

中经要报

国家信息中心

第 19 期 (总第 952 期)

2015 年 5 月 18 日

要 目 导 航

本期推荐 2	美国《华尔街日报》：中国央行需引导信贷 进入私营部门..... 11
需求疲弱的供给因素分析..... 2	
国际财经 7	国内财经 12
美国《贸易促进授权法》授权议案在参议院 受阻..... 7	央行半年内三次降息 频出手应对经济下行12 4 月经济数据显示下行压力 稳增长仍有赖基 建投资..... 15
全球债市蒸发 4300 亿美元 发达国家国债遭 抛售..... 8	中国将加快培育外贸竞争新优势 全面提升 “一带一路”经贸合作..... 17
印尼经济增长放缓 总统提促增长措施..... 8	PPP“叫好不叫座” 国务院四招推广公共领域 PPP..... 20
海外媒体看中国 9	观点精粹 22
英国《金融时报》：中国企业纷纷推出员工 持股计划..... 9	卓贤：股票市场投机性泡沫将破坏中国转型 能力..... 22
英国《金融时报》：农村社会结构因电商而 改变..... 10	王永利：我国应从大力发展国债入手推动债 券市场跨越式发展..... 23
美国《彭博社》：中国准备向华尔街开放证 券市场..... 10	李奇霖：理解中国地方债置换的几个要点 23

本期推荐

需求疲弱的供给因素分析

黄志凌

传统理论认为，当经济下行的主要原因是需求疲弱时，遏制经济下行趋势的主要政策取向就是增加货币供给，从总量上刺激需求。然而，此轮中国经济下行虽然与需求数据疲弱相关，但现实需求疲弱与货币供应量之间的关系并不紧密。在需求疲弱现象的背后，实际上存在着大量供给方面的因素，产能过剩、需求不足是表面现象，其背后掩盖着有效供给能力不足、供给方式落后问题。面对“结构性减速”，简单地增加货币供给、刺激总量需求并不能解决经济中长期稳定增长的基础问题。

一、需求疲弱背后是供需结构不匹配

2012年以来，消费需求、资本形成需求、净出口这三大需求均呈下行走势，然而表明潜在需求的支付能力（例如货币供应、人均收入等）增速相对平稳，有效总需求下行与货币、收入等需求刺激因素相关性不是很高。2012-2014年，投资增速回落4.9个百分点，消费增速回落2.4个百分点，而货币供应基本上保持平稳增长。与此同时，作为现实货币支付替代品的票据总额居高不下，2014年前三季度企业累计签发商业汇票16.2万亿元，商业汇票未到期金额9.7万亿元，金融机构票据融资余额达2.81万亿元。以货币表现的支付能力总量继续扩张，还不足以反映出总需求的“天花板”效应。考虑到中国高达92万多亿元的“准货币”（以企业定期存款和个人存款为主），潜在需求仍是一个巨大的数字，这部分需求消费弹性较大，处于“睡眠待唤醒”

状态。现实需求疲弱与货币供应量之间的关系并不紧密。

居民收入增长与财富积累速度也很快。2001-2014年，农村居民人均纯收入从2366元增长至9892元，城镇居民人均纯收入从6860元增长至28844元。而且本世纪以来居民收入分布结构发生了巨大变化，2004年城镇最高收入户（10%）的人均收入为27506元，是最低收入户（10%，3084元）的8.9倍；2012年最高收入户人均收入达69877元，是最低收入户的7.6倍。中低收入群体的收入增速高于高收入群体，居民的边际消费倾向扩大。2010年以来，股市市值、房产价格和理财余额都出现一定程度攀升，居民财富积累速度较快，尤其是城镇中高收入群体也通过理财积累了较大的财富余额。

社会需求仍处于较高水平。随着收入和财富水平提升，居民提高生活质量水平的愿望比较迫切，消费升级换代的需求较大。企业升级改造的欲望很高，潜在的投资需求较大，尤其是中小企业的投融资需求没有得到满足；东中西部不同地区发展水平差异、城乡基础设施仍严重不足、工业4.0战略和“互联网+”带来的技术改造升级需求等因素使投资需求总量也较大。政府基础设施投资的空间较大，改善民生、环境的需求还远没有达到社会期望。从全球来看，新兴市场经济发展带来的投资和商品需求、中高收入国家基础设施投资需求也比较旺盛。

现实需求数据“疲弱”掩盖着巨大的潜在需求无法实现的现实，实际上反映的是经济供需结构不匹配的深层次矛盾，其背后的实质是有效供给能力不足、供给方式落后问题。随着经济的快速发展，居民需求结构与档次发生重大变化，已基本接近发达国家水平；而技术装备水平进步迟缓，产业结构调整缓慢，产品结构与档次调整升级缓慢，供给方式陈旧，有效供给能力不足，不能适应需求结构的快速升级，成为制约经济长期发展的关键性问题。

二、消费需求疲弱的供给因素

第一，供给结构升级缓慢、创新能力不足等问题严重抑制居民现

实消费需求。我国居民家庭恩格尔系数已降至 30%-40%，根据联合国标准，属于相对富裕水平。我国居民消费结构已接近发达国家水平，年均收入 10 万元以上的富裕家庭快速增长，资产 1000 万元以上的富人阶层不断涌现。但供给结构与十年前相比并没有显著改善，与发达国家相差甚远，供给结构难以满足居民消费结构升级的内在要求。产品创新能力欠缺，产销不对路，高附加值的精特产品、名牌产品少，现实消费所需求的产品和服务无法获得，或者由于品质安全等因素，很多现实消费需求被严重抑制。

供给能力不足的结果是，本来旺盛的现实消费，要么“储币待购”而不消费，要么通过境外购买来满足，产生“需求外溢”。比如，近年来在农业科技进步引领下我国粮棉油糖、肉蛋奶、果菜茶、水产品等主要农产品产量连年快速增长，但农产品的优质化、多样化、专用化、无公害的农产品生产供给严重滞后，高品质的营养健康的农产品生产与消费需求有着巨大的差距。

第二，供给方式落后、供需信息不对称导致潜在消费需求难以转换为有效需求。改革开放以来，我国居民收入、储蓄存款增长较快，消费能力、改善生活质量的意愿不断提升，尤其是新晋富人阶层，但由于商业模式、信息不对称等方面的原因，居民大量的潜在消费需求因缺乏供给无法转变为现实消费需求。

第三，公共产品与服务供给不足也制约了消费增长。国际经验表明，人均 GDP 在 3000-10000 美元阶段，政府提供公共产品与服务支出占政府支出比重会显著上升，有效促进居民逐步从耐用品消费向服务消费升级，从而拉动消费快速增长。近年来通过持续加大投入，我国政府公共服务支出有所改善，但公共产品和服务供给总体水平仍然偏低，不仅抑制了公共消费需求，也抑制了城乡居民相关消费需求。

三、净出口疲弱的供给因素

本轮国际金融危机以来，中国净出口对 GDP 的贡献总体上为负，

一般认为是国际市场需求减少、人民币升值所致。但国际市场需求总量并不足以导致净出口对 GDP 的贡献为负。如，2012 年以来，日元对美元汇率贬值 50%，但 2014 年日本对外贸易逆差比 2012 年还扩大了近一倍；欧元对美元汇率贬值 7%，但对欧元区外贸和经济增长并没有带来实质性的贡献；而美元指数上升了 25%，美国对外贸易逆差反而从 2012 年到 2014 年下降了 6.5%。显然，若产品竞争力很强，即使价格高也有市场；若产品竞争力弱，价格水平低也不会有多大的市场。从我国出口商品结构现状及变动态势来看，当前我国出口疲弱，根本上还是供给因素造成的。

一是低端产品出口被不断替代。我国是全球最大的商品出口国，但大量对外贸易生产仍处于全球产业链的低端。纺织品、服装、鞋类、玩具、塑料制品等七大类劳动密集型低端产品出口占到我国出口总额的 20% 以上，且利润微薄。近年来，劳动力和资源成本的上升，我国低端产品制造成本在国际上已不具有优势，随着国际市场加大从东南亚、非洲等地采购低端制造产品，跨国资本直接到新兴国家投资设厂，甚至将在中国的工厂迁至其他新兴国家，我国技术含量较低、劳动密集型的低端产品生产面临严重挤压，近两年来纺织服装等低端产品增速不到 10%，明显低于柬埔寨、越南、印度等东南亚国家 20% 的同期增速，已经很大程度上影响到我国对外出口的增长。

二是高端产品出口总体上缺乏竞争实力。虽然近年来我国出口产品不断加大由低端向中高端升级力度，但也只有高铁等少数高端产品走向了国际市场。即使是一些实现了出口到新兴市场甚至中欧地区的高端装备制造产品，也有许多核心技术掌握在跨国公司手中。发达国家近年来纷纷实施“再工业化”和“制造业回归”战略，力图占领高端制造市场并不断扩大竞争优势：美国先后制定了“重振美国制造业框架”、“先进制造伙伴计划”和“先进制造业国家战略计划”，并设立了国家增材制造创新中心、数字制造和设计创新中心等先进制造技术

研发创新中心；德国政府推出了“‘工业 4.0’战略”，欧盟国家提出的“再制造化”目标将工业占 GDP 的比重从当前的 15%提升至 2020 年的 20%。我国高端产品生产出口面临着发达国家“高端制造业回流”的强烈挤压，极大影响着我国高端产品的生产出口。

三是中端产品出口面临着强烈的贸易保护摩擦，产品优势地位并不明显。近年来，我国对外出口结构不断升级，在重点出口产品中，机械设备、电器及电子产品、仪器仪表、计算机集成制造技术、航空航天技术等技术含量较高的中端产品出口不断增加，占出口比重上升，成为我国出口的中坚力量。但在中端产品出口领域，尤其是机械设备、太阳能光伏、汽车工业等领域，针对我国的贸易摩擦也不断增加。而我国中端产品出口并没有绝对优势，在全球竞争激烈的状况下很难快速扩张。同时，我国出口企业的自我保护能力还很弱，尚不能熟练运用国际贸易规则，在国际贸易摩擦和争端中处于劣势，严重影响到了出口增长。2014 年，我国技术含量较高的高新技术产品出口增速甚至低于整体出口增速 7 个百分点以上。

四、资本形成需求疲弱的供给因素

从当前情况来看，受制于供给端因素约束，消费需求与出口需求疲弱，直接引致资本形成需求疲弱，特别是引致对市场极为敏感的民间投资增速出现显著下降。数据显示，2012 年我国民间固定资产投资增速高达 24.8%，2014 年快速下降至 18.1%，2015 年前两个月进一步下降至 14.7%。由于 2012 年以来我国民间投资占比已升至 60%以上，民间投资增速大幅度下降极大影响到总投资的增长。

进一步分析，投资品的有效供给能力不足也是投资需求疲弱的重要原因。目前我国机械装备制造业增加值占工业增加值的比重仅为发达国家的一半左右，成套设备、精密机床、高档发电机等高端产品 50%以上都需要进口，国内机电产品、高新技术产品 60%以上都是外资企业生产的，许多关键设备、核心技术都掌握在外资手中。一些中间产品、

重要原材料国内也没有形成有效供给能力，固定资产更新改造需求由于缺少相应的技术设备和原材料难以满足，资本形成需求面临着供给方面的硬性制约。而低技术水平基础上形成的投资只会造成更为严重的产能过剩问题。

因此，解决当前经济发展的深层次问题，既要完善需求管理政策，更要重视供给管理，加快优化供给结构，提升有效供给能力，既满足现实需求，又唤醒潜在的睡眠需求，从而实现中国经济转型升级。（作者系中国建设银行首席经济学家）

国际财经

美国《贸易促进授权法》授权议案在参议院受阻

5月12日，美国国会参议院投票否决了《贸易促进授权法》（TPA）进入国会立法的程序性投票，意味着TPA授权议案不能在参议院进行辩论、修改和举行最终表决的程序。从党派来看，民主党参议员中仅有1人投赞成票，显示出奥巴马政府与民主党在贸易立法上存在重要分歧。参议院民主党领袖哈里·里德称，这是因为原本参议院财政委员会一共提交了包括TPA在内的四个相互关联的法案，而12日只对其中两个进行投票。里德所说的四个相互关联的法案包括贸易促进授权法（TPA），贸易调整援助法（TAA），以及有关反倾销、反补贴的贸易救济措施的海关法案和针对发展中国家的贸易优惠法案。多数党领袖麦康纳选择先捆绑前两个，而很多民主党人则坚持四个一起谈。四个关联法案中的海关法案是争论焦点，其中的汇率操纵条款更是引发争议。海关法案使美国能够更加容易的对外征收反倾销税，以及对所谓的汇率操纵行为采取行动。此前民主党议员一直强烈主张将汇率操纵条款写入TPA，然而奥巴马政府并不同意，因为这一条款的加入会招致其他跨太平洋伙伴关系协议（TPP）谈判国的强烈反对，不利于TPP协议的快速达成。考虑到TPP是奥巴马剩余总统任期内最重要的经济议题，而且也是少数和共和党达成一致的议题，奥巴马和共和党今后仍会全力以赴促成TPA授权议案通过。分析人士也指出，在四个法案和它们的修正案之间，两党仍然有利益交

换的空间，存在达成妥协的可能性。尽管参议院未来可再对 TPA 授权议案举行程序性投票，但投票时间最快也会拖延至 6 月，这将影响 TPA 在参众两院的推进速度，也将直接影响奥巴马政府试图加快制定全球贸易规则的步伐。

全球债市蒸发 4300 亿美元 发达国家国债遭抛售

尽管希腊在 5 月 11 日提前偿还了 IMF 的 7.5 亿欧元贷款避免债务违约，但希腊与国际债权人的谈判并没有明显突破，市场担忧希腊最终将耗尽资金并发生债务违约。受此影响，欧洲债市持续集体暴跌，被视为风向标的基准 10 年期德国国债收益率(与价格反向而行)自 4 月 21 日以来已上涨 7 倍多，5 月 12 日当天暴涨 7 个基点至今年以来最高点的 0.68%。在希腊危机进一步发酵的未来两个月内，欧洲主权债可能迎来新一轮暴跌。目前希腊国内的流动性问题非常严峻，希腊财长表示现金将在两三周内耗尽。7 月中旬，希腊须向 IMF 偿还 30 亿欧元，另有价值 110 亿欧元的短期国债届时到期。7-8 月间，希腊须向欧洲央行支付 67 亿欧元。如果希腊危机迟迟得不到解决，那么债务违约风险将显著上升。欧洲债券市场上疯狂抛售的情绪也波及了美国，将美国的借贷基准成本推升至年内最高水平。10 年期美国国债的收益率 4 月 21 日以来上涨逾 20% 至 2.31%，创年内新高。亚太债券市场也未能幸免。4 月 21 日以来，日本 10 年期国债收益率从 0.31% 增至 0.45%。5 月 12 日当天就大涨 6 个基点，涨幅逾 11%，创两年来最大涨幅。澳大利亚 10 年期国债收益率从 2.40% 升至 3.04%，仅本周就上涨了 22 个基点，似有加速上升之势。截至 5 月 8 日当周，全球债券市场在本轮下跌中已蒸发掉 4300 亿美元。对于近日全球债市遭到抛售，分析师表示，主要原因是原本的债市被过分高估，美元暂时疲软叠加大宗商品价格反弹成为催化剂，现在终于出现大幅回调。高盛前首席经济学家 Gavyn Davies 认为，未来全球债市出现进一步大规模抛售的可能性不大，因为主要国家的央行中还没有任何一家准备大规模收紧货币政策。

印尼经济增长放缓 总统提促增长措施

2015 年一季度印尼国内生产总值 (GDP) 同比增长 4.7%，放缓至 2009 年以来的最低水平；环比则下降 0.2%，是继 2014 年第四季度下降 2.1% 后连续第二次出现萎缩。一季度印尼经济增长放缓主要有国际、国内两方面原因。一方面，印

尼经济增长放缓与世界经济疲弱是分不开的。在全球大宗商品价格持续走低、外需不足和世界经济低速增长的大背景下，印尼出口长期不振，经济出现趋势性减速。印尼经济增长自2012年中期已开始放缓，自2012年的6.0%降至2014年的5.0%，2015年一季度进一步放缓至4.7%。另一方面，印尼国内消费放缓拖累经济增长。国内消费一直是印尼经济的最大支柱，然而近来由于物价上升、通胀加剧，民众消费意愿下降，作为内需“晴雨表”的汽车和摩托车销售额同比分别下降14%和19%。此外，印尼今年财政预算案至2月中旬才经国会通过，各项建设未及时启动亦影响了一季度经济增长。为提振经济，印尼总统佐科表示政府将采取一系列经济促进措施。首先，提高民众购买力，如继续通过家庭福利储蓄计划落实约10万亿盾扶持资金；其次，加速落实各项预算开支，政府将通过评估小组监督预算开支最大的十个部门，推动各部门执行已分配预算；最后，加紧进行基础设施建设，如3500万千瓦电力建设、纵贯苏门答腊岛高速公路建设和低收入百万保障房建设。印尼政府希望加强各部门协调，提高政策落实效率，通过上述经济措施，能促使2015年经济增长达到5.3%至5.7%，2016年达到6%。

海外媒体看中国

英国《金融时报》：中国企业纷纷推出员工持股计划

最近中国公司在资本结构、管理和员工激励领域取得了引人注目的进展。在整个中国，大多数行业的公司都实施了管理层和员工持股计划，或者正在实施持股计划。拥有多数股权的股东（通常是政府部门）现在明白，为员工提供激励最有可能让员工提高效率和更加敬业。上港集团推出了覆盖70%员工的长期员工持股计划，占到资本的1.8%。河北衡水老白干酒业股份有限公司宣布了其混合所有制改革计划，通过定向增发筹集了8.25亿元人民币的资金，向其员工发行了541万股新股（价值1.28亿元人民币）。中国最大乳业公司伊利的员工激励计划也在2014年年底获批。该计划是一个覆盖300多名骨干员工、与净利润增长挂钩的十年期股票回报计划。如今该公司高级管理团队的持股已经超过地方政府，成为了多数股东。值得注意的是，中国的大型股份制银行也参与其中。今年4月10日，

招商银行董事会批准对不超过 8500 名员工（略低于员工总数的 12%）实施新的员工持股计划。根据该计划，员工最初获授 2% 的股份，随后股份比例升至 4%。民生银行在 2014 年 11 月也出台了类似的员工持股计划。这些是让未来体系更具可持续性的结构性改革的例子，但要鼓励公司真正改变行为，这些措施还不够，还得加上促进透明度、可持续性、创造力和生产率提高的激励计划。用促进信任、信心和创新的措施来提高员工的敬业度，将切实改善财务和社会方面的回报。国资委将衡量国企业绩的主要标准从收入增长转变为资产回报率，这或许是最重要的迹象，表明中国做出变革、让股东利益和政府利益协调一致的决心。

英国《金融时报》：农村社会结构因电商而改变

2013 年，约 2.69 亿农村居民到城里打工，但他们被迫将孩子、配偶和老人留在农村。中国农村约有 6100 万“留守儿童”和 4000 万“留守老人”。而电商已开始为农村经济注入活力，正在改变这一的趋势。2013 年，在淘宝和天猫的 800 万家网店中，约有 200 万是在农村地区注册。去年初，中国仅有 20 个“淘宝村”，到了年底，该数字增至 211。淘宝村的影响远不止发家致富，它还有助于缓解城市化的不利影响。实地研究表明，电商已帮助某些地区逆转劳动力流失并使许多家庭重新团聚。如，拥有 1200 户人家的江苏省东风村 10 年前大部分年轻人还在城里打工，但自从开办销售拼装家具的网店以来，社会结构发生变化。如今，年轻人更有可能留在村内，本村的大学生毕业后也愿意回村工作。许多老年人还帮助子女打理网店生意。以草柳编工艺品闻名的山东省湾头村，从 2006 年起一些村民开始在网上销售自制的篮子。如今，该村已是出了名的“三无村”：无孤寡老人、无留守儿童、无夫妻因外出打工导致两地分居而离婚。淘宝村正不断发展的电商说明，在这个日益互联互通的世界上，农村社会未必会被城市化所颠覆。相反，农村能够在城市化的大潮中乘风破浪，创建经济运行良好且社会保持完整的未来。

美国《彭博社》：中国准备向华尔街开放证券市场

为了助推中国股市，中国正权衡让外国投行购买本土合资企业绝大多数股权，并允许其扩大诸如股票经纪、财富管理等业务范围。自 2007 年中国建立本土中外证券公司合资企业制度以来，海外机构仅仅只能持有合资企业小部分股权，且很

难在中国债券市场、股票市场等具有盈利的领域参与二级市场交易，也难以开展财富管理业务。这些银行一直都希望能够进一步进军中国市场，从而获取更大的市场份额，因此这一措施备受那些外国银行的欢迎。中国政府放开证券市场的管制也有助于通过打破本土券商对市场的主导来提升市场效率。在中国规模达 7.3 万亿美元的股票市场上，这些企业的机构投资者客户占比不足 1/5。在美国投行摩根士丹利成为首家在中国内地组建合资企业的投行后的二十年，98% 的营业收入都流向了中国本土券商。UBS 证券在 2013 年的营业收入为 7.5 亿元人民币，而中信证券的营业收入为 88 亿元。在股票和债券承销上，外资合资企业也需要与占据主导的中国企业一较高低。同时，中国股市是由散户占据主导，就是极易追涨杀跌，这在一定程度上加剧了股市波动。贝莱德集团主席 Lawrence D. Fink 认为，中国需要更为强健的资本市场来缓解市场波动。此外，中国股市的筹资机制也远远落后于发达国家。市值最大的外资合资企业 UBS 证券已受上海证交所邀请，为沪港通项目提出建议。征求这些机构的意见有助于中国制定出一个更具国际标准的规则，从而提升市场流动性，让企业和投资者更快更便捷的筹集资金。UBS 股票解决方案部门亚太区负责人 Michel Lee 表示，全牌照和管理控制将鼓励许多外资企业进入中国二级市场，从而推动中国期货以及衍生金融工具的发展。

美国《华尔街日报》：中国央行需引导信贷进入私营部门

银行家和分析师指出，中国央行的多项定向措施并未取得很大成效，小企业借款人仍旧难以获得贷款，尤其是难以从大型银行那里拿到贷款，原因是这些银行认为向小企业贷款的风险要高于向大企业贷款。这也有助于解释为何中国贷款成本却一直都保持在较高水平。央行数据显示，第一季度借款人的平均有效利率为 6.78%，与此前一个季度相比仅仅下降了 0.15 个百分点。这一降幅甚至低于同期通胀率 0.33 个百分点的降幅，意味着所谓的“实际利率”实际上还小幅提高了。这导致过去几年时间里一直都在增长的债务变得更加繁重了。根据信用评级服务机构惠誉评级作出的预测，用于偿还债务的利息成本在中国 GDP 总额中所占比例已经达到了 15%，令第一季度中 7% 的 GDP 增长率相形见绌。实际利率上升的另一背景则是，央行所采取的宽松措施已促使最近以来的短期市场利率出现了下降，

这表明银行不愿将其利用这些措施节省下来的资金向其客户提供贷款。其中一个原因是，利率自由化措施促使许多小型银行将存款利率提高到了法定上限来吸引储户，但为了不因此而令自身盈利受损，银行不愿下调贷款利率，尤其是不愿下调面向小型和私人客户的贷款利率。央行的官员和分析师称，为了更好地引导贷款去向，该行可能会扩大一种为此目的而创造出来的货币工具——抵押补充贷款(PSL)，将允许央行向某些银行提供低成本的贷款，前提是其向被该行选中的企业提供贷款。央行的官员还希望，这种贷款将可向银行施压，迫使其降低其他贷款的利率，从而起到帮助压低中长期利率的作用。在第一季度中，央行根据这项工具发放了1320亿元人民币的贷款，相比之下去年全年为3830亿元人民币。瑞士银行的中国首席经济学家汪涛表示，央行将在未来几个月时间里继续“加速”对抵押补充贷款工具的使用，预计今年通过这种工具发放的贷款总量将会超过1.5万亿元人民币。

国内财经

央行半年内三次降息 频出手应对经济下行

央行决定，自5月11日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.1%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.25%，同时，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.3倍调整为1.5倍。央行频出手稳增长 这是继2014年11月和2015年3月之后，央行在半年内第三次降息。央行表示，此次进一步下调存贷款基准利率，重点就是要继续发挥好基准利率的引导作用，进一步推动社会融资成本下行，支持实体经济持续健康发展。央行研究局首席经济学家马骏认为，此次下调利率主要是因为经济面临较大下行压力，有必要通过降低名义利率来达到降低实际利率、稳定投资增长的目的。万博经济研究院院长滕泰表示，降息不是中国版QE，是降低社会融资成本。中国经济下行趋势未改，各项指标未见好转，企业实际融资成本仍然是欧美的两倍以上，持续降息是必要的。目前降息力度仍然不够，对实体经济的影响会体现到三季度。南方基金首席策略分析师杨德龙认为，央行此次

降息时间和幅度符合市场预期。近期统计局公布的一季度和4月份经济数据不佳，促使央行采取降息的措施来刺激经济增长。预计二季度经济增速有望见底，下半年缓慢回升。民生宏观分析，外部有实际有效汇率偏高制约出口，内部有经济下行和地方债务置换，降息缓释汇率压力，剑指高企实体融资成本。海通宏观分析师姜超、顾潇啸表示，当前经济整体低迷，高利率是主要风险，亟需降低利率，缓解企业高融资成本风险。中信建投首席宏观分析师黄文涛分析，降息背景是通缩警报未解除，PPI连续38月为负，超过亚洲金融危机时期记录。产能过剩未缓解，需求疲弱和国内大宗商品价格低位，决定了工业领域通缩还将持续几个季度。

利率市场化接近完成 2012年6月存款利率上限扩大到基准利率的1.1倍，时隔2年多，再次扩至1.2倍，今年3月扩至1.3倍，此次调整却一改此前10%的上调步调，一步扩至1.5倍。央行表示，存款利率浮动区间上限的进一步扩大，是我国存款利率市场化改革的又一重要举措。马骏表示，这次将存款利率上限直接从基准利率的1.3倍扩大到1.5倍，主要考量是防止“诱导性上浮”。如果仅扩大到1.4倍，一些自主定价能力有限的银行的存款定价就可能被“诱导”到这个上限，对本来已经形成的融资成本下行的趋势产生不利的影晌。直接调到1.5倍，更有可能降低一些机构“一浮到顶”的冲动。目前已有多家银行调整了各档存款利率水平，但鲜有上浮至1.5倍的银行，不少银行止步于1.4倍。南京银行多档利率都上浮至1.4倍，江苏银行和宁波银行则多档利率执行利率上浮至1.35倍，而中信、光大、浦发、华夏等股份制商业银行多档存款利率上浮至1.22倍。五大行中，建设银行和其他四大行拉开差距，三个月、半年、一年存款利率上浮至1.16、1.15、1.13倍，而其他四大行上浮至1.14倍、1.12倍、1.11倍。中国银行国际金融研究所副所长宗良认为，银行保持自己的节奏浮动利率表明中国利率市场化的最后一跳——存款利率市场化已经基本完成。民生宏观认为，实体经济下行，可匹配的高收益资产供给收缩，预计银行寻找高成本负债来源动力不强，将存款利率上浮到顶意愿不大。交通银行首席经济学家连平认为，多次降息后银行息差收窄，利润增速承压，加之互联网+金融竞争加剧，银行的负债成本已经较高，不会轻易上浮到顶。央行研究局局长陆磊表示，现在银行在定价上更多根据自身风险和

综合成本考虑，存款规模占主力军的前几大银行，上浮存款利率并不高，这意味着继续利率上浮是有空间的。与此同时，连平也认为，“未来一旦银行流动性出现不足，银行仍有空间上调存款利率，吸引存款。”**降息之路尚未结束** 央行表示，继续实施稳健的货币政策，保持松紧适度，根据流动性供需、物价和经济形势等条件的变化进行适度调整，综合运用价量工具保持中性适度的货币环境，把握好稳增长和调结构的平衡点。5月13日，央行公布的数据显示，央行公布的数据显示，截至4月末，广义货币(M₂)余额128.08万亿元，同比增长10.1%，增速分别比上月末和去年同期低1.5个和3.1个百分点，创下自有统计数据以来的最低记录。招商银行金融市场部高级分析师刘东亮表示，M₂创历史新低，说明实体经济活力进一步下滑；结合4月的宏观数据，预计五、六月份的经济走势有相当大的压力。”央行数据还显示，今年4月份社会融资规模增量为1.05万亿元，分别比上月和去年同期少1881亿元和4488亿元。民生证券认为，尽管货币宽松，但银行风险偏好回落叠加融资需求不强导致新增社融持续放缓。从中短期的角度看，并不是宽松的货币政策没有效果，而是政策放松的幅度不够，速度偏慢。刘东亮认为，自去年11月份以来的降息、降准政策还是节奏稍慢、力度微弱，这样对实体经济的刺激效果就不会特别明显，是一个缓释的作用。曹阳预计，未来政策宽松力度更大，再度降息、降准仍将是大概率。民生宏观分析，货币市场利率迅速下行，银行间流动性十分宽松，流动性供需缺口已通过降准缓释，通过价格手段降低融资成本可行，降息之后还有降息。姜超、顾潇啸认为，央行一季度货币政策报告称物价或长期低位运行，担忧实际利率上升，同时称无须以量化宽松的方式大幅扩张流动性水平，则意味着在传统降息降准等政策方面进一步加大力度，判断未来降息仍有4次以上空间，准备金率或将降至10%以内。兴业银行首席经济学家鲁政委也表示，此次央行降息，标志着货币政策调控思路的重大转变：此前的“稳健”操作转向实际上的“宽松”。以此支持融资成本的下降和地方债置换。但是，如果降息不辅以流动性的宽松，利率的下降就很难持续。预计下一阶段央行的政策将是“扭转”，以常态化的降准或PSL压低3个月以上期限的利率。

4 月经济数据显示下行压力 稳增长仍有赖基建投资

国家统计局公布数据显示，1-4 月份，全国固定资产投资（不含农户）119979 亿元，同比名义增长 12.0%，增速比 1-3 月份回落 1.5 个百分点，创下 2000 年 12 月以来最低；社会消费品零售总额 93102 亿元，同比名义增长 10.4%，为 2006 年 2 月以来低位。4 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 5.9%，比 3 月份加快 0.3 个百分点。国家统计局新闻发言人盛来运表示，4 月份国民经济运行仍处在合理区间，推动经济平稳增长的积极因素继续显现并不断积累，经济活力趋于增强；下阶段要更加重视预调微调，加大定向调控力度，确保经济运行在合理区间。稳增长仍将依赖基建发力，国务院部署加快信息基础设施建设 三大类投资中，1-4 月，工业投资 48465 亿元，同比增长 9.9%，增速比 1~3 月份回落 0.8 个百分点；全国房地产开发投资同比增长 6.0%，比 1-3 月回落 2.5 个百分点，是拖累整体固定投资增速下滑的一大主要原因。兴业证券首席宏观分析师王涵表示，4 月地产投资累计增速降至 2009 年 5 月来的新低，单月投资降至 0.5%；而土地购置面积同比的进一步下探（4 月降至-33%）意味着全局来看，地产商投资意愿并不强烈（不排除结构性因素导致一线城市出现地王，但整体偏弱）。而 1-4 月，基础设施投资（不含电力）20299 亿元，同比增长 20.4%，虽然比全部投资增速高 8.4 个百分点；对全部投资增长的贡献率为 26.6%比去年同期提高 6.7 个百分点，但增速比 1-3 月回落 2.7 个百分点。据兴业证券测算，4 月基建投资单月同比回落幅度较大，从 24.5%降至 16.1%。投资的资金来源增速也继续下滑。海通证券姜超、顾潇啸等指出，基建投资增速回落主要缘于资金来源受限，表现为城投债净融资额增速暴跌和 4 月企业中长贷同比转负增。王涵也表示，不难理解近期基建投资示弱的原因：地方政府的确面临融资难的状况，资金成为基建项目的最大约束。这或许也是为何政治局会议、货币政策执行报告均提到：需要引导资金向实体配置。华创证券钟正生认为，财政收入吃紧会直接降低预算内资金对基建项目的支持力度。我国财政收入增速从 2011 年的 25%下滑至 2014 年的 8.6%，并在今年一季度进一步下滑至 2.4%，其中东北地区（如黑龙江、辽宁）和中西部地区（如青海、四川）财政收入增速明显放缓甚至出现负增长。王涵表示，5 月 13 日，国务院常务会议再次提到社会资本参与基建项目，以及扩大信贷资产证券化（ABS）试点规模至 5000

亿等盘活资金的问题。5月12日关于地方债定向发行和用于抵押品的政策也是缓解地方债务风险，帮助地方政府改善融资状况的重要举措。总之，对于地方政府资金问题，中央正从流量和存量两个维度出对策。民生证券认为，未来经济还有下行压力，高度依赖基建托底。首先，尽管货币宽松，但货币政策机制传导不畅，实际利率依然高企；其次，尽管支持下地产政策频出，房地产销售也似有回暖，但可持续性尚待观察，高企的待售和在建面积意味着房企短期内还将继续去库存，投资反弹至少也得在今年四季度。再次，过去房地产和基建繁荣留存的过剩的重工业产能将长期面临去化压力，进而制约资本开支。最后，制约出口的实际有效汇率攀升、劳动力成本上升以及全球贸易再平衡等内外部因素短期不会有改变。

申万宏观认为，4 后续稳增长投资项目将既涉及传统的政府公共投资的范围（如七大类工程包和新型城镇化），还包括“互联网+”等新兴产业。国家铁路局初拟“十三五”期间建设铁路新线2.3万公里，总投资2.8万亿元。此外，5月13日的国务院常务会议已确定，加快建设高速宽带网络促进提速降费措施，助力创新创业和民生改善。李克强表示，当前加快推进信息基础设施建设，一方面可以拉动投资、促进稳增长，另一方面也为发展“互联网++”、推进大众创业万众创新提供了有力的支撑。国家发改委经济体制与管理研究所产业室主任史炜表示，增加宽带投资也将助力于眼下的经济稳增长。宽带投资可带动钢材、有色金属、光线光缆、施工、运输等直接投资，增加劳务性收入。国务院常务会议提出，用网络建设带动今年各类投资上万亿元。实际上，早在2010年，中国七个部委就出台意见推动光线宽带网络建设。到2013年，“宽带中国”上升为国家战略，将宽带定义为“战略性公共基础设施”。据了解，中国三大电信运营商今年对于宽带网络及移动宽带的投入将高达4300亿元人民币。

工业增加值增速加快，转型升级产业成重要支撑 屈宏斌表示，工业生产增速低于一季度均值，但受益于电力部门的小幅回升，较上月轻微改善。国家统计局工业司高级统计师江源则解读称，4月份工业生产增长有所加快：从行业看，60%左右的行业增速加快；从产品看，产量增速加快或持平的工业产品数量超过半数。除速度加快以外，4月工业生产运行的另一特点是结构改善。4月份，在传统行业需求不足、结构调整的过程中，

体现转型升级特征的高技术产业与新兴行业增长较快，成为支撑工业生产增长的重要力量。其中，高技术产业生产增长 10.5%，快于规模以上工业 4.6 个百分点。此外，符合消费升级要求的高端、智能、高技术产品快速增长。4 月份，耐用消费品中的热点产品增长迅速：汽车中的运动型多用途乘用车(SUV)和多功能乘用车(MPV)分别增长 47.8%和 34.3%，智能手机增长 10.5%，智能电视增长 44.6%，增速远超传统产品。通信设备等高技术产品增势较好：移动通信基站设备增长 19%，光电子器件增长 34.6%，光纤和光缆分别增长 24.3%和 15%。与此相应，1-4 月的消费结构也在不断优化，新兴业态继续快速发展。1-4 月份，全国网上商品零售额同比增长 40.3%，高于社会消费品零售总额增速 29.9 个百分点；消费升级类、文化消费类商品销售情况较好。4 月份，限额以上单位体育与娱乐用品类同比增长 14.9%，增速比上月提高 6.5 个百分点；通讯器材类增速虽比上月略有回落，但仍保持 30%以上的较高增速。中金公司分析师陈健恒认为，短期来看，5 月工业增加值同比增速可能继续小幅反弹，不过房地产弱势使得经济动能疲软，工业产出水平仍处于很低位置，二季度工业增加值同比增速可能显著低于一季度的 6.4%，叠加二季度第三产业在经济中占比下降，二季度 GDP 同比增速可能降至 7% 以下。

中国将加快培育外贸竞争新优势 全面提升“一带一路”经贸合作

5 月 12 日，中国政府网发布了《国务院关于加快培育外贸竞争新优势的若干意见》。《意见》提出，中国要推进贸易强国进程，力争到 2020 年，外贸传统优势进一步巩固，竞争新优势培育取得实质性进展。专家认为，《意见》是指导今后一段时期中国外贸稳增长、转方式、调结构的纲领性文件。《意见》提出，外贸需要实现“五个转变”：一是推动出口由货物为主向货物、服务、技术、资本输出相结合转变；二是推动竞争优势由价格优势为主向技术、品牌、质量、服务为核心的综合竞争优势转变；三是推动增长动力由要素驱动为主向创新驱动转变；四是推动营商环境由政策引导为主向制度规范和营造法治化国际化营商环境转变；五是推动全球经济治理地位由遵守、适应国际经贸规则为主向主动参与国际经贸规则制订转变。挖掘新的外贸增长点 今年以来，中国外贸形势更加复杂严峻，下行

压力大。据海关总署统计，2015年1-4月，中国进出口总值12225.1亿美元，同比下降7.6%。其中，出口6901.6亿美元，增长1.6%；进口5323.5亿美元，下降17.3%。国家发改委对外经济研究所国际合作室主任张建平指出，当前中国外贸形势不容乐观，与当前外贸缺乏新的增长点有很大关系。而这份《意见》的出台，就是为了破解当前外贸存在的问题，寻找新的外贸增长点。目前中国外贸发展存在以下问题：货物贸易多，但服务贸易发展严重不足；一般的产品多，但优质产品少，特别是缺有品牌、有技术、高附加值、有影响力的产品；加工贸易比重较大；中国外贸现在严重依赖于传统市场，主要是发达国家的市场，香港以及东盟，对于其它新兴市场的开拓有些不足。《意见》希望能够突破和解决这些问题，推动中国外贸上一个新台阶。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认为，《意见》的内容从大的框架层面中看，保持了过去政策的连续性，而具体操作层面的内容更加细化、含金量更高、可操作性更强。此次政策侧重转变贸易增长方式、培养新优势为最基本出发点，希望能够促使中国外贸尽快摆脱优势产业“青黄不接”的尴尬局面。这是外贸领域又一个支持性政策，对缓解外贸下行趋势，扭转当前外贸被动局面有帮助。中国外贸新优势已经初见苗头，比如在高铁、核电、光伏等新技术领域都已经具备规模竞争优势，再利用好国内齐全的产业链基础，把局部“点”的优势，通过拓展上下游关系，连成“线”，最终形成网，连成“面”，就能进一步提升中国外贸的整体水平。中投顾问宏观经济研究员白朋鸣指出，结合当前国家“一带一路”政策，《意见》的出台有望缓解4月份出口贸易数据双降的压力，我国对外贸易将打开新局面。“一带一路”经贸合作是亮点 《意见》特别强调，要全面提升与“一带一路”沿线国家经贸合作水平。专家表示，这一内容是《意见》中显著的新提法，与当下中国正在推进的倡议相吻合，使《意见》更加与时俱进。商务部研究院对外贸易研究所所长李健表示，中国过去依靠服装、鞋帽、玩具等劳动密集型产品确立全球贸易大国地位。今后，随着中国进入对外投资新阶段，随着“一带一路”战略的推进，新的投资机遇和投资方式将带动中国电力、轨道交通、通信设备等装备制造业和大型成套设备出口。配合“一带一路”战略，加强与“一带一路”市场的合作。通过企业走出去，

对外投资，在和“一带一路”国家合作过程中寻找市场机遇，把优势产品、机械设备走出去。白明也认为，提升与“一带一路”沿线国家经贸合作是本次《意见》中的亮点内容。通过与“一带一路”沿线国家展开经贸合作，我国既可以借此进行产能和资本输出，又能给予沿线国家一定的发展空间，从而实现互利共赢的局面。今年以来，习近平主席出访路线按“一带一路”走向延伸，4月南下巴基斯坦和印尼，5月北上欧亚三国，积极推进与沿线国家发展战略的相互对接，“一带一路”的立体布局日趋清晰。近日，习近平对哈萨克、俄罗斯和白俄罗斯进行访问时，中国和三国累计签署各类合作文件和协议近90项，涵盖经贸、能源、航天、金融、投资、基础设施等各个领域。习近平哈俄白之行见证签署的协议超过400亿美元，其中在俄罗斯和白俄罗斯分别为250亿美元和157亿美元。在俄罗斯，中俄两国元首签署发表的《关于丝绸之路经济带建设和欧亚经济联盟建设对接合作的联合声明》，是“一带一路”倡议在欧亚大陆上取得的重大进展，具有重要和深远的意义。商务部高虎城部长高虎城表示，商定启动中国与欧亚经济联盟的经贸合作伙伴关系协定谈判，是具有远见卓识的重大战略决定，必将掀开中国与欧亚经济联盟合作的新篇章。欧亚经济联盟(Eurasian Economic Union)，是一个由白俄罗斯、哈萨克斯坦、俄罗斯、吉尔吉斯斯坦、亚美尼亚和其他前苏联国家为加深经济、政治合作与融入而计划组建的一个国际组织。在哈萨克斯坦，习近平主席和纳扎尔巴耶夫总统一致决定，在平等互利基础上加快推进丝绸之路经济带同哈方“光明之路”经济战略对接。在白俄罗斯，中白双方同意将占地80平方公里的中白工业园项目建成丝绸之路经济带的标志性项目。这是继“中巴经济走廊”后又一个“一带一路”的旗舰项目。中白工业园项目功能定位是重点发展成为集电子信息、生物制药、精细化工、高端制造和仓储物流等产业为一体的工业制造型园区。白俄罗斯处于欧盟和独联体之间及波罗的海国家到黑海的交通交汇点，对中国推进“一带一路”有不可或缺的作用。**金融支持政策创新是利好** 上海金融学院国际金融研究院副教授肖本华表示，《意见》对我国进出口贸易的规划更加全面系统。比较突出的利好有两个方面，一方面是明确提出支持跨境电子商务、外贸综合服务平台和市场采购贸易等新贸易方式，并有一些具体的支持政策；另

一方面是金融支持政策方面有所创新，如外汇储备贷款方式更加具体，可操作性变强，可提高我国对外贸易的综合竞争力。中投顾问宏观经济研究员白朋鸣指出，新外汇储备的运用及人民币汇率机制的完善，将有利于我国进出口贸易的发展，政策的出台既有望降低汇率波动对外贸企业造成的负面影响，也有利于企业境外融资，从而加速对外市场的布局与拓展。《意见》提出完善金融政策，鼓励金融机构为企业在境外提供融资支持，这有利于企业境外融资，为企业提供资金支持，降低融资成本，缓解资金压力。同时，对于创新外汇储备运用等，将有助于企业减轻汇率波动对企业销售收入的影响，可以降低企业由于汇率波动而带来的损失。

PPP“叫好不叫座” 国务院四招推广公共领域PPP

PPP“叫好不叫座” 政府和社会资本合作（PPP）模式推广热潮已经持续一年多，但国家发改委投资司副司长罗国三直言，全国各地公布的PPP项目，大概只有10%-20%左右签订了合同。据了解，PPP项目落地率较低，主要存在以下三方面原因：一是推出的PPP项目没有经营性收入，在捆绑其他项目资源时，如土地，碰到现实法律困境；二是政府和融资方，就资金成本没谈拢；三是基层政府上马PPP项目，容易突破10%的财政红线。今年4月初，财政部印发了《政府和社会资本合作项目财政承受能力论证指引》，指引中明确指出，每一年度全部PPP项目需要从预算中安排的支出责任，占一般公共预算支出比例应当不超过10%。一些财力雄厚、且从银行贷款容易的地级市或区政府，在这轮PPP的热潮中仍不为所动，继续坚持以财政投入为主的投资模式。另一些资金饥渴的地方政府，则借着PPP的名义，将BT模式项目包装成PPP，主要为了方便项目融资、获取补贴。社科院财经战略研究院财政研究室主任杨志勇表示，PPP项目要求政府和社会资本以平等的身份参与项目，这对政府治理模式提出较高要求，现实离这个目标还有很远的距离，PPP模式的推进还有很多工作要做。多位业内人士表示，PPP要想签约率高，项目本身足够好很关键，如有足够的现金收益、风险结构框架搭建合理等。

国务院四招推广PPP增加有效投资 今年政府工作报告中指出，增加有效公共产品和公共服务的提供，与万众创新为两个新的经济增长点。需求缺口较大的，如交通、环保、医疗、养老等领域，为投资发力的重点。从前4个月数

据来看，这些领域的投资增速也相对较快，如铁路道路运输业投资同比增长 20% 以上，卫生社会工作领域投资增长 26.4%，水利环境和公共设施管理业投资增长 19.4%。国家发改委从去年开始筹划推出的 7 大类重大投资工程包，包括信息电网油气等重大网络、健康养老服务、生态环保、清洁能源、粮食水利、交通、油气及矿产资源保障等，也与上述列举领域多有重合。为推进 PPP 项目的落地，发改委、财政部以及地方政府出台的鼓励政策不可谓不多。如为鼓励项目运营主体利用资本市场直接融资，4 月 9 日，发改委一口气印发了城市停车场、养老产业、战略性新兴产业和城市地下综合管廊建设的专项债券发行指引。指引明确表示，这些领域专项债券发行比照“加快和简化审核类”债券审核程序，并对发债主体募集资金的用途、主体资产负债率等要求均有放宽。5 月 13 日，召开的国务院常务会议部署推广政府和社会资本合作（PPP）模式。会议对 PPP 提出了四方面要求。一要简化审批，保障项目用地，支持地方政府与金融机构共同设立基金，用好税收优惠、奖励资金、转移支付等手段，多措并举吸引社会资本参与公共产品和服务项目的投资、运营管理。二要鼓励项目运营主体利用资本市场直接融资。发挥开发性、政策性金融机构中长期贷款优势，支持社保和保险资金参与项目。三要建立公共服务价格和补贴动态调整机制，坚持补偿成本、优质优价、公平负担，保证社会资本和公众共同受益。四要完善制度，规范流程，加强质量监管，提高公共产品和服务供给能力与效率。杨志勇指出，虽然 PPP 热潮已经持续了一年多，国务院常务会议再提推广 PPP，说明 PPP 领域还有进一步完善的空间。PPP 要求政府和社会资本平等对话，不是某方高高在上，这会导致政府行为发生很多变化，PPP 的顺利推进，需要有相应的制度安排来保障。PPP 不仅能促进投资，激发市场活力，也能促进国家治理的现代化。宏源证券固定收益部首席分析师范为表示，通过发债来直接融资，相比银行贷款等间接融资，成本相对较低。但目前国内 PPP 项目发债成功案例较少，随着政策的放开，通过发债来融资的 PPP 项目可能会增加。PPP 项目本身足够好，如能产生足够的项目收益，有足够高的收益率，才能吸引社会资本的介入。大岳咨询总经理金永祥表示，要想项目落地多，项目本身现金流好很关键，如价格机制足够灵活，或者通过财政补贴、转移支付、

基金支持或是资源补偿等，项目要能有足够的回报，社会资本愿意参与的很多。社会资本融资渠道也广，通过海外融资等资金成本很低，融资问题不大。联合信用评级总经理张志军表示，PPP项目要求政府和社会资本共担分享，收益结构如何搭建很关键。如一个水利项目，可能包含灌溉、防洪、发电等多项内容，发电能产生收益，灌溉和防洪的社会效益要高于商业效益，在这样的PPP项目中，政府和社会资本出资比例、如何分享收益等，能否搭建出一个让各方都满意的分享机制很关键。 观点精粹

观点精粹

卓贤：股票市场投机性泡沫将破坏中国转型能力

国务院发展研究中心发展部研究室副主任卓贤指出，中国股市当前已经出现了一些投机性泡沫的迹象。一是投资杠杆较高。二是局部市盈率偏高。高盛最近研究指出，中国A股上市公司有一半以上的市盈率高于70倍，达到2007年6000多点时A股整体市盈率水平。三是过量资金推动“普天同涨”。在4月份创业板市盈率逼近100倍的同时，一些基本面并无重大突破的板块也因资金的行业轮动转换效应而出现过暴涨。投机性泡沫将对经济转型产生负面影响。一方面，投机性泡沫通过价格机制向市场上的劳动力、土地、资金等要素发出错误信号，吸引各类资源向泡沫部门过度聚集。这使得创新领域或生产效率更高的部门面临要素成本的全面提升，打破了商业项目原有的盈亏平衡点，恶化了转型的外部环境。另一方面，投机性泡沫让社会弥漫着不劳而获的情绪，扰乱了“创新致富”的价值观。企业更热衷于资本运作而弱化实业投资。据《证券日报》统计，截至2014年底，263家上市公司投资股票的金额高达1841亿元。此外，投机性泡沫使握有资产的富裕者受益，却以通货膨胀、房屋租金上升等方式让中低收入者受损。控制投资杠杆是防范经济泡沫演变为泡沫经济的重中之重。虽然中国证券业协会等四家组织已发布《关于促进融券业务发展有关事项的通知》，提出券商做两融业务不得开展场外配资、伞形信托等活动，但通过个人信用贷款、网络P2P配资等方式进行的高杠杆投资仍亟需规范。建设更多元化的金融体系是引导泡沫支持转型

的根本之道。唯有进一步深化准入、监管、利率等方面金融体制改革，引导全社会资金更均衡地配置到实体经济中，才能斩断从经济泡沫到泡沫经济的通道。

王永利：我国应从大力发展国债入手推动债券市场跨越式发展

中国金融四十人论坛理事王永利认为，目前，我国债券市场存在的主要问题是：对债券融资和债券市场重视不够，控制过严，管理不当，发展不力。债券的发行也更多地集中到银行间市场进行或者由银行承购包销，不仅大大削弱了债券作为直接融资工具应有的功能（银行购买债券仍属于间接融资，如果仅从直接融资的角度看，我国债券市场的规模将大大缩小），而且使债券市场在很大程度上受制于银行市场，难以形成可以与银行市场相抗衡的债券市场，这将导致银行业一枝独大，并能够左右市场的资金价格，抬高社会基本利率水平，造成资金价格的偏离或扭曲，影响利率市场化的推进。对此，我国应从大力发展国债入手推动债券市场跨越式发展。到2014年底，我国的国债余额不足10万亿元，在世界主要经济体中，国债规模非常小。但由于我国中央政府对地方政府承担无限责任，中央政府不可能让地方政府破产停摆，所以我国政府的真实负债率实际并不低。因此，首先，中央政府完全可以将地方债务纳入国债范畴统一发行（或者代理发行），中央政府和地方政府内部可以建立债权债务关系，从而简化地方政府债券发行手续，降低地方政府负债成本。从地方政府目前的负债规模看，我国至少可在5年内增加10万亿元以上的国债。其次，今后的债券市场应该更强调面向全社会开放，而不能过多地集中到银行间市场，从而真正发挥债券融资作为直接融资渠道和方式应有的作用。通过做大做强债券市场，特别是拥有足够大的国债市场，形成与银行存贷款市场相抗衡市场力量，并形成市场充分竞争条件下的国债收益率曲线，才能真正形成市场的基准利率，才有利于加快推进利率市场化进程。这还将为人民币国际化提供有力的市场支持（国际化货币都需要有强大的国债市场做支撑）。为此，还要加大相关方面的配套改革。

李奇霖：理解中国地方债置换的几个要点

5月12日，财政部联合央行、银监会，将地方债纳入央行常备借贷便利（SLF），中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）的抵押品范围。民生证券宏观研

究员李奇霖认为，中国地方债置换要从以下几个方面理解：第一，地方债置换有利于经济稳增长。一是地方政府债务负担减轻，置换后有“余粮”进行稳增长。二是购买置换债，对整体商业银行来说，资产结构由高息短期贷款变为低息长期的债券。在利润考核压力之下，银行会更有动力扩大风险资产占比（对接稳增长需求）。三是地方债可纳入范围有PSL。银行将地方置换债抵押换取流动性可通过PSL直接对接实体项目，且不存在风险偏好回落的问题。第二，置换债发行或还有第二批5000亿的规模，定向摊派部分约有1万亿元。文件显示一万亿是2015年第一批置换债券额度，是不是还有第二批？截至2013年6月底，2015年到期的地方政府负有偿还责任债务规模1.8万亿。但考虑到算上2013年6月以后新增债务，2015年地方政府债务规模预计在20万亿左右，到期债务会在1.8万亿基础上会有所增加，其中负有偿还责任债务约2.3万亿。1万亿之后第二批可能还有超过5000亿的置换额度释放。定向发行指地方政府与银行贷款债权人自己协商置换问题，以达到解决配置需求不足的问题。考虑到地方政府债务中银行贷款规模占比达50%，此次置换中针对银行贷款的定向发行规模约为9200亿元，另外非银行贷款部分债务经过协商也可能纳入定向发行范围，最后的定向发行的债券规模预计接近1万亿。第三，地方政府抵押换流动性的方式更像是一个期限较长的逆回购，而不是QE。它与QE的几个重要的区别在于：1) 地方政府债券抵押存在到期期限，央行资产负债表不是永久扩张，而QE是永久性的。2) 地方政府债券抵押释放的流动性规模是由银行需求决定，而QE是央行预先确定的规模，是央行主动购买的。3) 地方政府债券抵押释放的流动性是有资金成本的，不过当前的经济环境想必央行也不会给多高的资金成本。

(未经许可，请勿转载)

总编审：任朝霞

责任编辑：袁雅瑾 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 1415—L0140 号
