

# 中国经济:半瓶啤酒半瓶泡沫

城镇化行至中局,突破愈发困难。过去15年,我们喝啤酒的速度太快太猛,当啤酒剩下一半时,需要去研究该怎么喝才好。中国的泡沫来自于国有经济部门、房地产部门及外贸部门。前两者创造了信贷,外贸部门对外输出商品积累贸易顺差,其形成的美元流至央行兑换出外汇占款,和信贷共同构成中国泡沫。笔者认为,泡沫收敛的时间点在临近,但不是现在,四季度是可能的时间之窗。

薛鹤翔

半瓶啤酒半瓶泡沫,是笔者对当前经济状态的形像化描述。啤酒代表真实经济增长,泡沫代表流动性。宏观经济的味道是否美好由“啤酒”和“泡沫”的比例决定,泡沫比例过低,味道不佳;泡沫比例过高,喝不到实质。

这里面就引出三个问题:一是如何来定义啤酒和泡沫;二是目前中国经济中的啤酒和泡沫的占比各是多少;三是啤酒和泡沫比会如何变化。

首先从出口谈起。年初以来的出口数据充满争议,对出口真实性质疑颇多。笔者在此将占中国内地出口20%的对香港出口全部认为是纯粹资金流入,前4月除香港外出口平均增速达到9.5%,而整体出口平均增长17.8%。这就意味着出口增速至少有一半是真实贸易,而另一半是纯粹资金流入。从这个角度讲,2013年中国的真实出口增长仍然与2012年相当,而整体出口增速将较2012年有显著提高。在这个出口的例子中,资金流入是泡沫,出口贸易是啤酒,一半对一半。

## 增长是啤酒 资金是泡沫

啤酒代表真实经济,即增长;泡沫代表流动性,即资金,这是对啤酒和泡沫最简明的定义。从经济周期角度看,当经济高涨时,泡沫会膨胀得比啤酒要快,这就是所谓的泡沫化过程。当经济失速时,类似于啤酒瓶倒翻,最快流出来的一定是啤酒,随后才是泡沫。

而以经济增长视角看,啤酒和泡沫实际上以不同速度在增长,造成增长和资金在比例上的差异。通常以M2/GDP来衡量泡沫啤酒比,中国的M2/GDP从1986年的65%上升到2012年的188%,泡沫化程度日益提高,日本在历史上也经历了这一过程,1967年时M2/GDP只有66%,到1990年时达到109%,到2011年时达到169%。美国的M2/GDP虽然比东方国家低许多,但是自1997年以来也是迅速从49%增长到2012年的67%。从绝对值上讲,中国和日本要远高于美国,中日之间的比较更有意义,从绝对数值看,188%要高于日本的169%,因而从长期来看,中国的泡沫啤酒比已经偏高。

## 啤酒还有多少,怎么喝才好

城镇化行至中局,突破愈发困难,新型城镇化

规划和方案迟迟难以推出正是表明对于啤酒如何喝才好这一问题上争议颇多。新型城镇化首推的市民化改革显然是要增强中低收入人群的消费,这意味着啤酒中的消费分会增加。而林毅夫教授的新结构主义经济学继续强调投资对增长的决定性作用,笔者以为其合理性在于中国的人均资本存量依然很低。中国相比日本最大的特点是中国的人口和地理空间的纵深。未来十年,一定是东部负责转型和升级,中西部负责投资和增长,即便同时是在东部,也存在核心负责转型和升级,边缘负责投资和增长的“分工”。譬如,在上海,中心城区,中环或外环内的区域与外环外在经济、居民消费、城市化率水平要显著高于外环外的郊区。

在过去20年特别是过去15年,我们喝啤酒的速度太快太猛,当啤酒剩下一半时,更需要去研究该怎么喝才好。许多学者认为城市化是一个过程,而不是一个政策或者战略,笔者并不同意。城市化政策或战略的目的就是使得这个过程更符合政策需要。

## 泡沫来自何方 资金项目将唱大戏

泡沫是内生的还是外生的一直是理解泡沫的关键,大部分时期内生和外生又具有极强的相关性。

中国的泡沫来自于三个地方:一是国有经济部门;二是房地产部门;三是外贸部门。国有经济部门和房地产部门创造了信贷,外贸部门对外输出商品积累了贸易顺差,贸易顺差形成的美元流至央行兑换出外汇占款,外汇占款和信贷共同构成了中国的泡沫,而两者所占的比重已经显著变化。2000年时,外汇占款在外汇占款和贷款余额的总额中的比重只有13%,在2008年达到高峰的36%,过去5年随着出口增速的放缓,外汇占款的比重已经下降到2012年的29%。不过,外汇占款从国际收支角度看,由经常账户和资本账户构成,2000年至2012年的13年间,经常账户累积资金2.13万亿美元,而资本账户累积资金1.25万亿美元,经常账户主导了资本流入。

笔者预计未来十年,资本项目将取代经常项目成为外部资金流入的主要渠道,其大的背景是人民币国际化要求下的资本项目开放。资本项目的开放意味着资金的双向流动,而双向流动不必然意味着资本的流出,资本流动的方向取决于投资回报率的差异以及金融和宏观的稳定性。

## 泡沫何时收敛

时下关于资金将反方向运动的观点越来越多,笔者也丝毫不怀疑资金会在某个时点流出,但关键是何时。笔者以为泡沫收敛的时间点在临近,但不是现在,四季度是可能的时间窗口。

美联储的退出预期在增强,美元在走强,同时美国10年期国债收益率也迅速上升到2.15%。这次美元走强的周期可能会显得更为纠结和折腾,症结恐怕在于美国政府债台高筑,经不起国债收益率飙升的冲击。因此,所谓的美联储退出,一定要有接盘的资金,并且资金一定来自外部。因此,既要美联储退出又要国债收益率不上升,这是一个难题,至少也是对中泡沫收敛的延后。

资金流向的决定除了外部世界的利率水平变化,还有国内政策的变化,而政策变化的前提是通胀水平,当前的通胀水平以及按此水平预计,到三季度,通胀也不会成为使货币政策趋紧的动因。四季度以前,系统性风险不会增大,不会成为资本改变流向的原因。

## 债务是一个空啤酒瓶

债务是在尽情畅饮后留下的空啤酒瓶,如果没有啤酒和泡沫在其中,空啤酒瓶将毫无价值。债台高筑意味着大大的空啤酒瓶,同时增长和泡沫都是被掏空的对象。中国的政府债务,特别是地方政府债务成为各方关注的焦点。笔者的看法是地方政府债务说到底都不会构成系统性风险,而只有广义政府的债务率才有意义。从拉美债务危机,欧债危机,都是广义政府的债务危机,即便是地方政府自治程度很高的西班牙,其债务危机也是在中央政府层面上的。

债务是一个空啤酒瓶,债务危机爆发就好像啤酒瓶爆裂,会伤害到整个经济,到时候泡沫和啤酒都看不到,这实际上就是我们最担忧的债务通缩周期。因此,深陷债务危机是最差的局面,因为不仅看不到增长,甚至看不到泡沫。日本在过去20年就陷入这样一种局面。

## 浸润在泡沫下的大类资产

2012年四季度以来大类资产的普遍上升得益于流动性,特别是外部流动性的空前流入,泡沫何时收敛事关这些资产的走势,而货币政策仍然是理解资产价格走势的关键。从大的通胀周期而言,



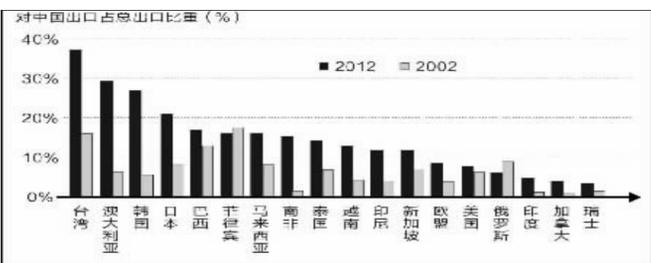
翟超/制图

2013年很可能是一个大的通胀周期的底部,中上游通缩不断,货币政策基本不会转向。同时,利率市场化从来也不是个趋势性改变资产价格的因素。泡沫收敛的转折点未至,大类资产的价格仍然能继续飞翔。笔者仍然以为四季度是一个可能的泡沫收敛的窗口,在此之前依然比较安全。

(作者系国泰君安证券宏观研究员)

# 中国经济的重要性到底有多大?

## 中国是全球重要的出口市场



## 中国前十大最大进口地

国家/地区	中国自下列国家/地区的进口, 2012年		中国用于最终消费的进口增加值, 2009年	
	十亿美元	占总进口比重	十亿美元	占总增加值比重
欧盟	213	11.7%	132	21.4%
日本	178	9.8%	72	11.7%
韩国	169	9.3%	35	5.7%
美国	133	7.3%	75	12.1%
台湾	132	7.3%	22	3.6%
澳大利亚	85	4.7%	31	5.0%
马来西亚	58	3.2%	11	1.8%
巴西	52	2.9%	21	3.3%
南非	45	2.5%	6	0.9%
俄罗斯	44	2.4%	21	3.3%

图表数据来源:瑞银证券 彭春霞/制图

汪涛

中国是全球第二大经济体,也是增长最快的大型经济体。然而,中国对全球经济的“真正”重要性经常受到质疑。

传统观点认为,中国的重要性主要体现在对相邻小国和大宗商品出口国的影响上,对全球其他地区的重要性则要低得多;鉴于东亚产业链纵向整合日益增强,中国对许多亚洲国家的重要性也仅体现美国和其他发达经济体对它们的间接影响而已。从某种程度上讲,这些观点有一定道理;不过,对几乎所有国家和地区,包括大型发达经济体而言,中国的重要性都已经有所提升。此外,随着中国在产业价值链中的位置不断提升,其进口结构也在过去几年不断发生演变——这一趋势可能持续,并对各出口国产生重大影响。

数据显示,过去10年里,作为一个重要的出口市场,中国对几乎所有主要贸易伙伴的重要性都大幅

提升。对日本、欧盟、韩国、澳大利亚和印度而言,中国的重要性出现了成倍或3倍以上的增长。对德国而言,尽管2012年对中国出口仅占其出口总额的6%,略高于意大利的5%,但这一份额在过去10年里发生了非常大的改变。10年前,对中国出口占德国出口总额的比重仅为2.2%,而意大利是7.3%。换言之,过去10年里,来自中国的需求对德国整体出口增长的贡献约为9%,而来自意大利需求的贡献为负。

不过,中国的重要性到底有多大?这些国家的对华出口中有多少是被中国自身消费,而非对全球其他地区的再出口?毕竟,中国40%以上的出口属于加工贸易出口,其中进口原料占很大比重。估算可见,的确许多亚洲经济体对华出口中有很大一部分是中间产品或加工类产品,最终它们将再次被中国出口而不是满足自身的最终需求,这种情况对中国台湾、韩国以及部分东南亚经济体而言最为突出。

然而,中国的最终需求对大多数

亚洲经济体而言的确非常重要,这当中也包括日本。近期经合组织与世界贸易组织共同建立了“贸易增加值统计体系”,将一个经济体对另一个经济体直接或间接出口的增加值加总,并扣除用于再出口的部分以及包含在出口中的进口增加值,从而以此衡量“真实”的贸易链关系。据估算,中国自身需求仍是澳大利亚、中国台湾和韩国出口增加值中最重要的需求来源,在日本2009年总出口中的比重也占到约14%。

从中国的角度看,最大的五个进口来源地依次是欧盟、日本、韩国、美国和台湾。从增加值的角度看,在中国用于自身最终消费的进口中,欧盟是最大的进口地,美国超过日本和韩国排名第二。依据中国自身消费来衡量,从台湾进口的重要性要低于澳大利亚。

未来,中国作为一个出口市场对各经济体的重要性将如何演变?这当然取决于中国未来的经济增长,及其是否能成功实现经济转型、降低对出口和投资的依赖度。此外,随着中国的发展,其自身产品在价值链中的位置

也应继续提升,也许会越来越多地替代价值链中游产品的进口。从过去10年中国进口结构的变化中可证后者。总体而言,中国目前和10年前的主要进口类别均是大宗商品、资本品(如机械设备)以及用于再出口的中间产品。不过,进一步细分的进口结构显示,中国加工贸易产品(如电子、纺织、橡胶和塑料材料)以及资本品(机械设备、车辆和金属产品)的进口均有所减少。中国加工贸易出口占总出口的份额仍达40%以上,但国内增加值所占比重已有明显增长。同时,随着中国沿着价值链不断上移,中国对进口资本品的依赖度有所降低,但对大宗商品尤其是矿产品和燃料进口依赖度上升。未来10年,中国的制造业领域可能会继续沿着价值链上移,越来越多国产商品替代进口的机械设备、汽车和工具。同时,影响中国大宗商品需求的两个因素可能互相抵消:一是更加均衡且放缓的GDP与投资增长,二是中间产品与资本品产量在产业升级中出现提升。

(作者系瑞银中国首席经济学家)