



太和智库
Taihe Global Institute

太和寰宇财经月刊



张超、张家瑞

2017年2月刊 总第一期

太和智库
北京市朝阳区世奥国际中心 A 座 2208
010-84351977
public@taiheglobal.org



目 录

一、中国经济运行评析

(一) 宏观经济数据分析

1. 月度价格走势分析	1
2. 月度制造业 PMI 分析	2
3. 月度工业增加值分析	3
4. 月度工业企业利润分析	3
5. 月度固定资产投资分析	4
6. 月度社会消费总额分析	5
7. 月度进出口分析	6

(二) 宏观经济数据走势预测

1. 价格走势预测	8
2. 制造业 PMI 预测	8
3. 工业增加值预测	8
4. 工业企业利润预测	8
5. 固定资产投资预测	9
6. 社会消费总额预测	9
7. 进出口数据预测	9

二、中国金融数据点评

(一) 中国金融数据分析	10
--------------	----

(二) 中国金融政策走势预判	11
----------------	----

三、全球金融市场走势预判

(一) 大宗商品市场评析

1. 黄金价格分析	12
2. 黄金价格预测	13
3. 原油价格分析	14
4. 原油价格预测	15

(二) 全球股票市场评析

1. 欧美股市分析	15
2. 亚洲股市分析	16
3. 全球未来股市走势分析	17

(三) 全球债券市场评析

1. 美国国债市场分析	18
2. 中国债券市场分析	18
3. 中国债券市场预判	19

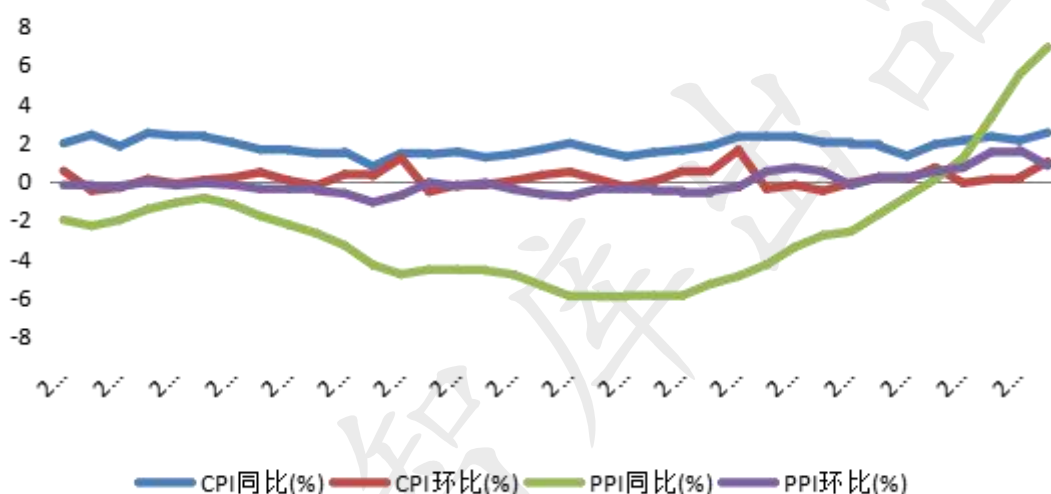
四、国际财经热点评析

(一) 美国经济悖论与减税“骗局”	21
(二) 全球金融市场酝酿大危机	28

一、中国经济运行评析

(一) 宏观经济数据分析

1. 月度价格走势分析。中国 1 月 CPI 同比温和上涨，PPI 同比大幅上涨。其中，CPI 环比上升 1%，同比上涨 2.5%，高于 3 年历史均值；PPI 环比上涨 0.8%，同比大涨 6.9%，已经连续 13 个月回升。



我们认为 CPI 走高主要受季节因素影响。1 月 CPI 同比、环比均出现超预期上涨。其中环比食品项涨幅 2.3%，非食品项涨幅 0.7%，高于往年春节期间涨幅。分项看，鲜菜、畜肉、烟草、旅游等项目价格环比大幅上涨，不过蛋类与通信工具等仍继续下滑；非食品项中，成品油价格上调带动交通水电燃料等项目环比上涨。

1 月 PPI 同比大幅回升主要原因是去年同期的基数较低。PPI 环比增长 0.8%，较上个月增速小幅回落，主要受春节期间主要工业品市场交投清淡，中上游钢价、煤炭涨势趋缓影响，但石油与天然气等能源、化学纤维品的价格涨幅扩大。

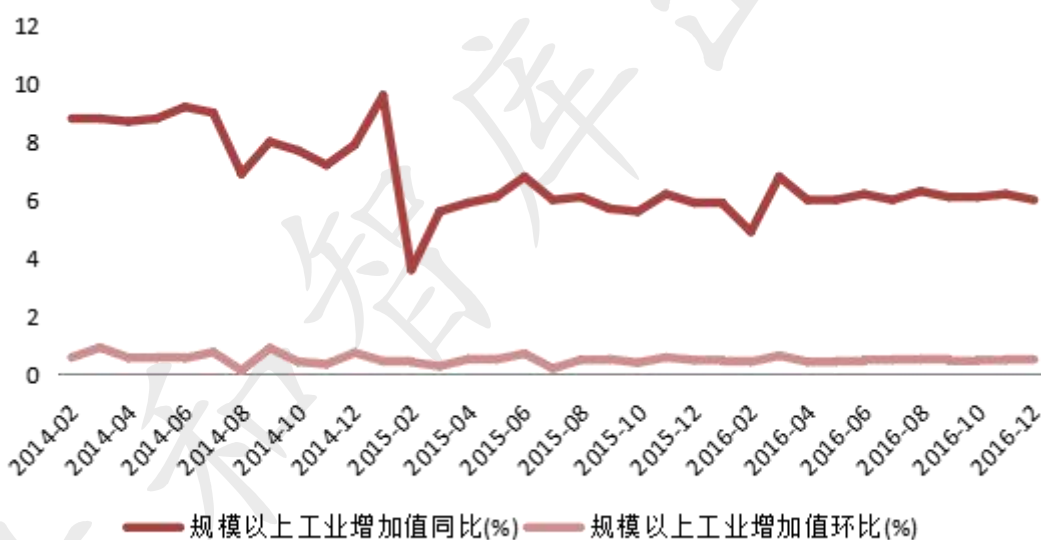
2. 月度制造业 PMI 分析。 PMI 指数小幅回落，经济短期平稳。中国 1 月份制造业 PMI 数据为 51.3%，较上月小幅回落 0.1 个百分点，仍保持在荣枯线上方，短期延续平稳态势。从分项数据看，生产指数为 53.1%，比上月下降 0.2 个百分点；新订单指数为 52.8%，比上月回落 0.4 个百分点；从业人员指数为 49.2%，比上月回升 0.3 个百分点；原材料库存指数为 48.0%，与上月持平；新出口订单指数为 50.3%，比上月回升 0.2 个百分点。



从总体趋势来看，虽然 PMI 指数已连续 6 个月保持在 50% 荣枯线之上，但主要来自扩张性财政和货币政策的滞后影响而并非经济内生动力恢复。数据显示，生产和新订单指数环比回落；新出口订单指数小幅回暖 0.2 个百分点，但特朗普上台后经济与贸易政策的不确定性使得未来外需的恢复与增长存在不确定性；从业人员指数环比小幅反弹，但仍连续 56 个月低于荣枯线。原材料库存也长期低于 50%，反映出企业去库存压力较大。随着制造业短期需求饱和、劳动力成本上涨、制造业去产能等因素共同

影响，制造业压力仍难缓解。

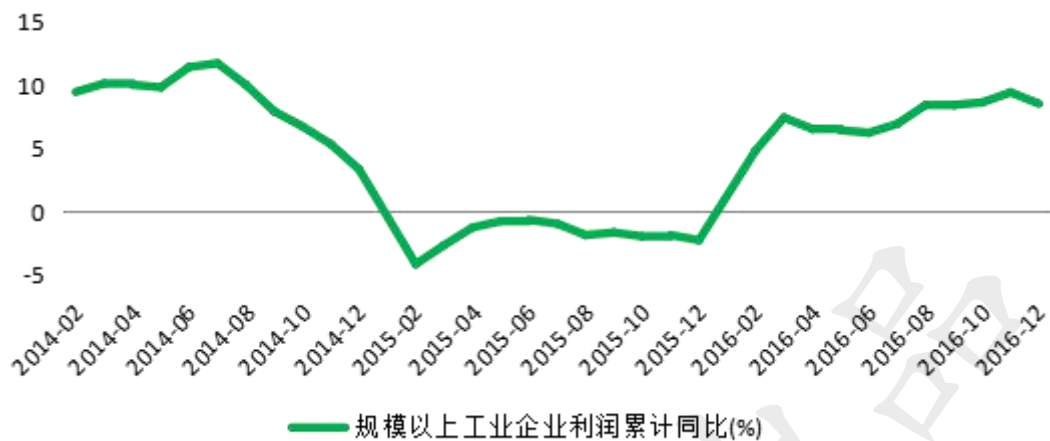
3. 月度工业增加值分析。工业增加值低位徘徊。中国 2016 年 12 月规模以上工业增加值，同比实际增长 6.0%，增速比上月小幅回落 0.2 个百分点。从绝对值的环比变动来看，12 月工业增加值比上月增长 0.46%，2016 年全年比上年增长 6.0%。分行业看，采矿业增加值同比回落 2.5%，制造业增长 6.3%，电力、热力、燃气水生产和供应业增长 8.0%。工业企业产品销售率为 98.8%，比上年同期提高 0.2 个百分点，出口交货值同比增长。



总体来看，采矿业工业增加值同比持续下降，制造业增加值同比持续增长，尤其是高新技术产业的增长成为工业增加值增长的主要推动力，表明钢铁、煤炭行业去产能、去库存正在艰难进行。不过，后文将分析，制造业整体回暖的判断还为时尚早。

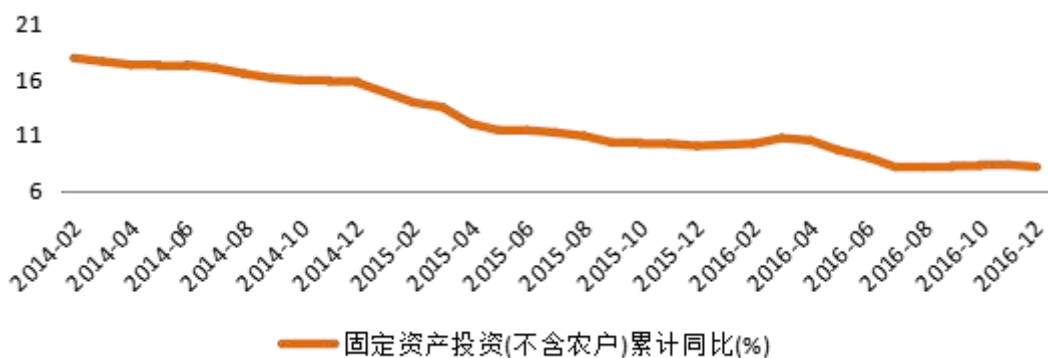
4. 月度工业企业利润分析。工业利润增速出现下滑。中国 2016 年工业企业利润总额 68803.2 亿元，累计同比增长 8.5%，

增速下降 0.9 个百分点。12 月实现利润总额 8443.5 亿元，单月同比增长 2.3%，较前值回落 2.2 个百分点。



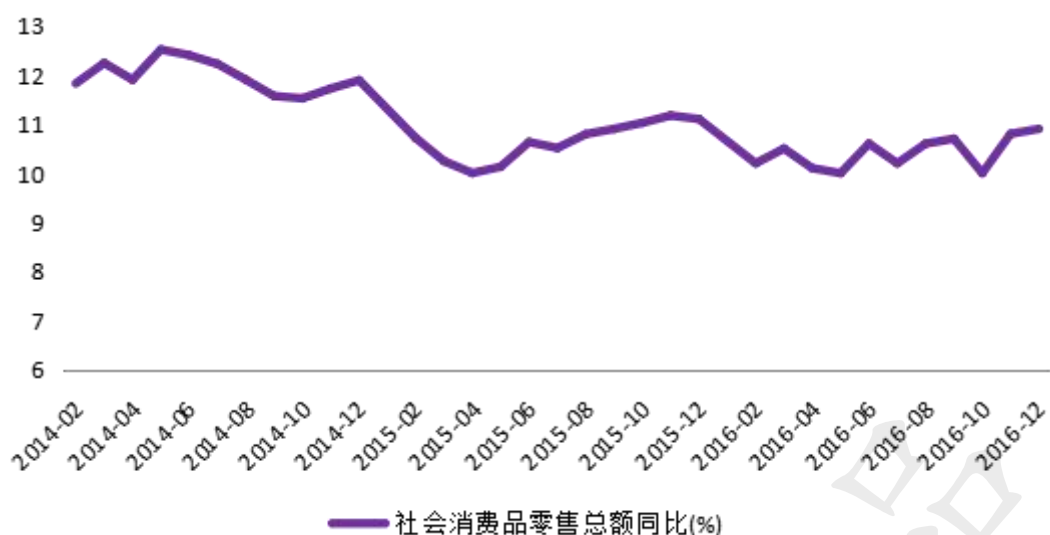
分行业来看，全年上游企业利润总体下滑，采矿业利润总额同比下降 27.5%，除煤炭开采业受价格暴涨和供给收缩影响利润大幅上涨外，其他原材料开采行业利润增速同比有较大幅度下滑；中游企业利润均有不同幅度的上涨，例如制造业同比大幅增长 12.3%；下游企业利润涨跌不一，利润总额上涨的企业多于利润下降的企业，总体同比上涨。分企业所有制看，全年国企利润同比增长 6.7%；股份制企业大幅下降 8.3%，私营企业增长 4.8%。同时，工业企业资产负债率 55.8%，比上年下降 0.4 个百分点。

5. 月度固定资产投资分析。固定资产投资仍在趋势性下滑，这和我们一直以来的判断吻合。2016 年全国固定资产投资总额，名义同比增长 8.1%，增速比 1-11 月回落 0.2 个百分点，比上年回落 1.9 个百分点。从环比看，12 月固定资产投资增长 0.53%。



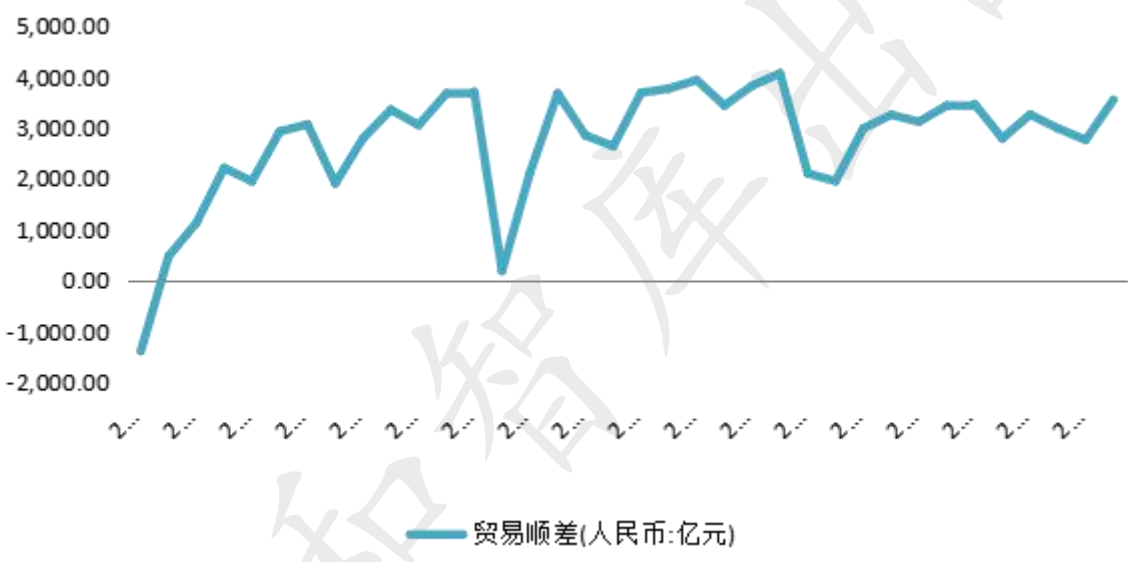
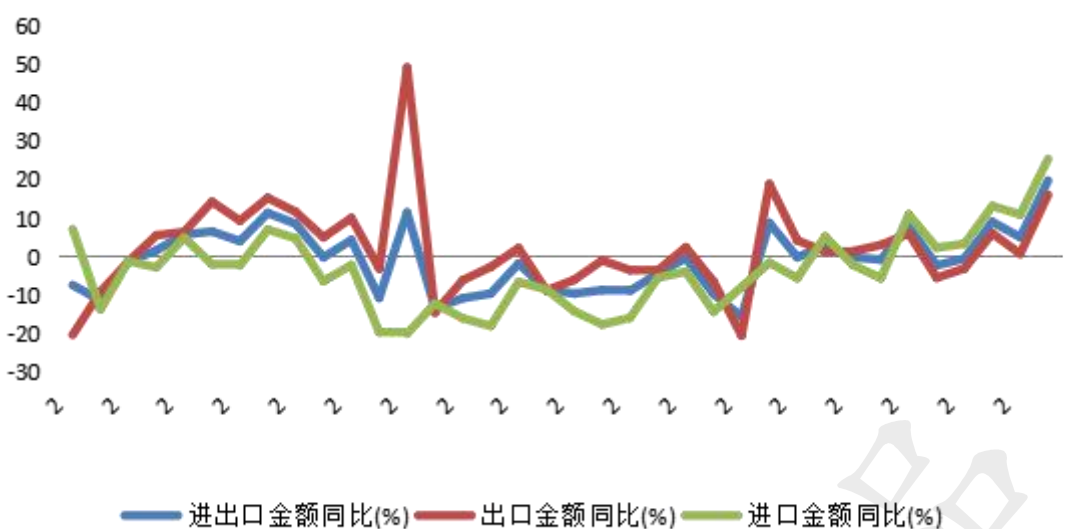
分行业看，第一产业投资增速比 1-11 月小幅回落 0.8 个百分点；第二产业投资增速提高 0.2 个百分点，其中，采矿业下降 20.4%，制造业增长 4.2%；第三产业投资增速回落 0.4 个百分点。从项目主体来看，中央项目投资增长 4.9%，12 月增速比 1-11 月回落 0.2 个百分点；地方项目投资增长 8.3%，增速回落 0.5 个百分点。从施工和新开工项目情况看，施工项目计划总投资增速比 1-11 月提高 0.9 个百分点，新开工项目计划总投资增速小幅回落 0.1 个百分点。

6. 月度社会消费总额分析。消费仍旧是经济增长的中流砥柱。2016 年 12 月中国社会消费品零售总额名义同比增长 10.9%，增速比 11 月提高 0.1 个百分点，限额以上单位消费品零售额增长 9.8%。2016 年全年消费品零售总额比上年增长 10.4%，增速回落 0.3 个百分点。



12月消费品零售总额同比增速达到2016年最高值。其中，城镇、乡村消费零售总额，餐饮和商品零售均保持同比超过10%。此外，2016年全年网上消费品零售额与上年相比大幅度增长26.2%，其中实物商品网上零售额增长25.6%，占社会消费品零售总额的12.6%。在消费升级趋势下，内需将成为拉动经济增长的内在动力。

7. 月度进出口分析。2017年1月中国进出口数据显示进出口总值为2.18万亿元，同比增长19.6%。其中，出口总值为1.27万亿元，同比增长15.9%，增速比上月大幅提高15.3个百分点；进口总值为9111.7亿元，同比增长25.2%，增速比上月上涨14.4个百分点。贸易顺差3545.3亿元。



1月进出口数据大幅超预期增长，客观上与去年同期商品价格较低、低基数等因素有关。另一方面，以美国为代表的全球经济转暖，欧洲经济数据向好，推动出口大幅增长。主要出口地区美国、欧盟、日本的出口金额分别同比增长21.9%、14.1%、18.4%，对印尼等东盟国家出口同比有较大幅度的增长，部分受惠于“一带一路”战略的推动。同时，2016年下半年以来制造业PMI持续回升、制造业工业增加值同比增长等宏观数据的回暖，也促进了进出口的增长。

(二) 宏观经济数据走势预测

1. 价格走势预测。CPI 前低后高，PPI 前高后低。春节因素过后，CPI 回落的可能性较大，三季度前将以 1.5 为轴上下波动，但随着工业品价格和原材料价格的上涨并向消费品部门传导，CPI 四季度将走高；PPI 在低基数、油价上涨、钢铁水泥玻璃等行业接棒去产能因素影响下短期内仍将维持高位，但随着刺激措施时滞效应减弱，PPI 同比增速将回落。

2. 制造业 PMI 预测。PMI 不确定性增大，未来或重新滑落衰退区间。1 月 PMI 指数显示，除去季节性因素的影响，经济短期仍处于稳定状态。内需的回暖和外需的暂时性恢复，使得制造业生产和新订单同比有较大幅度增长，经济新年开局保持平稳。但通过观察 PMI 各分项指标可以看出，制造业去库存仍任重道远。结合我们之前对制造业生产效率的分析，制造业结构性矛盾依旧突出，生产效率仍未出现明显的改善。因此，我们判断制造业仍未渡过寒冬，2017 年将比 2016 年更加困难。

3. 工业增加值预测。工业增加值持续回暖较为困难。2016 年工业表现出制造业弱复苏、经济短期企稳，以及传统行业去产能、去库存的大趋势。在未来原材料价格上涨以及下游需求疲弱的大环境下，中游工业企业利润将被压缩，预期未来工业增加值继续维持弱势。

4. 工业企业利润预测。工业企业利润反弹将有所回落。2016 年全年工业企业利润同比出现大幅增长，扭转了 2015 年工业企

业利润总额下降的局面，尤其是制造业利润总额大幅增长。但值得注意的是，2016年企业利润的大幅上涨主要受益于政府财政政策支持和2015年利润低基数，而非企业真实效益的改善。因此，经济企稳回升的基础尚不牢固，未来持续反弹不可预期。

5. 固定资产投资预测。固定资产投资长期保持下行态势。2016年8月以来，固定资产投资增速一直保持低速状态，在地方政府债务规范加速、环境承载能力不断下降、企业债务负担严苛的局面下，基建类固定资产投资将长期维持较低水平。短期看投资在年初会有所反弹，但不可持续。制造业固定资产投资和新开工项目计划投资增速虽然短期回暖，但企业的投资收益率并不高。另外，由于我国实体经济部门的债务杠杆普遍较高，企业继续扩大投资的能力也受到限制。因此，我们判断2017年企业固定资产投资将继续下滑。

6. 社会消费总额预测。消费是经济增长新兴动力，但短期内仍不足支撑中国庞大经济体量。消费增速保持高增长趋势得益于居民收入增长、电子商务等网上零售新兴业态的快速发展以及服务型消费市场的扩大。接下来，经济基础的不确定性以及金融服务业增速的回落，消费增长增速将有所回落，但仍高于投资。

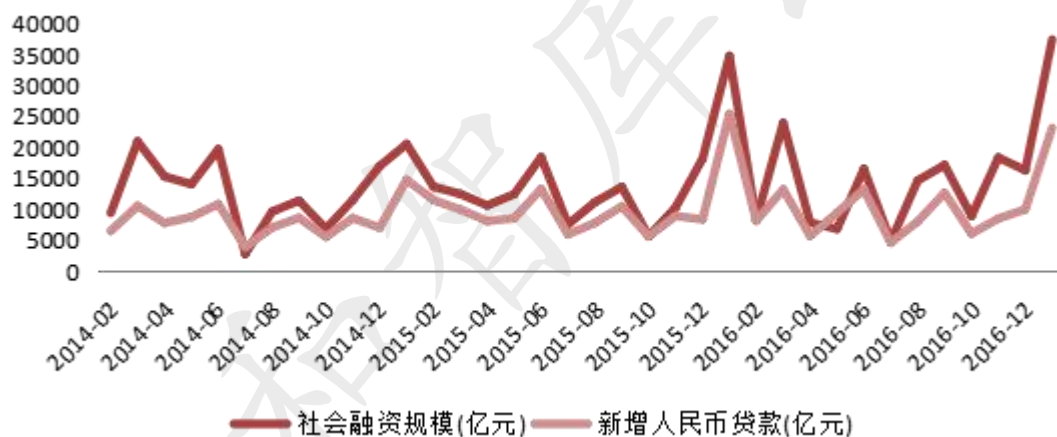
7. 进出口数据预测。中国进出口数据反弹的可持续性需要观察。尽管外需逐步恢复，但需要注意的是，与上几个月小幅动荡回升的数据相比，1月数据的大幅高涨尚缺乏稳固和持续的基础。未来基础原材料价格持续上涨与短期需求饱和将压制内外需

的恢复，再考虑到特朗普上台后保守的贸易政策、经济政策的不确定性，内外需仍然存在较大的不确定性，进出口恢复仍需观察。

二、中国金融数据点评

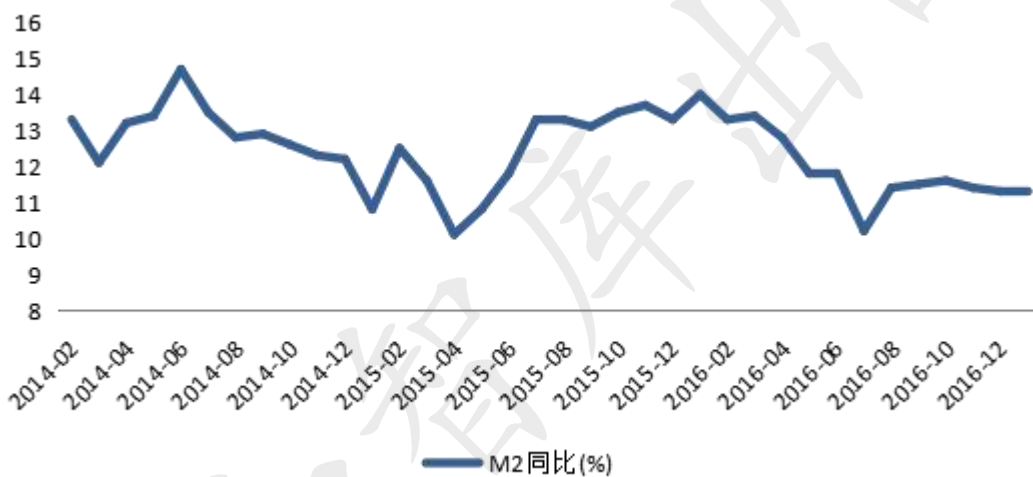
(一) 中国金融数据分析

中国人民银行公布的金融数据显示，2017年1月新增人民币贷款2.03万亿元人民币，高于前值1.04万亿元，创近一年新高；社会融资规模增量3.74万亿元人民币，高于市场预期的3万亿元，大幅高于前值，创有数据以来历史新高；M2货币供应量同比增长11.3%，与上月持平。



信贷数据反映企业融资需求回暖。1月新增人民币贷款2.03万亿，低于预期2.44万亿，主要原因在于1月春节假期贷款需求的季节性下降。从贷款结构上看，非金融企业短期和中长期贷款分别增长4331亿元和1.52亿元，维持在高位。虽然总额不及预期，但扭转了2016年下半年以来企业融资低迷的现状，表明生产积极性转暖及信贷回流加大。相比之下，表内票据大幅减少4532亿，可能与银行应对央行信贷额度的监管有关。

社融创历史新高。1月新增社融3.74万亿，同比多增2169亿，大幅高于新增人民币贷款，反映表外非标融资快速增长。其中银行承兑汇票增加6131亿元，企业债券新增融资净减少539亿元，非金融企业境内股票融资增加1599亿元，同比增多130亿元。在新增贷款低于预期，债券市场融资成本上升，票据融资额下降，货币政策收紧预期走强的情况下，社融走高或与传言央行窗口指导有关，反映企业与金融机构“预防性贷款”倾向明显。



M2增速维持稳定。1月M1同比增速为14.5%，增速比上月大幅回落6.9个百分点，M2同比增长11.3%，与上月持平。M1和M2剪刀差持续收窄。因信贷与社融走高，我们判断资金“活化”即货币乘数增高的情况将在未来三个月逐步显现，预期未来M2同比增速走高。

（二）中国金融政策走势预判

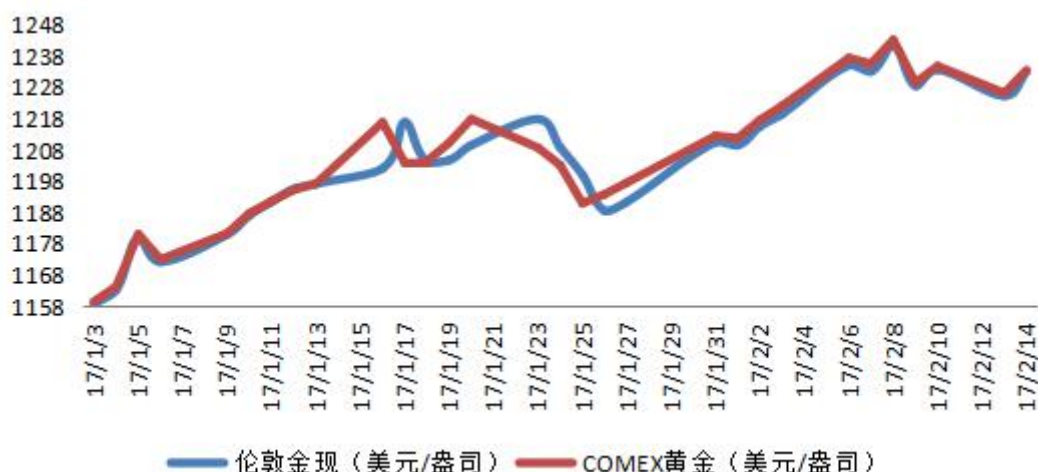
1月信贷数据虽低于预期但仍维持在季节性高位，并且从结构看，企业短期与中长期贷款环比均有较大幅度增长，企业融资需求增加，拉动经济回暖。同时，社融上升反映出经济融资需求

旺盛，在信贷规模受限、债券融资成本上升的背景下，未来非标融资将维持高位，央行调节和监管重点将进一步下移，调节社会融资总量或成为下一阶段“降杠杆、防风险”的主要任务。在此背景下，下一步央行审慎监管、去杠杆可能持续加码，货币政策短期看将维持中性偏紧，考虑到目前存续债务问题，央行货币政策基调或维持中性。

三、全球金融市场走势预判

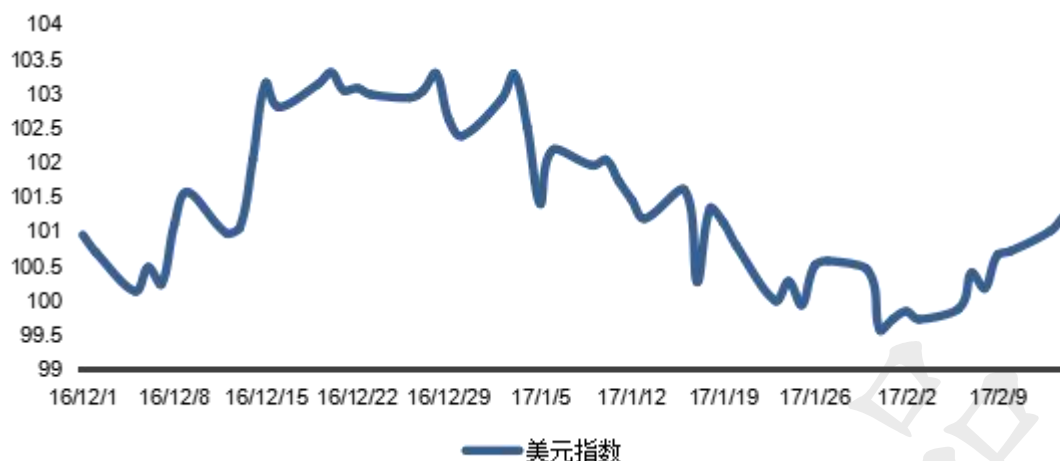
(一) 大宗商品市场评析

1. 黄金价格分析。黄金价格震荡上行。2017年1月至2月中旬，黄金价格整体上呈现出震荡上扬的趋势。国际现货黄金1月20日收盘价为1209.41美元/盎司，2月14日收盘价为1234.13美元/盎司，涨幅为2.47%；纽约商品交易所黄金期货1月20日收盘价为1199.4，2月14日收盘价为1230，涨幅为2.72%，同时，持仓量由193356手涨至271268手；上海期货交易所黄金期货的价格1月20日收盘价为271.6元，2月14日收盘价为276元，涨幅为1.75%，同时，持仓量由364202手降至296866手。2017年初，黄金价格维持上行态势。



2. 黄金价格预测。黄金价格将维持趋势性上涨态势。众所周知，作为最重要的储备资产，黄金价格与美元走势息息相关，美元的不稳定或者走弱会提升黄金对资产储备、保值的地位。特朗普从竞选美国总统开始就宣称将“美国再伟大”作为他的施政目标，其核心任务是重振美国的制造业，然而这一目标的成功实施在特朗普看来不仅意味着增加基础设施的投资、减税以及提升关税，更需要弱势美元以拓展其海外市场。因此其施政目标对美元下跌具有重要的影响，也让金融市场逐渐产生了美元贬值的预期。另一方面，尽管去年关于美元加息 2-3 次的言论甚嚣尘上，但是直到 12 月底才“千呼万唤始出来”，迟来的加息与特朗普的当选一起加深了人们对未来美国经济及美元走向不确定性的担忧，因此美元指数在短暂几日的上升后便开始连续数日的下跌。美元下跌使得其作为储值保值工具的吸引力下降，市场资金开始转向黄金市场，推动了黄金价格的上扬。尽管近期特朗普宣称即将发布减税政策，使得美元重新开始上涨，但是减税能否顺利实施、最终减税幅度以及对经济的刺激效果如何仍然存在巨大变

数。因此，中长期看美元仍将走弱。



全球地缘政治不稳定，市场风险加大。近期国际政治事件频发，全球地缘政治不稳定因素增多，国际市场风险加大。美国的“禁穆令”、“修墙”等实际政策与政策预期加大世界对美国孤立主义、保护主义的担忧。欧洲方面，英国脱欧进一步深化，英国下议院投票否决了工党议员提出的修正案，维持脱欧方案不变；法国大选引起多方关注，具有反全球化倾向的右翼势力上台可能会导致法国步入英国脱欧的后尘，使得政治不稳定因素在整个欧洲蔓延。全球地缘政治的不稳定导致市场风险加大，人们选择黄金避险的预期增加。

3. 原油价格分析。原油价格维持震荡走势。国际原油期货价格在低位震荡，尽管欧佩克（OPEC）承诺减产以提升油价，但是一方面美国原油产量有所增长，另一方面美国作为替代能源的页岩油产量增幅创五个月以来新高，这使得原油价格上涨幅度受到了限制。美国原油一直在 53 美元/桶附近震荡。

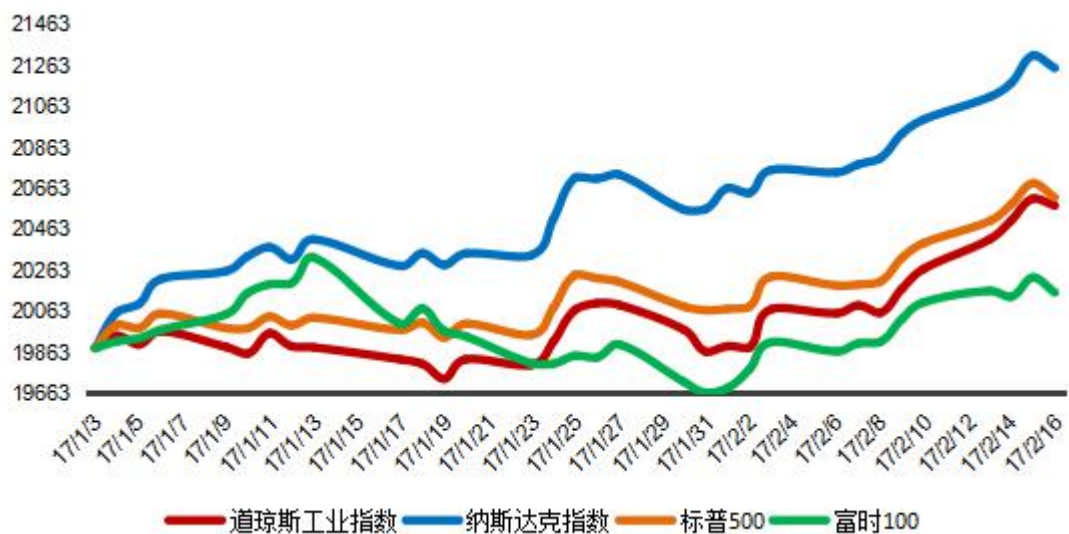


4. 原油价格预测。 贸易保护主义打压原油需求预期，原油价格宽幅震荡。贸易保护主义抬头，全球经济不稳定性增加。第一，特朗普上任后立即退出 TPP，计划重新协商北美自由贸易协定，贸易保护主义成为美国对外贸易政策主基调，这使得国际市场对全球贸易前景担忧，全球经济不稳定性增加。第二，贸易保护主义造成弱势美元，使得非美货币和黄金价格趋势上行。特朗普在任职初期就在多个场合“炮轰”多国汇率政策，指责这些国家为汇率操纵国。在这种情况下，美元弱势将提高原油价格。我们分析未来国际原油市场将在“经济基本面”与“石油美元”这两个完全反向的决定因素之间摆动，原油市场将维持宽幅震荡格局。

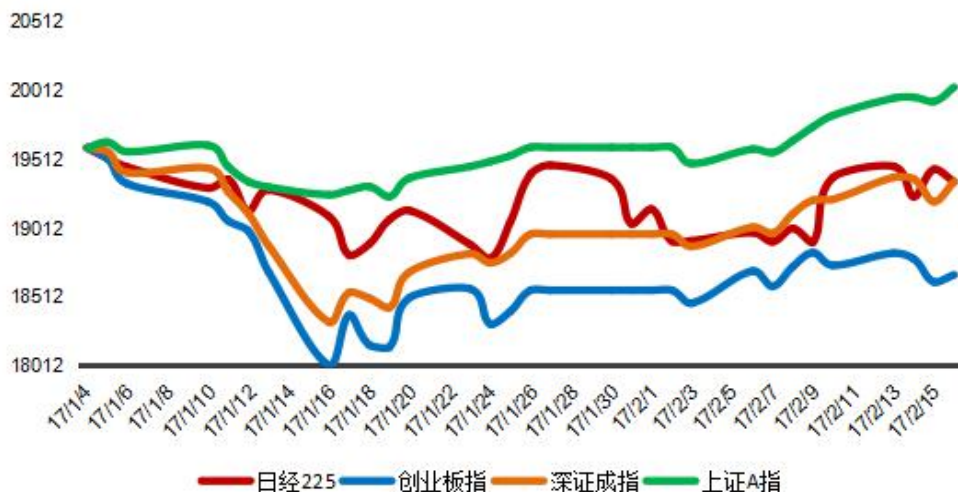
（二）全球股票市场评析

1. 欧美股市分析。 2017年1月至今，欧美股市持续走高。美国三大股票指数在25日附近达到1月份的峰值，其中道琼斯工业指数突破20000点、纳斯达克指数逼近5700点、标普500指数达到2300点。英国富时100指数也逼近了7200点。尽管特朗普上任后欧美股市出现了短暂下跌，但自2月份以来包括美国

三大股指和英国富时 100 在内的欧美股市持续走高，一举越过 1 月份的极值，上升势头强劲。



2. 亚洲股市分析。亚洲股市整体较为平稳。1月中旬，亚洲股市在急剧下跌后于1月底开始震荡调整，出现复苏的迹象。2月份以来，包括日经 225，国内的上证 A 指、深圳成指、创业板指等在内的亚洲主要股市指数均表现为稳中有升的趋势。日经 225 再次突破 19400 点，上证 A 指数和创业板指数分别突破了 3370 点和 1910 点，深圳成指也恢复到 10000 点以上。亚洲股市近期虽有回落，但整体较为平稳的态势将会继续维持。



3. 全球未来股市走势分析。我们认为，随着全球经济增长的放缓，2017年全球股市风险集中度将会在下半年显著提升。今年1月份以来全球股市整体迎来开门红，美国三大股指、欧洲股指以及亚太股指均出现上涨的趋势。特朗普在竞选时期以及上任初期多次强调要增加财政开支，同时减税并放松对金融行业的监管。在积极财政政策的预期下，美国股市表现近乎疯狂。但是以下几个因素将会使全球股票市场风险上升。首先，特朗普宣布的积极财政政策将大幅度增加联邦政府赤字，考虑到财政预算的约束，这些政策将很难落地。即使这些政策都得以实施，美国经济未必会得到根本性改善，而短期的经济刺激将以通胀作为成本。因此，下半年全球股市不容乐观。其次，美联储主席耶伦在近期曾强硬地表示美国应尽快地积极加息，并暗示在3月份就有可能加息一次。因此，随着美联储加息的逼近，市场对加息预期的升温推动强势美元，进而提升美联储与特朗普政府之间摩擦的可能性，美国政策风险导致风险资产的溃退。第三，法国、德国大选逼近，如果法国是具有反全球化倾向的右翼势力上台执政，那么其很有可能会效仿英国脱离欧盟，同时，意大利、希腊等欧洲国家的银行困境仍没有好转的迹象。因此，欧洲政治、经济不确定性的加大也会提升全球股市的风险。最后，欧美股票市场市值处于历史高位，在没有经济基本面支撑的基础上，快速加息虽然可以引导资本流入美国，但迅速提高的资金成本将导致风险偏好翻转，引起股市的大幅下挫。

综上所述，鉴于美联储加息进程的加快、国际资本流动的波动以及全球政治与经济不确定性的增加，2017年股市，特别是欧美股市，不仅不会出现大牛，反而极有可能会遭受重创，全球股市风险集中度已经显著增加。

(三) 全球债券市场评析

1. 美国国债市场分析。美国国债收益率出现趋势性上升。1月份以来，10年期美国国债收益率稳步上升，在1月26日达到了2.506的峰值。特别是最新数据显示美国1月份通胀超出预期，美联储也暗示了对加息的支持，美国国债收益率还将维持整体上升的态势。

2. 中国债券市场分析。2017年1月至2月中旬，中国债券市场各类型债券价格出现大幅波动，整体上出现了快速下跌后缓慢上升的态势，收益率也大幅走升。在利率债方面，因为1月24日央行公开市场操作上调了6个月和1年期MLF利率10个基点，引发市场对货币政策转向的预期，利率债市场收益率整体抬升。日内流动性最好的1年期国债价格出现大幅波动。随后虽有反弹，但利率债市场收益率整体抬升。在信用债方面，各等级信用债收益率也大幅走高，以5年期中票为例，AA+收益率曲线更是接近了去年12月20日5.2的制高点。



3. 中国债券市场预判。总体来说，我们认为中国债券市场将面临过“紧日子”的情况，但远不到某些机构认为的“崩溃”程度。中国债券市场经历了近3年的“牛市”，主要推动力就来自宽松的货币政策。而2017年“防风险、去杠杆”将成为债券市场的“主题词”。我们判断，在偏紧的货币政策与较弱的宏观经济基本面这

两个“逆向拉力”的牵扯下，债券收益率全年将呈现前高后低的走势。

首先，央行货币政策维持“偏紧”的状态在上半年难有改观。1月初，央行通过多种非常规货币政策工具稳定市场的流动性，而1月下旬又以提高公开市场操作工具价格的方法引导银行间利率走势，其中包括1月24日上调6个月和1年期的MLF利率10个基点以及在春节后首个交易日上调逆回购操作利率(OMO)和常备借贷便利(SLF)10个基点，多种工具的利率上升让市场对于央行调整存贷款利率产生强烈预期，并引发一场“真假加息”的讨论。我们认为央行此举是向市场释放了明确的政策信号：抬高利用流动性套利的成本，让金融机构主动降低杠杆操作而非真正加息。随着各类型金融机构监管的趋严，政策套利与流动性套利的空间将被压缩，债券市场的“杠杆繁荣”将退潮，对于债券市场的影响整体偏负面。不过降杠杆有利于市场长期、平稳、有序的发展。短期内中国债券市场因为继续降杠杆而将维持下行通道，但在杠杆率维持在合理水平后其走势将保持平稳。我们判断降杠杆周期在半年至一年左右。

第二，在宏观经济状况方面，我国经济短期走强并非内生动力恢复，经济数据走高是前期政策刺激的结果。如前文所述，虽然经济“类滞胀”对债券市场产生利空作用，但在经济整体负债率出现明显回落之前或者经济出现明显过热的情况下(我们认为这种可能性很低)，央行选用加息工具的可能性较低。金融市场中

的流动性不会被大幅度地、快速地抽离，而债券市场将是承接这些流动性的主要市场。

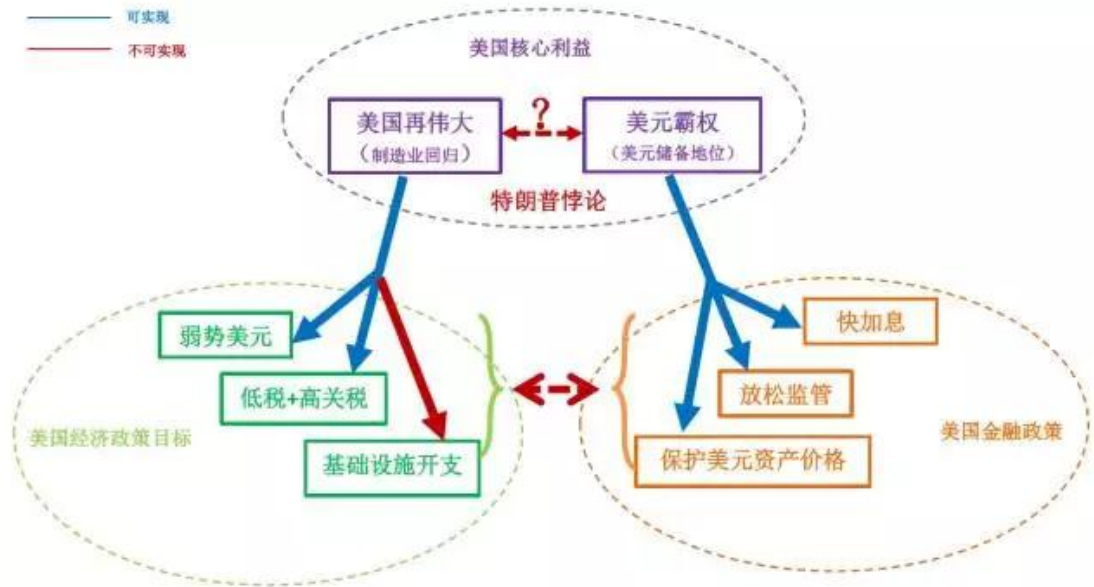
我们在 2016 年提出债券市场是中国金融市场中最大的风险点，目前看已经印证。当前债券市场的风险已经被重视，债券市场的价格也经历了一轮暴跌。在这轮调整过后，债券市场在 2017 年将回归理性。疯狂“看多”与疯狂“看空”债市都不是正确的选择。

四、国际财经热点评析

（一）美国经济悖论与减税“骗局”

特朗普上台以来推出的多项政策引来各方尤其是美国国内的一片反对之声。全面减税是特朗普竞选期间经常提及的政策目标，但他上任后却很少提及此事，吊足了市场的胃口。同时，特朗普上台打破了原有分析美国经济的大逻辑，对于全球经济的观察和分析需要重新找到切入点。

从特朗普竞选美国总统开始，他一直将“美国再伟大”作为其施政目标，而且从他就职以来一系列的政策不难看出，“美国再伟大”计划已经上升到美国国家战略的高度，其出台的一系列政策均围绕这个计划。因此，我们可以将“美国再伟大”与“美元霸权”视为当下美国的核心利益。但观察美国这两个核心利益，其中的内在矛盾却十分突出，就美国当下的政治、经济环境而言，同时实现这两个目标几乎不可能。所以我们称这种不可能为“特朗普悖论”，其结构展示如下：



如果细分，我们可以发现美国两个核心利益引出的政策取向存在以下三点不可调和的矛盾：

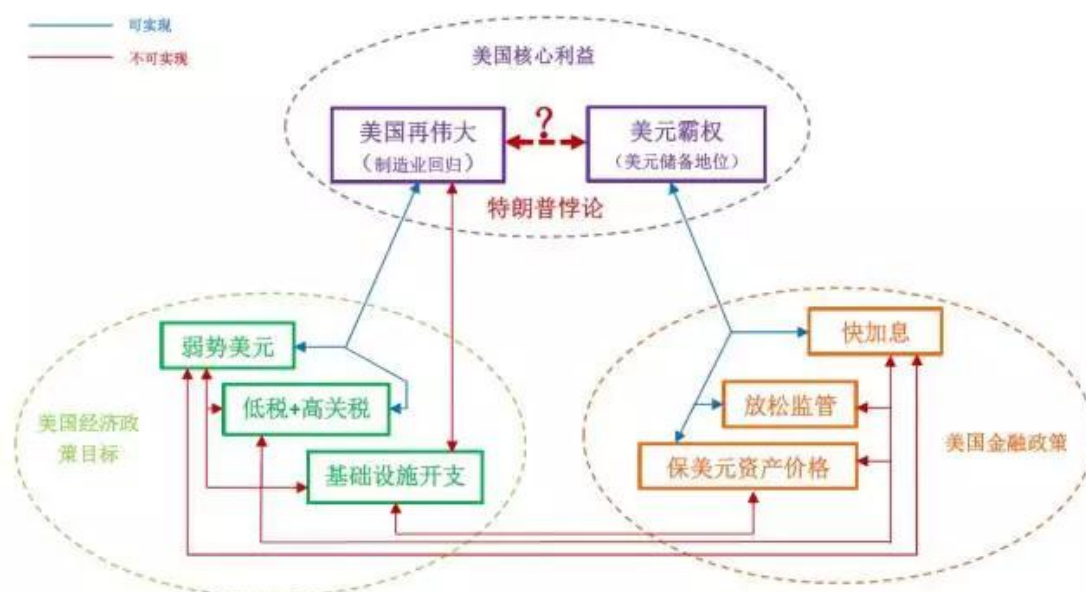
(1) “美国再伟大”计划的核心是重振美国制造业，并以实现美国传统制造业就业回升为主要目标。美国的经济政策首先以降低企业税收和提高保护性关税为主要手段，同时需要弱势美元以拓展海外市场。美国想落实这些政策需要以坚实的财政为基础，但美国联邦政府财政赤字接近 20 万亿美元，更何况政府还要进一步扩大基础设施财政支出。因此，不难发现美国的现实情况与政策出发点存在矛盾。

(2) 高关税将提高全面贸易战爆发的风险并恶化民生问题。如果美国提高关税引发贸易战，即使贸易战影响有限，高关税势必提升商品价格，尤其是不可替代商品价格，抬高通胀并压缩民众实际可支配收入，恶化美国民生问题。

(3) 政策矛盾突出。美国现行金融政策以“加息”、“放松监管”、“保护美国资产价格”为主要目标，其核心是维护美元霸权

地位，但是金融政策与经济政策存在明显的冲突。实际上，美元加息与弱势美元相悖；高关税与资本自由相悖；保护美元资产价格与扩大开支相悖。说到底美元霸权与“美国再伟大”相悖。

具体矛盾如下图：



而这种悖论产生的根源，则是特朗普推出的“美国再伟大”计划在政策选择上出现了错误。特朗普的政策不仅很难实现再伟大计划，反而容易让美国制造业蒙受更大的损失。美国制造业衰退的原因不是全球一体化和自由贸易，税收的影响也相对有限。美国制造业衰退的主要原因是“金融挤出”（详细分析请见“原文链接”）造成的资源、人才匮乏，以及贫富差距扩大导致的需求下降。只有从这个角度出发，才能实现制造业在美国重新回归。

因此，2017年我们看待美国问题，无论是美国国内经济问题、美国金融市场问题、美国社会问题、国际贸易与关系问题，都不能脱离“特朗普悖论”这个大背景。所以，以此为据分析特朗普减税计划，可以说它就是一张空头支票。

首先，特朗普减税难以真正推行。特朗普通过减税激发企业活力的计划必然建立在政府收支平衡的大前提下。虽然特朗普迄今尚未公布减税方案的细节，但根据他竞选时提出的下调个人所得税和企业所得税的计划，美国政府似乎光想着怎样花钱，而忘了如何还债。金融市场期待的“减税”需要先考虑其可行性，再考虑其对美国经济的促进作用。

我们注意到美国金融市场对特朗普的减税计划特别看好，在特朗普宣布近期将推出减税计划之后，美国股市全面走高。但我们认为这只是金融市场短暂的狂欢，原因有两点：第一，特朗普减税计划在客观上很难实现。在联邦赤字增加的基础上，特朗普到底能动员多少力量刺激经济还是一个未知数；其次，共和、民主两党很难就此减税计划达成一致，国会能否通过仍是未知数。即使减税计划得以实施，削减的税率可能达不到预期，执行的时间也会延后。

其次，美国减税有心无力。就像前文提及，政府财政的“收支平衡”是特朗普减税计划成功的基础，但目前美国政府想要“平衡”是难上加难。根据美国宾夕法尼亚大学沃顿商学院和美国税务政策中心（以下简称“TPC”）的一项预测，在未来5年，特朗普的减税计划将大幅增加联邦财政赤字，减税后美国赤字占GDP的比重将超过3%的国际公认警戒线。

表 1: 特朗普减税计划带来的联邦预算收入估计 (负号表示收入减少, 单位: 十亿美元)

项目	2017	2018	2019	2020	2021
个人所得税	-453.2	-621.5	-660.1	-695.4	-728.3
企业所得税	-91.8	-181.2	-195.3	-195.7	-200
总合	-545	-802.7	-855.4	891.1	928.3
占 GDP 比重	-2.8%	-4%	-4.1%	-4.1%	-4.1%

需要强调的是,表 1 中的估计是建立在该减税计划带来企业盈利能力增强和促进消费的理想状态基础上。众所周知,税收的增加取决于税率乘以税基,而税基来自于经济增长。如果美国实体经济达不到预期的增长速度,特朗普减税计划带来的联邦赤字可能更高。

即使我们乐观地估计特朗普的减税计划可以促进美国经济增长,但 TPC 的预估也不得不令我们重新审视美国政府的偿债能力。美国联邦政府减税导致的赤字增加将严重恶化美国联邦政府的债务偿还能力。目前美国国债余额接近 20 万亿美元。特别是 08 年金融危机以来,联邦政府债务占 GDP 的比重大幅度跳升,从 08 年的不到 40%到当前接近 80%,几乎翻了一倍。巨额的利息支付导致联邦政府每年亏损超过 5000 亿美元,而赤字的进一步增加将导致利息支付大幅上升。笔者注意到已经有主权机构大量抛售美国国债的现象,投资人避险情绪出现,美国国债收益率逐渐上升。特别是在美联储加息背景下,联邦政府的财政压力还将进一步增加。

第三,对于美国减税增效的希望恐怕也会落空。当下,美国企业税率高达 35%,在全球范围来看确实属于偏高水平。但特朗

普对企业的减税在多大程度上能刺激美国经济的增长仍是个疑问。

美国制造业发展停滞不是因为企业税率太高，而是因为美国的过度金融化和金融挤出实体经济。对实体经济而言，企业的顶层设计逐渐变成了资本的游戏，中层的研发缺乏人才（人才被金融部门大量吸走），而底层的生产被转移到了海外。顶层和中层是产生最高附加值的环节，但是由于金融挤出，这两个环节在美国增长乏力，而这并不是减税便能轻松改变的。特朗普的减税计划主要目的是让企业在美国本土生产，让企业将海外利润转移回国。但这些计划都是针对产生附加值不高的底层生产环节，即便企业将生产和海外的留存利润都转回国内，能够带来的投资和经济增长也相当有限。如果不扭转金融挤出现象，特朗普减税计划对美实体部门的提振作用有限。

企业投资的决策不仅取决于税率，还取决于市场前景、生产效率、机会成本等其他众多因素。美国金融部门的超额利润率意味着投资实体经济的机会成本增加，从而金融部门挤出实体部门投资；此外，当前美国实体部门生产效率停滞不前甚至下降，这是阻碍美国企业进一步扩大投资的另一个重要原因。同时，投资的市场前景并不会因为特朗普减税而有所改善。特朗普减税计划将带来美国联邦政府赤字增加，而为了平衡预算，当前的税负减轻一定会在未来的某个时间通过加税来补偿。在这样的预期下，类似于消费取决于永久收入的理论，特朗普减税计划并不能

有效改善投资的长期市场前景，因此也不会刺激投资的增加。这本质上正是财政政策挤出效应的一种体现。

最后，我们认为全球金融市场应该选择清醒。我们发现美国金融市场在特朗普时代变得尤其敏感，特朗普的任何一个表态都会立刻被反映到金融资产价格上。太和智库在特朗普选举获胜后就指出特朗普行情是金融市场的“狂欢”，不可持续。因此，市场要对“特朗普狂欢”保持清醒认识，因为它只是一种幻想式的自我安慰。特朗普的一系列政策充满矛盾，却又没有击中美国经济的真正痛点。所谓的“美国四万亿”刺激配合减税计划，很大程度上可能只是特朗普一种美好愿望；即便这些政策能够落地，也不会对美国经济的长期增长带来实际意义上的改观。

相比美国，中国减税正当其时。在前文分析的基础上，我们可以得出一个结论，美国减税可以说是“心有余而力不足”。美政府与其强力推动减税计划不如强力约束金融部门更加实际。但对中国而言，情况明显不同。中国有减税的空间，减税对于提振实体经济的作用也更加明显。中国和美国在减税问题上有一点最本质的不同，那就是美国的债务杠杆在政府部门，而中国的债务杠杆在实体部门。

减税降低实体企业的成本，增加政府部门的赤字。对于美国而言，实体企业并非因为负担过大而减少投资，因此减税对提高企业效益的边际作用有限。据笔者估计，即便特朗普将企业税率从 35% 降到 15%，企业减免的税赋也只占到其利润的不足 2%。

然而联邦政府的赤字已经达到警戒水平，减税将大幅度提高政府赤字的边际成本。反观中国，政府部门债务相对不高，而实体企业的债务已经超过 GDP 的 130%。很多企业借新还旧，扣除利息之后，除了新兴行业和金融领域外，大部分企业税前利润率不到 10%。减税将大幅提高这些企业的生存能力和盈利能力，改善这些企业的财务状况，同时鼓励企业投资。对于中国的企业而言，成本上升过快，债务杠杆过高，资产负债表不健康是阻碍企业进一步投资和增长的主要原因。减税能够显著缓解这些问题，重新刺激民间资本投资和吸引海外投资。而减税对于政府部门而言并不会带来特别显著的成本增加，特别是目前中国政府的财政收入很大部分来源于土地财政，而减税刺激投资增加和由此带来的经济增长也将壮大税基。因此，中国有能力减税，也应该尽快推出相关的税改政策。

我们认为，无论是特朗普的扩大基础设施投资政策，还是他的减税计划，很大程度上都是一张空头支票。因为美国联邦政府的财政不健康，而减税对于刺激美国经济的增长作用有限，将经济增长的希望寄托在联邦政府减税上是不明智的。能够让美国经济重新增长的道路只能是防止金融挤出，让实体经济效率提高，让资源流回到实体部门。任何财政政策，不论是减税还是增加政府投资基建，都不会带来长期的增长。

（二）全球金融市场酝酿大危机

1. 不足 3 个月的“特朗普牛市”结束。2016 年 11 月初，特朗

普当选后“减税”与“基建”成为市场疯狂的催化剂，通胀预期强烈升温推动美股、美元指数一路飙升，美债收益率也不断创出新高。标普 500 指数和道指分别上涨 7.25%和 9.61%，道琼斯指数更是一度突破 2 万点，引发市场投资者的狂欢。当东半球沉浸在节日的欢乐气氛中时，欧美股市的“特朗普牛市”却戛然而止。受特朗普近日移民新政的影响，1 月 30 日，美国股市三大股指一反涨势纷纷大跌，盘中美股三大主要指数一度均下跌超过 1%，道琼斯指数也再度回到 2 万点以下，基本抹去了之前三周的涨幅，欧洲和日本股市也普遍下跌。与此同时，美元指数再次跌破 100，美元/日元跌幅超过 1%，黄金大涨近 20 美元，突破 1210 美元/盎司关口，而白银、铜、石油也纷纷跟涨。

不仅如此，事实上，早在几周之前，高盛、摩根史坦利等一些华尔街大银行的高管已经开始抛售股票，不到两个月卖出了近 1 亿美元股票，超过 2006 年以来任何一年的同期水平。除大银行家以外，普通投资者也从 2 万点的牛市行情中瞬间转变风向，纷纷从美股赎回资金，迅速进入避险资产。美银美林银行最新数据分析称，1 月 23 日至 1 月 29 日这一周里，美股资金流出规模高达 63 亿美元，为美国对冲基金和指数基金在四个月来最大单周赎回规模。而德意志银行最新的一份研究报告也指出，全球经济回升势头将调头。这突如其来的美股大跌和资金外流宣告疯狂“特朗普牛市”终结，股市长期回调之路将开启。

2.“特朗普牛市”终结早有断言。事实上，特朗普当选后美股

的反弹与大跌，都不是偶然的，从美国经济基本面状况和当前金融市场的主要矛盾来看，都已经被预期到了。

“特朗普牛市”的狂欢不可能持续。特朗普当选美国总统后出台的“颠覆性政策”，可能对全球经济，尤其是全球一体化的经济进程带来非常大的挑战，也给全球的资本市场带来了非常大的不确定性。特朗普获胜之初全球资本市场反应非常剧烈，在市场重读其减税和刺激政策之后，股票市场快速止跌反弹，走出一波“V”型的反弹，而美元指数也快速反弹，债券遭到抛售，市场参与者对于特朗普可以说是信心满满。但在笔者看来，“特朗普牛市”缺乏基础且不可持续。笔者在2016年11月14日的文章《全球经济回顾与展望之美国大选与政策反思》中指出，从经济基本面和资本市场两个角度看，“特朗普牛市”都是一个短暂的“狂欢”，如果现在参与这个大“party”，将付出惨重的代价。

首先，从资本市场看，尤其是美元资产的走高是脱离基本面的“狂欢”。美国金融市场的走势更多是一种短期的情绪化表现，并不能真实地反映出美国经济和全球经济问题。从短期来说，市场对美国重建或者是说“美国四万亿”的计划存在过度解读，这些计划最终落地的程度和效果将会和资本市场的预期有比较大的偏离，就像“移民政策”引发这次股市下跌的情况一样。在笔者看来，特朗普的经济政策更多是一种“任性”的表现，还是以“口号”为主，很少综合考虑美国经济现在面临的具体情况。

另外，美国经济的深层次问题制约资本市场的走强。从某种

层面上说，特朗普上台是美国经济“外强中干”的表现。由于美国经济没有解决“金融挤出”的能力，而“金融挤出”深刻影响到美国的财富再分配，特朗普的政策如果不能解决“金融挤出”或者不曾试图解决这个问题，无论他提出的贸易政策、移民政策、经济政策乃至财政政策，都不会起到任何实质性的效果。需要强调，解决“金融挤出”问题的各种政策落地和实施需要资本市场配合，而资本市场配合又与他目前所推出的政策的出发点是相悖相矛盾的，这样一种矛盾体，在未来很难具体地实施和落实。

第三，我们似乎忽略了美国一个核心问题：联邦财政赤字与政治角力。这是制约特朗普施政的一个客观情况，不随他的主观意愿所改变。虽然共和党控制了参众两院，但是我们知道共和党控制参众两院的主要是来自于共和党的政治精英。这些政治精英与特朗普之间的政治分歧能不能弥合，这将是影响下一步美国新政策出台的速率和政策落地效果的核心因素。特朗普和美国两党的政治经营在很多理念上相悖，未来美国或将出现其政治历史上非常奇葩的现象：两党政治精英联合起来反对总统。此外还有一点，如何来平复选民之间巨大的分歧，如何在国会中争取更大的支持，这也是特朗普面临的问题。所以当市场真正冷静下来再思考的时候，或者某些突发事件刺激市场再思考的时候，“特朗普牛市”的终结似乎就是情理之中的事情。

美国未来的政策走向更趋保守。特朗普赢得这次大选的主要票仓的分布，主要来自于中低收入者，如果特朗普上台后的第一

个任期内无法缓解低收入者与中高收入者收入增长的差距，那么对他的第二个任期内的连任会有比较大的影响。而缓和这种越来越大的收入差距分化，特朗普就不得不面对“金融挤出”这样的深层次问题，但这又与其主张的放松监管相矛盾。在短期看，特朗普很有可能用极端保守的政策换取支持率，且用保守政策倒逼“金融挤出”的自我改革。

美国经济结构与社会结构矛盾给经济带来更大风险。首先，美国的结构调整是非常漫长的过程，从某种角度上说，不是美国经济结构调整来适应经济问题，而是美国的经济结构如何反映经济的问题。其次是关于分配的问题。虽然政府可以通过税收、资本利得调节这两种方式来解决，但从美国的经济结构来看，目前金融和金融服务业占据很大比重，这种自我的修复过程很难完成，需要借助一些外力，而这种外力有可能是政治上的，有可能是被动的全球大环境的改变。这种经济结构调节的节奏是否适应社会结构调整的节奏有非常大的不确定性，因此给经济带来非常大的风险。

最后，美国“金融挤出”导致了上下层社会的割裂，下层不信任上层，所以选出了特朗普。而特朗普没有执政经验，很有可能引发共和、民主两党联合反对。对于下注“特朗普牛市”的投资者，目前的风险远远高于潜在的收益，在操作上要逆情绪而动。

3. 美股和美债都不如黄金。前面的分析可以看出，特朗普带来唯一的“确定”就是“不确定性”。特朗普当选后短暂的“特朗

普牛市”是美国股市的一场狂欢，未来政策的不确定性使得美国股市蕴藏着巨大风险。至于美国国债，很可能难以继续维持过去几十年作为稳健的安全资产的角色。

我们看到特朗普胜选以来，以美元指数为代表的美国金融资产价格持续攀升，市场对于特朗普增加财政支出提振美国经济抱有很大期待，但有一个问题必须回答：钱从哪里来？我们看到从2008年次贷危机之后，美国政府的债务就开始“飙升”，2016年9月底美国国债余额已经接近20万亿美元。这意味着，如果美国联邦利率每提高0.25%，美国政府每年名义利息支出要多出近500亿美元。“旧债还不上，新债利息高”，这就是美国政府面临最棘手的问题，更何况特朗普还要再继续加大基建支出。

当下，美国国债被投资者视为无风险资产，而且投资者习惯认为美国解决债务问题的方案只有“稀释债务”这一条途径而忽略“债务违约”这个潜在风险。但是美联储加息将打破这个幻想。债务稀释的前提是“印钞”，美联储加息显然与债务稀释背道而驰。旧债已成“烫手山芋”，政府还要面对新债成本的继续攀升。特朗普会不会不按常理出牌，用违约处理美国的债务问题，对于这位“不确定性”总统，违约似乎并不是不可接受的事情。2008年席卷全球的金融危机由金融机构债务违约引发，综合美国股市的高估值，我们认为2017-2018年全球金融危机有可能重现，很有可能由股市市值的大幅调整或者美国政府违约引发！

美元作为国际储备货币的基础是美元的信用。作为现代信用

货币体系国家，美元的发行基于美国国债，美元是美国政府对美联储或者说使用美元者的负债，如果美国国债违约即意味着美元彻底没有了信用。在这种情况下，终极信用的担当只有一个：黄金。

虽然我们现在已经习惯了从“商品”或“金融资产”的角度看待黄金，认为没有利息的黄金是在美元加息周期中最先被抛弃的资产，但我们恰恰忽略了黄金最重要的属性——最终信用，尤其我们现在面临美元信用的崩溃。其实，无论是从1971年8月15日尼克松宣布放弃“布林顿森林体系”，还是1976年1月8日基于牙买加协议的浮动汇率制建立，人类摆脱黄金的货币支持都不过50年。因此，2017年，无论是美国股票市场还是债券市场，都不是投资者首选的投资品，规避风险的最佳选择就是黄金！

作者：太和智库研究员、新声代经济学者 张超
太和智库研究员 张家瑞

参与编辑：中国人民大学经济学院 黄泽清
中国人民大学经济学院 韦祎

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、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。