

# 收入倍增不一定导致物价跳涨

□国家发改委价格监测中心 徐连仲

## 调整三大需求增长结构

居民收入的增长,将提高居民的购买力,增加居民的消费,进而拉动价格总水平上涨。也就是说居民收入的增长会增加居民消费需求,但这仅仅是总需求增加的一个方面,是价格总水平上涨的一个因素。一方面,居民消费需求增加以后,消费对经济增长的促进作用增加,而经济增长中对投资和出口需求的压力就会减弱,这会在一定程度上减小因投资和出口需求增长而产生的对价格总水平的拉动作用。

目前我国经济增长中由于投资、消费、出口三大需求结构不均衡,经济增长过度依赖投资和出口,对价格上涨形成压力,也造成经济增长的不稳定性。同时,造成投入产出的不合理和资源的浪费,经济增长的质量和效益不高,对价格上涨不但形成现实压力,还会形成

潜在的、长期的压力,并产生巨大的价格上涨预期。经济效益低下的出口,造成国内供给的不足特别是资源供不应求矛盾的恶化,这会加剧国内价格上涨的压力;在投资效益低下的情况下,过度的投资需要大量的进口原油、矿产等资源,从而产生输入性通货膨胀压力,更会促进国内价格的上涨。而在拉动经济增长的三大需求均衡增长的情况下,国民经济的增長会更加高效、健康、合理,可以减轻对价格上涨的压力。

调整三大需求的增长结构,即合理提高消费需求增长速度,适度放缓投资及出口增长速度,使三大需求增长与供给的增长(GDP的增长)相协调,则既可以保持国民经济的健康快速增长,又可以抑制价格总水平的过大幅度的上涨。

## 调整国民收入分配结构

从国民收入分配角度而言,国民收入分为居民收入、企业收入和政府收入三大部分。要达到城乡居民人均实际收入到2020年翻一番,除了保持一定的经济增速外,还要进行国民收入分配的结构性调整。

一方面,要促进城乡居民收入的增长,使居民收入与国民经济增长速度基本同步;另一方面要抑制政府和企业收入的过快增长,使政府收入与企业的收入增长速度与国民经济增长基本同步,即政府、企业、居民收入的增长速度总体上要与国民经济增长速度相协调。这是确保城乡居民人均实际收入在2020年翻一番,且不导致价格总水平大幅度上涨的重要条件。

从近些年国民收入分配变化的实际情况来看,政府的财政收入、企业的利润收入和居民收入增长速度呈现明显的不协调状态,主要表现为财政收入和企业利润增长过快而居民收入增长较慢。

调整国民收入分配结构首先要抑制政府财政收入占GDP的比重持续上升的势头,使国民收入分配适度向居民倾斜,控制财政收入的增长速度使之与GDP的增长速度相适应。一方面,政府要减免税费、减轻企业和居民的负担,特别是要在减轻中小企业的税负、提高居民个人

## 调整居民内部分配结构

调整居民内部的收入分配结构,主要是使国民收入向中低收入阶层倾斜,加快中低收入阶层居民的收入增长速度,这对于改善国民收入的社会公平性、强化增加居民收入对消费促进、保持经济与社会稳定发展,以及提高中低收入阶层居民对价格上涨的承受能力都有巨大的意义。

当前我国国民分配在居民内部存在严重分配不公现象,从现在的情况来看,城乡居民之间收入差距维持在3.3倍左右,行业间差距最高达到15倍之多。在行业企业内部,工资、福利向少数人集中的趋势正不断加强。2008年全国国有及控股企业财务决算反映,当年中央企业人均福利费支出为3387元,其中最高的为4.46万元,最低的为149元,相差近300倍。

从基尼系数上看,我国基尼系数从1990年的0.35急剧上升到2005年的0.45、2008年进一步升到0.48、2009-2012年稳定在0.48左右波动。基尼系数用以判断分配平等程度,0.4至0.5表示收入差距较大,0.5以上表示收入差距悬殊。基尼系数表示,我国目前居民收入呈明显的收入分配差距过大。

如果在2020年实现城乡居民实际收入翻一番,且中低收入居民增长更快,低收入居民的实际支付能力成倍增长,即使价格总水平出现一定幅度的上涨,也不会增加居民的支出压力,对于居民生活水平的提

高也是有利的。

事实上,居民担心的并不是价格的上涨,而是价格上涨所形成的支出压力。如果居民收入的增长速度明显快于价格上涨所造成的实际压力,人们也会有幸福感。而城乡居民收入是剔除价格上涨之后的实际增长,对于增加居民承受价格上涨的能力也是实实在在的。如果中低收入阶层的实际收入增长更快,则中低收入居民对价格上涨的承受能力就会大大加强,完全可以承受价格总水平的温和上涨。而在价格总水平温和上涨的市场环境下,对于企业的经营和国民经济的健康增长都是有利的。

因此,在实现城乡居民实际收入倍增的前提下,价格总水平出现一定幅度的温和上涨,既不会对居民生活支出增加压力,还会为国民经济增长和企业经营创造良好的市场销售环境。从这个意义上讲,在价格合理的温和上涨的情况下,提高居民对价格上涨的承受能力,比单纯控制价格上涨涨幅更具有积极的意义。

上述分析表明,城乡居民收入倍增计划虽然将对价格上涨形成较大的价格上涨压力,但并不一定会造成价格总水平大幅度上涨的结果。在国民经济保持适度快速增长、积极转变经济增长方式、提高经济增长质量、加速调整经济结构,以及合理调整国民收入分配结构、改善居民内部分配结构的情况下,是可以实现城乡居民实际收入倍增的前提下,保持价格总水平的温和上涨的。

国务院日前批转的《关于深化收入分配制度改革的若干意见》明确提出,到2020年实现城乡居民人均实际收入比2010年翻一番。对此,有观点认为,在实现居民收入倍增的同时,价格总水平将出现大幅上涨。

笔者认为,居民收入倍增的结果有可能使价格总水平出现较大幅度的上涨,但价格总水平大幅度上涨不是必然结果。如果各种关系处理得好,可以在实现居民收入翻番的同时,保持价格总水平3%至5%的温和上涨。



# 经济出现“滞胀”可能性不大

□中国人保资产管理公司 蔡红标

今年前两个月的经济形势可谓“喜忧参半”。惊喜来自进出口数据,尽管有春节因素扰动,但2月出口增速高达21.8%,前两个月出口增速达23.6%,为过去三年同期最佳;担忧来自工业数据,2月增长率不到两位数,仅为9.9%。与此对应,电力增长仅为5.5%,表明传统制造业尤其是重工业表现欠佳,突出反映出目前相当多的行业产能过剩。另外,消费增速出现明显放缓,受房地产调控影响,固定资产投资也有轻微放缓,估计3月会进一步显现。

目前对于经济弱复苏的担忧确实存在,但综合而言,目前经济形势还不错。主要是外需升温将带动内需增长,尤其是国内企业家的预期会有明显改善;固定资产投资、工业数据在3月会显著恢复到正常水平。在这个逻辑下,根据今年一二月份的情况,结合2010年至2012年一季度的数据对比分析,可以初步判断:今年一季度的GDP增速应在8.2%至8.4%之间,甚至超出预期;2012年一季度GDP增速的官方数据为8.1%,但按照笔者方法测算,实际增速可能为7.7%,即2012年一季度确实是基数较低。如果以上推论正确,那么可以认定:自去年三季度GDP增速见底以来,将是连续两个季度出现增速回升。由此分析,经济复苏迹象明显,但二季度经济增长率能否在此基础上继续回升,尚需进一步观察。

按照笔者的逻辑推论,加上误差分析,今年一季度GDP增速的理论值或达8.9%。OECD发布的最新报告称,中国经济在2013年的涨幅将达8.5%,2014年的涨幅可能会更高。这远高于目前其它机构的预测,也明显高于中国政府今年的增长目标。过去多年的历史数据表明,OECD对中国经济的预测相对比较准确。从此角度看,对今年经济形势没必要过于悲观。

那么,今年国内经济是否会出现过热或者“滞胀”?从目前的情况看,两者出现的可能性均不大。通货膨胀目前还比较温和,但在农村居民消费价格指数环比增幅高于城市的情况下,应对此保持一定的警惕。

关于货币政策,应重新审视信贷规模在货币政策中的地位。笔者认为,有充分理由相信,社会融资规模才是决定货币政策走向的真实风向标。基于此,笔者对今年一季度乃至全年的货币发行规模分析如下。

2012年的M2增速是13.8%,对应的信贷增速为9.77%。那么,按照这一比例,2013年所对应的信贷增速应当在9.2%,即信贷绝对额为9万亿。因此,不能简单地把2月份信贷同比少增907亿元认为是“信贷收紧”,这更多的是由于1月信贷增长过快所导致的“均衡投放”的短期现象。

必须看到,近两年来,社会融资规模代表实际的货币政策方向。2012年贷款占同期社会融资规模的52.1%,同比下降6.1%;而2013年前两个月,贷款占同期社会融资规模的比例进一步下降到46.8%,

较上年进一步降低3.3个百分点。如以这一比例分析,今年的社会融资规模将达到19.23万亿元。同样,今年银行实际贷款规模将达16.17万亿,即比2012年增加2.9万亿。如果按照这一预测数据分析,今年前两个月信贷占全年的18.78%。社会融资规模也是如此,而这也完全符合央行均衡投放原则。因此,只要3月信贷投放放在1万亿元左右(去年同期为1.01万亿元),则前述推理就是合理的。笔者认为,从目前来看,仅仅2月的信贷数据并不表明实际的货币政策已经转向。

从前述分析看,如果今年银行实际信贷增长22%,考虑到利率市场化所导致的息差减少(中性假设为10%),那么今年银行业的净利润仍能增长20%左右。当然,由于拨备差异等原因,实际银行业的净利润增长,尤其是四大行的增速会明显低于股份制银行。笔者认为,今年上半年银行股存在着非常稳定的业绩增长,也意味着二级市场存在机会。

总之,尽管扰动因素较多,但目前的经济形势好于预期。新一届政府上任后,仍将把经济增长放在发展首位。新型城镇化的内核需要进一步观察,但其投资的本质不会改变。这对于拉动经济无疑将注入强劲的动力。同样,在经济增长未达到一定程度前,即使物价增速在个别月份超过年度目标,也不必担心政府会采取断然措施,毕竟适度通胀有利于经济的平稳发展。从这个角度看,笔者认为对目前股市没必要盲目乐观,但也决不能过度悲观。

发行的物价因子是上一期决定的。实际上,货币超发与否并没有一个令人信服指标体系。

M2/GDP高企引发的通胀担忧根源在于:一是货币主义的教义认定一切通胀都是货币现象,通胀与货币供应有直接的联系;二是中国经济体生活中的通胀压力“感觉”要比数据显示得更为明显,居民对物价的影响因子非常敏感;三是外国经济体的极度宽松和“以邻为壑”的货币政策,给中国的流动性和潜在的通胀带来更大的压力。

通胀的根源实际上是多方面的。除了货币超发带来的流动性过剩可能使物价出现上升螺旋趋势之外,还有需求拉动型通胀、成本推动型通胀和输入型通胀。其中,成本推动型通胀最具有黏性。

我国的通胀压力如此之大,一是物价篮子中食品占比较大,食品价格的季节波动性较大,受供需影响也较大,比如2月份食品价格上涨6%,是物价上行的最大贡献因素。二是农产品和非贸易品价格上行或是一个趋势,主要在于我国的要素结构的变化,非贸易品相对贸易品、农产品相对工业品的价格上升是有要素基础,这形成一定的通胀预期。三

是最为内在的因素,潜在产出水平在下降,但是政府政策更多是基于需求管理的凯恩斯框架,使得名义产出水平经常高于潜在产出水平形成正的产出缺口,导致物价上行压力。最后,货币增速较高也是通胀压力的一个重要因素。

将M2/GDP的高企等同于货币超发,或等同于严重的通胀压力是片面的。但将M2/GDP屡创新高置之不理是不负责任的。货币是经济增长和物价的内在因素,货币超发对经济产出和通货膨胀的影响机制是毋庸置疑的。

对于货币政策当局而言,防范M2/GDP持续高企并出台相应的政策措施具有现实意义。一是适当管控货币增速,使得M2/GDP水平下降,以有效管理通胀预期,缓解通货膨胀螺旋的压力,同时可以改变资产市场的风险偏好。二是货币当局应该持续有效地进行市场化改革,使得M2/GDP高企的因素逐步缓解。三是通过M2/GDP高企机制的研究,注重货币需求的长期机制建设,形成稳定的货币政策目标框架和市场预期。四是做好应对预案,防范金融风险,M2/GDP高企可能是资源错配甚至是金融风险积聚的前兆。

## 债市发展应与银行转型良性互动

□中国银行间市场交易商协会 副秘书长 杨农

近年来,我国债券市场得到长足发展。随着规模的扩容和成熟度的提高,债券市场乃至整个金融市场优化资源配置、改善宏观调控、服务实体经济的功能不断强化,在整个金融体系中的地位不断跃升。究其原因,有深化改革和改进政策措施的动因,更离不开居于金融体系核心地位的商业银行的积极推动。商业银行已经成为债券市场及金融市场的主力投资机构,自身角色定位和经营理念亦随着市场发展面临较大转型压力。加快发展债券市场,实现债市发展与商业银行转型的良性互动,将对健全我国金融市场、完善金融体系发挥关键作用。

### 商业银行新定位

随着我国金融市场尤其是债券市场继续深化发展、稳步迈进,商业银行从业务运营到风险管理、从服务定位到盈利模式、从产品创新到规模扩张,都将发生深刻变化。

一是商业银行将突破尴尬的“中间人”角色。以债券市场为代表的金融市场的发展,使商业银行终于获得从“吸收存款、发放贷款”这种简单循环中跳脱出来的机会。债券市场的发展,使商业银行可以作为发行人募集资金、作为承销商充当投资银行、作为投资者购买债券、作为咨询者提供建议,甚至可以通过金融创新提升资产流动性、降低风险,进而成为真正意义上的现代化金融服务商。

二是商业银行将从“供给社会资本”向“管理国民财富”转变。在金融市场发展起来之前,我国投融资方式基本以银行贷款的间接融资为主,银行是社会资本的主要供给者。随着债券市场蓬勃发展,原先一元化融资体制逐步被银行间接融资和金融市场直接融资的二元融资体制所替代。按照这一趋势,根据国际金融市场发展的经验和路径,我国商业银行将逐步从“路经资本供给”向“国民财富管理”转变,而这一切离不开以金融市场尤其是债券市场的深化发展。

三是金融市场深化将进一步推动商业银行业务结构转型。以银行间债券市场为主的债券市场业务快速发展,各类型企业客户都在不断依赖发行债券等直接融资渠道获取短期流动资金或长期项目资金。于是商业银行传统以贷款导向为主的业务模式不断受到冲击,而以承销分销为代表的投资银行业务和资金投资业务则获得了更大的发展空间,增强商业银行的竞争力和抗风险能力。在利率市场化改革的背景下,以债券市场为主的资本市场业务快速发展使得商业银行的业务运营模式面临变革,虽然商业银行将会继续发挥其贷款投放、资金清算等方面的功能,但其经营的环境和方式将发生相当大的变化,不能及时和持续创新的机构势必被时代所淘汰。

四是金融市场发展将推动商业银行转变风险管理理念,丰富风险管理技术,提升风险管理水平。银行间债券市场的快速发展,为债券市场中的信用产品、衍生产品和复杂结构性产品,提供了不同信用等级和期限产品的收益率曲线。新巴塞尔协议为商业银行提出了信用风险定量管理的具体模型和建议,基于市场化利率水平判断潜在风险,进而能够运用高级内部信用风险管理模型的银行能够大幅度降低管制资本要求,从而进一步提高自身竞争力。

五是金融市场发展成功打破了商业银行盈利模式和垄断利润的枷锁,赋予商业银行更多更大的成长空间。债券市场的发展,从客观上推动了利率市场化改革的深化,对于以往习惯依靠利差谋取利润的商业银行而言,整个盈利模式都发生改变。但是,利差归根结底还是我国市场化改革不够完全、市场机制不够完善的阶段性产物,我国商业银行的未来势必不能单纯依靠利差这种盈利模式继续成长。

### 加强债券投资管理

环境变化和金融市场发展要求,催生了商业银行由单一角色到符合角色的演变。这一过程中,对于商业银行的传统性的认识和看法也需要适时调整,以更加理性的视角审视商业银行与金融市场的关系。其中,有三方面的认识尤其值得关注。

首先,商业银行持债比重高是当前债市发展中的基本特点。在当前的债券市场持有者结构中,商业银行持债的比例已经占据主导地位。商业银行投资债券是其作为投资者的理性选择。与贷款产品相比,债券产品在风险分散和信息公开披露等方面有着明显的优势。作为存贷款业务的经营者,商业银行最重要的风险来源是由存款期限的不确定性与贷款期限的确定性所造成的期限错配。而债券具有更高的流动性,商业银行可以通过投资债券来更好地实现资产与负债的期限匹配。另外,债券市场的信息披露更为充分,而且由众多拥有强大信息搜集能力的机构投资者共同为债券的信用风险定价。与单个银行的贷款定价相比,债券市场定价机制的准确性显然更高。

当前债券市场的持有者结构是我国金融结构演进的自然结果。商业银行和其他机构投资者(如券商和基金)都可以发挥配置金融资源的功能。商业银行持债比例过高的本质原因是我国居民现有的存款倾向过高。在商业银行可以成为发行人募集资金、作为承销商充当投资银行、作为投资者购买债券、作为咨询者提供建议,甚至可以通过金融创新提升资产流动性、降低风险,进而成为真正意义上的现代化金融服务商。

其次,持债比重高并不意味着面临更大经营风险。商业银行作为债券市场上重要的投资人,不可避免要承担相应的投资风险。

作为一种资产配置方式,投资债券将不可避免地带来风险。商业银行作为一个追求盈利的微观主体,自然应当承担与收益相对应的风险。而且如前所述,相对于贷款而言,债券具有更小的流动性风险,信用风险定价也更为准确。从风险管理的角度来看,这已是一个巨大的进步。更何况从目前来看,由于我国公司信用类债券市场尚未发生一笔实质性违约,银行作为投资人职能所能承担的风险损失是非常小的。当然,债券市场上的违约迟早会来临,但绝不能因为商业银行基于债券投资而遭受损失,就质疑商业银行的投资人角色。

商业银行在投资债券过程中承担一定程度的市场风险,正是促使其向市场交易人身份转变的重要动力。2012年,银行间债券市场现券交易规模占整个债券市场现券交易规模的99.2%,回购交易规模占比较小,但也高达79.4%。尽管相对于其他一些机构投资者,商业银行对回购交易的偏好确实较低。但在债券市场发展初期,交易者基于风险管理目标而适当控制交易杠杆有其合理性。

再次,持债比重高并不必然降低商业银行的盈利性。一方面,商业银行利润空间的削减,本质上是金融与实体经济之间利益的再优化,有利于形成金融与实体经济的共生共荣。另一方面,传统业务利差的收窄必然会刺激商业银行在推动金融创新方面投入更多精力,这反而更有助于商业银行提高服务实体经济的能力。

此外,债券市场发展为商业银行开展金融创新提供了便利条件。在金融发展史上,商业银行是最多运用金融创新的机构,而债券市场是金融创新最密集的市场。目前,各国金融市场上最前沿的、对商业银行发展具有积极意义的创新型产品,如信用衍生产品、资产证券化产品等都是依托债券市场产生的。因此,投资债券对商业银行盈利的挤压是暂时的。长期来看,债券市场发展对提高商业银行运营效率的积极作用更为重要。