

# 经济刺激政策空间充裕

□ 汇丰银行大中华区首席经济学家 屈宏斌

今年前两个月经济数据延续了去年四季度以来的弱势。如果根据工业增加值和GDP的关系来简单估算月度GDP，则前两个月GDP同比增速已经下滑至年度目标7.5%以下。我们认为，目前经济仍在潜在增长水平之下运行，因而出台刺激政策空间仍充裕，通胀不是主要风险。

## 经济数据延续弱势

从需求端看，外需方面，剔除季节因素和去年基数影响，今年前两个月出口仍有7%的同比增长。而且出口的全球市场份额仍在增加。今年以来，美欧所显示的复苏势头也有助于支持中国未来出口回升，但改善的幅度有限。近期人民币对美元名义汇率有所贬值，但从人民币实际有效汇率(ReER)以及名义有效汇率(NEER)来看，人民币兑一揽子货币仍在升值，自2013年初以来分别升值10.5%和8.2%。自今年年初以来也分别小幅升值1.87%和0.55%，这在一定程度上抑制了外需好转对于出口回暖的积极影响。

消费方面，通过社会消费品零售总额衡量的消费需求下一个台阶，传统消费热点房地产以及汽车消费稳中趋缓，前景难以乐观。但服务消费之中的网络消费目前为止未能计入消费统计，未来可能继续提供部分提振。

此外，收入增速下滑的影响也部分被消费信贷上升所抵消。消费信贷增速从2012年的15.4%加快至2013年的21%，家庭部门加杠杆对于消费的支持效果特别表现为短期消费信贷如车贷的快速扩张上。但从去年8月以来，消费信贷增速见顶回落。从未来稳增长政策考虑，消费信贷相关支持政策是促收入增长之外的一个关注点。

投资方面，总体投资需求年初以来仍保持平稳，未来房地产投资前景难以乐观，制造业投资下滑基本态势未有改观，基建投资仍是稳增长支柱。固定资产投资的实际增速剔除固定资产投资价格指数剔除通胀影响，其中1-2月份数据通过工业生产者出厂价格PPI估算)在前两个月略有回升，主要是以铁路为代表的基建投资在年初有显著反弹，而房地产投资目前相对稳定，从而抵消了制造业投资下滑的影响。

从供给端看，工业增加值增速放缓明显，其中汽车、计算机及电子设备、有色金属等几个行业下滑幅度较大。需求疲弱，企业去库存进展缓慢。因此，去产能影响仍可能在未来继续拖累工业增加值增速。

## 增长底线不应冒险突破

鉴于城镇就业增速与PMI就业指标高度相关，因而在当前缺乏全面及时反映劳动力市场数据的

情况下，PMI作为月度高频指标可以成为监测劳动力市场的景气程度的重要参考。目前汇丰综合PMI的就业指标为48.8(1月为48.9)，低于去年四季度略高于50的水平，也是继2009年经济危机时创下历史性的低点(47)后的最低值。

从稳就业及保持债务动态平衡的角度出发，7.2%的增长底线不应冒险突破。从经验观察的角度，过去两年GDP增速为7.7%，大学生就业问题凸显，农民工工资增长明显减速，城市中自愿和非自愿“啃老族”迅速壮大，社会矛盾局部激化，但仍未突破底线。局限于目前不完善的就业数据，我们判断目前基本社会状况以及社会矛盾和问题的积累都显示，我国社会对于年轻人失业率容忍度相对从前有所下降。国际上不少国家的经验教训是，青年失业率高企的国家，社会安定往往受到冲击。

政策层面也应注意到，就业与增长的关系并不是稳定的线性关系，经济增速下滑至底线以下可能造成就业市场加速恶化的状况。从风险的角度来看，GDP再下一个台阶对于就业市场的影响难以估计，不应冒险尝试。

此外，目前我国总体债务占GDP的比率已经接近200%。假设债务平均成本5%-6%，就意味着总体债务水平在没有新增债务的基础上仍在继续扩张。存量债务还本付息要求名义GDP保持10%-12%的增长。要保持总体债务的动态平衡，不仅要控制新增债务量，还要控制经济增速不能快速下滑。

即便是从预期管理的角度出发，如果经济明显下滑会影响企业及家庭部门对未来的预期，并进而影响具体的消费及投资决策。因此及时准确的预期管理也可以起到稳增长的辅助效果。

## 刺激政策空间仍充裕

目前经济仍在潜在增长水平之下运行，因而出台刺激政策空间仍充裕，通胀不是主要风险。我们对潜在增长率水平进行了估算，并认为目前7%-8%的经济增长水平仍然低于潜在增长率。此外，通过目前物价水平的走势也可以反过来度量实际经济增速相对潜在增长率的差距。2013年全年消费物价指数CPI为2.6%，几乎从2011年5.4%的高位减半。然而生产价格指数PPI已连续两年处于通缩区间，且难以在今后几个月摆脱负增长。同时GDP平减指数从2011年8%-9%陡降到去年二季度至今的不足1%。尽管PPI通缩反映了全球大宗商品价格下降的影响，但根本原因在于需求相对不足而造成的产能过剩压力。综合来看，假设目前的政策力度、措施都不变的情况下，经济可能下滑到7%以下。

落实全面深化改革政策措施无疑是今年的政策重心所在。在选择改革政策组合方面，应考虑短期有利于稳增长政策加紧出台。目前面临经济下行压力加大，为确保经济增速在7%底线以上，在改革政策措施推进的同时应兼顾稳增长需要。一方面，应继续大力推进简政放权，加紧出台鼓励和激发民间资本活力的政策措施，进一步降低民营资本进入更多行业的市场准入门槛；另一方面，要破除国有企业在诸多服务行业的垄断地位。比如，银行业、电信、运输、教育、医疗等服务性行业国企仍然占据主导地位，引入民间资本，加强竞争将有助于提高整个行业的效率和产出。

城市化快速推进过程中，我国城市基础设施，包括地铁、铁路等在内的公共基础设施需求巨大，仍有投资潜力。《国家新型城镇化规划(2014-2020)》强调，要科学有序推进城市轨道交通建设。并提出了到2020年，普通铁路网覆盖20万以上人口城市，快速铁路网基本覆盖50万以上人口城市、百万以上人口城市中心城区公共交通站点500米全覆盖等具体目标。从融资来源的角度，国际经验表明基础设施融资更宜以长期债务融资为主，而非短期融资如银行信贷。因而，加大发行长期基础设施投资债券规模是可行的解决方案。

适当增加环境及污染治理方面的财政支出。今年财政预算计划报告明确了2014年环保相关的财政专项支出较2013年增加7.1%。北京环保预算5.8亿治理雾霾。相关财政预算支出可以加快进程，并仍有进一步扩大的空间。

加大农村转移人口市民化过程中相关社会福利及社会保障支出。中国社科院进行的测算显示，农村转移人口市民化的人均公共成本约为13万元，其中包括社会保障、教育以及城镇化后的生活发展成本。该课题组的测算显示每年解决2500万人的城镇化需要政府一次性投入6500亿元，相当于2013年公共财政收入的5%。

货币政策方面虽无需放水刺激，但必须确保为实体经济提供必要货币流动性支持。一方面为实体经济提供保持适度增长所需的信贷支持。另一方面通过流动性管理工具保持适宜并相对平稳的利率水平，并防止出现利率水平大幅上升的情况。在加大对表外业务监管的过程中应避免利率水平过高可能造成金融机构逆向选择而收缩对民间投资及中小企业的资金支持，货币政策不应收紧。

随着财政及货币相关稳增长政策措施的落实及见效，预计经济能避免加速下滑并于二季度企稳。因而今年全年GDP增速有望保持在7.5%左右。

(汇丰银行马晓萍、孙珺玮为本文联作者)

## 降准稳增长

□ 中国银行国际金融所宏观经济研究主管  
温彬

自去年下半年“钱荒”以来，降低法定存款准备金率的呼声不断出现。随着近期经济下行压力加大，市场预期政府会出台稳增长刺激政策，并建议降准和降息。笔者认为，从货币政策前瞻性考虑，降息不必，降准先行。降准不仅是可行的也是必要的，但这并不意味着稳健货币政策的转向。

从去年四季度开始，我国经济增长动能有所减弱。今年1-2月，工业增加值累计同比增长8.6%，创下金融危机以来新低。投资、消费和出口增速均低于数年来的平均值。预计一季度GDP增长7.4%，低于全年7.5%的增长目标。今年是落实十八届三中全会全面深化改革精神的第一年，中央政府主要是通过简政放权、改革创新，释放制度红利，给企业松绑，让市场发力。但各项利好中国经济长期发展的改革措施从出台到落实，不会一蹴而就，对经济增长起到明显的带动作用也需要一定时间。因此，针对当前经济形势，短期内需要出台一些有针对性的稳增长措施。

采取政策微调的重点是发挥好消费的基础作用和投资的关键作用。推动内需的增长首先要用足、用好财政政策。相对消费而言，增加政府投资具有“四两拨千斤”的带动作用，在稳增长和保就业方面效果尤其显著。所以，可以进一步增加中央预算内投资，重点投向保障性安居工程、农业、重大水利、中西部铁路、节能环保、社会事业等领域，以此实现短期保增长和长期调结构的双重目标。

不过，积极财政政策要发挥最大效力最终还要货币政策的配合。尽管市场预期货币政策会由中性转向偏松，但笔者认为，即便降准，也不意味着稳健货币政策的转向。

货币理论告诉我们，法定存款准备金率在三大货币政策工具中具有“利斧”效应，为了避免货币供应量的大幅波动，发达国家央行已很少甚至不再使用这一工具。然而，此项工具在我国则具有特殊意义，作为常规货币政策工具，其调整变动已不具备衡量货币政策是否转向的作用。

我国法定存款准备金率自2003年9月21日上调至今，已累计变动39次，而1年期贷款利率调整23次，存款利率调整19次。在人民币升值预期下，过去十年净结汇形成的外汇占款大量增加，从2003年2.4万亿元增加到2013年末的26.4万亿元，外汇占款成为我国基础货币投放最主要的来源。为了减轻基础货币投放对通货膨胀的压力，央行先后采取发行央票以及提高存款准备金率的方式对冲外汇占款。由于央票成本高、同时到期后还需滚动发行央票，不能深度冻结，故央票余额在2007年达到4.8万亿元的峰值后，随着外汇占款增长放缓，央票作用逐步下降，其余额已减少到目前的5400亿元左右，法定存款准备金率就成为目前唯一的外汇占款对冲工具。

应该说，央行调整法定存款准备金率的唯一考量就是外汇占款的变动。从今年外汇占款增长趋势看，启动降准是可行的。今年2月中下旬以来，人民币出现继续贬值走势，3月15日央行再次扩大人民币兑美元汇率浮动幅度，人民币开始围绕均衡水平双向波动，进而增加跨境套利资金成本，影响热钱流入，我国资本项目或现阶段性逆差，外汇占款总体会出现下降走势，预计全年新增外汇占款1.2-1.4万亿元左右，较上年下降一半，可以适当降准。

更重要的是，降准也是降低社会融资成本和满足企业多元化融资需求的必要之举。随着利率市场化加快推进，银行资金成本正快速上升，而法定存款准备金利率只有1.62%，利率倒挂的低息资产必然促使银行通过提高贷款利率进行转嫁。同时，今年是债务到期的一个高峰，社会融资需求旺盛，因对银行表外业务监管加强，信托等渠道融资收缩，表内融资需求增加，今年前两个月人民币信贷占社会融资总量的55.47%，为2012年11月以来新高。实际上，由于信贷额度控制，降准后银行只能增加债券资产的配置，推动债券融资成本下降。受去年流动性紧张的影响，短期和中票发行利率一度高于银行基础贷款利率，令很多高信用等级企业放弃债券融资，这就是为什么近期人民币信贷占社会融资总量比重上升、债券融资占比下降的原因。

一汽-大众 FAW-VOLKSWAGEN

中国 长春 www.faw-vw.com vw.faw-vw.com 客户关怀热线：4008-171-888

时刻趣动生活  
为酷感接力 趣动共享



### 宝来Sportline携宝来2014年型 趣享上市

动感与动感共鸣，科技为趣动加分！宝来Sportline，尖端标配ESP系统，助您始终保持安全路线；ISOFIX儿童安全固定装置，让两代人安心共享乐趣；前排配备双安全气囊及侧气囊，构筑全方位贴心呵护；RKA智能胎压监测系统，实时监测警示，为您守护尽兴驾驶。有型同行，有FUN同享！

宝来Sportline携宝来2014年型，趣享FUN得开！

欢迎莅临当地授权经销商店赏鉴或登录bora.faw-vw.com。

一汽-大众注重每一个关于安全的细节。为了有效地保护儿童的出行安全，我们为宝来Sportline提供全系列、高品质的儿童安全座椅，让更多消费者享受到可靠的儿童安全装备。

BORA | 宝来

CC

GTE

MAGOTAN 迈腾

SAGITAR 速腾

GOLF 高尔夫

BORA 宝来

JETTA 捷达



扫描访问

趣动生活馆



Das Auto.