

金融风险仍在 稳杠杆和保实体并重

李曉丹 杜曉雨

2018 年一季度的经济增长更多地来自于新动能, 这是 GDP 总量已经超过 82 万亿的中国经济实现平稳转型的重要一步。

本次的经济学人季度调查显示: 去杠杆的重点转向国有企业的同时, 居民和政府负债的快速增加也要引起更多重视; 房地产调控不会放松, 流入房地产的资金会受到更加严格的监管; 中美贸易摩擦加快需要进一步扩大对外开放和降低关税政策的落实, 适度扩大进口。

经济学人调查由《经济观察报》发起, 每季度进行一次。受访者包括投行、研究机构和政府部门的权威经济学家。本次调查共回收有效问卷 81 份。

国家统计局将于 4 月 17 日举行 2018 年一季度国民经济运行情况新闻发布会。

稳中有变 新动能显现

2013 年 12 月的中央经济工作会议首次提出中国经济从高速增长转向中高速增长的“新常态”, 此后四年 GDP 增速从 7% 左右降至 6.5% 左右, 经济增速主动降速就是在等待经济结构发生变化——摆脱对投资拉动的过度依赖, 新动能对经济增长的贡献增加。

这样的变化在今年前两个月的经济数据中得到验证, 高技术产业和装备制造业增加值同比分别增长 11.9% 和 8.4%, 增速分别比规模以上工业快 4.7 和 1.2 个百分点。

本次的经济学人季度调查显示: 39% 的经济学家预测今年一季度 GDP 增速为 6.7%, 35% 认为是 6.8%, 13% 认为是 6.9%。与此同时, 43% 的经济学家预测 2018 年 GDP 增速为 6.6%, 23% 认为是 6.7%, 20% 认为是 6.5%。

国家信息中心首席经济师、经济预测部主任祝宝良预测, 一季度 GDP 增长 6.9%, CPI 上涨 2.3%, 但考虑到出口增速减慢, 基建投资继续放缓, 二季度经济将出现回落。

“如果说出口在本轮复苏中扮演了重要角色, 那么中美贸易摩擦会成为二季度经济增长最大的不确定性。”中银国际证券首席宏观分析师朱启兵说。

面对不断升级的中美贸易摩擦, 经济学家认为中国最应该做的是加快市场开放 (占比 51%), 加强与欧洲等经济体的经贸往来 (32%), 扩大反竞争性关税范围 (15%), 提高进



口关税税率 (1%)。渣打银行大中华及北亚首席经济师丁爽则预测, 2018 年的 GDP 会降至 6.5%, 去杠杆和环保力度加大是经济降速的主要原因, 全年 CPI 则会超预期上行至 2.7%。

本次的问卷调查显示, 58% 的经济学家认为一季度 CPI 为 2—2.3%, 26% 认为是 2.4—2.7%, 9% 认为是 1.5—1.9%。

从 2016 年一季度开始, CPI 与 PPI 的剪刀差就引起了关注——通胀抬升, 但是生产价格却在回落, 而 80% 的经济学家认为未来半年 PPI 价格不会出现反弹。对于 PPI 向 CPI 传导失灵问题, 在上一季度的调查中, 47% 的经济学家认为会出现好转, 不过仍然有 29% 的经济学家认为并没有改善。对比来看, PPI 的徘徊态势在本季度获得了更为普遍认同, 这也表明剪刀差半年内不会出现明显改善。

房价分化 固投走弱

2017 年的“3·17 调控”结束了北京房价连续 17 个月上涨的势头, 随后价格出现连续 9 个月的下跌, 累计跌幅 15% 左右。来自链家研究院的数据显示, 2018 年 3 月北京二手房均价为 58527 元/平, 与 2016 年 12 月的水平接近。

2018 年一线城市房价是否会出现明显下降? 本次的问卷调查显示, 76% 的经济学家认为会出现 10% 以内的降幅, 只有 9% 认为会出现 10% 以上的涨幅。中国城乡建设经济研究所所长陈淮认为今年一线城市房价的降幅是

10% 以内, 申万宏源证券固定收益融资总部总监范为则认为会上涨超 10%。

在影响一线城市房价的因素中, 最重要的是调控政策 (占比 59%), 此外依次是金融去杠杆 (19%), 货币和财政政策 (13%), 经济运行情况 (8%)。

民生银行研究院院长黄剑辉表示, 房地产调控政策不能放松, 要严查违规资金流入房地产市场, 同时还有扩大土地供给, 扭转房价持续上涨预期。工银国际首席经济学家程实也表示, 对影子银行和房地产金融等领域的监管要进一步加强。

但是在对三四线城市房价的预测上, 分歧则明显加大: 38% 认为上涨 5—10%, 各有 29% 认为下跌 5—10% 或基本持平, 4% 认为会下跌 10—20%。“房子作为最重要投资品的时代已经过去了。”国金证券首席宏观分析师边泉水说。

本次的调查显示, 股票被认为是投资品种中收益最高的, 占比 32%, 黄金占比 19%, 债市和房地产占比 14%, 大宗商品占比 12%, 美元占比 9%。

对于 2018 年美元加息的次数, 59% 的经济学家认为是三次, 要留意观察的是资本流出。

值得注意的是, 本次问卷调查显示, 67% 的经济学家认为一季度固投增速 7—8%, 而 2017 年一季度增速为 9.2%; 同时, 一季度投资最集中的领域还是基础设施建设, 占比 48%, 在去年四季度的预测中, 这一比例高达 70%。

申万宏源证券研究所市场研究总监桂浩明就表示, 2018 年需要关注的是财政政策是否趋紧。瑞银证券首席经济学家汪涛预测一季度固投增速 7.1%, 她认为对地方政府融资行为的规范可能会影响地方公共项目 (包括 PPP 项目) 的融资, 也导致固定资产投资小幅走弱。

去杠杆瞄准国企

“紧信用, 降成本。”范为表示, 调控流动性也要注意资金成本的上升。

社科院国家金融与发展实验室理事长李扬在今年博鳌会议期间就指出, 这些年居民消费中的杠杆, 主要来源于房地产, 根据去年的金融数据, 居民储蓄存款的增长率首次为负, 这个指标的下降是一个非常危险的信号。李扬认为危险的所在就是, 居民如果也负债, 经济的成长就只能依靠中央银行“放水”。

新时代证券首席经济学家潘向东和上海对外经贸大学国际经贸学院副教授熊振华都认为, 当前应该防止居民杠杆过快增长。“居民杠杆上升过快, 举债空间逐渐缩小, 可能对消费产生抑制作用。”潘向东说。“债务 GDP 占比将持续上升, 但升势放缓。”丁爽预测 2018 年底债务占 GDP 的比例将达到 277%, 较 2017 年底预估的 270% 略有上升。

本次的问卷调查显示, 在 2018 年货币政策需要考量的重点中, 防风险和稳增长各占比 27%, 去杠杆占比 24%, 抑泡沫占比 12%, 调结构占比 11%。

央行行长易纲曾在今年 1 月撰文提出, “稳健的货币政策需更趋向中性”。67% 的经济学家认为应该理解为, 注重流动性平衡, 但仍然是紧平衡; 28% 认为是避免流动性波动造成市场恐慌。

本次的调查显示: 30% 的经济学家认为一季度信贷总量在 4.3—4.5 万亿元, 56% 的经济学家认为 M2 增速在 8—9%。

在财政政策方面, 央地财税改革遇到的最大问题仍然是事权和支出责任不清 (占比 70%), 地方考核体制改革滞后 (17%), 市场化改革滞后 (13%)。

联讯证券首席宏观研究员李奇霖表示, 在保持金融机构去杠杆一定政策定力的同时, 要加快发展多层次的资本市场, 满足市场主体多元化的金融需求, 降低企业融资成本。

4 月 2 日召开的中央财经委员会第一次会议进一步提出要以结构性去杠杆为基本思路, 努力实现宏观杠杆率稳定和逐步下降。

重阳投资总裁兼首席经济学家王庆表示, 去杠杆要稳步推进, 注意去杠杆与稳增长

长、调结构的平衡。祝宝良认为, 去杠杆的重点是僵尸企业的退出。

对于未来半年去杠杆的重点, 本次调查的结果显示: 国有企业占比 54%, 地方债务 38%, 居民债务 6%, 民营企业 2%。在企业债务风险中, 目前承受压力最大的是国有企业, 占比 73%。

海通证券首席经济学家姜超给出的解决方法是债务减记、市场出清, 同时要提高经济增长潜力, 注重效率。“一方面要打破刚性兑付, 另一方面要实施穿透式监管, 这些举措将系统性修复金融市场的定价扭曲, 引导资本脱离过剩产业、地方隐性债务和金融空转, 从而实现结构性去杠杆。”程实说。

风险犹在

“当前经济仍然有三个风险: 金融风险聚集态势尚未根本扭转; 实体企业债务负担较重, 民间投资活力不足; 中美贸易摩擦影响较大。”祝宝良说。

丁爽观察到的经济风险则是, 房地产投资停滞不前, 如何平衡去产能和稳增长; 中美贸易摩擦升级导致中国经常项目余额由顺差转向赤字。

本次的问卷调查显示, 排在结构性改革前三位的分别是: 国企改革占比 40%, 金融改革占比 21%, 土地改革占比 18%。同时, 当前经济的最大风险中, 金融风险 (重点是债务风险) 占比 62%, 相关改革推进力度占比 23%。

兴业银行首席经济学家鲁政委表示, 针对僵尸企业的限制可能包括强制退市、限制信贷、债券发行, 甚至限制企业投资范围 (PPP、资管产品) 等。

来自交通银行金融研究中心的数据显示: 银行业内分化持续, 五大行营收改善明显, 同比增长 4.1%; 股份行尽管营收逐季改善, 全年同比仍小幅减少 0.03%; 地方性银行深度捆绑地方经济, 仍能维持 8.9% 的营收增长度。交通银行首席经济学家连平认为, 股份行、地方性银行同业负债成本有所抬升, 核心负债争夺更趋激烈。

本次调查也显示, 在“高质量经济”的直观指标中, 能耗占比最高, 达 39%; 产能利用率占比 30%, 金融杠杆占比 15%, 经济增速仅占比 6%。

“要把握防风险和稳增长的平衡关系, 在稳定杠杆率的同时, 保证实体经济和房地产平稳发展, 避免政策叠加的负面影响。”祝宝良表示, 应该稳步推进政府机构的调整, 保证在调整中不对经济工作造成大的冲击, 加快减税和降费的进程, 切实降低企业负担。

为何经济学家们热衷于用动物来隐喻经济活动?

于理解。那么, 在经济学中, 还有哪些跟动物相关的理论呢?

鳄鱼法则 (Alligator Principle)

这是经济学交易技术法则之一, 源于鳄鱼的吞噬方式: 猎物试图挣扎, 鳄鱼的收获愈多。因此, 一旦鳄鱼咬住你的脚, 你唯一的办法就是断肢求生。

羊群效应 (The Effect of Sheep Flock)

羊群效应是人类共有的一种从众心理, 指个人的观念或行为, 因真实的或想象的群体影响或压力, 而向着与多数人一致的方向

进行变化。这种从众心理就像是羊群共有的跟从状态一样, 头羊做什么, 后面的羊群就会跟着做什么。

青蛙效应 (frog effect)

“青蛙效应”源自十九世纪末, 美国康奈尔大学曾进行过一次试验: 将一只青蛙放在煮沸的锅里, 青蛙立即跳了出去。后来, 把它放在一个装满凉水的大锅里, 任其游动, 再用小火慢慢加热, 青蛙虽然感觉到外界温度的变化, 却因惰性没有立即逃生, 到了最后, 热度令青蛙难以忍受, 但已失去跳跃逃生的能力。

蛛网理论 (Cobweb Theorem)

某些商品的价格与产量变动相互影响, 引起规律性的循环变动。由于价格和产量的连续变动用图形表示犹如蛛网, 1934 年英国人卡尔多将这种理论命名为蛛网理论。

蝴蝶效应 (The Butterfly Effect)

美国气象学家爱德华·洛伦兹在 1963 年讲述了这样一种效应: 在南美洲亚马孙河流域的热带雨林中, 一只蝴蝶偶尔扇动了几下翅膀, 由此引起的微弱气流对地球的影响可

能随着时间的推移, 两周后在美国得克萨斯州引起一场龙卷风。这一名词虽由气象研究引出, 但被广泛用于解释经济社会中的诸多现象, 比如某小国突然通货膨胀率走高, 形成一系列外溢风险, 令整个地区乃至全球的市场发生剧烈振荡。

鲶鱼效应 (Catfish Effect)

在挪威, 渔民们在装满沙丁鱼的鱼槽里放进了一条鲶鱼。鲶鱼进入鱼槽后便四处乱游, 沙丁鱼群为了躲避鲶鱼左冲右突, 不停游动。渔民们以此确保沙丁鱼的生机与活力。“鲶鱼效应”是企业管理者激发员工活力的有效措施之一。与此类似的是马蝇效应。

(宗和)

中国股市需要吹哨人制度

王健

额的奖金激励, 更建立在对举报人严格保护的基础之上。(多德-弗兰克法案) 明确规定雇主不得因雇员帮助证券交易委员会进行调查而对其解雇、降职、恐吓、骚扰或歧视。

如果雇员认为遭到雇主的报复, 可以起诉雇主并要求赔偿。法案同时规定, 吹哨人可以匿名举报, 任何可能泄露吹哨人身份的信息在该法案中都得到了最大程度的保护。在某些特定情况下, 包括证券交易委员会以及在商品期货交易委员会在内的调查组成员都无法得知吹哨人的真实身份。(多德-弗兰克法案) 真正地免除了吹哨者们的后顾之忧。

(多德-弗兰克法案) 的吹哨人项目自 2011 年 8 月份正式成立以来, 对美国证券交易委员会的监管工作贡献巨大。委员会每年收到的举报信息持续增长, 根据其年度报告, 委员会在 2013 年共收到 3 238 件举报, 平均每天 10 件, 支付给吹哨人总计 1400 万美元的奖励。如果按照法案规定的最低 10% 的支付比率计算, 吹哨人仅在 2013 年一年就帮助证券交易委员会开出了超过 1 亿美元的罚金。

在金融领域外, 美国利用吹哨人制度在监督和打击犯罪上的应用范围也非常广泛, 历史也更悠久, 最早可以追溯到 200 多年前的建国初期。美国第一部保护吹哨人的法案

于 1778 年 7 月 31 日, 也就是《独立宣言》签署的两年后通过。而此后美国在 1861 年陷入了内战, 国内混乱的市场环境则为吹哨人制度提供了一个大发展的良机。

当时的美国国内有很多商人大发战争财, 通过欺诈政府牟取暴利。这些不法商人将瞎眼的战马、瘸腿的骡子, 甚至哑火的弹药和不能射击的步枪以次充好, 卖给交战的南北双方。一位商人在把长满蛀虫的棉被卖给军队后甚至公开宣称: “不管什么东西, 你都可以把它以任何一个你满意的价格卖给政府!” 而当时联邦政府由于人力物力有限, 没有办法彻底清查这些徇私舞弊的行为, 于是国会想出了“吹哨人”这种创造性的解决方案。

1863 年 3 月国会通过《虚假申报法案》, 正式立法保护举报私人和政府部门不正当行为的“吹哨人”, 从而对不法的商人和政府官员发起了一场声势浩大的人民战争。《虚假申报法案》规定任何人都可以代表政府起诉非法商人, 并可以从政府得到的赔偿中分一杯羹。而《虚假申报法案》于是在林肯总统任上通过, 也被称作《林肯法案》。

100 多年后的今天, 《虚假申报法案》依然是社会监督政府行为的一件利器。在 1987

年到 2013 年间, 美国政府依据《虚假申报法案》追回了 389 亿美元的损失, 其中 70% 即超过 272 亿美元都要归功于吹哨人提供的举报信息。这其中大部分案件牵涉到政府的医疗保险支付、军事采购合同, 以及其他的政府合同或定标项目。

而在专业程度很深的制药业, 吹哨人更是功不可没。在 1991 年到 2012 年间涉案金额最大的 20 例案件中, 由吹哨人发起的占其中的 18 例, 这其中就包括了 2012 年曝出的“葛兰素史克虚假广告案”。

吹哨人的举报行为不仅每年帮助美国证券交易委员会开出超过亿元的罚单, 维护了金融市场的公平秩序, 保护了投资者的利益, 在美国社会其他领域也同样是维护正义的重要力量。吹哨人监督政府的行为, 保护纳税人的利益, 揭发医疗保险作弊案, 维护食品安全, 举报企业破坏环境的行为。很多大家耳熟能详的事件中都有吹哨人正义的身影——比如“水门事件”中的“深喉”。

“水门事件”中, 正是依靠“深喉”提供的关键幕后信息, 才使得美国时任总统尼克松最终黯然下台。“深喉”的身份在“水门事件”爆发后的 30 多年内始终是一个谜, 直到 2005 年, 也就是尼克松去世 11 年后, 美国联

邦调查局前副局长马克·费尔特才承认他就是“深喉”。

而登上 2002 年 12 月 22 日美国《时代周刊》封面, 并被授予周刊“年度风云人物”的是三位女性吹哨人。这三位女性吹哨人中, 包括揭发世通公司以及安然公司舞弊案, 导致公司破产的前世通员工辛西娅·库帕和前安然员工莎娜·沃特金斯, 以及举报联邦调查局对情报失察, 从而错过了避免“9·11”事件发生的联邦调查局职员科琳·罗利。《时代周刊》的评选理由是“她们冒着巨大的职业风险及个人风险去揭露世通公司、安然公司以及联邦调查局的事实真相”。

历经 200 多年, 吹哨人法案几经修订, 始终保证着吹哨人促进社会主义的精神得到保留和发扬。正如 1778 年的法案中所称: 每一个人都有义务监督社会, 并将任何不正当作为、虚假及欺诈的行为报告相关部门。即使吹哨人受到正义精神的鼓舞, 挺身而出吹响哨声仍然要承担来自外界和自身的各种压力, 并且随时要面对可能的各种报复。

对吹哨人保护和奖励机制的立法, 不仅免除了吹哨人的后顾之忧, 保障了吹哨人的利益, 维护了社会主义, 更重要的是, 它倡导了一种人人应该维护“社会道义的公民价值观, 使得更多的人愿意承担起“吹响哨声”的责任。为了纪念无数的吹哨人为美国的民主主义所做的巨大贡献, 并且唤醒以及推动每一个公民对吹哨行为的支持, 美国国会在 2013 年将每年的 7 月 31 日定为“全国吹哨人日”。