

# 振兴全球经济需集体行动方案

□沈联涛 肖耿

今年初,G20集团及多个智库机构召开的会议都表明,全球各方已经逐渐意识到了由通缩压力和金融不稳定性增强所导致的全球经济风险。而中国为减轻这些风险所选择的路径至关重要。避免中国经济硬着陆只是实现全球经济复苏的必要条件,但不是充分条件。

有些中国经济学家建议采用西方常规的浮动汇率制度,将其作为应对变化莫测的资本流动的减震机制,并为货币政策松绑以便为国内经济结构调整提供流动性,但决策层却并未采纳放宽汇率的政策。这让众多西方经济学家和全球金融市场如释重负。

许多人原本担心中国会用汇率贬值来摆脱通缩,而其后果必然是全球范围的竞争性货币贬值以及进一步全球通缩。但中国意识到如果坐视世界经济深陷资产负债表衰退状态,那么因国际贸易形势持续疲软而导致的全球总需求缺乏,就将进一步拖累中国的经济增长。

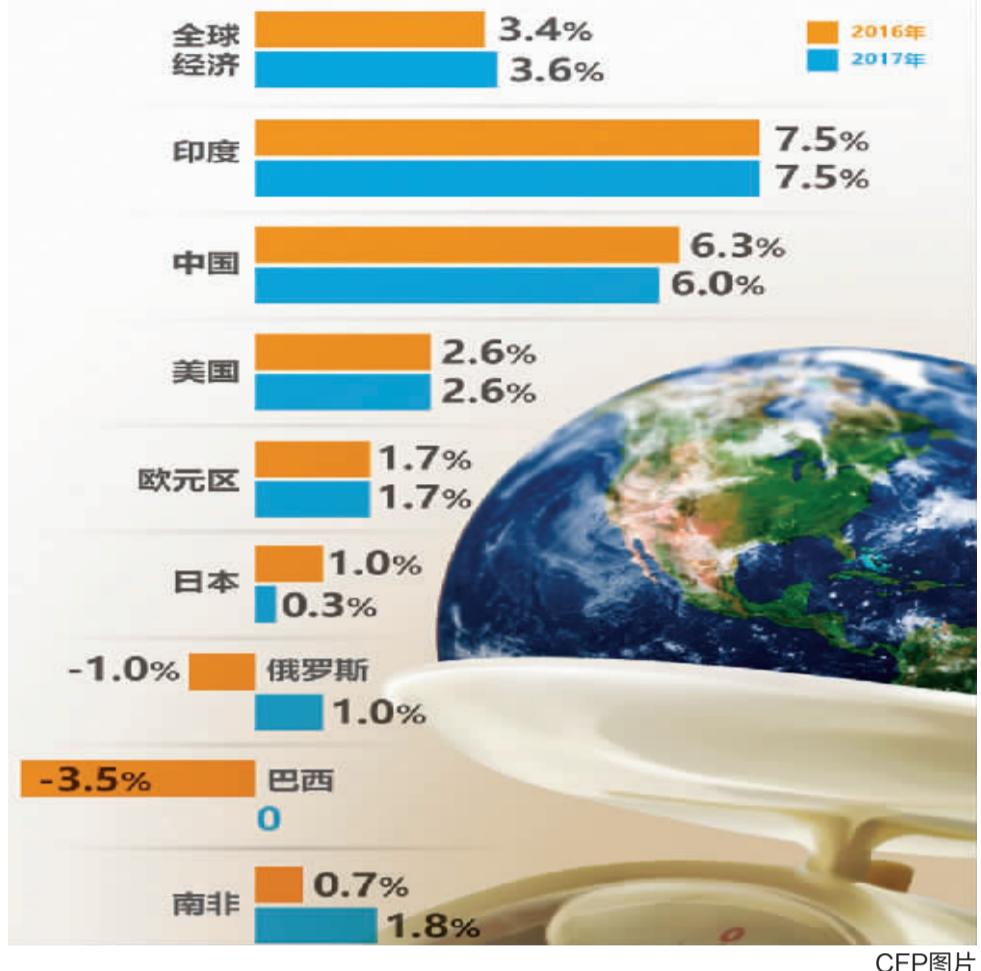
当然,中国仍然需要找到应对资本外流的手段,同时推动一系列能让其经济走上可持续长期增长道路的结构性改革。正如我们最近撰文指出的那样,关键是保持大约6.5%的经济年均增速,这就需要实施一系列旨在创造更多就业机会的多层次短期稳定经济计划,以抵消重组低效率产业和消除产能过剩所带来的短期增长及收入损失。

与此同时,中国人民银行将承担着既要保持汇率稳定又要打击通缩的艰难重任,包括确保能以合理的利率,提供中国经济从制造业向服务业和消费驱动转型所需的流动性。考虑到中国为刺激经济和稳定汇率所动用的官方外汇储备金额,以及去年资本外流的规模——相当于去年全年经常账户盈余的三倍——稳妥降低存款准备金率这类宽松策略将是关键。

当然,中国人民银行不得不相应地适当收紧外汇管制。它也在考虑是否需要其它宏观审慎监管工具,比如某种托宾税(在1972年由诺贝尔经济学奖得主托宾首次提出的金融交易税)以遏制资本的急剧跨境流动。

所有这些政策措施都可以归纳为振兴全球经济的“A方案”,它们是为防止中国陷入通缩而不得不采取的必要策略。但在当今多极化的全球体系下,没有任何一个国家能够

全球主要经济体2016、2017年增长预测



CFP图片

单枪匹马让全球经济免于债务通缩。这就是为什么世界各国还必须考虑实施一项更积极的共同战略,也就是振兴全球经济的集体行动“B方案”。

当然,集体行动并不容易。比如,构建并实行一个全球一致的货币或财政政策,就被世界各国领袖在1944年布雷顿森林会议上排除,而那个会议上订立的国际经济和金融体系我们现在还在用。当我们面临前所未有的全球经济稳定威胁之时,或许是时候再召开一次布雷顿森林那样的会议,以确定哪些集体行动措施是

现在有可能实施的。

环顾全球,好像有足够的激励因素促使我们行动起来。随着发达经济体面临快速的人口老龄化、庞大的公共债务负担、捉襟见肘的货币政策,以及难以驾驭的党派政治,全球经济摆脱目前通缩道路的能力将在很大程度上取决于新兴经济体。虽然这些经济体也都各自面临着挑战,但它们的人口结构更为合理,正在经历快速的城市化,并拥有极大的生产力增长潜力。这些新兴经济体的高增长可以激活庞大的需求并强化全球经济的增长,特别是通过在当

地建设旨在减少全球资源消耗和应对全球变暖的可持续基础设施。

令新兴经济体增长潜力无法发挥的主要制约因素之一是资金短缺,而布雷顿森林体系下的各类国际机构却无能力施以援手。如果世界要摆脱债务通缩陷阱的话——更不用说要解决不断恶化的收入和财富不平等状况——这种窘况就必须有所改变。

在当今世界,没有哪个经济体能在庞大而急剧的跨境资本流动下保持稳定,甚至那些以巨额外汇储备的形式为自己买了保险的国家也不例外。发达经济体之所以能在2007-2009年间摆脱流动性危机,在很大程度上靠的是美联储愿意与各大发达国家(多为美国盟友)的中央银行进行流动性货币互换。只有建立一个全球流动性货币互换保险体系,以多边货币互换安排为基础提供紧急流动性援助,各国才能实施全球一致性通货再膨胀政策,而免于对资本外逃和汇率贬值的过度恐惧与担忧。

最后,我们需要集体行动来使目前各主要大国的非常规货币政策变得更有效。到目前为止,这些政策都未能重振全球经济的主要原因,是商业银行和其他贷款人都将从央行获得的流动性留在了金融体系内,而没有投资于中小型企业贷款、长期基础设施,及其他实体经济项目中。

这不是巧合,2010-2014年间,全球最大的银行、企业和投资基金手中持有的现金增加了3万亿美元,大致相当于同期各储备货币发行国央行资产负债表的扩张规模。我们今天亟需通过全球集体行动使各国消除产能过剩,降低杠杆率,并平衡税收政策,同时降低地缘政治的不确定性。这些有助于摆脱通缩和刺激经济增长的集体行动,将降低金融机构的风险厌恶情绪,从而提高各国非常规货币政策的传导机制效率。

达成全球共识一直以来都是极为困难的,但是在今天的背景下也是无法回避的。如果各国继续这样单打独斗下去的话,整个世界都将因此陷于苦难之中。(沈联涛是香港大学亚洲全球研究所杰出研究员,联合国环境规划署可持续金融顾问委员会委员;肖耿是香港大学金融与公共政策教授及国际金融论坛研究院执行院长。(本文版权属于Project Syndicate。)

## 未来五年 能源供求向何处去

□厦门大学能源经济协同中心主任 林伯强

今年是“十三五”开局之年,对于政府和能源企业而言,对“十三五”期间能源需求和能源结构调整需要有一个比较好的理解,这涉及到经济发展规划和改革。

目前我国能源产业结构和消费结构处于典型的城市化、工业化进程背景。2014年重工业消费了将62.8%的能源,却仅仅贡献了25.5%的GDP。重工业主要包括钢铁、水泥、建材、冶金、机械等,这些都与基础设施建设高度关联。

如果“十三五”中国已经进入了经济转型时期,城市化和工业化进程将放缓,这一轮基础设施建设高潮将过去。在目前的产业结构和能源消费结构下,重工业下滑对能源需求的冲击很大,但是对GDP的直接影响不大。而重工业下滑对GDP的间接影响是正面的,包括比较大的库存和比较低的能源价格,都能给经济增长带来好处。

因此可以得出两个结论:一是GDP和能源需求之间可能出现比较大的缺口(如2015年的GDP增速和能源需求增速相差接近7个百分点);二是“十三五”期间6.5%的GDP增长目标可能伴随着比较低的能源需求增长,能源企业需要为此做好准备。那么,比较低的能源需求将如何影响“十三五”期间的能源结构调整?

先看2015年中国的能源结构。化石能源中煤炭、石油、天然气所占比重分别为64%、18.1%、5.9%;非化石能源中水电占8.5%,核电占1.4%,风电占1.6%,太阳能占0.5%,其他如生物质能微小不计。由于资源禀赋、石油价格和能源安全问题,属于化石能源的石油一直很稳定地占18%左右,“十三五”期间还将保持这个比重。非化石能源当中,水电曾经有过快速增长,但近年来由于资源潜力约束,基本上稳定在8.5%的比重。因此,“十三五”期间能源结构中石油和水电(共占比约26.6%)这两个板块的比例将保持稳定。

如果根据《能源发展战略行动计划(2014-2020年)》,把化石能源中的天然气和非化石能源中的核电、风电、太阳能统称为清洁能源,加总起来大致为9.4%。而化石能源中的煤炭目前占64%。在雾霾治理和低碳清洁发展的背景下,“十三五”期间能源结构中可能起比较大变化的是煤炭的减少和清洁能源的增加,基本上是此消彼长的过程。

“十三五”能源结构一定会得到调整。根据中国政府的目标,到2020年非化石能源在能源结构中比例为15%,但目前非化石能源在能源结构中比重只有12%,所以需要增长3个百分点。在建的核电可以贡献1个点左右,即核电从目前1.4%增加到2020年的2.5%;风电和太阳能需要从目前的2.1%翻一倍到4%;加上水电稳定在8.5%,凑成15%的非化石能源比重。预期“十三五”期间天然气在能源结构中的比例应该可以增加2个百分点左右,从目前的5.9%增加到8%。这样,天然气增长和非化石能源增长,可以使煤炭占能源结构的比例减少5个百分点,从2015年的64%下降为2020年的59%。

当然,“十三五”能源结构调整的预期是否可以如期实现,除了政府的政策支持和引导以外,很大程度上取决于能源需求增长速度。如果出现类似2015年的能源需求增长为负的情况,煤炭替代将很容易,2015年煤炭占能源消费的比例的确下降了超过1个百分点,从2014年的65.6%降为64%。

现在清洁能源在能源结构中比例为9.5%(包含化石能源中的天然气和非化石能源的核电、风电和太阳能等),因此每个月年份而言,如果能源需求增长为零,清洁能源大约增长10%就可以替代能源结构中1%的煤炭。如果能源需求增长速度为1%,就需要20%的清洁能源增速才能在满足1%的能源需求增长的同时还替代1%的煤炭。如果能源需求增长速度为2%,则需要30%的清洁能源增速才可能替代1%的煤炭。如果能源需求增速超过2%,煤炭的替代速度必然减缓。

尽管“十三五”期间预期比较低的能源需求增长显然有利于煤炭替代,预期煤炭在能源消费总量以平均每年1个百分点的速度下降,可能还是一个比较乐观的预期。

对于能源企业而言,除了关心能源结构调整,更关心的可能是能源绝对量的变化。如果能源需求增长超过2%,煤炭消费的绝对量还可能上升,目前清洁能源的比例太小,难以在满足能源需求快速增长的同时,还可以替代煤炭。

这种情景是有可能发生。国际上,就美国非常成熟的发达经济产业结构而言,上世纪90年代美国平均能源需求还有1.58%的增长。国内而言,中国城市化进程远没有结束,基础设施建设任务依然繁重。中国要进入中高等收入国家,比较的不是北京和纽约这样的大城市,而是中小城市、乡镇、农村的基础设施。此外,大中城市的地铁和轨道交通基础设施建设,既可以解决城市交通堵塞和空气污染,还可以减少石油消费,应该是“十三五”基础设施建设的重要方面。因此,中国基础设施建设依然存在巨大空间,在政府支持下再形成一个基础设施建设高潮并非不可能。

这也就是为什么政府把中国二氧化碳的排放峰值放在2030年而不是2013年。事实上,2014年煤炭需求增长下降了2.5%,2015年又进一步下降了3.7%,中国2014年和2015年的碳排放由于煤炭消费大幅削减而大幅下降。但目前对中国今后能源需求增长速度没有十分的把握,一旦能源需求反弹超过2%,煤炭消费绝对量可能还会增长,二氧化碳排放也可能还会增长。

整体而言,煤炭在今后中国能源结构中的比重一定会下降,随着能源需求增长速度的变化,下降速度将有很大差异。因此,无论中国清洁能源如何发展,煤炭在相当长时间内仍然是主体能源。无论中国去煤化或者不去煤化,煤炭清洁化发展将始终是一个重要命题。

## 莫让一体化成为都市圈楼市炒作借口

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

近日,由于高位惯性回调和政策收紧,一线城市楼市开始降温,但其周边城市成为新一轮上涨的主力。百城房价显示,今年3月,房价上涨前10个城市中,东莞、惠州、苏州和昆山排在前4位,去年和今年1-2月领涨全国的深圳、上海3月份的房价涨幅已分别降至第8位和第5位。

3月份东莞、惠州、苏州、昆山房价创造了有统计记录以来的最大涨幅。“环京县”特别是“北三县”(三河市、大厂县、香河县)的房价涨得更高。3月,“北三县”各区域均价相比2015年上涨50%以上,而作为北京“后花园”的燕郊,目前每平方米2万元的房价比2015年初翻了一倍,比春节前上涨20%。目前,燕郊房价甚至比北京房山、平谷还要高。

楼市火爆驱动库存周期下降及土地市场火热。目前,都市圈内楼市库存周期已降至6-8个月。其中,苏州、南京为4个月左右;东莞、惠州为6个月左右,而靠近深圳的片区库存仅够2.8个月消化;燕郊目前在售库存仅6000套,快到无房可售的境地。“抢地”是都市圈内楼市的另一特点。一季度土地出让前5个城市中,南京、杭州、佛山和天津在列。

4月初苏州诞生了13个地王,平均溢价率203%。

除去库存和货币政策利好外,一线城市

收紧限购限贷,楼市高位回调,驱使购房者转向都市圈是房价上涨的首要原因。如临近燕郊的通州在2015年8月推出“限购”,深圳、上海近期提高非户籍人口限购门槛。都市圈内房价较低是楼市火爆的另一个原因,如通州目前均价在每平方米4万元左右,比燕郊高出2倍。区域一体化预期强化,如副中心通州与“北三县”规划一张图,轨道交通在燕郊设站传闻;再如深圳“直辖市”传闻、轨道将通往东莞和惠州等。

另一个重要原因就是“资产荒”。“十三五”及未来,楼市去库存是需求端“做加法”的重点,目的是承接制造业去杠杆腾出来的信贷,熨平“做减法”阵痛。“做加法”需要偏宽松的货币环境,而货币宽松叠加居民“加杠杆”,楼市景气向上是必然的。但是,经济放缓,企业利润下滑(2015年国企利润同比下滑21.9%),有效资产供给不足,“信贷宽、资产荒”格局明显,资金需要避难所。

当安全资产匮乏时,体制优势集中之处,也是资金最安全的地方。由于集中了全国20%的公共资源、就业机会和现代化成果,一线城市是体制优势最集中的地方,而房子则毫无疑问是这种优势的最佳载体。当一线城市政策收紧、楼市开始调整,在人口、产业方面“有故事、水位低”的周边城市,成了洼地的代表。于是,资金又开始涌向这些城市。

本来,这是一个良好的都市圈发展景象,

即人口由一线城市向圈内其他城市迁移,形成类似于日本东京“市—都—圈”式的都市圈模式、分层住房供应模式,既集聚了人口,发挥了城市的规模效应,降低了公共服务边际成本,又解决了人口过分集中后的“城市病”。但目前看,一线城市住房需求向周边转移,还停留在民间和市场自发推动,但秩序混乱的“野蛮生长”阶段。

尽管河北“环京县”开始承接北京“非首都功能”的产业与人员,但在轨道交通和公共配套方面,规划并未“落地”。如轨道交通是否在燕郊设站,一直不明确,京冀两地在产业、人口和服务上的规划无法协同。深莞惠一体化喊了很多年,但最关键的轨道交通一直没有通到东莞和惠州,临界区域“断头路”多年未解。总之,三大都市圈在重构产业、人口和住房方面的一体化效果不彰,但不断上涨的房价、不断抬升的投机需求,却在透支一体化的利好。目前,深圳人占东莞和惠州楼市50%的份额,但投资是主要目的,真正居住的很少。被称为“空城”的无房,由于均价低(8000元)而成了投资客的新选择,据悉一季度47%的房子被江浙沪投资客买走。

再看燕郊,常住人口2015年已达80万人,

这是一个中等城市的“体量”。近年来,燕郊是作为承接北京“刚需”的“睡都”发展,但在公共服务供给上,燕郊却是按照廊坊的一个镇来设置的。燕郊距离北京国贸仅15公里,

## 大类资产市场走势要看油价

□国开证券 王鹏

近十年来的规律看,美元指数高点100对应的是油价每桶45-50美元的低位区间。但美元指数自美联储去年12月17日加息之后,从100点向下直至目前低位徘徊在94左右,而油价不仅没有上行反而跌破45美元的低位平台直至27美元的低点。美元指数不仅没有形成对油价计价的反向指标作用,反而与油价呈同向变化。作为油价的计价货币,2015年3月份以来,美元与油价有四次共向走势,美元对油价的计价作用持续弱化,直至今年2月份以来,共向走势越发明显,且油价超跌部分又与纳斯达克指数呈明显的正相关性。

近几周,美联储为了维持全球宽松的环境,以保证本国国内实体经济不受外围经济的拖累,将美元指数维持低位,而保持油价持续走高,以带动美股上涨。这种低美元、高油价、高风险偏好的组合又意味着什么?

要看清当前各类资产市场的表现,以及未

来市场走势和美联储的良苦用心,则必须要弄清楚油价、美元以及美股三者之间的关系。因为,目前三者之间的关系已经不再是正常经济周期中呈现的固有规律,而是体现为全球经济周期过度悲观的反映。

影响美元指数的政策动作是加息预期。但如果将加息预期的影响因子进行拆分,则可以分为:美国失业率、核心PCE以及外围经济(外围经济通过金融市场和实体经济间接影响前两者)。3月议息会议声明和上周四位联储主席的闭门研讨均认为,当前影响加息动作的因素是全球经济不稳以及美元升值的影响,而耶伦认为美元升值影响的言外之意则是欧日经济持续低迷有可能导致的宽松预期会推升美元指数。因此,加息动作自然重点考虑外围经济的承受力。

美联储不仅持续释放鸽声使美元指数下跌至94附近(从美元指数下跌导致美股与美债共涨便可印证,美元汇率的下跌不是美国国内经济造成的,而是受外围经济的拖累),而且在石油供应国是否冻产

问题争执的不可开交的同时,释放出EIA库存超预期减少以及美国自身石油的减产预期,从而推高油价以提升风险偏好,至美股指数持续上扬。当前影响油价和股价的因素较为一致,即影响油价的需求预期与影响股价的盈利预期一致,影响油价的石油期权期货的风险偏好与影响股价的风险偏好一致。

美联储极力稳定油价,反映出当前全球经济的焦点集中在油价身上。因为,油价是外围经济持续低迷的集中表现,且在石油供应国的博弈中呈现出螺旋式的恶化趋势。如果油价下跌,纳斯达克指数就会被动下跌,美元指数也就难以维持93-100的区间。一旦形成三者之间的恶性循环,则全球经济将会受到预期持续恶化的伤害。因此,在科威特官方宣布多哈会议极有可能达成冻产协议的情况下,美国祭出库存超预期减少和自身减产预期以维持高油价,同时释放鸽声保证美元低位,试图营造出油价、美股与美元三者的良性循环氛围。

短期来看,油价将决定风险偏好市场的走势以及美元指数的位置。而多哈会议成为关键,情景分析两种:一是如果达成冻产协议,油价将进一步反弹,但向上突破45-50美元平台较为困难,因为突破50美元平台则页岩油将会增产抑制油价。二是如果未达成协议,则回落风险较大,油价下跌将会带动美股下跌,美元指数也将难以反弹。

中期来看,无论多哈会议是否达成协议,油价将保持在45-50美元区间的下方,这会对风险偏好市场形成中期的抑制作用。且未来在日元升值强化预期中,欧日的宽松政策极有可能出台,这对美元指数形成被动抬升的作用,美元指数的被动上升一定程度对油价造成利空影响。而油价的进一步下跌也会带动美股和美元指数的下降。

可以看出,今年全年,石油的供需矛盾将会成为决定油价走势的关键因素,而全球范围的冻产协议或者之后的减产协议势在必行,只有打破供需矛盾对油价形成的恶性循环,全球悲观预期才能扭转。