

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,地方政府捉襟见肘。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长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出来的“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长放缓的容忍度。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,虽然降息可以在一定程度上提振经济,但其所带来的信贷风险以及资产价格上涨等副作用让决策层不得不慎重。

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镇化向人口城镇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,为了避免下行失速,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力军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;第三是加快节能环保、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。

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



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,中国只须九年就能让大约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“伯克换现金”项目提振汽车产业、英国政府试图保证将按揭纳入其“助买”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%的美国国债年净发行量,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失去购买力。

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。在短短十年间,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将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

贡献将走向坡路。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)

全球真实利率或大幅攀升

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%,两年期和十年期国债利差近日

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。美国国债利率

上升意味着全球融资成本的上升以

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、非美货币等在内的广义资产

价格出现大幅调整,近期全球金

融市场的剧烈波动以及资金加速

逃离新兴市场股其实也是这一逻辑

的体现。

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

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底

位,但这种低利率是不可持续的,

根据美国预算办公室(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地谨慎,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”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)”,政策调整和力

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迟缓、

财政紧缩以及全球经济等不确定

因素的作用,为了避免对美国经济造

成二次冲击,美联储并不排除动

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。

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

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