

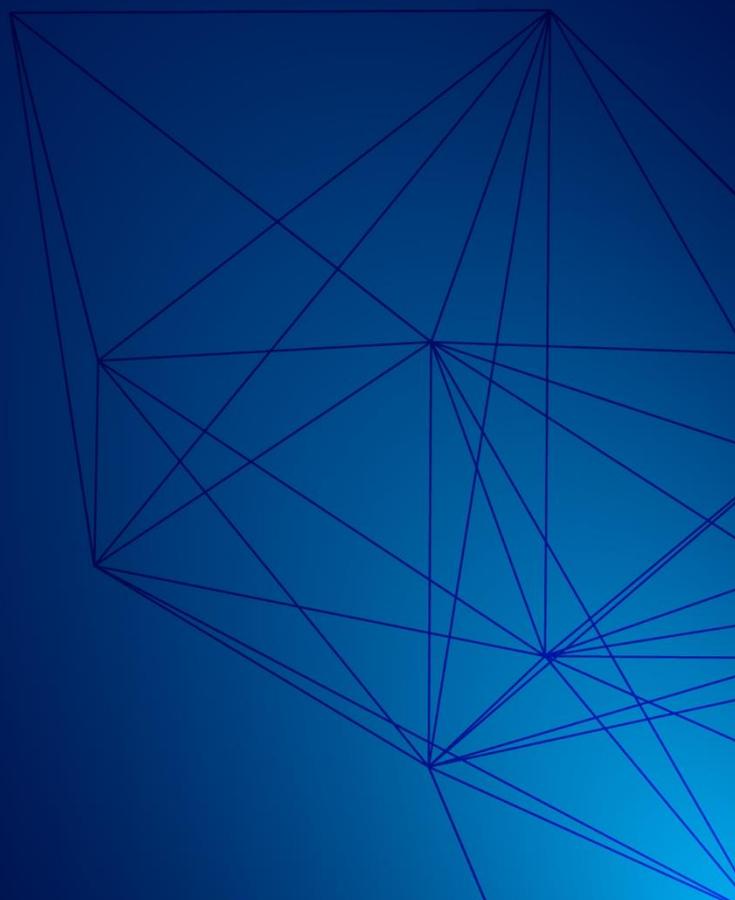


# 北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

## 金融前沿对话

2019 年第 13 期 总第 24 期



**PHBS HFRI**  
北京大学汇丰金融研究院

主办单位：北京大学汇丰金融研究院

院长：海闻

执行院长：巴曙松

秘书长：本力

编辑：都闻心（执行） 叶静 曹明明 鞠琳琳 方培豪 朱伟豪

## 北京大学汇丰金融研究院简介

北京大学汇丰金融研究院 (The HSBC Financial Research Institute at Peking University, 缩写 HFRI) 成立于 2008 年 12 月, 研究院接受汇丰银行慈善基金会资助, 致力于加强国内外著名高校、金融研究机构、以及知名金融学者之间的交流, 构建开放的学术、政策交流平台, 旨在提高中国金融理论与政策的研究水平, 促进学术繁荣与发展, 加强与政府决策部门的联系与合作, 为政府决策提供参考意见, 为国际金融体制改革和中国金融业的发展做出贡献。

北京大学汇丰金融研究院院长为北京大学校务委员会副主任、北京大学汇丰商学院院长海闻教授, 执行院长为中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长巴曙松教授。

# 中美贸易摩擦下的股权：投资挑战和策略分析

主持：巴曙松（北京大学汇丰金融研究院执行院长、中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长）

嘉宾：蔡洪平（汉德工业促进资本主席）

今天分享的第一个问题是关于中美贸易战的演化和分析，第二个问题谈一下中美贸易战对股权投资带来的挑战，第三个问题是中美贸易战下的投资机会。

## 一、中美贸易战的演化和分析

2018年和2019年发生的贸易战可能会是本世纪一件重大的全球性经济事件。在不少历史学家或经济学家看来，这是本世纪最大的有全球影响力的事件。从现在开始到以后的若干年，可能会改变全球的经济走势，也会改变全球科技双边的贸易格局，也会改变相关的政治关系和外交关系。我们并不知道历史到底往哪个方向发展，但我们肯定知道历史将会改变，如果还抱着原有的历史观、世界观以及全球发展观来看待问题，那一定会非常被动，所以我想这是今天中美贸易战大的背景下进行讨论的必要性。

这两天发生一个有趣的巧合，美国总统 Donald Trump 去了英国，

谈的不是贸易问题，谈的是英美重新合作，他们回忆二战时英美合作的状况，很显然他们这是在抱团。虽然在伦敦街上我看到有将近二十万人游行反对他，但总的来说英美很有合作意向，我们都知道 Theresa May 6月7日就要下台了，但总统还是按原计划进行访问。与此同时，另外一件事情是主席访问俄罗斯，与普京热烈握手、热烈讨论，重新回顾70年的中苏关系，目的非常清楚——新时代中俄全面战略协作伙伴关系。我们并不知道内容是什么，但传递出的信息是中俄可能要走到一起，关系更加紧密。这两件事情非常巧合地在同一天发生。其实当前特别是过去一个月发生的情况是非常严峻的，在国内可能没有太多的报道，资本市场上有些明显的波动，但更加严峻的是过去一个月发生的很多行为已经超出了贸易战的现状和局面，已不是谈 trading deficit 或是谈贸易的加税，而是已经超出了贸易战的领域，扩大到了政治战、技术战。

我们可以看到在过去的一个月，美国利用其主权和非常时期的法律——《美国全国紧急状态法》，非常粗暴地对中国的民营企业华为进行全面的围剿和打击，甚至动用了《反恐条例》的第三十七条，把矛头指向华为的诸多供应商，虽然它们不是美国企业，但技术成分的20%来自美国，同样受到这个条例的限制和管辖，同时也不能提供给中国。一个大国公开围剿一个企业，这在世界上从来没有过，虽然之前发生过法国“阿尔斯通”的事件，但像对付华为这样公开围剿的还是第一次，而且手段非常凶悍，蔑视全球化的局面，这种情况从来没

见过。我们也看到中国的另外一些科技公司也受到制裁，同时我们也听到中国的学生去美国大学读 Science、Computer、人工智能有关的专业也会受到签证约束，但事实上这个在国内说得多一点，在美国没有那么大的声浪。事实上学生被限制签证的人数也没有太多，但是一些学者的访问受到拒签，这是最近在不断演化和发生的事情。同时我们也看到阿里巴巴 relisting in Hong Kong，中芯国际准备从美国的三级 ADR 退市，诸如此类这种新闻大家都能看到。我们感觉这已经不是一个孤立的现状，特别是美国一些大的 TMT 公司，特别是半导体芯片提供商，在之前宣布了对华为产品的停供，现在延迟了 90 天，这些事情还在演化。

中方在开始的 20 天比较安静，但最近也有连续的动作来表明中方的立场。我们看到中国教育部发布了学生赴美留学警告，这个至少 30 年来没有发生过的。中国对另外两百多件商品增加关税，同时发改委提出了关于稀土出口一些警示性的消息，如果你用中国的产品反过来打压中国，我们当然不会接受这样的现状，等等事例不一而足。从这个角度来说，全球也在观望中美贸易战的发展局面。为什么会这样？问题有很多解释，但我相信最大的问题出发点还是因为中美之间最大的贸易不平衡。我们对美国有 3750 多亿美元的出口，美国的贸易逆差将近 2000 亿，美国认为这 2000 亿贸易赤字是中国造成的，同时他们会说贸易逆差带来了美国的失业和其他破坏性的影响，他们也在控告中国强迫转移知识产权等等。从美方的口号来看他们需要平衡，

同时他们在今后的谈判局上需要我们在一些法律和规定的条款上做出修改，他们认为这些法律条款不修改，实际上是没法保证未来即中美贸易条款的执行。最后中方没有答应。

当然中方也不是没有责任，中方也承认这一点。中国加入 WTO 以后，江泽民主席和朱镕基总理在任的时候，当时美国总统是比尔·克林顿，非常友好，也非常期待着中国加入 WTO 以后能取得更大的发展。美国现在认为中国加入 WTO 以后很多承诺没有做到，比如说外商在中国的直接投资很多年都没有改变；国有企业的私有化或者叫产权多样化，政府尽快从市场里面退出，利用看不见的手来引导市场，中国也没有太大的推进。特别在过去几年，他们也没有看到发展的希望。同时中国在国际舞台上更加显示出了影响力，我们可以看到有一带一路、亚投行等等事务上，起初他们认为中国发展以后能成为美国很好的伙伴，后来发现根本不知道中国要去向哪里，美方认为中国是上个世纪和苏联冷战以后在本世纪最大的竞争对手。事实上，从这个角度来说，美国已经把中国放在一个敌对方的位置来看待。又因为美国总统川普的个人行为，我个人认为他说是为了美国，毫无疑问，他更多的是为了自己的选票，因为要争取连任。贸易战不是跟中国一家打，跟日本打、跟印度也打，跟全球也打，总之他要求为美国争取更多的利益。这是目前中美贸易战下的发展趋势，能够打多久不知道，但是基本上大多数市场人士认为这个不是短期可以解决的，是打打谈谈、谈谈打打的局面。我们并不知道后面会发生什么，也许在 6 月 26 号 G20 峰

会上中美领导人又有更高明的智慧，这毫无疑问不是团队成员能够解决的问题了，而应该是中美领导人坐下来谈，我们希望看到 6 月 26 号能够扭转中美贸易关系持续恶化的局面，全球都不希望中美打起来。

在贸易战的过程中，美国希望他的盟国能跟他一起打中国，可是很多国家和地区都保持中立的立场，没有跟着美国的声音给中国造成更大的压力，中国显得非常坦然，显示自己是一个大国，我是一个大象，不跟你啰嗦，你打我几下我也不在乎。这个时候世界上突然出现了第三种力量站出来，以新加坡李显龙为首的各国领导人，在今年的香格里拉大会上发言，这个发言背后有很多国家，包括日本和东盟的很多国家都站出来说话，表示这对大家没好处，他们不会在中美之间选边站，他们国家虽小，但不要以为他们无所作为，这个声音就显示第三种力量看不下去了，这些声音虽小，但力量还是很强大的。这跟以前任何一次贸易对立的情况都不一样。包括欧盟也非常中立，到今天为止，美国这么打压华为，他们每个国家还继续在跟华为签约，华为在过去两个月的订单并不比过去三个月的少，很多国家已经签下了包括基站、服务体系以及很多的培训，华为在欧洲已经签了将近 22 个国家，美国打压华为 5G 的措施不出意外会失败。

## 二、中美贸易战对股权投资带来的挑战

我认为中美贸易战这样的剧烈状况可能不会持续，我自己总结有两道长城在守卫着贸易与经济全球化，这跟上世纪完全不一样。第一道长城是全球股票市场。全球资本市场联系着全球主要的企业、投资

人、中产家庭，当然还影响企业的发展行为。股票市场的发展和稳定是全球经济发展的压舱石，中国也好、美国也好、欧洲也好，资本市场的过分波动通过各种渠道会让国家领导人坐立不安，股票市场指数的变化每天都像时钟一样敲打着这些政客。目前的贸易战是政客在推动，但金融市场还是按照固定的方式在发展。世界上没有一个总统会把股市和自己挂上钩，只有川普。现在美国的股市要跌了，我认为资本市场会用无声的行为矫正这些政客们的行为，特别是美国市场。从这个角度来看，如果道琼斯指数跌到 25000 或 24000，再跌个 2000 点，极端情况下可能会跌到 20000 点。我们知道美国将近 80% 的股票市值都来自于硅谷，这些企业都和 5G、人工智能有关系，而这些恰恰是目前中国企业在第四次工业革命中在全球很多地区占据领导地位的行业，5G 已经毫无疑问是全球的领导者，这也是最近 500 年没有过的中国在一个技术方面领导全球。从现实来看，一个大的技术的领先是绝对超前的，任正非先生说的都是实话。所以从这个角度来说，既然你要打压华为，那么我们想想看，英特尔 35%、美国通用汽车公司 53% 的净收入来自中国。08 年我在 UBS 工作的时候，当时我们为 GM 提供咨询服务，它快要倒闭，最后没有倒闭是因为最大的砝码救了它，GM 在上海的合资企业竟然贡献了 78% 的净收入，现金流非常好，增长也很快，而这保证了企业没有被清盘。

**另外一道城墙就是全球产业链。**因为川普不是工业出身的，他也不懂供应链。随着第四次工业革命的到来，我认为全球产业链组成了

新的反贸易战的城墙，这是我今天特别强调的观点。因为在今天的产业链下面，已经完全没有分开中国和外国。从半导体芯片、人工智能、无人驾驶，系统设计的算法以及到产品整个硬件的配套等等的产业链已经完全全球化。所以在美国卡掉一些美国科技公司向中国提供芯片时，他们也很艰难。在这个时候华为站起来了，他有备胎，本来他的技术已经研发得很成功，正因为他信守合约，不想用备胎代替主胎，既然美国宣布了，那他就用了。

我的美国朋友告诉我这一波关税上涨 15%的前提下，几乎 90%以上都由美国客户买单，因为他们没法离开中国的订单，完全是一个刚性的需求，所以我相信美国会反思。美国人民掏的钱变成美国关税交给美国政府，对美国企业和消费者没有好处，这目前是毫无疑问的。第四次工业革命下新兴的全球产业链是最大的长城，这个长城已经从中国的长城移至全球的长城，这个产业链会始终坚定地保护全球化。当然我们要防止的是贸易战打不过又打政治战、外交战、科技战。

目前给股权投资者带来的挑战是从过去三十年来看最严峻的，比 2008 年的金融风暴、1998 年的亚洲金融风暴都更严重。这里有两个比较大的挑战：第一贸易战造成多种挑战和风险以后，我们几乎无处避险，这和前两次全球性危机完全不一样。比如以前中国这边有风险我可以投美国，现在是全球贸易战。比如从股权和债券的比例来安排，现在没有太多 hedging 对冲的机会。比如可以从公募市场到私募市场调节，现在很难调节，这是一个系统性的挑战。比如投私募或 VC 的

也受影响，特别是 VC 投的那些人工智能、AR、算法、无人驾驶等比较超前的技术公司，现在受到前所未有的冲击。这个对深圳湾区建设不知道带来多大的影响，因为现在不少美国的美元私募基金，被要求检查有没有在投资中国的五大领域，特别是包括了人工智能、人脸识别等，如果投资了这些领域，要求是收回资本甚至撤资。当然也包括汇率、债市，相当于有钱投资无处避险，这在过去三十年是前所未有的严峻局面。

第二，预期的不确定性非常强。亚洲金融风暴从泰国发生后，烧到印度尼西亚，很不幸我当时在百富勤，它因此被清盘，又烧到韩国，中国没有影响，中国加大财政政策投资躲过了风险。当时的预期就是清楚的，亚洲金融危机不会长久，不会超过两年时间，事实上当时只花了一年时间，很快又反弹。而今天的预期就不好说了，不知道会打到什么程度，欧洲有欧洲的问题，英国在脱欧，从这个角度来说不确定性严重增加，使得我们的预期发生很多不确定性的冲击。

第三个挑战是中国经济基本面发生的变化。尤其在中美贸易战背景下，我们看到汇率在贬值。中国经济怎么样发展，我相信最高层有很多周密的考虑和安排。但是有一条可以肯定，在资本市场多少家民营企业出现经营困难，很多投资人亏了钱。在过去三年，中国 70% 的私募基金平均亏了 20%，只是目前账上互相欺骗，A 轮、B 轮、C 轮把估值推上去，估值上去以后它的 premium 作为浮盈，但多少能够套现。去年香港资本市场接近 80% 的公司跌破发行价，这个到底是什么问题，

我在投资银行那么多年都没有见过这种怪现象。如果我们还拿五年前或十年前中国经济高歌猛进时代的投资理念和方法来投现在的企业，一定会死得很惨，我们看到当前激进的公司都消声灭迹。过去 12 个月发生了很多悲惨的事件：银行被接管、信托公司崩盘、大型投资公司瘫痪，这些事件说明现在的风险挑战毫无疑问是很大的。

### 三、中美贸易战下的投资机会

中国庞大的消费市场、3 亿人口的老龄化、3 亿人口的中产阶级，投资机会和发展机会还是巨大的，特别由于中国政府强有力的领导，在市场引导、财政政策、信用政策方面的针对性措施。

第一，我认为内需层面的还是可以更多的关注，特别是现在看到三驾马车中出口增长缓慢，投资也不能像以前铁公基一样，唯一拉动的就是内需。内需当然也有挑战，房地产和汽车两个行业都不怎么样，当然新的内需也存在，比如说 5G 的到来，中国工信部已经发放牌照。5G 在中国带动的相关产业直接或间接加起来应该有 4-5 万亿的机会，5G 对社会的方方面面都会产生影响，我们可以思考 5G 未来的发展是怎么样的，包括未来的自动驾驶、人工智能，机会无法离开 5G，所以这是个大产业，我们对相关产业的发展还是要看。

第二，医疗是很大的市场。医疗器械、医疗技术、生物医药、抗癌新药、各种检测的设备和安排，因为中国老龄化和中产阶级兴起以后是全球最大的医疗市场。

第三个是混改，但要一定要真改，不要变成“混”改，我认为真

正的混改要看到国有企业有决心把它的股权降到 50%以下，否则不要进入这个市场。

第四个是新模型公司，特别是消费模型。因为它依赖互联网，但模型一定要看以后的现金流量。

第五个大的产业是养老产业，这是巨大的市场，包括农业，大宗商品也有机会。

也有一些产业是不要看的，凡是在过去几年概念炒得大的、比如人工智能、互联网造车就不用看了，因为这是社会制度补贴造成的。太先进的东西是 20 年以后的事儿，现在还是看当家吃饭的事儿，一定要看现金流和产品。

总之，在中美贸易战下既有挑战又有机会，最大的危机不是中美贸易战，是我们对这样的时代、背景、机会和挑战的认识不够，事在人为，如果人还没弄清楚到底发生了什么才是最大的危机。我们要保持清醒的头脑，总有办法来度过危机。

#### 四、问答环节

Q1: 请问欧盟目前对中国企业到欧洲去并购的政策和态度是什么样，对现有中国企业走出去有哪些影响，以及您的建议是什么？

A1: 欧盟政府也会关注中国企业的并购，主要关注几个方面，特别是以德国为中心。北欧还好，英国没问题、意大利也没问题，但是欧盟和德国有些担心。第一个是来自国有企业的 NCA（固定投资）投资他们非常敏感，他们要审查。他们认为国有企业投资是在政府指导

下的行为，不是市场行为，是战略行为，对这种战略行为的公司他们收紧要看一看，民营企业的公司相对而言就好一些，这是第一个方面。第二，很重要的是基础设施建设、港口、码头、公路他们比较敏感，也包括知识产权怎么保护。但整体没有太大的问题，欧盟对中国还是开放的，总的来说也是商业利益的驱动，反过来提醒中国企业要注意方法，是方法问题，不是政策问题。过去几年中国企业比较凶猛，他们认为去欧洲收购就像自己老婆去欧洲买奢侈品一样，我想强调国际并购并不是 shopping，而是文明的对接，不是资本的征服，而是互相的尊重，对管理层的尊重，对互相共识的了解，不可以裁员，不可以把企业搬到中国来，也不可以把企业 copy。光是控股概念，中国和西方完全不一样，是认知的问题，欧洲的控股就是控股，你就是大股东，你任何主张都通过管理层，通过董事会、监事会的反映，不可以干涉管理层要怎么做。中国的大股东就是家长，可以为所欲为。人家害怕的不是你的国家，是你的不文明，很多行为比较粗暴，这个上面中国企业还是要提高认知的。总的来说欧盟对中国的投资还是友好的，有不少成功的先例。

**Q2:** 中国到美国并购跟欧盟比，您认为哪个条件会相对宽松一些？

**A2:** 现在美国收购就比较敏感了，传统行业影响不大，但也有问题，他会关注你的收购目的，你收购若是战略性的，他一定会非常反感，美国的审批严格得多。我建议现在轻易不要参与美国相关的交易，

欧洲还好。任何的收购或并购一定要站在国际管理、一定要市场化、尊重人家的管理，是商业的格局才能取得很好的社会效果，不是说从资本角度玩一把套利。

**Q3: 目前全球的不确定性究竟会如何影响企业的跨国并购行为？从您的了解的企业并购的层面是不是也有一种倾向于加快全球化产业链布局的考虑，还是一些企业基于目前面临的风险，倾向于收缩的战略？**

**A3: 从中国企业家角度来看，如果产业链连接度不太高的情况下，同时他们产品很多销往美国的话，这些企业都会考虑转移到东南亚。越南已经加入了 CPTPP，除了美国以外他们零关税，从中国出口到美国去要交 20% 的关税，这是很大的差别，所以很多终端消费品的企业都会移动到这一带去，这是一个现实状况。但是有些产业链连接度比较高的，比如说电子领域里面、零部件领域里面，上下游都不能超过 1 小时高速公路输送半径的，转移到欧洲或东南亚不太现实。里面有五大因素需要考虑，第一个你的高速公路、港口、海关、边检，这些东西中国二十年前砸了将近 10 万亿，中国有 14 个深水港，越南一个都没有，印度孟买只有一个。你要移动制造中心，生产链运不过去。第二个大的因素是劳动力的培训和安排，因为电子和高科技领域产业链对员工的要求非常高。第三个是零部件上下游供应链的距离要求，真的不能超过一小时高速公路半径，还有型号、产品上下游的 testing，比如说汽车零部件，一个汽车商要生产汽车，可以发包 200-300 个第**

一层供应链，2000 个第二层供应链，这个供应链就是生态，郁郁葱葱非常茂密地结合在一起，一个离开了这个生态圈就没法生存，所以这个暂时搬不走，中国暂时不用担心。如果产业链结合比较紧，对价格就不太敏感，稍微涨点价也能接受，因为有刚性需求。从这个角度来说产业链是中国城墙，我认为不用再担心。至于中国企业现在海外并购就要小心了，到底收购是为了什么要想清楚，如果是为了自身发展，国家发展可以，如果是为了拿过来为自己所用，要么你出钱买技术，要不就自己研发，通过疯狂的海外并购以后肯定会被反感。

本文根据北京大学汇丰金融研究院执行院长巴曙松教授发起并主持的“连线华尔街”第一百三十七期（2019年6月6日）内容整理而成，特邀嘉宾为汉德工业促进资本主席蔡洪平先生。

蔡洪平先生毕业于复旦大学，现任汉德工业促进资本主席，他创立的汉德资本是专注于投资欧洲工业 4.0 技术企业并助其落地中国实现巨大增长和发展的跨国先进工业双边促进投资私募基金。在此之前，蔡先生在瑞士银行和法国巴黎银行、德意志银行等国际欧资投资银行担任高管 20 多年，成功地协助了中国国企的大规模改革，是中国国企 H 股上市的早期参创者之一。他发掘了中国民营企业的巨大发展潜力并给予其积极的指导和支持，助其完善商业模式，进行业务重组，执行增长战略，进行欧洲和美国的海外扩张。在此过程中，蔡先生帮助超过 120 家家国企和民企进行海外上市，总计融资规模达千亿美元。

蔡先生被市场冠以“中国民企海外上市之父”的称号。他带领团队成功帮助恒安国际、魏桥纺织、长城汽车、蒙牛、申州国际、玖龙纸业、迈瑞医疗、碧桂园、复星国际、比亚迪、国药、龙湖地产、民生银行、太平洋保险、上海医药和阿里巴巴等一大批中国企业实现了海外上市，并辅导了第一批中国企业包括青岛啤酒、马鞍山钢铁和仪征化纤的 H 股香港上市。

**【免责声明】**

“连线华尔街”为中美金融交流的内部专业高端平台。本期报告由巴曙松教授和牛播坤博士共同整理，未经嘉宾本人审阅，文中观点仅代表嘉宾个人观点，不代表任何机构的意见，也不构成投资建议。

本文版权为“连线华尔街”会议秘书处所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。



**PHBS HFRI**  
北京大学汇丰金融研究院

