

从结构转型看增长与就业背道而驰

□摩根士丹利华鑫证券首席经济学家 章俊

关于今年发展主要预期目标，政府工作报告提出，城镇新增就业1100万人以上，城镇调查失业率5.5%以内，城镇登记失业率4.5%以内。这是我国首次将城镇调查失业率指标纳入预期目标。

在全球范围内，失业率指标受到广泛关注。例如，美联储期望能实现充分就业和价格稳定两大政策目标，而把失业率和通胀率列为货币政策操作两大指标。

从我国的情况来看，就业数据统计口径存在各种先天性缺陷，例如基于户籍统计口径，农民工及各类流动人口失业率就很难被纳入到城镇登记失业率当中。这样，由于统计系统中的就业数据相对薄弱，原来仅有的“城镇登记失业率”这个失业率指标很少被专业机构当成分析就业市场情况的指标。因此，增加“城镇调查失业率”这个新指标可被当作有关部门完善就业数据统计所作出的努力的一部分。

在目前城镇调查失业率还没有公布前，再次观察城镇登记失业率这个指标，会发现其本身出现一些变化：首先，相对于过去相当长时间内，城镇登记失业率数据在中短期内波动率很小，因此对高频数据支持的货币政策分析帮助不大。但是，从2014年以来，这个指标在短期内的波动率明显上升。一方面，这说明有关部门对数据更新的频率有所提高，使其更贴近劳动力市场实际情况；另一方面，可能也是有关部门希望能通过与海外数据接轨来增加预期管理的手段和工具使然。

其次，可以看到，城镇登记失业率从2010年以来呈趋势性下滑，截至去年底跌至3.9%。从在表面上看，这些数据反映了国内就业市场不仅已处在充分就业水平，甚至已出现供给偏紧局面。据中国人力资源市场信息监测中心公布的全国职业供求状况数据显示，从2010年1季度开始，中国劳动力市场供求关系发生趋势性逆转，从之前的“供大于求”转向“供不应求”（求人倍率 >1 ），并且此后求人倍率一路上行至去年四季度的1.22。理论上，劳动力供给短缺背后应反映的是实体经济有潜在过热的风险，但是经济情况似乎并非如此。

在全球经济复苏拉动出口及国内工业品补库存需求推动下，2017年GDP增长6.9%，显著高于年初政府设定的6.5%的增长目标。但即便如此，也仅比2016年高0.2个百分点，没有超过经济困难相对较大的2014年和2015年的6.9%和7.3%的增长水平。2017年，虽然无论



数据来源：Wind

是企业盈利还是居民消费都有不同程度的改善，实体经济的感受要明显好于前几年，但GDP增速没有大幅提升，而且全年1.6%的CPI涨幅也说明物价上涨水平极其温和。从任何一个角度上来说，中国经济都没有出现过热迹象。

回顾从2010年以来的8年间，中国经济有个奇特的现象，那就是：经济增速下了一个又一个台阶，但就业市场反而日趋偏紧，“招工难”的声音不绝于耳。从理论角度讲，在经济下行过程中，需求疲软和产能利用率下降会导致失业率明显上升。这就像传统意义上的“奥肯定律”所描述的那样：经济增长和失业率之间应存在比较明显的负相关关系。当然，劳动力供给收紧部分可用中国人口老龄化来解释：在中国人口结构中，15-64岁人口所占比重在2010年见顶，之后开始一路下滑，从74.5%跌至2017年底的71.8%。在15岁以下人口所占比重基本不变的情况下，65岁以上人口所占比重却从8.9%上升至11.4%。但是，经济增速放缓和人口老龄化却不能解释，为何政府在2014年把城镇新增就业人口目标从900万提升到1000万，而2017年又创纪录地进一步提升到1100万。这背后更是2013年以来每年城镇实际新增就业人口都在1300万以上。

要解释这个现象，必须从“结构转型”入手。过去几年，中国经济发展的一个重要特征

是“结构转型”，增长驱动因素从出口和投资向消费转型，与之相匹配的是服务业占比不断提升。2013年服务业占比首次超越工业，之后在2015年服务业占比首次突破50%。截至2017年，服务业占比已升至51.6%。在服务业占比提升的同时，全社会劳动力持续流入服务业。从2012年至2016年短短5年间服务业劳动力占比提高7.4个百分点至43.5%，同期第二产业（工业+建筑业）劳动力占比却下降1.5个百分点至28.8%。考虑到房地产热推动建筑业用工数量不断提高等因素，在第二产业中的制造业劳动力占比下降幅度应更大。这种情况显然符合“鲍莫尔-福克斯假说”：如果在一个经济体中分别为有技术进步的“进步部门”和无技术进步的“停滞部门”。假设相对于“进步部门”，“停滞部门”需求收入弹性较高，但需求价格弹性较小，因此“停滞部门”需求会伴随着工资上涨而较快增长，则劳动力会从“进步部门”流向“停滞部门”。从中国的情况看，首先，服务业相对制造业而言属典型的“停滞部门”，居民收入增长会增加对服务的需求，因此会提升服务业消费比重，进而增加服务业就业率；其次，服务业专业化水平提高使服务业质量改善和平均成本降低，进而导致制造业对服务业生产和需求增加；最后，服务业生产率增长缓慢导致只能通过增加劳动力投入增加产出，由此也会促进就业。虽然需求增长和服务业专业

化水平提高都能解释服务业就业率增长，但“鲍莫尔-福克斯假说”特别指出，其主要原因还是服务业劳动生产率的增长相对滞后。

因此，中国出现“经济增长下台阶，就业市场上台阶”这一现象的原因在很大程度上应是，近年来在经济转型过程中服务业的蓬勃发展。从现实角度看，服务业相对于制造业而言，劳动密集型特征比较明显。特别是在转型的初级阶段，较为低端的与衣食住行相关的消费性服务业发展较为迅速，而这些行业的劳动密集型特征更为明显。劳动密集型服务业发展会带来两个结果：一方面，劳动密集型服务业吸收剩余劳动力效果明显，甚至在剩余劳动力枯竭情况下，出现与制造业争夺劳动力的情况，造成劳动力从制造业部门向服务业部门流动的现象；另一方面，劳动密集型服务业相对于资本和技术密集型的工业而言劳动生产率较低，较低的劳动生产率会拉低整体经济潜在增长率，而且这种“拉低效应”会伴随着服务业在整个经济中占比上升而逐步增强。虽然目前对中国潜在经济增长率的估算没有统一标准，但是，人们普遍认同中国潜在经济增长率近年来持续下行的趋势。如果把中国目前的结构转型因素导致潜在经济增长率下降这一点同“奥肯定律”（产出缺口每增加2%，失业率大致会下降1%）联系起来的话，就可以这样理解：如果实际GDP增速持续放缓伴随着经济潜在增长率下降，那么实际GDP增速放缓不一定会带来产出缺口扩大，由此实际GDP增速放缓对就业的负面影响也就不是线性关系了。

未来几年，中国经济在全球经济向好和国内结构性改革的推动下会持续增长，但基本面改善未必会像过去那样反映在GDP增速提升上，因为潜在经济增长率中枢可能会因服务业占比持续提高而继续下行。在这种情况下，如果有部门还是希望通过货币财政政策逆周期调控把实际GDP增速维持在一个相对较高的水平，其结果一方面会造成经济增长继续在粗放型轨道上运行，另一方面会推高物价形成通货膨胀以及催生资产价格泡沫。反之，如果货币财政政策的操作目标是把实际GDP增速拉近潜在可能依然会维持在相对低位，但经济增长质量会更好。今年政府工作报告关于货币财政政策立场相对谨慎，在没有明确给出具体M2目标增速的同时下调赤字率。这反映出，中国经济已从高速增长转向高质量增长背景下，政府会更多依靠深化以供给侧改革为核心的结构性改革推进中国经济中高速增长。

权，间接达到开展REITs的目的。

因此，我国目前的REITs产品仍以私募为主，并界定投资人范围，或有到期回购、限定期限约束，或多重视负和收益形式（区分优先和劣后）等问题，严格讲属于“类REITs”，发行规模和参与投资者有限。东方证券预测，目前我国租赁人口约1.9亿人，租赁市场规模已超过万亿元，预计到2030年租赁人口规模将达到2.7亿人，市场规模将达4.2万亿元。链家研究院预测，10年后我国租赁人口将达到3亿人，市场规模将达5万亿元。因此，REITs亟待革新产品、扩大规模。

首先，鼓励机构以自持租赁项目发行REITs，提高收益率并吸引大众投资者。其次，引进险资、社保等低成本资金，降低无风险收益率，提升REITs相对收益率。对一些低收益项目REITs（如公租房等），可借鉴美国低收入住房返税政策提高相对收益。再次，以发行机构承诺业绩补偿（政府可对公租REITs业绩补偿）或收益激励等形式，提高市场投资机构参与率。

笔者认为，住房租赁需求主要集中在热点城市。我国人口将大规模涌入这些城市，通过租赁“扎根”，从而带来巨大积聚效应，无论公共服务分摊，还是消费潜力，向现代服务业转型或社区建设，都是巨大红利。降低宏观杠杆率、防范系统性金融风险，这在中长期内是既定目标，强调房地产金融宏观审慎，意味着间接融资（银行信贷）会缩量。REITs不仅适合房地产融资（特别是住房租赁），而且能降低杠杆率，还是社会投资资金分享红利的重要渠道。关键是要解决法律约束、税收豁免、资产质量、评估置信、监管障碍等问题。

在投行领域，现代科技也可发挥其作用。例如，投行在兼并重组领域，有些工作可借助于人工智能与大数据。当人们定义兼并重组目标后，首先要收集大量各种领域的数据。大数据无疑是这里最合适的来源。现代科技对数据采集的贡献毋庸置疑。在架构兼并重组模式时，人们可借助于人工智能。在此基础上，最后再结合人脑创新思维能力完成整个工作。

现代科技可助力 改革完善金融服务体系

□同济大学副教授 王倩

今年政府工作报告提出，改革完善金融服务体系，支持金融机构扩展普惠金融业务，规范发展地方性中小金融机构，着力解决小微企业融资难、融资贵问题。笔者认为，在改革完善金融服务体系方面，现代科技有较大空间。

现代金融科技减少中间商环节

狭义的金融服务是指金融机构为服务对象提供以传统的存贷款为主要内容的金融服务。在这里，服务对象既可以是公司法人、事业法人，也可以是自然人。广义的金融服务是指，除传统的金融服务领域外，金融机构为客户所提供的资本市场领域服务，例如投行业务、交易业务、保险业务及信用评级业务等。在我国，金融服务体系除上述机构及其业务外，还包含金融监管。

提及金融服务体系，离不开为金融市场定位。只有理解金融市场机理，才能了解金融服务体系的缺陷，进而优化金融服务体系。现代金融市场是一个将实体经济货币化、交易化的场合。现代金融市场实际上是一个新型的货币市场，实体经济是其基础与标的产品。现代金融市场使实体经济可以被通过货币方式交易。发生在这个金融市场中的行为，我们将其称为金融服务。如何改革完善金融服务体系，进而实现公开、公正、公平呢？现代金融科技大有可为。

从广义上讲，改革完善金融服务体系，首先应实现金融市场公允价格，它是优化金融服务体系前提条件。从理论上说，促进直接交易、减少中间商，加大交易量，获取更多参与者，实现产品多样化等，都可促进公允价格实现。以传统金融服务体系中的贷款业务为例，由于P2P网贷快速发展，人们获得直接投资机会增多，投资者获得直接回报相较于原来经由金融机构所获得的回报也增加了。现代金融借助于互联网、大数据缩短人与人之间的距离，跨越地域屏障，使中间环节减少。由于现代科技手段进步，金融市场各种行为的交易量扩大了。例如，借助网络平台的交易与理财，现在几乎是人手一部智能手机，网络平台大大方便证券交易与理财等行为。此外，借助现代科技，金融产品多样化也很显著。

人工智能与大数据提高贷款效率

让我们从提供传统存贷服务的金融机构、投行等金融服务出发，看看如何借力现代科技完善我国金融服务体系。

在传统存贷业务流程中，资本提供方经由金融机构，为需求资金的借款人提供贷款。在这个流程中，大数据、云计算与人工智能等现代金融科技均可渗透其中。

存贷业务的核心为匹配。在这个流程中，有些环节是可借助现代科技进行优化的，例如节省成本与时间、增强准确度、获得更好匹配结果、提高效率等。

从资本供给方看，资本供给方提供的资金特征有资本额度、资本持有时间、投资要求回报、资本稳定性与合法性等。这些因素都可借助机器进行归纳总结。对于资本稳定性，人们在部分程度上也可借助于人工智能完成部分工作，在此基础上结合人脑工作进行分析。

从资金需求方看，评估借款人信用占主导位置，例如需求资本额度、需求时间、能承受的贷款利率、资本合法性等，完全可借助现代科技进行匹配。这样，不仅增加效率，还能保证结果的准确性。人工智能与大数据在这里对贷款提供方与贷款需求方的匹配是非常有帮助的。在借款人信用评估方面，笔者认为，在早期阶段，即财务分析、特征归纳阶段，也可借助标准化软件实现。例如，利用大数据进行数据收集，结合人工智能在早期进行共性特征筛选，人为评判等。

技术可助力防风险

谈及借款人风险，还需时刻防范提前偿付风险（提前还款的风险）。在一般情况下，提前偿付风险的定价被包含在贷款利率中，即银行提供的利率里已包含提前偿付风险。

这里的问题是，银行贷款利率定价偏高。在我国，存贷利率息差很高，一方面是出于管理成本高的原因；另一方面，是出于定价误差。定价误差在某种程度上相当于破坏公允价值。如果这种情况长期存在，势必会导致金融服务体系扭曲定价，不利于其完善。在这里的定价误差中，提前偿付风险刻骨铭心。那么，如何解决这个问题呢？我们可以将这个提前偿付风险剥离到保险公司，由保险公司直接为提前偿付风险定价，从而提供相应的保险产品。这样，银行等贷款机构提供的贷款利率就直接同信用风险与利率风险挂钩，保护了借款人利益。

此外，也可利用人工智能对提前付款风险进行计算。例如，影响提前付款行为的动因有：换手率与再融资。借款人更换居住地、换新房子、社会或婚姻状况发生变化，这些动因影响换手率。如果利率水平发生变化，借款人就有可能放弃现在的高成本借款，因为他可通过更低成本融资。再融资对利率敏感，而换手率则不是这样。在大数据与人工智能相结合的情况下，针对这两个因素的计算是可通过人工智能进行模拟的，这也是现代科技对于实现合理贷款利率的贡献。

在投行领域，现代科技也可发挥其作用。例如，投行在兼并重组领域，有些工作可借助于人工智能与大数据。当人们定义兼并重组目标后，首先要收集大量各种领域的数据。大数据无疑是这里最合适的来源。现代科技对数据采集的贡献毋庸置疑。在架构兼并重组模式时，人们可借助于人工智能。在此基础上，最后再结合人脑创新思维能力完成整个工作。

REITs可为住房租赁供给侧改革助推器

□中山大学银行研究中心 李宇嘉

一直以来，被认为只能囿于商业地产领域的REITs，在全方位鼓励住房租赁发展的政策东风下，借助“租购并举”的住房新制度，开始向租赁这个蓝海拓展。

2016发布的我国住房租赁市场的纲领性文件《国务院办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》明确提出，稳步推进房地产投资信托基金（REITs）试点。2017年，住建部等九部门在联合发布的《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中明确指出，加大对住房租赁企业的金融支持力度，拓宽直接融资渠道，支持发行企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具等公司信用类债券及资产支持证券，专门用于发展住房租赁业务。鼓励地方政府出台优惠政策，积极支持并推动发展房地产投资信托基金（REITs）。上海、北京、深圳等一线城市相继发布加快培育和发展住房租赁市场实施意见，其中均明确要鼓励REITs发展，支持住房租赁企业利用房地产投资基金信托。

更重要的，是REITs运营模式能盘活存量物业、提升物业价值。住房租赁供给主体是存量物业，既包括存量商品租赁住房和公租房，也包括盘活低效空间，如旧改、存量工商物业办公“改租赁”。REITs发起人会聘请受托机构和专业物业管理机构，后者基于物业租金最大化和物业增值最大化，对REITs底层产品——租赁住房开展社区物业服务、配套非住宅物业招商或运营、公共设施维护和更新（加装电梯或养老服务）、智能化升级及衍生服务（如社区教育等）。

这是解决我国当前住房租赁投资吸引力低、供给渠道匮乏的关键所在。目前，我国住房租赁行业投资回报率较低，能匹敌国债、银行理财等社会无风险收益率（4%-5%）的住房租赁产品只有两类：一类是公寓企业通过“打隔断”“合租”或借助装修再出租的“涨租金模式”；另一类就是收储城中村、工商业物业的“低成本模式”。但是，这两类模式或存在安全隐患、租住体验差等问题，或“打政策擦边球”，游走在规范与不规范之间。此外，主流租赁经营回报率很低，一线城市商品住房租赁回报率不足2%，考虑到融资、配套、管理、运营等，甚至不可能盈利。

不过，REITs介入有望解决这一困境，特别是在盘活存量物业方面。在很多城市，商品房供应超前于配套设施，其价值会随着规划调整、配套完善、人口迁入在后期逐渐体现。REITs可激励房企或“先知先觉”的投资机构，借助证券化融资及其分散风险功能、专业

化物业管理，将存量物业盘活并实现溢价收益。房地产存量时代已开启，棚改和基于“补欠账”的公共设施全面跟进，旧城改造提速，规划优化调整，城市空间结构趋于完善，加上新型城镇化对人口红利再次释放，存量物业空间前景可期。对工商业等存量低成本空间，有关部门严厉打击“房地产化”，但鼓励盘活为租赁。由此，REITs在兑现低成本空间溢价同时，还能助推租赁供给侧改革。

2017年以来，热点城市出让120多宗租赁地块。未来5年，热点城市新增供地的30%-50%可用于租赁。据初步测算，近期各大城市出让的租赁地块，地价仅为同区域“招拍挂”地价的1/6或1/10，可比租金收益率达6%左右。在房产去杠杆、“管闸口”和宏观审慎背景下，若新增供给租赁项目收益率达6%，以此为受益凭证发行基金份额，将吸引大批社会资金，如银行间市场、险资，甚至是社保等低成本批发资金。由此，不管是高收益和退出机制吸引社会资金，还是增加租赁供应，REITs都具有支撑性作用。

目前，全球上市REITs约800只，其中在亚洲市场上活跃的REITs占比近20%，总市值近3000亿美元。2012年，我国资产证券化开闸，各类资产支持证券（ABS、MBS等）发行量突飞猛进。根据Wind数据，自2014年中信启航REITs推出首单产品以来，目前全国也只发行二十余单，总额仅600多亿元。目前，国内REITs发展，一是以证券投资基为载体（主要是私募基金），通过投资不动产或不动产项目股权，发行基金份额；二是以资产支持专项计划为载体，以资产证券化方式，通过结构化设计持有不动产权益或相应租金请求

权，间接达到开展REITs的目的。

因此，我国目前的REITs产品仍以私募为主，并界定投资人范围，或有到期回购、限定期限约束，或多重视负和收益形式（区分优先和劣后）等问题，严格讲属于“类REITs”，发行规模和参与投资者有限。东方证券预测，目前我国租赁人口约1.9亿人，租赁市场规模已超过万亿元，预计到2030年租赁人口规模将达到2.7亿人，市场规模将达4.2万亿元。链家研究院预测，10年后我国租赁人口将达到3亿人，市场规模将达5万亿元。因此，REITs亟待革新产品、扩大规模。

首先，鼓励机构以自持租赁项目发行REITs，提高收益率并吸引大众投资者。其次，引进险资、社保等低成本资金，降低无风险收益率，提升REITs相对收益率。对一些低收益项目REITs（如公租房等），可借鉴美国低收入住房返税政策提高相对收益。再次，以发行机构承诺业绩补偿（政府可对公租REITs业绩补偿）或收益激励等形式，提高市场投资机构参与率。

笔者认为，住房租赁需求主要集中在热点城市。我国人口将大规模涌入这些城市，通过租赁“扎根”，从而带来巨大积聚效应，无论公共服务分摊，还是消费潜力，向现代服务业转型或社区建设，都是巨大红利。降低宏观杠杆率、防范系统性金融风险，这在中长期内是既定目标，强调房地产金融宏观审慎，意味着间接融资（银行信贷）会缩量。REITs不仅适合房地产融资（特别是住房租赁），而且能降低杠杆率，还是社会投资资金分享红利的重要渠道。关键是要解决法律约束、税收豁免、资产质量、评估置信、监管障碍等问题。

用专业的眼光 做专业的报道

面向市场、面向读者，
客观公正、敢于担当，
敏锐地捕捉中国经济和中国资本市场
每一次脉动，每一个起伏
中国证券报
“可信赖的投资顾问”

《中国证券报》邮发代号1-175，年定价480元 | 《中国证券报·周末版》邮发代号81-175，年定价96元 | 各地邮局均可订阅 | 发行热线：010-63070366 010-63070324

