

大转型下的时代抉择

——从结构性改革看中国经济新趋势

■ 陈炜伟

多年高速增长之后，中国经济面临的最突出问题不是总量，而是结构。破解结构性难题，要从供需两端推进经济结构性改革。抓住牛鼻子，改革方能取得突破。化解过剩产能、降低企业成本、房地产去库存、防范金融风险，既是经济结构性改革的关键点，也是洞悉中国经济新趋势的窗口。

趋势一：产业结构调整存量做优增量

今年前 10 个月，全国规模以上工业企业利润总额同比下降 2%，石油开采、钢铁、煤炭等采矿和原材料行业利润下降明显。工业领域尤其是重化工业行业承受的压力，正是产能过剩带来的阵痛。当前，严重过剩的重化工业行业中不少是国有企业，债务关系复杂、社会包袱重，过剩产能的化解绝非易事。14 日召开的中央政治局会议明确，要积极稳妥推进企业优胜劣汰，通过兼并重组、破产清算，实现市场出清。调整存量，做优增量。在过剩产能的消化期，新产业的培育也是重要趋势。如果仔细观察工业利润数据就会发现，在总体利润下降的同时，高技术制造业、装备制造业、消费等符合转型升级方向的行业利润保持了较好增长。国务院发展研究中心宏观经济部部长余斌说，未来，在存量方面，绝大多数领域过剩产能退出以后供需将逐渐达到平衡；在增量方面，新的适应市场需求的、具有国际竞争能力的增量会进一步扩大，对经济增长的贡献进一步提升。

人民币不存在持续贬值基础 未来双向波动特征明显

记者从中国外汇交易中心获悉，15 日，人民币对美元汇率中间价报 6.4559，较上一个交易日下跌 64 个基点，创下 2011 年 7 月 21 日以来新低。人民币汇率中间价已经连续七个交易日下跌，累计下跌 708 个基点。值得注意的是，官方近日首次公布人民币汇率三大指数，市场部分人士解读为央行正式宣布与美元“脱钩”。对此，交通银行首席经济学家连平在接受记者采访时表示，实际上，央行过去也没有表态过人民币只盯住美元，因此，现在也不存在与美元“脱钩”一说。如今央行提出的是人民币对一篮子货币汇率的基本稳定，从某种意义上说，未来人民币与美元的关系不会像过去那么紧密。“近几年，人民币与美元的走势并非完全同步。人民币对美元仍有贬值，只是贬值的幅度与欧元和日元相比没那么大。因此，不能说人民币与美元是‘绑定’的，人民币汇率更多地是根据实际情况进行波动，而不是亦步亦趋地盯住美元。”连平说。“未来将更多反映人民币对一篮子货币汇率的情况。”连平表示，但是，把人民币与美元的关系解读为“脱钩”或紧密“挂钩”并不是很确切，央行连续发文也只是提醒市场应该关注人民币对一篮子货币汇率的走势，不要过多关注人民币对某一种货币的走势。中国国际经济交流中心咨询研究部副部长王军对记者表示，未来人民币更多参考一篮子货币符合中国国情，过去过多盯住美元，使得人民币被动升值，使我国宏观经济调控处于被动，货币政策的实施也很难完全实现独立性。

但是参考一篮子货币，并不代表中美之间的汇率就不需要再关注了。连平认为，人民币将来具备一定的国际交易规模之后，可能与欧元和日元走势一致，也就是说，与美元是对立货币。当然，人民币汇率不可能出现对美元大幅度贬值的状况。“由于中美经济关系的紧密，美国对我国有大量的逆差，我国对美国也有大量的顺差，因此，在这种情况下，人民币不存在持续贬值的基础。”连平说。随着汇率三大指数的公布，市场却担心，为了保证人民币对一篮子货币的稳定，美元后续的走强势必加大人民币汇率的贬值预期。对此，连平认为，短期内，市场有关汇率贬值的预期由于惯性仍然存在，但相信随着时间的推移，市场终究会更加关注人民币参考一篮子货币的走势。王军认为，在当前外需不振、宏观经济仍存在下行压力的情况下，汇率适度贬值是有必要的，也是经济所能承受的。当然，连平认为，一旦汇率出现较大波动时，相信货币当局出于稳定汇率的考虑也会适时出手干预，未来汇率或根据基本面以及国际收支的变化呈现出阶段性贬值或升值的态势，双向波动特征更加明显。



趋势二：优化制度环境降低企业成本

企业是国民经济的“细胞”，企业兴则经济旺。降低成本，帮助企业保持竞争优势是当前结构性改革发力的关键点。中央政治局会议强调，要帮助企业降低成本，包括降低制度性交易成本、企业税费负担、社会保险费、财务成本、电力价格、物流成本等，打出一套“组合拳”。未来，消减行政、税收、融资等供给约束，将成为宏观政策重要方向。首先，简政放权将进一步释放红利。经济学家刘世锦认为，商事制度改革等举措已经产生积极效果，但还需进一步放宽准入，加快行政性垄断行业改革，以改善供给、降低成本，通过竞争全面提升效率。同时，企业经营成本有望进一步降低。中南财经政法大学教授乔新生认为，应当尽可能地减少企业税收负担，让企业充分利用生产要素不断创造财富，以涵养税源，确保经济稳定增长。此外，华夏新供给经济学研究院院长贾康说，应全面实施金融改革，积极解除金融抑

制，在推进利率市场化、人民币国际化的基础上，把金融多样化的改革真正对接到支持中国实体经济的升级换代中。

趋势三：供需两侧发力化解房地产库存

11 月末，我国商品房待售面积达 69637 万平方米，比 10 月末增加 1004 万平方米。尽管全国商品房销售增速小幅提高，但高企的库存和回落的投资增速表明，房地产业的调整仍在路上。有人用“一半是海水，一半是火焰”来形容当前的房地产市场。今年以来，北上广深等一线城市房价坚挺，中西部地区城市和三四线城市则处于去库存的压力中，市场分化较为明显。中央政治局会议强调，要化解房地产库存，通过加快农民工市民化，推进以满足新市民为出发点的住房制度改革，扩大有效需求，稳定房地产市场。化解房地产库存，要从供需两端入手。在供给方面，清华大学房地产研究所所长刘洪玉认为，从长期趋势看，住房市场已经

专家：明年积极财政政策 和稳健货币政策会回归本位

渣打银行大中华区首席经济学家丁爽日前在接受记者采访时表示，从政策上来看，2016 年政策的表述可能还是和今年一样，即“积极的财政政策和稳健的货币政策”，但是其内涵可能会有所差别，即财政政策会“真正的”积极，货币政策会“真正的”稳健，即政策会回归到其原本应该有的取向。在政策组合方面，动用财政政策的空间较大，赤字率水平有可能上升到 GDP 的 3%甚至 3%以上的水平。而在货币政策方面，降准次数可能在 4 至 5 次，而降息空间将越来越小。

降息空间越来越小

丁爽表示，虽然今年的政策表述是“稳健的货币政策”，但从广义货币量的增长和信贷增长的一些指标来看，实际上货币政策是较为扩张的。“展望 2016 年，因为整体经济杠杆率已经非常高，债务风险也比较大，很可能货币政策在执行之中将更加审慎和稳健，包括货币和信贷的增长率有可能会比今年低。”丁爽说。2015 年，央行已经连续多次降息和降准。展望 2016 年的降息降准空间，丁爽表

示，鉴于资本外流可能会是一个持续的现象，因此为了维持一个中性的货币增长，需要不断降准。他表示，基于政府会出手防止投机性的资金流出以及企业的境内外资产负债表会更为平衡等原因，其测算明年中国的资本外流规模将比今年下降三分之一左右，在这样的假设下，若要保持广义货币（M2）12%的增长率，需要 200 至 250 个基点的降准，因此，降准次数应在 4 至 5 次左右。他同时表示，鉴于明年 CPI 的通缩应该会出现缓解以及 CPI 通胀会温和回升，降息的空间将越来越小。他还表示，从国际因素来考虑，即使美联储只加两次息，和中国的利差也会缩小，在这种情况下，如果中国进一步降息，资本流出的压力会加大。

财政政策要发挥更大作用

我国 2015 年财政赤字的比例已从 2014 年的 2.1%上调到 2.3%，虽然赤字率有所提高，但是还是严格控制在 3%的警戒线以下。财政部副部长朱光耀不久前曾在公开场合表示，当前全球经济面临 2009 年以来最为严峻复杂的形势，从金融危机的教训中，需要考

跨越数量短缺阶段，正从追求数量向追求质量转变，改善型、季节性、第二住房、高舒适度住宅、适老住宅、青年公寓等差异化、特色鲜明需求，将成为市场供给重点。在需求层面，业内认为，随着楼市去库存成为决策关注点，未来可能会有更多城市取消或放松限购政策。此外，专家认为，应当通过放宽信贷政策、减免购房税费、增加购房补贴等方式为加大需求侧的引导。

趋势四：防范金融风险便利融资

12 月 9 日召开的国务院常务会议通过《关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用〈中华人民共和国证券法〉有关规定的决定（草案）》。这意味着，股票发行注册制渐行渐近。打造兼顾融资功能、市场监管、投资者保护的资本市场，有利于理顺政府和市场的关系，提高直接融资比重，激发创新创业活力。近年来，我国采取多种措施着力保持流动性合理充裕，但企业融资难、融资贵问题依然待解。这其中，我国金融结构以银行间接融资为主、直接融资占比偏低是重要原因，也容易造成金融风险向银行体系集中。“十三五”规划建议提出，积极培育公开透明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发行交易制度改革，提高直接融资比重，降低杠杆率。中国人民银行行长周小川日前撰文预计，从 2014 年到 2020 年，非金融企业直接融资占社会融资规模的比重将从 17.2%提高到 25%左右，债券市场余额将与 GDP 总量一样多。

3%的赤字率红线、60%的负债率红线是否适合中国可以反思调整。在这之后，适度扩张赤字率成为不少业内人士的共识。“提出适度扩张赤字率，其原因是以前我国的宏观调控过多依靠货币政策，使得货币政策对经济增长的边际效用逐步递减，信贷对推动实体经济的效用也越来越低。在这种情况下，如果继续过多依靠货币政策，一方面不一定能提振实体经济，另一方面金融风险将更加集聚，流动性将更多地流到股市、债市和房地产市场，这其实会增加风险。”丁爽说，所以现在越来越多的呼声是建议宏观调控更多依靠财政政策。丁爽也称，3%的赤字水平本身很低。但若把地方政府所有的融资平台的债务都看作赤字积累的结果，那么过去一些年份中国的赤字率远远超过了 3%的水平。“从这个角度看，2015 年中国的财政政策实际上是稳健的，因为通过债务控制，地方政府预算外的政府债务规模几乎没有增长。所以，需要显性的赤字来抵消地方政府财政的收缩。”丁爽说，与其看着隐性的债务和隐性的赤字在扩大，还不如有一个显性的赤字，同时控制地方债务，给其设定一个上限，把这些隐性的东西显性化。（张莫）

11 月外汇占款骤降 3158 亿 专家预计降准时点正在临近

■ 闫立良

记者从央行当日更新的货币资产负债表发现，11 月末央行口径外汇占款余额为 25.56 万亿元人民币，较 10 月末减少 3158 亿元，这是该口径史上第二大单月降幅。据记者了解，今年 8 月末，央行口径和金融机构口径的外汇占款单月降幅刷新历史，创大幅下降纪录。其中，从金融机构口径来看，8 月末金融机构外汇占款环比下降 7238 亿元。从央行口径来看，8 月末外汇占款 26.1 万亿元，较上月下降 3184 亿元。外汇占款此前被视作向市场提供流动性的主要渠道，而存款准备金是央行调节外汇占款的重要工具。自 9 月 15 日起，央行对存款准备金考核将由现行的时点法改为平均法考核，这将为金融机构提供超过万亿元的紧急备付资金。央行更新的黄金和外汇储备表显示，11 月末国家外汇储备减少了 872 亿美元，也为第二大单月降幅（最大单月降幅发生在今年 8 月份，规模为 939 亿美元）这与央行口径外汇占款减少是一致的。外汇储备的减少通常会导致外汇占款加剧减少。外汇储备和外汇占款的同步下滑，说明资本净流出有很大压力。国际金融协会公布的报告预测，2015 年中国资本外流规模将达到创纪录的逾 5000 亿美元，其中三季度为 2250 亿美元，四季度可能达到 1500 亿美元。业界专家认为，面对资本持续外流的局面，央行有必要通过降息尤其是降准以及定向政策工具来弥补这部分减少的流动性。至于降准的时间，比较乐观的预计是今年年底市场就能收到央行的“红包”，比较谨慎的判断则将这—时点延至明年第一季度。摩根士丹利华鑫证券首席经济学家章俊预测，明年一季度可能会有一次降息，之后更多通过降准来对冲外汇占款下降对基础货币的影响，以及配合积极的财政政策的实施。国泰君安的观点则比较明确，通缩压力加大，美联储加息概率上升，外汇占款下降，而融资需求继续低迷，这些因素需要货币政策继续宽松，预计降准时点正在临近。

把市场发展作为金融监管目标 会产生角色冲突

■ 陈凯茵 游苏杭

金融是现代经济的核心，金融改革也格外引人注目。全国人大财经委副主任委员、人民银行原副行长吴晓灵 14 日在 2016 网易经济学家年会上表示，市场发展作为监管者的目标之一会产生角色冲突，难以坚持监管原则的持续性。在吴晓灵看来，在理念引领行动的时代，推进金融改革首先要调整监管理念。以往中国金融监管在目标定位上有些偏差，将行业发展和引导创新也当成了监管的潜在目标和责任。她认为，发展应是市场主体的行为结果，监管的责任是防范发生系统性风险，个别风险的暴露是市场发展中必然伴随的现象。把市场发展作为监管者的目标之一会产生角色冲突，难以坚持监管原则的持续性。“金融市场当中现在最大的问题是刚性兑付，只要有刚性兑付就不可能有风险定价。我们在考量一个监管当局发展成效的时候，不是这个行业的发展有多快，而是发展过程中有多少的风险，以及怎样妥善地处置掉这些风险，这就是监管者的功课，而不在于他出不出风险。”吴晓灵说，在这样理念的引导下，允许金融产品违约，就可以化小震避免大震，有利于于市场的健康发展，有利于发挥市场配置资源的决定性作用，对于金融市场价格的形成也是非常有利的。她还谈到全球金融危机带来的教训——太多的“自娱自乐”的金融创新，产品复杂程度使得金融机构自身难以辨认他的风险，更何况那些投资者。“当一个投资者不可能认识风险所在的时候，怎么可能谨慎投资，过于复杂的金融产品会酿成未来金融危机的祸根。”因此，吴晓灵指出，监管机构应当意识到，创新应是市场发展的动力，是市场主体适应市场需求的行为。监管的责任是要关注创新的市

场基础，关注对投资者的保护。

国药准字H46020636

快克

复方氨酚烷胺胶囊

请在医生的指导下购买和使用

海南亚洲制药股份有限公司生产

海南快克药业总经销

油价大跌让全球何去何从？

方面，加拿大元创出 11 年半以来的最低值，哥伦比亚的货币比索也刷新了历史最低值。日本第一生命经济研究所的首席经济学家西滨彻担忧地表示“由于货币贬值，以外汇计价的债务出现膨胀，经济规模较小的哥伦比亚等国今后将受到消极影响”。欧美的股票市场方面，英国石油公司（BP）与美国雪佛龙的股价明显下跌，美国道琼斯 30 种工业股平均价格指数已大跌，日本股市的资源关联股也遭到抛售。日本最大的炼油商 JX 控股的股票下跌了 4%。受原油价格下跌影响，该公司 2015 财年（截至 2016 年 3 月）石油天然气相关业务的营业利润预计将大幅下滑 80%，三菱商事能源业务的纯利润预计将大幅减少 33%，三井物产预计也将减少 59%。此前发布 4 月至 9 月财报时，JX 控股刚刚将全年的迪拜原油价格预期从此前的 1 桶 60 美元下调至 1 桶 53 美元，三菱商事也将预期从每桶 65 美元下调至 53 美元。即便如此，仍难以赶上价格下跌的速度。在公司债市场上，无法正常兑付本息、陷入债务违约的企业接连出现。美国评级公司标准普尔（S&P）统计显示，截至 11 月 27 日，全球的债务违约件数达 101 起，自 2009 年（268 起）以来的最高纪录。其中石油燃气和矿业等资源相关企业的债务违约件数占

4 成。文章还指出，受到最深刻影响的当属产油国的财政状况。国际货币基金组织（IMF）预测全球最大的原油出口国沙特阿拉伯 2015 年的财政赤字将占到其国内生产总值（GDP）的 22%。IMF 警告称沙特阿拉伯的储备资产将在 5 年内枯竭。同样预计将陷入财政赤字的还有阿拉伯联合酋长国（UAE），该国取消了面向国内的汽油、石脑油的补贴。沙特阿拉伯等邻近的产油国也在讨论取消补贴。此前通过补贴来摘除国民不满的中东的君主国不得不开始推进紧缩政策。另一方面，原油价格下跌将刺激发达国家的消费。美国 11 月的新车销量从 11 月单月来看，创出 2001 年以来的最高水平。年度新车销量也有望创历史新高。汽油等燃料价格下跌刺激了消费者的购买意愿。日本 SMBC 日兴证券的首席经济学家牧野润一表示，“从 2014 年 9 月到今年夏季，资源价格下跌将全球的 GDP 推高了 0.13%”。对经济起到积极效果。从海外进口原油等资源的日本也从中受惠。日本瑞穗综合研究所的首席经济学家高田创表示：“对于中坚和中小企业来说，相比日元贬值，资源价格下跌更容易推高业绩。”