

中经要报

国家信息中心

第 6 期 (总第 938 期)

2015 年 2 月 9 日

要 目 导 航

本期推荐..... 2	美国《彭博社》：消费信贷能解决中国的两大挑战..... 12
去杠杆中的底线思维..... 2	
国际财经..... 7	国内财经..... 13
美国四季度 GDP 增速放缓至 2.6%..... 7	央行超预期降准 缓解经济下行压力..... 13
希腊提出债务置换方案 欲缓和与欧元区“对峙”..... 8	1 月制造业 PMI 跌破 50%荣枯线 非制造业仍处于扩张区间..... 16
俄罗斯央行宣布降息 200 个基点..... 9	中央一号文件连续 12 年聚焦三农 改革创新建设现代化农业..... 18
海外媒体看中国..... 10	国务院出台大通关建设改革时间表 2020 年形成大通关管理体制机制..... 20
英国《金融时报》：中国 P2P 行业正在酝酿变革..... 10	观点精粹..... 22
英国《金融时报》：中国整顿影子银行初显效果..... 11	陈卫东：中国能源转型需要从竞争资源转入竞争市场..... 22
美国《华尔街日报》：中国地方政府自行其是 加剧地方债务危机..... 11	丁志杰：发展对外投资构建开放型经济新体制..... 23
	马光远：应对全球货币变局要有定力..... 24

本期推荐

去杠杆中的底线思维

陶然 刘明兴

一、对金融、经济风险的判断须告别数据陷阱

中国改革已进入风险日益增大的深水区，风险主要集中在金融领域，尤其是房地产和与房地产相关的地方投融资平台、能源、原材料国企与民企。利率过快市场化、经济杠杆不断增加的情况下，一旦经济持续下行、房地产泡沫破裂，就可能出现金融、经济的系统性风险。

很多人认为，即使中国金融风险有所增大，但包括中央和地方在内的财政风险不大。据审计署数据，2013年考虑或有债务后中国各级政府债务约为30.28万亿元，其中地方债务17.9万亿元。政府债务（不含国企债务）占GDP的53%，总体仍处可控水平。中国政府债务主要为内债，国内储蓄率高于50%，政府还有拥有高额有形资产和3.8万亿美元外汇储备，都是防御潜在危机的基础。加上中国资本项目相对封闭，资金外流引发危机的风险较低。

上述分析都有一定道理，利用得好确实能构成中国抵御系统性风险的有利条件，但也不能估计过高。虽然中央和地方仍持有大量有形资产，但其中固定资产占比很大，如公用事业、交通运输、电网、电站等，并不容易变现，很多只能带来少许现金流，基本难以覆盖债务本息。政府手上确有一些可变现资产，比如地方竞争性国企与部分公用事业，这些资产也确实是中国应对潜在金融风险的一个重大优势。但政府应该及早谋划，对短、中、长期负债的还本付息情况，有步骤、有计划推动资产变现，不仅给民资进入相关行业创造条件，更要通过

变现去补足银行的窟窿。

此外，虽然中央自身负债率较低，但很多央企负债率都超过 70%，且大都分布在周期性很强的能源、原材料、交通、电力、电网、建筑行业。它们在上一轮刺激后存在过度扩张、参与土地炒作、海外高价并购等问题，一旦经济下滑，很多投资会变成坏账，并给中央带来潜在债务负担。此外，社会保障体系欠账较大，尤其是养老金未来有较大亏空。虽然短期不会有支付问题，但随人口老龄化、人口出生率下降及新增劳动力迅速下降，潜在财政压力也不小。尤其是机关事业单位养老保险与企业养老保险并轨后，社保可持续问题立刻凸显。

考虑到中国为单一制国家，银行也以国有为主，中央最终不得不为央企与地方债务负责，由此带来的财政风险不容忽视。

对中国财政状况不能乐观的另一个原因，是较之经济增长率，财政收入增长率有更强的周期性。不仅是预算外土地出让金，预算内财税收入情况也是如此：过去相当时期内，预算内收入增速超 GDP 增速 6-8 个百分点，主因在经济中高税率部门（如出口导向型制造业、能源、原材料、房地产、金融等高端服务业等）增速要高于诸如农业、低端服务业与制造业在内的低税率部门增速。由于这些高税率部门的周期性特别强，经济下滑后其增速下降会更快，结果是财税收入增长率低于已下滑的经济增长率，本已捉襟见肘的预算收入就会雪上加霜。

总体来看，中国政府虽有各种有利条件，但并不能解决金融体系的脆弱性与增长模式的不可持续性问题。如果对潜在系统性风险估计不足，原来有利的因素可能还会麻痹政府、金融乃至实体部门的相关决策者，甚至加大政府、国企投资与银行体系放贷的道德风险。结果是杠杆率不断加大，去产能化无法有效完成，制造更多、更大的泡沫。

二、中国当前的改革必须有底线思维

充分估计中国金融、经济体系面临的系统风险，要求改革必须建立“底线思维”：凡事从坏处准备，努力争取最好的结果。

底线思维要求改革必须防范底线场景：即经济、金融风险出现整体性失控。但底线思维并非消极防范，更不是通过过度宽松货币、财政政策去加杠杆，不是去守住所谓 7% 的增长率底线，它应是一种积极思维：在了解底线场景是什么、超越后会带来什么危险的基础上，采取有效措施来化解风险。

（一）“底线思维”要求中国必须着力去杠杆

对中国而言，避免底线场景的第一要务，就是要采取有效措施，尤其是严格金融纪律，在私人部门（主要是房地产部门上下游相关企业）与政府部门（主要是地方政府）全力去杠杆化。政府必须积极推动那些资不抵债、无挽回前景的企业破产重组，允许不少理财产品违约，允许部分信托机构、担保公司倒闭。

去杠杆必须要解决资金链断裂后的刚性兑付问题。而一旦突破刚性兑付，包括企业、相关金融机构、地方政府在内的受损者都会遇到麻烦。在这种情况下，企业、相关金融机构与地方政府都有积极性“一护二捂”。但如果此类情况持续，个案带来的风险就会不断累积并最后演变为总体风险。此时，与其继续通过一次次刚性兑付去掩盖矛盾，不如让各个小矛盾先单独爆发，然后通过有效破产、清算、再融资与适度救助去降低其产生的社会影响，最后实现总体风险可控。

在地方债问题上，需要有效约束地方的过度建设倾向。中央应在全面摸清所有地方债务、资产情况的前提下，设定相应发债标准与条件，首先选择符合标准的市县（而非省）全面公布其资产负债，然后推动市场化、有差别利率的地方债发行；对没有达标的市县，在达标之前不允许发行。部分市县经过诸如国企改革或政府资产变现等方式降低负债率并达标后，可允许发行地方债。对如何努力也难以达标的市县投融资平台，该破产清算的必须破产清算，同时严控地方各类支出。只有满足这些前提，中央才考虑给予一定救助，而其主要目标也应该是防止相关银行机构倒闭并带来社会不稳定。

一旦有效去杠杆砍断了地方政府与国企不断从金融体系吸血的渠道，短期内坏账虽会有显著增加，但系统性风险会降低，利率反而会真正降下来，甚至直接逼近零利率。即使去杠杆后短期增长下来了，但低利率也会让那些真正有发展前景的产业、民企获得有效信贷支持，甚至还能对房地产业有效重组、逐步恢复健康创造条件。只要不出现流动性陷阱，去杠杆不仅有助于避免系统性风险，更有利于结构调整。防止流动性陷阱的关键，就是推动诸如土地、国企、高端服务业（石油石化、电信、航空、医疗、教育等）准入等实体部门改革，让过高的流动性进入那些仍有正回报的部门。

需要指出，为推动国有、私营企业与地方政府去杠杆，中央可能还需要适度加杠杆。中国可能不得不采取扩张性财政政策以及宽松货币政策，但其前提是不能放水帮助地方与企业解决暂时困难，而是为缓解去杠杆的痛苦而对金融机构实施适当救助，尤其是防止银行倒闭，在严格市场纪律同时避免过大的经济与社会震荡。

（二）政府应谨慎支出、储备过冬

未来几年，各级财政收入增速可能进一步下滑，甚至出现负增长，而经济下滑却要求政府增加支出，包括社会保障支出，救助银行、企业乃至下级政府的支出，这势必增加财政赤字与政府债务。在加杠杆方面，中央还有较大空间，但不应过高估计这个空间。政府必须从现在开始就想尽办法开源节流。

政府应淡出大规模保障性住房建设，通过“区段征收”式土地改革，允许人口流入地的城郊村村民来为流动人口建设可支付的市场化出租房，拉动建材、钢铁、家电等产品需求、有效增加城市劳动力供给，并为被改造地段教育、基础设施融资。这不仅可以节省保障性住房支出，还可以利用社会资金建设出租房并缓解很多产能过剩行业去杠杆的痛苦。

中央应逐步减少各类专项转移支付，包括改善农田水利基础设施

建设的农地整理专项资金。为此，总结浙江“农地整理新增耕地折抵建设用地指标”经验，配合现有的“城乡建设用地增减挂钩”，多元化产生建设用地指标，充分调动地方整理农地的积极性。这将有助于节省中央专项经费，而且还因农地整理可同时提高存量耕地质量与新增耕地面积，减少农地确权矛盾、降低确权成本。

同样是基于底线思维，要加快地方国企全面退出竞争性领域：一方面实现较高价格的资产变现与还债；另一方面，加速民营化有助于防止民营资本外流，巩固地方税基。

应考虑将目前分散在各部委、并带来部委与地方“合谋”、软化地方预算约束的各类专项转移支付，逐步整合为各领域的“专项性一般转移支付”，推动“省级统筹体制改革”并让省政府来负责分配这些资金到市县。同时，中央要逐步推动与上述专项资金改革配套的均衡性支付改革，更多运用激励性、考核性奖励调动地方自行平衡收支、确保相关投入的积极性。这些改革，都有助于在保基本运转（体制内稳定）、保基本服务（体制外稳定）前提下，调动地方开源节流的积极性。

在其他领域，各级政府也有很多节省开支、提高资金效率的空间，如教育、医疗（包括医保）支出、三公经费、压缩低回报基础设施建设，外汇储备审慎投资等。关键是要建立一个有效机制去凝聚各方智慧，为可能到来的冬天留下足够的储备。

（三）有效改革需要预期管理

如果中国经济存在着日益增大的系统性风险，而降低风险的最好办法就是有效推动改革，那么政府就必须在向全社会宣示坚定改革决心的同时，尽最大可能与各阶层进行有效沟通。政府既需要通过良好的机制设计来逐步凝聚有效改革的策略共识，在改革中尽可能通过做大蛋糕并合理分配的方式减少阻力；也需要充分提示改革可能带来的阵痛，让社会做好思想与行动准备。这就要求改革中政府有责任在关键信息上保持一定透明度与前后一致性，并以客观条件为依据阐明立

场，给大众“改革必然成功、也必须成功”的信念，同时明确提示将遇到的确定性困难，以及可能存在一些隐而未现的风险。

“经济新常态”的提法就是一种预期管理。但现在全社会对未来可能的风险和调整仍明显估计不足。政府必须对去杠杆、调结构可能引起的负面效应给予充分评估，并进行更为有效的改革预期管理，这样才能在取得包括既得利益集团在内的全社会各阶层对改革支持的同时，提高大众对改革可能面临困难、僵局乃至重大风险的容忍度。

三、去杠杆中的三类系统性风险

在有效去杠杆过程中，政府主要面临三方面的系统性风险：首先是金融系统的呆坏账会上升，其次是地方财政运转困难会导致体制内的维稳压力迅速加大；最后是经济衰退乃至银行可能出现的风险都会增加社会不稳定。如何有效地管控这三方面的风险，最终会影响到去杠杆政策乃至整个改革的成败。

由于系统性风险一旦爆发就会有很强的外部性，所以通过去杠杆来避免系统性风险必然是中央难以回避的责任。中央在控制风险负责任，并不等于中央必须硬性去承担全部责任。中央既需要采取有效措施去尽量降低去杠杆的宏观经济风险，又需要尽量将去杠杆所产生的经济和社会压力部分地去分散到地方，积极动员社会各方面力量来化解经济结构转型中种种矛盾。（陶然系中国人民大学国家发展与战略研究院副院长，刘明兴系北京大学教育财政研究所教授）

国际财经

美国四季度 GDP 增速放缓至 2.6%

1月30日，美国公布了2014年四季度GDP初值，实际GDP增速从第三季度的5%回落至2.6%，远低于估计的3.3%。2014年全年，美国经济在一季度萎缩2.1%的背景下取得2.4%的增长，虽然创2010年以来的最快增长。但彼得·林德赛团队的高级市场分析师认为，美国仍旧未能逃脱这个2%到2.5%的增速。美国四

季度经济增长减缓，主要原因有两个：一是国防开支拖累政府支出下滑。四季度政府支出增长为负的 2.2%，而扣除国防支出后却是正增长，显示三季度国防开支的高速增长是不可持续的。二是美国四季度经济增长出现“高消费低投资”的结构性变化。美国四季度实际个人消费开支增长 4.3%，是 2006 年以来的最快增速。其中，耐用品个人消费开支增长 7.4%、非耐用品增长 4.4%、服务增长 3.7%。而商业固定资产投资增速从第三季度的 8.9% 降至 1.9%。消费上升的主要原因是低油价和劳动力市场改善。美国政府的数据显示，自 2014 年 6 月以来，美国汽油价格下跌了 43%。低油价不仅刺激了能源消费的上升，也留给家庭和企业更多可支配收入，从而带动整体消费提升。同时四季度劳动力市场大幅改善，失业率降至 5.6%，支撑了消费者信心。投资下滑主要是受油价下跌和全球经济放缓影响。一方面，投资下滑受全球需求疲软影响，2014 年下半年订单数据持续走弱和出口均下滑反映了这一点；另一方面，四季度 WTI 原油价格由 90 美元/桶跌至 50 美元/桶，击穿了多个页岩油产区的成本线，导致多家大型油企宣布削减投资额，也在一定程度上影响了投资增长。不过，市场多数预计，在消费开支强劲增长的推动下，预计美国 2015 年实际 GDP 增速有望加快至 3% 以上。

希腊提出债务置换方案 欲缓和与欧元区“对峙”

2 月 2 日，为缓和与国际债权人的冲突，希腊政府放弃了减免债务的主张，提出一项债务置换方案。具体内容为，欧洲央行持有的希腊债券以及希腊欠欧元区各国政府的部分债务（530 亿欧元的双边贷款），可以置换成与希腊经济成长挂钩的债券或者永久债券（无到期日，但将支付相对较高的年利率）。为保证利息支付，即使无法兑现竞选时作出的支出承诺，希腊也将始终保证政府基本预算盈余/GDP 保持在 1%-1.5% 的水平。对于希腊提出的债务置换计划，参与援助希腊的欧元区官员表示怀疑，并给出三点理由：首先，欧元区目前没有意愿重组所持有的希腊债券；其次，债券互换计划面临法律和实际操作双重问题；最后，欧洲金融稳定机构(EFSF)给希腊制定的财务条件十分优厚，没有必要进行此项置换工程。虽然提议受到冷遇，但是希腊财长亚尼斯·瓦鲁法基斯并未放弃，他选择绕过“三驾马车”而与各国领导人直接磋商以便赢得支持。希腊提出债务置换有自己的考

虑，一方面，坚持紧缩政策有违选民意愿。此次激进左翼联盟上台本身就是希腊选民对“三驾马车”（欧盟、欧洲央行和国际货币基金组织）领导下的紧缩政策说不的最佳体现。另一方面，三驾马车所强调的“结构性改革”的优点在实施中已被证明差强人意。因为对希腊经济改革影响更大的是寡头阶层，这包括不良贷款超过40%、并拖累其他行业的银行业。在三驾马车的指导下，希腊在对付寡头或解决大范围避税方面鲜有成绩。而希腊新政府应该能有更大的作为，因为它尚未与富人利益集团结下深厚的关系。重新审视希腊的困境，希腊和欧元区双方应该合作。希腊激进左翼联盟需要盟友来对付寡头、重组银行并建立现代税收制度；其欧洲伙伴也必须认识到，双方之间并非简单的债权债务关系，希腊违约将导致的系统性风险是欧元区难以承受的。欧盟国家在希腊有大量投资，它们的谈判立场必须将增长放在首位。这指向将偿还债务与希腊GDP挂钩。这些措施除了向雅典方面提供让改革起作用所需的喘息空间，还可以明确地将欧盟与希腊的积极性协调起来。顺利的话，长远来看债权人甚至可能获得更高的回报。

俄罗斯央行宣布降息 200 个基点

为遏制经济进一步降温，稳定物价水平，俄罗斯央行1月30日宣布将基准利率由17%下调至15%。受西方对俄罗斯发起多轮经济制裁的影响，俄罗斯国内出现经济萎缩、资本外逃、卢布贬值和通胀攀升。据俄罗斯经济发展部最新预测，2015年俄罗斯国内生产总值（GDP）将萎缩3%，固定资产投资下降13%，工业生产下降1.6%，零售贸易总额下降8%，职工工资和居民实际收入降幅将分别超过9%和6%；通货膨胀率将达12%，资本外流将达1150亿美元。此前，为遏制卢布贬值和通胀攀升，俄罗斯央行连续5次加息，使基准利率从5.5%一路攀升至17%。然而在基准利率保持在17%的高位条件下，俄罗斯中小型企业、农业、工业均难以发展，俄罗斯政商界领袖请求放宽货币政策的呼声越来越大。对俄罗斯央行来说，其货币政策正在陷入一个死循环：降息会打压卢布，而卢布的走低将加大俄罗斯的通胀风险，通胀上升客观上又要求央行加息。对于俄罗斯当前的处境，多家投行纷纷表示悲观。高盛认为俄央行降息不足以拯救卢布，而摩根士丹利更是用“在劫难逃”来形容俄罗斯，不仅把俄2015年的GDP增长预期由之前

的萎缩 1.7% 大幅下调至萎缩 5.6%，还指出了其经济将面临的三大风险。首先，俄罗斯政府为稳定局势而采取的降息政策会压低卢布汇率，推升国内通胀。其次，欧盟决定延长对俄制裁 6 个月，说明西方对俄制裁可能进一步加大，这种潜在威胁将导致俄罗斯评级下调、国内资本外流加剧，进一步压低卢布汇率并推升通胀。最后，俄罗斯政府很可能最终实施资本管制。如果俄罗斯真的实施资本管制，将向国际市场传递一种更加悲观的信号，会激化更多资本铤而走险向境外流失。对俄罗斯来说，目前的博弈筹码所剩无几，缓和乌克兰东部局势以获取谈判的时间和空间也许是唯一出路。

海外媒体看中国

英国《金融时报》：中国 P2P 行业正在酝酿变革

中国监管机构正在迅速推进金融业改革。1 月，中国总理李克强敲下回车键，为中国第一家民营纯互联网银行微众银行(WeBank)发放了第一笔贷款。互联网巨头腾讯公司持有微众银行部分股权。另一互联网巨头阿里巴巴旗下的蚂蚁金服也启动了芝麻信用管理有限公司，这是中国要求 8 家机构做好个人征信业务准备工作以来，成立的首家私营征信机构。在线 P2P 贷款也在蓬勃发展。高盛数据显示，2012 年至 2014 年，P2P 贷款从 60 亿元人民币增加到了 830 亿元人民币。预计今年 P2P 贷款将增长 180%。但是这个新生的行业风险很高。瑞信去年 8 月的一份报告称，近 2/3 的借款人意欲使用借来的资金开网店。令人担忧的是，逾 30% 的借款人借钱是为了度假和投资股票。P2P 行业门户网站“网贷之家”表示，投资人数量比借款人多近两倍，显示投资人是小笔出借资金的储户，而借款人往往大笔借入资金。这与其他地方的模式是相反的，比如美国上市公司 Lending Club，其平台上的贷款分散到许多互不相关的小型借款人，而投资人中有大型机构。风险还不止于此。这一行业还未受到监管，因为当局对它的发展采取了不干涉态度。网贷之家的数据显示，从 2011 年到去年底，有 367 家 P2P 借贷平台出问题。眼下仍有逾 1500 家 P2P 平台在运营，其中包括最大的 P2P 平台——平安保险旗下的陆金所。网贷之家表示，鉴于 P2P 贷款的平均年化收益率将近 18%，而官方存

款利率为 2.75%，储户应该会继续向 P2P 平台提供资金。如果中国政府想要确保 P2P 成为赢家，就得改变“不干涉”的态度，开始对这个行业进行严格监管。

英国《金融时报》：中国整顿影子银行初显效果

2010 年以来，向“影子银行”这一监管薄弱的新行业支付更高利率、并承担更高风险的借款者数量大增，从而加大了经济放缓时发生违约潮的可能性。中国央行发布数据显示，2014 年所有渠道的信贷创造量同比减少 6%，为 2002 年开始收集“社会融资总量”数据以来，仅有的三个呈现减少态势的年度之一。分析师表示，这反映出非银行贷款增长开始放慢。穆迪亚太业务首席信贷官迈克尔·泰勒表示，尽管影子银行仍在增长，但随着旨在抑制其扩张的措施开始生效，该行业在近几个季度的增速已变得非常之低。随着旨在抑制表外融资的监管规定不断出台，以银行为渠道的新贷款份额已呈现反弹，本币银行贷款占到去年新增信贷总量的 63%，为 2009 年以来的最高水平。信托贷款的规模大减逾 2/3，减至 5170 亿元人民币（合 830 亿美元），占新增信贷总量的 3%。信托贷款一直是影子银行引发担忧的核心部分，因为它把资金发放给银行竭力避免的地产开发商、地方政府和其他行业。监管层引导更多信贷回归资产负债表的努力，在微调用于计算银行存贷比的存款定义方面得到了体现。分析师表示，75% 的存贷比上限一直是近年来推动银行将贷款移出资产负债表的关键动力。中国央行数据显示，在非银行渠道信贷中，去年公司债规模升高至 23.8 万亿元人民币（合 3.8 万亿美元）的历史峰值，占新增信贷总量的 15%。这推动债券超过信托贷款、成为中国经济的第三大信贷来源，仅次于银行贷款和公司间借贷。在 GDP 数据显示 2014 年中国经济增速为 24 年来最低后，中国监管层防控风险的努力，已为定向货币宽松做好了准备。摩根士丹利中国金融业分析师 Richard Xu 表示，此举有助于在需要进一步宽松时，为央行提供更大的货币政策灵活性，减少对潜在不利“副作用”的担忧。

美国《华尔街日报》：中国地方政府自行其是 加剧地方债务危机

国际货币基金组织（IMF）表示，中国的债务增速比日本、韩国和美国在陷入深度衰退之前的债务增速更快。中国政府 2014 年 12 月初采取措施限制地方政府支持的公司大肆借款。2014 年 12 月 8 日，中国的证券登记结算机构出乎市场

意料地推出新规，禁止投资者利用低评级债券为抵押品去贷款。这一规定导致中国内地从国债到股票等证券遭遇抛售，因投资者卖出具有流动性的资产（包括地方政府融资平台发行的债券）以套现。但地方政府抵制中央政策的能力出人意料。据 IMF 的估计，2013 年地方政府债务占国内生产总值（GDP）的比重已经达到 36%，这一比例为 2008 年的两倍，并且到 2019 年将升至 52%。由于中央政府从 20 世纪 90 年代中期开始禁止地方政府发行债券或直接从银行贷款。取而代之的是，地方政府通过所谓的地方政府融资平台间接借钱。这些实体为地方政府筹集资金用于投资公路、地铁、机场、房地产及其他项目。由于有地方政府的隐性担保，无论项目是否合理，都可以帮助这些融资公司借钱。香港市场分析公司 PRC Macro Advisors 估计，地方融资平台发行的新债中大约一半是为了对现有债务进行展期。大约 8000 个地方政府融资公司推动了城市的快速发展，但也对房地产、工业园区和其他项目的过剩负有责任，经济学家和官员们认为，这种过剩对中国经济健康构成威胁。有些地方的医院项目却没有建设，一些小企业也得不到资金。2014 年初，李克强总理和央行官员明确表示，中国政府可能会允许发生一些违约事件，以此向银行发出警告，减低信贷增速。北京私募股权投资公司春华资本集团主席胡祖六表示，这是日本综合征，如果一直推迟解决问题，那么就会产生危机，但这是一个缓慢进展的危机。

美国《彭博社》：消费信贷能解决中国的两大挑战

中国政府面临两大挑战，而且两大挑战息息相关：一是支持经济增长，二是提高国内消费在经济中的分量，从而恢复经济平衡。投资在中国 GDP 中所占比重已接近 50%，行业产能过剩与“鬼城”令人担忧。2014 年，出口与在建房地产项目在某些月份双双下滑，凸显出持续依赖外需与建设拉动经济增长带来的风险，以及提升国内消费地位的重要性。消费者信贷成为同时解决两大挑战的希望所在。中国正在快步推进消费信贷市场的开发。对中国而言，建立更加多元化的消费金融体系，给中低收入家庭提供更多信贷便利，将可实现收益最大化。国内消费对经济的贡献已经在上升。服务业所占比重已超制造业。家庭可支配收入增速自 2013 年年中以来超过了 GDP 增速。社会保障持续改善正在提高家庭的消费能力。

不过，这一过程依然太慢。按照当前速度，民间消费达到日本水平还需140年，达到美国水平还需193年。加快消费信贷增长，则可加快这一进程。消费信贷可以马上弥补家庭收入的短板，刺激经济增长同时还能提高消费对整体需求的贡献。狭义上讲，有借必有还，所以消费信贷增长只能带来一时的刺激。不过广义而言，提高家庭借贷便利有可能带来消费行为和动机的转变，从而产生更长远的影响。不过从国际经验来看，消费信贷增长未必会推动经济恢复平衡，有时甚至会威胁到金融稳定，中国在设计消费信贷政策时也需关注这一点。

国内财经

央行超预期降准 缓解经济下行压力

央行宣布自2月5日起下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。同时，对小微企业贷款占比达到定向降准标准的城市商业银行、非县域农村商业银行额外降低人民币存款准备金率0.5个百分点，对中国农业发展银行额外降低人民币存款准备金率4个百分点。这是央行自2012年5月18日后，时隔两年多再次实施全面降准，时间和幅度大大超出了市场的预期。**缓解经济下行压力** 《中国新闻网》评论，央行在此时选择大幅度降准的背景，从国际上看，随着经济增长预期下调，全球正在上演新一轮“降息潮”，澳大利亚等至少10个国家近期宣布降息，欧洲央行也推出了大规模量化宽松计划；从国内看，近期发布的经济数据不容乐观，2014年GDP增速创出新低，1月份制造业采购经理指数(PMI)两年多来首次跌破50%荣枯线，人民币即期汇率七天六次逼近跌停，资本外流论断也不绝于耳。国家信息中心宏观经济研究室主任牛犁也表示，从各方面看降准是必然的，目前中国经济下行压力较大，物价水平较低，去年四季度国际收支平衡表也显示大规模资金外流，外汇占款减少，都为降准提供了空间和条件；国际上诸多国家都在采取量化宽松政策，大环境下也逼迫中国必须顺应这种潮流。中国人民大学财政金融学院副院长赵锡军则指出，上次降息后很多资金流入到股市和资本市场，这并非降准降息要达到的目的。因此，此次降准真正会对实体经济产生多大影响，有待观察。特别要注意的是，不能一降了之，应更加关注新增信

贷的效益和质量，防止新增贷款投向产能过剩等正在调控的行业和领域。民生宏观团队也认为，降准后经济不一定能立即改善。降准提升货币乘数的前提是银行提供信用的意愿增强。中国经济目前还有下行压力，银行风险偏好收缩趋势难改，降准对货币创造和经济的刺激力度有限。

缓解流动性紧张 各个机构对此次降准释放资金量的预测存在细微差异，但总的来说，预测值普遍在 6000 亿以上。方正证券首席宏观经济顾问苏剑指出，降准是去年降息的后续动作。目前，中国的利率市场化程度已经很高，货币政策传导机制已经改变，利率与货币供给量之间已经存在因果关系。因此，要想让上次的降息落到实处，就必须增加货币供给量。年底资金供给相对紧张，通过公开市场操作能够提供的流动性有限，只有降准的力度才有可能满足需求。华泰证券首席分析师罗毅表示，预计普降 0.5 个百分点能释放资金约 6000 亿，加上额外的三农 2000 亿，总共释放资金量为 7000-9000 亿。此次降准印证了“汇率贬值和降准之间存在着高度的相关性”的判断，降息意在缓解春节前的流动性紧张，平抑资金利率波动，短期资金利率有望下行。交通银行金融研究中心认为，粗略估算此次降准将会释放近 7000 亿元资金，将有力缓解市场流动性紧张态势，促进市场利率下行，保持流动性充裕。另外，降准还有利于改善银行的信贷供应能力，提高货币乘数，进而促进贷款市场利率和整个社会融资成本的下降。

普降与定向结合支持薄弱领域 民生银行首席研究员温彬表示，这次降准第一次采取普遍降准加定向降准，是货币政策工具使用的又一次创新，体现了货币政策松紧适度的体现。赵锡军认为，此次降准既照顾总量，又突出重点，对小微企业、三农等经济薄弱领域提供了进一步支持和倾斜。随着信贷供应的增加，在供求关系、风险水平不变的情况下，市场利率会降低，企业的贷款成本会往下走，这有利于解决企业融资贵、融资难的问题，促使企业扩大投资，从而助推经济回稳。华夏银行发展研究部战略室负责人杨驰表示，央行此次降准幅度之大，超出了市场普遍预期，意在积极应对经济下行压力、释放市场流动性，鼓励金融机构将更多的资金投入小微和三农领域。此次专门针对农发行大幅降准 4 个百分点，也有鼓励加大对水利工程建设信贷投放规模的意图。

利好股市楼市 赵锡军表示，数千亿可贷资金的释放将大大改善市场的心理预期，对

股市、楼市、汇市都是一大利好。股市可能反应更积极一些，楼市也会出现一定程度回暖，但在楼市总体环境变化，以及不动产登记条例、房地产税等制度性安排存在不确定性的情况下，楼市的回暖可能不如股市。英大证券首席经济学家李大霄表示，降准有利于稳定经济及股市，这次降准对市场的影响可能不及上次降息对市场猛烈的刺激作用，而且现阶段仍然处于去杠杆过程，预计本次降准将会对股市的调整起到减缓作用。中原地产首席分析师张大伟表示，信贷政策松绑的通道已经开启，楼市将获益最大。从过往历史看，降准与降息是房地产发展的推进剂。对购房者来说，降准使其对市场的预期明显向好，入市积极性会继续提高，房价量价齐涨的可能性非常大。银行资金宽裕后，房贷有望继续宽松，部分城市将可能在目前9折主流的基础上回归到8.5折。对极缺钱的开发商来说也是利好，意味着从银行贷款的难度降低，融资成本也将降低。

人民币贬值压力加大 赵锡军认为，降准会对汇率产生间接的影响，随着货币供应变化，汇率的双向波动可能会更频繁。近日来，人民币兑美元即期相对中间价逼近跌停已成常态。兴业银行首席经济学家鲁政委表示，此次降准是对此前PMI跌破50的反应，与此前呼吁的“以降准驱动贬值”一致，将降低金融机构成本，所释放出的长期限资金有助于稳定金融机构预期，引导融资成本下降。这也意味着中国对全球竞相的宽松作出反应，意味着人民币汇率也将进入贬值通道，否则，降准就仅仅只有脉冲效果而无助于中国经济的企稳。渣打驻香港外汇策略师Eddie Cheung表示，人民币未来一周走势可能呈现中性，因市场乐观预期中国将采取积极措施刺激经济，这将抵消降准带来的贬值压力。但宽松政策加上美元整体走强，最终将导致人民币贬值。招商银行总行金融市场部高级分析师刘东亮则认为，“人民币汇率将进入贬值通道”的看法应该是指会有一个长期的贬值，但应该还是以稳定为主，而且如果美元展开回调，短期人民币升值的概率还会更大一些。降准对即期汇率的影响尚不明朗，关键看后续央行中间价的制定，仍维持区间波动的判断，但考虑到境内人民币与美元利差有望收窄，境内美元远期升水有望出现一定幅度回落。

宽松可期 央行表示，将继续实施稳健的货币政策，保持松紧适度，引导货币信贷和社会融资规模平稳适度增长，促进经济健康平稳运行。市场普遍预期，未来

降息或降准仍会出现。国家信息中心经济预测部首席经济师祝宝良表示，2015年的货币政策是否宽松还是要看实体经济和物价水平的具体情况，但就目前情况来看，2015年的物价水平整体不会偏高，还会有几次降准，也不排除降息可能。海通证券分析师姜超表示，央行货币政策正向常态化回归，未来总量宽松政策有望成为货币政策的主力，预计年内至少还有3次以上降准，而再次降息亦值得期待。管清友认为，外汇占款零增长假设下，基础货币缺口约3万亿，这意味着降准不会只出现一次，降息降准将配合进行。结合近期基建项目上马等情况，可以看出中央稳增长和缓释存量债务风险的意图。苏剑指出，目前实体经济中缺乏好的投资机会，要想让货币供给的增加真正刺激实体经济，应该还会有财政政策以及增加项目审批等方面的配合，否则货币宽松会主要流入资产市场，对实体经济无效。

1月制造业 PMI 跌破 50%荣枯线 非制造业仍处于扩张区间

国家统计局公布数据显示，1月官方制造业采购经理人指数(PMI)28个月来首次跌破荣枯线至49.8%，表明中国经济2015年开年仍面临较大下行压力；而官方非制造业PMI为53.7%，亦创出一年新低，但仍处于平稳扩张区间。汇丰中国1月制造业PMI终值为49.7，连续第二个月低于荣枯线，服务业PMI则回落至51.8，综合PMI回落至51.0。**制造业需求仍低迷** 国家统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河指出，1月制造业PMI比上月回落0.3个百分点，一是受元旦春节及季节性因素影响，制造业企业生产经营活动有所减缓。近六年除2012年外，其他年度1月的PMI环比均为回落。二是大宗商品价格持续下跌，相关行业企业的生产受到较大影响，1月主要原材料购进价格指数41.9%，近六个月逐月回落。三是国内外市场需求总体继续偏弱，订单增速连续回落。中国物流信息中心陈中涛分析，目前经济下行压力仍不容忽视。生产水平下降，是PMI指数回落的主要原因。一些企业提前放假，安排停产检修，导致生产指数下降。2月份，受春节影响，企业经营活动仍将下行波动。春节过后，补库需求将会加快释放，带动供应链活跃、经济走势将趋稳。中国物流信息中心特约分析师张立群亦指出，由于1月是衔接上年年度目标与本年目标的一个临界点，而且受春节因素影响明显，因此历年1月PMI指数大多呈现下行趋势。考虑这一因素，1月PMI指数变化实际预示

的经济下行幅度不大。从 12 个分项指数来看，同上月相比，除积压订单指数、产成品库存指数、供应商配送时间指数略有上升外，其余各分项指数均有所下降。其中，进口指数、购进价格指数、经营活动预期指数降幅较为明显，超过 1 个百分点；其余指数降幅均在 1 个百分点之内。生产指数和新订单指数分别为 51.7% 和 50.2%，虽然环比小幅回落，仍位于荣枯线之上，表明生产和订单继续保持增长。中、小型企业 PMI 分别为 49.9% 和 46.4%，比上月回升 1.2 和 0.9 个百分点，收缩幅度均有不同程度收窄。华泰宏观分析，叠加需求疲软、季节性以及企业运营周期等因素，1 月生产及新订单指数继续收缩，库存去化仍显压力，总体上看经济仍存较大下行压力，其中出口订单和就业指数的下滑正逐渐构成风险项。中小企业景气回升成为亮点，与前期政策上对于中小企业在信贷和税收等方面的扶持密不可分。非制造业成经济发展“稳定器” 赵庆河指出，非制造业 PMI 虽比上月小幅回落 0.4 个百分点，仍位于较高景气区间，表明我国非制造业总体上保持良好发展势头，对稳定经济增长的作用不断增强。中国物流信息中心新闻稿指出，出口订单指数环比上升，且高于同期均值和历史均值。特别是从业人员指数反季节回升，显示出非制造业在总体经济中发挥着稳定器的作用。分行业看，服务业商务活动指数 52.9%，比上月回落 0.4 个百分点，表明服务业业务总量继续保持增长，但增速放缓；建筑业商务活动指数 56.9%，比上月回落 0.2 个百分点，表明建筑业企业业务总量继续保持增长，但增幅略有收窄。中国物流与采购联合会副会长蔡进认为，1 月非制造业 PMI 小幅回落，但高于去年同期水平，非制造业增长仍处于平稳较快的运行区间。服务业新订单指数和从业人员指数均连续上升，行业活动开局良好。土木工程建筑业新出口订单指数连续两个月保持高位，反映出基建工程走出去的步伐继续加快。房地产指数延续回落走势，行业活动受淡季影响继续下行。价格指数持续回落，通缩风险的预期进一步增强，不容忽视。

“保增长”政策提振经济 《华尔街日报》援引分析师观点指出，官方 PMI 表明，未来几个月政府将需要考虑推出更多有针对性的措施来提振经济。华泰宏观评论，经济下行压力不减，政策需维持宽松。结合近期国内和国际经济形势，未来央行在增长、物价、就业以及国际收支等中介目标上操作难度加大。预计央行在总量

上仍将维持宽松格局，同时定向支持中小企业将是一个长期政策。中信证券首席经济学家诸建芳分析，财政政策方面可能继续推出一系列基建项目，以“一带一路”为抓手，继续推动国内基建，二季度整体基建加大的力度将更加显著。中债资信评级技术总部贾书培分析，政策面上，央行加大基础货币投放，重启逆回购并下调逆回购利率，发改委批复涵盖铁路、公路、机场等领域的基建项目，预计春节过后天气转暖、地方政府债务甄别告一段落、前期审批通过的基建项目陆续开工，经济运行将会出现改善。

中央一号文件连续 12 年聚焦三农 改革创新建设现代化农业

2015 年中央一号文件《关于加大改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见》2 月 1 日正式发布，至此中央一号文件已连续 12 年锁定“三农”问题。文件包括五个部分：围绕建设现代农业，加快转变农业发展方式；围绕促进农民增收，加大惠农政策力度；围绕城乡发展一体化，深入推进新农村建设；围绕增添农村发展活力，全面深化农村改革；围绕做好“三农”工作，加强农村法治建设。中央农村工作领导小组副组长陈锡文指出，前三部分是农业农村发展的主要目标，是习近平总书记 2013 年在中央农村工作会议上讲的中国要强，农业必须强、中国要富、农民必须富、中国要美、农村必须美的重要思想。后两部分，深化农村改革是动力，农村法治建设为保障。农业现代化是首要议题 农业现代化是此次“一号文件”的首要议题。文件提出，必须尽快从主要追求产量和依赖资源消耗的粗放经营转到数量质量效益并重、注重提高竞争力、注重农业科技创新、注重可持续的集约发展上来，走产出高效、产品安全、资源节约、环境友好的现代农业发展之路。浙商证券研究员王鹏、廖凌认为，加快推进农业现代化是建设“新四化”进程中最为紧迫的重大任务，未来政策对相关领域的扶持力度将继续加大。中国农科院农经所研究员朱立志认为，当前“耕子孙田种当季粮”的旧有发展模式严重透支地力和产能，已走到尽头。一号文件对“转方式”浓墨重彩，极具针对性，传递出我国必须走现代农业道路的信号。建设现代农业的措施中首当其中的是“不断增强粮食生产能力”，这与以往更多地强调产量增长的表述有着明显区别。文件针对这一点提出了许多细化要求，包括永久农田划定、高标准农田建设、耕地质

量保护与提升等。中国人民大学农学院教授郑风田指出，““三农”问题的核心就是粮食安全，转变发展方式意味着保障粮食生产数量同时，更加注重效益，同时保证粮食生产质量。当前对粮食安全的关注已从过去的数量安全转向质量安全，并对如何保障质量安全进行具体部署，如从农产品源头控制等。在制度建设上，提出粮食安全省长负责制是一大亮点。国务院发展研究中心农村经济部相关人士表示，一号文件主题是农业现代化和“三农”改革创新，这两者的最终目的之一即是实现国家的粮食安全。粮食安全的一个重要指标是粮食产量能够实现基本自给，而这需要在地、人、科技三方面着力：一是耕地不减少，为此需要严格保护耕地；二是耕地的使用率不降低，为此需要保护农民的种粮积极性，并创新农业的经营方式；三是提高单产，这就需要通过科技创新来实现。**多项改革将集中推进** 商务部特聘专家洪涛表示，一号文件更加强调改革落实，很多改革会在今年集中推进。中国社科院农村发展研究所研究员李国祥分析，文件名称即强调改革，围绕“三农”领域各项试点稳步推进改革，文件为农民增收、新农村建设等改革确立顶层设计。陈锡文表示，农村改革日前正稳步推进。新疆棉花、东北和内蒙古大豆目标价格改革试点工作稳步进行，农村土地承包经营权确权登记颁证试点有序开展，引导土地经营权有序流转、发展农业适度规模经营正在稳步推进，关于农村土地征收、集体经营性建设用地入市、宅基地制度改革试点工作正在部署。中央农村工作领导小组办公室副主任韩俊指出，一号文件提出一些新的改革举措，有的在2015年需要进行顶层设计，有的需要抓紧部署。比如关于农村承包土地经营权和农民住房财产权，两权抵押贷款的试点，方案正在讨论过程当中。郑风田指出，一号文件对土地制度改革主要是落实十八届三中全会精神，政策基调稳健，并没有市场预期得那么强烈。去年一号文件中，“深化农村土地制度改革”被单独列为一章，今年则与其他农村改革并列为一章，主要为两点：一是推进农村集体产权制度改革；二是稳步推进农村土地制度改革试点，分类实施农村土地征收、集体经营性建设用地入市、宅基地制度改革试点。主要是落实相关文件精神，提到的基本都是原则性内容。今年一号文件还首次将农垦改革纳入，并将之视为改革重点。从去年开始，中央将农垦改革提升到空前的战略高度，在顶层设计、实

地调研方面均给予大量关注。中央全面深化改革领导小组将推动农垦改革发展纳入《党的十八届三中全会重要改革举措实施规划（2014-2020年）》和年度工作计划，去年下半年八部委联合对农垦进行全面调研，时间、空间跨度都远超外界想象。经济学家厉以宁表示，农垦改革的总目标应该是把国有资源或者资产，包括土地、资本和人力等三方面搞活，更好地发挥效益。齐鲁证券农林牧渔研究团队认为，今年农垦系统将迎来加速变革的一年。国务院发展研究中心农村所所长叶兴庆表示，30多年前的家庭联产承包责任制改革，通过生产关系的调整，释放了长期被禁锢的生产力，农村经济获得极大发展。当前我国农村面临的问题，仍在于旧体制的制约，唯有通过改革来破题。文件部署的这些改革，意在通过市场化手段，激活被长期压抑的土地、资金等生产要素和农村产权，实现其有序流动和合理配置，让农村“沉睡的资本”得以“活”起来，进一步激发农村经济社会发展活力。农业部相关人士表示，2014年农业工作的重点是中央政府完善顶层设计，连续出台了一系列改革文件，2015年中国农业工作的第一要务就是将这些文件落到实处。政府对落实这些改革方案有一个总体思路，即试点先行的同时及时总结经验，看看是否能够形成可复制可推广的改革成果。

国务院出台大通关建设改革时间表 2020年形成大通关管理体制机制

力争5年建成大通关机制 国务院2月3日印发《落实“三互”推进大通关建设改革方案的通知》，给出落实“推动内陆同沿海沿边通关协作，实现口岸管理相关部门信息互换、监管互认、执法互助”重大举措的具体改革方案，并提出力争到2020年，形成既符合中国国情又具有国际竞争力的大通关管理体制机制。商务部国际贸易经济合作研究院国际市场研究部副主任白明表示，随着我国对外开放水平的不断提高，“三互”将成套对接并推动贸易便利化，有力地促进“一带一路”发展。为完成目标，落实改革任务，《通知》明确了重要领域和关键环节改革推进步骤，分别制定了近期(2014-2015年)、中期(2016-2017年)及远期(2018-2020年)的目标。其中，近期(2014-2015年)任务包括，在沿海各口岸建成“单一窗口”；在全面实施关检合作“三个一”（一次申报、一次查验、一次放行）的基础上，加快推进京津冀、长江经济带、广东地区等经济联系密切区域通关一体化改革和检

检验检疫一体化改革，2015年覆盖到全国等。在完成中期（2016-2017年）修订完善口岸管理相关法律法规等改革任务后，远期（2018-2020年）将实现跨部门、跨区域的内陆沿海沿边大通关协作机制有效建立，信息共享共用，同一部门内部统一监管标准、不同部门之间配合监管执法，互认监管结果，优化通关流程，形成既符合中国国情又具有国际竞争力的管理体制机制。白明表示，近中远期三个目标由易到难，是一个循序渐进的过程。在近期目标时间内进行试点，将会在实践中发现目前存在的问题，并寻求解决办法，将支撑中期相关法律法规修订与完善。远期目标更偏重于大的发展方向，后续将结合“一带一路”战略、国家“十三五”规划等方案再具体落实完善。业内认为，方案以问题为导向，着眼于现行口岸管理部门职责交叉重叠，体制机制障碍导致通关环节多等问题，为口岸管理改革指明了方向并作出具体部署，有助于提升贸易便利化水平，进而助力“中国制造”参与国际市场角逐。面对内外部复杂严峻的经济形势，2014年我国进出口额达4.3万亿美元，全球市场份额稳中有升，继续保持第一大货物贸易国地位。商务部研究院研究员李健认为，我国对外开放水平的不断提高、贸易规模的持续增大，客观上对口岸监管执法和运作效率提出了更高要求。近年来我国产业梯度转移有序推进，中西部外贸增速明显高于沿海地区，相关资源要素在国内市场的流动日益频繁，但内陆与沿海之间由于没有实现信息互换与监管互认，使得内陆进出口货物时常面临需要重复申报、重复查验的尴尬情况。对此，监管部门已有深刻认识。海关总署署长于广洲表示，统一全国市场、提高资源配置效率是经济发展的内生性要求，海关跨区域监管越协调、越统一，越有利于市场要素的顺畅流动。所以下决心今年要将区域通关一体化改革推广至全国。从再造区域通关管理流程看，此次出台的方案提出了加快推进内陆沿海沿边一体化通关管理，意味着除了特定商品管理需求外，申报人自主选择通关口岸将逐步实现。这有利于激发广袤内陆地区的开放活力，也有利于抓住全球产业重新布局的机遇。中国贸促会新闻发言人于晓东表示，随着全球化深入推进，促进贸易便利化已成为各国共识，更是工商企业界最为关切的问题之一。口岸各部门在完善事中事后监管的基础上共同简政放权，并依托电子口岸整合监管设施资源，将有利于促进货物通关效率。积极

助推“一带一路” 畅通国际物流大通道是另一重点。《通知》提出，畅通国际物流大通道，助推“一带一路”等建设；建立与“一带一路”和长江经济带发展战略相适应的通关管理机制。业内人士表示，从我国渝新欧大通道等实践看，目前沿线哈萨克斯坦、俄罗斯、德国等国海关实现了“三五”，而我国与这些国家的相关交流合作仍待加强。2月1日召开的“一带一路”建设工作会议上，国务院副总理张高丽指出，要把握重点方向，陆上依托国际大通道，以重点经贸产业园区为合作平台，共同打造若干国际经济合作走廊；海上依托重点港口城市，共同打造通畅安全高效的运输大通道。海关总署新闻发言人张广志表示，海关下一步将加强与“一带一路”沿线国家口岸执法机构的跨国合作，探索与哈、俄等国海关建立联系沟通机制，定期通报重点工作，协调解决中欧班列进出境的相关问题。

观点精粹

陈卫东：中国能源转型需要从竞争资源转入竞争市场

中海油能源经济研究院首席能源研究员陈卫东认为，这次石油的降价说明石油地缘政治布局已发生转变。前两次石油危机之后，亚洲国家经济崩溃，石油的地缘战略作用凸显。第一次石油危机爆发后的40年间，石油地缘政治是围绕争夺资源来布局的，但现在围绕争夺资源的地缘政治布局逐渐地转向围绕争夺市场的布局，这就是俄罗斯转投东方、沙特低油价时代不减产的原因。因此，我国能源转型需要从竞争资源转入竞争市场，布局必须改变。过去五年，埃克森美孚80%的上游投资是天然气投资，这说明他们在做战略调整，但我们没有清醒地认识到石油地缘政治已经在悄悄改变，不再是争夺资源而是争夺市场，我们有最大市场优势，但却没有有效利用。石油替代技术的发展将倒逼能源结构转型。石油在近100多年间几乎无可替代，尤其是在交通运输领域。这一情况在中国出现了特色：阿里巴巴的成功与大量使用电三轮的快递业有很大关系。这仅是一个例子。2014年国际油价大幅下跌，不是简单的供求问题，与以往三次降价不同的是，市场上已出现了石油替代技术。然而，研发石油替代技术需要大量投资，所以，这次沙特和欧佩克在低油价局势下决定不减产，是为了保证自己的市场份额，挤压高成

本产能，打压石油替代品，同时延长石油替代品的创新时间，从而延长人们使用石油的时间。全球正同时进行两场能源革命，一个是美国的非常规油气，一个是德国、北欧等地的可再生能源开发。美国非常规能源革命的目的是延长石油天然气使用寿命，德国能源革命是在缩短石油天然气的寿命，尤其是缩短石油的寿命，煤炭市场的未来走势更不必提。从我国能源结构的角度来看，过去十年，我国煤炭占一次能源消费总量从20%增加至50%，中国能源结构将面临一场痛苦的转型。

丁志杰：发展对外投资构建开放型经济新体制

对外经济贸易大学金融学院院长丁志杰认为，长期以来，我国外汇储备的积累主要是让与实际资源和实际资产的结果，并通过外汇储备的形式对外输出储蓄。随着金融全球化趋势的发展，传统对外开放模式越来越不适用，其中突出的问题是对外开放效益低。在资产端，是以低收益的外汇储备为主，占比一直高于60%；在负债端，是以高成本的外商直接投资为主，占比一直高于50%。2005-2013年，我国对外净资产从4077亿美元增至19716亿美元，累计对外输出储蓄124349亿美元，但国际投资收益大多数年份是负的，其中国际收支平衡表中净投资收益累计-2330亿美元，存量估值效应累计-2796亿美元，合计-5126亿美元，净资产收益率即国际储蓄收益率为-4.12%，结果就是以倒贴的方式对外输出储蓄。扭转对外开放效益低下的根本出路在于发展对外投资。第一，发掘外汇储备对对外投资的支持作用。可以采取委托代理制，通过国内的金融机构以委托贷款等方式将外汇储备用于支持对外投资。第二，积极推进对外直接投资项下人民币可兑换。推进人民币资本项目可兑换，要基于对外资产负债结构优化，把放松企业、机构、个人对外投资作为未来一段时间可兑换改革的重点。第三，继续推进人民币国际化助力对外投资。人民币国际化既有效降低我国对外汇储备的需求，释放更多的外汇用于对外投资；还可以基于人民币国际地位用货币和信用对外投资，降低对外投资的汇率风险。第四，培育金融机构成为对外投资的中坚力量。在金融全球化背景下，金融业的国际竞争力和参与程度是决定对外开放效益的重要因素。第五，扩大深化南南货币金融投资合作。新兴市场国家在全球不平衡复苏的背景下有着共同的目标和诉求，摆脱对发达国家的依赖、加强自身抗风险能力都建立在

南南合作的基础之上。第六，创造性运用开发金融发展对外投资。我国战略性使用外汇储备，倡导成立金砖国家开发银行、亚洲基础设施开发银行和丝路基金，探索不同模式的跨国开发金融机构，都是有益的尝试。

马光远：应对全球货币变局要有定力

最近全球主要货币的异动让人眼花缭乱。欧元区的“量化宽松”政策引发了全球主要经济体货币“竞相贬值”，而面对全球通缩的压力，美联储加息预期也再次模糊起来。人民币汇率出现明显下跌，连续三个交易日即期汇率逼近 2% 的跌停值。经济学家马光远表示，这些变化对中国央行提出了极高要求。受全球主要央行的政策异动，人民币未来的走势出现波动或动荡会成为常态。对于人民币未来的汇率走向，外界普遍看法是，一方面，人民银行不会容忍人民币持续贬值，人民币的持续贬值不仅不利于人民币的国际化进程，而且会加速已经出现的资金外流，持续贬值影响中国宏观经济的稳定；另一方面，又必须看到，在全球货币政策动荡的情况下，仅仅通过汇率干预维稳不仅成本巨大，长期来看也不利于人民币最终成为国际货币。对于中国央行而言，除了不断传递人民币稳定的强烈信号之外，更应该厘清央行货币政策的主要目标，避免在宏观经济稳定、股市、楼市以及汇率等问题上求全责备而导致应对失措，最终顾此失彼。建议央行：其一，在资本项目仍然管制和中国拥有巨大外汇储备的情况下，人民币出现暴跌行情是小概率事件，央行货币政策的选择不应该过度关注汇率的短期波动，应该将此视为人民币汇率市场化的机会；其二，在经济增速下滑，通缩压力极大的情况下，货币政策应该紧盯物价，放弃包括房价在内的目标，及时通过降准降息等常规货币政策工具，释放流动性，避免中国经济陷入通缩的风险。同时，也给美联储加息后中国货币政策提供应对空间；其三，货币政策既不能罔顾流动性紧张的现实而在货币政策上无所作为，又要避免再次出现过度刺激，历史证明，过度放水对于中国经济无异于饮鸩止渴，百害而无一利。

(未经许可，请勿转载)

总编审：任朝霞

责任编辑：袁雅理 赵祺馨 王雪瑶

联系人：陈新孙 杨宇 电话：(010) 68558515 68558583 13910382901 传真：(010)68558341

Email: cxinsun@cei.gov.cn yangy@mx.cei.gov.cn 准印证：京内资准字 2014—L0140 号
