



内部资料

国际财经评论

Review of International Economics & Business

2021 年 · 夏

北京外国语大学二十国集团研究中心

北京外国语大学南方研究院

中国管理科学学会产业金融管理专业委员会

2021 年 6 月《国际财经评论》(内刊)



公众微信号

地 址：北京市西三环北路 19 号北京外国语大学国内大厦 510 办公室

邮 编：100089

联系人：金老师

联系方式：010-8881 8121

传真：010-8881 0062

收稿邮箱：g20@bfsu.edu.cn

jinyujie@bfsu.edu.cn

网站：g20.bfsu.edu.cn

目录

第一章 伊朗新当选总统莱西经济政策展望.....	2
第二章 数字普惠金融更加促进企业创新吗?	6
第三章 美股市场中概股: 回望与展望.....	7
第四章 美式“小多边主义”对全球产业链布局的影响.....	17
第五章 媒体舆情关注度对审计质量的影响.....	27
第六章 贸易摩擦和疫情对中国制造业的冲击及对策研究.....	37
第七章 估值效应波动与全球经济失衡.....	48
第八章 数字普惠金融能减少中国的城乡居民消费差距吗?	65

第一章 伊朗新当选总统莱西经济政策展望

穆宏燕 赵锦浩 牛华勇¹

据伊朗国家电视台 6 月 19 日报道，伊朗总统选举委员会主席贾马尔·阿尔夫在当天举行的新闻发布会上宣布了伊朗第 13 届总统选举的初步统计结果。初步统计显示，有 2860 万人参加了投票，伊朗司法总监易卜拉欣·莱西赢得了 1780 万张选票，得票率约为 62%。伊朗政局将由“温和派”执政转向“强硬派”执政。此次选举出现了“低投票率，高得票率”的矛盾情景，为莱西将来的任期蒙上一层厚重的不确定性。

表 1-1 莱西两次参选对比

	2017 年首次参选	2021 年二次参选
参与投票人数（投票率）	4000 万（71%）	2860 万（48%）
莱西得票数（得票率）	1520 万（38%）	1780 万（62%）

*投票率=参与投票人数/登记选民数；得票率=莱西得票数/参与投票人数

一、莱西参政经历

1960 年 12 月，莱西出生于伊朗东北部什叶派圣城马什哈德的一个什叶派乌莱玛家庭，自幼受到宗教熏陶。在他还在蹒跚学步之时，伊朗国内政治正经历着由巴列维国王主导的西化运动“白色革命”。1975 年，尚未成年的莱西来到伊朗最大的神学院、什叶派最重要的神学中心、库姆神学院学习。当时，许多在库姆的神职人员和学生都投身于什叶派宗教领袖霍梅尼的伊斯兰革命运动，反对巴列维政权，莱西也积极参与其中。1979 年，伊朗伊斯兰革命成功后，霍梅尼在反巴列维势力的支持下重返伊朗，在他的主导下，“法基赫监护”（教法学家监护）之下的政教合一政体——伊斯兰共和国在巴列维王朝的废墟上成立。

¹ 穆宏燕，女，北京外国语大学亚洲学院教授，博士生导师，北外伊朗研究中心主任。主要研究方向为伊朗宗教、历史与文化等领域。

赵锦浩，男，北京外国语大学亚洲学院博士研究生，主要研究方向为伊朗政治与文化。

牛华勇，男，经济学博士、教授、博士生导师，北京外国语大学国际商学院院长，北京外国语大学二十国集团研究中心执行主任。主要研究方向为：产业经济学、高等教育国际化等。



图 1-1 易卜拉欣·莱西像

莱西因其神学背景和政治立场而被认为属于强硬派，其职业生涯从一开始就致力于捍卫新生政权伊斯兰共和国。伊斯兰共和国成立后，莱西被选中参加行政管理培训课程，为这批未来公职人员授课的神职人员之中就有如今的伊朗最高领袖哈梅内伊。19 岁时，莱西被任命为德黑兰附近卡拉杰市一家地方法院的书记员。到 20 岁时，莱西已是卡拉杰的首席检察官。1985 年，莱西被擢升为伊朗首都德黑兰的副检察长。1989 年，霍梅尼去世，哈梅内伊被任命为伊朗最高领袖。在此之后，莱西开始在伊朗的司法系统中步步高升，先后担任德黑兰总检察长、伊朗首席副法官和伊朗司法总监等要职。除了曾担任许多高级司法职位外，哈梅内伊还在 2016 年任命莱西担任马什哈德伊玛目礼萨圣地的监护人，该圣地被称为“伊朗什叶派之心”，旗下有伊朗财力最雄厚的宗教基金会。任命时，哈梅内伊称莱西是一个“值得信赖的人，有着出色的经历”。2019 年，哈梅内伊正式任命莱西为伊朗司法总监。哈梅内伊在任命声明中表示，提拔莱西的原因是其在司法和神学方面拥有丰富的知识、公正无私的精神、极高的可信度以及多年的司法工作经验。他呼吁莱西在新岗位上和“人民、革命站在一起，反对贪腐”。基于此，外界普遍认为莱西有可能接任年事已高的哈梅内伊（现年 82 岁），成为下一任伊朗最高领袖，而担任总统有助于提升治国理政能力。

二、经济政策展望

2.1 伊朗内部——延续“抵抗型经济”政策

美国智库大西洋理事会（Atlantic Council）分析指出，经济情况往往是决定伊朗总统成败的关键因素。民生问题是下一届政府亟需解决的首要问题。选举中的“高支持率”虽然体

现莱西拥有一群坚定的支持者，但是“低投票率”也反映民众对目前政局的失望，这意味着未来留给莱西通过解决民生问题缓和伊朗国内矛盾的时间非常有限。

“民生所指，国运所系”。未来作为总统，摆在莱西面前的是一个经济危机深重的国家，莱西将不得不把发展经济作为施政重点。莱西上台后，首要是应对严峻的经济问题，缓解失业问题，降低通货膨胀，控制新冠疫情并摆脱美国制裁。但是，他的从政经历中鲜有涉及经济事务，缺乏经济工作经验。顽固的体制弊病也将限制经济改革，降低经济政策效力。

因此，作为哈梅内伊的嫡系和未来最高领袖的热门人选，他大概率将继续执行哈梅内伊的“抵抗型经济”政策。伊朗伊斯兰共和国通讯社（IRNA）报道称，在决定参加大选后，莱西向伊朗民众发出公开信，称其并不谋求权力和地位，选举的结果必须是实现真正的“转变”，使得人民的生活恢复希望和活力。在 2021 年 6 月 21 日，莱西首次作为新总统举行的发布会上，他表示：“美国的极限制裁并未被证明是有效的，外国必须重新审视他们的立场……伊朗的经济形势并不一定要谈判”。这表明莱西依旧将经济重心放在国内，着力于“抵抗经济”政策。2012 年，伊朗的原油出口遭欧美最严厉制裁、其金融体系也被西方世界隔离，时任伊朗最高利益委员会秘书长、前革命卫队总司令及 2013 年伊朗总统大选候选人雷扎伊，向伊朗最高领袖哈梅内伊提交了一份建设抵抗型经济的报告，旨在应对制裁，降低对石油工业的依赖，解决伊朗高企的通胀率和失业率，增强经济活力，最终提高伊朗经济的独立性和韧性。当时，伊朗最高领袖高度评价并批准了这份报告，并表示“敌人”正对伊朗经济下手，通过阻止伊朗经济发展，使民众脱离伊斯兰教义，并称建设抵抗型经济将是有效抵御外部冲击、打赢“经济战”的有效途径。莱西执政后，毫无疑问将继续贯彻“抵抗型经济”的政策，提高伊朗经济的抗制裁能力，并维护伊朗的国计民生。

2.2 《伊核协定》谈判——前后相承，以民为本

虽然，与哈梅内伊一样，莱西曾对 2015 年签订的伊核协议感到深恶痛绝，不愿以任何形式延长该协议。在 2017 年伊朗总统选举中，作为候选人之一的莱西就曾批评时任总统鲁哈尼缔结的伊核协议未能改善该国底层的社会经济状况。不过，莱西并不反对伊核协议本身，他曾在 2017 年大选的电视辩论中称尽管该协议“有缺陷”，但仍是一份“国家文件”。伊朗当地媒体此前也报道称，莱西在 2021 年总统选举辩论中表示，倘若符合“人民的利益”，他将支持恢复伊核协议。竞选期间，莱西曾这样说：“我们将尊重协议，但条件由我们而不是美国设定。”因此，莱西当选总统不至于对目前围绕拯救《伊核协定》进行的谈判产生实质性影响。

2.3 中伊合作——稳中向好，行稳致远

莱西的当选无疑利好中伊关系，伊朗发展对华关系将更加坚定。在6月21日举行的记者会上，在回答中国央视记者提问时，莱西表示：“伊朗伊斯兰革命胜利以来，伊朗历届政府始终致力于发展对华关系。当前两国关系良好，且有着较大的发展潜力。伊朗将继续努力挖掘和利用这一潜力，推动两国友好关系发展。伊中全面合作计划是伊外交政策中的一项双边协议，落实该计划将成为本届政府工作之一。”近年来，伊朗国内出现了积极的主张发展对华关系的声浪。不仅最高领袖哈梅内伊高度认同中国的发展成就，而且伊朗高层重视对华关系的共识也在逐渐增强。这也是过去几年中伊关系得到长足发展的重要原因。

莱西当选总统，伊朗将更具有发展中伊关系的国内政治条件。作为最高领袖高度认可的“继承人”，莱西没有理由不奉行领袖“向东看”的国家战略。更何况，作为美国制裁名单上的人物，莱西“向西看”的路很难走通。美国不太可能因为莱西当选总统而将其从制裁名单上删除，而且作为制裁对象，莱西也难以做出主动向美示好或示弱的政策取向。在目前的结构下，加强对华关系将是莱西最好的选择。

今年是中伊建交50周年，两国的双边关系取得了长足发展，25年全面合作协议可以说是两国关系中最重要成就。在美国对伊朗施加经济制裁的背景下，中伊全面合作协议中所涉及的电信、港口、铁路、医疗保健和信息技术均是伊朗当前亟需改善但又难有作为的重要领域，在金融、能源领域的深度合作同样也符合两国长期利益。中国对伊朗基础设施建设的投资将创造大量就业机会，促进伊朗经济增长，改善经济环境，提高经济活力，改善底层社会的经济状况，帮助伊朗脱离“高失业、高通胀、低增长”的经济窘境，提高民众对政府的支持度。

“民心所向，政之所行”。因此，可以预计，莱西上任后，中伊合作将在既有的合作框架下，“稳中向好，行稳致远”。

第二章 数字普惠金融更加促进企业创新吗？（略）

任康钰 刘璐璐 王源²

² 北京外国语大学

第三章 美股市场中概股：回望与展望

乔国荣 马遥 毛婧宁 王俊³

【摘要】2019年9月美国提出“对已经上市的中国企业实施强制退市”，中概股在某种程度上成为中美政治摩擦下博弈的对象。本文梳理了中国企业赴美上市的历史进程，以及中概股在赴美上市过程中表现出来的特征，客观分析了中国企业赴美上市的利弊，并在跨境证券监管合作、提升上市公司质量和优化企业融资环境等方面提出建设性意见，以期在美国收紧中概股上市的宏观背景下，为中概股企业融资和资本市场健康有序发展提供参考意义。

【关键字】中概股 跨境证券监管合作 双向对外开放 上市机制

一、引言

1991年8月，南太地产成为第一家在美上市的中国企业，由此开启了中国企业赴美上市浪潮。赴美上市一方面有助于我企业充分利用国际国内“两个市场、两种资源”，是构建新发展格局的有力举措，有助于吸引外资流入，进一步推动我新兴产业尤其是TMT（科技、媒体、通信）行业发展；另一方面，也有助于提升境内中介机构的国际化水平，是我国资本市场双向对外开放的重要体现；但也存在着优质上市资源流失以及监管标准差异、国家安全等方面的隐患。当前，美方已将中概股⁴作为中美博弈的筹码之一，某种程度上中概股已是中美竞合的重要战场，不排除未来该领域的争端和摩擦频现，这令中概股身陷囹圄、四面楚歌。山雨欲来，当此关口我们既需要保持战略定力，客观看待并认真分析中国企业赴美上市的利弊；更需要未雨绸缪，举一反三，针对现阶段存在和集中暴露的一些问题，以及未来可能出现种种情形及时做好相关应对和预案工作。

二、赴美上市中概股总体情况

据WIND数据统计，1991年以来，累计有380家中国企业赴美上市，累计融资790亿美元；同时，累计有120家中概股从美国市场退市。截至2020年末，美国中概股上市公司共265家，总市值2.3万亿美元，家数和市值分别占全部中概股的70%和97%。

（一）中概股赴美上市的发展历程。在境内外经济形势、监管政策和境外市场环境等因素综合作用下，中概股赴美上市经历了曲折发展过程（见图3-1）：

³ 乔国荣，川财证券研究所研究员，研究方向：资本市场与证券分析；

马遥，中证数据有限责任公司，市场分析部副总监，研究方向：资本市场与宏观经济；

毛婧宁，中证数据有限责任公司，市场分析部研究员，研究方向：资本市场与证券分析；

王俊，中证数据有限责任公司，风险监测部研究员，研究方向：资本市场风险分析。

本文仅代表个人观点，与所在单位无关，文责自负。本文为《清华金融评论》在投稿件，请勿公开发表或发布

⁴ 市场对中概股并无严格界定，狭义上一般指间接上市的“小红筹”民营企业（即境内民营企业个人通过其控制的境外实体在境外上市，运营实体在境内），广义上也包括间接上市的“大红筹”国企（即境内国企通过其控制的境外实体在境外上市，运营实体在境内）和直接上市H股公司（即境内企业经证监会审批直接在境外上市）。所谓美股中概股就是在美国资本市场上上市的中概股。

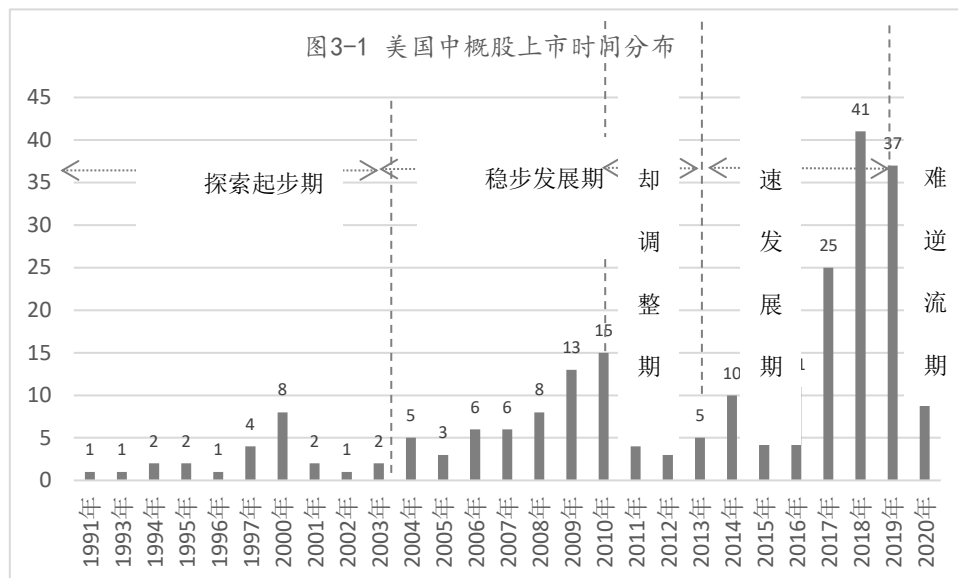


图 3-1 美国中概股上市时间分布

探索起步期（1991-2003 年）。期间上市 24 家企业，国企和民企均为 12 家，总融资 53 亿美元。纽交所、纳斯达克分别上市 14 家、10 家。主要分布在能源、工业和信息技术等行业。

稳步发展期（2004-2010 年）。期间上市 56 家企业，其中 1 家为国企，总融资 446 亿美元。美国证券交易所、纽交所和纳斯达克分别上市 6 家、14 家和 36 家。主要分布在可选消费和信息技术等行业。受益于中国经济处于高速增长期，境外投资者看好中国经济，境内企业又亟需资金发展，此阶段“中国概念股”在美供需两旺且具备一定溢价。2005 年首次出现发行价超过 20 美元的公司。2009 年和 2010 年相继成为小高峰，分别有 13 家和 15 家公司上市。

冷却调整期（2011-2013 年）。期间上市 12 家企业，总融资 15 亿美元。纽交所和纳斯达克分别上市 7 家和 6 家，主要分布在可选消费和信息技术行业。2010 年后，受“中概股”做空浪潮和信任危机影响，中国企业赴美上市节奏明显放缓，同时退市家数激增，三年间累计有 33 家中概股退出美国市场。

快速发展期（2014-2019 年）。期间上市 134 家企业，总融资 425 亿美元。美国证券交易所、纽交所和纳斯达克分别上市为 1 家、38 家和 95 家。主要分布在可选消费、信息技术和金融等行业。2014 年上市 10 家，总融资 246 亿美元，其中阿里巴巴融资高达 218 亿美元（不含行使 15% 的超额配售权），为当时全球最大 IPO 规模。2018 年上市 41 家，创历史新高。

困难逆流期（2020 年以来）。2020 年，共上市 39 家企业，总融资 122 亿美元。纽交所和纳斯达克分别上市 8 家、31 家，主要分布在可选消费和信息技术行业。虽然中概股上市数量保持平稳，但退市节奏有所加快，已有包括中国移动、中国联通、中国电信三大运营商在内的多家中概股相继退出美国市场。一方面，瑞幸咖啡、好未来教育集团等公司被曝出财务造假问题，再度引发中概股的信任危机；另一方面，在当前中美冲突加剧及疫情带来的民粹主义压力背景下，美国国会和政府开始对中概股施加限制，表现出将证券监管政治化的倾向。2019 年 11 月，美中经济安全审查委员会（USCC）向美国会提交的《2019 年度美对华战略报告》建议国会应颁布法律禁止采用 VIE 架构的中国企业在美国市场发行证券。2020 年 4 月，美国证监会（SEC）主席有史以来第一次在媒体上提醒投资者审慎购买中国公司股票。2020 年 12 月，美国时任总统特朗普签署了《外国公司问责法》，该法案要求外国发行人若连续三年不能满足美国公众公司会计监督委员会（PCAOB）对会计师事务所的检查要求，将禁止其证券在美国交易，这与我国境外发行证券的保密规定相悖；特别是要求外国发行人披露董事会里共产党员姓名、共产党党章是否写入公司章程等，具有明显的歧视性，均非基于证券监管的专业考虑，被普遍解读为针对中概股“量身定制”。

（二）上市公司质量良莠不齐，部分公司存在财务造假和公司治理缺位等问题。美股市场中存在着浑水、香橼之类的做空机构，其通过发布做空报告盈利，被市场视为食腐的“秃鹫”，是美股生态链中特殊的一环。中概股遭遇做空的历史由来已久，2010 年至 2019 年浑水共做空了全球各地的 34 家公司，其中中概股公司占了一半。俗话说“苍蝇不叮无缝的蛋”。做空机构的“青睐”一定程度上表明中国上市公司的总体质量或多或少存在一些“瑕疵”，大股东持股比例过高、营收高速增长与经营性现金流不佳之间反差过大等原因导致其易遭受做空攻击。诚然，不乏一些做空报告的证据不足，存在“恶意做空”的嫌疑，事后也证明部分被做空的优质中概股公司是“被冤枉”的，但也确有一些企业涉及财务造假等问题，坐实了做空机构指控。从近期做空情况看，爱奇艺被指控通过夸大活跃用户数和递延收入虚增营收；瑞幸咖啡被指控虚增营收、财务造假、管理层抛售和关联交易。此外，在公司治理方面，部分中概股公司高管合规意识薄弱、独立董事外部审计不独立、关联交易定价不公允，以及高管、大股东股票交易异常。例如，2018 年做空机构 Spruce Point 曾指出陌陌有高层抛售股票的行为。

（三）市场整体表现相对较好，个股上市后估值差异明显。美股中概股市场表现一般好于对标股指。2010 年以来，代表美股中概股市场走势的纳斯达克金龙指数累计涨幅为 598%。

同期，MSCI 中国指数、恒生指数及沪深 300 指数累计分别上涨 24.0%、30.8%和 5.5%。中概股在美国上市首日股价大都高于发行价，且整体区分度较高，表现在股价、市盈率、市值以及换手率方面差异明显；同时，个股之间估值、市场活跃度等方面差异较大，如百度、阿里巴巴等少数互联网巨头受到境外投资者追捧，市值和交易量较高，其余大部分企业的股票市场认同度和股票活跃度偏低。截至 2020 年末，中概股企业仅 48 家公司市盈率超过 20 倍，164 家市盈率为负数；33 家企业市值超过 100 亿美元，184 家企业不足 10 亿美元。

（四）上市主体多采用“协议控制模式”。“协议控制模式”又称“VIE”模式，即境外拟上市主体通过与境内的运营实体及其境内股东签订一系列协议，实现在不直接持股的情况下实际控制该境内运营实体，并按上市地会计准则将境内运营实体纳入合并会计报表范围。实践中，VIE 模式至少包括三部分（见图 3-2）：（1）境外上市主体（通常是专为上市目的而在开曼岛等避税地设立的壳公司，即 SPV）；（2）境外上市主体在境内设立的外商独资企业（Wholly Foreign Owned Enterprise，以下简称 WFOE）；（3）境内营运实体公司，即 VIE 企业。具体操作层面上，境外上市公司不直接收购境内营运实体公司，而是通过在境内设立的外商独资企业，为境内营运实体公司提供垄断性咨询、管理等服务，境内营运实体公司将其所有利润，以“服务费”的方式支付给外商独资企业；同时外商独资企业还通过合同，取得对境内营运实体公司全部股权的优先购买权、抵押权和投票表决权、经营控制权。协议控制模式下，股东对公司的实际控制力受到多因素影响，与表面的持股比例不尽一致。早期国内互联网公司多接受了海外投资，为了同时满足国内相关法律法规及境外上市要求从而实现投资退出，大量公司采用了这种模式。以 2018 年为例，当年在美国上市的 43 家中概股公司，有 28 家⁵采用了 VIE 架构。

⁵ 因统计口径不一致，结论或有少许差异。

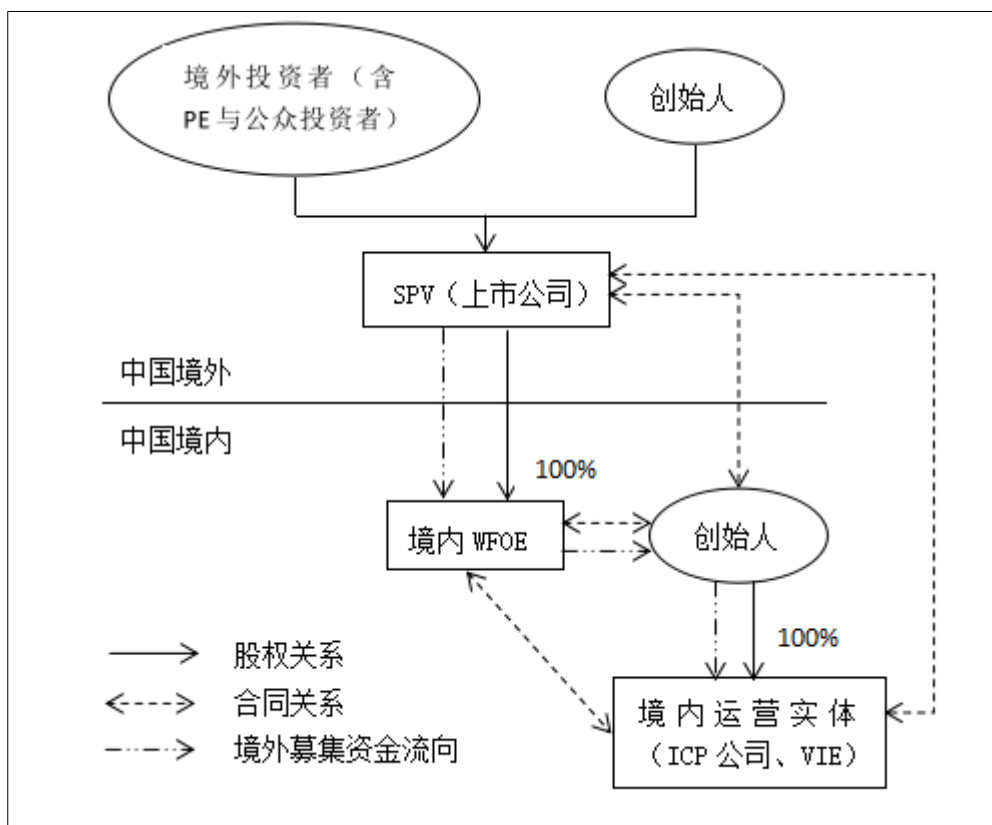


图 3-2 协议控制类架构示意图

三、中国企业赴美上市的利弊权衡

选择合适的市场上市是企业自主决策、自发选择的结果。中国企业赴美上市方兴未艾，国内监管部门也鼓励企业“走出去”。实际上，赴美上市犹如硬币的“一体两面”，既有其利也有其弊，但多年来的探索表明赴美上市总体上利大于弊。

从有利的方面看：

（一）美国市场发行上市条件相对宽松灵活，制度包容性强，为难以在国内上市的企业提供了融资渠道。美国的证券发行较早开始采用注册制⁶，发行审核侧重信息披露的真实性、准确性、完整性和可读性，对企业质地不做实质性判断；上市条件也较为灵活多样，涵盖市值、收入及股东权益等多元化上市标准，不以盈利作为上市必要条件。同时，美国上市制度包容性强。在以信息披露为核心的原则下，“同股不同权”外国发行人可以豁免部分上市地公司治理标准、秘密提交上市申请等制度为企业提供了更大的自主空间。赴美上市的中概股企业多数处于成长期，甚至是初创期，具有一定的经营不确定性。部分 TMT 行业企业股权结构特殊，彼时境内上市融资较为困难。美国市场相对宽松和更为包容的上市标准为这些企

⁶ 美国《1933年证券法》，开启了证券发行注册制的先河。

业提供了一个难得的融资场所。此外，美国发行上市审核的预期较为明确，从递交申请材料到上市一般用时半年左右，这对于技术更新日新月异、技术迭代快、发展机会稍纵即逝的企业而言，可以及时筹集资金，有利于企业平稳发展。

（二）美国市场对创新企业接受度较高，股权激励和股份限售机制灵活，境外上市也有利于提升企业国际知名度。美国股市是一个机构投资者主导的市场，专业机构投资者持股比例约 45%，成交占比更高。机构投资者具有较高的专业水准和风险承受能力，对创新企业业绩波动的容忍度较高，因此美股市场对创新企业较具吸引力。同时，美国监管部门允许企业在上市前采用多种股权激励工具结合的方式，美国上市公司高管普遍都会持有大量股权、期权或等价物，原始股东和高管一般在上市半年后即可减持股份，减持的限制也比较少。对于创新企业而言，这种机制更有利于储备、吸引和激励优秀人才，助力企业发展行稳致远。此外，赴美上市后的企业犹如获取一张国际“名片”，更易获得较高的国际知名度，有利于企业全球化战略布局，提升企业国际化程度。

（三）有助于培育具有全球竞争力的中介机构。根据美国监管要求，中概股上市主要是由全球性的投资银行、律师事务所、会计师事务所等全程参与。中概股上市需求增加有助于倒逼境内投资银行、律师事务所、会计师事务所等中介机构加快与国际一流机构的接轨，进一步提升自身执业的专业化和国际化水平，充分发挥交易中介、信息中介、资本中介作用，从而打造境内外一体化投行平台，为中国企业“走出去”参与国际循环规划路线、提供全方位的金融支持和解决方案，更好的发挥跨境联动优势。当然，我们也要客观认识到，与国际一流投行相比，现阶段境内的证券经营机构在国际市场整体参与度还不够，创新能力和全球影响力尚存不足，仍有较大提升空间。

从主要弊端看：

（一）优质上市资源流失，削弱了 A 股对我国宏观经济的代表性。股市是宏观经济的“晴雨表”，股票价格反映的是投资者对未来经济基本面的预期，因而股价走势对经济的周期性波动以及经济运行的质量和效益有一定指示性意义。但这一功能发挥的前提是上市公司的行业分布、市值结构与国民经济的结构能够较好匹配。然而，大量新兴行业企业赴境外上市，使 A 股新行行业上市公司的比重低于新经济在国民经济中的占比，A 股的走势也就不能完全反映出宏观经济的运行态势。截至 2019 年末，WIND “三新”指数⁷成分股市值 11.11 万

⁷ 主要包含生物技术、先进制造、新能源、节能环保、现代信息技术、新材料、创新创业等现代技术、生活、生产以及服务活动方面的代表性上市公司。

亿元，占 A 股总市值的 17%，这与我国“三新”经济增加值占 GDP 的比重大体相当。此外，这些新兴行业企业赴境外上市也使得境内投资者难以分享到其价值增长的红利。目前境内投资者只能通过 QDII 间接投资美股，投资渠道相对有限。

（二）部分互联网中概股企业涉及敏感信息，可能对我国国家安全造成不利影响。近年来，SEC 和 PCAOB 要求部分互联网中概股企业按照当地法律法规要求进行严格的信息披露，多次要求阿里巴巴、百度等在美上市公司提供业务运营相关材料，或要求为上述企业提供会计审计服务的境内会计师事务所直接向其提供审计工作底稿。上述材料中可能涉及保密或敏感项目的合同、关键 IT 系统控制流程检查等重大敏感信息，特别是考虑到这些互联网巨头掌握着中国消费者和网民海量的明细数据，在某种程度上已成为国家的基础设施，若不加甄别、全盘向美方提供，可能会给我国的国家安全带来隐患。

（三）容易受到上市地所在国社会政治、监管法规波动的影响。企业在本土以外的市场上市，不可避免会受到上市地所在国社会政治环境变动的影响。一方面，中美经贸摩擦以来的一系列事件，一定程度上加大了投资者对在美上市的中概股的担忧情绪，由此导致部分美国中概股估值下滑，股价波动加大，这无疑增加了企业赴美的融资成本。同时，在此前美国大选前的一些重要时间节点，中概股也一度成为特朗普转移国内矛盾和施加压力的“竞选靶子”和“俎上鱼肉”。从这个角度看，过度集中于海外单一上市地也会对中概股融资渠道的安全性形成威胁与挑战。另一方面，有争议的上市结构和复杂的所有权结构也加大了中概股的合规风险。实际上，目前在美上市的中概股有相当数量采用的是 VIE 架构，该结构存在的合法性历来存在较大的争议，也成为美国监管和做空机构关注重点；还有部分公司采用极为复杂且超过商业需要的公司架构。一旦中概股因上述原因被列入投资限制名单或被剔除相关指数成分股后，可能引发重仓这些股票的基金和被动跟踪的指数产品大规模抛售，从而诱发股价大幅下挫，加剧中概股股价波动，甚至可能导致后续投资者的集体诉讼和索赔要求。

四、相关启示和建议

虽然当前在美上市中概股面临着前所未有的困境，但要看到，美国资本市场在较长时间内仍将处于全球领先地位，美国仍是中概股首选的境外融资市场和上市地。为此，我们需要坚持“统筹国际国内两个大局，利用好国际国内两个市场、两种资源”的发展战略，积极妥善应对在美中概股遇到的挑战，以我为主，做好自己的事，趋利避害，化危为机，变被动为主动。

（一）加强跨境证券监管合作，争取利于我方的适用规则，弥合双方分歧。一是探索审计监管合作模式。中国目前仅允许 PCAOB 对国内会计师事务所进行执法检查，常规性检查并不允许（如图 3-3），这是当前中美双方对于中概股龃龉已久的主要分歧所在。中概股公司审计底稿虽在境内，但上市主体为离岸公司，若允许 PCAOB 入境检查则会涉及我国金融主权和保密问题。当前情况下，可借鉴其他国家与 PCAOB 达成的合作模式，争取由我国主导的联合检查。二是推动实现替代合规。若美国监管部门认定境外主体所在国的监管要求与美国监管要求类似，即可豁免适用美国规定。目前，加拿大、日本等多个国家的监管规则已获美国认可，这些国家主体与美国投资者交易时只需遵守本国监管规则。因此，可在维护我国金融主权的基础上，深化国际监管合作，争取与境外监管机构实现替代合规。三是完善跨境执法合作机制。进一步完善跨境监管合作法定授权，强化跨境执法合作人才储备和队伍建设，提升业务水平。

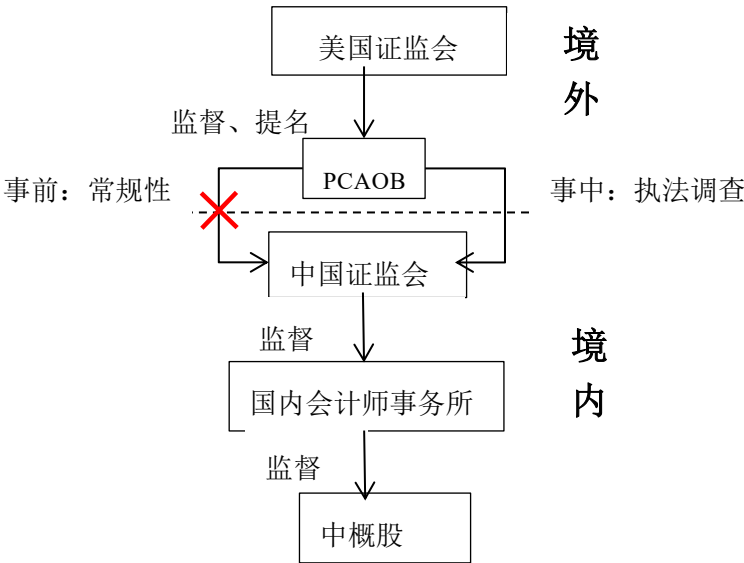


图 3-3 SEC 跨境监管中的限制

（二）探索设立国际板，吸引境外优质上市公司。若美国继续对中概股施压，不如化危为机、变被动为主动，采取相应反制措施。可联合相关部委研究制定专门方案，探索利用上海、前海自贸区政策优势，设立国际交易板块，吸引美国等境外优质公司及投资者参与，强化利益捆绑，增加我国反制筹码。从境外市场经验看，提高上市公司国际化、引导海外上市公司登陆本地市场，能够吸引这些公司所在国的投资者前来交易。目前在美的上市公司中，海外公司家数占比为 11%，与之相比，A 股上市公司国际化进程还任重道远。实际上，可以预期国际板的建立还将吸引回流中概股以外的一批境外一流企业来国内上市，有利于提升我

国资本市场的国际影响力和竞争力，推动我国朝着新的国际金融中心方向演变，同时也标志着高水平双向对外开放迈上新台阶。

（三）提升上市公司质量，健全危机和预案处置机制。过往中概股企业在美资本市场的种种“劣迹”不仅给美方留下了口实，授美方以“政治化”中概股的把柄，更一次次的给我企业敲响了警钟。痛定思痛，被做空的中概股公司往往存在财务、公司治理等问题。“打铁还须自身硬”，这就要求中概股企业自身应内外兼顾，在法治框架下保护合法利益。提高上市公司质量才是防范化解风险的根本。因此，从事前看，中概股企业应苦练内功、强筋健骨，提升运营质量，聚焦主业，稳健经营，不能重蹈瑞幸咖啡靠虚增营收激进扩张的覆辙。同时，还应自觉遵守所在国市场规则，提高信息披露的质量，主动按照美国证券法相关规定，真实、准确、完整、及时、公平地披露信息。从事后看，中概股公司应当健全危机管理机制和相应预案，如做空机构存在违法违规行为，一方面应鼓励企业积极运用法治规则进行反击；另一方面要建设包括公司管理层、公共关系和社会媒体在内的突发舆情处置机制，及时与主流媒体通气，向市场正面“发声”。从监管层角度，我方须要强化底线思维，举一反三、未雨绸缪，尤其要重视在资本市场具有“系统重要性”企业的风险防范和应对，提前做好自查自纠，前瞻性地做好应对方案和政策储备。

（四）优化 A 股上市机制，多措并举，多渠道满足中概股融资上市需求。一是继续推进境内资本市场深化改革，提升制度包容性。研究解决 VIE 架构的红筹企业回归上市，落实优质红筹企业通过 CDR 形式回归科创板、创业板上市，打通中概股企业境内发行上市的“最后一公里”。二是通过介绍上市、第二上市等形式，推动中概股在香港、伦敦等多地上市。对于在美上市的大型中概股企业来说，考虑到其庞大的体量，短期内私有化退市并不现实。可在维持在美上市地位的同时，通过介绍上市的方式，或通过发行 HDR 和 GDR 以第二上市的方式，在香港、伦敦等地上市。近期，网易、京东、百度等多家在美上市中概股已完成了在港交所的第二上市。这也便于境内投资者通过沪深港通、沪伦通渠道及 DR 互换机制，逐步提高持有中概股的规模，为我国企业搭建新的国际融资格局，同时提升我监管机构的国际话语权。此外，2020 年以来 SPAC⁸在美国蓬勃发展，目前这一渠道尚未排斥中概股，中概股可探索通过 SPAC 方式在美国上市。实际上，通过拓宽企业上市地和上市渠道的选择，“不将鸡蛋放一个篮子里”，不仅符合企业分散风险的商业逻辑，也有助于保障中概股企业融资渠道的安全性，已成为我国金融安全不可忽视的重要环节。

⁸即特殊目的收购公司，可在不进行传统 IPO 程序的情况下将公司公开上市。

展望未来美股市场中概股的发展趋势，有进有退或将更趋常态化。从“进”的角度看，尽管美国对中概股的政策有所收紧，但不可否认美国仍是中概股重要的理想境外融资市场和上市地，中国企业对赴美上市仍保有一定的热度，对此我们要保持战略清醒，坚持“利用好国际国内两个市场、两种资源”的战略方针。存量企业前期为了谋求海外上市倾注大量精力搭建了 VIE 架构，若再重新拆除红筹架构回归 A 股会面临时间成本和经济成本的双重考量，成本不菲，因而这部分企业多会继续选择美股市场 IPO；增量企业尤其是急需融资的新兴经济和科技企业，由于境内目前 IPO 排队而在美上市则可享受相对明确的上市进度安排，很多企业迫不及待转而谋求海外上市，因而也会吸引一些企业。从“退”的角度看，美股中概股或迎来退市潮。主要有三重考虑：一是很多企业出于政治经济环境变化、更严格的信息和独立性审查、自身经营或不满意长期被低估的考量，主动选择私有化回 A 股上市的情况或将增多；二是随着美方对中概股的监管力度逐渐加码，因违法违规等行为触碰监管规则而被强制退市的中概股比例可能进一步提升；三是后续不排除仍有企业因中美政治、经济和文化多方面博弈等外生因素而被美方强制要求退市。

五、参考文献：

- [1] 方意,于渤,王炜:《基于瑞幸咖啡事件的中概股溢出效应分析》,载《财会月刊》,2020 年第 10 期,第 145-150 页.
- [2] 韩洪灵,陈帅弟,陈汉文:《瑞幸事件与中概股危机——基本诱因、监管反应及期望差距》,载《财会月刊》,2020 年第 18 期,第 3-8 页.
- [3] 冷静:《超越审计纠纷:中概股危机何解?》,载《中国法律评论》,2021 年第 01 期,第 179-193 页.
- [4] 李超民,朱文革:《积极主动迎接“中概股”回归 助力上海国际金融中心建设》,载《第一财经日报》,2020 年 8 月 31 日 A12 版.
- [5] 李运奇:《中概股在美的前景与选择:离市还是留市?》,载《第一财经日报》,2020 年 12 月 16 日 A11 版.
- [6] 李瑾:《在美中概股回归潮的原因及回归路径分析》,载《国际金融》,2020 年第 11 期,第 56-68 页.
- [7] 潘圆圆:《美国针对中概股的政策选项和潜在影响》,载《南方金融》,2020 年第 11 期,第 46-53 页.
- [8] 余波:《境外中概股危机:背景、成因与影响》,载《证券市场导报》,2013 年第 01 期,第 51-57 页.
- [9] 周茂华:《中概股回归之路》,载《金融博览(财富)》2020 年第 07 期,第 20-21 页.

第四章 美式“小多边主义”对全球产业链布局的影响

王思语⁹ 侯鹏¹⁰

【摘要】 2008 年经济危机以来，各国尤其是美国实施的一系列政策似乎表明全球贸易保护主义、民粹主义抬头，但美国一系列的退出加入世界各种多边体系的行为，并不是在所谓全球化问题上倒行逆施，而是以一种全新，更加强势的方式重新融入世界贸易体系，并持续从中获利。本文从全球产业链、价值链的角度出发，分析美国当前的一系列贸易政策对全球产业链布局的影响，和对我国产业升级以及对“中国制造 2025”带来的挑战。并从维护全球多边贸易体系的角度，提出中国的应对措施，以合纵连横¹¹的姿态强化中国在全球产业链中的地位，使中国和世界经济紧密捆绑。

【关键词】 全球产业链；小多边主义；贸易体系

一、前言

从 1947 年关税及贸易总协定(General Agreement on Tariffs and Trade, GATT)在日内瓦签订至今，全球经济朝着一体化的方向已经走过了七十多个年头，产业链也逐渐地从集中走向分布式衍变，产品自研发设计到加工成品需要经过多个国家才能完成生产。但 2008 年金融危机发生以后，世界经济进入到了低增长、低通胀、低利率和高债务、高赤字（“三低两高”）的调整时期，经济的持续低迷，势必会造成部分国家做出以邻为壑的行为。民粹主义、贸易保护主义抬头，全球化格局逐渐被打破，双边贸易摩擦不断，似乎世界经济贸易逐渐进入了逆全球化时期。

2017 年 1 月 20 日，唐纳德·特朗普正式在白宫就职，奉行“美国优先”的原则，特朗普政府进行了一系列的“退群”行为。2017 年 1 月，退出《跨太平洋伙伴关系协定》（以下简称 TPP）、同年 4 月重新开展北美自由贸易协定谈判、同年 7 月重新开展美韩自由贸易协定谈判、同年 10 月退出联合国教科文组织等一系列“退群”行为被大多数学者认定为是“逆全球化”的主要表现，使得全球经济一体化进程被终止甚至开始倒退。但近年来，美国又与多个贸易伙伴签订协定或者发布联合声明，例如，2018 年 7 月美欧日发布“零关税”声明、同年 9 月美韩发表声明，宣布完成新《美韩自由贸易协定》（以下简称新美韩 FTA）

⁹ 作者信息：王思语，上海对外经贸大学，经济学博士，讲师，研究领域：国际贸易、全球价值链，邮箱：wangsiyu2014phd@163.com。本文受到国家社科基金青年项目（19CJY025）资助。

¹⁰ 侯鹏，上海对外经贸大学，国际商务专业硕士生，研究领域：服务贸易、全球价值链。

¹¹ 简称纵横，是战国时期纵横家所宣扬并推行的外交和军事政策。

的修订、同年 11 月正式签署《美墨加新贸易协定》（以下简称为 USMCA）、2020 年 1 月中美双方在华盛顿签署作为第一阶段协议的《中华人民共和国政府和美利坚合众国政府经济贸易协议》（以下简称《中美经贸协议》）。2021 年 1 月 20 日，约瑟夫·拜登宣布就职，之后便陆续重新加入《巴黎协定》和 WHO。

由此可见，美国并不是要退出全球化，而是要改变不符合自身利益的全球经贸规则，重塑自己在全球化进程中的地位，打造有利于自己的全球贸易规则体系。所以美国在短时期内重新修订贸易协定或者退出又重新加入上述多边制度性安排，就是为了表达自己对现有多边机制以及在其背景下的全球化现状的不满。美国并非反对全球化，而只是反对不符合美国利益的全球化；美国并非反对多边或全球性规则，而是对现行的多边或全球性规则不满。¹²所以，美国试图舍弃 WTO 多边贸易体系，转向推进多个双边、区域或小多边的自由贸易协定，搭建以美国为核心的美式“小多边主义”贸易体系。¹³本文通过理解美式“小多边主义”分析对全球产业链布局的影响和对中国产业链升级带来的挑战，并提出相应的中国方案。

二、美式“小多边主义”内涵

1 小多边主义内涵

多边主义(Multilateralism)是二战后美国主导建立的自由主义国际经济秩序的核心特征。以世贸组织(WTO)、国际货币基金组织(IMF)、世界银行为核心的全球性多边机制构成国家间经济合作的主要平台，并通过机制内部的竞争性调整 and 改革保持了架构与功能的基本稳定。¹⁴但 WTO 多哈回合谈判陷入长期停滞，IMF 改革更是收效甚微，新兴经济体和发展中国家迫切渴望在国际多边机制中得到更大的话语权，美国更是由于贸易逆差问题与许多国家频繁挑起贸易摩擦，重新修订所谓“不公平”的自由贸易协定，于是许多国家开始寻求建立更加灵活多边的“小多边机制”，维护自身在国际政治、经济、贸易等领域的利益。

国内学者对“小多边主义”(Minilateralism)¹⁵中参与方的数目存在争议。苏长和认为，判断多边主义或者少边主义的标准不在于参与方数目的多寡，而在于实现合作的形式。如果参与方数目的多寡与达成合作无关，那么多边主义的制度安排成为可能；相反，如果参与方

¹² 车丕照：《是“逆全球化”还是在重塑全球规则？》，《政法论丛》2019 年第 1 期，第 16 页。

¹³ 沈伟，徐驰：《逆全球化背景下美式“小多边主义”的端倪和成型——理解《中美经贸协议》（第一阶段）的变局背景》，《海峡法学》2020 年第 3 期，第 38 页。

¹⁴ 杨慧：《国际经济机制变迁的竞争性多边主义趋向》，《现代国际关系》2020 年第 1 期，第 50 页。

¹⁵ 苏长和、张勇等学者将 minilateralism 翻译为“少边主义”；王红英、杨国梁、沈伟等学者将其翻译为“小多边主义”，本文采用“小多边主义”的翻译。

数目的多寡成为合作能否达成的关键因素，那么便会选择少边主义的制度。¹⁶顾静认为，“小多边”通常参与方数目比较少，只有三到五个成员参与。¹⁷张勇认为，“少边主义”可以定义为由特定共同利益或相关干系的三个或者三个以上的国家行为体构成，追求集体行动效率，在既有制度框架内外，寻求协调政策、构建共识、解决问题。¹⁸笔者认为，美式“小多边主义”区别于上文所提及的“小多边主义”的制度安排，美式“小多边主义”是以自身利益为导向，通过与少数国家（三个左右）各种贸易协定谈判，改变由于经济全球化之后，在现有贸易体系下美国所处的不利地位，重新建立依旧由美国为主导地位的世界贸易体系，如图 4-1 所示。

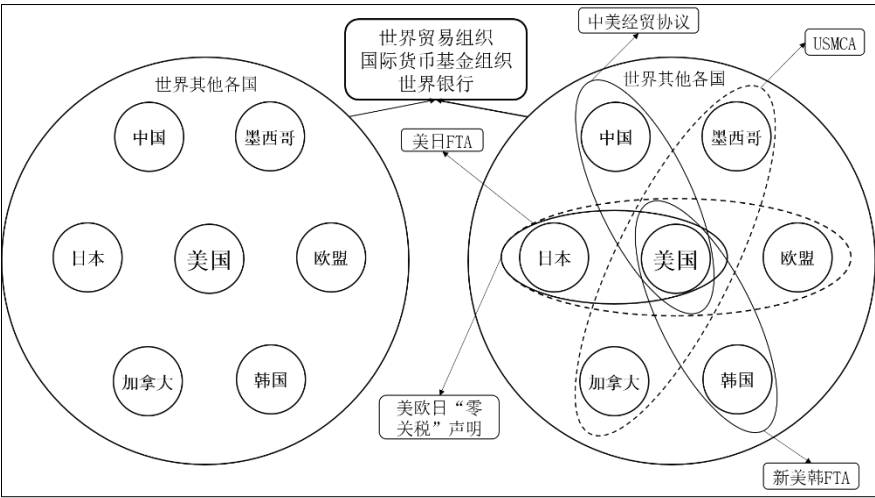


图 4-1 美国主导贸易体系演化图

2 美式“小多边主义”的起因与目的

美式“小多边主义”顾名思义，是相较于当前如 WTO 等国际贸易体系的多边主义而言，以美国为主导，构建起美国在全球产业链中高端技术的护城河，保护美国核心技术，限制甚至打击中国的制造业崛起的新世界贸易体系。

2.1 美式“小多边主义”的表面起因——国际分工导致的美国贸易失衡

自上世纪 70 年代布雷顿森林体系瓦解以来，美国开始持续处于贸易逆差的状态。就货物贸易而言，进入 21 世纪，美国对外商品贸易逆差就突破了 4000 亿美元。虽然 2008 年金融危机发生以后，美国对外商品贸易逆差有所下降，但之后更是一路飙升，2020 年已经达

¹⁶ 苏长和：《全球公共问题与国际合作：一种制度的分析》，上海·上海人民出版社，2000 年版，第 23 8~239 页。

¹⁷ 顾静：《美国多边主义东亚新政策剖析》，《东南亚研究》2011 年第 6 期，第 51 页。

¹⁸ 张勇：《奥巴马政府的亚太地区“少边主义”外交浅析》，《美国研究》2012 年第 2 期，第 66 页。

到了 9751 亿美元，高居全球首位。所以，美国历届政府上台，扭转美国长期贸易逆差的状态、降低贸易逆差的规模都是其最重要的执政目标之一，为此美国曾对世界多个主要经济体发起过不同程度的贸易摩擦。但正如图 4-2 所示，美国贸易逆差的状态和规模非但没有根本改善，还有趋于恶化的趋势。所以，通过美元贬值或者对进口商品加征关税的贸易保护主义措施并不能从根本上减少美国的贸易赤字。¹⁹

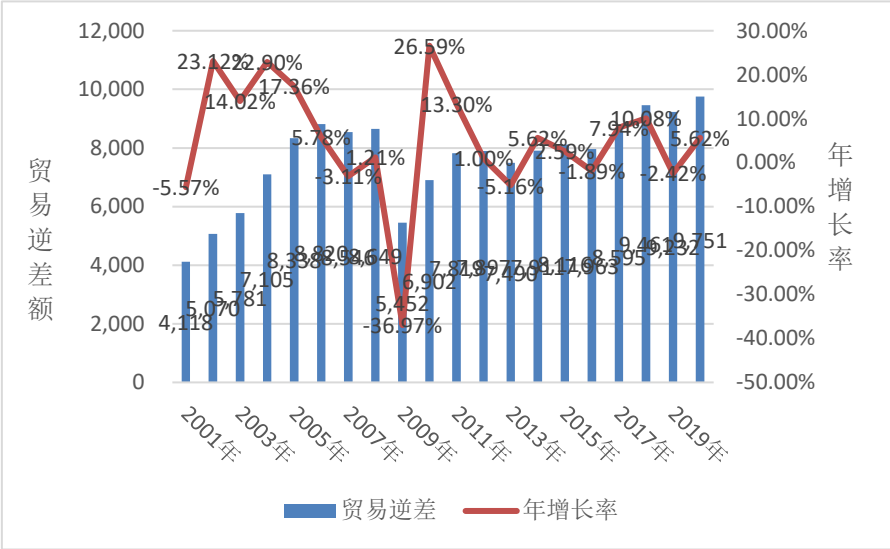


图 4-2 美国总进出口贸易流量

数据来源：由联合国贸易数据库整理所得。

从国际分工的角度来看，美国巨额贸易逆差形成的原因，是其在全球价值链分工体系中的地位所决定的，也是其主导的全球价值链分工格局的必然结果。²⁰美国由于处于全球价值链的顶端，主要从事的是附加值较高的研发设计环节，代工生产等附加值较低的环节被转移到世界劳动力价格较低的国家。于是制造业的外流、失业率增加的情况便逐渐被美国政府归因于所谓“不公平”贸易规则，并成为美国大选中不可避免的话题之一，特朗普政府上台后更是把矛头直指主要的贸易伙伴国。正是在现有分工格局下，美国无法扭转现有贸易逆差的状态，便寻求突破原有的贸易制度安排，退出 TTP，重新开展与墨西哥、加拿大、日本、韩国、中国的贸易协议，便是力图打破 WTO 框架下全球贸易格局的最好证明。在“多边主义”参与方较多，涉及议题广泛而复杂，难以达成共识的情况下，开展“小多边主义”的贸易制度安排，便可以主导贸易谈判进程，力争更多的贸易利益。2021 年 3 月，美国贸易代表办

¹⁹ Ronald Mckinnon. The U.S. saving deficiency, current-account deficits, and industrialization: Implications for China [J]. Journal of Policy Modeling, 2013,35(3):449-458.

²⁰ 蓝庆新，窦凯《全球价值链视角下的中美贸易摩擦分析》，《经济社会体制比较》2019 年第 5 期，第 67 页。

公室公布了《2021 年贸易议程报告和 2020 年年度报告》，更是将中国特别列为唯一一个“拜登政府将应对”的国家，可以看出，新一届政府为了维持美国的科技霸权和美元霸权，依旧会对华采取强硬的贸易政策，维护美国利益。²¹

2.2 美式“小多边主义”的本质起因——全球价值链分工的竞争升级

2018 年 11 月 30 日，美国、加拿大、墨西哥三国领导人正式签署 USMCA，形成了美式“小多边主义”体系的第一块基石。²²其中 USMCA 第 32.10 条规定了非市场经济国家条款，即所谓的“毒丸”条款²³。美国意图通过控制加拿大和墨西哥与其它国家签署贸易协定，宣泄对中国贸易政策不满，并想遏制和孤立中国。根据中国加入世界贸易组织的协议，在入世十五年后中国无需其他国家的承认，便可自动获得市场经济国家的地位。但美国曾多次质疑中国的市场经济体制，欧日等世界主要经济体也均不承认中国的市场经济地位。所以美国利用 USMCA 中“毒丸”条款的目的就是要锁定中国经济增长的空间和水平，从而把中国的发展方向 and 增长极限控制在无力威胁或挑战美国世界主导权的范围以内。²⁴

究其原因，还是因为中国的发展已经到了和美国正面竞争的阶段。从此轮中美贸易摩擦的内容来看，美国对中国出口产品的关税重点侧重在具备较高技术含量如医疗器械、信息技术等技术密集型产品上。中国企业正在逐步攀升在全球价值链中的位置，如华为、中芯国际等一大批高新技术企业，已经成为高技术附加值的上游生产商。虽然 2000~2018 年中国整体行业 GVC 位置指数均小于 0，与美国相比，我国整体行业仍处于国际分工中的不利地位，但呈现快速上升趋势，已经从 2000 年的-0.13 上升到了-0.04，特别是中高技术行业的 GVC 位置指数，2018 年已经达到了-0.01。²⁵这表明不管从整体行业来看或是从中高技术行业来看，中国在全球价值链分工体系中的地位逐渐由低端迈进中高端。在中国加快推进“中国制造 2025”的战略下，中国制造业已经具备冲击高端制造业的能力，从最初加工代工生产的低端稳步迈向全球价值链的中高端。正是因为中美两国在全球价值链分工体系中的发展趋势不断接近，美国才意图通过“小多边主义”孤立中国，遏制中国与世界主要经济体之间的贸

²¹ <https://new.qq.com/omn/20210303/20210303A0B3HA00.html>， 登录时间：2021 年 7 月 6 日。

²² 沈伟，徐驰：《逆全球化背景下美式“小多边主义”的端倪和成型——理解《中美经贸协议》（第一阶段）的变局背景》，《海峡法学》2020 年第 3 期，第 38 页。

²³ 该条款规定 USMCA 中的任何一方在与非市场经济主体商谈自贸协定之前，应提前三个月通知其他缔约方；在与非市场经济体签署自贸协定前不晚于 30 天向其他缔约方提交意欲签订的自贸协定文本以供审查；如果缔约方与非市场经济体签署的自贸协定生效，那么其他缔约方则有权在提前 6 个月通知后退出 USMCA。

²⁴ 张宇燕、冯维江：《从‘接触’到‘规锁’：美国对华战略意图及中美博弈的四种前景》，《清华金融评论》，2018 年第 7 期，第 24 页。

²⁵ 蓝庆新，窦凯：《全球价值链视角下的中美贸易摩擦分析》，《经济社会体制比较》2019 年第 5 期，第 67 页。

易往来，阻断中国迈向高端制造业的发展进程。

3 美式“小多边主义”模式（以美墨加贸易协定为例）

3.1 以美国利益为核心

美式“小多边主义”核心的内容便是以美国利益为主。以汽车行业为例，美国为实现重振制造业的目标，在 USMCA 中，提高原北美自由贸易协定（NAFTA）中汽车原产地规则的零部件在北美三国生产的百分比到 75%，这条款旨在降低部分在亚洲生产的汽车零部件的进口。同时规定北美生产的汽车所使用的钢铁、铝材灯原材料必须保证在 70%是由美国、加拿大、墨西哥三国生产。在与韩国重新开展的美韩自由贸易协定中，美国同样强调其在汽车贸易中的赤字规模，要求韩国进一步开放国内市场，但却将韩国对美小型载货卡车 25%的关税撤销时间延长了 20 年，并且将韩国出口美国的钢铁量限制在 2015-2017 年韩国对美出口额的 70%。同样，美国通过对日本钢铝产品征收高额关税，启动对日本汽车、零部件产品的“232”调查，迫使日本与美国开展贸易谈判。在拜登上台之后，推出了“两万亿美元”基建计划，其中 6210 亿美元将用于加大对基础交通领域的改造升级计划、3000 亿用于提升美国制造业的能力，强化美国供应链。²⁶此计划便是要更大化前期签署贸易协定的成果，刺激经济，重振美国制造业。

3.2 以美国主导为原则

美国认为 WTO 多边机制不能对新兴经济体国家进行约束，特别是发达国家与发展中国家就承担国际义务的多寡不均的问题，于是通过干预 WTO 上诉机构成员的任命企图将 WTO 的争端解决功能丧失，以便于美国在多边之外形成全新的规则制度模式，似乎将国际经济形势从原有的“规则主导”改变为“实力主导”。²⁷由于经济实力较强如中国、欧盟等经济体的存在，在现有多边规则谈判中，美国无法进行占优势的谈判，因此选择避开“一对多”的局面，转而依靠自身强大的经济、军事实力进行双边谈判，发挥其主导的优势。

其中如投资者与国家间争端解决机制（Investor-State Dispute Settlement, ISDS）。在 USMCA 中，三方的争端解决方法不是再采用 WTO 框架下统一的解决机制，而是使用一种高效率、碎片化的方法。美墨两国采用 USMCA 中第 14 章解决机制、墨加两国采用 CPTPP 第 9 章规定的解决机制、美加双方则是跳出 USMCA 中的 ISDS 机制，采用诉诸东道国或者双

²⁶ https://m.baidu.com/sf/vsearch?pd=realtime_ugc&word=拜登%20万亿%20基建&tn=vsearch&sa=vs_ala_ry_ct&lid=9825149981880963459&ms=1&from=844b&atn=list&ruidx=0&ruus=NW91YzA0MzQ2OTY4MTI1MTY1MDA3MTE4XzE2MjAxMDQ3NTI#4346968125165007118，登录时间：2021 年 5 月 4 日。

²⁷ 韩立余：《当代单边主义与多边主义的碰撞及其发展前景》，《国际经济法学刊》2018 年第 4 期，第 3 9-40 页。

方同意的其它解决方法；在于韩国签署的自由贸易协定中也同样对 ISDS 进行了重新修订。无论是重新开展与墨西哥、加拿大的《美墨加协议》还是与日本、韩国的双边贸易协议，都体现出美国主导，强迫他国做出让步，甚至直接要求他国进行自愿出口限制，即使这违背乌拉圭回合多边贸易体制下的贸易规则。

三、美式“小多边主义”给产业链带来的影响

1 对全球产业链布局的影响

高度分工的全球产业链虽然提高了生产效率，但也将各个国家经济深度捆绑，一旦一个国家特别是世界主要经济体发生不可预料的经济危机，将会对全球的经济造成深远的影响，同时诸如新冠疫情“黑天鹅”事件的发生也会对经济造成严重的打击。加之美式“小多边主义”贸易政策的催化，全球产业链将逐步走向区域化，缩短在全球的分工链条。区域分工会进一步取代去全球分工，从目前的全域贸易来看，全面与进步跨太平洋伙伴关系协定（CPTPP）、日欧经济合作协定（EPA）、美墨加协议（USMCA）、区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）等实施会进一步强化北美、欧洲、亚洲三大板块的区域化属性。²⁸未来全球产业链将出现“三足鼎立”的局面，即由美国、加拿大、墨西哥组成的北美产业链体系；由德国、法国的等国家主导的欧盟产业链体系；中国、日本、韩国为核心的亚洲产业链体系。三大体系内部自成体系，形成相对闭环，每一个体系与外部也存在部分产业链关联，区域经济一体化进一步加强。²⁹

2 对中国产业链的影响

正如上文所提，美式“小多边主义”对中国的影响首当其冲的便是“中国制造 2025”，中国产业链升级的阻力和压力将会进一步加大。自中美贸易摩擦以来，美国频繁使用以国家安全为由打压中国，将部分中国的高科技企业、科研院所、高等院校列入实体清单，驱逐相关研究人员，禁止相关技术和软件的使用。就目前的集成电路、智能制造、新材料、人工智能和大数据等高端产业而言，虽然中国取得了长足的进步，但是由于在基础研究领域的薄弱，逐渐触及发展进程中的天花板，这势必会加大中国产业链升级的技术突破压力。

其次美国贸易代表莱特希泽曾将 USMCA 称为美国未来贸易协议的模板，这意味着美

²⁸ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1671039220546155666&wfr=spider&for=pc>，登录时间：2021 年 5 月 4 日。

²⁹ 朱晓乐、黄汉权：《全球供应链的演变及其对中国产业发展的影响》，载《改革》2021 年第 4 期，第 60-67 页

国在将来与其他国家开展贸易协议谈判中，会将“毒丸”条款引入其中。就中国的市场经济体制问题与他国进行贸易谈判中，依靠自身的市场经济实力相要挟，颇有“二选一”的趋势。除中高端制造业以外，在中美贸易摩擦中，受到影响的更多是劳动力密集型产业，由于目前中国劳动力成本优势不再明显，为避免美国关税的影响，在全球产业链中具有重要影响的跨国公司将会重新考虑在全球的生产布局，或将满足中国市场之外的产能迁至成本更低的东南亚地区，这不仅冲击了中国在全球价值链中的地位，还将影响为跨国公司在华生产的配套企业，势必会对相关产业链造成较大的冲击。³⁰

3 对发达国家产业链的影响

制造业作为国民经济中占有重要份额，体现了一个国家生产力水平，并且可以带动上下游众多产业的发展，解决就业问题。2008 年经济危机发生以后，全球产业链已经出现扩张停滞甚至呈现阶段性收缩的现象，加之 2020 年新冠疫情的冲击，更是加速了全球产业链的收缩³¹。在国家层面，美式“小多边主义”其中一个目标就是要重振美国的制造业；日本、韩国、欧盟等经济体也会发挥自身的优势，提高对制造业的自主性和可控性，因此不管是对于美国而言还是对于其他经济体，如何解决制造业回流都是一个不可避免的问题，特别是涉及基本民生和国家安全的产业。

在公司层面，二战以来，在比较优势和规模经济思想的指导下，跨国公司将自身的产品环分置在全球各地，追求经济和效率的最大化。但是受到金融危机和新冠疫情的冲击，全球产业链不确定性增加，这会提高跨国公司由于对某一经济体的过度依赖产生关键零部件中断的风险，特别是最近全球芯片短缺问题十分严重。因此，跨国公司势必会收缩产业链的布局，将产品生产环节有原来追求效率的布局进而转向安全可控的布局。不管是相应国家号召还是处于自身安全的考虑，跨国公司都将重新考虑自己在全球的生产布局，因此部分制造业在未来将会发生回迁的变动趋势。

四、结论与政策建议

1 结论

当下世界经济并未完全走出 2008 年的经济危机的阴霾，新冠疫情继续肆虐全球，即使

³⁰ 张轶晴、李宏瑾：《中美贸易摩擦对中国全球产业链地位冲击的影响研究》，载《黑龙江金融》2018 年第 11 期，第 14-18 页。

³¹ 马盈盈、崔晓敏：《全球产业链的发展与重构：大趋势与新变化》，载《全球化》2021 年第 2 期，第 102-135 页。

全球民粹主义、贸易保护主义抬头，但世界经济并不是朝着逆全球化的方向发展。只不过在二战结束以来 WTO 所倡导最惠国待遇的贸易非歧视原则已经不再适合当今世界贸易的发展，各主要经济体经过几十年的发展，加人工智能、5G、物联网等新技术的催化，各国的产业链都面临升级的压力，基于传统贸易模式的比较优势在主要经济体尤其是世界前几大的经济体之间逐渐消失，产业链的重合程度日益增高，国家间的竞争升级且日趋激烈。就高端制造业而言，不仅关乎国家在全球价值链中的竞争实力和利益分工，更关乎民生、国防等重点领域，是各个国家竞相追逐的目标。

美国在今天的世界经济贸易中的实力早已经今非昔比，曾经主导的世界贸易体系不仅无法阻止制造业空心化的现象，而且成就了如中国、印度等新兴经济体。所以美式“小多边主义”的贸易政策措施便是美国重新主导世界贸易体系，振兴制造业。而这势必会将全球分工的贸易体系逐渐演化成区域分工的贸易体系，在新冠疫情的冲击过后，更加看重产业链的近岸化、本土化。

2 我国的应对措施

美式“小多边主义”对中国的影响将颇为深远。作为世界消费的重要一极，美国贸易政策任何“风吹草动”的变化对中国乃至世界其他国家的出口影响都是十分巨大的。因此中国国际上既要促进 WTO 改革的完成，在维护 WTO 贸易体系的同时又要加强区域贸易合作，加快中日韩自由贸易区谈判进程，进一步强化东亚经济一体化；国内要继续投入对中西部地区基础设施建设，进一步打通国内市场，加快产业结构调整，早日实现国内国际双循环的新发展格局。

2.1 维护多边贸易体制

WTO 改革自多哈回合以来，已经陷入长期的停滞，发达国家和发展中国家的分歧日益严重。随着中国经济影响力的日益增加，要着力推动 WTO 的改革，为发展中国家争取更多的世界贸易话语权，创造更加稳定的国际贸易环境和贸易秩序。中国加入世界贸易组织仅 20 余年，从自身的发展路径来看，落后的发展中国家在发展过程中有着巨大的潜力，可以创造更多的经济利益。应维护多边贸易体系，利用发展中国家的的发展，进一步享受入世红利。

2.2 加强区域经济一体化

加快中日韩自由贸易协定谈判，并进一步强化东北亚经济联系。中日韩三国优势产业链重合程度较低，可以发挥各自的比较优势，更好的解决当前各国经济发展中的问题。同时文化根基本就一脉相承，自贸区的建设可以加强民间交流，有助于更好的解决历史遗留矛盾，

进一步扩大合作,推动中日韩经济区域一体化进程。不仅可以提升经济发展水平、提升三国民众生活质量,还可以更加有实力得抵抗美式“小多边主义”裹挟的制裁和胁迫。

2.3 调整国内产业结构

准确把握国内经济发展不平衡的问题,加快国内地区之间产业调整。在劳动密集型产业的劳动力成本优势逐渐消失的当下,不仅要加快东部产业升级,提升出口竞争力,同时还要加大中西部地区的基础设施建设,抵消劳动力成本的上涨,将中低端产业继续留在中国,且进一步向中西部地区迁移,帮助中西部地区加快发展。并借助“一带一路”倡议通过铁路运输向西打开中亚、西亚、俄罗斯等国家的市场。

五、参考文献

- [1] 车丕照. 是“逆全球化”还是在重塑全球规则?[J]. 政法论丛, 2019(01):15-23.
- [2] 顾静. 美国多边主义东亚新政策剖析[J]. 东南亚研究, 2011(06):48-55.
- [3] 韩立余. 当代单边主义与多边主义的碰撞及其发展前景[J]. 国际经济法学刊, 2018(04):23-41.
- [4] 蓝庆新, 窦凯. 全球价值链视角下的中美贸易摩擦分析[J]. 经济社会体制比较, 2019(05):67-77.
- [5] 马盈盈, 崔晓敏. 全球产业链的发展与重构:大趋势与新变化[J]. 全球化, 2021(02):102-113+135.
- [6] Ronald Mckinnon. The U.S. saving deficiency, current-account deficits, and industrialization: Implications for China [J]. Journal of Policy Modeling, 2013, 35(3):449-458.
- [7] 沈伟, 徐驰. 逆全球化背景下美式“小多边主义”的端倪和成型——理解《中美经贸协议》(第一阶段)的变局背景[J]. 海峡法学, 2020, 22(03):38-52.
- [8] 苏长和. 全球公共问题与国际合作:一种制度的分析[M], 上海:上海人民出版社, 2000:238~239.
- [9] 杨慧. 国际经济机制变迁的竞争性多边主义趋向[J]. 现代国际关系, 2020(01):50-58+49+60.
- [10] 朱晓乐, 黄汉权. 全球供应链的演变及其对中国产业发展的影响[J]. 改革, 2021(04):60-67.
- [11] 张轶晴, 李宏瑾. 中美贸易摩擦对中国全球产业链地位冲击的影响研究[J]. 黑龙江金融, 2018(11):14-18.
- [12] 张宇燕, 冯维江. 从“接触”到“规锁”:美国对华战略意图及中美博弈的四种前景[J]. 清华金融评论, 2018(07):24-25.
- [13] 张勇. 奥巴马政府的亚太地区“少边主义”外交浅析[J]. 美国研究, 2012, 26(02):66-81+4.

第五章 媒体舆情关注度对审计质量的影响

李亚娣³²

【摘要】在高度信息化的当今社会，报纸、电视、网络等媒体发挥着收集和传播信息的重要功能。媒体通过引导公众话题和舆论导向，在公司治理中的监督作用已被广泛认可。审计质量是指审计工作水平的高低，具体表现为审计效果的好坏。审计质量的高低直接影响着审计目标的实现，也对社会经济发展稳定有着一定程度的影响。本文基于对 2147 家上市公司在 2013-2017 间的调查，采用可操纵性净利润作为审计质量的衡量指标，分别采用区间诉讼涉案金额，区间诉讼涉案次数以及违规处罚次数作为媒体舆情关注度的衡量指标，进行上市公司媒体舆情关注度对审计质量影响的研究。同时将公司的流动比率，速动比率，资产收益率以及权益收益率作为控制变量。研究结果表明：以区间诉讼涉案金额量化的媒体舆情关注度与审计质量之间有显著关系且呈正相关。即 但监管部门及社会公众依然可以利用大众媒体传递的信号，加强对企业的管理和不当行为的处罚。同时也可以利用媒体信号防范风险。

【关键词】 媒体舆情关注度；审计质量；可操纵净利润；区间诉讼涉案金额；区间诉讼涉案次数；违规处罚次数

一、引言

在高度信息化的当今社会，报纸、电视、网络等媒体发挥着收集和传播信息的重要功能。媒体通过引导公众话题和舆论导向，在公司治理中的监督作用已被广泛认可。媒体可以选择受众了解的内容，媒体想让受众了解什么，就会突出哪方面内容。田高良等（2016）阐述了媒体通过传统监督机制、声誉机制和市场压力机制发挥公司治理作用。

会计师事务所作为独立于企业之外的第三方审计机构，其审计质量的好坏决定着企业的经营管理水平和管理绩效的真实性和可信度，关系到投资者的切身利益。因此不断提升审计质量水平是会计师事务所审计的重中之重和关注的核心内容。审计师事务所作为独立的第三方外部审计机构，对企业进行的业务活动进行审计，必须客观公正进行审计，检查其真实性、完整性、合理性和合法性等，履行其职责，出具真实可信的审计报告。管理层有足够的动力来操纵会计数字，特别是管理收益；从而以牺牲其他利益相关者为代价来最大化其利益。审计师是减少这种利益冲突的第三方。因此，审计质量可以通过审计师能够限制盈余管理的程度来衡量。

因此，利用媒体舆情关注度对公司治理的影响从而产生对审计质量的影响应当被关注。

³² 北京外国语大学国际商学院研究生。

现有文献仅指出了媒体关注度和公司之间的关系,或是在某行业小范围进行了媒体舆情关注度对审计意见的关系,因此本文将基于已有结论,研究媒体舆情关注度对整体上市公司审计质量的影响。提出假设:当公司的流动比率、速动比率、资产回报率和权益回报率作为控制变量时,媒体舆情关注度对审计质量产生影响,且正相关。

本文意义在于基于已有媒体舆情关注度对审计质量影响的研究,细化了量化媒体舆情关注度的方式,即在哪些方面可以看出媒体舆情关注度对审计质量的影响。结论得出以区间诉讼涉案金额衡量的媒体舆情关注度与审计质量有直接关系,而以区间诉讼涉案次数和违规处罚次数衡量的媒体舆情关注度与审计质量无直接关系。本文为量化媒体舆情关注度提供了新思路,且成功证实以区间诉讼涉案金额衡量的媒体舆情关注度与审计质量有直接关系。

本文在第一部分引言介绍了题目的研究背景及意义;第二部分文献综述介绍了国内外学者对于审计质量和媒体舆情关注度的研究;第三部分进行了理论分析和假设推导;第四部分对数据,模型和样本进行了分析;第五部分对研究结果进行总结并提出建议。

二、文献综述

1 审计质量相关文献

审计质量的影响因素来源于许多方面。Davidson III, W.N. et al. (2005) 指出了审计师的变化以及审计师的选择对盈余管理产生影响,而盈余管理与审计质量有着直接关系。首先审计师的变化属于重大决定,新审计师的工作交接,信息收集都对审计质量产生影响。同时更改审计师的公司很可能是收到了前任审计师的修改意见,因此公司在更换审计师时则偏向选择非六大审计公司从而更容易得到无保留意见,而这将直接影响着审计质量。

Choi, J. et al. (2018) 指出了审计公司规模与审计质量和审计费用之间有着正相关的关系。即与当地的小型审计公司相比,大型地方审计公司提供更高质量的审计,并且这种质量差异在审计服务市场中定价。大型审计公司则意味着高审计费用。Dehkordi, H.F. et al. (2011) 利用 2002 年至 2007 年期间德黑兰证券交易所 (TSE) 公司年度观察样本指出政府审计师 (即大型事务所) 比私人事务所 (即小型事务所) 更能提供高质量的审计报告。Reid (2018) 利用英国最近的审计报告变化,发现英国的新报告制度与财务报告质量的提高有关,从而提高了审计质量,而这种质量的提高并未提高审计费用。说明政府良好的监管与规定是可以被审计公司产生正面影响的,从而使得审计公司审计质量提高。国内学者对于审计质量的影响因素也做了一系列研究。

翟华云等 (2011) 针对 2004-2008 年只发行 A 股的上市公司指出,公司投资倾向越大,

即公司规模越大,其可操控性应计利润越高。高投资倾向上市公司的审计师面临着更高的审计风险;而审计师为了自身的声誉,以及降低审计风险即提高审计质量,他们有动机减少上市公司的可操控性应计利润。张艳(2007)指出在资本市场成熟的前提下,事务所的规模可以通过声誉机制法律风险效率影响审计质量。市场认为在美国“四大”客户的财务报告和审计报告的可信度相比如非“四大”客户更高,因此“四大”客户的融资成本相比较而言更低。即事务所的规模越大,审计质量越高。李连军(2005)采用2520家上市公司作为分析样本,利用他们2000~2002年三年的年审计费用进行了实证分析。客户规模、业务复杂程度和审计风险作为控制变量的前提下,发现国际“五大”合作所的审计服务价格显著高于国内“五大”所,而国内“五大”所的审计服务价格又显著高于国内其他所。这说明审计师的声誉和审计服务价格是正相关的。市场认为审计师的声誉高意味着审计质量高,审计师的声誉在市场上发挥了信号作用。虽然从整体上看,事务所任期越长,审计质量越差,但此现象仅存在于审计风险较低的上市公司中。宋衍蘅等(2012)以中国A股市场上针对2003年至2009年年报发布过补充更正公告的上市公司为研究样本,加入了审计风险较高的企业,指出事务所任期对审计质量的影响是有限的。在较高的审计风险水平下,事务所不会因为任期较长而丧失审计独立性

2 媒体舆情关注度相关文献

近年来,国内外学者将对媒体舆情关注度也进行了多方面研究。针对提高媒体关注度是否能有效提高对会计盈余信息的定价效率,权小锋等(2012)做出了肯定答复,即高的媒体舆情关注可以减少错误定价情况的出现。总体来看,媒体关注具有深度治理效应,其作用机制是:媒体关注,尤其是负面关注,能够有效抑制管理层的盈余操纵行为,从而会计信息质量得到提高,并最终提升了市场对盈余信息的定价效率,减少错误定价的情况。

朱丹等(2017)以我国A股上市公司为样本,指出审计和新闻媒体报道是上市公司重要的外部监督管理机制,二者存在互补性和协同性。而这样的外部监督治理机制与审计质量有着紧密联系。高质量的审计报告通过增加公司的可信度,可以减少上市公司的权益资本成本;媒体的正面报道能够同高质量的审计报告产生协同效应,进一步减少上市公司的权益资本成本。而媒体负面报道与高质量审计产生信息分歧,弱化高质量审计抑制上市公司权益资本成本的作用。吴伟荣等(2015)表明,媒体监督同政府监督一样与审计质量呈正相关。同时进一步指出,事务所规模在公共压力影响审计质量过程中起到了积极作用。

针对媒体关注和审计质量的风险抑制作用,尹美群等(2018)使用由上市公司违规数据

衡量的经营和交易违规风险与虚假披露风险进行考察分析。研究发现：媒体关注度与审计质量具有风险抑制效应，而且网络媒体关注对风险的抑制作用更显著；进一步地，网络媒体关注可通过提高审计质量来抑制企业违规风险，审计质量在网络媒体关注与风险抑制之间发挥部分中介作用。Chen et al.（2018）针对美国市场指出媒体报道对盈余管理的影响。它对审计质量低，董事会监督薄弱的企业更为明显，表明媒体可以替代其他监督机制在审计市场发挥作用。

基于各方面研究，我们得出媒体的负面报道对审计质量的影响更为明显，因此本文以区间诉讼涉案金额，区间诉讼涉案次数，违规处罚次数作为量化媒体关注度的指标。本文可能的创新：证明区间诉讼涉案金额与审计质量正相关，从而进一步证明媒体关注度尤其是负面关注度与审计质量正相关。

三、理论分析与假设推导

1 企业治理

媒体乘着时代发展和科学进步的大潮逐渐进入到我们的生活中。近年来，媒体不单单再是日常生活的播报工具，它成为了社会经济生活中至关重要的影响因素。网络的飞跃式发展给人们带来了微博、论坛、贴吧等全民交流平台，使得媒体可以发挥社会监督管理功能。媒体关注，尤其是媒体的负面报道在促使企业更好自我治理方面有着积极的作用。

媒体对上市公司进行负面报道后，相关公司和审计单位都会受到影响。媒体负面报道减少了公司与各利益方的信息不对称，即媒体更好地披露了公司的不良信息，降低了各方的信息成本，引起政府、监管部门、投资者、客户和审计公司等各方的关注。各个方面的关注和压力将促使上市公司提高自我治理水平，解决公司现有问题，改善公司现状，并提供更加真实的信息。

2 声誉机制

出于对自身未来就业机会和薪金的考虑，管理者通常十分重视自己的声誉。因此，媒体可以通过影响管理者声誉的方式实现治理作用。同时，如果媒体对注册会计师的低审计质量进行报道，注册会计师的声誉也会受到损害。这使得注册会计师在执行审计任务时会更加严谨，给出的审计意见会更加稳健，更加保守，尤其是颇受媒体关注的上市公司。审计公司和注册会计师在接受审计任务后，他们会付出更多的精力在准备工作中。比如说大量收集被审计公司的基本信息，经营情况以及重大变动事件。对于多次被媒体报道的上市公司，审计公司会更谨慎地完成审计任务。一旦公司出现了负面报道，审计师会在第一时间接受信息，同

时对审计工作进行更多的考量。

被审计公司由于在乎公司声誉，所以对于媒体关注，尤其是负面关注非常重视。媒体影响上市公司或是资本市场不是通过拥有公司的所有权或是控制权，而是通过媒体关注形成的舆论压力来间接影响市场，影响管理者的决策行为，公司的治理效率提高，；且影响审计师的工作行为，审计报告的质量提高，从而保障了公司、管理者和审计师的声誉。

可以想象，当上市公司出现了媒体的负面报道，审计师为其提供了低质量的审计服务，公司在客户中的声誉资本会受到严重损害。更糟糕的是，公司不仅需要面临各方面的诉讼赔付，还可能流失现有的客户资源，新客户也难以加入，这样的恶性循环使公司甚至面临着灭绝破产。

3 假设提出

本文选取了区间涉案诉讼金额，区间涉案诉讼次数和违规处罚次数作为媒体舆情关注度的衡量指标，通过负面报道产生的诉讼金额和次数研究媒体关注度对可操纵性应计利润即审计质量的影响（可操纵性应计利润越低，审计质量越高），并提出如下假设：

H1：媒体舆情关注度对可操纵性应计利润有直接影响，且呈负相关。

假设说明：媒体舆情关注度与可操纵性应计利润呈负相关即代表媒体舆情关注度与审计质量呈正相关。

四、数据与样本

1 样本与数据来源

本文选取 2013-2017 年中国 A 股上市公司作为研究对象，区间诉讼涉案金额，区间诉讼涉案次数，违规处罚次数数据来源于 Wind 数据库。采用可操纵性净利润作为审计质量的衡量指标，采用修正后的横截面琼斯模型（Modified Jones Model）推算可操纵应计利润（DA），量化可操纵应计利润所需要的净利润，经营活动产生的现金流净额，资产总额，固定资产，无形资产和递延所得税资产数据以及控制变量所需数据来源于国泰安 CSMAR 数据库。

筛选样本时遵循如下原则：（1）剔除了数据缺失的公司（2）由于需要用到上年的数据，剔除了当年与去年新上市的公司。筛选过后，2013-2017 年各年获取符合要求的样本数为 2147 个，数据处理采用 EXCEL 与 Stata 软件。

2 变量选择及模型构建

2.1 衡量审计质量

本研究中审计质量的计量是最关键的环节。我们一般定义审计质量是外部审计发现并揭露企业的会计错弊的概率，代表着审计工作水平的高低。而企业的会计错弊主要表现在盈余的质量上，因盈利指标是评价一个企业的重要指标，企业经营者为了自身利益的最大化有意愿地调整其利润。调整利润主要通过不伴随现金流的应计利润，尤其是可操纵应计利润来实现。因此，我们采用企业的可操纵应计利润（DA）的绝对值来度量审计质量，即可操纵应计利润的绝对值（ABSDA）越低，审计质量越高。

本文采用修正后的横截面琼斯模型（Modified Jones Model）推算可操纵应计利润（DA）。修正后的横截面琼斯模计算过程如下：

$$TA_i = \alpha (1/A_{i-1}) + \beta \{(\Delta REV_i - \Delta REC_i / A_{i-1})\} + \gamma (PPE_i / A_{i-1}) + \varepsilon_i$$

其中， TA_i 为企业*i*年的总应计利润：(净利润-经营活动产生的现金流)/ A_{i-1} ； A_{i-1} 代表企业*i-1*年末的资产总额； ΔREV_i 为企业*i*年营业收入的增减额； ΔREC_i 为企业*i*年应收账款增减额； PPE_i 为企业*i*年的固定资产、无形资产、递延资产合计数； ε_i 为残差项。

其次，根据如下回归方程求出的回归系数 α' 、 β' 、 γ' 代入以下方程并计算企业的非操纵应计利润(NDA)：

$$NDA_i = TA_i = \alpha' (1/A_{i-1}) + \beta' \{(\Delta REV_i - \Delta REC_i) / A_{i-1}\} + \gamma' (PPE_i / A_{i-1})$$

最后，应计利润实际值(TA_i)减去应计利润的预测值(TA_i')，即非操纵应计利润（NDA），求出可操纵应计利润（DA）： $DA_i = TA_i - NDA_i$ 。

2.2 研究模型

$DA = \beta_0 + \beta_1 \text{ MEDIA ATTENTION} + \beta_2 \text{ CRATIO} + \beta_3 \text{ QRATIO} + \beta_4 \text{ ROA} + \beta_5 \text{ ROE} + \varepsilon$ ，其中 ε 为随机误差项。

2.3 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
因变量	可操纵应计利润	DA	审计质量的衡量指标，根据 4.2.1 求得
自变量	媒体舆情关注度	MEDIA ATTENTION	分别以区间诉讼涉案金额（FARE），区间诉讼涉案次数（LIG_FRE），违规处罚次数（VIO_FRE）三项指标对媒体舆情关注度进行衡量
	流动比率	CRATIO	流动资产/流动负债

控制变量	速动比率	QRATIO	速动资产/流动负债
	资产收益率	ROA	净利润/总资产
	权益收益率	ROE	净利润/总权益

五、实证结果与分析

1 描述性统计

通过对数据进行描述性统计的方式，了解数据的分布特征，得到表 5-1，其中包括样本数，平均值，标准差，最小值，最大值。

表 5-1 描述性统计

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
DA	10735	0.429	3.481	-0.862	288.246
FARE	10735	13634839	38907345	0	5260000000
LIG_FRE	10735	0.559	3.097	0	125
VIO_FRE	10735	0.043	0.236	0	4
CRATIO	10735	2.434	3.376	0.106	98.22
QRATIO	10735	1.894	3.016	0.0483	68.975
ROA	10735	0.004	0.007	-0.111	0.095
ROE	10735	0.007	0.042	-1.622	2.93

表 5-1 显示，共有 2147 家上市公司，因此 5 年的数据共有 10735 个样本量。衡量因变量审计质量的可操纵应计利润 DA 的平均值为 0.429，标准差为 3.481，最小值为-0.862，最大值为 288.246。衡量自变量媒体舆情关注度的区间诉讼涉案金额平均值为 13634839，标准差为 38907345，最小值为 0，最大值为 5260000000；区间诉讼涉案次数平均值为 0.559，标准差为 3.097，最小值为 0，最大值为 125；违规处罚次数平均值为 0.042，标准差为 0.236，最小值为 0，最大值为 4。控制变量流动比率平均值为 2.434，标准差为 3.376，最小值为 0.106，最大值为 98.22；速动比率的平均值为 1.894，标准差为 3.016，最小值为 0.048，最大值为 68.975；资产收益率平均值为 0.004，标准差为 0.007，最小值为-0.111，最大值为 0.095；权益收益率平均值为 0.007，标准差为 0.042，最小值为-1.622，最大值为 2.93。

2 相关性分析

描述性统计后需要进行两两变量间的相关性分析从而检验相关性的显著性，若解释变量相关性较高，则会对模型结果产生不好的影响。接下来相关性分析得到表 5-2。

表 5-2 相关系数表

	DA	FARE	LIG_FRE	VIO_FRE	CRATIO	QRATIO	ROA	ROE
DA	1.000							
FARE	-0.09 0.001	1.000						
LIG_FRE	-0.006 0.556	0.335 0.000	1.000					
VIO_FRE	-0.002 0.817	0.138 0.000	0.146 0.000	1.000				
CRATIO	0.007 0.503	-0.09 0.001	-0.041 0.000	-0.027 0.006	1.000			
QRATIO	0.008 0.407	-0.086 0.001	-0.037 0.000	-0.026 0.006	0.981 0.000	1.000		
ROA	0.023 0.016	-0.061 0.019	-0.067 0.000	-0.096 0.000	0.105 0.000	0.115 0.000	1.000	
ROE	0.009 0.346	0.006 0.806	-0.019 0.045	-0.047 0.000	0.001 0.318	0.011 0.269	0.349 0.000	1.000

注：0.3-0.5 为弱相关，0.5-0.8 为中相关，0.8 以上为强相关。第一行为相关系数，第二行为 p 值。

由表 5-2 的相关性分析可知，变量间除流动比率速动比率本身具有强相关性以外，其他变量间的相关性未达到强相关，不会对模型结果产生较大影响。

3 回归分析

接下来将根据已有模型对媒体舆情关注度与可操纵性应计利润进行回归分析，并得到表 5-3。

表 5-3 回归分析表

	模型一 (FARE)	模型二 (LIG_FRE)	模型三 (VIO_FRE)
	DA	DA	DA
MEDIA ATTENTION	-0.134*** (-3.28)	-0.005 (-0.43)	0.006 (0.19)
CRATIO	-0.04	-0.034	-0.033

	(-1.82)	(-0.66)	(-0.65)
QRATIO	0.066** (2.55)	0.043 (0.75)	0.043 (0.75)
ROA	-0.507 (-0.37)	0.406* (2.08)	0.407* (2.10)
ROE	0.369* (1.71)	0.116 (0.14)	0.115 (0.13)
_cons	0.33*** (18.95)	0.384*** (7.92)	0.381*** (7.85)
N	10735	10735	10735
Adj R-squared	0.446	0.025	0.015

注 1：模型一、二、三分别是以区间诉讼涉案金额 (FARE), 区间涉及诉讼次数 (LIG_FRE), 违规处罚次数 (VIO_FRE) 作为自变量媒体舆情关注度 (MEDIA ATTENTION) 的衡量指标进行的。

注 2：p 值分布为 0 ‘***’ 0.001 ‘**’ 0.01 ‘*’ 0.05 ‘.’ 0.1 ‘ ’ 1

注 3：第一行为系数，第二行为 t 值。

表 5-3 显示本次回归分析的结果：区间诉讼涉案金额 (FARE) 的回归系数为负，且结果显著，自变量系数为 0.134，p 值为 0.001。意味着区间诉讼涉案金额量化的媒体舆情关注度与审计质量有极显著关系，媒体舆情关注度能够直接影响审计质量。即区间诉讼涉案金额增加使得可操纵应计利润降低，从而提高审计质量。

区间诉讼涉案次数 (LIG_FRE) 和违规处罚次数 (VIO_FRE) 的回归系数为负，但结果不显著，自变量系数分别为 -0.005 和 -0.006，p 值为 0.231 和 0.851。出现此现象的原因可能有：

1. 区间诉讼涉案次数和违规处罚次数不能很好的量化媒体舆情关注度。因技术条件限制，共 10735 个区间诉讼涉案次数和违规处罚次数样本数据中，存在大量显示为 0 的样本数据。我们无法判断 0 代表此项区间诉讼涉案次数或违规处罚次数为 0 或者此项为遗漏数据项。选择区间诉讼涉案次数或违规处罚次数作为衡量媒体舆情关注度的原因是媒体关注尤其是媒体负面关注更可能对审计质量产生影响。但是区间诉讼涉案次数和违规处罚次数与媒体舆情关注度之间联系不如区间诉讼涉案金额更紧密。
2. 中国审计市场内媒体舆情关注度对审计质量影响的传导机制运行一般，并不能体现出他们之间最准确的关系。也就是媒体在审计市场上充当的信号作用以及声誉机制并不完善。这与我国资本市场发展不发达有关。媒体对上

市公司的舆情关注度并不能引起企业和审计师足够的关注和重视,导致媒体舆情关注的作用发挥受限。除应用区间诉讼涉案金额外,应采用更直接能量化媒体舆情关注的指标与可操纵性应计利润进行回归分析,看媒体舆情关注度是否能与可操纵性应计利润产生显著的负相关关系。即媒体舆情关注度增加能导致可操纵性应计利润减少,从而使得审计质量增加。若仍然关系不显著,则原因为 2。

六、研究结论

本文基于对 2147 家上市公司在 2013-2017 间的调查,采用可操纵性净利润作为审计质量的衡量指标,采用区间诉讼涉案金额,区间诉讼涉案次数,违规处罚次数作为媒体舆情关注度的衡量指标,进行上市公司媒体舆情关注度对审计质量影响的研究。首先采用修正后的横截面琼斯模型(Modified Jones Model)推算可操纵应计利润(DA),之后建立以可操纵应计利润为因变量,区间诉讼涉案金额,区间诉讼涉案次数,违规处罚次数为自变量,流动比率,速动比率,资产收益率,权益收益率为控制变量的模型进行描述性统计和回归分析。研究结果为当媒体舆情关注度以区间涉及诉讼金额衡量时,假设 H1 成立;当媒体舆情关注度以区间涉及诉讼次数和违规处罚次数衡量时,假设 H1 不成立。不成立的原因可能有两种:一是统计口径可能并不完善,微小事件并未纳入统计;二是区间诉讼涉案次数和违规处罚次数不能很好的量化媒体舆情关注度,即这两方面在中国审计市场上媒体充当的信号作用以及声誉机制并不完善。

本文的理论意义在于从负面媒体关注的角度发掘区间诉讼涉案金额,区间诉讼涉案次数,违规处罚次数作为衡量指标,尽管以后两项作为衡量标准时结果不显著,但第一项的显著结果仍为量化媒体舆情关注度提供了新思路。同时本文也可能体现了我国审计市场上媒体方面只能有限地发挥作用,但媒体依然是监管部门和社会大众加强对企业监管和不当行为处罚的重要方式。同时也可以利用媒体信号防范风险。

本文的局限在于媒体舆情关注度的量化指标可能不够科学,区间诉讼涉案次数和违规处罚次数与媒体舆情关注度之间的联系不够紧密。同时由于技术原因,以上两者的统计口径可能不完善。

本文提出如下建议:应当加强媒体关注在资本市场上的地位,充分发挥媒体在市场上的信号作用。媒体不仅可以减少信息不对称,还可以充当监管企业的手段。随着媒体在我国资本市场上的地位稳固,媒体舆情关注度在审计市场的作用也会越来越明显。

七、参考文献

- [1] 田高良, 封华, 于忠泊, 2016,《资本市场中媒体的公司治理角色研究》,《会计研究》。
- [2] 翟华云, 廖洪, 2011,《投资机会、审计风险与审计质量研究》,《审计与经济研究》,第 26 卷第 4 期。
- [3] 张艳, 2007,《论事务所规模化与审计质量保证》,《审计与经济研究》,第 22 卷第三期。
- [4] 李连军, 2005,《审计市场中的信号显示机制 :理论与实证分析》,《产业经济研究》,第 1 期。
- [5] 宋衍衡, 付皓, 2012,《事务所审计任期会影响审计质量吗?——来自发布补充更正公告的上市公司的经验证据》,《会计研究》。
- [6] 权小锋, 吴世农, 2012,《媒体关注的治理效应及其治理机制研究》,《财贸经济》,第 5 期。
- [7] 朱丹, 李琰, 2017,《审计质量、媒体报道与企业权益资本成本——来自中国上市公司经验证据》,《产业经济研究》,第 6 期。
- [8] 吴伟荣, 刘亚伟, 2015,《公共压力与审计质量——基于会计师事务所规模视角的研究》,《审计研究》,第三期。
- [9] 尹美群, 李文博, 2018,《网络媒体关注、审计质量与风险抑制 ——基于深圳主板 A 股上市公司的经验数据》,《审计与经济研究》,第 4 期。
- [10] Davidson III, W. N., Jiraporn, P. and DaDalt, P. (2005): “Causes and Consequences of Audit Shopping: An Analysis of Auditor Opinions, Earnings Management, and Auditor Changes ”.
- [11] Becker, C., DeFond, M., Jiambalvo, and K. Subramanyam. (1998) “The Effect of Audit Quality on Earnings Management” . *Contemporary Accounting Research*.
- [12] Choi, j., Kim, C., Kim, J. and Zang Y. (2018): “Audit Office Size, Audit Quality and Audit Pricing” . *Auditing: A Journal of Practice and Theory*.
- [13] Dehkordi, H. F. and Makarem, N. (2011): “The Effect of Size and Type of Auditor on Audit Quality ” . *International Research Journal of Finance and Economics. EuroJournals Publishing, Inc.*
- [14] Chen, Y., Cheng, C. S. A., Li, S. and Zhao, J. (2018): “The Monitoring Role of the Media: Evidence from Earnings Management” .

第六章 贸易摩擦和疫情对中国制造业的冲击及 对策研究³³

李美君 苏畅 刘星彤³⁴

【摘要】近两年新冠肺炎疫情的冲击对全球价值链的现有协作模式造成了挑战，通过分析中国与世界其他国家制造业在疫情爆发后的发展情况，可以得出，中国制造业在全球价值链上的位置，短期内发展不会有较大变化；受制于贸易摩擦和疫情影响，高端制造业长期发展掣肘；同时由于外部环境更加动荡，GVC出现重构趋势。在此背景下，中国未来需要稳定低端制造业在全球的定位，长期发展高技术制造业，此外，国际上要提防国际风险，发展区域贸易伙伴关系。

【关键词】全球价值链；中国制造业；新冠疫情；贸易摩擦

一、引言

自 2001 年加入世贸组织后，中国在世界经济舞台上发挥着越来越重要的作用。然而近几年来，国际经济和政治格局多变，以数字经济为代表的新技术革命孕育发展，全球产业链出现重构趋势。以美国为首的西方发达国家为控制住本国产业在高端价值链上的位置，采用贸易摩擦等手段意图对发展中国家的经济发展造成阻碍。新冠肺炎疫情爆发后，物流与交通运输被割断，消费品和服务业、制造业等都遭受较大冲击，不断反复的境外疫情对有出口行为的企业产生较强冲击，以上因素均对中国制造业的发展产生新的挑战。

1、贸易保护主义愈演愈烈

尽管已度过十年之久，2008 年美国次贷危机引发的全球金融危机影响仍未消散，《全球价值链报告(2019)》指出，即使国际金融危机已经过去 10 年，GVC 参与度的全球平均发展态势仍未恢复到危机之前的水平。以特朗普政府实行的“美国优先”的单边主义所引发的中美贸易摩擦，以及中美加征关税等多次冲击使中国参与国际贸易的活动受到阻碍。

特朗普政府的这些举措不仅不利于中美贸易的发展，也对世界贸易的发展产生影响。2019 年，特朗普发布汽车关税威胁、美墨加协议一波三折等摩擦使得 2019 年国际贸易增长大幅回落。2021 年 6 月 17 日，联合国开发计划署发布名为《后疫情时代全球价值链的未来》

³³ 本项目由“北京外国语大学二十国集团研究中心”资助（项目批准号：G2020203004）

³⁴ 李美君北京外国语大学国际商学院 2019 级硕士研究生，研究方向为国际经济。邮箱：19021074@bfsu.edu.cn。（北京，100089）

苏畅，北京外国语大学国际商学院 2019 级硕士研究生，研究方向为国际经济。邮箱：19021082@bfsu.edu.cn。（北京，100089）

刘星彤，北京外国语大学国际商学院 2019 级硕士研究生，研究方向为国际经济。邮箱：19021073@bfsu.edu.cn。（北京，100089）

的报告称,近年来,不断打响的贸易战使全球价值链损失了 3 到 5 年的增长机会。

美国不仅仅将贸易摩擦的矛头指向了中国,更是以贸易摩擦为借口,挑起了欧美之间的大国博弈。美国对内设立税收优惠政策鼓励本国产品出口,对外大力抵制欧盟向本国企业征税,在 2020 年 6 月,美国就数字税问题对欧盟、印度等 10 个国家或地区展开“301 调查”,加剧了西方经济体之间的利益争夺。

2、新冠疫情加剧国际贸易萎缩态势

2020 年年初,受新冠疫情冲击,2020 年许多国家被迫进入长达数月的封锁期,全球经济活动急剧下降,国际贸易继续萎缩,从当年第二季度的世界货物贸易情况来看,萎缩幅度显著扩大。2020 年一季度和二季度,世界货物出口额同比下降分别为 6.4%和 21.3%。比 2019 年同期降幅分别扩大 4.0 个和 18.1 个百分点。

在前述问题的基础上,新冠疫情的严重冲击已然已成为全球产业链供应链分化重构的催化剂。许多国家开始破除以往“国际分工”、“全球布局”的战略,经济利润最大化将不再是经济体进行产业分工合作的唯一标准,许多国家渐渐呈现出推动高端产业链回国、低端产业链分散布局的产业布局趋势。在此背景下,跨国公司的生产要素配置从全球价值链效率转向国家供应链安全,中国对外贸易发展面临着诸多风险挑战,同时也蕴含着新的机遇。

3、全球价值链理论为解决相关国际贸易问题提供理论基础

全球价值链理论(Global Value Chain,简称 GVC)起源于 20 世纪 80 年代中期,主要以商品为载体分析商品参与全球贸易的全过程,但是进入 21 世纪以来,随着贸易主体与贸易形式的增多,GVC 理论从单一分析转向动态分析。由于交通、互联网及其他运输方式及交易方式越来越便利,许多国家参与到国际分工中来,根据比较优势理论,通常仅仅专注于发展自身在 GVC 上具有比较优势的某一个或者某几个环节。

日益专业化的国际分工局面,放大了新冠肺炎疫情对经济的冲击。中国在发现疫情后果断采取措施阻止疫情传播,经济逐渐复苏,但是世界上其他国家和地区的疫情依然不稳定,对全球价值链的稳定运行造成极大冲击。

基于国际贸易摩擦和新冠疫情的现状,本文将探讨以上双重冲击对中国制造业在全球价值链中的位置造成的影响,从而分析其波动趋势,为中国制造业应对冲击提供可行的政策建议,以促进中国制造业稳固发展,促进其在 GVC 中的位置实现攀升。

二、中国制造业在全球价值链中的位置现状分析

中国制造业分工细密，一般参与产品价值链上相对低附加值的工序片段，为世界基础经济发展提供动力。根据联合国产业分类目录计算，现代工业共有 41 个工业大类，191 个中类，525 个小类，而中国是世界上唯一一个具有完整的 21 个工业大类，191 个中类，525 个小类的国家。与中国相比，美国作为最大的发达国家，仅有 94% 的工业类目，可以说，世界上最完整的产业体系存在于中国。受益于完整的产业体系，2020 年中国进出口贸易总额达到 32.16 万亿元人民币，同比增长 1.9%，是在遭受疫情冲击后，全球外贸唯一出现正向增长的主要经济体。

改革开放四十年来，中国的工业得到长足进步，但并未完全工业化。国际上衡量工业化程度，主要有四项相关指标：人均国内生产总值（即 GDP），工业化率，三产结构及城镇化水平，根据这些指标测度，目前中国 GDP 连续 2 年超过 1 万美元，仍未达到中等发达国家水平；从 2020 年中国各类产业的产值来看，第三产业产值尚低，第一产业占比仍较高，且区域发展不平衡，产业结构发展有较大缺陷；从城镇化水平来看，中国城镇化水平每年增速为 1%，目前超过 60%，仍未达到发达国家 70% 的城市镇率水平。这四个指标中，仅有工业化率已达到世界第一的水平，在其他三项指标上，均存在发展不足。中国工业水平技术密集度不高，属于中低度技术密集型，处于价值链的中下游，在高度技术密集型制造业中，在全球市场上占有率最高的为汽车制造业，也仅有 16% 的比例。中国制造业实现在全球价值链中向上的攀升需要长时间的技术攻克与积累过程。

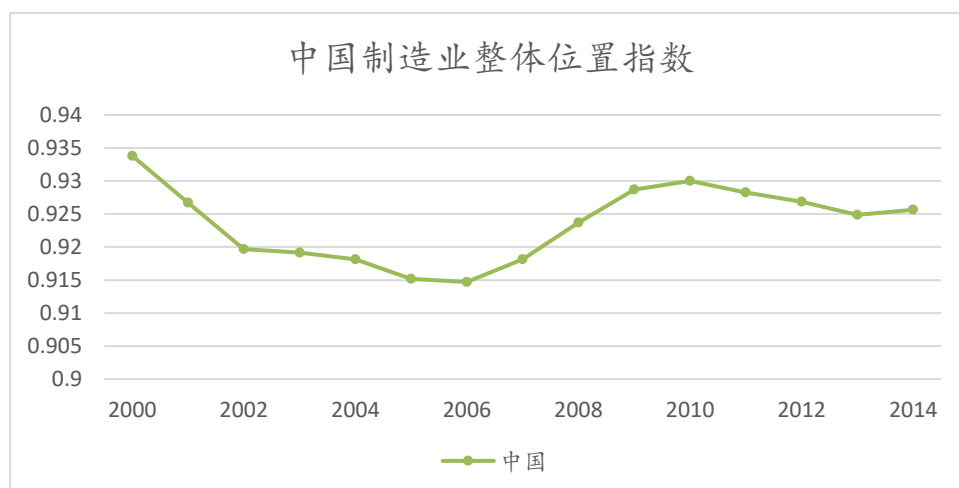


图 6-1 中国制造业 GVC 位置指数（2000-2014）

数据来源：基于 UIBE GVC 数据库计算所得

图 6-1 为 2000 年-2014 年期间中国制造业 GVC 位置指数变化详情，可以看到，中国制

制造业指数呈上升趋势，但是位置较低，到 2014 年时也并无较大变化，指数仅为 0.93，根据相关数据测算，作为邻国的日本、韩国两国的 2014 年 GVC 整体位置指数分别为 0.95、0.94，这说明中国不仅在世界上处于价值链下游位置，在区域中也不占优势，制造业水平与其他国家相比还有一定差距。

从国际环境上来看，2020 年底，中国加入《区域全面经济伙伴关系协定》（简称 RCEP），这意味着在以后的国际贸易中，在 15 个伙伴国家内部可以实现自由贸易往来，并且在 10 年内，在伙伴国之间进行贸易，关税将为零。这将极大程度上刺激伙伴国内部的贸易与投资行为，对区域内形成稳定的贸易伙伴关系奠定政策基础。中国的开放经济格局已呈现出“共轭环流”开放格局，成为连接发达国家与发展中国家价值链的交汇国，形成了完整独立的产业体系。根据工信部发布的数据显示，截至 2020 年，中国工业增加值已达到 31.31 万亿元人民币，连续 11 年位居世界第一制造业大国的位置，中国制造业在世界制造业中的贡献比重接近 30%。

三、双重冲击对中国制造业产生的影响趋势分析

新冠肺炎疫情爆发后，中国的制造业受到来自交通运输中断、原材料供应短缺等方面的冲击。比如，在疫情较严重的期间，我国的呼吸机产能不足全球的 1/5，其中最重要的一个原因就是，呼吸机生产线受到了全球化核心零部件供应不足的制约。因此，建立完整、安全、稳定的产业链，对中国制造业实现在全球价值链位置上的攀升有着举足轻重的作用。

1、短期内，中国制造业的 PMI 指数无较大波动

PMI（Purchasing Managers' Index）是快速反映市场动态的先行指标，对于衡量制造业发展态势有较高的参考价值。如制造业 PMI 指数在 50%以上，反映制造业经济总体处于扩张状态；如低于 50%，则通常反映制造业经济总体处于衰退局面。本文筛选出近 12 个月的中国制造业 PMI 指数，以直观地反映疫情在中国得到控制以来中国制造业的变化。

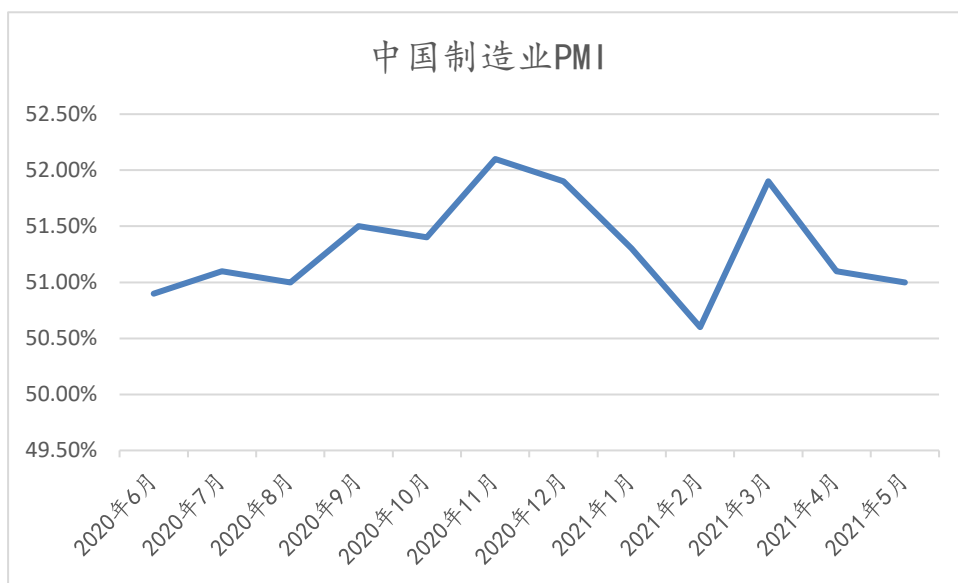


图 6-2 中国制造业 PMI 指数（2020 年 6 月-2021 年 5 月）

数据来源：根据中国国家统计局相关数据整理所得

从图 6-2 中可以看到，自 2020 年 6 月起，中国制造业逐渐复苏，2020 年 6 月到 2021 年 5 月，中国制造业发展的 PMI 指数均处于 50% 的数值以上，表明制造业总体处于扩张状态。由于 2021 年 1 月到 2 月临近中国春节假期，制造业 PMI 指数有所收缩，但整体仍高于 50% 的水平。

图 6-2 说明，自疫情爆发以来，在政府的大力控制下，短期内，中国制造业未受到严重影响。从国内的产业体系来看，中国的制造业能够快速恢复运转，与内部完整的产业体系是分不开的。中国制造业生产工序的有序快速恢复可以为其他贸易伙伴提供良好的支持，口罩等医疗用品的生产也为其他经济体的疫情防控工作提供了支持。

根据陈勇等（2021）的分析，疫情爆发后，中国制造业在全球价值链中的位置主要遭受了两个阶段的冲击，在疫情发生后的第一个阶段，疫情最严重的湖北省高技术制造业出口比重较低，对全国影响较小，且其他省份高技术制造业产业链对湖北省的依赖度较小，因此，疫情不会对中国高技术制造业整体的产业链造成严重影响。事实证明，在 2020 年 3 月初，中国许多地区的制造业企业开始有序复工复产，制造业生产所必须的原材料、劳动力等问题也渐渐得到解决，中国制造业的产业链生产活动并未受到较大影响。在疫情爆发后的第二阶段，由于中国政府的及时决策，中国境内的疫情态势已得到初步控制，但是世界其他地区的疫情日益加剧，产业链的波动对中国制造业乃至全球制造业价值链造成冲击。

2、长期以来，中国制造业发展水平较低

疫情导致供应链加速调整，结构破碎，对中国参与国际生产需要的原材料及技术等均产生较大阻碍，中国制造业中与全球价值链紧密联系的几个行业多为加工制造等技术含量较低的行业。虽然目前在关键组件的生产及装配环节，还很难有经济体可以完全替代中国的作用，但是在中间品组装和测试环节，许多跨国公司在接近最终市场的国家和地区找到了部分产业链环节的半成品替代。

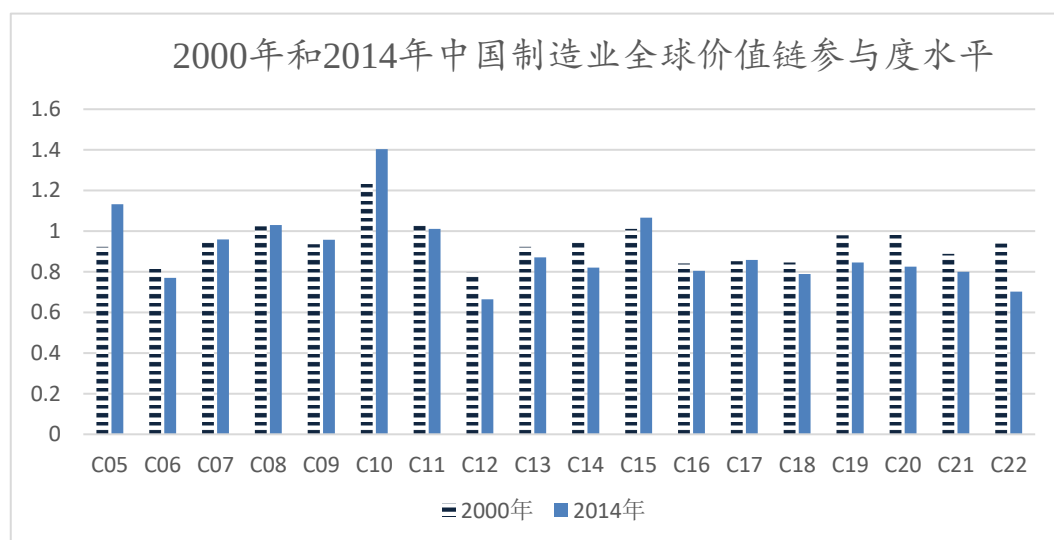


图 6-3 2000 年和 2014 年中国制造业全球价值链参与度水平

数据来源：基于 UIBE GVC 数据库计算所得

图 6-3 为 2000 年和 2014 年中国制造业细分行业在全球价值链中的参与度水平对比，以 2014 年为例，中国在 C05（食品、饮料和烟草产品制造）、C07（木材、木材制品及软木制品的制造）、C12（基本医药产品和医药制剂制造）、C22（家具制造，其他制造）行业中参与度最高，韩国在 C06（纺织、服装、皮革制品制造）、C08（纸和纸制品制造业）、C10（焦炭和精炼石油产品制造）、C11（化学品及化学制品制造）、C13（橡胶和塑料制品制造）、C14（其他非金属矿物制品制造）、C15（基本金属制造）等行业中，全球价值链参与度指数较高，高技术制造业如 C12（基本医药产品和医药制剂制造）、C17（计算机、电子产品和光学产品制造）行业，参与全球价值链水平的程度较低。

从动态的角度来看，2000 年至 2014 年，中国制造业大部分细分行业参与 GVC 的程度均出现了明显提升的相似特征。尤其是化学品与非金属矿产品制造业，电子、电器与光学设备制造业的，纺织、皮革制造业，家具制造业的参与指数都有了明显加强。说明中国制造业在价值链中的参与有向中高技术制造业移动的趋势，在高技术制造业中仍有较大劣势。

从产业链需求端和供给端来看，因其他经济体的疫情仍有反复和蔓延态势，各国纷纷采

取了撤回产业链或者分散产业链风险的举措,这使得处于全球价值链中下游的中国制造业开始面临高新技术与原材料短缺的危险。因此从长期来看,中国制造业在全球价值链中的位置可能面临较大威胁。

3、国际环境变化为中国制造业发展造成新的挑战

近几年,美国政府一直在谋求“产业回流”,在 2017 年底实施税改后,美国跨国企业即开始调整海外政策,造成全球 FDI 总体下降的局面。根据《世界投资报告 2019》显示,2018 年全球外国直接投资总额为 1.3 万亿美元,已是连续第三年出现下滑。在拜登政府上任后,美国积极制定和实施产业政策。拜登政府发布的《2021 年贸易议程报告(2021) Trade Policy Agenda》中宣布要“建设一个更强大的工业和创新基地”,为实现此目标,拜登政府发行一系列政令,从半导体到医疗用品、从关键矿产到高容量电池,一系列有关被美国垄断技术的商品、原材料被进行广泛评估,供应链受到严密监视;另外,拜登政府还将继续加大科研投入,并对半导体、稀土等高技术行业产业链进行保护(张晓通 2021)。

在 GVC 中高端的部分,中国与发达国家保持着较大的差距,如图 3 中,中国的高端制造业参与水平不高,在 2014 年,中国的计算机、电子产品和光学产品制造行业在全球价值链中的参与度仅为 0.85 左右,处于全球价值链的下游水平。中国一直缺乏相关技术能力,如芯片等技术被美国垄断,导致中国在全球价值链上的位置举步维艰。中国的高端制造业中具有代表性的企业—华为公司发展势头迅猛,得到中国政府的大力支持,这导致美国严格封锁华为公司。根据美国政府修改后的产品规则显示,任何芯片企业只要使用了美国的软件或者生产设备,都必须取得美国政府的许可才可以向华为供货。从长期来看,不排除美国或者其他发达经济体对类似华为的中国高端制造业的龙头进行持续打压(袁振邦,2021)。

在疫情持续蔓延的情况下,欧盟也出台相应政策,意图进行对欧盟成员国内关键产业进行产业保护。为规避直接进口中的关税壁垒或政策限制,中资企业将并购的目光投向了一些疫情期间无力经营的欧盟企业,为阻止中国进行并购,据欧盟领导人透露,欧盟将发布一份指导性文件,使政府能够介入并购行为,以此为中国对欧盟关键企业的并购行为增加阻碍(周小明,2020)。越来越严峻的国际经贸局势将对中国制造业发展提出新的挑战。

四、结论与对策建议

基于中国制造业近年来的发展现状,引入中国制造业在全球价值链位置上的指数测算结果,在此基础上对中国制造业在 GVC 中的位置变化趋势进行预测。本文认为中国制造业的

发展应该稳固在低端制造业中的位置，同时加大技术投入，发展高技术制造业，此外，应该发挥国内国外“双循环”的优势，利用现有规则与贸易伙伴培养新型合作关系。

1、结论

（1）中国制造业在 GVC 中的位置短期内不会有较大变化

经济体在 GVC 中的位置变化不是一蹴而就的，是通过供应链、产业链等相关链条传导至具体产业后所造成的结果，因此，在短期内，中国在全球价值链中的位置不会有太大变化，且主要体现在低技术制造业上，如加工与装配这样的环节。虽然其他国家在分散产业风险时，转移低端制造业的目的地是东南亚及南亚一些成本低于中国的国家，但是因目的地内部缺乏熟练工人，没有完整的产业体系，因此短期内想要完全取代中国的低端制造业在全球价值链中的位置是不可能的。中国在全球价值链上的位置处于中下游，因此，短期内中国制造业的 GVC 位置比较稳固，不会有较大变化。

（2）受制于贸易摩擦和疫情影响，高端制造业长期发展掣肘

但是从长期来看，一方面由于中低端制造业易模仿、操作性强，东南亚、南亚国家劳动力成本低廉，以及西方某些国家对中国出口贸易的阻碍，发达国家出于分散供应链风险的需要，有将低端产业转向东南亚、南亚国家的趋势；另一方面，高端制造业的关键技术被西方发达经济体“卡脖子”，关于 GVC 上游位置的争夺将会更加激烈，经贸摩擦、关税壁垒等西方经济体惯用的手段可能会更频繁地出现于与中国的经贸往来中。

（3）外部环境更加动荡，GVC 出现重构趋势

疫情爆发引发了各国在应急管理、公共卫生等领域上的反思（高波，2021），这势必会加强许多国家对本国产业体系的把控，全球价值链分工与合作的局面很可能出现改变。正是由于中国拥有世界上最完整的产业体系，所以在经历疫情后可以快速复工复产。以往将低端产业一味转移出去的国家也希望产业发展不再受制于他国，纷纷实行“再工业化”战略，这将会导致 GVC 中下游不再集中于某几个或一个国家（如中国）；西方国家将会更严格保护本国的战略产业，这或许会固化 GVC 上游的位置，加大其他国家制造业向 GVC 上游攀升的难度。

2、政策建议

（1）现阶段应稳定低端制造业在 GVC 上的位置

通过以上分析可知，短期内，中国在 GVC 中下游的位置暂时较稳固，但是长期内面临

来自东南亚、南亚等地区国家的威胁。中国的全产业链为中国抵御外部冲击、提供就业岗位都提供了坚实的支撑，因此，对于处于 GVC 下游的产业应采取“稳住”措施。如引导东部沿海地区的低端制造业向中西部地区转移，在中西部地区培养熟练工人，利用中西部地区低廉的租金、丰富的劳动力，分摊低端制造业的成本，维持中国的全产业链优势。

同时，充分发掘中国国内市场的潜力，维持国内国外“双循环”格局。2020 年中国社会消费品零售总额为 391981 亿元人民币，即将超过美国成为全球最大的消费品零售市场。另外，中国的电子商务也在快速发展，中国已连续 8 年成为全球第一大网络零售市场，为了引导中国市场进行良性发展，相关政府应促进企业运营相关法律的完善，实现营商流程的便利性和高效性，为中国制造业发展提供基石，维持中国市场发展的长期可持续性。

（2）长期要促进高技术制造业向 GVC 上游攀升

中国制造业在 GVC 上的位置较低，主要原因是高端技术制造业与发达国家存在较大差距。中国政府应为有能力的企业提供税收、租金、人才引进激励等措施，鼓励相关领域的代表企业研发核心技术，培育一批具有引领作用的全球关键企业，并引导权威企业参与到行业标准的制造中去，对掌握关键技术的龙头企业实行专利保护等措施；同时，发挥国内超大规模市场优势，支持首台（套）关键设备、关键零部件等的市场应用，加速国产替代。

制造业传统制造企业可以发挥云计算、人工智能等新技术，以国内市场经济规模为试点，发挥数字经济对制造业的带动作用，鼓励制造业行业突破传统手段，创新生产模式，打造以技术进步为主导的“全产业链”发展模式，增强高端市场认知标签，促进价值链延伸，从而促进中国制造业在 GVC 位置上的提升（马永飞，2021）；在人才管理上，企业可以发挥线上办公、协作研发等新型办公方式的优势，在线聘请国外资深技术人员远程指导，并由政府制定相关政策，为企业引进外籍专家提供政策上的帮助。

（3）国际上要提防国际风险，发展区域贸易伙伴关系

全球经济与政治格局多变，中国应该把握“一带一路”倡议及“RCEP”的签署所带来的机遇。“一带一路”沿路国家均是对华有友好接触的国家，有利于中国进行对外投资，沿线国家之间进行友好的贸易往来与经济合作；“RCEP”的签署也有利于提升亚太经济一体化水平，打破过去西方国家主要经济体为了自身利益建立的“游戏规则”。

一方面，中国应利用已签署的区域协议，发展区域贸易伙伴关系，在应急管理、公共卫生、5G 技术等关系民生的产业与技术方面，积极拓展中国与“一带一路”沿线国家、“RCEP”成员国的合作程度，拓展相关产业链，通过建立公共卫生大数据平台促进伙伴国家间的

国际卫生合作,促使中国价值链地位在新型合作关系中发挥新的优势;另一方面,考虑并尊重到区域内及区域间的发展差距,以“一带一路”倡议和“RCEP”为契机强化以价值链构建为核心的区域贸易和投资平台,促进区域内部产业技术资源和生产要素资源融合,实现区域内经济体在全球价值链上的共赢。

五、参考文献

- [1] 陈勇,柏喆.新冠疫情对中国制造业全球价值链的影响研究[J].暨南学报(哲学社会科学版),2021,43(04):69-83.
- [2] 高波.疫情加剧市场失灵,价值链重组求新解[N].国际商报,2021-04-19(004).
- [3] 马永飞.全球价值链重构背景下中国对外贸易发展研究[J].国际贸易,2021(02):47-54.
- [4] 袁振邦,张群群.贸易摩擦和新冠疫情双重冲击下全球价值链重构趋势与中国对策[J].当代财经,2021(04):102-111.
- [5] 张晓通,郝念东,王优酉.美欧对 RCEP 的地缘经济认知及其政策调整[J/OL].东北亚论坛:1-13[2021-06-26].<https://doi.org/10.13654/j.cnki.naf.2021.04.006>.
- [6] 周小明.发达国家转向经济主权,全球供应链“能屈能伸”[EB/OL].(2020-04-26)[2020-11-13].http://www.guancha.cn/ZhouXiaoMing/2020_04_26_548273.shtml.

第七章 估值效应波动与全球经济失衡³⁵

陈瑞³⁶

【摘要】 本文分析了汇率、资产收益率对估值效应的作用机制，并对比了中美估值效应的影响，美元过度特权价值的实现是由于国际金融资本势力以发展中国家特别是新兴国家为对象获取正估值；存在盈余失衡的中国，由于负向估值效应的存在，正的向国际收支净头寸变动量也被大大缩减。同时构建了理论模型，表明估值效应、汇率波动、资产收益率存在跨期的动态作用关系，并采用新兴市场国家较为有代表性的 13 个亚洲国家共 104 个样本的平衡面板数据进行 VAR 分析，实证结果表明：资产收益率对估值效应波动的影响大于汇率波动，且更持久，两者各占 20.17%、3.58%；估值效应波动主要是由对外净资产自身的投资组合和币种配置决定的，占 76.25%，其本质是“存量估值”，且在短、中期有效果。在管理估值效应波动政策选择上，资产收益率政策比汇率政策更加有效，应把前期估值效应的影响尽可能降低。建议新兴市场国家不要贸然通过变动资产收益率影响估值效应，并建立货币金融领域的制度性合作，调节汇率政策和稳定资产价格波动管理外部失衡；而我国应加强与其他经济合作体的区域合作，并且逐步放松资本管制、推动人民币纵深发展以及加强投资组合管理，但同时要保持国内宏观经济政策的稳健性，避免政策调整对国内金融市场的震动效应。

【关键词】 估值效应波动；汇率；资产收益率；全球经济失衡

一、引言

自 2019 年 8 月美国政府声称 9 月起将对从中国进口的 3000 亿美元商品加征 10% 关税；同月底，中国采取反制措施，经国务院批准，国务院关税税则委员会决定，对原产于美国的 5078 个税目、约 750 亿美元商品，加征 10%、5% 不等关税。直至 2020 年 9 月，世界贸易组织作出裁定，美国政府对价值超过 2000 亿美元的中国商品征收的关税是非法的。2020 年 1 月，拜登当选美国总统后宣誓暂时维持对中国关税的加征。美国不断主动挑起中美双边贸易摩擦，其主要理由为美国对中国持续保持巨额的贸易逆差。中美双边贸易失衡、全球经济失衡调整的话题再次成为世界经济的热议话题。全球金融危机对全球经济失衡产生了冲击影响，全球经济失衡在金融危机后出现了调整变化。无论是失衡的规模还是失衡的结构均出现了阶段性的调整，这一现象也引起了国内外学者的关注，关于全球经济失衡调整的相关研究

³⁵ 本文仅代表个人观点，不代表所在单位意见。

本文仅代表个人观点，与所在单位无关，文责自负。本文已被其他刊物录用，请勿公开发表或发布。

³⁶ 作者简介：陈瑞，男，汉族，经济学博士，美国普渡大学统计系访问学者，北京大学经济学院、中国信达资产管理股份有限公司联合培养博士后，研究方向：货币经济、数量经济。

文献也随之逐渐丰富。

从理论上讲，一国出现经常账户赤字，对外净负债必然等量增加。然而，进入 21 世纪以来，美国累积了巨额经常账户赤字，但对外净负债并未出现预想中的扩大。对该现象的研究，引出一个概念——估值效应，即货币和资产的价格变化引起的一国净国际投资头寸变化。从全球范围来看，各国国际收支是一个零和博弈，那么所有国家的正估值效应和负估值效应总和应该为零。估值效应虽然不是国际收支平衡表内项目，但一国的正向估值效应必然体现一国获得的实际好处，而一国的负向估值效应则体现了一国的实际损失。因此，一国和地区的估值效应变动情况应受到重视，对估值效应进行密切关注对于审视一国和地区外部均衡、经济权益收益和损失具有重要意义。研究表明，估值效应在许多国家表现得更持久、更重要（Lane 和 Milesi-Ferretti, 2007），估值效应对各国外部财富的影响日益显著（刘琨和郭其友, 2020），进而导致持续性全球失衡。通过估值效应改善外部财富，成为各国外部经济面临的一项新问题。美国由于其债务由美元计价，而其外部资产则采用他国货币计价，尽管美国经常账户逆差不断累积、对外负债规模持续扩张（孙志强, 2018），然而在债务依赖型的发展模式下，美元贬值可以在负债不发生变化的情况下增加其资产价值；相反，新兴市场国家由于其债务由外币计价，本币币值下降将使得债务恶化，新兴市场国家普遍成为工业发达国家“剪羊毛”的对象，凸显为：美国庞大的经常账户赤字与其他经济体主要是新兴经济体较大的经常账户盈余。

估值效应可以区分为正效应和负效应，经常项目也可区分为顺差和逆差。如果估值效应对国际投资净头寸的影响比较显著，那么一国可以通过不同的政策组合对国际净投资头寸进行主动或被动的调整。例如正的估值效应和经常项目顺差可以提高国际投资净头寸，相反负的估值效应和经常项目逆差则可以降低国际投资净头寸。从均衡状态出发，相互抵消的经常项目和估值效应有利于保持国际投资净头寸的问题；然而要提高或降低国际投资净头寸规模可以采取不同的调整路径，并承受相应福利收益或损失。虽然难以评估经常项目变化在短期内的福利影响，但一般认为正的估值效应有利于一国福利水平的提高。

实际上，国际货币基金组织在国际收支手册中已经涉及估值效应，只不过没有明确使用这个词。在国际收支手册中，国际投资头寸有如下等式：期末头寸=期初头寸+期间交易+期间数量的其他变化+期间的重新定值（包括汇率变化和其他价格变化带来的调整），其中最后一项就是估值效应。但这里的估值效应是从会计核算角度提出的，理论分析中主要考虑在既定的对外资产和负债的规模和结构下，未预期到的汇率、资产价格的波动引起的净国际投资

头寸变化 (Gourinchas 和 Rey, 2005)。多数文献表明, 汇率的估值效应更明显, 如 Tille (2003) 发现通过汇率传导的估值效应对一国净国际投资头寸的影响比贸易渠道更快, 并且越来越大 (Gourinchas, 2008), 后续研究进一步证明了这一点 (Lane 和 Milesi-Ferreti, 2005; Cavallo 和 Tille, 2006; Tille, 2008; Lane 和 Shambaugh, 2010a、2010b); 其中 Lane 和 Shambaugh (2010) 对基于估值效应的“金融调整渠道”进行了细致的区分, 不仅严格区分了投资收益账户和金融账户, 还区分了估值效应的资产价格效应和汇率效应, 考察了汇率波动对一国外部净资产的估值效应。

同时, 汇率的估值效应在外部失衡的周期性变化中 (Blanchard、Giavazzi 和 Sá, 2005) 和各国有效分配资源上 (Benigno, 2009) 起到重要作用。但资产价格的估值效应也不容忽视, 例如, 为什么美国的对外净资产为负还能取得正收益? 原因是其获得的对外资产收益率³⁷高于其支付的对外负债收益率 (Lane 和 Milesi-Ferreti, 2002a、2002b、2009; Gourinchas 和 Rey, 2007), 比如 Lane 和 Milesi-Ferreti (2002a, 2002b) 认为美国由于其外部资产收益率相对于外部负债收益率较高, 因而即便对外净资产为负的阶段也取得了正投资收益。Lane 和 Milesi-Ferreti (2002) 认为作为全球最大的债务国, 美国通过债务在全球范围内取得收益, 这些暗物质持续对美国的贸易赤字进行补偿。Gourinchas 和 Rey (2007) 认为估值效应具有重要的外部调节作用, 一国未来净出口的增长或净国外资产组合的回报率的增加将会对一国净出口和净对外资产状况的恶化进行匹配, 汇率和资产价格都发生作用。

但 2008 年金融危机时期例外 (Gourinchas、Rey 和 Govillot, 2010), 这意味着可以通过变动资产价格调整外部失衡 (Obstfeld, 2004)。Gourinchas (2008) 认为对外净资产头寸本质上是一种杠杆资产, 并指出一国对外净资产汇率的收益可表示为 $R_{t+1} = u_a R_{t+1a} - u_l R_{t+1l}$, 其中 R_{t+1} 表示对外净资产的总收益, R_{t+1a} 表示对外资产的总收益, R_{t+1l} 表示对外负债总收益, u_a 表示对外资产/对外净资产, u_l 表示对外负债/对外净资产。Mendoza (2008) 则提出金融一体化程度指标, 运用一国对外资产加上负债总额占国内生产总值的比重来衡量一国外部资产负债总额的发展情况, 反映一国融入金融一体化渐进的过程。

上述国外文献以及国内学者的研究, 比如宋效军等 (2006) 通过计量模型研究中国的外部均衡调节中的估值效应发现中国对外净资产处于缩水状态, 这种负效应直接抵消了经常项目顺差对外净资产增加的正效应。而国内其他学者肖立晟、陈思翀 (2013), 丁志杰、谢峰

³⁷ 资产收益率的高低反映了资产价格的变化程度。

(2014), 宋芳秀、冯天骄 (2014)、陈明 (2018)、刘威和郭小波 (2018) 等, 主要集中于测算估值效应的大小及其在调整外部失衡中的贡献, 而对估值效应本身的波动很少探究, 即使有所涉及也存在一定瑕疵, 如对汇率波动、资产收益率与估值效应分别进行单一回归(李晓、周学智, 2014), 或者经验分析缺乏恰当的理论基础(程希、舒艳, 2014)。之所以关注估值效应波动, 目的是撇开贸易调整渠道, 专门比较汇率波动和资产收益率在估值效应中的作用, 进而为通过估值效应改善外部失衡制定有关汇率、资产收益率的政策提供参考。为此, 本文在理论分析基础上, 探讨发达国家与新兴市场国家的汇率波动、资产收益率影响估值效应的机制。

接下来, 本文的研究安排为: 第二部分是中美估值效应影响分析, 第三部分构建汇率、资产收益率影响估值效应的跨期动态模型, 第四部分进行面板 VAR 分析, 通过脉冲响应分析和方差分解分析汇率、资产收益率对估值效应的影响, 第五部分为结论与政策建议。

二、中美估值效应影响分析

2010 年以来, 世界经济从 2008 年的国际金融危机中逐步复苏, 以中国为代表的新兴经济体和以美国为核心的发达经济体组成的二十国集团 (G20), 已成为治理全球经济和推动经济重新增长的主力军。然而, 全球经济复苏伴随着以中美经济失衡为代表的全球经济失衡加剧。据中国人民银行公布的数据显示, 2020 年中国经常账户顺差 18709 亿元, 资本和金融账户逆差 7266 亿元, 其中, 非储备性质的金融账户逆差 5383 亿元, 储备资产增加 1878 亿元; 期末国际投资净头寸 21503 亿美元, 较 2019 年国际投资净头寸 21240 亿美元仅增长 263 亿美元, 处于历史较低水平。外汇储备余额增加 1086 亿美元, 大于同期交易引起的外汇储备资产增加 262 亿美元, 二者缺口 (即估值效应) 为 824 亿美元。与此同时, 2020 年, 美国经常账户赤字飙升至 6472 亿美元, 占美国 GDP 的 3.1%, 达到 12 年以来最高水平, 期末国际投资净头寸 21503 亿美元, 较 2019 年国际投资净头寸 21240 亿美元仅增长 263 亿美元, 据估算, 美国估值效应高达近十万亿美元, 足以使同期等量的对外债务消失。美元过度特权价值的实现是由于国际金融资本势力以发展中国家特别是新兴国家为对象获取正估值, 这在一定程度上体现了全球失衡的严重性。存在盈余失衡的中国, 由于负向估值效应的存在, 正的向国际收支净头寸变动量也被大大缩减, 使得盈余失衡的加深程度得到一定程度缓解。由于保持大量的贸易盈余及持有大量的外汇储备, 中国在治理全球失衡中具有举足轻重的地位。

一国经济外部失衡的调节主要来源于贸易调整与金融调整渠道, 估值效应能够有效缓解

全球失衡的调整速度。由于中国外汇储备资产大部分是以美元和欧洲债券的形式持有，其中美元资产占比份额巨大。随着近期美国次贷危机爆发、美国推出量化宽松货币政策，美元资产的安全性及其收益率下降，中国作为美国的债权国，中国的对外债权使得中国国际资产的本币价值大幅度缩水，对中国造成了直接的巨大的经济损失。虽然美国处于净债务国地位，但日益增加的跨境资本流动为美国带来了巨大的资产收益，这意味着美国通过贸易逆差从国际美元环流中获得了净收益，相当于通过国际资本流动实现了向美国的财富转移，这正是全球失衡给美国带来巨大金融利益的体现。对中国而言，随着人民币形成机制市场化改革不断推进，金融资产需求和估值效应两种机制的相互作用对中国外部调整的影响日益重要。与此同时，随着全球经济中心的美国的贸易逆差持续扩大，经济增速下滑导致美元大幅贬值，而与之对应的最大贸易顺差国中国势必面临季风性货币危机威胁，全球失衡通过估值效应在一定程度上整体增强了货币政策传导效果（宋科等，2021）。

三、汇率、资产收益率对估值效应产生跨期动态影响的理论分析

从全球范围来看，各国国际收支是一个零和博弈，那么所有国家的正估值效应和负估值效应总和应该为零。估值效应虽然不是国际收支平衡表内项目，但一国的正向估值效应必然体现一国获得的实际好处，而一国的负向估值效应则体现了一国的实际损失。因此，一国和地区的估值效应变动情况应受到重视，对估值效应进行密切关注对于审视一国和地区外部均衡、经济权益收益和损失具有重要意义。

在国际收支平衡表中，一国国际投资头寸的变动是经常账户差额（用 CA 表示）与资本账户差额（用 KA 表示）的累积。另外，国际收支平衡表中还有错误与遗漏项目（用 ER 表示），主要反映未统计的国际经济交易或统计误差。 t 期国际投资净头寸变动的计算公式为：

$$\Delta NFA_t = NFA_t - NFA_{t-1} = CA_t + KA_t + ER_t \quad (1)$$

式（1）说明一国在某一时期的经常账户差额加上资本账户差额正好形成新的净国外资产，从而造成本国的国际投资头寸净额的变化。

一般而言， KA_t 、 ER_t 相对于 NFA_t 、 CA_t 来说数值很小可忽略，进一步得：

$$\Delta NFA_t = NFA_t - NFA_{t-1} = CA_t \quad (2)$$

式（2）没有考虑各类金融资产的汇率、价格变化以及其他各项调整的影响因素，如果

考虑这些影响因素，那么国际投资头寸与国际收支就不存在上述等式。

随着全球化逐步深入，国与国之间跨境持有金融资产的种类和数量不断增加，一国 t 期的 NFA 还应加上 $t-1$ 期持有的 NFA 的价值变动部分，得：

$$NFA_t = r_t NFA_{t-1} + NX_t$$

(3)

其中 $r_t NFA_{t-1}$ 代表该国利用外汇储备购买外国国债等投资性产品所取得的收益。 $NX_t = X_t - M_t = CA_t - NI_t$ 代表 t 期经常账户下的资产负债盈余（净投资收益平衡 NI_t 相对 NX_t 、 CA_t 可忽略）， r_t 代表 $t-1$ 期和 t 期之间对外净资产组合收益。移项得：

$$NFA_t - NFA_{t-1} = (r_t - 1)NFA_{t-1} - NI_t + NX_t + NI_t = VA_t + CA_t = VA_t + NX_t$$

(4)

以经常账户作为贸易平衡 NX_t 的代表，经常账户 $CA_t = NX_t + NI_t$ 。估值效应等于对外净资产组合的收益，即 $VA_t = (r_t - 1)NFA_{t-1} - NI_t$ ，表明估值效应受到对外净资产本身的投资组合结构和币种配置的影响。式（4）表明外部失衡调整的两个主要渠道——贸易调整渠道和估值效应渠道。

大量的实证研究证明了发展中国家长期购买力平价理论是成立的，而金砖国家均为发展中国家。故在间接标价法下，根据购买力平价理论，均衡汇率 $e_t = \frac{P_{f,t}}{P_t}$ ，得：

$$P_{x,t} = \frac{P_{xf,t}}{e_t} \quad (5)$$

$$P_{m,t} = \frac{P_{mf,t}}{e_t}$$

(6)

对式（5）、（6）分别微分得：

$$\frac{dP_{xf,t}}{P_{xf,t}} = \frac{dP_{x,t}}{P_{x,t}} + \frac{de_t}{e_t}$$

(7)

$$\frac{dP_{mf,t}}{P_{mf,t}} = \frac{dP_{m,t}}{P_{m,t}} + \frac{de_t}{e_t}$$

(8)

其中 x 、 m 分别为一揽子出口、进口商品， $P_{x,t}$ 、 $P_{xf,t}$ 分别为一揽子出口商品的国内、国际价格， e_t 为汇率， $P_{m,t}$ 、 $P_{mf,t}$ 分别为一揽子进口商品的国内、国际价格。

又假定收入、补贴、关税以及交易费用均保持不变，只考虑汇率变动对进出口商品的价格及数额的影响，根据国际贸易收支的弹性分析法，得：

$$\text{出口商品的需求弹性 } d_{x,t} = \frac{dx_t/x_t}{dP_{xf,t}/P_{xf,t}} \quad (9)$$

$$\text{进口商品的需求弹性 } d_{m,t} = \frac{dm_t/m_t}{dP_{mf,t}/P_{mf,t}} \quad (10)$$

$$\text{出口商品的供给弹性 } s_{x,t} = \frac{dx_t/x_t}{dP_{x,t}/P_{x,t}} \quad (11)$$

$$\text{进口商品的供给弹性 } s_{m,t} = \frac{dm_t/m_t}{dP_{mf,t}/P_{mf,t}} \quad (12)$$

由式 (7)、(9)、(11) 和式 (8)、(10)、(12)，得：

$$\frac{dP_{xf,t}}{P_{xf,t}} = \frac{-s_{x,t}}{d_{x,t} - s_{x,t}} \frac{de_t}{e_t} \quad (13)$$

$$\frac{dP_{mf,t}}{P_{mf,t}} = \frac{-d_{m,t}}{s_{m,t} - d_{m,t}} \frac{de_t}{e_t} \quad (14)$$

对式 (13)、(14) 积分，得

$$P_{xf,t} = e_t^{\frac{-s_{x,t}}{d_{x,t} - s_{x,t}}} \quad (15)$$

$$P_{mf,t} = e_t^{\frac{-d_{m,t}}{s_{m,t} - d_{m,t}}} \quad (16)$$

若以国际货币价格来计算贸易收支的差额，得：

$$NX_t = X_t - M_t = P_{xf,t}x_t - P_{mf,t}m_t \quad (17)$$

将式 (15)、(16) 带入式 (17) 得：

$$NX_t = x_t e_t^{\frac{-s_{x,t}}{d_{x,t} - s_{x,t}}} - m_t e_t^{\frac{-d_{m,t}}{s_{m,t} - d_{m,t}}} \quad (18)$$

在式（5）中，由于 NI_t 数值一般很小，且误差和遗漏项中包含了大量官方无法准确统计的信息，因此本文忽略此项，得：

$$VA_t = (r_t - 1)NFA_{t-1} \quad (19)$$

将式（18）、（19）式带入式（3），得：

$$\frac{VA_{t+1}}{r_{t+1}-1} = \frac{r_t VA_t}{r_t-1} + x_t e_t^{\frac{-s_{x,t}}{d_{x,t}-s_{x,t}}} - m_t e_t^{\frac{-d_{m,t}}{s_{m,t}-d_{m,t}}} \quad (20)$$

根据估值效应定义，给定对外资产、负债结构和规模不变，进出口量、贸易品供给需求弹性等影响贸易调整渠道的因素可认为是稳定的，在不影响分析的情况下进一步简化得：

$$\frac{VA_{t+1}}{r_{t+1}-1} = \frac{r_t VA_t}{r_t-1} + C_1 e_t \quad (21)$$

其中 C_1 为某一常量，式（21）表明汇率、资产收益率对估值效应存在跨期的动态影响，这为构建 VAR 模型衡量两种因素的影响程度及重要性提供了理论基础。

四、新兴市场国家估值效应分析

（一）模型和数据

理论分析表明估值效应、汇率波动、资产收益率存在跨期动态影响，同时为控制不可观测个体的异质性，分析汇率波动、资产收益率对估值效应的长、短期作用效果，解决时间序列较短和宏观变量内生性问题，本文参照 Love 和 Zicchino（2006）建立面板 VAR 模型如下：

$$\begin{bmatrix} VA_{i,t} \\ \Delta e_{i,t} \\ r_{i,t} \end{bmatrix} = \alpha_i + \beta \begin{bmatrix} VA_{i,t-1} \\ \Delta e_{i,t-1} \\ r_{i,t-1} \end{bmatrix} + \mu_i$$

其中， i 代表不同国家， α_i 为 i 国的固定效应， $VA_{i,t}$ 、 $\Delta e_{i,t}$ 、 $r_{i,t}$ 分别表示 i 国 t 期的估值效应、汇率波动率、资产收益率， β 为影响系数矩阵，表示 μ_i 为残差项。

为了避免伪回归，确保估计结果的有效性，需对面板序列的平稳性进行单位根检验。若变量之间是同阶单整的，则进行协整检验。协整检验考察变量间的长期均衡关系，通过协整检验，才能对 VAR 模型按照各变量的序贯特征进行脉冲响应分析、方差分解，考察各变量的冲击对其他变量的动态影响并分析影响内生变量的结构冲击的贡献度。

本文选取新兴市场国家中较为有代表性的 13 个亚洲国家共 104 个样本的平衡面板数据，

其中，估值效应由期末与期初的净国际投资头寸差额减去经常账户差额计算得出；汇率采用直接标价法下美元对每个国家的双边名义汇率，波动率按照连续复利公式计算；参考 Lane 和 Milesi-Ferreti（2003）的研究，外部资产和负债的收益主要取决于国际收支平衡表中股票部分的比重，市场指数同这些外部资产和负债的收益率正相关，因此可以采用相对股票收益率衡量资产收益率，从估值效应的相关研究来看，本文认为新兴市场国家采用相对股票收益率衡量资产收益率仍是合理的，也就本文样本的资产收益率采用相对股票收益率即各国股票收益率与世界股票收益率之差来衡量，各国股票收益率、世界股票收益率分别用各国股票指数、摩根斯坦利全球指数代入上述连续复利公式计算得出。

表 7-1 数据描述

变量	均值	最大值	最小值	标准差	峰度	偏度
估值效应	-49.15	2881.53	-3635.79	765.23	9.71	-0.20
资产收益率	0.0124	0.7376	-0.6089	0.2406	3.0857	-0.1248
汇率波动	-0.0011	0.0874	-0.0587	0.0311	3.0757	0.6274

注：数据来源于国际金融统计数据库（IFS），其中估值效应单位为美元。

数据显示，亚洲国家估值效应均值为-49.15，从国家利益的角度，意味着国家财富的向外流失；最大值为 2881.53，最小值为-3635.79，整体波动较大（见表 1）。这从侧面也说明了关注亚洲国家估值效应波动的重要性。

（二）单位根检验

尽管本文所用数据的时间跨度不大，但考虑到宏观经济数据可能存在的时间趋势，为保证参数序列的平稳性，采用五种方法进行面板单位根检验，其中 LLC 检验、ADF 检验分别考虑了干扰项的序列相关、高阶序列相关问题，HT 检验考虑了面板数据时间维度较小问题，IPS 检验考虑了截面异质性问题，PP 检验考虑了变量可能存在的异方差和自相关问题。对于汇率波动、资产收益率、估值效应的五种检验均在 99%的置信水平下显著（见表 2），故这三个变量序列都是一阶平稳的。

表 7-2：单位根检验结果

变量	LLC	ADF	HT	IPS	PP
Δe	-11.1693 (0.0000)	62.8239 (0.0001)	0.7288 (0.0000)	-3.4584 (0.0003)	46.8177 (0.0074)

r	-7.6245 (0.0000)	53.2276 (0.0013)	-9.3831 (0.0000)	-2.6750 (0.0037)	93.3561 (0.0000)
VA	-8.4553 (0.0000)	57.5650 (0.0004)	0.0056 (0.0000)	-2.4315 (0.0075)	70.4238 (0.0000)

注：每组数据中的第一行数字是统计量，第二行括号内数字为统计量的 p 值。

（三）协整检验

构造 4 个统计量来检验各面板变量之间是否存在协整关系（Pedroni，2000）。在样本量较少的情况下，Panel PP、Panel ADF、Group PP、Group ADF 这四个统计量具有较好的统计性，比其他统计量能更准确地说明面板各变量之间的协整关系，而大部分协整检验在 99% 置信水平下显著拒绝原假设³⁸（见表 3），说明汇率波动、资产收益率和估值效应存在稳定均衡关系。

表 7-3：协整检验结果

统计量名	统计量值	P 值	统计量名	统计量值	P 值
Panel PP-Statistic	-4.9366	0.0000	Group PP-Statistic	-6.5553	0.0000
Panel ADF-Statistic	-1.2911	0.0983	Group ADF-Statistic	-2.4941	0.4015

（四）脉冲响应分析和方差分解

在进行脉冲响应分析和方差分解之前，需分析汇率波动、资产收益率和估值效应三者的交叉相关系数，明确变量的序贯特征以得到稳健的结论。

表 7-4：交叉相关系数结果

变量	滞后期 (-i)								
	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4
VA 与 r(-i)	-0.0289	-0.0740	-0.0475	0.0575	0.0645	-0.0586	-0.0266	-0.0811	0.1002
结论：VA 与提前 4 期的 r 最相关，即 $r \rightarrow VA$									
VA 与 $\Delta e(-i)$	0.0823	0.1103	0.1823	-0.0988	-0.0721	-0.0196	-0.1915	-0.1312	-0.0139

³⁸ 原假设是各面板变量之间不存在协整关系。

结论：VA 与提前 2 期的 Δe 最相关，即 $\Delta e \rightarrow VA$									
r 与 $\Delta e(-i)$	-0.1303	0.0620	0.2005	0.0216	-0.2244	0.2359	0.2169	-0.1059	0.2084
结论：r 与提前 1 期的 Δe 最相关，即 $\Delta e \rightarrow r$									

按照 $\Delta e \rightarrow r \rightarrow VA$ 的序贯特征（见表 7-4）³⁹，采用 Choleski 分解，对汇率波动、资产收益率和估值效应进行脉冲响应分析。该图为滞后二阶 Δe 、r、VA 的脉冲响应图，脉冲响应反映了施加变量一个单位标准差的冲击对其他变量的动态影响，横坐标为冲击反应的响应期数，纵坐标为各变量的冲击响应程度。本文给予变量一个单位标准差的冲击，使用 Monte Carlo 软件模拟 500 次得到脉冲响应函数图，并给出 95%的置信区间。中间为脉冲响应曲线，两边为 95%置信区间下的脉冲响应曲线。另外，考虑到 STATA12.0 版本不支持特殊字符，故该图中采用 de 表示 Δe 。

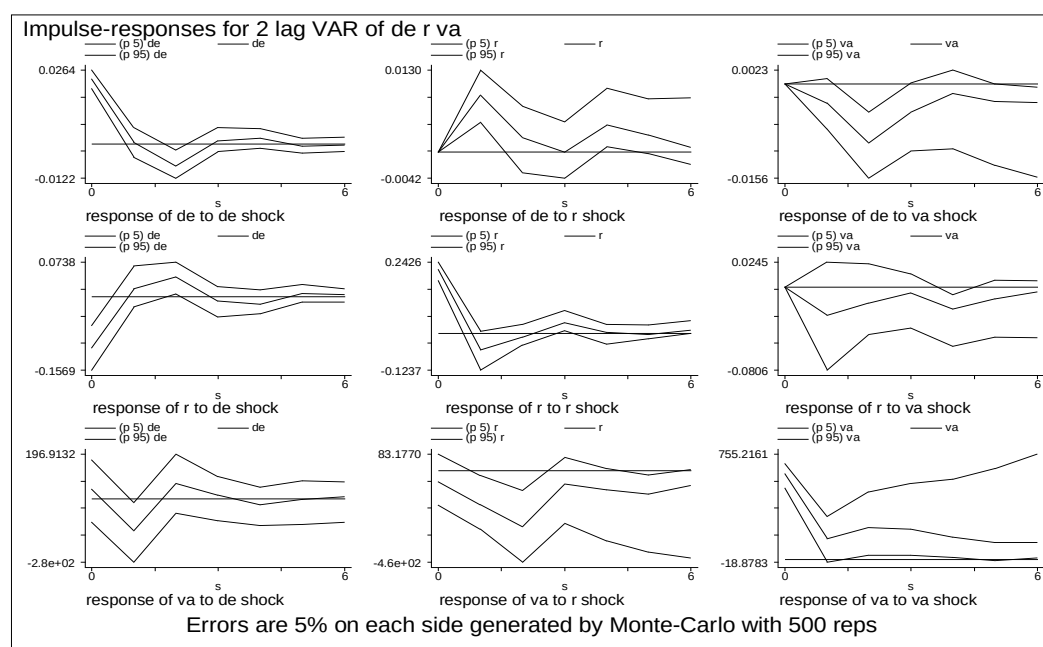


图 7-1：汇率波动、资产收益率和估值效应的脉冲响应结果

从图 7-1 知，当汇率波动产生一个标准差的正向冲击（本币贬值），估值效应初始快速下降后上升至最高点，在 1 期末缓慢下降后趋于平稳。由于亚洲国家的对外资产、负债主要以美元计价，本币贬值使得对外负债相对增加，估值效应下降。而后期的上升趋势可能是美元贬值导致外部资产的价值增加缓解了估值效应的下降程度⁴⁰。

当资产收益率产生一个标准差的正向冲击，估值效应先出现下降，在 2 期末小幅上升后

³⁹汇率波动会通过一国对外净资产的标价方式和持有的货币外汇影响资本市场和估值效应波动，而资产收益率主要通过一国持有和卖出的股票影响估值效应波动。

⁴⁰ 本文认为程希等（2014）错误的考察了汇率（而非汇率波动）的冲击对估值效应的影响，与估值效应定义并不相符，同时也没有检验变量之间的协整关系。

趋于平缓下降，表明短期内资产收益率变动与估值效应波动呈现负向相关关系，且影响比汇率波动更长久。

估值效应受自身的影响在期初最大，随后在 1 期内迅速下降后趋于平稳，这表明估值效应在短、中期有效果。

表 7-5：方差分解结果

因变量	自变量		
	Δe	r	VA
Δe	0.6855	0.1334	0.1809
r	0.2129	0.7611	0.0258
VA	0.0357	0.2017	0.7625

从表 7-5 知，汇率波动可解释估值效应波动 3.57% 的部分，资产收益率可解释估值效应波动 20.17% 的部分，显然汇率波动对于估值效应波动的影响小于资产收益率的影响。而估值效应波动由前期估值效应可解释 76.25% 的部分，这表明估值效应波动主要是由对外净资产自身的投资组合和币种配置决定的，本质是“存量估值”。

在管理估值效应波动政策选择上，资产收益率政策比汇率政策更加有效，同时把前期估值效应波动的影响尽可能降低。由资产收益率导致的估值效应波动和汇率导致的估值效应波动对两国投资者的影响是不同的；前者有可能使本国和外国投资者同时受益，而后者会产生不对称影响，即一国受益，另一国受损。尽管发展中国家资本市场远不如发达国家活跃，发达国家更多是市场中的个体自由配置资源，发展中国家更多是政府主导配置资源，但随着全球金融一体化程度的逐渐提高，大多发展中国家逐渐转变为市场主导型，这影响到其资产的报酬率，故通过资本市场能够实现更多的风险分担（主要由于资产收益变动引起的资产方变动和负债方变动相互抵消），从而导致资产收益率变化在外部失衡调整中的重要性有所提高。从资产价格变动的估值效应对全球财富分配的影响来看，在平常时期，美国享有“超级特权”，即外部资产收益远远大于其外部负债支付给他国的收益（Gourinchas、Rey 和 Govillot，2010）。美元的霸权地位是美国获得估值收益的关键因素，美元过度特权价值的实现是以发展中国家特别是亚洲国家为“剪羊毛”的对象（丁志杰，2014）。因此亚洲地区可以考虑通过变动资产价格影响估值效应进而调整外部失衡，但要谨慎（Obstfeld，2004）。

在金融全球一体化趋势下，跨境资金的流动快速增长，新兴国家对外净资产头寸显著增加。汇率和资产价格的微小变动将可能引起一国净国际投资头寸的显著变化，进而影响一国的整

体福利水平。以中国为例，近年来中国由于经常项目持续扩大而积累了大量外汇，美元的有效汇率下降将导致用人民币计价的中国国外资产缩水。而美国由于其外部资产收益率相对于外部负债率较高，即便其对外净资产为负也能取得正收益。

近期国际金融市场上，受新冠肺炎疫情和疫苗进展、主要国家财政政策及货币政策预期等因素影响，美元指数上涨，主要国家债券价格有所下跌，全球股市总体上涨。我国外汇储备规模环比回落数百亿美元，主要是估值因素变动导致的；一方面，美元指数升值，我国外汇储备中，以非美元货币计价的部分折算为美元后，形成估值损失；另一方面，全球主要股票指数上涨，但全球债券指数则下跌；综合考虑汇率折算和资产价格估值影响，是外汇储备规模下降的主要原因。总体上看，我国外汇储备规模基本稳定，外汇储备规模随估值变化而波动属于正常现象。展望未来，境外疫情形势依然复杂严峻，全球经济复苏和国际金融市场仍面临较多不确定不稳定因素。

五、结论与政策建议

本文分析了汇率、资产收益率对估值效应的作用机制，并对比了中美估值效应的影响，美元过度特权价值的实现是由于国际金融资本势力以发展中国家特别是新兴国家为对象获取正估值，这在一定程度上体现了全球失衡的严重性。存在盈余失衡的中国，由于负向估值效应的存在，正的向国际收支净头寸变动量也被大大缩减，由于保持大量的贸易盈余及持有大量的外汇储备，中国在治理全球失衡中具有举足轻重的地位。

同时构建了理论模型，表明估值效应、汇率波动、资产收益率存在跨期的动态作用关系；并采用新兴市场国家较为有代表性的 13 个亚洲国家共 104 个样本的平衡面板数据进行 VAR 分析，实证结果表明：资产收益率对估值效应波动的影响大于汇率波动，两者各约占 20.17%、3.58%，资产收益率对估值效应的影响先下降后上升，汇率波动对估值效应的影响逐步平稳，且资产收益率对估值效应的影响比汇率波动更长久；估值效应波动主要是由对外净资产自身的投资组合和币种配置决定的，占 76.25%，其本质是“存量估值”，且在短、中期有效果。在管理估值效应波动政策选择上，资产收益率政策比汇率政策更加有效更加持久，应把前期估值效应的影响尽可能降低。

总之，本文的研究对新兴国家管理估值效应波动具有一定的意义，启示如下：

一方面，新兴市场国家由于全球金融一体化程度的逐渐提高而在资本市场上能够实现更多的风险分担，从而导致资产收益率变化在外部失衡调整中的重要性有所提高，但从资产价格变动的估值效应对全球财富分配的影响来看，与美国享有“超级特权”而获得正估值不同，

新兴地区外部资产收益远远小于其外部负债支付给他国的收益而导致财富流失,因此建议新兴地区国家不要贸然通过变动资产收益率影响估值效应,并建立货币金融领域的制度性合作,调节汇率政策和稳定资产价格波动管理外部失衡。

另一方面,由于我国对外资产和负债大多以外币标价,本币贬值使得外部负债减少、外部资产增加,我国是外币资产的净债权国,本币贬值总体上会产生资本利得,使得财富从外国转移到本国。若未来进一步推动人民币的纵深发展,使得我国外部资产以外币标价,外部负债以本币标价,则本币贬值会产生更大的正估值。从这个角度讲,应促进人民币国际化,摆脱不成熟债权国地位。我国应积极发展国内资本市场,对估值效应波动的管理更应关注对外资产负债的资产类别和头寸、币种构成和配置问题以缓解融资难,具体而言可以从几个方面着手,其一,中国加强与其他经济合作体的区域合作,特别“一带一路”战略的提出,顺应了中国与其他经济合作体结构转变的需要,借此机会,中国应加强区域货币金融领域的合作,适应经济全球化新形势,逐步打破美元过度特权的局面。其二,中国应逐步放松资本管制。由于资产收益率对估值效应的影响更持久有效,在保证流动性和安全性的前提下,将政府持有的储备资产向私人部门转移,并鼓励企业走出国门到国外投资以提高其资产收益率,进一步深化通过设定上海、广东等自贸区加快推进以实现资本账户开放等改革的举措。其三,中国应加强投资组合管理。随着美联储加息,国际资本加速退出中国,资本成本大幅飙升。由于估值效应的波动主要是由对外净资产的投资组合和币种配置决定,对估值效应波动的管理更应关注对外资产负债的资产类别和头寸、币种构成和配置以缓解融资难的问题,积极、有序逐步完善国内资本市场,提高金融体系的资产配置效率,但同时要保持国内宏观经济政策的稳健性,避免政策调整对国内金融市场的震动效应。

六、参考文献

- [1] 程希、舒艳,估值效应波动——基于面板 VAR 的分析,国际金融研究,2014(5):88-96。
- [2] 丁志杰、谢峰,美元过度特权、经济暗物质与全球治理变革,国际金融研究,2014(11):3-10。
- [3] 李晓、周学智,美国净对外负债前景与美元汇率调整,国际金融研究,2014(2):29-42。
- [4] 刘琨,郭其友.估值效应与外部权益资产结构:基于 NOEM 分析框架的研究[J].世界经济研究,2020(01):54-67+81+136。
- [5] 刘威,郭小波.汇率波动对一国估值效应的非线性影响研究[J].世界经济与政治论坛,2018(03):128-151。
- [6] 刘少英,美元贬值对美国经常账户影响估值效应分析,世界经济研究,2012(3):22-27,87。

-
- [7] 孙志强.美国外部失衡调整中的估值效应影响探析[J].管理现代化,2018,38(02):13-16。
- [8] 宋芳秀、冯天骄, 中国估值效应的规模及结构分析: 2000-2012, 学习与探索, 2014 (7): 114-120。
- [9] 宋效军、陈德兵、任若恩, 我国外部均衡调节中的估值效应分析, 国际金融研究, 2006 (3): 57-61。
- [10] 肖立晟、陈思翀, 中国国际投资头寸表失衡与金融调整渠道, 经济研究, 2013 (7): 20-34。
- [11] 张明.全方位透视中国外汇储备下降:估值效应、适度规模与资产结构[J].学术研究,2018(07):97-102。
- [12] Benigno, P., 2009. “Are Valuation Effects Desirable from a Global Perspective?”, *Journal of Development Economics*, Elsevier, vol.89(2), pages 170-180, July.
- [13] Bergin, Paul R., and Sheffrin, S. M., 2000. “Interest Rates, Exchange Rates and Present Value Models of the Current Account”, *Economic Journal*, Royal Economic Society, Vol.110(463), pages 535-58, April.
- [14] Blanchard, O., Giavazzi, F. and Sá, F., 2005. “The U.S. Current Account and the Dollar”, CEPR Discussion Papers 4888.
- [15] Cavallo, M. and Tille, C., 2006. “Could Capital Gains Smooth a Current Account rebalancing?”, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No. 237, January.
- [16] Corsetti, G. and Konstantinou, P. T., 2005. “Current Account Theory and the Dynamics of US Net Foreign Liabilities”, *CEPR Discussion Papers* 4920.
- [17] Eichengreen, B., 2006. “Global Imbalances and Asian Economies: Implications for Regional Cooperation”, *Working Papers on Regional Economic Integration* 4, Asian Development Bank.
- [18] Gourinchas, P-O. and Rey, H., 2005. “International Financial Adjustment”, *Working Paper Series* qt124628cx, Center for International and Development Economics Research, Institute for Business and Economic Research, UC Berkeley.
- [19] Gourinchas, P-O. and Rey, H., 2007a. “International Financial Adjustment”, *Journal of Political Economy*, 115(4).
- [20] Gourinchas, P-O. and Rey, H., 2007b. “From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege”, in R. Clarida edit. *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, University of Chicago Press, 11-66.

-
- [21] Gourinchas, P-O. 2008. "Valuation Effects and External Adjustment: A Review", in *Current Account and External Financing*, Kevin Cowan, Sebastian Edwards and Rodrigo Valdes, eds, *Series on Central Banking, Analysis and Economic Policy*, Vol.XII, Banco Central de Chile, 195-236.
- [22] Gourinchas, P-O., Rey, H., and Govillot, N., 2010. "Exorbitant Privilege and Exorbitant Duty", Discussion Paper Series 10-E-20, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan.
- [23] Gourinchas, P-O. and Rey, H., 2013. "External Adjustment, Global Imbalances and Valuation Effects", Working Papers 19240, National Bureau of Economic Research, Inc.
- [24] Lane, P. R. and Milesi-Ferretti, G. M., 2002a. "Long-term Capital Movements", *NBER Macroeconomics Annual*, Volume 16, MIT Press, 73-136.
- [25] Lane, P. R. and Milesi-Ferretti, G. M., 2002b. "External Wealth, the Trade Balance, and the Real Exchange Rate", *European Economic Review*, 46(6), 1049-1071.
- [26] Lane, P. R. and Milesi-Ferretti, G. M., 2003. "International Financial Integration", *CEPR Discussion Papers* 3769.
- [27] Lane, P. R. and Milesi-Ferretti, G. M., 2005. "Financial Globalization and Exchange Rates", *Working Papers* 05/3, International Monetary Fund.
- [28] Lane, P. R. and Milesi-Ferretti, G. M., 2007. "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004", *Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 73(2), 223-250, November.
- [29] Lane, P. R. and Milesi-Ferretti, G. M., 2009. "Where did All the Borrowing Go? A Forensic Analysis of the US External Position", *Journal of Japanese and International Economics*, 23(2), 177-199.
- [30] Lane, P.R., and Shambaugh, J. C., 2010a. "Financial Exchange Rates and International Currency Exposures", *American Economic Review*, 100(1).
- [31] Lane, P.R., and Shambaugh, J. C., 2010b. "The Long or Short of It: Determinants of Foreign Currency Exposure in External Balance Sheets", *Journal of International Economics*, 80(1).
- [32] Love, I. and Zicchino, L., 2006. "Financial Development and Dynamic Investment Behavior: Evidence from Panel VAR", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Elsevier, Vol. 46(2), 190-210, May.
- [33] Michael B. and Sutherland, A., 2010. "Valuation Effects and the Dynamics of Net External Assets", *Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 80(1), 129-143, January.

-
- [34] Obstfeld, M., 2004. "External adjustment", *Review of World Economics*, 140(4), 541-568.
- [35] Pedroni, P., 2000. "Fully Modified OLS for Heterogeneous Cointegrated Panels", Department of Economics Working Papers, Department of Economics, Williams College.
- [36] Tille, C., 2003. "The Impact of Exchange Rate Movements on U.S. Foreign Debt", *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, Vol. 9, January.
- [37] Tille, C., 2008. "Financial Integration and the Wealth Effect of Exchange Rate Fluctuations", *Journal of International Economics*, Elsevier, Vol. 75(2), 283-294, July.

第八章 数字普惠金融能减少中国的城乡居民消费差距吗？（略）

任康钰 陈思佳⁴¹

⁴¹ 北京外国语大学