

# 提高生产率 避免“类滞胀”

□中国社科院金融重点实验室主任 刘煜辉

央行行长易纲最近预测，2013年中国通货膨胀率有可能超过3%。笔者认为，中国经济过去10年平均增长10.5%，3%的通胀率是可以接受的良性经济指标组合，但当下中国经济增长已经下滑至7%-8%的“结构性减速”区间，3%以上的通胀率的确压力沉重。

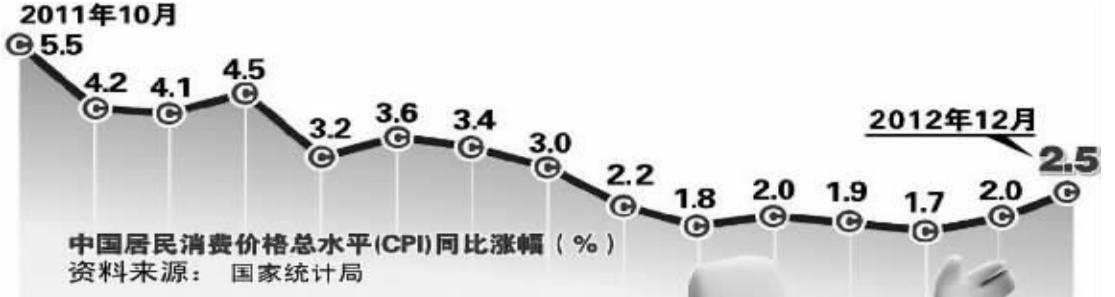
决策层无论中长期采取怎样的改革策略，抑制债务“雪球”进一步滚大应是当务之急。过去几周宏观当局正逐步展开清理和收紧影子银行融资的活动，点刹地方难以遏制的投资冲动。然而，从目前生活资料的价格趋势来看，物价上涨压力或正在边际上，中国今年若要维持8%以上的增长，物价压力可能会很大。

新古典经济学的政策精髓强调：不追求超越潜在增长的需求扩张政策，但潜在增长是可以通过供应面改造（提高劳动生产率）来提高的，因此应根据供给来决定需求政策。

超出潜在增长水平的扩张性需求政策，往往与经济中出现的资源错配、产能过剩、通货膨胀和债务危机休戚相关。然而，很多人认为造成的产能过剩与通货膨胀之间的关系纠缠不清。

按照奥派的“生产迂回理论”，如果资本（资源要素）价格被人为压低，原本不可行的项目变得可行，处于上游的生产资料部门抢夺处于下游的消费部门的资源。社会资源会被过度配置到资本品生产环节，从而导致消费环节的产出相对下降，全社会生产过程会不必要地“迂回”，供给端的弹性越来越低。故此，由于“资源错配”导致经济潜在增长下降，通胀会是个大问题。

观察中国经济目前状态，潜在增长中枢面临不断增大的下行压力，尤其是人口红利和MPK（边



资料来源：国家统计局



际资本回报率)衰退。

国家统计局最近公布的数据

显示，2012年我国15-59岁劳动年龄人口出现了绝对下降，比上年减少345万人。

中国发展研究基金会发布的报告认为，2010-2020年劳动年龄人口将减少2900多万人，与此同时，人口抚养比相应上升。这些都意味着中国人口红利的窗口已经关闭。

面对不断上升的经济结构性矛盾，改革和转型面临很大掣肘，短期政策仍难以摆脱增长速度的纠结。

中央政府、地方政府和国有经济部门之间的博弈更趋激烈，

经济出清过程也将受其影响，宏

观政策时常进行一些妥协性的

调整。因此，有限的资源源源不

断地投向那些已经失去效率的部

门，维系系统已经做大的泡沫，会

波及整个亚洲。和过去几十年不

一样的是，现在日本的高端电子

产品、汽车和工业产品是与韩国、

台湾地区和中国大陆等邻近经

济体直接竞争。这种情势有可能

逼迫东亚其他经济体压低本

究，中国的潜在增长率“十二五”

将降至7.19%，“十三五”将进一步

降为6.08%。

与2007年前的经济上升期不

太一样，中国目前的通胀压力更

多来自供应面（在增长水平）的

下沉。此时扩张性需求政策比以

往更容易拉大正向的产出缺口，

形成物价上涨的压力。

这可能就是市场研究者定义的

所谓“类滞胀”状态。在我看来，

币汇率。目前缺乏弹性的人民币汇率将显著地放大这种风险，从而对2013年的经常账户构成显著的压力。

若出现经常账户顺差萎缩至无法支撑资本项逆差的情况，这时本币贬值预期就可能急剧上升，并导致资本流出扩大，国际收支顺差进一步收窄，国内资产泡沫或将被刺破。过去四年的信贷狂潮已经损害了各个部门的资产负债表。惠誉的研究报告显示，截至2012年年底，包括银行资产负债表以外项目，信贷总量应该已经相当于国内生产总值的190%，而这一指标在2008年底是124%。

中国银行体系投放的这些贷款中，大约四分之一建立在各种形式的担保之上的（如广泛存在的互保、联保链），其危险在于，一旦担保方资本金不足时，其亏损将会在体系内快速传染。另外中国信贷总额中超过40%有抵押品，而地产抵押占半数。中国信贷操作的一个奇怪之处还在于地产泡沫的各种不同原材料（包括钢铁、铜这样的商品或者工程机械）经常被作为银行贷款的抵押品。

当贷款行为过度与抵押品价值而非收入相关时，金融系统的稳定性将受到损害。银行家们对抵押品价值和资产预期价值的强调会导致脆弱的金融结构。抵押贷款可能同时导致良性和恶性循环——在经济繁荣期，抵押贷款支持了资产价格；而在经济下行时，抵押品价值的下滑将造成整体的全局性信用收缩。

这时候即便砸钱，恐怕也难有起色。宏观各部门都将面对巨额债务，除了还债，没有资本支出的意愿。资产负债表的衰退需要长时间修复。

笔者认为，中国能否成功避开这一结局，关键在于大力推进供给面的结构性改革，抑制无效投资和资源错配，通过提高劳动生产率来实现“软着陆”。

首先，前海需要突破现有的单向人民币资金流动渠道。前海金融试点，意在建成香港和内地之间的人民币双向流通渠道，使两地人民币进入良性循环之中。按照人民币双向流通渠道的设计，包括香港在内的海外流通人民币可以满足内地企业的资金需求，将这些资金透过前海窗口扩散至全国。与此同时前海平台也可以集中内地资金在香港推出人民币产品，用于海外投资、交易。前海金融试验区，既要通过贷款业务形成人民币资金回流，同时也能够突破目前的外汇管制，使人民币真正实现境内与境外、离岸与在岸的双向流动。

其次，前海需要突破人民币资金流动规模限制。由于双向通道的建立，前海既需要放宽海外人民币资金回流内地的限制，同时也需要放宽人民币外汇及境外投资的限制。前海未来定位为区域金融中心，只有放大区域资金流量，才可能活跃整个前海金融市场，并推动香港银行做大人民币资产负债规模，这将对目前外汇管制的传统思路形成冲击，即如何从额度控制转为有条件地放开市场。

最后，对创新金融产品放宽条件，允许境外机构投资境内实体经济，这也是前海货币试验的预期之一。在金融产品创新方案上，有券商、基金公司认为，可以通过前海平台开展境外人民币债券融资、跨境资产管理业务，在前海开通港股直通车，形成深港资本要素交易创新平台。与此同时，境外机构也将有机会通过前海平台设立分支机构，在前海开展业务，并参与投资境内企业项目，进而活跃整个区域的金融市场活动。

不过，前海跨境人民币业务的开展仍是探索风险可控的金

融开放模式，资本项目开放仍需守住风险控制的主体思路。如果前海在探索货币试验过程中，没有把控好必要的节奏，在区域和整体的金融市场协调上慢于业务本身，对于整个资本项目开放进程都是不利的。尽管前海具备先行先试”的区域条件，但由于

金融资产具备高流动性，企业可以通过前海融资杠杆的能量，以项目投资形式向内地输入大量资金。若不设定香港与内地之间资金流动的防火墙，不仅整个金融市场运行会产生扰乱因素，前海的金融开放之路也会面临不利影响。



## 创新融资工具 推动投资平稳增长

□国家信息中心 徐策

回顾2012年投资运行情况，前五个月连续出现下滑，在“稳增长”政策的作用下，下半年投资逐步实现了企稳。然而，短期调控政策难以改变投资在中周期内处于放缓通道的趋势。在新时期新环境下，投资增长空间仍然较大，然而融资问题将会上升为主要矛盾。因此，下一步有必要不断完善投融资体制，创新融资工具，确保投资健康平稳运行。

投资中周期内仍处放缓通道

从2012年各月投资增速看，总体保持相对平稳，增速在20%-21%左右，但当月投资增速波动较大。从中周期看，2012年，固定资产投资仍处于放缓的通道，全年投资同比增长20.6%，较2000-2011年均值低3.01个百分点，较上年下降3.2个百分点。1990年以来，以实际增速考

察投资波动，可以大致划分出两轮周期波动。第一轮为1990-1999年。在此轮波动中，还包含了一个小周期，即为应对亚洲金融危机，政府投资刺激作用下使得1998年投资快速回升，然而在1999年又掉头减速，完成了第一轮周期。第二轮是2000年以来。这一轮周期中，投资增速总体上提高了第一个台阶，但波动的幅度大幅收窄。其间经历了国际金融危机和应对危机出台的刺激投资政策，在2009年度过峰值后投资进入了放缓通道，目前这一态势仍未结束。

这主要是由于，第一，经济潜在增长率“换挡减速”，对投资的内生性需求较过去十年将有所下降；第二，技术周期、房地产周期与设备更新周期仍将在底部持续一段时间，市场主导的投资需求仍有可能相对较弱；第三，投资持续多年的高速增长使其与国内消费的关系日渐偏离，投资的内部结构也有所恶化，投

资的成本和代价日益提高，效益持续下降。因此，投资周期性放缓仍将持续，同时也需要进一步调整；第四，在以工业化为投资主要驱动力向以城镇化为投资主要驱动转变的条件下，融资结构尚未实现同步转变，地方政府融资能力也被大大限制，进而限制投资增速提高。

第一，创造条件发行市政收益债券。城镇基础设施收益债券与特定项目收益还债挂钩，具有信用等级高、融资成本低、资金来源稳定、融资期限长、流动性高、强化债务约束、优化项目融资结构等优势。完善债券市场化发行机制、市场约束、风险分担机制，强化偿债能力，扩大地方政府发行市政建设债券的范围，不断扩大经营性建设项目建设融资规模。

第二，充分利用开发性金融工具。以政府信用和开发性银行信用为基础构筑企业信用，以企业信用改善为条件，引导其他商

业银行与企业建立信用关系，帮助企业吸引债券、股票等其他商业资本形式进入。

第三，大力发展产业化基金。在政府的支持下，鼓励社会资本设立污水处理、燃气热力生产、文化、教育、医疗、养老等经营性领域的产业化投资基金。通过监管的不断完善，其贡献也将有所缩小。那么，新型城镇化建设投资要依靠哪些融资渠道？

第一，创造条件发行市政收益债券。城镇基础设施收益债券与特定项目收益还债挂钩，具有信用等级高、融资成本低、资金来源稳定、融资期限长、流动性高、强化债务约束、优化项目融资结构等优势。完善债券市场化发行机制、市场约束、风险分担机制，强化偿债能力，扩大地方政府发行市政建设债券的范围，不断扩大经营性建设项目建设融资规模。

第二，充分利用开发性金融工具。以政府信用和开发性银行信用为基础构筑企业信用，以企业信用改善为条件，引导其他商

## QFII进军期指带来资本市场正能量

□中证期货 刘奥南

大于空头套保。

只能套保，并非只能空头套保。中金所对投资者并不存在任市股指期货市场。QFII参与股指期货，使其在积极做多A股的同时，也获得了有效的避险渠道，减轻对A股现货市场的抛售压力。同时，作为券商、基金、信托、保险之后又一重要机构投资者，QFII进入期指市场，将增加市场的深度和厚度，有利于形成更为理性的投资理念，为资本市场提供了“正能量”。

带来资金和信心

由于金融机构入市持有大量股票现货后，需为其在期货市场建立风险对冲机制；而境外资金QFII进入还需审批投资额度。2012年12月外汇管理局修改规定，允许QFII投资上限突破10亿美元。2011年5月证监会颁布《合格境外机构投资者参与股指期货交易指引》，允许QFII在其投资额度内参与股指期货套期保值交易，至今已有207家境外机构获批QFII资格。中金所制订《特殊法人机构交易编码管理业务指南》，明确了QFII参与股指期货交易的各项业务流程。去年四季度，国家外汇局加快新批QFII额度，截至年末共有169家QFII累计获批374.43亿美元投资额度，其中2012年新获批66家额度即达160亿美元，相当于同年中国基金业资产管理规模的6.42%。

正是中国经济逐步启稳和上述引资政策，加快了QFII入市步伐。据上交所大宗交易信息显示：QFII资本本期显著增持蓝筹股。如1月16日至18日，业内知名“QFII大本营”之一海通证券国际部连续出手累计买入5465.7万股A股，1月18日再揽入海螺水泥、浦发银行、中国石化等12只蓝筹股，两次金额分别达4.46亿元和2.75亿元。1月24日首批QFII股指期货开户申请获批，25日成为入市首日。这时候即使砸钱，恐怕也难有起色。宏观各部门都将面对巨额债务，除了还债，没有资本支出的意愿。资产负债表的衰退需要长时间修复。

笔者认为，中国能否成功避开这一结局，关键在于大力推进供给面的结构性改革，抑制无效投资和资源错配，通过提高劳动生产率来实现“软着陆”。根据现行行政政策，目前QFII交易股指期货不能投机只能套保，按目前15%的保证金比例计算，对应100万元股票市值，只需用15万元建立股指期货空仓，即可对冲现货头寸。故QFII每开一手期指空仓，就必须在股市投入6倍的资金。按目前人民币对美元汇率1:6.2783折算，169家QFII总计374.43亿美元投资额度，满打满算“可参与股指期货391.8亿元人民币，同时投入股市1959亿元人民币。这无疑将为中国股市带来宝贵的资金和信心。

推动市场发展

中国资本市场主要缺陷之一就是“散户市”，从而导致短期投机和追涨杀跌。而QFII多以海外投资为主，投资理念多属长期稳定持股蓝筹，倡导理性。参与股指期货主要以套保为主，旨在对冲投资组合风险、锁定利润。

QFII正式进入期指市场，有利于引进国际市场成熟的风险管理理念，进一步推动期指市场机构投资者的多元化，稳定现货市场持股。也有助于缓解前期国内多空仓位的对比局面，促进资本市场健康稳定发展。

熊市持股风险在于股价下跌，故QFII等机构投资者建立空头套保仓位，方可在股市下跌时利用股指期货赢利来对冲现货的亏损，否则只能大规模融券或直接抛空股票，这对股市的打压远

## 评说优秀企业的“360度”经营之道

在IT数码产品日新月异的今天，如何从消费电子零售行业中脱颖而出是对企业的考验。近年，宏图三胞业绩飞速提升，斩获行业多项大奖，这将引发行业怎样的思考？

商品是联系企业和顾客的第一座桥梁。2012年宏图三胞荣获中国微创新高峰论坛“中国好产品年度20强”等多项殊荣，与宏图三胞的发展战略密不可分。企业在商品渠道上严格把关；为了满足消费者日趋变化的购买需求，从以电脑产品为主到全面涉足IT数码类及其周边产品业务，宏图三胞的“360度”经营之道，多样化的商品和服务发展布局起到重要作用。

IT数码零售市场风云多变，传统销售模式逐渐萧条。宏图三胞提出“回归零售本质”的经营理念，强化“自营直供”的智慧型供应链，拓展多种店面、业态，坚持以客户为中心、多元化渠道发展战略，获得全行业高度赞誉；第十四届中国连锁业会议授予宏图三胞“中国零售行业创新奖”，第八届最佳商业模式中国峰会上宏图三胞跻身“2012年度最佳商业模式十强”。多元化渠道布局亦成为2013年宏图三胞360度经营之道的核心举措。

360度经营之道，服务自然不可或缺。2012年宏图三胞拿下“2011年度消费电子行业客户服务满意单位”、“最佳售后服务企业奖”等行业大奖，引起业界高度关注。当大众目光聚焦宏图三胞获得的荣誉上时，不该忘记企业文化是企业的“内功”，宏图三胞称之为“阳光企业文化”。在这种文化引领下，宏图三胞重视员工个人发展，为员工提供出国培训机会，打造“活力宏人会”主题活动增加企业凝聚力，通过开展慈善活动培养员工责任感等。正是如此，宏图三胞荣获“员工最喜爱公司”大奖，360度经营之道再添亮彩。

宏图三胞之所以能在IT数码零售业占据举足轻重的地位，离不开与时俱进的创变精神。宏图三胞连续斩获多项大奖，不仅是政府、社会、行业对企业的认可和鼓励，更是企业360度经营之道的完美体现。

—企业形象—