

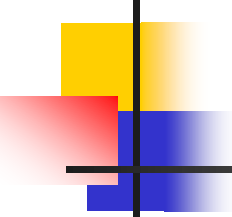
赵庆明

中国金融期货交易所北京金融衍生品研究院首席宏观研究员

赵庆明，经济学博士，高级经济师。现任中国金融期货交易所北京金融衍生品研究院首席宏观研究员。毕业于中国社会科学院研究生院，获经济学博士学位。中国人民银行金融研究所从事应用金融学博士后研究。曾在中国人民银行、国家外汇管理局从事金融监管和研究工作。曾任中国建设银行总行研究部副处长。

主要研究领域有：宏观经济、汇率与外汇业务、人民币汇率体制改革等。

社会兼职有：新华社新华08 特约评论员、中国金融时报专家委员会委员。对外经贸大学金融学院兼职教授，硕士生导师。出版专著两部，合著1 部。公开发表学术论文、工作报告、评论等150 余篇。



中国经济增速换挡 与发展金融期货化解风险

中金所金研院 赵庆明
2014年5月29日·上海



目录

- 一、“经济增速换挡期”渐有共识
- 二、中国经济增速或已换挡
- 三、发展金融期货市场化解换挡期风险



一、“经济增速换挡期”渐有共识

1. “三期叠加”的说法

- 中国经济当前面临经济增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期。出现在新华社**2014年2月22日**发布的《十八大以来习近平同志关于经济工作的重要论述》
- 今年**3月5日**李克强总理的政府工作报告中的提法是：“正处于结构调整阵痛期、增长速度换挡期”，未提前期刺激政策消化期
- 中国“经济增速换挡期”：目前的理解是中国经济增速“从高速换挡到中高速的发展时期”。经历一段时间中速或高中速发展，达到发达国家水平时，经济增长则转入低速



一、“经济增速换挡期”渐有共识

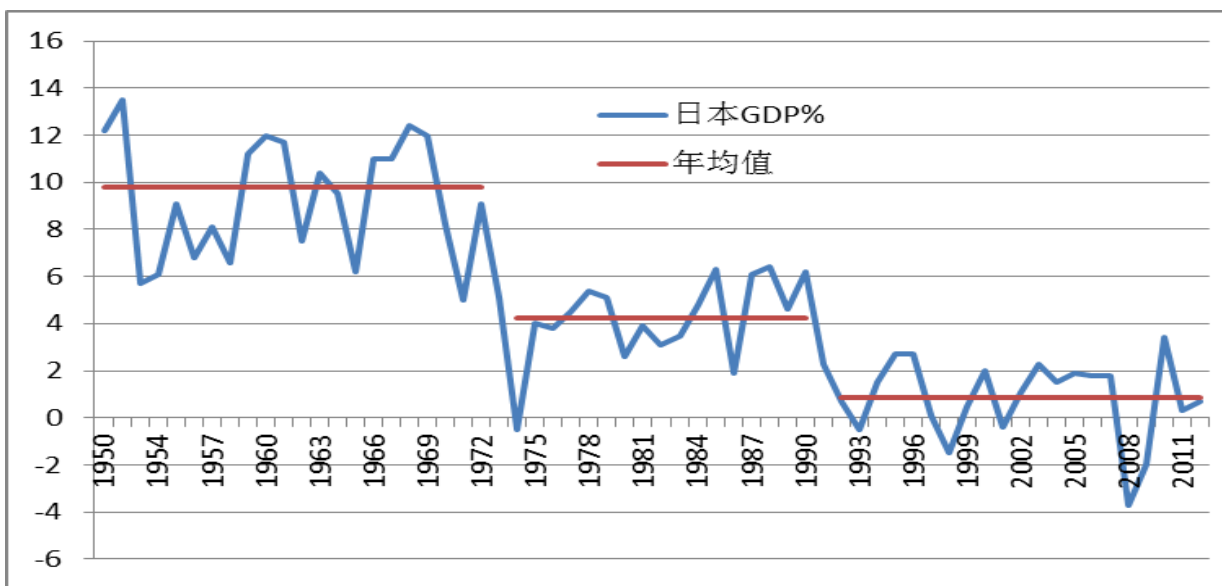
2.对于中国经济增速是否“换挡”有争议，但认同者多

- 刘世锦（2011）：中国经济潜在增长率有很大可能性在2015年前后下一个台阶，时间窗口在2013~2017年，下降的幅度大约为30%，即由10%降低到7%左右
- 林毅夫（2012，2014）：从后发优势的潜力来看，中国从2008年开始应该还有20年平均每年8%的增长潜力中国还有维持20年8%增长的潜力
- 其他人：有专家预测今年增长8.6%；十八届三中全会后，针对全面深化改革，有专家认为，各项改革若能落实到位，中国经济增速能够恢复到10%
- 综合来看，多数业内专家包括投行经济学家，认同中国经济增速面临换挡期

一、“经济增速换挡期”渐有共识

3.部分后发国家或地区存在明显的增速换挡现象

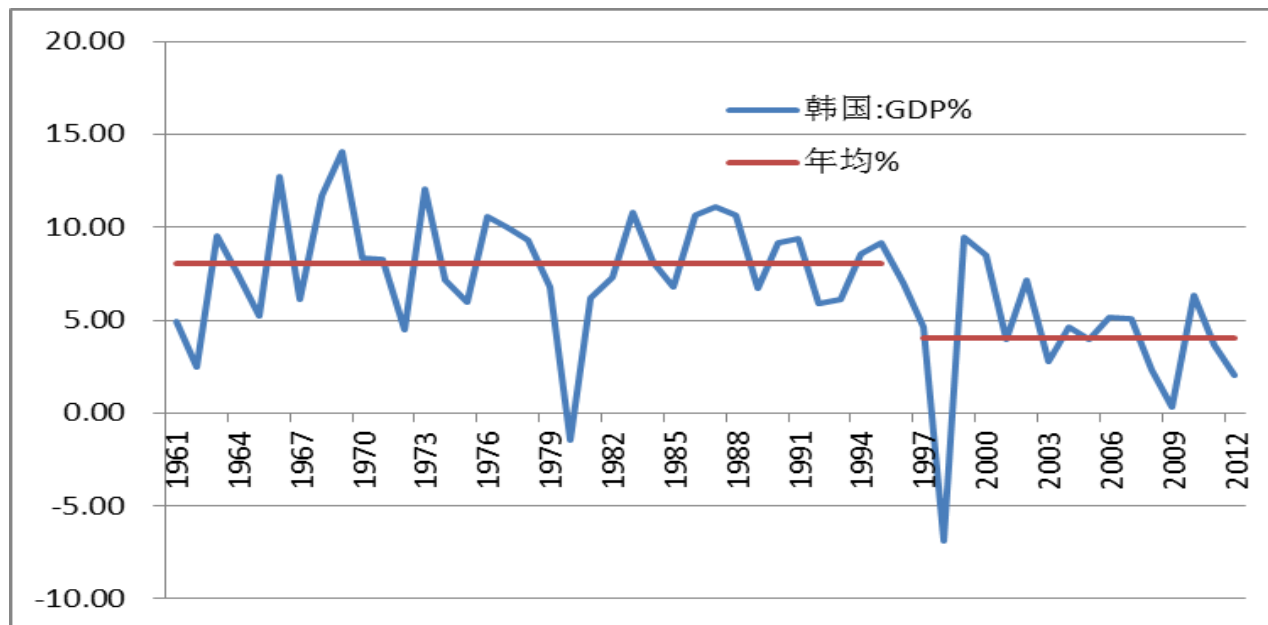
——日本：1950-1972年年均9.7%；1973-1990年年均4.26%，
1991-2012年年均0.86%（数据来源：日本内阁府）



一、“经济增速换挡期”渐有共识

3.部分后发国家或地区存在明显的增速换挡现象（续）

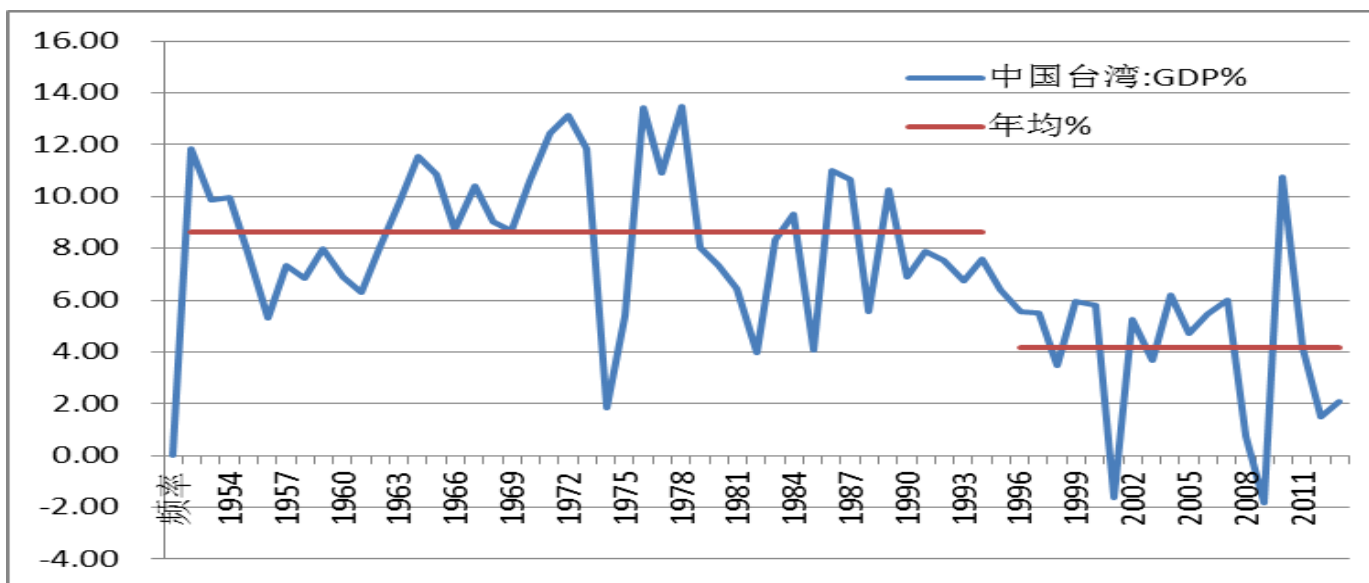
——韩国：1961-1996年年均8.02%；1997-2012年年均4.07%（数据来源：WIND/世界银行）



一、“经济增速换挡期”渐有共识

3.部分后发国家或地区存在明显的增速换挡现象（续）

——中国台湾：1952-1994年年均8.62%；1995-2013年年均4.15%
（数据来源：WIND/世界银行）





二、中国经济增速或已换挡

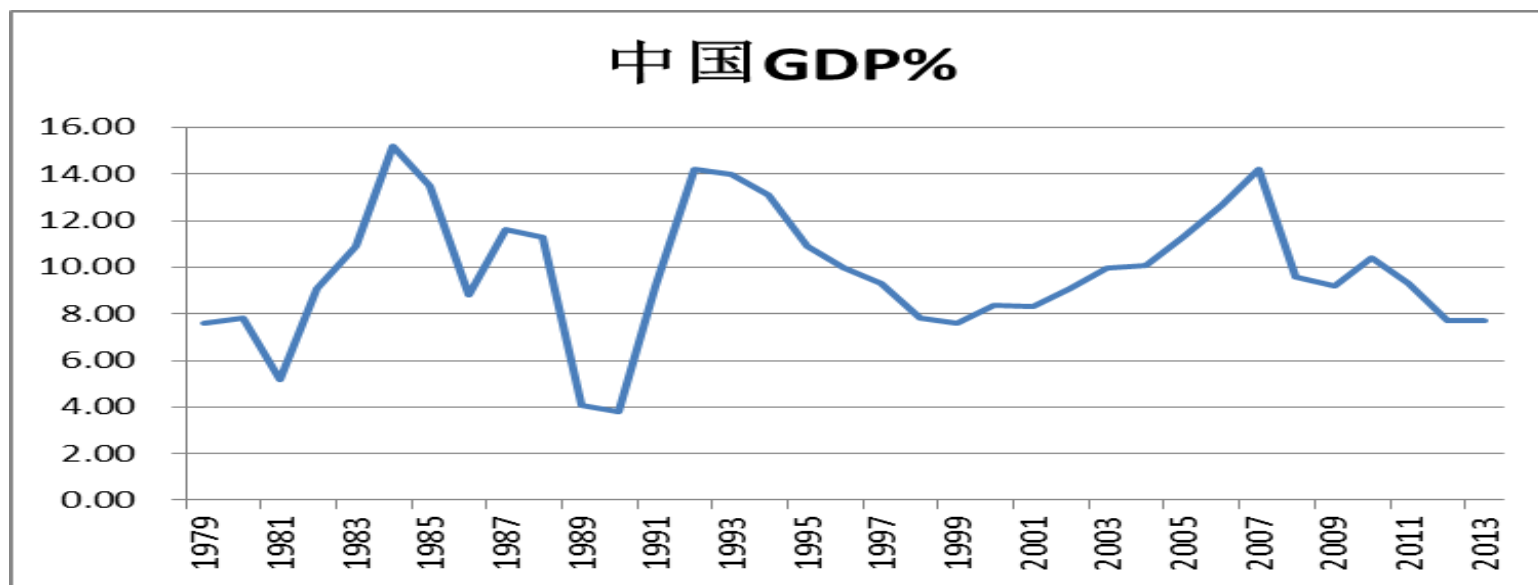
1. 后发国家在工业化阶段容易取得高速增长

- 工业加速增长，占**GDP**的比重相应提高，成为经济增长的主导力量。当高速增长接近尾声，工业比重趋稳并逐步下降，服务业取代工业成为经济增长的首要动力，增速下台阶，进入中速/中高速发展阶段（刘世锦，2011）
- 高速阶段之所以高速：一是工业化阶段，由于利用新技术和新设备，劳动生产率提高快；二是人口红利：大量劳动人口等待进入就业，初期劳动力成本几乎不变，所谓“深圳工资”
- 工业化基本完成时，增速下台阶，或曰换挡，原因有二：一是服务业劳动生产率提高没有工业快；二是人口红利基本消失

二、中国经济增速或已换挡

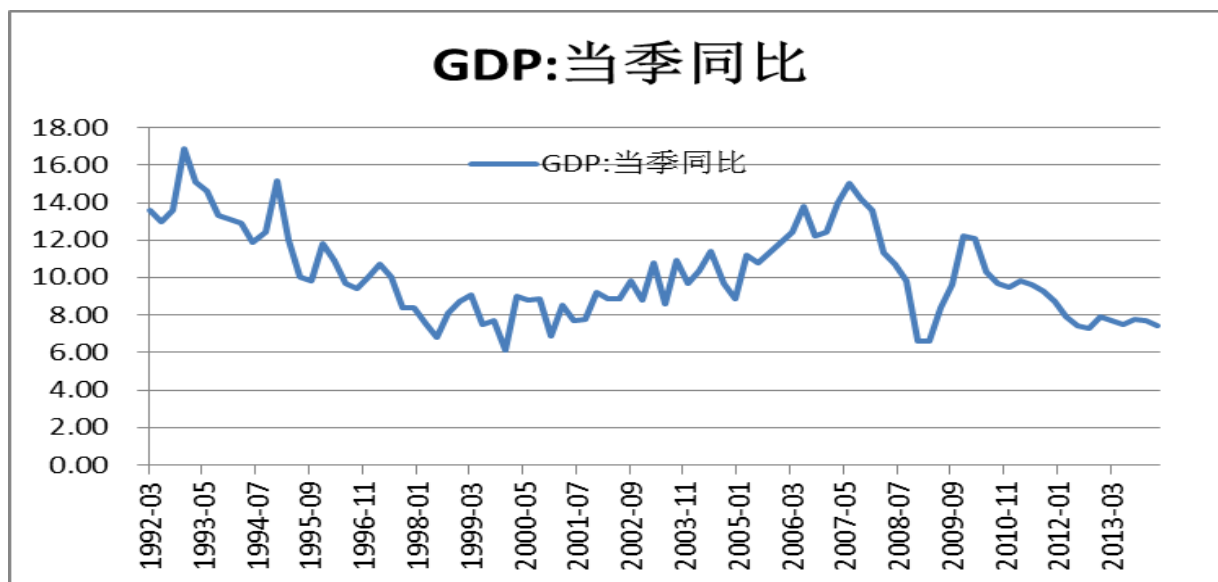
2. 中国经济增速换挡的判断依据之一：增速大幅回落

1979年到2012年，年均接近10%，2002年到2012年年均10.5%，2012年和2013年连续两年为7.7%，今年不大可能超过7.5%，相比此前，增速连续三年大幅回落；与此同时就业状况良好，并未因为增速放缓而出现大量失业



二、中国经济增速或已换挡

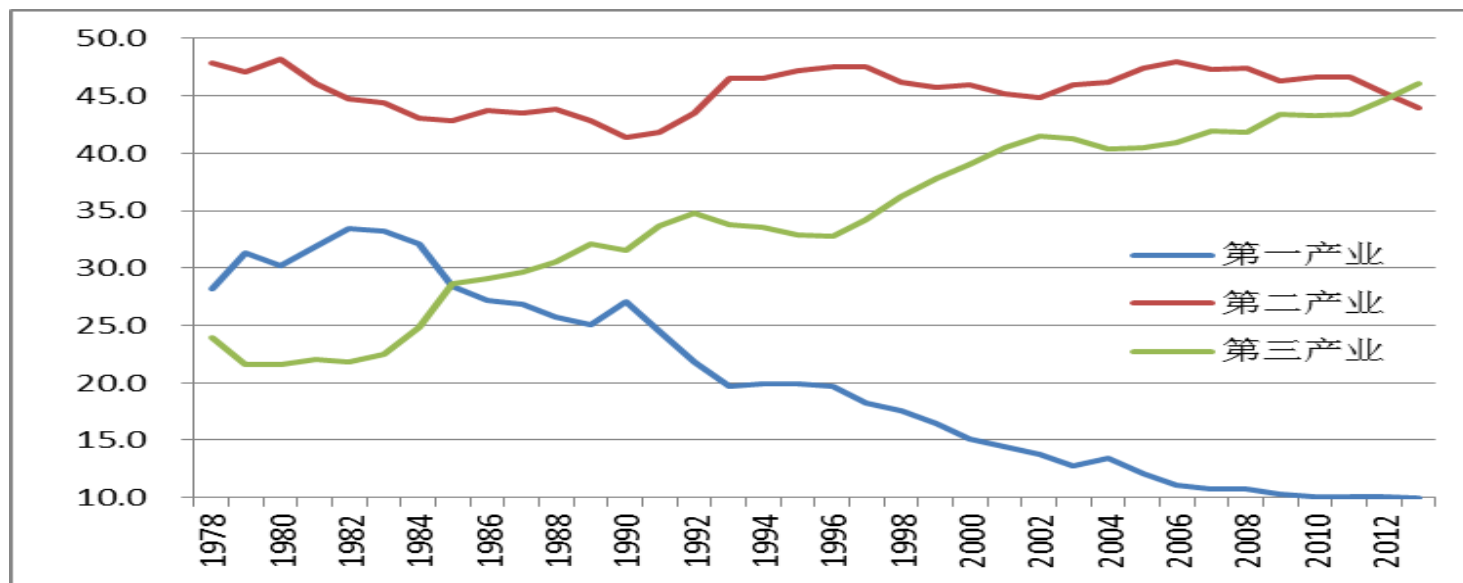
3. 中国经济增速换挡的判断依据之一：（续）



二、中国经济增速或已下台阶

3. 中国经济增速换挡的判断依据之二：产业结构的变化

- 2013年中国第三产业在GDP中的比重首超第二产业。第二产业增加值占比为43.9%，第三产业增加值占比为46.1%，趋势上看，第三产业占比会继续提高。





二、中国经济增速或已下台阶

4.政策目标也正在转变

- 多数发达国家是将就业与物价作为宏观政策的目标，罕见将**GDP**增速作为政策目标，即使提及，也往往是预测性的。
- 改革开放以来，我国将增速作为最主要的政策目标，有时甚至牺牲物价也要速度。追求速度是为了就业，但是与将就业直接做为政策目标并不一致。追求**GDP**速度有计划经济的色彩。
- 新一届政策确定了“上下限”的政策目标：增速和就业下限以及物价上限
- 过去有：1个百分点的增速增加**80万**就业的说法
- 现在：可能已经变成**130-150万**，去年折算为**170万**



二、中国经济增速或已换挡

5.我们判断中国经济增速已经换挡

- 研究发现：同样一单位**GDP**，服务业与第二产业吸纳的就业人数是后者的**1.2-1.3**倍。中国服务业占比将继续提高，第二产业占比将逐步降低
- 中国就业压力减小：劳动年龄人口从**2012**年开始负增长，当年减少**345**万人，**2013**年又减少**244**万人。
- **2012**年末，中国三次就业人数分别为**25773**万、**23241**万和**27690**万（Wind）。
- 服务业占比高的国家，经济增速往往不高，因为第三产业技术进步慢，生产率提高不易。



二、中国经济增速或已换挡

6. 多数机构和经济学家认同经济增速换挡，也认同转变增长方式的必要性和紧迫性，也认识到企业尤其是国有企业和地方政府高杠杆的潜在风险和不可持续，但是却仍希望继续高速增长，仍希望政策能够出台强刺激措施，仍寄希望投资拉动
- 我们认为，只要不滑出就业下限，不会出台强刺激措施，未来政策将围绕转方式、调结构展开，将着力发展服务业，尤其是生产性服务业；将通过简政放权，激活民间投资。



三、发展金融期货市场化解换挡期风险

1. 很多后发国家在换挡期出现了金融危机

- 日本不接受经济增速下台阶的事实，一味出台刺激措施，结果是增速未提高，反而出现房地产和股市泡沫，从而导致了失去的十年和失去的二十年
- 韩国和中国台湾在经济增速放缓后，遭受了亚洲金融危机



三、发展金融期货市场化化解换挡期风险

2. 中国已经积累了大量风险

- 企业高杠杆与银行贷款不良压力：面对经济增速下台阶，盈利能力下降，企业还款能力必然下降，银行贷款面临不良压力
- 房价过高与房地产泡沫破灭风险：房价收入比过高，透支家庭支出，制约消费增长，负资产可能性不大，对银行影响不大；开发贷款风险最大，烂摊子留给银行
- 地方政府偿债能力不足：土地财政不足以及不可持续；仍然热衷上项目
- 累计流入的热钱量大以及国内富裕人群资产配置需求：4万亿美元的外汇储备中有相当一部分是流入的热钱，流入压力大；面对风险，富人有资产外移的内在避险需求



三、发展金融期货市场化解换挡期风险

3. 应该接受增速换挡的现实，避免盲目刺激，防止重蹈日本覆辙

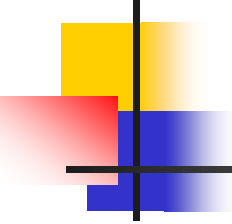
- 如不接受经济下台阶的经济规律，盲目刺激，可能会蹈日本覆辙。
- 前期政策积累的风险超过当年的日本、韩国和中国台湾
- 中国仍然有望实现中速/中高速增长（**5-7%**）：一是城市化率低于日、韩经济增速换挡时；二是第一产业就业人口占比超过**30%**，仍会向二三产业转移



三、发展金融期货市场化解换挡期风险

4.发展金融期货市场化解金融风险

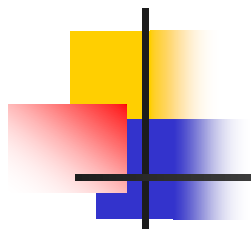
- 发展金融期货市场是完善金融市场体系的需要，有助于形成一个有深度有广度、富有价格弹性的中国金融市场体系。完善的金融市场体系包含现货市场与期货市场、场外市场（OTC）和交易所市场等不同层次，它们共同构成了统一完整的金融市场体系。金融期货市场与现货市场互相补充，互相促进。
- 金融期货市场具有良好的价格发现功能，能够助力利率和汇率市场化。相比现货市场，金融期货市场的集中交易、连续竞价的交易模式使其具有更好的价格发现功能。金融期货市场极度不发达，在一定程度上已经成为制约利率和汇率市场化的“短板”。
- 金融期货市场能为市场主体提供多元化、成本更低的风险管理工具的需要。



三、发展金融期货市场化解换挡期风险

5.完善的金融市场体系有助于抵御跨境资本流动的冲击，实现宏观经济的稳定

- 在金融市场发达的国家，金融产品往往具有较好的需求弹性，较小的价格波动往往就会引起大量的交易以及相反方向的交易需求，而大量相反的交易需求的出现则能起到抑制价格过度波动的作用，从而起到稳定利率、汇率和股票市场的作用。
- 我们研究了**1961-2012年G7国家**和新兴市场国家的经济稳定性，发现新兴市场国家**GDP**增长速度的波动率是**G7国家**的**2倍**，即发达国家的经济具有更好的稳定性，其中原因之一是，**G7国家**金融市场更发达更完善，抑制了资本的大进大出，维持了利率汇率的相对稳定，进而实现了宏观经济的相对稳定。



谢谢！