

■ 财经时评

# 推进城镇化应把握好力度节奏

□国家行政学院决策咨询部 陈炳才

过去的三十多年中,我国经济增长和居民福利水平全面提高,其中城镇居民福利水平提升更为明显,城镇人均经济规模远远超过农村。随着未来农村人口逐步变为城镇人口,通过城镇化推动我国经济增长的潜力巨大。

## 城镇化是经济增长动力

城镇化是城镇、道路、文明等公共设施聚集和扩大的过程,是农村人口向城镇集中的过程,是农村居民享受城镇居民待遇、城镇文明及其制度约束的过程。

在我国以往的经济增长中,城镇居民福利水平提升更为明显。仅就沿海开放城市的市区与县以下的人均经济规模比较,目前也相差4倍。2010年全国人均GDP水平与沿海开放城市人均GDP相差3倍多。假设到2020年,全国人均名义GDP规模达到2007年沿海开放城市水平,如果那时人口按照14亿计算,那么我国名义GDP就可以达到108万亿元,是2010年规模的2.5倍。可见,通过城镇化推动我国经济增长的潜力

极大。城镇化意味着城市基础和公共设施建设不断增加,也意味着人口不断聚集和持续增加,意味着企业数量增加和生产规模的扩大,因此也必然带来城镇经济增长。过去的三十年里,我国城镇人口增长288.39%,名义经济增长了108.06倍,城镇人口每增长1%,名义经济增长37.81%。这也表明以城镇化推动我国经济增长大有可为。

## 稳妥把握城镇化力度和进程

尽管以城镇化推动我国经济增长潜力巨大,但我国城镇化发展本身存在很多亟待解决的问题。过分的城镇化让大量人口拥挤到城市,不仅带来城市拥堵、空气质量下降、生活成本提高,也带来就业压力和沉重的财政负担,城市税收增长也因过分发展房地产业缺乏可持续性。很多城市流动人口甚至超过户籍人口,但由于没有财力解决流动人口和农民进城的福利待遇均等化问题,只好用户籍管制来减轻财政负担和压力。基于以上分析,我们需要谨慎对待城镇化,在政策上把握好城

镇化的力度和进程,实现城乡均衡发展,让城镇化真正成为惠及人民群众的好事。

一方面,在城镇化的同时,要兼顾农村发展。城镇化问题的本质是缩小城乡差距,确保资源、投资、消费、人口及经济活动的合理布局,因此,应着力做好以下几点:

努力缩小农村与城市的差距,让农村享受现代城市文明和待遇,尤其是在制度待遇(包括已有各项制度的真正执行)方面,不仅要建立、健全和改善农村居民的养老、医疗、失业、社会救济等社会保障,也要改善农村的基础设施,让农村居民享受或具有城市的教育水平。大力发展农村经济,提高农业的机械化、规模化、专业化和组织化经营,让农村就业人员享受和城市等值的收入水平和工薪报酬。这样,就没有必要让大量农村人口城市化,相反,在交通便利的情况下,城市人口可以乡村化,这可以避免和减少过度的城镇化导致的各种城市病。

根据城镇化的本质,继续推进城镇化。其中有两种途径:第一是就近就地实行城镇化,将农村

人口适当集中,而不是完全集中到一个地点。一个县,可以有多个集镇。这不仅实现人口、商业、教育的集中,也节省了其他诸多成本,使城镇化的公共基础设施得到充分利用。同时,大力推进农业的现代化、规模化、专业化和组织化经营。这可以避免人口向城市集中,也有利于避免城市居民生活成本的相对稳定,有利于城市的社会管理,保障城市的秩序稳定。第二是继续目前的城镇化模式,根据现有能力和条件,实现流动人口或外来人口的市民化,吸引更多进入城市。这两种思路,在实际中可能需要兼顾,不能偏向一方。

另一方面,要改革城镇户籍管理制度,推动人口的市民化。当今的流动或外来人口,已经成为城镇发展的建设者、就业者,理应成为城镇人口。在不能完全改革户籍制度的情况下,可以进行部分改革。

具体而言,可以在以下三方面入手:一是对投资居民给予户籍宽松。比如在本城投资办厂的外地企业可以给予一定的户籍指标;二是对符合条件者允许户籍

本地化。如外来流动人口满3年,有稳定就业者或自主创业、就业(如餐饮、服务等)者,或者从事城市公共服务者(如环境卫生工人、园林工人、废品收购等),只要其缴纳税收和社会保障,也应允许落户本城镇;三是逐步实行居住证制度,真正实行居民人口公共服务和福利均等化。

户籍制度的不公平在于身份歧视和福利歧视,导致居民待遇差异很大。过去的户籍制度对控制农民进城、减少城市的公共负担发挥了重要作用。但在今天,很多公共服务已经对非户籍人口开放,比如教育、医疗、住房购买等已对流动人口开放,城市基础设施建设与人口规模的相关性不大。而养老完全是按照工资水平来交纳和确定的,不增加政府的负担,过多的户籍限制,反而给管理带来不方便。因此,可以考虑对流动人口实行居住证制度,居住证区可分临时居住和永久居住。居住3年以下的就业人员,都属于临时居住;居住满3年以上的就业人口(包括流动人口或进城农民)都应属于永久居住人口,永久居住人口理应享受市民待遇。

■ 新锐新论

## 细分融资市场 推进光伏产业整合

□中国能源经济研究院 红炜

前不久银行间市场交易商协会围绕中期票据和短期融资券的发行问题,对钢铁和光伏行业进行了专项调研,其结论不啻语轻语重,光伏产业在这个市场的融资大门肯定是愈发狭小。银行、债券和股权三大融资渠道堵塞,对资金极度饥渴的光伏产业而言,是到了山穷水尽的地步。笔者以为光伏产业的融资市场还是应当做些细分的功课。

当前光伏市场不好不代表光伏产业不好。国家能源局出台的《可再生能源发展“十二五”规划》将光伏终端市场目标从15GW提升到21GW,增长了33%,就是对这一产业重要意义的充分肯定。产能供大于求是事实,市场在稳步增长也是事实。纵观全球发达国家,日本已将光伏发电提升到新能源发展的首要位置;美国的光伏产业地位已经成为总统宝座之争的话题之一;欧洲在经济不振、光伏发电补贴下降的同时,上半年安装量却在上升,其中奥妙值得深思。

当前光伏产业融资市场应当细分的根据是:完全市场化的产业可以通过完全市场化的手段来解决,其结果是产业发展更加理性;非完全市场化的产业如果完全通过市场化的手段来解决,其结果只能是对这一产业带来毁灭性的打击。光伏产业是一个非完全市场化的产业,从它诞生到今天,始终离不开政策的襁褓。当前融资市场一刀切的办法,就如同对待一个短时间长得过胖的婴儿,采取突然长时间不给饭吃的做法,其破坏性结果可以想像。前两年,对于光伏产业融资过度现象管理不严的做法值得探讨,当

前不研究产业本质、不分曲直地停止一切光伏企业融资手段的做法也是错误的。

当前优秀、规模的光伏产业更应当获得金融的大力支持。过去十年,我国已形成一批全球最具竞争力的光伏企业。即将公布的2012年全球新能源企业500强”前50名中,中国的光伏企业就占了5家。此时合理、大力的金融支持可以助推他们更具国际竞争力,实现从“中国制造”到“中国创造”。否则,由于特殊国情造成的目前已经十分严重的最具竞争力的企业与不具竞争力企业持续消耗,将使光伏产业的整合多用一倍以上的时间来完成,其结果不但将失去已有的先发优势,甚至是优势产业的全军覆没。

笔者强烈呼吁金融机构细分产业链,大力发挥融资的杠杆作用,加速完成光伏产业的整合、升级过程。如果把光伏产业链细分为上、中、下游的话,中游的电池组件生产环节严重大于销,属严格限制环节;上游的晶硅原料生产远不能满足国内生产的需要,去年进口6万多吨,今年势必达到8万多吨,金融机构应当大力扶持规模、优秀企业;下游终端市场尚在大发展的过程之中,21GW光伏电站建设所需资金额度是2100亿元以上,平均回收期应在10年左右。这是一个巨额需求、长时间回收的产业环节,没有金融的支持,国家可再生能源发展“十二五”规划不可能实现。特别要强调的是,即使在中游企业中,数家全球最优秀企业在当前难得的发展机会中尤需要融资支持,金融机构应当做出特别的方案,帮助他们更加优秀,而不是因资金短缺成为国际资本的“盘中餐”。

## 改善基金投资环境

□金鹰基金专户部副总监 林宇坤

市场行情不好,基民投资亏损,着急;基金业绩不好,基金经理、基金研究员压力大,同样着急。基金行业的问题,归根结底还是基金业绩的问题。基金业绩表现不好,固然与基金经理的投资管理能力密切相关,基金公司无可推卸的责任,但也不能忽视基金经理投资环境和行业背景。

首先是市场大环境的系统性风险抑制了基金经理的操作空间。当前,中国经济总量排名世界第二,但A股在世界86个股票市场中“熊”冠其首。2011年,A股市场缩水近6万亿元,每位个体投资者平均亏损4万余元,全部股票基金无一正收益。中国当前的证券市场仍然是一个重融资、轻回报的市场,最明显的表现就是一二级市场的风险收益比严重失衡。IPO迅速扩容,上市公司、创投公司及保荐人之间逐渐形成相对固定的利益链,上市公司“包装”过度的现象普遍存在,部分上市公司资质不好,一上市就变脸,变成投资者的“有毒资产”。而IPO速度越快,大小非和大小限的量越大,二级市场的抛售压力就越沉重。近年来,从产业资本和金融资本的风险收益比来看,以基金为首的金融资本显然处于劣势。

二级市场上,大小非解禁导致流通市值迅速膨胀,股票供过于求。2007年末沪深市场流通市值占不到3成,但到了2012年7月底这一数据升到77%,A股市场的全流通过程已完成3/4。股票供给的增如尤其是后股改时期限售股不断解禁带来的流通股绝对量、相对量的快速上升,甚至超出了新股IPO的影响,成为导致股票供需严重失衡的最重要因素。在此背景下,最应该遵守的价值投资理念被束之高阁,资金爆炒小盘股。排行价值投资理念的公募基金步履维艰。当个股投资失效时,为了追逐短期的业绩排名,有不少公募基金采取了博反弹和捕捉行业热点的策略。在震荡市场中,踏准一次、几次节奏不

难,但要每次踏准节奏,运气的成分极高。这也正是大多数明星基金经理无法成为闪耀恒星的原因。因此,要使二级市场更具有投资价值,必须改变流通市值增长太快的现状,鼓励和引入更多投资者参与市场。同时,发行制度也要改变,平衡一二级市场的利益,提升价值投资空间,加固市场基础。

其次是激励机制。因为面临考核压力,相当多的基金非常重视排名。基金经理面临的舆论压力也不小。但我们不难发现,冲杀到榜首或者前几名的基金,罕有常胜不败,反而经常大起大落。这与基金业绩的短期考核不无关系。

基金经理争夺短期业绩排名,主要是因为承受太大的心理压力。要改变这种状态,基金公司内部要对基金经理的绩效考核长期化,例如期限以三到五年为准。同时,对基金经理的考核方式也要更加科学化,改变用各种区间排名给基金经理造成心理上的负担。

当下,业内人士呼吁建立基金业绩比较基准约束机制,鼓励基金将基金业绩相对其业绩比较基准的波动水平与基金管理费的提取挂钩。我认为这种与业绩比较基准挂钩的考核方式,或许对基金经理的排名有益,使其不必承受过多的投资压力。同时,希望媒体能够起到好的舆论导向的作用,不要过度地关注基金业绩的短期排名。

第三是60%的仓位限制。在单边下跌的市场中,哪怕基金经理对市场前景极度悲观,由于股票基金不低于60%的仓位限制,基金经理只能无奈忍受基金净值的下跌。基金行业的法规在设计之初参照了海外公募基金的情况,由于不同类型的资产存在不同的风险收益特征,因此监管当局通过仓位等投资的限制,将不同类型的基金产品划分出一个基本框架。市场在不断变化中,十多年前的规定显然不太适应现在的情况,建议有关部门根据市场的发展情况调整制度,降低仓位比例的限制,给基金经理更大的操作空间。

■ 资本观察

# 改革红利或引导股市风险偏好回升

□中国社科院金融重点实验室主任 刘焯辉

中国经济当前面临的逻辑不只是去库存,而是去产能。根据国家统计局唯一的一次关于企业产能利用率的研究(2009年中期),2006、2007年是企业产能利用率的峰值,2008年开始全面向下,2009年中期按24个行业的产品生产能力测算,2009年二季度有22个行业呈现不同程度的产能过剩,即产能利用率达不到75%的盈亏线。

经过三年(2009-2011年)的产能扩张后,目前国内经济处于产能释放期。据IMF报告,中国目前的产能利用率只有60%。相比之下,美国当前的全工业利用率为78.9%,而在金融危机高峰期这个比率为66.8%。

产能利用率决定企业利润,一般来讲,产能开工率只有接近90%的阈值,企业才有足够的能力提价,利润率才能回升。在当前情况下,需要政府在基建和投资

链条下相当大规模的订单,这几乎是不可想像的。

产能在金融层面的映射其实就是债务,去产能=去杠杆,目前宏观面正在经历“债务紧缩需求”。以目前的杠杆水平,中国经济的四部门几乎都不存在扩张的可能。

从政府部门看,2010年中国可以统计的政府债务总额约为28万亿元,占GDP的70%。而这未计入高校债务、城投债、政府性实体

的信托融资、以隐性养老金债务为主的社会保障基金缺口等。从企业部门看,企业部门债务率(企业部门债务占GDP的比重)于2010年达到105.4%,超过了债务阈值。如果考虑到企业之间盘根错节的债务链,即企业之间的应收账款(今年前7个月,中国工业企业的应收账款已达7.83万亿元),以及广泛存在联保、互保所形成或有负债,整个企业部门的杠杆将变得更为复杂。

从家庭部门看,虽然家庭部门债务率(家庭部门债务占GDP

的比重)只有28%(2010年),但由于非橄榄型社会的特征,中产阶级家庭承担了大量的负债。

从银行体系看,令人担忧的是,由于操作中存在弹性,中国银行体系的不良数据真实性恐怕存在争议,尤其是在以下四个方面值得再探究:一是大企业和平台公司以债务滚动和展期;二是五级分类保持弹性,尽量在关注类贷款中进行堆积;三是将贷款转移至影子银行体系,然后买回故投资项,再对应发理财(滚动);四是代同业或为同业信用证放款,记同业拆放,如此降低风险权重,减小风险资产,提高资本充足率。因此,背负巨大潜在不良和资本充足率存在虚高的银行,未来行为可能更趋谨慎。

中国经济要稳住目前的增长速度,短线没有其它选择,只能在基建和地产链条上投放错配的订单,延缓出清的进程。但这种过剩产能下短期订单来平滑经济衰退的老路数,受到的最大制约来自中国的长期资本回报率及其预期

下行,资本流出扩大,由此产生的货币收缩效应会使资金价格上升,这会加大私人部门的挤出效应。逻辑上看,这样的循环也难长期维持。

过去十年经济结构失衡的加剧,关键在于政府和市场之前相对合适的边界破坏,公权扩张失控,地方政府和国有经济部门掌控着绝大部分驱动经济增长必需的要素,如土地、矿权、税收、市场准入、环保标准等。因此微观投资项,再对应发理财(滚动);四是代同业或为同业信用证放款,记同业拆放,如此降低风险权重,减小风险资产,提高资本充足率。因此,背负巨大潜在不良和资本充足率存在虚高的银行,未来行为可能更趋谨慎。

因此,央地分权架构可能需要重新设计,根本上改变目前资源重复低效配置,产业分散化的结构,也需要通过聚集来节约基础设施投资。国有垄断部门的改革要推进,特别是国有经济大幅度退出经营性领域,让社会资源加快进入管制和垄断的现代服务业,引入竞争以促进生产率的提

高,这个变化将会在2013年逐步展开。从长线上讲,中国可能还是需要构建一个自下而上的基础来节制公权扩张,简单地讲就是八个字——“预算民主,支出透明”。

股票估值长期由分子决定,即企业的盈利(ROE)所决定;短期会受到分母,特别是风险偏好波动影响。经济整体处于去产能化、去杠杆的大背景,企业盈利(产能开工率只有超过阈值,企业才能提价,利润率才能回升)和宏观数据短时间都难以形成实质意义拐点,但风险偏好是可能发生变化的。未来随着改革红利的逐步释放,这时股市也充分吸收经济探底的预期后,有可能迎来风险偏好回升带动的反弹。笔者认为,在以下几个方向上入手改革,能明显改变风险偏好:实行精简机构的大部制改革,整顿产业政策

# 美国“财政悬崖”或成QE3推出契机

□木梓彬

在美国8月制造业采购经理人数指数(PMI)连续第三个月低于50荣枯分界线且创下2009年7月以来最低水平后,关于美联储是否继续推出量化宽松货币政策(QE3)刺激经济的话题再度引起市场热议。在QE1、QE2及“扭转操作”已造成美联储资产负债表急剧膨胀的背景下,如再度启动QE3,势必推动以美元计价的石油等国际大宗商品价格上涨,进而推高全球通货膨胀水平。

## “财政悬崖”是推出QE3契机

推出QE3有两个基本前提:一是实体经济萎缩引发失业率上升;二是需求不足导致通货紧缩。从目前实体经济状况看,美国并不需要新的货币扩张政策刺激。美国整体经济结构,已从2009-2011年的政府财政刺激和企业补库存阶段,逐步转向了消费支撑阶段。就业市场缓慢改善,新一轮信用扩张开始显现,市场信心明显增强,相对于其他发达经济体,美国经济表现出稳定增长的态势。

以全球最为活跃的美国企业债融资市场为例,国际金融数据提供商Dealogic最新数据显示,截至8月中旬,今年美国企业债融资规模已达数千亿美元,其中投资级公司债仅8月前20天就发行了

350亿美元,高于往年同期270亿美元的平均值;高风险债券(垃圾债)8月前20天发行量达到270亿美元,远超过往年同期70亿美元的平均值。在美国长期低利率政策以及“扭曲操作”作用下,美国国债收益率持续下降,而垃圾债券回报率高达10%以上,私募基金、共同基金以及养老金等各类投资者对高收益率企业债券的需求持续扩大。摩根大通预计,垃圾债融资规模今年将创下历史记录。实体经济融资环境宽松,对提高就业、刺激经济起到了积极的促进作用。此外,美国制造业海外回归的同时,在推动美国制造业复苏的同时,加速美国就业市场回暖,带动美国经济稳步回升。

从通货膨胀角度分析,美联储2009年3月推出QE1时,美国通胀率为-0.4%;2010年11月推出QE2时,通胀率为1.64%;2011年美国通胀率曾达到3.2%;今年上半年通胀率一路下滑,目前基本稳定在1.7%左右,距美联储2%的通胀目标相差并不算远。所以无论哪个角度看,都不足以让美联储在近期推出QE3。

但是,美国国会预算办公室近日发布半年度报告,就“财政悬崖”发出警告,有可能使美国实体经济出现逆转。报告表示,小布什政府时期的减税政策今年底即将到期,而大规模开支削减计划将于明年初启动,两项合计将使

2013财年美国联邦政府财政支出减少6070亿美元,相当于国内生产总值的4%。受此影响,2013年上半年美国经济将萎缩1.3%,全年将萎缩0.5%,失业率可能重新回升至9%以上。

延缓以上财政政策实施期限,是解决“财政悬崖”的最佳途径,但受总统大选、国会税收等因素影响,美国或许会在“财政悬崖”边上摆出走钢丝的架势让世人揪心。诸如今年春季,奥巴马政府预算首次未能获得通过,美国舆论一度喧嚣联邦政府将被迫停止运转,但最终预算风波有惊无险平安度过。此次面对可能发生的“财政悬崖”,预计美国政府最终将会部分延长小布什税收优惠政策,与此同时,为缓解大规模削减支出造成的财政紧缩,美联储将在今年底或明年初推出QE3。果真如此,美联储货币政策的独立性将被财政政策裹挟,定量宽松货币政策的功能,将由原先激活市场流动性转变为挽救政府财政危机。

## QE3或选择开放式

总统大选可能导致美国出现短时期的政策真空,美联储为有更高弹性空间权衡刺激措施的力度,QE3或是开放式的,即只设一个大致的规模和时间框架而不设具体数额和期限,这种“意向性”的政策,可回避大规模集中购债

可能遭受的不同政见的抨击。

美联储推出QE3最棘手的问题是出资规模。规模过大,将造成资产负债表不必要的膨胀;规模太小,有可能达不到改善经济预期目标。在出资规模上保持一定的开放性,根据“财政悬崖”对经济的影响程度酌情出手相救,或是上策之选。关于QE3的执行期限,美联储可能会考虑美国经济发展趋势、刺激政策的操作成本以及效果评估等综合情况,及时做出适当调整。

如果确实如此,不排除美联储把QE3与具体经济目标挂钩,类似于设定明确的国债收益率目标,但决策者将不得不向政策目标靠拢,最终可能引发一些激进的行为。尤其是如果与失业率挂钩的话,意味着美联储将容忍更高的通胀率,以提振经济活动促进就业率回升。这样做的潜在风险是不言而喻的,但权衡利弊,“开放式QE3”或许是美联储正在考量的选项之一。

## QE3将再度推高全球通胀

在资本流动全球化的当下,美联储前两轮定量宽松货币政策,使全球流动性在美元主导下肆意泛滥,除一小部分通过股市流入实体经济外,大部分流向了大宗商品期货市场。国际大宗商品价格上涨,导致新兴经济体经历了严峻的输入型通胀压力,为稳定物价,这

些国家不得不收紧财政政策,收缩市场需求,降低经济增速。

近期,在市场感觉美联储有迹象推出QE3后,一些大型对冲基金的石油多头头寸上涨到近三个月以来的最高点,由石油带动的大宗商品价格出现整体反弹。可以想象,QE3若被推出,必将再度引发美国资本外流,尤其可能流入那些经济增长前景更好、资本账户更开放的经济体,给那些国家的宏观经济管理造成严峻挑战。美国将通过美元再度贬值,在国际汇率和固定资产投资上获取双重收益。2007年8月至2012年4月期间,美联储两轮QE使大量热钱流入中国境内,人民币累计升值17%,给中国经济发展造成了巨大的压力。接受人民币升值,出口经济将遭受损失;吸收美国热钱,中国将面临国内通胀。

解决美国经济发展中深层次的问题,使其重新走上良性增长道路,不是靠QE3可以解决的。俗话说,“再一再二,不可再三”,如果美联储在QE1、QE2之后仍然坚持推出QE3,那么所谓“量化宽松”概念中的“量化”,实际上已经被模糊,剩下的只有“宽松”。过量发债已导致美国主权信用展望下调,而QE3将导致美国债务违约成为可能。一旦其主权信用评级下降,中国等主要美国国债持有国可能面临所持资产持续缩水的严重问题。

中国证劵报·中证网 财经对话

连跌4月，9月能否如期反弹？

嘉宾：汇丰大中华区首席经济学家 屈宏斌  
广证恒生咨询副总经理 袁 豪  
华证证券策略投顾 黄海勇

时间：今日10:30—11:30 网址：http://www.cs.com.cn