

经济下行趋势下的政策选择

□华夏银行首席财务官 宋继清

一季度我国经济增速继续下行,实际上自2008年开始已经进入下行通道,中长期经济增长中枢下移难以避免。进入新世纪以来,我国经济走势形成了一个完整的倒“W”形态。

从发展的角度看,在经历了30多年的高速增长之后,随着人口及入世红利逐渐消减、原有的改革红利逐渐释放完毕,基础设施投资潜力减弱,技术引进所带来的效益降低,资源约束逐步增强,中国经济自身已经进入从外延式的规模扩张向内涵式的结构调整、从投资出口主导向消费主导、从政策刺激向内生增长转变的拐点。受内外部因素叠加影响,中国经济实际上已经进入趋势性减速通道。

中长期增长中枢下移难避免

经过三十多年的高速发展,大规模投资建设高峰期已经基本结束。在四万亿投资刺激下,2009年三季度,资本形成总额(投资)对中国经济增长的贡献率达到新世纪以来的最高点,为94.9%,到2010年一季度则迅速下滑至57.9%,此后逐步下滑。今年一季度,投资贡献率更是跌至30.3%,已经达到近几年的最低点。

受地方政府债务持续攀升影响,地方政府投融资能力下降。国家持续加强房地产市场调控,地方政府土地财政收入下滑,地方财政捉襟见肘。同时,商业银行收紧地方政府平台融资,地方政府越来越难以获得银行贷款支持。企业扩产的积极性不足,投资意愿下降。受经济放缓影响,不少企业经营困难加剧、盈利能力下降,主动补库存和加大生产力度的意愿不足,有的甚至仍处于去库存化的过程中,因此投资需求和意愿均有所下降。

净出口对中国经济增长拉动作用难以改观。自2008年经济危机以来,全球经济复苏缓慢,中国出口贸易受到较大影响。2009-2012年,净出口对经济增长的贡献率分别为-44.8%、7.9%、-5.8%和-2.2%。预计短期内,净出口对经济增长的拉动作用难以改观。

短期内消费对经济拉动的主导作用难以显现。2009-2012年,消费对经济增长的贡献率分别为52.5%、37.3%、51.6%和51.8%。尽管2012年消费贡献率已经超过投资贡献率,但短期内消费仍难以发挥主导作用。中长期看,随着居民收入的增加、社会保障体系的完善、收入分配改革和消费环境的改善,消费将逐步成为我国经济增长的主要拉动力。

但在短期内消费对经济拉动的的主导作用还难以显现,一是我国医疗、养老等社会保障方面还不完善,社保水平较低,居民防御性储蓄增加造成消费率低。二是住房、教育、医疗等支出居高不下,这些硬性需求制约着人们的消费能力。三是收入分配不均衡,居民报酬占比下降,居民实际购买力提升乏力。第四,农村人口向城市转移困难,难以形成新的消费群体和消费需求。短期内,这些制约消费的因素尚难以解决。

政策选择空间越来越小

通常情况下,政府调控经济的最主要目标是促进经济增长,增加

就业、稳定物价、保持国际收支平衡。实际上,促进经济增长、保持国际收支平衡都属于过程目标或间接目标,而增加就业、稳定物价则与人民生活及社会稳定息息相关,属于宏观调控的最终目标或直接目标。要增加就业就必须要有有一定的经济增长,同时,经济增长也能够适当提高民众对通货膨胀的容忍度。尽管近年来政府对经济增速放缓的容忍度有所提高,但“增加就业和物价稳定”这两个目标实际上已经为经济增长划定了一条看不见的“底线”。

从2006年开始,我国一些沿海地区逐渐出现了“民工荒”现象,一些企业面临招工难的问题,这是中国经济面临的一种新现象,但这一现象客观上提高了政府对经济增速放缓的容忍度。实际上,“民工荒”只是就业问题的一面,另一面还有大量的高校毕业生就业难。综合考虑,经济增长在7.5%左右,CPI在4% (政府目标为3.5%)以内或许就是决策层所能够容忍的“底线”。

目前经济下行的趋势已经超出了市场的预期。财政政策方面,有效投资不足,企业投资意愿不强,而地方政府债务压力巨大,虽有投资意愿但投融资能力受限。货币政策方面,在内外部需求低迷、国家严控房地产价格上涨的背景下,地方政府投融资能力下降,国家持续加强房地产市场调控,地方政府土地财政收入下滑,地方财政捉襟见肘。同时,商业银行收紧地方政府平台融资,地方政府越来越难以获得银行贷款支持。企业扩产的积极性不足,投资意愿下降。受经济放缓影响,不少企业经营困难加剧、盈利能力下降,主动补库存和加大生产力度的意愿不足,有的甚至仍处于去库存化的过程中,因此投资需求和意愿均有所下降。

在传统经济刺激手段日渐失效的情况下,各国不约而同地开动印钞机,增加基础货币供给,即所谓的“量化宽松政策”。“M2/GDP”通常被用来度量一国的货币超发程度,一般而言,该比值越大,货币超发越严重。从世界银行提供的截至2011年的数据来看,该比例的全球平均值为126%。值得注意的是,尽管金融危机后我国M2/GDP持续上升,但无论是经济增速还是CPI走势都没有表现出应有的同步性。一方面,我国GDP增速和CPI或许都被低估。另一方面也说明,靠增加货币供应量已经难以对出口及经济增长产生有效刺激作用。

在投资拉动作用减弱、出口低迷、消费增长缓慢而货币供应量相对较为充足的背景下,央行选择降息的空间已经不大。因此,无论是财政政策还是货币政策,决策层所面临的政策选择空间已经越来越小。对于当前的经济形势,决策层显然已有清醒的认识。近两年,中国政府主动下调了经济增长目标,这表明决策层已经意识到高增长的不可持续以及经济刺激政策的局限性。

“底线”决定下阶段政策选择

从目前趋势来看,近期经济或将继续下行。经济下行的程度和决策层对经济增速放缓的“底线”,共同决定下一阶段的政策选择。如果经济下行程度仍在容忍范围之内,政府或将着眼长远,推动经济转型,打造中国经济的升级版。如果经济下滑程度超出容忍范围,政府为避免经济增长出现失速下滑风险,或将采取长期措施予以“兜底”。

从长期政策选项而言,首要工作就是推动改革和创新,通过深化改革改善经济结构,增加供给、创

造需求,最大限度释放改革红利。改革是中国经济长期健康发展的最大机会,也是改变市场对经济下行预期最有效的手段。

首先,要减少政府对经济的干预,大力推进“国退民进”,对民营企业 and 民间资本逐步放开投资领域,放开市场准入。要将经济发展的主动权交还给企业和市场,给予私有产权更好的保护,从而提振民间投资的信心。

其次,加快推进收入分配制度改革,提高低收入群体收入水平,提高中等收入群体占比,从而提升居民的消费预期和信心,推动有效消费需求的形成,积累经济发展的“正能量”。

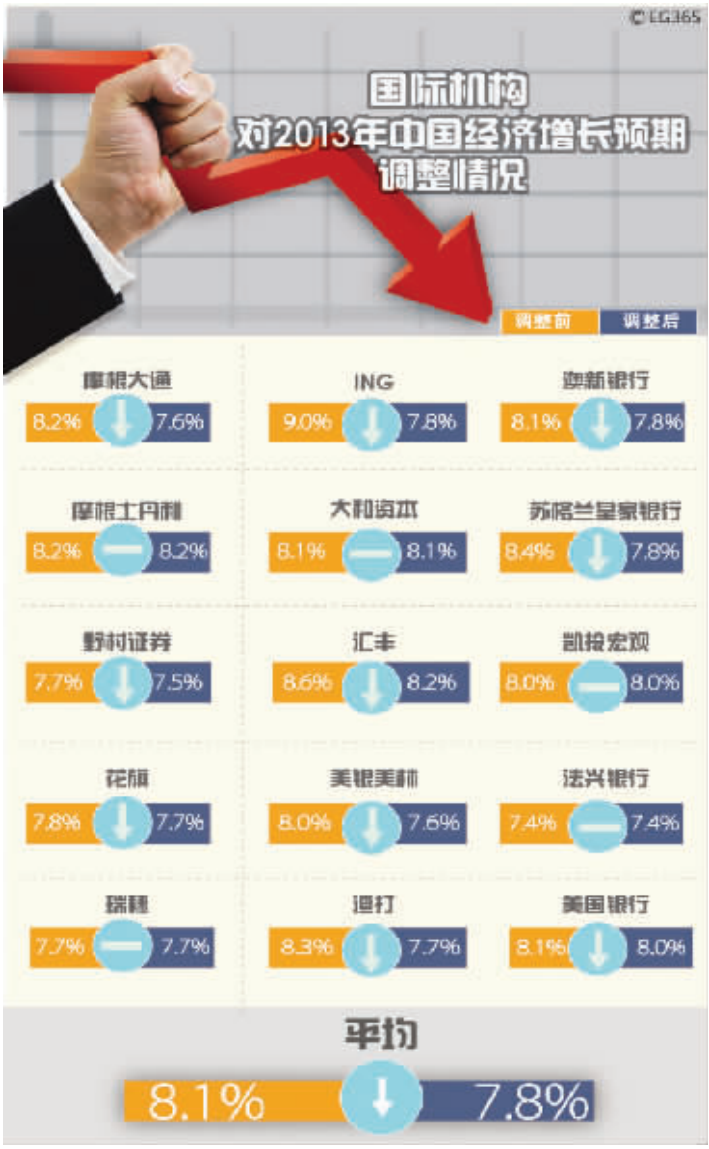
第三,加快建设城乡一体化的社会保障制度,提高社会保障的覆盖面和保障水平,实现住房、医疗、教育、就业等公共服务的均等化,做到人人享有基本生活保障。第四,加快推进农村土地流转制度改革和户籍制度改革,通过土地流转、人地分离,推进农业规模化经营,加快农业现代化,打造未来中国经济的新增长点。

从中期政策选项来看,要加快新型城镇化建设。城镇化是推进经济结构战略性调整的主要手段,是扩大内需的最大潜在动力,是推动各项改革的战略突破口,也是我国未来经济增长的巨大引擎。新型城镇化重点应该由土地城市化向人口城市化和工业城市化转变,转变的重点应该是在城市打工的广大农民工的市民化。据测算,城镇化水平提高1个百分点,将拉动最终消费增长约1.6个百分点;每转移1个农民工,大概需要10万元的投资。农民工市民化,不仅有助于释放农民工的消费需求,还能够拉动相关领域的投资。

如果经济下行超出容忍范围,为避免下行失速,则有必要采取相应的短期措施。短期政策首选仍是投资拉动,尽管并非最佳选项,但投资作为拉动经济增长的主动力仍能够发挥重要作用,短期内仍难以替代。投资的重点首先是重点建设项目、基础设施建设等,尤其是中西部地区的铁路、公路等交通设施、电力设施以及城市给排水设施建设等;其次是加大保障房项目建设;第三是加快环境保护、信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车等战略性新兴产业建设。

最后,适当调整房地产调控政策也是可以考虑的政策选项。虽然中央多次强调坚持房地产调控政策不动摇,但地方政府处于控房价和稳增长的两难境地,受多种因素制约,实际调控效果不仅难以显现,甚至适得其反。

当前房地产调控采用限价、限购等行政手段,这只能是过渡措施,因此有必要进行适当调整。调整的方向应是差别化调控,首先是适当加大对刚性需求和改善性需求政策支持,包括金融支持等;其次是加大对保障房建设的支持力度,对保障房要坚持限价、限购、限面积;第三是应尽快扩大房产税征收范围,改征收流转税为征收持有税,在做到保证税负公平的同时,鼓励交易,推动更多的存量住宅进入交易市场,进而推动房地产市场长期健康发展。



CFP图片

中国经济需加快转变增长模式

□亚历山大·弗里德曼

按照目前的经济增长率,中国只需九年就能让大约1亿人脱离贫困状态。而欧元区国家的GDP仍在2008年水平之下苦苦挣扎,美国享受中国式增长还要追溯到1984年。

近几年来,西方国家经济表现平平,因此毫不奇怪他们对中国经济活力的羡慕,这也体现于其官方政策中。最新的例子包括直接市场干预,比如美国试图通过“旧车换现金”项目提振汽车工业、英国政府试图保证将按揭纳入其“购买”制度,从而提振英国房地产市场等。

就连此前一直保持独立的中央银行也无法脱俗,美联储被鼓励购买90%的美国国债净发行量,成为美国财政预算的实际出资者,并通过由此产生的负实际利率,让意欲存钱而不是花钱的企业和个人会因为储蓄而丧失购买力。

而在西方国家倒向中央集权的同时,中国却在向相反的方向前进——其最近金融体系自由化的动作就是明证。在短数十年间,中国的国家指导银行贷款占新增信用创造比从92%降到50%以下。

西方模仿中国的障碍在于它无法复制中国增长的条件及其贯彻措施的决心。因此,西方突然转向国家资本主义更可能导致资本的错误配置,重蹈中国钢铁工业供给大量过剩的覆辙,而无法获得耀眼的国民经济表现。

另一方面,中国向市场导向

的资本主义逐渐迈进也有潜在陷阱。只需要看看其最近曝出的所谓理财产品问题,就可以清楚地看到,监管制度缺失的改革意愿会产生一些问题。

理财产品通常作为储蓄存款的替代品面向个人销售。但由此集中起来的资金被投资于高风险资产,包括流向房地产开发商等公司的“信托贷款”。2012年,信托贷款数量的大幅增加,引起中国对理财产品可能成为下一个金融“大规模杀伤性武器”的严重担忧。

随之而来的国家理财产品监管给信用创造踩了一脚急刹车,这也让中国股市暴跌。但是,最终这些措施可以让中国的影子银行系统,能够用更可管理的节奏实现更加可持续的增长。

西方国家经济增长不振可能让中国政府更迫切地需要转变经济增长模式。但西方经济模式造就了前所未有的高生活水平,这,一成就不能因为一场危机而抹杀,不管这场危机维持多久。

中国经济的快速增长也不应该遮掩经济转型的需要。据IMF预测,2020—2025年间,中国将越过经济学家所谓的“刘易斯拐点”,庞大的低成本人工供给将耗尽,劳动力动员等因素对增长的贡献将走下坡路。随着未来几年人口和资源优势的缩小,国家导向经济模式不可避免的资本配置不当后果将显现出来。(亚历山大·弗里德曼是UBS财富管理公司全球首席投资官。本文来自Project Syndicate)

建立具有分层结构的做市商制度

□中国银行间市场交易商协会 李建云 邱杰

做市商制度的公开、有序、竞争性报价驱动机制是保障债券交易效率,提高市场流动性和稳定市场运行的有效手段,是场外债券市场有效运行的重要基础性制度之一。从国际债券市场的发展经验来看,做市商制度是通行的做法,在场外市场中做市商居于“核心”位置,发挥着活跃市场、稳定市场的重要作用。

相对于银行间债券市场的快速发展而言,该项制度在我国仍处于发展初期,现行做市商制度还不能完全适应市场发展的需要,在促进市场流动性提高方面的作用发挥还不够充分,存在做市的产品种类不足等现象。通过借鉴国际经验以及对于相关问题的总结,未来发展应关注以下几点:

第一,针对做市商做市动力不足的问题,加强对银行间债券市场做市商的政策支持。一是理顺政府债券和政策性金融债券承销商、普通投资者与做市商三者之间的关系,保证做市商享有一级市场购买债券的便利,同时在其国债、金融债券、短期融资券等债券一级市场的承销和认购上获得一定优先权;二是对于做市商,管理机构向其开展债券借贷业务,提供融券便利,便于其更好的管理存货头寸;三是完善做市商制度的优胜劣汰机制。

第二,完善做市商报价机制。一是降低做市商的准入资格,扩充做市商队伍,在做市商

中引入竞争机制,从而缩小价差幅度,提高市场效率。二是适度放宽目前对债券双边报价频率、报价价差等方面的要求,给予做市商做市的空间和自由度。此外,做市商在报价数据和成交数据获取方面的便利性上,要有别于一般投资者。三是推行竞争性报价,对每个双边报价券种的报价商数目进行明确规定。

第三,针对缺乏相关避险机制的问题,应发展衍生品市场,创新金融衍生工具来合理地规避风险。随着金融市场发展深化,应当稳步推进利率衍生工具的开发,培育构造一个由债券的即期市场、远期市场、期货市场等共同组成的完整的债券市场,便于做市商规避利率风险,提高做市的积极性。

第四,从长远发展来看,可考虑建立具有分层结构的做市商制度。

一是建立明确的做市商层次。可考虑建立三个层次的市场,既做市商内部市场,做市商面向客户的公开市场、客户之间的市场。尤其重要的是要建立做市商内部交易市场,赋予做市商更充分的供需信息以更好地形成报价。做市商内部市场建立后,可通过内部市场与其他做市商进行匿名大额交易来调整存货及管理风险,使其在不影响公开市场价格的情况下较为迅速地融通证券,抚平市场价格波动。二是进一步完善银行间经纪业务,便利做市商的交易撮合服务和匿名报价制度,为建立做市商内部市场提供条件支持。

中瑞自贸区传递“正能量”

□中国社科院世经政所 张琳

中国—瑞士日前签署了结束双边自贸协定谈判的谅解备忘录,这标志着双方自贸区即将签署和启动,中瑞双方正在就协议的内容履行国内的程序,预计今年7月正式签署协议。中国—瑞士自贸区是中国在欧洲大陆达成的首个自贸区,这也标志着我国全面、高水平自贸区模板已经形成。

令人瞩目的“欧洲首个”

目前,中欧双边经贸关系正处于风口浪尖,欧盟对华启动光伏产业反倾销,中国启动对欧葡萄酒反倾销,双方“贸易战”一触即发。作为我国与发达国家签署的第二个自贸区,与欧洲大陆达成的“首个”自贸区——中瑞自贸区即将正式启动,成为了最令人瞩目的中欧“正能量”事件。

不同于欧盟及其成员国,2007年瑞士成为欧洲国家中第一个承认中国完全市场经济地位的国家,这一共识成为中瑞双方达成自贸区协议的基本前提。瑞士属于欧洲自由贸易联盟(其他三个成员为挪威、冰岛和列支敦士登),在联盟中处于领头羊的地位。

中瑞双方经贸关系具有高度互补性。中国是人口众多的发展大国,拥有快速的经济增长力,发展潜力巨大。其广阔的市场和购买力,成为吸引外国产品和直接投资的重要因素;瑞士为传统的工业化国家,在精密仪器、机械和钟表制造等行业拥有绝对的优势和竞争力。

海关数据显示,2011年双边贸易额首次突破300亿美元,是2008年贸易规模的三倍。

2012年,双边贸易额达263亿美元。其中,中国对瑞士出口额达34.9亿美元,进口额为228.1亿美元;瑞士对中国长期保持着贸易顺差。2013年第一季度,双边贸易额达159.67亿美元,有望再创新高。中瑞两国的贸易呈现了较强的增长趋势,规模不断扩大。中国已经超过日本成为瑞士在亚洲最大贸易伙伴,瑞士是中国在欧洲的第七大贸易伙伴国。从进出口结构来看,瑞士对华出口产品主要为机电产品、光学、钟表、电子产品;我国对瑞士出口的主要产品包括机电产品、纺织产品、化工产品、船舶。

高水平的自贸区模板

与中国和其他发展中国

□国家信息中心预测部

世界经济研究室副主任 张莱楠

在全球仍处于货币宽松的大背景下,美联储很可能成为发达国家中首个收紧货币政策的国家,而随着美联储政策收紧预期的加强,近几个月美国国债收益率持续走高,这对全球到底意味着什么?

由美国雷曼兄弟引发的国际金融危机把全球推向了低利率或零利率时代,为了降低偿债负担,发达国家普遍采取了长期零利率或量化宽松的方式,极尽可能地维持着脆弱的债务循环。在IMF追踪的1929年以来的14轮经济周期中,本轮复苏最缓慢,但信贷反弹却最快。目前全球央行的资产规模约为18万亿美元,占全球GDP的30%,是十年前的两倍。发达国家央行也通过压低官方基准利率引导市场实际利率走低。

为应对金融危机,自2007年8月起,美联储先后10次大规模降息,联邦利率从5.25%降至0-0.25%的目标区间,12次降低贴现率累计

575个基点至0.5%;欧央行先后8次降低主要再融资操作利率累计325个基点至0.78%;日本央行两度降息累计40个基点至0.1%;英格兰央行9次降息累计525个基点至历史最低0.5%水平。然而,发达国家央行极尽所能地压低利率,却导致了金融市场资金配置发生扭曲。在本轮金融危机和债务危机中,债务规模和赤字规模最大的美国却成为廉价债务融资的最大受益者。

一直以来,全球资本都对美国国债青睐有加。而这在2010-2012年表现得尤为明显,受欧债危机恶化带来的风险规避影响,美国10年期国债收益率一度跌至60多年的新低,这也使得美国政府近几年的借款包括债务再融资规模平均超过4万亿美元,但这也不断推升了美国的债务依存度。2010年以来美国政府的债务依存度已超过40%,远高于金融危机前8.7%的平均水平,2012年美国的债务依存度进一步逼近70%。

其实,在美国债券收益率曲线中,10年期国债收益率是全球经济和金融市场的风向标,这也决定着

美国长期利率的走势。然而,随着美联储不断传递政策转向的重要信号,美国国债收益率持续走高。5月以来,美国10年期收益率上升34%,两年期和十年期美国国债利率接近触及275个基点的新高。而十年期国债收益率目前持于2.2%左右,大幅高于去年三季度以来1.6%水平,为14个月以来的新高。美国债券利率上升意味着全球融资成本的上升,及全球资产的重新配置,这势必改变全球资金的风险偏好,使包括新兴经济体股市、黄金等贵金属、金融资产、非货币币等在内的广义资产价格出现大幅调整,近一时期全球金融市场的剧烈波动以及资金加速逃离新兴市场股其就是这一逻辑的真实体现。

然而,美国利率上行不仅带来全球跨境资本流动的冲击,对美国自身冲击也有所显现,直接冲击就是美国债券融资市场。相关数据显示,截至上周,仅有40多亿美元的投资级债券在市场上被售出,大幅低于今年以来每周232亿美元的平均水平。由于发行债券的溢价上

升,因此,自4月底以来,美国投资级债券的平均收益率上升了50个基点。与此同时,垃圾债的发行量开始大幅减少,上周发行额只有16亿美元,这与去年美国垃圾债市场火爆场面形成鲜明的反差。从历史数据来看,当前美国十年期国债2%的收益率水平处于绝对历史大底,但这种低利率是不可持续的,根据国会预算办公室(CBO)预计,美国十年期国债收益率可能在未来五年高于5%的水平。

本周美联储将举行议息会议,全球市场依然怀着种种恐惧心理,而美联储也不断地通过政策沟通来安抚市场。客观而言,美联储对政策退出还是相当谨慎,在美国经济复苏势头尚不算强劲的背景下,量化宽松的退出绝不可能一蹴而就,但从美国实体经济复苏的内在逻辑上看,政策从超宽松回归常态又势在必行。

笔者认为,美联储正在开始着手“退出路线图”,最终“退出”只是时机的选择问题。从退出路径看,美联储很可能将采取逆向操作,即先“退

出量化(减少债券购买)”,后“退出宽松(启动加息进程)”,政策调整的力度也要视情况而定。由于美国通胀预期比较稳定,且家庭去杠杆化进程持续、居民收入和消费增长趋缓、财政紧缩以及全球经济等不确定性因素的作用,为了避免对美国造成二次冲击,美联储不排除动用新的政策工具,在政策工具选择上美央行会选择对美国最有利的工具,并将目前超低利率稳步回调至理想化的“中性水平”,既不再产生刺激作用,又不妨碍经济继续增长。

然而,令全球金融市场极为不安的是,政策退出已经极大地推升了美国长期国债收益率水平。由于全球利率是以美国利率为基准的体系,随着美国真实利率上行,全球低利率环境很可能会在几年内结束。此外,从全球范围看,推动全球真实利率水平走高的还有全球经济再平衡的因素,特别是随着中国人口老龄化的启动,内需战略将遏制全球储蓄的增长,这种局面将推动全球真实利率大幅攀升,而这也意味着未来全球将进入金融动荡时期。