

中国需要一次社会消费革命

澳大利亚 孔保罗

中共中央政治局最近召开会议,分析研究2010年经济工作,会议强调要增强低收入者消费能力。应该说,这是近些年来中国经济政策的逻辑延续。实际上很多中国和西方的经济学家,一直在非常积极主张以刺激13亿人的消费解决中国和西方经济发展所遭遇的问题。中国政府也的确花了很多力气来促进民众的消费,可是效果不佳。原因何在?这是非常值得认真思考的问题。

无需刺激或增强老百姓消费

坦率地说,中国民众不是不愿意消费——试问谁不知道花钱是很痛快的?中国民众并不是傻得连这种感觉都没有。君不见著名歌剧《白毛女》中的杨白劳,即使负债累累,黄世仁逼债逼得他不得不在大年三十出门躲债,可在这种窘境中,他还是会为女儿扯上二尺红头绳。这难道没有说明,老百姓即使是穷得叮当响,也还是要消费的?其实中国人勤俭持家的传统是不可否认的。不过再仔细看一下周围,13亿人中一定要把钱存到棺材里去的,真的还不多。

实际上,13亿人都有着强烈的教育、

医疗、就业、住房和养老需求。而满足这种需求就得花钱。谁说这种花钱不是消费?况且这种消费是人类最为基本的消费,是必需的,是根本无法避免的,根本不需要刺激。问题在于13亿人中有多少有足够的钱来满足这种消费需求?13亿人中,现在有多少是真不用提心吊胆“生老病死”的?问一下自己和身边的人,就可以得到正确答案。所以,当前中国社会的基本问题,实际上也就是13亿人的这种消费需求实在太大了,政府根本没有能力来满足这种需求,而绝大多数家庭也根本没有能力来满足,因此才造成了一系列的社会问题。如果这个问题解决了,民众对社会的基本不满还会有吗?

其实,如果13亿人都“不差钱”,都可以满足自己的生老病死和教育、就业、住房的基本需求,那就是一次空前的社会消费革命。其它暂且不计,笔者初步估算,仅仅教育、医疗、住房和养老保障,13亿人的实际消费需求量,按照目前的价格来计算,每年至少10万亿人民币。这样巨大的消费自然会使得中国经济得到空前的发展,自然会使得中国经济发展进入一个超高速增长发展的新时期。笔者曾经做过一个简

单测算:如果中国出现了这种消费革命,那么中国经济总量15年内稳超美国。

拿出“不差钱”的办法来才是正途

由此可见,中国应该重点考虑的是如何使13亿人“不差钱”,而不是想方设法刺激他们消费。其实刺激民众消费,也就是“吃光用光不生疮”理论的翻版,就是“忽悠”老百姓,挥霍仅有的储蓄来“消费爱国”——坦率地说,“忽悠”老百姓来挥霍仅有的储蓄,实际上是根本不可能见效的。试问经过艰苦生活洗礼的中国民众,现在还有几个不明白勤俭持家和挥霍浪费的区别?

退一步而言,“忽悠”老百姓不计后果地消费,还真有些“缺德”。须知中国当前的社会保障还很完善,老百姓吃光用光,成了地地道道的“脱底棺材”,今后没钱看病怎么办?没钱读大学怎么办?失业怎么办?养老怎么办?因此,经济学家还真的不能太“缺德”,而应该“积德”——帮助老百姓解决钱的问题,使他们“不差钱”。只要老百姓满足了这种基本消费需求,刺激经济的目标也就自然达到了。所以,中国真正需要的是这样的一次社会消费革命,而

不需要大家一起“吃光用光”。

那么,怎样可以使13亿人在基本消费上不“差钱”?——13亿人都有钱来满足自己的生老病死的需求?或者用现在的话来说,就是社会保障的需求?坦率地说,如果继续在传统经济学的框架里倒腾,是根本不可能有结果的——传统经济学根本不可能解决这个问题。具体而言,要使13亿人在基本消费上“不差钱”,所需要的资金极其巨大。我们已经谈到,仅仅是教育、医疗、住房和养老保障,13亿人的实际消费需求量,按照目前的价格来计算,每年至少10万亿人民币,而政府2008年的财政收入才6万亿多一点,怎么可能拿出这么多钱?而且这6万亿还有很多必要开支,如国防、基本建设等等。另一方面,当前民众也不可能拿出这么多钱。因为民众当前的储蓄也就20多万亿,只够支撑两年多。两年以后怎么办?所以,要使13亿人在基本消费方面不差钱就得另辟蹊径。也就是说,经济学家应该建立新的经济学。应该承认,传统经济学并没有也不可能穷尽真理,传统经济学不能解决的问题未必就是不可解决的问题。

美元在西方复苏中踌躇而行

长江证券 钟华

欧元区弱于美国的必然性

根据分析,美国GDP增长在未来两年将明显强于欧元区。这主要得益于以下几点:第一,如果新兴经济体内需的反弹高峰期已过,政策拐点显现,加之欧元升值带来的负面效应,欧洲出口拉动型复苏的边际效应将随之减弱;其次,库存重建短周期一旦启动,美国此前的大幅削减库存对其之后的回补似乎显得更为有利;第三,我们判断美国的劳动力市场将率先复苏。在稳健的生产率提升的背景下,美国在未来24个月强于欧洲将成为大概率事件,因此美国仍将保持全球核心国家的地位。

美元的基本面因素不改

我们不妨看看影响美元的几个重要变量的变化。尽管原油价格大幅反弹,但受益于非石油贸易赤字的一步收窄,二季度美国经常账户赤字将进一步收窄。到了三季度,美国GDP环比回升3.5%,并在政策刺激下内需实现了一定的增长。这导致9月份贸易赤字又有所扩大。但我们认为美国接下来所经历的“三无式”消费弱复苏局面将极大地制约其经常账户赤字再回到2005年时占GDP6%的水平,未来贸易赤字占比很可能在一段时间内都会保持在4%以内。

而另一方面,结合美元的国际收支地位,我们再将外商直接投资及美国机构的对外净头寸纳入考查范围,可以清晰地看出,包含银行及非银行国际头寸的收支盈余在过去多年和美元的走势相关性极高。根据我们的测算,两者自1995年到2009年其相关系数达到0.79。目前来看,尽管基本国际收支的赤字在最近有所增加,导致美元一度出现贬值,但是随着美国经济的逐步复苏,已经有部分资金回流美国。这从截至9月财政部公布的资金流动报告中已经可以见到这一趋势。事实上,由于政策退出预期始终存在及不确定的加强,套息交易所带来的资金流出已经过了最大边际效应点,未来对美元走势的影响将逐渐递减。

先发优势和政策弹性

既然欧元区经济将在未来一段时间呈现相对弱势,而美元的基本面因素也不支持美元进一步走软,那么就美元的价值而言,其本身就具备了呈现强势的必要特征。纵观过去一个多世纪美元的走势变化,可以很明显发现,在美国经济增长强劲,特别是快于其他主要国家时,美元一般保持强势;而在美国经济增长相对主要国家走弱的背景下,美元则会趋于贬值。事实上,经济增长尤其是一国劳动生产率

的增长是决定汇率中长期变化的根本因素。在开放经济中,经济增长通过与劳动生产率、价格、工资及利率变动等的联系,有力影响一国的对外贸易和资本流动,进而通过国际收支决定外汇的供求,由此决定了汇率的变动趋势。

由于欧元在美元指数中的占比最大,甚至超过了50%,那么欧美经济的复苏差异将成为影响美元走势的关键因素。虽然这一差异在短时期的调整机制内未必显现,但不可否认,市场上对于所谓美元在目前基础上还将大幅贬值的断言是站不住脚的。美国经历这轮危机的一个显著不同的特点是其保持了强劲的生产率水平,这或为就业市场恶化终止后的复苏带来了更多的希望。从此次金融海啸对生产率的影响来看,美国是受影响最小的。这充分反映了其劳动力市场的弹性和私人经济的竞争力。2009年全年美国劳动生产率预计将增长1.7%。而相比之下,欧盟总体在今年将下滑2.0%,日本将下滑4.3%,加拿大和美国也将分别下滑2.2%和1.8%。因此,劳动生产率的增长将在中长期内确保美元仍将保持强势。

另一方面,就上述分析的货币政策含义来看,无论是从经济的潜在增长情况,还是未来就业市场的变化来看,美联储相比欧央行都具备先发优势。这意味着欧洲央

行的任何举动很有可能仍将延续此前跟随美联储的措施来执行,而不会先于美联储宣布加息。从汇率的短期决定因素之一的利差来看,毫无疑问其收窄将在未来某一时间点开启美元走强的大门。除了美元在政策上保持先发优势外,美国政策的弹性或许从资产负债表上能得到最好的反映。

从结构上看,美国最新的变化是流动性性工具的收缩和证券购买的扩张。这主要是2000亿机构债、1.25万亿机构MBS以及3000亿长期国债等购买项目所致,对应的是负债项下准备金的大幅飙升。欧元区事实上也出现了信贷工具以及美元流动性如互换安排等的下降,转而是对证券的购买,但其负债项下准备金扩张却并不明显,流通中货币有所上升,更多的则是反映在其他类型的负债中,且总的资产负债规模的扩张远小于美国。

通过上面的观察,可以发现,美联储由于前期扩张最剧烈,其未来基础货币的收缩空间也大。特别是其对应的都表现在央行准备金上,因此相比起来一旦各国启动退出机制,美元无疑具有优势。不过,对于这一点的预期不能抱有过早的想法,这或许将是一个跨2-3年的过程,原因就在于资产购买计划退出不易。不过,通过创新型工具将负债结构进行调整以压缩基础货币中的准备金项仍然值得期待。

美国经济:用泡沫消灭泡沫

汤英牛

从目前世界情况看,系统的社会政治管理理论犹如十九世纪经典物理学一样,几乎已经到了它的尽头,总体失去了其正确超前的指导作用。尽管各国前期应对处理这次危机,在国家干预方面体现出空前一致,但这不是自觉行为而带有很大盲目性。没有理论上的创新突破,要取得应对这次危机的完全成功是不可能的。当今世界犹如中国战国初期一样,正发生着广泛而深刻的大变动、大调整、大融合。这必然会影响到对危机的应对处理,甚至还会导致人为制造、加重危机。另外,世界上众多的智学者并没有清楚掌握应对处理经济危机本身的内在机理,各国决策者也并不太了解应对处理经济危机存在着治标与治本的差异区分,更没有确立从治标向治本转化的科学依据,因而无法适时准确实施从治标向治本的过渡转变,难以顺利有效取得治本的成功。

从当前美国的情况看,由于没有从治标到治本过渡转变的科学评判依据,以及为维护其世界霸主垄断利益而需要进行国际博弈等,美国何时对政府救援政策做出调整,在时机把握上会有艰难抉择。美国尽管在理论研究上总体走在世

界前列,建立了相对优越的现代国家制度,但由于对市场信条的迷信和自由放任主义价值观念的执着,受国家政府为“守夜人”路径依赖的影响,以及国家制度也非善尽善美等因素,也很难科学界定政府与市场的边界,无法做到市场调节与政府调控合理分工、并用并重。

纵观美国历史,美国的特长是善于“定制”而不善于“改制”(也许正因为擅长“定制”而不善于“改制”,所以才不擅长“改变国家体制机制”)。尽管奥巴马总统上台时提出“Change”,但美国历来也只是注重调整一般政策而不是变革国家体制。可以断定,奥巴马政府不可能在调整、改变美国的经济所有制、国民财富分配制度、政府组织人事制度、政党制度等方面有所作为,在应对处理这次危机上只能治标难以治本。

另外,建立在不合理国家体制机制和超强实力基础上,依赖国际货币垄断和世界霸主地位的超前消费模式,既为美国经济社会运行提供必要动力,是形成消费拉动型经济增长方式的核心内容,也为其造成资产泡沫、美元贬值和国际国内失衡准备了充要条件,是爆发危机的主要症结所

在。局限于经济领域单纯改变超前消费模式,推进结构调整与经济转型,增加居民储蓄,缩减各种消费,美国的社会经济运行动力必然会减弱,经济增长就会放缓,巨额财政赤字就只能靠削减政府公共预算开支、增加税收、增发美元等来解决(向它国举债平衡赤字只是权宜办法,因为借钱早晚还要还钱)。而削减公共支出,就会更加弱化政府调控,不利于完善其国家管理,并且还会收缩美国对外“战线”,减弱美国在世界上的影响力;经济放缓而增加税收、滥发美钞,经济加快衰退、通货膨胀和美元贬值就不可避免,美元国际货币地位和美国世界霸主地位势必会动摇。而维持超前消费,不进行结构调整和经济转型,继续低储蓄高消费,金融资产泡沫就会越来越大,经济增长就不可持续,各种国际国内失衡将更趋严重,美国及美元的世界特殊地位同样会动摇。可以预料,美元及美国一旦失去其世界特殊地位,美国的相对衰落就会浮出水面。

进一步说,不进行“改制”,不完善国家管理,无论是增加储蓄、压缩消费,改变超前消费模式,还是借钱消费、透支消费,维持超前消费模式,美国及美元的世界特

殊垄断地位都会被削弱,国际失衡及国内失衡将难以避免。美国将其国际国内失衡归咎于其它国家的高储蓄低消费和出口导向型,以及华尔街不负责任的冒险行为与金融高管们的贪婪等,这似乎有道理,但其实只看到问题现象而没有抓住本质。如金融高管们逐利贪婪是社会职责分工使然,谴责金融高管贪婪而不检讨政府监管是本末倒置,不得要领,终将无益于从根本上消除其失衡。而俄罗斯、印度等新兴经济体国家,国土面积辽阔,存在人口、资源、潜在市场优势,特别是在前期应对处理这次危机中表现较为出色(拿捏分寸适当,成本代价较小),相对于美国而言,更有历史的长镜头和勇于“改制”的传统,有着从根本上解决危机和对美国形成持续挑战的可能。这不仅意味着美国将无法左右国际力量天平的倾斜,难以阻止和解决其国际国内失衡,而且也比照出美国的相对衰落将难以避免,再次爆发经济危机可能只是时间早晚而已。不能成功治本,美国就只能以更大泡沫或更大失衡来平衡前面的泡沫或失衡,世界的“2012”将会越来越近了!

(摘自金融时报中文网)

货币转向中性 物价温和上涨

长城证券 但朝阳 吴土金

我们预期明年货币政策环境总体由宽松转向中性,但是退出政策更可能以数量化工具优先的方式循序渐近地体现,明年4季度之前人民币基准利率很可能维持不变。物价方面,明年更可能呈现温和通胀格局,并不支持通胀预期。但是美元弱势和人民币升值压力下,资产价格上涨预期则将在明年上半年继续得以强化。

货币转向中性 退出循序渐近

在盯住汇率下,外汇储备规模历来是影响货币基础和央行资产负债表的主导因素。与美国等发达国家宽松货币政策取向不同的是,中国的利率弹性较低。中国的宽松货币政策基本不是通过扩张货币基础,降低借贷成本实现的,除了适当的利率价格调节之外(降息或房贷七折),中国的债务/货币规模更多是直接通过影响商业银行的信贷投放量实现的。毫无疑问,2009年是历史罕见的货币扩张年份,但人民银行的基础货币/资产负债表并没有像美联储那样出现大幅膨胀。而通过商业银行信贷规模的大幅宽松,货币乘数已经由2008年末的3.68上升到了4.39。从流动性环境来看,在基准利率不变的情形下,一方面,年初以来债券收益率出现持续攀升,反映出危机过后金融体系资金出现了重新向高风险资产配置的趋势;另一方面,长债收益率差值的扩大反映了市场对通胀和加息预期的提高。在普遍的通胀预期之下,资金有非常强烈的抵御通胀的意愿。

根据人民银行往年利率周期中的调控规律,我们大致可以得出以下几个推论:

首先,中国利率变动往往滞后于美国。在升值压力加大的情形下,人民银行加息的步伐也应当在美国之后;其次,发行央票(央行债券)和提高准备金率是央行调节流动性的优先手段。在外汇占款导致基础货币不断膨胀的情形下,央行对冲流动性的第一反应是扩大央票存量。2004-2006年之间,利率和准备金率基本都维持在一个稳定的水平,而扩大央票规模成为当时央行的主要工具;第三,继发行央票之后,提高准备金率是调节流动性的另一个手段。2003-2004年那一轮经济过热期间,曾经出现一年期国债收益率高于一年存款基准利率的“过热”现象,准备金率从6%提高到了7.5%,而直到2004年10月份央行才加息到2.25%。在最近一轮加息周期当中,为了遏制外汇占款导致基础货币快速膨胀,2006年8月央行同时上调了基准利率和存款准备金率。

展望2010年的货币政策走向,市场普遍预期美国要到2010年末才会考虑加息。目前央票还处在“弃用”状态,2009年前三季度央行债券规模缩小了5864亿元。依据以上信号,我们相信在美元贬值预期强化、外资加速涌入的情形下,放缓信贷投放、扩大央票和提高准备金这三个手段会成为央行的优先政策选项,而利率工具只是最后的手段。如果目前的外汇加速流入态势延续,明年二季度开始央行可能加大票据对冲力度并考虑提高准备金。尽管目前市场对明年下半年加息预期较为强烈,但在预期通胀水平低于3%、美国短期缺乏加息条件的前提下,为了抵御升值压力和刺激信用扩张以形成内需,明年4季度之前人民币基准利率很可能维持不变。从这个角度看,宽松货币政策的退出更多体现为数量工具优先、利率工具滞后的渐进方式。

预期中的温和通胀格局

商品价格周期有滞后于经济和资产价格周期的先天特征。从2009年四季度开始,物价步入上升周期的趋势已经得到确立。从实体经济、资产价格和通胀周期本身来看,由于稀缺度和供给弹性的差异,资源性商品和普通商品对货币波动的时间、空间敏感度都不一样,因此存在实体经济与资产价格同步、通胀指标滞后于前两者的基本规律。根据货币和经济景气度领先决定通胀高低规律,2009年罕见的货币高速增长已经奠定了未来的通胀基础。但在制造业普遍过剩、中低端劳动力价格刚性十足的条件下,更多的货币扩张效应会体现在资源、不动产等稀缺度较高的商品领域。因此以CPI为代表的通胀指标2010年并不具备大幅上扬的条件,明年物价更可能呈现出温和通胀的特征。我们预测全年CPI涨幅为2.6%。

资产价格短期维持强势

相比物价温和通胀的格局,市场对于明年尤其是明年上半年的资产价格(全球大宗商品、国内资源品、国内房市)上涨依然抱有较强的预期。就大宗商品而言,2009年初以来的大宗商品价格上涨,除了全球经济复苏的带动以外,更深层的动力来自于美国宽松的货币环境和美元贬值的因素。从长期因素考虑,当前美国以利率、美债收益率差等为代表的货币宽松度指标都处在历史高位,美国国债通胀周期尚未结束。从美元汇率滞后于国债通胀速度、大宗商品价格与国债通胀较为一致的历史经验来看,我们认为2010年尤其是上半年,美元总体仍将维持弱势,而大宗商品价格有望继续回升。

从短期因素考虑,2010年的美国经济总体表现为弱势复苏,失业率和储蓄率指标的改善还需观察,复苏的根基还不牢固,而明年上半年将是检验经济是否回归正常的重要窗口。因此美联储加息的时间窗口应该在明年4季度以后,而明年3季度后加息预期才会逐渐强烈,推动美元反弹。上述分析也支持明年上半年全球大宗商品价格继续维持强势的判断,A股市场相关的资源类公司仍有望获得阶段性的追捧。

人民币资产反复被追捧

作为最大外汇储备持有国,中国汇率政策的现实困局在于:大幅升值冲击出口部门,外汇储备也跟随大幅贬值;小幅升值影响出口,有助于升值预期的形成,会吸引更多外资流入;不升值则需要承受外汇储备不断膨胀,货币供给趋向被动,贸易保护加剧的压力,累积的风险也越来越高。

从过去人民币有效汇率和升值预期的走势上来看,可以认为市场是合乎逻辑的,有效汇率的贬值蕴涵着升值预期加大的风险,一次性较大幅度的升值有助于消除市场的升值预期,但中国保出口与就业的现实约束显然不允许央行这么干。从现实角度来看,一方面,我们认为2010年人民币升值压力会继续加大,仍可能呈现出被动小幅升值的格局(预计升值2.5%);另一方面,扩大中央显性赤字和地方隐性赤字规模,依赖本国货币扩张形成总需求,用本币扩张和通货膨胀的方式来抵御升值压力,是可能性最高、现实最为可行的中长期汇率困局解决办法。这一点日本政府债务占GDP比重接近2倍已有先例,只不过中国对银行体系的信贷规模有更高的控制力,本币信用扩张会更多地体现在地方政府和企业隐性债务上。同时需要特别注意的是,政府对人民币升值预期的管理与引导也可能增加热钱流入和国内资产价格走势的不确定性。基于上述分析,人民币升值预期在明年仍将逐步强化,从而实体经济中的房市、股票市场中的金融、地产等相关人民币资产股票有机会得到热钱的反复追捧。