

■ 学人随笔 | Writing

日本经济复苏将缓慢而乏力

□赵中伟

由于出口剧烈下滑，国内投资和消费萎缩，日本第一季度GDP较前一季度下降4.0%，折合成年率下降15.2%。今年一季度日本经济比去年第四季度下滑更深，按年率计算，日本经济已经连续两个季度出现两位数跌幅，显示经济形势严峻。目前，出口、工业产值、库存等经济数据出现改善的迹象，经济刺激计划正在逐步发挥作用，日本经济继续下行的风险或可避免。但是从日本的经济政策空间、经济结构和国际经济关系等方面分析，日本经济的复苏将缓慢且乏力，即呈“L”型复苏。

日本财政政策和货币政策的空间有限，难以持续地、大力度地刺激经济增长。今年初，日本政府发布了其历史上最大规模的经济刺激计划；日本国会也批准了其历史上最大规模的年度财政预算。但是，作为目前世界上最大的财政赤字国之一，由于日本的财政赤字与GDP的比例长期以来居于高位，因此，其巨额国债发行的可持续性将构成疑问，财政赤字的扩大也凸显财政风险。并且，根据蒙代尔—弗莱明模型，在浮动汇率制和资本完全自由流动的条件下，财政政策对收入增长的效果甚微，并会导致日元升值，从而威胁出口增长。所以，扩张性财政政策不会长期、大规模地使用。随着世界各国央行向金融市场注入流动性，日本重新拾回了零利率政策。依据过去实行零利率政策的经验，该政策对日本的收益似乎不在于刺激国内投资，而在刺激出口扩大。在外部市场需求萎缩的情况下，通过零利率促使日元贬值进而扩大出口的效果不彰。实施零利率政策实际上意味着央行放弃了利用货币政策进一步刺激经济的做法。

■ 观潮心语 | Voice

对复杂金融创新不能放任不管

□端宏斌

从去年开始，中国内地企业家身陷香港外资投行金融衍生品陷阱无法脱身的消息不断被公之于众，例如中信泰富巨亏150亿元，碧桂园大股东杨惠妍巨亏7.4亿元，还有更多的客户陆续收到香港一些银行的催款通知单，要求这些客户在10日内偿还欠款，这使客户百思不得其解，他们不少人在香港星展银行和香港荷兰银行里存款高达数千万，怎么短短几个月之后，反倒欠银行钱了？

不约而同的，这些客户都购买了一种被称为Accumulator(累计期权)的金融产品，Accumulator的全名是Knock Out Discount Accumulator(KODA)，一般由私人银行售予其高端客户。KODA其实是一个期权结构产品，发行商锁定股价的上、下限，在一个时期内(通常为一年)以低于现时股价的水平为投资者提供股票。KODA有四个特性：买入的股票的行使价往往比现价低10%~20%；当股价升过现价5%时，合约自行终止，但保证投资者至少一个月的积累股份；当股价跌破行使价时，投资者必须双倍吸纳股份；合约一年有效，但是投资者通常只需要拥有合约金额40%的现金或股票抵押即可成交，因此这一产品往往带有杠杆性。

一份典型的Accumulator合约大约是这样的：假设股票A的股价为100元，投资者可每月以90元一股的折扣价购入股票，但该股票升到某一水平，如105元，发行商就可取消合约；而在股市下跌时，无论股票A的价格跌得多少，投资者都要以90元的价格购入股票，而且，当其跌破行使价，发行商可以售出双倍股票，即投资者要购入双倍亏本货平仓。

很明显的，这类衍生品游戏规则较偏袒于投资银行一方。因为就算投资者看对了大势，只要股价升到预定约定的价格，则合约自动终止，庄家的损失设立上限；但是投资者如果看错了大势，合约没有止损限制，除非到一年之后自动终止。简而言之，这对于客户来说是止损交易。因此有人便把其英

出口的回升依赖于国际市场。从产品用途和市场定位来看，日本的出口产品集中于投资品和高档消费品，而此类产品在经济低迷时容易受到冲击。美国、中国和欧元区是日本的主要出口对象国家和地区，日本前段时间的出口急剧下滑，主要体现在对这些国家和地区的出口大幅萎缩上。由于上述国家和地区的经济复苏尚未确定，出口的降幅虽然收窄但难言回升。发达国家尤其是美国的负债消费模式在此次金融危机中受到严重冲击，将对日本高档消费品的出口造成较大影响，在短期内难以恢复到金融危机前的水平。鉴于日本经济对出口部门的高度依赖，日本恐在美国、中国和欧元区等主要贸易伙伴之后实现复苏。

出口部门的下滑已经传导至内部需求。第一季度的数据显示，日本内需和外需对经济增长的贡献度分别为-2.6%和-1.4%，也就是说，内需已经超越外需成为拖累日本经济的主要因素。从消费方面看，消费支出第一季度环比下滑1.1%，超过去年第四季度0.8%的降幅，显示消费支出的降幅在扩大。目前，海外市场对日本汽车、电子和其他高端产品的需求下降，丰田和索尼等日本重要制造企业纷纷实施减产和裁员，并进一步波及到日本的非制造业部门，导致消费者收入预期恶化并削减支出。日本的物价指数连续下跌，其走势将对消费支出产生重要影响，一旦经济陷入通缩，消费需求将持续低迷。从投资方面看，企业设备投资较上季度下降10.4%。出口部门的持续下滑导致出口产业及其相关产业的投资减少，接下来非制造业部门的投资也将减少。除贸易盈余减少外，海外投资所得的减少也是造成投资和消费下滑的重要因素。

■ 财经时评 | Finance Commentary

应减轻经济增长对政府投资的依赖

□李军杰

今年以来，随着宏观调控政策效果继续显现，我国经济运行出现了一些积极变化，但是基础并不稳固，还存在许多不稳定、不确定的因素，民间投资和消费尚未有效激活，经济增长依赖政府投资拉动和政策刺激效应的格局越来越明显。产能过剩是本次经济下滑过程中表现最为突出的核心问题，能否有效吸收现有产能并从根本上转变经济发展方式，是当前宏观调控面临的严峻考验。

房地产和汽车行业的隐患

当前，尽管固定资产投资快速增长，新开工项目迅速增加，但是民间投资意愿不足的基本面并未改变。1~4月份，城镇固定资产投资增速比一季度加快1.7个百分点，扣除投资品价格回落因素，投资实际增速在32%以上。非国有投资连续第三个月低于国有投资，政府投资在整个固定资产投资中的比重越来越大。

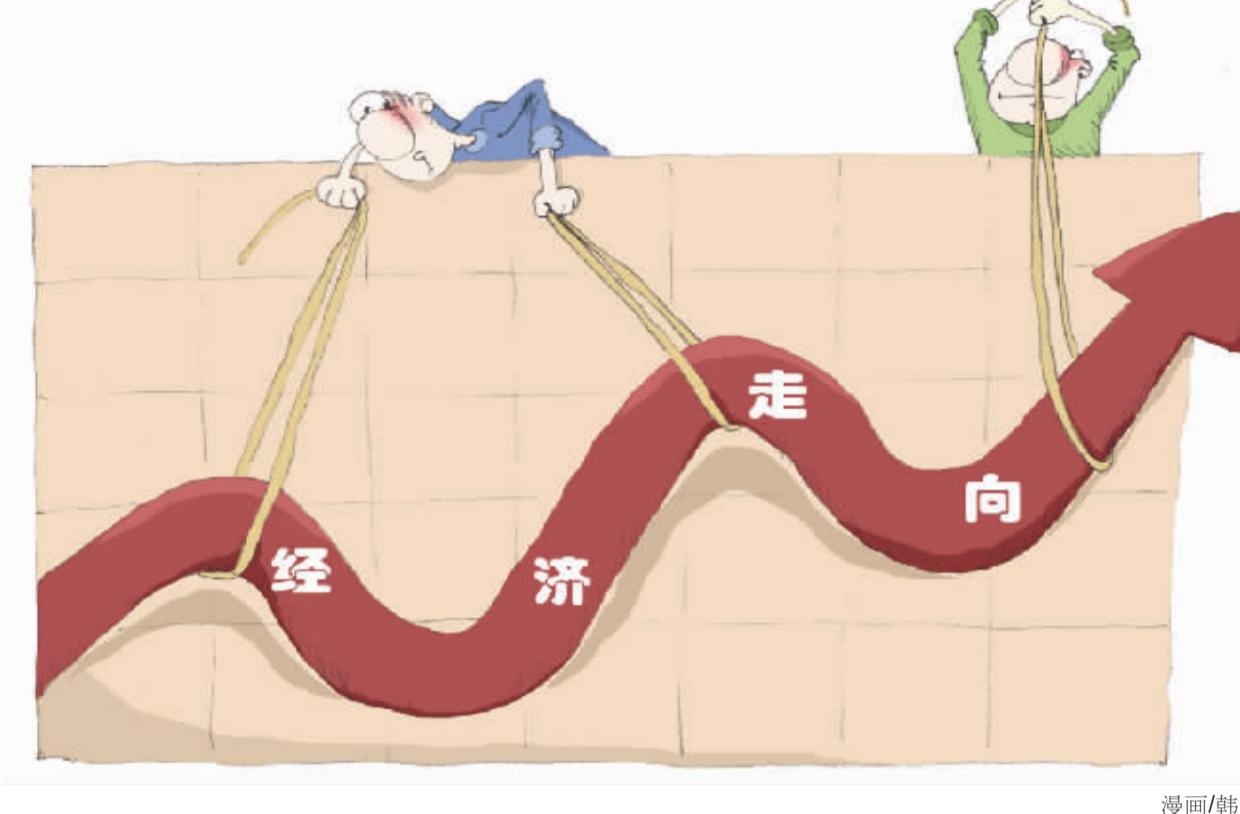
房地产和汽车这两个行业的复苏是我国经济复苏的主要经济增长点，也是与民间投资关系密切的两个行业。从房地产行业看，1~4月房地产开发投资增长4.9%，呈低位运行态势。当前我国房地产发展存在的根本问题是，由于价格泡沫一直没有消除，导致真实住房需求很难有效释放出来，而当前过度宽松的流动性和调低项目资本金比例等政策措施在客观上又进一步延缓了房地产进行调整的有利时机。在税率等短期政策工具的刺激效应逐步消退之后，巨量的房屋存货与高价格可能会阻挡房地产业的健康复苏，这是激活民间投资的一大隐患。

从汽车行业情况看，受燃油税费改革和小排量汽车税收优惠政策的影响，1~4月，国内市场呈现明显的结构性增长特征，受惠车型增长较快，尤其是交叉型乘用车增长4成多，成为拉动汽车总体增长的主要力量；然而商用车市场表现低迷，1~4月产、销量分别下降了1.4%和3.9%。同期，汽车整车和汽车出口形势依然十分严峻，各月降幅均超过50%，累计出口下降了61%。可以预见，在政策刺激效应消退之后，汽车销售会逐步回落，这是制约民间投资增长的另一大隐患。

去库存化“排浪式”前进

与此同时，投资与工业增速继续呈现背离趋势。前四个月，固定资产投资增长30.5%，而工业增长只有7.3%，4月份CPI、工业品出厂价格和原材料、燃料、动力购进价格继续保持下降态势，这反映出当前快速增长的投资尚未形成投资产品供需总量上的紧运行。

从钢铁等行业价格反复震荡的情况



漫画/韩景丰

来看，由于存产量巨大，价格稍有上涨就会导致闲置产能重新启动。1~4月，全国累计生产粗钢17085.65万吨，平均日产142.38万吨，高于去年平均日产136.75万吨的水平，相当于全年产粗钢5.2亿吨。今年还有鞍钢鲅鱼圈、首钢曹妃甸等新增产能陆续释放，钢铁行业产能过剩问题短期内将难以改变。此外，虽然4月1日国家出台了提高部分钢材产品的出口退税税率政策，但受全球钢材需求进一步萎缩的影响，我国钢材出口将继续减少。

4月份钢材、钢坯已经双双呈现净进口局面，这将进一步加剧国内市场供大于求的紧张态势。因此，当前供大于求的关系并没有明显转变，只是在一定程度上有所缓解，去库存化将是一个“排浪式”的前进过程，在巨大的库存被消化掉之前，工业生产只能是逐步提速。

从信贷情况看，信贷增速放缓，4月份新增人民币贷款达5918亿元，远低于一季度月均1.5万亿元的规模，但仍然实现同比多增，其中4月份短期贷款减少786亿元，这是不多见的，反映了企业还贷意愿强烈，扩大再生产意愿不足。

此外，4月份M2同比增幅达25.95%，再创新高，而M1同比增幅为17.48%。M2与M1之间8个多百分点的增速“剪刀差”也反映了企业进行生产投资活动的积极性不是很高。

宏观调控思路宜有所修正

总体来看，民间投资的有效激活仍

然面临着诸多障碍，当前相关经济指标的回暖是反弹而不是复苏，产能过剩依然是当前经济运行中的核心矛盾，整个经济走向对政府投资和政策刺激的依赖性越来越强。

我国目前收入差距大、社会保障覆盖范围小、保障层次低，由经济衰退导致的大规模失业可能会以一种非常剧烈的方式表现出来，并直接影响社会稳定。在这种情况下，基于保就业、保稳定的需要，宏观调控会尽量保持经济增长的速度。但是，经济萧条的作用就在于利用市场机制进行深层次的结构调整，夯实和提升微观基础以尽快进入下一轮经济增长。从本质上讲，经济持续高速增长与结构调整是矛盾的。如果人为的维持快速增长，价格调整不到位，落后产能得不到市场淘汰，而实施产业振兴规划又会培育出新增产能，结果是产能过剩矛盾更加突出，如前所述，房地产、钢铁、外贸出口企业都存在此类问题。

考量去年下半年以来的宏观调控政策，现在看来有调整的必要。主要是因为当时认为外部需求或许会在短期内复苏，比如说一年或一年半的时间，在这种情况下，短期内大量启动固定资产投资可以消化由于出口减少滞留在国内的过剩产能，从而维持经济的内在循环。但是，从当前形势的发展看，这一逻辑突出的问题是世界经济形势判断过于乐观。

从国际形势看，世界经济不但在短期内难以复苏，并且由于实体经济与虚拟经济、危机核心国与周边国家的恶性互动，危机还在继续蔓延。世界经济在一年内复苏和在五年内复苏对中国经济的含义截然不同。如果世界经济可以在一年内复苏，随着外部需求的迅速回升，出口可以迅速接过国内投资的接力棒，继续推动经济高速增长。但必须注意到，这种复苏只是速度的恢复，投资驱动和出口驱动的本质并没有改变，整个增长方式依然是粗放的。反过来讲，如果世界经济不能在一年内复苏，而是需要三到五年才能恢复，中国的经济就是另外一种结局：一年半至两年之后，当初为缓解产能过剩而追加的投资本身也形成了新的供给，届时外需还没有恢复，大量增加的产能在国外找不到出口，而国内无论是政府财力还是投资空间都已经到达极限，那才是真正经济大衰退。

基于上述分析，笔者认为，我们应该把刺激经济增长的重点从投资转变为消费，从经济增长转变为体制改革。决不能再对国际经济的复苏(外部需求的增长)抱有不合时宜的幻想。要在制约居民消费增长的体制改革方面有大动作，加大力度调节国民收入分配格局，争取经过此次危机之后，中国能从投资和出口双重拉动经济增长的模式中，逐步过渡到以居民消费拉动为主的经济增长模式。

■ 财经茶座 | Teahouse

大宗商品价格将出现新的强劲上涨

□陈克新

今年以来，国内外大宗商品行情震荡向上，走出了一波较为强劲的上涨行情，其原因有三：世界经济低迷已至谷底、各国货币集体贬值以及由此而产生的金融性购买量急剧膨胀。而据此分析，笔者认为，两三年或者更短的时间内，全球大宗商品价格将会展现出一轮更为强劲的上涨行情，石油、金属、橡胶、矿石等资源性产品价格都有可能逼近或者越过前期高点，如石油价格或将重返100美元/桶价位，并且不排除达到150美元/桶的可能性。

世界经济低迷已至谷底

前期全球大宗商品价格之所以会出现高台跳水，最大原因是世界金融危机爆发，导致实体经济消费需求和金融投机需求的急剧萎缩。从今后的发展趋势来看，虽然世界经济发展进程艰难，距离全面复苏还有一段距离，甚至还会有所反复，但一些迹象显示，经济低迷已至谷底，距离回升不会遥远。世界一些主要经济体负责人和权威经济机构纷纷发表预测认为，全球正处在经济接近复苏的转折点上，一些国家的经济已经开始出现复苏迹象；其他国家虽然经济衰退仍在继续，但速度已经放缓。

中国作为现阶段全球经济稳定的最重要因素，今年一季度经济运行比预料好，尤其是固定资产投资和社会消费品零售总额——代表国内需求的部分增速加快，已经成为今年以来经济增长

的主要拉力，成为大宗商品需求增长的主要部分。据测算，今年1~4月份累计，全国8种重要大宗商品的进口量为28299万吨，比去年同期增长17.4%，国际大宗商品市场“中国因素”再次增强。

预计随着中国刺激需求措施效应的进一步显现，随着世界经济企稳后转向缓慢复苏带动2010年内中国出口形势的好转，中国大宗商品需求增长水平还会提高，受其影响，全球大宗商品需求萎缩趋势也会得到遏制，“坏”不到哪里去了，从而奠定了今后价格行情继续向上的稳固基础。

美元继续贬值不可避免

大宗商品价格走势，除了取决于供求关系以外，还受到币值尤其是美元币值影响。今后美元走势如何？笔者认为其大幅贬值局面不可避免。

引发美元继续大幅贬值的主要原因，还是美国经济实力日趋减弱，以及由此产生的过度举债。为了“救市”，避免出现螺旋式下跌，陷入经济大萧条，欧美各国政府实际上已经采取了“把通胀搞上去”的财政政策与货币政策，在维持巨额财政赤字的同时，大量地向市场注入“流动性”，直至开动印钞机。据报道，本财政年度的美国财政赤字将达到创纪录的1.84万亿美元，约为上一财年赤字规模的4倍。2010年的财政赤字更高，为2.33万亿美元，估计今后数年还将保持很高的赤字水平。美国政府几乎无限制地向全球市场大量投放没有物资保证的纸币，一定会造成“钱

比货多”的另一种“经济失衡”，引发美元大幅贬值恶果。

有一种观点认为，美国为了维护其美元权益将奉行强势美元政策。这实际上只是美国政府的一厢情愿。因为美国负债太多，根本没有办法通过财政结余进行弥补偿还，而且还必须继续举债或是印刷钞票解决流动性问题。美国近几年政府均叫喊强势美元高调，但实际结果却是美元币值的波动向下趋势。由此可见，美元是否贬值，已经不是美国政府所能掌控的事情了。不仅如此，美国政府还可以从美元的大幅贬值中获得巨大利益：轻松“赖账”，源源不断的救市资金、刺激出口等。因此，无论是从主观愿望，还是从客观上迫不得已来看，美元的继续大幅贬值都不可避免。

现阶段国际市场大宗商品价格主要以美元为计价单位，美元的大幅贬值，当然会相应推高大宗商品的市场价格。

货币贬值引发大量购买需求

一般而言，大宗商品的需求，或者是购买力的需求主要有三种：

首先是实体经济的消费需求。比如汽车、住宅、食品、旅行等方面需求增长所引发的大宗商品消费量的增多。它与实体经济总量共进退。

其次是金融属性的购买需求。在现代商品经济社会中，大宗商品除了具有商品属性外，还越来越多地被赋予金融属性。这就使得在大宗商品领域中，除了缘于经济增长所产生的需

求外，还会出现大量的投机性和避险性购买需求。有时候这部分购买需求会远远超出实体经济需求。

最后是外汇储备适度实物化的购买需求。这基本上是一个新概念，或者是新产生的购买需求。以前各国的外汇储备，除了以纸币形态存在外，还有一部分以黄金、白银等贵金属的实物形态存在。在即将到来的世界主要经济体货币大幅贬值的形势下，严重的通货膨胀威胁，势必使得各国政府为其巨额外汇储备避险，寻找其他出路，从而产生了外汇储备形式多样化的选择。除了以纸币(包括债券)形态存在外，还必须加大实物化的比例，将部分纸币储备转换成贵金属以外的商品实物储备，比如有色金属等。

由此可见，由于实体经济逐步复苏，所创造的大宗商品需求有增无减的市场环境，以及强烈的货币贬值预期，将使得大量投机资金和避险资金涌进商品市场，势必极大膨胀金融属性购买需求。应该说，随着前期价格水平的大幅跌落，投资恐慌的减退、市场信心的增强，今后进入大宗商品市场的逐利资金也只会增多，很多时候会将大宗商品价格推向极致。这是一个长期发生作用的市场因素。

还必须指出的是，从理论上说，外汇储备适度实物化，将是一个极具潜力的购买需求。这块资金量实在是太大了，是真正的“笼中之虎”。各国政府只要拿出百分之一的外汇储备额，就能够在大宗商品市场上掀起滔天巨浪。