

# 政策信号明晰有助经济企稳

□瑞穗证券首席经济学家 沈建光

回顾2014年中国经济形势，不难发现具有以下明显特征：一是进入新常态，中国经济潜在增长水平比以往有所下滑，全年GDP或回落至7.3%；二是为应对经济放缓态势，宏观政策并未采取过大干预，反而更加注重稳增长与调结构并行，在确保不会出现硬着陆风险之时，加速推动改革。

展望2015年，中国经济仍将面临较大的机遇与挑战。海外环境错综复杂，美联储加息、欧央行与日本央行实行量化宽松使得全球资本流动充满变数，而与之相对，海外经济走势也将决定当前出口向好态势能否延续；国内方面，中国经济进入新常态之后，预计经济增长继续重质的提升，以往片面追求高增速将被摒弃，取而代之的是改革的加速推进。而这也使得从短期来看，明年GDP增速或下滑至7%，但从长期来看，制度红利无疑将提供更多机会。

## 美联储加息或晚于预期

尽管美联储已经退出自2012年9月以来施行的第三轮量化宽松政策，市场对于美联储加息的预期也进一步升温。但笔者认为明年美国前景仍然存有疑问。美国经济真能如此一帆风顺复苏吗？在笔者看来，近年美国经济增长更接近于2001年—2007年间宽松货币支持下的“格林斯潘式”的增长”，对货币政策的依赖很强。此外，美国劳动力市场虽有恢复，但恢复质量仍然较低。在此背景下，笔者认为，一旦货币政策收缩，经济增长恐怕难以承受，不排除2015年经济出现迅速下滑的态势。按此逻辑，认为美联储可能迅速提升短期利率的结论还为时过早。

当前诸多经济指标显示欧元区已有步入“日本化”的趋势，如经济疲软、通缩形势严峻等等。更为严重的是，欧洲面临着人口老龄化和结构改革迟缓导致全要素生产率进一步迟缓的问题；受制于欧元区内成员国没有建立统一的财政联盟，内部成员国彼此之间利益难以协调，欧元区比较难于实施大规模扩张的财政政策和货币政策。在这种态势下，虽然欧央行已经承诺量化宽松，但鉴于内部在货币政策上矛盾重重，预计欧元区经济可能难以避免“日本化”趋势，保持较长时间的低迷。

## 明年经济增长目标可能降至7%

笔者预计明年增长目标下调至7%是大概率事件，这主要是考虑到明年改革加快推进与海外市场不确定性较强的考虑。结合实际情况考虑，笔者认为空间仍然存在，比如技术上潜在增长的



测算为此提供依据。而实践上，今年增速有可能下滑至目标以下，但就业市场仍良好，金融风险可控，未来可以进一步在实践中试探。当然，考虑到十八大提出的2020年比2010年GDP与城乡居民人均收入两个翻一番的目标，前几年这两个指标的高速增长已经成为未来完成目标赢得了时间。经测算，未来7年GDP只要保持增速6.7%，城乡居民人均收入实际增速只要保持6.5%便可以实现上述目标，为放弃片面追求高增长、加快结构调整赢得空间。

今年6月中央通过了关于财税改革总体方案，此后全国人大批准了新的《预算法》，国务院也发布了《关于预算管理制度改革的决定》和《关于地方政府债务管理的意见》等相关配套政策。可以看到，财税改革正在加快，而一旦明年能够取得实质进展，困扰中国多年的企业与地方政府投资随意性、透明度低且存在软约束的问题有望得到初步解决。

但也不可否认，短期财税改革恐将对经济增

长造成一定的影响。毕竟当前固定资产投资中相当一部分来源于地方政府引导的基建投资，而早前这部分投资主要是通过地方政府以对外借款实现的。在未来财税改革给地方政府套上紧箍咒之后，中央允许地方债的额度是否足够补上这些缺口？整体来看，笔者预计明年省级政府发债的总规模将有所增长，但财税金融关系的理顺，将使得隐形担保部分，以及未经预算融资部分大幅缩减，投资难免受到影响。

改革步入深水区后，国企改革仍是难以逾越的也是最重要的一环。今年以来，先后有六家国有企业被国资委纳入了改革试点。但是，这些试点更多地集中在公司治理层面，即通过混合所有制等办法，改善公司治理，通过企业内部的管理改善、资产重组、问责加强推动国有企业的提升。明年国企改革有望加快推进，目前已有报道称，我国已经成立了新的国企改革领导小组，关于国企改革的新方案也在起草设计之中，意味着明年国企改革加快推进或有可期。如果国企改革方案可以

深入，市场的力量必将推动微观主体效率提升，并为中国经济找到新的经济增长点。

## 利率市场化完成最后一跃

11月21日，央行时隔两年再次宣布降息，标志着利率市场化进程加快。实际上，对于货币政策选择，有观点认为央行未来将更加注重创新型工具，而放弃常规性政策工具的应用。对此，笔者认为，通过创新手段实际上是货币政策承担改革与发展任务下，面对结构性矛盾所采取的次优选择，只是过渡性手段，并非长久之计和框架性内容。

在笔者看来，此次降息不仅是应对当前经济下滑、通胀较低、企业融资成本高企的举措，也预示着未来货币政策框架将加速利率市场化，从数量型工具转向价格型工具。展望明年，笔者认为，存款保险制度落地，存款上限的取消都是大概率事件。此外，考虑到当前基准利率体系尚未清晰，利率传导机制并不畅通，明年发展各类金融市场，打造基准利率体系，通过确定短期利率进而引导中期利率，形成反映流动性偏好与风险溢价的收益率曲线仍是重点。

根据中央银行理论，准备金率是同样重要的常规政策工具。结合当前宏观条件，降准窗口开启的时机也已成熟，主要有以下几点原因：一是当前外汇占款降低，资金双向流动降低了维持高准备金率的必要性；二是货币政策工具未来需要更多地采用价格型工具，保持过严的数量控制，不利于价格发挥作用；三是伴随着存贷差的缩减，当前20%的准备金率或已超出最优准备金率的理论值；四是相对于国际上其他国家，当前国内存款准备金率已经过高。因此，笔者预计，最早降准或在今年12月，伴随着降息降准落地，在政策信号更加明晰之下，明年经济企稳也或有期。

今年市场对于货币政策转型的讨论十分激烈，在笔者看来，新框架应主要涵盖以下两方面含义：一是以汇率为导向的框架转向以利率为核心。二是上文提到的由数量型工具转向价格型工具。笔者认为，明年同样是加速汇率市场化的重要年份。可以看到，金融危机以来国际收支双顺差局面已经有明显改善，经常项目占GDP比重已经由2007年、2008年最高时的10%以上下降至如今的2%左右。资本项目甚至出现小幅逆差局面，今年三季度逆差高达816亿美元，甚至超过当季经常项目815亿美元的顺差，导致当季外汇储备减少。因此，笔者认为，人民币更加浮动，货币政策由汇率转向利率的时机更加成熟，预计明年人民币兑美元将整体保持在6左右，但双向浮动范围将进一步扩大。

## 燃煤电厂“近零排放” 边际成本较高

□厦门大学中国能源经济研究中心主任 林伯强

燃煤电厂大气污染物“近零排放”成为近一年来能源、电力行业广泛争议的话题。“近零排放”是以燃气机组为比较标准，即如果燃煤机组的大气污染物接近或低于燃气机组的排放水平，则称之为“近零排放”。据中电联估算，燃煤电厂即使实现近零排放（燃气机组标准），比起目前的排放控制要求，大气污染物进一步减排的比例合计不到1%。

提出“近零排放”主要有两个背景：一是“雾霾”肆虐使得环境污染已经成为举国关注的社会问题，煤炭燃烧是雾霾的最大根源，中国大面积雾霾的主要原因是巨大煤炭消耗和长期积累的集中爆发。减少煤炭的大气污染物排放显然是治理雾霾的关键。由于资源禀赋的特点和能源成本的制约，以煤为主的能源结构相当长时间内难以改变，因此清洁高效利用煤炭资源就成为中国可持续发展的战略选择和落脚点。二是对于电力企业来说，为火电争取空间也是为自己的发展争取空间。

笔者认为，从煤炭着手来改善环境无可非议，但是燃煤电厂近零排放对环境治理是不是真有必要、经济上是否划算、有没有更好的选择等，还有必要厘清一些重要问题。

首先，在现有的环保标准上，通过进一步升级改造燃煤电厂，实现煤炭清洁高效利用是否合理？其核心问题是对于环境治理的“边际贡献”很小。近零排放对环境治理的边际贡献在于满足国家排放标准之后，进一步做到近零排放的污染物减排量。目前执行的《火电厂大气污染物排放标准》已经很严格，相对于美国和欧盟的标准有过之而无不及，因此是否有必要进一步提高标准，值得斟酌。据估算，燃煤电厂即使实现近零排放，相比特别排放限值要求，大气污染物可以进一步减排的比例不到1%。

边际收益较小，边际成本却很大。因此，近零排放可能会沦为“环境效益很小而经济代价很大”的决策。因为在减排初期，不需要投入大量资金，只要采用一些相对简单的措施就可以实现比较大幅度的减排。比如，关停小煤电以及采用低硫低灰的煤炭替代；进一步减排就得采用安装烟气脱硫装置等成本更高的方式，随着减排率逐步提高，边际减排成本大幅增加。

支持燃煤电厂近零排放的主要论据是，实施烟气近零排放改造后，煤电度电成本只需上升1-1.5分/千瓦时。但是，这些成本只能在原有基础上减少不到1%的排放量，污染物治理的边际成本为34-51元/千克，大致是二氧化硫和氮氧化物全社会平均治理成本的25-40倍。

目前执行的环保电价政策加价标准为脱硫电价每千瓦时1.5分，脱销电价1分，除尘电价0.2分，总计2.7分/千瓦时。之前环保电价标准对应的污染物综合脱除效率在95%以上。因此，实施近零改造的污染边际治理成本大致是之前成本的35-50倍。虽然认识到减排成本的边际增加这一事实，但减少不到1%的排放量的成本的确太大。

成本上的问题可能还不止如此。从投资成本上来看，据环境保护部初步估算，对现役火电机组进行脱硫、脱硝和除尘改造的费用高达2000亿-2500亿元，而且这笔费用在一定程度上具有锁定效应。火电机组服役年限为30-50年，如果储能技术的革新使新能源大发展成为可能，或者未来页岩气在中国有大的突破，到时让这些附加了各种巨量“额外投资”的燃煤火电退出市场将会带来很大的经济损失。如果企业愿意完全独立承担这笔费用和其中的市场风险，那自然无可非议，应该得到支持。但是如果需要政府买单，或者通过销售电价往下游消费者传导，这笔账就很有必要谨慎地算清楚。

第二，由于最终的目标是减少大气污染物排放总量，对于这一目标，目前不是没有其他更好的选择。大气污染物排放可以进一步分为电力行业排放和其他排放。由于国家对燃煤电厂制定的排放标准最为严格，加上实施效果显著，燃煤电厂的排放效率比较高。发电用煤占我国全部煤炭消费的50%左右，根据国家电网估计，发电燃煤排放仅占燃煤排放的15%；而消耗了其余50%煤炭的煤电用煤行业和散煤用户占比如分散取暖的排放量占燃煤总排放的85%。

因此，着重于对钢铁、建材、冶金等其他排放大户进行大气污染防治和减排监督，同时加快集中供暖改造，可能是成本更低、经济更可行的治理方式。如果把燃煤量与大气污染排放量的占比进行简单比较，能够得到明显的结论。燃煤火电占总煤炭消费的比例为50%，大气污染物排放占比仅为总量的15%；工业窑炉消费了25%的煤炭，大气污染物排放占比为25%，而污染最严重的中小型锅炉消费了25%的煤炭，其大气污染物排放占比高达60%。因此，如果把有限的资金投入工业窑炉和中小型锅炉改造，岂不事半功倍？

第三，燃煤电厂的近零排放不能解决二氧化碳问题。目前，所谓的“近零排放”是针对二氧化硫、氮氧化物、烟尘等大气污染物而言的，衡量标准是使得燃煤机组的二氧化碳排放量小于同等发电量下燃气机组水平，并不能减少二氧化碳的排放，所以并不是真正意义上的近零排放。虽然现阶段由于雾霾的压力，环境治理问题的重要性可能在一定程度上超过了低碳议题，但是这并非意味着低碳议题不再重要。如果二氧化碳与全球气候变暖的关系是成立的，那从全球社会更长期的视角来看，低碳发展才是关乎全体人类生存的主题。与燃煤电厂二氧化碳排放密切相关的指标是供电煤耗，目前燃煤电厂的近零排放不仅不能对二氧化碳进行减排，而且与碳减排相反，近零排放增加了更多的环保设备，使得发电机组系统阻力增大，同时增加厂用电率，是不利于降低供电煤耗的，进而对减少二氧化碳排放有负面影响。

总的来说，不计成本追求燃煤电厂的近零排放意义不大，大面积推广更是需要综合考虑其对环境治理的必要性和经济可行性，并在经济效益上与其他治理方案进行综合比较。

## 改革仍是明年的经济核心推动力

□万联证券研究所所长 傅子恒

回顾今年A股市场表现，诚如年初的预计，是改革预期推升行情演绎“非对称”结构行情。以市场热点来看，上半年围绕军工与网络信息安全，以及下半年国资国企改革、核电、地域发展规划以及由沪港通、降息等驱动的以券商为代表的蓝筹股价重估等，无不体现出改革背后最主要的推动力。与之相对应，宏观经济基本处在景气低迷期，虽表现稳定，但相对乏善可陈。

对于明年的证券市场，笔者认为，在经济增速换挡背景之下，改革预期与市场创新仍将是推升行情运行的内在逻辑。由于一系列经济扰动参数出现新的变化，中国经济社会运行将出现新的特点，并且其外溢效应可能扩大。

十八届三中全会画出新时期我国全面深化改革新的蓝图。如果说2013年是我国经济体现全面深化改革的“布局”与“预热”元年，2014年则是这一布局正式实施的“启动”之年，从一个连贯的时间周期来看，改革则仍处在启动初期。2015年应当是经济体制改革持续推进的时间节点。顶层设计的落实是一个长期过程，落实的方式是具体政策的制定与实施，2015年的政策指挥棒如何在时间序列上起承转合，将在时间契合方面为2015年“非对称”

称结构行情”提供新的主体机会。

2015年的中国经济处于由高速增长到中高速增长的转轨变型中，经济增速可能继续下台阶，预计2015年增速可能在7%至7.2%的区间范围内。政策目标弱化对增长指标的考核强调，这本身即是改革的一个重要组成部分。由于宏观经济面临新的不确定性变化，2015年政策目标将继续锁定以最小的社会成本确保“转型升级”过程尽可能平滑与平稳，其核心表现是就业与物价的双重稳定。

政策层面的变化则在于以下几个方面：首先，在货币政策方面，2014年前11个月，央行尽可能在公开市场操作中保持中性，同时试图以结构放松方式引导市场资金成本下行。而为应对经济持续下滑以及通缩风险，央行在11月底逆市预期，启动总量调控工具，进行非对称降息。以此降息为标志，货币政策步入总量相对宽松进程。由于我国经济增速下滑与通缩压力持续存在，2015年预计会有2至5次下调存款准备金率以及降息的机会，频率与幅度取决于宏观数据指标的阶段表现，而经济指标表现则又与财政等其他公共政策、改革推进力度，以及市场响应程度有关。

其次，笔者预计，2015年的财政政策将更加积极，这体现在多个层面，一是城市与城镇人口集聚对公共交通等基础设施建设提出新需求。这种需求体现

在多个方面，一是北、上、广、深等特大城市市场地铁网络发达程度与伦敦、东京、纽约、香港等发达城市相比依然存在相当大差距，而在我国覆盖更多人口的内陆大、中城市之中，绝大部分还没有地铁交通，投资空间相当大。对广大的中小城市而言，城镇化过程中的新需求体现在城市公共交通、城市排污、供水、供气更科学、更合理规划布局等方面，这些方面的投资空间同样巨大。二是国家区域开放战略布局的具体落实，省会城际“小时交通网”的打造，京津冀一体化、新丝绸之路、长江经济带建设，使得我国中心城市之间以及与内陆接壤国家的联系更加紧密，而以高铁等基础设施建设为代表，对外投资“走出去”战略则可以开拓未来更长久的新增长空间。三是对于发展中问题的解决，集中体现在大气、水与土壤等环境污染治理方面的投入，这些问题的解决已经刻不容缓，而清洁能源、智慧城市、生物工程、健康医疗等新兴产业的培育等，2015年也将进入加速推进期。

再者，经济、社会与政府体制改革方面的政策推进，范围涵盖相当广泛的领域，包括国企混合所有制改革、国有企业与公共部门的收入分配制度改革、土地流转与户籍、医疗养老保障相关的涉及居民自由迁徙权益的改革等。其中，大部分改革目标的实现将是一个长期过程，而2015年有望加速推进。十八届四中全会提出的依法治国理念的核心，

在于政府等公权力依法执政，同时，与放权管制对应的是严格的动态后续监管，因此政府等公共部门的职能改革，也将会在未来一定时期内成为常态。

2015年的经济内部风险主要在于房地产产业链的景气回落、传统产业产能过剩以及地方政府债务风险化解这三方面，风险的化解年内已经在推动解决，市场预期相对较为充分，因此预计不会演变成经济系统性风险。

另一个风险是来自境外市场与发达经济的不确定性，主要表现为美国全面退出QE对国际大宗商品的价格形成下行引导，这种引导与国内需求不足交织，已经使得我国PPI同比指标连续三年为负，国内经济可能面临通缩压力，2015年国内政策推行面临更多复杂背景。但政策依托点仍在于国内方面，且与各项改革高度关联，在货币总量工具放松的背景之下，如何防范传统粗放、落后产能投资伺机回潮，需要引起中央与地方各级决策部分足够重视。

展望2015年，我国经济预计将继续在换档转型中平稳运行。在经济增速下行压力之下，财政、货币政策重新趋向积极，但预计与几年前的“漫灌式”投资相比有所不同。各项改革持续推进，目的是在新的历史条件下解放生产力，激发社会自发创新活力，推动经济社会全面进步。对于市场热点与机会，改革投资将射向资本市场，继续给市场带来结构交易机会。

## 以“银保联合”创新小微企业融资模式

□中银保险有限公司 张荣

当前，国家鼓励开展“信货+保险”合作，提倡大力发展支持小微企业获得信贷服务的保险产品，为我国银行业综合金融服务带来发展机遇，也为保险公司业务发展提供了创新空间。以“信货+保险”业务模式可为我国小微企业提供贷款支持和融资服务，部分缓解小微企业融资难问题。

### 双享贷产品模式

在中银集团内，中国银行和中银保险首创的“双享贷”产品，就是一款创新型个人银保金融产品，截至2014年6月，累计发放贷款近400亿元。在银行业内，双享贷产品首创“信货+保险”模式，单一抵押物抵押成数最高可达87.5%，较同业最高抵押成数（70%）相比有绝对竞争优势，有效提升银行个人信贷产品市场竞争力。

双享贷产品是在“个人投资经营贷款”和“个人消费贷款”项下嵌入“保证保险”产品，通过保险精算模型对保证保险合理厘定费率，客户缴纳一定比例的保费，可以提高其贷款抵押物抵押率，增加抵押贷款成数，以满足客户同一抵押物获取更多贷款需求的个人银保金融创新产品。因客户不

但可以享受抵押物贷款，还能享受保证保险加成贷款，因此产品取名双享贷。

双享贷产品内在含义，在个人投资经营贷款和个人消费贷款中嵌入保证保险，将贷款本金拆分为两部分，一部分是通过抵押物获得的贷款金额，称之为“抵押贷款金额”；另一部分是通过保证保险获得的贷款金额，称之为“保险加成金额”。由“保险加成金额”衍生出来两个变量，分别是“承保比例”和“加成比例”。这五个变量用三个公式能够反映其逻辑关系，分别是：贷款本金=抵押贷款金额+保险加成金额；加成比例=保险加成金额/抵押贷款金额；承保比例=保险加成金额/贷款本金。

以下案例能清晰地说明，双享贷产品如何满足客户在同一抵押物下获取更多贷款需求：陈先生，47岁，于2010年12月到中国银行某分行申请个人投资经营贷款130万元，贷款期限1年，客户提供的抵押物经评估净值为158.12万元。银行个人投资经营贷款相关规定，抵押物抵押率分别为70%，他最多能获批110万元贷款，无法满足客户的贷款需求。之后，信贷客户经理向他推荐双享贷产品，通过加入保证保险，可以在原有贷款的基础上最高增加25%的贷款额度。若客户选择该产品，

在原有抵押物不变的情况下，最高可以再获批27.5万贷款额度。客户通过缴纳少量的保费，即可通过双享贷产品满足其贷款需求。

### 双享贷产品设计原则

双享贷产品遵循以下原则保证其合理健康地运营：保险大数法则原则。概率论的大数法则是保险公司计算保险费率的基础，只有承保大量的同质的风险单位，大数法则才能显示其作用。同质风险单位数量愈多，实际损失的结果会愈接近从无限单位数量得出的预期损失可能的结果。双享贷产品中的“保证保险”基于中国银行历年个人贷款不良率和损失率数据，根据大数法则理论，运用经验精算模型，合理厘定保证保险费率。

比例承保原则。比例承保原则是指保证保险承保一定比例的贷款本金，当贷款发生逾期时，保证保险最高的赔付金额不超过所承保比例的贷款本金、利息和罚息之和。

比例承保的目的在于保险公司仅承保较小比例的贷款本金（双享贷产品最高承保比例为20%），这样银行就不会因为保证保险嵌入个人贷款而放松客户准入标准和贷款审批条件，防止因保证保险这一担保形式介入