

中国经济的“非常态”

如果未来中国经济徘徊在 7%甚至更低，那必然意味着其潜在增长率已经下降到这一水平。但信贷扩张与 GDP 增长的脱节现象，真是中国经济潜在增长率陡降的证据吗？

■ 张军 复旦大学中国经济研究中心主任、复旦发展研究院副院长

对于中国经济来说，产出增长率这几年连续降速已是不争现象，特别 2012 年以来，GDP 增长率连续在 7.5%左右徘徊。2015 年，中国政府预设的增长率目标仅为 7%左右。从目前大多数专业人士和中国政府智囊的言论来看，这个 7%左右、甚至更低的增长率是不得不接受的现实。根据他们的判断，中国经济已经告别了高速增长的阶段，进入了一个中低速增长的“新常态”。值得注意的是，在新常态的官方表述中，并没有提到低速增长，而是把新常态表述成了从高速增长转入中高速增长的阶段。

近年增长率徘徊在 7%左右，为什么会被更多人视作新常态的标志呢？一个颇有说服力的解释是，连续两年的中低速增长是在中国政府维持较大信贷刺激的情况下实现的。的确，这两年信贷增长接近于实际 GDP 增长率两倍，社会融资规模的增长速度也是如此。信贷扩张在加速的同时，GDP 的增长却在减速。换句话说，即使中国没有放弃对经济的刺激手段，GDP 增长率却并没有显著提高，反有进一步的下降趋势。因此，人们觉得大概可以说明，中国经济很可能已经进入中低速增长的阶段。

如果未来中国经济徘徊在 7%甚至更低，那必然意味着其潜在增长率已经下降到这一水平。但信贷扩张与 GDP 增长的脱节现象，真是中国经济潜在增长率陡降的证据吗？

回顾一下，在 2002 年-2011 这个十年，中国经济实现的年度平均增长率达到 10.2%，怎么可能在随后的两年就突然降至 7%左右了呢？如果以经济学家的职业眼光来看待经济降速现象，潜在增长率的剧烈变化大概只有在经济受到剧烈冲击和震荡的情况下才有可能——正常情况下，潜在增长率的减速是经济发展和结构变化的自然调整和收敛现象。当然，对于经济体而言，来自需求和供给方面的大大小小的冲击总是不断。从日本和东亚经济的经验来看，在给定的发展阶段上，潜在增长率的下降幅度的确比理论预测的幅度更大一些。但是对于断崖式的增长降速现象，只有日本在上世纪 70 年代初发生过。不过，关于日本经济的增长失速，现有的研究所能给出的解释也大都集中在外部冲击（石油危机和尼克松冲击）以及国内劳动力市场政策的激进调整（反城市化政策）。所以，笔者认为假如没有强烈冲击，潜在增长率的递减应是渐进的和自然的。

中国楼市难以“梦回 09”

■ 刘澜 中原集团研究总监

习李执政以来，连续两年的政府工作报告，对房地产市场的表述都有新意。2014 年的报告，近 8 年来首次没提房价。而今年的变化更大，不仅时隔 6 年后再次提出“支持居民自住和改善性住房需求”，还去掉了几乎每年都有的“抑制投机投资性需求”。对比 2005 年以来的历次政府工作报告涉及房地产的部分，上一次出现同样的措辞组合——既鼓励住房消费，又不提抑制投机投资，则要追溯到 2009 年。当年的楼市最终在政策激励下迎来大反弹，因此有媒体总结：今年的楼市政策是“梦回 09”。

今日中国楼市下滑压力与 2008 年时起因完全不同

但显然，当前的楼市已物是人非。去年全国住房销售面积出现房改 16 年以来的第二次年度下跌，前一次是 2008 年。虽然去年 11 月底央行降息，助力 40 多个重点城市 12 月成交量创出历史新高，但市场热度仅维持了 1 个月。进入 2015 年后，新房成交量迅速回落至去年救市前的平均水平。今年前 2 月的成交量甚至低于过去两年的同期水平。

众所周知，政府出台的房地产政策其实是针对现存问题，与市场最终表现之间并没有必然联系。和 2009 年初的楼市相比，今年市场虽然同样面临着下滑的压力，但背后原因是完全不同的。2008 年全球金融危机的影响属于外部因素，当时国内楼市仍在上升周期，因此在“四万亿”、降息、减税一系列政策的共同刺激下，市场最终得以反弹。

而如今的问题则是源自市场内部。2014 年房地产市场调整，表面上看是信贷环境变化导致的。随着年底二套房贷松动，降息改



那么，中国经济这几年的增长降速，是否真是潜在增长率骤降的结果？我深表怀疑，也没有看到显而易见的证据。尽管经历了 2008 年全球危机，相对于其他新兴市场经济国家，中国经济所遭遇的外部冲击依然较小。除了外部冲击之外，对于三年前还能围绕 10%的平均增长率实现增长的中国而言，潜在增长率突然降至现在水平的原因，显然也不可能来自那些结构性的因素。很多经济学家用来支持中国经济当前降速现象的基本证据之一，来自人口结构的转变和劳动力增长的减慢。但笔者认为这一做法并不可取，人口红利的减退解释潜在增长率的递减符合收敛规律的，但它对于中国经济巨大降幅并没有解释力。其实，对于落后的经济体而言，潜在增长率的变化趋势之所以会符合收敛规律，就是因为人口红利会随着经济发展和结构变化而减退。所以应该说，基于人口红利的解释基本上是无关系的。

那么，如果潜在增长率短期里没有大幅度的下降，中国经济这两年实现的增长率为什么这么低？既然信贷和全社会融资的增长率并不低，那为什么 GDP 的增长率就不能更高？要回答这个问题，最好从信贷扩张与 GDP 增长的“脱节”这一现象入手。

所谓“脱节”，是指信贷或债务的增长越来越快于 GDP 的增长。从统计上看，这一脱节现象是从 2008 年底之后开始的，而在这之前，信贷的增长略高于 GDP 的增长，但保持了与 GDP 增长的同步趋势。但是在 2008 年年底之后，GDP 的增长转变为下降趋势，而信贷却转为加速增长的趋势，每年有占 GDP 大约 35%的信贷增加，导致了信贷总量占 GDP 的比重从 2008 年的不足 150%迅速提高到 250%的水平，也就是说信贷效率迅速恶化。

这个现象是怎么产生的呢？首先当然跟中国政府实施的“4 万亿”刺激计划有关系——众所周知，配合三年 4 万亿财政支出的是超过 14 万亿的信贷投放。但问题远不至于此。当中国政府在 2009 年底因发现投资过热而转向骤然收缩政策和启动宏观调控时，大量在建投资项目（特别是地方政府的基础



善流动性，市场顺势出现回升。但在这一现象背后，实质却是房地产市场的基本面已经发生变化。2014 年初银行之所以收紧信贷，并非出自行政指令，而是在自有资金成本上升、房地产行业风险增加的背景下，银行业自发做出的调整。房地产市场随即风声鹤唳，显示出过去持续多年的供不应求的局面被打破，外部因素稍有变化即导致市场出现明显波动。

实际供求关系决定楼市难以大幅反弹

从房地产市场的基本供求关系来看，供应方面，在持续十年高增长的惯性影响下，施工规模、预销量等供应指标仍处高位。但在需求层面，“价”和“量”两方面的支撑都在减弱。一方面，居民收入和民间财富的增速落后于房地产成交额，房改房增值带来的隐形红利也逐步消失；另一方面，多数二三线城市的新房人均拥有量，已接近甚至超过一线城市水平，如果未来没有人口持续增长，住房需求将缺乏支撑。同时，理财产品、海外置业的兴起，分流了大部分的投资需求。而需求相对稳

设施和房地产开发项目）被叫停，GDP 的增长率应声跌下。看上去宏观调控成功了，但故事并没有到此结束，虽然项目叫停了，隐含的债务增长并没有停止。各类债务和每年因债务而产生的利息依然在滚动中。据加州大学圣地亚哥分校史宗瀚 (Victor Shih) 教授的测算，2010 年，全部债务产生的利息占当年名义 GDP 增量的 80%强，而到 2012 年就接近于当年名义 GDP 的增量，到 2013 年，全部债务产生的利息甚至超过当年名义 GDP 的增量，达到后者的 140%。根据他的估计，到 2014 年，这些债务产生的利息几乎约等于当年名义 GDP 增量的两倍。宏观调控之后，GDP 的增长率虽然应声回落，但政府并没有承认，也没有及时着手处置因调控而产生的不良债务，使得如此庞大的债务和派生的利息得以不断滚动。结果就是，在 GDP 增长率显著下降的背景下，依有巨大的流动性需求以确保债务链条不至于断裂。这大概可以解释 2008 年后信贷扩张与 GDP 增长的脱节现象。

这几年来，因 2008 年-2010 年激进的信贷扩张而形成的庞大不良债务，一方面困扰了地方政府的公共资本支出能力，另一方面也严重影响了私人部门的生产性投资需求。对楼市的严厉调控，也使房地产的开发商和包括钢铁在内的相关产业背负了沉重的债务负担，可谓度日如年。为了使隐含的不良债务能够继续滚动下去，面对这么大的流动性需求，即使银行愿意继续为债务人提供新增的贷款，但债务和利息的不断增长想必也会使得越来越多的新增贷款主要用于偿还债务（主要可能是偿还利息）而不是去为新的投资项目提供资金。看上去前几年的信贷增长并不慢，但 GDP 的增速却不改下降的趋势，于是人们总是好奇地发问：钱到底去哪了？简单地说，钱去滚动债务去了。

中国较高的储蓄率水平，确保了其无需从境外输入流动性或者通过超发货币来解决巨大的流动性需求，但债务和利息的快速增长却严重困扰和拖累了当前中国经济，这应是不争的事实。不仅如此，一旦债务规模达到一定的阈值，银行就会开始改变策略，全

定的一线城市目前仍处限购之中，市场仅剩自住需求支撑。

随着金融改革的推进，投资渠道多样化、利率市场化将是长期趋势。“开展个人投资者境外投资试点”也出现在今年的政府工作报告中。在这样的背景下，对投资需求而言，房地产投资不再是唯一的选择。整个房地产市场将恢复到由居住需求主导的理性状态，未来人口流动将决定城市房地产发展的前景，这将是楼市新常态的基本特点。

因此，虽然今年政府工作报告的措辞与 2009 年有类似之处，但市场背景的不同，决定了楼市反弹的历史不会重演。从具体政策来看，已降息降准，但边际效用减弱趋势已经出现。在现实通缩的压力下，流动性继续放松的可能性仍然存在。而房地产交易税费的下调，也是市场走弱时的备选手段。这些政策的目标都将指向“促进房地产市场平稳健康发展”，在分类指导，强调地方政府主体责任的前提下，不同城市将因地制宜施策，避免市场出现大起大落。

从城市层面看，目前除一线以外的大多数城市都面临存量过高的压力，未来去库存将是当地政府的主要任务。从全国宏观面来看，占据全国新房销售面积 30%的前 40 个重点城市销量增长已接近饱和，其余发展中城市在过去两年中才是全国新房市场增长的主要动力。不过，根据测算，如果全国新房销售面积保持目前水平，只要再过 2—3 年，这部分发展中城市就能达到目前重点城市的水平。到那时候，房地产行业，这个拉动全国经济增长的火车头将不可避免的大幅减速，这是我们需要认真面对的问题。

中央和地方政府各自能做什么？

从近两年的政府工作报告中，我们已经能看到中央的应对线索：

短期内重点去库存，同时增加基建投资，抵消房地产投资放缓的影响。主要措施包括

面借贷，不再愿意再为债务人提供贷款，于是来自债务人方面的大量的流动性需求不得不转向影子银行，并因此不断推高影子银行的实际利率。这也导致固定资产投资和 GDP 增长虽然不断降速，但商业性融资的成本却居高不下。而商业性融资成本持续上升，对于有效需求受到抑制的中国经济无疑更是雪上加霜。

很难相信当下经济的这个局面就是中国经济的“新常态”，原本就是“非常态”。中国经济从超常增长转入中高速增长是自然的和必然的，而且认真研究东亚经济上世纪 60—90 年代的增长轨迹和结构变化的趋势，就会懂得中国经济的中高速增长持续 10 年是很有可能的。但当前的经济因为债务拖累、更因为没有及时处置债务而变得无法回到正常的增长轨道。

如何才能尽快把中国经济拉回到正常增长轨道？我还是坚持这两年的看法，解决债务拖累至关重要。解决债务拖累，把利率降下来当然是首当其冲的。降低利率不仅有助于减轻债务的利息负担，而且也有助于名义 GDP 的增长。除此之外，考虑到大多数隐形的不良债务发生在银行与地方政府和国有企业之间，那就应该考虑对银行债务进行大量的核销 (write-off)。用于核销债务的钱可以通过中央政府发行债券来筹得（最近的好消息是，财政部巧妙地设计出一种债务置换的方案，把商业银行对地方政府的债权置换为商业银行或央行购买的地方债券，只是置换的存量还不够大）。这样做是可行的，因为中央政府的债务规模相对较小，债务—GDP 比重也只有 20%左右，是一个非常有利的财政条件——去年 10 月的最后一天，我在刘鸿儒基金会和上海金融与法律研究院的年会上说，中国经济要解开债务死结，相对于货币政策，财政政策应该更积极才对，也就是在表达这层意思。我当然也同意史宗瀚教授的说法，更主要的还是要压缩未来债务的增长，不然核销了存量也没有用。压缩未来银行债务的增长，要靠资本市场改革和改变地方政府平台融资主导的方式来实现的，而这个问题是已在改革的议事日程之上。

如果摆脱了目前的“非常态”，中国经济是有望实现中高速增长。而悲观论者之所以悲观，无非是把这个“非常态”当成了新常态。未来 10 年中高速的增长是可能的，因为中国经济的潜在增长率还很高，毕竟中国经济还没有完成劳动生产率水平向高收入国家收敛的过程，也没有完成经济结构现代化的转变。技术创新和工业升级的过程更是刚刚开启。在这种情况下，投资需求在未来不可能不保持较快增长，人均资本水平的提高是必然的。从其他成功实现经济发展的国家的经验来看，在公共性投资和生产性投资领域的需求增长的同时，私人部门的投资机会今后越来越不给定。这意味着，在未来的经济发展中，企业家扮演的角色就变得越来越重要，换句话说，更多的投资机会是要由企业家在市场上捕捉到的。但说到底，在不确定的条件下寻找和发现投资机会，这本来就是企业家的事情，也跟经济学家何干？经济学家何必纠结于“未来确定的投资机会在哪”之类的问题？

今年提出的“实物保障与货币补贴并举，把一些存量房转为公租房和安置房”。而去年提出的新型城镇化政策中的重要组成部分——城市棚户区改造，今年将继续增加 110 万套至 580 万套，这是通过拆迁来增加住房需求，减轻商品住宅需求下降的影响。同时，增加铁路、水利等基础设施投资，这两项今年的投资目标高达 1.6 万亿人民币，比去年几乎翻倍。

但是，调经济结构，找新的增长点长期过程，无法一蹴而就。在“稳中求进”的转换阶段，仍需确保整体经济的稳定，“稳定住房消费”的重要性无疑就凸现出来了。在本次工作报告中提出的六大消费引擎中，住房消费是唯一的实体商品，也是总量最大的消费。住房消费同时又能带动投资和上下游众多产业，因此其在保证 GDP 增长 7%的目标中仍将起重大作用。

落实到具体措施上，由于城市间分化更趋明显，未来可能不会再出现全国一刀切的调控措施，地方政府将发挥更大的主体责任。政府工作报告也指出“地方政府对应当放给市场和社会的权力，要彻底放，不截留。而且，对上级下放的审批事项，要接得住，管得好”。这些表述给予了地方政府充分的空间去稳定市场。

因此，我们可以预期，在那些存量过高的三四线城市中，将出现更多的地方托市政策。包括地方财政出资购买存量房转为保障房、提高公积金额度、降低申请门槛、放松买房落户、税费补贴等等。但地方政府权力有限，有些政策调整必须来自中央，比如交易税的减免、购房首付比例的调整，必须由中央同意并授权地方政府在一定范围内自主裁定，才能确实达成分类调控的目的。

而一线城市由于供求平衡，新增需求稳定，并没有救市的迫切必要。但操作上也存在政策小幅调整的空间，例如可放松外地单身人士购房资格。如果出于行政管制让位于市场机制的目的而放松限购的话，相信政府必然会以房产预期来平衡市场投资需求，防止房价反弹。

(上接 O1 版)

■ 刘远举 上海金融与法律研究院研究员

但是，对媒体与自媒体人来说，这是一次震撼与压榨。从央视辞职之后，柴静一直沉寂，然后，以区区 100 万的资金，以个人之力，却又调动顶级资源，采访各路权威，以个人演讲的这种极具个人化色彩的方式，释放出纪录片，并获得央视推荐，点击数亿，登顶自媒体。

遗憾的是，这种震撼，通过另一种形式在自媒体上呈现出来。在这里所谓自媒体，一般指各种个人化的、粉丝众多的社交媒体用户。比如，微博中的加 V 用户，朋友圈中的个人公号。

某种程度上，争议并不是来自于那些有影响力的个人化社交媒体响应权威、专业人士，或响应民间社会的呼声，而是一次自个人化的社交媒体通过微博、微信的一次自下而上的议题设置，然后，带动民间粉丝设置，形成广泛的争议。但遗憾的是，由于个人化社交媒体设置的议题与柴静的议题并不对等，公共话题失去了正确的方向。

从争议的广泛性而言，上一次引起如此争议的，是方舟子与韩寒的代笔之争。当年争论韩寒代笔，起码韩寒有可能涉及一个大丑闻，退一步，就算是没代笔，起码没能像当时很多人说的那样，当场自证。再退一步，“韩寒没有代笔”，“韩寒是一面旗帜”与“造假”，“能力差”，起码还是两个差不多对等的议题。形象一点说，当年一拨人说韩寒是旗帜，另一拨说，那我不管，他是骗子。观点虽针锋相对，但作为争论，却没有违和感，可以看看“善”与“真”之争。

而现在的情况却是，柴静说，雾霾伤害大家身体，大货车排放全行业造假，我们集体动员，减少污染。另一边则说，那我不管，你抽烟；那我不管，你买大排量汽车；那我不管，你拿女儿煽情；那我不管，你逻辑有瑕疵；那我不管，你解决方案不正确；那我不管，你是美国人的妈，如此等等。这些指责与质疑真的能与“治理雾霾”这个议题对等？作为争论，真的没有任何违和感吗？

就这样，在一片自说自话的混乱之中，柴静原本设置的环保议题，被忽略了。由于柴静提出的是一个切切实实、急迫的问题，必然的，争论失焦的后果就更加现实与直接。

比如大货车的尾气问题，依旧关注者寥寥。无数贴着国 4 标却根本没有达标的大货车开往城市，造成的污染上相当于几百万辆小轿车夜里在北京跑，导致北京凌晨 PM2.5 的峰值。民众的要求，柴静的呼吁，并不是要提高中国的环保标准，向发达国家看齐，而是真正执行已经打了折扣的标准，不要让环保法律形同虚设，不要让没装任何排放处理设备的大卡车名正言顺在路上跑。让刚刚从睡眠中醒来的中国人，不再大口大口的呼吸几个小时之前大货车留下的峰值 PM2.5。

大货车排放标准是不可承受之重吗？并不是。大货车的排放标准，是政府相关部门推出的，政策的背后，必然有可行性的讨论，确认在成本上可行，不至于对运输业有太大的冲击，才会被实施。也正因为如此，在制定标准的时候，并不是一味的要求与发达国家看齐，而是考虑到中国的现实与经济发展的需要，排放的标准已经低于欧美发达国家。即使可行性还存在可商榷之处，但起码，不会像那些把环保与经济发展对立的人所说的，“一旦环保严格执行，就物价飞涨、企业倒闭”。

但是，在争论之中，舆论失焦了。从视频放出到现在，已经过去四天，四天之中，没有任何媒体跟进汽车排放造假。在百度输入“大货车排放造假”，搜索结果的第一页，最新的是 2014 年 8 月的新闻，然后就是 2010 年的新闻，本该国多家媒体跟进的全行业排放造假事件，悄然无声。

可以想见的是，如果传统媒体没有被禁声，如此极化的舆论失焦不会出现。传统媒体的组织化运作下，从媒体文化、宗旨，到各层级的组织架构，都保证了严格的选题规则。在这个过程中，一方面，个人情绪、不专业、不成熟的意见、人身攻击都被过滤掉了；另一方面，媒体的公共导向也能得以保证。所以，即使在现今的舆论环境下，大货车排放造假，也必然成为传统媒体的热点，进而带动整个大货车排放的改变，城市清晨的 PM2.5 峰值不会依旧如故。

的确非常遗憾，由于自媒体设定议题的失焦，现在，凌晨的 PM2.5 高峰将一如既往的保持下去。但是，北京人、上海人、广州人，哪怕是那些严厉指责柴静的人，就真愿意拒绝这种现实的、可行的改善，宁愿早上起来，匆匆跑步上班，大口呼吸排放造假的大货车留下的 PM2.5 吗？

舆论失焦的损失并不仅仅在于错过了追问大货车排放全行业造假，更荒诞的，影响也更深远的是，之前，雾霾还是人人喊打，一夜之间，就变为了经济发展的必须，中国突然多出了那么多“污染原教旨主义者”。实际上，即便在严格的经济学讨论中，对于现阶段的中国，环保与发展，并非绝对对立的关系，环保不是没有空间，一次本该被充分机会丧失了。

某种程度上，这是一次自媒体的荣耀，同时，也反映了作为自媒体的不足。当然，必须看到的是，在随后几天中，自媒体中呈现出一如既往的自我净化，但是，由于新闻传播的客观规律，损失已经发生，如果再考虑到个人认知的有限性，就更不难发现，理性的、客观的、更富建设意义的组织化媒体机构，才是一个国家自由思想市场的脊梁与基础，而中国的问题则是，它们被抑制了。（完）