

■ 高端视野

●今后一段时间，宏观经济政策的主要目标是保持经济运行的基本稳定、守住风险底线，坚持“宏观政策稳定，微观政策放活，社会政策托底”的总体思路，稳中求进和以稳促进相结合，在维持总需求基本稳定的前提下，有效防范和化解各种矛盾与风险。

●2014年中国经济增长将达到略高于7%的水平，这将有利于为体制改革和结构调整创造相对宽松的宏观环境。



宏观政策首要目标是守住风险底线

□国务院发展研究中心主任 李伟

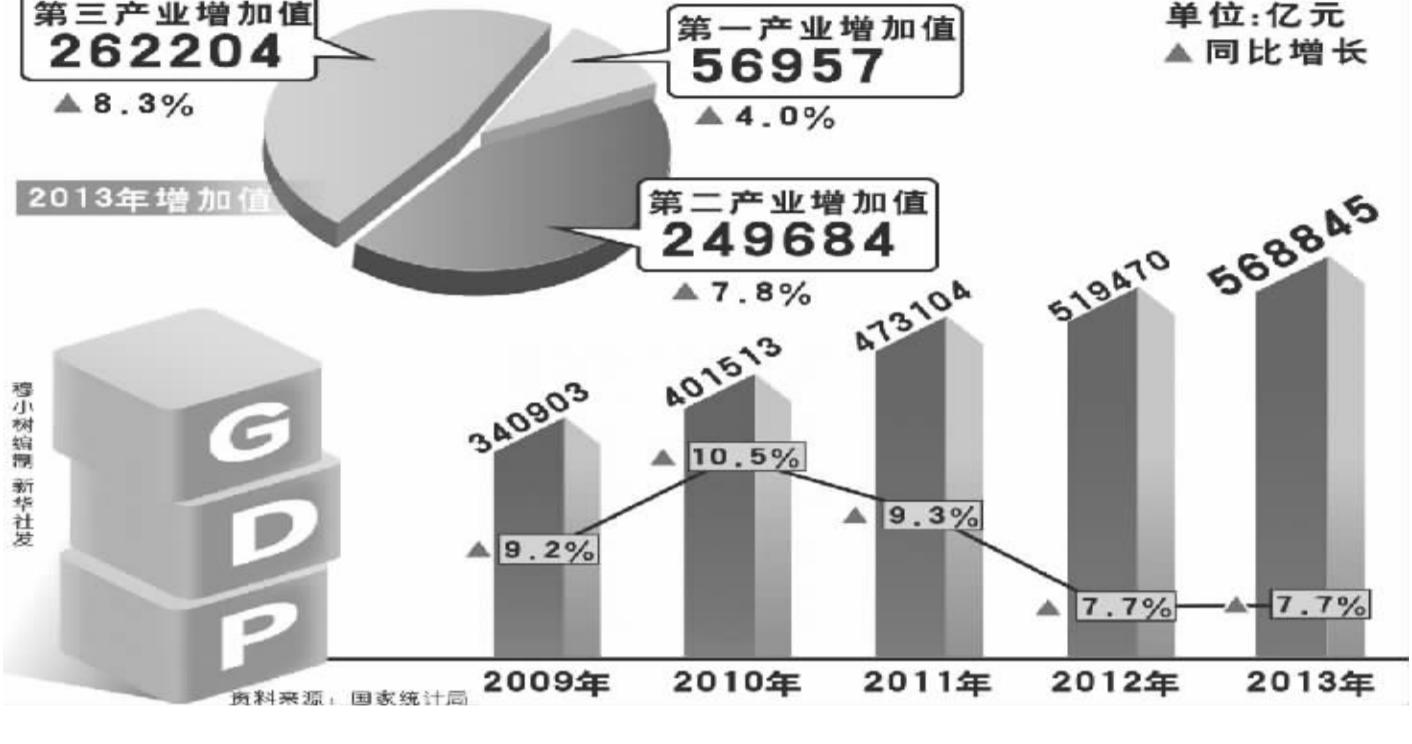
随着新一轮改革的深入推进，中国经济发展内在潜力将得到进一步释放，经济发展方式的实质性转变将更有望得以实现，也必将为世界经济可持续发展注入新的动力。同时也应看到，除国际经济整体复苏缓慢、不可预测风险因素诸多外，中国经济的回升基础并不稳固，结构性矛盾依然突出，风险因素较多。

第一，资金配置扭曲，价格上升。货币供应量增速明显高于GDP(国内生产总值)名义增速，社会融资规模快速扩张。但是，金融系统资源错配、期限错配等问题突出，资金链条不断加长，对央行的流动性政策越来越敏感，资金价格攀上新台阶。房地产泡沫和政府债务及隐形政府担保，支持货币信贷的快速扩张，大量新增资金被直接或间接配置到房地产、基础设施等领域，2013年前9个月投资对经济增长的贡献率仍高达55.8%，从某种程度上讲，挤出了中小企业的资金需求。

第二，房地产市场趋势性分化，风险进一步积累。经过近年来的迅猛发展，房地产市场区域格局发生了趋势性变化。三、四线城市呈现出住房和土地供给“双紧”状态。由于住房供给持续增加，人口集聚速度趋缓，三、四线城市开始出现供大于求的局面。但在现行财政框架下，为了推动市政建设和维持财政平衡，政府仍继续供应土地，导致住房供求关系更加宽松，一些城市开始出现房价下跌泡沫破裂迹象。与此相反，一、二线城市则呈现出住房与土地供给“双紧”状态。由于就业吸纳能力提高和公共服务较为完善，城市规模仍处于持续扩张状态，刚性需求旺盛。但这些城市住房用地占比偏低，土地和住房供给相对不足，价格上涨压力较大，导致泡沫进一步膨胀。这实际上已成为经济稳定、健康发展最不可预测的风险点。

第三，产能过剩严重，调整缓慢。根据国务院发展研究中心对3545家企业所在行业产能过剩情况的调查，71%的企业认为目前产能过剩“非常严重”或“比较严重”。截至目前，企业设备利用率仅72%，比2012年低0.7个百分点。同时，产能过剩呈现行业面广、绝对过剩程度高等特点。由于地方保护和缺乏有效退出机制，过剩产能调整进展缓慢。67.7%的企业认为，要消化目前的过剩产能，至少需要3年以上的时间。

2013年我国GDP同比增长7.7%



资料来源：国家统计局
整理：小树编辑 新华社发

第四，出口竞争力有所下降，国际市场份额萎缩。自2011年起，中国贸易占全球贸易的比重开始低于GDP占全球的比重。传统劳动密集型产品的国际市场份额在2011年和2012年连续下降。在国内完成劳动密集型加工环节、以加工贸易方式出口的产品的国际市场份额在2012年出现十多年来的首次下降。

上述结构性矛盾和风险因素的存在，既是当前中国经济稳定发展面临的主要挑战，同时也为深化改革开放、促进经济结构调整和发展方式转变指明了方向。今后一段时间，宏观经济政策的首要目标是保持经济运行的基本稳定、守住风险底线，坚持“宏观政策稳健，微观政策放活，社会政策托底”的总体思路，稳中求进和以稳促进相结合，在维持总需求基本稳定的前提下，有效防范和化解各种矛盾与风险。继续深化金融体制改革，大力发展战略性新兴产业，优化资源配置，切实降低实体经济的资金成本；重视房地产市场的区域分化态势，加强分类指导，减少一刀切政策，提高调控政策的针对性和有效性；鼓励优

势企业开展跨地区、跨所有制的兼并重组，健全落后企业退出机制，提高产业集中度和竞争力；深化科技体制改革，大力实施创新驱动发展战略，完善知识产权制度，强化企业的创新主体地位，努力培育新增长动力和竞争优势。

世界经济仍处于危机后的恢复期，总体态势趋于稳定。欧洲经济走出衰退将增强全球经济的增长动力，但需要高度关注美国QE(量化宽松政策)退出对美国经济复苏的影响和对新兴经济体的冲击。预计2014年全球经济增速将略高于2013年，中国出口增长有望小幅改善。在居民消费升级、政府增加民生支出等带动下，文化体育、商务服务、节能环保、批发零售等产业投资有望继续保持高增长。

但相对于基础设施、房地产和传统制造业，成长性行业对投资稳定增长的支撑作用尚不足，预计固定资产投资增长对经济增长的贡献略有下降。信息、文化、教育、健康、旅游等消费热点不断涌现，高端餐饮娱乐场所有望积极面向市场转型，消费结构逐步改善。预计社会消费品零售总额对经济增长的

贡献略有上升。综合上述分析，2014年中国经济增长将达到略高于7%的水平，这将有利于为体制改革和结构调整创造相对宽松的宏观环境。

从中长期看，中国经济具备持续、健康发展的多种有利条件。比如，随着中共十八大三中全会的召开，改革红利必将更大程度地释放，人口数量红利向质量红利转变，复杂程度较高、人力资本密集的行业孕育着新优势；城市化与信息化、绿色低碳等新趋势相结合，能释放出产业升级的新动力；住、行主导的居民消费升级将持续推进，服务消费发展潜力巨大；全球化深入发展，一批人口众多的国家正在积极推进工业化，将为中国发展提供新的机遇。据国务院发展研究中心课题组预测，在2020年前，中国GDP年均增长仍可保持7%左右。按照这一发展速度，中共十八大提出的到2020年实现GDP和城乡居民人均收入比2010年“双翻番”的目标可以如期实现，全面建成小康社会将有更加雄厚的物质基础。

改革存准制度 防范流动性风险

□新平

去年6月以来，我国银行体系流动性偏紧的矛盾时有发生，以致银行间市场利率频繁高企，并由此捧红了余额宝投资的天弘增利宝货币基金。现在，这款基金不仅规模突破5000亿元，而且用户数量也超过8100万人，成为我国名副其实的“第一基金”。实际上，这些现象与高额存款准备金比率密切相关。

高存准率弊大于利

我国存准工具反复运用以致其比率畸高，就逻辑起点而言，主要是一些人坚持认为，只要中美利差较小，海外资本就会因为失去套利空间而不致迅速增加国内外汇储备。由此，政策制定者就把本该由利率上调承担的治理通胀责任转交给了存准工具。不幸的是，我国外汇储备规模每年大涨的现象从未停止，以致去年年末达到3.8万亿美元。无论从哪个角度衡量，储备规模都有过高之嫌。进入2014年以后，1月即期结售汇顺差更是达到773亿美元，远期结售汇顺差则达到254亿美元，均创历史新高，储备猛增势头继续高烧不退。显而易见，原想通过缩小中美利差，同时维持高存准率来遏制海外资本汹涌而入的政策，远未达到预设效果。

不仅如此，高存准率还进一步增加了银行体系流动性偏紧的概率。历经36年改革，我国银行体系已经成为市场经营的主体，而追求利润最大化恰恰是其生存发展的不二法则。与此同时，2012年5月18日以来，央行规定大型金融机构的法定存款准备率为20%，中小机构为16.5%，但只为法定存款准备金支付1.62%的利率（为超额准备金支付0.72%的利率），大大增加了商业银行的经营成本。这不能不使商业银行选择将不纳入准备金范畴的每一分存款的效用发挥到极致。在这样的背景之下，如果央行在银行体系资金紧张的时候配合性地释放出一些流动性（事实上这也是传统央行的天赋职责），那么金融市场动荡就不会发生。相反，如果央行将流动性紧张的责任归咎于银行体系创新过度、坚持不肯放出资金，那么金融风险离我们就不远。

反观世界各国货币政策实践，为了促进经济发展，发达经济体纷纷减少法定存款准备金工具运用，以减轻对存款类金融机构的资金束缚或税负。经过阶段性变革，美国、日本、德国、英国、加拿大等国家的法定存款准备率均已大大低于上世纪80年代，部分国家甚至取消了法定存款准备金制度。这些情况的发生，对于我国存准率畸高现状是个很好的警示。

以有效政策组合遏制通胀

当然，下调存准率并不等于纵容流动性泛滥或通货膨胀。下调存准率需要同时上调存贷款利率或者加快存款利率市场化，相辅相成以形成有效政策组合。众所周知，利率市场化必然带来银行存款利率上升，而存款利率上升不但对通胀有抑制作用，而且可以减少民间资金套利，从而使影子银行或者民间借贷的发展渐归理性。与此同时，虽然下调存准率可能增加货币供给，但上调利率却可因降低经济活跃程度而降低货币流通速度。至于会不会导致流动性过剩，则完全取决于政策组合的火候。

此外，针对国内利率上行会加速海外资本流入的质疑。我们认为，考虑到外汇资金流入流出的交易成本，只要中美利差保持在5%以下，就不应过于担心。与此同时，回顾2005年以来人民币汇率改革的历史可以发现，我国在改革中坚持了“主动性、可控性和渐进性”三项原则，正是“渐进性”引发了人民币汇率不断升值的猜测，以致每个人都愿意把手中多余的美元拿到银行去结汇获利。换句话说，只要我们能够打破人民币“渐升值”的预期，外汇储备规模一路高歌猛进的现象就会戛然而止。幸运的是，目前人民币汇率接近均衡水平已是不争事实。对此，有必要尽早打破公众升值预期，避免外汇储备一涨再涨给货币政策造成被动。而且，充分的信息披露对投机者也不是一件坏事，一旦汇率水平回调，“孤军深入”只会导致“血本无归”的结果。

如果我法定存准率降低到足够水平，一旦银行体系再次出现流动性紧张，央行是否会变得束手无策？答案是，如果央行强调事前预防，防微杜渐，完全可以将风险消化掉。事实上，早在2008年华尔街金融巨头贝尔斯登、雷曼兄弟因为流动性危机相继倒下的时候，全球金融从业者就开始认识到加强流动性管理和监管的必要性和紧迫性。作为对这轮国际金融危机的深刻反思，巴塞尔协议Ⅲ将流动性标准纳入银行监管，希望以此建立全球一致的流动性监管标准。在上述框架的影响下，目前我国监管部门已经出台了涵盖商业银行表内外各项目资产和负债的流动性管理办法。换句话说，防范银行体系的流动性风险，需要商业银行和监管部门共同努力，持续加强日常监测、科学打好流动性提前量，而不应让存准率降低后的央行再有事后“难为无米之炊”的尴尬。

利率市场化步入快车道

□中国社科院金融所银行研究室主任 曾刚

近期以来，互联网金融话题火热，特别是以余额宝为代表的各类新型货币市场基金发展迅速，不仅吸引了社会的高度关注，也一度引发了许多激烈的争论。抛开如何去界定或监管各类“宝”的争议不谈，货币市场基金爆发式增长，有其客观、合理的背景，是市场竞争的必然产物，也是推动利率市场化发展重要的力量。稍微回溯一下历史，就不难看出这一点。

中美利率市场化比较

1972年，美林证券推出了第一只货币市场基金，其对象主要是中小投资者。在当时的美国，《Q条例》对储蓄和定期存款都设有利率上限，而且也不允许支票（活期）账户支付利息。金融市场利率虽然不受限制，但投资工具（如可转让存单CDs和货币市场凭证MMCs等）都有最低额度限制（当时为10000美元），中小投资者无法介入。到上世纪70年代后期，美国通货膨胀状况日益恶化，市场利率大大超过存款利率上限，货币市场基金因此急速膨胀。而与此同时，为应对挑战，银行业也开始绕开利率上限，创造出可转让提款通知账户（NOW）、自动转换储蓄账户（ATS）以及货币市场存款账户（MMDAs）等一系列工具。就此，美国利率市场化大潮，如一江春水，奔涌而去。

与上世纪70年代的美国相比，我们目前的情况有些类似：一样的存款上限，一样渠道受限的中小投资者，相似的创新工具，银行类似的反应，甚至还有相似的社会舆论环境等。所有这些都意味着，我们正置身于利率市场化的加速时期，虽然监管要求还在，利率上限还在，但金融创新正让其变得无关紧要。从这个角度，过去一段时间曾热议过的银行理财、同业业务以及影子银行等，或许都可看作利率市场化大背景下的产物，模式虽有不同，但条条大路都通往同一方向。

当然，在货币市场基金发展的驱动上，中美还是有所不同。上世纪70年代直到80年代

上半期，恶性通胀一直都是困扰美国的难题，货币市场基金在收益率上对存款有压倒性优势，对银行产生全面冲击并不让人意外。反观中国，目前整体通胀还算温和，定期存款利率虽有上限，但理财产品快速发展使其市场化程度已然不低。也正因为此，受压制程度较高、与市场利率相差较大的活期存款成了创新突破的重点。第三方支付企业的加入，弥补了货币市场基金在支付方面的不足，在不借助银行的情况下，创造出了一个活期存款的完美替代品。

简单说来，如果把货币市场基金看成“货币+基金”的组合，那么，在美国利率市场化加速时期，高通胀环境中，基金端（获得跑赢通胀的收益）是其成功的关键。而在当下中国，通胀尚无明显上升迹象的情况下，货币端（便捷、广泛的支付）或许才是其竞争力的核心。就这点来说，纠结于收益高低来断言某些创新的前景，可能并不恰当。这些产品长期的生命力依附于货币应用，当然，这也是判断其风险性质以及制定适当监管规则时的争议所在。

利率市场化加剧银行竞争

如果以利率市场化的框架，来看待今天各类金融创新（包括影子银行、银行理财、同业业务以及热得发烫的互联网金融等），对其未来的发展以及对银行业的影响，我们有以下几个初步判断。

首先，中国利率市场化进程已明显加快，金融业创新可能在一定程度上引发真正意义上的“脱媒”，银行会受到越来越严峻的挑战。当然，从起点上来看，中国银行业在金融体系中所占据的比重，及其混业经营的程度（就大银行而言），要远高于美国利率市场化时期，因而银行应对竞争的能力或许更强。当然，实际情况是否如此，还需观察。

第二，银行业内部竞争加剧，分化将迅速加大。外部金融创新最主要的影响，不在于会产生多大的直接冲击（对银行业务的分流），而是间接加剧了银行业内部竞争。在过去一段时

间，一些银行纷纷推出了类似余额宝的产品，而监管者一改以往对高息揽存的严格限制，罕见地保持了宽容。监管强度的松动给一些有能力、也有意愿参与市场竞争的银行提供了一次扩军备战的大好机会。随着利率市场化的推进，这部分银行的竞争优势将更加明显，而其他银行，特别是众多中小银行，则会受到较大冲击。

第三，银行业风险会明显上升。余额宝等金融工具的出现，尽管不一定会导致这些资金完全流出银行体系，但对资金成本和流向还是会产生的影响。更重要的是，在此类产品得到广泛接受，以及银行类似产品大规模推出后，储户的利率敏感程度将显著提高，活期存款作为银行最稳定和成本最低廉资金的时代，或很快一去不返。银行整体的资金成本会大幅上升，稳定性也可能显著下降，流动性风险问题将愈发突出。

第四，银行业务结构调整步伐将加快，需要密切关注对实体经济的影响。面对资金成本的明显上升，以及流动性风险加剧，银行的业务结构必然发生重大的调整。在负债方，对主动负债的依赖会有所提高。在资产方，银行会调整客户结构，以提高贷款议价能力。此外，还可能大幅压缩资产的期限结构，以规避利率风险。从国际经验看，期限较长的贷款（特别是住房按揭贷款），在利率市场化中的风险尤其突出，美国房贷协会危机便是典型的案例。对中国银行业来说，在利率市场化加速时期，重视此类长期贷款的风险，并适度进行控制和调整，是降低流动性风险和利率风险的必然选择。

应对利率市场化挑战

对银行来说，应积极应对利率市场化带来的挑战。不管你喜不喜欢这些创新，也不管你如何去界定，该来的始终要来。所以，正确的态度，不是敌视或反对某些创新，而是积极应对。在发展战略、经营理念、风险管理以及产品创新方面，进行全面的调整，以适应市场竞争的需要。在利率市场化加速的情况下，对一些故步自封

的银行，这种调整已刻不容缓。

对政策当局来说，应适应利率市场化发展，优化监管规则。在总结众多的经验和教训后，绝大多数国家都认同，利率市场化的进程必须辅之以适当的再监管（re-regulation），才能避免出现巨大的风险。在这个意义上，利率市场化既非简单取消监管，也非对金融创新听之任之，而是要根据风险的变化，在放松原有管制措施的同时，及时建立新的监管规则。

对于各类金融创新（也包括银行的金融创新），监管者应根据其实际的风险特征，设置与之相适应的监管要求，保持监管一致性，避免出现监管空白或监管套利。需要强调的是，不管打着什么样的旗号，金融创新的风险本质没有变化，健全的内部风险管理以及适当的外部监管都必不可少。这不仅关乎投资者的利益，也有助于金融创新健康、可持续的发展。

对银行监管而言，在实施国际规则时，需考虑国内外环境的不同。具体而言，国际金融危机之后的新巴塞尔协议，针对的是西方国家金融体系过度市场化的的问题，因此，其无论是在资本监管、系统重要性银行监管以及流动性监管方面，都刻意限制银行对金融市场的依赖以及银行业务的复杂化。但中国目前仍处于利率市场化加速时期，在资产和负债两端更多地使用金融市场，是银行对外部挑战的重要手段。因此建议在实施新国际监管规则时，必须注意这个问题，为与金融市场相关的业务（如同业业务）预留适当的空间，以免作茧自缚。

应及时优化监管政策，特别是贷存比限制，避免形成扭曲。具体而言，在存款分流的情况下，贷存比的限制，可能会导致银行实际资金成本进一步上升，同时还因为可用于贷款资金减少，推高融资成本。因此，建议针对实际变化，更及时地对存贷比指标进行优化调整，扩大合格存款范围，并适时提高贷存比限制等，以适应银行资金来源结构的变化，并降低对实体经济的负面影响。