

编者按:中国如何在经济和金融上,包括也在贸易和投资上和全球保持一个足够的关联,既提高中国的开放度,同时又保持中国的经济稳定等,在 2016 年 4 月 10 日的第一季度宏观经济分析会上,刘世锦等经济学家作了发言,对中国的经济形势从短期到重要,甚至到长期做了一个非常好的阐释。本期刊登各位专家的发言,以饷读者。

新供给 2016 年第一季度宏观经济形势分析会召开

本报讯 2016 年 4 月 10 日,由华夏新供给经济学研究院和中国新供给经济学 50 人论坛主办,金融街控股股份有限公司和华夏经济学基金会协办的新供给 2016 年第一季度宏观经济形势分析会在北京举行。从刚刚过去的 2016 年第一季度来看待中国经济,这个时间点是中国经济特别重要的时间点。在新供给 50 人的推动下,去年年底中国把结构性的供给侧的结构改革当作未来改革的一个非常重要的新方向。在那之后中国也发生了很多新的情况,比如可以看到整个经济形势在去年年底到今年年初不断地往下走,政策在推动供给侧改革的同时,在稳增长的一侧也提出了一些新的方向。所以,在今年的第一季度的时候,就会看到很多数据已经发生了过去几个月以来没有发生的变化,比如 PMI 一些好的迹象,民生新供给过去我们叫 PMI,今天我们

叫中小企业指数,实际上也是这个指数也指出了同样的方向,制造业也会看到新的趋势性的改变。

在今天这个时点上,中国面临的第一个问题就是如何在稳增长和结构改革之间取得一个平衡。如果没有足够的增长,改革的空间可能会受限,但是如果如果没有改革,仅仅靠一些过去的方式,加上一些新的供给侧改革推动,这个增长有可能是不够长期的。所以,中国需要做这样的平衡。第二,在这个平衡的点上,可以看到中国的债务依旧是全球最大的,全球给中国提出了一些新的压力。大家看国际组织对中国的债务,包括中国在不断上升的 NPL 的评价,大家有的看到这和产能过剩放在一起,下一步在这侧的改革也会变得非常重要。第三,中国如何处理和国际的关系。过去几个月,中国的外汇储备经历了比较大的波动,开始是非常大的下降导致全

球非常大的担忧,甚至很大的萧条;现在会看到我们外汇储备已经稳住了,这和整个中国经济现在的稳住有关,同时也和中国政府特别积极对外的沟通有关。无论怎样,中国和全球的关系已经进入了一个全新的阶段,人民币已经加入 SDR。中国是第二大经济体,第一大贸易国,ODI 和 FDI 大致相抵。目前全球都在讨论中国对外的并购。如何在经济和金融上,包括也在贸易和投资上和全球保持一个足够的关联,同时提高中国的开放度,同时又保持中国的经济稳定,这是中国在中期之内面临的第三大挑战。在这三大挑战之下我们今天回到 2016 年第一季度宏观经济分析会,刘世锦等经济学家作了发言,对中国的经济形势从短期到重要,甚至到长期做了一个非常好的阐释。本期刊登各位专家的发言,以饷读者。

(大会组委会)



供给侧改革是长期繁荣稳定的根本之道

■ 姚余栋 中国人民银行金融研究所所长、中国新供给经济学 50 人论坛副秘书长

我很赞同刘主任说的双重触底的(观点),有点差别的是刘主任稍微乐观一点。中国经济已经进入了新常态,增长是从高速转向了中高速,6 年的经济下行——“新常态繁荣”既不是过热,也不是偏冷,就是现在的天气,人间四月天。大家觉得现在的天气舒服不舒服? 预计 2016 年第一季度到 2018 年第一季度进入新常态的繁荣期。繁荣期可能还是比较短暂的,但有两年时间。

我们 GDP 的 L 型增长一直是持续下来的,已经有 6 年了,所谓的增速它可能有一个温和的反弹;我所谓的新常态繁荣就是一个大的 L 型加上一个温和的反弹。为什么要得出这样一个结论? 一个是国际因素,美联储加息更加慎重。3 月 15 号的美联储公开商务委员会的声明是超出预期的——大家预期到美联储不加息,当时想它的声明可能会比较鹰派,但事实上美联储的声明比较鸽派。3 月 30 号耶伦主席做了一个解读,总体美联储认为通胀预期没有起来,关注全球经济形势,于是就很谨慎。4 月 7 号公布的美联储公开市场委员会会议记录也表明美国经济喜忧参半,全球形势对美国经济构成了持续风险,联储加息将较为缓慢和慎重。这个声明之后从 3 月 15 号、3 月 30 号和 4 月 7 号更加清晰地表明了公开市场委员会的共识性,而不是像耶伦年初的时候说怎么弥合美联储去年 12 月份的四次加息和市场的两次加息的距离。这次公开市场委员会彻底跟市场是重合的,把市场弥合了,纠正了以前它可能认为的对美国经济本身过度的关注。

这里我想说一点,日本经济是成为全球经济的新的风险点,这也是令人很忧虑的。现在日本的股市大跌,日元强势升值,负利率导致的银行股整个走低——日本的 QQE 购债持有了日本国内债券的 30%、新增债券的 90%。所以,现在处于两难,没有那么多债券供给,不购日元将继续升值。日本经济目前出现了困境是全球经济学界从来没有的挑战,这是一个新的挑战。4 月 28 号央行将召开一个货币政策委员会,我预计还要进一步加大购债或者宣布 QQE3 的决定。因为除此之外没有别的出路。这是一个非常艰难的决定,全球也不知道怎么办。日本如果不这样做日元继续升值,股市大跌,已经陷入通缩、停滞、超老龄社会、高杠杆,这是挑战所有经济学家的,我们对这样一个问题束手无策。

原油价格将反弹乏力,全球流动性不足,大宗商品起不来,这就是我们的逻辑。所以,大宗商品原油价格在 40 美元左右,能不能到 50 美元很重要。我得到不了 50 美元,(因为)沙特阿拉伯还有百分之十几的财政赤字,很难到 50 美元,到 40 美元就可以了——它很难减产。近期美元指数预期下降,美元指数振荡走弱。如果美元指数在 2020 年之前达到 100 的话,它是疲软的情况。

回到国内,国内刘主任已经说了,房地产都是历经了两年 24 个月的下行,触底了,触底以后略有反弹。所以,“庆父不死,鲁难未已”。房地产投资连接着十几个行业,辐射面非常广,它一下行整个固定资产投资下行的压力是谁也没办法阻挡的。它已经触底了,它会不会反弹或者负的? 负的概率会有,但是不是很大的,主要因为

中国的城镇化还是 60% 左右,还没有达到 90%,我们还有 1.8 亿的农民工还要进城,这是一个大的趋势。所以,我觉得触底变为负增长的概率比较小。所以,只要房地产触底了就好说了。为什么呢?“庆父已死,鲁难就没问题了”。房地产一旦稳住了,其他的(行业)自然稳住了——固定基础设施保持在 20%。我们研究表明,我们的基础设施还是可以再重新把高速铁路网修一遍的,综合铁路枢纽都是完全可以做的,我们现在铁路密度还不够。

制造业方面。我们的人民币已经参考一揽子保持了稳定,过去一年左右,已经中止了过去十年 REER 的升值,因为我们整个通货膨胀是温和的,跟美国相当。我们名义汇率已经稳定了,这意味着十年长期以来 REER 的升值结束,对制造业投资是有帮助的,制造业投资也不会下降很厉害。所以,总体来看,固定资产投资也是触底的。

消费是平稳的,也不会好到哪儿去,也不会坏到哪儿去。进出口降幅收窄,内需向好,出口降幅继续扩大。现在总体零增长不错,油价低迷,这意味着十年长期以来 REER 的升值结束,对制造业投资是有帮助的,制造业投资也不会下降很厉害。所以,总体来看,固定资产投资也是触底的。

消费是平稳的,也不会好到哪儿去,也不会坏到哪儿去。进出口降幅收窄,内需向好,出口降幅继续扩大。现在总体零增长不错,油价低迷,这意味着十年长期以来 REER 的升值结束,对制造业投资是有帮助的,制造业投资也不会下降很厉害。所以,总体来看,固定资产投资也是触底的。

消费是平稳的,也不会好到哪儿去,也不会坏到哪儿去。进出口降幅收窄,内需向好,出口降幅继续扩大。现在总体零增长不错,油价低迷,这意味着十年长期以来 REER 的升值结束,对制造业投资是有帮助的,制造业投资也不会下降很厉害。所以,总体来看,固定资产投资也是触底的。

消费是平稳的,也不会好到哪儿去,也不会坏到哪儿去。进出口降幅收窄,内需向好,出口降幅继续扩大。现在总体零增长不错,油价低迷,这意味着十年长期以来 REER 的升值结束,对制造业投资是有帮助的,制造业投资也不会下降很厉害。所以,总体来看,固定资产投资也是触底的。

举个例子来说,平安保险它已经 80 万人,现在线下为线上服务,不需要线下那么多人。虽然我们说不一定创造那么多工作机会,但是它的劳动生产率是提高了——服务业的增速在提高;一个是经济转型的需要,第二是互联网+,在没有充分开放的条件下给了我们一个天赐良机。人民币兑美元的双向波动企稳,一味地赌人民币贬值肯定是亏钱的,肯定是输得很惨的——现在我估计也没人敢做了,因为它本身就是双向波动的。人民币对不同的货币篮子保持了稳定,全球流动性不足,人民币成为国际货币,为什么日元升值? 日元是国际货币,人民币马上成为国际货币了。最近我接触不少国际的养老机构——国际养老机构非常着急,养老的钱需要正利率,不能负利率,到日本是负利率,因为到期兑换,德国债券负利率,美国长期还要加息的,去哪里?新兴市场风险大,它们害怕,只有来中国。所以,我预计人民币加入 SDR 以后只要稍微适应,巨大的全球养老需求,还有国际货币都升值。只要适应了人民币的国际需求,人民币可能升值。(下转 02 版)

短期回升还是触底

■ 刘世锦 国务院发展研究中心原副主任,中国新供给经济学 50 人论坛主任

一季度的信息出来以后,大家比较乐观地估计,需要讨论的问题经济是基本回升还是开始探底。由高速到中速,背后是经济结构和增长动力转换,是一种平衡转向另一种平衡。高速增长供求是一种状态,中速增长供求是另外一种状态。由高速的供求平衡转向中速的供求平衡,这个过程是经济回落的过程,实际上也是一个转型的过程。

我们在过去 6 年的时间经济就是处在这样一个转型的过程中。底在何方? 其实就是在寻找中速增长的一个新的平衡点。从需求侧来讲,我们过去三十多年主要是高投资,因为消费基本是比较平稳的,而高投资主要是由三个部分组成,基础设施占比 20%——过去有段时间比较高是 25%,房地产大概 25%,也有说 30%,制造业占比 30%以上。这三项合起来可以解释中国投资 85%,剩下 15%是农业和其他的。

制造业投资本身直接依赖于基础设施、房地产和出口。所以,刚才三项实际上就是中国在过去比较长的一段时间我们三个最主要的需求。所以,高投资要触底就是三只靴子要落地。目前的情况看,基础设施的最高点是在 2000 年左右,最近几年基础设施投资一直是政府稳增长的工具,有时候波动比较大。出口过去百分之二三十的增长,去年是负的增长。我是想说出口的回落,主要还是国内要素成本、劳动力的上升,出口竞争力在相对地下降。所以,这种回落也是有规律的。最近两三年有个特殊的情况,全球范围来讲,所谓的贸易投资增长速度低于经济的增长速度,这对我们出口增长有一定的影响。

再就是房地产。房地产也有不同的判断,有些人认为是周期变化,我们判断它就是一个历史性的拐点,原因就是构成房地产投资 70%左右的城镇居民历史需求峰值大概是 1200—1300 万套左右,这就是从一个比较长的时间来看,房地产的历史需求峰值相当于一个天花板,这个历史需求峰值是我在分析过程中比较强调的一个概念,我觉得这从本质上来讲实际上是技术决定了相当长一段时间需求的所谓的天花板。房地产 2004 年这样一个天花板已经达到了,达到了以后房地产投资的总量就是一个持平。所以,房地产投资在 2004 年的时候已经降到 10%左右,2005 年我们是想降到 5%,但实际上已经降到 1%左右。去年 8 月份以后,房地产投资的单月同比已经出现了负的增长。我的估计什么时候这个负的增长能够基本上稳下来,甚至什么时候由负转正,房地产投资如果能触底,这三只靴子基本上就落下来了。从需求侧来看,整个中国经济基本就触底了。投资目前的态势,到 2 月份以后投资的增长速度 10.2%。

另外我们看供给侧。需求侧供给应该相应的调整,但是供应的调整比较慢,于是出现了所谓的严重的产能过剩,最突出的是煤炭钢铁,这些行业基本上过剩在 30%以上。钢铁已有的和在建的产能估计在 12 亿吨左右,但是去年产量 8 亿吨,出口 1 亿吨左右,国内 7 亿吨左右。煤炭已有和再建

的产能应该在 50 亿吨左右,去年的产量是 36.9 亿吨,过剩在 30%以上。这种严重的过剩导致了一个所谓的通缩,工业品出厂价格连续 48 个月负增长,最近-5.9%,到 2 月份以后这个数据显示略有回升,大宗商品价格有所反弹,现在到了大概-4.9%。

关于这个问题有些人认为通缩货币政策要放松,但是我历来不同意这个观点,我觉得这种通缩和国际上一些国家对于流动性不足而出现的通缩完全不是一回事儿。相当一段时间以来我们货币政策还是相当宽松的,但是过剩的产能问题解决了? 煤炭、钢铁越来越多的问题改变了吗? 没有。第二个相关的重要结果就是工业企业盈利水平,从 2014 年 8 月份以后超过一年多的时间一直是负增长,在工业企业盈利负增长的过程中煤炭、钢铁、铁矿石、石化、建材大概五六六个过剩产能问题最突出的行业它们在其中,PPI 下行它们贡献都在百分之七八十以上,剔除这几个行业整个工业的盈利状况还是可以,工业企业利润的负增长主要是由于这些过剩产能。

两种思路。一种放货币,实际上所谓进一步地扩大需求。我刚才讲了,这个潜力是不大的。扩大需求,包括房地产、钢铁,这些历史需求峰值天花板已经看到了,你再扩大需求没有太大的潜力。出入在什么地方? 就是去产能,而且这个去产能应该是实质性的去产能,或者说物理意义上的去产能——产能过剩 30%得减少 20%,这样价格才能回升,相关地区财政状况才能好。去产能这件事儿最近讲得比较多,中央也有部署安排,也有一些相应资金的支持,现在看来推动起来难度还是比较大的。

首先,有一种观点认为去产能会不会影响增长速度,我个人认为不能影响,因为严重过剩产能的行业他们的生产基本上是按需生产的,而且这些行业至少一年左右的时间一直在去库存。所以,你把过剩产能去掉以后对当期产量没有太大影响。

再一个问题,对现在的去产能是一个博弈的过程,现在大家都等着别人去,自己不去。因为这些行业如果去产能到位以后,本身增长的规模还是相当大的。比如钢铁行业。我做过一个测算,中国现在人均钢铁的存量大概是 6 吨,美国是 24.6 吨,日本是人均 40 吨以上。如果我们钢铁的产量每年 8 亿吨的话,还可以增长 40 年。8 亿吨的规模相当大了,全世界的产量一半以上。这个数字到底有没有什么根据呢? 举个例子,日本 1972 年经济下台阶的时候,它们当时的产量是 1.19 亿吨。去年日本钢铁产量多少? 一亿吨。其实它没有很大的办法。中国的钢铁行业,包括煤炭行业,如果把过剩的产能去掉以后,它已有的规模,钢铁行业今后搞三四十十年它是有这个潜力的。目前的情况下大家都是在等你减我不减,将来正常了我不就坐享其成吗? 它是一个博弈的过程。

从供给和需求到底底在何方? 两个底,一个是需求的底,投资基本上稳下来。最近房地产投资经过一段时间的负增长,由负转正。到 2 月份,一线房价的上涨是一个刺激,但是可能是一个短期的,如果把这段时间过去看看中国房地产投资大的态势,它

很可能还会保持一个负的增长。这还需要观察。当扰动过了以后看整个趋势。

基础设施很大程度上和政策有比较大的关系。出口将来正常是 5%左右,是一个正常的增长速度;现在一个负的增长,是偏低的,看能不能有所回升。我特别强调出口对投资相当重要的,出口对 GDP 增长本身的贡献,它需要有一个净出口的增量,这个条件非常苛刻。但是为什么出口对整个经济增长很重要呢? 它对当期的投资影响不大,而出口对投资的影响根据我们的测算应该在 30%左右的影响。所以,从需求的角度来看,观察这几个因素,最后看一个指标,投资能不能稳下来。

从供给的角度或者从供给和需求相适应的角度,就是效益。主要看两个指标,一个是 PPI 开始回升,两个因素,当我们去产能这个信号发出来之后,实际上对市场会有一个预期。前段时间大宗商品的回升可能和这个信号有关系。再一点也需要关注。前一段时间,至少到去年四季度以后,行业里最好的企业都开始亏损:钢铁行业。这个行业中最好的企业开始亏损以后很可能就是一个价格的地板,不能再低了,因为这个行业还要生存。所以,大宗商品价格的最低点很可能已经过去了。效益底的第二个指标就是工业企业利润由负转正,并保持适度增长。现在需要观察它稳定不稳定,可持续性怎么样。

总的来说,一季度这些指标看好,有短期因素的扰动,把它去掉以后,最近出现一个高点,根据我们一些模型分析,它是会回落的,我们需要观察;第二个落点出来以后会不会比第一个落点更低,如果更低的话接近的话它很可能在构造一个新的底部。我现在比较关心的中国经济是要开始触底,如果开始触底的话,触底是需要多次验证,未来几个月是第一次验证,第二个低点出现以后会不会比第一个低点更低,如果不是更低的话,很可能构造一个新的平台。

说一个大的判断。中国经济经过 6 年的回落以后,现在非常接近底部了,估计 2016 年下半年或者 2017 年上半年会触底。我觉得有两个方面可以验证或者进行分析,一个是像日本、韩国和中国台湾。日本 50 年代、60 年代增长速度百分之九点几,1972 年下来以后下一个台阶,直接就是 4%;韩国 90 年代以后大概 5%左右;中国台湾相对比较差,台湾是 5%—6%之间。中国的增长速度经过 6 年的回来以后大家特别关注一个数据就是投资的增长速度,我们现在投资的增长速度在 10%左右,但是那个和固定资本形成还不是一回事儿。我们最近几年投资的增长速度和固定资本形成的增长速度中间缺口越来越大,现在几乎差到一半左右。如果我们投资增长速度在 10%左右,固定资本形成的增长速度很可能是 5%—6%之间,如果是这么一个增长速度也是非常接近底部。我总的判断今明两年很大的可能性开始触底。最近一段时间对中国经济看空的声音比较多,有些人是相当悲观的,可以举出各种各样的理由也是很有道理的,但是目前这段时间现在应该是中国经济最接近底部的时间。

(下转 02 版)