

经济金融政策制定应纳入股市因素

□芝加哥期权交易所董事总经理 郑学勤

中国股市表现同中国经济表现之间的脱节,将来可能成为许多著作的论题。如果国外经验可以借鉴的话,国内股市的现状中至少有三点值得注意。

首先,经济和金融政策同股市脱节。股市是经济发展的晴雨表,这不仅是指股市的表现总结了经济发展的状况,而且是指国家的经济和金融决策者根据股市的表现对经济和金融政策进行调整。根据纽约联储的研究报告指出,从1994年以来,如果不是因为人们预计到美联储政策对股市的支持,标普500指数的价位应当只有目前的一半。这并不是说美国的股市是联储的钱给堆砌起来的,因为上市公司的市盈率并不高。由于政府和央行会根据股市的表现而采取相应的支持股市的政策,因此,在股市中投资的人就有了信心。由于投资者有信心,大量资金持续不断地涌进股市。企业使用在股市募集的资本,进一步发展生产,提高效率,增加盈利,调整了市盈率,整个过程

进入良性循环。在国内,很难说经济和金融方面的政策是基于股市的表现而做出的。股市是企业募资和老百姓凭机遇赚钱的观念在各个阶层仍然根深蒂固。

一个社会的经济发展,特别是在摆脱经济危机过程中的发展,离不开两大动力:政府的直接投资和市场的资本集成,也就是所谓的capital formation。如果股市和债券市场发展不完善,资本集成的功能不健全,政府的直接投资就不得不加强。在经济危机时,因为信用制度遭到破坏,社会资本集成功能受到损害,政府不得不采取经济刺激政策,加大直接投资力度。美国1929年经济危机,到了1937年,经济已经差不多恢复到1929年的水平,罗斯福总统认为可以抽走政府投资,减少政府开支,结果是美国经济重新陷入萧条。因此,要减少政府直接投资,就不能不建设好股市。要建设好股市,先靠监管部门是不行的。

其次,缺乏做市的中介机构。在成熟的资本市场里,无论是在哪个金融市场中,股市也好,债券市场也好,中介机构的做市作用

都是金融市场平稳运作的必备前提。在美国的股市中,各种基金在某种意义上都是根据股票的合理价格积极做市的中介机构,由于它们的这种做市活动,股市才能保持相对的平稳。凡是市场崩盘,都是同市场的某个方向没有人愿意做市有关系。

美国的共同基金和退休基金等,都必须将所持资产的绝大部分保持在股票中。因为有了这个要求,这些机构就必须去研究股票的合理价值是多少,然后根据这个合理价值,在股市上买进价格便宜的股票,卖出价格过高的股票。他们持有股票的目的,是要按照最优价格保持股票,而不是利用股票作为筹码来赚取价差。无论从理论还是实践来说,买进一大堆货币总不如买进一揽子股票。货币是一定会贬值的,而企业是能够发展和盈利的。如果中介机构的激励制度和考评制度导致他们放弃维持所持资产合理价值的职责,企业的资产在股市上因而得不到合理体现,那么,股市表现同经济发展表现的脱节就不奇怪了。

第三,波动性太大。金融市场

的根本功能是将经济体中储蓄转化为投资,使得经济的创造者得到需要的资金,储蓄者分享经济发展的收益。在将储蓄从银行转入资本市场时,金融市场的最大功能之一是要帮助资金的管理者规避风险。所谓风险,在现代金融学的术语里,指的就是波动率。波动率指的是资产价格变动的系数,也就是年度化回报的标准差。

中国金融市场中目前最大的风险不是方向性风险,不是股市会下跌多少或者上涨多少,而是波动率风险,也就是股市在一定时间内价格上下变化的可能性有多大。

以美国债券和股票为例。美国债券的年平均回报率是4.8%,但在2/3的交易时间里,美国债券的年化回报率高出或低于年平均回报8.3%。美国股票的年平均回报率是10.1%,但是,在2/3的交易时间里,美国股票的年化回报率高于或低于年平均回报的9.9%。如果你将债券或者股票留在手里一年,那么你的收益将是年平均回报率。但是,金融合约只有交易才是证券,否则就只是契约。无论是债券还是股票,市场为了发现

价格,每天都必须进行大量的转手交易。高波动率摧毁投资者的信心,因此也摧毁金融资产的价值。这就是为什么金融资产的价值同风险成反比的原因。

在美国,基金在报告自己的业绩时,在报告回报的同时,一定也报告所持资产在一定时期内的波动率,也就是风险。在国内,除了私募基金之外,衡量基金经理表现的标准,几乎都是只讲回报,不讲风险。也就是说,只关注同量资产在一定期间的升值或贬值,而不关注同量资产在金融市场中的既成或潜在的损失。高波动率会摧毁一个民族的金融资产。国外最近在讨论保存金融资产的价值时,常常使用一种图像。在这个图像上,回报是竖轴,波动率是横轴。能够保存最大价值的金融资产往往在横轴同竖轴之间的45度线附近。标普500投资组合的表现几乎就在45度线附近。新兴国家股市的投资组合的表现,几乎无一例外是在高风险和低回报的区域内。一个波动率过大的市场,是一个对小投资者不公平的市场,也是一个摧毁信心和价值的市场。

成立投资者协会 完善弱势股东保护机制

□上海师范大学金融工程研究中心 黄建中

证监会主席郭树清日前表示,证监会正研究成立一家或几家机构,代理投资者参加股东大会、提起诉讼、参与公司治理等。笔者以为,此类机构的成立对中国证券市场的发展意义重大,而其理想模式应该是成立投资者协会(简称“投协”)。

成立“投协”势在必行

笔者认为,为何要成立投资者协会有以下几个原因。第一,中小投资者维权的需要。小股东投诉难,法院立案难,获得侵权赔偿更难,是目前中国股市的最突出问题之一。股市侵权案的受害者通常都是中小股东群体,客观上需要组织共同诉讼,联合维权,但目前国内中小投资者仍处于一盘散沙的状态。因此,很有必要成立“投协”,以联合与壮大中小投资者博弈阵营的力量,支持与帮助中小股东依法维权,打击股市侵权行为,促进证券市场的公平与正义。

第二,提高中小投资者话语权的需要。证券市场是一个注重规则与机制的多方博弈平台,相关的市场规则众多,新规则频繁推出,已有规则也经常更新与修改,而每个规则的更新与变动都直接关系到市场参与各方的利益。目前,有关部门出台新规前的征求意见,通常仅限于征询中介机构、基金和上市公司等,而将市场中大多数、最应该保护的中小投资者置之度外(在没有成立“投资者协会”的情况下,也无法召集中小投资者代表听取反馈意见与利益诉求),这自然会影响到股市机制的公平与公正。因此,中小股民也应有自己的组织,以代言其利益。

第三,“投协”是全球主要市场都有的民间组织。美国早在1951年就成立了全国投资者协会,其分支机构投资俱乐部已深入到各地居民社区。德国投资者协会创建于1947年,旗下有7000家股民俱乐部遍布各地。从我国的具体情况看,工商局与消协的政策环境,积极营造有利环境,加快推动工业转型升级。二是要通过进一步改善产业技术创新的政策体系,不断加大重点领域的创新步伐,推动企业成为技术创新主体,促进创新成果转化,提高产业核心竞争力,深化产学研合作,优化配置创新资源,加强创新体系建设,着力提高产业技术创新能力。三是要密切跟踪全球产业发展的最新技术动态和产业转移新路径,及时采取措施维护我国制造业的产业安全,加强新兴技术的开发和商业化应用,吸引更多跨国公司在华设立研发机构,推动国内制造业加快向中西部地区转移,大力发展高端制造业,积极应对国际产业转移新趋势。四是要加大对企业“走出去”的引导和政策支持,鼓励大型企业加大对发达国家的投资并购力度,扩大对非洲、南美、东南亚等新兴经济体的投资贷款,提升中国制造的国际化水平,加快实施“走出去”战略。

“投协”应免费为中小投资者服务

目前,我国很多行业都设有行业协会,但其基本上都是以内法人或机构为会员的行业自律组织,而非弱势个人的联合体。笔者以为,“投协”应当不同于证券业协会之类的民间自律组织,而是专门协助与联合中小投资者维权的公益性机构,其职能、组织架构与运作模式等应类似于“中国消费者协会”(以下简称“中消协”),以保护股市中的弱势股东利益、制衡强势股东及敦促上市公司规范运作为主要宗旨。

在运作模式上,成熟市场的“投协”大多属于纯粹的民间互助组织,通常采取会费制,尽管属于非盈利机构,但要收取会员年费等费用,以确保经费来源。这使得“投协”联合与保护的投资者范畴受到较大限制,社会公益性特征大打折扣。此外,成熟市场的“投协”大多以信息交流和互助投资为主旨,联合维权并非其首要职能(因侵权事件相对较少),例如,香港投资者学会成立于1999年5月,约有6000名会员(占全港人口的比例不足四分之一)。其宗旨是通过各类型的交流与研讨,分享专业知识及经验心得,以增进投资者对各地金融市场及投资工具的认识,培养正确的投资观念,提高投资技巧等。

笔者以为,中国“投协”的运作模式应有别于成熟市场,需要特别强调中小股东的维权职能,

在组织架构和运作上可以借鉴“中消协”的成功经验。“投协”不实行会员制,而应免费为全体中小投资者服务,以确保其广泛代表性和公益性。协会经费可以考虑由政府出资或筹资。

我国《宪法》第35条规定了公民的结社权,但目前保障该权利实现的配套法规尚不健全。实践中,国内对创设民间社团审批相对较严。依据《社会团体登记管理条例》、《民办非企业单位登记管理暂行条例》和《基金会管理条例》的规定,成立民间社团需先经业务主管部门的审批同意后,才能到民政部门申请登记。现实中,民间自发结社要获得主管部门的同意通常较难,而国内现有的行业协会等组织或多数都有官办背景(如“中消协”是挂靠工商局),由此在很大程度上限制了社团组织的发展。“投协”的付诸成立,同样需要获得官方的同意和支持。纯粹民间发起“投协”,不仅将面临诸多的设立障碍,且难以确保其公益性及运作规范。因此,在成立初期可考虑由具有官方背景的中国投资者保护基金公司(简称保基金公司)或证监会投资者保护局(简称保投局)牵头发起、筹建与资助,以便在经费、人力、设立报批等方面得到政府的支持与保障。此外,“投协”的官办背景可以确保其市场话语权、号召力和执行力,并可强化其对上市公司及其大股东违法违规行为的威慑力,也有利于确保其公益职能和经费来源。在运作方面,“投协”接受证监会的指导和监管,并与证监会形成相互协作与相互监督关系。待运作若干年后“投协”步入正轨,国内股市进一步规范后,再考虑其与官方脱钩,成为民间组织。

目前,国内证券市场的各市场参与者中,上市公司、基金和中介机构都有了自律和维权组织。笔者以为,中国投资者协会的成立也应该走先成立各地协会,再组建全国性协会的模式。

上海、北京广州和深圳等地,居民家庭参与股票投资的比例及投资者的整体素质在国内居于领先地位,可考虑在国内率先成立投资者协会,待取得先期运作经验后,再考虑成立全国性投资者协会。

笔者认为,在主要城市成立投资者协会,可由保基金公司或地方财政提前期专项基金,由保基金公司联合当地证监局、保护局、市金融办等成立投协筹备组,筹备组成员由保基金公司、证监局、市金融办、有关专家学者、投资者代表等组成。筹备组成立后,再联络各证券公司,由各证券公司在其客户中组织选举投资者代表(各证券公司按照客户人数比例选举股民代表),由此产生的代表构成投资者代表大会作为“投协”的权力机构,再由该代表大会选举产生投协的理事会,理事会作为领导和日常事务决策机构。投协在成立初期类似于“消协”协会挂靠保基金公司或证监局管理,主要做一些组织和协助投资者联合维权的组织。

一个运作成熟的“中国投协”的主要职能包括以下几方面:组织投资者联合维权,发起共同诉讼,并为投资者维权提供日常的专业资讯与服务;受理投资者的投诉与举报,并出面协调中小股东与上市公司的关系,对于投资者举报的重大违法违规线索,提请并督促证监会有关部门立案调查;向上市公司选派独立董事,参与选聘会计师、券商等专业中介机构;参与有关政府部门组织的对上市公司或会计师事务所等中介机构的监督、检查、督促证券监管部门严格和公正执法;组织投资者参加股东大会或征集投票权,必要时联合中小股东提交股东大会议案;督促有关部门完善与改进证券市场政策法规,组织征集并汇总相关的意见建议,推进投资者代表参政议政;举办投资者教育与专业培训活动;组织大型投资者问卷调查,了解民情民意,并将有关信息汇总反馈给监管层;组织投资者对证监会、上市公司和中介机构进行民主评议,完善民间的监管约束机制;对损害投资者合法权益的行为通过大众传播媒介予以揭露、批评等等。

明年世界工业有望实现微弱复苏

□赛迪智库世界工业研究所 吕萍

展望2013年,全球经济形势依然复杂,面临很大的不确定性。世界工业发展既存在产业转移步伐加快、生产方式新变革、重振制造业及货币宽松政策助推等有利因素,又面临扩张动能不足、市场需求持续疲软、贸易争端加剧等不利因素,预计世界工业将实现微弱复苏,但很难有较大的回升。

工业生产 美强欧弱

美国工业生产复苏步伐加快。2012年,美国制造业发展尽管出现不稳定波动,但总体呈现回暖态势。随着美国重振制造业政策的持续推进,美国制造业活动继续扩张势头,且扩张幅度超出预期,消费者信心指数再度走高,今年10月份失业率回升到7.9%,非农业部门新增就业岗位17.1万个,显示就业市场逐渐改善。在页岩气产量增加的推动下,美国电力价格大幅下降,部分跨国企业加快了回流步伐。随着新一届总统任期的开启,美国将会出台更多推动工业发展的政策措施,预计2013年美国工业生产复苏步伐将明显加快。

欧盟制造业前景不容乐观。2012年欧盟制造业持续萎缩,欧元区制造业PMI指数始终在50以下。欧元区成员国制造业表现普遍疲软,高负债国制造业持续低迷,核心国家法、德两国制造业也陷入挣扎,欧元区制造业低迷状况加剧。尽管欧洲稳定机制已经启动,各成员国为应对危机采取了大规模结构性改革和财政紧缩措施,但宏观经济再平衡的调整过程仍将持续较长时间。展望2013年,欧洲工业增长前景依然黯淡。从中长期来看,通过结构性改革以及欧盟体制机制建设的逐步落实,欧洲经济和工业将有望缓慢复苏。

日本工业生产将陷入持续衰退期。2012年,受全球经济环境恶化的影响,日本工业生产遭受严重打击,制造业持续萎缩,电子信息、汽车等重要传统行业相继减产、裁员或关闭工厂。近期,与韩国、中国的领土争端更令日本外需减少,出口连续数月下降。日本国内企业物价指数、消费者信心指数和机械订单指数近期都呈现下滑。预计2013年随着日本大地震灾后重建的拉动作用持续减弱,领土争端对亚洲供应链的冲击将持续,加之全球经济不确定因素依然存在,日本工业生产将进入温和的衰退状态,复苏还需较长的时间。

金砖四国加大力度推动工业发展。2012年,中国、印度、巴西、俄罗斯等金砖四国工业增速普遍下滑。中国前三季度工业增速由11.6%下降到9.1%;巴西工业前三季度累计萎缩3.5%;印度工业产值一直保持2%左右的低增长态势,部分月份甚至出现了负增长;俄罗斯1-9月工业生产同比增长2.9%,与去年同期5.2%的增速相比放缓不少。为了实现工业稳增长,中国实施了扩大内需、稳定外贸增长等一系列稳定经济增长的措施;巴西央行数次降息,巴西政府推出了665亿美元的一揽子经济刺激计划;印度政府陆续出台了一系列刺激经济的改革措施,如在零售、航空等行业扩大对外资开放程度,减少燃料补贴等;而俄罗斯历经漫长历程,终于成为了世界贸易组织的正式成员。预计2013年,各国政府出台的一系列政策措施推动下,金砖四国的工业发展增速将保持平稳。

东盟国家加速承接全球制造业转移。印尼、越南、泰国、马来西亚等国家积极承接劳动密集型产业转移,成为跨国公司的投资热点地区,制造业增长势头强劲。新东盟四

国也积极谋求以出口为导向的制造业体系,后发优势明显。随着东盟各国承接制造业的能力趋于成熟,基础设施逐步改善,预计2013年东盟承接制造业转移会进一步加速。此外,东盟区域一体化的加速,新加坡与欧盟、马来西亚与澳大利亚分别签署贸易自由化协议都将推动东盟承接全球制造业转移。

工业发展五大问题值得关注

总结2013年世界工业发展形势,我国需要关注以下五大问题。第一,经济环境低迷导致世界工业扩张动能不足。尽管随着欧洲稳定机制的正式启动,西班牙和意大利融资成本大幅下降,欧洲主权债务危机有缓解之势,但是欧元区实际上仍然危机四伏,短期内有西班牙和希腊的流动性危机,长期内则可能陷入资本外逃、增长乏力及多重危机恶性循环的困局。此外,美国、日本等国家财务风险依然很高,国际经济环境低迷将呈现长期化趋势。经济环境的长期低迷打击了发达国家的消费者信心,发达国家有效需求不足,失业率居高不下,新兴国家需求增长乏力,制造业出口明显下滑,部分传统行业产能过剩,世界经济增长结构失衡。另外,地区冲突、宗教矛盾和主权争议等问题加剧,货币宽松政策的相继推出致使全球通胀压力增大,世界工业扩张动能不足。

第二,新一轮工业革命推动全球生产方式变革。当今世界新一轮科技创新正在加速推进,以3D打印制造、互联网、新能源为代表的第三次工业革命正在兴起。各国加大对节能环保、新能源、信息、生物等新兴产业的战略部署与研发创新,抢占新一轮工业革命的战略制高点。新兴产业正在成为推动全球经济增长的重要动力。制造业智能化、高端化、服务化的趋势对以资源消耗为

主的传统制造业带来新的冲击,高能耗的传统行业将面临被淘汰的风险。人工智能、机器人和数字制造技术相结合,将引发制造业革命,使新兴制造业转移会进一步加速。此外,东盟区域一体化的加速,新加坡与欧盟、马来西亚与澳大利亚分别签署贸易自由化协议都将推动东盟承接全球制造业转移。

第三,发达国家制造业回流改变产业转移路径。国际金融危机爆发以来,欧美等发达国家重新认识到制造业发展对经济增长的影响,纷纷推出再工业化战略以实现经济的复苏。美国政府提出了重振制造业战略,出台了多项针对制造业的扶持政策,制造回流趋势加快。法国总统奥朗德立志生产振兴,意在重振法国工业,推动法国再工业化。日本政府正在调整产业布局,推动日本制造业的复兴。在重振制造业的政策支持和投资成本上涨的压力下,一些具有重要影响的跨国公司,如通用汽车、卡特彼勒、苹果公司纷纷调整目前的全球生产布局,将部分生产基地迁回本国或将投资方向转向印尼、越南、墨西哥等新兴市场,这将加大发展中国家产业空心化发展的风险。

第四,贸易争端加剧制约后发国家工业发展。在全球生产资源有限,工业竞争加剧的趋势下,全球贸易争端不断恶化,发达国家与后发国家之间,以及后发国家之间的贸易争端持续增加。2012年,欧美日频频发起对中国的贸易诉讼,对中国光伏、电子、稀土产业发展带来明显冲击。世界贸易组织对2013年的全球贸易增长预测由5.6%下调至4.5%。全球贸易增长放缓将对依赖制造业产品出口的新兴国家工业生产产生负面影响,中国、印度、巴西等国的出口增长将会受到明显冲击,进而制约这些后发国家的工业发展步伐。

是达到180%,居全球之冠。可见,投资扩张所引致的信贷膨胀溢出投资的通货膨胀”是金融危机以来中国通货膨胀的主要推手。此外,地方债务风险的背后也是无法遏制的投资冲动。金融危机期间,为刺激经济而采取的积极财政政策,使得地方政府融资平台规模大幅扩张,地方融资平台从2008年的2000个左右,上升至目前的1万个左右,扩张速度惊人,或有债务风险加大。与此同时,过度投资也让企业债务风险开始逐步显露。宏观经济疲软、企业利润增速全面下滑,以资本充足率和资产质量下降等一系列问题,同时银行体系的货币创造功能衍生巨额流动性,也成为滋生房地产资产价格膨胀、通货膨胀和债务膨胀的诱因。

旺盛的投资需求引发了强劲的货币需求。2009年至2010年期间,随着政府大幅增加通过银行融资的投资支出,中国经历了急速的信贷扩张,信贷/GDP比重2009年迅速攀升到了24%(虽然去年的增速已经降到了4%),而M2/GDP更

近15年新高。问题在于,国有企业大部分上马的都是“失项目”、失工程的“投资回报的周期相对较长,而银行信贷的期限较短,存在期限不匹配的问题。近两年快速增长的信贷,未来很快将迎来偿债的高峰,部分高负债的企业可能面临资金链紧张甚至断裂的风险。控制不了政府投资扩张和项目投资冲动,就很难控制银行信贷。目前,据相关媒体报道,包括高速公路、高铁等在内的在建投资项目计划总投资高达50多万亿元,投资的粗放扩张必然导致银行资产负债表的膨胀,高速增长的投资贷款,各地地方融资平台沉淀的巨额债务,以及通过银信合作流向“类外”的信贷,都可能潜藏较大的不良资产风险,金融系统脆弱性。

中国不能再靠旧有模式实现经济增长,必须摆脱对投资的过度依赖,弱化政府投资倾向,特别是对银行输血的投资体制进行改变。转变经济发展方式已经喊了很多年,现在是该作出重大调整的时候了。

根据GK Dragonomics数据统计,中国企业债务从去年占GDP的108%上升至2012年的122%,创出

经济增长亟待弱化政府投资倾向

是中国经济增长的主要引擎。

中国投资率当然与中国资本深化进程有关,但与资本利用率低也不无关系。增量资本产出率是一项可代表资本边际效率的指标。增量资本产出率(ICOR=投资增加量/生产总值增加量之比)表明,当ICOR提高时,增加单位总产出所需要资本增量增大,也就意味着投资的效率下降。笔者计算了中国1978-2008年30年的实际ICOR,结果显示,中国增量资本产出率在改革开放之后边际资本产出率均值为2.56,并在上世纪80年代中期和90年代初达到高峰之后,在近5年又呈逐年上升趋势,这表明资本利用率加大,而投资效率呈下降态势。

可见,由于投资的高效收益下降,实现高速增长必须依赖更高的投资比率,需要大量资本,通过资本深化和资本积累,实现经济高速增长,因此资本低效率的投资不断加大投资规模,会在短时间内积聚过剩的生产能力。当过剩的生产能力在国内市场找不到实际有效需求就会促使企业加大出口,形成出口

导向和资本密集导向的产业结构,经济增长凸现粗放型特征。因此,高投资是中国经济高投入、高消耗、高增长、低效益的“库兹涅茨增长”的内在根源。

然而,高投资不仅造成投资消费失衡,加剧产能过剩,也不可避免地与高风险相伴,投资—债务—信贷”正在形成一个相互加强的风险循环。如果产能扩张是建立在信用扩张基础上,生产过剩危机必然会引起非常大的金融风险。近两年投资迅速增长,资金来源主要来自银行信贷,导致银行贷款规模急剧扩张,带来银行资本充足率和资产质量下降等一系列问题,同时银行体系的货币创造功能衍生巨额流动性,也成为滋生房地产资产价格膨胀、通货膨胀和债务膨胀的诱因。

旺盛的投资需求引发了强劲的货币需求。2009年至2010年期间,随着政府大幅增加通过银行融资的投资支出,中国经历了急速的信贷扩张,信贷/GDP比重2009年迅速攀升到了24%(虽然去年的增速已经降到了4%),而M2/GDP更

是达到180%,居全球之冠。可见,投资扩张所引致的信贷膨胀溢出投资的通货膨胀”是金融危机以来中国通货膨胀的主要推手。此外,地方债务风险的背后也是无法遏制的投资冲动。金融危机期间,为刺激经济而采取的积极财政政策,使得地方政府融资平台规模大幅扩张,地方融资平台从2008年的2000个左右,上升至目前的1万个左右,扩张速度惊人,或有债务风险加大。与此同时,过度投资也让企业债务风险开始逐步显露。宏观经济疲软、企业利润增速全面下滑,以资本充足率和资产质量下降等一系列问题,同时银行体系的货币创造功能衍生巨额流动性,也成为滋生房地产资产价格膨胀、通货膨胀和债务膨胀的诱因。

旺盛的投资需求引发了强劲的货币需求。2009年至2010年期间,随着政府大幅增加通过银行融资的投资支出,中国经历了急速的信贷扩张,信贷/GDP比重2009年迅速攀升到了24%(虽然去年的增速已经降到了4%),而M2/GDP更

□国家信息中心预测部 张莱楠

国家统计局最新数据显示,1-11月份,全国固定资产投资同比名义增长20.7%。季调后11月份固定资产投资环比增长1.26%,其中新开工项目增长28.8%,新开工项目计划总投资增幅比1-10月加快2.1个百分点,投资需求的增长成为本轮经济反弹的最大动力。

其实,当前中国经济面临的重大风险绝非经济失速的风险,而是对既有增长路径的过度依赖。根据世界银行测算,改革开放三十年来中国年均9.8%的增长率,除了有2-4个百分点是全要素生产率贡献外,其余6-8个百分点的增长率几乎都是来自于投资的贡献。1995-2010年中国经济年平均增长率9.92%;1995年-2010年中国的固定资产投资规模增长11.23倍,年平均增长率达到20%,全社会固定资产投资占GDP的平均比重达到41.63%,2009年投资占GDP比重更是达到67.05%的历史最高水平。近几年,在外需不振、消费增长乏力的情况下,投资还