

# 稳住经济局势合理引导预期 把握底线思维促改革调结构

作为决策者,现在应该不是去一般性地议论系统性风险防范的抽象问题,而是应尽快去寻找如何逐步刺破泡沫,逐渐冲销实际损失的具体对策,以防范大面积危机的突然爆发。

目前的地方平台偿债缺口、房地产泡沫、过剩的产能,三个系统性风险是相互联系、互为传导的。只要某一环节出现较大的事端(包括若宏观金融政策去实施紧缩性刺激),风险会瞬间传导,资产价格即刻大幅缩水。

要在确保不引起整个金融系统发生恐慌的前提下,强调市场纪律,统筹安排好信贷与理财两个市场的规模,逐渐稳住货币的增速。针对经济中不断提高的高杠杆、高负债状况,减轻危机因素的基本态度应是在稳住甚至下降利率中降低全社会的债务成本。同时运用包括暂时行政手段在内的各种措施限制地方政府、国企滥用资金。要特别把握好汇率和资本账户管理的改革力度。不要在汇率、资本管理改革力度方面,给国内消除泡沫、调整结构,制造额外的压力和负担。

创新是持续保持增长的唯一动力。应全面梳理中国创新体系建设及一系列政策制度的调整。核心是打破国企的各种形式垄断和加强市场的制度建设和监管,真正塑造有效的竞争市场环境;想尽办法,减少各级机构的中间层层“盘剥”,把有限的科研经费直接分配到第一线搞科研的个人手中,以全面调动“体制内”、“体制外”各类科研人员的创新积极性。

夏斌

## 一、经济与货币形势分析

目前,中国经济增速正趋于合理减速。

由于过去几年经济改革的滞后,加上新近出台的一些改革措施效应显现还要有一定的时滞,因此,当前的经济增长轨迹总体上一时还难以摆脱由货币总量所左右的局面。但是,尽管增长轨迹未变,经济增速与货币的关系却已发生了明显的变化。因此,要看清楚未来经济的走势,是泡沫破灭、复苏反弹、还是降中趋稳,已不能仅仅根据前4年经济数据周期波动循环的特征来分析。恰恰相反,在多年累积的由过多货币投放所形成的中国泡沫经济中,货币调控的边际效应已出现明显的下降。今后货币政策如稍有不慎,中国经济走势将会发生意想不到的变化,这是分析当前中国经济所必须持有的重要视角。

当前的货币与经济处于什么样的关系?一是企业和政府的杠杆率在明显提高,货币总量是宽松的。今年一季度与去年一季度相比,广义货币M<sub>2</sub>增长由13.2%上升到15.8%,社会融资总量的增长由-7.4%上升到58.8%,整个非金融部门的债务,由2012年的76.4万亿元上升到2013年的91.5万亿元,增加15万亿元,增长近20%。由此静态地看,毫无疑问,货币总量总体上是非常宽松的。

二是在杠杆率不断提高的过程中,经济增速不是在加快,而是在放慢。国内生产总值GDP增长由去年一季度的8.1%下降到今年同期的7.7%。工业增加值由去年1-5月增长11.5%,下降到今年同期的8.5%。

三是这么多钱到哪里去了?即根据以往的数据推测,同样的甚至更高的货币增长为什么不能推动同样的经济增速?有人认为,金融统计中存在重复的计算。但这是极少量的,主要的、大量的货币投放不可能在银行体系内“空转”,不管是用票据还是理财、影子银行等金融形式融通的资金,最终都是流向了实体经济。

四是因为什么货币总体上是宽松的,而一些企业、地方政府的资金却相当的紧张?甚至出现了6月20日同业利率一度升到30%的现象?表面上看这是金融问题,实质反映的是背后总体经济出了问题,国民经济的资金运用效益在明显下降。据测算,2005-2008年,1元社会融资量能带动4元GDP,到了2012年,1元社会融资量只能带动1.93元GDP。2012年,未扣除利息前的规模以上工业企业资产收益率为8.88%,但银行一般贷款的加权利率却为7.07%,如果算上各种理财、影子银行中的高利率因素,企业的资产收益率实际上已接近其融资成本,有相当部分企业已低于融资成本。而在2013年5月,居民与企业的债务

却已超过82.9万亿元,若仅以7%的利息测算,每年的利息就高达5.8万亿元(有人以非金融企业债务合计算利息,利息高达8万亿元-9万亿元),分摊到每月为4840亿元。也就是说,要维持一定的经济增速,企业除本来需增加一定的正常贷款外,在企业资产收益率接近甚至有些企业已追不上融资成本的情况下,为了维持其日常生产和投资活动而不“崩盘”,还需另外增加一块以偿还利息为目的的新贷款,才能维持整个资金链的不断裂。这就是为什么会出现2013年一季度GDP增速比2012年一季度下降0.4个百分点,但社会融资总量的增速却是同比上升64.2个百分点的原因。

银行资金紧张背后反映的是实体经济出了问题。随着经济增速的下降,实体经济过去大量的投入,其产出在显著减少,有的没有现金流,有的企业收入不用说本金连利息也抵付不了,有的甚至已资不抵债。但是现在这些企业没有破产,仍能维持,靠的是央行事实上在支持金融机构道德风险下的信用过度扩张。

具体说,在制造业,产能过剩严重,在库存指数创今年最低位47.4%的情况下,4月份应收账款上升到8.5万亿元,同比增加13%。产出形不成收益,企业为维持最低限生产,靠的是银行不断增加贷款。

在基础设施领域,过去的在建工程要继续,新一届政府的新项目又已开工,而长期以来可以靠土地收入作担保向银行申请贷款,最近由于新供地指标未能预期实现,土地收入在减少,只能转向高息债券、理财市场,有的地方甚至伪造假财务报表进行“非法集资”。这些项目投入基本没有收益,只能靠不断从银行“借新还旧”来维持。

在房地产业,相比前两项投资领域,情况相对好些,但这是在房地产市场的长效调控机制未到位、政策“乱象”较多,整个社会对房价不断上涨的预期基本还未消除的情况下勉强实现的。其中,不排除有些房企有利润,继续扩大土地储备、以土地抵押扩展贷款。同样不排除像北京等地,在政府实行限价售房政策下,银行、开发商却共同看好周边房价预期,导致旧楼盘未竣工,新楼盘又开工,旧贷款未收回,银行仍愿意增加新贷款。但是,这一切如果遇市场预期一变,情况马上就急转直下。

## 二、观察与判断

1、当前中国已存在事实上的经济危机现象。危机爆发意味着一批企业、金融机构破产、失业增加、企业与居民财富缩水、经济萎缩。目前,国内已有一些企业事实上已资不抵债,有些企业明显在玩庞氏骗局,靠借新还旧在维持。这些问题已不是日常所说的“不确定性意义”上的风险问题,而是本应在危机中解决的缩水资产负债、市场

出清”的问题,现在只是危机没引爆,坏账未暴露而已,靠的是多发货币来掩盖。因此作为决策者,现在应不是去一般性地议论系统性风险防范的抽象问题,而是应尽快去寻找如何逐步刺破泡沫,逐渐冲销实际损失的具体对策,以防范大面积危机的突然爆发。

2、泡沫为什么没破、危机为什么没爆发?因为目前整个中国社会存在相当程度上的道德风险。即市场、投资者、企业包括银行都普遍认为,地方融资平台的偿债缺口,中央政府最后会救的;对于房地产市场,不相信政府敢进一步调控到位;央企的垄断地位和地方政府导致的资金错位配置又一时难以撼动;迄今央行的货币供应不敢也并没有完全回归常态。这些决定了市场、投资者、银行、企业对经济增长轨迹的预期都没有改变。大家心照不宣,靠着这个可怕的预期,想搞项目的照样敢去大量借钱,有钱想投资的照样敢把钱大量借出。但是,银行同业市场“6·20事件”表明,流动性最终是一种信任,是一种预期,信任和预期是可以瞬间变化的。一旦预期一变,传统的流动性即刻烟消云散,危机马上爆发。

3、危机爆发会怎么样?目前的地方平台偿债缺口、房地产泡沫、过剩的产能,三个系统性风险是相互联系、互为传导的。只要某一环节出现较大的事端(包括若宏观金融政策去实施紧缩性刺激),风险会瞬间传导,资产价格即刻大幅缩水。其结果,将对全国城市居民和中产阶层经过30多年改革积累的大量财富形成巨大的威胁。若财富严重打折,将会对整个社会、政治的稳定带来难以想象的冲击。

4、如何评估当前的经济形势与增长?根据以上分析,讨论当前的经济形势,焦点与担心已不能仅限于增速下滑后的就业问题。因为如果政策不当或增速过度下滑本身,就会引起除失业问题之外的一系列企业破产、不良贷款突升等危机现象的突然爆发,这是更可怕的。所以当今讨论增长问题,不要为经济增速增加或减少0.5个百分点困住自己。而是要有“底线思维”,要有“预期思维”,要有“危机思维”,即既要加快改革,通过改革尽可能地去挖掘一切合理增长的需求潜力,又要准备好危机爆发或逐步刺破泡沫时的对策。因为目前的经济局势及增速已不简单取决于出口、投资、消费等变量,在预期很脆弱的时期,完全可能由于金融政策的稍有不当而引起形势的急转直下。即偶然的、个别的事件都会马上改变人们的预期,会即刻引起资金链中断的连锁反应。一句话,当前的中国经济,不整顿,早晚要出事,但是整顿了,马上就出事。

5、如何防范市场预期的突然转向?防范市场预期的突然转向,应是下一步经济工作的首要考虑。政府应通过各种措施,向市场明确地表明,在总体政策把握上,会想方设法采取包括运用巨额外汇储备、巨额国有资产和“国退民进”等措施,稳住经济局势。同时,会坚定不移地加快改革,挖掘中国仍存在的相对

较高的潜在增长因素,以时间换空间,确保中国经济持续健康发展。首先,不让整体泡沫破灭。其次,确保在整体泡沫不破的同时,大力整顿经济,真心实意加快改革步伐,培育新的增长因素,以引导社会形成合理的预期。即通过整顿与改革,在逐步消除泡沫、消化多年累积的包袱中,在大国经济体中继续保持相对较高的增长率。

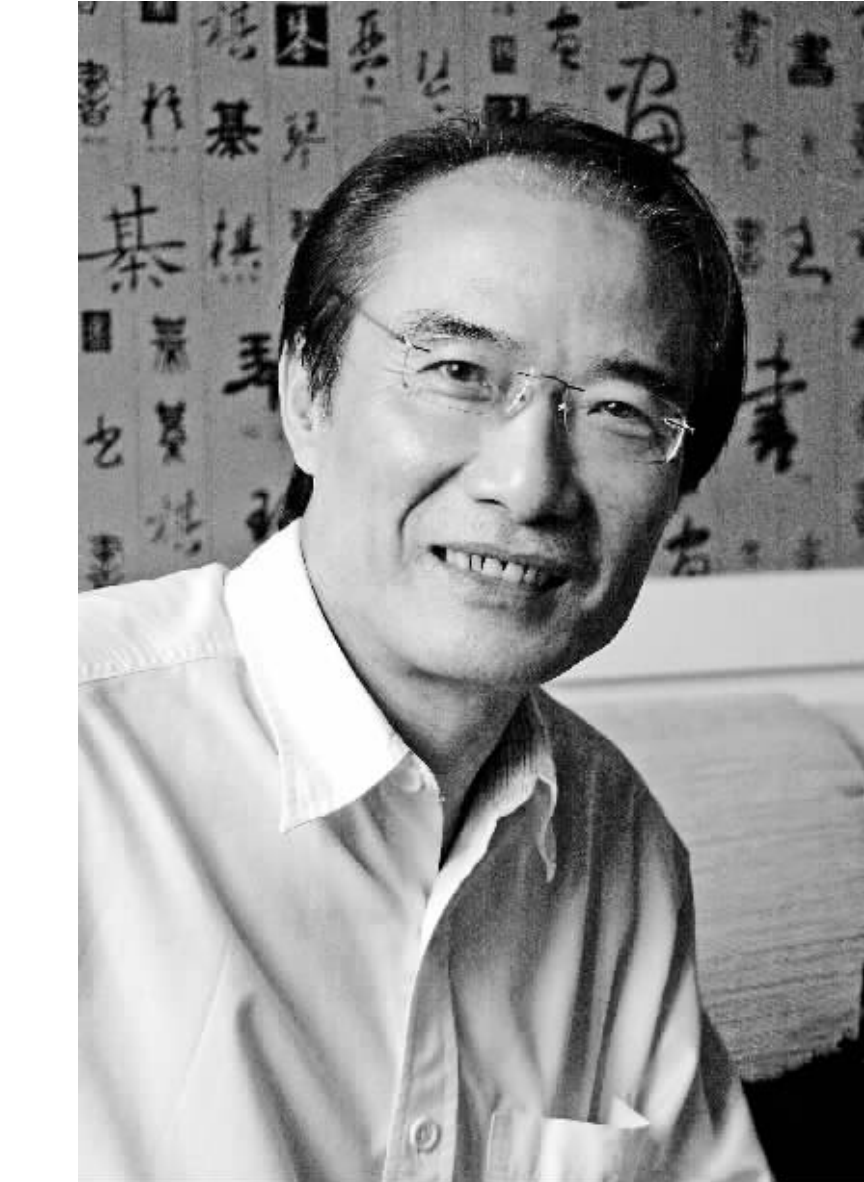
6、稳住经济局势的基本对策。首先,政府应基于对经济中危机因素作出客观的、不回避的判断基础上,向市场发出明确的信号:当前中国经济正处于一个深刻的结构调整时期。要让市场有充分的心理准备;调整,意味着经济增速要合理下滑;调整,意味着要付代价,要过一段“苦日子”,一些企业和金融机构要破产;调整,意味着要改革体制、培育新的增长因素。为此,政府的政策信号要突出重点,明确主攻方向,不宜再从“稳增长、调结构、控通胀、防风险”这一体现统筹思想和全面布置工作任务的角度,提面面俱到的要求,这容易让人引起误解,继续存有幻想。

未来明确的信号应包括三方面内容:一是政府将会尽可能采取各种改革措施,包括运用巨额外汇储备、“国退民进”、扩大财政赤字提高民生水平、加快民营经济的发展等措施,扩大各类有效投资,切实提高城乡居民的消费水平,以挖掘中国增长的潜力。二是考虑到央行不能再无节制地提供流动性、美国已准备退出量化宽松政策(QE3),国内外经济环境给我主动进行整顿与调整的时间不多了,我们必须主动地、逐渐地去释放泡沫风险。遵循市场规律,严肃市场纪律,对一些资不抵债的工商企业和中小金融机构,坚决实施并购、关闭措施。三是对拟关闭的中小金融机构的公众债务问题,借鉴1997年亚洲危机后我国政府关闭一批信托公司、证券公司、农信社、互助基金会等机构的经验,依法处置。处置中会讲究策略,分类部署,安排好对个人合法债务的救助政策,将整顿经济的负面影响尽可能降在最低的范围内。通过整顿与改革,慢慢引导市场预期向合理的方向转变。

## 三、具体政策与建议

配合国务院和监管部门近期已出台的财政金融支持结构调整等各项政策措施,在此补充提出以下具体建议:

金融政策。1.在确保不引起整个金融系统发生恐慌的前提下,强调市场纪律,统筹安排好信贷与理财两个市场的规模,逐渐稳住货币的增速。2.针对经济中不断提高的高杠杆、高负债状况,减轻危机因素的基本态度应是在稳住甚至下降利率中降低全社会的债务成本。但考虑到目前地方政府、国企欠预算的关键是不计较资金价格的现状,为了在减轻社会总负债成本过程中不导致资金配置把握上,会想方设法采取包括暂时行政手段在内的各种措施,加强信贷、理财资金的各种结构性配置。3.面对美国经济复苏形势的趋好背景,近期要特别把



握好汇率和资本账户管理的改革力度。市场化是该两项改革的方向,但在未来若干月内外外部美元经济看好、中国内部泡沫隐患未基本消除、正处破灭边缘之际,短期内,应取震荡中基本稳定的汇率政策、更为谨慎的资本账户开放态度。不要在汇率、资本管理改革力度方面,给国内消除泡沫、调整结构,制造额外的压力和负担。

4.应准备好个别金融机构市场退出而不影响金融大局稳定的预案。5、资产证券化方向应鼓励,但要防止浑水摸鱼。对已确定的贷款损失,按规定抓紧核销,严格把关,不允许将坏账搞资产证券化。对已形成实际损失的资产搞资产证券化,名为分散风险,实际上只能是扰乱金融秩序。

财政政策。面对中国经济高杠杆、高负债率下的弱增长态势,面对企业税负和利息成本占GDP的30.6%的畸高状态,在结构调整中,财政政策要优于货币政策。一是国家财政要为一个别地方政府已造成的实际损失买单作好政策准备。否则,整个市场难以“出清”,经济难以正常运行下去;二是要想法设法,采取各种措施,在企业筹资、民营投资等各个环节,“放水养鱼”,抓紧降低税负,刺激生产;三是若现有制度下的财政收入规模仍难以支撑结构调整的支出需求,应抓紧合并安排财政预算与国有企业资本预算,启动局部“国退民进”改革的试点。

投资政策。在目前简政放权的同时,应通过一定的手段“或发动‘体制外’力量),全面督查各部委对国务院曾公布的“新非公36条”的落实细则,限时出台《政府核准的投资项目目录》改革版,尽快刺激民间资金扩大投资战略性新兴产业、服务领域,以替代、弥补短期内房地产、基础设施和制造业的投资不足。同时对长期议而不决的PE等私募投资政策,“快刀斩乱麻”,在最短的时间内,明确一律按成熟市场体做法、放宽税收、监管等政策。

出口政策。加快放宽金融机构和工商企业,以外汇、人民币的双币对外特别是对东盟十国、非洲、拉美各国的投资与贷款限制,尽可能鼓励绑定对方国进口中国货物,从需求方面扶植中国出口(即无需公开的“类马歇尔计划”)。

消费政策。在农村,应加快推广土地增值收益分配制度的改革试点,让农民的土地收入尽快回归农民。不能一步到位的,可以制定分步改革的办法。在

城市,应明确有关部门制定解决提高城乡居民医疗、养老、教育等保障水平的短期和中长期目标与时间表。

控通胀政策。适当加快个人居民用人民币换汇、境外投资与消费的步伐,以释放国内过多货币存量 and 转移巨大通胀压力,同时提高国民的净福利。

房地产政策。坚持坚决打击投资炒房,确保低收入群体的住房保障,确立中国房地产市场走以消费品为主导的发展道路,应是中国房地产市场建立长效机制的坚定不移的方向。但是,在中国经济泡沫破灭即在边缘的时机,当前稳住房价、不令其出现暴跌,是一种无奈的、也是房地产市场调控中必须坚持的首要方针。在稳定房地产市场的同时,不失时机,抓紧对第一套购房等刚性需求,在首付比例、利率上的大幅优惠支持;加快对低收入群体租房保障的各种形式补贴制度的落实;加快相关供地指标的及时供给;加快住房信息的全国联网。同时,不排除看准时机,逐步推出加大持房成本和卖房交易成本的政策,立足于长期,从根本上遏制过度投机炒房的行为。

就业政策。针对今年699万及今后大学生的就业压力,政府除采取鼓励大学生的创业补贴、贷款担保与贴息、创业税费减免的一次性求职补贴、见习期间生活补贴政策外,政府应在总结过去若干年高等院校大跃进式“扩招”、专业设置滞后市场需求教训的同时,紧急拨付一定的资金,鼓励毕业生参加1-2年改变求职方向的“围炉”教育,一方面延迟就业压力,另一方面改变大学生求职方向,重点培养经济建设急需的大批操作技能性人才。

创新政策。创新是最终决定一国谁能最快走出全球经济危机并持续保持增长的唯一动力。尽管创新转化为生产力有一定的时滞,但是当下的中国,同样应抓紧反思全社会科研投入不少、创新不足的教训,全面梳理中国创新体系建设及一系列政策制度的调整。核心是打破国企的各种形式垄断和加强市场的制度建设和监管,真正塑造有效的竞争市场环境;想尽办法,减少各级机构的中间层层“盘剥”,把有限的科研经费直接分配到第一线搞科研的个人手中,以全面调动“体制内”、“体制外”各类科研人员的创新积极性。

(本文成稿于2013年7月5日,作者为国务院参事、南开大学国家经济研究院院长)