

■ 高端视野



□中国社科院学部委员 余永定

中国正站在十字路口,在经历了三十年前所未有的快速GDP增长之后,中国又无与伦比地抵御了全球经济危机,但它也出现了严重的经济失衡,并且威胁到了它实现步入高收入行列的能力。其问题在于,面临来自高风险影子银行活动和沉重的地方政府债务负担的金融动荡的挑战,中国领导人是否有政策空间让经济走上更可靠的轨道。

全球金融危机爆发后,中国似乎走上了完成这一再平衡的轨道。其经常项目盈余从2007年占GDP的10%下降到2012年的2.6%,并且自1998年以来第一次出现了大规模资本账户赤字。此外,2012年中国外汇储备只增加了987亿美元,而在2007—2011年间平均每年都要增长4350亿美元以上。这意味着人民币汇率升值压力将减小。

但是,去年中国经济的失衡又卷土重来。2013年贸易盈余可能突破2500亿美元;其资

●中国外汇储备将突破4万亿美元大关,继续增加的每一美元所带来的边际成本都远远高于潜在收益。在这样的条件下,继续积累外汇储备毫无疑问不利于生产。

●由市场力量决定的弹性汇率,将扼杀货币投机者对人民币升值下单边注的机会,从而减少热钱存量。目前热钱占据了资本账户盈余的大头,即使中国经常项目在一段时间内还将保持盈余,但从双盈余转向更加正常的外部处境能大幅改善资源配置的效率。

我国应尽快采取浮动汇率机制

本账户盈余在前三季度突破了2000亿美元;其外汇储备激增5097亿美元。与此同时,经常项目盈余的下降(以占GDP比重衡量)可能是因为投资-收入赤字增加的结果。此外,尽管发达经济体的复苏提振了出口,但持续的产能过剩加上家庭消费增长较2012年放缓导致投资增长降到了过去11年以来的最低水平(尽管依然算得上强劲)。

从理论上讲,一个国家可以在几十年的时间里,一直存在经常项目赤字或盈余,但中国的长期盈余是有问题的。中国人均收入只有7000美元,其作为世界最大资本出口国彰显出资源的严重错配。

事实上,在经历了二十年的经常项目和资本项目双盈余后,中国外汇储备将突破4万亿美元大关,继续增加的每一美元所带来的边际成本都远远高于潜在收益。在这样的条件下,继续积累外汇储备毫无疑问不利于生产。

当然,中国经济的再平衡需要时间,并且

是替代内需的作用。简言之,中国承担得起再平衡的成本。

在过去几年中,流入中国的流动性是日益短期的旨在进行汇率和利率套利的资本(即所谓的“热钱”),因此当升值预期消失时可能会出现资本大量外流。为了防止大规模资本外逃威胁中国的金融稳定,跨境流必须谨慎地进行管理。

由市场力量决定的弹性汇率,将扼杀货币投机者对人民币升值下单边注的机会,从而减少热钱存量。目前热钱占据了资本账户盈余的大头,即使中国经常项目在一段时间内还将保持盈余,但从双盈余转向更加正常的外部处境能大幅改善资源配置的效率。

中国收支结构的必要调整已经拖得太久,是时候做出改变了,即使这需要冒一些风险。(余永定是前中国世界经济学会会长,前中国社会科学院世界经济与政治研究所主任,中国人民银行货币政策委员会委员。本文版权属于Project Syndicate)

三四线城市房地产崩盘言之尚早

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

2013年,尽管部分三四线城市的楼市出现供应过剩、房价下跌的迹象,但在政策宽松、资金宽松、楼市整体回暖带动等一系列利好因素的影响下,三四线城市的楼市成交面积和成交金额的平均增速在10%左右,房价也基本上呈现停滞或微幅上涨趋势,而楼市出现问题的也仅限于能源价格下跌集中的一些区域(如鄂尔多斯、神木和榆林)、受出口下滑影响的区域(温州、无锡和常州等),以及产业基础较差的城市。

今年以来,不管从市场表现还是从资金面来看,三四线城市的楼市面临着整体严重下滑,甚至是崩盘、泡沫破灭的趋势。首先,三四线城市住房销售出现严重下滑的趋势,根据中原地产的监测,2014年1月份,25个三线城市新建住宅成交量为11.22万套,连续3个月走低,创6个月新低,14个四线城市新建住宅成交1.63万套,创下11个月新低。根据中国指数研究院的监测,典型三线城市住宅可售面积创历史新高,平均出清时间达到37个月,而一、二线重点城市的出清时间都在10个月以内。同时,三四线城市价格出现下跌范围扩大的征兆,据中国指数研究院统计,今年1月,全国100个典型城市中有37个城市的房价环比下跌,比2013年12月增加5个城市。而在房价下跌的城市中,除厦门、温州、海口之外,均为三、四线城市。

资金面的变化对三四线城市的影响会更大。除三大城市群外,在绝大多数三四线城市,开发商都为中小企业,一般采用边开发、边销售的经营模式,开发资金来源严重依赖销售回款、非正规融资。2014年,随着销售额严重下滑,以及影子银行(如信托、民间借贷等)对于风险的规避,这些城市的中小开发商将面临严重的资金链问题。近期市场和各界关于三



CFP图片

四线城市的楼市泡沫破灭的舆论风潮并非空穴来风。

因此,预计今年三四线城市的楼市将愈加困难,出现类似温州连续20个月房价下跌的其他城市是非常有可能的。但是,笔者认为,三四线城市大规模出现楼市崩盘和泡沫破灭的可能性微乎其微。一个客观的现实是,在中小城市,地方政府对于楼市的依赖较大,这种依赖不仅表现在经济增长、财政收入上,也表现在就业和社会稳定上。三四线城市的房地产开发一般采取新区或新城模式,特征是开发周期长、投入大(包括政府公共服务配套的大规模投入、政府机构和国有企事业单位的搬迁等)。在产业结构单一和经济体量也很小的情况下,2009—2012年,因房地产快速发展而将三四线

城市的经济体量在短期内迅速做大,经济增长和财政收入对于房地产的依赖非常严重。据统计,一些城市房地产开发投资占固定资产投资的比重在60%左右,房地产土地出让和税收贡献占到地方财政的50%以上,而且前期土地出让、房地产开发的摊子越大,地方政府的配套支出也就越大,如新城区公共服务设施的投入、道路交通、拆迁投入等。

因此,三四线城市房地产出现问题后,地方政府往往会采取各种常规和非常规手段稳定市场。首先是暂停新增供应。三四线城市房地产的开发模式一般采用边(施)工、边销售、边办证的“三边”建设模式,从拿地到竣工交付的周期很长,不仅开发商自身资金占用少、成本低,而且资金循环的链条被延长、资金腾挪空间也

大。因此,在交付期限弹性较大且没有硬性规定的情况下,暂停新增供应的社会成本也很低,对于缓解供应过剩问题很奏效。

其次,采取各种手段消化存量待售住房,如向政府和国有企业单位定向分配住房、纳入住房保障范围、用作人才安置住房、引入外来企业消化住房等。例如,鄂尔多斯为了缓解供应过剩的问题,该城市积极引入神华集团、京东方、奇瑞汽车等企业来消化住房过剩问题。

此外,隐性销售也部分解决了供应过剩的问题,缓解了资金链的问题。目前,三四线城市若出现严重的住房过剩供应,基本都采取隐性销售的方式,突出就是开发商以房屋来支付工程款,建筑总承包公司以房屋来向包工头支付工程款,大包工头以房的形式层层向各小包工头支付分包工程款等,而开发商的剩余债务也以房子作价的形式偿还。因此,供应过剩的问题、资金链的问题就被社会消化,房地产崩盘、房价下跌、泡沫破灭,甚至是销售难的问题在短期内也大大得到缓解。

值得注意的是,随着城镇化纲要的即将发布和实施,新型城镇化推进、放开中小城市落户的各项政策也将逐步落实,政策意图也部分在于防范和解决三四线城市住房供应过剩、泡沫风险,这为三四线城市提供了更长期的、更大的腾挪空间,不仅在预期和有效需求上,甚至在资金面上,都有利于将风险腾挪到中长期内消解。

总而言之,由于三四线城市对于房地产的较强依赖性,以及房地产市场发展并不充分等特点,这都为政府干预房地产市场提供了必要条件,而政府干预也有较多的手段和空间,这为腾挪和消化三四线城市房地产市场的泡沫风险、崩盘风险提供了充分条件。因此,并不能拿国外经验来比对我国房地产市场风险爆发的情景。

金融“全口径监管”势在必行

□国家气候战略中心 马涛

我国金融市场发展日新月异,交叉性金融衍生工具遍地开花,理财产品蓬勃发展,银行、证券、保险机构的业务领域相互渗透。在金融创新日益增多、混业经营下,分业监管造成了监管职能重复或金融业务交叉处的监管真空。要守住不发生系统性、区域性风险的底线,推行金融“全口径监管”势在必行。

金融混业经营逐渐深入,不同金融业务之间界限越来越模糊,监管真空地带也越容易出现。各种金融创新行为在为客户提供不同于传统金融机构的新产品、新服务的同时,新的风险也潜藏其中。譬如,互联网金融往往不受传统金融分业监管限制,以跨行业开展金融业务的灵活性、低成本优势,推出一些“T+0”或者“T+1”的短期交易产品,以及预期收益率远高于银行存款利息和普通理财产品收益率的投资业务。但其选择的投资对象,可能并不足以保障向客户承诺的收益水平,一旦投资失败,缺乏保本承诺的协议条款,可能导致客户本金出现亏损,风险暴露的时间远远滞后于创新行为。

金融创新往往横跨多个行业和市场,交易

方式广泛、参与者众多,风险极易传染和扩散。根据相关研究,“失金融”理论下的动态网络型传导机制表明,由于金融机构之间的交易错综复杂,一旦系统逼近临界状态,任何微小的扰动就可能引起网络关键“节点”的失效,从而引起整个金融网络系统的崩溃。去年6月和12月出现的两次“钱荒”都与理财产品相关,一系列事件都表明,包括投资银行、对冲基金、影子银行等规模较大的非银行金融机构,以及各种类金融产品,都应该被纳入金融监管范畴,实行“全口径监管”。

在多头监管体制下,分立的监管机构往往只关注管辖范围内的局部稳定。我国“一行三会”如果缺乏有效的协调机制,容易导致决策低效或延误处置风险的最佳时机。在以往的金融监管中,或多或少存在着由于各部门职能冲突和行政管辖壁垒,出现部门利益优先、整体利益次要的情形,部门利益角力的结果便可能导致政策的左右摇摆。2008年金融危机让各国认识到宏观审慎监管的重要性,覆巢之下,安有完卵,部门利益只有在整体利益实现中才能获得。

如何平衡改善金融效率和维护金融稳定的关系,是监管层在金融创新领域面临的难

题。金融危机已经表明,只注重效率而不注重稳定是行不通的,单纯追求稳定而过度抑制创新,也远非良好的监管选择。但是,金融监管的格局是基于已有的金融业务并遵从法律规定确立的。在这样的框架下,当新的金融业态出现后,难以找到或客观上并不存在明确的监管机构,这常常使得只有当风险累积到一定程度后,相关监管问题才会被提上议事日程。

因此,必须积极探索未来金融监管的新范式。对监管资源进行重新整合,建立不同部门的有效协调机制显得尤为重要,这不仅是我国金融监管的现实所趋,更是我国融入国际金融市场的重要准备。在金融机构诸多、分业监管的情况下,构建监管部门之间的协调机制,在混业业务上实行联合监管,变机构监管为功能监管,可以避免各扫门前雪,避免监管真空和多重监管,切实保证对金融业的有效管理。

在宏观审慎监管上,应强化中央银行的主导权。在国际金融管理体制改革中,加强中央银行在宏观审慎监管中的职权已成为一种趋势。2008年金融危机前,国际上普遍实行的是中央银行主要负责货币政策,让渡监管职权给专门的监管部门。金融危机的爆发显示,中央银行缺

乏对金融机构特别是系统重要性银行的监管,不利于金融系统性风险的防范。随后,英美、欧盟等纷纷扩大了中央银行在宏观审慎监管中的权限。我国赋予中央银行宏观审慎监管职权,有利于从宏观层面上对金融体系的系统性风险进行识别和判断。

当然,加强中央银行宏观审慎监管的职能并不意味着取缔金融监管部门,而应正确协调各部门之间的关系。首先,银监会、证监会、保监会三大机构要加强信息之间的流动和共享,沟通和协调监管立场;其次,要加强中央银行与监管部门的统筹协调,可以避免不必要的政策摩擦,有助于货币政策和金融监管的协调配合;第三,加强监管部门和财政部门、发改委、外汇管理局、审计署等宏观调控部门的密切配合;第四,以打击金融违法犯罪为重点,加强监管部门与司法部门之间的协调合作;第五,加强监管部门与地方政府之间的协调合作。

此外,在我国分业监管模式下,对影子银行、互联网金融等金融新生业态的监管在法律上仍是空白,应加快金融立法,合理引导其发展。在立法时,要立足基本国情,具有前瞻性,避免法律落后于金融发展。

中美双边直接投资 亟待破局

□中国国际经济交流中心副研究员 张莱楠

以开放促改革正在成为中国经济的新战略。近期,中美双边投资协定第11轮谈判结束。在本轮谈判中,中美双方正式开始了文本谈判,这也意味着以准入前国民待遇和负面清单为基础的“中美双边投资谈判”进入了实质性阶段。这对中美两国甚至全球都具有深远意义。

根据联合国贸发会议(UNCTAD)统计,到2011年底,国际投资协定共计3164项,其中2833项为双边投资协定,占全部投资协定的89.5%。中国自1982年与瑞典签订第一个双边投资协定开始,至2013年6月,已经签订了128个双边投资协定。其中,中国和美国、欧盟等国家和地区的双边投资谈判都在推进。与发达国家和地区签订双边投资协定,意味着中国在全球投资中的质量和水平均呈现大幅度提高。

随着中美经贸关系日趋密切,中美之间的投资模式从美国向中国投资为主的单向投资为主,向双向投资并重转变。中美投资合作正处在一个十分关键的时期,中美双方都置于推动自身的经济结构转型以及全球经济的再平衡,机遇大于挑战。作为全球经济体量最大和市场潜力最大的两个国家,中美经贸关系不仅影响两个国家、两个市场,也关系到世界其他国家和市场,具有全球性影响。

目前,中国企业已在全美50个州中至少35个州进行投资。其中,得克萨斯州吸引的中国投资居全美之首,其后依次为纽约、弗吉尼亚、伊利诺伊、加利福尼亚、密歇根、特拉华、新泽西和密西西比等州。

然而,就规模而言,中美两国相互投资规模悬殊,与中美两国总体经济关系和两国在世界经济中的地位极不相称。中国经过改革开放后30多年经济快速发展,正在成为对外投资的重要国家,目前排名跃居世界第5位。近些年,中国正在由吸引外资大国转变为对外投资大国。根据联合国贸发会议统计数据,2012年中国境内投资者共对全球141个国家和地区的4425家境外企业进行了直接投资,累计实现非金融类直接投资772.2亿美元,同比增长28.6%。其中,对美国、日本、东盟、中国香港的投资均实现两位数的较快增长,分别为66.4%、47.8%、52%和32.9%。而反观之,美国对华直接投资已形成较大规模。中国已经成为美国对亚太地区制造业直接投资最多的国家。

比较优势决定双边投资的基本格局。从美国的角度看,美国的企业由于具有技术创新、先进的企业管理和营销与品牌等优势,对外直接投资的规模居世界首位。从中国的角度看,发展中国家的跨国公司更多地拥有“国内资源部门的准入权优势”和“生产阶段的分工”,而只有少数企业在某些领域拥有“专业知识和技术的所有权优势”。

可以说,巨大的共同利益预期让中美在投资领域相互接近,同样巨大的利益分歧也让双方在此领域表现得相当谨慎,甚至助长了各种各样的保护主义壁垒的存在。国家安全、技术领先、公平竞争、就业机会和本土企业利益是美国主要利益竞争,因此,中国对美投资的障碍主要体现在进入美国的市场准入限制。

中美双边投资框架面临许多挑战。在前几轮谈判中美双方在14个问题上存在较大分歧,分为三个方面:一是市场准入,即准入前国民待遇和负面清单问题;二是公平竞争问题,主要涉及对中国国有企业以及竞争中立问题;三是权益保障,主要涉及金融服务、税收以及补偿标准等问题。

就本质而言,全球新一轮投资协定其实是规则之争,包括2012年美国新推出的双边投资协定范本,以及近期发达国家已经建立或推动建立的北美自由贸易协定(NAFTA)、跨太平洋伙伴关系协定(TPP)、跨大西洋贸易与投资伙伴关系协定(TTIP),以及中国与东盟等发展中国家倡导的东盟和中日韩自由贸易区、东亚区域全面经济伙伴关系(RCEP)等自由贸易投资协定均显示出各自不同的规则和特点。

发达国家推动建立的自由贸易投资规则,往往标准更高,涵盖范围更广,不仅要取消或降低商品的关税,还涵盖安全标准、技术贸易壁垒、动植物卫生检疫、竞争政策、知识产权、政府采购、争端解决,以及有关劳工和环境保护的规定;而发展中国家倡导的国际投资规则,由于发展阶段不同,更注重降低投资壁垒和税收等基本投资权益,很少涉及劳工权利、环境保护、知识产权等标准和规则。

美国2012年双边投资协定的范本是美国正在推进的TPP谈判的基石,中国选择启动了以准入前国民待遇和负面清单为基础的“中美BIT谈判”。中国必须充分认知与美方谈判的艰巨性和复杂性,中国要想从双边投资协定中获取潜在利益,将取决于中国在整个游戏规则制订过程中的地位。

美国投资协定新范本确立了目前世界上最高水平的投资规则。在投资准入、权益保障、环境、劳工、业绩要求、透明度、争端解决等条款方面,较之我国对外商投资协定的惯常做法均有更高要求。由于当前国际投资体系尚没有形成像多边贸易体系那样的完整的普遍接受的规则体系,因此对于中美双边投资协定而言,双方其实就是在利益范围之内的“对等妥协”。在文本谈判中,中美双方可以本着先易后难的原则,将双边投资谈判与投资自由化谈判适当分离,逐步放开清单限制,通过推动企业、商会等民间层面的投资协定,淡化中美之间的分歧。