

# 斩断经济内外失衡传导链条

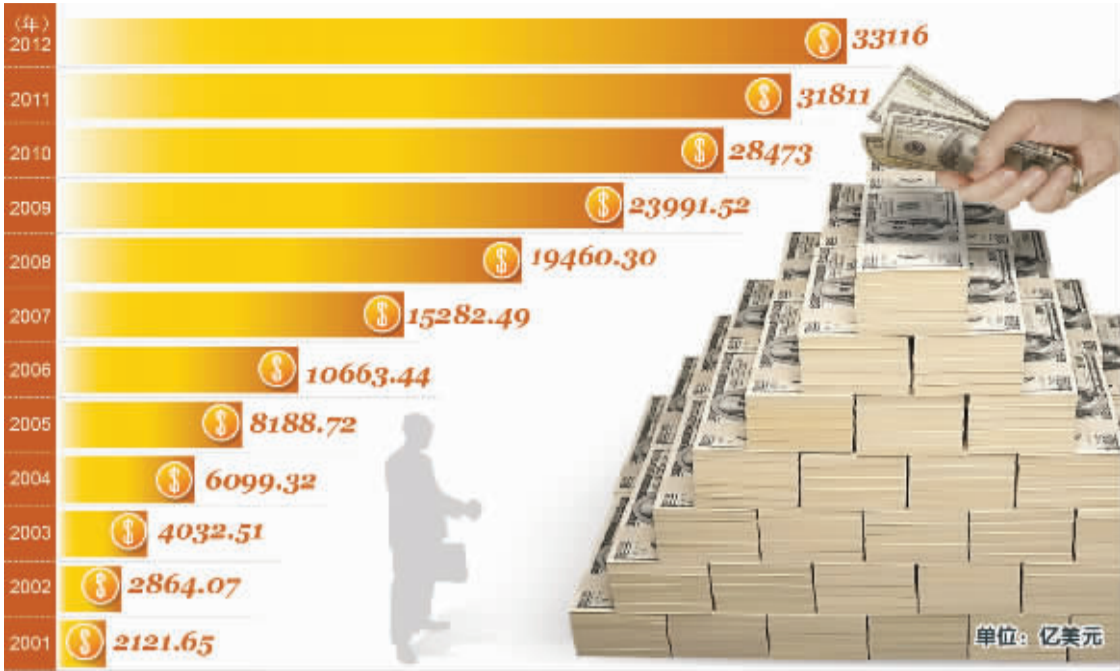
□万博经济研究院院长 滕泰

中国在20世纪90年代中期制定的以“鼓励出口、稳定汇率、吸引外资”为主的对外开放政策，曾经极大地带动了中国经济发展。这种“重商主义”的对外政策为中国经济实现跨越式增长所做出的贡献有目共睹。但是，随着中国经济规模越来越大，出口对经济的拉动作用日益式微，尤其在当前海外经济长期低迷、贸易保护主义盛行、国内“刘易斯拐点”隐现、劳动力成本优势逐步丧失的内外困境下，“重商主义”贸易政策的负面影响越来越大，正在把中国经济进一步引向内外失衡的严重困境。

## 外部失衡引致内部失衡

所谓外部失衡，即持续的经常项目和资本项目顺差带来一系列问题。持续顺差的结果在国外表现为，中国在用廉价商品“补贴全球”之后，还面临着“输出通货紧缩”的指责，且不断遭受反倾销、反补贴的各种贸易保护主义制裁。造成这一现象的原因在于国内出口行业的行业结构。国内出口企业绝大多数为中小规模的加工制造企业，既没有海外知名品牌，也不掌握销售渠道，更没有核心技术和专利，在国际市场上不具备一定议价能力，导致国内出口企业利润长期被国外贸易商压缩在成本线附近。国家为鼓励出口，长期以来提供给出口企业出口退税等众多补贴措施，使得大量维持经营在成本线下的企业靠政府补贴度日，不仅因此而受到国际各方的贸易制裁，客观上还造成产能过剩和政府财政资源浪费等一系列问题。持续顺差在国内则表现为不断增加的外汇储备（目前已经接近3.5万亿美元）面临着增长和投向的难题，以及贬值的风险。

更严重的是由外部失衡而衍生出来的国民经济内部全面失衡。第一个衍生出的内部均衡问题是外汇占款问题。由于外部



CFP图片

经济失衡，外汇储备的不断增长和随之而来的国际热钱涌入，使央行被迫发行等量的人民币来进行购汇。因购汇投放的超额人民币流动性，必然将造成资产价格上涨和物价上涨。2008年以前，中国资产价格和物价的上涨很大程度上就是输入外部货币流动性所造成的。

第二个衍生的内部均衡问题，源于央行为了防止国内资产价格上涨和物价上涨，而采取对冲措施吸收因购汇而投放的货币。当前央行的对冲外汇占款政策如下：每进来500亿美元的外汇储备，央行投放3000多亿人民币来购买；为了不增加物价压力，上调存款准备金率或发行3000多亿元央行票据，回收上还有新发货币。然而，这一操作存在着一个致命的缺陷：其购汇投放货币和对冲回笼货币的过程中用力是不均衡的。每月卖给央行500亿美元外汇储备，拿走3000多亿人民币的，大部分是外贸企业、外资企业和息差套利者，而因为存款准备金率上调或央票抽紧银根而失去信贷机会、被收走货币的是内资企业、内贸企业和中小企业。多年

如此“购汇发钞、对冲回笼”的游戏结果，造成内资企业、中小企业的资金越来越紧张，国内实际利率越来越高。

目前我国中小企业私募债的平均融资成本15%左右，民间短期借贷的利率高达20%以上，银行发行的短期理财产品和信托的利率平均在5%-10%之间。这不仅造成中国经济的持续下行、中小企业大批倒闭、股市持续下跌，而且正把更多从海外低利率拆借的资金吸引到中国，套取利息差和人民币升值收益。仅2013年前4个月，因为热钱持续流入而新增外汇占款就高达15000亿人民币左右。这必将迫使央行加速发央票对冲，加速“热钱流入—对冲—造成国内资金紧张—利率上行—热钱加速流入”的恶性循环。在这个恶性循环的过程中，中国经济正在一步步偏离均衡。

第三个衍生的内部均衡问题，就是国内投资率持续超过消费率，就是国内投资率持续超过消费率，“多生产、少消费、多储蓄”长期存在的基础，从根源上也有赖于连续多年的贸易顺差，或者说在于中国经济的外部失衡。

可见，简单一个贸易政策问题，背后却是整个经济的外部均衡和内部失衡问题。长期鼓励出口、追求顺差的贸易政策，不仅造成过多外汇储备长期面临财富贬值风险，而且进一步转化为中国经济的内部失衡，包括：2008年以前输入过剩流动性造成资产价格和物价居高不下；2008年以后为了对冲从海外输入的过剩货币流动性而采取错误的非对称对冲措施，造成对内资企业和对内经济部门的信贷紧缩，从而严重抑制了中国经济的增长；国内多生产、少消费、高投资的外贸依赖和增长结构失衡。

## 从源头着手斩断失衡链条

简言之，中国经济从外部失衡到内部失衡的传导路径是：政府出口导向→大量中小企业苟活→贸易顺差扩大→外汇储备增加→央行货币对冲→非进出口企业融资成本上升→投资率超过消费率/热钱涌入→破产潮开始出现”。因此，如果要斩断中国经济内外失衡的链条，就要先从源头着手。

笔者在《富论：新供给主义百年强国路》一书中提到，首先，中

# 建立改革顶层设计机构应提速

□中国国际经济交流中心 咨询研究部副部长 王军

当前，我国改革进入到了以协调利益关系为重点的攻坚阶段，政府与市场的关系面临的挑战，以转变政府职能为核心的行政体制改革已成为改革攻坚的关键和重点。现在的问题是，由谁来推动政府的改革？时至今日，我们还是缺少一个权威而独立的改革协调机构，尚未建立跨部门、超行政任期与大国地位相匹配的高层级、权威性顶层设计机构和智力支撑体系。

国务院日前决定，由国家发展改革委牵头建立经济体制改革工作部际联席会议制度，以推动新一轮全面改革。但是，这一联席会议制度的局限性十分明显。当前，应尽快建立中央层面、超脱部门利益、跨行政任期的改革顶层设计机构，推动独立性、多层次、多类型智库发展，是以转变发展方式为主的改革处于重要历史发展机遇期的必然要求，是改革进入重大利益关系协调的

关键时期的必然要求。顶层设计及其机构不能仅仅停留在理念和思路的层面，需要变成实实在在的、具体可操作的措施。

从组织上看，建议做实中央财经领导小组及其办公室，增加内设机构和人员编制，汇集国内各方面高素质的顶尖专业人才，中央给予充分授权，使之具有权威性、超脱性，成为受党中央直接领导、独立于行政部门的专门机构，成为类似于美国国家经济委员会（NEC）或美国总统经济顾问委员会（CEA）那样的最高层级改革顶层设计机构。这一顶层设计机构的主要职责有以下三个方面。

第一，这一机构专司负责或组织对国家经济、社会、外交、文化等领域有关重大战略和重大决策，进行全局性、长远性、跨部门的统筹设计。重点围绕国民经济、社会发展和改革开放中的全局性、综合性、战略性、长期性、前瞻性，以及热点、难点问题开展系统深入研究，提出具体的改革步骤、实施阶段以及预期目标，为党中央、国务

院提供多套备选的改革方案或决策咨询意见，由中央最终选定。为此，这一机构应保持应有的统揽全局、超越部门的立场。应建立国家重大问题的议题设置、招标投标和采购制度，提高对全社会研究资源的利用效率。

第二，这一机构需统筹协调全局利益和部门利益、中央利益和地方利益、政府任期政绩要求和国家长远发展之间的关系，将部门利益、地方利益和政府任期政绩考核纳入国家长远发展和全局战略中进行考量。过去几年的改革实践证明，改革越来越受到多方面利益的约束，未来的各项改革还会遇到很多新情况新问题新矛盾，更需攻坚克难，进行利益博弈。深化改革必须打破既得利益格局，并协调大量复杂的利益关系。这就需要一能够统筹多方利益，又能超越部门利益、行业利益、地方利益的协调机构，进行改革的综合协调。

一方面，在改革和决策过程中要充分吸收社会力量，让各项改革涉及的利益相关者了解改革、理解

改革，让多数人在不断分享改革成果的同时，参与改革、支持改革，并超越部门、行业、地方利益或其他既得利益集团的利益。另一方面，在决策实施过程中，需对各个相关的机构进行有效协调，保证各方面改革的有机结合和相互促进，保证中央各项重大决策不折不扣得以执行和实施。改革顶层设计机构承担此项任务责无旁贷。

第三，这一机构应通过购买民间智库的各类研究成果，来获得长期稳定高水平的智力支持。独立性、多层次、多类型民间智库与中央层面改革顶层设计机构互为补充，密不可分，相互促进，相得益彰。顶层设计机构职能性质的发挥、作用的体现，离不开高水平智库提供调查研究、政策分析、战略思考、改革设计、决策咨询等全方位的智力服务。一流智库要想具有政策、学术、国际、媒体及公众影响力，要想获得持久的生命力，也需要得到顶层设计机构的全力支持。

因此，就我国的现实国情而

国的贸易政策从宏观上应尽快结束传统的以鼓励出口、追求顺差为目标的重商主义政策，而应以追求贸易平衡为基本目标。大国经济只有维持贸易平衡才是长期可持续的对外政策目标。

其次，从贸易顺差到贸易平衡的过程中，中国应有计划地将出口行业结构从以利润率低的加工型中小企业为主，调整为以拥有自身品牌、技术和遍布全球的销售或采购渠道的大型跨国公司为主，提升中国企业议价能力，提高利润率，从而减少目前对出口部门的大量低效率、产能过剩企业的补贴，进一步实现贸易平衡。

每年数千亿的出口退税虽然救活了很多濒临倒闭的企业，却也让更多的企业失去了技术进步的動力，这是出口行业多年以来驻步不前的重要原因。因此，在这一过程中，有计划地减少对出口企业的补贴和鼓励出口企业之间的兼并重组必不可少。近年来，中国出口部门也经受了各种考验，不但技术不断改进，效率不断提高，产品的质量也逐步具备一定的国际竞争力，甚至类似于青岛海尔、格力电器、青岛啤酒等也在海外有了一定的自主品牌。在此基础上，通过出台相关政策鼓励行业内的兼并重组，可以让中国出口行业加快转型升级步伐，向大型跨国公司主导型行业迈进。

完成以上两步之后，贸易平衡的实现将会明显大幅减缓外汇储备的增加，央行不需要对外汇占款的扩张进行对冲，非进出口企业融资成本将显著下降，内外失衡的局面才能被最终打破。

当中国的进、出口企业不再是没有品牌的低端制造和乌合之众，而代之以有竞争力的大型跨国公司；当中国的出口部门不再依靠汇率保护和财政补贴，而是依靠技术、品牌和独立海外渠道强势生存；当中国的进出口不再持续巨额顺差，而是基本贸易平衡，中国的外贸转型才算初步完成，中国从外部失衡到内部失衡的痼疾才能有效化解。

【编者按】近期，证监会颁布实施《关于建立金融期货投资者适当性制度的规定》，在借鉴、吸收股指期货投资者适当性制度经验的基础上，建立起涵盖多品种、统一的金融期货投资者适当性制度。为便于投资者更好了解投资者适当性制度，中国证券报今起推出“解读金融期货投资者适当性制度专栏”，拟从中国实践、国际经验和未来发展等角度介绍投资者适当性制度的相关内容，希望投资者在充分了解金融期货产品特征和风险特性的基础上，再审慎做出投资决定。

## 完善适当性制度 更好保护中小投资者

□申屠青南

为了适应我国金融期货市场创新发展的内在要求，近期中国证监会颁布实施《关于建立金融期货投资者适当性制度的规定》，在借鉴、吸收股指期货投资者适当性制度经验的基础上，建立起涵盖多品种、统一的金融期货投资者适当性制度。《规定》要求，自然人投资者应当全面评估自身的经济实力、产品认知能力、风险控制能力、生理及心理承受能力等，审慎决定是否参与金融期货交易。

根据金融期货的产品特征和风险特性，区别投资者的产品认知水平和风险承受能力，选择适当的投资者审慎参与金融期货交易，并建立与之相适应的监管制度安排，这一做法既符合国际惯例，也符合我国资本市场“新兴加转轨”阶段以及散户为主的结构特点，是落实“两维护、一促进”核心职责的具体举措，即维护市场公开、公平、公正，维护投资者特别是中小投资者合法权益，促进资本市场健康发展。

### 适当性制度在中国的初步实践

投资者适当性制度是境外成熟市场普遍采用的一种保护性措施，避免在金融产品创新过程中，将金融产品提供给风险并不匹配的投资群体。完善的金融投资者保护是发达金融体系的共同特征，也是构成一国金融体系国际竞争力的重要因素。

有什么样的投资者，就有什么样的市场。资本市场的安全运行和功能发挥，离不开结构合理、成熟理性的投资者群体。随着我国多层次资本市场体系建设的推进，积极探索建立与我国资本市场创新相适应的制度安排，使参与者的风险认知和风险承受能力与金融创新产品相适应，切实保护投资者的合法权益，已成为市场发展的迫切要求。其中，将适当的产品销售给适当的投资者”是投资者适当性制度的核心原则，贯穿投资者适当性制度建设的始终。

作为经国际经验验证的证券市场监管与投资者保护的有效机制，“适当性”制度建设随着创业板、融资融券、股指期货、新三板等业务相继推出，受到广泛关注。

2008年4月国务院发布了《证券公司监督管理条例》，要求“证券公司从事证券资产管理业务、融资融券业务，销售证券类金融产品，应当按照规定程序，了解客户的身份、财产与收入状况、证券投资经验和风险偏好，并以书面和电子方式予以记载、保存。证券公司应当根据所了解的客户情况推荐适当的产品或者服务”。由此在证券经纪业务和基金销售的开户环节开始进行对投资者的能力测评和风险测评，进行了投资者适当性管理的初步尝试。

2009年10月推出的创业板，成为中国最早全面实施投资者适当性制度的市场。2010年4月，中国资本市场推出股指期货业务和融资融券业务。股指期货和融资融券业务具有专业性强、杠杆高、风险大的特点，客观上要求参与者具备较高的专业水平、较强的经济实力和风险承受能力，不适合一般投资者广泛参与。为了保护投资者，特别是中小投资者的合法权益，提示投资者审慎参与股指期货和融资融券交易，投资者适当性制度开始实施于股指期货和融资融券市场。

今年2月，全国中小企业股份转让系统公司明确，新三板将实行严格的投资者适当性管理，只允许法人机构、股权投资基金及风险识别和承受能力较高的自然人进入市场。其中，个人投资者需满足“证券类资产市值300万元以上”及“两年以上证券投资经验”两条要求。到了8月份，中国证监会又建立了涵盖股指期货、国债期货等的金融期货投资者适当性制度。

### “三有一元”门槛符合金融期货特点

具体到金融期货，参与金融期货的投资者必须符合“三有一元”的条件，即：有资金实力和风险承受能力，期货账户可用资金应不低于50万元；有期货知识，应通过股指期货知识测试；有投资经历，应具有商品期货交易经历或股指期货仿真交易经历；无不良诚信记录。其中，资金门槛标准清晰，是国际通用的体现投资者风险承受能力的较好指标。

有的投资者会问，资金门槛为什么要求50万元？这是因为股指期货推出之初，一张合约保证金在15万元左右，按照1/3的安全开仓比例经验计算，客观上需要投资者有50万元资金。

之所以要设立“三有一元”的门槛，这是因为，我国的资本市场投资者结构目前还处于初级发展阶段，以中小投资者为主，他们抵御风险的能力较差，容易出现盲目投资，常常成为市场剧烈波动的受害者。例如，曾经有投资者权证了解不多，尽管中介机构做了一些风险揭示工作，但他们还是在没有了解“行权”等基本概念的情况下投资了权证，由于没有及时行权，导致血本无归。投资者适当性管理正是起到预防、警示作用，提醒投资者要有自我保护能力。

因此，我国证券市场的各项制度的制定都是以保护投资者为第一出发点，而保护的方式正在逐渐由监管机构被动保护，变为引导投资者主动自我保护。建立适当性制度的根本目的就是让投资者学会主动去保护自己，其设计理念正是为了引导那些不适合的散户投资者远离风险，让他们认真衡量自身是否拥有与参与金融期货交易相匹配的风险意识和资金实力，去评估自己是否适合参加到这个市场中来。投资者适当性制度是对投资者负责任的表现，而并非是为了设置进入壁垒来限制他们的投资权力和利益。