■ 大视野

经济转型是跨越中等收入陷阱关键

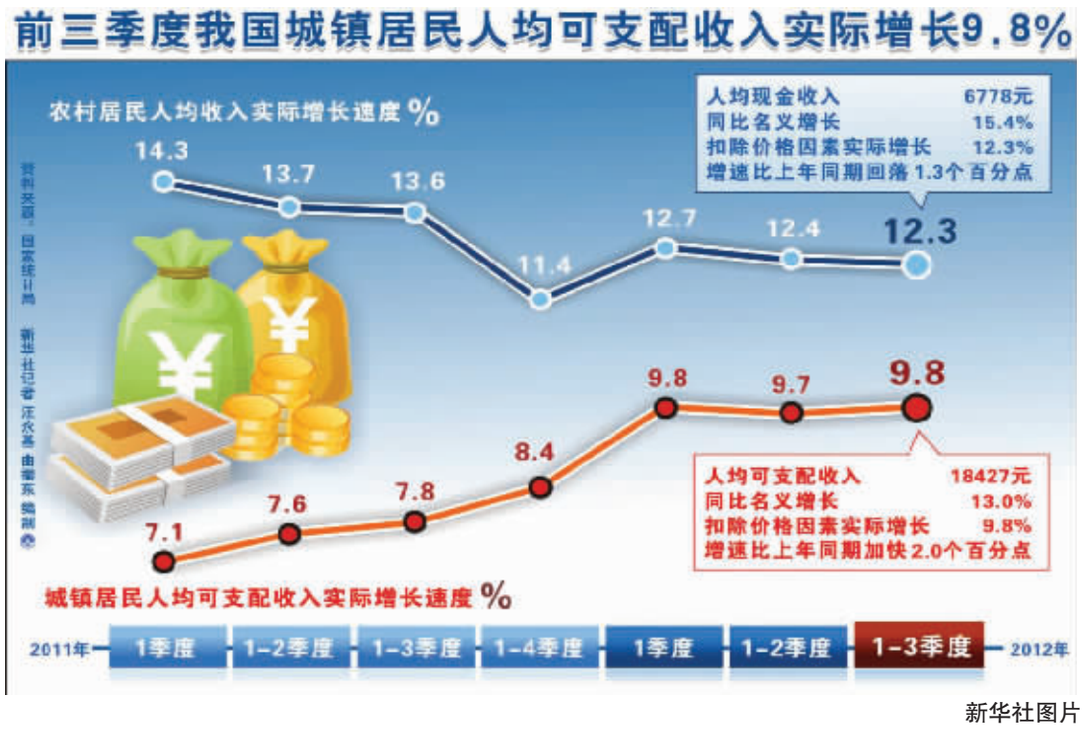
□国家信息中心预测部 张茉楠

十八大报告提出，确保到2020年实现国内生产总值和城乡居民人均收入比2010年翻一番。根据国际货币基金组织（IMF）公布的数据，2011年中国人均GDP达到5414美元（居世界第89位），这意味着我国经济社会发展进入了一个重要转折时期，中国正迈向中等收入国家行列。然而，当前我国盈利模式正面临深度转型的重大挑战，中国经济能够顺利跨越“中等收入陷阱”，又有哪些发展经验和规律可以遵循，值得深思。

历史经验表明，虽然国与国之间存在较大的差异，但经济增长结构转换点与人均GDP水平存在基本的一致性，在向高收入国家或地区行列迈进时，经济发展有许多显著的共性特征。

首先，经济发展模式出现新动向。历史经验和国际研究表明，人均GDP达到4000美元往往会成为一个国家或地区发展的分水岭。上世纪六七十年代，欧美发达国家与拉美、东亚国家在相近的时期实现了人均GDP4000美元的突破，日本、韩国和欧美发达国家成功跨越这道“分水岭”，大力调整产业结构，发展重工业，实施出口替代战略，实现了劳动密集型向技术密集型转变，经济普遍保持了十年以上的高速增长，并很快实现人均GDP5000美元甚至10000美元的突破。

而处于大致相同起跑线上的拉美国家，到人均GDP3000美元附近的发展阶段时，快速发展中积聚的矛盾集中爆发，自身体制与机制更新进入临界区，很多发展中国家在这一阶段由于经济发展自身矛盾难以克服，经济增长回落或长期停滞，陷入所谓“中等收入陷阱”阶段。究其原因主要是这些国家长期以来只注重财富增长，而忽略了财富分配，中间阶层出现“失心化”，造成内需增长不振。



新华社图片

其次，经济发展动力结构发生新变化。经济增长的驱动力主要可划分为要素驱动、投资驱动、创新驱动和财富驱动四大动力。人均GDP达到4000美元以后，发达经济体逐渐放弃“以资源促发展”、“以市场换技术”、“以利润换资本”等要素驱动和投资驱动的前期发展方式，经济发展由主要依靠投资驱动逐步转向主要依靠创新驱动，技术创新逐渐成为经济社会发展的重要驱动力。

第三，产业结构出现新变化，第三产业上升为主导产业。产业结构变化是现代经济增长的主要内容。“配第-克拉克定律”，以及钱纳里、库兹涅茨的研究都阐述了随着人均收入水平的提高，第一产业在GDP中的比重将呈明显下降趋势，产业结构的重心向第二、第三产业转移，产业结构趋向高级化。人均GDP超过4000美元之后，由于消费快速扩张，服务业迅速崛起，“消费主导-服务业推动”的组合逐渐成为新的增长动力，第三产业比重超过60%而成为主导产业，产业结构更为高级化。

第四，微观基础结构出现新变化，跨国公司成为体现经济实力的主要载体。工业化初级阶段，广大中小企业是产业的支柱力量。随着经济持续发展，社会步入后工业化时代，企业规模逐渐扩大，大企业数量快速增加，跨国公司或企业迅速崛起壮大，成为发达国家经济实力的主要载体，带动人均GDP迅速向更高阶段跨越。例如，从1965年到1980年，美国年均营业收入在5亿美元以上的大型企业比重从2.4%上升到5.4%；资产在10亿美元以上的大型、超大型公司从0.13万个上升到0.61万个，增长了3.69倍；资产排名前100名公司的资产集中度达到46.7%。

第五，国民收入分配结构出现新变化。中产阶层崛起成为经济发展的中坚力量。人均GDP达到4000美元后，经济体发生的一个直观明显的变化就是中产阶层群体迅速扩大。在现代发达国家中，中产阶层人数众多，如在美国、日本、欧洲等国家和地区，中产阶层占全社会家庭总数的比重都在70%以上。中产阶层是经济发展的中坚力量，是市场消费的主体，具有强劲的购买力，也是消费需求持续扩大的主要来源。2001-2005年，发达国家平均消费率已达到78.3%。中产阶层的形成，是推动社会结构由“金字塔型”向“橄榄型”转变、促进社会稳定的重要因素。中产阶层是发达国家经济持续发展的重要支撑，对人均GDP向更高阶段跨越发挥了重要作用。

最后，对外经济结构出现新变化。一国的经济发展归根到底取决于本国资本的积累能力和资源使用效率，依靠外来资本集聚来支撑工业化进程的格局是不能持久的。根据邓宁的投资发展路径（IDP）理论，一国的净对外直接投资（NOI），即对外直接投资与吸收外国直接投资的差额，是一国经济发展阶段的函数。人均收入到达一定阶段时（人均2000-4750美元），进行投资阶段的转变就成为必然选择。而推动这一转换的关键是提高对外投资的收益率，促进本国资本竞争优势的形成。国际收支经常项目盈余是衡量一个国家对外经济成熟度的重要指标。一般而言，经常收支持续保持盈余，贸易服务性收支缩小，所得收支盈余以及对外资产余额增加的情况表明一国正在向成熟的债权国过渡，必须从“商品输出为主”向“资本输出为主”转变。

当前我国盈利模式正面临着深度转型的重大挑战，长期支撑中国经济高速增长的要素红利、人口红利以及全球化红利的势能都在衰减，主要依靠低成本刺激的出口超高速增长逐渐回归常态增长，以大量增加资源、资金投入维持的粗放型增长模式已走到尽头。中国能否通过动力结构、需求结构、产业结构、要素结构、对外经济结构等增长格局的调整和结构转换，跨越难以逾越的“中等收入陷阱”，将是中国真正迈向经济发展更高阶段的关键。

收入倍增是一场全方位变革

□国家气候战略中心 马涛

十八大报告提出，确保到2020年实现国内生产总值和城乡居民人均收入比2010年翻一番。这是中央首次提出居民收入增长量化指标。从定性目标到定量目标，寻求经济增长与福利增长、财富增长与财富分配之间的平衡，其里程碑意义不言而喻。

所谓“国民收入倍增计划”，是指在一个相对确定、较短的时期内，通过提高国民经济各部门生产效率和效益、显著提升居民实际收入水平、建立健全政府收入分配和社会保障机制等方式，实现居民收入翻番目标的一种经济社会发展方案。此处的“国民收入”，并非指统计学意义上的GDP和GNP，而实指“居民收入”。1960年，日本池田内阁为了推动日本经济的发展，采纳经济学家下村治的建议，宣布实施为期10年的“国民收入倍增计划”，要使日本国内生产总值和国民收入年均增长速度为7.8%，人均国民收入年均增长速度为6.9%，10年内实现国民生产总值及人均国民收入增长1倍以上。仅用7年，日本国民收入就实现翻倍，出现了“消费变革”和“失众消费社会”。与此同时，农业与非农业之间、大企业与中小企业之间、地区相互之间以及收入阶层之间存在的生活上和收入上的差距大大缩小。这成为日本经济起飞的基础和转折点。

当前我国经济所处的发展阶段、经济结构、面临的国际经济环境与当年日本有一定相似性。产能过剩、结构转型是我国经济当前的核心问题，这个问题的另一面是需求尤其是内需不足。2008年我国居民人均收入超过3000美元后，就一直深受“中等收入陷阱”的困扰。处在经济结构转型、拉动内需的关键时刻，均衡的增长结构和收入分配改革是我们需要抓住的“牛鼻子”。实施“居民收入倍增”在我国正当其时，并且是完全可行的。

从日本的经验看，长期经济增长是推行“国民收入倍增计划”的基础，也是确保初次分配公平的基础。建立在长期经济增长基础上的劳动生产率提升，是规避工资快速提升导致恶性通胀或打击企业盈利能力的重要前提。一方面，我国城镇化率刚刚超过50%，按户籍人口计算仅为35%左右，不仅明显低于发达国家近80%的水平，也低于许多同等发展阶段国家的水平，城镇化将成为我国经济长期增长的动力源泉。另一方面，我国工业化快速发展，产业升级转型潜力较大，和全球主要发达国家相比，我国劳动力质量和全要素生产率存在提升潜力，劳动生产率还有很大增长空间。

“居民收入倍增”，从字眼上看好像只是收入的倍增，但实际上它是一个全方位的社会变革。居民收入提高是建立在转变经济发展方式取得重大进展，在发展平衡性、协调性、可持续性明显增强的基础上的。在相对明确的历史时期内，使经济总量、人均量和经济质量踏上一个更高阶梯，大幅增加国民财富，壮大中产阶层，实现经济的可持续发展，从整体上提升国家的经济社会面貌。所以说，我国“居民收入倍增目标”，不是一个简单的居民收入翻番，而是涵盖经济发展方式转变、经济结构战略性调整的一揽子规划。该规划的本质是通过提升经济增长的质量，通过收入分配的调整和产业格局的变化，实现“包容增长”，让人民群众共享改革成果。

“居民收入倍增”应是均衡的倍增，“倍增”的收入应是均衡的可支配收入。根据福利经济学观点，要实现更大的社会福利必须增加居民收入，同时在分配方面必须消除居民收入分配的不均等。在效率原则下均等固然不可能实现，但均等化过程将必然裨益于居民收入的提升和经济社会的稳定发展。中国历来就有“不患寡而患不均”的古训，虽然绝对的平均主义并不切合实际，但是缩减贫富差距实现居民收入合理分配已经成为一个现实问题。从这个意义上讲，十八大报告中提出的“城乡居民人均收入”，是指全体人民人均收入翻一番，不是人人收入都翻一番，只能力争大多数人收入有大幅度增加。尤其要保证中低收入者收入增幅高于高收入者，劳动报酬增速快于资本所得，彻底扭转要素分配不公平问题，在市场内部实现居民收入水平的提升。这与“十二五”规划提出的“居民收入增长和经济发展同步、劳动报酬增长和劳动生产率提高同步”是贯通的。

为此，一要通过产业改造与升级，提高劳动生产率，同步实现企业发展和国民收入增长；二要落实“十二五”年均增长13%以上的最低工资标准，各地根据自身情况，制定居民收入劳动报酬增长计划，确保居民工资增长；三要完善社会保障、公共服务总体水平及其结构，进一步减轻居民税负，降低民众生存成本；四要汲取日本教训，防止“居民收入倍增”加大通胀压力，避免“通胀与工资齐飞”导致“收入翻番、物价翻番”的尴尬局面。此外，约束公共权力，提高市场效率，减少政府干预。

财富管理需求激增将加速券商转型

□华西证券研究所 沙伟斌

十八大报告提出，确保到2020年实现国内生产总值和城乡居民人均收入比2010年翻一番。首次明确提出的居民收入倍增目标，将对国民经济生活产生重大影响。就券商而言，收入倍增目标的确立将与监管层当前大力推进的证券业创新产生强烈聚合作用，加快券商向财富管理方向转型的步伐。

首先，收入倍增目标的确立，将从国民财富存量总额和收入来源两个方面产生深远影响，从而催生出庞大的国民财富管理需求，并为券商向财富管理方向转型提供强烈的市场需求诱因。

就国民财富存量总额而言，根据国家统计局的数据，2010年中国城镇居民人均可支配收入为19109元，农村居民人均纯收入为5919元。如果按照收入倍增目标的设想，到2020年中国城镇居民人均可支配收入将接近40000元，农村居民人均纯收入将达12000元，由此可以推测未来八年间（2012-2020）我国总体人均收入将与国民经济一起，以7%左右的年均增速持续增长，并在2020年接近中等发达国家收入水平。收入水平的快速持续提升，必将带来国民货币财富存量的快速增长。

根据货币需求理论，人们持有货币的动机主要有交易动机（如日常生活支出）、预防动机（如预防疾病等不确定性事件）和投机动机（如进行债券投资等），其中交易动机和预防动机引发的货币需求较投机动机更为迫切并且数量较为稳定，当它们随人们货币财富存量的持续增长而得到有效满足后，居民货币财富中可用于投机动机的部分将得到更快速提升，进而产生强烈的投资理财需求。

就国民收入来源而言，收入倍增目标中的收入，不仅包括国民所获得的劳动报酬收入，而且包括居民的投资性收入。这就意味着，未来要想实现收入倍增目标，不仅需要努力提高国民的劳动报酬水平，还需要为国民提供更为完善和便利的投资渠道和投资市场，使得人们能通过投资获取更多的投资性收入。截至2011年底，我国居民人民币存款余额已达34.8万亿元，可以预见，未来国民投资理财需求将日益迫切，投资渠道也将大大拓宽。

其次，当前监管层正大力督导证券业创新，其中一个非常重要的目的便是通过放松管制、鼓励创新发展，维护和强化券商在资本市场的中介属性，使其能更好地以客户需求为导向，从而满足客户多方位、综合性理财需求。这将推动券商尽快摆脱原来过于严格的政策限制，积极开发各种理财产品和开展各种理财服务，满足客户多样化的财富管理需求，从而为券商向财富管理方向转型提供市场供给动因。

观察今后有望落地的各项证券业创新发展政策可以发现，通过允许券商资管业务扩大投资范围、允许产品分级、降低投资门槛、减少相关限制（如允许券商大集合产品投资范围扩大到短融、中票、本金保证型理财产品以及正回购等，小集合产品投资范围放松到证券期货交易所交易的产品、银行间市场交易的产品等，现金管理产品的投资范围从银行存款放宽到各类风险较低、流动性较强的债券等），将为券商更好地发挥自身专业理财能力，满足客户多层次、多品种、多样化的理财需求铺平了道路；通过扩大券商代销金融产品范围（如允许券商代销经国家有关部门批准或备案发行的各类金融产品等），将为券商探索客户金融需求、发挥自身渠道优势为客户提供内容更广的财富管理服务创造条件；通过支持符合条件的券商与国内其他金融机构以控股、参股方式探索综合经营，将为券商尝试围绕客户财富管理需求实现横向一体化提供有利的政策环境。

由此可见，一方面，收入倍增目标将为包括券商在内的各类金融机构创造出巨大的潜在财富管理市场需求，另一方面，恰逢其时的证券业创新将使券商能更好地根据国民未来财富管理需求提供对应的产品和服务。在上述两方面外部因素的共同作用下，券商向财富管理方向转型的速度将明显加快。

最后，在当前国内金融行业创新发展的大环境下，各类金融机构（如银行、信托等）都瞄准财富管理的巨大市场需求，纷纷通过不同渠道和方式进入这一市场，因此扬长避短也就成为券商向财富管理方向成功转型的必然要求。所以，券商在转型过程中必须牢牢把握自身传统客户固有特性及需求特征（例如对产品的风险收益偏好通常较银行储蓄客户更高）并明确自身相对业务优势所在（例如证券投资能力通常较其他金融机构更强），以传统客户和传统优势业务为依托，努力围绕自身相对业务优势逐步形成“一专多能”的业务格局，有步骤、有计划地向财富管理方向转型，最终形成能充分发挥自身竞争优势的财富管理业务渠道和产品服务集群。

择机增加黄金储备

□外交部国际经济司 高伟

布雷顿森林体系崩溃后，黄金被非货币化。黄金非货币化是指取消黄金的货币职能，使其与货币完全脱离关系，成为单纯商品。20世纪70年代初，美国竭力推动黄金非货币化，主要目的是不再用黄金回收国际市场上数千亿美元游资，而是绕开黄金，直接凭借其经济实力，重建美元霸权地位。1976年，牙买加会议召开，正式取消黄金官价。1978年，IMF通过的《国际货币基金协定》规定，黄金不再作为货币定制标准，取消对IMF必须用黄金支付的规定，并设立SDR替代黄金的某些支付功能等。

黄金非货币化是西方黄金货币作用理论的主流，黄金的价值尺度功能已基本消失，贮藏、清算和流通功能也日益弱化，但黄金的避险和保值功能从未被削弱。

黄金的避险功能是指出现突发事件时，黄金是最有效的避风港。储备黄金可有效对冲美元、欧元贬值的汇率风险，但我国黄金储备太少，仅占外汇储备总额的1.7%，在主要国际货币贬值的情况下，我国巨额外汇储备的购买力也随之缩水。这对维护我国经济安全不利。凯恩斯曾激烈批评金本位制，但他也承认，黄金“作为最后的卫兵和紧急需求时的储备金，还没有任何其他更好的东西可以替代”。

至于黄金的保值功能，我们可从美国的巨额黄金储备中看明白。美国多年来“寅吃卯粮”形成巨额财政赤字，但无论多么艰难，美国都没有出售其8133吨黄金储备，而是大量发行国债。美联储通过印钞购买国债，实现国债的货币化。供给的增加必然造成美元贬值，以美元定价的国际黄金价格反向大涨，从本世纪初的每盎司不足300美元，上涨到现在的1800美元左右。美元越贬值，黄金价格越上涨，美国巨额黄金储备的保值作用就越明显。

由此可见，在国际经济博弈中，黄金作为金融稳定和经济安全之“锚”的作用是多么重要。2008年国际金融危机爆发后，由于发达国家相继实施量化宽松的货币政策，黄金成为投资领域的亮点，成为过剩流动性的最大赢家。2007-2011年，全球黄金消费增长1倍，金价上涨146%，再次印证了“乱世买金、盛世买房”的道理。

各国央行也转变了对待黄金的态度。危机前，各国央行是黄金的净出售方，年出售黄金360-420吨，全球黄金储备从2000年的3.3万吨下降到2007年的3万吨左右。金融危机爆发后，各国央行从净出售方变成净买入方，2011年各国央行黄金购买量达456吨，今年上半年增加黄金储备254.2吨。

事实证明，黄金正重返货币体系，黄金非货币化已发生逆转，止步于国际金融危机。当前世界经济前景堪忧，不确定因素仍在积累。我国无论是从保障国家经济金融安全，推进人民币的国际化，还是从对冲外汇储备风险来看，都需要增加黄金储备。

首先，增持黄金储备要立足国内。2007-2011年，我国黄金产量连续5年居世界首位，2009年产量超过300吨，2011年达到360吨，预计今年产量将达到380吨，这是增加我国黄金储备的基础。我国黄金产业发展面临的主要问题是集中度不高，平均每座金矿的产量不足0.5吨，环境保护压力较大，如何整合资源、实现规模效应需引起重视。

第二，增持黄金储备要择机。虽然现在国际金价正处于历史高位，不是购入黄金的好时机，但并非无解。受美元影响，黄金价格在短期内波动较大，如果我们在金价相对低位时购入，相对高位时售出，多进少出，在吐纳中增加储备，可以降低增持黄金的成本。

第三，坚持“藏金于民”。这就要求完善黄金市场，创新黄金业务品种，促进国家储备与民间储备的共同增长，分散和降低保管成本。

第四，开发利用海外资源。由于黄金的敏感性，我国黄金企业“走出去”并购的成功案例较少。这也再次表明，有些问题不是企业层面可以解决的，需多方努力共同推动。

券商资管应探索投行式理财模式

□东海证券固定收益部 谌世光

市场期盼已久的券商资产管理新规正式落地，其核心是“鼓励创新”，即“鼓励证券公司在有效控制风险的前提下，依法开展资产管理业务创新”。归纳起来，资管新规主要从券商资格审批及设立条件、投资范围及资产运用、托管清算及流通三方面对资产管理业务进行松绑，为创新提供条件。

这将对券商未来资管理业务产生深刻影响，笔者认为需要重点关注以下几个方面。第一，资管业务竞争激烈化。新规降低了资管业务资格门槛以及产品设立条件，简化了资管计划设立程序，这将推动券商资管产品数量快速增长，规模迅速扩大，竞争日趋激烈。第二，资管产品精细化、特色化。面对激烈的竞争，券商资管将充分发掘客户资源，对其进行细分，并通过投资策略以及产品设计方面的创新，精细化满足其投资需求。在此过程中，形成不可复制的核心竞争力，树立自己的特色品牌。第三，资管产品流通化。新规对资管产品的登记、结算和转让都进行了松绑，拓宽相关领域创新空间。这有助于推动资管产品流通化。一方面，资管产品有可能像ETF一样实现交易所上市流通；另一方面，可以通过创新设计以及相关系统建设，实现资管产品的场外柜台市场流通。第四，资管产品投行化。主要从两方面来理解，一方面，在资管计划投资范围拓宽的情况下，传统的投行融资项目可以通过创新的产品设计、借助资管通道实现直接或者间接发行销售；另一方面，面对日益复杂的高端客户投资需求，可以采用投行业务模式，对其进行深入发掘，量身订制投资方案，设计产品满足其需求。第五，资管、自营一体化。新规提高了自有资金参与资管计划的比例上限，而且允许约定参与、退出条件，这为资管、自营业务融合创造了条件。自营可以通过充当分级产品次级受益人的模式，在为资管计划提供增信服务的情况下，实现自己高收益资产配置。此外，自营可以尝试通过创新办法，为资管计划提供做市服务，提高其流动性，同时赚取差价收益。

基于以上分析，笔者认为券商应积极探索投行式理财业务模式，即突破传统的与公募基金同质化的资产管理模式，充分发掘市场融资以及投资需求，并创造性地为这些需求提供服务，具体包括项目发掘、产品设计定价、产品销售、增信服务、流动性支持、投资及风险对冲等。

项目发掘，即寻找市场融资以及投资需求。融资需求方面，可借鉴信托正在开展的融资类理财业务以及资产证券化业务；投资需求方面，可以关注挂钩型结构性理财产品，套利类理财产品以及目前市场缺失的非线性金融投资工具（比如期权等）。

产品设计及定价是投行式理财业务开展的核心。投行式理财业务的目的是搭起投资和融资需求之间的桥梁，而两者往往不能完全匹配，这就需要创造性地对资产进行拆分和打包，满足不同的需求。拆分打包过程实际就是产品设计过程，而这个过程会产生非标准化资产，如何为这些资产定价并让客户接受，是必须解决的核心问题。

产品销售是投行式理财业务发展的根本。销售可以通过其广泛的客户网络，感受市场冷暖，搜集投融资需求，为项目发掘以及产品设计定价提供重要参考。

增信服务及流动性支持。券商在推动理财业务顺利开展的同时，提供了自有资金参与理财产品机会。比如资产证券化项目，自有资金可以通过认购次级部分作为增信措施，推动产品顺利发行销售。再比如，为了促进结构化产品发售及流通，自有资金可以承担起该产品的场外市场做市报价。当然，这些都得基于前面提到的产品定价这个核心问题。

投资及风险对冲在保证风险可控情况下，为理财业务创造附加价值。理财业务开展过程中，因为增信及流动性支持等原因，自有资金参与理财产品而形成投资敞口，从谨慎角度，应利用其他金融工具进行对冲，从而实现风险中性。更进一步，在基于充分研究的前提下，也可以在风险对冲过程中，实现超额收益。

为了实现上述理财业务模式，券商首先应该改进传统的条块化分割管理方式，以市场需求为导向，整合公司资源及优势，打造综合性理财服务模式；其次，券商应加大人才培养力度，特别是产品研发人员、风险控制人员和产品营销人员，应对未来更加专业化的业务需求；最后，券商应注重信息系统建设，比如柜台交易系统、场外做市系统、场内对冲系统等。这些都需要尽早规划设计。

地址：北京宣武门西大街甲97号 邮政编码：100031 电话：编辑部63070331 发行部63070326、63070324 广告部63072603 传真：编辑部63070483、63070480 广告部63071029 零售价格：2.00元 广告许可证：京西工商广字0019号