

“高和·2049 论坛”致力于为你发掘关于未来的洞见、高见、远见。  
我们希望与你心有灵犀，一起走向 2049

## 导读

### 特稿 >

#### 看空新兴经济体的 7 大理由

文 / Anders Aslund 彼得森国际经济研究所高级研究员

预计新兴市场经济在接下来的 10 年间，增长速度将会急剧下降，并逐渐趋于温和增长，而那些经历了本次经济危机的成熟经济体将会迎来经济复苏

### 智库 >

#### 中国债市大革命

文 / 董云峰 第一财经日报记者

从 2002 年不到 3 万亿的存量，发展到如今 26 万亿的规模，中国债券市场在过去十年经历了一番波澜壮阔的巨变

#### 移动互联网的未来和机会

文 / 赵晓光 海通证券分析师

移动互联网浪潮已经持续 5 年，它会不会很快结束？做这样一个判断，要考虑一个出发点：人的需求结束了吗

#### 欧元区贸易失衡的调整

文 / Nikolas Schöll 欧洲智库 Bruegel 研究员

欧元区国家的贸易失衡状况已经大大改善。其背后的动因是源于出口的增加还是进口的减少？是源于贸易价格的变动还是贸易数量的变动？

#### 张成泽事件将如何影响中国？

文 / 国际关系小站

朝鲜对张成泽在经济领域的过去进行全盘否定，并且映射张成泽将矿产资源廉价卖给中国

#### 泰国事件与民主制度的未来

文 / 提塔南·蓬苏迪拉克 曼谷朱拉隆宫大学安全和国际关系研究所教授、主任

从泰国到土耳其到乌克兰，执政的多数派和少数派选民之间的关系十分紧张——甚至威胁到了民主合法性本身。发酵中的曼谷危机——政治少数派走上街头意图推翻总理英拉的民选政府——便是很好的例子

出品：

高和  
GOHIGH 中国商业地产基金的领跑者

信睿  
Thinker

制作：

《信睿周报》

征订信箱：

zhangchen@gohighfund.com

预告：

下期《高和·2049 论坛 - 智库精选》  
将于 12 月 30 出品

敬请期待！



## 特稿 >

### 看空新兴经济体的 7 大理由

预计新兴市场经济在接下来的 10 年间,增长速度将会急剧下降,并逐渐趋于温和增长,而那些经历了本次经济危机的成熟经济体将会迎来经济复苏

文 / Anders Ashund 编译 / 刘兴坤

2000-2012 年,大型新兴市场经济体,尤其是金砖国家实现了持续的高速增长,这些国家经济总体的年均增长率达到 6.2%,而美国经济的年均增速仅为 1.9%。2003 年高盛一篇极具影响力的论文曾预测,金砖国家经济的超常增长将会一直持续到 2050 年。新兴市场经济体的高速增长已被广泛认可为一种新的常态现象。同时,一种新的常规观念也正在形成,即发达国家和新兴市场经济体之间经济增长正在趋于收敛,并且中国经济将很快超过美国,并主导世界经济。

然而,1981-1999 年,新兴市场经济体的发展速度却截然不同,这 20 年间的年均增长速度仅为 3.6%,而同期美国经济的年均增速为 3.4%。考虑到美国的初始经济发展水平要高很多,美国和新兴市场经济体之间并不存在任何的经济增长收敛现象。

在始于 18 世纪末的工业革命之前,世界各国的人均 GDP 水平基本相似,其中中国和印度两国因拥有庞大的人口数量而成为世界上最大的两个经济体。19 世纪和 20 世纪,三股势力使世界各国的经济发展开始出现分离。第一股势力是正面的,即产业革命。它促进了民主政治、法制、私有财产权、技术进步和教育等方面的发展,从而使在产业革命中占主导地位的国家在经济发展方面也开始领先。第二股势力是负面的,即殖民主义。殖民主义统治压抑了世界大部分国家的经济增长,并一直持续到 20 世纪 60 年代。第三股势力也是负面的,即社会主义。它使前苏联和大部分第三世界国家的经济一直处于贫困和孤立状态,并一直持续到 20 世纪 90 年代。

如果某些国家获得政治上的独立,拥有实施相同经济政策的健全政府,拥有相似的资本和资源禀赋,并采用同样的技术,那么他们之间的人均 GDP 将会再次趋于收敛。但是,要满足这些前提条件并非易事,并且即使能够满足这些前提条件,要真正实现经济收敛也需要花费数 10 年的时间。

本文假设 2000-2012 年期间,新兴市场经济增速非常快,并且足以使我们回想到 20 世纪 80 年代初期的经济形势。新兴市场经济体

在过去 12 年的高速增长既不具有持续性也不具有长久性。曾经出现的若干经济周期远远长于既存的经济周期。一是信贷周期, Claudio Borio (2012) 曾估计此周期为 15-20 年。二是商品周期,此周期在 20 世纪 80 年代达到最长,约为 30-40 年。三是投资周期或库兹涅茨周期,其与信贷周期和商品周期均有关联。四是改革周期,其与康德拉耶夫周期似乎相一致。

本文作者并非试图证明这些经济周期在新兴市场经济体发展过程中是否存在,甚至并没有讨论这些周期的持续时间。本文的讨论面临诸多限制条件:多数新兴市场经济体在这四个经济周期中的拐点处较为接近。当经济危机发生时,信贷周期、商品周期和投资周期均转入下滑周期,而改革周期却相反,转入上升周期,并且需要重新启动。新一轮改革的启动、设计和实施通常需要花费 10 年或 20 年的时间。

当经济危机发生时,信贷周期、商品周期和投资周期均转入下滑周期,而改革周期却相反,转入上升周期,并且需要重新启动。新一轮改革的启动、设计和实施通常需要花费 10 年或 20 年的时间

本文围绕以下几个方面解释了为什么新兴市场经济体高速增长的时代已结束。

1. 最大的信贷繁荣已经结束。长期以来极低的利率已无法继续维持，回归常态已是大势所趋。许多新兴市场经济体的金融体制非常脆弱，同时面临着严重的财政赤字、公共债务、经常账户赤字以及较高的通货膨胀等一系列问题。

2. 极大的商品繁荣已经结束，高价格和低速经济增长并存将会抑制需求，同时高价格将会引发新一轮激烈的供给冲击。

3. 投资周期或库兹涅茨周期已转入下滑周期。中国很高的投资率转而下降，实际利率转而上升。

4. 随着多年持续的高速经济增长，新兴市场经济体的赶超潜力已开始下降，并且在其他条件不变的条件下，经济增速开始下滑。

5. 1980-2000年，许多新兴市场经济体实施了激进的改革措施，但是在2000-2012年，却几乎没有实施任何经济改革。因此，剩余的支撑经济增长的政府潜能已经削弱。

更糟糕的是，许多新兴市场经济体政府从大萧条时期的经济发展趋势中得出了错误的结论

6. 更糟糕的是，许多新兴市场经济体政府从大萧条时期的经济发展趋势中得出了错误的结论。诸多经济思想表示，资本主义和产业政策的效果被证明优于自由市场和个人企业。因此，他们认为没有必要改良既定的经济政策，而只是一味的推进了这些经济政策。

7. 最后，新兴市场经济体单方面从发达国家不断推进的市场开放中得到诸多好处，但是并没有充分的实现双方利益互补。西方国家不断转向有选择性的区域贸易协定，而不是普遍的贸易自由化。

基于以上原因，本文作者预计新兴市场经济在接下来的10年间，增长速度将会急剧下降，并逐渐趋于温和增长，而那些经历了本次经济危机的成熟经济体将会迎来经济复苏。其中美国经济将会恢复其原有的经济主导地位，经受了严重债务危机的许多欧洲国家将会深化结构性改革，例如实施劳动市场、税收、公共行政和社会转型等政策。较高的美国债券收益和成熟经济体相对健康的经济增长将会吸引大量国际资本逃离新兴市场经济体，而进入美国以及欧盟地区。因此，2000-2012年所出现的经济收敛进程将会中断，甚至在一定程度上会发生逆转，因为发达经济体起点的富裕程度较高。美国的经济可能恢复到2-3%的正常年均增长速度，而新兴市场经济体总体的年均增速将会从6.2%下降到4%。

如果“西方国家”的范围不断扩大，那么新兴市场经济体要实现经济赶超将变得更加困难

如此一来，根据当期汇率核算的GDP，全球经济收敛进程将会终止10年，因为如果新兴市场经济体要想实现对发达经济体的赶超，其经济增长速度必须达到发达经济体增速的2.65倍。否则，西方经济体将会像20世纪80年代那样，重新主导全球经济增长。相反地，根据购买力平价核算，2012年发达经济体和新兴市场经济体在全球经济发展中平分秋色，因此发达经济体必须实现与新兴市场经济体一样的经济增长速度，实际上这几乎是不可能实现的。问题是“西方国家”是如何界定的呢？IMF的定义排除了欧盟目前成员国中的8个国家以及大部分先进的拉丁美洲经济体。如果“西方国家”的范围不断扩大，那么新兴市场经济体要实现经济赶超将变得更加困难。

这并不意味着全球经济增长的收敛进程就此结束了，而只是说这一进程出现了间断。并且这一间断一旦发生，将会持续多年。同时，新兴市场经济体正好借此机会来改变政治体制，重整经济政策，缓和公共财政危机，加强政府职能，并实施一系列结构性改革。这都会任重道远。如果他们能够在这些方面取得成功，并且贸易和金融自由化仍然继续，那么新兴市场经济体将有机会实现真正的赶超。

(本文原题为“Why Growth in Emerging Economies Is Likely to Fall?”，作者为彼得森国际经济研究所的高级研究员。原文于2013年11月刊于PIIE网站。)

智库 >

## 中国债市大革命

从 2002 年不到 3 万亿的存量，发展到如今 26 万亿的规模，中国债券市场在过去十年经历了一番波澜壮阔的巨变

文 / 董云峰

十年前，我国债券市场全年发行量在 1 万亿元左右，交易量 10 多万亿元；十年后，年度发行规模达到 8 万亿，交易量超过 240 万亿元。在社会融资结构中，信用债占比从不到 2% 上升到 14%。

在市场体量实现飞跃的同时，其内涵亦发生了重大变化。随着短期融资券、公司债、中期票据、超短融、定向工具、中小企业私募债和资产支持票据的相继涌现，中国债券市场初成体系，信用债迅速上位，市场结构逐步向发达经济体靠拢。

随着基金、保险、证券公司以及非金融企业等其他投资机构活跃地参与债券市场交易，商业银行不再独自“扛起”市场的信用风险，日益多元化的投资者结构，使风险在不同金融机构间实现了有效分散。

债市崛起，极大提升了中国金融市场的系统重要性，打破了银行体系一统天下的格局，同时加速了利率市场化进程，完善了货币政策传导机制，最终改写了中国金融版图。从这个意义上讲，债市崛起亦是一场不折不扣的金融变革。

债券市场超越股票市场，成为直接融资的中流砥柱

透过十年的金融生态巨变，直接融资逐渐成为新常态；债券市场超越股票市场，成为直接融资的中流砥柱；公司信用类债券逐渐取代政府债券，成为债券市场的主流；银行间市场变身债券市场主板，交易所市场相对边缘化；中国人民银行通过交易商协会，基本奠定了其在债市的主导地位。

这是市场的胜利，以注册制为核心的市场化管理方式战胜了行政管制。某种程度上，这十年来的监管竞争，无意中引领了监管创新的风气之先；以央行推出短融为开端，备案制与注册制逐渐成为债券市场的主流，成为大扩容的重要基石。

整体而言，提升直接融资比重的大趋势、多头监管之下的竞争，以及金融危机带来的跨越式发展良机，可以被视为引爆这场债市革命的主要推手。

遗憾的是，十年后，中国债券市场仍未能褪去政府信用的本色，政府债券与准政府债券占比过半，国有企业在信用债市场占据绝对优势，尤其是地方政府融资平台债券（城投债）规模日渐膨胀；受此影响，债市至今尚无一起实质性违约案例，政府兜底一再上演，严重扭曲了投资者的信用风险意识。

不仅如此，债券市场的挑战还在于制度环境与基础设施远未完善，监管统一知易行难；投资者不够多元化，风险仍主要积聚于银行体系；产品创新远远不足，尤其是衍生品匮乏，风险对冲机制缺位，蕴藏着重大的系统性风险隐患。

所谓“行百里者半九十”，对蓬勃发展的中国债券市场而言，道阻且长，真正的考验尚未到来。

### 短融破局

回顾十年债市变迁，2005 年无疑是一个重要节点。

这一年，短期融资券横空出世，打破了企业债停滞不前的局面，拉开了信用债

市场大爆发的序幕；这一年，央行允许包括商业银行在内的所有机构投资者投资企业债券，为银行间债券市场的发展奠定了基础；这一年，国家开发银行与建设银行率先开启信贷资产证券化试点大门。

在此之前，领导层正式定调发展债券市场，为这场即将到来的债市盛宴创造了前提。

2003年10月，中共十六届三中全会通过了《关于完善社会主义市场经济体制若干重大问题的决定》，明确提出要大力发展资本市场，“积极拓展债券市场，完善和规范发行程序，扩大公司债券发行规模”。

紧接着，国务院在次年初出台了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，进一步提出将“扩大直接融资”作为首要任务，“鼓励符合条件的企业通过发行企业债券筹集资金，改变债券融资发展相对滞后的状况，丰富债券市场品种，促进资本市场协调发展”。

最早启动的是商业银行次级债，2004年7月，中国银行在银行间债券市场公开发行了我国第一只次级债；当年10月，证券公司短期融资券率先开闸；当年底，泰康人寿发行了我国第一只保险机构次级债，国开行则发行了第一只政策性银行次级债。

2004年末，央行发布《全国银行间债券市场债券交易流通审核规则》，此举为企业债券在银行间债券市场上市扫清了障碍，也为银行间发展为债市主板打下了重要基础。

2005年4月，央行、银监会颁布实施了《信贷资产证券化试点工作管理办法》，资产证券化序幕正式拉开。当年末，国开行与建行作为第一批试点单位分别成功发行了第一期贷款支持证券。

真正具备划时代意义的是，2005年5月，中国人民银行发布实施《短期融资券管理办法》，允许符合条件的企业在银行间债券市场发行短期融资券；短融期限不超过1年，放开了发行主体限制，取消了额度审批，利率由企业和承销机构协商确定。

作为国内首个无担保、市场化发行的信用产品，短融填补了信用债市场短期品种的空白，受到了企业的热烈欢迎。很快，华能国际、国家开发投资公司、五矿集团、振华港机和中国国航5家企业共109亿元短融率先在银行间市场亮相，发行成本均远低于贷款利率。截至当年末，在7个多月的时间里，短融发行量突破1400亿元，

是全年企业债发行量的两倍以上。

### 短融的崛起推动了一场姗姗来迟的企业债新政

“企业短期融资券闸门的打开，对于中国金融市场特别是货币市场的意义深远，将带来许多变革性的影响。”在当时一篇题为《星星之火，可以燎原》的研究报告中，现任第一创业证券研究所副所长的王皓宇如是说。

同样影响深远的是，央行主动放松行政管制，采取备案制的发行管理方式，将短融审批时间缩短至20个工作日以内，这为后来交易商协会实行注册制埋下了伏笔。

不仅如此，短融是我国第一个定位于场外市场的信用债品种。在此之前，银行间债券市场主要品种为国债、央票和政策性金融债，其他债券品种极少，机构投资者以配置为主，往往持有到期。短融向银行间债券市场注入了久违的新气息。短融开闸，还标志着商业银行投资银行业务的重大突破，商业银行自此开始涉足债券承销业务，加速了其混业经营的步伐。随着债务融资工具的爆发式增长，商业银行很快击败券商成为债券承销的主力军。

2005年10月，高盛高华在京举办了“中国债券市场发展高峰会”，央行行长周小川在会议期间细数了中国债券市场发展设计的“十二大失误”。他表示，一直以来，我国发展债券市场的思维主线还是计划经济思想，无论是发行的审批、定价还是出现问题的处理方法，都是行政性的，市场发挥的作用相当有限。周小川指出，

真正具备划时代意义的是，2005年5月，中国人民银行发布实施《短期融资券管理办法》，允许符合条件的企业在银行间债券市场发行短期融资券

我国债券发行面向散户，而不是像国际上信用债的做法——主要面向有分析能力的机构投资者；散户往往缺乏足够的市场分析能力，风险承担能力较差。

在此思路下，当年底，央行宣布允许包括商业银行在内的所有银行间债券市场投资者投资企业债券，同时简化企业债券交易流通事前审核为核准制。央行希望借此加快企业债券市场向合格机构投资者参与、以场外市场为主的正常轨道转变。

这是一次立竿见影的变革。商业银行掌握了我国金融体系绝大部分资金，是银行间债券市场的主力买方，放开其投资企业债券，令银行间债券市场吸纳信用债的能力迅速放大。从2006年开始，发改委主管的企业债几乎全部将发行场所从交易所转移到了银行间，交易所债市逐渐萎缩。

2006年，爆发了著名的“福禧事件”，为中国债券市场投资者第一次敲响了信用警钟。一位经历过那次危机的债券私募人士事后称，尽管福禧事件可谓这些年债市第一起兜底，但一旦其演变为无序违约，不仅短融会前途未卜，后续的中票、超短融和定向工具等创新品种亦将很难问世。

无论如何，央行发展债市的第一步，总算有惊无险地走了过来。截至2007年末，共有316家企业累计发行短融7693亿元，余额3203亿元。

### 企业债维新

回顾债市十年变迁，短期融资券一经问世便获得了市场的热烈反响，并激发了证监会与发改委对债券市场的兴趣。证监会在两年后推出了公司债试点，但不久就陷入了停滞。

与此同时，短融的崛起推动了一场姗姗来迟的企业债新政。发改委通过这场维新，避免了企业债被边缘化的危险，至今仍在信用债市场占据举足轻重的地位。

正如第一创业证券研究所副所长王皓宇在2005年指出的那样，已发短融的企业在财务上将形成强烈的“示范效应”，带动相当一部分高信用企业离开银行信用，参与短期直接融资；并对中长期企业债的管理制度形成“倒逼”，迫使管理层不得不早日放开企业债的发行。

回望历史，1987年，国务院发布《企业债券管理暂行条例》，我国的企业债券市场自此走上正轨，由国家计委与央行主管。1993年，《企业债券管理条例》出台，确定企业债实行发行计划规模管理和实质性审批。1998年，央行颁布《企业债券发行与转让管理办法》，提出“企业发行债券应提供保证担保”。

从1999年起，央行基本退出企业债管理，由国家计委全面负责企业债的额度安排与监管发行；2003年，新成立的国家发改委承继了企业债主管权力，具体事宜由财政金融司负责。

2004年6月，发改委颁布了《关于进一步改进和加强企业债券管理工作的通知》，进一步要求，发行人应当切实做好企业债券发行的担保工作，聘请其他独立经济法人依法进行担保。自此之后，商业银行为企业债提供担保成为常态。

在担保人为企业债背书的情况下，债券评级实际上变成主要是为担保人评级，定价也是为担保人的信用定价。由于银行是主要担保人，信用风险重新集中到银行体系，不利于企业债市场的长远发展，更无助于改变债券市场长期以政府信用为主体的失衡状况。

“说起来挺好笑的，当时商业银行往往以一级分行的形式进行担保，于是投资者就根据分行所在地的经济发展水平来挑选债券。”一位从业逾10年的债券投资经理回忆说，“即便是国有大行，其西部地区分行担保的债券，就明显不如东部沿海分行担保的好卖，虽然它们最终的担保责任都指向同一个法人。”

在此期间，企业债的监管方式基本没有摆脱《企业债券管理暂行条例》的框架，保留了浓厚的计划经济色彩，发行人高度集中于大型央企，担保要求一再强化。其

结果是，企业债发行规模始终维持在较低水平，2002～2004年，企业债年度发行规模一直维持在300多亿元的水平，2004年底的存量仅为1200多亿元。

在朝气蓬勃的短融市场的刺激下，从2005年开始，发改委显著加大了企业债发展力度，当年发行额度较上年翻番至654亿元，2006年增至995亿元，2007年更是跳升至1719.86亿元。

与此同时，企业债去担保渐趋滥觞。在此之前，监管者、发行人与投资者均习惯于以银行担保与企业互保为主的企业债。然而，正如央行行长周小川所总结的那样：行政性要求企业发债必须要有银行担保，而一旦银行进行了担保，就不是典型意义的企业债了。

这一变化始于2005年底，当时中信集团在银行间市场发行了90亿元企业债，在募集说明书中，发行人并未提及银行担保，被视为企业债无担保发行的第一次试水。不过，鉴于中信集团鲜明的金融背景，这只企业债接近于金融债，还不能称为完全意义上的无担保企业债。

直到2006年5月，长江三峡总公司公开发行人30亿元企业债，采取无担保方式，被认为是中国第一只真正意义上的无担保企业债，标志着企业债市场迈出了信用定价的第一步。

在美国次贷危机日益显现之时，2005～2007年企业债市场的大跃进，引发了银监部门对外表风险的担忧。2007年10月，银监会下发《关于有效防范企业债担保风险的意见》，要求各银行一律停止对以项目债为主的企业债进行担保。

证监会出手了。2007年9月，长江电力40亿元公司债作为首单成功发行，轰动了整个资本市场。这是我国第一个市场化的中长期信用债品种。

在重重挑战面前，发改委终于迈出了变革的步伐。2008年1月，发改委颁布《关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》，将先核定规模、后核准发行两个环节，简化为直接核准发行一个环节；票面利率则由企业根据市场情况确定，取消了不得超过存款利率40%的规定。

上述债券投资经理称，“当时企业债发行人主要是央企，风险很小，担保本身流于形式，只要大家都不搞担保，投资者也就习惯了。”

尤为重要的是，发改委正式放行企业发行无担保信用债券、资产抵押债券和第三方担保债券。自此，无担保企业债迅速成为主流，企业债挣脱了束缚其发展壮大重要桎梏，从而重获新生。

### 协会登场

真正令中国债券市场发生质变的，是交易商协会的出现。

在短短5年时间里，交易商协会后来居上，将银行间债券市场打造为中国债券市场的主板，其所主管的债务融资工具则成为中国信用债市场的主力。去年全年，债务融资工具共发行2.6万亿，存量规模达到4.2万亿，远远超过企业债与公司债。

近年来，交易商协会逐渐成为金融街上“炙手可热”的机构。越来越多的人意识到，这个协会拥有非同一般的影响力。

2012年8月末，一向低调的交易商协会举行庆祝成立五周年座谈会，央行行长周小川发表讲话指出，交易商协会成立后，坚持市场化方向推动银行间市场发展，对于促进我国银行间债券市场乃至整个金融市场快速发展发挥了重要作用。

“当年谁会想到协会能够做得这么大呢？”多位债券市场资深人士向本报记者感叹道，“回过头来看，交易商协会的出现，可以说开启了中国债券市场的新纪元。”

交易商协会的全称是“中国银行间市场交易商协会”，其英文名称National Association of Financial Market Institutional Investors(缩写为NAFMII)意

在短短5年时间里，交易商协会后来居上，将银行间债券市场打造为中国债券市场的主板，其所主管的债务融资工具则成为中国信用债市场的主力

思更直观，即为“中国金融市场机构投资者协会”。

1997年，由于交易所市场国债违规回购造成系统性风险，国务院下令商业银行集体退出交易所，之后央行在外汇交易中心的基础上成立了银行间债券市场，并逐渐引入了非银金融机构与非金融企业法人。不过，直到短融问世和放开商业银行投资企业债券，银行间债券市场才迅速做大。

那么，央行为何在2007年成立交易商协会？官方解释是，此举为了弥补市场自律组织缺位。然而，一些业内人士猜测，原因不止于此，在短融迅速崛起之后，央行作为货币当局直接管理债券市场受到争议，并招致了来自其他监管部门压力，迫使央行不得不作出妥协。

2007年9月3日，交易商协会正式挂牌。周小川当日郑重表态：今后凡是交易商协会按会员需求开发的、适合机构投资者交易的产品，在银行间市场均实行协会注册、监管机构备案的管理模式，不再实行行政审批制。火爆背后，危机正在一步步逼近。2008年6月中旬，诞生70余天的中期票据，突然被勒令暂停发行

毋庸讳言，交易商协会被打上了深厚的央行烙印。原先负责管理债券市场的央行金融市场司的一批骨干，组成了交易商协会创始团队，副司长时文朝担任执行副会长与秘书长；时至今日，交易商协会其他三位副秘书长曹子娟、冯光华和杨农均出自金融市场司。

央行在下的，是一盘前所未有的大棋。直到交易商协会的成立，这盘棋的“主帅”终于落定。

2008年4月9日，作为当年1号文件，央行正式颁布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》。这时候，世人方才恍然大悟，央行的“杀手锏”，是一种名为“非金融企业债务融资工具”（下称“债务融资工具”）的金融产品，而短融只是其中一部分。

上述文件规定，债务融资工具是指具有法人资格的非金融企业在银行间债券市场发行的，约定在一定期限内还本付息的有价证券。从概念上讲，债务融资工具并没有规定产品期限或发行方式，意味着从超短期到中长期，从公开到定向发行，都具备了可能。

央行明确，企业发行债务融资工具应在交易商协会注册。4月15日，交易商协会一口气下发了债务融资工具注册规则、短期融资券业务指引和中期票据业务指引，以及信息披露规则、中介服务规则、募集说明书指引、尽职调查指引等7个文件。

中期票据同日落地。当日交易商协会召开2008年第一次注册会议，接受了铁道部、中国电信和中化集团等7家发行人的中票注册，注册额度1190亿元，首期发行392亿元。

329亿元是一个怎样的概念？2008年一季度，企业债累计发行量仅为219.9亿元；整个2008年，公司债发行量不到300亿元。

在市场化的注册制度下，中票在审批效率上大大领先，延续了一次注册、分期发行的方式，没有募投项目和强制担保要求，受到了发行人和中介机构的欢迎。在中票问世两个多月后，其发行量飙升至735亿元；同期企业债发行量合计不足100亿元，公司债亦维持地量。

火爆背后，危机正在一步步逼近。2008年6月中旬，诞生70余天的中期票据，突然被勒令暂停发行。

这场危机延续了大概两个半月。对于这段官方三缄其口的历史，市场人士倾向于认为，中票的出现，对企业债与公司债形成了极大冲击，其创新的市场化管理方式更是引起了多个监管部门的异议，最终引起了高层的介入。

实际上，央行推出债务融资工具，是面临一些争议的。我国的《公司法》与《证券法》规定，企业公开发行债券需要经过有关监管部门的核准，这对注册制的合法

历史有时是神奇的。中票的这场危机，最终被另一场更大的危机所拯救

性提出了挑战；另一方面，央行虽然规定了中票与短融发行额度均不超过净资产 40%，但是并未明确二者是否相互占用额度，从而游走在 40% 红线边缘。

“银行间市场本来就是私募市场，面向合格投资人，不属于公开发行，因此《证券法》约束不了。”一位央行人士曾这样告诉记者。

除此之外，当时亦有观点将之归结为中票发行井喷违背了宏观调控方向，面对高企的通胀压力，当时货币政策与信贷政策均在收紧，而中票开闸无异于为企业融资“放水”。

一位接近交易商协会的人士称：“如果是为了调控，应该是各类企业债券都要暂停，没有道理只将中票一巴掌拍死。”中债登数据显示，在中票暂停发行的 7、8 月份，企业债发行大幅放量，其中 7 月单月发行 318 亿元，超过上半年发行量总和。

### 时势使然

历史有时是神奇的。中票的这场危机，最终被另一场更大的危机所拯救。中国银行业迎来了一次大规模扩张狂欢，中国债券市场则收获了有史以来最重要的一次发展机遇。

就在 2008 年 9 月，以雷曼兄弟垮台为标志，美国次贷危机演变为一场席卷全球的金融危机，国际经济形势急转直下，国内资本市场风雨飘摇，从紧的宏观政策面临变调，这为中票“解冻”创造了条件。

当年 10 月 5 日，中国人民银行宣布，同意交易商协会 10 月 6 日起恢复接受中票发行注册。这场中票危机就此终结，同时为债务融资工具进一步发展壮大铺平了道路。

央行公告称，将接受上市公司中票注册报告，优先安排大型权重股上市公司发行中票；上市公司发行中票所募集的资金，可用于回购本公司股票。在 A 股回天乏术的背景下，中票向上市公司开放，被寄予了浓厚的救市期待。

这缘于公司债的“不给力”，由于交易所容量有限，市场信心低迷，公司债发行寥寥。据媒体报道，当时有关证监部门曾“不计前嫌”，主动“游说”银行间市场，希望能促进上市公司在银行间市场发债，以扩大回购资金的来源。

交易商协会内部简报显示，10 月 6 日至 10 日，交易商协会秘书长时文朝亲自出马，带队先后走访中石油集团、国电集团、中国电信等央企，以及中石油股份、国航股份、大唐发电等流通市值排名前列的上市公司，其使命则是向发行人“推销”中票，这个刚刚死里逃生的金融产品。

市场反应同样迅速。10 月 7 日，华电集团发布公告，定于 16 日发行 20 亿元中票，成为中票重启后首个新发行项目；紧接着，中化集团、武钢集团和华能集团等相继启动积压数月的中票发行，累计发行规模逾 200 亿元。

值得一提的是，在交易商协会的争取下，中石油集团 10 月 8 日紧急召开总经理办公会议，随即作出了分期发行 800 亿元中票的决议；10 月 27 日，中石油集团公布首期 200 亿元中票募集说明书，这是中石油集团第一次试水中票，同时是中票重启以来新注册的首单，其示范意义不可小觑。

然而，个中曲折却鲜为人知。一个未经证实却流传已久的细节是：当时，中石油集团的一位副总经理在送走时文朝一行之后，马上打电话问交通银行北京分行行长：“人民银行来了一个叫时文朝的人，跟我说了一堆发行中期票据融资的事儿，有这么一个人吗？是不是骗子啊？”

中票活过来了，并且没过多久就一骑绝尘，再次将企业债和公司债远远甩在了后头。到 2008 年 12 月，企业债发行量降至 80 亿元，中票却放量至 562 亿元。

机遇才刚刚开始。随着次贷危机演变为大萧条以来最严重的一次国际金融危机，

各国纷纷出台经济刺激政策，2008年11月9日，国务院正式推出举世瞩目的4万亿投资计划，保增长成为第一要务，中国金融领域进入前所未有的宽松期。

天时地利人和，交易商协会“狠狠”抓住了这次千载难逢的机会。当年11月20日，交易商协会组织召开主承销商工作会议，“明确了从现在起到2009年底非金融企业债务融资市场要大发展的基调……力争2009年6月底非金融企业债务融资工具余额达到6000亿元，2009年底达到1万亿元”。

正如远超预期的天量信贷一样，债券市场同样上演了一场天量盛宴。交易商协会与发改委展开激烈角逐，而前者最终凭借更为市场化的管理方式脱颖而出。

数据显示，2009年上半年，交易商协会主管的短融和中票分别发行1498.50亿元、4357亿元，存量合计9763.8亿元，超过了企业债；到2009年底，短融、中票累计分别发行4612亿元、6885亿元，存量合计1.3万亿元。

尽管落于下风，发改委也取得了不错的成绩。2009年全年，企业债累计发行4252亿元，创下历史新高，存量首次突破1万亿元。

这一年，为了扩大政府投资力度，国务院批准发行2000亿元地方政府债券，由财政部代理发行。我国地方政府直接发债禁令终于出现了松动，自此地方政府债券发行逐渐常态化。

进入2010年，经济过热与通胀反弹显现，货币政策逐渐转向，一级市场告别了2009年的疯狂。当年短融、中票和企业债分别发行6742亿元、4924亿元和3627亿元，债务融资工具余额突破2万亿元大关。

2011年，金融形势又发生了意想不到的变化。一方面，商业银行因资本金消耗过多丧失了大规模扩张能力，天量信贷潮水渐行渐远；另一方面，地方政府融资平台贷款清理整顿风暴愈演愈烈，债券市场得以迎来又一次扩容良机，当年中票发行创下了7270亿元的天量。

正如远超预期的天量信贷一样，债券市场同样上演了一场天量盛宴。交易商协会与发改委展开激烈角逐，而前者最终凭借更为市场化的管理方式脱颖而出

截至2011年末，短融、中票、超短融和定向工具等债务融资工具累计发行量超过6亿元，存量规模突破3万亿元；中票存量接近2万亿元，超越企业债成为信用债第一大品种。

“金融危机造就了大势，没有这场危机，就不会有协会的今天。”熟悉交易商协会的资深业内人士称，“他们赶上了机遇，在对的时候做了对的事情。”

交易商协会做对了什么？用周小川的话来说，坚持场外市场发展方向，改审批制为注册制，坚持市场化方向推动银行间市场发展，初步做到了该放的坚决放开、该管的切实管住，激发了市场活力。

“交易商协会所践行的债务融资工具注册制度，给中国债券市场真正带来了一种全新的市场化的制度安排。”中国银行监事长李军认为。

### 证监会再出发

唯一缺席这场盛宴的是证监会。

在许多人看来，作为中国证券期货市场的监管机构，证监会本应是中国债券市场的主导力量。那么，证监会何以陷入如今的被动乃至濒临边缘化境地？

实际上，上世纪90年代前半期，交易所债券市场曾经历过一段野蛮生长的激情岁月，尔后因“327国债事件”的爆发嘎然而止。这是一次改变历史的重大挫折，从此中国债券市场陷入了冰冻期，一直到短融诞生打开局面。

与此同时，随着交易所债券市场陷入停滞，证监会不得不搁置了发展债券市场的努力，导致“重股轻债”的倾向越来越严重。直到短融与企业债“交锋”两年后，证监会才姗姗来迟地加入这场较量。

一位厅级监管人士告诉记者，“当年高层领导出差在外，都想着股指怎么样，

这不只是证监会的问题，“重股轻债”的思想可谓根深蒂固。”

“证监会许多骨干都是国外留学过的，不可能不知道债券的重要性，但在这样的大环境下，恐怕也无能为力。”上述监管人士并称，这是长期导致债券市场发展不起来的原因，也为交易商协会崛起留下了空间。

遥想当年，公司债诞生曾经轰动一时，却因证监会不愿走出交易所市场，以及遭遇随之而来的股市大崩盘，陷入停滞不前的局面，最后眼睁睁看着中票与企业债遥遥领先。

2007年8月，在上证指数逼近6000点的前夜，证监会发布《公司债券发行试点办法》，继短融之后的又一个新的信用债品种诞生。

值得肯定的是，证监会借鉴了短融的成功经验，改审批制为核准制，实行一次核准、分期发行，不要求募投项目和强制担保，票面利率由发行人和主承销商通过市场询价协商确定，被视为我国第一个市场化的中长期信用债品种。

2007年9月底，长江电力40亿元公司债作为首单成功发行，引起了极大反响。尽管公司债首单在交易所市场完成，《公司债券试点办法》并未规定必须在交易所债券市场发行流通，从而为公司债进入银行间市场提供了可能。这时候，央行主动向公司债抛出了“绣球”。9月27日，央行发布公告称，按照市场化运作原则，经其他管理部门核准的公司债券，将不再进行任何审批，在办理相应手续后即可在银行间债券市场发行、交易流通和登记托管。

时至今日，从来没有过一只公司债在银行间市场发行流通。“人民银行明确说不进行任何审批，证监会还是怀疑我们搞二次审批，其实当时企业债在银行间市场发行上市已经很普遍了，从来没审过。”一位央行内部人士回忆说。

2012年夏天，交易商协会某高层曾在一次内部场合称，“当年如果证监会把公司债敞开口子，像企业债那样放到银行间市场，或许协会就不用推出中期票据了。”

然而，证监会的“算盘”是让商业银行回归交易所市场，而不是让公司债进入银行间。2007年7月，在公司债推出前不久，上海证券交易所推出了固定收益证券综合电子平台，旨在引入做市商制度打造批发交易平台，实质上是在交易所再造一个场外市场，因而被质疑是“重复建设”。这场博弈的结果是，公司债不得不承受被边缘化的命运。作为场内市场，在1997年商业银行退出之后，交易所市场注定容量相对有限，制约着公司债规模做大，但证监会却无意叩响通往银行间市场的大门。

自2007年10月创下6124点的历史高位之后，A股市场一路狂跌，交易所市场濒临绝境，公司债随之偃旗息鼓；到2008年下半年，证监会不得不将上市公司回购股票救市的希望，转到了中票身上。

在中票与企业债狂飙突进的2008~2010年，公司债年度发行量仅为288亿元、638亿元和603亿元。至于证监会主管的其他债券品种，可分离债曾在2008年红极一时，次年却因权证风波暂停发行，从此陷入低潮；可转债则半死不活，至2010年中行转债出现后才逐渐走出困境。

这场博弈的结果是，公司债不得不承受被边缘化的命运

从2010年下半年开始，证监会再次发力债券市场。当年10月，证监会、银监会和央行联合发布《关于上市商业银行在证券交易所参与债券交易试点有关问题的通知》，允许试点上市商业银行在交易所集中竞价交易系统进行债券现券交易，两市互联互通迈出了重要一步。

不过，由于银行间债市与交易所债市在体量上相差太远，并且商业银行无法在专门的固定收益平台上交易，开闸以来商业银行交易寥寥，反响微弱。

历经曲折之后，证监会工作重心回到了公司债。2010年末，证监会组织召开公

作为中国证券期货市场的监管机构，证监会本应是中国债券市场的主导力量。那么，证监会何以陷入如今的被动乃至濒临边缘化境地？

司债券发展研讨会，提出推进公司债券发行审核改革。次年初，在改进公司债审核流程、缩短审核时间的基础上，证监会着手开辟“绿色通道”。

2011年4月，作为证监会开启公司债发行“绿色通道”的第一单，上港集团50亿元公司债从递交材料到审批仅用了不到两周时间，被视为公司债发展进程中的新标杆。当年末，公司债累计发行量首次突破千亿元大关。

这一年冬天，随着郭树清履新证监会主席，证监会奏响了发展债券市场的最强音。2011年末，证监会正式发文成立债券办公室，同时提出发展高收益债券的构想，希望以此作为发展债券市场的突破口。

在证监会的力推下，2012年初，由央行、发改委和证监会组成的公司信用类债券部际协调机制正式成立，标志着中国债券市场朝着制度与标准的统一，迈出了重要一步。

2012年6月，经过不到半年的筹备，被称为中国版垃圾债的中小企业私募债闪电开闸，成为备受瞩目的创新产品。在公司债的基础上，证监会又前进了一步：中小企业私募债面向合格投资者发行，备案即可发行，无实质审批，市场化程度堪比债务融资工具。

不过，中小企业私募债更像是证监会的一次“牛刀小试”。《第一财经日报》获悉，经过为期1年的修订，《公司债券发行管理暂行办法》已于近期结束征求意见，此后公司债将从试点转向常规阶段。2012年全年，公司债发行量继续较上年翻番至2500亿元。

接近证监会的权威人士告诉记者，在公司债的发行方式上，未来拟新增非公开发行，并将非公开发行人主体扩大至所有公司制法人，将私募品种期限放松至1年以内，引入备案制；在承销安排上，拟引进商业银行；对于公开发行，亦计划取消保荐制和发审委制度。

上海耀之资产管理中心合伙人王小坚认为，开放融资主体的限制、增加品种将使公司债打开原有的限制，剑指企业债中票短融的发行主体；相信这些措施得以落实之后，公司债市场将迎来新的篇章。

（本文来源：第一财经日报。作者系该报债券市场与金融监管记者）

## 移动互联网的未来和机会

移动互联网浪潮已经持续 5 年，它会不会很快结束？做这样一个判断，要考虑一个出发点：人的需求结束了吗

文 / 赵晓光

过去 5 年，我们看到在整个的移动互联网的浪潮中，中国的电子产业崛起的速度是非常快的。我就看电子产业的话，有一个经验是什么？最终的就是消费者的投票来得出来的结果，而消费者的投票，决定了你的客户，也就是产业格局的演变，这些演变就决定了你们有没有生存的机会，我们必须把大的产业格局看清楚。

过去的移动互联网的框架展开的，是比较清晰的，我们通过三个传感器，麦克风、摄像头和触摸屏，去捕捉人的信号、数据、声音、头像和动作，通过智能手机和智能平板等硬件平台以及系统平台、应用平台和数据平台，去致力于解决人的三个需求——娱乐的需求、社交的需求和工作的需求。我们看过去的五年，整个全球电子产业，无非是干这三个事，就是解决你娱乐的需求，让你更好的玩，更好地工作，更好地社交。

那么，这个移动互联网的浪潮结束了吗？要做这样的一个判断，这个要考虑一个出发点，人的需求结束了吗？《数字战争》一书讲到，15 年前，微软和苹果、谷歌在搜索、音乐、手机、平板里有相同的机会，但最后微软会败下阵来了。为什么苹果和谷歌会胜出，最核心的就是消费者用脚投票的结果。所以以这个观点看，就是消费者除了娱乐、搜索、社交，还有没有别的需求？这个是我们判断这个行业很根本的一点。

我们认为，除了娱乐、工作和社交，我们还有三个需求是没有得到满足的，第一个就是衣食住行相关的支付和商务的需求，第二个是教育的需求，第三个是医疗的需求。这三个需求是我们更加迫切，更加愿意去花钱，更加需要的。所以支付也是一个大行业，我们也会看到明年，无论是苹果还是中国移动都会大力去推动这个行业，同时我们可以看到，再教育和医疗的领域，存在一个严重的错配，而教育和医疗对国家的发展是一个非常重要的。我们为什么现在看日本的产业不行了，因为日本最好的产业是游戏产业，全民都是在玩游戏，这个国家肯定是在退步的，不是进步。这三个领域，我们可以看到未来全球的科技巨头，会花大的力气去占明年的产品上，会得到解决的东西。

这样的话我们就看得比较清晰，未来 5 年，整个消费电子的行业，会解决人的另外三个需求，就是支付、教育和医疗，在传统的三个需求中，就是娱乐、社交和办公，它存在大量的漏洞。我们看到过去的 5 年整个移动互联网的浪潮和 PC 是没有关系的，我们有一个核心的因素，微软在里面起到一个绊脚石的动作。同时我们可以看到，无论是最近谷歌的动作还是苹果的动作，已经开始瞄准微软的办公领域了。所以我觉得就是你有了这三个领域，会进一步的深化，同时会实现融合，而不是我用了这个 PAD 去玩，用那个电脑去办公，这个是未来五年发展的动力。

在这个基础上，我们可以看到，未来的移动互联网，我们可以把中国移动互联网称之为 2.0 时代，这跟 1.0 的时代有三个大的不同。第一个大的不同是数据的入口阶段，我们未来去看这个产业，一定要以数据的观点看问题，我们要看数据是怎么采集的，怎么出来的，怎么流动的，最后怎么转化为商业模式，转化为消费者的

消费者除了娱乐、搜索、社交，还有没有别的需求？这个是我们判断这个行业很根本的一点

我们可以把中国移动互联网称之为 20 时代，这跟 10 的时代有三个大的不同

需求的。那么在数据的环节，我们认为未来大量的传感器会被得到采用，去捕捉你的相关的信息，包括你的衣食住行包括你的娱乐，包括你的生活环境，这一系列的数据都会采集。所以我们认为传感器是一个非常大的发展机会。如果你去跟硅谷的朋友交流，硅谷的朋友就是在做两个事情，第一个就是传感器，第二个就是虚拟触摸和虚拟显示，就是让你随时随地的触摸，随时随地的显示，随时随地的控制，第一个大的变化，是大量的传感器会得到使用。而且未来手机一旦是进入云计算的时代，手机是不需要做处理功能，这样就为加入更多的传感器，提供了更多的空间和基础。

第二大变化是在过去的五年，主要是手机和平板承担了移动互联网的角色。未来我们可以看到，智能手表、智能眼镜、智能电视、智能汽车会承担移动互联网的角色，以及我刚才讲的，整个电脑会重新起来，会加入移动互联网阵列。因为过去 5 年，电脑是被遗忘的。

第三大的变化我们想特别强调的是，过去的 10 年，20 年，甚至是过去的 5 年，你看到的状况是 4 个平台，就是硬件平台、系统平台、应用平台、数据平台是不同的企业做的，也就是我们过去做的非公专业化的教育，而这四个平台有一个明显的趋势，就是四合一，未来所有的人都是一样的企业，同时把系统、硬件、数据提供给你，这个是第三个大的变化。

第四大变化，过去 5 年你看到的是通过手机的智能化来实现人的智能化，未来的话，是通过手机的智能化来实现物的智能化，就是我们说的移动物联网。移动物联网的两个核心要素，第一个是智能终端，第二就是蓝牙 4.0，通过这两个技术，实现了任何东西的无线互联。一个简单的案例，你可以通过手机来控制你的汽车，这个就是移动物联网。

这就是移动物联网整个的一个大的框架。我们可以看到我们未来的所有机会，都是在这样的一个大的框架中。我们可以有 6 个推论。

第一个推论就是在移动互联网 1.0 时代没有解决的问题，我们要解决掉，也就是到今年，整个的手机有 50% 的渗透率了，在全球用手机的人，2 个人有 1 个人是用手机了。而一个产业的发展，最好的时候就是渗透率 20-50% 的时候，所以这个行业最辉煌的时期已经过去了，所有很多的公司面临着往下走的趋势。

我们看一下在历史上的数据，在手机发展的后期时代，诺基亚有一个非常好的表现。我们的观点是什么？未来的几年，智能手机还是有一个很好的发展，但是发展的过程中，应该是巨头大象，会抢占市场的份额。过去几年我们可以看到，是国产智能手机比较蓬勃发展的态势，我们觉得未来的五年一旦开始进入大数据下，行业会趋向于集中的。

在这种情况下，我们认为苹果还有它非常强的优势，它有它整个的 IOS 系统，特别是谷歌要抛弃安卓，苹果优势会更加明显，掌控全球最优的产业链，同时它有一个非常强的产品硬件护城河，以及软硬一体化的护城河。在这个情况下，我们可以看到明年苹果在 iwatch、iTV 上一个全新的布局。在这个布局下，我们认为整个的消费电子的创新还会持续展开。同时我们看到，我刚才讲的支付、教育、医疗的需求，会进一步突出。这就是我们认为第一个大的推论。

第二大的推论我们认为，未来的大机会必然是在教育、医疗、支付上。如果是作为科技业界者，你一定要关注这三个事，这三个事是一个从无到有的事，而且是大家都没有准备好的事情。

第三个推论，是整个行业的玩法是一个垂直整合的玩法，一定要以垂直整合的观点去看问题。

第四个，我们讨论比较多的是可穿戴设备，无论是可穿戴设备和智能电视都是

未来很大的机会，这个机会不仅仅是解决娱乐的问题，如果所有人都是从娱乐的角度思考这个问题，你肯定输了，要有更好的解决社交、支付、医疗、教育的问题。

第五个，我们整个电子产业发展大的背景看，除消费电子之外，还会有一个大的机会，就是在政府的扶持下，我们可以看到，军工电子、智慧城市，以及政府会大力推动的芯片国产化，会带来我们整个中国的本土芯片设计企业和制造企业非常好的机会。我们同时看到在新能源汽车，以及在 LED 新的能源的领域里面有这样的机会，这个就是我们对未来整个的消费大的环境的一个理解。

同时我们觉得如果是从产业分析的观点，可以看到，从全球比较看，未来的 10 年是中国电子产业崛起的 10 年。你可以看台湾，台湾的电子企业的老板都是 60 岁左右了，我们大陆的在 40 岁左右。这就是我们所有的逻辑的根本。

（作者系海通证券电子行业分析师，该分析师业绩目前在同行中排名第一。）

## 欧元区贸易失衡的调整

欧元区国家的贸易失衡状况大大改善。其背后的动因是源于出口的增加还是进口的减少？是源于贸易价格的变动还是贸易数量的变动？

文 /Nikolas Schöll 编译 / 郭子睿

自 2007 年金融危机以来，大部分受危机影响国家的贸易失衡状况大大改善。数据显示：出口量的增加是推动贸易失衡调整的主要因素。

预计 2013 年，欧元区 17 国商品和服务出口盈余占 GDP 的比重由 2008 年的 1% 上升到 3.5%。今年 1-8 月，欧元区商品和服务出口盈余额高达 1812 亿欧元，同比增长 55%。然而在 2007 年，只有德国和爱尔兰出现大量的贸易盈余。但今年，预计除了法国与希腊之外，所有欧元区国家都将会出现贸易盈余。而且，希腊，意大利，葡萄牙和西班牙的贸易额占 GDP 的比重至少上升 10%。

在过去的五年里，希腊贸易逆差占 GDP 的比重从 14.5% 下降到 2.3%，到 2014 年有望实现贸易平衡。西班牙 2007 年的贸易逆差占 GDP 比重为 6.7%，在 2012 年首次出现贸易盈余，今年的贸易盈余占 GDP 比重将会达到 3.6%。在 2008 年，葡萄牙的贸易逆差超过 GDP 的 10%，但今年年底有望实现 1.8% 的贸易盈余。而且，这是西班牙和葡萄牙自加入欧元区以来第一次出现贸易盈余。今年爱尔兰的贸易盈余占 GDP 比重将从 2008 年的 9.1% 急升至 25%。

在过去的十年里，意大利几乎一直处于贸易收支平衡状态，但今年出现了 2.7% 的贸易盈余。法国是最近几年唯一一个持续贸易逆差的国家，而且其逆差占 GDP 的比重一直稳定在 2% 左右。德国贸易盈余一直稳定在 GDP 的 6% 左右。

贸易失衡改善的驱动力：出口还是进口？

自金融危机以来，欧元区所有国家在保持当前价格水平的同时，都努力提高出口商品和服务的价值。同时，除爱尔兰之外，所有国家都减少进口。西班牙的这个调整过程最为明显：西班牙出口增加 25%，同时进口减少 11%。然而，希腊贸易逆差的减少主要源于进口下降 32%，而非出口显著增加。德国和法国的进出口都出现增加，但出口增速略慢于进口增速。

贸易条件的变化并不是贸易失衡调整的原因，贸易数量才是贸易失衡调整的主要动因

贸易条件的改变在贸易改善中起多大作用？

进出口价值的变动可以从数量变动和价格变动两个角度来分析。2007 年以来，虽然西班牙和葡萄牙的经济整体在下滑，但其出口数量明显增加，增幅分别达 10% 和 14%。希腊在价格变动方面更为显著：出口价格提高 16% 抵补了出口量减少 13%。出口量轻微下滑的意大利也使价格变动更为明显。有趣的是，在欧元区所有国家中，德国出口价格增速最为缓慢，仅为 4%；但出口量增速最高，达 16%。

其中，若不考虑价格变动，希腊进口量下降更多，达 44%；但进口价格水平涨幅也最大，为 21%。与名义价值相比，意大利，葡萄牙和西班牙的进口实际价值下降幅度较大，跌幅分别为 14%，16% 和 22%。自金融危机以来，爱尔兰的进口数量下降 8%，但进口名义价值增加 5%。

当考虑价格变动时，进出口的关系会变得完全不同，这是因为价格变动可以很大程度上解释出口的改善。如意大利和希腊，若考虑价格影响，他们的出口量在减少。而且，进口量减少的实际价值要大于名义价值，这会夸大进口在贸易失衡调整过程中的作用。因此，通货膨胀提升了进出口的价格。事实上，爱尔兰是唯一一个出口

量增加幅度高于进口量下降幅度的国家。

但是，所有欧元区国家的进口价格增幅大于出口价格的增幅。因此，贸易条件的变化并不是贸易失衡调整的原因，贸易数量才是贸易失衡调整的主要动因。然而，不同的国家也有很大区别。德国就是一个例外：德国的进出口价格增长最慢，但它的出口量增速是最快的。而且，不论按名义价值还是实际价值，德国的进口增速都是最高的。

为什么进出口作用这么大？

数据显示：国内的需求萎靡仅仅意味着进口将会下降，这不足以解释贸易失衡的调整。爱尔兰、西班牙和葡萄牙在经济整体萎靡时出口都大大增加。一个可能的解释是：由于经济危机，国内的商业模式失去了生存能力，生产商不得不开拓国外市场。疲软的国内需求导致了出口的增加，但外国国家消费繁荣的结束会阻碍企业出口。因此，进出口的调整也许是由被抑制的需求引起的。

这表明，出口的增加也许来源于危机所创造的机遇。当然也可以视为经济体所彰显的新活力，比如国际竞争力和国际适应力，如西班牙经济。一旦进入国外新市场，企业没有理由停止向它们出口。何况，这些经济体还未实现潜在产出，即使国内消费需求回升，也不会“挤出”出口。

但这一理论并不适合希腊。它并没有实现通过增加出口来替代内需。主要原因也许在于它缺乏一个强大的可交易部门。这样企业很难转向以出口为导向的商业模式，因此调整工资未必有助于增加出口。

总之，在过去的五年里，受危机影响的国家对贸易失衡进行了重大调整。爱尔兰、葡萄牙和西班牙调整动力源于出口的增加，而希腊源于进口的大幅下降。就贸易量而言，进口的作用更大而且进口价格的增长速度高于出口价格的增长速度。因此，商品与服务贸易量的调整实际上更大。但是，德国在贸易盈余的同时却保持着最慢的进出口价格增速。这就导致了欧元区贸易失衡整体而不是局部的调整。

（本文原题为“Balance of trade adjustment in the euro area—what are the main drivers”。本文作者为欧洲智库Bruegel的研究员。本文于2013年11月刊于Bruegel网站。）

---

出口的增加也许来源于危机所创造的机遇。当然也可以视为经济体所彰显的新活力

## 张成泽事件将如何影响中国？

朝鲜对张成泽在经济领域的过去进行全盘否定，并且映射张成泽将矿产资源廉价卖给中国

### 文 / 国际关系小站

朝鲜二号人物张成泽日前被打成反党反革命印证了发酵数天的张成泽落马疑云。纵观朝鲜公布的张成泽罪名，与拉帮结派篡权、干预司法相比，最引人关注的莫过于张成泽与多名女性保持不正当关系。这种说法在几个月前的中国刚刚因为薄熙来事件为众人所知。从新名词出现的先后顺序看，从林彪江青反党反革命到张成泽反党反革命，从薄熙来与多名女性保持不正当关系到张成泽与多名女性保持不正当关系，**朝鲜给“中国通”张成泽定的罪名可谓与时俱进照搬中国。**

不过值得注意的是，中国在 12 月 9 日当天对于这位昔日友人出事选择了淡化处理。中国外交部新闻发言人洪磊直接指出这是朝鲜内部事务。作为友好近邻，我们希望朝鲜国家稳定，经济发展，人民幸福。中方将继续致力于推动中朝传统友好合作关系向前发展。

中国不对邻国内政发表意见固然无可挑剔，但观察人士指出**张成泽作为朝鲜对华关系的关键人物，就连他的罪名中也有映射其将廉价矿产资源卖给中国的条款。**张成泽的罪名没有被确定之前日本就召开了紧急会议，韩国三军戒备准备应对，美国副总统拜登（Joe Biden）在访问中国时还在张成泽出事的背景下与习近平讨论了朝鲜时局。张成泽事件在一定程度上已经引起了东北亚的连锁反应。

在六方会谈重启、各方对朝鲜迷茫的关键时刻，中国坐山观虎斗的中立心态也被认为浪费了朝鲜问题上发言时机的不作为。无论是褒还是贬，中国必须亮明对张成泽事件的立场，直面张成泽罪名中对中国的映射，厘清张成泽出事对中朝关系的影响。

一方面，正如无法撇清同朝鲜的关系，中国也无法否认张成泽对中朝关系作出的贡献。在改革问题上，朝鲜官员曾多次出访新加坡、欧洲考察经济发展经验。但在朝鲜改革道路的选择上，张成泽对中国道路的力主功不可没。2007 年张成泽曾亲自赴华考察湖北等地，此后金正日多次访华均由张成泽陪同。金正恩上台后，无论是出台经济贸易区法规、新增数十个经济特区，抑或军人转业发展经济、礼遇知识分子都是照搬中国当年的改革开放。2012 年 8 月中共北戴河会议刚结束张成泽率团访华实现了中朝两个经济区开发合作联合指导委员会的全方位对接。

**作为对华外交、经贸的总管，张成泽在华人脉甚广**

作为对华外交、经贸的总管，张成泽对华人脉甚广。2010 年 10 月时任中共政治局常委周永康访问朝鲜，张成泽参加了金正日的接见活动，以朝鲜劳动党中央政治局候补委员、国防委员会副委员长的名义排在第二位。尤其新上任的中共政治局常委张德江曾经留学金日成综合大学，与金日成大学政治经济系毕业的张成泽是校友，韩国媒体评论二人关系非同一般。早在 2007 年仅仅以首都建设部第一副部长名义访华考察的张成泽就受到时任中共中央政治局委员刘淇、张德江、俞正声的分别会见。2011 年中国时任国务院副总理王岐山（现中共政治局常委）曾经亲自捧场张成泽主导的中朝琿春 - 罗津公路改造工程奠基仪式。

担任劳动党政治局委员、行政部部长的张成泽与中共对外交往的总管中联部部长王家瑞彼此十分熟悉，中国主管改革财政的前国家发展和改革委员会主任张平、

前财政部部长谢旭人、前商务部部长陈德铭等与张成泽也都并非仅是一面之缘。

但值得注意的是朝鲜 12 月 9 日公布的张成泽罪名称“张成泽党羽狡猾地掌控在国家的经济发展和改善民生方面具有重要作用的部门和单位，使内阁等经济指导机关无法发挥自己的作用。他们犯下扰乱国家财政管理系统、廉价出售宝贵的国家资源的卖国行为，使金日成主席和金正日总书记关于发展主体铁、主体化肥、主体维纶工业的遗训无法落实”。朝鲜对张成泽在经济领域的过去进行全盘否定，并且映射张成泽将矿产资源廉价卖给中国。

张成泽被打倒后是否会影响业已形成的中朝政治经济关系，中国在张成泽主管对华关系时期获得朝鲜罗先特区三个码头的建设权和 50 年的使用权是否还有效，已经签订的资源贸易协议是否会被撕毁，中国商人已经进行的对朝投资是否会被重新审查？种种问题显示中国并不能只做张成泽落马的看客，中国必须表达自己的关切，亮明自身的立场，面对中国利益关切百姓的质疑。

另一方面，张成泽出事之后，是否对朝鲜弃核有影响？韩国国防部长官金宽镇 12 月 5 日否认朝鲜就张成泽下台提前向中方通报的表态，证实了韩国已向中国询问张成泽事件。拜登访华与习近平探讨张成泽事件，足见美韩实际上并不确定朝鲜的时局内情。而这证明了各方对朝鲜的真正疑虑。

张成泽在金正日时代经历大起大落，成功铲除金正日政权的核人物、劳动党组织部第一副部长李济刚和国家安全保卫部反侦副部长柳京后，除了金氏家族和军队部分势力外，张成泽的政敌全部消失。金正恩掌权初期之所以能保持稳定，是因为分别在军队和劳动党掌控两大势力的崔龙海和张成泽起到了决定性作用。张成泽出事，毫无军队经历的崔龙海在大举肃清实战派核心将军后可能无法掌控时局，军队就像随时可能爆炸的定时炸弹一样岌岌可危。

金正恩上位后为巩固权力，朝鲜接连进行两次卫星发射和一次核试验。金正恩是否会为了掩盖国内的恐慌气氛，重提民族主义性质的反美话题？

从今年 4 月开始冷待朝鲜，到今年 8 月 11 月中国朝核问题代表武大伟两度在美朝韩之间穿梭重启六方会谈，在中国的斡旋下，朝鲜的态度从 5 月金正恩特使崔龙海访华时承诺愿意对话，到提出四方会谈，再到 9 月 18 日朝鲜副外相金桂冠完全拥

护六方会谈。朝鲜是否会因为时局的变动改变在朝核问题上的决定呢？

拜登访华与习近平探讨张成泽事件，足见美韩实际上并不确定朝鲜的时局内情。而这证明了各方对朝鲜的真正疑虑

习近平与拜登在刚刚结束的北京会晤中用了相当长的时间谈论朝核问题。六方会谈的重启已经迈进美朝谁先让步的门槛。在这个关键时刻，中国不能回避张成泽事件对六方会谈的影响，也必须确保六方不谈不受影响。因此，中国的关注点单单将张成泽事件归结为朝鲜内政显然是不够的，也是不负责任的。

第三，作为与朝鲜关切亲密的邻国，中国必须展现对朝鲜时局的影响力，必须让相关国家放心，以便配合中国主导的朝鲜弃核行动。在这种情况下，中国需要对不干涉内政原则重新认识。

朝鲜问题僵局的根源与其说是核问题，不如说是中美两种对待他国内政理念的差异。金家世袭体制让美韩担忧朝鲜拥核的不确定性。而中国以不干涉内政为由对朝鲜内政不作评论。新中国建政以后，积极倡导互不干涉内政的和平共处五项原则，但不能否认的事实是，邻国的内政情况已经开始影响地区时局，进而危及和平环境。

当年中国确立不干涉内政的原则是基于中华人民共和国刚刚成立、实力弱小、不被大多数西方大国所承认的国际现实。互不干涉内政是中国打破两大阵营束缚、广交朋友、走向国际社会的不二之选。但世事变迁，随着中国成为全球性大国，在

广泛的国际事务中亮明观点已经不可避免，而互不干涉内政掣肘了中国立场的表达。

正如邓小平时代“韬光养晦”的金科玉律在习近平时代被演变成“奋发有为”，中国互不干涉内政的原则也应该随着时代的变迁而调整。在没有放弃互不干涉内政原则之前，中国最起码应该积极影响朝鲜时局向利好转变。

(来源：国际关系小站)

## 泰国事件与民主制度的未来

从泰国到土耳其到乌克兰，执政的多数派和少数派选民之间的关系十分紧张——甚至威胁到了民主合法性本身。发酵中的曼谷危机——政治少数派走上街头意图推翻总理英拉的民选政府——便是很好的例子

文 / 提塔南·蓬苏迪拉克

英拉的为泰党 (Pheu Thai Party) 在 2011 年泰国大选中获得绝对多数，在 500 个席位的下院中获得 265 席。但反对党民主党——获得 159 席，主要来自曼谷和泰国南部——最近一直在首都举行示威。所谓的“民主改革人民委员会” (People’s Committee for Democratic Reform, 由前民主党议员特素班 (Suthep Thaugsuban) 领导并获得曼谷势力的支持) 实际上在尝试一场政变。

示威的起因是政府试图实施大赦，取消前总理他信——英拉之兄、为泰党创始人，2006 年被军队推翻——身上的腐败和滥用权力罪名。(同时也将取消针对民主党领袖、前总理阿披实的谋杀罪名。) 但英拉随后收回特赦的努力并未平息反对浪潮。

事实上，街头示威因为新的仇恨而被强化和放大了。英拉政府拒绝接受宪法法院关于不准许将半指定性质的参议院变为全部由选举产生的法律的判决。政府声称宪法法院没有超越宪法修正案的司法管辖权。人民委员会认为这一拒绝行为是为了施压国王签署这项法律——因此威胁到了王权和国王在泰国的崇高地位。

即使不同意，人民委员会的立场也值得一论。自世纪之交以来，他信的政党机器利用民粹主义政策克服了来自军队和宪法法院的一直存在的挑战，在每一次选举中都击败了忠于国王的保守的民主党。

反对势力的崛起既是因为他信的腐败行为，也是因为他长期获得群众支持。最近，反对党派开始冲击政府部门，要求由国王任命政府。如果他们成功，为泰党支持者就可能在曼谷失势，一如 2009—2010 年在“司法政变”解散了他信的人民力量党 (People’s Power Party, 为泰党的前身)、民主党组建临时政府后所发生的事情。但是，此次示威者的愤怒更有过之，赌注也比上一次高得多，因为王权在泰国选举民主中的角色正在遭受考验。

仅仅是这一结果的可能性已凸显出泰国深刻的政治两极分化。为泰党支持者乐见能让他们发出政治声音——事实上，还有可以预见的选民多数——和保卫他们的权利的制度。但少数派——大约占选民的五分之一——对此不满。他们的合法性和影响力并不取决于赢得选举多数，而是取决于与军队、官僚和司法系统的强大联盟，他们联合起来捍卫着以国王为最高层的传统层级制。

仅仅是这一结果的可能性已凸显出泰国深刻的政治两极分化

更糟糕的是，两边的选民眼里都只有自己所认可的观点，而不是试图理解和调和反对观点。社交媒体——常常被歌颂为独裁国家中的民主催化剂——助长了这一将泰国向两极分化推进的趋势，一如它们在其他多数-少数分歧愈演愈烈的选举民主国家所扮演的角色 (比如土耳其和马来西亚)。

在新兴民主国家，少数派选民总是倾向于与旧制度结成同盟，并且往往反对受群众支持的崛起者所领导的改变。他们因为觉得被边缘化而心怀愤恨，因此会转向社交媒体等公共平台和街头去主张他们的看法、破坏被反对者的权威。

信息技术的遍地开花及其所助长的前所未有的公共参与意味着少数派选民拥有了越来越多的越来越强大的工具来组织旨在让国家政府陷入瘫痪甚至缩短国家领导

人执政时间的运动。事实上，由于其中所牵涉的利益太大，四年或五年的任期对于等待改变的人来说太长了。

但是，**尽管和平示威权是民主的关键重要部分，少数派选民也不应该利用无限的示威来绑架政治制度。**为了创造和平、稳定、有效的政治制度，少数派选民必须接受选票箱作为政治和发行的裁判。

与此同时，**多数派不应该将选举胜利视为可以无视少数派顾虑采取行动的通行证。**尽管政府必须对支持它的选民负责，但也必须保护反对者的权利。在这方面，泰国迫切地需要新的社会契约，让当选代表做好自己的工作，同时又不导致依赖现状的少数派被边缘化。

**越来越复杂的多数派 - 少数派互动正在影响许多国家的民主前景，并可能影响民主作为一种政治制度的持续性。**泰国的经验表明，通过阻挠多数派意愿颠覆制度的举动最终不会产生效果，只能徒然给所有人带来及其高昂的成本。

（提塔南·蓬苏迪拉克 (Thitinan Pongsudhirak) 是曼谷朱拉隆宫大学政治学教研室和安全和国际关系研究所教授、主任。来源：财经网）