

牺牲经济增速难突破二条底线

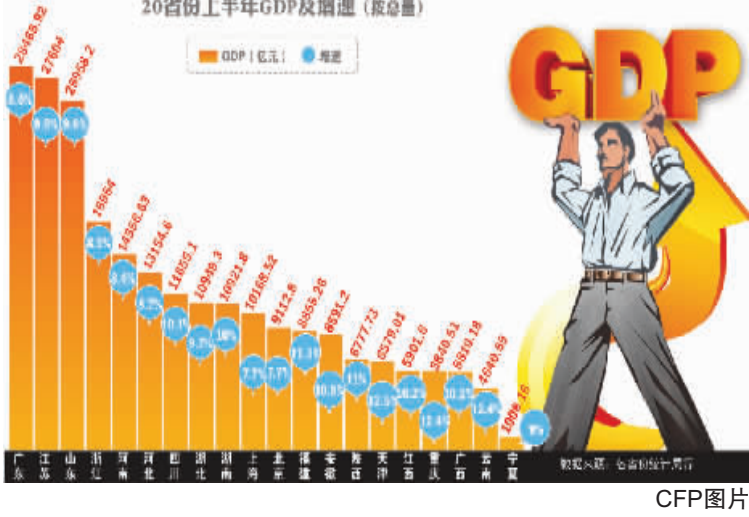
□中国人民大学经济学院 崔永

如果政府将今年的经济增长预期目标调低至7%，考虑到一季度、二季度GDP增速分别为7.7%和7.5%，因此并不排除今年三、四季度GDP增速下降到7%以下。由此，作为经济“避风港”的债市会再次走强，而作为经济“晴雨表”的股市则会继续低迷。但伴随着政府刺激经济增长政策的推出，股市又会企稳回升，债市则会冲高回调。

对于政府而言，为促进经济转型，必须牺牲一定的经济增速，但这种经济增长的牺牲是有底线的。从多个角度来看，一旦经济增速落到7%以下，应及时果断采取刺激增长政策。而6%的经济增速，应当作为牺牲经济增长的最大容忍下限。这不仅不是保证政府部门资产负债表稳健，从而使得政府负债具有可持续性的客观需要，也是将实际经济增长率维持在潜在经济增长水平，从而避免经济大起大落的必然要求，更是避免经济陷入通货紧缩境地，从而防止失业率大幅攀升的重要前提。

保证政府债务可持续性

从政府债务可持续角度来看，经济增长所带来的财政收入增长，最起码要能够覆盖政府债务的利息支出。如果政府债务不具有可持续性，进而导致政府资产负债表恶化，政策就会变得不可置信。在政策不可置信的情况下，刺激经济政策不仅难以获得增长方面好处，反而可能使得经济陷入持续通缩或通胀之中；而紧缩政策不仅不能有效抑制资产价格泡沫，反而可能将资产价格泡沫越吹越大直至破灭。



CFP图片

目前，受到18亿亩耕地红线限制，地方政府已很难继续通过出让土地收入，来保证到期债务以及债务利息的偿还，正常的财政收入尤其是税收收入成为偿还政府债务的主要保障。相关数据表明，随着物业税逐步取代土地出让金以及增值税逐步取代营业税，财政收入增速与GDP名义增速已经越来越趋同。而为保证政府债务具有可持续性，财政收入增速必须不能持续低于政府债务融资成本。这样一来，为确保政府债务具有可持续性，GDP名义增速不能低于政府债务融资成本。

考虑到地方融资平台贷款以中长期贷款为主，因此利率水平要比同期的贷款加权平均利率要高，估计地方融资平台的融资成本能达到7.5%。而地方融资平台的政府性债务基本通过信托渠道融资，融资成本更是高达12%。如果将上述各类政府债务的融资成本，按照各自

所占权重进行加权计算，就得到政府债务整体融资成本为6.8%。尽管考虑适度通胀因素，经济增速也必须维持在6%以上才能保证政府债务的可持续性，确保政府资产负债表不会急剧恶化。

维持潜在经济增长率水平

从长期投资回报率角度来看，潜在经济增长率与实际投资回报率或者说自然利率是一致的，而只有将经济增长目标设定在潜在经济增长率水平，才能够保证国民经济健康平稳持续增长。随着农村剩余劳动力由低效率的农业部门转移到高效率的制造业部门，后发优势、改革红利、人口红利等促进中国经济在过去30多年持续保持高速增长的因素逐步消失，投资回报率已经趋于下降，经济增长中枢也随之下移。

可以通过上市的非金融企业投资回报率数据，近似估算我国的投

资回报率水平。2012年以来，全部上市非金融企业的滚动ROE（净资产收益率）一直维持在9.3%左右的水平。其中，2013年第一季度为9.15%，2012年第四季度为9.25%，2012年三季度为9.32%，2012年第二季度为9.35%，2012年一季度为9.3%。这样的ROE水平基本代表我国上市公司合理的投资回报率。

实践表明，如果上市非金融企业的ROE落到8%以下，经济就会陷入通货紧缩，正如1998年至2002年经济运行情况所表明的；而如果上市非金融企业的ROE攀升到10%以上，经济就会面临严重的通货膨胀，正如2006年下半年至2007年经济运行情况所表明的那样。考虑到ROE水平维持在9.3%左右较为合理，再扣除当前2.4%的季度通胀率，对应的潜在GDP增速应该为7%左右。这意味着7%应当作为现阶段经济增长的中枢，实际经济增长率会围绕这一增长中枢上下波动，但会向这一增长中枢水平趋势回归。

避免陷入通货紧缩

从避免陷入通货紧缩角度来看，由于经济增速与通货膨胀之间存在明显的滞后相关关系，经济增长的下限应该避免通货紧缩的出现。从经济增长与通货膨胀之间的替代关系来看，经济增长领先于通货膨胀三个季度，而目前我国GDP增长率已经从2010年第四季度的10.3%，持续下滑到2012年三季度的7.4%，之后又有所反弹，但2013年第二季度又降到7.5%。而CPI增长率也从2011年第三季度6.3%的高点下滑到2012年第四季度的2.1%，之后的2013年第一季度轻微反弹至

2.4%，2013年第二季度依然为2.4%，这反映了三个季度之前的2012年第四季度和2013年第一季度GDP增速的轻微反弹。通过经济增长与通货膨胀之间的历史关系来看，未来四个季度CPI增长率有望持续保持低位，甚至可能会落到2%以下，而如果经济增速在未来几个季度进一步下滑到7%以下，中国经济将有可能再次出现通货紧缩。

历史经验也表明这一点，1998年至2002年期间，中国经济增长速度维持在7%偏上的水平，经济陷入了通货紧缩。而2009年经济增速迅速由前期的高位降到7%以下，当年也出现持续9个月的CPI负增长，只是政府及时采取的“四万亿元经济刺激计划”才将经济从通货紧缩的边缘拉回来。

因此，为避免经济陷入通货紧缩，政府有必要将经济增长保持在7%以上。尽管当前潜在经济增速已由前期的8%甚至9%下移到目前的7%左右，所以即使实际经济增长率达到8%以下，CPI增长率依然能够维持2%左右的水平，但是如果实际经济增长率低于7%的潜在经济增长水平，负向的产出缺口必定会引发通货紧缩。通货紧缩的出现意味着企业订单需求不断下滑，企业利润不断萎缩，生产和投资活动就会停滞，失业率就会显著增加，进而挫伤投资者信心，股市和楼市也会低迷，且由于违约风险的上升，债市最终也可能趋于低迷。对于政府而言，将经济从通货紧缩情况拉出来，因此抑制通货膨胀风险困难得多。因此，当经济增速落到7%以下时，政府需要及时果断启动促进经济增长政策以避免经济陷入通货紧缩。

互联网金融不能安于“野蛮生长”

□中国社科院金融所金融市场研究室主任 杨涛

互联网金融已经成为当下非常时髦的词汇之一，不仅有许多基于互联网的新融资模式开始涌现，而且传统金融机构也在压力下试图探索转型道路。但迄今为止，许多令人眼花缭乱的所谓互联网金融创新，实际上只是把线下传统金融模式搬上了“互联网外衣”。无论“互联网金融是个筐，什么都能往里装”的现实，还是媒体刻意炒作互联网金融与现有金融体系的对抗，都无助于厘清思路，为新技术条件下的金融演进创造健康环境。

互联网金融的概念，主要是用来描述互联网技术在金融活动中的运用与创新，其中需要注意的是，技术革命是“触发”条件而不是主导，更重要的是金融体系功能与理念转变，如传统金融机构加速脱媒、资金供给与需求者的选择自由化、有利于弱势主体的金融民主化等。

那么，互联网金融给传统金融体系带来怎样的挑战和改变呢？从功能的角度着手，能够更加清晰地反映事实。根据罗伯特·默顿所言，金融体系的主要功能包括：资金供求的配置（融通资金和股权细化、为在时空上实现经济资源转移提供渠道、解决金融交易中的激励问题）、风险的管理与分散、提供支付清算服务、发现与提供信息等。此外，还应加上传递金融政策效应、改善公司的治理和控制。

可以看到，互联网代表的新技术发展，使得这些传统金融功能发生了深刻变革，这也构成了互联网金融的具体内涵和类型。一则，从资金配置来看，基于互联网的低成本金融创新和应用，抵消了主流金融机构在资金规模和网点上的优势，促使传统金融组织不断采用新技术来改善服务渠道，这就是所谓的电子银行、电子证券、电子保险等，还使得直接金融与间接融资的边界更加模糊，出现更加自由化、民主化、分散化的投融资模式，如P2P和众筹融资等。互联网不仅使得金融子行业间的混业经营加速，而且出现了金融企业与非金融企业间的金融趋势。在互联网金融模式下，金融功能从“做大做强”，转向重视“以小为美”，即更关注居民和小企业的金融诉求。

二则，从风险角度来看，互联网金融模式下的风险对冲需求下降，对信用风险的控制加强，单个主体的风险更易被分散，复杂的衍生品不再成为主流。但是也要看到，互联网同样带给金融市场以新的系统性风险，如康奈尔大学教授Hara和Easley近期指出，大数据时代的信息给整个金融市场带来了巨大威胁，尤其以高频交易最为明显。再如，在缺乏制度环境保障的新兴经济体中，互联网金融更容易引发市场风险失控或投资者保护缺失。

三则，互联网技术的发展，使得现代支付清算体系的效率不断提高，以非金融机构支付为代表的零售支付融入人们的生活。通过研究发现，支付体系的变化与GDP和CPI之间有密切的相关性，而且能够通过大额资金流动，对于区域经济与金融格局产生影响，还可以对货币流通速度、货币政策工具、货币政策中介目标等有所影响，成为央行追求金融稳定过程中不可忽视的要素。

四则，互联网环境下的电子商务、社交网络等，能够发掘和集聚全新的信息资讯，而在搜索引擎和云计算的保障下，又可以低成本地建设金融交易信息基础。实际上，基于互联网数据挖掘而产生的征信手段创新，能够培育新的信贷客户。从此意义上讲，互联网有助于以信息支撑新型信用体系的建设。例如，互联网金融企业之所以能够做好小微企业贷款，是因为对于小企业来说，由于缺乏信用评估和抵押物，往往难以从传统金融机构获得融资支持，而在电子商务环境下，通过互联网的数据发掘，可以充分展现小企业的“虚拟”行为轨迹，从中找出评估其信用的基础数据及模式，由此为小微企业信用融资创造条件。

五则，从政策传递和公司治理看，一方面，互联网改变了宏观政策的实施条件，如在新型、高效的支付技术支撑下，许多国家在货币政策中引入了“利率走廊”模式，即在全额实时支付系统中，设置参与者在中央银行存款和向中央银行贷款的两个不同利率，从而将同业拆借利率限定在两个利率之间。另一方面，互联网技术的普及化，不仅有助于从新的层面促进产业与金融的结合，而且通过促进传统金融、传统企业与新型技术的结合，从而改善对公司管理机制的外部约束，达到更广泛意义上的金融市场“脚踩股票”。

无论在发达国家还是中国，未来政府和监管者的认识和思路，都是影响各类互联网金融业务发展前景的核心因素。互联网金融时代，既不能安于“野蛮生长”的市场状况，也不能任由由政府简单进行行政干预或实施“父爱主义”式的产业促进。应该说，理论基础、概念范畴的模糊和混乱，制约了人们的认识，也使得政府难以推动政策和制度保障机制建设。作为起点，最为重要的是跳出原有纯粹基于金融或技术的单一分析视角，从信息与金融学科融合的角度，努力构建足以支撑互联网金融的基础理论体系和政策研究框架。

另外，一方面，考虑到我国的金融创新最终都会体现为自上而下的政府主导型特征，因此加强金融与信息部门的监管协调、金融与信息企业的跨行业协调，都显得非常重要。另一方面，在全球互联网金融模式都尚未形成定式之时，政府部门的工作切入点，应是重视基础设施建设，包括硬件设施，如安全和保障、技术标准规范统一等，以及软件设施，如政策和支持、金融生态环境、系统性风险防范机制等。

归根结底，互联网金融不是颠覆传统金融，而是提升和优化了现有金融体系的功能展现，带来了更面向客户需求及个人体验的时代，又以新型互联网金融思想主导，以新型的互联网金融技术支撑。对于发达经济体来说，互联网金融昭示了“打击”传统金融权威的自由化梦想，而对中国来说，更表现为加快利率与机构市场化改革、提升民营资本的“金融话语权”、扭转“资金双轨制”的重要契机。

面对互联网金融的挑战，不同市场主体理应调整自己的思路和对策。例如，对于传统金融企业，需要加快理念变化，运用信息技术，促进业务渠道模式变革；对于非金融企业，应该在新技术条件下考虑推动产融结合；对于各类互联网新兴金融组织，应跳出短视，不沉溺于用互联网面纱来掩盖线下金融的实质，而应真正引领技术推动的草根金融创新与消费金融服务；对于支付企业、技术后台企业，则应利用比较优势，加快向金融中前台的延伸，并且探索与现有金融机构的合作共赢模式。

价格型调控工具确立主导地位仍需时日

□招商证券副总裁兼首席经济学家 丁安华

利率市场化的进一步推进，再次引发市场对于货币调控工具的思考，以短期利率为主的价格型调控工具何时能够确立主导地位？银行间市场在6月爆发“钱荒”后，一时间传言四起，一些投资者甚至误认为我国已爆发金融危机。事件过去一个月后，仍有市场参与者至今还是战战兢兢。

央行“指导”的同业拆借利率相对稳定，但市场化程度较高的“钱下交易”利率水平维持在高位，这也是“钱荒”后遗症的充分体现，这也从另外一个侧面凸显价格型调控工具的重要性及影响力。毕竟异常飙升的短期利率，不论在哪个经济体中都很容易被视为金融调控失控。

货币政策中介目标调整前提

央行是否会很快放弃M2作为货币政策中介目标，转而使用短期利率等价格型调控工具，从其他经济体的实践来看，这个进程可能比想象的要更加漫长，至少需要先满足两个前提条件：

一是存款利率的市场化或者说实现一般意义上的利率市场化。目前我国只是实现了贷款利率的市场

化，而从各个经济体利率市场化的经验看，实现存款利率市场化才是实现真正的“惊险一跳”，标志着利率市场化的全面完成。而观察贷款利率市场化到存款利率市场化的过程，从国际经验看，似乎经历了一个不算短的演变。以美国为例，1980年宣布完全实现贷款利率市场化，随后逐步按金额和期限放开对存款的利率管制，直到1986年才宣布完成利率市场化改革，前后历时达6年之久。韩国1995年实现贷款利率的全面市场化，而最终实现存款利率市场化则是1997年，时隔2年。中国人民银行目前的考虑是，保留对存款利率的限制，以促进替代性负债产品（如银行理财产品）发展和扩大利率浮动区间的方式推进市场化改革。综合考虑其他国家的实践和我

国渐进改革的习惯，全面完成存款利率市场化改革的时点，也不莫过于进取。笔者估计，全面的利率市场化，最早将在2014年中才能实现，也可能更晚。

二是利率实现全面市场化后的金融基础设施建设。从各国的情况看，大部分国家从利率市场化正式完成，到以利率调控作为货币政策目标，需要经历一个相应的金融基础设施建设阶段，这一阶段的时间长度各异，短则需要4至5年，长则上

十年。比如，韩国在1997年实现利率市场化后，到2001年才宣布以利率为货币政策中介目标。美国在上世纪80年代中期实现利率市场化后，仍一直以货币量为中介目标，直到上世纪90年代中后期才由格林斯潘宣布，放弃货币量转为以联邦基金利率为中介目标。

货币政策中介目标多元化

中国人民银行是否可以加快确立利率作为货币政策中介目标的进程，对此笔者认为，在一定程度上可以实现，但仍需要时间。之所以说“一定程度上可以”，是因为中国人民银行可以发挥“后发优势”，在利率市场化和金融基础设施建设进程中，充分学习其他经济体的经验和教训，尽量少走弯路。比如取消利率管制后，存贷利差收窄使金融脱媒进程加快，各金融机构利用利率工具所进行的市场化竞争加剧，这导致部分中小金融机构，甚至少数不能很好管理利率风险的大型金融机构陷入困境。

比如实现利率市场化后，美国出现过储蓄与贷款机构危机，英国出现过“二级银行危机”，德国、法国和日本等经济体也均出现过不同程度的中小金融机构危机。如果在利率市场化的改革过程中出现金融风

险，无疑会延缓改革的步伐。中国人民银行可以充分吸取其他经济体的教训，在实现存款利率市场化之前，加快建立存款保险制度，建立和完善金融机构的退出机制，这都有助于利率市场化改革的顺利完成和价格型调控工具主导地位的确立。

在目前的国情下，以下几个基本条件将决定货币调控工具的选择和向价格型政策工具的转换需要一定的时间完成：

一是金融市场深度和广度的培养是一个过程，市场的基础设施建设也需要时间。利率工具的运用，需要有一个成熟有效的债券市场，这是利率工具发挥更重要调控作用的基础条件。目前我国债券市场的规模、品种和期限均不够完善；二是作为利率定价基准的无风险收益率和基准收益率曲线的形成，是实现利率市场化的前提之一，客观上需要一个具有规模和有效的国债市场；三是央行的功能需要清晰界定，金融监管的独立性亟须提高，这就牵涉到中央银行体制的改革，复杂性超出利率市场化改革本身的狭义范畴。

尽管如此，从中长期来看，利率作为宏观调控工具的重要性无疑会逐步提高。未来一段时间，我们将进入一个货币政策中介目标

多元化的时期。应该更加关注两个方面的货币政策信息：其一是社会融资规模中包含的货币政策信息。与货币供应量统计不同，社会融资规模是从金融机构的资产方进行统计。其中，既包括市场化程度相对较低，主要受存款准备金率调整等数量化工具影响的银行贷款指标；也包括市场化程度高，主要受利率价格工具调整的票据贴现、债券融资等指标。由此可见，社会融资规模比较好地适应了利率市场化的培养。二是从发展角度来看，央行公开市场操作利率是未来货币政策目标的发展终点，这就需要从现在就逐步适应和习惯多关注该类指标。不过，应该更关注哪类短期利率指标，比如SHIBOR、七天回购利率还是逆回购中标利率，目前尚是见仁见智，暂难下定论。

此外，既然利率工具如此重要，在经历6月的“钱荒”后，央行目前迫切需要思考的，不是如何继续用行政干预的手段来“维稳”银行间市场，而应该是怎样通过加强沟通，提升货币政策透明度的方式来影响和稳定市场预期。

举债和道德风险泛滥的前提，也是评估“稳增长”政策有限回归空间大小的依据，更是辨析政府举债与公共利益关联性大小的关键。因为在未来相当长一段时期内，不管是“稳增长”政策的适度应用，还是新型城镇化战略的实施，公共投资将取代出口成为我国经济增长的主要驱动力。

而以往政府投入真正用在公共利益上的规模有多大、占总投入比有多高、效率有无保证等，这些问题还不清楚。在这种情况下，未来公共投资增长有多大空间、能否保证效率、是否会恶化地方债务风险也就不得而知。进一步而言，摸清各级政府债务也将成为构建新型的中央地方关系的第一步。新型的中央地方关系的关键就是明晰的“财权-事权”关系，这需要探索构建“公共服务需求-市政设施规模-公共服务供给-税源和税收增长-债务偿还”式的债务约束机制，此时也就不惧怕底特律式的局部债务风险了。

防范底特律式局部债务风险

而且将滋生全社会的道德风险，突出的例子就是6月份“钱荒”事件所爆发出来的商业银行和国有企业参与“钱生钱”的资金炒作游戏，背后的驱动因素就是地方政府对政府支持类项目收益的隐性担保。

二是地方债务的低估问题。债务不透明和道德风险必然意味着债务被低估，而且越到基层信息不对称越严重，因债务不透明产生的道德风险越严重，这也是审计署此次将审计范围由三级扩大到五级的主要原因。

三是地方债务的快速增长。36个本级政府2010年以来债务增长12.94%，9个地方的债务率已经超过100%。值得注意的是，这是在2010年以来国家加大地方债务清理和货币环境趋于紧缩的背景下发生的。2012年全年和2013年上半年，我国社会融资总规模分别增长了22%和23%，绝大部分流向了地方政府及支持的项目和房地产，这意味着2010年以来对于地方债务紧缩的效果并不明显。

今年以来，随着经济增速的下滑，全国财政收入告别了以往20%-30%的高增长时代，进入6%-7%的“个位数”增长时代，并且在1994年分税制改革以来首次低于GDP增速。尽管上半年地方本级财政收入同比增长13.5%，但只是过去水平的一半，而且很大部分要归功于上半年房地产市场交易额大幅增加带动相应税收增加，可持续性不容乐观。

摸清地方债务具有多重意义

宏观经济金融环境的变化，使得我国有可能发生区域财政金融风险，并且这种风险有可能随着国际经济金融环境的变化（如美国退出QE）而演变为全局性的金融风险，而上世纪80年代美国“储贷”危机、90年代初日本金融危机、90年代中后期东南亚金融危机发生的逻辑就是这样的。

目前，有专家称类金融危机已经在中国发生，很多企业和地方政府事实上已经破产，只不过是靠新增债务来掩盖存量债务的偿还。