

## 让历史昭示未来：1990年代中美冲突及其应对

**引言：1989-1999年是改革开放以来中美关系最坏的时期。此期间中美之间在诸多领域发生了全面的冲突，相比现阶段中美贸易摩擦有过之而无不及。在面对美国给予的压迫和制裁时，中国政府进行了历史上最大的改革和开放，力度之大，举世瞩目。这一轮的改革开放奠定了此后中国经济发展基业，同样，我们认为当前中美竞争加剧，将成为推动我国第二次改革开放的契机。**

### 1、90年代中美冲突历史回顾与总结：政治存异，经济求同

- 90年代中美关系恶化始于苏联解体以及北京政治风波，一方面中国对于美国战略盟友地位丧失，另一方面两国在意识形态上存在巨大差异，致使中美在此期间围绕着经贸、台湾、意识形态（主要是人权）以及军事四个方面产生了全面冲突。值得注意的是，这段时期中美摩擦更多源于政治层面的因素，然而受共同经济利益驱使，经贸合作反而成为两国关系改善的重要支撑点。
- 现阶段，中美双方在诸多领域存在着更广泛的交流与合作，形成“你中有我，我中有你”的全球产业链分工格局，美国无法轻易在短时期内打破中美产业链互补格局，美国企业也无法忽视或者放弃中国这一巨大的潜在市场，因此冲突的成本是巨大的，两国在越发深入的合作中已成为利益共同体。从这一角度考虑，我们对解决贸易冲突抱有希望。

### 2、90年代的应对策略：改革开放+中央政府加杠杆

- 回顾这段历史，中国之所以能够成功应对美国采取的种种压制措施并且实现经济高速发展，最关键还是在于中国政府进行了历史上最大的改革和开放。改革的意义在于解放生产力，拉动供给和劳动力向生产率更高的工业部门转移，开放的意义在于打破了过去资本与劳动力无法高效匹配的事实，大量资本和先进的科学技术投入生产，促进了我国资本积累同时大幅提高了全要素生产率。因此，改革开放极大地促进了劳动、资本以及全要素生产率三要素的共振。
- 此外，1998-2002年，受亚洲金融危机影响，我国经济面临失速下行的风险，而国家通过中央政府加杠杆（发行长期建设国债、央行注资4大行、成立资产管理公司处理银行坏账，中央政府杠杆率上升近15个百分点）配合宽松的货币政策（2次降准、5次降息、M2/GDP由1.2倍升至1.6倍）有效地化解了这次金融危机带来的负面影响。90年代的政策决策对现阶段如何走出经济下行风险、更好地应对中美摩擦具有重要的借鉴意义。

### 3、现阶段与90年代中美关系对比：“修昔底德陷阱”会发生吗？

- 两段时期相同点在于中美摩擦均发生在美国总统大选时期且均由美方主动挑起，但共同利益一直是两国关系未能走向破灭最重要的支撑点；而不同点在于两段时期中美经济差距、当前国际局势、冲突领域及其原因是不同的。
- 需要着重强调的是，90年代中美关系恶化主要由于政治因素引发的经贸、人权、台湾、军事等多领域冲突，从根本上来讲是意识形态差异和国家实力差距巨大所造成的。现阶段与此不同，主要由于经贸因素引起的关税等方面的冲突，根本原因是美国担忧中美经济差距不断缩小而导致的贸易保护主义抬头，以及美国在中美贸易中的边际收益递减。长期来看，中美摩擦具有内生性和长期性，亦如“修昔底德陷阱”所描述的那样。
- 那么，“修昔底德陷阱”真的会在中美两国之间发生吗？我们认为中美两国经济体量之大，在世界经济体中所占份额之高，产业链互补关系之密切决定了其冲突的最终成本极高，“修昔底德陷阱”并不必然发生。

### 4、对现实的借鉴意义：中美贸易摩擦将成为推动我国第二次改革开放的契机

- 90年代经验表明，外部环境压力将自始至终存在，我们只有将重心放在自身问题上，全面深化改革开放，提高全要素生产率，才能实现经济高质量增长。
- 第二次改革开放需要解决的核心问题是什么？资本回报率长期低迷。我国资本回报率低迷状态已持续10年之久，上市公司ROE中位数由2007年14%降至当前的7%以下。
- 如何做到全面深化改革？应重塑政府、企业、居民、金融四部门关系。
- 如何做到更大程度的对外开放？应加强金融业对外开放、处理好中美关系大局的同时，积极寻求多边合作。
- 如何做到中央政府加杠杆？需要更大力度的减税降费、发行长期建设国债“补短板”、货币政策进一步宽松。

**风险提示：**货币政策过紧、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦再度升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001  
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn

高翔 联系人  
gaoxiang1@gjzq.com.cn

## 内容目录

|   |    |
|---|----|
| 引言 .....                                      | 4  |
| 一、90年代中美冲突历史回顾：政治存异，经济求同 .....                | 4  |
| 1、经贸局势上，美国合作与施压并存，中国积极发展多边贸易 .....            | 5  |
| 2、台湾问题上，美国言行不一，中美关系降至冰点 .....                 | 7  |
| 3、意识形态上，美国以人权问题对中国施压 .....                    | 9  |
| 4、军事上，美国挑起各种事端，霸权主义鲜明 .....                   | 10 |
| 5、90年代中美关系总结 .....                            | 11 |
| 二、90年代的应对策略：改革开放+中央政府加杠杆 .....                | 12 |
| 1、对内改革 .....                                  | 12 |
| 2、对外开放 .....                                  | 18 |
| 3、中央政府加杠杆 .....                               | 18 |
| 三、现阶段与90年代中美关系对比：“修昔底德陷阱”会发生吗？ .....          | 19 |
| 1、相同点 .....                                   | 20 |
| 2、不同点 .....                                   | 21 |
| 3、现阶段中美贸易摩擦的根本原因 .....                        | 23 |
| 四、对现实的借鉴意义：中美贸易摩擦将成为推动我国第二次改革开放的契机 .....      | 27 |
| 1、第二次改革开放需要解决的核心问题是什么？ .....                  | 28 |
| 2、如何做到全面深化改革？-重塑四部门关系：政府、企业、居民、金融 .....       | 31 |
| 3、如何做到更大程度地对外开放？-金融对外开放、把握中美关系全局、寻求多边合作 ..... | 31 |
| 4、中央政府如何加杠杆？-减税降费、发行长期建设国债、货币政策进一步宽松 .....    | 32 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图表 1：90年代中美关系总结 .....                  | 4  |
| 图表 2：90年代经贸局势脉络 .....                  | 5  |
| 图表 3：90年代台湾问题时间轴 .....                 | 8  |
| 图表 4：意识形态上的冲突 .....                    | 9  |
| 图表 5：军事领域的冲突 .....                     | 10 |
| 图表 6：1993-1997年房地产泡沫破灭，经济失速下滑 .....    | 13 |
| 图表 7：M2和金融机构贷款余额上升，货币超发 .....          | 13 |
| 图表 8：1992-1998年就业人员同比下滑 .....          | 14 |
| 图表 9：1992-1998年城镇登记失业率上升 .....         | 14 |
| 图表 10：1992-1998年实际GDP下行，第二产业下行较大 ..... | 14 |

|   |    |
|---|----|
| 图表 11: 90 年代改革内容 .....                          | 15 |
| 图表 12: 1999-2003 年央行对其他金融性公司贷款明显上升 .....        | 17 |
| 图表 13: 1998 年政策表述边际转好 .....                     | 18 |
| 图表 14: 1998-2002 年, 经济回升, 通胀低位 .....            | 18 |
| 图表 15: 1998-2002 年赤字率上升 .....                   | 19 |
| 图表 16: 中央政府杠杆率大幅攀升 .....                        | 19 |
| 图表 17: 1998-2002 年 2 次降准, 5 次降息 .....           | 19 |
| 图表 18: 1998-2002 年, M2/GDP 上升 .....             | 19 |
| 图表 19: 90 年代与现阶段中美关系对比 .....                    | 20 |
| 图表 20: 经济背景不同 .....                             | 21 |
| 图表 21: 中美贸易摩擦时间轴 .....                          | 22 |
| 图表 22: 美国加征关税对我国出口的影响 .....                     | 22 |
| 图表 23: 美国领导人对华战略的变动 .....                       | 24 |
| 图表 24: 当 GDP 总量占比达到美国 55%-65% 时, 贸易摩擦开始升温 ..... | 24 |
| 图表 25: 中国经济增速始终高于美国 .....                       | 25 |
| 图表 26: 中美贸易差额不断扩大 .....                         | 25 |
| 图表 27: 美国对中国进口依赖度提高 .....                       | 25 |
| 图表 28: 美国对中国出口依赖度提高 .....                       | 25 |
| 图表 29: 中美人均 GDP 之比 .....                        | 26 |
| 图表 30: 中美经济体量巨大, 冲突成本较高 .....                   | 27 |
| 图表 31: 中美摩擦倒逼第二次改革开放 .....                      | 28 |
| 图表 32: 资管新规出台, 非标融资大幅收窄 .....                   | 29 |
| 图表 33: 降准保证流动性合理充裕 .....                        | 29 |
| 图表 34: 我国杠杆率整体趋降 .....                          | 30 |
| 图表 35: 我国中央政府杠杆率仍低 .....                        | 30 |
| 图表 36: 2010 年以来资本回报率和经济增长长期低迷 .....             | 30 |
| 图表 37: 重构政府、企业、居民和金融四大部门的关系 .....               | 31 |
| 图表 38: 减税期间美国政府杠杆率上升 .....                      | 34 |
| 图表 39: 减税后企业利润上升 .....                          | 34 |
| 图表 40: 我国实际利率被动抬升 .....                         | 35 |

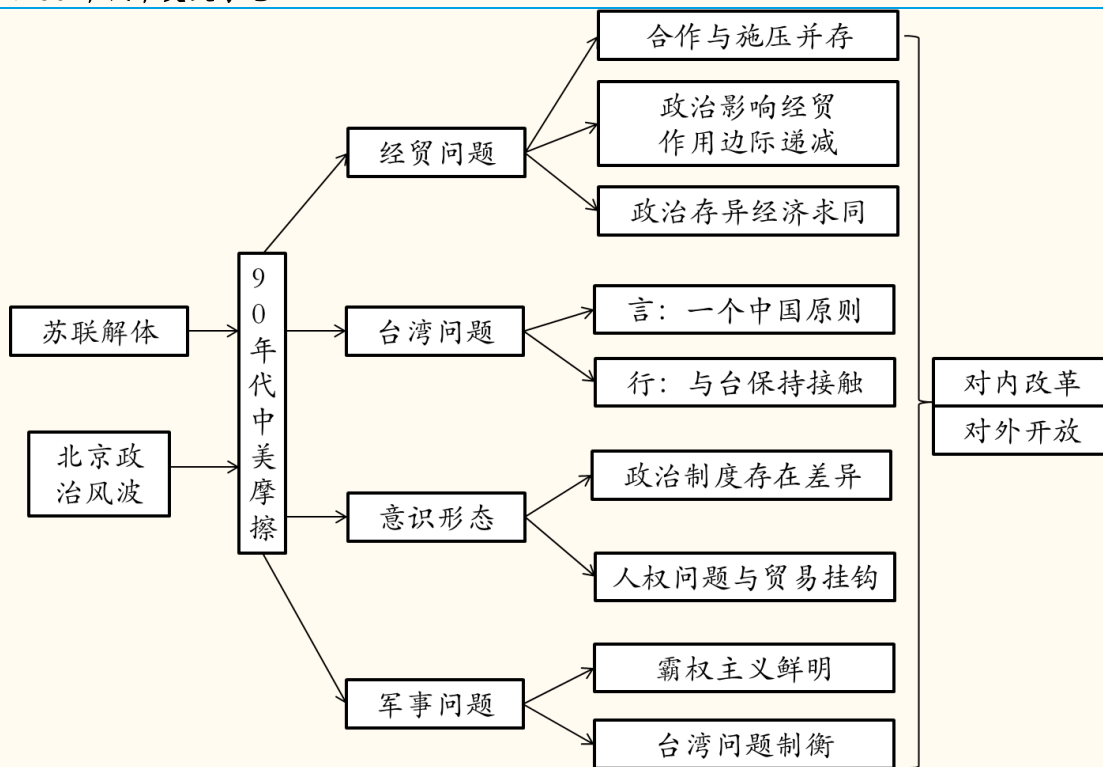
## 引言

1989-1999年是改革开放以来中美关系最坏的时期。当时，东欧和苏联垮台，中国对美国的战略盟友价值丧失，美国转而将中国锁定为主要对手<sup>1</sup>。在此期间，两国主要围绕着台湾问题、经贸合作、人权、军事以及意识形态等方面展开斗争。可以说，90年代中美之间冲突的程度相比现阶段有过之而无不及，但中国在面对美国给予的压迫和制裁时，依然成功渡过了这个坎，综合国力上升了一个新的台阶。根本的化解之道，在于中国政府进行了历史上最大的改革和开放。1992年邓小平南巡后，中国进行了一系列改革，包括财税、外汇、金融、国企、银行等改革，规模之大，历史罕见，1998年中央政府加杠杆发行6600亿长期建设国债，托底经济，意志坚决，2001年中国加入世贸组织，开放力度之大，举世瞩目。这一轮的改革开放奠定了此后中国经济发展基业。同样，我们认为当前中美竞争加剧，将成为推动我国第二次改革开放的契机。

### 一、90年代中美冲突历史回顾：政治存异，经济求同

90年代中美关系再次由合作转为摩擦，这一转折点源于苏联解体以及北京政治风波。国际政治局势上，中国对美国失去了合作价值而巨大的政治制度和意识形态差异导致美国对中国产生了一定敌意，从而在经贸、主权领土、意识形态和军事方面差生了摩擦。我们用八个字总结90年代中美关系为“经济求同，政治存异”，90年代的摩擦政治因素更多，经济方面的共同利益反而成为两国关系的正向因素。但无论如何，90年代中美之间的冲突相较于现阶段确实是有过之而无不及的。

图表 1：90年代中美关系总结



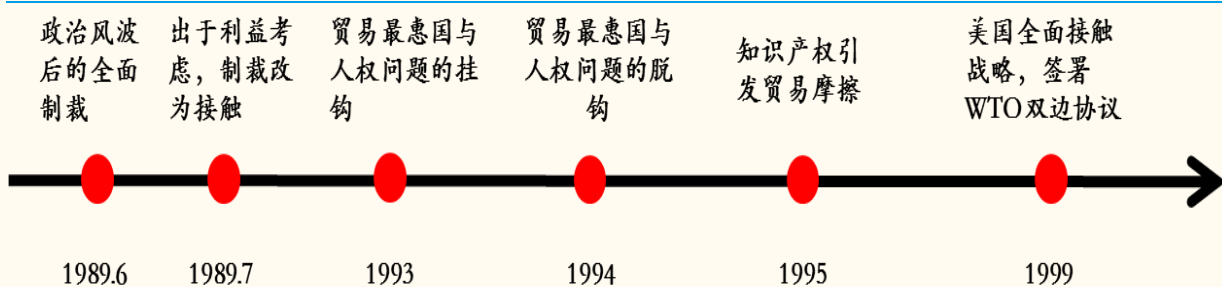
来源：国金证券研究所

<sup>1</sup>戴旭. 未来十年中美关系如何发展?[J]. 领导文萃, 2010(17):59-62.

## 1、经贸局势上，美国合作与施压并存，中国积极发展多边贸易

在经贸合作上，1989年6月的北京政治风波成了美国对华贸易政策阶段性的分界点，此后，美国对华贸易政策逐渐趋向复杂，即以友好路线为主，施压为辅，人权问题同最惠国待遇问题挂钩、知识产权争端和纺织品摩擦都很好地体现了这一阶段美国对华贸易政策的复杂性。这种情况下，中国积极发展多边外贸，同时努力化解矛盾，政治存异，经济求同，最终在共同利益因素驱动下，中美经贸合作越发深入。

图表 2：90 年代经贸局势脉络



来源：国金证券研究所

### (1) 政治风波后的全面制裁

1989年6月4日，北京爆发政治风波，使中美两国结束了“蜜月”期，美国开始对中国进行了铺天盖地的制裁。同年6月5日北京政治风波发生的第二天，美国政府就发表声明，宣布暂停对中国一切军售和商业性武器的出口，并暂停两国军事领导人之间的互访。同年6月6日，美国国会参议院和众议院全票通过要求总统对中国政府实行国际制裁的决议。同年6月8日，美国国防部要求在格鲁曼飞机公司的40位中国技术人员离职，从而中断了双方签署的一项改良中国歼-8型战斗机的5亿美元合同。同年6月13日，美国商务部取消了向中国销售的价值5亿美元的核电厂装置合同。同年6月20日，美国宣布暂停中美两国助理国务卿以上的高级政府官员的互访，中止海外私人投资公司对在华公司的帮助。同年6月29日，美国参议院和众议院分别通过了对中国进行制裁的新法案，对中国进行了更严厉的制裁。同年7月，布什建议世界银行等机构和西方发达国家推迟对华贷款。1990年10月18日，美国国会取消了对中国无条件的最惠国待遇。美国对中国进行的制裁，对中国的经济及中美贸易产生了恶劣的影响，中美两国关系也跌到了自1972年以来的最低点。

### (2) 对华制裁影响美国商业利益，全面制裁改为接触

面对美国的制裁，邓小平曾指出中美在经济上有共同的利益，这也是打破两国关系僵局的关键。同时，美国也意识到了对华的制裁影响了其自身的商业利益，一直很重视中美关系的布什总统也于1989年6月27日的记者招待会上表示了要维持两国关系的愿望，并从美国国家利益出发，采取了与中国接触的现实主义政策，逐步取消了因北京政治风波而对中国采取的经济制裁。1990年1月，美国同意世界银行向中国提供贷款。同年12月4日，世界银行开会表决全面恢复了对华贷款。1992年2月21日，美国国务院宣布，取消对华实施的三项高技术产品和军需物品的制裁。同时，面对北京政治风波后，美国国会在对华最惠国待遇问题上的发难，布什总统顶住国会的压力，无条件延长了1990-1994年度对华最惠国待遇。

### (3) 贸易最惠国与人权问题的挂钩，贸易问题政治化

1993年，克林顿当选美国总统，就任初期对中国的战略为施压的“接触战略”，因此对华采取了强硬的贸易政策，将1993-1994年度对华最惠国待遇和人权挂

钩，对中国实行有条件的最惠国待遇。但这一政策遭到美国工商界的强烈反对，他们要求美国政府继续无条件延长对中国的最惠国待遇。

#### **(4) 贸易最惠国与人权问题的脱钩，贸易独立性上升**

1994年8月16日，美国前总统布什发表演讲，支持恢复中国最惠国待遇，美国公众、美国的亚洲盟友和其他国家也不希望美国与中国发生对抗。香港、台湾以及新加坡等国家和地区也纷纷表示美国把人权和贸易挂钩的做法是不妥的。中国与德国、法国、日本等国这一阶段贸易的快速发展，也给美国很大的刺激。例如，由于美国的出口管制使得法国在中国核电站的建设上拥有了举足轻重的一席之地，德国总理科尔1993年11月访华获得的30多亿美元的订单等等。最终在1994年9月，美国认识到对中国的经贸制裁会在某种程度上损害自己的利益，因此调整了对外贸易的总体战略，由单纯限制进口转变为积极拓展出口，推出了“国家出口战略”，把中国作为十大出口市场之首，在此基础上，宣布将人权和对华最惠国待遇脱钩，无条件延长中国最惠国待遇。随后1995年、1996年以及1997年美国均延长对华最惠国待遇。但两国关系曾因1995年李登辉访美和1996年美国航母舰队进入台湾海域事件出现危机，两国贸易往来又出现了摩擦。

#### **(5) 关于贸易最惠国的延长问题，中国也曾做出积极努力**

为了促进美国对华最惠国待遇的延长，中国在顶住美国在人权问题上的压力，除了在国际上开展多边外交外，还适时地运用经济杠杆促使美国国内政治和经济因素的转化，设法缓解中美贸易逆差的矛盾。例如，中国1993年在美国审议最惠国待遇的关键时刻，派采购团赴美。仅4月份由国家计委副主任甘子玉率领的汽车、飞机采购团在美国的一次性采购金额就达10亿美元。中国还积极鼓励包括美商在内的国际贸易和投资。到1993年底，美来华投资协议累计8000多项，协议金额108亿美元，实际投入35亿美元。

#### **(6) 知识产权引发贸易摩擦**

关于知识产权问题，中美双方已经在1992年2月4日进行了数次磋商。然而，6月美方不顾中方在保护知识产权方面已经做出的努力和在知识产权保护专项立法方面取得的重点进展，宣布将中国列入“特殊301条款”重点调查国家名单。此后的谈判中，中美双方分歧较大。美方不断提高要价，不仅坚持将中国在知识产权方面的改进与恢复中国在关贸总协定的地位相挂钩，还以实施制裁相威胁。中美谈判中断之后，美国贸易代表坎特又单方面宣布了一个“期限”，如果中国在1995年2月4日之前不能满足美方的要求，美国将对总价值达28亿美元的中国商品征收百分之百的关税。面对美国的“贸易制裁”，中国对外经贸部发言人发表谈话指出：中美知识产权谈判未果责任在美方。中国同时公布了中国拟采取的“贸易反报复清单”。1995年1月18日，中美两国知识产权代表在北京重开谈判，就专利、商标版权、海关边境保护措施、保护知识产权协调指导机构的设置、查处侵权等问题同美方进行了广泛和深入的讨论。但此后，美国调整了其对华制裁“清单”，提出对中国出口到美国的电子、家具、自行车等价值10.8亿美元的商品实施贸易报复，该措施将于2月26日生效。中国外经贸部也随即公布了针对美国对华贸易和投资的七项“反报复清单”。最后，知识产权问题经过20个月的九轮磋商终于在1995年2月26日达成协议，美国撤销了对中国的“特殊301条款”调查，撤销了单方面宣布的对中国出口商品提高关税的命令，使中美双方避免了一场贸易战。但此后，在知识产权问题上中国仍不时遭到美国的指控。中国在坚持原则、坚持斗争的同时，又本着平等协商的精神，继续通过谈判解决中美贸易争执。

#### **(7) 美国全面接触战略，签署WTO双边协议**

经过中美两国在政治、外交、军事和经济领域的全面交往，美国发现“遏制”中国并非上策，而与中国保持“接触”才符合美国的长远利益。因此克林顿在第二届任期调整了对华的整体战略，确定了接触加防范、以接触为主的“全面接触战略”。1998年克林顿对中国进行访问，期间确定了中美两国的“建设性战略伙伴关系”，随后确立了以合作和发展为主题的对华贸易政策，之后，中美两国在多个领域开展合作，克林顿政府也积极同中国进行入世谈判，1999年中美入世谈判即将达成一致，但同年5月发生的中国南斯拉夫大使馆被美国轰炸事件，使中美两国关系陷入二战以来的最低谷，中美关于中国入世的谈判也因此而中断，但两国首脑高瞻远瞩，在1999年9月APEC非正式首脑会议期间握手言和，终于在1999年11月15日，签署了关于中国加入世界贸易组织的双边协议，至此中国扫除了入世中的最大障碍。2000年美国决定给予中国永久最惠国待遇，从此美国对华贸易政策开始逐渐脱离政治关系的束缚，独立性上升。

**1999年中美关于中国加入WTO谈判的细节突显领导人至关重要的作用：**1995年，中国正式申请加入WTO，并开始与WTO的37个成员国逐一开始拉锯式的双边谈判，其中最复杂、最艰难的莫过于中美之间的谈判，前后多达25轮。最后一天，中美之间仍剩下7个问题无法达成共识，谈判陷入僵局之际，时任国务院总理的朱镕基亲赴现场。谈判桌上，美国人抛出的前3个问题，朱镕基都说“我同意”。龙永图着急了，不断向朱镕基递纸条，上面写着“国务院没授权”。但朱镕基一拍桌子，说：“龙永图，你不要再递条子了。”当美方抛出第4个问题，朱镕基提出，“后面4个问题你们让步吧，如果你们让步我们就签字”。5分钟之后，美方同意了中方的意见。当日下午4点，中美关于中国加入WTO的双边市场准入协议签署，双边谈判圆满结束，这也为中国与其他主要贸易伙伴的谈判奠定基础。整个谈判过程中，我国领导人既有妥协，也有坚持，最终达成协议，为我国对外开放抓住了最后的机会，也为中国入世道路扫除最大障碍。

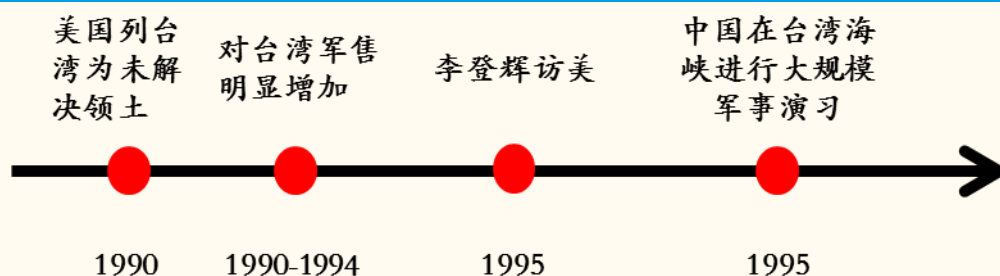
#### **(8) 总结：政治存异但经济求同**

梳理下来，冷战结束后，中美贸易整体关系由友好往来变为合作与制裁并存。中美贸易经历几次起伏，由老布什时期的“全面制裁”改为克林顿时期的“全面接触”，这一时间段中美经贸局势呈现两个特点：**第一，中美政治关系是影响贸易局势的核心因素。**1979年中美建交后，美国处于对抗苏联的冷战时期，该阶段美国因政治局势改变了对华战略，从上一阶段的封锁和制裁变成了合作和开放，例如解除禁运、放松对华出口管制、恢复了与中国的贸易往来等。后来，1989年“六四”风波发生后，中美两国政治关系跌到建交后的最低点，美国又对中国进行了铺天盖地的经济制裁。这一时期突出的特点是贸易关系依附于中美政治关系。**第二，政治关系作用边际递减，利益驱动的贸易诉求本身的影响逐渐上升。**90年代以来，随着中美贸易的不断发展，两国的经济关系和利益相关的贸易诉求不断上升，而政治影响不断减弱，例如，对于人权和贸易最惠国的挂钩和脱钩就是最鲜明的例子，美国出于经济贸易利益，最后还是同意给予中国永久最惠国待遇，可以看出美国对华贸易政策的独立性逐渐增强，受政治影响逐渐减弱。

## **2、台湾问题上，美国言行不一，中美关系降至冰点**

美国在措词上奉行一个中国原则，行动上又与台湾发展实质性关系，言行不一。冷战结束后，台湾问题逐渐上升，再次成为影响中美关系的主要问题。美国政府虽然多次表示遵守中美三个公报的原则和奉行“一个中国”的政策，但是，另一方面又依据《与台湾关系法》继续与台湾发展“实质”关系。

图表 3：90 年代台湾问题时间轴



来源：国金证券研究所

### (1) 1990 年，冷战结束，美国列台湾为未解决领土

1990 年 4 月 19 日，美国国防部向国会提交的一份题为“亚洲与太平洋沿岸地区战略结构”的报告中，公然把台湾和西沙、南沙群岛列为“未解决领土”。但美国国防部发言人对此解释为：美无意视台湾为“未解决领土”，此项分析并不代表美国政策的任何改变。美国国务院发言人也重申说：美国对华政策没有改变，美国仍然坚持一个中国、台湾是中国的一部分的政策。

### (2) 1990-1994 年，对台湾军售明显增加

美国对台湾的军售额在 1990 财政年度为 5.1 亿美元，1991 和 1992 财政年度均为 4.7 亿美元，但是到了 1993 财政年度，美国对台军售额就激增到 66.2 亿美元。对台军售项目中最为严重的事件是美国出售的空军装备，布什政府同意向台湾出售 F-16 战斗机的决定引起了中国政府的极大愤慨。

### (3) 1995 年 6 月，李登辉访美

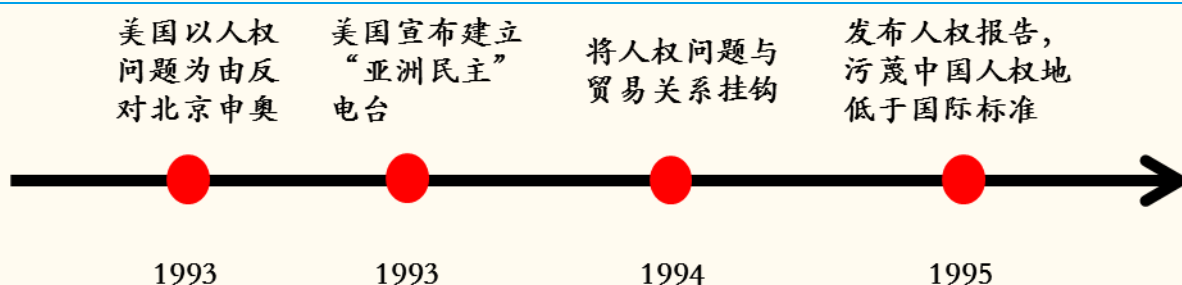
1995 年 5 月 22 日，美国政府公开宣布了其同意李登辉访美的决策。中华人民共和国外交部、全国人大外委会和全国政协外委会，就美国政府宣布允许李登辉进行所谓“私人访问”一事，分别发表声明，向美国政府提出强烈抗议。中国政府要求美国政府立即取消其错误决定。可是，美国政府仍然坚持其错误决定。针对李登辉访美及其所进行的一系列分裂祖国的活动，中国外交部于 6 月 17 日宣布：鉴于目前中美关系的状况，中国政府决定召驻美大使李道豫回国述职，同日，美国驻华大使芮效俭任期届满，离任回国。李登辉的访美使中美关系降至了关系正常化以来的最低点。

### (4) 中国在台湾海峡进行大规模军事演习

为了维护国家主权和领土完整，中国政府决定在台湾海峡举行军事演习，1995 年 7 月 18 日，新华社发布公告：中国人民解放军将于 7 月 21 日至 28 日，在东海公海海域进行地对地导弹发射演习训练。21 日凌晨和 22 日夜间，中国人民解放军导弹部队准确地实施了导弹发射演习。8 月 10 日，中国政府宣布，将于 8 月 15 日至 25 日在台湾以北 90 海里处进行导弹和火炮实弹演习。此次演习之后，美国副国务卿塔尔诺夫于 8 月 25 日至 27 日来华，同外交部副部长李肇星就如何消除李登辉访美给中美关系造成的后果进行磋商。在磋商中，美方表示奉行一个中国的政策，遵守中美三个联合公报，反对“两个中国”、“一中一台”的主张，反对台湾独立，反对台湾加入联合国。美方表示已经认识到此类访问对美中双边关系所产生的严重影响。今后，美国将更谨慎地处理台湾问题，并将采取措施，将台湾“领导人”访美“严格限制在私人和非官方的范围内，使其符合美台非官方性质的关系”。

## 3、意识形态上，美国以人权问题对中国施压

图表 4：意识形态上的冲突



来源：国金证券研究所

**(1) 发布人权报告，污蔑中国人权地位低于国际标准**

1995年2月，美国国务院发表1994年度各国人权状况报告，报告污蔑中国的人权记录“远低于国际公认的标准”，攻击中国“广泛地存在违反人权、使用酷刑、任意拘押”等问题。3月8日，在联合国人权会议上，美国伙同其他西方国家谴责中国的提案未付诸表决。1996年3月，美国国务院发表了上年度关于各国人权的“人权报告”。该报告关于中国的部分虽然声称：从长期看，中国政府采取了可能有利于中国人权积极发展的一些步骤，但同往年的报告一样，美国国务院认为中国的人权状况根本就没有达到其“标准”，诬称中国“继续采取了范围广泛而有据可查的侵犯人权的行动”，继续对中国的社会制度进行攻击。3月7日，中国外交部就美国人权报告发表谈话，指出：美国对中国人权状况妄加评论，完全是别有用心。中国政府坚决反对这种借人权问题干涉别国内政的做法。最终，在联合国人权会议上中国获得了大多数国家的支持。

**(2) 将人权问题与贸易关系挂钩。**

1993年5月28日，克林顿发布了《关于1994年延续中国最惠国待遇条件的行政命令》。该行政命令给对华最惠国待遇附加“条件”，即中国必须在人权问题上“改进”之后，美国才可考虑延长下一年度对华最惠国待遇。美国政府通过行政命令给对华最惠国待遇试图附加人权条件，这还是历史上的第一次。中国外交部当即就克林顿关于给对华最惠国待遇附加条件发表声明：美国政府的决定“是公然违反中美三个联合公报和两国贸易协定原则，严重干涉中国内政的行为”。中国政府对此表示坚决反对，并向美国政府提出强烈抗议，希望美国政府审时度势，改弦易辙，纠正在对华最惠国待遇问题上试图附加条件的错误做法。

**(3) 美国宣布建立“亚洲民主”电台**

1993年6月15日，克林顿又进而发表声明，宣布其计划建立促进“亚洲民主”的电台。22日，中国外交部就此专门向美方提出交涉。中方指出：美国计划设立所谓“亚洲民主电台”是“利用新闻媒介干涉中国和其他亚洲国家内政”的严重事件。外交部发言人指出：亚洲国家的事务应该由亚洲国家人民自己来管，不需要外人插手。美国的行动不仅违反了中美三个公报精神，也是对公认的国际关系准则的践踏。中方要求美国政府取消设立“亚洲民主电台”的计划。

**(4) 美国以人权问题为由反对北京申奥。**

美国政府和立法部门就“人权问题”向中国的发难还涉及到一些本与“人权问题”无关的领域，如中国所提出的关于北京承办2000年奥运会的申奥申请。美国

众议院外委会于 1993 年 6 月就公然通过决议，借口所谓“人权问题”，反对北京申办。中国奥委会发言人就此发表谈话说：中国人民支持北京申办 2000 年奥运会是为了弘扬奥林匹克精神，为实现人类的和平、友谊和进步作出贡献，美国众议院外委会借所谓“人权问题”反对中国申办奥运会，是对中国人民正当权利的粗暴干涉和对奥运精神的践踏。然而，美国众议院又于 7 月 26 日通过了由加州议员兰托斯提出的议案，诬蔑中国由于所谓“人权状况”不具备申办奥运会的条件，要求美国于 9 月在国际奥运会蒙特卡洛会议上投票反对中国申办奥运会。为此，中国奥委会发表声明，对美国众议院干涉国际奥林匹克事务的蛮横做法提出强烈抗议。美国国会的这一做法，遭到一些国际舆论的批评。

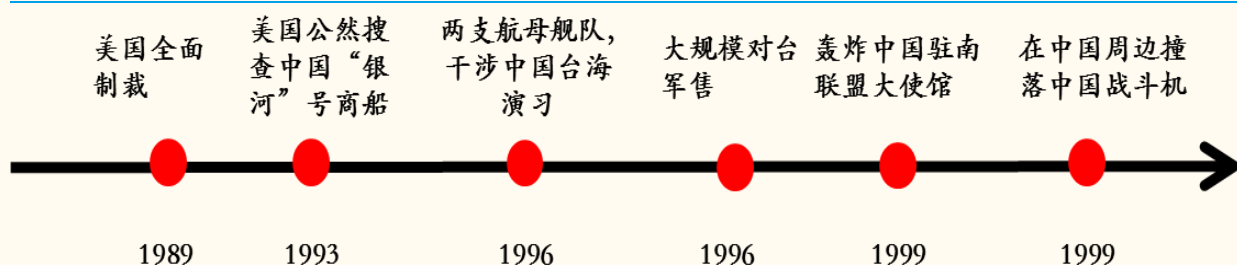
#### (5) 人权问题本质是两国意识形态的不同。

中美关系冲突的根本矛盾点在于政治价值观和意识形态的不同，双方在认识和立场上存在着巨大差异。中美两国政治制度不同，由此衍生而来的人权问题必然存在分歧。美国认为中国政府侵犯人权，带领西方世界制裁中国；中国政府则认为这是借所谓的人权问题公开侵犯中国主权，干涉中国内政，坚决反对制裁。人权问题由此上升为双边关系中最突出的矛盾。

#### 4、军事上，美国挑起各种事端，霸权主义鲜明

20 世纪 90 年代中美关系处在以威胁制裁为特征的贸易战边缘。1989 年，美国带头对中国进行全面制裁；1993 年，美国公然搜查中国“银河”号商船；1996 年，美国出动两支航母舰队，干涉中国台海演习，大规模对台军售 150 架战斗机；1999 年，美国公然轰炸中国驻南联盟大使馆。这个时期一直延续到 2001 年，美国在中国周边撞落中国战斗机，小布什上台后公开进行以中国为假想敌的太空战演习，并宣称武装保卫台湾。这些军事摩擦均体现出鲜明的美国霸权主义。

图表 5：军事领域的冲突



来源：国金证券研究所

**美国轰炸中国驻南斯拉夫大使馆。**北京时间 5 月 8 日凌晨，以美国为首的北约悍然使用 5 枚导弹，从不同角度袭击了中华人民共和国驻南斯拉夫联盟共和国大使馆，导致 3 人死亡，2 人失踪，20 余人受伤。

中国政府当天上午发表了严正声明：“中国政府和人民对这野蛮暴行表示极大愤慨和严厉谴责，并提出最强烈抗议。以美国为首的北约必须对此承担全部责任。中国政府保留采取进一步措施的权利。”5 月 8 日应中国方面的要求，联合国安理会开始就北约导弹袭击中国驻南联盟大使馆事件举行非正式紧急磋商。9 日，美国总统克林顿致信江泽民主席。克林顿在信中说：“我就中国驻贝尔格莱德大使馆被炸所带来的痛苦和人员伤亡表示道歉和真诚的哀悼。”10 日，克林顿在白宫向中国领导人和中国人民公开道歉。5 月 10 日，外交部发言人宣布：根据中华人民共和国政府声明的精神，考虑到目前的情况，中方决定：推迟中美两国高层交往；推迟中美防扩散、军控和国际安全问题磋商；中止中美在人权领域的对话。

中国驻南使馆被炸事件有着复杂的背景，在这次危机中，中国政府坚持对外政策的基本原则不变，保证了我国改革开放和建设事业的顺利进行。克林顿政府也意识到问题的严重性，因而采取了一些前所未有的行动来挽救两国关系。

## 5、90年代中美关系总结

**苏联解体、北京政治风波，政治上两国失去合作基础。**90年代中美关系的突出特点是动荡中不断前行。有两件事导致中美关系发生了重大变化。第一件事是1989年的政治风波，两国之前因为联合抗苏而忽视的双方在政治制度、意识形态领域的巨大差异此时开始逐渐显露，美国带头发起了对中国的制裁。第二件事是苏联解体，双方原来的合作基础也消失了。在这一大背景下，美国对华政策的逻辑发生了变化，提出维持中美关系的条件就是中国要向美国的各种标准看齐。于是，中美关系剧烈动荡：1989年政治风波后美国对华实施全面制裁、1993年的银河号事件、克林顿上台后提出人权和最惠国待遇挂钩、1995—1996年的台海危机、1999年的炸馆事件、2001年的南海撞机事件等等。总结而言，1989—1999年，中美关系在政治、经济、台湾问题、人权问题、军事以及意识形态等方面均发生了激烈的冲突，可以说是中美关系历史上的至暗时刻。

**政治存异，但经济求同。**政治制度和意识形态的不同使得中美两国失去合作基础，但却在经贸合作上相互依赖程度不断加深。冷战结束后，美国资本为了寻求更高更多的利润在全球扩张，开启了新一轮的经济全球化。几乎同时，1992年邓小平南巡讲话，中国不断扩大开放、深化改革，社会主义市场经济逐步得到确立。在这一基本因素的推动下，双边贸易额越来越大，相互依赖不断加深，经贸关系逐渐成为中美关系的新基础。因此，这一阶段的中美关系可以看作是两条线索的相互作用：一条是所谓“制度差异”的逻辑，美方施压，希望中国在制度层面向美方看齐，因此两国关系各种摩擦不断；另一条是“经贸合作”的逻辑，经贸关系成为中美合作的压舱石和推进器。

**1990年代两国具有共同利益是解决冲突的关键，而现阶段两国在越发深入的合作中已成为利益共同体，形成产业链互补格局，冲突成本极大，有鉴于此我们对解决中美贸易冲突问题抱有希望。**1990年代虽然政治制度上差异明显，并因此而产生人权、领土完整、军事等多领域冲突，但共同利益却成为了两国解决分歧和争端的关键钥匙。对比而言，现阶段中美双方在诸多领域存在着更广泛的交流与合作，形成“你中有我，我中有你”的全球产业链分工格局，美国无法轻易在短时期内打破中美产业链互补格局，美国企业也无法忽视或者放弃中国这一巨大的潜在市场，因此冲突的成本是巨大的，两国在越发深入的合作中已成为利益共同体，因此我们对解决贸易冲突问题抱有希望。

## 二、90年代的应对策略：改革开放+中央政府加杠杆

90年代中美两国具有“政治存异但经济求同”这一特性，而我国领导人较好的把握这一特性，政治上坚持独立自主、经济上坚持开放合作，从而在复杂的国际局势中站稳了脚跟，实现了高速发展。面对美国的霸权主义和强权政治，中国从容应对，在政治和军事上坚持原则，明确立场；在经济贸易领域积极合作，化解矛盾，中国政府坚决执行邓小平当时提出“冷静观察，稳住阵脚，沉着应付，韬光养晦，善于守拙，决不当头，有所作为”的方针，在维护国家主权和尊严的同时，仍然高度重视中美关系。邓小平表示：“要维护我们独立自主、不信邪、不怕鬼的形象，我们绝不能示弱”，但是要“同美国继续打交道，搞好关系……这一方针，一天都没有动摇过”。正是决策层在政治和经济两方面灵活的方针政策，使得中国在复杂的国际环境以及美国的压迫和制裁下站稳了脚跟。

回顾这段时期，中国之所以能够成功应对美国采取的种种压制措施并且实现经济高速发展，最关键还是在于中国政府进行了历史规模最大的改革和开放。对内方面，积极推进各项制度和体制改革，坚持以经济建设为中心，建立了“自上而下”的经济发展框架，中国政府清醒地认识到：中国能不能顶住霸权主义、强权政治的压力，坚持我们的社会主义制度，关键就看能不能争得较快的增长速度，实现我们的发展战略，不断地强大和完善自身发展。对外方面，在当时国内外局势错综复杂的背景下，我国政府以强大的决心和信心，坚定不移地推进对外开放，排除万难为加入WTO做出了不懈的努力。可以说90年代的中美关系局势比现阶段更为紧张，正是改革开放帮助我国渡过了这样一道坎。

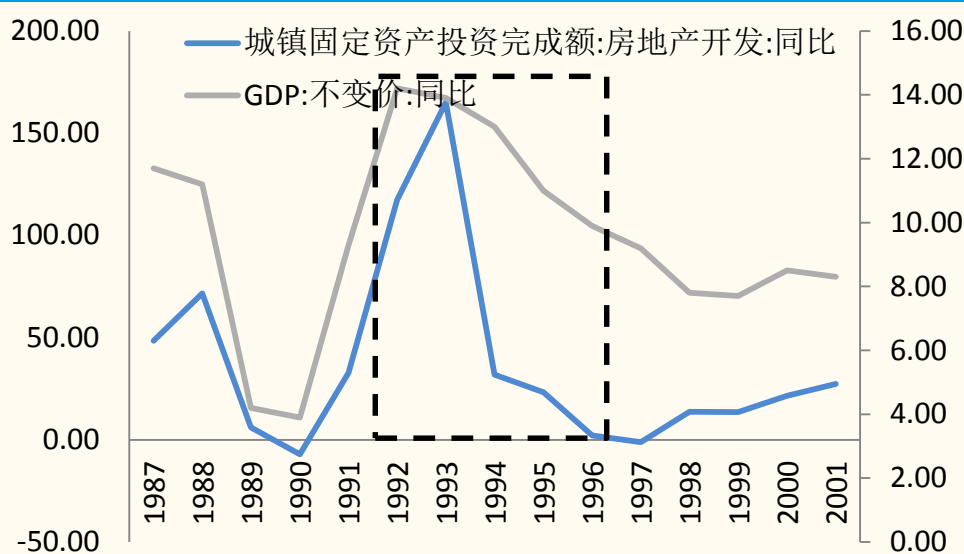
除了改革开放，我国曾在亚洲金融危机中通过中央政府加杠杆的方式助推经济摆脱下行趋势。1998年，我国曾以积极财政政策以及边际宽松的货币政策予以应对，可以说改革开放是走出困境之本，而中央政府加杠杆则在关键时刻有效防止了我国经济发生“硬着陆”。

### 1、对内改革

1990年代我国面临几大问题：第一，1994-1998年，经济过热，房地产泡沫破灭，国内制度不完善，秩序混乱；第二，我国产业结构有待调整，失业率不断上升；第三，1997年亚洲金融危机冲击；第四，1999-2000年，对外开放方面做出较大让步；第五，我国现行制度无法适应社会主义市场经济体制。

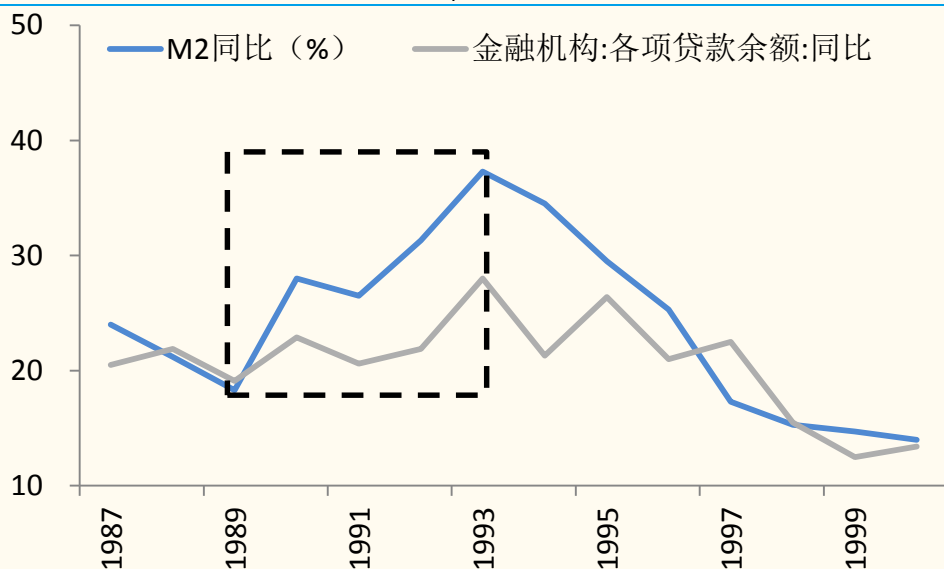
1994-1998年，经济过热，货币超发，房地产泡沫破灭，国内制度、秩序较为混乱。1992年初，邓小平发表南巡讲话，提出加快住房制度改革步伐。全国各地数千亿资金蜂拥扑向海口、广西北海等南方沿海城市。一时间，该地区房地产价格扶摇直上，就海南省而言，均价由1991年1400元/平方米涨至1993年7500元/平方米，上涨435%，同一时间，M2余额同比由26%升至37%，金融机构各项贷款余额同比由20%升至28%，最终国务院于1993年宣布终止房地产公司上市，全面控制银行资金进入房地产业，房地产投资收到遏制。1995年海南省房地产泡沫破灭，成为中国局部泡沫经济的典型样本。1993-1997年，房地产投资完成额同比164%降至-1.2%，经济增长由13.9%降至9.2%。此外，由于1992年我国刚确立以经济建设为中心，国内面临着制度缺失、不完善，秩序较为混乱等严重社会问题，例如中央、地方税收权利失衡、国有银行职能不明确、外汇管理制度混乱等等。

图表 6：1993-1997 年房地产泡沫破灭，经济失速下滑



来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：M2 和金融机构贷款余额上升，货币超发



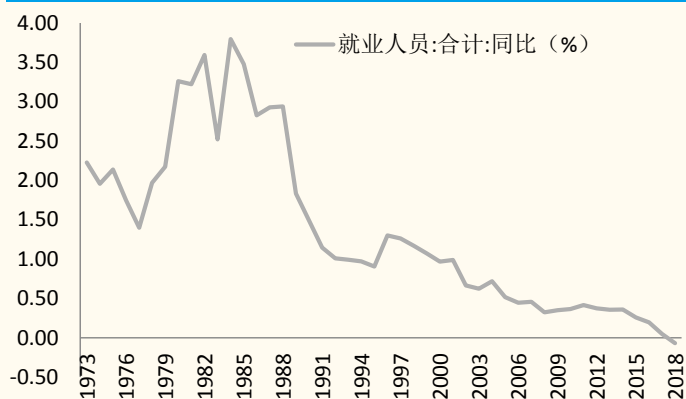
来源：Wind，国金证券研究所

产业结构有待调整，失业率不断上升。对内方面，1992-1998 年，我国的产业结构进入到一个变动活跃期。就业人员增速自 1992 年开始放缓，人力资本对 GDP 的贡献逐渐下降，这标志着我国在从以剩余劳动为特征的发展中经济向以劳动短缺为特征的成熟经济的转变过程中迈出了关键性的一步<sup>2</sup>。但从经济增长方面考虑，1992-1998 年，虽然经济增长处于高位，但实际增速下滑 6.4 个百分点，且主要由第二产业增速放缓所致，与此相印证的是我国城镇登记失业率逐年上升，由 2.3% 升至 3.1%。因而从经济增长和就业等角度观察，中国的工业化似乎正面临着减速，宏观经济增长则呈现出某种疲态，失业率上升，现有供给结构对经济增长的带动作用明显减弱<sup>3</sup>。

<sup>2</sup>孙学工.90 年代中国的就业与产业结构调整[J].管理世界,1998(02):193-198.

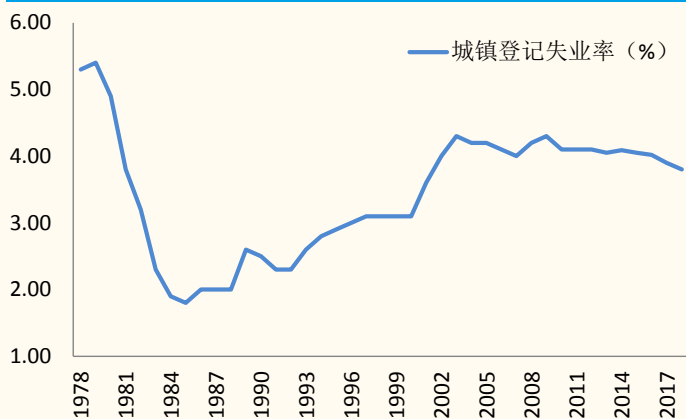
<sup>3</sup>胡春力.产业结构调整：我国经济发展道路的反思与选择[J].战略与管理,1997(01):1-16.

图表 8：1992-1998 年就业人员同比下滑



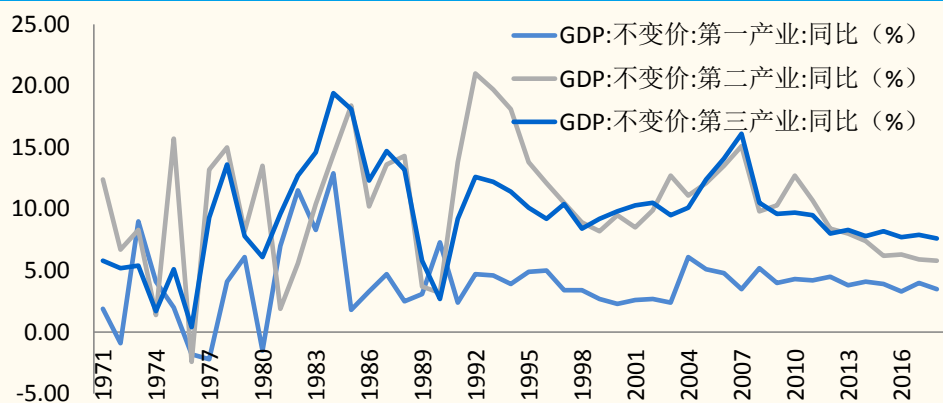
来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：1992-1998 年城镇登记失业率上升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：1992-1998 年实际 GDP 下行，第二产业下行较大



来源：Wind，国金证券研究所

**1997 年亚洲金融危机。**危机波及马来西亚、新加坡、日本和韩国等地，；泰国、印尼、韩国等国的货币大幅贬值，同时造成亚洲大部分主要股市的大幅下跌；冲击实体经济伤害巨大，亚洲各国外贸企业倒闭，工人失业，社会经济萧条。亚洲金融危机对我国经济的伤害从出口开始，表现为外需失速下滑，1998 年我国出同比下降近 20 个百分点，由 1997 年 20.9% 降至 1998 年 0.5%，经济下滑近 2 个百分点。

**1999-2000 年，我国对外开放做出较大让步。**为了加入 WTO 我国在与美方谈判中做出了巨大让步，特别是在农业领域，中美双方签订了《中美农业合作协议》，这个协议签署后，我国农业将直接面对具有极大优势的美国农产品的竞争，这也是我国做出的最大让步。其他方面还包括削减进口关税、取消若干非关税措施、取消出口补贴、增加贸易政策透明度等等。对于我国政府而言，当时做出这些决定是顶着巨大的压力并且十分艰难的，因为身陷当时那个时代中多数人并看不到对外开放之于中国发展的意义，因此猜测、怀疑和反对的声音此起彼伏，但正是由于我国领导人关键时刻的魄力、胆识和坚持，顶着巨大压力做出让步，坚持对外开放才取得了加入 WTO 后举世瞩目的成就。回顾这段历史，让我们深感在外部环境风雨飘摇的历史时刻，伟大人物所发挥的历史作用至关重要。

**现行制度无法适应社会主义市场经济发展要求。**1992 年，我国确立社会主义市

场经济体制，但现有制度依然建立在以农业为基础的发展模式上，无法很好地适应市场经济发展和工业化需求。且在对外开放方面依然存在明显障碍，主要表现在财政体制“弱中央”，外贸体制不统一、不规范，国务院体制政企不分，外汇管理体制双重汇率制，市场化程度不足等。因此，自1992年确立社会主义市场经济发展道路以来，可以看到我国一直在进行体制改革。

为解决这些问题，我国在改革开放以来进行多项改革，以适应社会主义市场经济的发展模式。1993年进行分税制与金融体制改革建立财政体制框架，1993年以来国有企业改革建立现代企业制度，1994年外贸体制综合改革，1996年建立外汇管理体制以及1998年国务院机构改革等等。

图表 11：90 年代改革内容

| 改革       | 时间        | 核心内容   | 解决什么问题  |
|----------|-----------|--|---|
| 分税制改革    | 1993      | 建立中央、地方分税制，推行增值税，增强中央宏观调控能力。   | 解决“弱中央”问题   |
| 金融体制改革   | 1993      | 明确国有专业银行的职能  | 从机制上解决国有专业银行身兼二任的问题。切断政策性贷款与基础货币的直接联系，确保人民银行宏观调控的主动权。                               |
| 国有企业改革   | 1993-2003 | 建立现代企业制度（产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学）；战略性改组、国有经济布局调整；兼并重组、债转股等解困国有企业经营问题；利用资本市场，发展直接融资等。 | 姓“资”姓“社”严重制约国企经营和发展；国企经营亏损、高负债率、冗员多、社会负担重、摊派严重、员工积极性不高；政企不分；银行对国有企业的不良贷款率不断攀升；产权不明等 |
| 国有银行改革   | 1998-2000 | 发行特别国债、成立金融资管公司、动用外汇储备为四大行注资等处理国有商业银行坏账。   | 处理商业银行巨额坏账和不良贷款   |
| 外贸体制综合改革 | 1994      | 进一步放宽外贸经营权，取消出口财政补贴，扩大出口配额招标品种，取下全部进口替代商品清单，降低关税，扩大外商投资权限，规范外贸法制建设。              | 从关税、外贸企业经营权、进出口管制、政府补贴、投资准入等方面均本着更大程度的对外开放的原则做了相应调整；提高了我国外贸法律制度的透明度                 |
| 外汇管理体制   | 1994-1997 | 实行汇率并轨制，银行结售汇制度。   | 解决了双重汇率制带来的非市场化汇率行为，实现了汇率并轨和人民币经常项目下有条件可兑换。   |
| 国务院机构改革  | 1998      | 撤销了几乎所有的工业专业经济部门。  | 消除政企不分的组织基础。  |

来源：国金证券研究所

### （1）分税制改革

**核心内容：建立中央、地方分税制，推行增值税，增强中央宏观调控能力。**把地方财政包干制改为在合理划分中央与地方事权基础上的分税制，建立中央税收和地方税收体系。把维护国家权益和实施宏观调控所必需的税种列为中央税，同经济发展直接相关的主要税种列为共享税，同时采取办法充实地方税种，增加地方财政收入；改革和完善税收制度，推行以增值税为主体的流转税制度，对少数商品征收消费税，对大部分非商品经营继续征收营业税；统一企业所得税和个人所得税等。**解决什么问题：解决“弱中央”问题。**“中央和地方分成制”设计严重依赖于地方遵守约定。由于缺乏有效监督和惩罚机制，地方政府和地方国企往往会采取各种方式少报收入，使得中央在分成收入上处于劣势。虽然总体财政收入增加，但中央财政收入相对大幅减少，不能保证中央事项的正常推进，不利于统筹整个国家的经济社会建设和宏观调控，甚至出现中央向地方“借钱”的尴尬。

**分税制改革是财政体制的重大改革，也是难度很大的一项改革。**为顺利实施分税制改革，1993年三、四季度，朱镕基总理率领有关部门负责同志先后到十几个省、自治区、直辖市，与地方交换意见。广东省在此前实行财政包干体制时地方财政留成比例较大，因而对实行分税制有很大顾虑。1993年9月12日至16日，朱镕基同志在广东省就实行分税制问题进行调查研究，并与广东省委、省政府相关领导座谈，深入交换意见。他指出：“目前中央财政十分困难，已经

到了难以为继的地步。如果不适当地集中中央财政收入、加强中央财力，日子就过不下去，最终全国都要受害，都搞不下去。”“必须按照国际惯例，按照市场经济的原则进行财税改革。”最终在朱总理本着既坚持推进改革，又采取灵活让步的办法，有效化解了中央和地方的矛盾。<sup>4</sup>

## (2) 金融体制改革

**核心内容：明确国有专业银行的职能。**围绕着把中国人民银行办成真正的中央银行，建立强有力的中央银行宏观调控体系；实施政策性金融与商业性金融的分离；先后成立了3家政策性银行，即国家开发银行、中国进出口银行和中国农业发展银行；推进国有商业银行改革等等。**解决什么问题：从机制上解决国有专业银行身兼二任的问题。割断政策性贷款与基础货币的直接联系，确保人民银行宏观调控的主动权。**

## (3) 国有企业改革

**核心内容：建立现代企业制度（产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学）；战略性改组、国有经济布局调整；兼并重组、债转股等解困国有企业经营问题；利用资本市场，发展直接融资等。**1993-2003年国有企业改革主要有四点：第一，建立现代企业制度，适应社会主义市场经济。1993年11月，中共十四届三中全会明确指出“我国国有企业的改革方向是建立适应市场经济和社会化大生产要求的、产权清晰、权责明确、政企分开和管理科学的现代企业制度，要求通过建立现代企业制度，使企业成为自主经营、自负盈亏、自我发展、自我约束的法人实体和市场竞争主体。”第二，实现国有企业战略性改组和国有经济布局调整，明确国有经济的主体地位。中共十四届五中全会指出“通过存量资产的流动和重组，对国有企业实施战略性改组。搞好大的，放活小的，把优化国有资产分布结构、企业结构同优化投资结构有机结合起来”。第三，兼并重组、债转股等政策解决国有企业经营问题。其中，影响最大的是结合国有商业银行集中处理不良资产的改革，成立四家专门的金融资产公司，对部分符合条件的重点困难企业实施“债权转股权”改革。第四，利用资本市场，发展直接融资。国有企业改革中，仅靠银行的间接融资已难以满足其巨大的资金需求，中共十四届三中全会的提出《中共中央关于建立社会主义市场经济体若干问题的决定》指出，要利用资本市场积极稳妥地发展债券、股票融资。

**主要解决什么问题：姓“资”还是姓“社”严重制约国企经营和发展；国企经营亏损、高负债率、冗员多、社会负担重、摊派严重、员工积极性不高；政企不分；银行对国有企业的不良贷款率不断攀升问题；产权不明等问题。**1990年代国企改革主要问题有两个层面，一方面是制度上的，计划经济和市场经济不够明确，导致国企发展举步维艰；另一方面是国企生存和发展受阻，企业经营困难，负债率极高。据不完全统计，1993年我国非金融企业部门杠杆率达到91%，1996年上半年亏损的国有企业达到43.3%，1998年我国国有企业亏损额达到3066亿元，演变成全面性亏损。后来随着债转股、IPO、兼并重组等一系列国企改革相关措施推进，银行不良贷款率、非金融企业杠杆率以及企业资产负债率均有所下降。

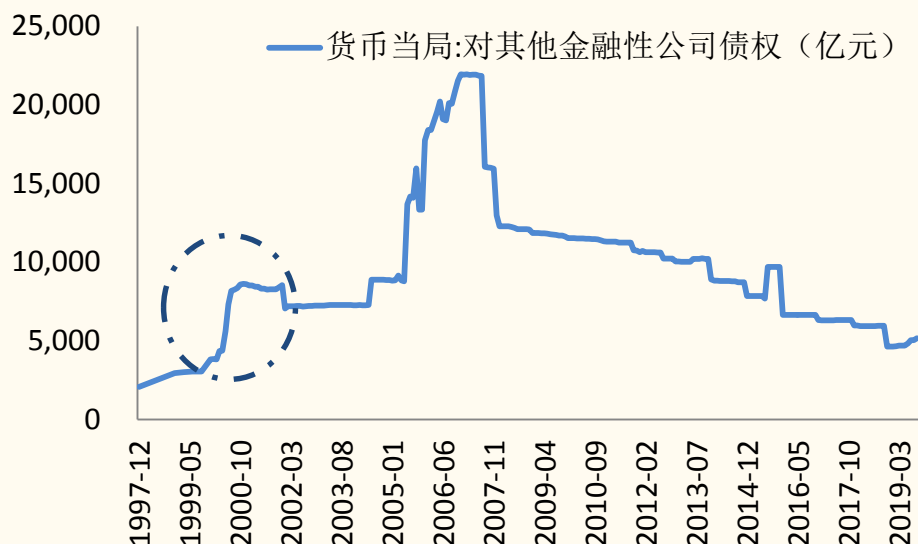
## (4) 国有银行改革

**核心内容：发行特别国债、成立金融资产管理公司、动用外汇储备为四大行注资等处理国有商业银行坏账。**国有银行坏账与国有企业经营受阻导致的国企改革和国有银行改革实际上是一个问题的两面性。为解决国有银行坏账问题，中央政府通过实施三项措施解决问题：第一，1998年先后发行2700亿元特别国债为其补充资本金；第二，1999-2000年成立四大资产管理公司剥离了各主要银行的不良资产；第三，动用巨额外汇储备向四大国有商业银行注资，货币当局对

<sup>4</sup>朱镕基. 朱镕基讲话实录[M]. 北京: 人民出版社, 2011.

其他金融性公司债权从 1999 年 3000 亿升至 2003 年近 9000 亿。**主要解决什么问题：处理了商业银行巨额坏账。**由于国有企业经营问题，导致国有商业银行坏账增多，90 年代由于信贷粗放扩张，我国商业银行坏账高达 2-3 万亿，而 1999 年名义 GDP 约为 9 万亿，坏账约占名义 GDP 总值的 20-30%，并且 1999 年国有商业银行不良贷款达到 1.4 万亿，占银行总贷款额 3 成左右。随后，在国有银行改革的多项措施下，商业银行不良贷款率明显改善，坏账率下降。通过剥离坏账，为四大国有银行上市创造了条件。

**图表 12：1999-2003 年央行对其他金融性公司贷款明显上升**



来源：Wind，国金证券研究所

#### (5) 外贸体制改革

**核心内容：进一步放宽外贸经营权，取消出口财政补贴，扩大出口配额招标品种，取下全部进口替代商品清单，降低关税，扩大外商投资权限，规范外贸法制建设。**一是在外贸法制建设方面，1994 年 7 月 1 日我国制定并颁布了《中华人民共和国对外贸易法》。二是外贸企业改革。90 年代以后，政府进一步放宽了外贸经营权的审批条件，使更多的地方企业获得了外贸经营权，同时取消了各类国有外贸企业出口经营的全部财政补贴，使国有外贸企业开始走上自主经营自负盈亏的道路。三是对出口和进口管理体制改革，包括扩大配额招标商品品种，取消了全部进口替代商品清单等。四是降低关税。五是投资体制改革，包括扩大了地方政府审批外商投资项目的权限、扩大了对外商投资的准入领域、允许外商投资企业产品进入国内市场，提高了市场准入程度。**解决什么问题：从关税、外贸企业经营权、进出口管制、政府补贴、投资准入等方面均本着更大程度的对外开放的原则做了相应调整；提高了我国外贸法律制度的透明度。**

#### (6) 外汇管理体制改革的

**核心内容：实行汇率并轨制，银行结售汇制度。**实现人民币外汇牌价与外汇调剂市场汇率并轨，实行单一的、有管理的浮动汇率制；实行外汇指定银行结汇制和售汇制；以人民币为境内唯一合法的流通货币，禁止外币在境内计价结算和流通，取消外汇的计划审批，实现国家主要运用经济、法律手段对外汇和国际收支的宏观调控；实行人民币在经常项目下可兑换等。**解决什么问题：解决了双重汇率制带来的非市场化汇率行为，实现了汇率并轨和人民币经常项目下有条件可兑换。**

#### (7) 国务院机构改革

**核心内容：撤销了几乎所有的工业专业经济部门。解决什么问题：消除政企不分的组织基础。**

## 2、对外开放

对外开放方面，我国在三个方面上做出了巨大努力：**第一，较大幅度地改善市场准入条件。**主要有削减进口关税、逐步取消若干非关税措施、取消出口补贴、增加贸易政策透明度、开放服务贸易，如银行、保险等、扩大知识产权的保护范围、放宽引进外资的限制。**第二，在 1997 年亚洲金融危机爆发以来，承诺人民币汇率不贬值。**不少专家估计，如果中国效仿日本等国也同时大幅贬值本国货币，不仅对亚洲金融危机是雪上加霜，更会引起全球金融市场更大的动荡。但为保证全球金融稳定，我国维持了汇率的稳定，得到各国政府领导人的高度赞扬。**第三，与美国达成《中美农业合作协议》。**我国政府在粮食贸易问题上作了重大让步，主要是我国在涉及小麦、柑桔、肉类进口的动植物检疫管理政策方面做了重要的调整、这个协议签署后，我国农业将直接面对具有极大优势的美国农产品的竞争。

可以说，在确立社会主义市场经济的发展道路后，我国从体制制度、对外开放程度等方面均做出了较大改变，而这种改变是颠覆式的，它成为了我国实现经济增长奇迹的重要基础。改革的意义在于解放生产力，拉动供给和劳动力朝着生产率更高的工业部门转移，开放的意义在于打破了过去资本与劳动力无法高效匹配的事实，大量资本和先进的科学技术投入经济建设，促进了我国资本积累，并大幅提高了全要素生产率。因此，这是由劳动、资本和全要素生产率三要素共同拉动带来的经济增长，这与我国坚持改革开放是密不可分的，可以说，正是改革和开放才形成了劳动、资本以及全要素生产率三要素的共振。

## 3、中央政府加杠杆

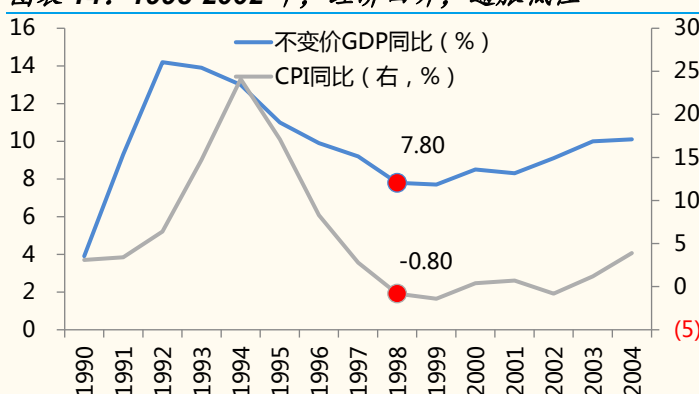
在改革开放的同时，90 年代我国也曾以中央政府加杠杆配合货币边际宽松的方式助推我国经济较早摆脱下行趋势。1997 年亚洲金融危机爆发，我国对外开放进程受到一定影响，我国经济一度面临增速下滑、通货紧缩的风险。此时，我国政策果断调整，从政府工作会议的表述可以看出，财政转向积极，货币转向宽松。政策实施的时间为 1998-2002 年，该段时间内，经济开始回升，通胀维持较低位置。到 2002 年，我国 GDP 增速同比 9.1%，CPI 为-0.8%，由此说明经济下行背景下，这样的政策组合是成功的。

图表 13：1998 年政策表述边际转好

| 时间    | 财政政策    | 货币政策    |
|-------|---------|---------|
| 1997年 | 适度从紧    | 适度从紧    |
| 1998年 | 适度从紧转积极 | 适度从紧转稳健 |
| 1999年 | 积极      | 稳健      |
| 2000年 | 积极      | 稳健      |
| 2001年 | 积极      | 稳健      |
| 2002年 | 积极      | 稳健      |

来源：国金证券研究所

图表 14：1998-2002 年，经济回升，通胀低位

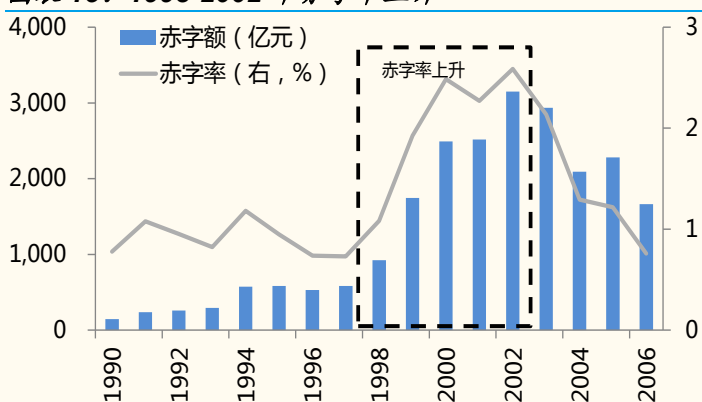


来源：Wind，国金证券研究所

积极财政表现为中央政府加杠杆，具体形式是大量发行长期建设国债，支持基础设施建设。1997-2002 年，长期国债共计发行 6600 亿元，重点投向水利、交

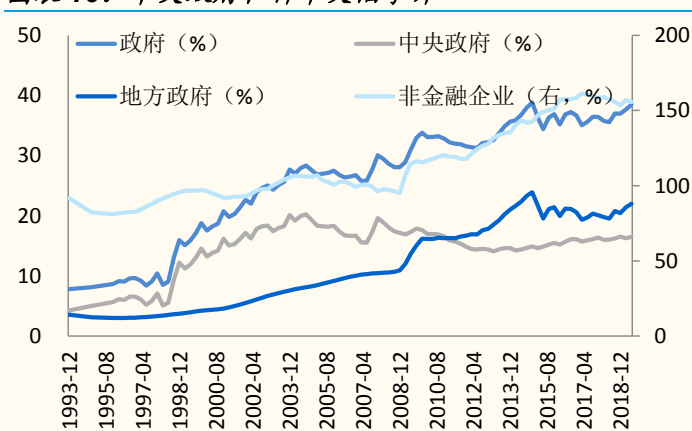
通、通信等基础设施建设，并且长期国债带动银行贷款和其他社会资金形成 3.28 万亿元，两者合计占该时间段内全社会固定资产投资比重达到 22.9%。加杠杆导致中央政府赤字额、赤字率以及杠杆率等指标不断攀升，2002 年相比于 1997 年，赤字额上升了 2567 亿元，赤字率上升了 1.86%，中央政府杠杆率上升了 15%（5.2% 上升至 20.1%）。此外，宽松的货币政策配合中央政府加杠杆。除了财政方面积极外，货币政策转向宽松。1998-2002 年，央行共计五次下调存、贷款基准利率。2002 年底，1 年期存款基准利率和 1-3 年期贷款基准利率分别为 1.98% 和 5.49%，均比 1996 年低 549bp。此外，央行分别于 1998 年和 1999 年两次下调法定存款准备金率。M2/GDP 由 1997 年 1.2 升至 2003 年的 1.6。值得注意的是，当时货币之所以能够宽松的主要原因在于：一是我国房地产泡沫刚刚破灭，我国具有充足的加杠杆空间；二是亚洲金融危机爆发，导致我国经济和资本市场均面临较大下行压力，宽松的货币政策是十分必要的。

图表 15：1998-2002 年赤字率上升



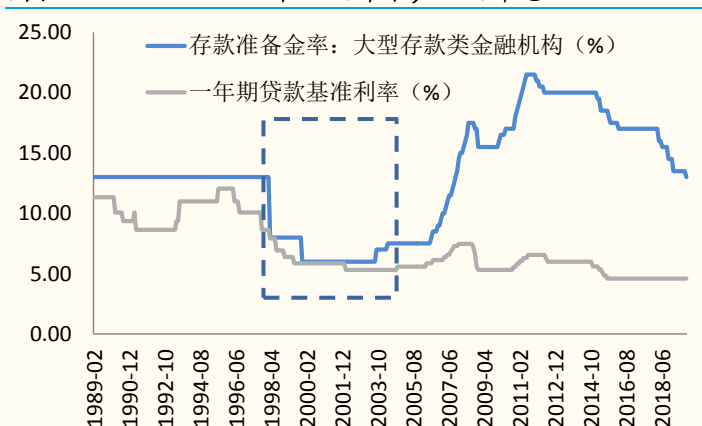
来源：Wind，国金证券研究所

图表 16：中央政府杠杆率大幅攀升



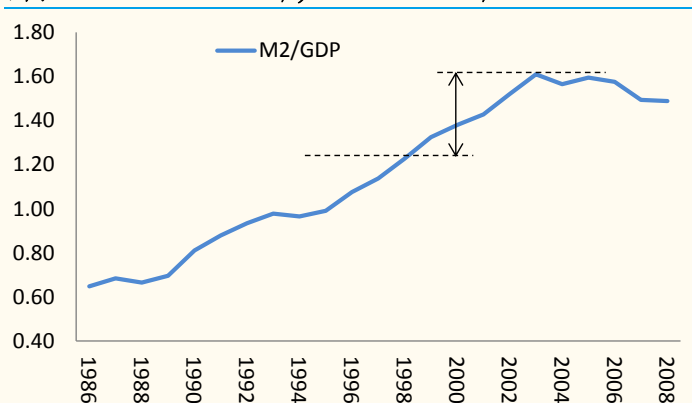
来源：Wind，国金证券研究所

图表 17：1998-2002 年 2 次降准，5 次降息



来源：Wind，国金证券研究所

图表 18：1998-2002 年，M2/GDP 上升



来源：Wind，国金证券研究所

### 三、现阶段与 90 年代中美关系对比：“修昔底德陷阱”会发生吗？

90 年代中美两国关系进展对于研究现阶段中美摩擦走向、原因以及政策应对均具有重要意义。下文将对这两段时期中美关系进行对比，研究发现：两段时期相同点在于中美摩擦均发生在美国总统大选时期并且均由美方挑起，但共同利益一直是中美关系未能走向破灭最重要的支撑点；而不同点在于两段时期中美经济差距、国际局势、冲突领域以及产生冲突的原因是不同的。

图表 19：90 年代与现阶段中美关系对比

| 时间节点 | 相同点     |          |                  | 不同点             |                    |                 |  |                        |   |
|------|---------|----------|------------------|-----------------|--------------------|-----------------|--|------------------------|---|
|      | 总统大选    | 美国发起     | 共同利益             | 经济背景            | 国际局势               | 经济实力            | 贸易摩擦原因   | 贸易摩擦领域                 | 经贸关系在冲突中扮演的角色不同                               |
| 90年代 | 克林顿大选   | 北京风波后的制裁 | 劳动密集型和资本密集型产品的互补 | 互联网带动新的经济增长点    | 苏联解体，冷战结束，国际局势更加动荡 | 中国人均GDP占美国5%左右  | 政治上失去合作基础<br>美国霸权主义<br>意识形态不同<br>侵犯知识产权                      | 台湾问题<br>经贸<br>人权<br>军事 | 存在经贸冲突，但主要由政治因素引起，经贸合作大于冲突，一定程度上对中美关系紧张起到缓和作用 |
| 现阶段  | 特朗普总统大选 | 301调查    | 全球产业链分工形成利益共同体   | 全球需求下行，无新的经济增长点 | 和平年代，贸易相互依赖度加深     | 中国人均GDP占美国28%左右 | 巨大贸易逆差<br>侵犯知识产权<br>强制性的技术转让<br>国际贸易不对等<br>汇率操纵国<br>金融领域市场准入 | 关税领域<br>汇率问题           | 经贸冲突是本次中美冲突的核心                                |

来源：国金证券研究所

## 1、相同点

### (1) 中美冲突大都发生在美国总统大选期间

每到选举时刻，在中国问题上大做文章迎合民意，摆出强硬的维护美国利益的姿态以提升人气已经成为美国领导人的惯常做法，各种形式的贸易保护政策已成为特朗普拉票的重要工具。1992年的总统大选，民主党总统候选人克林顿为了获得更多选票，对布什政府的对华政策进行抨击，而布什政府为了维护自己的竞选利益，布什政府在知识产权、市场准入、劳改产品“出口”以及纺织品“转口”贸易等多个问题上对华采取了强硬政策，导致中美关系摩擦。甚至不顾中方的一再强烈抗议，对台出口150架先进战斗机，严重恶化了两国关系。在克林顿入主白宫后，为兑现总统竞选期间对华强硬的承诺，继续采取恶化两国关系的措施，两国关系陷入冰点。2018年11月美国国会中期选举，由于当初选举特朗普的选民有很大一部分是那些认为自己被全球化遗弃的人，所以特朗普试图落实竞选承诺，不断挑起贸易摩擦，来赢得中期选举。综上，每当总统竞选前后，中美关系往往会更加紧张。

### (2) 中美冲突基本都是由美方主动挑起

90年代，北京政治风波后，美国立刻宣布暂停对中国一切军售和商业性武器的出口，并暂停两国军事领导人之间的互访。开始从各个方面对中国进行压制。而本次中美冲突开始于2017年8月18日，美国贸易代表莱特希泽宣布，美国正式对中国发起“301调查”。两次冲突均由美方主动挑起。

### (3) 共同利益一直是中美关系未能走向破灭最重要的支撑点

中美经贸关系在两段时间内扮演的角色是不同的，1989-1999年经贸关系是推动两国关系发展的压舱石，而现阶段却成为了两国关系的主要矛盾点。但是，即便是这样，现阶段中美共同利益依然是大于分歧的，共同利益一直是中美关系最重要的支撑点。冷战结束以后，中美之间的战略合作基础不复存在，中美关系进入了一个起伏震荡的时期。尽管如此，中美关系一直未能走向破裂，一个很重要的原因在于两国在经贸上的合作日益加深。两国贸易互补性很强，中国向美国出口的主要产品为劳动密集型产品，而美国向中国出口的主要是资本技术密集型产品，以及粮食、棉花等农产品，双方都对各自的国内市场有着巨

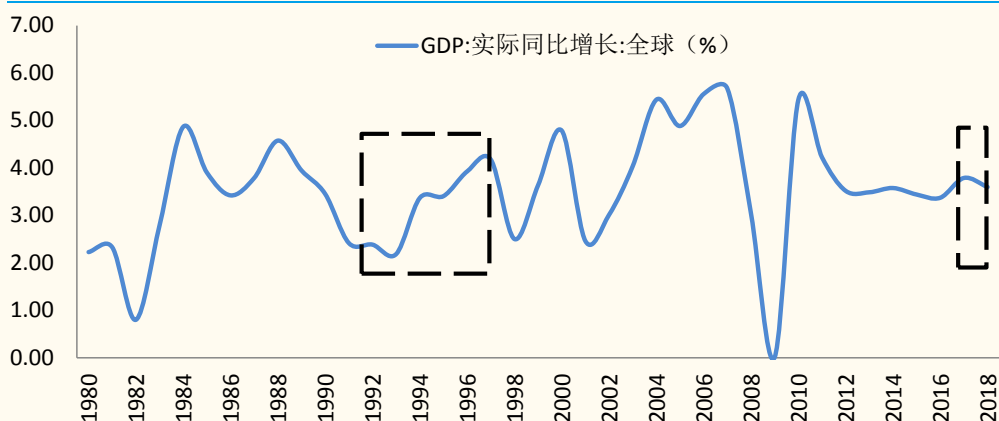
大的需求。双方在加深贸易合作的过程中，都获得了较大的经济利益。但很明显，中国发展速度超过了美国的预期，美国开始不满这种巨大的贸易逆差结构，这直接导致了现阶段贸易摩擦。然而从现实情况来看，两国在过去十几年的发展和贸易当中，早已形成密不可分的利益共同体，中美双方在众多产业链中的相互渗透以及分工协作程度非常高，美国无法轻易在短时期内打破中美产业链互补格局，任何一环隔离开来都将造成全球经济利益的巨大损失，因此共同利益始终大于分歧，贸易摩擦最终的成本无法估量。

## 2、不同点

### (1) 两段时期的背景不同：经济背景、国际局势

**经济背景不同：**90年代，互联网革命带动全球经济复苏。IMF统计，1990-1993年，全球实际GDP增长由3.45%降至2.19%，但在互联网科技革命的推动下，美国经济增长逐渐起色，由-0.11%升至4%的水平，说明得益于信息技术革命和经济全球化，美国经济获得了持续高速增长；而反观现阶段，经济下行压力逐渐加大，全球需求走弱，贸易保护主义、单边主义抬头，中美两国在世界经济中的位置进一步凸显，面对不断崛起的中国，美国的压制和制裁动力明显上升。总结而言，两段时期中美冲突的经济背景是不同的，90年代是互联网革命带来的经济复苏，而现阶段是需求下行，全球经济增长格局面临重大调整的时期。

图表 20：经济背景不同



来源：Wind，国金证券研究所

**国际局势不同：**90年代，苏联解体，两级格局崩溃，美国成为超级大国试图推行霸权主义中美失去合作基础，两国政治关系跌入低谷。现阶段，以美国为代表的全球贸易摩擦升温。

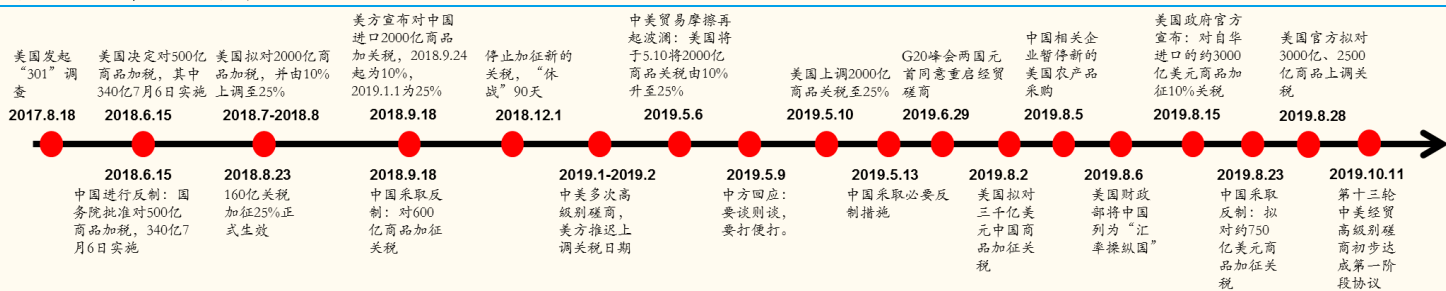
### (2) 两段时期中美冲突领域不同：90年代全面摩擦；现阶段主要是经贸摩擦

**90年代中美全面摩擦，主要有四个方面。**前文详细阐述了90年代中美冲突的四个领域，包括经贸、台湾、人权以及军事方面，总结而言主要是政治方面存在分歧引发的一系列冲突，但由于双方存在共同经济利益，经贸合作反而是中美关系没有走向破裂的主要支撑因素。

**现阶段，中美双方主要是在经济领域产生摩擦。**从2017年8月美国对中国展开“301”调查开始截止到目前，美国共计对中国征税商品金额达到5500亿元（2018年美国从中国进口贸易额5600亿美元），其中2500亿商品加征25%，3000亿商品加征10%。据我们测算，这将造成我国对美出口增速下降20-30%，出口下降3-6%。而我国对美加征关税达到1350亿美元，加征税率为25%、10%

和 5%不等。双方开始在经济贸易领域频繁产生摩擦，美国试图打破全球分工产业链格局，以缩小对中国巨大的贸易逆差。

图表 21：中美贸易摩擦时间轴



来源：Wind，国金证券研究所

图表 22：美国加征关税对我国出口的影响

| 清单分类       | 出口价格弹性 | 对美出口降低幅度 (%) | 出口降低幅度 (%) | 名义GDP降低幅度 (%) | 实际GDP降低幅度 (%) -弹性算法 |
|------------|--------|--------------|------------|---------------|---------------------|
| 2500 (25%) | 0.90   | 12.50        | 2.41       | 0.46          | 0.19                |
| 2500 (25%) | 1.20   | 16.67        | 3.21       | 0.61          | 0.26                |
| 2500 (25%) | 1.65   | 22.92        | 4.41       | 0.84          | 0.35                |
| 3000 (10%) | 0.90   | 5.69         | 1.09       | 0.21          | 0.09                |
| 3000 (10%) | 1.20   | 7.59         | 1.46       | 0.28          | 0.12                |
| 3000 (10%) | 1.65   | 10.43        | 2.01       | 0.38          | 0.16                |
| 3000 (25%) | 0.90   | 14.23        | 2.74       | 0.52          | 0.22                |
| 3000 (25%) | 1.20   | 18.97        | 3.65       | 0.69          | 0.29                |
| 3000 (25%) | 1.65   | 26.08        | 5.02       | 0.95          | 0.40                |

来源：Wind，国金证券研究所

(3) 两段时期中美冲突的原因不同：第一段政治因素较多；第二段贸易因素较多

### 1) 90年代，国际局势复杂，中美冲突政治层面的因素居多

90年代中美冲突主要是政治合作失去基础、美国推动霸权主义、意识形态以及人权问题分歧等等，而贸易摩擦程度反而较轻，且因政治因素而起。1989年苏联解体，中美在政治上失去合作基础，而意识形态上的不同造成两国诸多认识上的分歧。例如，1989年政治风波后美国对华实施全面制裁，1993年美国反对中国申奥，1995年李登辉访美，1995-1996年的台海危机，1999年美轰炸中国驻南使馆等事件，对中美关系造成很大冲击，中美政治局势一度十分紧张。当时经贸领域也存在摩擦，例如侵犯知识产权等，美国展开“301”调查等，但经贸关系主要是两国政治、人权方面冲突的一个借机发挥的舞台，比如将人权与最惠国待遇挂钩，贸易摩擦的性质主要还是政治性质。双方既有共同利益，又有差别利益，但没有哪一种利益能够完全主导中美关系。共同利益在于无论是保持亚太地区稳定、防止金融危机、防止大规模杀伤性武器扩散、打击跨国犯罪和国际恐怖主义活动还是经贸领域，美国都需要和中国合作，两国存在较多的利益交汇点。差别利益在于政治和意识形态上的差别，人权问题上的冲突，以及美国干预中国内政诸如台湾问题等。此外，冷战结束后，国际局势本身比较动荡，旧的世界格局崩溃，新的世界格局需要建立，美国试图推动霸权主义而中国倡导公正合理的国际政治经济新秩序，因此美国对中国持有敌对态度。但从根本上讲，还是中美意识形态的不同以及国家实力上的巨大差异造成了美国对中国是一个全面压制的局面。

### 2) 现阶段，中美冲突贸易层面的因素居多

关于中美贸易摩擦的直接原因，许多文献资料介绍已较为详细，主要观点集中如下。美国认为：中美存在巨大贸易逆差；中国政府强制美国企业转让技术和知识产权；中国政府指令并协助中国企业战略性并购美国高科技资产；中国通

过互联网窃取美国企业的商业信息，主要是技术秘密；中国未能履行加入 WTO 时的承诺，长期侵犯美国企业知识产权；美方认为中国在多个领域实施产业政策，提供政府引导；中国有意降低汇率保出口，认定中国汇率操纵国；中国金融领域市场准入存在限制条件；中国并没有按照美国设想的那样走向西方式的市场经济和民主道路，反而沿着自己的道路越走越远。中美经贸关系从互补走向竞争。而中国认为：中美贸易关系本质上是互利共赢的，中国处于产业链的中低端，形成了“顺差在中国、利润在美国”的局面；美国对华 301 调查报告充满偏见；中国认真履行了加入 WTO 时的承诺，大幅削减关税至世界范围内的较低水平；美国对中国在高科技领域长期封锁，对中国企业赴美投资歧视性审查，这些都是不公平的；美方滥用贸易救济措施，自 80 年代以来至 2018 年 6 月，美国对中国正在执行的“双反禁令”多达 164 个，是遭受美国双反最多的国家，超过第二名到第八名国家遭受禁令之和。由此形成了中美两国贸易和认识上的冲突，从而产生贸易摩擦。

### 3、现阶段中美贸易摩擦的根本原因

从根本上讲，90 年代中美冲突是意识形态差异和国家实力巨大差距所造成的。而现阶段的根本原因在于美国对于中美经济差距不断缩小的担忧导致贸易保护主义抬头，以及美国在中美贸易中的边际收益不断递减。中美摩擦具有内生性、长期性，亦如“修昔底德陷阱”所描述的那样。那么，“修昔底德陷阱”真的会在中美两国之间发生吗？我们认为中美两国经济体量之大，在世界经济体中所占份额之高决定了其最终冲突的成本极高，从这一点考虑，“修昔底德陷阱”并不必然发生。

#### (1) 根本原因之一：中美经济差距不断缩小

首先，中国的经济增长速度惊人导致了美国的担忧。2008 年金融危机后，两国的 GDP 差距快速缩窄，中国 GDP 上升速度高于美国。2010 年中国 GDP 总量超过日本，位居世界第二位，中国的经济份量决定了中国成为美国当前最大的竞争对手，美国对华的战略心态发生了改变，因此美国政府对华战略定位也发生前所未有的重大变化。2017 年 12 月 18 日起，特朗普政府相继出台的《国家安全战略报告》、《国防战略报告》和《核态势评估报告》，首次以官方文件的形式将中国定义为“战略竞争者”、“修正主义国家”，认为“对美国繁荣和安全的主要挑战来自修正主义大国的竞争。这种竞争不是一般意义上的、暂时的和单个领域的，而是战略性、长期性和全面性的竞争。”

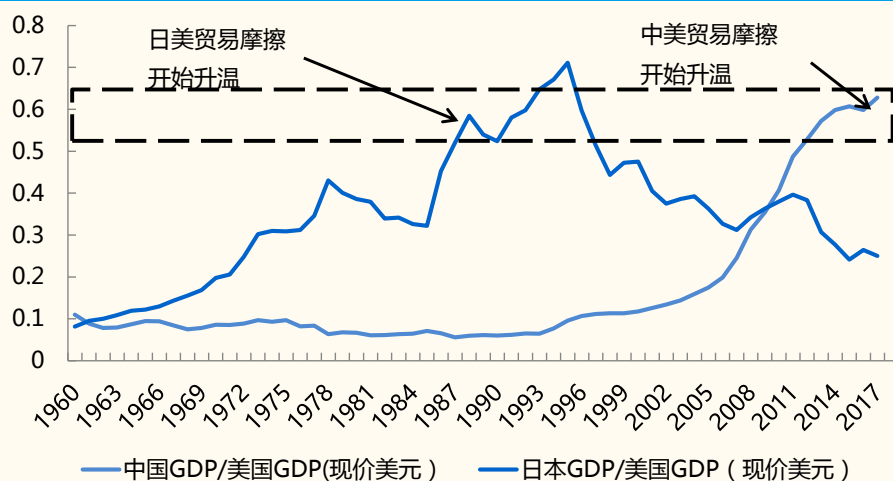
图表 23: 美国领导人对华战略的变动

| 政府                | 全球战略                    | 对华整体战略              | 对华贸易政策           |                                    |
|-------------------|-------------------------|---------------------|------------------|------------------------------------|
|                   |                         |                     | 中心思想             | 具体措施                               |
| 杜鲁门、艾森豪威尔、肯尼迪、约翰逊 | “合作盟友与对抗苏联”             | 对抗、遏制               | 封锁和制裁            | 对华贸易禁运                             |
| 尼克松、福特、卡特         | “伙伴关系、实力后盾、谈判手段”——尼克松主义 | 恢复接触，缓和             | 合作和开放            | 结束对华禁运                             |
| 里根                | “里根主义”                  | 联合中国对抗苏联            | 合作和发展            | 放松对华出口管制                           |
| 老布什               | “超越遏制”                  | “接触战略”              | 从制裁到恢复           | 从经济制裁到取消制裁                         |
| 克林顿               | “国家参与和安全战略”             | 从“遏制”到“全面接触战略”      | 由施压为主转向合作与发展为主   | 人权和最惠国待遇挂钩到脱钩，给予中国永久最惠国待遇          |
| 小布什               | “反恐、全球自由化、大国协调”         | “防范、遏制”到“负责任的利益相关者” | 合作的同时伴随着防范与施压    | “中美战略经济对话”、反倾销调查、特殊301调查、人民币汇率问题   |
| 奥巴马               | “重振美国领导地位”              | “竞争对手”              | 施压与合作并存          | 反倾销、特保、337调查、人民币汇率问题、“中美战略与经济对话机制” |
| 特朗普               | “美国利益优先”                | “全面对华战略”            | “极限施压”“单边贸易保护主义” | 进口关税、技术遏制、汇率操纵国、重构贸易新规则            |

来源：国金证券研究所

历史经验表明，当一国名义 GDP 总量落入美国名义 GDP 总量 55%-65% 区间时，贸易摩擦开始升温。2018 年，我国名义 GDP 总量达到美国名义 GDP 总量落入该区间，中美贸易摩擦升温。1980s，日本 GDP 总量同样落入这一区间，美国开始针对日本出台大量贸易法案（301 条款等），并持续 10 年之久。从这个角度来看，中美贸易摩擦将是一个长期而艰难的过程。

图表 24: 当 GDP 总量占比达到美国 55%-65% 时，贸易摩擦开始升温



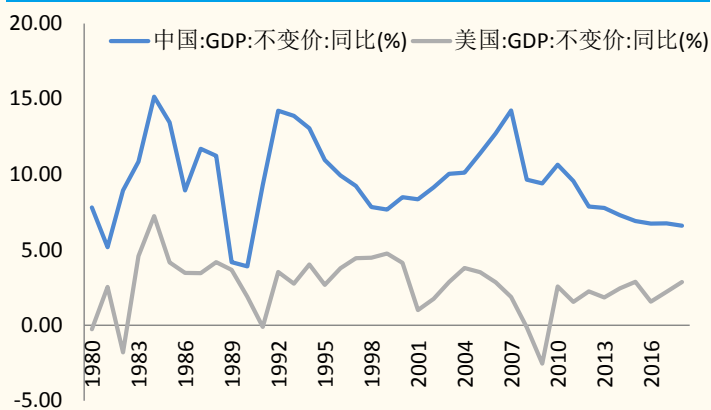
来源：Wind，国金证券研究所

其次，中美经济差距缩小导致的巨额贸易逆差和经常账户赤字，让美国贸易保护主义抬头。姚洋和邹静娴<sup>5</sup>在世代交叠（overlapping generation, OLG）模型

<sup>5</sup>姚洋,邹静娴.从长期经济增长角度看中美贸易摩擦[J].国际经济评论,2019(01):146-159+8.

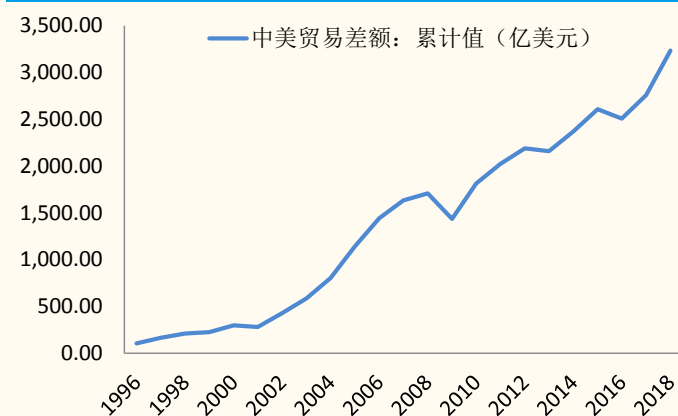
下证明了长期增长相对越快的国家，在稳态上越可能有经常账户盈余<sup>6</sup>。这一结论可从“储蓄-投资”缺口的角度来解释经常账户余额：当一国经济增速提高时，由于实际工资的增长会使得国民收入增加，并且储蓄率上升；同时，投资率也会上升，但上升幅度不及储蓄，最终的净效果就是该国经常账户盈余扩大（或逆差缩小）。“贸易伙伴国增速”会影响一国经常账户余额，即便一个国家增长率较高，但如果它的主要贸易伙伴国增长速度更快，那么该国也可能出现较低的经常账户余额。这或许可以解释为什么美国近些年对中国在经常账户上一直是逆差且呈现扩大趋势。

图表 25：中国经济增速始终高于美国



来源：Wind，国金证券研究所

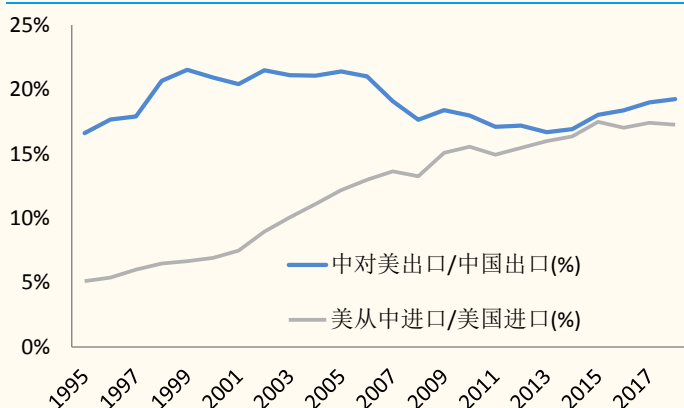
图表 26：中美贸易差额不断扩大



来源：Wind，国金证券研究所

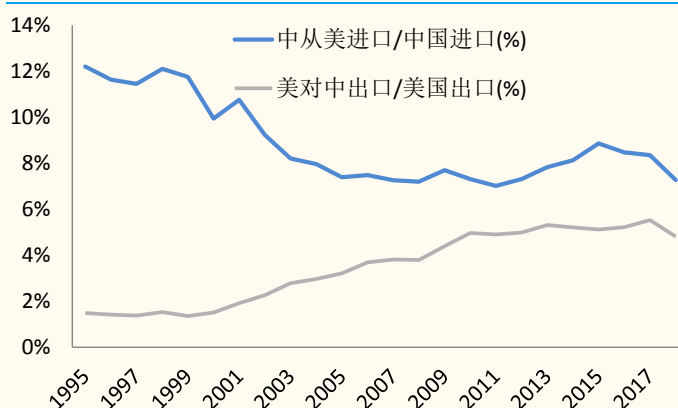
一个客观事实是：美国对华进口依赖度不断上升，而中国进口来自美国的商品不断被东亚国家取代。特朗普上台后积极奉行贸易保护主义，他认为贸易逆差对美国经济发展造成了不利的影响，特别是中国大量的商品进入美国，致使国内的工人失业，损害了美国的产业发展。一个客观背景是 1995-2017 年，美国对中国的进口依赖度不断上升（从 5% 升至 15%）而在中国的出口市场中，对美出口占比却相对保持稳定在 18% 左右；另外，在中国进口商品中，来自美国的商品占比却在不断下降（从 12% 降至 7%），大部分份额被东亚国家所取代。基于这一观点，特朗普对中国发起了贸易战，通过加征 5500 亿商品关税阻止中国商品进入美国，致使贸易摩擦不断升级。

图表 27：美国对中国进口依赖度提高



来源：Wind，国金证券研究所

图表 28：美国对中国出口依赖度提高



来源：Wind，国金证券研究所

<sup>6</sup>姚洋、邹静娴. 经济增长差异、生命周期假说和“配置之谜”[J]. 经济研究, 2016(3): 51-65.

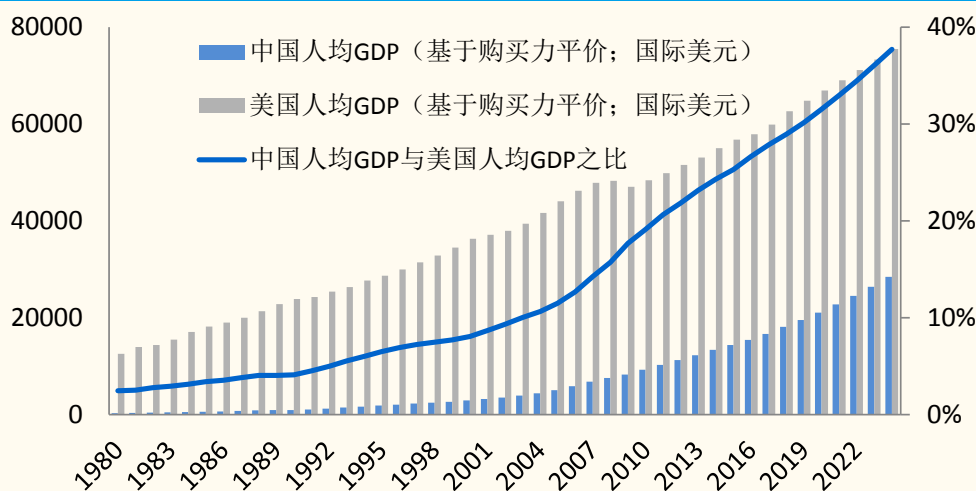
## (2) 根本原因之二：美国与中国贸易的收益边际递减，中美摩擦具有内生性、长期性

经济学家拉尔夫·戈莫里和威廉·鲍莫尔基于对现实世界的细致观察，构建了理论分析框架<sup>7</sup>，为我们理解国际贸易和国家利益冲突提供了理论基础和新的视角。从动态角度来看，一个相对较为发达的国家将受益于落后贸易伙伴在世界收入份额中占比的上升及其生产率的提升，这一过程将持续到贸易伙伴在全球市场上占有重要地位的发展水平为止，这是一个重要的转折点。超过转折点后，相互贸易的两个国家即从互利区进入冲突区，新兴贸易伙伴发展更多的产业将不利于发达国家。此时，发达国家可能发动贸易战来维持它相对于新兴对手的巨大优势，以维护其最佳利益。根据世界经济体追赶的经验看，25%和50%一般是互利区和冲突区的分界线，具体运用该模型分析中美贸易我们可以得到如下结论：当中美两国工资之比小于25%时，二者是相对稳定的互利合作关系，当这一比值处于25%-50%的区间时，美国仍存在获益机会，但贸易获得的收益会边际递减，而当这一比值大于50%时，中美两国的贸易将由互利区进入冲突区。

我们使用基于购买力平价的人均GDP来代替两国工资指标。1989-1999年，中美两国的贸易处于“互利区”，中国人均GDP占美国3-7%的水平，美国凭借其巨大的国际市场份额和领先世界的科技技术垄断实力，处于产业链的至高点，享受着中国廉价劳动力所带来的福利提升，看似是其市场占有率的下降，实际上其真实福利的增长远超世界收入份额的下降。一方面，美国享受了中国制造的物美价廉的消费品，有效压低了国内通胀水平。另一方面，美国可以整合优势资源，集中精力发展高新技术产业，实现自身的产业升级。

然而，随着我国在全球产业份额中占比的逐渐提升，工资增速远超美国，现阶段，两国贸易由“互利区”朝着“冲突区”方向逐步演进，中国人均GDP占美国人均GDP达到29%，超过25%的舒适区，因此美国所获福利边际递减。站在美国的角度，尽管中国在全球产业份额中所占比例的提升会使中美贸易朝着有利于增加美国绝对福利的方向移动，但美国因产业让渡所能收获的绝对福利增加值是边际递减的，在中国作为“世界工厂”的过程中，其技术进步和全要素生产率的提升也是非常显著的，若未来这一趋势不发生改变，中美人均GDP之比还将扩大，IMF预测2024年两国人均GDP之比将达到38%，意味着中美贸易将逐渐步入“冲突区”。所以，从理论上讲，中美贸易摩擦的出现具有内生性和长期性。

图表 29：中美人均GDP之比



<sup>7</sup> 拉尔夫·戈莫里，威廉·鲍莫尔. 全球贸易与国家利益冲突[M]. 北京：中信出版集团，2018.

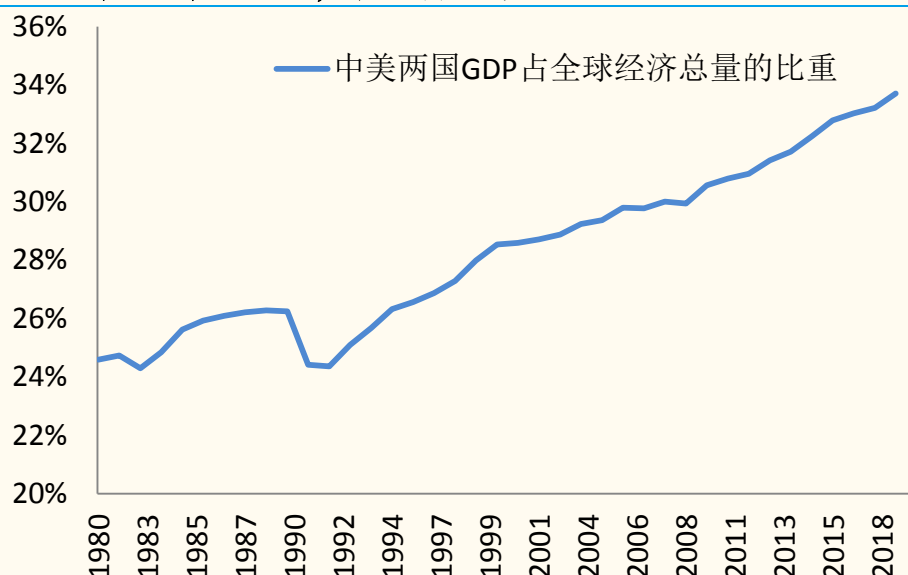
来源：Wind，国金证券研究所

### (3) “修昔底德陷阱”会发生吗？

修昔底德陷阱<sup>8</sup>一个核心观点是：一个新崛起的大国必然会挑战现存大国，而现存大国也必然会回应这种威胁，两者的矛盾“多数”最终通过战争解决。其背后的直觉也是清楚的：当全球增长格局面临重大调整时，新旧增长实力间的摩擦势必加剧。从现阶段来看，中美局势较为符合“修昔底德陷阱”的特征。

那么“修昔底德陷阱”一定会发生吗？我们认为并不必然发生。核心原因在于：中美两国经济体量之大，占世界经济总量的份额之高，分工合作之密切决定了这一冲突的成本是极高的。据世界银行统计，2018年，中美名义GDP之和为34万亿美元，占全球经济总体量的34%（1991年为24%）。此外，两国在过去十几年的合作当中，早已形成了“你中有我，我中有你”的全球产业链分工格局，美国一般分布在产业链上游和下游（高新技术和消费），中国企业分布在产业链中游（加工制造），互补性极高，任一链条的断裂都将造成巨大经济损失，因此我们认为“修昔底德陷阱”并不必然发生。

图表 30：中美经济体量巨大，冲突成本较高



来源：Wind，国金证券研究所

## 四、对现实的借鉴意义：中美贸易摩擦将成为推动我国第二次改革开放的契机

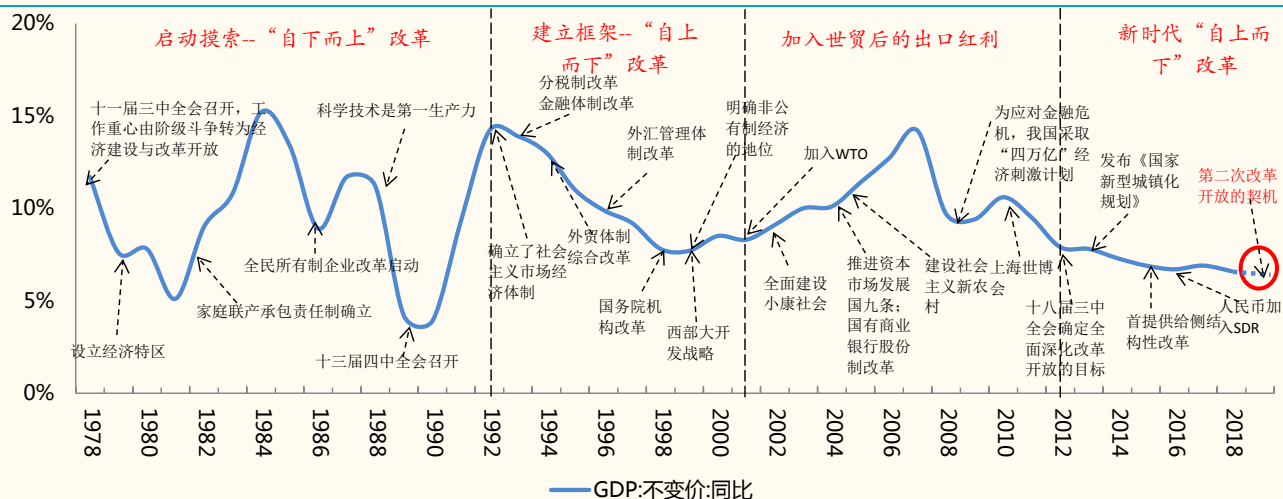
结合 90 年代中美关系的研究，我们深刻明白一个道理：中美摩擦具有内生性、长期性，因此这种外部环境压力将自始至终存在并可能不断升级。但历史经验告诉我们，只有努力做好自身发展，在外部环境日益复杂和困难的情况下更大程度地改革开放，寻找内生增长动力提高全要素生产率，才能摆脱资本回报率低迷，实现高质量经济增长。中美贸易摩擦无法阻碍中国发展，反倒成为我国第二次改革开放的契机。

回顾改革开放 40 周年，第一次改革开放（1978-2012），经济高速发展依赖于劳动力、资本等生产要素的投入以及加入 WTO 后出口的拉动。由于劳动力逐渐解放，计划经济的条框逐渐打破，农村农民开始自发组织生产，出现创新（例如家庭联产承包责任制）。廉价的劳动力以及巨大的劳动力数量吸引资本不断

<sup>8</sup>修昔底德.《伯罗奔尼撒战争史》：商务印书馆，2013

流入，实现了资本的积累。2012-2016年是第二次改革开放实践探索的阶段，探索适应新的经济增长模式的制度环境，例如国企改革、金融业改革、供给侧改革等，但整个进程推动较慢。来到2019年，人口红利的逐渐消退，经济增速减速换挡，要素结构改变，企业资本回报率不断下滑等，都表明2019年将是我国发展历程中一次重大转折。同时外部环境特别是中美关系的变化以及决策层全面深化改革的意愿不断强烈，将彻底倒逼第二次改革开放进程加码提速。

图表 31：中美摩擦倒逼第二次改革开放

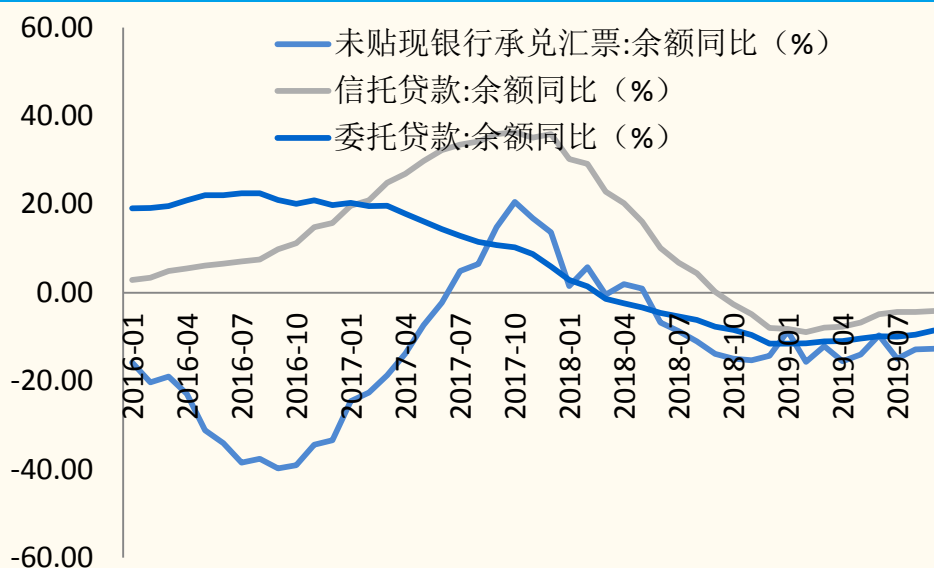


来源：Wind，国金证券研究所

### 1、第二次改革开放需要解决的核心问题是什么？

**金融机构系统性风险高吗？系统性风险整体可控，能够守住不发生系统性风险的底线。**金融机构系统性风险主要有三方面：第一，与房地产相关的风险。我国商业银行的贷款中有近40%的贷款与房地产相关，因此房价上涨过快或者失速下跌均会对金融机构产生较大负向影响，长远来看最重要的是稳住房价。现阶段，政策对于房地产的调控能力较大，出现房价大幅波动的风险较小。因此，金融机构当中与房地产相关的风险整体可控；第二，与非标等影子银行相关的风险。2013年、2016年非标融资兴起，刚性兑付、多层嵌套、期限错配使得非标融资等影子银行业务风险较高，但在2018年去杠杆的背景下，资管新规等监管政策的出台有效整治了这一资本市场乱象，此后，非标融资大幅放缓，从金融去杠杆到实体经济去杠杆，影子银行风险整体得到控制；第三，与地方债务相关的风险。2014年核算的地方隐性债务是25万亿，按照90万亿的GDP的总量测算，地方政府杠杆率应是50%左右（国家资产负债表研究中心公布数据为20%），政府整个杠杆率为67%，仍处于世界较低位置，所以风险依然相对可控。

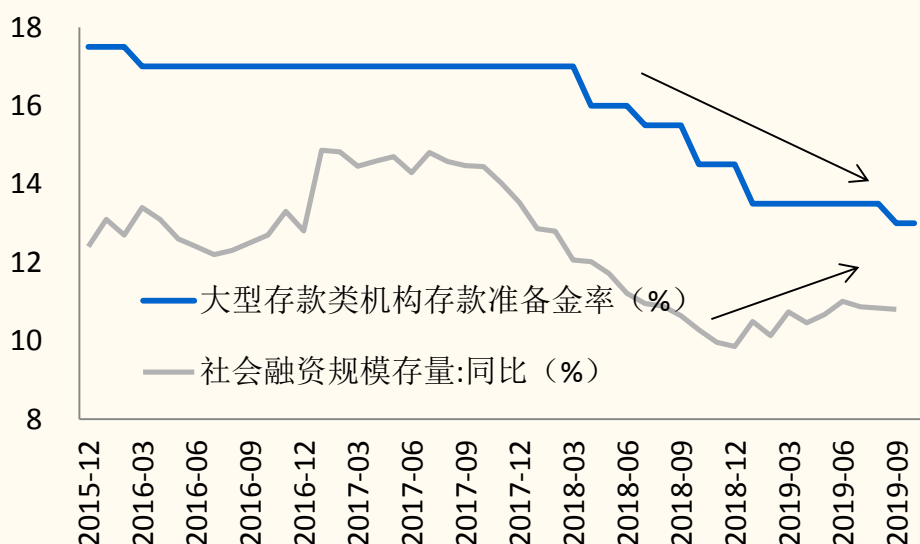
图表 32: 资管新规出台, 非标融资大幅收窄



来源: Wind, 国金证券研究所

资金面、流动性紧张吗? 货币政策整体仍是边际宽松, 流动性处于相对宽松状态。从价的角度看, DR007 整体稳定, 从量的角度看, 存款准备金率已由 2017 年 17% 降至 2019 年 13%, 社会融资规模月同比已由 2018 年 12 月 9.85% 升至 2019 年 9 月 10.8%, 整体较前两年无论是货币还是信用均有明显改善, 可以说市场中流动性相对较为充裕。

图表 33: 降准保证流动性合理充裕



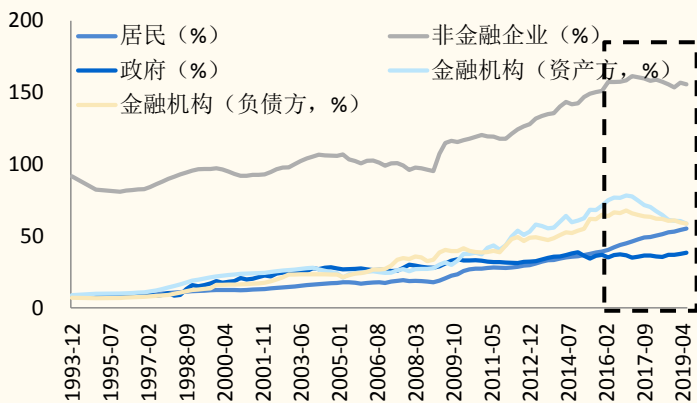
来源: Wind, 国金证券研究所

房地产泡沫严重吗? 虽然房地产泡沫较高, 但仍整体可控, 并非核心问题。2015-2017 年在房地产去库存的大背景下, 三四线城市大涨再次累计一定的房地产泡沫, 但今年以来, 政策明显收紧, 未来地产周期性调控势在必行。整体来看, 房地产泡沫虽然在不断累积, 但仍未到泡沫破灭的程度, 只要政策保持定力, 不以刺激房地产作为短期增长的手段, 则风险相对可控。

部门杠杆率高吗? 杠杆率整体呈下降趋势, 中央政府仍有加杠杆空间。从国家资产负债表研究中心数据来看, 在去杠杆的大背景下, 我国非金融企业部门杠

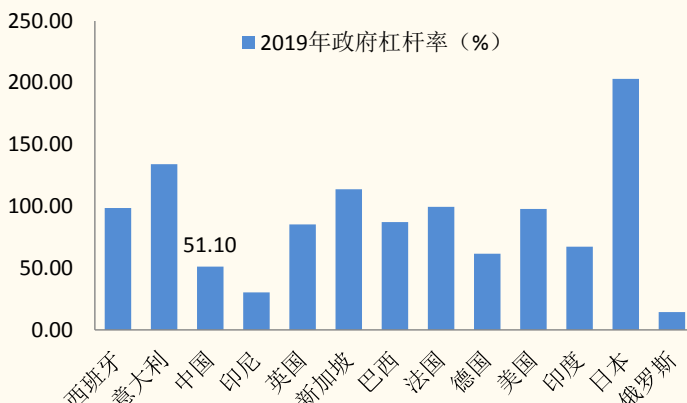
杆率由 161% 降至 155%，但依然高于全球其他国家，金融部门资产端、负债端杠杆率由 70% 左右降至 58%。而地方政府杠杆率为 22%，加上地方隐形债务约为 50%，但中央政府只有 16.5%，远低于其他国家政府水平。根据国家清算银行统计，2019 年 3 月我国政府杠杆率为 51.5%，处于世界较低水平。因此我国杠杆率整体趋降，中央政府仍有进一步加杠杆空间。

图表 34：我国杠杆率整体趋降



来源：Wind，国金证券研究所

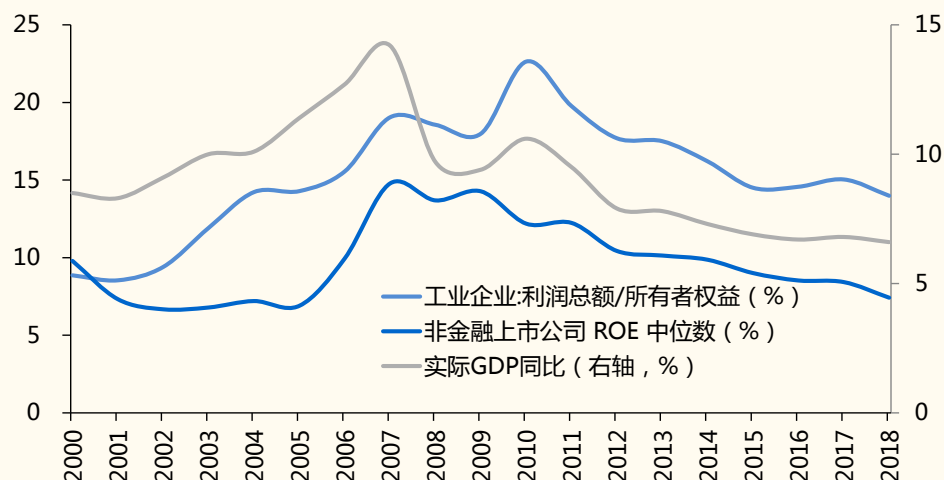
图表 35：我国中央政府杠杆率仍低



来源：Wind，国金证券研究所

第二次改革开放需要解决的核心问题是资本回报率长期低迷！2010 年以来，我国经济增长和资本回报率长期处于低迷状态。以工业企业利润总额/所有者权益、上市公司 ROE 衡量资本回报率。2010 年以后，资本回报率处于长期低迷的状态（上市公司 ROE 中位数由 2007 年 14% 降至当前的 7% 以下）。分析影响资本回报率的 6 个因素，我们认为主要原因在于：一是模仿创新边际效应下降，自主创新动力不足，导致潜在经济增长率和企业效率下降；二是廉价劳动力和人口红利消失；三是部分现行体制和机制约束了经济结构调整；四是企业实际资金成本以及租金成本依然较高。因此，当前仅依靠逆周期财政和货币政策短期刺激难以解决根本问题，唯有通过改革释放红利、提高全要素生产率才是出路。

图表 36：2010 年以来资本回报率和经济增长长期低迷



来源：Wind，国金证券研究所

## 2、如何做到全面深化改革？-重塑四部门关系：政府、企业、居民、金融

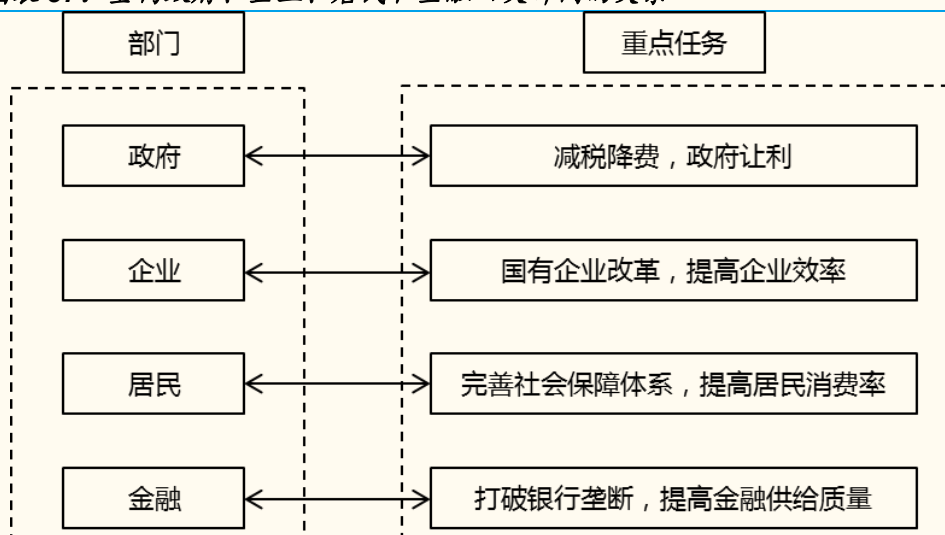
**政府部门：减税降费，让利于民。**政府部门改革的重点任务在于减税降费。近年来政府减税降费的力度是非常大的，2018年减税降费1.3万亿元，今年减税降费约2.4万亿，超出市场预期。不过，财政“四本帐”收入占GDP比重依然较高，且综合税率60%以上高于大部分发达国家，表明我国居民和企业的负担依然较高，减税降费仍有空间。

**企业部门：国有企业改革，提高企业效率。**坚持竞争中性原则，推动混合所有制改革，促进国有企业效率进一步提升。近年来，民营企业经营效率持续下降。减税降费、解决民营企业融资难融资贵等问题，将会成为重要方向。

**居民部门：完善社会保障体系，提高居民消费率。**改革的重要方向之一就是消费驱动，使消费成为推动我国经济增长的重要动力。要做到这一点，必须要切实完善社会保障体系，重点领域在于教育、养老和医疗上，只有基本生活得到保障才能有效提升居民消费率。

**金融部门：打破银行垄断，提高金融供给质量。**从近期新LPR政策推进金融供给侧改革，深化利率、汇率市场化改革，完善货币政策传导机制，推动科创板健康发展，扩大金融业对外开放，优化金融体系结构，打破银行等金融机构垄断，提高直接融资比例，是未来金融部门改革的主要方向。

图表 37：重构政府、企业、居民和金融四大部门的关系



来源：Wind，国金证券研究所

## 3、如何做到更大程度地对外开放？-金融对外开放、把握中美关系全局、寻求多边合作

### 1) 进一步开放金融业对外开放力度

2019年7月20日，国务院金融稳定发展委员会办公室推出以下11条金融业对外开放措施：允许外资机构在华开展信用评级业务时，可以对银行间债券市场和交易所债券市场的所有种类债券评级；鼓励境外金融机构参与设立、投资入股商业银行理财子公司；允许境外资产管理机构与中资银行或保险公司的子公司合资设立由外方控股的理财公司；允许境外金融机构投资设立、参股养老基金管理公司；支持外资全资设立或参股货币经纪公司；人身险外资股比限制从51%提高至100%的过渡期，由原定2021年提前到2020年；取消境内保险公司合计持有保险资产管理公司的股份不得低于75%的规定，允许境外投资者持有股份超过25%；放宽外资保险公司准入条件，取消30年经营年限要求；将原定于2021年取消证券公司、基金管理公司和期货公司外资股比限制的时点提前到

2020年；允许外资机构获得银行间债券市场A类主承销牌照；进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场。

**2019年9月10日，外汇管理局决定取消QFII和RQFII投资额度限制，扩大金融市场进一步对外开放。**此次全面取消合格境外投资者投资额度限制，是国家外汇管理局在合格境外投资者外汇管理领域的又一重大改革举措。今后，具备相应资格的境外机构投资者，只需进行登记即可自主汇入资金开展符合规定的证券投资，境外投资者参与境内金融市场的便利性将再次大幅提升，中国债券市场和股票市场也将更好、更广泛地被国际市场接受。

**易纲行长在中国发展高层论坛上对对外开放强调了5点考虑：**近年来，我国金融业开放不断加快，取得的成绩有目共睹，但总体水平仍然不高，仍有很大的提升潜力。针对当前金融开放水平仍有待提高的局面，可以从以下几个方面考虑：第一，坚持金融市场开放与人民币汇率形成机制改革相互配合，协调推进；第二，推动落实“非禁即入”，中资机构和外资机构皆可依法平等进入负面清单之外的领域和业务；第三，不断完善会计、税收等配套制度，同类金融业务规则尽可能“合并同类项”；第四，提高政策制定的透明度和简明度；第五，完善金融监管，监管与开放相匹配。

## 2) 除了把握好中美关系全局之外，积极寻求其他国家多边合作

**把握好中美关系大局。**前文提到，中美具有较高的共同利益诉求，和则两利，斗则俱伤。中美双方在全球分工产业链中优势互补，协同合作，共同创造了巨大的价值。因此，把握好中美关系大局，避免进入敌对关系仍是我国现阶段加强对外开放的重中之中。

**积极开展多边外交。**1989-1999年，由于美国对华行使了制裁，在贸易最惠国待遇上对中国附加了人权条件，导致我国与美国的贸易订单减少，但我国积极开展多边合作，与德国、法国和日本贸易快速发展，美国工商界因此受到巨大刺激，美国认识到对中国的经贸制裁会在某种程度上损害自己的利益，因此调整了对外贸易的总体战略，由单纯限制进口转变为积极拓展出口，推出了“国家出口战略”，把中国作为十大出口市场之首，同时将贸易最惠国与人权问题脱钩并无条件延长了贸易最惠国待遇。

历史经验告诉我们，贸易往来本是互惠互利的，和则两利，斗则俱伤。美国挑起的贸易摩擦也必将使得自身利益受损，现阶段我国依然可以借鉴90年代的斗争经验，积极开展多边合作，争取更大程度地对外开放，以回应美国贸易制裁。9月6日至7日，德国总理默克尔第12次访华，希望重点寻求两国在自动驾驶、智能制造、人工智能等新兴领域互利合作，我国国家领导人也表示：“中方扩大开放说到做到”。这一例证也说明未来我国必将更加积极地寻求多边外交，争取更大程度的对外开放。

## 4、中央政府如何加杠杆？-减税降费、发行长期建设国债、货币政策进一步宽松

### 1) 更大力度地减税降费将是本次中央政府加杠杆、让利于民的重要方式。

1989-1999年，我国中央政府加杠杆的方式是购买长期建设国债，支持基础设施建设，以扩大内需，稳定经济增长，属于需求侧刺激。而现阶段，最好的方式就是通过更大力度的减税降费、让利于民，将重心放于制造业投资领域。

**资本市场普遍的共识是：**制造业投资相对基建和房地产投资来说更受企业盈利影响，是三大投资中市场化程度最高、民企最集中、盈利驱动最显著的一个领域，但也是最不好控制的一个领域。稳定制造业投资对于现阶段产业升级、短板工程建设、民营企业发展、提高资本回报率、稳定就业、经济高质量发展均

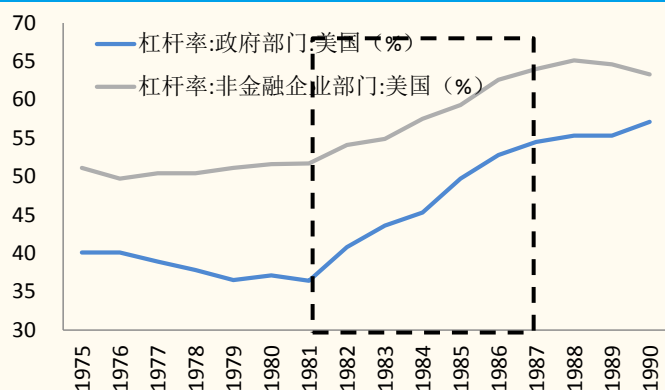
具有重要意义，但政策难以落实具体措施以提高企业盈利，制造业投资将因需求下滑而进一步下探。

**但我们认为：**通过降低税收，提高政府杠杆而将部分利益让给企业，同时结构上引导金融机构增加对制造业中长期融资，将能够有效降低企业各项成本，例如企业管理率以及税率等等，从而提高企业盈利，这或将成为需求下行趋势下稳定制造业投资的一种方式。

此外，从资本回报率拆分的六大要素中，我们认为改善租金成本、劳动力成本以及产能利用率空间已不大，而在降低资金成本、企业效率以及税负仍有空间，而这三个因素可以通过财政减税降费、降低企业融资成本得以实现。

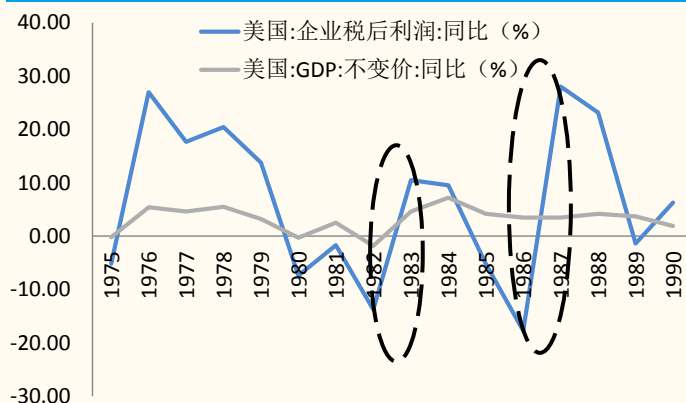
**里根减税提供成功经验：**里根上任的历史背景是全球经济走弱，与现阶段内外部环境类似。1981年1月，里根总统上台，面临的外部环境是全球经济下行，世界银行统计的全球GDP增速由1979年4.1%降至1981年的1.9%，下降2.2个百分点，并且全球主要发达国家（如英国、日本等）经济同样下行；与此同时，美国面临的国内环境是通货膨胀高企，经济增长下行，即“滞胀”。1980年，美国实际GDP同比为-0.3%，CPI为13.5%。因此，里根上任的经济背景是全球经济下行，需求不振以及国内通胀高企，与现阶段我国面临的内外部环境类似。里根积极财政政策核心内容：减税+美国政府加杠杆。里根将严重的通货膨胀归咎于长期的凯恩斯主义主张的扩张政策，财政和货币政策遭到滥用，同时主动接纳供给学派的主张，其在任期内（1981-1989年）进行了两次大规模减税，分别是1981年通过的《经济复苏和税收法案》以及1986年通过的《税收改革法案》，两项法案分别对个人所得税、资本成本回收、遗产税和赠与税等采取了减免措施，共计减税金额达到7000多亿美元。此外，为解决需求不振问题，提出由美国政府主动加杠杆刺激国内需求扩张，而非依靠宽松货币政策。1983年，美国政府杠杆率为42.8%，比1980年高出9.9个百分点，而财政赤字上升为2078亿美元，赤字率为5.7%，比1980年高出3.1个百分点。由此可见，美国政府加杠杆是应对需求下滑的中坚力量。货币政策方面，为抑制通货膨胀，货币于1980年开始收紧，1981年和1982年联邦基金利率平均值分别为16.4%和12.2%，M2同比为9.7%和8.7%，呈下降趋势。里根减税将美国经济重新拉回高增长轨道，同时资产价格表现十分优异，主要原因为分子端的企业盈利贡献。从经济增长和股票市场的走势来看，减税的效果是显著的。美国实际GDP由1980年-0.3%升至1987年3.5%，最高达到7.2%，资产价格方面，道琼斯指数在两次减税后的一至两年内分别上涨45%和26%，而其中企业盈利的回升对资产价格上涨具有重要贡献。两次减税后，美国企业税后利润同比出现回升，1983年为10.5%（1982年为-13.7%），1987年23.2%（1986年为-17.7%）。综上所述，虽然里根时期减税在许多方面仍有不同，例如中美税制结构（中国以增值税为主，美国以个人所得税为主）等，但整体来看，里根时期的减税以及中央政府加杠杆政策依然提供了成功的经验供我们参考。

图表 38：减税期间美国政府杠杆率上升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 39：减税后企业利润上升



来源：Wind，国金证券研究所

## 2) 发行长期建设国债

1998 年我国为应对亚洲金融危机而发行约 6600 亿长期建设国债，支持基础设施建设。现阶段，由于长期建设国债不计入财政赤字，若考虑狭义财政赤字率 3% 的隐形下限，国家同样可以考虑发行长期建设国债以增大短板工程的投入力度。

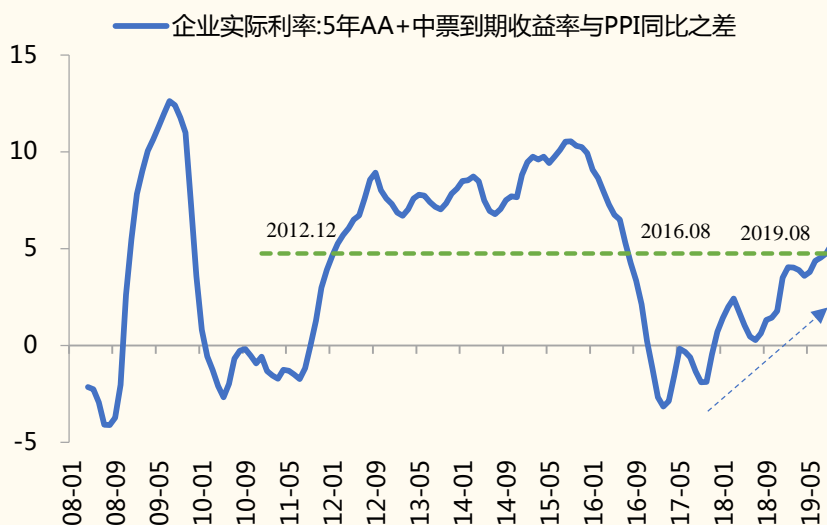
## 3) 货币政策需要进一步宽松，降准降息仍有必要

决定经济活动的是实际利率，而非名义利率。2018 年以来各期限名义利率下降，但并不意味着实际利率的下降。实际上，影响企业投资的是实际利率，虽然名义利率下降，但在 PPI 通缩背景下，实际利率反而是上升的，将对投资产生抑制作用。因此，需要货币宽松予以应对。

我国实际利率被动升高。2018 年 1 月至 2019 年 8 月以来，通过 PPI 平减之后的企业实际利率由 1.4% 升至 4.8%，其中，5 年期 AA+ 中票收益率由 5.7% 降至 4.0%，PPI 同比增速由 4.3% 降至 -0.8%。PPI 通胀的持续走低是实际利率被动攀升的重要原因。虽然与历史高点相比，当前企业实际利率水平并不算很高，但持续上升的趋势需要得到关注，因其将对企业投资意愿产生抑制作用。

从此前国内外应对实际利率被动上升的经验来看，有必要通过货币宽松的方式来引导实际利率的下降。具体到我国当前，则有必要下调政策利率、降准。同时，货币宽松的方向是确定的，在房地产约束下，宽松节奏或幅度将是渐进的。

图表 40：我国实际利率被动抬升



来源：Wind，国金证券研究所

#### 风险提示：

1. 财政宽松力度不足，减税降费力度不够或者执行力度不够，难以对冲经济下行压力，导致企业盈利进一步下降，失业等问题加剧；
2. 货币政策短期过紧导致名义利率上升，同时物价下滑，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；
3. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；
4. 房地产市场持续收紧，叠加资管新规严格执行程度超预期，可能造成部分金融机构出现风险，从而导致系统性风险发生概率上升；
5. 中美贸易再度摩擦升温，对双方需求形成较大冲击；美联储如果加息速度和幅度高于市场预期，将推升美元大幅上升，资本流入美国，新兴市场将再度面临资本流出，可能诱发风险。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH