

摩根大通银行中国首席经济学家、大中华区经济研究主管朱海斌:

房价难现大幅调整 创新是经济增长新引擎

证券时报记者 孙晓霞

美国退出QE 影响新兴市场流动性

证券时报记者: 您如何看待美国退出量化宽松(QE)对中国及其他新兴市场国家的影响?

朱海斌:美国退出QE对中国及新兴国家的影响主要在资本流动上,这将导致新兴市场国家的资本回流。而具体从哪个国家流出取决于该国的基本面情况。不久前,印度和印尼的资本外流正是和两国的基本面不好相关。

就印度而言,经常项目赤字、财政赤字以及高通胀率一直长期困扰该国经济。相比之下,中国经济的基本面因素是所有新兴市场国家中最好的。虽然中国上半年经济持续下滑,但由于经济体规模大,领导地位稳固,经常项目顺差,财政赤字相对较低以及货币、通胀均控制很好,实现7.5%的发展目标绝对没有问题。因此,宏观面上中国整体表现稳健。加之由于资本项目比较封闭,限制了国外投资者做空中国的空间。

证券时报记者: 除了对资本流动的影响外,美国退出QE对中国的经济增长还将带来哪些方面的影响?

朱海斌:目前,就我的观察而言,首先,外贸方面,美国退出QE将使得我们对发达国家的出口相对好转,但对新兴市场国家的出口短期可能受到影响。

第二,对汇率的影响。今年上半年,人民币对美元升值大约2%,但全球主要货币对美元贬值甚至有些是大幅贬值。前两年,人民币对美元汇率和人民币实际汇率是同步的,因为美元实际有效汇率相对稳定。去年下半年以来,美元升值,我们采取同样对美元小幅升值,这意味着实际有效汇率升值幅度大,对出口影响大。

我们的实际有效汇率在今年上半年上升6%左右,如果新兴市场汇率对美元逐渐贬值,人民币是否应维持对美元稳定甚至略微强势的态势?这是令中央银行很头疼的问题。我个人觉得今年人民币对美元应相对小幅贬值,应保持人民币实际有效汇率相对比较稳定的小幅升值态势。

证券时报记者:从中期来看,如果新兴市场国家资本流动持续出现问题,对中国的汇率改革会有什么影响?

朱海斌:从中期来看,如果新兴市场国家这一轮出事,就会影响到中国资本项目开放或者人民币国际化的时间表,尤其前者。1994年,就外汇体制改革,朱镕基曾提出以市场化为基础的汇率体系,但1997年亚洲金融危机期间,中国承诺维持人民币汇率体制不变,直到2005年才进一步启动新一轮汇改。在目前的情况下,新兴市场国家如果出事,会对中国资本项目开放和汇率改革步伐产生很大影响。

证券时报记者:从目前情况看,您认为,新兴市场国家出问题的可能性大吗?

朱海斌:这个概率现在看来不大。因为1997年金融危机之后,很多新兴市场国家都接受了教训,各国的情况已经发生很大变化。

第一,经常项目大部分国家是盈余,即便印度尼西亚出现赤字,规模也大幅小于1997年。

第二,各国财政赤字规模小很多。

第三,新兴市场国家外汇储备也远远超过1997年之前。此外,一个明显的区别以前在外债方面。现在很多新兴国家的外债多以本币计值,1997年前则以美元计值,一旦美元利率回升或者美元升值,偿债压力大,且通过本币的贬值没有办法减轻债务。而借款换成本币货币后,外国投资者也面临汇率贬值风险。这和1997年前有很大的不同。最后,亚洲国家的货币制度比1997年前普遍更加灵活。以前是固定汇率制,现在是浮动汇率制。在危机出现之前,各国就可以提前把货币贬值,以消化压力。

海外投资需求增加

证券时报记者: 对于近年一些居民财富积累之后移民海外的现象,您如何看待?

朱海斌:要理解中国的房地产,需要更大的视野。



【朱海斌印象】

中国经济现象的探索者

证券时报记者 孙晓霞

每天早晨8点钟,如果没有与投资者的会晤,摩根大通首席经济学家朱海斌会准时出现在香港的办公室里进行一天的数据分析,工作时间约为12个小时——这样的工作强度,在别人看来可能是个苦差事。

每一位经济学家都是复杂经济现象

朱海斌于2011年9月加入摩根大通,任摩根大通银行中国首席经济学家和大中华区经济研究主管。

此前,朱海斌于2001~2011年任职于国际清算银行,先后担任经济学家和高级经济学家。研究方向专注于金融体系和实体经济的传导,风险管理和金融监管,中国经济和房地产市场。研究成果发表于许多专业学术期刊和国际清算银行的各类刊物,并在房地产和金融学研究方面获得多项国际学术论文学奖。

朱海斌于2001年获美国杜克大学经济学博士学位,1996年获中国人民银行研究生院硕士学位,1994年获北京大学信息管理学学士学位。

美国退出QE对中国及新兴市场国家的影响主要在资本流动性上,导致新兴市场国家的资本回流。

个位数的国内经济增长不像以前那么有吸引力,海外投资的快速增长将是未来的一个大趋势。

房地产税将是中国特色的房地产税,在这样的背景下,限购政策2、3年内不会退出,房价未来很难出现大幅调整。

十八届三中全会大方向上将会延续十八大报告的核心思想,在重点领域会有一些方案提出。市场比较期待财税以及土地改革方面有更可行的措施出台。

金融体系改革关键在于监管必须跟上,资本市场的自律和监督需要退市机制。

中国未来5到10年增长率取决于生产率提高的速度,而这主要靠创新。要由“中国制造”走向“中国创造”,技术升级必须向中高端领域延伸。

城乡差异和地区差异给中国经济增长带来机会,前者对应的国家战略是新型城镇化,后者对应的国家战略是发展中西部,产业转移对中国经济稳定增长是很强的推手。

中一个原因是,随着中国的投资回报率下滑,海外投资需求增加。

在这方面,两个数据比较有代表性。FDI也就是海外对中国的直接投资,近三、四年发展相对平衡,过去两年平均每年是1000多亿美元的规模。近两年来,两位数的增长情况有所下滑,而我们对海外直接投资即ODI近两年来每年增长速度很快,政府宣布未来5年中国海外投资要达到5000亿美元。

由于影响中国经济增长的三大结构性因素——劳动力、投资以及劳动生产率正在发生变化,尤其在实体经济领域,产能过剩及投资回报下滑很明显。这使得个位数的国内经济增长不像以前那么有吸引力,海外投资的快速增长将是未来的一个大趋势。

证券时报记者: 国际投资者如何看待新一届政府采取的一系列改革措施和经济管理思路?

朱海斌:在国际投资者看来,这一届政府和上届政府管理经济的思路有很大不同。上一届政府更多的是遵循凯恩斯主义,从需求方刺激需求的角度解决过剩问题,而这届政府主要从供给方管理的角度强调结构优化。

房价难现大幅调整

证券时报记者: 对于投资者普遍关注的房地产市场的未来走势,您如何看待?

朱海斌:要理解中国的房地产,需要更大的视野。

中国经济发展20多年来,一个明显的事实是,个人收入的增加虽然没有国内生产总值(GDP)增长速度快,但财富累积的速度远远超过GDP增长速度,房地产在中高收入阶层的财富积累中起了主要作用。比如,两个收入差不多的家庭,如果一家投资房地产另一家没有,现在的财富差距会是惊人的。

从某种意义上说,这一代人拥有房子是以上一代人或者下一代人的牺牲为前提的。因此,以税收的形式进行财富再分配,进行财富的代际转移也是合理的,房地产税和资本利得税从社会伦理学上讲很有必要,但是,政策操作上还很难。

房地产税将是中国特色的房地产税,从上海到重庆都是小范围征收。我认为,未来也会继续这样的方式。在这样的背景下,限购政策2、3年内不会退出,房价未来很难出现大幅调整。房价的增长会以个位数的方式往上走,如果能控制在和通胀率差不多的水平就是一个很好的结果了。

金融体系改革关键在于监管

证券时报记者: 对于目前正在进行的金融体系改革,您如何看待?

朱海斌:发展一个多层次的资本市场必然是中国金融改革的目标,这其中包括股市、债市、信托及其他非银行融资渠道。推动不同形式的融资体系安排也必然是政府要走的方向。

关键在于监管必须跟上。在监管、市

场自律没有跟上时,新业务出现必然会成为资金套利、监管套利的场所。尤其在一个新市场快速发展的初期,会形成很不好的市场行为与市场习惯,这对市场的长期发展不利。

单就股市而言,股市发展比房市、债券市场早,早期规模成长也较快,但在2007年下跌之后,股民信心出现很大问题。这其中有信心原因,也有基本面的原因,更重要的还有制度的原因,资本市场的自律和监督需要退市机制。债券市场方面,近两年来发展很快,但到目前为止一直没有违约事件发生,理财产品市场目前的状况也差不多,这和大部分国家的常态不同。

证券时报记者:在您看来,市场存在这些状况的原因在哪里?

朱海斌:一方面,改革的细节没有做好,导致一些好的政策带来不好的后果。另一方面,监管体系不完善和部门之间相互打架。比如,影子银行风险和地方政府融资平台的问题,银监会都早在2010年就提出并着手整顿,但是,管了银行,却没控制住非银行融资。

证券时报记者: 在即将召开的十八届三中全会上,您认为在金融改革领域会有一些措施出台吗?

朱海斌:据我们的观察,十八届三中全会大方向上将会延续十八大报告的核心思想,在重点领域会有一些方案提出,例如已经在做的金融改革,包括已经实施的贷款利率放开、上海自贸区等举措。市场参与者还比较期待的是财税以及土地改革方面是否有更可行的措施出台。

的探索者,曾在国际清算银行工作10年的朱海斌已经形成了一套完整的分析框架和体系。他专注于金融体系和实体经济的传导、风险管理和金融监管以及中国经济和房地产市场的研究,在国际清算银行的工作经验更使得他擅长各国央行的决策分析。到了摩根大通担任大中华区研究主管之后,他的研究重点则转移到政策决策之后的市场反馈上。

对于政策和市场的博弈,朱海斌认为,政策方更侧重于中长期的制度安排,而市场方更习惯于看未来3到6个月的市场表现。一个成熟的经济现象研究者,需要在短期和中长期的关系观察上,取得平衡。

对于中西方经济研究方法的区别,朱海斌认为,由于不同的市场特点,中西方有很大不同。西方宏观经济学研究主要以数据为基础,而中国由于经济数据的弹性和不确定性,西方完全靠模型和数据进行决策判断的定量研究一定不够,必须定量和定性相结合,才能形成一个完整的宏观经济判断。“通常做中国经济研究不会有一个整体模型,我们只能在某个行业里做模型,然后再通过经济学家自己的分析,建立相应的传导机制。”朱海斌的办公桌上放了一本夏斌写的《中国金融改革》,这是他最近正在阅读的书籍,他坚信,中国未来的经济改革必然伴随着金融改革。

采访结束时,朱海斌提到了一个他听到的段子,对他思考中国经济的未来很有启发性:一个生产肥皂盒的企业有一段时期总是出现一些次品,在流水线上总是有一些肥皂没有被装上肥皂盒。针对这个问题,德国的肥皂盒厂家做了一个自动化机器人来进行流水线的探测、扫描,为此花了很多钱。而中国的企业则相当高效第解决了这个问题,中国的管理者找了个高功率的电风扇对着生产线吹,这样轻的肥皂盒马上被轻松找到。

对不同国家的处理方法,朱海斌认为,德国的方法虽然比较死板,但它可以带动光学探测、算法等相关技术进步,有利于社会的技术积累,而中国企业的这种权宜之计,虽然成本不高,解决单个问题有也非常有效,但形成不了整个社会的技术积累,这将是限制经济体向前走的最大障碍。

他说:“在高端技术上,中国很有实力,可以将载人飞船送到月球上,但与此形成强烈反差的是,全球的汽车发动机和飞机发动机市场却没有我们的一席之地。在某种程度上,这反映了我们存在的一些问题,我们在技术、创新上的积累不如德国、日本扎实,这也正是中国经济体很强大,但单个企业不强的原因所在。目前,我们更多是以规模而不是质量取胜,这将是我们未来要改善的方向。”

到1万美元之后,很多国内产业不得不迁移到国外。而对目前的中国经济来说,产业转移对中国经济稳定增长是很强的推手。

从国际比较来看,拉美国家由于在技术创新最终走到瓶颈而陷入中等收入陷阱。而在技术创新方面产生质的飞跃的日本、韩国、中国台湾地区则避免了此悲剧。

互联网金融 面临三个难题

证券时报记者: 您如何看待未来新媒体、移动互联网的发展对中国经济的推动作用?

朱海斌:我认为,未来由互联网所带来的信息消费模式的改变会推动中国经济发展。互联网金融可能会快速增长,但是“互联网金融带来革命”很可能是个伪命题。

互联网金融在大数据方面是个很大的优势,但必须解决三个难题:

第一,法律方面的障碍,法律禁止非法集资,这是互联网金融绕不过去的一个门槛。互联网金融如果要正常发展就必须走到吸收公众存款的这一步,如果走不到,发展空间也会有限,不会成为市场的主导。

第二,退一步讲,如果它可以在某种安排下吸收金融存款,那么,针对其他金融机构的四大监管指标也一定要对它们适用,如资本金、流动性、存贷比等。在同样监管的前提下,互联网公司能否适应是个很大的问题。

第三,互联网企业将大数据与金融业务相结合需要有创新突破,因为许多互联网数据目前尚无法直接用于解决金融业务的信息不对称问题。

证券时报记者:除了技术创新,您认为在推动中国经济增长方面,中国还有哪些可以开展的举措?

朱海斌:我认为,未来,除了一些涉及国家安全的领域,政府应加快退出步伐,让权放利给市场和民营资本。举例来说,设立民营银行在金融领域提了很多年,一直没有得以真正的实施。不是说一定是私营经济形式会更有效,但世界经验证明,在市场正常运行的情况下,私营确实比国营更有效。

在这个问题上,我们看到在中国近几年一直在反复,国家在经济中发挥在作用总是在发生变化。我认为,在某种程度上,这取决于政府的主观意愿。从现实情况看,由于各个部门的利益动机不一样,最后可能唯有通过市场倒逼,一些破除垄断的改革才能开展。

创新是经济增长新引擎

证券时报记者: 对于中国经济未来新的增长引擎,您如何看待?

朱海斌:中国未来5到10年增长率有多高,取决于生产率提高有多快,而这主要靠创新。

劳动力、投资、劳动生产率是观察一个国家潜在增长率的重要指标。劳动力方面,市场普遍认为,中国劳动力人口增速下滑,正在由人口红利转向人口赤字,对GDP增长的贡献逐年下降。投资方面,虽然整体投资在GDP比重下滑,但城镇化进程中出现的新需求使得中国在投资方面尚有空间,但是,投资效率低下是一个很大的问题。因此,如果GDP要达到预期目标,就主要靠劳动生产率的高增长,这就涉及技术创新。要由“中国制造”走向“中国创造”,技术升级必须向中高端领域延伸。

就具体的增长机会而言,我们看到两个差异给中国带来的机会,即城乡差异和地区差异,前者对应的国家战略是新型城镇化,后者对应的国家战略是发展中西部。

目前,沿海地区的GDP是人均1万美元,中西部约为5000美元,前者在中等收入国家的上线,后者正好处在下线。沿海地区面临的主要问题是如何尽快提高生产率,跳出中等收入陷阱。而中西部面临的主要问题是沿海地区的产业能否顺利地转移到中西部。后者也恰恰是中国相对日本、韩国经济发展过程中非常有利的因素。当日本和韩国人均GDP