

2016年第2期 总第2期

财经参考

上海对外经贸大学图书馆主办



国际财经

信用评级机构：金字招牌从闪光到蒙尘.....	1
未来或需 QE.....	5

国内财经

供给侧改革：不应低估的多边博弈困局.....	9
中国经济到底会不会“左右为难”？	12
关于中国经济的几个时点判断.....	15
用市场化思维和手段去杠杆——兼谈对债转股手段的运用.....	19
论中国经济的“非常态”.....	21

新闻快讯

IMF：中国利空情绪将越来越多地向全球股市扩散.....	23
亚洲开发银行预计中国今年经济增速为 6.5%.....	24
中国一季度 GDP 环比增 1.1%，为有官方统计以来最低.....	25
中国经济改革举措暂时缓解全球经济相关担忧.....	26
中国发改委：今年 CPI 涨幅不会过大房价将保持明显上涨态势.....	26
中国未能在最后期限前向美国提交投资协定“负面清单”.....	28
Lex 专栏：中国重工业反弹的隐忧.....	29
IMF 就中国和新兴市场大企业债务风险提出警告.....	29
焦点：美联储春季加息希望渺茫让美元独自面对通胀的打压.....	30

财经参考

国际财经

信用评级机构：金字招牌从闪光到蒙尘

来源：FT 中文网(2016-04-07)

作者：夏春(诺亚控股香港有限公司研究总监，香港大学工商管理硕士课程教授)

2008 年金融危机爆发后，无数曾被信用评级机构冠以投资级（以标普为例，从 BB+ 到 AAA 的评级）的房地产抵押债券和各种结构化金融产品，被重新评估为垃圾级。市场达成共识认为，评级机构的“评级膨胀”行为是造成金融危机最主要的原因之一。

我在《索罗斯们是金融危机的黑武士》一文里写道：复兴科技创始人西蒙斯认为评级机构以次充好，“把猪耳朵当丝质皮包来卖”是危机最大的责任人。当时，标普内部的一封电邮被媒体广泛报道：“母牛设计的结构化产品也能得到我们的评级”。电影《大空头》里有一出极具讽刺意味的场景：对冲基金经理鲍姆质问一家评级机构的主管为什么给予不合格的房屋抵押债券 AAA 的评级时，正在治疗眼疾，逮着硕大墨镜的主管回答说，如果我们不这么做，那些发行债券的公司就会去找穆迪，我们不合作的话，他们会从我们的竞争对手那里得到他们想要的评级。许多观众称，电影里最让人印象深刻的就是评级机构闭着眼睛工作的形象。

3 月以来，穆迪和标普相继把中国 and 香港的主权信用评级展望由稳定下调为负面，国际三大评级机构之一的惠誉也以电子邮件评论称，如果中国政府中期经济战略不清晰，或对政府推进改革的能力和信心下降，他们也可能做出调整。中国和香港的政府财经官员纷纷出面评论，自然都是预料之内的不认同和不在乎的态度（巧合的是，就在 3 月 31 日标普宣布其决定时，香港证券及期货事务上诉审裁处公布复核裁决，认定穆迪在 2011 年 7 月发布的一份点评中国企业的报告未能满足《操守准则》相关要求，宣布判处穆迪 1100 万港元罚款并作公开谴责，穆迪同时需支付香港证监会 60% 的诉讼费用）。许多针对普通投资者的财经博客和公众号则以耸人听闻的评级机构搞垮中国的“阴谋论”来吸引眼球。至于市场，基本是波澜不惊，上证指数和恒生指数分别在三月份上涨了 11.6% 和 8.9%。我在 4 月 1 日参加香港电台早间访谈节目《Money Talk》就听到另外一位嘉宾说，“现在除了一些因委托责任而必须听从评级机构意见的金融机构，主要是养老金和保险公司外，没多少人把他们当一回事。”

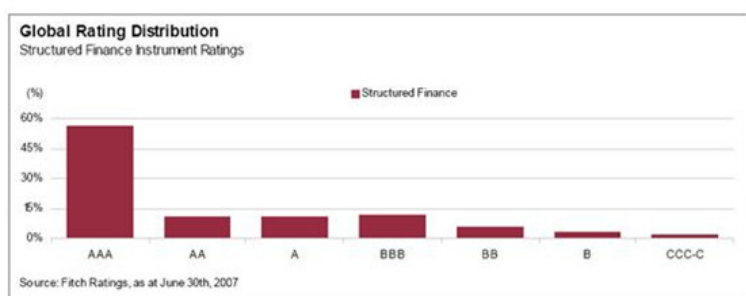
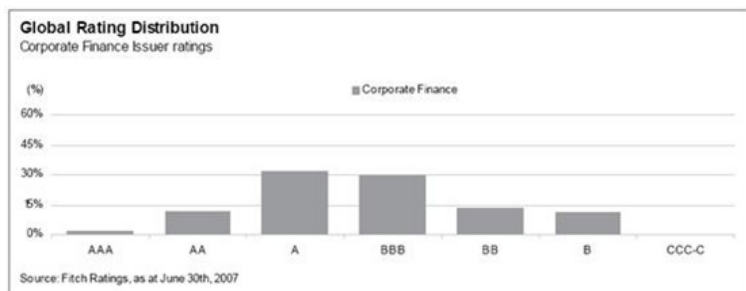
1 金字招牌的年代

看来，金融危机之后，评级机构的“坏孩子”形象已经深入人心。不过，最近以各种理由批评评级机构的文章都没有提到，2011 年 8 月标普首次将美国长期债券评级从 AAA 下调到 AA+，差不多同时，穆迪和惠誉都把美国主权信用评级展望下调为负面。相反，标普和穆迪在过去几年一直在上调中国的主权信用评级，从未下调过（惠誉曾经在 2013 年下调过中国主权信用评级）。

更少有人知道的是，在金融危机之前，存在历史长达 100 多年的三大评级公司称得上是金融业里受到批评指责最少的机构，由于对企业和政府发行债券时的偿债能力的评估与他们后来的表现相当吻合，评级机构的声誉曾经极佳。但评级机构的金字招牌究竟是如何坠落的，我敢说知情的人并不多。

就拿《大空头》电影那一幕来说，其解释实际上流于表面，离真相遥远。三大评级机构的竞争已

经存在了 100 多年，为什么过去没有出现评级膨胀的事情？如果评级不合理，投资者为什么要大量购买被高估的债券和结构化产品？为什么普通的企业债券得到 AAA 评级的不到 1%，而结构化产品获得 AAA 评级的比例接近 60%（见下图）？造成评级机构评级错误的真正原因在哪里？



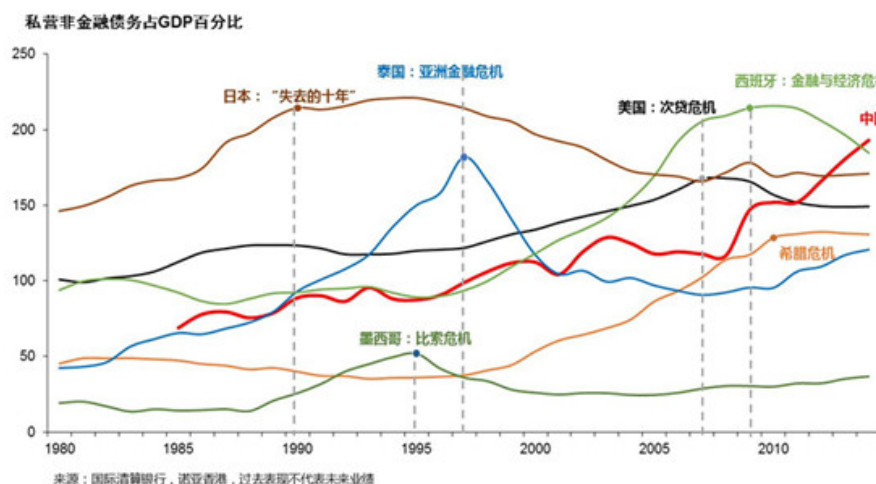
主要结构化产品债务担保凭证（CDO）获得被评为 AAA 比例，相比他们的基本面和评级机构的模型决定出来的比例高出许多，也就是说他们的评级被人为地调高了。例如他们发现 1997 年 1 月到 2007 年 3 月期间被评为 AAA 的 CDO，只有 1.3% 符合评级机构制定的 AAA 评级需要满足违约概率标准，剩下的则达不到。92.4% 获得 AAA 评级的份额实际只能满足 AA 的标准。

我对这些实证研究产生了浓厚的兴趣，不过，我对当时读到的关于评级膨胀的几种理论解释都不是太满意，各自都有一些明显的漏洞。后来我差不多花了两年时间才提出一个更加符合评级机构金字招牌从崛起到跌落的解释。

我首先发现，在金融危机爆发前，关于评级机构的学术研究异常地稀少，原因非常简单。第一，通过对历史数据的研究，大家发现评级机构给出依照债券违约概率表制定的评级和债券后来真正发生违约的概率对照，评级机构的准确度很高。第二，学者们早就发现评级和评级变动蕴含的信息，早就被市场其他的交易工具，如股票、期货、期权、信用违约互换（CDS）等提前揭示（缺点是他们往往会过度反应）。金融公司的信用分析师会对他们投资的债券信用风险进行内部评估，而这一债券的发行公司如果有股票公开交易，则股票分析师也会对公司的业绩进行全面评估，由于这两种分析师的工作

是积极跟踪和动态调整的，他们掌握的信息往往通过股票和债券价格变化反应出来，相反，评级机构的人手有限，在动态跟踪和调整上往往落后市场。因此，过去评级机构受到的主要批评是他们在调整评级，尤其是向下调整时比较缓慢（相反，向上调整比较快，这当然是出于维持和发行企业良好关系的考虑）。

金融危机基本都是债务危机



比较明显的几次是美国一些大公司，比如雷曼兄弟，在宣布破产前，他们的债券评级依然很高。反过来说，这次穆迪和标普对中国和香港的主权信用展望评级调整，是早了还是迟了，考虑到中国和香港总体债务占 GDP 比重的不断上升，我个人倾向认为是迟了。

由于评级机构改变评级往往晚于市场的判断，一个直接的后果就是当评级机构宣布其决定时，市场往往反应不大。不出意外，评级机构最近的决定并未对中国和香港的股票和债券市场产生明显的负面影响，他们给出的理由市场早已经讨论了不知道多少遍了。

既然评级机构的作用可以被其他人或者市场本身所取代，为什么他们的声音仍然如此举足轻重？如果真的不在乎，财经官员们又何必愠怒之情溢于言表？实际上，许多人都听说过《世界是平的》作者托马斯·佛里德曼说的一句话，“我认为整个世界现在有两个超级强权，一个是美国，一个是穆迪。美国可以用炸弹摧毁你，而穆迪可以下调你的债券评级而摧毁你。”

2 评级发牌的超然权力

评级机构对市场的影响力来自于金融市场监管机构的权力外包。1934 年制定的美国证券法要求公司发布标准化的财务报表，其中要求包含债券评级的内容，而这项服务主要由三大评级机构提供，但为评级付款的并非发行债券的公司，而是购买债券的投资者。1936 年，银行业监管机构禁止银行投资“投机性证券”。换言之，银行只能投资于被评级机构认定的投资级债券。这样的话，即使银行内部的分析师认为债券的真实评级和评级机构的不一致，银行也必须服从评级机构的判断。随后，保险业和联邦养老金都采取了相同的要求。到了 1975 年，美国证监会进一步强化了评级机构的地位，他们要求投资银行和证券公司这些经纪商和自营商在满足最低资本要求时，必须参考评级机构对于债券的评级来计算和风险挂钩的资本额度。同时，证监会为了避免一些低质量的公司编制虚假的评级，设定了“全国认定的统计评级组织（NRSRO）”标准。三大评级机构成为元老。现在，全球有 150 多家各类评级机构，但真正能获得 NRSRO 认证，从而具备全球影响力的评级公司只有 9 家。不久，其他金融监管机构也都采取了 NRSRO 的标准，评级机构的话语权愈发强大，到了 1990 年初，连货币市场共同基金投资于短期商业票据也需要听从于评级机构的意见了。

因为监管机构把监管权外包，具有垄断地位的 NRSRO 评级机构实际上成了“评级执照”的发牌人，哪怕他们的评级不准确，其他人也几乎无法挑战他们，这基于两个原因。一是，虽然市场上的公司和机构都要按评级机构的评级来满足各种监管要求，但评级机构却总是在评级报告后附有免责声明：“任何使用报告信息的用户，都不应依赖评级和意见去做投资决策”。二是，评级机构把他们的评级定义为“观点/opinion”，享受美国宪法的言论自由保护，因此在金融危机前针对评级机构的诉讼非常罕见。而评级机构拥有了这种超然的地位后，对企业基本面发生变化的反应迟缓则毫不让人意外，动画电影《疯狂动物城》拿行动缓慢的树懒来嘲讽规管驾驶执照的机动车辆管理局，其意图一目了然。

不过，也必须承认，要了解快速变化的全球经济中隐藏的风险，需要系统性、数据驱动的分析。虽然其他交易工具可以揭示市场已经知道的信息，但毕竟不够完善，评级机构的“事后诸葛亮”也有一定的客观原因，比如他们可能缺少跟踪重要因素的工具，这些因素包括一国的创新能力和私营部门的财务健康状况。特别是在国家主权信用分析，金融危机的预警上，评级机构的系统性和一致性仍然有其价值的。

多年来评级机构对于企业债券的评级相当准确，赢得了市场的尊重。特别是在 1970 年，面临大量需求的三大评级机构相继从“向投资者收费”商业模式转变成“向发行者收费”之后，仍然保持了评级的基本准确（目前的 9 家 NRSROs 里仍然有只向投资者收费和不收费的公司）。大家通常认为，发行者付费就会有更强的动力要求评级机构给予更高的评级，这会带来严重的利益冲突，尤其当评级机构展开收费竞争的话，评级膨胀应该会自然而然地产生。那为什么《大空头》给出的“竞争说”并未在 1970-2000 年产生明显的问题？

原因有这样几点。首先，评级机构认为，“声誉”是他们可以持续经营的最重要因素，因此尽可能地维持评级的公正。尤其是当企业和政府债券作为发行主体时，由于结构比较简单和透明，任何不准确的评级都很容易被市场上的分析师发觉，从而破坏评级机构的声誉。其次，发行债券的企业和政

府数量之大，使得任何一家想和评级机构做讨价还价的企业或政府最后都发现自己实际处在弱势地位，别忘了前面提到的“穆迪可以下调你的债券评级而摧毁你”。最后，学者们研究发现，评级机构内部的薪酬和升职制度都和评级结果关系不大，因此潜在的利益冲突受到了很好的控制，声誉机制压倒了利润动机。经济学原理也清楚地表明，只要有制衡和约束，竞争的结果通常是好的，而不是坏的。

3 评级膨胀的原因

金融危机后，评级机构备受谴责，研究评级机构的论文开始如雨后春笋一般涌现。关于评级膨胀的研究很多，理论上可以概括为下面几种。第一种可称为“产品复杂论”，结构化产品要远比过去的企业和政府债券复杂和不透明（里面包含了房地产贷款，个人贷款，信用卡和汽车贷款，以及这些结构化产品的衍生品），但同时结构化产品的多样化特征，又使得其具有降低违约率风险的“魔法”（即使垃圾债券放到一起，由于多元化分散风险，其收入流也可以用来构造出具备投资级的债券），只不过一旦发生系统系风险，则会魔法失灵。而由于衡量结构化产品的数学工具的缺陷，尤其是对于历史数据的依赖，导致对房地产价格下跌和系统系风险爆发的概率低估，以及不同资产之间相关性的低估。因此评级机构的错误是无心之失，例如穆迪的大股东巴菲特在参加金融危机调查委员会举行的听证会上以此理由来为评级机构辩护。但这点被前面提到的实证研究否定，评级机构存在明知故犯，人为调高评级的欺骗性错误。

第二种“评级购买”理论和《大空头》的解释接近：由于改成了“向发行者收费”的商业模式，如果标普不给我更高比例的AAA，发行企业可以去找穆迪。前面已经解释，在过去债券结构比较简单透明时，这种竞争和购买行为对评级机构的压力不大。因此，这个理论只有在结构性产品非常复杂的前提下才能生效，也有一定的实证支持（比如和始终向投资者收费的机构相比，标普的评级要好一些），但并不足够有说服力。除了前面讲的原因，主要是超过80%的结构性产品发行企业获得两家到三家的评级（一项研究发现99%的企业获得两家评级）。而且这个理论有一个很大的不足，就是必须假定投资者是愚蠢的，他们或者不知道评级被高估了（如果他们知道，就可以用更低的价钱买到那些产品），或者说他们知道评级购买行为的存在，但还是低估了评级机构犯错的可能性。但事实是，债券投资者通常是非常精明的机构投资者。

第三个则是前面提到的“评级执照”说，这个理论认为评级膨胀和收费模式改变没有关系，由于受监管的公司和机构只能投资于被评为投资级的产品，投资者哪怕知道评级膨胀（AAA的比例明显过高），也乐于购买。这种动力在近些年变得更强大，因为他们可以由此而更容易满足新法规（比如巴塞尔协议）下的最低资本要求，把多出来的钱去投资风险更高但回报也可能更高的项目，或者可以省下自己聘请信用分析师的费用，当结构化产品越来越复杂的情况下，投资者越热衷于服从评级机构的判断。而评级机构则迎合了投资者这种监管套利的需求，把猪耳朵贴上了丝质皮包的标签。这个理论认为，只要改变监管对投资级评级的优惠待遇，则评级膨胀现象将会消失。

我提出了一个全新的理论，一言以蔽之，“评级咨询”导致了“评级膨胀”。应该说这个解释早已被金融界从业人员反复提及，但它就好比数学上的著名猜想，学术界一直没有把数学模型做出来。当我做出来的那个时候的激动，是无法用言语来形容的。我大致以非技术性方式解释一下。

假设企业发行的债券质量不同，他们自己清楚，但是评级机构和投资者只知道质量分布而非具体每一家企业的质量。由于评级机构的评级技术是不完美的，有可能把高质量的企业错误地先内部评为低质量（但犯错的可能性不大），然后再选择告诉外部投资者该企业质量是高还是低（诚实还是欺骗策略）。只有被外部评级为高质量的企业才能成功发行债券，并向评级机构付费。数学可以证明，在这种三方博弈情况下评级机构一定会采取诚实策略：外部评级和内部评级一致。虽然是向发行者收费，但与大家猜测的这会导致利益冲突恰恰相反，评级机构不会把内部评定为低质量的债券对外评定为高质量。为什么？因为不需要事前缴费，低质量的企业也会去碰碰运气，希望被评级机构内部评定为高质量。但这种可能会被精明投资者提前预期到，所以会要求企业提供更高的补偿，相应地，评级机构可以从发行人和投资者取得的回报会相应减少。因此评级机构的最优策略是诚实。在这种情况下，低质量企业的最优策略是不要求评级和不发行债券，高质量企业的最优策略是要求评级，虽然有可能被

误评为低质量。

假如企业一开始并不知道自己的债券质量，或者需要评级机构的咨询来重新包装债券以提升质量，并缴付一笔咨询费。接下来评级机构再进行评级，其余过程同上。在这样的三方博弈下，评级机构的最优策略可能变成欺骗，即把内部评定为低质量的企业对外宣布为高质量。原因是采取如前的诚实策略，则对质量缺乏信心的企业没有动力去寻求咨询的帮助，而评级机构也会因此减少咨询收入。虽然投资者会明白其中的奥妙，但是他们要求的额外赔偿可能会低于评级机构从咨询获取的额外收入。而只要咨询能够从平均水平上帮助企业提高债券质量，则企业也愿意缴付咨询费，三方皆大欢喜。决定评级机构选择诚实还是欺骗的关键因素就变成收费的高低，评级技术犯错的概率，企业质量的高低等。另外，当投资者基于评级机构过去的准确性表现，而低估了评级技术犯错的概率时（尽管投资者知道结构化产品更复杂），评级机构就有更强的动力去欺骗。而由于债券的投资期很长，投资者要发现评级机构的错误就需要很长的时间。

在 2000 年以前，评级咨询还没有普及，一来传统的企业和政府债券结构简单透明，对咨询服务没有什么需求。二来，最初美国发行房地产抵押债券的政府机构对于贷款人的信用要求很高。后来，利润驱使许多商业机构和投资银行也加入到游戏中，对贷款人信用要求降低，如何对结构化产品进行包装以获得更高比例的高评级变得关键，评级咨询也由此而蓬勃发展，但问题也随之而来。我的这个解释和之前最大的区别在于，博弈的三方都是精明的，没有任何一方愚蠢。特别是，即使改变监管对投资级评级的优惠待遇，但继续允许评级咨询收费的存在，那么评级膨胀现象仍然有可能出现。

因此，监管机构对评级机构的咨询和评级双重身份的放任，才是问题的关键。可惜的是，这个问题早在 2001-2002 年安然和安达信的财务造假丑闻里早就曝光（安达信具有咨询和审计双重身份），但监管机构却对类似行为听之任之，对于金融风险的积累和蔓延失察和失职。

评级机构因为金融危机前的评级错误，付出的不仅仅是声誉的损失。标普在 2015 年同意向美国证交会和另外两家监管机构支付总计 7700 万美元以达成和解，同意向美国司法部支付 6.875 亿美元和解金、向美国 19 个州和哥伦比亚特区支付 6.875 亿美元和解金。近年来，在学术界和业界的共同推动下，监管机构要求评级机构采取更加公平公正的方式对待被评级的企业和政府，并与评级咨询服务脱钩，同时建议市场降低对评级的依赖。应该说这些都是正确的方向，只不过监管机构自身的改革需要时间，围绕评级机构的是非争议仍然在相当长的时间内继续，评级机构重获市场的信任更加需要时间。

未来或需 QE

来源：商业见地网 2016-03-31

作者：珍妮特·耶伦(美联储主席)

一个多世纪以来，纽约经济俱乐部都是美国讨论经济政策问题的顶尖无党派论坛之一。今天非常荣幸能够在此演讲，我将来讲一下美联储是如何保障最大就业率以及物价稳定的。

去年 12 月，联邦公开市场委员会（FOMC）将联邦基金利率（即美联储主要政策利率）的目标范围提升了 0.25%。尽管这是一小步，却标志着不平凡的 7 年时间的终结，这 7 年中，联邦基金利率一直保持在 0 左右，以支持经济从自大萧条以来最糟糕的金融危机以及经济衰退中复苏。FOMC 此举承认了美国经济已做出卓著进步，帮助数以百万受金融危机危及的国民重新找回工作、恢复收入；同时也反映了可以预期美国经济将继续恢复强劲，并且，随着油价降低、美元不再走强、劳动市场进一步提升等过度性的影响，尽管目前通胀率低，仍有可能达到 FOMC 2% 的目标。在此愿景下，FOMC 在 12 月

份的两次连续会议中分别提出并重申“预期经济情况将好转，仅能保证联邦基金利率不断提高”。

在今天的评论中，我将解释为什么 FOMC 预期在未来数年中仅能保证联邦基金利率不断提升，旨在强调该预期应该被理解为在预示着政策利率的发展曲线，FOMC 期望这有助于达成其目标，成为未来实体经济活动以及通货膨胀的有利条件。更重要地是，这种预期并不是一成不变的计划，无论经济情况如何发展都会实施，实际的情况是，货币政策总会随着经济的曲折发展而变化，我们才能在变幻的经济形势中，尽己所能地完成国会分配给我们的任务，提升就业率和通胀率。

鉴于去年 12 月全球的经济金融形势，油价、利率、股值均发生大幅变化，如今，经济政策如期望发展则至关重要。目前，这些变化还未极大地改变 FOMC 的基准——或者说，最可能发生变化的是中期经济活动和通胀的预期。具体来说，即我们期待劳动市场进一步提升，接下来两到三年通胀率可以回到我们 2% 的目标值，这与近几个月的数据较为一致。但这并非意味着新年以来，全球经济发展是不合逻辑的。一方面，对于实体经济以及通胀的基准展望基本不变，因为投资者对于经济形势的反映是降低对联邦基金利率未来走势的预期，因此把压力放在长期利率以及遏制经济活动的不良影响上。此外，全球经济形势将该展望大的风险提升。基于以上考虑，FOMC 决定一月和三月保持经济政策不变。

接下来，我将描述 FOMC 的基准经济展望以及围绕此展望的风险，着重讲述 FOMC 为达到就业率和通胀目标而决心改变经济政策。

1 近期经济发展及基准展望

新年以来，有关美国经济的文章就有些模糊不清，一方面，有人预测经济发展态势良好。过去三个月，劳动市场平均每个月新增就业岗位 23 万个，此外，失业率进一步削减，更多的人找到工作因为找工作的前景有所提升，而且，就业人口比率提高了近 0.5%。受稳定收入来源、财富增加、油价下跌等因素影响，消费者开支情况平稳提升。房屋市场继续逐渐恢复，各阶层政府的财政政策继近年来使经济大步落后之后，现在开始稳步刺激经济活动。

而另一方面，制造业和净出口量由于 2014 年以来全球经济缓慢增长以及美元显著升值收到严重打击。同样，全球经济发展因限制了公司的预期销售额而制约了商业投资，因此减少了对资本商品的需求。部分处于此原因，进来，也有人预测资本开始以及商业氛围将会平平淡淡。此外，商业投资也受制于 2014 年晚期开始的油价下跌，其导致钻井业务持续陡降。油价降低同样导致能源产业大幅裁员，能源支持产业产量和雇员负面过剩。

总而言之，到目前为止，整体就业情况持续增长，部分是因为国内家庭开支足够抵消国外经济不景气带来的负面影响。然而，展望未来，我们仍然要考虑进来全球经济金融局势所带来的潜在辐射，这在新年伊始便已动荡不已。一段时间内，股票价格急剧下滑，油价已低于 \$30 每桶，许多币种都对美元贬值。尽管这些市场物价几乎回归新年伊始，但经济金融情况仍没有 FOMC 12 月份会议时那样乐观。尤其是如今国外经济增长似乎低于之前预期，收入预期也呈下降趋势。这些变化本身就会抑制美国经济活动，但其影响至少会被对于联邦基金利率下降的市场预期部分抵消，反过来，联邦基金利率将下降的压力放在长期利率上，包括抵押贷款利率，因此帮助支持开支。处于以上原因，我预计自信念伊始，全球市场经济形式对于美国经济的辐射将会是有限的，尽管这样的预期充满了不确定性。

众所周知，FOMC 在中期内持续期待经济平稳增长，伴随着劳动市场进一步开放。与此预期一致，FOMC 每一位参加我们三月份会议的人员对于经济增长、失业、通胀的个人预期都与 12 月份相差无几。造成此微弱变化的一个关键因素是货币政策保持宽松的决定，并将调节为合适的增长速度以达到并保持我们最大就业率以及 2% 通胀率的双重目标。然而，回顾自去年 12 月开始的全球经济金融发展，目前，则期望利率增长速度放缓。例如，FOMC 每一位与会者对于联邦基金利率的预期现在是到 2016 年底和 2017 年底仅为 0.9% 和 1.9%，均比 12 月份低 0.5 个百分点。

正如广泛讨论过的，近年来，通胀调节程度或是实际利率水平需保持经济达到近乎完全就业均有所下降。尽管预计无论从量化还是概念上均有所改变，收支平衡暗示着经济中立的实际利率——也就是说，若经济按其潜力运作，实际联邦基金利率层次可能扩张也可能缩小——当下很可能近乎于零。

然而，当下实际联邦基金利率似乎更低，大概为负 1%到负 0.25%，是采用个人消费支出核心物价指数 12 个月变化进行测量，其中不包括食品和能源。因此，当下宽松的货币政策似乎同实际经济增长稳步超越预期及劳动市场进一步开放所一致。

抛开眼前，我预计经济增长还将因为制约美国经济发展的障碍减少而加强，其中包括国外经济活动弱、美元升值、家庭组成速度跟不上人口和收入增长、住宅建筑不景气、生产力增长按照金融危机末期的历史标准来看速度缓慢。如果这些障碍如我预期逐渐消失，联邦基金利率也会上升，若联邦基金利率上升，其他条件不变，我们的双重目标也会先后达成。此外，由于经济加强，货币政策最终会过度宽松。

隐含之意是，期望障碍消失、中性利率上升是达到 FOMC 预期联邦基金利率随着时间的推移会稳步提升的关键原因。也即是说，该预期仅仅是一种预测。联邦基金利率的未来发展一定是不确定的，因为经济活动和通胀的发展也变化多端。例如，没有人能确定经济发展障碍消失的时间。更广泛地说，经济发展不可避免地会受到未知冲击。然而，我们只能确定 FOMC 会在未来如需对变化做出回应，以达到其双重目标。

再说通胀问题，这里基准预期也几乎没变。12 月份，FOMC 预期近期由于受能源和进口低物价影响，通胀率也会保持在低水平。但由于过渡效应消失，并且鉴于劳动市场进一步提升、通胀预期稳定，FOMC 预期通胀率在中期过后会达到 2%。该预测从广义上对我来说仍旧是对的。对比今年早期，二月份个人消费支出仅提高了 1%，受制于早期油价下跌。相比之下，核心个人消费支出，不包括不稳定的食品和能源因素，在前 12 个月的基础上在二月份提升了 1.7%，高于我在 10 月份的预期。

但若现在说明近期的快速增长是持续的还为时尚早。即使是以 12 个月为基础进行估测，核心通胀也会从季度到季度大幅改变，先期的美元升值仍旧要凭未来几个月的消费者物价而定。基于此，假如能源价格以及美元没有新的变化，我仍旧预测 2016 年整体的个人消费支出膨胀会远远低于 2%，但很可能会在 2017 年和 2018 年回归 2%。然而，该预测严格取决于未来通胀是否合理应对。我仍旧判定未来通胀预期会良好应对，但正如我将简短讨论的，持续少量的预期通胀预测因素让我很困惑。

2 实体经济活动预期风险

尽管自去年 12 月基准预期变化不大，但全球经济发展还是带来了一定的风险。这些风险造成了金融市场的紊乱，去年夏天以及近几个月均可证明。

一个令人担忧的问题即全球经济增长速度，受到中国经济发展的极大影响。当下有一个共识即中国经济在未来几年会放缓，因为它正处于由投资向消费、由出口转向内销的过渡期。但是，就过度是否平缓、政策框架是否可以管控可能伴随的金融混乱仍旧存在很多不确定性。这些不确定性在今年早期由于中国货币政策而导致的市场混乱中显得尤为突出。

第二个令人担忧的问题是商品物价的预期，尤其是石油价格。对于美国来说，净油价低在未来几年仍旧会刺激开支以及经济活动，因为我们仍旧是一个主要的石油进口国。但对于石油价格下跌金融市场明显的消极反映也可以反映出市场担忧油价对于某些国家和公司已经达到金融临界点。对于依赖石油出口的国家来说，结果可能就是政府开始急剧缩减，对于能源相关公司，可能会遭遇更严重的金融制约以及失业情况。若油价再次滑落，无论哪种发展都可能对其余全球经济造成负面的过剩影响。

如果对于预期的消极风险有成形的趋势，人们对此的反应就是放缓美国经济活动，至少在某种程度上放缓，既有直接的，也要通过金融市场渠道，因为投资商的反映将是通过高回报去控制风险资产，造成金融形势紧张。但与此同时，我们也不应该忽略大家都喜闻乐见的情况，即经济形势会比我们预期的更为良好。2014 年和 2015 年，劳动市场的提升速度比每一位 FOMC 与会者或是私人预言家都要快，如果，假设我们面临的经济障碍比预期消失得更快，我们还会有相同的经历。因此，FOMC 必须观察仔细经济出乎意料的发展态势、无论好坏。

3 通胀预期风险

自从新年以来，通胀预期也变得难以确定，部分是由于经济增长预期的风险所致。达到了近来金

融市场动荡预示着国外经济增长很可能会持续缓慢，油价继续变低，美元再次升值。如果国外经济发展会超出我预料地负面影响美国经济，劳动市场提升很可能会放缓，也很可能会波及到薪酬和物价增长。但鉴于通胀预期保持不变，即使这些风险会发生，在我看来，的确会发生，也只是会延迟通胀率达到 2%。

不幸地是，长期通胀预期是不可能理所当然保持稳定的。在 20 世纪 70 年代期间，通胀预期大幅上升，因为美联储允许实际通胀不断提升，以应对经济衰落——这种情况更难维持通胀和就业稳定。但是，经过不断努力，FOMC 在 1980s 以及 1990s 早期成功地逐步将通胀带回到一个较低、稳定的水平。从这时起，通过调查和金融市场维持长期通胀预期的方法便异常稳定，让实际通胀保持在和 2% 更加容易，尽管油价大幅波动、失业率不断攀升。

然而，近期有迹象表明通胀预期可能会下调。基于市场的长期通胀补偿措施在过去一年半已远远不够，尽管这些措施最近从它们的历史低水平稳步提升。相似地，在密歇根大学消费者调查报告中长期通胀预期措施在过去几年间已处于低水平，现在也处于自从 20 世纪 90 年代末期较窄浮动范围的低端。

尽管此类措施有所变化，关于通胀预期实际已经下降的争论还不能确定。美联储及其他组织展开的调查显示，通胀补偿基于市场的措施下降很大程度上是由于通胀风险利息以及动态问题，并非通胀预期的变化。此外，密歇根大学消费者调查中的通胀预期长期措施一直都对当下石油价格波动表现出敏感性，这证明在当今形势下无法依赖该措施预计通胀走向。并且，由商业及金融经济学家收集的长期预期通胀措施，例如《专业预测调查》、《蓝筹股经济指标调查》以及《一级交易商调查》也都纷纷产生波动。总之，这些结果证明我对稳定预期的基准预测仍是准确地。然而，一些指标的下降也提升了这个论断可能是错误的风险。如果论断错误，那么要使通胀率回到 2% 可能花费更长时间，也可能需要一个比以往更加宽松的货币政策。

尽管通胀预期的有些指标下降，我们仍旧需要考虑相反的风险，即有关我们预测的通胀率回到 2% 目标的速度。美国以及美国以外的经济增长可能强于预期，随着过去几周，我们可以看到石油价格有增长也有下跌。更广泛来说，经济学家对于通胀的理解还不够完美，还有如果在未来几年，通胀增长比预期快其实也没有什么震惊之处。因此，我们必须仔细检测未来的薪酬和价格数据。

4 货币政策暗示

现在我将来谈谈基准预期评估和有关风险的货币政策背后隐含的意义。

FOMC 将一月和三月的联邦基金利率目标范围保持不变，很大程度上反映了我刚刚提到的基准形势变化问题。尤其是，国外经济发展意味着要想达到我们的就业和通胀目标，则需要比去年 12 月份预期较低的联邦基金利率。

鉴于预期存在的风险，我认为 FOMC 要小心调整货币政策。这条警告要特别提出，因为在联邦基金利率如此低的情况下，FOMC 还采用传统的货币政策去应对经济不稳定是不对称的。如果经济形势比当下预期大幅好转，FOMC 可以准备提升联邦基金利率目标范围以保证经济稳定。相反地，如果经济扩张不稳定或通胀率仍旧保持低水平，FOMC 可以通过将联邦基金利率削减回零左右提供一点点额外的刺激。

然而，大家必须注意不能夸大当下影响经济政策的不确定性。即使联邦基金利率回到零左右，FOMC 仍旧有相当大的范围可以做出其他的调整措施。尤其是我们可以采用在金融危机时美联储和其他中央银行成功采取的措施来为长期利率增加多余的下降压力以此来支持经济——具体就是推出联邦基金利率未来发展的指示，增加范围或者我们对长期证券的控股。尽管这些工具可能会使得风险和成本与联邦基金利率不符，我们还是有效地利用它们在经济大萧条中重振经济，现在如果有需要，我们还会这么做。

当然，经济形势可能和基准预期大相径庭，短期和长期都是如此。如果是这种情况，就像我刚才强调的一样，FOMC 会按照担保调整经济政策。正如我们三月份的决定以及《经济预测摘要》最新修订版所显示，FOMC 还没有采取预设的紧缩措施。此外，我们的行动以数据为依据，FOMC 将会按需要

调整经济政策以达到双重标准。

金融市场参与者似乎承认 FOMC 依靠数据的解决办法，因为未来的数据惊喜很显然会引发对于将来可能政策的市场预期的变化，会导致使用证券收益来应对经济不稳定。该机制作作为最重要的经济“自动稳定器”使用。正如我已经注意到，自去年 12 月开始有关联邦基金利率发展的市场预期下降，并伴随着长期利率下降的压力，抵消了经济形势不乐观、国外经济增长缓慢的不利影响。此外，公众期望美联储可以以一种可预测的方式来减少或抵消经济不稳定的有害影响，意味着公众可以略从容地应对——这个反应有助于稳定支持雇佣和开支决定的预期。

本文为美联储主席珍妮特·耶伦 29 日发表《未来充满不确定性，或需 QE 政策》演讲的全文。

国内财经

供给侧改革：不应低估的多边博弈困局

来源：FT 中文网(2016-03-30)

作者：刘晓忠(财经评论人士、金融从业者)

当前政治语境的新词创造堪称深圳速度，人们对“新常态”尚未娴熟，供给侧改革就又盛装而来。这一于去年 12 月中央经济工作会议确定的“新词”，尚未来得及精心雕琢，供给侧结构性改革的整体方案尚待字闺中，国家统计局局长宁吉喆就表示已显积极效应，虽有鼓舞士气之先，但确实将问题想的过于简单，不免奢谈，不免为各类分歧提供土壤。

改革的理想如沐春风，现实的骨感却犹如春寒。在经济持续拾阶而下，债务正触临界，汇率持续承压，投资边际收益率下行等债务紧缩的现有语境下，供给侧结构性改革，说白了就是谁去杠杆、谁是接盘侠的问题，而这犹如鸡蛋上跳舞，面临着中央政府、地方政府、各类金融机构、国企、私企、贸易部门、非贸易部门，及家庭部门间的复杂多变、欲壑难平的多方博弈，踩破哪个都颇令人细思极恐。

1 政企博弈

政府与企业的博弈，既是权力边界问题，又是利益冲突问题。要寻求双方的合作聚焦解，已非易事。一是资源配置主导权的博弈。在政府财力丰盈、经济上升期，让市场在资源配置中发挥基础性作用，具有较高的合作聚焦解空间；但在政府高负债，尤其是地方政府负债，使财政收支面临“十个锅八个盖”背景下，资源配置主导权就成为了应对债务紧缩的救心丸，市场在资源配置中的基础性作用，就不免与权力存在利益冲突。另一是政府与市场的利益冲突式博弈。供给侧结构性改革的关键之一就是为供给端减负增效，放活让利，这就牵涉到减税清费和规范税前抵扣等问题，若真正落实减税清费等政策，将降低政府偿本付息的收入流，加剧债务紧缩风险。因此，在财力丰盈时，减税清费都步履维艰，如今就更可叹蜀道难了。

回顾 2013 年债券风暴以后的宽松货币放水满溢，却始终难以改变资金的“避实就虚”。去年的股灾，如今的一线城市房市疯涨，以及信用债利率的持续走低，都显示债券风暴后货币宽松异化成了金融加杠杆。以最近数据为例，1 月新增贷款 2.54 万亿元人民币和社会融资总额 3.42 万亿元，国企和地方融资平台借新换旧、举内债换外债等居功甚伟，2 月远逊预期的信贷数据，映射政府和国企债务紧缩压力暂缓，而一直以来非公部门很难从正规金融系统分羹，此时此景下，非公部门就更难得到支持了，去年下半年对网贷、P2P、众筹等互联网金融的监管，虽有行业自身问题，但也与新兴金融分

羹政府和国企应对债务紧缩的救心丸不无关系。

2 央地弈局

中央政府与地方政府的博弈。一个是现有债务如何分配和分担的博弈问题，一个是财政收入如何分配的博弈问题。中国的中央和地方政府关系和双方的财税结构，不是联邦制结构，但也非严格的中央集权模式，因为地方政府和中央政府都是经过同级人大选举产生。不过，中国的《预算法》、《立法法》等都没将地方政府看作为独立的司法实体，就财税制度方面，除了几个税种为人大立法外，中国的主要税种，如增值税等都是基于国务院相关管理条例计征，分税制也非出自立法而是行政法规，这使得现有的地方政府债务，一直被市场看作是中央或有债务，近年来中央代发地方债模式，更强化了市场的这一预期。

长期以来中央与地方政府间在债务方面的博弈一直暗流涌动，带有公地悲剧特征，即由于真正的债务主体不明晰，债务大锅饭问题突出，地方债最终形成事实上的中央政府或有债务，地方政府举债难免高举高打，尤其是2008年“四万亿”刺激计划之后，在经济增速渐次递减，稳增长压力持重等下，地方举债存在着日益明显的激励不相容性，使政府整体债务陷入了复利式紧缩风险中。

为此，巨额地方债务究竟如何在中央与地方间分配，从合作博弈角度看，显然无法再继续较真于“谁的孩子谁抱”，因为目前中央、地方博弈，部分地方已被债务紧缩下逼入“绝境”，自身可选择菜单只剩下撂挑子，挂账不还，把债务风险踢给金融系统了，在国内尚无《政府破产法》下，挂账带来的是呈指数增长的债务紧缩风险，以及时刻需要提防的系统性金融风险。这使地方政府在央地博弈中，占据了有利地位，即诺奖得主、博弈论大师罗伯特·谢林在《冲突的战略》中揭示的，在合作博弈中，博弈占优一方，自身可选择菜单多，与困兽的合作博弈结果就是占优者拥有的只是让步自由。因此，越来越多的研究揭示，建设型财政是顺周期的一种制度安排，在经济周期上行期，建设型财政可以锦上添花，形成正反馈，在下行期，建设型财政依然是顺周期的正反馈，加速问题暴露。因此，若中央政府通过债务置换实现中央加杠杆和地方减杠杆，那么将会发现需要置换的地方债务可能比统计的要多很多，使自身陷入两难：不置换，风险就在那里不能不管，管到底，发现是个无底洞。

央地博弈的另一个层面是财政收入分配。94年分税制改革丰腴了中央财力，削弱了地方财力，08年巨额刺激计划要求央地1:4的配资，中央支出和赤字率得到控制，但却是增加了地方负债不设防的道德风险。一种缓解的压力是，通过财税体制改革，实现中央地方财事权匹配，但这将削弱中央财力，近年来税制改革，如营改增将属于地方独享的营业税变成中央地方共享税，而根据现有增值税央地75:25的分配结构看，地方财力实际遭到压缩，最近计划开征的二手房增值税，实际也带有财权上收迹象。

就目前而言，央地财政收入分配博弈上，其聚焦解在于一个边际博弈权衡：中央下放地方的财权边际值与地方收敛债务边际值间的平衡，而在现有体制下，财事权适度上收，可能是一个相对次优的选择，即以公共服务均等化立论，在收回部分财权的同时，将一直以来属于地方的事权也收上来，然后以专项支出形式委托地方具体执行，不过这需要警示和考虑地方在实际执行中的挪用和占有问题，因为对地方来说，在很多事权上仅作为一个执行人，同样存在激励不相容、权责不对称性，因此需寻找新共赢边际平衡点，如公务员薪酬体系和绩效考核体系的构建，以及压缩政府层级，改五级政府为三级政府，减少执行链条，降低专项转移支付的成本。

3 政府与金融机构弈局

在封闭经济体系下，降低整体负债的一个路径是财政赤字货币化、债务货币化。罗格夫在《这次不一样，八百年金融危机史》中有两个研究成果值得重视：

一是发展中国家60%左右的债务/GDP是危机临界点，其中的一个主要原因是这些国家的金融市场不发达，风险的识别、定价、管控等能力不足，遭遇米德冲突的概率较高，而纾缓米德冲突的工具不足；另一个原因是大多数发展中国家隐性债务较重，这既与这些国家统计系统不完善有关，又与其主观倾向于隐匿负债的动机有很大关系，如这些国家的决策者认为，内债不是大问题，在信用货币体系下。

二是过度财政赤字货币化和债务货币化会导致滞胀，及加速国家经济金融系统瓦解。经济滞胀可起到赖账效果，减轻债务人压力。但这并非无极限，因为滞胀赖掉债务的前提是人们不得不继续使用货币，但这是一个非合作博弈的冲突：经济滞胀会使人们对纸币唯恐避之而不及，大家不愿持有信用货币，更愿意以货易货。而一旦滞胀使人们不再愿意使用法定信用货币，宽松货币政策也就英雄无用武之地了，没人陪你玩了，债是赖掉了，但经济金融体系也遭到系统性破坏，信用货币也就如同废纸。

另一个有力证据，要溯源于信用货币的法定概念来源，其实从历史沿袭上货币法定的“法”，不是公法，而是自然法，央行普遍将币值稳定和通胀置于货币政策的核心地位（稳就业是派生出来的，已引发了货币政策各目标间的冲突，使货币政策愈发泛政治化），就是因为法定货币授权于自然法则，滞胀本质上是滥用自然法则下的信用。

2013年债券风暴后，国内宽松货币政策放水，未能让货币脱虚入实，而是演变成单纯的金融加杠杆，去年的股灾，今年主要城市房价的飞涨，映射货币政策只能推不能拉，通过宽松货币政策来缓解债务压力，对内均衡进行支出转换政策和支出调整政策，终将引发外均衡与内均衡冲突，811后人民币走势可看作是米德冲突的表现形式之一。

当前政府和国企的巨额负债，最终都反映在银行和央行的资产负债表上，且目前看来这些债务风险是正规金融系统无法消费的。如果让这些风险蜗居在金融系统，其破坏力是可怕的：美国次贷危机令人诚惶诚恐，而若通过债务置换将部分地方债务换成中央政府债务，2010年后的欧债危机同样让人细思极恐。这是政府与金融系统探寻的聚焦解，就是既缓解地方政府债务负担，又不引发金融风险，还要控制好滞胀的可行边界，把握好赤字货币化的宽度和厚度，目前看来只能金融加杠杆，尽管市场一直担心中国银行系统的纸里包不住火，及积极财政政策的空间没有想象中的大。

一些专家认为政府与金融系统博弈的一个次优解为，借鉴98年四大资产管理公司等做法，通过设立一个特殊目的公司SPV或SPC，进行停息挂账处理，同时在央行的支持下发行特别债。但是，这实际上可看作是一种债务货币化的输血和止痛，若无类似于98年的改革和本世纪初的入世，债务问题将会被经济滞胀替代。

4 居民加杠杆

政府和企业部门与居民部门的博弈。当前单纯从资产负债率看，居民部门的资产负债状况是相对不错的。去年以来，股市改革牛的启动，今年主要城市的房价疯涨，都带有让居民部门加杠杆以帮助政府和企业部门去库存、去杠杆和去产能等特征。

这个博弈是完全非对等的。目前房市和股市类似于“绞肉机”，尤其是房市，居民部门的加杠杆和增库存背后的风险，实际不亚于背负巨额负债的政府和企业部门。该领域博弈困顿在于居民部门的加杠杆和增库存，更多是政府和企业部门存量库存、产能和债务杠杆的偿付支出转移，并不意味着库存、产能和债务杠杆转移到居民部门，政府和企业部门就可以走出一个基钦周期甚至朱格拉周期，CPI与PPI的倒剪刀差很难通过居民部门的加杠杆得到改善，反而会因为居民资产和负债都房地产化，耗损掉支持经济新增长点的必要资源，加剧经济困顿。纵容甚至蛊惑居民部门加杠杆或将是衰退型的稳增长。

5 米德冲突

贸易部门与非贸易部门的博弈。目前国内需求端走向是扭曲的，前两个月全社会消费品零售总额增速放缓，部分地区房地产出现衰竭型繁荣，会对居民部门购买力锁定，立足于国内正在扭曲的需求端，进行需求端刺激，以推动供给侧结构性改革，将会对经济金融资源带来进一步的扭曲效应，牵制供给侧结构性改革的推进。而相对于国内需求端，外部需求端尽管依然缺乏亮点，但没有出现扭曲。

目前纾缓米德冲突的应对政策出现明显倾向，政策重点转向外均衡。贸易部门与非贸易部门间的博弈，实际是内外均衡政策间的博弈。目前基于内均衡实施的支出调整和支出转移政策，容易吹大债务泡泡和资产价格泡沫，以及通胀，进而暴露汇率的敞口风险，而汇率风险的管控成本很高，如去年为维护汇率稳定，官方外汇储备耗损了20%以上，使市场聚焦在中国政府愿意承受外储流失速率和规模的边际值，而这一边际值又与中国外储资产负债结构、流动性比率和速冻比率，以及外汇资产的市

值变化等存在负反馈，即流动性比率和速冻比率越低，外汇资产的变现能力越弱，政府通过耗损外汇储备维持内外均衡的意愿就越趋弱，人民币贬值的主动意愿就越强，债务泡泡和资产价格泡沫被搓破的风险就越大。

正鉴于此，政府决策层在人民币汇率上采取了继续爬行盯住美元的权宜之计，并对离岸人民币进行了熔断处理，暂时地稳定了外均衡，同时开始通过债券置换、债转股试点、不良资产证券化试点等，寻求内均衡的破局。不过，由于经济内生动力引擎负荷太重，外部的贸易条件也不好，将更多经济金融资源用于盘活存量资产上，不仅需要需求端的积极刺激政策，而且即便需求端刺激初现成效，救出来的存量资产尚看不出能提高投资边际收益率，反而由于内部需求的扭曲而加剧新资源投入的错配风险。

总而言之，当前供给侧结构性改革是一个复杂的多边弈局。在这场弈局中，最尴尬的是地位最弱、实力最不稳定的居民部门因为负债率相对较弱，而具有空间相对大的可自由选择菜单，使政府和企业几乎“合谋”地将手伸向居民部门。不过，一旦这种甩包袱的博弈策略成为占优解，诸如减税清费、打破垄断、推进央地财事权匹配的税制改革，及财政政策的公共化转型等，都将知易行难，即政府趋向于保守，对破的风险细思极恐，自然也就失去了立的机会。

因此，从博弈角度可以预期，只要营造居民部门加杠杆的环境不失效，就不会出现真正愿意打破僵局的让步者，消除政府、企业在博弈中凸显的冲突和分歧，真正的供给侧结构性改革也将受制于僵持。显然，针对居民部门加杠杆，你若春风，他便是风雨，股灾之后，房市风险也许就存乎于心了。

中国经济到底会不会“左右为难”？

来源：商业见地网(2016-03-30)

作者：林毅夫(全国工商联专职副主席，中国民间商会副会长，北京大学国家发展研究院名誉院长、教授)

今年“两会”上，大家关注的焦点很多，但提问最多的还是中国经济增长的目标、中国经济增长的态势。这个目标和态势，影响着中国能否在2020年的时候，实现全面建成小康社会的目标。

中国经济增长不仅事关中华民族伟大复兴的“中国梦”，对世界也非常重要，因为进入本世纪以来，中国经济一直是世界经济增长的最重要引擎。

1 中国经济增速与世界经济发展密切相关

世界经济从2008年的经济危机以后，到现在发达国家实际上还没有完全复苏，欧盟的增长率在1%左右，日本去年负增长的，经济状况不好，所以采取了负利率的政策。美国状况似乎好一点，但也没有达到去年年初所认为的可以达到3%的增长目标。美国现在一方面在讨论是否要加息，同时也在研究是不是也要采取负利率，所以发达国家经济发展的状况不好。

在2008年危机之后，最初发展中国家增长复苏态势比发达国家好。但这一两年以来，发展中国家经济增长也普遍不好，所以大家特别关心中国这个引擎，是不是能够继续保持相对比较高的增长，为世界经济的增长做贡献。

要是中国这个引擎也停下来，影响的不仅是中国，将是整个世界。这就是为什么去年下半年以来中国股票的波动影响全世界股票市场的波动；中国汇率正常的一个调整，在世界上引起了很大的错误解读。

现在我国“十三五”规划定的目标是在2016年到2020年，平均每年的增长在6.5%以上，政府工作报告对2016年的增长目标是6.5%到7%之间。这样一个增长目标相对于改革开放后从1979年到2015年每年平均增长9.7%，已经下调了将近30%。

但这样一个增长目标能不能达到？很多人心里还是有一个问号，这是因为我国从2010年第一季度开始经济增长的速度节节下滑，到去年增长率6.9%。这是从1990年以来最低的增长率。而且，从2010年到2015年，经济持续六年的下滑是改革开放以来的第一次，并且从今年1、2月份来看经济继续下滑的压力仍然很大。

在这种状况下，大家对于中国的经济能不能真的实现“十三五”规划以及今年政府工作报告所定的目标，难免会有一些疑问存在。

从2010年以后的经济增速下滑，国外跟国内学界普遍认为是由于中国内部的体制、机制、增长模式不可持续造成的。体制，即国有企业占的比重高，国有企业的效率低。机制，是在很多资源配置上市场还没有发挥决定性的作用。增长模式的问题是指，中国过去经济增长主要是靠投资拉动，消费的比重太低，这种增长模式不可持续。

于是，谈到体制、机制、结构的问题，不少观点认为不改革，经济下滑就不可能扭转甚至可能最终崩溃；即使下定决心改革，取得成效的时间可能也会非常长，而且在改革过程中会非常的痛苦，于是，很可能在未见成效前就引爆了改革开放以来积累的各种经济社会矛盾。所以在这种状况下，国外很多声音唱衰中国，认为中国不改的话不可持续，要改的话，可能会把原来的矛盾激化。

2 中国经济增速下降更多是外部性、周期性问题

对症下药才能药到病除，到底中国经济增长从2010年以来持续下滑的真正原因是什么？是不是真的就是由于体制、机制、结构性的内部原因造成的？

当然中国作为一个转型中、发展中国家，各种体制、机制、结构性问题肯定是有。对于这些问题，我们要有定力，下定决心按照十八届三中全会的规划来改革。但是，实际上从2010年以来的经济增长速度下滑，更多的是外部性、周期性的问题。这个其实不难证明，因为在同一段时间里面，跟中国处于同一个发展阶段的其他新兴市场经济体也在下滑，而且下滑的幅度比中国大。

比如说金砖国家巴西、俄罗斯、印度等经济体从2010年以来也都出现了增长速度下滑，而且，下滑的幅度远远超过中国。这些新兴市场经济体基本上没有国有企业，也没有投资比重太高、消费不足的问题。同一段时间，他们增长的态势跟我国完全一样，而且降速更严重，必然是由于共同的外部性、周期性的因素引起的。

最能证明这一观点的是其他高收入高表现出口比重高的经济体，尤其是像东亚的新加坡、我国的台湾、韩国等的表现。照理说我国体制、机制、结构、增长模式的问题他们都没有，但它们的经济增长也在2010年以后持续下滑，而且下滑的幅度也都远比我国大。这些经济体在同一时间有相同的表现，因此下滑必然有外部性的因素和周期性的因素。

一个经济体每年的经济增长，基本上由三部分组成，出口、投资和消费。首先是出口。发达国家从2008年的经济危机以后还没有完全复苏，失业率高、家庭收入增长慢，而且危机的发生是因为家庭过度消费导致负债太多，家庭去杠杆，减少负债后造成消费进一步受到抑制。所以对发达国家的出口减少，这不只是中国的问题。

第二是投资。2008年经济危机爆发，每个国家和地区都采取了积极的财政政策启动投资，这些项目经过五六年都建好了，但国际经济还没有复苏，还在下行的轨道中，在这种情况下，如果没有新的项目投入，投资增长就必然会慢下来，每个国家每个经济体都是如此。

第三是消费。我国的消费状况还比较好，因为就业状况较好，家庭收入增长比较快，去年经济增长6.9%，但城乡居民收入增长7.4%，所以我们的消费增长维持在8%左右，使得我国经济增长好于其他经济体。

综上所述，我国不能说没有结构性的问题，也不能说没有体制机制问题的存在，但从2010年以来的经济增长速度下滑更重要的是外部性和周期性的影响。

判断这个问题的原因，不仅对解释过去的现象很重要，面对未来也很重要。

发达国家从2008年危机之后，为什么经济经过这么长的时间不复苏？因为发达国家危机爆发有结构性原因。

一般来讲，恢复正常增长，必须解决结构性的问题，但实际上美国、欧洲包括日本，必要的结构性改革都还没有推行。这些结构性改革在发达国家，是要降低工资、福利，金融机构去杠杆，政府减少赤字。

如果真的这样做了，这些国家的竞争力会增加，经济系统会稳定，从长期来看是好的，但是在政治上很难推行。原因在于目前发达国家失业率很高，虽然结构性改革对长期有利，但短期会降低消费和投资，经济增长会进一步下滑，失业率会进一步上升。这个问题已经困扰日本 25 年了，没有解决，推行了安倍经济学也没有解决，对于现在的发达国家，包括欧洲、美国，我认为可能未来五年、十年都很难解决。我们国内叫“新常态”，国际上对发达国家有一个词叫“新萎靡”（NewMalaise）和“新庸碌”（NewMediocre）。

3 扩大需求和结构性改革不矛盾

在这种状况下，如果在“十三五”期间要达到 6.5% 以上的增长目标，对外出口的增长是不可靠的，要实现今年政府工作报告以及“十三五”规划里面所提出的增长目标，需要更多的依靠内需的增长。能不能在适度扩大内需的情况下来进行结构性改革呢？

对这个问题，其实有不少机会。因为内需分为投资和消费，如果把投资和消费的关系想清楚，实际上是可以在维持总需求适当增长的时候，同时来进行结构性改革的。

过去有一个观点认为中国经济增长不可持续是因为我国的投资比重太高、消费比重太低，必须改投资拉动的增长为消费拉动的增长。

对于这一观点，我认为并不完全正确。第一方面，过去消费的比重占 GDP 为 40%，但 2015 年已经达到 66.4% 了，增加很多了，但并没有像有些学者所认为的把消费比重调整过来，经济就会好，相反经济下行压力反而更大。第二方面，消费当然很重要，是我们经济增长的目标。但是，消费增长的前提是家庭收入必须不断增长。家庭收入要不断增长的前提是劳动生产力的水平不断提高，后者要靠技术创新、产业不断升级，这些都需要投资来获得。所以，要保持内需的可持续增长，前提是要有能够提高生产力水平的有效投资的增长。

眼下在保持投资适度增长的情况下，有没有好的投资机会？其实这方面的机会很多，比如说我国现在有不少产业产能过剩，但这些产业都在中低端，可以往中高端升级，这方面的投资是补短板的投资；我国基础设施还有很多瓶颈，尤其是城市内部的基础设施，还有像环保也需要投资；城镇化方面，“十三五”规划提出到 2020 年达到城镇化率 60%，也就是平均每年城镇化要增加 0.8 个百分点，进城就需要基础设施、需要住房，这些都是好的投资机会。

在这些方面，短期投资是需求；从长期来讲，设施建成了以后，都是供给面，可提高劳动生产率、降低交易费用、改善生活环境。这些投资不是简单的凯恩斯主义的投资，都是超越凯恩斯主义的，是能够提高生产力的结构性改革的“补短板投资”。在经济下行时有好的投资机会是我国和发达国家最大的不同点之一。

有好的投资，那肯定要有资金。资金方面，其实我们的状况还是比其他国家更好，地方政府和中央政府加起来的负债占 GDP 不到 60%，其他发展中国家、发达国家普遍达到 100% 以上，日本达到 240%。

而且我国的积极财政政策，和发达国家的积极财政政策有本质上的差异。我国的基础设施很多是瓶颈的，这方面的投资会形成有效资产的，不像发达国家是挖个洞补个洞。

发达国家一般认为政府的财政赤字不应该超过 3%，我国作为发展中国家，只要财政政策的钱是用来补短板的，赤字率是可以超过 3% 的，而且它是一个资产，所以净负债不会超过 3%。今年政府工作报告把财政赤字提高到 3%，我个人认为在未来如果有必要的话，实际上是可以突破 3%。

我国主要的问题是，用地方政府投资平台借银行或影子银行的短债进行长期的基础设施投资，存在期限不配套的问题。财政部从去年发了 3.2 万亿的地方政府的公债来置换原来的地方债，将来这方面还有加大的空间。

除了财政的钱之外，还有民间储蓄高，占到 GDP 的 50%，可以用政府的钱来撬动民间的钱。投资需要有外汇来进口机器设备原材料等，我国有 3.3 万亿美元的储备，在世界居第一位。这是我国跟其

他发展中国家不同的地方，其他发展中国家也有好的投资机会，但是，一般发展中国家不是政府财政状况不好，或民间储蓄低、或外汇不足，在经济下行时，也就没有办法做。

如果政府的钱主要用来补基础设施、环境、城镇化的短板，那么，钢筋、水泥、平板玻璃、电解铝等产业的过剩产能就会少些，经济增长的速度也会快些，民间进行产业升级的积极性就会高。

如果有这些投资，就业就会增加。“十三五”规划中提出在未来五年达到 6400 万个就业机会，我认为保持一定的投资增长速度，就可以创造足够的就业。而且这些投资并不是“挖个洞补个洞”，而是能够提高生产率的补短板。生产率提高后，家庭收入就会增加，消费就会增加。投资和消费都增加了，即使在外需求不足的状况下，就像政府工作报告所说的我国经济“韧性强、潜力足、回旋余地大”，把这些可用的机会用好，“十三五”期间保持每年 6.5% 以上的增长目标是完全可以实现的，两个翻番目标也可以实现。

并且如果保持 6.5% 以上的经济增长速度，每年对全世界的增长贡献是 1 个百分点，现在世界经济的增长也就只有 3 个百分点，每年我国对世界经济增长的贡献还会在 30% 左右，中国还是世界经济增长的引擎。同时，这些投资也都是在补短板，和供给侧的结构性改革的目标是一致的，经济效率、质量会更高。并且，维持一个 6.5% 的中高速增长，也将为其他结构性改革提供一个良好的外部环境。所以，我认为结构性改革的目标也能够实现，中国的经济不仅会增长得快，而且中国经济的效益和质量也会不断地提高。

本文根据著名经济学家林毅夫在 2016 中国宏观经济（上海）论坛暨北京大学国家发展研究院中国经济观察报告会上演讲内容整理。来源新华思客

关于中国经济的几个时点判断

来源：华尔街见闻 (2016-04-05)

作者：任泽平 (国泰君安证券首席宏观分析师；曾担任国务院发展研究中心宏观经济研究部研究室副主任、科技部高新企业升级评审专家、中国投入产出学会副秘书长、中国人民大学经济研究所兼职研究员等)



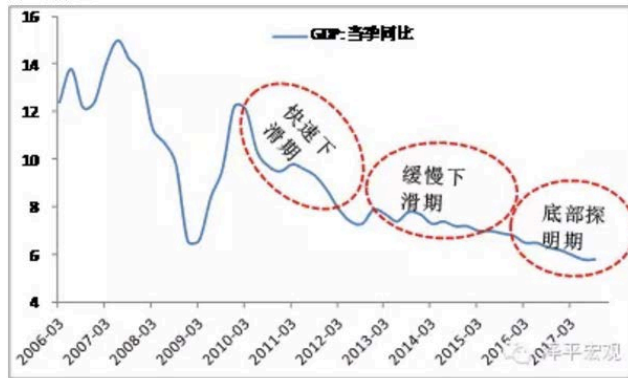
最近关于中国经济反弹还是反转、L 型还是 U 型、通胀会不会来、企业盈利能否改善、改革能否落地攻坚、A 股见底还是向上突破向下破位等产生了广泛的讨论和争议。由于统计数据存在很多“雷区”，转型期新情况新特征对传统“周期宏观”框架构成挑战，本文旨在“转型宏观”框架下，通过细致的数据处理，推演中国经济和资本市场未来。

1 未来经济 L 型、U 型、W 型还是硬着陆？

我们曾在 2015 年 4 月前后提出，随着房地产投资见底，中国经济增速换挡可能从快速下滑期步入缓慢探底期，未来 3 年经济 L 型。后来经济 L 型的判断成为主流看法，并被中央采纳。

近期市场对未来经济增速是 L 型、U 型、W 型还是硬着陆出现广泛分歧。由于政策微刺激、信贷超预期投放、房地产投资回升、企业补库等原因，经济出现小周期回升，有乐观观点甚至认为中国经济已经开启复苏；但是穆迪、标普将中国主权评级的展望由稳定调整至负面，认为未来中国政府和企业财务杠杆会恶化、经济增长过度依赖不可持续的信贷和投资，这将引发经济增长更大幅度下滑。

图1 经济L型



资料来源：WIND，国泰君安证券研究

图2 2014年以来房地产长周期拐点出现

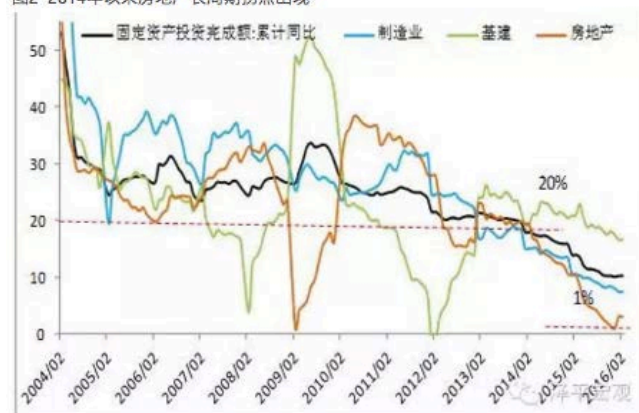


图3 2014年5月美元步入强势周期以来，主要经济体汇率兑美元贬值，人民币贬值幅度较小



资料来源：WIND，国泰君安证券研究

2014年房地产长周期拐点出现以后，中国经济增速经历了一轮快速下滑，但是宏观和微观数据明显背离且裂口不断张大。官方公布的GDP增速从2014年一季度到2015年四季度八个季度，分别为7.3%、7.4%、7.2%、7.2%、7.0%、7.0%、6.9%、6.8%。官方GDP增速基本不波动。

我们再来看一下微观数据：

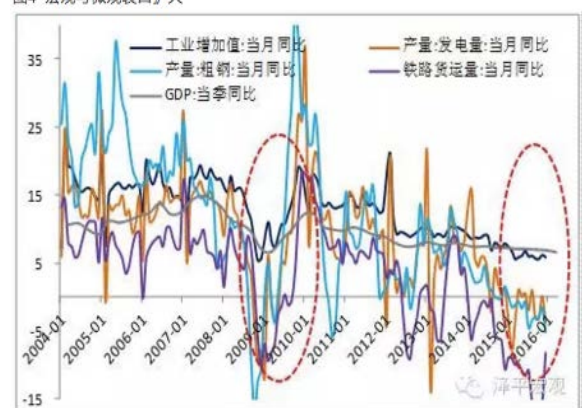
1) 2014年房地产长周期拐点出现以来，房地产投资从2014年初19.3%一口气跌到2015年12月份-1.9%（2015年全年增长1%），跌了20多个点，房地产投资占整个中国固定资产投资的一半。

2) 2014年5月美元走强以来，欧元、日元、新兴经济体货币兑美元普遍大幅贬值，人民币锚定美元成为世界第二大强势货币，出口受人民币高估影响大幅下滑。出口2014年全年6%的增长，2015年-2.8%，2016年1-2月累计-17.8%。

3) 2014年5月美元走强以来，大宗商品价格暴跌，企业去库，规上工业企业库存从7.4%降到2016年1-2月的0.7%。

4) 发电量、铁路货运量从正增长降到负增长。

图4 宏观与微观裂口扩大



资料来源：WIND，国泰君安证券研究

随着房地产投资、出口、库存等数据触底，我们倾向于认为中国经济增速换挡已进入L型的降幅收敛的底部探明期。需要说明的是：

第一，这种L型是指中国经济的真实运行情况，而非“注水”之后的官方统计数据。根据代表性工业产品产量拟合，当前中国经济真实的GDP增速可能在5%左右。我们在2014年7月曾提出“新5%比旧8%好”的预测，目前已经验证一半，“5%”已实现，能否实现“新5%”还需要观察改革推进及随后的红利释放。

第二，无论是对中国经济过于乐观的预测（比如中国经济即将U型周期复苏）还是过于悲观的预测（比如中国经济即将硬着陆或崩溃）可能都是错的，以中国目前的家底，再托底1-2年问题不大，

图5 商品房库存比：预测房价的可靠性指标

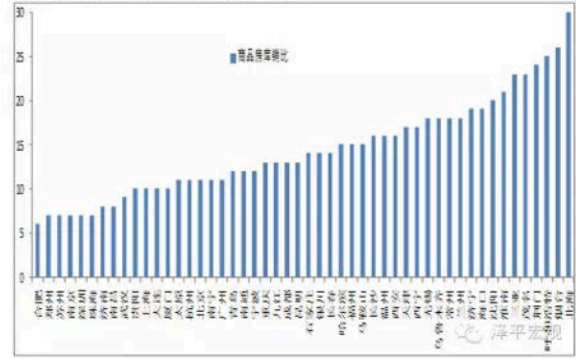
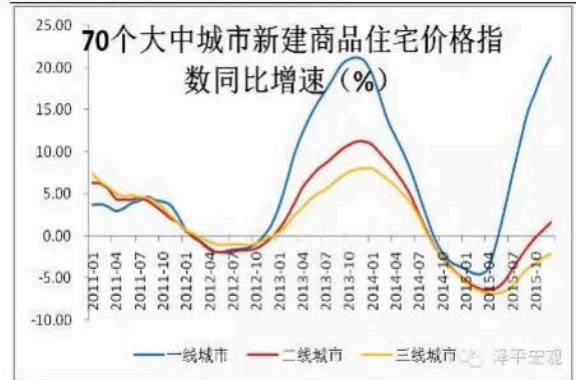


图6 2015年6月以来一线房价加速上涨，结构分化



资料来源：WIND，国泰君安证券研究

图7 2014年中国置业人群达到峰值

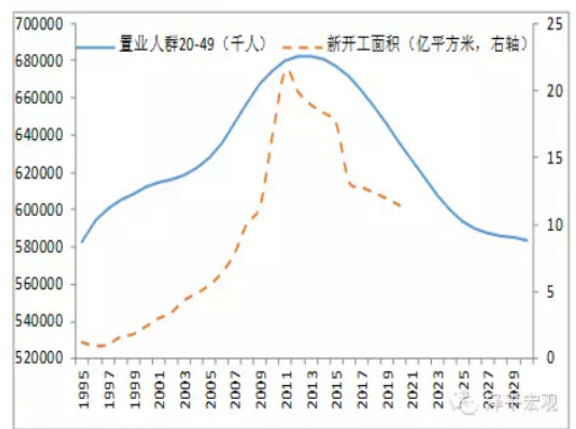
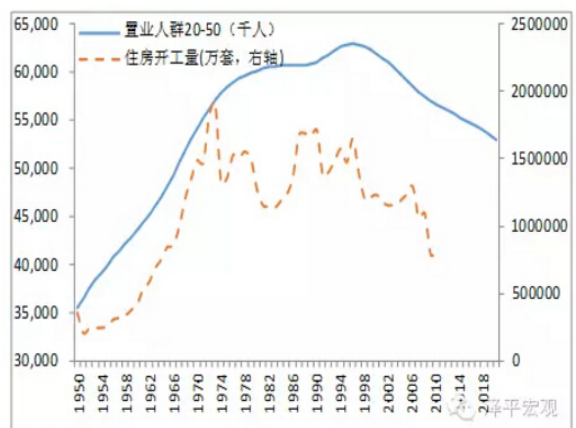


图8 1991年前后日本置业人群达到峰值



资料来源：WIND，国泰君安证券研究

同时，因为中国经济还未进行出清和去杠杆，尚不具备再出发的能力。

因此，未来3年经济更有可能是L型，中间会由于补库、微刺激、地产销量投资回升等引发小周期反弹，但谈U型反转还早，更接近于底部有小周期波动的W型。

在经济L型底部调整过程中，需要通过减税、放松管制、保护私人产权、鼓励创新、破旧立新等政策呵护，让企业和居民微观主体休养生息。

2 刺激房地产，经济能重回高增长吗？

我们曾在2014-2015年预测“未来十年一线房价翻一倍、三四线涨不动、房地产投资零增长”。由于货币超发和股市转熊资金涌出，深圳、上海等地房价提前9年完成了翻番的任务。

随着一线核心二线房地产销量价格回升，房地产开发增速从2015年12月的-1.9%回升到2016年1-2月的3%。市场有观点认为，在房地产刺激政策下，经济将重回高增长甚至U型复苏。

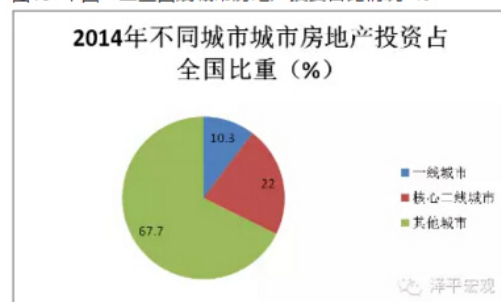
我们判断，依靠刺激房地产重回经济高增长的时代已经一去不复返了。房地产周期，短期看金融，长期看人口。2014年房地产长周期拐点出现。20-50岁买房人群开始出现净减少，曲线的右侧类似于1990年以后的日本，十次危机九次地产。

图9 中国人口流动情况



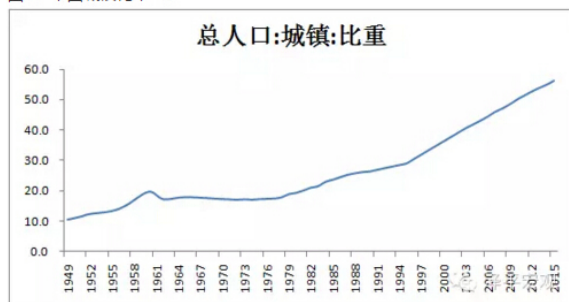
资料来源：WIND，国泰君安证券研究

图10 中国一二三四线城市房地产投资占比情况 %



城镇户均已经1套,总量放缓、结构分化,除了人口继续流入的一线核心二线城市房地产还有需求之外,绝大部分三四线城市住房已经饱和,而且库存高企,库销比高,人口流入放缓甚至净流出。

图11 中国城镇化率 %



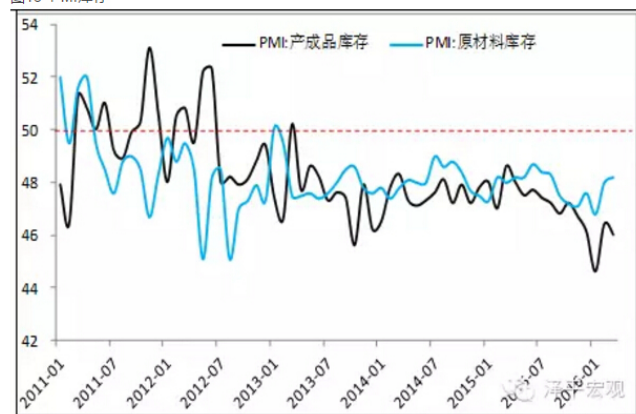
数据来源：国家统计局，WIND资讯，国泰君安证券研究

1978年城镇化率仅17.9%，2015年城镇化率已经达到56.1%，考虑到全国农民工总量27747万人，很多是夫妇在城里打工，子女和老人在农村留守，按照家庭而非常住人口统计的中国城镇化率可能已经超过60%，未来城镇化进程将放缓，未来核心是解决农民工市民化和公共服务供给的问题。

图12 存货波动



图13 PMI库存



企业补库和去库行为主要受需求预期和通胀预期驱动。存货变动是导致市场经济国家短期经济波动的主要原因，企业为了平滑生产销售的季节性波动、规避原材料价格上涨风险以及在价格波动中获利，均需要进行存货调整，它是企业在市场竞争中的自主行为。正确看待存货变动现象，加强对我国库存调整周期特点及其影响机制的研究和认识，并对受通胀预期和增长预期推动的两种库存增加要有所区别，有助于精准研判宏观经济形势。

2016年初以来，受美元指数走软、大宗反弹、中国信贷投放超预期、房地产销量投资反弹、供给侧改革、去库进入尾声、春季开工等带动，市场对新一轮补库周期预期较高。3月PMI购进价格指数

中国一线核心二线城市房地产投资占比20%-30%，三四线占房地产投资的70%-80%，在一二线销售和土地购置回暖、三四线库面临漫长去库压力的背景下，未来房地产投资增速有望小周期反弹到5%左右，但不可能重回10%以上的高增长时代。

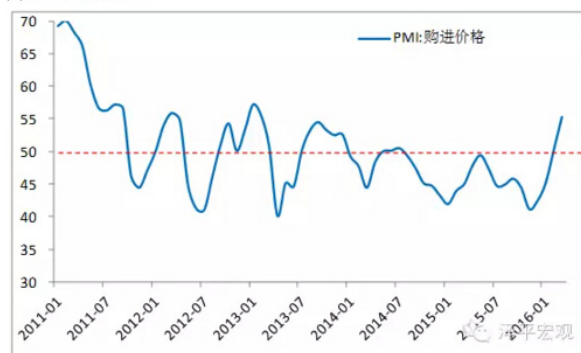
1978年城镇化率仅17.9%，2015年城镇化率已经达到56.1%，考虑到全国农民工总量27747万人，很多是夫妇在城里打工，子女和老人在农村留守，按照家庭而非常住人口统计的中国城镇化率可能已经超过60%，未来城镇化进程将放缓，未来核心是解决农民工市民化和公共服务供给的问题。

近期随着一二线房地产调控新政出台，一二线房地产销量和价格有望从快速上涨步入缓慢上涨阶段，预计2季度前后将看到此轮房地产投资回升至5%左右之后见顶。

3 此轮补库周期能走多远？

存货在微观上是连接企业生产与市场需求之间的缓冲带，在宏观上是连接生产侧和需求侧经济增长形势的平衡项。存货变动可能是企业基于预期的主动调整，也可能是由于判断失当而造成的被动积累。一轮完整的补库去库周期平均3年左右，但是自2010年经济增速换挡以来，在经济长期趋势性放缓压力下，存货周期形态发生改变，“去库长、补库短”，补库周期的高度越来越低，库存对经济波动的影响越来越微弱，逐步让位于人口周期、房地产周期、产能周期等势大力沉的长周期。因此，可以得出一个基本结论，在人口、地产、产能等决定经济潜在增长率的长周期性力量不变时，存货短周期调整对经济波动影响较大，比如1992-2010；但是，一旦长周期趋势性力量启动，存货短周期调整对经济波动的影响趋弱，比如2010-2016年。

图14 PMI购进价格



资料来源：WIND，国泰君安证券研究

数反弹到 55.3，比上月大幅回升 5.1 个百分点，螺纹钢、铁矿石等价格大幅反弹。PMI 原材料库存指数反弹到 48.2，比上月回升 0.2 个百分点。

未来企业补库活动主要是受通胀预期和周期回升预期推动。考虑到近期经济回升主要是经济 L 型大背景下的小周期回升，缺乏足够需求配合的企业库存增加及其带来的生产活动不具有可持续性。

根据历史经验，企业库存调整周期大约为 2~4 个季度。由于当前库存水平处在历史底部，如果从 2016 年初算起，补库周期有望延续到 3 季度前后。2010 年增速换挡以来，补库周期越来越弱，高度一波比一波低，预计此次补库周期可能是过去十年最弱的一次，一线房市调控、两会后传统行业复工、过剩产能恢复生产等将制约此轮补库周期的高度。

用市场化思维和手段去杠杆

——兼谈对债转股手段的运用

来源：共识网（2016-03-30）

作者：吴晓灵（全国人大常委会、财经委副主任委员，清华大学五道口金融学院院长）

高企的债务率和银行不良资产的上升既制约着实体经济的发展，又加大了金融风险，于是用债转股的方式去杠杆受到了决策层和市场的关注并写入政府工作报告。

我想就怎样通过市场化的方式用债转股的手段去杠杆，谈几点看法：

1 债转股的宏观思维与微观视角

中国企业债务率高于发达国家，从宏观层面讲是中国以银行融资为主的金融体制决定的，因而解决中国企业债务率高的问题根本出路是发展多层次的股本融资渠道，让企业能有效地平衡自我的资本、债务结构。

从微观层面看，降低单个企业的债务率是一个财务结构和公司治理结构的问题。当一个企业债务水平过高陷入经营困境时会形成不良债权，如何处置不良债权、是否需要将不良债权转化为股权应是债权人利益最大化考量后的结果。

债权人将债权转化为股权或者是为了优化企业的股权结构改善企业经营，以减缓当期的利息收入换取未来企业价值提升的结果，或者是为了获取企业重组中的更大话语权，最大限度地减少财务损失。债转股无论是哪种情况，对于被处置企业而言都不是免费的午餐，都是以出让控制权为代价换取重生或平稳的市场退出。

上个世纪末亚洲金融危机后中国政府为了处置巨额的银行不良资产和某些国有企业全负债经营的问题曾成立了四大资产管理公司剥离了银行的不良债权和对一些企业实行了债转股。这些措施迅速改善了国有银行和国有企业的经营状况，但也让财政担负了相应的债务和相当的损失。由于当时的债务重组是在国有企业与国有银行之间进行，最终都体现为财政的损失，因而银行对于债转股的企业，一是不参与经营管理，二是银行股权退出时没有按企业市价转换。因而留下了债转股是减轻债务负担

的印象,是一个不需回报的“免费午餐”,这是对债权人利益的巨大损害,也是对市场规则的一种破坏。

目前中国主要的银行都已是上市公司,银行不仅要对国有股东负责,更要对资本市场的中外股东负责,所有重大事项要对外披露,因而当前的债转股如果涉及到银行债务必须用市场化的方式处置,坚持公平交易的原则。

2 用市场化方式实现银行债转股

间接金融为主的金融体制决定了中国债转股的主体是银行债权问题。

亚洲金融危机之前中国政府财力有限,资本市场刚刚起步,因而出现了许多无本经营、全负债运行的国有企业,这些企业成为银行债转股的主要对象。四大资产管理公司共接收银行不良资产 13939 亿元,资金来源为资产管理公司向对口商业银行发行的金融债券 5200 亿元(财政提供担保)和央行再贷款 5739 亿元。其中,国务院批准原国家经贸委推荐规模内债转股企业 580 户、债转股金额 4050 亿元。

当前国有企业规模和实力有了极大的增长。截至 2014 年末,全国国有及国有控股企业(不含金融类企业)共有 15.5 万户,资产总额 102.1 万亿元,净资产 35.6 万亿元,其中国资委监管的中央企业资产总额 38.7 万亿元,净资产 14.3 万亿元。国有企业改革已进一步深化,对于有市场发展前景只是短期有流动性问题或因为行业周期暂时陷于困境的企业,如果有国家需要控制的,可以通过国有企业经营公司进行资本配置,不需要国家采取负债措施为这些企业注资。对于国家不需要控制的企业完全可以通过在债权银行的主导下利用社会资金进行债转股。目前中国市场最大的问题是大量资本缺乏有效的投资标的,如果由银行通过其投资的资产管理公司设立股权投资基金,对标的企业进行股权投资同时归还银行贷款,一能缓解企业的当期财务负担;二能由银行和投资基金对标的企业的治理结构、经营管理进行优化,产能进行整合,从而提升企业的发展能力和市场价值。

让银行通过股权基金的方式实行债转股可以减少债转股的道德风险,企业知道进入债转股程序首先放弃的是经营权和重组主导权,就不会形成争当债转股企业的局面。

3 在债转股工作中规范金融业的综合经营

同一金融机构以不同方式介入银行、证券、保险、证券投资基金信托等业务已成为现实,但以中国目前的金融法治环境应实行法人分业、集团综合的综合经营模式。

(一)规范商业银行行为

让银行对有问题贷款的企业实行债转股没有法律障碍。《商业银行法》不允许银行投资非金融企业和不允许持有非自用不动产,但并不禁止银行被动地持有非金融企业股权,《商业银行资本管理办法》对被动持有股权有资本占用的规定,银行被动持有的股权,两年内风险权重为 400%,两年后是 1250%,商业银行可以自主权衡资本的占用布局和资产风险权重的取舍。

如果银行想对非金融企业长期持股降低企业债务率,应通过设立独立的投资机构运作。独立法人的投资公司会消耗银行过多的资本,对银行来讲是不经济的,因而更好的办法是由银行设立资产管理公司,发起设立股权投资基金,运用社会资金完成对非金融企业的股权投资。

银行设立独立法人的投资公司或资产管理公司有法律上的障碍,《商业银行法》规定除国务院另有规定外商业银行不得投资非银行金融机构。短期可以通过国务院授权方式解决这一问题,长期应加快立法。《商业银行法》修法已进入人大常委会五年修法计划。清华大学国家金融研究院已用一年多的时间集业界学界之力起草了《商业银行法》修法建议稿——《银行业法》,草案对银行投资非银行金融机构、持牌经营证券、信托、保险作了规范。此草案以人大代表的名义向全国人大提出建议,希望国务院修法时参照。我们应加快《商业银行法》修法进程,从法律上确立银行通过集团公司方法进行综合经营的模式。

(二)规范资产管理公司行为

对于现有的四大资产管理公司和十五家地方资产管理公司介入企业债转股业务,也应秉承市场化的原则。如果资产管理公司直接持有企业股权,应占用他们的资本金。如果资产管理公司的资本金不

足以满足持股的需要，他们也可以发起股权投资基金，以更好地发挥其业务专长。在财政资金日趋紧张的情势下，财政不宜再用国家信用为政府资产管理公司融资，撬动社会资金参与债转股业务是金融机构的功能所在。

为了更好地用市场机制处置银行不良资产，国家应放开打包处置银行不良资产仅限于政府资产管理公司的限制，市场主体多了才能让银行与不良资产买方处于平等交易的地位，充分挖掘不良资产的价值。至于担心打包出售不良资产的道德风险问题，只有采取公开、透明的办法用阳光政策加以解决。在利益面前政府出资的资产管理公司也不能保证洁身自好，也需要阳光化的市场约束。

4 结束语：

债转股是市场化、法制化去杠杆的工具之一，但一定要切实贯彻市场化原则，即充分尊重债权人、投资人(股东)的自主意愿，切忌拉郎配和指标分配。用好了这一市场工具可以换来一个健康的发展机制，优化中国的经济结构，用不好会成为逃废债的盛宴，寻租设租的新工具！

(此文系作者为《清华金融评论》撰写的特稿)

论中国经济的“非常态”

来源：共识网(2016-04-05)

作者：张军(复旦发展研究院副院长，复旦大学经济学院院长，复旦大学中国经济研究中心主任)

如果摆脱了目前的“非常态”，中国经济是有望实现中高速增长。而悲观论者之所以悲观，无非是把这个“非常态”当成了新常态。未来 10 年中高速的增长是可能的，因为中国经济的潜在增长率还很高，毕竟中国经济还没有完成劳动生产率水平向高收入国家收敛的过程。

对中国经济来说，产出增长率这几年连续降速已是不争现象，特别 2012 年以来，GDP 增长率连续在 7.5%左右徘徊。2015 年，中国政府预设的增长率目标仅为 7%左右。从目前大多数专业人士和中国政府智囊的言论来看，这个 7%左右、甚至更低的增长率是不得不接受的现实。

根据他们的判断，中国经济已经告别了高速增长的阶段，进入了一个中低速增长的“新常态”。值得注意的是，在新常态的官方表述中，并没有提到低速增长，而是把新常态表述成了从高速增长转入中高速增长的阶段。

近年增长率徘徊在 7%左右，为什么会被更多人视作新常态的标志呢？一个颇有说服力的解释是，连续两年的中低速增长是在中国政府维持较大信贷刺激的情况下实现的。的确，这两年信贷增长接近于实际 GDP 增长率两倍，社会融资规模的增长速度也是如此。

信贷扩张在加速的同时，GDP 的增长却在减速。换句话说，即使中国没有放弃对经济的刺激手段，GDP 增长率却并没有显著提高，反有进一步的下降趋势。因此，人们觉得大概可以说明，中国经济很可能已经进入中低速增长的阶段。

如果未来中国经济徘徊在 7%甚至更低，那必然意味着其潜在增长率已经下降到这一水平。但信贷扩张与 GDP 增长的脱节现象，真是中国经济潜在增长率陡降的证据吗？

回顾一下，在 2002 年-2011 这个十年，中国经济实现的年度平均增长率达到 10.2%，怎么可能在随后的两年就突然降至 7%左右了呢？如果以经济学家的职业眼光来看待经济降速现象，潜在增长率的剧烈变化大概只有在经济受到剧烈冲击和震荡的情况下才有可能——正常情况下，潜在增长率的减速是经济发展和结构变化的自然调整和收敛现象。

当然，对于经济体而言，来自需求和供给方面的大大小小的冲击总是不断。从日本和东亚经济的经验来看，在给定的发展阶段上，潜在增长率的下降幅度的确比理论预测的幅度更大一些。但是对于

断崖式的增长降速现象，只有日本在上世纪 70 年代初发生过。

不过，关于日本经济的增长失速，现有的研究所能给出的解释也大都集中在外部冲击（石油危机和尼克松冲击）以及国内劳动力市场政策的激进调整（反城市化政策）。所以，笔者认为假如没有强烈冲击，潜在增长率的递减应是渐进的和自然的。

那么，中国经济这几年的增长降速，是否真是潜在增长率骤降的结果？我深表怀疑，也没有看到显而易见的证据。尽管经历了 2008 年全球危机，相对于其他新兴市场经济国家，中国经济所遭遇的外部冲击依然较小。

除了外部冲击之外，对于三年前还能围绕 10% 的平均增长率实现增长的中国经济而言，潜在增长率突然降至现在水平的原因，显然也不可能来自那些结构性的因素。很多经济学家用来支持中国经济当前降速现象的基本证据之一，来自人口结构的转变和劳动力增长的减慢。

但笔者认为这一做法并不可取，人口红利的减退解释潜在增长率的递减符合收敛规律的，但它对于中国经济巨大降幅并没有解释力。其实，对于落后的经济体而言，潜在增长率的变化趋势之所以会符合收敛规律，就是因为人口红利会随着经济发展和结构变化而减退。所以应该说，基于人口红利的解释基本上是无关系的。

那么，如果潜在增长率短期里没有大幅度的下降，中国经济这两年实现的增长率为什么这么低？既然信贷和全社会融资的增长率并不低，那为什么 GDP 的增长率就不能更高？要回答这个问题，最好从信贷扩张与 GDP 增长的“脱节”这一现象入手。

所谓“脱节”，是指信贷或债务的增长越来越快于 GDP 的增长。从统计上看，这一脱节现象是从 2008 年底之后开始的，而在这之前，信贷的增长略高于 GDP 的增长，但保持了与 GDP 增长的同步趋势。

但是在 2008 年年底之后，GDP 的增长转变为下降趋势，而信贷却转为加速增长的趋势，每年有占 GDP 大约 35% 的信贷增加，导致了信贷总量占 GDP 的比重从 2008 年的不足 150% 迅速提高到 250% 的水平，也就是说信贷效率迅速恶化。

这个现象是怎么产生的呢？首先当然跟中国政府实施的“4 万亿”刺激计划有关系——众所周知，配合三年 4 万亿财政支出的是超过 14 万亿的信贷投放。但问题远不至于此。当中国政府在 2009 年底因发现投资过热而转向骤然收缩政策和启动宏观调控时，大量在建投资项目（特别是地方政府的基础设施和房地产开发项目）被叫停，GDP 的增长率应声跌下。

看上去宏观调控成功了，但故事并没有到此结束，虽然项目叫停了，隐含的债务增长并没有停止。各类债务和每年因债务而产生的利息依然在滚动中。

据加州大学圣地亚哥分校史宗瀚 (Victor Shih) 教授的测算，2010 年，全部债务产生的利息占当年名义 GDP 增量的 80% 强，而到 2012 年就接近于当年名义 GDP 的增量，到 2013 年，全部债务产生的利息甚至超过当年名义 GDP 的增量，达到后者的 140%。

根据他的估计，到 2014 年，这些债务产生的利息几乎约等于当年名义 GDP 增量的两倍。宏观调控之后，GDP 的增长率虽然应声回落，但政府并没有承认、也没有及时着手处置因调控而产生的不良债务，使得如此庞大的债务和派生的利息得以不断滚动。

结果就是，在 GDP 增长率显著下降的背景下，依有巨大的流动性需求以确保债务链条不至于断裂。这大概可以解释 2008 年后信贷扩张与 GDP 增长的脱节现象。

这几年来，因 2008 年-2010 年激进的信贷扩张而形成的庞大不良债务，一方面困扰了地方政府的公共资本支出能力，另一方面也严重影响了私人部门的生产性投资需求。对楼市的严厉调控，也使房地产的开发商和包括钢铁在内的相关产业背负了沉重的债务负担，可谓度日如年。

为了使隐含的不良债务能够继续滚动下去，面对这么大的流动性需求，即使银行愿意继续为债务人提供新增的贷款，但债务和利息的不断增长想必也会使得越来越多的新增贷款主要用于偿还债务（主要可能是偿还利息）而不是去为新的投资项目提供资金。

看上去前几年的信贷增长并不慢，但 GDP 的增速却不改下降的趋势，于是人们总是好奇地发问：

钱到底去哪了?简单地说,钱去滚动债务去了。

中国较高的储蓄率水平,确保了其无需从境外输入流动性或者通过超发货币来解决巨大的流动性需求,但债务和利息的快速增长却严重困扰和拖累了当前中国经济,这应是不争的事实。

不仅如此,一旦债务规模达到一定的阈值,银行就会开始改变策略,全面惜贷,不再愿意再为债务人提供贷款,于是来自债务人方面的大量的流动性需求不得不转向影子银行,并因此不断推高影子银行的实际利率。

这也导致固定资产投资和 GDP 增长虽然不断降速,但商业性融资的成本却居高不下。而商业性融资成本持续上升,对于有效需求受到抑制的中国经济无疑更是雪上加霜。

很难相信当下经济的这个局面就是中国经济的“新常态”,原本就是“非常态”。中国经济从超常增长转入中高速增长是自然的和必然的,而且认真研究东亚经济上世纪 60-90 年代的增长轨迹和结构变化的趋势,就会懂得中国经济的中高速增长持续 10 年是很有可能的。但当前的经济因为债务拖累、更因为没有及时处置债务而变得无法回到正常的增长轨道。

如何才能尽快把中国经济拉回到正常增长轨道?我还是坚持这两年的看法,解决债务拖累至关重要。解决债务拖累,把利率降下来当然是首当其冲的。降低利率不仅有助于减轻债务的利息负担,而且也有助于名义 GDP 的增长。

除此之外,考虑到大多数隐形的不良债务发生在银行与地方政府和国有企业之间,那就应该考虑对银行债务进行大量的核销(write-off)。用于核销债务的钱可以通过中央政府发行债券来筹得(最近的好消息是,财政部巧妙地设计出一种债务置换的方案,把商业银行对地方政府的债权置换为商业银行或央行购买的地方债券,只是置换的存量还不够大)。

这样做是可行的,因为中央政府的债务规模相对较小,债务-GDP 比重也只有 20%左右,是一个非常有利的财政条件——去年(此处指 2014 年——编者)10 月的最后一天,我在刘鸿儒基金会和上海金融与法律研究院的年会上说,中国经济要解开债务死结,相对于货币政策,财政政策应该更积极才对,也就是在表达这层意思。

我当然也同意史宗翰教授的说法,更主要的还是要压缩未来债务的增长,不然核销了存量也没有用。压缩未来银行债务的增长,要靠资本市场改革和改变地方政府平台融资主导的方式来实现的,而这个问题是已在改革的议事日程之上。

如果摆脱了目前的“非常态”,中国经济是有望实现中高速增长的。而悲观论者之所以悲观,无非是把这个“非常态”当成了新常态。未来 10 年中高速的增长是可能的,因为中国经济的潜在增长率还很高,毕竟中国经济还没有完成劳动生产率水平向高收入国家收敛的过程,也没有完成经济结构现代化的转变。技术创新和工业升级的过程更是刚刚开启。

在这种情况下,投资需求在未来不可能不保持较快增长,人均资本水平的提高是必然的。从其他成功实现经济发展的国家的经验来看,在公共性投资和生产性投资领域的需求增长的同时,私人部门的投资机会今后越来越不给定。

这意味着,在未来的经济发展中,企业家扮演的角色就变得越来越重要,换句话说,更多的投资机会是要由企业家在市场上捕捉到的。但说到底,在不确定的条件下寻找和发现投资机会,这本来就是企业家的事,又跟经济学家何干?经济学家何必纠结于“未来确定的投资机会在哪”之类的问题?

新闻快讯

IMF：中国利空情绪将越来越多地

向全球股市扩散

来源： 华尔街日报中文网络版 (2016-04-05)

作者： William Mauldin

国际货币基金组织(International Monetary Fund, 简称 IMF)周一称, 围绕以中国为首的主要新兴市场的相关担忧情绪越来越可能向金融市场扩散, 导致美国和其他发达国家股市表现不佳。

据 IMF 估算, 自 2008 年金融危机以来, 主要新兴市场股市对发达经济体的溢出效应增加了 28%。2015 年, 所有国家的股市走势很大程度上受到了其他国家股市的影响, 相关度高达 80%, 高于 1995 年时的 50%。

中国金融系统与美国等发达经济体的直接关联相对较小, 不如美国和日本这些大型发达经济体之间的银行和金融关系那么紧密。。此外, 出口在美国经济中的占比相对较小, 所以围绕中国经济健康状况的担忧应该不会影响到大多数美国企业的前景。

不过 IMF 发现, 中国似乎具有通过发布经济消息和相关数据引发其他国家市场波动的特殊能力。在全球经济增长脆弱的情况下, 中国这个世界第二大经济体的波折变化对华尔街的重要意义似乎超过了美国经济本身。

IMF 货币和资本市场主管杰罗斯(Gaston Gelos)称, 就经济状况影响其他地区市场的消息而言, IMF 目前确实认为中国是独特的。杰罗斯是周一发布的全球金融市场稳定性报告的负责人。

发达国家和发展中国家之间市场的相互影响似乎正在增强。报告指出, 有些时候, 这种相互影响之间存在基本关联, 比方说, 当中国工业巨头股价大跌时, 大宗商品生产商的股价也随之下跌。

IMF 认为, 更加紧密的贸易关系和市场一体化程度加强这两种全球趋势促成了股市溢出效应, 尤其是新兴经济体与发达经济体股市之间的溢出效应。

杰罗斯称, 未来几年, 中国对新兴市场的溢出效应将增强。

另一个新兴趋势是, 国际共同基金的大量出现, 这些共同基金允许发达国家投资者投资发展中市场并在不利时期赎回全球资产组合中的股票。他还表示, 需要对共同基金及其应对股市震荡的弹性进行更好的监管。

不过, 这并没有说明所有相互影响的原因, 其中有些影响来自数百万名个人投资者做出的日常决定。IMF 在报告中称, 后危机时期的溢出效应增强不可能由所涉及的各种变量作出充分解释。

亚洲开发银行预计中国今年经济增速为 6.5%

来源： 华尔街日报中文网络版 (2016-03-30)

作者： Mark Magnier

亚洲开发银行(简称 ADB)发布的一份年度经济展望称, 在亚太地区增长放缓之际, 今年中国的经济增速将位于中国政府所设目标区间的下限, 明年的增速还将进一步回落。

该机构预计, 今年中国的经济增速将为 6.5%, 2017 年为 6.3%。中国政府在本月初召开的全国人大会议上为今年设定的增长目标为 6.5%-7%, 未来五年的平均增速为 6.5%, 很多经济学家认为, 这一增长水平只能通过过度的货币和财政刺激措施来实现。

ADB 表示, 受中国增长放缓以及主要工业国家复苏乏力的拖累, 预计亚洲地区今明两年的增长速

度将为 5.7%，低于 2015 年的 5.9%。

ADB 经济学家魏尚进在一份报告中称，中国增长放缓以及全球经济复苏不均衡，这些因素正在抑制亚洲的整体增长。

ADB 表示，中国这个全球第二大经济体将继续应对产能过剩的问题并需要继续推进结构性改革。

ADB 称，中国的投资活动大幅放缓，尤其是在房地产领域和其它资本密集型产业，这将继续对经济增长造成压力，尽管政府加大基础设施及环保相关投资的支出可部分抵消该影响。ADB 还表示，预计消费增长将保持稳健。

ADB 表示，亚洲地区国家应推出更多改进生产力的改革，加大对所需基础设施的投资，以及进行良好的宏观经济管理来提高增长潜力，使其自身免受全球经济不稳的影响。

该行表示，预计印度仍将是亚洲地区经济增长速度最快的主要经济体之一，2016 年和 2017 年经济增速分别有望达到 7.4% 和 7.8%。受强劲的公共投资提振，印度经济 2015 年增长 7.6%。

ADB 还称，今明两年东南亚地区经济增速预计分别升至 4.5% 和 4.8%，2015 年该地区经济增长 4.4%，其中印尼经济增长更快。印尼正加大对基础设施的投资，并且调整其政策以鼓励私营投资。

该行表示，由于全球大宗商品价格依然疲软，预计今年亚洲地区通胀将维持低位，2017 年或小幅上升。这一地区还将受到全球市场对出口商品的低迷需求以及美国联邦储备委员会（简称：美联储）可能加息这一前景的影响。

ADB 表示，亚洲经济增长仍可能不及预期。该行提醒，投资者避险情绪的显著升温，全球市场的动荡加大，以及中国经济出现较预期更大幅度的回落，这些都可能进一步弱化全球经济前景，并直接冲击亚洲地区的出口和经济增长。

中国一季度 GDP 环比增 1.1%， 为有官方统计以来最低

来源：华尔街日报中文网络版(2016-04-18)

作者：Olivia Guo

中国国家统计局周六公布的数据显示，今年第一季度国内生产总值(GDP)环比增长 1.1%，创该数据有官方统计以来最低。

据 wind 统计，上述 1.1% 增速为 2011 年初统计局开始公布环比数据以来的最低值。

国家统计局同时修正了 2015 年季度 GDP 环比增长率：将第一季度 GDP 季率从此前 1.3% 上调至 1.4%，第二季度从 1.9% 下修至 1.8%，第三季度维持在 1.8% 不变，第四季度则从 1.6% 下修至 1.5%。

中国经济正面临较大下行压力。国家统计局上周五刚刚公布，2016 年第一季度 GDP 较上年同期增长 6.7%，低于上季度 6.8% 的增速，也是 2009 年全球金融危机高峰以来的最慢季度增速。

中国政府设定的今年 GDP 增长目标为 6.5%-7%。2015 年中国经济增长 6.9%，为 25 年来最低年度增速。

中国经济改革举措暂时缓解 全球经济相关担忧

来源：华尔街日报中文网络版(2016-04-18)

作者：Ian Talley; Lingling Wei

全球财长和央行行长今年伊始曾担心中国经济放缓会导致全球经济陷入又一场大危机，而现在他们稍微松了一口气。

近日在美国华盛顿出席会议的全球财长和央行行长等高级官员表示，中国政府稳定经济的努力暂时缓解了全球对该国经济增长的担忧。中国是全球第二大经济体。

国际货币基金组织(International Monetary Fund, 简称 IMF) 总裁拉加德(Christine Lagarde) 称，担忧程度已经降低。

不过 IMF 官员警告称，中国政府可能再度过于依赖信贷扩张来刺激经济，以牺牲未来增长为现在赢得时间，这可能会在今后造成其他问题。

在周日结束的 IMF 与世界银行(World Bank) 华盛顿会议期间，官员们对中国政府最近稳增长的努力表示赞许，并指出全球市场已趋于稳定。

墨西哥财长比德加赖(Luis Videgaray) 在接受采访时称，目前外界对中国的信心增强许多，认为中国有能力将需求维持在可以促进经济增长的水平。

美国财政部长雅各布·卢(Jacob Lew) 称，中国全国人大会议上个月公布的一系列新政策解决了一些核心问题，其中包括应对经济中的过剩产能这一颇具挑战性的问题。

卢对记者表示，从广泛意义上讲，已公布的政策非常重要，市场也普遍期待这些政策能尽快得到有效实施。

中国财政部长楼继伟在接受访问时为中国的努力辩称道，中国已经在纠正经济体系中的“重大扭曲”方面取得了进展。他特别提到旨在限制地方政府预算外融资的措施、为企业简化行政手续的尝试，以及让市场在农产品及其他商品定价方面发挥更大作用的举动。

楼继伟说，外界看中国时，总是认为改革的进展不如预期那样快，但是他们不知道，中国经济体系中的扭曲是根深蒂固的。

IMF 上周将中国今年经济增长预期调高了 0.2 个百分点，至 6.5%，原因是服务业加速增长，弥补了制造业下滑的不足。但 IMF 称，中国刺激产出和改革经济的计划仍不足以解决长期增长问题。

IMF 官员认为，中国政府的大部分经济刺激措施可能以加快信贷增长的形式展开，尤其是对效率低下行业的扶持。他们称，相比增长的数量，IMF 更看重增长的质量。

中国发改委：今年 CPI 涨幅不会过大 房价将保持明显上涨态势

来源：路透中文网(2016-04-05)

作者：Reuters, Jason Lee

中国国家发展改革委价格监测中心周二发布报告称,经济还处于探底阶段,经济增长将继续稳中放缓,居民消费价格(CPI)涨幅不会过大;不过总体上看 2016 年中国价格变化总体形势好于去年。

中国证券报刊登报告全文并称,预计全年房地产价格将保持明显上涨的态势,涨幅将超过去年,但由于各地库存、新增供给、购买能力等情况不同,不同区域价格将呈现明显的分化走势。

汇率方面,在全球经济增速疲软,美元升值预期以及中国对外贸易下降等因素的影响下,2016 年人民币汇率总体呈现小幅向下走势,汇率波动的频率和幅度将会有所加大,但不存在持续大幅度贬值基础。

“总体上看,2016 年我国价格变化总体形势好于去年,主要表现是 CPI 涨幅略有扩大、PPI(工业生产者出厂价格指数)降幅有所减小、通缩压力减轻,”发改委称,“但是价格下降的累计幅度仍在增加,价格下降的商品范围仍在拓展,价格运行的不确定性和波动加大。”

发改委表示,这种价格运行格局对企业生产经营和经济运行的负面影响有可能继续扩大,主要是企业停工、停产、倒闭的压力增大,企业利润增长和普通劳动者收入增长更加困难;同时,价格运行的不确定性和波动性将使价格调控的难度加大,产生的风险概率增加。

“既要看到价格运行好的一面,也要看到价格运行中潜在的问题和风险,特别是对当前价格运行中的潜在问题和风险要高度关注,”报告称。

1 CPI 低位温和上涨, PPI 降幅缩小

发改委报告指出,国内经济还处于探底阶段,加上国内经济正处于结构调整的关键时期,受去产能、去库存的任务重、压力大等因素影响,经济增长将继续稳中放缓,居民消费价格涨幅不会过大。

同时,今年国际大宗商品价格可能继续低位震荡运行,价格水平总体将低于去年,也将一定程度上抑制国内价格涨幅。

但另一方面,国内货币环境宽松,保增长、去产能的政策环境,以及食品、服务、居住等生活必需品价格的刚性上涨仍将推动 CPI 温和上涨。

“再考虑到今年居民消费价格翘尾影响大于去年,因此判断今年居民消费价格仍将保持温和上涨态势,涨幅将略高于去年,”发改委称。

PPI 方面,截至 2016 年 2 月,PPI 同比已连续 48 个月下跌,累计跌幅 12.7%。报告指出,2016 年 PPI 仍将保持下降走势,但降幅将有所减小,一些品种受市场预期、季节性变化、地缘政治等因素影响短期内也会出现一定程度的反弹。

2015 年 1-4 季度 GDP 平减指数同比分别下降 0.39%、0.04%、0.66%和 0.73%,全年下跌 0.45%。以 GDP 平减指数为衡量标准的通货紧缩格局已经出现。

发改委指出,由于供求矛盾短期内难以缓解,钢铁、煤炭、建材等行业产能过剩仍较为突出,去产能需要较长一段时间,预计第二产业平减指数将继续下降,但降幅有所减小;受房地产价格、劳动力成本、物流费用和服务价格上涨的影响,预计第三产业平减指数仍将明显上涨。

“总体上分析,2016 年 GDP 平减指数仍将略有下降,降幅将有所减小,”报告称。

2 房价总体上涨

据国家统计局统计,2015 年 12 月至 2016 年 2 月,国内 70 个城市新建商品房价格同比下降的由 49 个减少到 37 个,同比价格上涨的由 39 个增加到 47 个;70 个城市二手房价格同比下降的由 34 个减少到 26 个,同比价格上涨的由 35 个增加到 41 个,住房价格运行呈现逐月上涨的态势。

“随着多重利好政策效应的进一步显现,各地房地产市场刚性需求和改善性需求进一步释放,对于房地产价格上涨形成有力支撑,全年房地产价格将保持明显上涨的态势,涨幅将超过去年,”发改委指出。

但由于各地库存、新增供给、购买能力等情况不同,因此不同区域价格仍呈现明显的分化走势,预计北、上、深为代表的一线城市和部分热点二线城市住房价格短期内将呈现大幅上涨态势,但前期涨幅较大的深圳市房价会出现一定幅度的调整。

热点二线城市住房价格短期内也将呈明显上涨趋势,且房价涨幅有扩大的可能;而去库存压力较

大的三四线城市房产价格短期内下行压力仍然存在，但预计降幅将有所减小，部分三四线城市住房价格会出现不同程度的上涨。

3 人民币汇率小幅向下

截至 2015 年末，人民币汇率中间价维持在 6.48 元人民币附近，较年初贬值近 6%。2016 年年初，人民币汇率继续小幅走低，前两个月汇率中间价维持在 6.50 左右。

“在全球经济增速疲软，美元升值预期以及我国对外贸易下降等因素的影响下，2016 年人民币汇率总体呈现小幅向下走势，汇率波动的频率和幅度将会有所加大，”发改委预测称。

报告指出，受美元走强及世界主要发达经济体货币政策分化影响，全球范围息差或将扩大，大部分新兴经济体面临货币贬值和资本流出问题，在这种情况下人民币存在一定贬值压力。

同时，国内经济增速放缓，短期内外贸出口遇到较大的困难而下降，使得国际炒家做空人民币情绪增加；而中国央行为保持汇率稳定，在离岸市场与国际做空人民币炒家的较量将加剧，这也会导致人民币汇率波动加大。

此外，随着人民币国际化进程不断加快，央行将有意提高人民币汇率中间价波动幅度，使得人民币汇率波动较以往更大。

不过发改委也指出，人民币汇率不存在持续大幅度贬值基础，而且当前外汇储备充裕，有能力应对市场投机力量，并保持人民币汇率在合理均衡水平的基本稳定。

中国未能在最后期限前向美国提交 投资协定“负面清单”

来源：路透中文网(2016-04-04)

作者：潘凌飞

美国官员和中国贸易观察人士上周五表示，中国未能在自己设定的 3 月底最后期限之前提交新的投资协议负面清单。这可能会使中美两国更加难以在美国总统奥巴马 1 月离任之前完成双边投资协定谈判。

而财新援引中国驻美国大使崔天凯回应称，关于中美双边投资协定谈判，双方团队一直在进行密切的沟通和协调，关键是把方案研究透，做好周密准备，不要拘泥于某一个特定时间点。

中美双边投资协定（BIT）谈判于 2008 年启动，迄今已进行了 24 轮谈判。2013 年 7 月 11 日，在第五轮中美战略与经济对话过程中，中方宣布以“准入前国民待遇和负面清单”为基础与美方进行投资协定的实质性谈判。

去年 6 月，中国和美国首次交换了负面清单出家，并正式开启负面清单谈判，标志着谈判进入到新阶段。

中美 BIT 谈判的上一次第二轮出价是在去年 9 月份的第三周进行的。在随后的 9 月 22 日，中国国家主席习近平即抵美访问。观察人士因此预测说，第三轮出价的具体时间可能同样会在 3 月 31 日习近平主席再次抵美前。

当地时间 3 月 31 日，中国国家主席习近平在华盛顿参加核安全峰会时会见了美国总统奥巴马。根据公开报道，目前看尚不清楚双方是否在负面清单的沟通上实现进展。

不过据《证券时报》，中国商务部前任部长陈德铭 3 月 23 日在博鳌论坛上对中美双边投资协议的谈判表达了乐观态度。陈德铭说，中美 BIT 谈判已经历时五年多共 24 轮谈判，“应该快到终点，因为

文本谈判重要核心内容已经结束”。

陈德铭称，希望能在 7 月或 8 月之前完成谈判。目前双方在负面清单上还有分歧，“美国要价很高”；同时，中方在文化、电信增值业务等领域还存在一些分歧，再次是国家安全领域等。

双边投资协定指两国之间订立的专门用于国际投资保护的双边条约，往往包含如下内容：东道国对条约界定的外国投资给予国民待遇、最惠国待遇以及国际法最低待遇标准；东道国对投资进行征收应满足一定的条件，并给予迅速、充分和有效的补偿；投资者利润和资金转移自由应予以保障；东道国应避免要求外国投资者在购销、雇佣、再投资等方面要求外国投资者惠顾本国；东道国与投资者之间的投资争议提交第三方国际仲裁，禁止国内程序要求。

Lex 专栏：中国重工业反弹的隐忧

来源：FT 中文网(2016-03-29)

作者：Lex 专栏(Lex 专栏是由 FT 评论家联合撰写的短评，对全球经济与商业进行精辟分析)

在中国目前所处的经济周期阶段，任何数据序列的企稳都应该是好消息。因此，有增长应该是更好的消息。

中国国家统计局在刚刚过去的周末发布的数据表明，1 月和 2 月的工业利润（合并公布以消除春节日期的影响）同比增长 5%，为 18 个月来最快增速。食品和纺织相关行业的利润增长强劲反弹，其他一些受经济周期影响较大的行业也如此，包括化工和大多数机械和设备行业。

这一消息有好有坏。从积极的方向说，重工业的反弹为中国经济模式向服务业和消费相关行业的转型提供了喘息空间。根据世界银行(World Bank)的数据，占中国国内生产总值(GDP)略高于三分之一的家庭消费，对抵消重工业增长放缓的意义仍然不大。消费相关行业在吸收钢铁等行业削减产能所产生的富余劳动力方面也并不处于有利地位。今年初，中国人力资源和社会保障部部长预计，关停过剩产能将导致约 200 万工人下岗。重工业反弹为消费部门的扩张争取了时间。

对相关数据的两种负面解读都是老生常谈。工业部门的利润反弹是刺激政策意料之中的结果，表明中国的增长模式仍然依赖于固定资产投资。3 月初发布的数据强化了这一信念，这些数据表明房地产投资已经触底，而基础设施开支正在加速。再度依赖于固定资产投资可能有损中国经济改革努力的可信度。

第二个负面解读是：这波反弹是由债务融资推动的。若果真如此，那么老工业的复苏将不可持续。海通证券(Haitong Securities)指出，即使基础设施开支投入真实的项目（比如对中国的全球交通网络进行现代化改造），债务融资也可能是有限度的。地方政府将要把 2009 年背上的刺激相关的 6 万亿元人民币（合近 1 万亿美元）债务转换为债券。去年他们只转换了上述数额的三分之二。

如果能遏制固定资产投资增长，债务约束可能最终是利好消息。鉴于中国的政策重点，重工业的反弹不太可能持续。

IMF 就中国和新市场大企业债务风险 提出警告

来源：华尔街日报中文网络版(2016-04-14)

作者：William Mauldin

国际货币基金组织(International Monetary Fund, 简称 IMF)周三警告称, 中国以及其他一些新兴市场大企业债务负担问题可能向外扩散, 给全球金融系统带来压力。

高增长经济体的大企业债务膨胀尤其值得担忧, 因为在这些国家大企业与银行之间联系紧密, 政府很可能不得不出手救助。

IMF 在其全球金融稳定报告中称, 目前中国企业债务总计 1.3 万亿美元, 其中七分之一的债务是那些利润不足以支付利息的企业所欠下的, 这个问题可能会导致银行蒙受损失; 如果问题不得到解决, 银行将蒙受重大损失, 损失规模或相当于国内生产总值(GDP)的 7%。

IMF 首席财务顾问 Jose Vinals 称, 虽然中国在经济再平衡方面取得了进展, 但由于增长放缓、盈利能力下降, 中国企业的健康状况正在恶化。

与此同时, 在巴西和俄罗斯, 大型企业受到了大宗商品价格下跌和经济萎缩的冲击。

Vinals 表示, 大宗商品价格的大幅下跌加剧了企业和主权的脆弱性, 也令经济和金融风险升级。

发展中经济体的债务上升以及增长放缓的情况使得 IMF 衡量新兴市场风险的指标上升, 接近 2008-2009 年金融危机时期的峰值, 全球金融稳定性所面临的总体风险估计将达到七年来的最高水平。

IMF 表示, 发达经济体的银行正面临困境, 原因是商业模式问题导致银行盈利能力低下, 低利率或负利率以及过低的估值可能损害银行筹措资本的能力。IMF 称, 商业模式受损的银行占发达经济体所有银行资产的 15%, 这个问题在欧洲尤为突出。

Vinals 表示, 中国政府十分清楚这些债务问题, 并正在采取措施应对负债过高公司的债务问题, 但这些问题十分严重, 需要政府采取有雄心的政策议程。

焦点：美联储春季加息希望渺茫 让美元独自面对通胀的打压

来源：路透中文网(2016-04-06)

作者：Reuters; Laszlo Balogh

汇市策略师预计未来几个月美元将进一步走软, 因为美国联邦储备委员会(美联储/FED)似乎已关上春季加息的大门, 让美元独自面对通胀上升的打压。

美联储 3 月的政策声明以及美联储主席叶伦上月末的讲话都显示出谨慎的立场, 策略师称, 在美元受到通胀压制之际, 这意味着美元将出现短期的颓势。

近几个月美国通胀上升, 2 月核心消费者物价指数(CPI)较上年同期上升 2.3%, 创 2012 年 5 月以来最大增幅。美联储偏重的通胀指标——核心个人消费支出(PCE)物价指数 2 月同比上升 1.7%。

核心通胀数据扣除了食品和能源价格。美联储的目标是核心 PCE 指标增长 2%。

通胀会削弱消费力, 从而降低美元的力道。根据 Fundstrat Global Advisors 的研究报告, 美国和欧元区之间通胀率的差异, 是 2000 年以来影响美元兑欧元汇率的主要因素。

虽然通胀上升的预期一度提高美联储以更快速度升息的可能性, 进而提振美元。但策略师称, 至少 6 月之前美联储不大可能升息的看法, 令通胀削弱美元币值的传统角色得以加强。

“如果美国的通胀相对较高，但利率却预计不会提高...这最终不会利好美元，”瑞士信贷驻纽约的全球汇市策略主管 Shahab Jalinoos 说。

Jalinoos 预计，未来三个月欧元兑美元将触及 1.17 美元，这意味着美元兑欧元将再下挫 2.7%。

美银美林驻纽约的汇市策略师 Ian Gordon 表示，即使核心 PCE 通胀率达到 2% 目标，美联储在升息前还是会先等一下。他并提到，叶伦上月对通胀升势的持续力道抱持怀疑的看法。

上周五出炉的路透调查显示，与美联储直接交易的华尔街大银行预估年底联邦基金利率将达 0.875%，意味着美联储今年仅会升息两次。

Gordon 表示，在更多证据显示通胀升势能够持续，且美联储将有所因应之前，投资者未来几个月对增持美元多仓宜心存戒慎。

美国商品期货交易委员会 (CFTC) 周五发布的数显示，投机客将美元多仓水位降至近两年低位。

美元兑欧元与日圆占上风，因欧洲与日本的超宽松货币政策，令这些地区的公债收益率位于极低水平。10 年期美债收益率 US10YT=RR 最新报 1.73%，相形之下，10 年期德债收益率 DE10YT=RR 仅为 0.10%。

不过交易商认为，美联储料无法做到 12 月所预期的 2016 年升息四次，导致今年美元重挫。交易商的疑虑在上月获得验证，当时美联储将今年升息次数预测减为仅有两次。

美元指数第一季滑落 4.1%，创下五年半来最大单季跌幅。

纽约 Fundstrat 经营合伙人 Thomas Lee 表示，美元指数在夏季之前可能再跌 5% 左右。

“我的确认为美元将持续不利，” Lee 表示，尽管通胀上升，“(美联储)可能还是会相当有耐心。”