

经济走势与新增长动能

中国发展研究基金会副理事长 刘世锦

今年是中国经济触底验证期

从需求上来讲,因为过去中国经济的高增长是靠高投资拉动的,高投资三大需求来源是出口、基础设施和房地产。目前出口已经触底了,基础设施投资很大程度上是一个政策变量。房地产2014年已达历史峰顶,投资总量应该是逐步回落,尽管从2016年出现了房地产投资回升,但并没有改变房地产投资增速回落的态势,未来房地产投资将会回到一种常态。所谓常态,大概是增长2%或3%,零增长甚至负增长也都是正常的。出口、基础设施和房地产三只靴子全落地了,整个经济也就扎扎实实落地了。

从供给侧来讲,三大需求回落,供给侧也在调整,主要是重化工业在调整,但调整相对较慢,所以,过去两三年中国经济要去产能。现在看来,去产能也有了重大进展,最重要的两个指标是PPI和工业企业利润的变化。PPI在经历54个月负增长后2016年9月份已由负转正,工业企业利润经过一年多负增长也已经由负转正,从2016年下半年到2017年一季度整个工业企业利润表现不错,主要是由于供求关系发生了很大变化,供给侧触底信号已显现,大宗商品包括像煤炭、钢铁和石油价格在这个周期的最低点已经过去,将来还会有波动,因为前段时间涨幅较大,现在大家有疑惑,这些产品价格已经大幅上涨,是不是还要讲去产能。我认为应该更多关注有效产能和市场信号。有效产能不要只看报告上的数字,最重要的是看生产的、能卖出去的、能卖个好价钱的产能数字是多少。

从需求、供给两个角度看,应该说中国经济增长现在已经触底,但这个触底过程不会一帆风顺,2017年将是一个经济触底的验证期,会有一些波动。触底可能将是W型加若干个小的w型,不会出现V型或U型反转。

中国经济过去那种所谓高增长不会再回去了,因为中国经济现在的状态是在两个不同平台之间的切换,转向一个中速增长的平台。所谓触底,确切的含义是增长速度稳住了,不再下滑了。也有人可能对稳不住持怀疑态度,认为这段时间经济不错,过一段时间还得往下走,但我个人认为基本上稳住了,所谓稳住就是找到了一个经济增长的均衡点,找到以后将有持续增长的能力。从日本、韩国、台湾地区经验来看,在这个均衡点找到后基本能稳得住。

中国经济稳住后的中速增长期,至少可以有十年时间。日本有二十年经济的中速增长,中国转型已转了七年,此前高速增长把一些经济增长潜力透支了,所以,我不敢说再有二十年,但至少十年左右的中速增长的潜力是有的。

中国宏观经济分析要看三种周期的力量,基础设施和房地产投资,再加上消费,可被归为终端需求,这是整个经济增长的长周期因素,应



中国发展研究基金会副理事长刘世锦

郑宇/摄

该基本上稳下来了。当然,房地产还有一定的变数,但具体影响不会很大。

第二种力量是设备投资带来的中周期变化。设备投资正处在回升期,达到高点后可能有一定幅度回落。过去两年民间投资下降幅度很大,往往被解读为民间投资环境不好,确实存在这方面的问题,但民间投资环境并不是变得更差了,实际上更多是周期性问题。接近底部时,预期过度悲观,把投资拉下来了,随着预期调整,最近民间投资有了一个小回升的过程。

第三种力量是存货的变动。存货现在正在朝上走,我们预测存货短期内会有高点或现在已到高点,接着会有一个回落。今年一季度经济形势不错,是三种周期力量叠加回升的结果。但这个局面今年下半年就会发生改变,应该会有一个回调,会在大L型中出现一些小的w型波动。

总体来讲,2017年的不确定因素仍然不少,比如金融风险、国际环境等方面,尤其需要关注。如果应对较好,应该说中国经济触底,也就是触到所谓中速增长的“底”,大概率是会实现的。

人民币兑换美元比价的问题,要看美国和中国的情况。美国经济已经处在高点,也好不到哪里去,中国经济如果能够触底走稳,差也差不到哪里去。进入中速增长平台,市场对中国经济和人民币的预期将会逐步稳定下来。中国经济的基本面将决定金融市场走势。是不是可以这样看,人民币汇率贬值压力很大的一个阶段逐步过去了。如果中国经济转型较为顺利,生产率能有提升,人民币汇率在中长期还有一定的上升空间。

激发经济新增长的动能

中国经济的中速增长期,在高速增长期结束后与成熟增长期到来之前的区间,对应人均GDP在8000到5万美元之间。中国经济总体上来看,还是一个追赶者的角色,在这个阶段经济增长动能主要来自于三个方面。第一个方面是老经济领域,就是传统经济部门,传统经济部门的效率整体不高,需要提升效率拉动经济增长。第二个方面是对中国来讲是新的,但对欧美日本等发达国家来说是旧的经济,可称其为“老”经济领域,主要是生产性服务业。第三个方面是通过前沿创新来拓展经济增长的可能性空间。

以上三个经济增长动能中,主要还是广义的老经济,包括传统经济部门和新“老”经济领域。激发经济增长新动能,关键是老经济要加上新体制、新机制、新技术和新商业模式,主要有以下领域。

第一是行政性垄断的基础产业领域的改革、开放、竞争。基础产业领域,包括石油天然气、电力、电信、铁路、金融等领域,仍然存在着不同程度的行政性垄断。从降成本来讲,除人力成本外,目前中国能源、电信、物流、金融等领域的成本,与美国等发达国家相比,不少已经高了,不具有竞争优势。原因就在于这些行业开放度、竞争力不够,进而导致全社会生产运营成本降不下来。这个领域应当成为下一步改革的重点。

第二是经济转型过程中通过企业分化而出现的优势企业成长。10年、20年以后,你会看到,通过改革,通过市场竞争,中国将会出现一批有长期稳

定国际竞争优势的行业和企业。中国不可能在所有行业都领先,但一定要在相当一批行业中具有长期稳定的竞争优势。

第三是通过对外、对内开放,加快现代服务业的发展。中国需要优先发展生产性服务业如研发、金融、物流、信息服务等,其次是社会性服务业,如医疗卫生、教育、文化娱乐、体育等。对外开放仍很重要,通过对外开放带动对内开放。

第四是互联网等新技术带动的实体经济优化配置、效率提升。互联网可以起到提高信息密度、减少信息不对称、大幅度优化资源配置,降低社会成本的作用。例如,几个月前你可能不会想到北京街头这么多的人会骑着共享单车,但现在已经实现了。

第五是前沿性创新带来的增长潜能。基础研究是中国最大的短板,特别是大学教育和高水平研究,缺少真正自由探索的氛围和文化。中国与国际前沿的差距缩小,少数领域能够并驾齐驱甚至局部领先。中国要通过要素流动形成创新性城市或区域创新中心,在基础研究、创造性自由探索研究等方面取得实质性突破,都对体制和政策环境提出了更加挑战性的要求。

最后要强调的是,大都市圈将成为下一步经济增长、转型升级、创新驱动的新制高点。近年来,中国城市发展出现分化,珠三角、长三角、京津冀和内地的一些大都市圈正在加快发展,是完全符合规律的,各种资源特别是年轻人都朝大都市圈去,这就带动了对住房的需求。但一线城市房价涨到如此高的程度,更多的是由于体制和政策方面的原因。

这里要指出的是高房价对产业和经济发展的负面影响。

房价高了以后,除了没有买到房的人外,似乎皆大欢喜,特别是有房子的人,睡了一晚上房价又涨了,这是生产性努力吗?房价上涨是一种非生产性的财富分配,拉大了本来已经很大的收入和财富分配差距。房价是基础性价格,房价上升,很多商品和服务价格跟着上升,原有的一些产业竞争力会下降,本来可以争取的一些发展空间也被挤压了。现在我们讲降成本,高房价带来的高成本首当其冲。

高房价最后带来的是产业衰落,这个代价一定要研究,要重视。很多人没有明白这个道理,以为房价搞上去了,就得利了,其实最后一定是要吃大亏的。高房价是对中国经济下一步发展一个非常大的制约因素。怎么来改变这种局面?房地产领域和城市化进程中必须加快供给侧结构性改革,包括城市结构的转变,增加住宅用地占整个建设用地比重,农村土地制度改革,发展长期公共租赁住房,推出房地产税,等等。

改革应该是问题导向、发展导向,如果上面提到的这些改革能有实质性进展,新的增长点能出来,中国经济进入中速增长期,并持续实现十年的稳定有效率可持续的增长,那么我们设定的发展目标就有了得以实现的基础。

(中国基金报记者 杨磊 整理)

弘扬理财文化 完善法治环境

中国基金业协会前会长 孙杰

海外受托人义务规则的新发展

美国金融危机调查委员会2010年1月13日召开危机调查听证会,调查委员会的主席在此次会议中提出监管要对证券公司加上受托人义务的规则,会后,多德弗兰克法案要求相关监管机构把受托人义务制定为规则。美国证监会也拿出了一些研究报告,但劳工部很快制订了有一千多页的《受托人规则》,引起了巨大争论。特朗普上台之后十几天说要推翻多德弗兰克法案,推迟和重申受托人义务。美国的ICI(相当于基金业协会)正式致函反对《受托人规则》,一些社会团体反对的声音也很大。

广受争议的受托人义务到底是什么?它应该是广泛存在于经济活动特别是资产管理行业的一个基本理念,是指一个人和多个人为其它当事人保持一种法律和道德的关系,受托人谨慎打理他人的金钱、财产或事务。美国1940年《投资公司法》和《投资顾问法》的核心思想是受托人义务。美国证监会的网站列有一系列义务,其中最重要的一条是对维护客户最大利益负有根本性义务,并且对客户完全忠诚和保持最大善意。

受托人义务在英美等国家比较流行。但大陆法系已经开始引用受托人义务的内容,欧盟监管规则明确:忠实、义务、专业、勤勉、公平地行事,欧盟的资产管理协会也移植了这个原则。法国对美国文化有最强烈的质疑,对英国文化也有很强的抵触,但它也于2009年把受托人义务列入了自己的法律。

怎样看待美国《受托人规则》的激烈争论?首先,争论不是要不要否定受托人义务这一存续了



中国基金业协会前会长孙杰

郑宇/摄

600年的基本法理,是关于把普通法的判例原则变为成文法的争论,核心是关于实施成本和市场活力的问题;第二,受托人义务在美国的金融业领域有特殊的非常高的地位,以至于特朗普在谈多德弗兰克法案时提出对《规则》重新审视;第三个启示是投资管理文化需要法律上的支持,高度发达的资产管理业需要社会文化积淀和法律的支撑;第四是受托人义务高于投资人适当性管理,适当性管理是管理需求侧,而受托人义务则是供给侧。

中国理财环境法制完善的进程

中国的受托人制度形成也不是一帆风顺,《信托法》是大陆法系最成功引进的法律之一,2003年的《基金法》和2012年修改的《基金法》成功实施了信托原理和受托人义务的主要内容。

但是,信托关系不能乱用,国内外历史上都曾经有过很大的教训,美国的反托拉斯法就是反大公司滥用信托关系,造成垄断而不顾受托

人的风险。我国资本市场早期,挪用股民保证金也是不对受托人负责,钱托付给营业部了,你不能随便使用,必须要有规矩有要求。上市公司管理层对公司股东有信托关系,负有受托人义务,不能侵害股东权益。信托公司有一法三规,其实《信托法》还不是主要调整信托投资公司的法律,该法共有74条,没有一处提到投资、资金、公司这些词。它是一部信托关系的基本法,是一个大的法律框架,涵盖民事、商事、公益信托等诸多信托关系。它与调整行业行为之间应该还有一个中间层次的法规,无论是国务院条例还是像《基金法》一样的。各类名目繁多的理财计划不管是权益类还是债权类都是信托关系。只靠几个管理办法,没有直接的法律管着,没有市场规矩和严格的监管,这么大体量的市场一定会出事的。

现在,中央正在抓防范金融风险,习总书记也提到积极规范发展多层次资本市场,领导干部特别是高级干部要学习金融知识。管理层应该在重大的基础性长期目标和短期目标的关系上把握好。

当前出现这么多问题的根源是法律法规的问题,各部门奉行各自的法律法规,导致了很多监管漏洞、监管空白,法律监管如果跟不上,下面就有监管套利的空间。在清理整顿、防范金融风险的时候,要注重形成新的法律法规,完善法律法规,形成道德行为准则。央行牵头搞的理财规范应该考虑长远目标和短期目标,最后为修改和形成《投资基金法》做准备。

此外,我们应进一步扩大视野,保持开放的心态,了解国际经验,引进先进理念。引进《信托法》和《基金法》的制度框架之后,要进一步培育适应本土环境特点的受托人制度,使健康的投资理财文化得到弘扬,并完善相关法律法规。

(中国基金报见习记者 刘芬 整理)