

货币政策微调可着手引导利率下行

我国应尽快向全球价值链上游攀升

□中国国际经济交流中心副研究员 张莱楠

根据世界贸易组织秘书处初步统计,2013年,我国货物进出口总额为4.16万亿美元,其中出口2.21万亿美元,进口1.95万亿美元,可能成为全球第一大贸易国。然而,事实也许并非如此。

近十多年来,国际分工越来越表现为相同产业不同产品之间和相同产品内不同工序、不同增值环节之间的多层次分工。国际分工的范围和领域不断扩大,逐渐由产业间分工发展为产业内分工,进而演变为产品内分工为主的国际分工体系。以产品内部分工为基础的中间投入品贸易称为产品内贸易,从而形成了“全球价值链分工”体系。“全球价值链分工”有三个显著特征:一是最终产品经过两个或两个以上连续阶段的生产;二是两个或两个以上的国家参与生产过程并在不同阶段实现价值增值;三是至少有一个国家在其生产过程中使用进口投入品。

面对全球价值链主导贸易新格局的大背景下,依据原产地原则进行的传统总量贸易统计至少存在两个弊端:第一,由于大量中间品贸易存在,统计跨境总量贸易而非净增加值,会产生大量重复计算;第二,由于没有反映出产品在生产环节的流动,所以双边贸易统计中包含了他国中间投入品价值。如在“三角贸易”模式中,中国向美国的出口中就包含了大量从日本、韩国等东亚国家进口的中间投入品,迫切需要新的国际贸易统计方法。

因此,一种能够真实反映全球贸易运行和贸易秩序的全新核算方法——贸易增加值(Trade in Value Added)统计正在越来越受到关注。由于基于全球价值链的附加值统计方法是在统计各国价值贡献的时候,扣除了传统通关统计中折返增加值,避免了重复计算,能够真实地反映出各国在全球贸易中的状况(某国在相应环节为某货物增加价值称为本国附加值,各国出口货物中由上游其他国家提供的附加值则称为外国附加值)。这样,每个国家(地区)出口货物中本国附加值和外国附加值的比例,就反映了该国(地区)的贸易获益率。

在国际贸易组织的大力推动和倡导下,2011年以来主要权威国际机构纷纷发布了基于贸易增加值统计的相关研究报告,如2011年WTO和日本IDE-JETRO发布的《贸易模式和东亚的全球价值链:从货物贸易到任务贸易报告》、2013年1月16日经合组织(OECD)和WTO推出的全球附加值贸易统计初版数据库报告、2013年2月27日联合国贸发会议(UNCTAD)发布的《全球价值链和发展:全球经济中的投资和附加值贸易》等,引发了国际舆论的高度关注,使得人们对全球经济失衡有了重新认识。根据WTO和IDE-JETRO(2011)报告,以增加值贸易方法测算,中美贸易顺差在2000年、2005年和2008年三个年份,相比传统统计方式计算出的顺差额要缩小20%-27%,如果考虑到加工贸易因素,贸易失衡的程度更是会减少40%以上,甚至在2005年达到了53%的缩减规模。可见,全球失衡的状况并没有全值统计那么严重。

目前,中国加工贸易出口占总出口的四成左右。中国在工业制成品加工组装环节仍具有相对比较优势,是全球最大的工业品生产国和出口国,美国、欧盟等是最主要的终端消费市场。由于大量劳动密集型加工组装环节由日本、韩国、新加坡、中国台湾、中国香港等地转移至中国,这些国家和地区原来对美、欧的顺差也转移至中国。这种转移可以通过复进口来体现,即“货物出口后再进口至该国”。

根据我们利用投入产出模型测算,在出口部门中,含国外增加值比重较高的部门集中在制造业,其产品中出口,国外增加值的平均比重为26.3%,即主要制造业部门的出口超过1/4的增加值非中国本国创造。如果以贸易增加值统计方法计算,中美贸易顺差将缩水36%左右,中欧贸易顺差、中印等双边贸易顺差也将大幅下降,中日贸易逆差则进一步扩大。

“肥胖”的贸易规模非但没有给中国带来利益分配的增长,反而加剧了中国与贸易伙伴的摩擦,而中美贸易摩擦尤为明显。改革开放以来,除个别年份外,海关统计的我国贸易顺差逐年扩大,从1995年的167亿美元上升到2008年峰值的2981亿美元。此后,受全球金融危机影响,贸易顺差有所回落。若以经常性账户顺差占GDP的比重作为“失衡”程度的衡量指标,根据国际货币基金组织世界经济发展数据库,中国经常性账户失衡占全球失衡的份额已从2003年的6.8%,上升到2008年峰值时的24.3%,2009年为24.1%,2010年回落至19.9%,全球失衡的1/5来自中国,汇率摩擦、贸易摩擦等由此产生。2013年,有22个国家和地区对中国发起94起贸易救济调查,同比增长22%,其中反倾销58起,反补贴3起,双反15起,保障措施18起。中国不但没有获得更多的贸易利益,反而成为贸易摩擦重灾区 and 贸易保护主义的主要受害者。

在全球竞争聚焦价值与效率的新趋势下,保持竞争优势关键在于能否在更高的价值链上获得竞争力,而对美国等发达国家“再工业化”浪潮,以及国内传统比较优势流失等多种挑战,中国必须建立起新的竞争优势,向全球价值链上游攀升,推动贸易结构和产业结构全面升级。



看,货币供应量增长和信贷增长正好满足经济增长的弹性要求,但不稳定,因此适当降低股份制商业银行的存款准备金率对稳增长意义重大。

五是房地产依然集中了社会大量资金,资金配置结构严重失衡。2013年房地产企业集中的资金达到153504亿元,占当年银行信贷规模的21.35%,占当年固定资产投资35.16%。房地产过度集中了社会资金,也抬高了社会资金成本。小微企业难以获得资金,或者资金成本太高。定向降低存款准备金率,不仅可以增加对小微企业的资金供应,也可以降低贷款利率。

着手引导利率下行

央行货币政策微调,既是落实和执行国务院会议精神的要求,也反映了对完成今年经济任务的微弱担忧。今年以来,央行对村镇、农村、

城商银行等降低存款准备金率,乃至允许这些银行根据自有资本的一定比例申请再贷款,属于货币政策的微调、预调。目前定向降准扩大到股份制商业银行,体现了微调的灵活性,其直接效果是增加符合资质条件银行的流动性,解决小微企业、三农经济的融资难题,同时也有利于增加就业。

然而,降准的资金总量有限,信贷总量虽然有所增加,却不具有总量效应,算不上是货币政策的总量扩张,主要是起到结构微调的作用。然而,结构微调效应也不应高估。

应该说,小微企业、三农企业拿到的资金利率都比较高,高利率下定向降低存款准备金率,大部分企业依然贷不起款,或者只能短期借用,不敢长期借用。小微企业、三农企业同质竞争明显,利润微薄,对资金的需求巨大。只有少量具有市场前景和创新技术的小微、三农企业能够

获得贷款,而这些企业所占比重较低。

货币政策定向微调也说明,央行认同市场判断:资金不紧张,5月份银行间市场利率环比同比下降,也可证明这一点。从企业角度来看,大中企业不缺资金,甚至将自有资金拿出来做委托贷款和理财。由此可见,市场不缺流动性,只是资金在企业间分布不均衡,导致利率偏高。因此,应尽快推出存款利率市场化 and 存单二级市场交易,引导利率逐步下行。

我国经济已经进入中高速增长阶段,经济增速周期规律发生转变。应淡定对待经济增速下行的趋势,加快经济结构转型,加大对转型升级的支持力度,让房地产和土地财政尽快降温。土地和房地产价格下降,大量资金会转向支持实体经济研发和投入,有利于资金利率下降,有利于降低地方债务利息负担,也有利于实体经济发展。

房价指数体系亟待完善

国际上最具代表性的房价指数是美国联邦住宅供给监察办公室(OFHEO)发布的房价指数OFHEO-HPI,以及英国英格兰银行发布的房价指数。美国OFHEO采集美国房利美(Fannie Mac)和房地美(Freddie Mac)的抵押贷款数据,在经过住宅地址标准化处理后,运用重复交易法计算出HPI,按季发布美国50州与华盛顿特区,以及220个大都市的房价评估及排名;九大地区房价百分比变化;220个大都市以外城市及农村的房价比率等。由于每个地理单元的HPI是基于同一房产价值的重复观测得到,对房价变化可以提供更精确的反映。

对比欧美发达国家的房价指数体系,我国房地产两大指数明显落后,主要体现在:第一,样本数据采集主要依赖房地产企业填报,真实性难以保证;第二,70个大中城市代表性不够,尤其是省会城市和计划单列市以外城市,如遵义、大理等选取科学性不够,掩盖了地域区域差异,难以反映实际情况;第三,只采用简单的加权平均模型计算同比和环比指数,重复交易法、特征价格法未得到广泛应用,指数缺乏精准性;第四,没有剥离

房屋质量特征变动的影响,同质化处理不足或商品异质性(商品房、经济适用房、商品房、商用房)给指数带来较大偏差,无法反映房价走势。

此外,分析中房指数和国家统计局全国70个大中城市房价指数,从2000年到现在,房价指数与房价走势很多时期是背离的,社会各界质疑的声音从未停过。质疑主要来自两个方面:第一是指数与直观感受严重背离。很多城市的房价上涨很快,但房价指数显示下降或回落,直观感受与房价指数是相反的;第二是一般背离,很多城市的房价上涨幅度较大,但房价指数显示上涨幅度不大,直观感受与房价指数方向一致但上涨幅度有差异。

国家统计局2011年2月起不再计算和发布全国70个大中城市房价涨幅的平均数,也有这方面的原因。笔者对2000年1月至2013年12月的全国70个大中城市房价指数进行观察分析,发现最严重的背离发生在2011年和2012年。以北京为例,这两年房价上涨较快,幅度也较大,二环里每平方米涨至6-8万元,三环里每平方米5-6万元,四环里每平方4-5万元,五环内2万元每平方米的房子已经绝

迹,学区房甚至翻了2至3倍。然而从房价指数看,全国70个大中城市新建房屋销售价格同比涨幅,2011年从年初的5.9%持续回落至年底1.4%,2012年继续回落,2012年1月为0.5%,2月为0%,3月开始同比负增长,从-0.7%一直持续到12月的-0.04%。实在令人大跌眼镜。

合理的房价指数在政府进行宏观分析和制定政策、开发商和投资者作出投资决策、消费者选择合适购房时机方面,能够发挥重要作用。鉴于我国的两大指数体系均有欠缺,因此当前完善我国的房价指数体系显得尤为必要。笔者建议,第一,按国际流行和规范的房价指数模型和方法重构我国房价指数体系,美国联邦住宅供给监察办公室(OFHEO)发布的房价指数OFHEO-HPI值得学习和借鉴;第二,国家住建部和银监会编制房价指数比国家统计局、房地产企业协会更有权威性。住建部以各地房地产管理部门的签约备案数据编制新建住房特征价格指数、银监会以商业银行的抵押评估数据建立二手房重复交易指数,将是未来最佳选择。

让“中国式”众筹成为小微金融试验田

□中国社科院金融所研究员 杨涛

近期举行的上海国际电影节上,“众筹”成为电影融资关键词。我们看到,虽然众筹模式的火爆程度与P2P网络借贷还有差距,国内发展也远不及欧美,但同样成为国内互联网金融热潮中的“亮点”。

在当前流行的、最令人关注的股权众筹兴起之前,早期国外的众筹实际上更多体现在利用网络为各种创意、创作、产品进行小额筹资,例如著名的Kickstarter旨在帮助回报有限的项目获得融资,如桌上游戏、艺术项目等,并且一直反对转向股权众筹。除此之外,欧美还有一些旨在推动公益和慈善活动的网站平台,有时也被纳入到众筹模式里。从更加广义上看,还有人把P2P网络借贷也作为一种债权式的众筹平台。

应该说,从众筹的英文“crowd funding”来看,本意是指向大众进行集资,也就是“凑份子”,但是这种筹资与传统模式的区别,在于通过互联网平台进行,不仅把零散的资金更容易集聚起来,而且提供了相较传统风险投资更加

灵活的机制。本质上看,P2P网络借贷与股权众筹的模式及风险特征差异巨大,所谓债权类众筹实际混淆了二者的不同特质。

进一步来看,在我国的社会环境下,真正值得关注的,无非是以股权对应的众筹活动,以及以商品或服务返还的众筹。对于后者,是近些年来国内存在规则约束的情况下,为了避免触及政策“红线”,许多众筹平台所采取的模式。就其实质看,体现出了“团购”、“团购”的特点。与融资性的金融功能相比,这些模式更接近于商业运营模式,只是结合了一部分商业信用因素。对于前者的命运,很大程度上取决于监管规则的可能变化。主要“红线”有两方面:一是是否公开发行,对不特定的对象发行;二是发行对象是否超过200人。否则的话,就可能陷入非法集资或非法证券活动的陷阱。虽然证监会已经表示正在研究制定规则的可能性,但短期内还难以出台类似美国JOBS法案等用来规范股权众筹的法规。

综合来看,互联网信息技术的快速发展为股权众筹提供了可能,但基本支撑还是充足的信用环境与约束机制。与欧美相比,我国

的信用信息环境、企业和个人信用环境等,都还处于“初级阶段”,各种各样的“线上”金融创新,都离不开“线下”传统方式的直接或间接支撑。

与其他服务于资金配置的金融模式一样,众筹涉及到三方面的主体:资金供给者、资金需求者和资金中介。

从资金供给者来看,虽然美国已在降低股权众筹的投资者资格,但正如美国证监会曾经的解释,股权众筹比较适合年收入超过20万美元的富人,或者是超过100万美元净资产(不包括房产价值)的人。应该说,股权众筹在一定程度上需要投资者具有鉴别力,以及额外风险的承担能力。特别在我国,可能短期内不应走向社会化和大众化,还应坚持适度投资人门槛。在此过程中,加强金融消费者保护成为重中之重。

从资金需求者来看,众筹的根本还是坚持“小而美”,即服务于小微企业的金融需求。小微企业融资难是全球性难题,即便在美国这样发达的金融体系中,也还存在金融支持的“空白区”。应该说,我国发展众筹的合理定位,仍然是