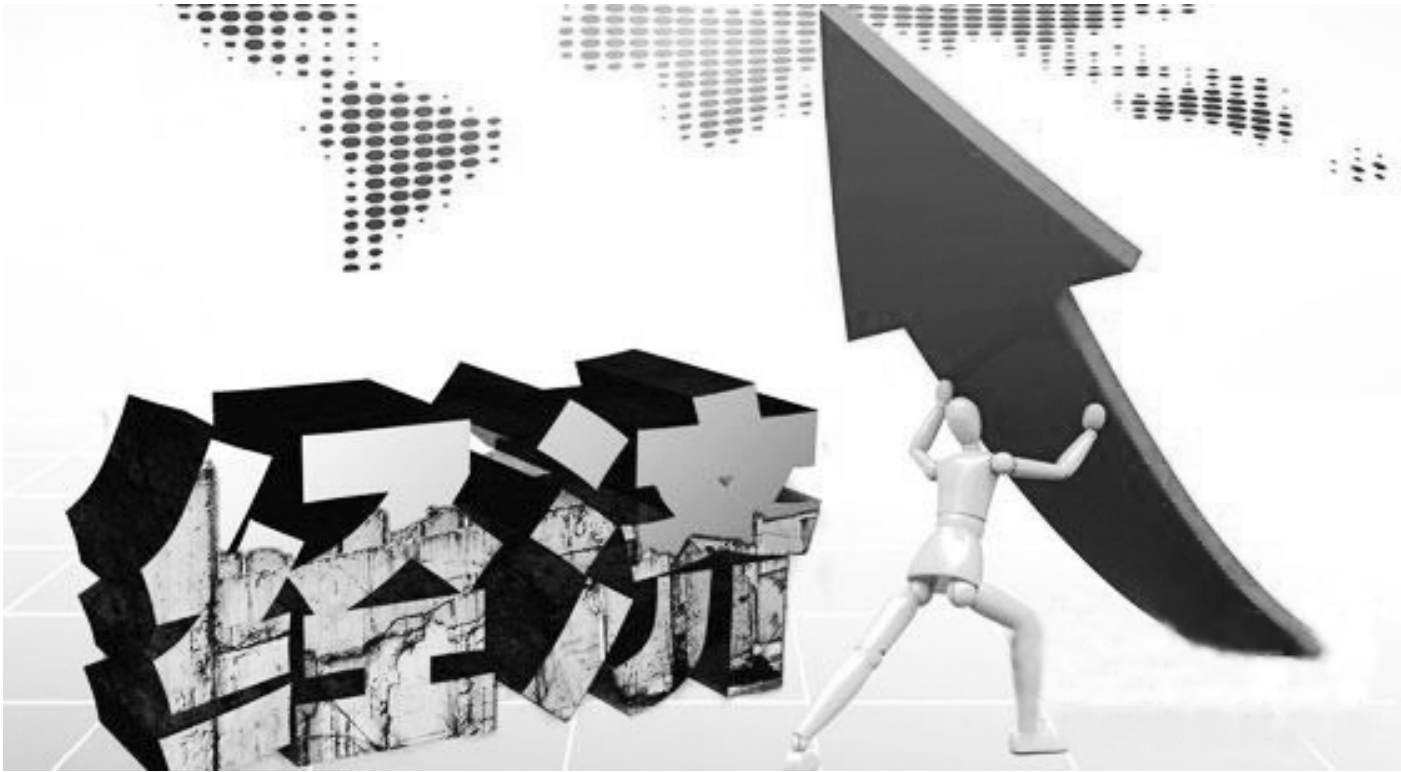


经济增长与结构再平衡

■ 王小魯



66 未来有几种可能性,我先说最差的可能性:最差的一个可能是各方面的政策基本上维持现状,但是不去杠杆,还按照过去十来年杠杆率迅速上升这样一个趋势来考虑,那么我们得到的结果是,未来经济不能保持中速增长,增长率会不断降低,到 2030 年这期间,经济平均增速可能会降到 3%。也就是说落入了中等收入陷阱。

99 我想先简单说说最近的经济增长形势。统计局公布的数据:今年一季度 GDP 增长 6.9%,和去年的 6.7%相比稍微有一点加速。出口由负转正,1 月至 4 月增长了 8%(去年出口是负增长),今年出口形势似乎有明显好转,同时顺差也在收窄。还有一个情况就是:过去我们出口下降主要是因为劳动密集型产品的比较优势在逐渐地丧失——大家可以看到来料加工、进料加工这部分的加工贸易在下降。这一现象在最近两三年特别明显,但是今年头几个月加工贸易有所回升。我觉得它是一个短期的现象,因为加工贸易的下降表示我们从过去的低收入国家变成中等收入国家,劳动力工资水平提高了,工资成本上升了,过去靠廉价的劳动密集型产品在国际市场上取得的比较优势在逐渐丧失,需要建立新的比较优势。这是一个长的转型过程,而且是在一定发展阶段上必然要出现的现象。今年虽然出口形势改善了,但是很明显的一个特点是加工贸易回升,那么从这个情况看,恐怕出口好转主要还是短期因素所为。而且这个短期因素,我想是否和前一个时期的人民币贬值有关系?人民币贬值,出口产品价格变得相对便宜,因此出口有一个短期的回升。当然,也有整个国际经济形势相对好转这个因素在起一定的作用。

从工业来看,工业增加值 1—4 月份增长 6.7%,和去年全年相比提高了 0.8 个百分点(我记得去年全年应该是 5.9%),因此工业增长有所加快。但是我们看看主要工业产品分类的增长情况,投资品的回升占主要部分。因此,可以判断工业的增长主要还是投资带动,当然也和国际、国内市场原材料价格回升这个因素有关系。

1—5 月的投资增长是保持在 8.6%,但其中,国有控股投资增长了 12.6%,民间投资仅仅增长了 6.8%,两者之间有非常明显的差异。而民间投资是基本表达市场导向的投资趋向,民间投资仍然相对比较低迷,就说明整个形势没有大的好转。国有控股投资更大程度上是政策带动的,仍然是积极的财政政策在促进政府和国有企业的投资。如果把民间投资划分一下的话,制造业的民间投资只增长了 4.9%,这个 6.8%的投资增长有很大程度是房地产投资起的作用。房地产投资增长了 8.8%,比去年全年加快了 1.8 个百分点。这个加快有前一个时期的一些主要城市房价上涨这个因素的刺激,它带动了房地产投资,因此,从这个角度看,这也是短期因素。

再看消费。刚才讲出口、讲投资。那么三大需求中间剩下的一个因素就是消费,消费品零售增长略低了 0.1 个百分点。但是,说老实话,我对消费品零售这个指标的可信度不是特别有信心,我更看重居民收入和居民消费的统计。今年一季度居民收入增长 7%,有所加快,但是消费仅仅增长了 6.2%,减慢了 0.6 个百分点,消费有所减速。

最近几年官方政策仍然是希望靠较大力度的投资来拉动经济增长,但实际上投资对经济增长起的带动作用在不断地衰减,而且过去长期以来存在的问题就是过度投资,因此投资未来起什么样的作用是不容乐观的。消费相反起了相当的支撑作用,最近两三年虽然其他方面形势不太好,但是消费总体来看比较稳定,消费的增长对经济起了支撑的作用。如果看支出法 GDP 核算数据,最近两三年消费占 GDP 的比重有所回升,回升了两、三个百分点,那么这还是一个积极的因素。但是在整个经济状况不大景气的情况下,消费不可能长期持续一枝独秀,它会影响。我们看到最近消费增长减慢,可能就是这样一个信号。虽然过去两三年不错,但是消费的变动和整个经济增长形势的变动是有一个滞后关系的,这个滞后关系现在正在慢慢体现出来,所以未来消费很可能也会缓慢走低。这个现象是过去几年经济形势导致的结果。因此,增长减速还是有趋势性。

这里要提到的是,如果讲短期形势的话,一个积极的因素是 5 月份 M2 的增长率降到了 9.6%,这是多年来第一次 M2 降到 10%以下,我认为是一个积极的信号。原因是过去长期以来保持了持续宽松的货币政策,虽然我们提法上叫作“稳健的货币政策”,但是实际上货币增长是远远高于 GDP 增长的,仍然是宽松的货币政策,这样一个政策导致的结果

就是杠杆率不断上升,金融风险越来越大,而且金融效率不断下降。现在 5 月份的 M2 增长降到 10%以下,我认为是一个积极的变化,但它究竟是一个趋势性的变化,还是短期的波动?我们还不知道,因为我们不知道央行到底心里怎么想。

所以,综合判断:今年以来的经济增长形势变化是有向好的趋向,但还是投资拉动为主的短期因素导致的结果。全年来看,恐怕还是前高后低,上半年的形势变好我认为不能看作一个拐点,不能说“已经变好了,未来形势会越来越向好”,不能得出这样一个结论。

刚才说的是从需求角度来看经济增长。如果从供给角度来看经济增长,前一个时期官方一直在讲供给侧结构改革,那么供给侧结构改革的主要内容是什么?“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”,主要强调的是这五点。这五点确实是供给侧结构失衡的表现,我说它是“表现”,但不能讲它是内因,内因我们还要分析。那么从表现来看,产能过剩是我们结构失衡中最突出的问题。前一个时期的政策调整是主要靠行政措施压产能,因而有些大宗产品的产能过剩情况有所缓解,像钢铁、煤炭这些大宗原材料价格大幅度回升。但是总体来看,过剩的问题还没有发生根本改变。而且更重要的是,用行政手段来压产能恐怕只是扬汤止沸,而不是釜底抽薪。什么样的变化才叫釜底抽薪?釜底抽薪应该是从体制上解决导致不断形成产能过剩的问题,可是在这方面我们还没有看到多少变化。因为产能过剩现象世界各国都有,市场经济国家不同的阶段也都会出现产能过剩的现象,但是像我们国家如此长时间、大幅度、持续的产能过剩,而且长时间调不过来,这确实少见。

为什么调不过来?说明市场没有起到该起的作用。在市场主导的情况下,产能过剩到一定程度,市场就要发生调整,该下降要下降,该发生经济结构的调整要进行结构调整。但我们现在的结构调整仍然主要是行政性的,在这种行政性的结构调整的情况下,我们可以看到一些现象,比如说钢铁产能过剩怎么办?分摊任务,各地都要压产能,分到有些地方,就是人人砍一刀,人人都要压一块,而且不管你是好的企业还是不好的企业,都是人人过刀。有些地方更有甚之,专压缩民营企业,不压缩国有企业。保留下来的国有企业甚至可能是长期亏损,经营情况非常不好的僵尸企业,而压掉的民营企业中包括一些经营好的企业。因此靠行政手段压产能只是一个治标的办法,还不是治本的办法。

再看房地产库存。过去一些三四线城市有大量的空置房,前一段的结构调整使其有局部的消化,但总体上仍然大量过剩。我们说要“补短板”,那么“补短板”要补什么呢?主要补高新技术产业、补先进技术制造业,但是这些产业的发展仍然需要一个较长的过程,特别是有赖于市场环境的改善和知识产权的保护。如果没有一个良好的市场环境,单靠政策来促进高新技术产业的发展,恐怕只能起短暂的作用。

再看降成本的因素。成本高,其实反过来就意味着生产率低。在改革早期的上世纪 80 年代、90 年代,总体上看每年全要素生产率的贡献在两到三个百分点,保持了很长的时间。但是过去十几年中,全要素生产率在持续下降,我们用和过去同口径的方法来计算,现在在全要素生产率已经由正转负。当然不同的研究得到的结果不尽相同,有人说还是正的,但是降低了。无论怎样,有一点是共同的,大家都看到了全要素生产率在持续下降,这是大部分研究共同得到的结论。要扭转这个局面,首要的问题是实现市场在资源配置中的决定性作用,这一点我们还没有看到根本性的改变。

再看杠杆率。总体上看,杠杆率还在持续上升,贷款和社会融资增速差不多是 GDP 的两倍,金融风险继续加大。到 5 月末,人民币贷款达 113 万亿,GDP 去年只有 74 万亿,贷款总额远远超过 GDP,M2 是 GDP 的两倍多,

社会融资是两倍多,而且这个倍数还在继续上升,表示我们的杠杆率还在继续增加。我用社会融资来近似的计算杠杆率的变化,实际上是一个不完全的口径,因为社会融资里没有计算政府债券,如果是全口径的计算,杠杆率现在在大概是 GDP 的两倍半左右。

刚才讲结构失衡的因素只是从供给侧讲,我认为还是不够全面的。虽然官方不断地在讲供给侧结构改革,但是在我看来供给侧的结构失衡和需求侧的结构失衡是紧密相关的,单提一个方面不够。供给侧存在结构失衡,但是需求侧也存在结构失衡,而且从某种意义上讲,需求侧的结构失衡起着更重要的作用。那么突出的问题是什么呢?我认为突出的问题就是长期以来的过度投资和消费相对不足。产能过剩、房地产库存过大、杠杆率过高都和这个因素有关。过度投资很大程度上可以归咎于各级政府的投资扩张政策,如:产业政策、货币政策、财政政策、地方发展政策。但是投资扩张按照凯恩斯主义的理论,它能提高总需求,特别在经济不景气的情况下,如果消费不好,政府又没有办法改变消费,怎么办?政府增加投资,短期是可以扩大需求的。

但是我们需要注意到一个现象:通过投资扩张的办法来扩大总需求,这仅仅是一个短期效应,在中长期它起的更重要的作用是扩大了供给。因此,在短期需求扩大之后,我们必然会看到新一轮供给的扩张。因为我们刺激了社会总投资,大家都去大规模投资,造成了新的需求,比如要增加钢材、水泥的采购、增加设备订货等等,短期看需求扩大了。中长期呢?我增加的投资会形成新的项目,特别在生产领域,它会形成新的生产能力。比如我们看到 2008 年以后大规模的货币刺激和宽松的财政政策,带来的结果就是产能一轮又一轮地扩大,包括钢材、水泥这些靠投资刺激的基础原材料,以及设备的产能都在扩张。

那么扩张的结果是什么呢?下一轮你的产品卖给谁?这又变成了一个新的问题。消费不足靠投资来拉动,投资把短期的需求拉上来了,但是投资形成的新产能又靠谁来拉动?这变成了一个新的问题。长期看,如果不断的靠投资拉动,就会造成一个你提着自己的头发想把自己从地面上提起来的现象,变成一个靠不断地掘苗助长来促进经济增长的过程。所以,我们反思凯恩斯主义的政策,会得到一个结论:扩张性的投资政策,包括扩张性的财政政策和货币政策,都不能长期使用,特别是不断刺激投资的货币政策,长期应用就会造成结构失衡。

我们来看消费率和资本形成率的长期变化。在改革时期的 80 年代到 90 年代,我们的消费率大体保持在 60%以上,直到 2000 年之前,资本形成率保持在 30%—40%之间。但是 2000 年以后出现了一个非常显著的变化,就是消费率持续下降,资本形成率持续上升,储蓄率也在持续上升。资本形成率 2011 年达到了 48%,这是历史最高点,比 2000 年以前上升了十几个百分点。2011 年以后有所回落。因为 2016 年的支出法 GDP 数据还没有公布,2015 年是回到 45%左右,比最高点回落了 3 个百分点,但是比 2000 年以前仍然高大约 10 个百分点,如果和世界平均水平相比,我们高 26 个百分点。

再看消费率。消费率在改革期间长期以来是 60%多,但是从 2000—2010 年,消费率下降了十几个百分点,从百分之六十几一直下降到 48.5%。虽然最近几年回升了 3 个百分点左右,2015 年也还不到 52%,仍然比 2000 年以前低大约 10 个百分点,比世界平均水平低 28 个百分点。所以,就目前的情况看,除去少数个别国家的特殊情况以外,我们的消费率在世界各大国中间是最低的,我们的储蓄率和投资率是最高的。但因为过高的资本形成,导致了产能不断扩大,导致了过度投资,导致了消费的相对不足。这在我看来是经济疲软的根源。就是说,长期的扩大产能,产能的增长持续超过消费需求的增长,导致供

求的进一步失衡。同时,它带来的结果就是杠杆率上升、成本上升、效率下降。刚才说的供给侧结构失衡的若干现象其实都和这个紧密相关。

那么什么原因导致过度投资?我认为有几个方面的因素,首先是各级政府特别偏爱投资,你到各地走一走看一看,就会发现这个现象,多年来各地政府都在靠投资来拉动经济增长。我们的宏观政策也在刺激投资。宽松的货币政策主要是在刺激投资。财政政策的重点是靠政府来扩大投资。我们的产业政策是在鼓励特定行业的投资。我们各地方的发展政策都是靠各种优惠政策来吸引投资、招商引资;就是以低价或零地价供地、或者靠减免税、低息贷款、财政补贴来刺激投资。再加上我们现在这套土地制度,是地方政府独家征地、独家卖地的模式,使得土地收入变成地方政府的主要收入。因此促使地方政府热衷于鼓励房地产开发,热衷于推高地价来获得更多的政府收入。于是,一轮一轮的卖地、一轮一轮的房地产开发,结果导致了很多城市的房地产库存过高、房屋过剩,而且推高了地价、推高了房价。

反过来讲,过高的房价,加上不完善的社会保障和公共服务,又在不断地迫使居民提高储蓄率,挤压当期的消费。原因是什么呢?我举一个例子:两亿多长期在城市生活和工作的农民工,到现在没有户口,大部分人没有被城市的社会保障体系覆盖,这些人的家还在农村,长期在城市和农村之间漂泊,他们要靠自己养老,要靠自己解决孩子上学的问题以及失业后怎么办的问题,这些因素都使得他们不得不保持一个很高的储蓄率,挤压当期的消费来为自己的未来保险。这种状况当然会影响到总的储蓄率和消费率。

再加上收入分配严重不均,长期以来基尼系数非常高,贫富之间分化很严重,也提高了储蓄率,而且影响了居民消费。

最后一个因素,市场在资源配置中的决定性作用受到干扰、企业的创新能力不足、重复投资过多,这些也是造成结构失衡的一种原因。

从宏观政策来看,长期的货币刺激是一个突出的因素,从 2000 年到 2016 年这 16 年,实际的 GDP 增长了 3.2 倍,但是 M2 增长了 10.5 倍。再加上过大的政府投资,政府和国企投资在同一个时期内,扣除价格因素增长了 11.9 倍。就因为这种不断的投资扩张和不断的货币刺激,导致债务越积越多,杠杆率越来越高。如果我们用一个不完整的指标,就是用社会融资和 GDP 的比来计算杠杆率,那么现在杠杆率已经达到了 GDP 的 2.1 倍,而全口径的杠杆率还要更高。这说明金融风险还在不断上升。

如果我们从凯恩斯主义经济学作一个反思,我刚才已经提到:持续的货币刺激和政府投资作为主要手段,来刺激投资拉动需求,它只能是一个短期手段,不能作为中长期手段来使用。因为凯恩斯主义经济学里面有一些假设的前提:第 1,它只考虑短期因素,不考虑中长期增长。第 2,它假设投资需求和消费需求之间是可以完全替代的。事实上,这两者之间不能完全替代。所以,我们在应用凯恩斯主义理论指导宏观经济政策的时候,对这方面的因素必须进行反思。特别是我们这样一个几乎是世界上投资率最高、储蓄率最高、消费率最低的国家,我们再用凯恩斯主义的这套不断刺激投资的政策来指导经济,恐怕带来的问题会更多。

我们如果现在再来问一问:在经济长期持续走缓的情况下,刚才我说到今年上半年的经济形势好转主要是短期波动,那么在这种情况下,未来经济增长会怎么样?我们靠传统的投资拉动增长还有没有空间?在我看来,长期的过度投资已经严重压缩了有效的投资空间,所以现在民间投资相对低迷是一个市场的合理反应。各行各业产能过剩,没有好的投资机会,在这种情况下,企业宁可选择少投资或者是不投资,这是非常正常的。因为如果

没有这样的市场选择,结构调整是调不过来的,企业特别是民营企业作出这种反应是正常的。

那么我们回过头来讲,民营企业不投资或者少投资,我们靠政府投资来拉动经济增长是不是未来还能解决经济增长的问题?在我看来:第一,各级政府过去投资是既投资产业,又投资基础设施,是一个全方位的投资。很多产业的产能过剩和政府投资是有直接关系的。房地产过剩也和政府投资有关。第二,现在确实有改变,就是政府投资更多的向基础设施倾斜。但是基础设施是不是还有巨大的空间可供政府投资?可供拉动经济增长?在我看来这个空间是越来越小。我们还可以继续修高铁、公路、港口和机场,但是有效的投资空间在不断减少,因为过去你把需要多少年干的事情在短短的 10 年、8 年之中都做完了,高铁、机场、港口、公路已经修了很多了,再要在基础设施领域投资的话,可能很多这方面的投资就会变成低效的或者无效的投资,至少是在长期内不能收回成本的投资。

那么不能收回成本意味着什么呢?意味着杠杆率还要持续不断地上升,金融风险还要不断地增加。因此,靠政府的基础设施投资继续拉动经济增长这条路也就越走越窄。

出口拉动呢?虽然出口今年由负转正,但是这可能是以短期因素为主。未来要保证出口的持续增长,还是要改变出口结构,实现出口结构的转型。结构转型就意味着劳动密集型产品要在一个比较长的时期内逐渐下降和退出,而资本密集、技术密集、人力资本密集、高技术、高附加值的制造业的增长就需要加快。但是,这个加快需要很长的过程,要培育我们在这方面的比较优势,它不是短期内就能实现的。

那么靠消费能否支撑经济增长?过去几年确实消费有所回升,消费率上升了两三个百分点,但是因为整个经济增长在走缓,消费的放缓也是可以预期的,所以未来减速的压力还会继续发酵。

此外,一个更重要的因素就是要防范金融风险。我们现在的杠杆率在不断上升,造成的金融风险泡沫会不会破?什么时候会破灭?我们不知道。在我看来,是泡沫总要破。房地产泡沫或者金融泡沫都会破,只不过是怎么样破的问题。它是突然间的爆裂,还是通过一个比较缓慢的过程,让这个泡沫逐渐的去掉?后者虽然风险更小、损失更小,但它是一个痛苦的过程,因为你要主动去泡沫,是要做手术的,是要疼的。你想不疼不痒就过去,恐怕做不到。

我觉得日本 90 年代的情况可以作为参考。日本在上世纪 80 年代采取了宽松的货币政策来刺激经济,导致到 90 年代初的时候就发生了大规模的泡沫破灭,首先表现在房地产业,地价房价大幅度下跌,造成很多坏账,整个经济不景气。那么这个经济不景气持续了多长时间?从 90 年代以后一直到现在为止,26、27 年过去了,日本的平均经济增长率没有超过 1%。对日本来讲,长期低增长甚至不增长,还不是一个特别难受的事情,因为日本在泡沫破灭以前就已经是高收入国家了,它的一些基本问题都解决了,有吃有喝,老百姓 (48,790, 0.14, 0.29%) 都能过比较好的日子,所以长期的增长低迷对日本来说是可以承受的。

但是,对我们这样一个处在中等收入阶段的国家,我们还有很多问题没有解决,特别是还有大量的贫困问题、城市新移民在城市安家落户等问题都没有解决,社会保障没有实现全覆盖。在这些问题都没解决的情况下,我们如果长期的低增长或者是不增长,这就叫作陷入了“中等收入陷阱”,这个对我们来说是不可接受的情况。因此,避免金融泡沫的破灭恐怕是首要的任务。对政府政策来讲,首要的不是保短期增长,而是要避免更大的金融风险,避免长期的经济不增长或者低增长,避免掉到“中等收入陷阱”里面。所以,未来增长还有很大的不确定性,在我看来政策调整 and 改革这些因素就变得特别重要。如果我们持续过去的不断靠扩大投资、靠货币来刺激经济增长这样的政策的话,那么未来的金融风险是非常大的。

我们作过一些计量模型分析,主要发现有几个因素对经济增长的负面影响特别显著:第一,过低的消费率和过高的投资率对经济增长的影响是负的。第二,过高的杠杆率带来金融效率的下降,对经济的的增长的影响是负的。第三,政府规模的不断扩大也是显著的负面影响。那么我们就以这三个因素为核心来设想三种不同的未来场景,通过模型来作一个预测,看看未来增长趋势是什么样子的。

未来有几种可能性,我先说最差的可能性:最差的一个可能性是各方面的政策基本上维持现状,但是不去杠杆,还按照过去十来年杠杆率迅速上升这样一个趋势来考虑,那么我们得到的结果是,未来经济不能保持中速增长,增长率会不断降低,到 2030 年这期间,经济平均增速可能会降到 3%。也就是说落入了中等收入陷阱。因为我们用的是增长模型,是没办法模拟周期性问题,但是发生金融危机,导致经济低迷的可能性非常大。(待续)