

失衡与调整——从十年宏调史角度解读当前宏观形势

■ 卢锋 北京大学国家发展研究院副院长、教授

早先十年我国经济成长与追赶取得了巨大成就,这些成就就根源深植于上个世纪90年代改革开放重大突破和企业微观主体的市场历练和学习效应积累,当然也得益于胡温坚持改革开放基本方针并务实实施短期政策。然而由于转型特定阶段某些半市场化体制特征和扭曲作用迁延持续,宏调政策认知、判断和实施存在有待探讨的问题,开放宏观经济运行积累形成系统性深层矛盾和结构失衡,决定了近年宏观调整难以回避。对目前调整的逻辑和前景,对当下短期宏观经济形势特点,需要从早先失衡机制上寻求理解。

围绕这一思路讲三方面问题。一是近年新一轮调整主要表现。这里涉及很多短期宏观形势资料信息,我这里简略介绍,并将其概括为新一轮宏观调整。二是分析调整发生的背景和根源。早先十年中国经济经历前所未有大国追赶历程,经济发展取得很多成就,然而由于关键领域市场化改革迟缓滞后,加上宏调政策存在一些值得探讨问题,形成新的失衡格局,我从五个层次分析探讨失衡形成机制与根源。三是依据对失衡逻辑理解,梳理新一轮宏观调整演变阶段,展望下一步调整趋势。

对新一轮调整表现可从以下几方面观察。一是经济增速趋缓。过去八个季度经济增速在7.5上下企稳波动,两年的年经济增速低于8%。今年1季度增速7.4%,少数资源生产和加工密集型省份如黑龙江、河北、山西,今年1季度增速降到4%—5%上下。二是行业产能过剩压力增加。计划短缺经济产能利用率过高,受体制转型大背景制约,改革开放以来我国工业部门闲置利用率呈下降趋势,2012年77.2%整体产能利用率,低于该指标线性趋势值大约3个百分点。

三是房地产市场面临下行压力。房地产销售面积和投资增速显著下降,整体价格面临增速下行压力,一些城市和地区经历不同程度价格下调,房地产销售额下降。出现个别房地产商倒闭事件,最近杭州著名房地产开发企业绿城部分重组显示行业调整深化。

四是财政收入增速回落,少数地区面临财政困难。2013年全国财政收入多年来第一次降低到约10%较低水平,今年预算数据显示将进一步下降到7%。少数资源性地区和城市财政收入增速跌幅更大。笔者不久前考察某个中部资源性城市,财政收入从早先十年平均25%以上下跌到去年2%左右。

五是在目前稳健中性货币和宏观政策环境下,早先累积的高杠杆和高债务风险暴露和释放。如今年发生多起信托产品和债券兑付困难案例。ST超日无法对11起超日债民全额支付3月7日到期的8989万元债权利息,打破公募债券“隐性刚性兑付”预期。

六是政策取向和方针调整。经济政策更加重视力推改革,宏调政策以下几方面内容组合体现调整取向:(1)宏观要稳的基本原则。2013年4月份政治局常委会提出微观要活,宏观要稳,社会政策要托底方针,此后再三重申和强调,传达避免过度刺激、避免漏泽而渔,避免频繁变动等内涵。(2)三期叠加的形势判断。从换挡期、阵痛期、消化期方面理解目前经济形势特点的现实与客观基础。(3)区间管理的宏调思路。确定通胀上限与增长下限,不刻意追求过高增长,同时采取务实措施稳增长。(4)谨慎务实的应对策略。实施稳健中性货币与金融政策,通过多种货币政策工具保证足够流动性,同时避免货币扩张刺激并利用市场出清机制和财政纪律挤水分、减杠杆与控风险。另一方面实施“民生基建投资”和“发债信贷融资”“双定向”政策稳增长,为增长方式向自主和内生机制转变赢得时间。

上述宏观形势与政策方针与早先时期比较呈现出清晰可辨的演进调整,学界与官方对此提出各种解释。有观点认为这是外部环境演变导致外需不振结果,也有观点把问题归结为早期高投资导致产能过剩,“三期叠加论”对目前形势提供重要解释。这些观点都有道理并有互补性。我想从新世纪宏观视角入手,通过分析早先快速追赶期宏观失衡格局形成机制,理解目前宏观调整形势并展望其未来走势。

新世纪初年我国经济经历了一轮前所未有开放景气增长,实际汇率升值趋势展开派生名义追赶速度第一次超过实际追赶速度,也使得国内经济在赶超上新台阶,同时也使得中国在全球范围影响力前所未有增强。然而高速增长和追赶也派生很多新矛盾新问题,逐步形成一个新的宏观失衡格局。下面首先简单观察新世纪初年经济成长表现及其基本面支撑条件,然后着重考察全新宏观失衡形成的五个环节逻辑链条。

首先肯定新世纪初年我国开放经济成长巨大成就。宏观经济在走出世纪之交



通货紧缩后,2003—2007年持续五年以超过两位数增速扩张,年均增速达到11.7%高位。更为独特之处在于,我国宏观经济一反早先时期高速增长周期阶段通常伴随本币面临持续贬值压力的扩张形态,稳定呈现出经济高速增长伴随实际汇率升值的新格局。中国经济成长第一次出现以美元衡量增速大大快于本币增速、名义追赶增速超过实际追赶增速的形势。

数据显示,1979—2002年本币GDP实际年均增速约为9.6%,考虑GDP平减指数后名义年均增速约为15.7%,然而由于同期人民币汇率从1美元1.58元人民币贬值到8.28元人民币,美元衡量经济总量年均增速约为7.97%。2003—2013年发生实质性转变:本币GDP实际年均增速10.5%,本币名义GDP年均增速为15.4%,同期美元衡量GDP年均增速达到18.89%,是早先时期同一增速指标的2.36倍。现价美元衡量GDP总量从1978年0.23万亿美元,增长到2002年1.45万亿美元,24年增量为1.22万亿美元。2003—2013年现价美元GDP从1.64万亿美元增加到9.25万亿美元,10年增量为7.61万亿。

经济发展取得成就当然是因为中国做对很多事情:上世纪90年代后半期改革全面突破并围绕入世实施扩大开放战略,胡温时期坚持改革开放和谋求发展方针提供基本制度和政策保障;企业微观主体在竞争开放环境中学习成长以及劳动者人力资本逐步提升,为经济持续增长提供根本动力源。我国可贸易部门劳动生产率追赶、工业企业资本回报率提升、十余年1亿多农民工转移和1.5亿非农就业岗位创造等方面经验证据都显示,中国经济追赶具有基本面条件支持,是真实的而非虚假的,合乎规律而非违背规律。

然而新时期经济运行也存在多方面问题:体制扭曲、权力经济、贫富差距、改革滞后、政策不完善等,都对持续增长和追赶带来挑战。从开放宏观经济运行可持续角度观察,受五个环节因素作用形成一种特殊失衡格局并对后续发展带来调整压力。五个环节联系可大体表述为:要素价格没搞对是起点条件,货币总量难管好是关键因素,通货膨胀兜不住是直接后果,宏观调控宽泛化是政策效应,深层改革难推动是深层影响。需分析早先时期特殊宏观失衡机制,才能在逻辑与历史相统一意义上认识十八大以后推进改革紧迫性和调整必然性。

首先是价格没搞对。价格对市场配置具有信号引导作用,市场机制相当程度归结为价格机制,价格没搞对与市场改革不到位具有类似含义。一是汇率这个开放经济基本相对价格没搞对。数据显示,2000—2013年我国制造业劳动生产率增长3.9倍,2000—2011年相对OECD国家平均水平增长2.14倍,由于制造业最基本最重要的可贸易部门,在制造业生产率快速大幅追赶背景下,人为维系盯住汇率体制,或过于强调稳定汇率目标,会引入本币动态低估失衡。由于汇率涉及与贸易伙伴国关系,也涉及如何看待汇率调节外需对经济增速和就业影响等复杂敏感问题,汇率政策市场化改革滞后并引入汇率动态低估因素。汇率价格没搞对与其他因素结合在一起,成为助推国际收支顺差失衡一度快速加剧的关键原因。经过十多年讨论和检验,目前这一问题敏感度有所下降,汇率市场化+改革共识度提升,然而问题仍未完全解决。

二是利率这个宏观经济的基本价格没搞对。过去十余年,虽然有关政策方针要求推进利率市场化改革,然而在改革存贷款不对称特殊利率管制体制方面一直迈不开实质性步子。“存款下不设管上限,贷款

上不开顶管下限”的特色管制,虽然给银行系统稳定提供大尺度利差和垄断利润,却付出利率价格长期扭曲代价。2003年元月到2012年12月共120个月中,共有72个月份或六成月份用CPI衡量是负利率,简单把各月实际利率相加,存款实际累计利率大约是15%负收益,显示利率价格存在明显问题。利率不均衡与金融准入管制相互支持,形成半市场化格局固化倾向。值得注意的是,生产率快速追赶背景下汇率动态低估失衡,客观上增加推进利率市场化改革困难和阻力,显示不同宏观价格失衡之间具有内在联系。

三是土地这个关键要素价格没搞对。在我国特殊发展环境下演变为极为特殊的土地制度。城市土地在法律上都归国有,其长期使用可在二级市场交易并实现自由流转配置功能。农业用地在法律上归集体所有,不过这个所有权直接经济含义在法律上归结为被动地长期承包给农户使用方,法定农地承包权在农业利用范围内可相当自由地流转。然而在农业用地转变为城镇建设用地时,农地首先要通过代表国家的政府之手“变性”为国有土地,然后才能通过政府垄断性城市建设用地一级市场入市并流通转让。在征地过程中,法律上名义所有者——农村集体这个特定主体被重新激活并发挥重要作用。

上述制度下,法律肯定的农民地权是农业用地权属,失去土地理论上只应得到补偿农业用地机会成本,在很多场合这样计算的农地价格只有几万元一亩,与很多城市商业开发用地每亩百万甚至更高价格相差悬殊。这一体制使得地方政府可能低价获取土地然后高价出售,构成地方土地财政的制度条件。地方政府给工业企业供地时压低价格,供应房地产等商业用地人为抬高价格,体制性干预作用使得市场配置土地资源受到较大限制,土地价格持续存在扭曲。政府在低价获取土地过程中与农民作为农地实际占有方之间发生博弈,构成层出不穷的征地矛盾甚至个别场合冲突的体制根源。土地占用和流转过程中非市场因素和透明度较低特点,为从一些村干部到政府官员以权谋私甚至贪污腐败提供制度性温床。

汇率、利率、土地等要素配置体制局限导致其价格不同程度扭曲和低估,加上经济增长基本本身动力强劲,使得开放宏观经济过快扩张与经济运行易热难冷的阶段性特征。

其次看货币难管好。新世纪初十余年中国开放宏观经济运行提供一个完整案例,显示价格没搞对如何派生出货币难管好局面。数据显示,2003—2012年不变价衡量的实际经济总量从13.6万亿元增长到33.3万亿,2012年是十年前的2.45倍;但是2003—2012年广义货币从22.1万亿元增长到97.3万亿,2012年是十年前的4.4倍;2003—2012年央行资产规模从6.2万亿元增长到29.2万亿,2012年是十年前的4.7倍;剔除股票融资的社会融资总额增长更快,2012年是十年前的6倍以上。

这个时期,广义货币扩张速度以及广义负债扩张幅度,是实际经济增长幅度的2—3倍,显示货币扩张明显过度。货币过度扩张原因是多方面的,从央行资产负债表变化情况看,外汇储备资产占央行资产比例从2003年54%上升到2012年71.7%,大约77%央行资产规模扩大可由储备资产扩大解释。外汇储备规模超过合意水平扩大,成为货币过度扩张背后的关键因素,提示与汇率价格没搞对相联系的国际收支双顺差失衡是货币扩张的关键原因。据报道,李克强总理2014年5月中旬访问肯尼亚时指出:“从中国来

说,如果整体上贸易不平衡,会给我们宏观经济调控带来极大的压力,我这里也坦率的说,比较多的外汇储备已经是我们很大的负担,因为它要变成本国的基础货币,会影响通货膨胀。”这一公开坦诚表述显示高层已高度重视这一问题。

再次是通胀压力难消除。货币偏快扩张必然带来通胀压力和物价上涨,然而货币扩张通胀派生的物价表现具有结构特点。也就是说,通胀环境下不同部门商品和资产物价上涨不会是“十个指头一般齐”,而是涨速快慢不一和涨幅高低不等。从货币学说史看,无论是费雪教授对货币学派的经典表达,还是剑桥学派的货币余额学说,或是到弗里德曼教授对货币学说现代形式阐述,都包含这样认识:即货币过度扩张后货币流向物品对象及其价格变动程度具有不对称与不均匀分布特点。例如费雪曾比喻:“正如一条河流一半放置障碍,会使得另外一半流量增多,一些商品价格变动不充分会造成另外商品价格的过量调整。”因而教科书所言通货膨胀表现为一般物价上涨,现实生活中会通过不同商品和资产不同程度价格上涨表现出来。

如果说通胀环境下不同部门物价涨幅不一是个规律,我国新世纪初十年宏调史则为这个规律提供了一段大国实践的典型案例。这个时期常规宏观流量物价指数(如CPI或GDP平减指数等)上涨,同时资产价格(如房地产价格等)也间歇性飙升。数据显示,月度CPI同比增长率2008年1季度曾超过8%,2002—2012年间一半年份GDP平减指数增幅在6.7%—7.8%较高位波动。然而通胀压力更大程度表现为资产价格飙升。例如上证指数曾经从2006年初1300点飙升到2007年10月6250点,商品房平均价格则在近十年增长好几倍。

物价上涨结构特点与可贸易部门生产率追赶有关:由于生产率追赶在工业制造部门表现得最为突出,该部门产出品供给高弹性会抑制流量产品价格上涨,使得某些供给弹性较小部门(如农产品)特别是资产价格承受更大上涨压力。在货币过度扩张的通胀环境下,不同流量和存量物品价格上涨幅度与各自供给弹性大小成反比。房地产价格弹性小助推其价格涨幅较高。房地产供给弹性较小可能主要有两方面原因:一是受到房地产开发通常需一两年建设周期因素限制,二是我国独特土地制度下房地产供地机制使然。我国股票市场价格虽曾短期飙升,然而难以持续大幅上涨,也可以从这个角度得到部分解释。在我国上市发审制度下,IPO在很大程度上是有关监管部门可以操控的政策变量,由此派生的IPO供给弹性较大抑制股票价格飙升。可见在可贸易部门生产率快速追赶阶段,货币过度扩张更容易引发资产价格特别是房地产价格泡沫与相应金融风险。

再次是宏调宽泛化。在不兑换信用纸币制度下,各国政府管好货币和抑制通胀都会面临困难。新世纪中国经济政策提示一个特点:一旦出现明显通货膨胀,中国决策层在治理通胀方面有较高共识度并能比较果断遏制。为什么?历史上国民党统治区恶性通胀加速其崩溃,对中共第一代领导人应有鉴戒之效,重视遏制通胀的理念传承有潜移默化影响。另外改革时代曾经历严重通胀,带来特定期经济、政治与社会稳定方面困难,也留下相应经验教训。受多方面因素影响,中国高层主政者虽由个人所处形势和认知取向不同,在通胀未起时对管好货币问题重视程度或有差异,然而一旦真得发生明显通胀通常都会相当重视并务实治理。这方面施政特点对保证中国改革时代基本财经与货币纪律有效性,对维持宏观经济大体稳定环境,具有不可或缺积极作用。

在应对和治理新时期货币扩张偏多、经济扩张偏快、通胀压力偏低、物价上升偏高的宏观失衡问题时,十年宏调政策实践呈现宏调主体部门多样化、宏调实施工具宽泛化等方面特点。我梳理过这方面情况,发现可能有十来个部门被赋予,或自称作为宏观调控部门,有几十种政策工具手段作为是宏调措施采用。宏调手段既有像利率、公开市场操作、发行国债等其他市场经济国家也会采用的政策工具,也包括信贷数量控制、银行窗口指导、投资审批核准、特定行业投资资本金要求等更为接近产业政策调控手段,有时还会出台冻结建设用地供应、暂时价格管制、重大案查处等力度更大的行政干预措施。这些政策工具在设计原理、目标对象、使用频率上多有差异,不过都与宏观偏热压力存在明显联系,不同程度作为紧缩总需求和治理通胀手段加以运用。

上述宏调特点体现了求真务实和不受教条约束取向,对宏观经济环境大体稳定也实际发挥了积极作用。不过宏调工具过于多样化也带来负面影响。例如在上述宏调架构下,与市场经济原则兼容度较高的参数性、总量性、间接性调节工具利用受到限制,集中地表现为汇率弹性不足和利率相对呆滞。开放的经济大国追赶阶段需要增加本币汇率弹性,但由于人民币汇率体

制改革推进比较滞后,汇率弹性不足使得我们难以充分利用价格手段调节国际收支失衡。利率调节相对呆滞。2000—2012年消费物价变动幅度为10.2个百分点,存款利率仅变动2.16个百分点。同期美国消费物价变动6.33个百分点,基准利率变动6.41个百分点。中国利率调节相对灵敏度只有美国的大约五分之一,与更多国家比较显示类似结果。

又如准入性、数量性、行政性手段采用偏多,不同程度带来“宏观调控微观化”问题。例如依托产能过剩概念,超越环保和安全管制标准限制和禁止特定部门投资,其合理性和有效性也有待探讨。把环保、土地、IPO审批、金融监管等职能作为宏观调控手段,会面临宏观政策周期变动的必要性与功能性监管长期相对稳定性之间的矛盾。至于采用冻结土地或查处大案进行调控,或直接干预微观价格调节机制,即使是迫于某种特殊形势不得已为之,相信为政者也深知存在明显副作用。

最后是体改攻坚突破难。应对新时期宏观失衡问题存在两种思路和政策选择。一是通过深化改革、搞对价格、管好货币,主要利用市场出清与货币财经纪律的约束倒逼机制推动对失衡调整。上世纪90年代前中期治理通胀失衡,同时实施力推结构性改革,在金融、国企体制等关键领域初步建成市场经济体制框架,并通过实施入世战略提升经济开放度。虽然经历体制转轨和世纪之交通货紧缩阵痛,最终为新世纪开放宏观景气奠定基础。进入新世纪以来我国经济改革仍取得进步,如取消农业税等惠农改革取得突破,医疗卫生、社保体制、资本市场等领域改革仍在继续并取得进展。不过改革总体推进态势与十六大“完善社会主义市场经济体制”目标有明显差距。改革乏力表现为,有的重要改革议题尚未引起实质性重视,在一些关键领域改革进展相对缓慢,有的场合甚至出现不进则退情况。不仅改革实际力有所不足,在官方短期甚至长期政策目标表述上深化改革也明显退居次要地位。在“以发展替代改革”的妥协性认识影响下,改革疲弱症与改革动力不足交互影响,伴随经济社会深层矛盾难解,一段时期改革共识也面临质疑。

在结构性改革受阻背景下,实际较多采用的另一种应对思路,便是借助宽泛化宏调手段调控失衡,这类方法也能收到一定短期效果,对维持宏观经济整体稳定发挥积极作用,然而却无从针对失衡机制加以根治。例如房地产价格间歇式飙升是新世纪通胀表现之一,在货币难管好的宏观环境下,政府有关部门虽然采用了包括限售、限价、限购等层出不穷管制措施,仍无法阻挡房价飙升和泡沫因素积累。更紧要的是,宏调过于宽泛化、产业化、微观化延续时间过长,反转对半市场化格局固化提供支撑。十年宏调提示了一条重要经验:特定期宏观政策属于总需求管理范畴下相机抉择的短期工具,然而利用何种机制、采用什么工具调节总需求,涉及如何界定政府权力与市场作用范围,属于长期体制安排问题。短期频繁宏调甚至有时重手干预微观,与深化改革完善市场体制目标具有内在矛盾。

可用一个示意图概括上述分析观点。示意图包含三个板块内容。一是描述早先十年宏观经济失衡机制和政策调控方式特点,关键是外部失衡导致内部失衡,由此形成通胀和结构性物价上涨,宏观调控较多采用数量化的产业政策型工具,甚至采用直接行政干预手段。第二块内容是分析造成上述形势的两方面条件和根源:首先是由于中国经济基本面条件挺好,本身具有较快增长的内生动力和条件;其次是体制扭曲因素,使得本来就存在较大冲力的经济,受扭曲性因素作用后冲到偏快偏热偏高度,造成新世纪初年新一轮宏观失衡格局。第三块内容提示宏调架构与体制扭曲关系:过于宽泛的宏调干预是体制改革不完善,同时又又会强化体制不完善,二者具有双向互动关系,共同加强半市场化体制和利益格局固化倾向。三中全会全面深化改革决议涵盖诸多领域结构性改革要求,同时包含宏调科学化改革任务,是完全正确的。经验表明,如何在宏调科学化与结构性改革之间形成良性互动,无论在认识和实践上都是一个难题,对系统改革成功具有重要影响。

繁荣期宏观流量失衡播下后续存量调整的种子,“繁荣—失衡—调整”是现代经济面临的持久挑战,构成企业主体大浪淘沙筛选机制的重要背景。前面讨论了新一轮调整六个方面表现,并从五个层次分析了宏观失衡格局的背景和根源,下面谈第三个问题:新一轮调整演进阶段及前景问题。初步看法是,本轮失衡调整本应从2007年通胀高峰开始,然而四万亿刺激计划改变调整轨迹。真正调整大体从2011年开始,目前已经经历两个阶段,正在酝酿向下一个阶段过渡。我们首先看实施四万亿计划之前调整预演以及刺激政策客观加剧失衡,然后分阶段观察调整进程。(待续)