

跨越日本经济失去的20年 中国未来货币政策或偏宽松

曹阳

自从加入 WTO,低劳动力成本优势使中国迅速成为“世界工厂”,加之地方官员晋升中的“政治锦标”、国内房地产市场繁荣均使国内经济大部分时间出现“高增长、高通胀”现象。

但是今昔不同,未来中国面对的经济、金融环境将出现很大变化。从经济背景来看,当前中国与日本 20 世纪 90 年代的情况较为相似,因此回顾当时日本经济和金融市场的表现,对于判断未来中国货币政策取向将是必要的。

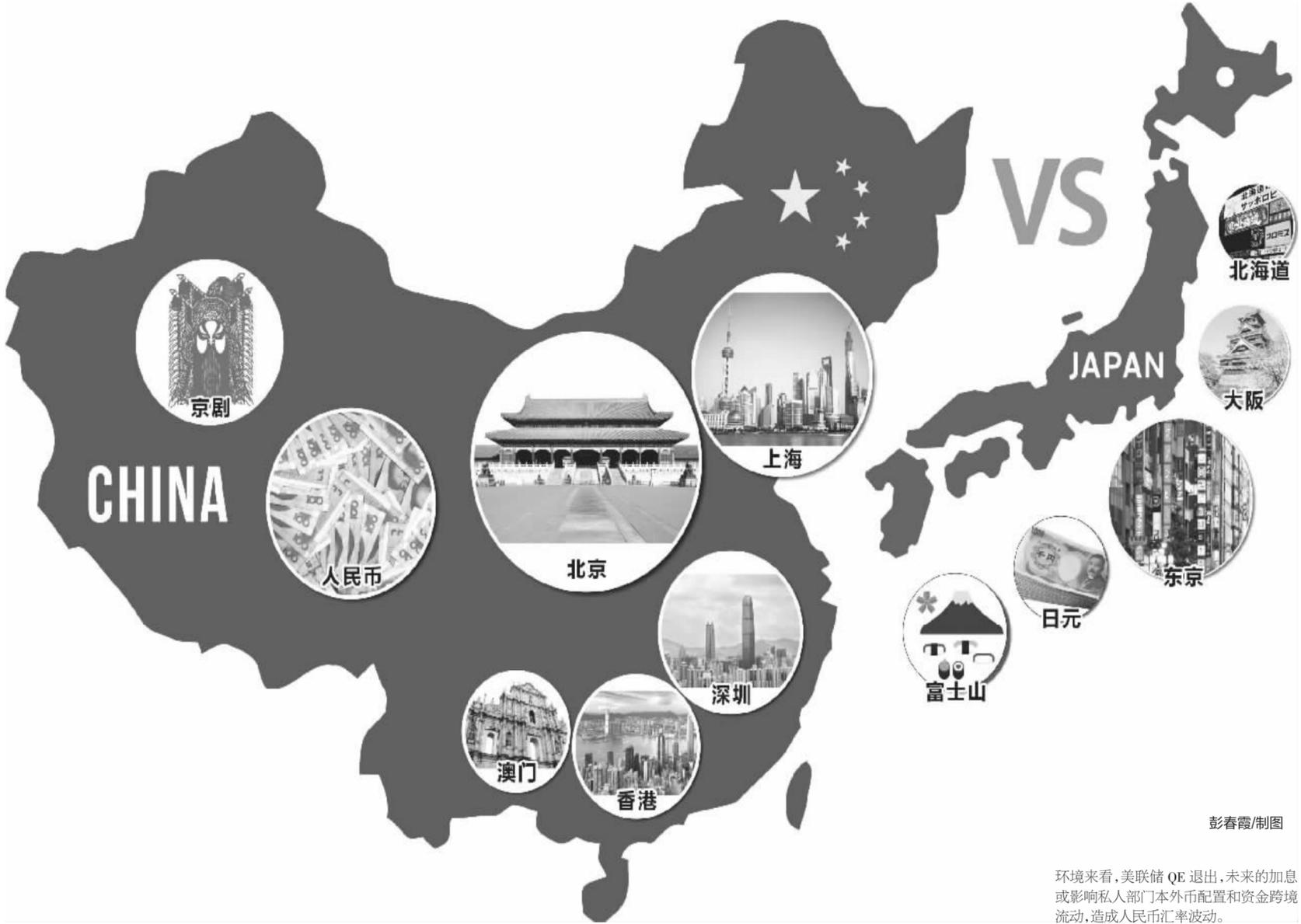
日本1990年后经济环境与政策应对

20 世纪 90 年代至 21 世纪的前 10 年,日本经济整体呈现增长中枢放缓、通货紧缩长期化格局。以经济、政策应对的不同,我们大致把日本经济划分为三个阶段。

第一阶段,1990-1996 年泡沫经济破裂,房价和股价开始大幅下跌,1990-1992 年,日经指数从近 4 万点下降到 17000 点,东京地区地价也大幅下跌。在此阶段日本经济从 90 年代初 7% 的持续增长大幅下滑至 1994 年中期 5% 的负增长。尽管如此,由于两方面原因,日本经济在此后仍出现了“死猫反弹”:其一,虽然金融不良债权增加,但坏账减记依然不足。比如,1993 年政府首次公布各类银行不良贷款 8 万亿,但远低于研究机构估算的 40-56 万亿的水平。因此 90 年代初经济和信贷出现滑落后,两者在 1995 年前后出现反弹,其中信贷增速在 1996 年 3 月达到 2%,GDP 增速从 1994 年中期的 5% 负增长恢复至 1996 年的 3%;其二,财政政策偏向积极,政府民间财政支出在 1994 年至 1996 年间平均增长达到 7%。

第二阶段,政府的“自满”和过于激进的金融改革导致日本经济再度衰退。财政方面,日本政府在 1997 年 4 月上调消费税、社会保障税,大规模增收增加对经济回升形成打击,当年四季度内需下滑了 2%。日本的金融改革同样过于激进,1996 年末,日本推出以“自由、公平和国际化”为目标的金融大爆炸,力图使以间接金融为主的日本金融市场向以直接金融为主的欧美式金融市场转化,诱导日本社会中高达 1200 兆日元的个人金融资产投向股票、可转换债券等直接金融资产,并致力于推进金融机构混业经营。但当时金融改革并不成功:一方面,股市低迷,居民持有的资产以现金和存款为主,避险心态较强,同时经济低迷,失业率高,工资增长停滞使居民资产再配置动力不足;另一方面,管制放松和促进竞争为中心内容的改革对金融体制形成冲击,1997 年开始北海道拓殖银行、山一证券等大型金融机构接连倒闭,不良债权集中处理冲减了资本,也抑制了贷款扩张。数据方面,日本贷款增速从 1998 年 1 月的 1.6% 持续下滑至 2000 年初的负 5%;这一阶段金融机构倒闭、信贷紧缩导致经济低迷和通缩风险再度加剧。

第三阶段,2001 年后日本央行开始量化宽松政策(QE),以缓解核心通胀持续下滑和经济衰退。具体措施:将先前一直采用以隔夜同业拆借利率为基础的货币政策目标改以央行对受其监管的金融机构所存放于央行的准备金数额为货币政策目标;央行公开承诺经济未摆脱通缩,宽松政策就不会结束;央行将单向购进长期日本国债,为市场提供充足流动性。从效果来看,日本央行资产负债表大幅扩张,起到了稳定金融体系和降低长期利率的作用,其中东京银行间拆借利率(Tibor)压在 0.1% 附近,10 年期国债收益率从 2002 年的 1.5% 下降至 2003 年中期的 0.5%,而在 2006 年 3 月 QE 退出时经济亦出现一定好转。虽然如此,但 QE 效果并不长久,基础货币扩张并未带来广义货币(M₂)增速的回升。从数据来看,5 年内基础货币供给增长了 73%,而以 M₂+CD 衡量的货币供给同期增长仅为 12%。从原因来看,这既在于银行修复资产负债表时,信贷持续收缩带来货币乘数下降,也在于企业资产端抵押品价值下降,外部需求不足导致投资下滑、企业贷款需求不足。除了国内因素,在这 20 年内,海外经济环境同样增加了日本经济衰退压力。一方面 1997 年亚洲金融危机、2000 年美国互联网泡沫破裂带



来金融市场冲击使亚洲经济出现明显放缓,亚洲 1997 年、1998 年 GDP 同比增长分别为 -3.1% 和 -9.4%,这对日本出口形成打击;另一方面,全球制造业转移,贸易格局改变降低了日本传统行业优势,中国、韩国在机械、化工、汽车家电等行业崛起使日本出口增长亦出现较为明显的回落,1999 年日本出口出现 6.12% 的负增长,1997 年~2000 年期间日本出口平均增长 3.95%,远低于韩国、中国的 7.7% 和 13.8%。

除了宏观层面,企业资产负债表衰退和投资需求低迷也是导致经济衰退的重要原因。从数据来看,日本企业自 1995 年末开始持续去杠杆,负债率从 80% 持续回落到 2007 年中期的 65%。我们理解土地、证券市值下降是导致日本企业收缩资产负债表的重要原因,土地占资产比例在 1990 年达到 10% 后持续回落。此外由于需求不振,企业经营利润率在 90 年代后也下滑明显,这使企业不愿增加资本支出,经营中采取了负债最小化的“去杠杆”策略,企业固定资产在 1985 年~1990 年平均增速达 12%,而此后仅为 4%。

日本经济复苏低于预期

1990 年后日本经济长期衰退至少有几点原因:1. 房地产、股票市场泡沫太大,这导致企业、银行在此后需要较长时间修复资产负债表。比如在土地升值很快时,企业以此作为抵押进行资产扩张,后期土地价格暴跌,企业抵押品价值下降,无法得到外部融资,固定资产扩张大幅放缓。对于金融机构而言,不良债权清理和资本补充均造成信贷紧缩;2. 日本金融自由化改革使企业经营失败容忍度低,债券、风险资本市场难以得到发展。同时日本银行业倾向于经营利润率低的关系型贷款,为其提供了较宽松的还款、展期条件,主银行制的金融体系并未真正改变,融资市场并未完全实现市场化,新兴产业融资不足、大型低效率企业财务占用信贷资源现象依然存在;3. 货

币、财政政策摇摆不定增加了经济衰退程度。从货币政策来看,2001 年 QE 来得太晚,前期银行业不良资产剥离太迟、太少,这致使信贷条件一直偏紧;财政政策方面,消费上调过快,影响私人消费、投资预期,而政府项目对投资拉动并不持续;4. 外部金融环境与资本流动冲击。除了上文提及的金融危机冲击外,2001 年日本央行采用 QE 后,日本与美国国债利差扩大,以融资日元投资海外高收益资产的交易模式盛行。从国际收支平衡表来看,证券投资的净流出大幅增加,以滚动 12 个月数据衡量该项目从 2003 年中期的 1.6 万亿的顺差大幅下降至 2007 年出现 1.3 万亿逆差;5. 人口老龄化、僵化的用工体制等供给方面因素也拉低了经济增长中枢。其间,65 岁以上老年人占比从 1990 年的 17% 快速上升到 2005 年的 27%,此外虽然日本的终身雇佣制使失业率上行有限,但实际工资却持续下行,从 1991 年增长 5% 持续回落到 2002 年的负 4%,此后虽然失业率回落,但工资基本维持零增长,这抑制了国内消费需求回升。

中国经济下行风险增加

从 2001 年中国加入 WTO 到十八届三中全会,我们大致将中国经济增长划分为三个阶段:1. 2001 至 2008 年“次贷危机”之前,中国经济平均增速达到 10%。外需强劲、城镇化发展使制造业和房地产投资成为两大重要引擎。2005 年至 2007 年间平均固定资产投资增速在 25%-30% 之间。需求走强导致的供给瓶颈拉高通胀,PPI 中枢达到 3.6%;2. 2008 年应对“次贷危机”的政策刺激至十八届三中全会前。这段时间,伴随 4 万亿投资,地方政府、国内企业形成“繁荣错觉”,各自在基建领域、水泥、钢铁和机械等传统行业纷纷增加资本支出,使固定资产投资增速再度攀升,资本形成占 GDP 比例从 2007 年的 42% 再度攀升至 2010 年的 48%。但事实上,经济反弹昙花一现,财政刺激不可持续性叠加政府再度对地产行业进行调控等因素,GDP 增速从 2011 年一季度的 10.2% 持续走低至 2012 年底的 8%。PPI 走势更反映

需求端疲弱,自 2012 年一季度后就出现持续负增长;3. 十八大后,中国政府逐步接受了“三重叠加”增长速度换挡、结构调整和前期刺激政策消化带来经济中枢下滑事实,开始在“稳增长、调结构”间寻找平衡,这包括在国内推行简政放权、鼓励民众创业,在海外推行“一带一路”战略,输出国内在高铁、电力设备、新能源等领域的产能。考虑到供给方面的政策难以一蹴而就,政府在信息、电网、油气、网络建设、健康养老服务、生态环保、清洁能源等领域加大投资力度,以防止经济失速。这段时间 GDP 一直徘徊在略高于 7% 的增长水平,PPI 跌幅则持续扩大。

从中间企业资产负债表也可以得到同样结论。从数据来看,以有息负债占总资产比例来衡量,企业杠杆变化大致经历了 2002 年~2005 年“加杠杆”、2005 年~2008 年中期“去杠杆”和 2008 年后再度加杠杆三个阶段,杠杆率的低点在 2002 年和 2008 年为 70%,而在 2005 年底和目前达到 93% 的高点。结合企业经营利润来看,与前文的结论一致。在 2002 年~2005 年间需求旺盛,企业贷款需求上升进行主动“加杠杆”,经营利润率上升 3 个百分点至 8.6%,此后盈利好转带来企业利润增长,加上股票市场繁荣带动 IPO 增加,企业开始去杠杆,这段时间企业经营利润率大幅上升至 10%。2008 年后,企业对财政刺激带来的反弹视为“繁荣幻觉”,因此再度大幅增加资本支出,但由于产能过剩、叠加需求不足,企业经营利润率持续下滑,在 2012 年后一直仅在 5.5% 左右,在这一阶段,存量债务高企和经营现金流不足导致企业被动“加杠杆”,这导致企业投资意愿不足,并增加经济下行风险。

与经济变化相对应,中国货币政策也大致经历了如下阶段。

第一阶段,2008 年前,外需强劲推动外汇占款使基础货币维持很高增速,2005 年~2008 年的平均增长达到 20% 以上。为了应对经济过热和通胀风险,中国央行通过上调准备金率、发行央票等形式进行对冲,准备金率从 2003 年 8 月的 6% 持续上调至 2008 年中的 17.5%,

这导致货币乘数负增长。由于前者占主导作用,而中国央行政策调控仅是“适应性”的,因而商业银行主动性信贷扩张,满足了企业旺盛的融资需求。

2008 年后的信用扩张分为两个阶段:第一阶段在 2008 年至 2012 年末,这期间既有配合 4 万亿投资信贷扩张,也有 2011 年通胀缓解后货币政策放松影响,其间中长期贷款平均增速达到 23%。第二阶段,在 2012 年后,中国央行整体货币政策取向中性,试图在稳增长、控制金融风险 and 平衡外部流动性间取得平衡。这一阶段,多目标制的存在使货币政策传导机制并不尽如人意。比如在经济景气度下降、利率市场化后“金融脱媒”加剧,银行在表内的信贷意愿、信用扩张能力持续下降,2012 年末至今存款增速从 16% 下滑至 10%,而中长期贷款增速平均仅有 13%;另外,2012 年至 2013 年 6 月间,以信托、委托贷款为主的影子银行大幅扩张,增速在 2013 年 6 月前高达 46%。央行在当年 6 月制造的“钱荒”造成金融市场大幅波动,随后渐进的表外融资监管使融资增速持续回落到 16%,这在客观上增加了市场融资压力。更为重要的是发达国家央行宽松货币政策变化,间歇性的欧债、中东地区的地缘政治危机均增加了中国央行调控基础货币难度,也导致短期利率波动。

中国未来货币政策取向

目前中国和日本 20 世纪 90 年代经济、金融环境有以下几方面相似:1. 随着人口红利下降影响需求、高库存带来过剩供给,中国房价面临回落风险,也增加了投资下滑压力;2. 由于需求不足,加上杠杆率处于高位,国内企业出现资产负债表衰退。较高存量债务既占用较多信贷资源,营业利润率下滑也减少企业资本支出意愿;3. 中国政府正在加速金融体制改革,包括推进多层次资本市场建设、丰富金融工具交易等,但这本身也是“双刃剑”,目前的“金融脱媒”、从间接融资到直接融资的换挡同样存在一定金融体系风险。比如投资者风险偏好过高,提高金融市场波动;又如商业银行存款流失,带来传统行业的信贷投放不足;4. 从海外

环境来看,美联储 QE 退出,未来的加息或影响私人部门本外币配置和资金跨境流动,造成人民币汇率波动。

概而言之,考虑到“经济增长放缓、通缩风险上升”外,在经济转型中需要逐步消化结构性问题,这既包括消化前期刺激政策带来地方债务扩张过快、平稳消化房地产价格泡沫,也包括促进企业平稳“去杠杆”,约束影子银行扩张等。因此这需要在政策框架方面进行适时、前瞻调整。

从未来较长时间来看,我们认为宽松货币政策依然是必要的,这既包括传统的降息、降准,也包括发挥政策性银行的作用,甚至需要适当扩充央行资产负债表来缓解金融风险。首先,考虑到国内通胀环境温和,我们预计中国央行在上半年仍将降息 25-50 个基点,这既减少企业财务费用支付,维持资金链稳定,也可以促进房地产销售、稳定相关行业投资,应对外汇占款流入放缓,降准可以增加基础货币,改善银行信贷条件偏紧的局面。其次,从政策性银行转制来看,央行、进出口银行的重新定位对内直接拉动基础设施建设,对外配合“一带一路”建设为企业提供融资。我们测算近期央行对国开行、农发行的注资,至少会分别增加 1.8 万亿和 1.7 万亿人民币的新增信贷扩张空间。最后,从存量债务解决来看,央行适度扩充资产负债表,使货币政策发挥“准财政”功能也是可取的。这对于商业银行而言,可以得到低成本基础货币,购债的“通道职能”并不会对资产端配置构成太大压力;从地方政府而言,高成本、低久期的债务被低成本、长久期的债务置换将提高债务的可持续性,降低金融风险;从央行本身来看,也是有益的。一方面,政策可信性提高,有助于稳定市场参与者预期,另一方面,央行资产负债表中的资产端将更为丰富,国债、地方债和更多的信用抵押品将逐步取代目前占比高达 80% 的外汇资产,未来公开市场操作更趋灵活,以利率为主的价格型工具的作用将得到提升。

当然未来宽松政策并非没有风险,这在于国内通胀走高,美联储加息对于人民币汇率稳定的压力,但考虑到目前全球产能过剩、通缩预期一直存在的事实,国内通胀风险本身不大,而美国经济复苏低于预期,也为我国宽松政策留有较大空间。

(作者系浦发银行金融市场部高级分析师)