资本账户开放与国际收支平衡

■丁爽 渣打银行大中华区首席经济学家

中国的资本外流近期是大家关注的一个焦点,王庆博士前面也说到了汇率的预期,他用了一个年化的变化,这实际上是一个很重要的概念。就是今年年初的时候,我跟一个投资者进行交流的时候,曾经有一个投资者预测人民币兑美元的汇率超出一般人的想象,一般人都是想到7或者到8,但是有的投资者想到了11。所以,这是让人非常吃惊的,而且对冲基金实际上是按照这个操作的。所以,资本外也是在这种汇率预期的状况下发生的。

中国的经常账户去年的情况还是比较强硬的,经常账户占GDP比重3%,但是资本账户的外流是创记录的,完全抵消了经常账户的顺差,结果外汇储备下降了。我们的预测差不多下降了200亿,只不过估值有利于中国,最后净增加了100亿。所以,压力可能是缓解了,但是还是有一定的压力。从中长期看,中国的经常账户还会保持顺差,特别是现在针对一揽子货币保持稳定的话,中国的贸易会有所回升,但资本账户的压力会长期存在。所以,最后体现到汇率,人民币汇率升值的可能性相对会比较小,因为经常账户顺差,资本账户逆差。

2015年经常账户,中国的贸易顺差按照外管局的统计是5670亿美元,按照海关是6000亿,这是一个创纪录的数字,服务贸易也是创纪录的,接近2000亿美元。所以,最后互相抵消以后经常账户顺差还是达到了3000亿左右,GDP的3%。中国出口去年很不景气,负增长,但这是不是说明中国贸易就失去了竞争力了?我觉得这个判断可能有点儿太早。

其他主要国家贸易的增长,比中国的负增长更厉害。前两天世界贸易组织刚刚发布了全球的进出口的数据,中国出口下降了差不多3%,全世界平均下降13%,中国出口在世界的出口总额中的份额上升到13.8%。所以,我觉得贬值的压力不在于我们的出口,更多的是资本账户。

外管局的统计数字,资本的外流,我用的是非直接投资资本外流,如果把误差和遗漏放在一块,实际上去年是达到了差不多7000亿美元。每个月按照各种数据,贸易数据,包括直接投资数据,包括人民银行的资产负债表测算的数字,2015年全年的资本外流是7500亿美元,所以,这两个数字还是比较吻合。总体来说,非直接投资的资本外流是创记录的。最后造成了一方面是外汇储备的下降,另一方面大家很关心资本外流反映了什么,资本外流至少是从去年的角度来看还并不是反映家庭部门的大规模的资本外流,我的观察主要还是反映了企业部门的去杠杆,而且不仅是去杠杆,而且是积累对外资产,一方面他是归还外债,一方面是积累对外资产来对冲外汇的风险。

中国的国际投资头寸数据,分析两项,一项是贷款,一项是贸易融资,都有资产方和负债方。之前大家知道套底交易,大家喜欢借美元债,所以,一段时间中国负债在零以下,负债增长很快,但是从去年开始我们就看到应该是2014年中就达到顶点,然后负债就下降。另一方面零以上是资产,资产是稳步上升,而且应该说2014年以后上升的速度还很快,最终它的净资产,曾经是负的,现在是正的。这个数据2011年才开始有,所以,有史以来对外净资产达到最高水平,达到3700亿美元,最低的时候曾经是负的2500亿,资产负债表的调整是达到这么大的规模。

单纯从企业的资产负债平衡对称来说,从宏观角度是对冲早已经完成,大家可以看到很多企业已经积累了很多外汇。这是资本外流所发生的状况,因为贷款和贸易融资不反映家庭部门的资产负债,这方面还没有大规模的开始。最后造成中国的资产负债一个是储备的资产,另一方面是非储备的资产。国家储备资产下降,非储备资产增加。这是对过去的回顾。

刚才提到我对经常账户还比较乐观,乐观的原因是什么?中国市场份额还在增加,而且这个增加是发生在中国的一揽子货币在2005年之后升值了30%—40%,即使在2015年人民币兑美元贬值,对一揽子货币升值了3%到4%,这种情况下中国还是获得市场份额,这说明竞争力还是存在的,而且如果是从今以后不再升值了,很可能会使得中国的贸易状态有所改善。从进口来说,总体的贸易顺差改善不会那么多,但是实际上它实质的进口状况可能比去年还要好。

资本账户很大程度上取决于美国的政策,我从去年一直对美国的经济持悲观态度,曾经预测美国经济今年增长1.4%,我们调成1%。对美国经济的共识预测历年的调整,每年年初都是3%左右,最后调到2%。大家预测的时候有一个基本假设,就是经济回归到它的潜在水平——大家觉得美国的潜在水平可能在3%左右,经过那么多年调整之后回到这个水平,当然也有可能美国潜在增长的速度已经发生了变化,现在已经不是3%了;而且按照我们观察的周期,美国经济增长的扩张期已经超过它的顶部,接下来要往下走。如果是这么一个状况,美元的强势,年中美元还会走强,市场还会有一到两次美元加息。我们的观点如果它增长1%就没有加息了,而且年底之前我们要讨论减息了。最近四位美联储主席讨论是不是加息加错了,我们觉得可能是个错误;如果这样,人民币的压力相对会比较小。但是即使在这种情况下,升值的可能性也是非常小的。问题在哪儿?还是回到资本账户。企业部门的去杠杆完成了,但是家庭部门的资产配置多样化这方面的需求,应该说还没有全面展开,而且今后这方面的需求会增加。最近汇率的稳定多方面原因造成,一方面是央行的预期管理有了很大的改善,另一方面间接的受益于美元的走弱;当然大家也看到有一些资本账户的管制措施,特别是现行的措施得到了加强。我感觉到的信息从央行角度,要是外汇市场的状况有所稳定或者改善,中国资本账户的开放,人民币国际化还会继续进行,这个方向是不变的。所以,即使是经常账户顺差造成升值压力,这会使得政府更加开放资本账户,把这部分压力就去掉了。所以,如果有升值压力,可能资本账户的开放力度会更加大,家庭部门的资产海外配置会进一步的增加。所以,总体来说,经常账户还是顺差,资本账户可能逆差会长期化,最后资本账户开放的步伐以后会随着整个国际收支总体平衡状况进行调整。

供给侧改革的前景

■张智威 德意志银行董事总经理、首席经济学家及股票策略主管

如果供给侧改革不能得到顺利实施的话会怎么样,这是我自己的一个问题。这个问题是不是特别不切实际?如果大家看看资产价格,尤其是海外资产价格国际投资者还是比较担心的,改革的前景并不是大家觉得这个事情一定能做成。

问题提出来之后怎么回答?我们前段时间做了一个研究,是在2月份的时候写了一个报告,如果中国投资拉动通过加杠杆的方式来推动经济增长这个模式继续往前走的话情况会怎么样?实际上并不是一个模拟的状况,实际上我们是用中国已经发生的事情做研究。整体中国的经济情况没有出现硬着陆。我们看东北有三个省,他们去年GDP的实际增长还是不错的,名义增长接近零的,三个省加在一起应该在1—2左右。投资增长速度是-12——连续两年投资发生了负增长;虽然全国RCI增长还是两位数10%左右,东北三省至少在投资的角度来说已经出现了硬着陆。

一二季度开始,统计局的数据跟以前有点不一样,以前都是全国经济情况怎么样,东中西三个地区。今年一二月份的数据,东北单拿出来,全国怎么样,四个地区怎么样,东北单独拿出来看。我们看了一下东北的情况,非常有意思的一个变化,如果看投资的话,情况非常差,负增长12%,可以说有点像一个危机的状况,但是如果看其他的经济的数据,比如零售总额——零售总额的增长还不错,比去年下降了一些,增长速度还是6—7的正增长。看人均收入,收入的增长也是一个正增长,比以前增长的速度略缓一些。经济里出现了一个相反的趋势,投资出现了大幅增长,看其他经济方面似乎没有出现特别明显的压力。

为什么?背后我得出来的结论是信贷。去年信贷的增长速度在东北信贷增长速度还是有15%的名义增长速度,比2014年增长速度还要快,更有意思的是如果把东北和其他几个地区的信贷速度做一个比较,东北、东部沿海、中部、西部,东北的增长速度是最高的——虽然它的投资速度已经是-12——东北过去是没什么供给侧改革的推进的。大家可能会感觉到工业增长、投资相关的数据不太好看,但大家可能没觉得生活受到多大影响,也没有出现失业情况很严重。我们发了那个报告之后,当天晚上就有客户给我们回信,说前一段回家去沈阳过春节饭馆还都挺满的,想找好饭馆订位子不容易订,想雇个好的保姆价格很高,不容易找到人。经济体都是在企业的角度、从金融机构的角度来说有比较大的压力,但是从个人的生活和居民的角度来说,似乎没有感觉到那么大的压力。这就有点像日本的情况。日本90年代的时候——有一些日本朋友聊起来,说失去的十年,但日本朋友说没什么感觉,没有太多人失业,大家生活该怎么过还怎么过。那压力显现在什么地方?都是显现在银行的报表上。银行的管理者和最后政府的压力比较大,政府还是要去协调银行坏账的处理。这就是我的答案。如果没有供给侧改革的话,我们可能就会陷入到一个日本的状态。

最后想说的一句话是咱们供给侧改革后面是有上万亿的钱或者大家未来生活水平都跟这个是密切相关的,包括银行的坏账率,都跟这个是相关的。咱们做新供给第一次会议的时候,还没有对新供给政策改革重要性有现在这么强的意识。三年前东北情况还没这么严重,现在一些企业恶化的速度比我们预期快很多。这就是我今天要讲的主要的想法。现在去产能的政策如果不推的话,未来两年在东北发生的事情可能会在更多的地区发生。过去6个月里,去年四季度的时候我对中国整个经济略微变的更乐观一些,并不是因为宏观数据乐观,宏观数据越来越差,我们乐观是因为突然政府开始讲供给侧改革了,包括僵尸企业这个词大家突然开使用,我觉得这是一个非常大的变化。希望可以有更多的实例,具体的公司、行业出现了真正的去产能情况的实例,使我们对中国中长期的情况更乐观,希望二季度开会能讲一个更好的故事。

供给侧改革是解放生产力

■金海年 诺亚(中国)控股有限公司首席研究官

引用马云的一句话,“今天很残酷,明天更残酷,但后天很美好”。新常态是一个长期的,所以,我们长期是乐观的,但是中短期可能形势不容乐观。

整个中国的经济现在已经不是一个孤立的情况,它已经跟全球的经济非常相关;美国的经济看起来复苏也不是像原来想象的那么稳固,全球的经济走势非常复杂。黄剑辉院长提到印度,还有杨主编提到的还有欧洲,还有其他的新兴市场国家和其他的发达国家像日本。全球的经济走势非常复杂的,但是目前我也非常同意马晓河院长的观点,看到的三月份或者一季度的情况可能有一些数字上的改善,但是短期的改善究竟是波动还是就已经触底了或者就是一个拐点呢?国内的经济形势并没有完全明朗,而且很有可能这个危机的风险因素不一定来自于经济本身。

从结构上进行一个分析。中国的经济新常态表面上体现在经济增速和人口结构上,但是它的内涵上会体现在经济结构上的变化,经济动力上的变化,消费结构上的变化,以及约束条件的一些长期的变化。所谓新常态首先是“新”,另外一个是“常”,如果只有五年的话恐怕还不能称之为常态,这个时间可能会有十到十五年的时间,甚至更长一点的时间才会完全经历这样一个新常态,未来还有一个后新常态,那才是真正的常态;希望我们跨越中等收入陷阱进入到一个中等发达国家水平,那才是一个真正的常态,包括这个过程会经历全球化,会经历宏观政策的改革和转型,以及最终会体现在供给性改革上。

从改革开放以来三十多年的发展变化的总量来看,显然我们是正在上升的趋势。从人均来讲我们差距还是非常大的,日本经过失去的二十年之前的快速增长,它跟美国已经处于先富的行列。中国的差距还是相当大,从总量到人均我们需要考虑人的因素。同时,我们从经济学规律上来讲,我们会看到其实中国的经济仍然非常好的符合朱格拉周期,每十年我们会经历一个经济最低的低点。改革开放以后第一个低点是在1980年到1981年,第二个是1990年,第三个低点是1999年,下一个低点如果朱格拉周期仍然生效的话,也就意味着现在持续的放缓还没有结束,现在谈触底还有点早,今天和明天可能还比较残酷,后天会很美好,我们十四五会恢复到更加上升的通道。我们后面也有一个各国的对比,这一次下降的通道可能会下降到6%,甚至于到5%左右,到一个中高速增长的阶段。这个下滑可能有一些微小的波动,就好像80年代它也是有波动的,但是大的周期仍然是生效的。

从结构上来讲,从刘易斯二元结构现在到了三元结构分化的阶段,不但有农业跟现代产业的分化,同时看到第二产业和第三产业也在发生变化。二三产业首先看能耗上,德国能耗的效率可能是中国的三倍左右。提高能耗效率有两种方法,一个是通过工业手段提高生产率,通过科技进步来提升。还有一个就是通过产业转型,即使所有的技术不改变的情况下,工业还是原来粗放型的工业,但是从原来的50%这样一个比例把它变成工业占25%,第三产业占75%这样一个全球发达国家的平均水平,它整个能耗效率会提升70%,也就是如果我们产业进一步升级的话,整个结构进一步调整的话,我们的能耗效率会超过美国。

再就是我们看人口的变化。我们都说老龄化,老龄化是非常严峻的一个形势,但是它跟经济周期究竟谁为因果也是需要考虑的。从统计上来讲,也是从1978年到2014年36年时间的变化情况,在改革开放初期差不多有20年的时间,中国的劳动力人口都是显著低于发达国家的,但是我们的增长速度是明显快于发达国家的。也就是劳动力并不一定会带来经济增速的变化。老龄化的问题,包括现在即使打开了二胎,甚至完全鼓励生育的情况下,为什么还会有老龄化的趋势,那是跟工业化和城镇化相关的,实际上是一个工业需求的饱和,我们工业需求已经达到了上限。

前段时间有专家提出第三产业魔咒,中国2015年第一次第三产业超过了GDP的50%,当时他们就说好像世界上一些国家如果超过50%的增速都会降到7%以内,是不是这样?美国上升到60%的时候确实绝大多数GDP会在7%以内。我们会发现好像50%并不是一个特别关键的点,反而60%是一个关键点,我们看到日本、德国、中国台湾、韩国,当第三产业的比重超过60%或者达到60%的时候会有一个缓慢减缓的台阶的效应。同时,经济增速全部会下降到6%以下,有的个别情况超过6%是因为前面有一个危机,有一个恢复性的增长,后面的60%、6%,跟我们2018年2019年非常相像。我2013年做过一个中国地方债的研究,当时发现中国地方债所有危机的爆发点可能会在2019年,因为我们所有的存量绝大多数会在2019年到期,现在为什么还有?因为绝大多数债务还没有到期。所以,到2018年、2019年,也就是在“十三五”末期的时候,可能确实对中国经济考验最严重的一个时间。

同时张首席提到四个领域的变化,我们也做了一个定量的整理。国企改革应该先从东北做起,东北的情况是最严峻的,尤其到2012年以后东北GDP的增速迅速下滑,一下滑到所有的后面。因为我们知道工业化有一个限度的,在发达的东部工业化进入到后期它的增速会开始放缓,中部、西部它工业化还是处于中间快速上升的阶段。所以,2003年以后很明显中部的GDP会高于,包括重庆都会高于东部,因为它进入了工业化的进程。为什么2012年后这种情况消失了?并不是我们的中部和西部工业化已经完成了跟东部一样了,而是发现区域之间经济的联系增加了,它不是一个孤立的,变成中部和西部工业化是为了东部的发展服务的,由于东部的需求遇到了限制,遇到了饱和,所以,中部和西部的工业化增速开始放缓,这也是经济一体化需要引起我们警惕的一块。事实上数据也看到消费的需求是不缺的,首先我们收入的增长,我们储蓄率的变化,从十年之前的40%现在上升到50%上升了一个台阶。近年来消费信心指数一直在上升,零售增速一直在下滑,也就是我们供给出了问题,并不是消费出了问题。

货币的供给。中国的货币现在发生量非常大,M2/GDP虽然中国和美国统计口径有一些不同,但是基本上能看到问题,中国的M2/GDP超过了日本,我们确实超发了,为什么没有引起通货膨胀,也没有明显的资产泡沫?我们在进行全球化。美国发的货币会发到全球,某种程度可以作为一件好事儿很好地利用。国际资本市场比较,中国为什么M2这么高反而没有通胀呢?因为我们资本市场严重不发达,无论是在股票市场还是债权市场,中国的资本市场资金的利用效率是比较低的。银行贷款占有太高的比重,尤其是2009年以后这个比重也是非常高的,引起杠杆率进一步地攀升。因此,带来融资难和融资贵的问题,中国的融资成本比美国企业融资成本贵60%—70%。

我们以后的投资像罗斯托的发展阶段理论是个倒U的曲线,起飞阶段投资更多的偏重在基础设施建设,后期一定是社会保障,这时候企业研发的投资就应该占有主导地位,这样才能使得创新有支撑。现在中国投资的比重无论跟德国比,跟日本比都是比较低的,比例低一倍左右。2014年以后我们研发的投资增速也是在趋缓的,这也是一个很严重的问题。

为什么会出现这个问题?就像刚才张智威博士提到的供给侧改革是好事情,但是现在并没有进行真正的供给侧改革,原来惯性还是存在的,我们现在去库存导致了加杠杆,本来三去一降一补,本来要同时实现,同时是先有难度,但是不能说去库存导致加杠杆,去产能导致养僵尸。刚才张智威博士提到的问题,为什么东北的信贷增速在增加?实际上更多的跟僵尸企业的数据有关系。保短期的数据可能会导致饮鸩止渴,长期失速,有可能增加泡沫,使得转型停滞,导致债务的增长失控。

中国采购经理人指数,短期的恢复是不是趋势,是不是好事都成问题。制造业的恢复反而比非制造业恢复得要快,这个变化是逆周期的,不见得是好事情。去杠杆,去产能,去库存必须要在供给侧改革——现在很多改革是不是供给侧改革,只是提出了,真正做的反而是限制需求。供给侧改革就是发挥市场对供给的调节作用,辅以政府供给服务对市场失灵的补充,解除价格的管制,以及对供给的抑制作用。说得白一点,卖得多就要降价,价格不降怎么可能库存会卖掉呢?所以,价格调节供给才能实现去库存;竞争促进创新和效率提升才能去产能。不宜救助落后的产能低效企业,应该救助他们的职工,但是不应该救助那些僵尸企业,只有建立一个可实施的破产清算机制才能实现产业结构调整。第二产业为什么会转成第三产业?该破产的要破产,第三产业才会增长。去产能应该靠市场,不应该靠市长。制度的供给更多的应该聚焦在环保的外部性成本上,而不是政府拉郎配,要求整合、并购等等。这些整合的并购应该在公众公开的资本市场上通过市场手段来实现。去杠杆、空中加油、经济增长是扩大分母,发展股权融资多层次的市场是分子分母的转化,把分母转到份子上,贷转债,债转优先股是优化债务的结构。我们接触很多地方的国有企业,地方的融资平台最近发了很多债。这是很值得关注的一个。货币宽松的资金流向并没有进入实体经济。房地产也是要在供给侧改革,不要限制需求,要解除对户口的限制,老百姓要住好房子、大房子的需求限制是不对的,要管的是供给侧,发展契约精神和法人体系,地方政府摆脱土地财政,地方融资平台可以发展地方的淡马锡,进行产业投资,长期的产业引导。降成本、营改增改进的远远不够,营改增有个测算,金融行业是有一定的减税的,建筑行业反而减税更多,生活服务行业里医疗、教育反而税负增加了,这就不利于我们供给的增加。因为医疗和教育就是因为供给不足,谁都想去好医院,谁都想上好学校,这是对的,就应该增加好医院,增加好学校,增加好医生,增加供给才对,增加了税负反而是有问题的。应该结构性减税,建立绿色低税负的行业目录,减少低能耗污染税负,建立一个黑色的目录,就是污染、生态破坏,从这个角度来去产能、去库存,而不是靠行政手段。

经常项目全球化现在要跟资本项目全球化结合,我们现在不存在资本外流,而是一个资本的全球化的配置,偿汇于民,偿汇于企。原来官方那么多外汇储备,本身外汇储备的管理出了问题,现在稍微减少一下就有点儿心慌是不对的。我们应该有自信,中国资本的全球化,人民币的全球化,人民币马上也是储备了,加入SDR人民币也是储备,不是只有美元是储备,不应该把投资海外视为资本外流,它是中国资本全球化,加强全球影响力、控制力和主导权的考虑。所以,海外的投资和并购是从中国视野上升到全球视野,中国真正地做一个全球性的大国来进行供给侧配置优化措施,应该鼓励中国企业海外跨国并购,尤其针对智力资源可增值的资产,应该设立一个针对投机的法制规则和风险对冲体系,做空和做多本身是个博弈,它可以减缓金融的波动,是个阻尼机制,这个要好好利用好。

最后的结论,供给侧改革是解放生产力,是政府提供一个这样的制度,这种制度一定要能解除对供给的约束,释放供给创新的实力,要规范供给的竞争,不要有地沟油,不要通过环保污染竞争来补充供给的实力。

地址:四川省成都市金牛区三环路北一段成彭立交内侧 电话:(028)87319500 87342251(传真) 北京联系地址:北京市朝阳区博大路3号5号楼 电话:(010)87721045 52896956 52896958 87527365(传真) 广告经营许可证:川工商广字5100004000280 成都科教印刷厂印刷