

要不要刺激政策? 这是个很糟糕的问题。问题太大,没有标准答案。

笔者认为把问题细化,把大问题分成不同层次的小问题,才有可能减少认识上的分歧。

中国刺激政策需要结构性调整

中国社科院世界经济与政治研究所学者 张斌

刺激政策成为中国经济的一个争议要点,赞成和反对刺激政策双方往往达不成共识。

支持者往往看到刺激政策有不少好处,一方面帮助企业,带动了就业,很多工程造福后世,带来更便利的地铁、高铁、高速公路,哪一样不是因为有了刺激政策才加速前进。中国和国外的基础设施相比,差距还大得很。对比日本北海道一个农业省份,70年代就在札幌修了规模庞大的地下城市,大部分的行人和购物在地下,不仅把漫长寒冷冬季对日常生活的不利影响降到最低,地面上的交通压力也大大缓解。为什么还有那么多人反对刺激政策?难道是被市场原教旨主义的教条蒙住了眼睛?

在反对方来看,刺激政策意味着央行出钱给商业银行,商业银行绕着圈把钱给地方融资平台和房地产开发商,政府授意地方融资平台出钱修100米宽的马路,路上多少辆车跑不重要,重要的是气派。无论地铁还是高铁,哪个能回收成本?坏账留给商业银行,最终还是央行或者财政出来清理局面。财政的钱是税,取自于民。央行发的钱叫铸币税,最终也是百姓埋单。从刺激政策得实惠的是政府腐败官员、金融机构和房地产开发商。自从2008年中国采取刺激政策以来,中国隐藏的坏账增加了多少,中小企业和老百姓又得到了多少?大家其实是误读了凯恩斯,凯恩斯在世也不会支持中国的刺激政策。

要不要刺激政策?这是个很糟糕的问题。问题太大,没有标准答案。笔者认为把问题细化,把大问题分成不同层次的小问题,才有可能减少认识上的分歧。为了讨论上的方便,笔者把经济刺激政策等同于政策对铁路、公路、机场、基础水利设施、城中村改造等项目的投资支持。刺激政策也可以是减税,或者是改革措施,这些政策的共识比较多,不是这里讨论的内容。

总量上的判断

总量判断立足于宏观数据,关注宏观变量之间的逻辑关系,目标是宏观经济和金融市场稳定和可持续性。总量判断不看微观数据,不判断某个企业某一类项目的成败得失。总量上不需要刺激政策,指的是刺激政策规模或与之相关的总体投资规模不能再扩张,但不能作为反对某一个或者某一类项目的充分理由。

2001—2007年期间,中国资本形成与GDP之比平均达到40.4%,远高于全球平均水平 and 与类似收入国家水平。2008—2012年,政府采取了大规模刺激政策以后,这个比率进一步提高到47%。资本形成与GDP之比上升,同时伴随GDP增速的显著下降,结果是每增加1单位产出需要的新增投资(边际资本产出比,incremental capital—output ratio,简称ICOR)迅速上升。从国际标准看,ICOR一般在3左右,中国金融危机之前是3.5—4之间,金融危之后陡然上升,2012



年以来已经超过6。金融危机以后中国每增加1单位产出所需要的新增资本大幅增加,意味着宏观意义上的投资回报很低。

中国的固定资本形成在GDP中的占比以及边际资本产出比都远远超出世界平均水平,也远远超出历史平均水平。超出寻常的高投资、低回报组合可以看作是映射的一端,映射的另一端是刺激政策驱动着大量不计回报的低效率投资,是刺激政策力量通过牺牲消费补贴投资。如果得不到尽快纠正,金融市场动荡和长期的经济低迷接踵而至。高投资依托于高债务增长,低回报则意味着未来将无法偿还这些债务,这是金融危机的实体经济根源。

走出困境的出路是提高投资效率。从高投资、低效率组合向中等投资、更高效组合过渡,这需要诸多条件的支持,降低投资增速是必要条件之一。中国需要投资的地方很多,能产生巨大投资收益的地方也很多。通过降低投资增速有利于提高投资回报率,作用机制在三个方面,其一,消费和投资之间达成更好的平衡和可持续的良性互动,这从最终需求方对提高资本回报提供了保障;其二,资本供给增速下降,从供给方对提高资本回报提供了保障;其三,投资增速下降过程中本身会带来投资结构的优化调整,正如目前看到的,投资增速下降的压力主要还是集中在产能过剩和低效率部门。

一言以蔽之,总量意义上中国不能再扩大刺激政策,不能再让资本形成增速高于GDP增速,除非刺激政策所依托的投资项目有异乎寻常的高回报或者巨大的正面溢出效应。正面溢出效应指的是项目本身的商业回报可能不佳,但是非常有利于居民或者企业节省成本,客观上提高了居民或者企业的真

实收入或福利。

结构上的判断

判断刺激政策,结构更重要!刺激政策在总量意义上的难以持续,主要原因之一是结构上安排不合理,以至于投资收益不能保障。如果能填补最欠缺的基础设施,投资收益(无论是商业收益或者社会收益)非常可观,增加投资反而是有利于宏观和金融市场的稳定和可持续性。

中国在“铁路、公路、机场”为代表的大型标准化基础设施方面取得了很大进展,但是新增标准化大型基础设施的边际收益快速下降。主要原因是:(1)随着标准化大型基础设施建设数量的增多,设施的边际收益快速递减;(2)工业部门的趋势性减速对相关配套基础设施建设造成了负面影响(工业部门减速参见此前“需求的呼唤”文章);(3)基础设施建设不计成本,设计和后续管理存在严重缺陷。比如大而不当的广场和马路,长期空置的体育场馆,功能过于单一的地下交通网络设计等等。不能一概而论中国的上述大型标准化基础设施已经过剩,不能产生足够的收益填补成本。需不需要继续增加这类设施,要个案研究。

对非标准化基础设施的需要还很迫切。因地铁化的城区地下基础设施建设、城市老旧基础设施维护和改造、城中村和城乡结合部改造、街道收费停车场等等身边的基础设施欠账还很多。举个身边的例子,北京中心城区有很多80年代或者更早的老房子,有些连成大片,占地很多但能提供的住房面积很小,居住条件也很差。如果能对这些房子重建,能显著提高中心城区的房屋供给,对于缓解房价和交通压力都有大好处。即便是重建条件

不成熟的旧房,如果能换上新窗口和保暖层,住户的取暖和避暑降温开支能大大节省一笔。这些投资的外溢效应都很明显。中国大城市的政府经常抱怨流入人口太多,超出承载能力。纽约、香港城市密度中国大城市高得多,但是居住和交通环境好的多。与其抱怨人来的太多,不如关注政府在改善城市承载力上的不作为和不得力,在本地基础设施建设上的不对路。

改善非标准化基础设施,需要地方政府服务当地民众的激励机制保障;需要充分了解本地民众需求,在给定的预算约束下选择最迫切需要的基础设施项目;需要经济学家、环境专家、工程专家、艺术家等各种专家的理念和技术支持。地方公众代表和相关专家在决策过程中应该发挥非常关键的作用。但是在目前中国的基础设施建设决策过程中,没有充分反映本地社会公众需求信息的合理机制,决策权主要掌握在中央和地方个别行政部门手里,有些项目几乎是当地政府的个人决策。项目的社会收益缺少民众和专家意见评估,项目的商业收益缺少市场评估。这种决策机制难以确保基础设施项目是本地公众最迫切需要的,未必是性价比最高的项目,其社会收益和商业收益都难以保障。

刺激政策之辩

因为不能优化投资结构,刺激政策确实已经穷途末路。能够创造价值的基础设施建设和投资项目还很多,但需要改变以往的投资决策机制。政府花钱干项目,作为最终出资方和享受服务的民众代表应该有提议和监督的权利,专家、媒体都应该积极参与。这不应该是当地政府一个部门或者一个人的决策,也不应该是远在千里之外的政府部门决策。

土地规划管理的若干理论与操作问题

农业保护区分两个类别,其中宽松那个类别,我允许你在一定面积上住一户非农业人家,这种方式本身就会大大压缩收入差距。也就是文贵中讲的机会成本不大,在这种情况下我仅仅给你税收优惠,问题就不大。不知道大家听明白这个意思吗?就是差价没有那么大。我们现在搞房地产,我们现在是这样,我们是城市供地量很大,就是我们对城市建设用地供地量并不小,但是对居民区的供地量小,是这个问题。所以,导致居民区的土地价格高。我们去年四万亿的土地出让金,谁交的?主要是居民区,城市建设用地当中居民区占地交的土地出让金,不是工业资本家占地,公共部门占地更不是了,它的问题在这。如果我们不是这么一个操作,这个差距会很小。这样一来的话,我们政府部门担心的那个有些问题其实是不存在的。所以,以后我们光让居民买房子承担土地出让金,应该都来承担,我看新的改革是这样,以后让公共部门占了地也要交土地出让金,也要交钱,不光是居民占地。工业用地本来就是地方政府自己的法规,不交。这个问题就是特别有意思的问题,文贵中讲的他道理,按照机会成本交。美国的实际操作不是这样。

还有一个现实问题,关于人本城镇化的理念。这个事情,我是在不是在哪次讨论上说过这个问题?但是我在在这再唠叨一下。政治家说做中国梦,我老说再过30年,我们总量世界第一,人均收入世界前50位,但是确实到那个时候,中国城市家庭主体所住的房屋是欧美穷人住的房子。确实是这个问题。这个危害在什么地方呢?我们现在经济学总体上讲还是显学,心理学的知识不被重视——环境

心理学和社会心理学。我看了一本美国出的社会心理学第八版,也讲这个事。在这我就不唠叨了。居住密度和人的心态有关系,而且我还有一个数据,从天则所得到的数据,就是欧美居民区占总的城市建成区比追是45%,咱们是25%以下。这个问题也是现在规划当中的一个非常重大的问题。

究竟怎么样规划合理?也是跟一些规划师做过一些讨论,非常有希望的,交通就是16%——我们一般规划18%以上,然后在绿地方面做一些压缩,能把住宅区比重提到44%。这个是西咸新区的数据,就是西安、咸阳搞新区规划的数据,把这个数据做一个调整,就达到这边的情况。达到这边的情况,整个城市风貌就不一样了。如果再有前面说的改革的话,我想现在在中国城市风貌肯定和现在情况不一样。

我看咱们经济学者讨论宏观经济问题,我有一个说法,不知道说得对不对:

未来政治什么别的别去考虑,未来中国不能长期繁荣——林毅夫总跟人家争。我是这样想的,我看咱们中国未来总需求当中消费需求是个瓶颈,因为我们投资需求太容易过量了——消费需求的瓶颈。有些人说分配会决定消费需求,因为富人的钱花不了,穷人没钱花。我的意思是这样,消费的方式对消费需求有影响,农产品价格越低,老百姓的消费储蓄比例越倾向于消费扩大、储蓄小。我们现在农产品价格比较高,恩格尔系数比较高。2006年—2012年的数据,城市居民是没有下降,直接原因应该是农产品价格比较高。恩格尔系数越高,居民储蓄倾向应该越强。就是我们住单元楼房的消费和住独栋房子的消费方

式不一样。住单元楼房,我们一次性买房的时候,买房本身是一个投资,房子买到手以后,这个钱流向怎么样?我们都知道它是一个分配,它朝几个方面分:政府、开发商,甚至工业资本家等等,它是一个分配。房子买到手以后,围绕住房消费,花钱甚少,我们的物业费好多是服务费,不是围绕着住房的维修投资。我所看到的数据是欧美国家的住房消费比例大。我曾经有一个数字,不知道这个数字记得对不对,是1/3,占可支配收入1/3。我们是什么?如果物业费算服务费的话,几乎是零。所以,现在这种城市格局让老百姓住这种高楼,简单地讲就是消费瓶颈,你再买很多单元楼房,你所带来的是什么?是建筑业的发展,是投资产业的发展。而农业成本这个问题,就是恩格尔系数高,农村产品价格高;农村产品价格高是农业成本高。中国农业成本高在我看和土地制度有关系,和土地规划也有关系。我和茅于軾先生观点不一样,我主张在中国也要搞农业保护区,郑老师好像也不太赞成农业保护区。这个成农业保护区根本不影响城市化。按照地理学家提供的资料,大约50多亿亩适合人类生存的土地,我们把河流、村庄这些带进来保护25亿亩,根本不影响城市化。成农业保护区这个事情做好是有利于降低农业成本的。

我老早就说,城市规划、农业规划这两件事情,真要做好的话,能够及时解决未来中国经济发展长期的动力问题。没有消费创新,我看宏观经济学家还是那么几个杠杆:财政杠杆、金融杠杆。

有的事情就不说了,我的时间差不多了,我就讲这么多。(未经本人修订) (完)

热视角

据称中国央行向五大行注入5000亿元

中国交易员和分析师透露,中国央行向银行体系注入了5000亿元人民币(合810亿美元),这是北京方面为提振增长减速的世界第二大经济体而采取的最新针对性措施。

此举被很多人视为对8月经济放缓作出的回应。在许多疲弱的数据中,8月工业产出同比仅增长6.9%,令人失望,这一增幅是全球金融危机以来最低的。此外,央行此举也发生在财务季度末和10月1日开始的黄金周长假之前——这两个时期的流动性通常都特别紧张。

中国的央行——中国人民银行(PBoC)悄悄地通过相对较新的机制——常备借贷便利——向国内五大银行提供这些短期资金,期限为3个月。分析师们表示,此次注入流动性的规模相当于削减半个百分点的存款准备金率。中国央行和中国主要银行业监管机构均拒绝证实此举,突显政府不想向市场发出一个强烈的宽松信号。

分析师和交易员们表示,央行官员私下向银行证实了此举,而大银行已开始大量买入银行间债券。就在近日,中国总理李克强表示,北京方面不会对增长指标的短期波动作出过度反应。“当局正试图避免向市场传递过于强烈的信息,但同时也希望在接近长假期和季末的时候看到流动性短缺,”瑞银(UBS)中国首席经济学家汪涛表示,“鉴于经济持续疲软,我们认为政府将加大支持政策,并很可能在今年底下调基准利率。”

近几个月出台的支持措施包括,对农村贷款机构下调存款准备金率,放松各地针对购房的限购令,以及让房地产开发商和中小企业更容易获得资金。“(当局)面临一个两难境地。”北京大学光华管理学院院长助理刘俏表示,“一方面,他们希望保持经济增长,为此,货币政策应该更加宽松。但另一方面,他们要完成经济再平衡和结构调整。但两者之间存在一个矛盾。”

在金融危机爆发之后的2009年初,中国出台了4万亿元人民币(当时合5700亿美元)的支出计划,其不良后遗症包括巨额债务和慢性过度建设。资产管理公司铭盛亚洲的投资总监罗福万淡化了中国央行此次注资的重要性,称其为一个“软信号”,表明当局在密切关注经济。

“要是他们担心的话,他们原本会利用这个机会采取更具体的措施,如削减基准贷款利率。”巴克莱(Barclays)经济学家常健表示,这一短期举措很可能意在先发制人,以防未来几周出现“钱荒”。

她补充说,流动性短缺往往发生在季度末前后和“黄金周”等公众假期期间,而今年股票上市以及银行监管规则变化可能加剧这个问题。“就提高实体经济的流动性而言,此举的作用是有限的,由于借贷成本高昂,企业不愿从银行借款。”研究机构莫尼塔(CEBM)策略师祁益峰表示。(FT中文网)

外眼看中国

8月份中国房价继续下行

8月份全中国新公布的房价都出现了下跌,表明中国房地产市场增长严重放缓。部分分析师表示,这次放缓是全球经济的最大威胁之一。

根据中国国家统计局发布的数据,在被调查的70个城市中,8月份有68个城市的房价出现下跌,其中包括北京、上海和广州等富裕城市。相比之下,7月份有64个城市的房价下跌。路透社从这些数据计算得出,8月份房价平均比7月份下跌1.1%。

在多年投资驱动的热潮之后,中国房地产市场的增长正在放缓。这次下行导致炼钢原料铁矿石价格的下跌,从而威胁到全球矿商的盈利。不仅如此,楼市长期低迷还可能加重中国各银行及“影子”银行的压力。所谓“影子”银行是指信托公司之类不受监管的金融机构,这些信托公司会向包括房地产开发商在内的高风险借款人发放贷款。

Beyondbrics特邀博士、Orient Capital Research的安德鲁·科利尔(Andrew Collier)8月份在分析信托贷款后曾写道:“真正有问题的领域是房地产。根据我们早先对信托公司章程的调查,逾90%的信托公司都投资于地方房地产及基建项目。考虑到这一点,房地产业成为第一波信托公司违约的主要发源地毫不让人意外。”

科利尔补充说,还有一个后续问题是信托贷款合同中“担保人和质押品构成的网络”。他发现只有32%的信托贷款曾说服借款人,将土地作为无法还款时的抵押品。(FT中文网)