

调结构需坚持市场化原则

□中国人民大学经济研究所
郭杰 范志勇 张杰

改革开放以来,我国已走过三十年的经济高速增长道路。然而,三十年高速发展过程中所积累的各种不利于经济进一步发展的因素日益显现。例如,全要素生产率贡献不足;人口老龄化、制度红利逐渐消失使得经济潜在增长率下滑;城市化速度与质量不匹配;产业结构不合理,工业化进程速度与质量不匹配;自然资源瓶颈和生态环境不断恶化等等。同时,由于国际金融危机等因素的影响,当前国内短期增长呈现下行趋势,但通胀压力依然存在;潜在增长率下滑与短期经济回调重合,又使得经济增长率下滑的态势难有改观。我国经济发展阶段中所呈现出的各种不利因素与当前宏观经济中的诸多问题相互交错。这种局面决定了一个宏观错误在当前乃至今后一个较长的时期都将面临稳增长、调结构、控通胀等多重目标。在多重目标之间,以市场为主导,通过调结构保障经济稳定可持续增长,应成为当前我国政策目标的首要选择。

投资刺激型稳增长思路进入“窗口期”

就当前宏观经济而言,稳增长、调结构、控通胀这三重目标中,稳增长成为当前经济工作中最迫切的任务,这与稳增长对维持当前国合理的就业创造、居民收入增长和地方财政财政安全这三方面的重要作用密不可分。但在当前的形势下,消费需求受居民收入水平、社会保障体系尚不完善等诸多慢变量的影响,短期内难以显著提升;出口则受制于外部环境,而国际经济形势仍然严峻复杂,前景并不明朗。所以,在拉动短期经济增长的三驾马车中,通过稳定投资来防止经济增长出现趋势性下滑,应该是必然选择。

然而,在过去相当长的时期中,我国偏向于采用政府投资刺激计划类型的短期稳增长思路。这种短期稳增长措施的主要缺



陷在于:第一,居民消费是由居民消费意愿和收入等深层次因素决定的,而政府的投资计划很难对这些深层次因素产生根本性的影响,所以投资可以在政府的刺激政策下大幅增加,而居民消费则很难在这一过程中得到有力提振;第二,政府在决策投资项目时往往会受到可获取市场信息不足、寻租等因素的干扰,决策效率可能会明显低于私人投资主体,因此由政府主导的大规模投资扩张可能会恶化产业结构,表现为进一步加剧产能过剩;第三,政府主导的大规模投资计划往往主要投向基础设施领域,就理论来说,基础设施的完善有利于提高经济运行效率,但由于其建设周期长,效果显现具有滞后效应。此外,基础设施建设的实际效果还取决于政府投资项目的科学性、规划的合理性以及在具体操作中能否严格遵守招标投标、工程监督管理等一系列项目建设程序,因此如果基建项目低效率运行,大规模基础设施投资可能无论是在短期还是较长期都会不利于生产率的提高;第四,短期稳增长措施会对民营企业部门 and 中小微企业部门造成相当程度的挤出效应,削弱中国经济未来发展的基础;第五,政府主导型的大规模刺激投资主要投向了基础设施建设。由于我国特定的经济结构等因素,这种投资方式会使得国有企业迅速扩张,

央企规模扩张和在经济中的地位上升,进一步拉大国企和非国企职工之间收入的差距。

总之,政府主导的投资刺激型短期稳增长模式,在很大程度上造成了经济结构“锁定”效应以及产业结构优化升级能力的缺失,导致经济短期稳定和维持中长期增长之间产生矛盾和冲突。政府投资刺激型的短期稳增长思路,可能已经到了需要调整的重要窗口期。

需管理好通胀预期

就稳增长与通胀的关系来看,假如短期稳增长过分依赖“稳投资”,投资快速增加会引发通胀压力。就我国的实际情况来看,由于我国的货币供给具有内生性,货币供给给内生环境下的通胀在很大程度上来源于政府赤字、贸易盈余和投资推动。这三个因素中,我国比较显著的是贸易盈余和投资,其中最具有“中国特色”的因素就是投资。

调整经济结构也会导致通胀。这是因为,伴随着总量上的经济结构变化,必然伴随着相对价格体系的重新调整和确立。相对价格体系的调整,理论上是有有些价格要涨,有些价格要跌;实际当中,相对价格调整一定是通过有些价格涨得快,有些价格涨得慢来逐步实现的,所以总体上价格水平面临上行压力。从这层意义上说,如果判断中国经济结构未来会发生深刻的变化,那么价格

体系也会发生深刻的变化,总量上将体现为价格水平的上升。由此可见,稳增长、调结构与控通胀三者之间在特定的经济环境下存在着矛盾与冲突。

更重要的是,现阶段我国通胀预期具有非理性的特征,从而导致通胀预期对通胀的影响呈现放大效应。具体来看,中国公众的通胀预期具有以下几个特征:第一,在高通胀时期公众的通胀预期一般比实际通胀水平低,公众往往低估通胀水平。在低通胀时期,公众的通胀预期一般比实际通胀水平更高,公众往往高估通胀水平;第二,2006年以前,中国公众的通胀预期波动比较平缓,此后波动性逐步增大,敏感性增强;第三,中国的通胀预期表现出一定的适应性预期和黏性预期特征,波动幅度较实际通胀水平平稳,公众通胀预期是不完全理性预期。这造成的后果是,通胀预期和通胀水平形成相互强化的特征,因此,在稳增长、调结构的过程中也需要注意管理好通胀预期。

调结构应为政策目标首选

基于以上认识,我们认为,在稳增长、调结构与控通胀这三重目标之间,以市场为主导,通过调结构以保障经济的稳定可持续增长,应该成为当前我国政策目标的首要选择。

第一,本轮经济增速下滑是由国内外复杂的经济环境导致

近年来,交易型开放式指数基金(ETF)在监管机构、交易所的鼓励和推动下,在基金公司和各相关市场主体的共同努力下,已经有了跨越式发展,截至到目前,全市场的ETF总额已达1,300亿元。按投资标的的不同,ETF可分为股票ETF、债券ETF等,而后者在目前我国市场上仍属空白,目前尚无一只债券ETF面市。

中国证监会有关领导在不同场合多次提到要努力推动资本市场的结构调整,进一步促进交易所市场和银行间市场互联互通,建设规范统一的债券市场。作为证券市场的专业投资人,国泰基金长期致力于国债ETF的研究和推动工作,一直与各有关机构积极合作,力争推出符合国内市场特点的债券ETF产品,为证券市场的健康平衡发展出力,为投资者提供更为全面的投资理财工具。

一、海外债券ETF发展迅速,客观上起到了提升债券市场流动性、拓展债券市场深度与广度、加快市场创新的作用

海外债券ETF从2000年开始起步,第一只债券ETF是在加拿大交易所挂牌,由Barclays Global Investors推出的加拿大5年期政府债券ETF。2005年以后,债券ETF的发展开始提速,尤其是2007年—2008年金融危机期间,债券ETF资产规模从600亿美元增加到1040亿美元左右。截至2012年二季度末,全球范围内的债券ETF资产规模达到3020亿美元,占ETF资产规模合计的17.06%,年均增长率高达53.73%,远高于股票型ETF的增速。

北美是债券ETF发展最为成熟的市场,发行种类覆盖了债券的主要券种,主要标的指数是Barclays债券指数。目前北美市场管理的债券ETF规模约1900亿美元,国债ETF和信用债ETF是规模最大的两类产品。其中,国债ETF数量达到95只,资产规模494亿美元。

海外债券ETF按照其跟踪指数的成份债券期限可分为短期(1至3年)、中期(3至7年)及长期(10年以上)三类;按照成份债券发行人可分为国债、地方债(市政债券)、公司债、新兴市场债券等若干类;另外也有按不同投资目的设计的抗通胀型、杠杆型及反向追踪指数的空头ETF等。投资者可依其偏好与风险承受能力进行匹配与精细化选择。债券ETF交易便利,交易成本与年管理费低廉,已经成为投资者充分利用短期闲置资金获取低风险收益的理想工具;对于长期投资而言,债券型ETF更适合作为固定

国债ETF与中国金融市场发展

国泰基金管理有限公司

收益组合的补充性配置,约占固定收益投资总额的10%—30%。来自美国国债ETF的数据表明,投资银行、共同基金、资产管理公司和保险等机构是国债ETF的主要有人。

债券ETF能够有效表征某一类特定债券的平均收益水平,满足机构投资者负债管理和大类资产配置需求;也能够降低个人投资者参与债券OTC市场的门槛等特点是国外债券ETF快速发展的重要原因。因此,债券ETF的发展客观上也起到了提升债券市场流动性、拓展债券市场深度与广度、加快市场创新的作用。

二、我国债券市场大有潜力

近年来,国内债券基金取得了快速发展,但相对于全球其他典型资本市场,美国基金占比仍然很低。

以美国为例,其股票基金仅占基金总资产规模的44%,债券基金和货币市场基金占比则分别为25%和23%;后两类低风险基金的总规模已经超过了股票基金。而同一时期欧洲、日本、印度、香港市场债券基金占比分别为26%、17.3%和30%。巴西基金业资产结构更加偏重于债券产品。2011年,其债券基金规模超过5,600亿美元,占比高达56%,是同期中国债券基金规模的20多倍。

2010年下半年以来,国内宏观经济增长势头放缓,市场开始进入降息通道,国内债券市场所蕴藏的巨大投资机会得以释放。债券基金从去年下半年开始的突出表现促使越来越多的投资者将债券基金作为其资产配置的重要组成部分。曾任上海证券交易所经理的张育军主席助理就多次呼吁和鼓励大力发展交易所债券市场,进一步推动债券类交易所交易基金的开发和研究,在发展债券市场的政策支持下,债券市场和债券基金正在迎来前所未有的发展机遇。

三、推出国债ETF,可以填补国内市场空白,未来,国债期货推出以后,国债ETF还可以成为投资者获取国债可交割券,甚至进行期现套利理想工具

作为证券市场的专业投资人,国泰基金一直致力于研究国债ETF的相关设计工作。该产品基于指数化投资理念,将具有良好投资性、市场代表

性、流动性以及合理流动性的国债相关指数作为跟踪标的,以较低的成本和合理的风险为投资者带来与标的指数基本一致的投资收益,满足投资者多种投资需求。推出国债ETF是国内基金市场和债券市场的重要创新之举,有助于填补市场空白,拉开国内债券ETF大发展的序幕。

相比普通债券基金,国债ETF具备以下优势:

1.透明度高:债券ETF每日公告申购赎回清单,而申购赎回清单列示的债券构成与基金持仓情况基本一致,透明度显著高于传统债券基金。

2.市场表征准确、纯粹:信用水平和久期是债券的两个最重要属性。国债ETF以信用水平最高的国债为投资标的,持仓久期基本固定,能够较为准确、纯粹的表征一定期限国债无风险收益水平。

3.交易便利:国债ETF既可以在二级市场买卖,也可以申购赎回,交易效率与现有股票ETF基本一致。而ETF独特的套利交易又可以使得二级市场交易折溢价维持在合理水平之内。

4.工具性强:国债ETF久期稳定,是投资者调整组合久期的理想工具。其风险较低,收益稳定的特点,又可以作为投资者闲置资金如清算备付金的理财工具。

5.费率更低:国债ETF无论在管理费用还是交易费用方面,相比传统债券基金都将更具优势。较低的费用将使得投资者总收益得到显著提升。

四、国债ETF对国债债券市场长远发展有积极作用,对促进场内场外市场互联互通,建设规范统一的债券市场意义重大

推出国债ETF有利于打通交易所市场和银行间市场,为两个市场的协调发展搭建桥梁。自上世纪90年代商业银行基本退出交易所市场后,债券市场的分割问题就一直为业内人士所诟病,同样的债券在两个市场的投资群体不同,定价不同、流动性也不同。据统计,银行间债券交易量占到全市场交易量的90%以上,而交易所债券交易量相对较小。推出国债ETF,有利于促进跨市场投资者在银行间和交易所两个市场买卖国债并进行

的,仅仅采用政府主导刺激投资型的短期稳增长措施只能暂时缓解经济增速的下滑势头。从中长期来看,经济潜在增长率已经呈现下滑趋势,不管是“中央版”四万亿,还是“地方版”四万亿,政府主导的短期稳增长措施并不能遏制经济增速的下滑态势。

第二,通过调结构来稳定或提升潜在增长率,已成为维持经济稳定可持续发展的出路。这迫切要求我国对以政府刺激投资计划为主的短期稳增长举措进行重大变革。因为,短期稳增长举措对潜在增长率的边际贡献已经处于下降阶段,更为重要的是,现阶段我国经济基本面正发生深刻变化,这导致我国潜在增长率正面临转折拐点。因此,从稳增长的角度来看,关键是在于稳投资思路和手段的创新与变革。

第三,调结构必须坚持市场化原则,通过全面推进市场化改革充分释放经济可持续发展的内生动力。以市场为导向,使社会生产适应国内外市场需求的变化,是结构调整的根本目的,也是判断经济结构是否合理、优化的核心标准。政府在调结构的过程中主要是通过政策手段来发挥引导作用。

从宏观角度和经济结构调整的核心内容来看,调结构主要包括需求结构和供给结构调整两个方面。就当前现实情况看,需求结构调整就是要改变经济增长过度依赖投资和出口的局面,着重通过对收入结构的调整,来实现消费、投资、出口的协调拉动,重点是扩大内需消费对经济增长的拉动作用。供给结构的调整主要是通过产业结构内外的调整和协调,改变经济增长过度依赖第二产业的局面,实现一、二、三次产业协调发展,重点是加快第三产业的发展,特别是第三产业中现代服务业和高技术服务业的发展。进一步工业化和城市化将带来社会需求结构和产业结构的深刻变化。因此,工业化和新型城市化的发展不仅是短期稳增长手段,而是应作为经济结构调整的切入口和重要的实现途径。

□民族证券 陈伟

央行日前公布的数据表明,9月贷款新增6232亿元,虽然总量低于7000亿的预期,但是结构上有所改善。同时,社会整体流动性也呈现改善态势,如9月社会融资规模为1.65万亿元,环比上月增加4041亿。无论广义还是狭义的货币流动性也都好于预期,其中M2和M1增速为14.8%和7.3%,分别比上月提高1.3和2.8个百分点。这都有利于强化四季度稳增长的力量,支持经济企稳回升。

贷款增速稳定增长

9月新增贷款低于预期的原因是票据融资减少2169亿元,实际扣除票据后的贷款新增达到8149亿元,环比上月增加2620亿元。票据融资大规模减少一般与政策调控有紧密关系,如据媒体报道,为避免银行体系季末信贷冲刺,确保银行按照今年3:3:2:2的季度投放节奏发放贷款,央行叫停了部分银行票据贴现,导致银行最后几日不得不大幅压缩票据贴现。票据贴现被压缩一定程度上表明当前信贷需求并不弱。无论是居民还是企业部门的新增贷款总量并不低,其中居民部门新增贷款达到3335亿元,创出2010年以来单月新高,这说明当前居民住房消费以及生产经营的贷款需求仍较强。扣除票据融资的企业新增贷款高达5100亿元,环比增加2203亿元,这虽然有季末银行信贷规模的因素,但一定程度上也印证了企业贷款需求不弱。

9月贷款结构的另一个改善因素还在于新增中长期贷款的走稳。9月中长期贷款新增2868亿元,延续稳步上升的态势,这也使得无论是中长期贷款余额同比增速,还是中长期贷款占比都得到了持续的改善。中长期贷款稳定增长的原因包括:住房市场回暖刺激了居民住房贷款增加;基建项目建设的规模提速,以及土地市场回暖带来地方融资平台财务状况改善,都客观上刺激了企

社会流动性明显改善

9月流动性的改善还不仅体现在贷款增速的提高,外汇占款的回升也促进了国内流动性的好转。今年9月以来,随着QE3推出后带来的美元贬值趋势得到强化以及我国出口增速的企稳回升,增速从8月份的2.7%上升至9.9%。无论是国内人民币对美元汇价还是海外NDF都出现了明显升值。两者分别相对于今年8月末升值1.2%和1.4%,这也带动了9月外汇占款的明显改善,由此使得M2增速回升幅度明显超过贷款增速。

此外,流动性的改善还表现在社会融资规模持续扩大。9月社会融资规模为1.65万亿元,环比上月增加4041亿元。其中,新增种类比较明显的有:外币贷款增加1764亿元,达到2009年以来单月的最高值,环比增加1021亿元,这表明人民币升值预期的重启已经开始刺激人们对于外币负债的需求。考虑到10月以来人民币仍保持强势,对美元汇价持续创出新高,外币贷款还有望持续增加。

9月流动性的多方面改善无疑会在较大程度上化解人们对于今年经济下滑期社会资金需求疲软的忧虑。但央行担心在当前经济转型期,各种要素成本有较强刚性上涨压力的同时,流动性较快好转可能带来通胀压力。因此,出于前瞻性考虑,货币政策已经日趋谨慎。央行迟迟不下调降准而持续采用逆回购手段来缓解市场资金紧张状况,这也使得银行间市场利率水平持续提高。此外,央行在9月份已经开始对新增贷款有所警惕,开始对信贷快速增长的银行进行窗口指导。毕竟按照当前这种贷款进度,今年有望完成8.5万亿元新增贷款,已经明显超出了市场预期的8万亿的保守目标。

这些谨慎的货币政策行为也会影响社会流动性的持续改善。因此,不能对四季度流动性的继续好转抱以较高预期,当前已经超过央行预期目标的M2增速也将难以持续。

反比,和债券的剩余年限及票面利率成正比。债券的久期越大,利率的变化对该债券价格的影响也越大,因此风险也越大。

在降息时,久期大的债券上升幅度较大;在升息时,久期大的债券下跌的幅度也较大。债券投资者需要利用久期来控制利率风险。

对于单一国债,随着到期时间的增加,对于利率变化的敏感度是以一个递减的速度增长,由相同幅度的到期收益率的绝对变化带来的价格变化是非对称的。投资者将手中的债券换购为债券ETF份额后,就可以通过调整具有固定久期特点的债券ETF的持仓量进行利率风险的控制。

2.利用久期进行免疫

所谓免疫,就是构建一个投资组合,在组合内部,利率变化对债券价格的影响可以互相抵消,因此组合在整体上对利率不具有敏感性。而构建这样组合的基本方法就是久期匹配。利用久期进行免疫是一种消极的投资策略,组合管理者并不是通过利率预测去追求超额报酬,而只是通过组合的构建,在回避利率波动风险条件下实现既定的收益率目标。在组合品种的设计中,加入债券ETF,可以较好地地进行久期匹配的控制。

3.利用久期优化投资组合

当投资者进行免疫后的投资组合,虽然降低了利率波动的风险,但是组合的收益率可能会偏低。为了实现在免疫的同时也能增加投资的收益率,可以使用回购放大的办法,来改变债券的久期,然后修改免疫方程式,找到新的免疫组合比例,这样就可以提高组合的收益率。国债ETF上市后,交易所有望将其纳入双融标的,并计入回购交易质押库,继而成为专业债券投资者进行久期优化组合管理的一类重要配置资产。

综上,国债ETF的研究和推出对丰富投资者投资理财工具,完善我国债券市场投资品种,紧密配合国债期货的研究和实践,以及客观上为大力发展我国债券市场,促进建设规范统一的债券市场,带动和有助于债券市场创新等都具有重要的意义。随着我国十二五规划的实施,资本市场的日益成熟和发展,国债ETF的推出时机已经成熟。

