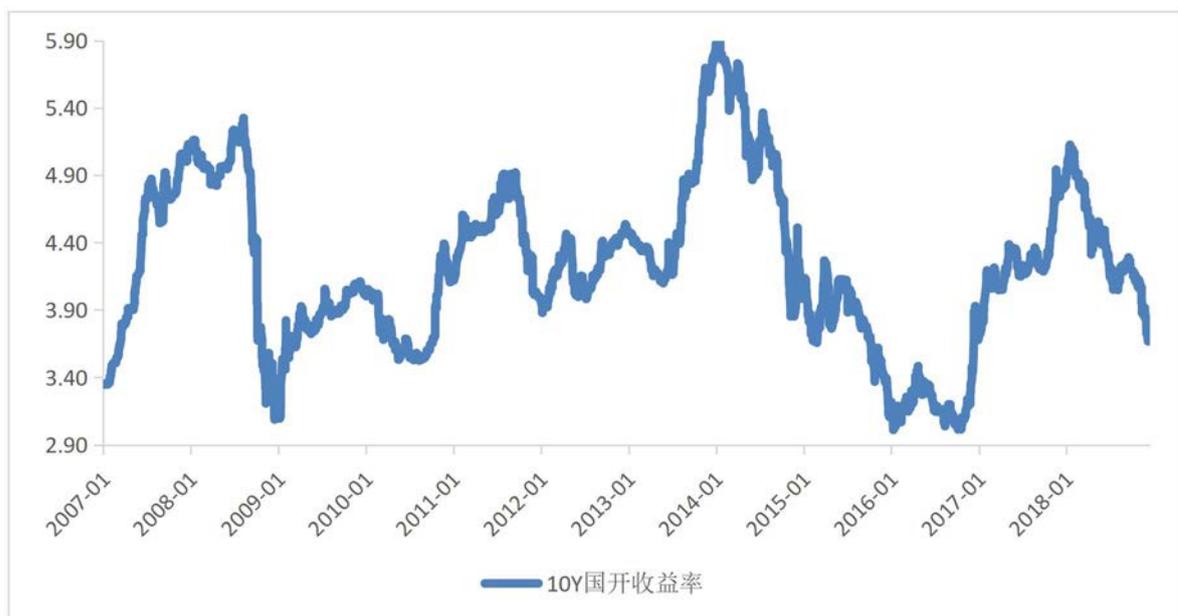


图 43（数据来源：WIND、太和智库数据库）

2019年，中国货币政策大概率将延续目前宽松的局面。为解决去杠杆过快所导致的结构性融资困难，除降准等数量工具外，新型 TMLF 等与之配套的结构化“宽信用”工具也将进一步加大

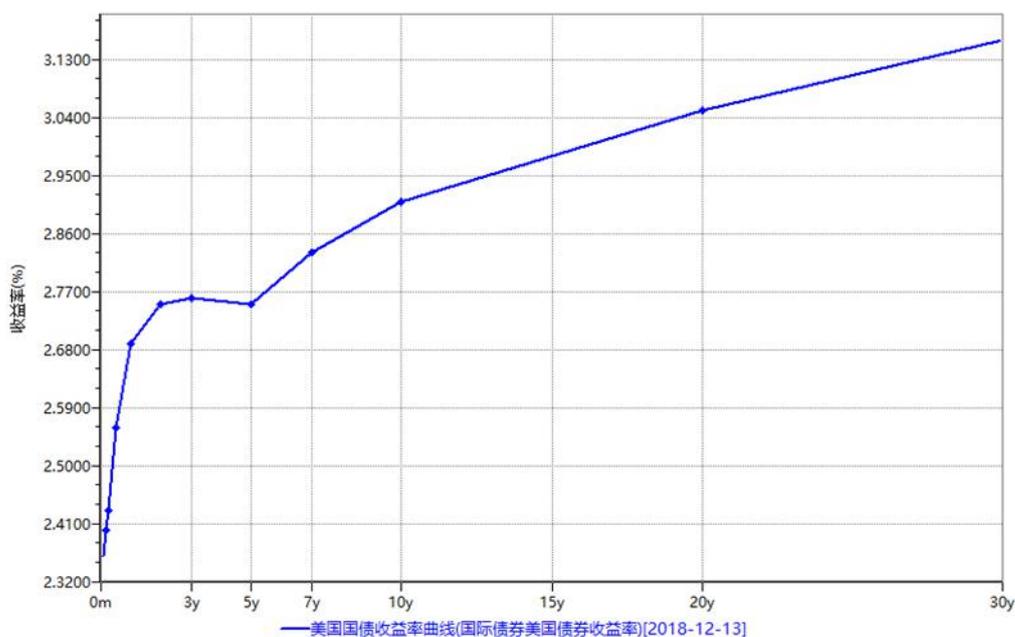
投放力度。其次，中国经济目前所面临的问题并非一朝一夕所能解决，供给侧结构性改革的大方向不变，但短期节奏将发生变化。这决定了在3年的时间内，中国经济将以消化、化解目前经济发展中所遇到的困难为主要目的。这一时期属于前面提到的战略“防御期”，经济增长大概率不会出现显著改善。再次，从外部情况来看，美股风险已经显现，美国加息过程中十年期国债收益率出现大幅波动，对于全球投资者来说，美国资本市场作为金融危机后最佳投资场所的地位有所松动，而中国债券市场表现相对强势，投资价值显现，外汇流出压力减小，国内流动性进一步增强。在信用债市场，部分经营相对健康的民营企业被迫“关门”，表明投资人信用甄别能力仍有待提升，市场上以评级和所有制性质为主导的信用分化仍将比较明显。高等级信用债依然呈现出供不应求的态势，而低等级债券发行仍将存在一定的困难。2018年底，信用风险缓释工具逐渐应用，有助于逐渐改善低等级信用债的市场需求，但效果仍有待观察。

从策略选择上来讲，由于本轮利率债牛市已经在2018年完成了主升段，10年期收益率已逼近历史低点，2019年利率债保持直线上涨的空间不大。而信用债市场的分化仍将继续，大多数投资者仍青睐高等级信用债，以“不踩雷”为投资大原则，却忽视了精细化管理。从2018年的经验来看，本身资质不差但信用评级一般的民营企业债券，在一级发行中很有可能继续受到“歧视”，因而不得不支付较高的票面利率。因此，债券投资者在信用债选

券方面花费的精力，极有可能为投资者带来丰厚回报。总而言之，2019年债券市场超额收益的最佳来源，并非下注利率债继续“高歌猛进”，而是在信用债市场通过精细化管理和筛选，选择优质的民营企业债券。

3. 美国债券市场再现“倒挂”，短期收益率“天花板”已现。

2018年，10年期国债收益率呈现大幅波动，美国国债收益率曲线逐渐呈现扁平化态势。在2018年12月，3个月期收益率与10年期收益率的利差下跌至50个基点左右，2年期收益率与5年期收益率甚至出现倒挂（图44）。在美国历史上，收益率扁平化一直是一个较为危险的信号，在2000年互联网泡沫、2008年全球危机发生前，3个月-10年期收益率均发生利差倒挂的现象。从理论上讲，短期利率对联邦基准利率的反应较为敏感，伴随着美联储的加息进程，短期利率势必会随之上行。而长端利率所受到的影响因素则较多，其中以经济增长和通胀预期最为重要，市场避险情绪的释放等因素也有可能短时间内压低长端收益率。



数据来源:Wind

图 44 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

2019 年美债收益率持续扁平化趋势。受加息节奏预期改变和美股调整的影响,美国 10 年期国债收益率在 2018 年下半年走低。但总体来看,随着美联储货币紧缩政策的推进,美债收益率中枢被不断抬高。2019 年的美债收益率,将在股票市场波动和紧缩政策这两股相反力量的左右下,不断宽幅波动。另一方面,由于加息进程仍将持续,短期利率继续走高基本可以断定为确定性事件,而长期收益率则面临着较大的不确定性,美债收益率期限结构面临着扁平化加剧,甚至出现倒挂的危险。

4. 中美利差关联性下降,利差空间将进一步走阔。2018 年下半年,中美利差再度进入收窄通道,11 月中旬,利差一度下探了 27 个基点左右。原因有二,一是美国经济增长强于预期,虽然特朗普新政效果有折扣,但是美国经济增长总体较为强劲,经济增长在全球经济体中一枝独秀。而同期中国面临去杠杆进程

过快等问题导致经济数据全面下滑。结合 PMI 来看，利差与经济情况大致呈反向关系（图 45）。二是货币政策分化，美国 2018 年加息进程相对较为紧凑，美联储缩表计划亦按部就班进行，总体上货币政策偏向紧缩。而中国央行在社融放缓、信用紧缩的大环境下，在下半年启动了宽松周期。

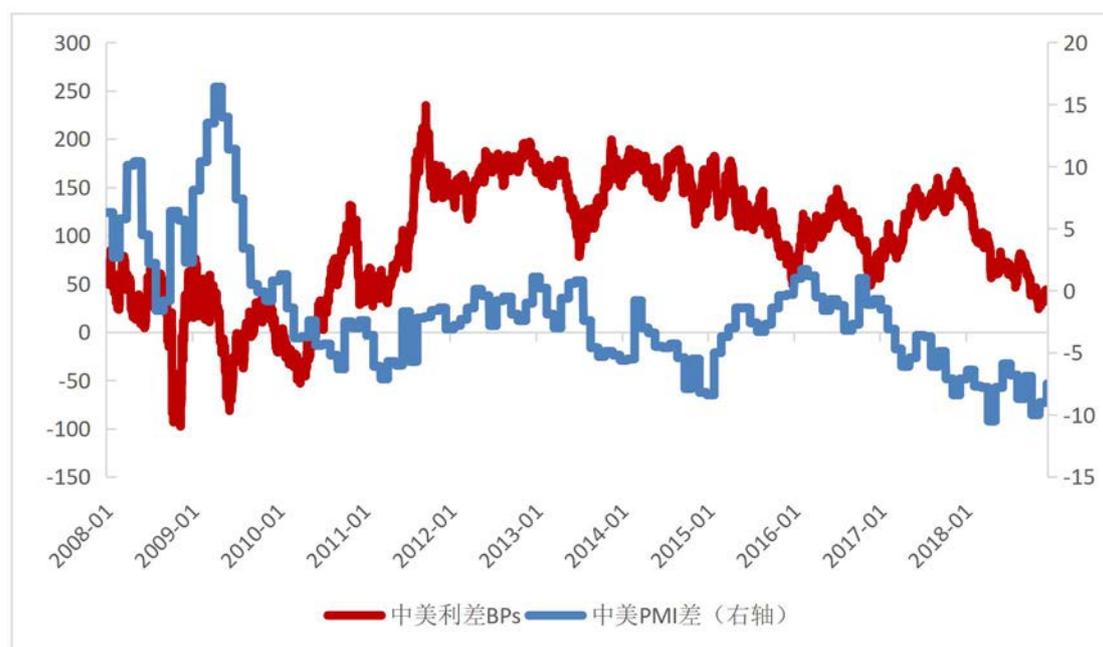


图 45（数据来源：WIND、太和智库数据库）

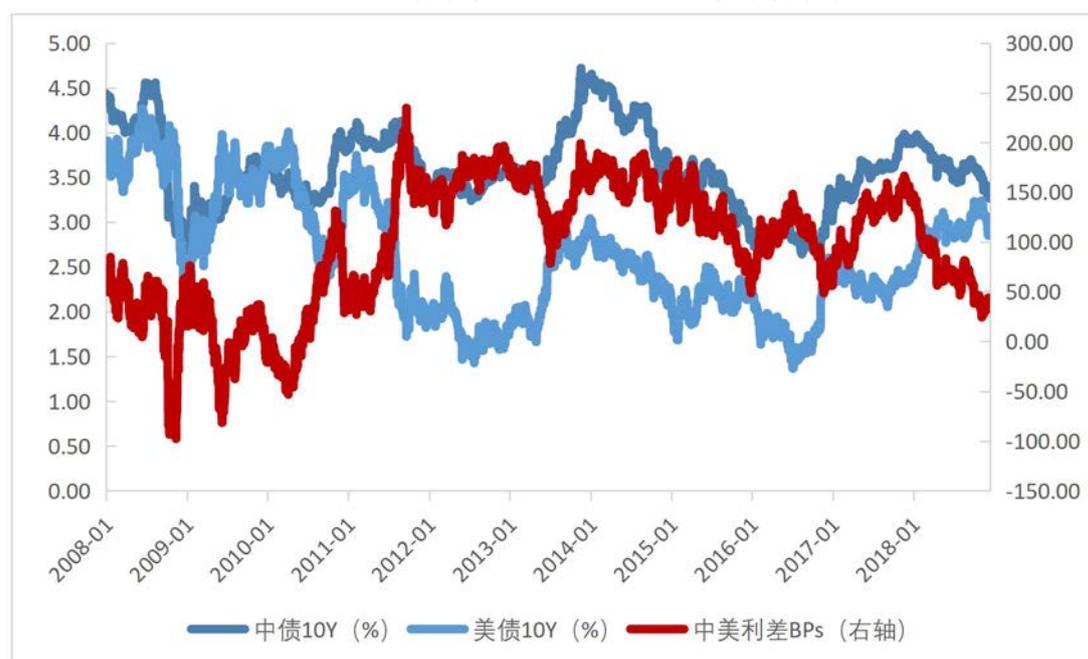


图 46（数据来源：WIND、太和智库数据库）

自 2012 年中美国债收益率利差达到金融危机后的顶峰以来，除 2018 年外，中美利差大概还发生了 3 次明显收窄的情况。第一次出现在 2013 年 5 月至 7 月（图 46）。当年 5 月，时任美联储主席伯南克发表了关于放缓美联储购买固定收益资产的讲话，引发了市场对美国提前退出量化宽松政策的恐慌，投资者争相抛售美债，导致市场供求失去平衡，美债收益率不断上涨，中美国债利差在 7 月收窄至 78 个基点。第二次出现在 2015 年年内。2015 年中国爆发股灾且经济相对萎靡，中债收益率快速回落，中美利差缩小至 50 个基点附近。第三次是发生在 2016 年中旬至 2017 年初，美国加息进程加快，加之美股出现“特朗普行情”，美债收益率上升。同期中债收益率虽已有抬升，但幅度相对较小，中美利差在 2016 年 11 月到达 50 个基点左右。2016 年的利差收窄，最终随着 2017 年中国利率债市场进入熊市而重新扩大。从历史情况来看，利差变动不仅仅反映了中美经济状况的强弱对比，也受到诸多资本市场因素的影响。2018 年，从债券市场变化来看，美债市场在 2018 年表现震荡，美债收益率总体上伴随加息进程震荡，中枢稍有上行（图 47）。而在中国市场，在银行间流动性较高、经济下滑明显背景下，利率债受到热捧，10 年国开债收益率下行幅度超过 100 个基点。货币政策方面，中国央行也并没有选择跟随美国的加息周期。相比于维持人民币汇率稳定，央行倾向于选择先行解决国内经济矛盾。因而在中美利差走窄的同时，外汇市场上人民币贬值较为剧烈。

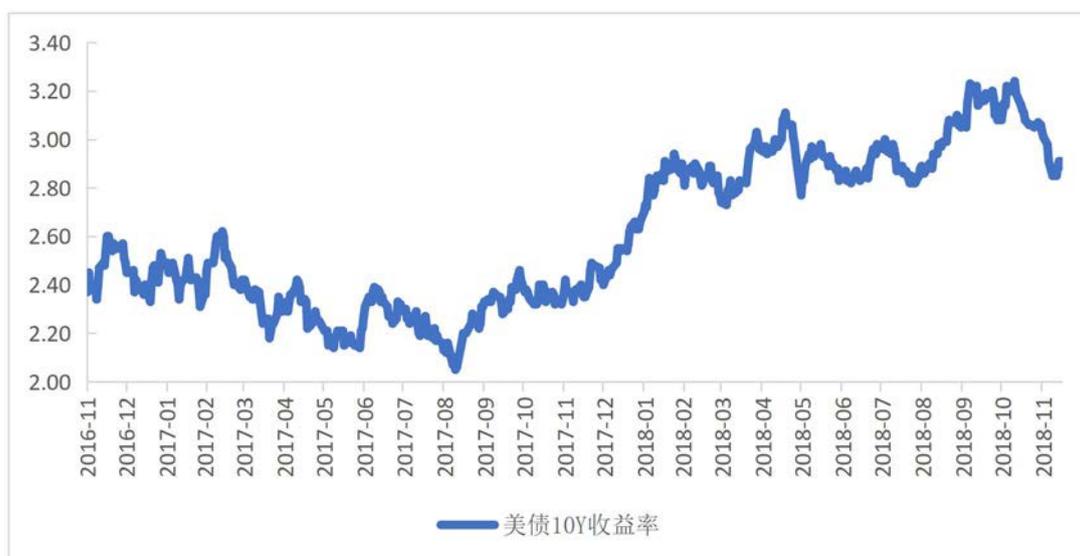


图 47 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

中美利差走窄的趋势, 在 2019 年大概率会趋于缓和。如图 45 所示, 中美利差基本上与两国经济相对强弱呈现负相关关系。2019 年, 中国经济虽然难见好转, 但在进入整体防御期后, 下滑速度有所放缓。而在另一边, 美国经济则蕴含巨大的风险。美国经济在 2019 年的调整幅度很可能高于中国经济, 从而导致中美利差收窄压力消失。

(二) 中美股票市场

1. 2018 年, 美股市场“完美倒 V”迎来拐点。在《展望》中, 预判 2018 年上半年, 税改因素将导致大量美元回流美国资本市场, 造成股价上涨, 但由于美联储年内加息缩表进程的加快, 将对美股产生一定冲击, 欧美股市在下半年将迎来调整, 年内走势将呈现“倒 V 字形”, 不宜盲目看多。美股实际表现印证了这一预测 (图 48)。到 2018 年底, 美股这一轮牛市已持续接近十年时间, 成为美国历史上持续时间最长的大牛市, 自 2009 年初起算, 截至 2018 年 12 月, 标普 500 上涨幅度超过 220%。然而, 相比

于 2017 年气势如虹的主升段，2018 年美股上涨态势有所放缓，并多次发生剧烈回调。2018 年 2 月上旬，三大股指连续下探，标普 500 在短短 5 个交易日内跌幅深达-8.54%。2018 年 10 月，三大股指再次暴跌，标普 500 一路从月初 2920 点附近，迅速下探至月底的 2600 点附近。虽然年内在特朗普“美国优先”和“减税”政策的刺激下，美股在年内经历过一波短期上涨，并在 9 月中旬达到高潮，但随后发生在 10 月的暴跌以及 11 月、12 月的宽幅震荡，已经侵蚀掉美股 2018 年全年的上涨成果，美国股市大周期趋势性回落难以避免。

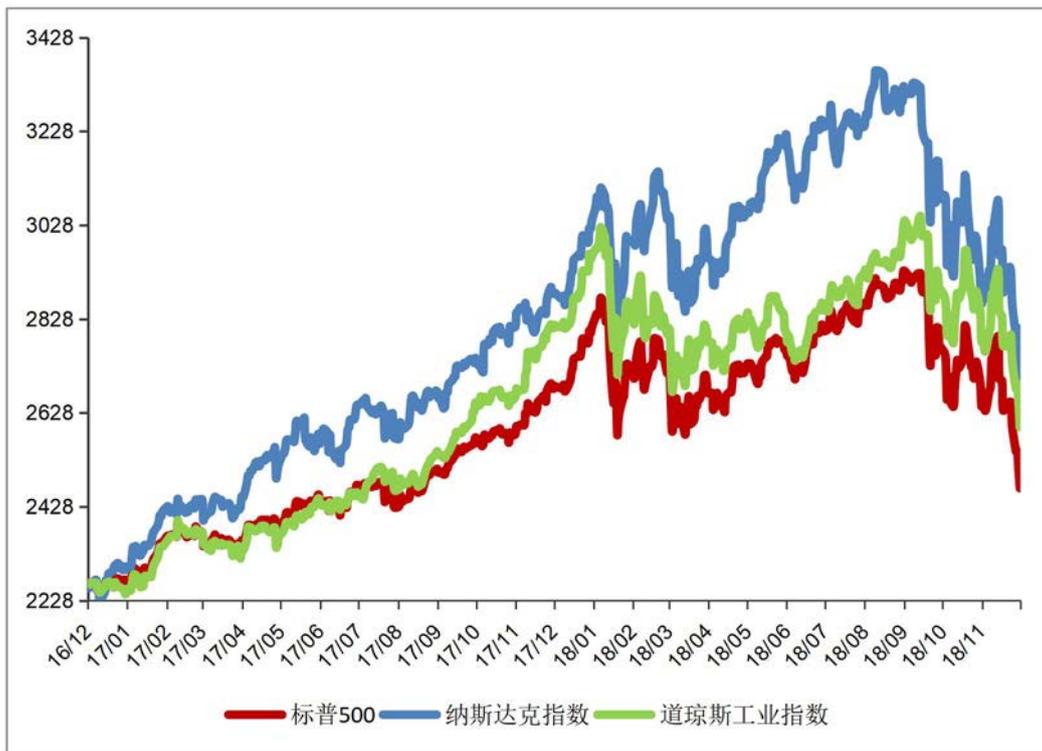


图 48（数据来源：WIND、太和智库数据库）

2. 2018 年，美股“牛市”逻辑已变。美国史上持续时间最长的牛市得以形成，固然有美国经济在 2008 年后稳步恢复且强于其他发达国家的基本面因素，但在历次牛市中，美国的经济基本面得以修复，或者经济相对于全球其他国家经济表现出更强的韧

性等传统上涨逻辑一直存在，单纯的基本面因素很难解释为何本轮牛市持续时间最长。本轮牛市之所以更为强劲，究其原因，最根本的推动力源自于金融危机后美国宽裕的流动性。2008年初，美联储的资产规模只有不到1万亿美元，但为了在低息环境下有效释放流动性，达成修复业已千疮百孔的实体经济和金融市场的目的，美联储自2008年起连续启动了三轮量化宽松政策，通过购买长期国债和政府支持资产抵押证券的形式，向市场注入流动性。三轮量化宽松过后，美联储的资产负债表扩张到了4.5万亿左右。美联储通过扩表所投放的基础货币，在经过金融系统的放大作用后，向市场最终投放的货币总额超过30万亿美元。除此之外，由于美联储大量购买长期国债，长期收益率被压低，金融部门与实体部门的长期融资成本也随之下降。融资利率的下降，使得流动性环境进一步宽松。然而，社会经济在一定时期所能发挥的最大生产力，除了资本方面的因素外，也受限于人力、技术等其他因素。因此，在短时间内释放出的巨量流动性，并不能全部有效的投入到社会生产中。

而当下投资实体资产与金融资产的收益比较为悬殊，也决定了释放的流动性不可能被全部投放到实体经济当中。因此，除了实体经济之外，美国金融市场也在量化宽松政策实施的过程中，获得了巨量的“廉价货币”。量化宽松政策释放的流动性，被大量的投入到了股票市场，堆高了美股指数。另一方面，流入到实体经济中的资本，确实有效改善了美国企业的盈利能力。自2010

年起，美国经济步入了复苏期，当年 GDP 增速高达 2.5%，美股基本面得以修复。大量廉价货币充斥在市场之中，金融机构与个人不断购买估值被金融危机打压的股票，导致金融资产价格开始逐渐回升。在此过程中，不断攀升的股价和低廉的融资成本相配合，又吸引了更多资金流入美股市场，进一步推高了股价，股票市场实现了完美的“自我循环”。极度宽松的流动性，加之上市公司良好基本面的催化效用，将美股送入大趋势的主升浪中。然而在 2015 年，美国正式启动了加息进程，并在 2016 年底明显加快了加息节奏，截止 2018 年 12 月，联邦基准利率已上调 2.0 个百分点；2017 年，美联储又开启了缩表计划，预计在 2020 年底将其总资产压缩到 2.9 万亿左右。一系列的货币紧缩政策，标志着量化宽松时代的结束，市场上的“廉价货币”最终将被逐步收回。换言之，美股完美“自我循环”的基础将被逐步抽离。因此，在美联储连续加息之后，早已出现估值泡沫的美股，在基本面波动的导火索下，迅速发生大幅度的下调也并非意料之外。

其次，美国上市公司近年来的高盈利预期在 2018 年也发生了一些转变。特朗普的“美国优先”政策，以及蓄意制造的一系列贸易摩擦事件，虽然在短期内看似有利于保护美国工业，但这一逆全球化举措，导致了美国无法在全球范围内获得相对低廉的原材料，同时使得美国制造业产成品的海外竞争力下降。3M、卡特彼勒等制造业巨头均在三季度报告中表示，原材料关税将带来上亿美元的不利影响，迫于原材料成本上升的压力，企业将提高

产品定价，打压企业的盈利预期。除此之外，企业产成品定价上调，将拉高全球通胀预期，IMF 预计全球范围内通胀水平都将走高，这也进一步压缩了债务增长的空间与能力。

最后，如果说在本轮美股上涨的逻辑链条中，源动力是宽松的流动性，表象是公司盈利预期向好，那么连接两端的链条，则是债务的扩张。从居民部门来看，BIS 发布的居民部门债务偿还比率尚处于低位。但是，美股在不断上涨的过程中实现的“自我循环”，或者说，资产升值所带来的财富效应，很大程度上夸大了居民的偿债能力。实际上，美国居民已陷入沉重的债务负担，近年来，美国家庭债务与 GDP 比率在 80% 左右徘徊，远高于 57.8% 的历史平均水平。在股市财富效应的光环下，债务负担尚可维持，但债务扩张这一维系美股上涨的逻辑链条，已经相当脆弱，一旦股市出现大幅下跌，链条断裂将加速崩盘。另一方面，美国公债正在飞速增长。根据 2018 年最新季度数据，美国联邦公债与 GDP 的比率为 105.4%，公债总额是联邦年度财政收入的 600% 以上。特朗普政府的主要政治主张——减税和基建，都会更进一步推高政府赤字。庞大的公债规模相当于每个美国人再负债 6.5 万美元，远远超过美国的人均 GDP，再算上私人债务，美国人早已破产。

3. 2018 年，中国股市延续“名词市场”。受经济预期下滑、中美贸易摩擦影响，中国 A 股市场表现相当低迷，全年下跌幅度超过 20%，这与年初判断一致。而所谓的“慢牛”“改革牛”和“结

“构牛”等概念炒作最终让渡于杠杆率、企业盈利等客观指标，叠加中美贸易摩擦这一重大突发事件，中国股市大幅度下跌并非意料之外（图 49）。

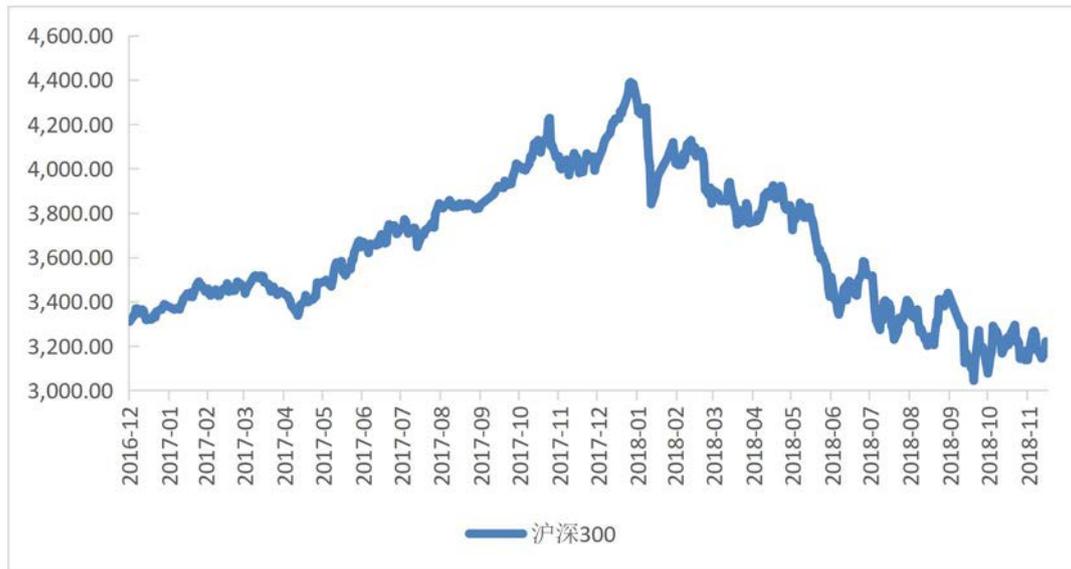


图 49（数据来源：WIND、太和智库数据库）

4. 2019 年，全球股市迎接“价值回归”。美股上涨周期已经接近尾声，但美股目前的下跌更多反映了之前不断高估股价的去泡沫化过程。如前所述，本轮美股上涨的根源在于市场上充斥着量化宽松所带来的廉价货币，那么，下跌过程大致上也应与美联储加息缩表的进程（或投资者对加息缩表的预期）亦步亦趋。从 12 月的情况来看，美联储的加息进程相对比较谨慎，其决策也受到了加息速度对于实体经济以及资本市场影响的制约，换言之，加息进程虽然会成为美股下跌的主导因素，但另一方面美股走势也会影响到美联储的加息决策。因此，在地缘政治冲击有限的条件下，美股在 2019 年调头向上的概率几乎为零，缓慢阴跌的概率较高，但不能排除急速暴跌的可能性。

中国方面，中国经济在新的一年里转入较长的防御期，2018

年集中爆发的内忧外患基本在股价上得以消化，加之相比于美股市场，A股在暴跌后估值优势得以显现，对全球资本吸引力相对增大。预计A股市场2019年不会继续暴跌，走势将以低位止跌盘整为主，甚至大概率在年初出现小幅反弹。由于目前内忧外患将倒逼国内产业结构调整，在行业上倾向于选择高端装备制造业、电子通讯技术、智能家居等新兴产业，蓝筹股方面还需要时间调整。

（三）大宗商品市场

1. 原油大涨到大跌。2018年上半年，原油价格震荡上行，10月后，出现急剧下跌，一个月内从年内最高点76美元/桶，下探至50美元/桶附近。12月17日，NYMEX原油价格再次暴跌至45.91美元，跌破50美元关口。下方仍未跌至技术面支撑点，仍存在一定的下跌空间。2018年原油价格波动较大，截止12月，原油价格整体跌幅超过15%（图50）。



图 50（数据来源：WIND、太和智库数据库）

2. 黄金窄幅波动。如图 51 所示，在《展望》中预判，上半年美国经济复苏以及加息“缩表”进程加快，导致美元指数强势上涨，黄金价格回落，黄金全年呈现“V”型走势。黄金价格年内下降 6%，2018 年 1 月，黄金价格从 1316.6 点起上涨至 1357.2 点的年内最高点后，一直在高位震荡盘整，随后在 4 月进入下行通道，至 8 月阶段性跌破 1200 点后有所企稳。此后，黄金价格围绕 1200-1250 点一带窄幅波动。

2018 年，原油、黄金震荡下跌有以下几方面原因。首先，不考虑经济因素，由于美元持续强势，年内涨幅超过 5%，以美元计价的黄金、原油即便在其内在价值没有发生太大改变情况下，以结算货币所表现出的价格也存在天然的下行压力（图 52）。其次，根据以往经验来看，美元本身也被视作一种避险资产，在避险性质上与黄金、原油存在一定的替代关系。历史经验现实，在亚洲金融危机以及美国次贷危机期间，美元均有良好的表现。而在 2018 年，美元作为中美贸易摩擦的受益货币，其避险属性在其他主要国家经济低迷情况下又增添了收益属性，因此备受投资者青睐。再次，2018 年国际政治经济明争暗斗也影响了大宗商品价格。以原油为例，在限产问题上，OPEC 成员国与俄罗斯等其他主要石油出口国各怀鬼胎，无法始终保持一致。沙特以石油作为“政治资源”以争取在解决记者遇害等国际问题上得到“公正待遇”也加剧了石油价格的不确定性。在美国对伊朗实施制裁的问题上，欧盟的不配合也为原油市场走势增加了变数。

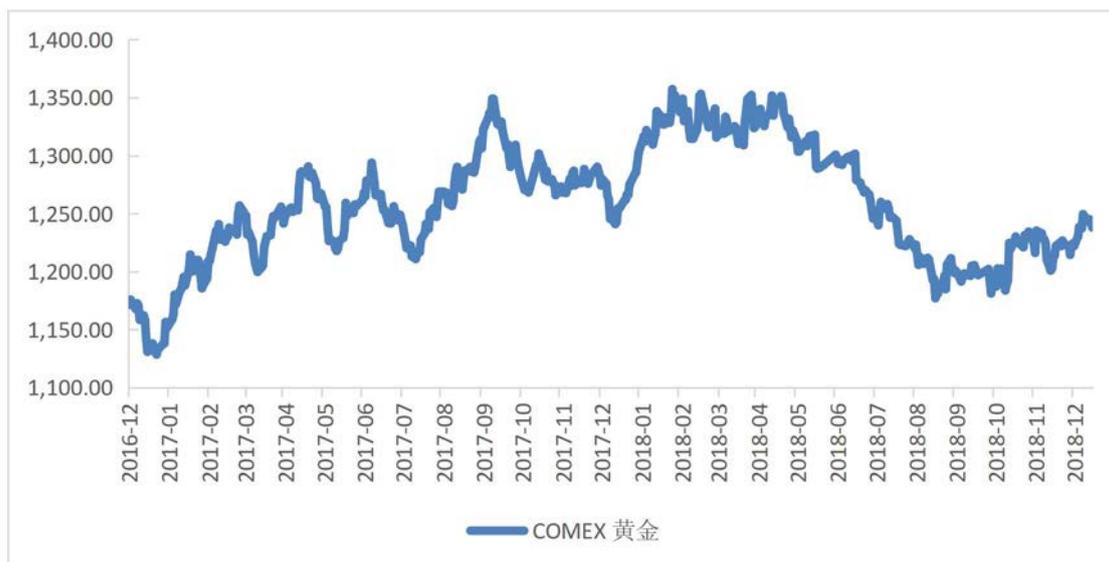


图 51 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

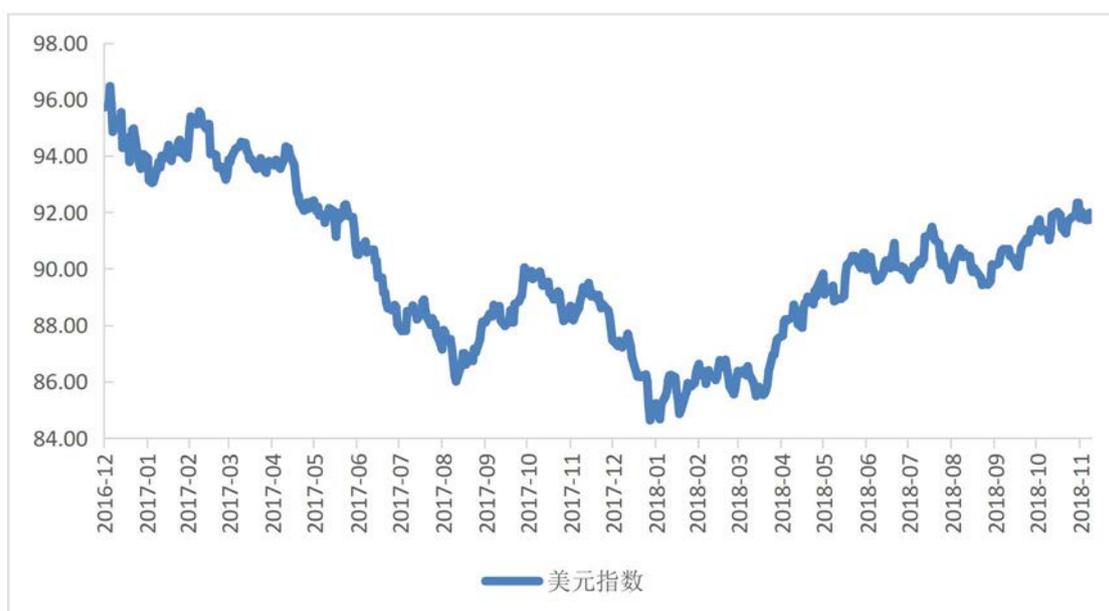


图 52 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

3. 大宗商品价格 2019 年走势或将出现分化行情。2019 年大宗市场将出现分化行情。从原油来看，原油受到地缘政治的影响大于经济基本面的影响，但二者均对原油价格产生压制。就目前情况来看，OPEC 成员国内部、成员国与其他产油国之间的利益难以达成一致，限产协作进展艰难。美国暗中打压 OPEC，但出发点确实使本国在石油供给领域多分一杯羹。受供给端错综复杂的政治因素影响，原油价格很难形成向上突破。此外，全球主要

经济体均面临加大的经济增长压力，需求难以出现较大增长。因此，原油价格在新的一年很难向上突破，全年将维持低位震荡。另一方面，黄金价格则有希望走出一波独立于其他大宗商品的上涨行情。2019年，在美元信用、地缘政治和经济下行的共同推动下，黄金等贵金属类大宗商品的避险价值将得到凸显，预计价格将冲破2018年高点，向1400点一带推进。

参与写作：中国人民大学经济学院	黄泽清
明毅博厚投资有限公司	王琛
中国建设银行总行	程瑞霖

免责声明

本文件由太和智库制作，仅供派发予太和智库特定收件人，不得作为业务招揽或相关商业活动之用。本文件的版权为太和智库所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、翻译、刊登、发表或引用。

本文件中的信息均来源于我们认为可靠的公开资料，但太和智库对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文件中的信息、意见等均仅供收件人参考之用，而不应视为出售要约、订购招揽或向浏览人士提出任何投资建议或服务。该等信息、意见并未考虑到获取任何人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。收件人应当对本文件中的信息进行独立评估，并应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本文件所造成的一切后果，太和智库及/或其关联人员均不承担任何法律责任。