

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 总第三辑 NO.3, 2013

增长动力与上海自贸区



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 总第三辑 NO.3, 2013

增长动力与上海自贸区

人民东方出版传媒

 东方出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

首席经济学家论坛：增长动力与上海自贸区 / 夏斌 主编. —北京：东方出版社，2013. 12
ISBN 978-7-5060-6999-1

I. ①首… II. ①夏… III. ①自由贸易区—经济发展—上海市—文集 IV. ①F752.851-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 264863 号

首席经济学家论坛：增长动力与上海自贸区

(SHOUXI JINGJIXUEJIA LUNTAN; ZENGZHANG DONGLI YU SHANGHAIZIMAOQU)

作 者：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 12 月第 1 版

印 次：2013 年 12 月第 1 次印刷

印 数：1—6000 册

开 本：710 毫米×1000 毫米 1/16

印 张：10.75

字 数：110 千字

书 号：ISBN 978-7-5060-6999-1

定 价：35.00 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

目 录

宏观经济研究

宏观调控政策重在求稳	003
交通银行 连平	
一、准确认识形势大格局	003
二、人民币贬值所受到的制约因素	004
三、货币政策	007
未来中国经济走向的三个重要议题	009
花旗银行 沈明高	
一、对外部环境的看法	009
二、中国经济走向的三个议题	011
压制房地产业是个政治问题	019
方正证券 汤云飞	
一、利用房地产周期突破中等收入陷阱	019

二、金融中心城市房价高是合理的	021
三、“钱荒”是金融危机的小缩影	022
 中国如何稳增长政策建议	 025
方正证券 汤云飞	
一、产业政策两手抓	025
二、运用好金融手段	026
三、强势政府有能力以智慧突破中等收入陷阱	027
 政府要给市场和投资者明确的信心	 029
高盛 崔历	
一、经济状况分析	029
二、政策建议	031
 关于市场宏观判断的几个问题	 035
前华泰证券 刘煜辉	
一、经济增长的变化可能是非线性的	035
二、债务的临界点可能更关键	037
三、以“衰退式宽松”的货币政策应对金融脆弱性	039
四、关于中国的房地产	044
五、关于宏观政策	045
六、去杠杆的策略：避免无序相互践踏	046
 为提升市场信心做点实事	 049
摩根大通 朱海斌	
一、管理市场预期	049

二、通过改革提升投资效率	050
三、提高财政和货币政策的有效性	051
四、金融体系风险	052
打造中国经济升级版	055
东方证券 邵宇	
一、新一届政府上台三部曲	055
二、升级中国经济的新三驾马车	057
三、宏观经济中亟待解决的四个问题	058
换挡期内宏观经济和市场情绪的演化路径	063
东方证券 邵宇	
一、基本面企稳	064
二、流动性支撑	076
三、改革渐劲	082
四、再次启动上行周期	091
中国社会进入全面的调整周期	093
巴黎银行 陈兴动	
一、经济疲软的原因分析	093
二、经济增长的底线探讨	094
寻找“稳增长”的“药引子”	097
兴业银行 鲁政委	
一、调低人民币有效汇率的必要性	097
二、外需并非不足	101

三、汇率对经济的全面影响	103
雄关漫道真如铁 ——人民币汇率形成机制改革八周年纪摘	107
兴业银行 鲁政委	
一、升值“单边桥”	108
二、“浮动恐惧症”	109
三、恐惧的牢笼	114
四、走出“恐惧牢笼”	116
货币政策改革刻不容缓	121
澳新银行 刘利刚	
一、政策调整过于迟缓	121
二、货币政策与财政政策建言	123
三、处理好金融改革与资本市场开放的关系	123
货币政策过紧不利于稳增长	125
瑞穗证券 沈建光	
一、中国经济硬着陆风险加大	126
二、积极发挥反周期政策的作用	127
谈中国经济崩溃论为时尚早	131
美林证券 陆挺	
一、国际金融舆论的连锁反应不容忽视	131
二、金融市场化过程中忌盲目轻信新指标	133
三、关于去杠杆化的三点分析	134

上海自贸区

中国应该进 TPP 137

德意志银行 马骏

自贸区产业将为上海甚至中国制造提供新标准 143

东方证券 邵宇

上海自贸区是中国兴起第三轮改革的侦察兵 147

巴黎银行 陈兴动

上海自贸区和其他国际自贸区的区别 151

澳新银行 刘利刚

自贸区要为体制闯关做贡献 157

前华泰证券 刘煜辉

宏观经济研究

宏观调控政策重在求稳

交通银行 连 平

一、正确认识形势大格局

当前，我们要采取政策措施应对形势的变化，首先还是要把这个形势的大格局搞清楚，最近确实比较痛苦，2012 年到 2013 年的增速不断下降，不是迅速下降，而是慢慢下降，熬得挺难受，考验所有人的耐心。但是仔细分析一下，2013 年初以来，致使大家的预期落空、增速进一步下降的原因还是蛮清楚的，有的是属于大家没预期到的，比如公款抑制产生的消费问题。还有出口，国际市场的问题是跟我们的需求减弱、红利下降、竞争力减弱、中长期和短期几种因素结合在一块的。所以，如果把这些因素想明白了再来看，其实目前经济增长的整个运行态势还不是太坏，应该说还是在相对平稳的状态下运行。从这点来看，很

可能会出台一些温和的政策适当地给予刺激和调节，之后经济运行也可能维持在我们所希望的范围内，比如说7%以上，7.5%左右，这种可能性是完全存在的。

对于这一点，我觉得我们再回过去想一想，心情就会更平静一些。“十二五”规划明确说是7%，现在还在7.5%左右，即使是7%左右，也还是在预期的运行范围内。所以，针对目前的这种态势，我们有没有必要在整个政策上大动干戈，采取大动作地去杠杆，或者挤泡沫，需要好好考虑。目前就经济潜在增长速度的下降有很多针对性的分析文章写得非常清楚，增速回到这个水平，是时候到了。既然这样的话，我们有没有必要因为增速比我们预期的低一点，就必须采取大动作加以刺激，或者说挤掉这个泡沫，或者是把杠杆率迅速降低，其实这么做的风险非常大。历史上很多国家，包括日本、美国，还有一些发展中国家都有过类似的经验教训，整个宏观调控的政策失误导致经济运行出现重大问题，这种例子非常多，尤其表现在货币政策上。一旦决策失当，就会出现比较大的摆动、跳跃，本来相对平稳的运行态势格局就会发生很大的变化。所以我觉得可能目前我们就像在崎岖的山路上行车一样，还是要保持一个非常稳的态势。我的观点，总的宏观调控政策还是以稳为主。

二、人民币贬值所受到的制约因素

1. 美国方面的问题

贬值确实有助于改善目前的这种状况，但是我觉得贬值也受到很多

方面的制约。所谓的美国方面的问题。美国方面事实上是两个问题，第一个就是 QE 政策的推出，央行在 QE 政策推出的预期下有一些动作来稳住汇率，根据我们的观察，我们认为这种可能是完全存在的；第二个是政策因素，其实美国对我们的压力，不仅在一些大的会议中显露，还体现在每年财政部有关中国汇率的报告中。该报告最近几年一直在说中国的央行没有操作汇率，但是我们反过来想一想，世界哪一个国家的央行像我们的央行那样对外汇市场的干预达到过如此程度。还有经常调节中间价影响汇率的问题，非常明显、动作也非常大。但是为什么美国方面还是给你这样一个报告，说你没有操作汇率？如果你哪一天给它来一个贬值一年半载的话，它还会给出这样一个报告吗？我想绝对不会，美国一定反过来，把这些事全算在操纵汇率的头上。所以，面对这样一种压力，当然我们不是国家领导人，无法掂量压力有多大，我们有没有可能不去理睬它，这是要有决策权的高层次的领导来把握的。但是我觉得这个问题可能是影响目前汇率时不时要强一些、走得高一些的主要原因之一。

2. 国内两大制约因素

第一个制约是，要推动人民币贬值，货币政策一定要宽松，比如日本，就通过宽松的货币政策，零利率、大力度的 QE 政策导致流动性相当多，当然本币就容易趋向于贬值，我们现在有没有可能这样做？我觉得很难。比如说通过连续降息，大量的投放流动性，导致人民币趋向于一个趋势性的贬值，或者一段时间的贬值，我觉得这个目标比较难达到。中国现有的条件，尤其是一段时期以来，大家一直在讨论货币存量

比较大，未来通胀的压力，尤其是目前像 PPI 跟 CPI 完全是两种不同的状况，CPI 还在往上走，所以从货币政策本身的角度来讲，通过较大力度的扩张导致贬值有很大的制约。

第二个制约就是资本流动。目前的状况跟过去有很大的不同，现在的资本流动状态规模跟资本经常项下的规模已经差不多，规模已经很大。所以，在这种情况下，汇率既要考虑出口，同时也要考虑资本流动，尤其是 2005 年至今，外汇储备翻了几番，其实都表明经济主体，包括在境外的一些中资经济主体把相当多的资金都搞到境内来了。而这些资金又有很大的流动性，一旦有问题的话，它会流出去。所以，这个时候如果说汇率形成一个贬值趋势，比如说长于一年、两年，可能对资本流动会有比较大的影响。

我的看法是，应该说这两年来形势越来越清晰了，就是说资本流入中国，包括在中国境内的一些已经流入的资本，其币种的转换，最主要的还是由于投资收益差和利差带来的。我们现在跟海外的利差，不能仅从银行存贷款的利率去看，可能更多要从平台和房地产提供更高的投资回报上面看。当然，我个人的看法是，还是中字头的资金进来，它非常清楚中国信托委托贷款有多大的风险，海外很多投资者是不清楚的。所以在这种情况下，往往是资本流入在利率投资收益差之间导致资本流入这些领域，推动了汇率的上升。当然，未来如果贬值，也会对这个有一定的影响，但总的来说，影响应该不会太大，而且从国际上来讲，多年来都认为现在这个汇率也不是经常项下决定，可能更多的还是需要资本流动来解决汇率问题。所以从这个方面来看，可能贬值要受到很多方面的制约，这个动作不是很好做。

三、货币政策

我觉得在当前的形势下，可能需要一个相对合理宽松的货币政策。因为前一阵流动性紧缩带来很多问题，同时，在这之前我们看到平台和房地产整个融资成本非常高，推高了社会的融资成本。其实从贷款的加权平均利率来看，2013 年一季度之后是有所回落的，商业银行利率调整的格局也是有一些变化的，是在朝着贷款利率下降的趋势走，但是整个社会融资成本高是跟平台和房地产有关。我也同意这种观点，这其实不能都怪央行，之所以出现这种状况，我认为总的还是融资方面的需求实在是相当大。曾经在国务院开会的时候我听到过有些领导这样说，地方政府有这么大的积极性，融资需求这么旺盛，我们主要是通过金融的手段，不给钱就是了，控制其社会融资的渠道就行了。这么大的需求跟有限的金融供给，这一供求关系之间毫无疑问一定导致融资成本的上升。目前既然经济是在小幅度往下走，我们也没有必要采取大规模举措进行调整，但是我们可以适度宽松一些，保持一个合理宽松的状态，比 2013 年 6 月份的时候略紧一点，但是不像 1~4 月份那么松。当然松跟外汇占比有很大的关系。所以，我觉得未来从短期和中长期调整流动性的角度去看，应该保持合理的流动性水平，这恐怕需要下调存款准备金率一至两次。

我觉得利率目前比较尴尬，从经济下行来看，需要下调利率，但是从境内的几个热点问题来看，似乎下调利率又会遇到一些制约。比如 2012 年两次调息之后，房地产就开始起来了，在目前这种情况下，再

降息可能会对此产生一定的刺激。还有，就长期来看，我们的货币存款数目比较大，在这种情况下降息，两头都要兼顾。

至于CPI跟PPI，PPI是负值，CPI是2.7%，可能2013年下半年还会有所上升，上也难下也难，所以我觉得总体来说，应该保持在基本稳健的水平，且保持适度的灵活性和预见性，可以适当向合理宽松的方向做一些微调，来辅助推出其他各个方面的举措。否则，虽然它是一个总量的政策，但是总量偏紧，也会带来结构性的问题，比如说利率比较高，某些融资需求会遇到困难等，我觉得这个还是需要通过总量适度的宽松来为解决结构性问题创造比较好的条件。

未来中国经济走向的三个重要议题

花旗银行 沈明高

一、对外部环境的看法

花旗的看法是，总的来讲，全球新兴市场的经济增长趋势还是向下的，当发达国家的经济增长逐步从底部回升的时候，新兴市场与发达国家经济增速之间的差距在缩小。主要有三方面的原因：

第一，发达国家从全球金融危机之后在去杠杆，但新兴市场几乎都在加杠杆。新兴市场为了稳定经济增长，它们的杠杆率不但没有下降，反而在上升。亚洲新兴市场的杠杆率已经超过 1997 年的水平，会不会马上发生金融危机，尚可争论，但是，如果杠杆率再往上攀升的话，发生金融危机的可能性在提高。当很多的投资者看到新兴市场继续通过加