

国际形势、海外并购与经济转型 上篇：国际形势

■ 祁斌



祁斌，中投公司副总经理。
2016年加入中投公司。
2000~2016年间，先后
任中国证监会战略发展委
委员、基金监管部副主任、
研究中心主任兼北京证券
期货研究院执行院长、创
新部主任、国际合作部主
任等职

各位嘉宾早上好。非常荣幸参加财新 - 云锋海外投资论坛，感谢组织者的邀请。

我的发言分为两个部分，一部分是对国际金融形势的认识，一部分是对中国海外投资战略的思考。

【美国大选落下帷幕 离经叛道逆袭成功】

谈到国际金融形势，无法回避的是美国大选，美国大选尘埃落定，离经叛道逆袭成功。

很巧合也很幸运，美国大选那几天，我们正好去美国为正在筹建的中投研究院招聘。周六到达芝加哥，在芝大给中国留学生做了讲座和宣讲，星期天在纽约参加华人金融协会的会议，然后周一周二去波士顿和旧金山，周二是美国正式大选的日子。除了招聘和宣讲，只有一个周一的上午，挤出时间见了5家美国机构，其中见的一个人是美国很著名的大型资产管理机构的主席兼CEO，他是20年前我在华尔街高盛工作时的同事，他还是小布什总统的亲戚，算是个标准的美国“官二代”加“富二代”。一般美国人都不太愿意公开谈论自己的政治倾向，因为和他多年前相识，我就悄悄问了一下他对第二天大选结果的看法。他说自己是个坚定的共和党人，他们家族也是非常著名的资深共和党家族，但他说，如果有什么出乎意料的事发生，即如果特朗普当选的话，他将考虑移民中国。我说欢迎，欢迎加入中投。

你从他的态度中，可以感受到美国主流社会精英阶层对特朗普的彻底排斥。

那天上午我们还见了一个人，是美国媒体大佬布隆伯格——

彭博的创始人，曾作为独立候选人参加了此次总统竞选，后来退选。他的一个助手悄悄跟我说，早知道那两位候选人后来状况不断，布隆伯格就接着参选了，没准还就选上了。布隆伯格当初退选，是为了避免分流希拉里的选票。

上午我们和华尔街的美国精英们谈完，得到的印象是特朗普是美国社会的小丑，有点像唐吉珂德，挺一杆长矛就准备大战风车，当选的可能性几乎是零。而与此同时，Facebook 上的民调显示，特朗普在 Facebook 上普通民众中的支持率超过 90%。

当天下午我们从纽约赶赴波士顿，晚上在哈佛为 300 多个中国留学生做了个讲座，鼓励大家学成后回来建设祖国，现场气氛热烈，讲座结束后学生们久久不肯散去。第二天一早，美国大选投票日，虽然 90 年代末期我曾经在美国工作学习 8 年半，但还从来没见过美国人投票，所以我和同事专门跑去投票现场看了一下。波士顿的初冬寒风刺骨，我们跑了五六个街区，终于找到了一个投票站。大家都说美国人不关心政治，从现场来看，美国人民参政议政的热情还是非常高的，有的地方需要排队 3 个小时。

上午我们飞往旧金山，到了已是下午，晚上 7 点我们在斯坦福大学有个宣讲会，5 点多钟我们去的路上，此时东部时间 8 点多，开始点票，在一些关键的摇摆州，例如佛罗里达，民调是 48.5% 对 48.5%，咬得很紧。市场原来认为希拉里当选没有悬念，特朗普需要在五六个摇摆州全部获胜才有当选的可能，也就是说，希拉里只要拿下这其中任何一个，特朗普就输了。现在大家知道结果了，特朗普不仅拿下了这全部的五六个摇摆州，还一举拿下了传统的民主党老巢密歇根、威斯康辛和宾夕法尼亚州。此时市场或许意识到了什么，尽管美国股市已经闭市，但金融期货市场是 24 小时交易，国际市场也还在交易，这些市场有点绷不住了，变得非常动荡不安。

我给学生们开始做讲座的时候，7 点，东部是 10 点，点票还在如火如荼地进行。我说美国的事我不方便评论，但是可以说两点。第一，什么是

今天结果最后的决定因素？那就是要看美国人民的大多数对现状是不是能够容忍，如果能够容忍，就是希拉里，如果不能容忍，就是特朗普。

第二，如果特朗普当选的话，美国市场如果大跌，你可以立刻买。逻辑是什么呢？英国脱欧后，英国股市跌了 11%，反弹了 8%，为什么？脱欧投票之前民调显示脱欧留欧的比例大致是 50 : 50.49 : 51.48 : 52，差别只有两三个百分点，那些赞成脱欧的人也不是那么没道理，所以如果脱欧了，市场也应该就是微跌，有什么理由大跌 11% 呢？同样，此次美国大选，投票前主流媒体的民调中希拉里也只是领先特朗普 1~2%，即使特朗普当选，也丝毫没有大跌的理由。结果大家知道了，当晚美国股指期货跌穿 7% 底线，随后迅速反弹，美国股市从那时到现在一路大涨，三大股指连续创出历史新高。英国脱欧市场花了两天时间回过神来，美国这次只花了 7 个小时。



2016 年美国大选日，波士顿一个投票站排队投票的人们

讲座结束时已是晚上10点，东部凌晨1点，结果已经出来了，我问大家谁当选了，大家说特朗普当选了。国内有学生给我发微信，说果然是特朗普，老师你说对了。我说我从来没想去预测谁会当选，事实上谁也无法预测。但是我曾经给学生们分析，特朗普并不是像大家想像的那么没有机会，为什么？在选举前我们看到美国皮尤研究中心这样两份统计数据。

【经济问题首当其冲，美国社会回归现实】

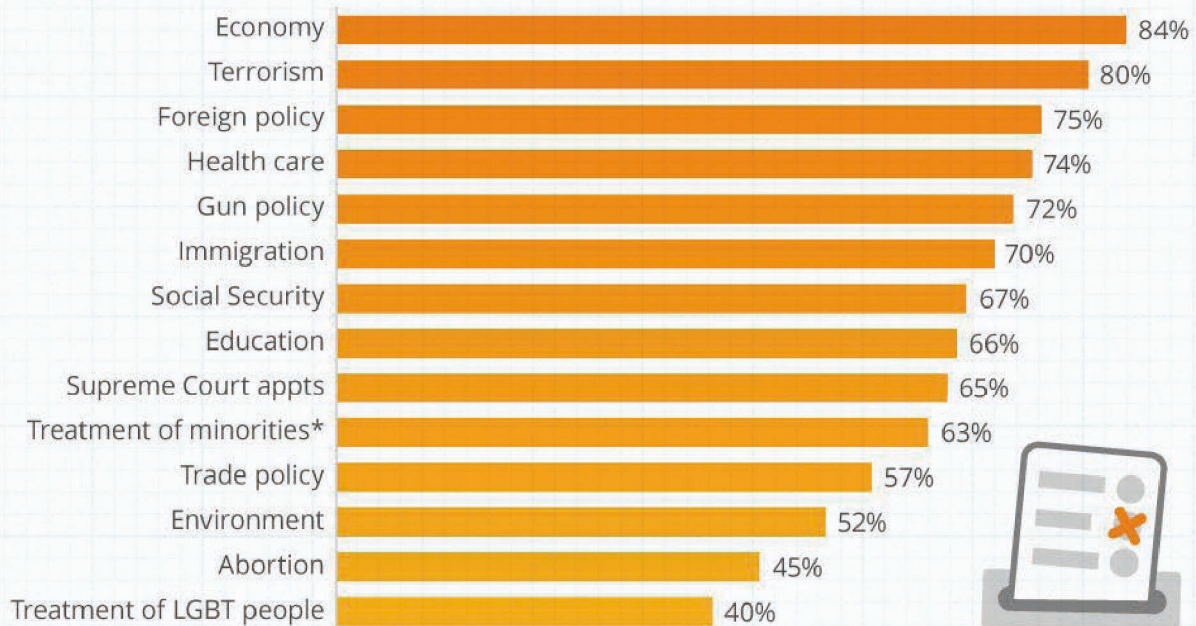
下面这张图显示了美国选民关心话题的排序，分别为：经济、恐怖主义、外交、健康、枪支政策、移民、社保、教育、最高法院法官人选、少数族裔权益、贸易政策、环境、堕胎、同性恋

人群权益。你会发现，排在最前面的，第一就是经济，或者生计，第二就是安全。经济方面，从2008年金融危机至今，经济总体复苏缓慢；安全方面，美国和欧洲发生的一系列恐怖袭击，让社会失去了基本的安全感。希拉里是建制派，一直为美国的现状和自己辩护，这有一点像中国国足说我们踢得其实挺好的，主力队员希拉里还积极申请做队长兼教练，信誓旦旦承诺带领大家冲出亚洲，走向世界，听上去也没什么说服力。特朗普以批判现实横空出世，尽管离经叛道，口无遮拦，但很多人觉得话糙理不糙，说出了他们的心声，尽管他们也不太相信特朗普能够有办法改变现状，但他们觉得能够承认现实，面对问题，至少是一个进步。

下页的图更加能够说明问题。这张图上蓝

The Top Issues For Voters In The 2016 Election

% of registered voters saying each is "very important" to their vote in 2016



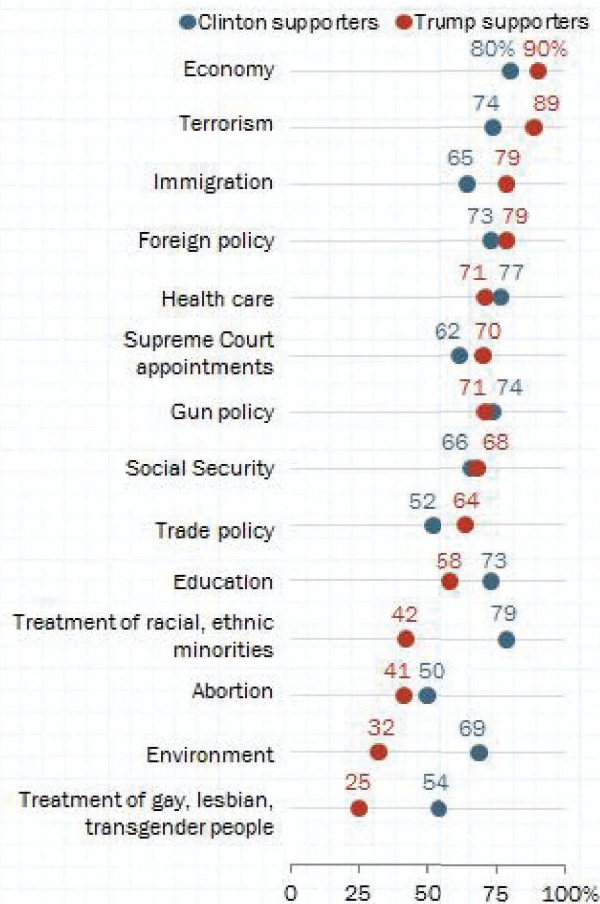
* Racial & ethnic
Source: Pew Research Center



2016年美国选民最关注的话题排序

Views of 2016 issue importance among Clinton and Trump supporters

% of registered voters saying each is "very important" to their vote in 2016 ...



Note: Based on registered voters. Q40.
Source: Survey conducted June 15-26, 2016.

PEW RESEARCH CENTER

2016 年美国大选中特朗普支持者和希拉里支持者关注话题侧重点有所不同

蓝色的点是大选前希拉里支持者关注的问题，数字是关心的人数比例，红色则对应特朗普的支持者。你会发现有一个规律，特朗普的支持者对前面几个问题更加关注，经济、安全，而希拉里的支持者对图底部的问题例如同性恋问题、环境问题等的关注超过特朗普的支持者。换句话说，特朗普支持者更加关心现实问题，希拉

里的支持者说好听一点比较有理想。最后，现实战胜了理想。

所以，特朗普当选这个现象可以简单的概括为两句话，“经济问题首当其冲，美国社会回归现实”。

【全方位的两极分化】

这么一次大选能给我们很多的启示。第一，怎么理解这次美国大选？我觉得这次大选给我们揭示了美国社会最大的主题词，就是 polarization，即两极分化。这个两极分化首先是极为严重，几乎完全对立，其次是表现在几乎所有的方面，是个全方位的两极分化。

总体来说的对立是接受现有体制、忍受现状，还是无法忍受现状而出离愤怒，即所谓愤怒政治；其他的对立还包括：政治正确对决离经叛道；清教徒社会与特朗普私德问题，即美国是个清教徒的社会，是个非常正统的社会，我们在美国工作学习的时候天天都能体会到，最后不得不接受这么一个有严重私德问题的人做总统，今天想想都有点不可思议。

其他的对立还有：意识形态对决实事求是。希拉里比较强调意识形态，强调美国的价值观，特朗普相对来说实事求是一点，即至少承认美国社会一些客观存在的问题，尽管并不一定有解决方案；全球警察对决美国优先，美国一直试图在全球扮演世界警察的角色，客观上对维持世界秩序是有一定作用的，但它往往又私字当先，加之意识形态理念至上，这些纠缠在一起，就比较乱了，再加上近年来美国有点力不从心，很多时候它带来的问题远远大过它解决的问题，中东就被它越搞越乱。所以特朗普提出“美国优先”，这跟以往美国的全球政策相比又是一个对立。

还有东西两岸和中西部的对决；乡村和城市的对决，结果是“农村包围城市”；白人和少数族裔的对决，白人主体支持特朗普，少数族裔和外来移民等等支持希拉里。少数族裔里只有一个例外，那就是华人，是支持特朗普的。因为他们

看明白了，华人都得考托福、GRE，万里迢迢过来，拼命学习，努力工作，才能够在美国社会生存下来，可是墨西哥人每天从边境成千上万地涌进来，然后就在美国社会消失得无影无踪，这种“劣币驱逐良币”的政策肯定是不可持续的。

【现代政治面临困境】

第二个方面的启示，这次美国大选向我们揭示了现代政治面临的几个困境。

第一，此次美国大选，基本上成了一个“没有最差，只有更差”的“比丑运动”，美国社会的很多精英如布隆伯格等选择退出。事实上，参与现代政治如美国大选的成本非常高，巨大的财务支出不说，祖宗八代都要被骂一遍，天天被人诅咒、诬蔑、诽谤，毫无隐私可言，而真的上去以后好像也干不了什么，因为美国是小政府、大市场，唯一能够调动的财政资源还受到参众两院的掣肘。成本和回报严重不对称，最后的结果是很多精英选择不从政。

第二是公投的边界，即现代政治中什么样的决策需要诉诸公投？美国这种大选的形式无疑是一种公投；英国人将脱欧的决策诉诸公投；我们要搞个新的股指期货要不要公投；哥伦比亚打了几十年的仗，生灵涂炭，好不容易谈成了停火协议，总统获得了诺贝尔和平奖，还没有来得及去领，一公投，大家说，接着打。即现代政治中什么样的事用公投的方式解决比较科学，或公投的边界在哪里，值得我们去思考。

第三是公德与私德问题，特朗普胜选部分说明了美国社会原谅特朗普的私德，不太原谅希拉里的公德问题。

第四是现代政治中非传统政客和商人从政，会不会成为一个趋势？特朗普当选的第二天，美股反弹，华尔街的一个著名对冲基金经理在CNN上说，他早上醒过来突然意识到特朗普可能成为一个伟大的总统。主持人问，你以前好像不是这么看的。他说，对，他一觉醒过来发现世界不一样了，他想起来他小时候里根当选，大家都说里

根是个小丑和傀儡，最后里根却是个伟大的总统。里根做了一件正确的事情，就是推动了减税和经济自由化，结果美国重新繁荣了。这个基金经理接着说，他意识到，美国是世界上最大的经济体，美国应该由一个懂经济的人来领导。特朗普懂不懂经济不知道，至少房地产是懂一点的。紧接着，有传说郭台铭要参选台湾地区领导人。

【理解现代媒体或自媒体】

我们都知道自媒体的崛起，只有通过这次美国大选，大家算是真正见识到自媒体的强大。美国支持希拉里的日报是229家，支持特朗普的是9家；你打开美国的电视台，几乎每个台都在挖苦特朗普，你要是天天看CNN，你会觉得特朗普完全是一个无赖和小丑，但是在美国的Facebook上特朗普人气飙升，支持率持续在90%以上。在投票的前两天，CNN报道调查希拉里的FBI警员在家中自杀，妻子被杀，房子被一把大火烧掉，但后来再无下文，不了了之；特朗普当选后，第一时间成功地视察了《纽约时报》，美国主流媒体也从此再无人追问其私德问题。

【理解特朗普新政、中美关系和全球化】

从内政方面，他显然会更注重经济发展，尤其是基础设施建设或重建，尤其是这方面中美之间有巨大的合作空间。我们三周前在美国的时候，从纽约坐火车去波士顿，深刻地体会到，美国人民太需要中国人帮他们建高铁了，不仅慢、服务态度差、不准点，光是一个晃得厉害你就受不了，站起来几乎寸步难行，而这已经是美国最好的高铁了。同时，密歇根、威斯康辛和宾夕法尼亚三个民主党老巢倒向特朗普，主要是因为这些州的产业工人对现状极其失望，特朗普上台后对他们一定要有所交待，而中国广袤的市场及目前的发展阶段有望为美国中西部很多制造业提供巨大的新的发展机遇。

从外交方面特朗普强调美国优先，希望美国

量力而行的外交新政或能减少些世界动荡的因素。

理解中美关系，中美关系用一句话概括，就是竞争与合作。一个月前，我参加了清华大学组织的与美国前财长萨默斯的对话，萨默斯说很多美国人担心中国的威胁和挑战，我说中国的劳动生产率还只是美国的百分之七，所以中美之间合作的空间远远大于其他，我们应该加强合作和双边投资，这样既有利于中国经济转型升级，也有利于美国经济复苏和繁荣。

很多人认为特朗普当选意味着反全球化，或是全球化的挫败。事实上，这更多地应该理解为对全球化的一种反思——“你可以有理想，但不能理想化”。全球化是个好东西，也不可阻挡，但在推进的时候，你可能需要更多的实事求是地推进。就像欧洲一体化，你把德国和希腊两个完全不同的经济体捆绑在一起，就会有“大锅饭”的问题，一定是不可持续的。所以特朗普上台和英国脱欧一样，是一个反思的机会，或许没有那么糟糕，或许全球化也好，欧洲一体化也好，自由贸易也好，欧盟人口自由流动也好，都要更加实事求是一点。

当然，特朗普上台后真正的政策及演变，无论内政，还是外交，抑或贸易，都将是多方力量博弈的结果，需要听其言，观其行。

【英国脱欧引发愤怒政治 欧盟陷入难民泥潭】

今年年初从英国脱欧开始，发生了一系列黑天鹅事件，英国脱欧后，英国《经济学人》杂志发明了一个新词叫“愤怒政治”或者说“情绪化政治”，或“不理性的政治”。选民对现状不满意，在某种意义上，英国脱欧是一种情绪的宣泄——“愤怒政治”基本上可以解释此



中东及非洲难民逃欧路线

后发生的所有事件。

让我们看一下欧洲，欧洲正深处难民的泥潭之中，尤其是德国和法国。法国有大量的难民，都集中在难民营里，一些难民聚众骚乱，警察进去维持秩序，发现还打不过他们。德国人吸取教训，把他们分散到各个小镇上去，现在德国无数的美丽小镇，都成为了随时可以爆炸的高压锅，一些难民被关在体育场里，你也不能永远把他们关在那里，但一放出来，你不知道会发生什么。很多难民在本国是律师和医生，有很高的社会地位，很受人尊重，天天处在这么一个状态下，很容易抑郁，而黑市上很容易买到自动武器。前一段德国一周发生四次自杀式袭击，竟然三次不是恐怖主义袭击，而是抑郁所致。德国有100万难民，1%的人抑郁了，就是1万人，千分之一的人抑郁，就是1千人，所以我们知道默克尔的政治前途是非常暗淡的。我们仔细看一下这张图（指上图），是阿拉伯难民向欧洲迁徙的路线，反向走正是千年前欧洲人去征服阿拉伯人的十字军东征的路线。

【文明的冲突与挑战 宽容与和解才能引领人类走出困境】

所以说，今天欧洲的困境背后还逃不脱人类

两大文明的冲突和千年恩仇。911事件发生后的第四天，我和一些学生座谈，有一个即席发言，最后整理出一篇文章，题目叫《文明的冲突与挑战》。当时分析了911事件发生的必然性，在于伊斯兰文明和基督教文明的矛盾和南北（富国与穷国）矛盾，还有以色列和阿拉伯国家周边的矛盾及因为犹太人在美国社会的巨大影响力而进一步激化了美国和阿拉伯国家的矛盾——这三大矛盾的交织，使得911事件某种程度上有一定必然性。而911之后，美国的强势文化下的报复或大规模报复，铲除了中东若干“恶人”，结果是放出来了千万个恶魔，成立了一个伊斯兰国，搅得中东的阿拉伯人民到处逃亡，这是今天欧洲乱局的根源。

那么人类如何才能走出困境？给大家看一张照片（下图），这是若干年前我在西班牙看到的一座教堂，令人惊奇的是，其中一半是基督教教堂，一半是清真寺。人类曾经在非常短暂的一段时光中，公元8世纪前后，西班牙被阿拉伯人统治，基督教与伊斯兰教、阿拉伯人和犹太人能够和谐



西班牙公元8世纪基督教和清真寺合二为一的建筑

共存，甚至他们当时朝拜的日子也是协商好的秋毫无犯。美国历史学家房龙曾经有一本书叫《宽容》，他描述了欧洲千年以来各个宗教流派相互迫害、冤冤相报的历史，得到的结论是，人类只能靠宽容与和解才能最终走出困境。

【欧洲日本经济复苏乏力 结构性改革严重滞缓】

在这样一个地缘政治的背景下，世界经济尤其是欧洲经济的复苏非常缓慢。当然，经济复苏缓慢又是各种矛盾爆发的原因之一，两者是互为因果的。2007年至今，欧洲的GDP平均增长了5%，我们今天讨论中国的GDP是6.5%还是6.7%，欧洲是10年才增长了5%。

更糟糕的是，全球范围内，结构性改革严重滞缓。1929年美国发生了历史上最大的一次股灾，当时成立不久的美联储无所作为，随后美国发生了1930年代的大萧条，饿死了成千上万的人。2008年之后，大家都说要吸取1929年的教训，所以开始大规模的救助，大家印钱都印得比较多，当然日本是最多了，无限量宽。日本人总是希望安倍的打鸡血政策能够有奇迹发生，现在看来是真的没有，但还得接着打。我有时想，这次危机后是不是大家确实印钱印得太多了，是不是救助过度了，尤其是很多西方国家的政治周期很短，这客观上使得结构性改革一再滞缓。这算是一个问题提出来请大家思考。

讲了这么多国际形势的分析，我们还是要从能够有所收获，能够为我们思考我们中国应该走什么样的道路提供借鉴。

【惊人相似的历史： 什么决定了大国的崛起和衰落】

这里显示的是IMF两位经济学家在2007年所做的一个研究。他们研究了1960~2007近50年的历史中17个OECD发达国家的经济发展情况，期间这些国家共发生大大小小80次经济金融危机。统计表明，危机后复苏速度最快的总是金融体系以资本市场主导的四个国家，即美国、英国、

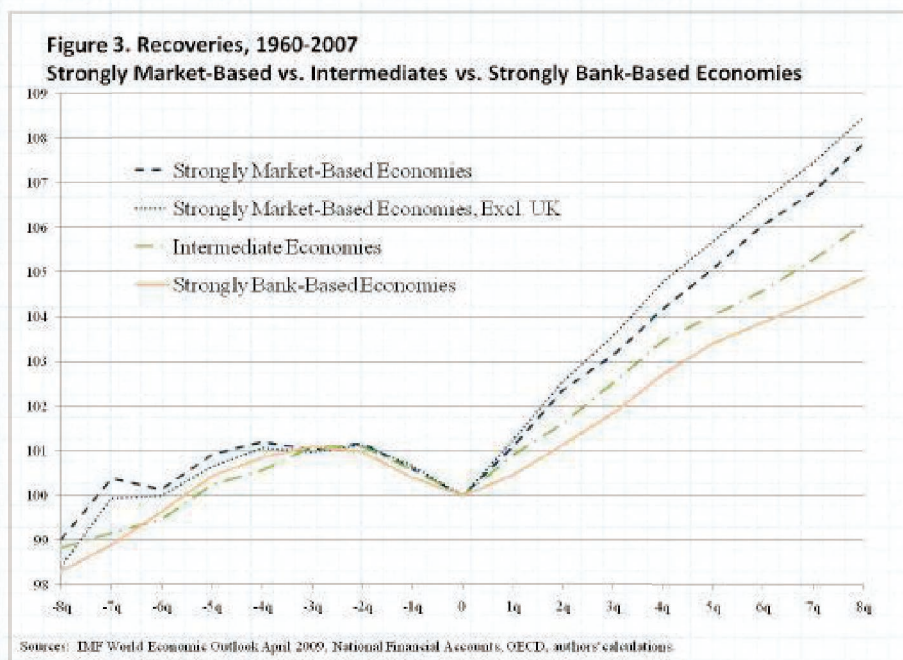
加拿大、澳大利亚，而复苏最慢的无一例外都是银行主导的四个国家：奥地利、葡萄牙、西班牙和比利时。两者代表了两种不同的资源配置方式，资本市场比较发达的金融体系资源配置方式比较市场化，背后是比较市场化的经济体系，在每次危机之后反弹的速度比较快，经济体比较有弹性，比较可持续发展。而商业银行主导的金融体制资源配置方式的市场化程度低，每次危机后反弹

的速度比较慢。发展经济，遇到挫折或危机是常态，如果每一次危机后你都能迅速反弹，久而久之就崛起了，如果每次都复苏很慢，久而久之就衰落了。

2008年的全球金融危机，发源于华尔街，美国经济受到了最直接的冲击，但危机后美国经济在发达经济体中复苏速度最快，历史又重复了一次。

这个研究说明一国金融体系中资本市场的发达程度和经济体制的市场化程度对于经济的可持续发展能力和经济的弹性有决定性的影响，在某种程度上也决定了大国的崛起和衰落。

从这个规律出发，我们要思考的问题是，中国应该建立什么样的金融体系和经济体制。我们还是应该建立更加市场化的金融体系，希望资本市场在金融体系中的比例越来越高。当然，我们发展资本市场也不能一蹴而就，不能超越现实，但是这个方向必须坚定不移。同时，应该进一步推动经济体制改革，使我们的经济体制更加市场化。



1960~2007 年间资本市场和商业银行主导的 OECD 国家在危机后反弹的速度不同

我们今天中国的金融结构中，资本市场和商业银行的比例大致为 2:8, 美国为 8:2。二十年前，韩国的资本市场和财阀（大型企业和财团的混合体）的比例是 2:8。二十年来，韩国社会从企业家到金融家到政治家，出现过大量的腐败及腐败曝光后的悲剧，这与其当时资源配置方式是高度相关的，非市场化的配置方式，不透明，哥俩好，都是桌下交易，某一天阳光一照，惨不忍睹，跳楼跳崖。经过了 20 年的发展和开放，韩国今天财阀和资本市场的比重是 5:5，韩国金融体系取得了很大的进步，也培育出了一大批高科技企业。

最近韩国爆发了“干政门”等一系列事件，韩国的现代化进程还有很漫长的路要走，要走向更加透明和市场化的资源配置方式。[24]

（此文为 2016 年 12 月 4 日祁斌在财新-云锋海外投资论坛上的演讲，演讲主题是“国际形势、海外并购与经济转型”。）