

传递市场最真实的声音

主编◎夏斌

首席 经济学家论坛

Chief Economist Forum

总第二辑 NO.2, 2013

中国经济如何化险为夷



当低增长与高风险并存，
怎样才能守住系统性风险的底线？

人民东方出版传媒
 东方出版社

主编◎夏斌

首席 经济学家论坛

Chief Economist Forum 总第二辑 NO.2, 2013

中国经济如何化险为夷

人民东方出版传媒

 东方出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国经济如何化险为夷 / 夏斌 主编. —北京: 东方出版社, 2013. 7

(首席经济学家论坛)

ISBN 978-7-5060-6518-4

I. ①中… II. ①夏… III. ①中国经济—研究 IV. ①F12

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 155200 号

首席经济学家论坛: 中国经济如何化险为夷

(SHOUXI JINGJIXUEJIA LUNTAN; ZHONGGUO JINGJI RUHE HUAXIANWEIYI)

主 编: 夏 斌

责任编辑: 徐 玲 龚 雪

出 版: 东方出版社

发 行: 人民东方出版传媒有限公司

地 址: 北京市东城区朝阳门内大街 166 号

邮政编码: 100706

印 刷: 北京京都六环印刷厂

版 次: 2013 年 8 月第 1 版

印 次: 2013 年 8 月第 1 次印刷

印 数: 1—8000 册

开 本: 710 毫米 × 1000 毫米 1/16

印 张: 8

字 数: 95 千字

书 号: ISBN 978-7-5060-6518-4

定 价: 32.00 元

发行电话: (010) 65210056 65210060 65210062 65210063

版权所有, 违者必究 本书观点并不代表本社立场

如有印装质量问题, 请拨打电话: (010) 65210012

序言

20 世纪 70 年代以来，经济全球化与金融一体化进入了发展的飞跃时期，由于金融创新热潮与国际资本流动加快，全球经济尤其是金融的互动关系愈发显著，形成了“牵一发而动全身”的网络结构。肇端于 2007 年的美国次债危机以及随之而来的欧洲主权债务危机，对全球经济金融产生广泛而深远的影响。中国作为世界经济的深度参与者，自然也未能见独善其身。如何摆脱外部变动的压力，如何寻求突破困局的破茧战略，是中国经济需要面对的严峻现实问题之一。

中国经济改革开放已经走过了三十多个年头，以丰富的自然资源和低廉的人力成本为经济动力，辅以市场化体制改革，为中国带来了长期经济繁荣与国力的迅速提升。但是，目前大家都已经看到，自然资源与人力资源的双约束、产业与地域发展的不平衡、收入差距加大与社会公平扭曲等一系列问题已经宣告了当前发展模式的不可持续性。如何寻找中国经济发展的新模式，带动中国经济结构进行战略转型，保证经济可持续发展，保持经济国际竞争力，保障社会福祉共享，是中国经济需要面对的严峻现实问题之二。

国内外经济形势的严峻挑战都表明，当前正值中国经济改革的关键隘口。全球经济学家与中国经济理论界纷纷倾情关注，奉献智慧，为中国经济发展献策献计。但是，由于众多国际学者对中国经济难以设身处地，未能清楚中国发展的特有逻辑，同时，中国许多理论界专家也未能深入经济前沿，对经济底层观察往往止于雾里看花。抑或隔靴搔痒，抑或望梅止渴，二者都无法兼顾中国源远流长的历史情愫与纷繁芜杂的现实纠结。于是，一个独特的经济研究部落——“中国首席经济学家论坛”——逐渐浮出水面，走进视野，应运而生。

相当部分的中国境内外金融机构都设置了首席经济学家职位。这些首席经济学家一般都拥有较为深厚的经济理论研究功底，同时身临许多金融发展创新前沿，而且相当多数学贯中西，清楚地认知全球经济发展动态趋势以及中国经济发展的深层逻辑。所以，相对而言，首席经济学家的经济观察与探索是较为客观，颇具现实意义的。2012年11月，中国首席经济学家论坛创设大会在上海香格里拉酒店揭开序幕，在“传递市场最真实的声音”的宗旨指引下，近20位金融机构首席经济学家畅所欲言，激烈交锋，贡献了一场经济思想盛宴。基于此，组委会热忱策划，决定将首席经济学家论坛长期化、常态化，及时集思广益，聆听市场声音，进行理论与政策高度提炼，敛思入句，凝水成冰，把诸位首席经济学家的思想编辑成册，汇成丛书呈供方家，由经济政策操手与经济研究学者一起来证言点评。

这是一次全新的尝试。中国首席经济学家必将借此为共同平台，汇理论研究与市场观察于一堂，融全球经济与中国发展于一体，以期群策群力，为中国经济金融改革顶层设计与发展路径选择贡献集体智慧。

《首席经济学家论坛》丛书编委会

目 录

论坛报告

稳增长，守风险，调结构 ——中国首席经济学家论坛成果梳理	003
一、对宏观经济未来走势如何研判？	004
二、现今经济运行中面临的风险主要是哪些？	005
三、针对当前的经济问题有哪些政策建议？	006

经济增长与风险控制

判断、风险、增长新要素： 看清中国经济发展的内在逻辑力量	015
国务院参事 夏斌	
一、中国正处于结构调整时期，不必纠结于增长速度	015
二、三大系统性风险全面告急	017
三、严控风险，积极寻找新的增长因子	018

经济增长趋缓与金融扩张之间的背离 023

交通银行 连平

一、现象背后的本质：三大结构问题凸显 023

二、不容忽视的潜在融资风险 026

三、加大金融的力度支持政策导向 026

稳增长与控风险之间的联系 031

中金公司 彭文生

一、从价格和实际运用判断当前的货币融资 031

二、汇率的双重属性 032

三、财税体制的结构弊端 033

风险逼近：

中国经济能越过这道坎吗？ 035

摩根大通 朱海斌

一、实体经济与金融体系正同时面临考验 035

二、影子银行发展的速度是不是过快了？ 036

三、企业负债率上升可能成为未来最大的金融风险点 037

四、当前形势下的经济对策 039

稳增长需警惕“周期交替综合征” 041

中信证券 诸建芳

一、应当理性看待当前经济增速偏低 041

二、应该尽可能地避免启动新一轮刺激 043

三、建议维持“社会可接受的最低水平的经济增长” 043

2013 年下半年宏观经济展望：**守住底线，寻求突围****045**

东方证券 邵宇

一、热钱潮涌、影子银行和步履维艰的实体经济 045

二、寻找守住系统性风险底线的对策 049

三、寻求促进经济健康发展的对策 052

寻找稳定 2013 年经济健康增长的对策**057**

瑞穗证券 沈建光

一、中国经济复苏基础不牢靠 057

二、实体经济运行疲软已超出决策层和市场的预期 058

三、结构性改革“志在必行” 059

金融政策研究**我对中国债务的理解****065**

华泰证券 刘煜辉

一、中国走出债务困境的政策选择 065

二、债务堆积的本质是收入的衰退 066

三、为什么“金融热、经济冷”？ 068

四、走出债务困境的政策选择 069

中国整体与部门债务率的测算及评估**071**

华泰证券 刘煜辉

一、中国经济的整体债务规模估算 071

二、部门债务的估算 076

三、债务状况的评价	078
房地产业与经济陷入了“死循环”	085
富国基金 袁宜	
一、房地产市场的稳定事关中国经济的稳定	085
二、房地产调控在供求政策上的两大误区	086
三、房产税如何发挥调控作用？	088
四、拐点出现时的危与机	091
中国金融改革的次序	
——传统政策组合逐步失效下的政策选择	095
澳新银行 刘利刚	
一、现象：市场开始更加波动	096
二、短期策略：应该考虑降息	100
三、中期策略：理性考虑金融改革的次序	109



论坛报告

稳增长，守风险，调结构

——中国首席经济学家论坛成果梳理

2013年6月7日，首席经济学家论坛在天津召开，论坛自开办以来一直以“传递市场最真实的声音”为主旨，集合国内著名金融机构多名首席经济学家，收集整合市场信息及观察，提交给中央有关机构进行决策参考，并且通过研讨为市场提供对于宏观经济政策的解读和发展思路。本次首席经济学家论坛天津站的主题是“寻找守住系统性风险底线的对策，寻找稳定今年健康增长的对策”，参与此次首席经济学家论坛的演讲嘉宾包括：国务院参事、首席经济学家论坛主席夏斌，交通银行首席经济学家连平，中国国际金融有限公司首席经济学家彭文生，摩根大通首席经济学家朱海斌，中信证券首席宏观经济学家诸建芳，华泰证券首席经济学家刘煜辉，富国基金首席经济学家袁宜。

本次首席经济学家围绕当前宏观经济增长与风险防控问题进行讨论并总结出以下几个方面的观点：

一、对宏观经济未来走势如何研判？

1. 中国经济趋缓将成为必然趋势

国务院参事夏斌认为，这个趋势是中国经济发展的内在逻辑力量决定的，并不完全是经济周期问题，也不是宏观政策、宏观调控所能简单支配的。当前的国民经济正处于结构调整时期，未来经济增长未必一定保持8%以上的速度，加快发展的途径不再是单纯依靠货币政策的调控，而是平衡改革、发展、稳定之间的关系，适时进行经济结构调整。调整意味着各级政府与市场主体都不能再用过去两位数增长所积累的经验数据作为参考来布局今后的工作规划和经营计划。要从对高增长的关注转移到对改革的关注上来，要学会从改革中寻找新的增长因素。

2. 应当理性看待当前经济增速偏低的现象

中信证券首席宏观经济学家诸建芳认为，从最新的PM指数、汇丰PMI指数以及用电数据和价格指数来看，经济增长可能还处在放缓中。但是，这种放缓不单单是受短期因素的影响，也与经济周期密切相关。中国经济正处于新旧周期的交替期（始于2001年的本轮经济周期因2008年全球金融危机而宣告结束，而新的周期尚在酝酿中），所呈现的“周期交替综合征”与上一轮经济周期交替期颇为相似：经济增速持续回落，尽管政策不断放松，经济却难以恢复往昔的活力，内在的增长动力明显减弱（即加入WTO后所释放的强大的外部需求；1998年房改后所释放的巨大的住房需求；收入增加后所释放的汽车等耐用品需求）；

价格低迷甚至通缩；经济结构失衡，产能过剩与不足同时存在；困难中需要实施新一轮改革。预计本轮周期交替期可能持续3~4年。

3. 房地产与中国经济稳定的关系依旧紧密

富国基金首席经济学家袁宜认为，考虑到目前房地产投资占整个投资的比重还有20%，而投资占整个经济比重大约是一半，加之房地产业还拉动了很多上下游产业，从某种意义上讲，房地产市场的稳定，是当前阶段中国经济稳定的一个重要组成部分，而房地产市场稳定的核心，是房价的稳定。当房地产价格上升过快时，由于涉及民生，需要调控干预；当价格明显回落的时候，又会影响开发商预期，导致房地产投资萎靡。以往在房地产调控中存在供给和需求两个政策上的误区。供给政策上，通过收紧开发商的资金链来抑制投资过热和控制房价过快上涨，短期可能会加速开发商减少商品房库存，但另一个结果就是开发商会减缓购地和开发投资，一段时间以后，新增的住房供应量会减少，房价会面临更大的上行压力；需求政策上，现行限购限贷政策，在抑制投资性需求的同时也伤及了刚需。

二、现今经济运行中面临的风险主要是哪些？

与会经济学家一致认为，经济增速合理趋缓后，由于过去多年的矛盾和问题的积累，今后的政策稍有偏差就可能爆发危机，这是短期内最大的风险。系统性风险主要有：第一，地方融资平台的风险；第二，房

地产泡沫破灭的风险；第三，金融体系、融资银行的风险。这三大风险又是互相关联的，三大风险引爆的共同导火索就是资金链的突然中断，而且目前已经形成三大风险爆发的传导链，其中任一个系统风险的突然爆发，都会引爆其他两个系统风险，产生经济的大振荡，从而中断改革的进程，中断中国经济的正常增长。因此我们强调以改革促增长，突出改革是最大红利的同时，又必须高度关注风险问题。

交通银行首席经济学家连平认为，2013年1~4月份，信贷增量中相当一部分流向地方融资平台和房地产，而这两块的融资成本非常高。地方融资平台有10%~15%的投资回报，房地产超过10%的投资回报也比比皆是。这样一来，融资方成本就明显上升。有些规模比较小、层级比较低的平台公司，还有小的房地产公司，可能到了明年就扛不住还本付息的压力，最终导致资金链断裂。

针对金融体系的风险问题，摩根大通首席经济学家朱海斌认为，最近几年民建融资发展速度非常快，包括信托、委托贷款、小额贷款公司、地下钱庄等的融资总额到2012年底占中国的GDP接近70%，从总量来说是36万亿。这一数字在2010年时是18万亿，仅仅两年时间，信托产品、金融产品扩张了将近一倍，这一情况值得担忧。

三、针对当前的经济问题有哪些政策建议？

1. 需提前释放部分系统性风险

华泰证券首席经济学家刘煜辉认为，目前的经济政策必须始终守住

不发生系统性金融风险的底线。这意味着，未来在宏观层面，政府不太可能采取比较激进的方式挤破经济泡沫，而很大程度是在维持。防止经济泡沫破裂目前主要靠两个手段：一是维持汇率的强势以稳住国际收支，二是用一个非常宽的货币环境来帮助巨额存量债务存续。但这种稳定政策前景依旧不明朗。一方面美国地产复苏的迹象已经十分明显，对于货币政策正常化的讨论也逐步升级；另一方面“安倍经济学”遇到难关，日债进入高波动状态诱发整个亚太区资产市场的剧烈动荡。这些都有可能成为扎破中国经济泡沫的“刺”。今天中国经济的症结是，有大量的资源被错配至不具备经济合理性的项目和低效率的部门，而这些企业已无法产生足够覆盖利息的资产回报率。这些僵尸型企业僵而不死，并占据大量信用资源，导致整体生产率显著衰退。

针对这种情况，要成功地去杠杆，就一定要找到导致收入衰退的原因并加以克服，从而重新恢复收入增长的动能，使收入增长开始快过债务的成本。不拆弹，收入增长是很难回来的，很难无痛过渡到去杠杆阶段。主动实施经济的减速要经历阵痛，但减轻痛苦的辅助政策也不是没有：一是强化资本项管制，可考虑出台“类托宾税”政策，防止短期资本大进大出；二是经济主动减速时，可以迅速松绑汇率管制，更具弹性的货币将为已经建立了完整产业链的中国贸易部门的增长提供极具竞争力的新基础；三是变被动为主动，对待存量债务一定要采取一整套综合治理的方案，甚至不排除必要的金融救助措施，进行资产置换。突破目前僵局的政策逻辑其实取决于政府主动减速的决心和勇气，将经济的系统性风险提前释放掉。

2. 推进改革，寻找新的增长因子

国务院参事夏斌建议，继续落实新非公 36 条的具体措施，引导民资进入各领域投资，目的是让民资来替代、弥补短期内房地产投资、基础设施投资、传统制造业投资的不足，以保证中国经济的稳定增长。应该大力鼓励金融机构和工商企业以外汇和人民币对外投资，特别是对非洲、拉美各国的投资与贷款，就人民币和外汇双出去，鼓励企业、金融机构贷款投资。鼓励贷款投资，同时支持对方经济发展，用支持对方经济发展来鼓励他们大量进口中国的商品和服务，通过增加需求来促进中国的出口，来稳定我们的增长。加快以人民币换汇使用的步伐，鼓励老百姓将手中的人民币换汇到境外使用和境外投资，以释放过多的压力，包括巨大的通胀压力和资产泡沫的压力。

在刺激消费方面，除了已经采取的政策之外，要加快提高城乡居民医疗、养老、教育等保障水平，有关部门应尽快明确各项措施的具体实施时间，达到刺激消费的目的。

在城镇化方面，一方面应按照人均土地使用面积来规划节能环保指标、生态指标等多指标体系，地方政府的行政规划必须符合这样一种指标体系。同时，中央政府对各地城市化应该注重人口自然、人口环境的协调发展，确保城镇化的持续性。另一方面应明确规定，农民变市民后所必须享受的福利待遇和公共服务的内容。

3. 发挥财政政策的结构性调整作用

交通银行首席经济学家连平认为，货币政策注重总量，在结构调整上除了信贷能够发挥一定的作用外，存款准备金、公开市场操作、利率