中国经济需要何种政策组合?

■ 刘海影 上海国富投资管理有限公司首席经济学家

随着二季度经济数据变化,或许说服部分观察家相信中国经济已经企稳,而中国政府的微刺激政策起到了预计作用,但这远非共识。随后出台的7月份经济数据,尤其是远低于市场预期的信贷数据,加强了另一部分观察家的疑虑情绪。

随着二季度经济数据变化,或许说服部分观察家相信中国经济已经企稳,而中国政府的微刺激政策起到了预计作用,但这远非共识。随后出台的7月份经济数据,尤其是远低于市场预期的信贷数据,加强了另一部分观察家的疑虑情绪。更令人疑惑的是,不同数据揭示出相矛盾的趋势:一方面,包含GDP、PMI、货币供应量增速、社会融资总量、出口、城投债收益率等在内的软数据的确改善,另一方面包含挖掘机产量、发电量、日均耗煤量、水泥产量、粗钢产量、大宗商品价格、土地交易、房地产开工量等在内的硬数据却背道而驰。两类数据,哪一类更代表未来趋势呢?

站在实业界的角度看,是后者。很大程度上,我们目前看到的经济数据企稳并未伴随久被盼望的结构性进步,而仍旧是以加杠杆、加产能为代价来取得。按照国际货币组织(IMF)近期工作报告的评估,2008年全球金融危机之后中国追求增长的方式一直持续到现在,并且是不可维持的。

具体而言,推动经济企稳的短期动力有三:**首先是政府各种形式的微刺激**。如保障房投资、定向降准、PSL、各地刺激政策等,带动5、6月基建投资升至27.9%、22.4%,1~6月财政支出中的住房保障支出增长30.2%,远高于1~5月的8.5%。**第二是出口的短暂恢复**。7月出口大幅跳升至14%,大超市场预期。这在一定程度上反映了前期外围经济、尤其是美国经济复苏的影响,但也有基数较低、人民币升值带动套利贸易数据等技术性因素的影响。**第三,也是最为重要的方面,是企业层面出现的短暂的加库存行为**。例如重点钢企库存比去年同期高20%。数据上,规模以上工业企业产成品累计同比增速从去年年底的6.8%上升到6月的12.6%;同时,生产物价指数也从3月的-2.3%回升到7月份的-0.9%。

这些短期性的正面进展,并未导致中国经济的结构性弊端出现实质性改善。经济的暂时企稳仍旧依赖投资驱动,导致过剩产能继续累积。按照我们模型的最新数据,中国过剩产能率在2013年达到32%,今年则继续上扬。过剩产能压低了投资回报率低,无助于企业经营现金流的改善,大量僵尸型企业依赖债务展期生存,债务杠杆率继续上升。地方政府提供的信用背书、理财产品的刚性兑付充当了重要的机制,令信贷资源源源不断地被配置在得到地方政府支持的过剩行业与国营企业,让过剩产能与债务杠杆率不断攀升。

正是由于长期结构性问题不仅未获改善,反而恶化,二季度的经济企稳很可能是短暂、不可持续的。

首先,出口的反弹基础不稳,从数据上讲它没有得到出口交货量与港口货物吞吐量数据的支持,在欧洲、日本经济陷入衰退,美国经济(可能)复归平淡的背景下,在人民币连续升值的压力下,出口难以持续强劲增长。其次,房地产很可能迎来了重要的中长期拐点,其传统上带给经济的拉动作用不再。

第二,也是更重要的,二季度微弱的企业加库存运动很可能在三季度逆转。一方面,本轮加库存运动中,钢铁、煤炭等传统周期行业、中游投资品行业库存反弹,而下游可选消费品行业仍旧疲弱,行业轮动顺序颠倒,没有形成从下到上的梯次传导;另一方面,对于企业而言,在现金流状况恶劣、资金成本高昂的现状里,加库存成本高昂,除非经济需求(包括通货膨胀)迅速好转,否则企业将被迫降低库存。

这种情况下,政府出台的刺激政策在很大程度上是"自我对冲"的:有些措施挤出了本来可能存在的投资支出,例如棚改房工程对商品房销售去化并无帮助;有些措施恶化了产能过剩与债务负担,例如各地相互矛盾的新产业园区计划或者产业规划;有些措施提升了资金成本,挤出了民间投资,并令加库存运动难以为继,例如各类规划不善的基础设施建设。由于这种自我对冲性质,微刺激政策在刺激经济的同时令这种刺激效果快速耗散,并且随着过剩产能的累积、债务杠杆率的升高、投资回报率与资金成本剪刀差的拉大,每次刺激与刺激效果耗散之间的时滞不断减少。说到底,政府及政府支持的经济组织缺乏自我约束能力,从而不断恶化资源配置效率,加剧了政策效果的自我对冲与边际递减。

之前观察家普遍认为7、8月是经济数据观望月,政府与市场将在这段时间依据数据来评估"微刺激(能够并正在)带来经济企稳"的假设是否成立。上面的分析显示,这一假设很可能已被证伪。如果未来政府不强力推进投资支出,未来经济的最小阻力趋势将是惯性下滑。

这种情况显示,在改革取得实质性进展之前(核心是建立对政府及国有经济体的约束机制),经济增长速度与降低金融风险,两者不可得兼。

面对这种窘况,应该反思的不是最佳刺激规模或者最佳刺激方式的决定,而是应该对经济决策的战略框架本身进行反思。本届政府志向远大,的确值得大家寄予厚望,既然如此,对经济格局的判断,也不妨做更长远的打算,不争一城一地之得失,毕竟到2022年还有8年时间,而历史将会按照本届政府的10年任期来对其历史成就做出判断,而不是今年或者明年的年度表现。如果将视野放长,什么是经济决策的最高标准?答案可能是,守住不发生系统性经济危机的底线。只要不发生危机,中国就可以赢得宝贵的时间,在对社会经济体制进行深刻改革的同时,发挥后发优势,继续中国经济壮丽的赶超之旅。

而要守住这一底线,就不能放任债务泡沫膨胀、不能放任资源配置继续流向过剩行业与僵尸企业,这必然要求容忍略低的经济增速,限制信贷刺激与投资拉动力度。以此而言,降低经济增速目标是第一步。必须树立一个思想,任何以无效投资增加、债务杠杆率上升为代价的经济增长,都是得不偿失的。相反,唯有将资源配置于被自由市场试错发现的、能够产生合格投资回报率的有效投资项目上,经济才能健康扩张而不至于产生债务与过剩产能问题,经济危机的风险才能降低。

因此,经济增速目标应该按照如下准则来制定:它不能过低,以防止过多企业倒闭或者坏账率以过快的速度上升;它也不能过高,以约束地方政府的加杠杆冲动,从而防止债务杠杆率与过剩产能率以过高的速度攀升。最恰当的经济增速将不以信贷刺激与投资拉动为动力,以一种可控的速度挤出过剩产能与出清僵尸型企业,令经济体的资产负债状况有序改善。按照这一标准来看,很明显目前制定的经济增速目标过高。虽然有不同估计,我的模型表明这一合意经济增速区间很可能在5.5%~6.5%左右。最新的IMF工作报告明确建议中国将2015年经济增速目标降低到6.5%~7%,这一建议指向了正确的方向。我在去年年底也曾经撰文呼吁,2014年经济增速目标应该降低到7%,现在回头来看,假设决策层的确降低了增速目标的话,经济政策方面当不会如现在这般被动。

自然,中国经济也必须防止过分失速的风险,在降低经济增速目标、约束地方政府投资冲动的同时,决策层可以考虑更加积极的财政与货币政策。财政政策应该走到前台,扩大透明的、数目字管理的中央政府财政赤字,缩减不透明的、分散的、地方政府管理的"隐形财政赤字"(IMF语)。按照IMF的统计,虽然地方政府名义财政赤字占GDP比例接近0%,实际的隐形财政赤字占GDP比例却常年高达6%~8%。这必须予以控制。扩大的财政赤字应该主要体现为减税,对中国而言,这可能是交易成本最低的扩大赤字、刺激经济增长的方式。货币政策则应提早考虑降低存准率、政策利率,以求释放能够提供给民营经济的融资资源。自然,最大的难点还是改革,尤其是对政府自身的改革。强化对地方政府、国有经济的约束,设计一种约束方式,而不是依靠货币政策来约束,是上述所有措施得以成立的必要前提。

如上的降低目标、减税、降准、降息、改革的组合,可能比现在的定向降准、微刺激、基建投资(包括棚改房投资)更有利于降低经济的中长期风险。本质上,它要求政府更快地、更彻底地退出竞争性经济活动与庞大的政府投资支出,建立可信的自我约束机制,从而允许市场清除经济体中的无效资源配置,降低经济风险。

中美两种新常态经济的周期性错配

■ 汪红驹 中国社会科学院经济研究所研究员

(上接02版)

我选择了20个实体经济的指标,采用美国有一个大企业联合会的合成方法,完全一样的合成方法,来合成了中国实体经济活动指数。这20个实体经济指标,包括工业生产增加值、社会消费品零售总额、出口、固定资产投资、工业品存货、房地产销售面积、房地产在建面积、房地产投资、电力生产、原油加工量、铁路货运周转量、铁路客运周转量、沿海主要港口货物吞吐量、钢铁产量、水泥产量、玻璃产量、轮胎、乙烯、汽车产量、从业人员、实际工资总额。我选了这么多,大家可能觉得没有必要,但是如果选择多一点,我觉得可以更全面的观察一点实体经济的情况。

我采用这种方法合成,就可以得到那条曲线,我把所有指标,比如说原来是名义值的,我都换算成实际值,比如说固定资产投资,我可以通过一个价格把它换算成一个实际值。出口可以通过出口价格指数换算成实际出口。名义的财政收入也可以通过价格值换算为实际的财政收入。我把所有名义值都换算成实际值了,然后合成,合成之后就可以得到中国的经济活动指数。从1992年一直到2014年,大家可以看到这个图上也是经过了几个明显的周期。这个图上还标出了GDP增长率的月度插值,主要把这个指标和中国经济活动指数对应起来,基本上趋势是一致的,就是波动性不太一样。我们从2010年以来,中国经济活动指数达到新的高点之后就一直下来,一直到现在起不来了。这是中国经济活动指数的情况。

然后,我们把前面的活动指数,就是20个指标算一个实体经济活动的扩散指数,就可以发现我们现在的情况确实比较低迷。这个扩散指数,我把每一个指标,比如说其中有20个指标,我把每一个指标都算出一个环比来。然后我算6个月之内的环比,我按照增长3%作为一个分界线,如果说是增长了3%的话,我就取成1,低于3%,就取成0,这样全部加总起来,我们就可以得到一个扩散指数。如果低于50%,那就是有低于50%的指标都是低于3%,就是6个月环比。现在2014年7月份,我算的大约是23%左右。7月份我们看这个扩散指数比6月份略有反弹,等于23,我记得是22.7,是低于50的。这个含义就是7月份这20个指标当中6个月的环比大约有五分之一上涨幅度是超过3%的有五个指标,就是财政支出、铁路客运量、真实出口、固定资产投资、房地产投资。其余的指标从年初2月份一直到7月份,这连续6个月累计的环比都是低于3%。对照历史的情况来看,确实不太妙,这个位置和2008年金融危机的时候差不多。如果说跟上世纪90年代比的话,也是1997年亚洲金融危机的时候特别低,1993年是房地产泡沫、整个金融秩序的泡沫,我记得1993年的事情是整顿金融秩序的时候,那个扩散指数也是非常低,现在的情况也是比较低。

前面我们用的是中国经济景气中心的指数,他比我们公布的时间要慢一点。我上周查那个数还没有查到,不知道这两天出来没有。前面我们看到的中国经济景气中心一致指数,只到6月份,现在我们可以算到7月份。我们把中国经济景气活动指数减去8个点,中国经济活动指数滤波之后也减八个点,然后和美国费城联储编制的美国经济一致指数也是一样的,中国的经济景气指标比美国差一点。

下面,我们从另一个角度观察中美经济周期指标的系统。我用的是动态公共因子模型。具体的方法我们在这里就不用再细说了,如果大家感兴趣的话,可以去参考其他文献。我把主要做法向大家介绍一下,我们把美国、日本、欧洲、中国这四大经济体的GDP、投资、消费等各个变量放在一起,有一个GDP、还有投资、还有消费,每个国家都三个变量,放在一起就是12个变量,一共四大经济体。然后通过动态公共因子模型,通过一个模拟的算法算了以后,就可以得出一个世界经济变化的公共因子,然后又可以算出我们每一个经济体与世界公共因子的关联,然后就可以比较。

这个图就是原始的数值,美国、日本、中国、欧盟的GDP增长率,我们把每一个国家的GDP增长率,减掉他的均值之后放在一起。因为如果不把这个均值减掉,中国平均起来9.8%,美国是3%或者2%点几,这个比较起来就比较麻烦。我们把这个均值全部去掉以后,就可以把他放在一起。四大经济体的GDP增长率可以算出来相关系数,从相关系数上来看,应该说日本和欧盟与美国的相关系数都比高一点,因为他们确实是属于发达经济体那一类,中国比日本、欧盟都要低,这是从相关系数来看。

我们算出1996年一季度到2001年一季度,中国GDP和公共因子的曲线,我们可以看见这个图,然后可以算出2002-2008年的曲线,然后算出2009—2014年一季度的曲线。然后,我们再重点看一下这两个图就行了,一个是2009年一季度到2014年一季度美国GDP与公共因子的关系,是非常吻合的曲线,中国正好是交叉了。

再看各个变量与公共因子的相关系数,主要是分阶段的来看,一个是从1996年到2001年这个阶段,然后是2002年到2008年这个阶段,第三个阶段是2009年到2014年一季度这个阶段。重点看中国情况,在第一个阶段的时候,中国经济增长率的相关系数是负的,然后第二个阶段是0.78,到后来又降低了,这三个数在前面那个图上可以很明显看出来,因为刚才向大家展示了一个中国经济一致指数和美国经济一致指数的一个曲线的对比图,大致分三个阶段,一个是上世纪90年代,然后是2001-2008年左右,那个正好是经济全球化发展比较迅猛的时期,然后国际金融危机之后又是一个阶段,所以这三个相关系数正哈是对应这三个阶段。然后从投资来看可以发现也是三个阶段。

从前面几个指标,那四个方面来看,显然就可以比较有根据的认为中国现在从经济周期角度来看,中国经济与美国经济周期是出现错配,应该说美国经济是弱复苏,但是是在复苏,中国是正在处于下降调整阶段。经济周期错配的原因,为什么会出现这种情况?从资产负债表角度观察,我们可以发现这次中美经济周期错配主要是中美两国债务出现问题,一个是中美两国在2009年之后实施强烈刺激政策之后债务杠杆率上升,目前仍处于去杠杆阶段。比如说这个去杠杆至少可以从两个方面,两个指标反映。一个是PPI长期负增长,基本反映了产能过剩的现实。还有一个与房地产限贷、限购这些政策有关,都反映了去杠杆过程中,控制杠杆率继续上升的要求。另一方面,美国在2008年国际金融危机、房价泡沫破裂之后,经过多次宽松货币政策和财政政策刺激,家庭和企业资产负债表得到清理和修复,经济缓慢恢复,宏观变量改善,经济复苏基础日趋好转。

我们可以看看美国经济复苏基础好转,至少可以从七个方面来看,第一个是失业率继续降低,原来失业率高的时候,比如国际金融危机之后最高超过10%,现在6.2-6.3%左右。当然,美联储新任主席认为现在失业还是疲弱的。第二是股市创新高,现在美国股市新高看着有点吓人。第三是美国房价平稳上升。第四是违约率下降。第五是联邦政府财政赤字缩小。第六是国际收支经常帐户逆差缩小。第七是量化宽松购债规模继续缩减。我在这里只是想大家简单展示几个方面。

我们看比如说美国股市,2014年7月,从道指来看都已经超过2008年金融危机了,超过20%以上。纳斯达克指数也是超过2008年金融危机之前的高峰。然后标普500也是超过这个。纳斯达克指数可能都快接近2000年网络泡沫破灭之前了。这是美国股市情况。房屋价格的数据我还没有更新,应该说基本上已经从底部开始回升,正在缓慢上升。其他的有一些比如说违约率下降,大家也可以去查一下其他的一些指标,然后美国联邦政府财政赤字缩小。这个也可以查到指标,经常账户逆差缩小也可以查到。量化宽松购债规模缩小,一直是在缩小,从今年年初以来一直在缩小,还有不少人认为,在2014年下半年年底之前是不是要结束量化宽松。基本上从这七个方面来看,应该说美国经济复苏的基础是比较稳固的。

然后我们看一看周期错配可能会产生的一些后果,如果我们确认美国经济看好,中美周期错配这个大环境当中,美国经济预期好转对中国经济的影响应该是正反两个方面。有利的一个方面,就是美国经济复苏可以带动全球经济好转,通过贸易渠道,全球制造业供应链的优化配置等等,使中国经济增速也有所恢复。第二,还有一个不利的方面,因为受美国经济预期向好,中国经济出现趋势性下滑这种预期影响,有可能美元进入强势周期,中国资金会外流,然后通过资产重估过程,中国资产价格会出现一个被迫的挤泡沫过程,也有可能挑战中国资本项目顺差,中国资本收益率低于美国资本收益率,如果这种预期自我实现的话,中国经济会出现更大的周期性问题。至少这两个方面有利的和不利的影响都存在。

很显然,第一种影响正是2002年中国加入WTO之后至2008年国际金融危机之前的全球化过度繁荣机制的翻版。但是国际金融危机之后,美国重新调整国际政治和经济战略布局,通过重返亚太、主导TPP和TTIP贸易谈判、成功实施能源战略降低能源对外依存度,中国过去的出口导向型高增长机制的外部环境已经不存在,加上中国内部房租和工资成本上升,出口加工制造业的对外竞争力也有所下降。内外两方面因素相结合,决定了本世纪初中国凭借全球化机遇加速发展的时代已经渐行渐远。因此,当前必须高度警惕美国经济预期向好对中国经济的不利影响。

我们看看有什么对策可以避免就是中美经济周期错配对中国不利的影响。

第一,中国当前迫切需要保持定力,坚持底线思维,抓住当前宏观经济稳定的有利时机,坚持改革方向不动摇,在去杠杆的同时,通过微刺激实现底线增长率以上的增长目标,通过深化经济体制改革释放改革红利。

第二就是要尽量避免与美国经济脱钩,怎么避免?要推动中美战略合作,推动中美投资协定、中美贸易谈判,通过投资贸易谈判方式来加强中国与美国经济的联系。同时加强中国与金砖国家、以及其他发展中国家的合作。

第三个方面就是要抑制房地产投机,在稳增长当中逐步去杠杆。因为今年房地产投资下降,其他固定资产投资也下降了,而且房价同比、环比特别是环比最近也出现一些下降。在比较平稳的过程中去杠杆可能才是比较好的结果。

第四个方面就是要通过改革加快经济转型。通过创新驱动战略,保持中国潜在经济增长率仍维持在比较高的水平。

2014年4月以来,中央政府陆续推出了一系列微刺激措施,比如增加水利设施建设、加快铁路建设、加快保障房建设、定点降低存款准备金比率、调整人民币汇率、实施"一带一路"战略、充分利用中国自身地缘政治优势、加快自贸区建设、试点TPP类似条款等等,都是符合中国式"新常态"经济的底线思维的。

固然中国经济增速减缓也受短周期性因素的影响,但只要没有大的政策失误和地缘政治冲突,只要中国始终坚持推进改革和完善国家治理体系,释放改革红利,中国十二五期间还不至于收敛趋同于美国经济增长的水平,中国"新常态"经济的第三种前景值得期待。

(完)