

全球二次宽松应力避加剧产能过剩

现在全球经济面临的最主要问题，是如何解决短期保增长和长期调结构的矛盾。由于全球的根本问题是有效需求不足与生产过剩之间的矛盾，因此，如果各央行一味放水，很可能造成全球范围内的产能过剩危机，并间接推升企业债务水平，而那将是更大的调整。

张茉楠

全球进入“二次宽松”时代

7月5日，可以被称为“全球央行联合宽松日”，无论是中国现在的不对称降息，还是英国央行的宽松的额度增加，再包括欧洲央行甚至把存款利率降至零，实际上都表明了全球的央行在联手在联手在为市场减压，也在联手注入流动性为实体经济提供宽松的货币环境。

从时间点上看起来，各大央行的确很默契，这也表明了各大央行在立场上已经获得了一致的认识，全球进入“二次宽松”时代。从数据来看，去年以来尤其是去年11月份以来，全球的16大央行已经采取了宽松的政策，其中有7个发达经济体采取了再度宽松的政策。而新兴经济体也有9个经济体采取了降

低利率等宽松政策。就全球整体货币环境和各国央行政策立场上看，已经进入了全球央行联手保增长的政策轨道。

不过，对于实体经济而言，短期的刺激并不能解决长期的结构性矛盾，世界经济复苏面临的根本问题是全球供需失衡的深层次矛盾还未有效解决，全球经济的潜在总产出和潜在总需求构成长期负面影响，需求不足与生产过剩双重矛盾将常态化。

进入二季度以来，全球制造业集体遇冷。欧元区Markit 6月综合采购经理人指数（PMI）终值为46.4，尽管比5月有小幅反弹，但该指数在过去10个月中有9个月都低于荣枯分界线50之下。美国制造业表现也不佳，6月Markit制造业采购经理人指数甚至出现萎缩，并创3个月最低水平。而中国6月汇丰制造业PMI指数连续8个月下滑。这都是

全球主要央行采取宽松政策的主要原因。
需求不足与生产过剩矛盾凸显

全球制造业为何集体出现下滑呢？这当然有周期性因素，但更主要的是结构性因素。

首先是库存周期使然。目前，欧美仍处债务危机泥潭中，由于后期需求不容乐观。因此，大部分企业对原料采购持谨慎态度，导致最终需求低迷，企业进一步补库存动力严重不足。

其次，离资本投资周期真正启动还较远。资本投资周期是由利润驱动导致投资扩张所带来的经济周期，这是一种平均持续时间在10年左右的经济周期。美国自2002年四季度开始的最近一轮周期，距走完朱格拉周期至少要到明年底。投资周期的一个显著的观察指标是设备投资，在2008年和2009年，国内投资的萎缩都严重影响了美国的经济增长，按照美国商务部经济分析局测算，2008年和2009年，国内投资对实际国内生产总值（GDP）增长的贡献分别是负的1.53个百分点和负的3.24个百分点。美国的情况具有很强的代表性，由于短期内缺乏新兴技术和产业变革来提振资本回报率，进入新的固定资产投资周期还为时尚早，这也能够解释一些企业现金充足，却不愿意加大长期投资的真正原因。

更深层次的矛盾是全球供需失衡的矛盾还未有效解决。全球经济的潜在总产出和潜在总需求构成长期负面影响。去杠杆化是每一轮危机后的必由之路。次贷危机引起了居民部门的去杠杆化，欧债危机引起的是政府部门的去杠杆。去杠杆化正在改变全球的需求结构。金融危机爆发以来，疲弱的消费需求严重制约了发达国家的复苏进度，其家庭资产负债表遭受严重损害，居民消费总需求急速下跌，家庭资产的去杠杆化严重影响了这些国家既往的负债型消费模式。

金融危机和债务危机留下的需求缺口

很难补上，美日欧现阶段陷入了规模约为1万亿美元的总需求不足状态。尽管全球寄希望于亚洲新兴市场能够接过发达国家需求的“接力棒”，让中国内需正在成为全球经济复苏的主要需求动力，但中国消费的增加还不足以弥补美国消费的萎缩。中国家庭消费仅占GDP的35%。美国个人消费总额约10万亿美元，差不多是中国消费总额1.6万亿美元的6-7倍。相比之下，日本和德国家庭消费增加有一定余地，然而迄今为止，这些国家从衰退中复苏的动力并非来自国内需求的扩张，而是像危机前一样，依靠出口驱动型增长，因此，对全球而言尚有很大的需求缺口。长期看，如果各国政府继续靠压低利率来刺激投资，那么世界经济将不得不面对需求不足与生产过剩之间的矛盾，全球政策过度刺激的后遗症必将十分巨大。

中国产能过剩问题尤为突出

对于中国而言，产能过剩问题更是尤为突出。早在金融危机前，我国就处于产能过剩状态，2006年国务院将10个行业列为产能过剩行业，而到2009年产能过剩行业几乎翻了一番，达到了19个。目前，我国制造业平均有近28%的产能闲置，35.5%的制造业产能利用率在75%或以下。降低贷款利率将进一步刺激投资规模的扩大，形成新的产能过剩，使政策“微调”、“预调”变成了“超调”。

事实上，中国经济最大的问题不是增长问题，而是对既有模式的严重依赖和路径锁定。在稳定经济增长的同时，中国必须加快“调整经济结构、转变经济增长方式、深化改革”等深层次的调整，只有把政策立足于长远，我们才可能减缓政策后遗症对未来带来的长期负面影响。

作者系国家信息中心预测部副研究员

焦点评论



中报业绩变脸股民遭殃

上市公司不好过，中报业绩变脸多。沪指走势遭打压，股民心情受折磨。决策定调稳增长，预调有意防紧缩。唱空中国不可取，投资机会可斟酌。

唐志顺/漫画
孙勇/诗

贾壮

中国今年又是“财富世界500强排行榜”中的大赢家，这应该是最没有悬念的结果，但我们还是喜上眉梢——79家上榜，首超日本，仅次于美国，这是中国经济崛起的又一例证。但是在看到成绩的同时，还是应该有清醒的认识，创业艰难，守成亦不易，只有正视不足，才有可能在榜单中长盛不衰，甚至独占鳌头。

财富世界500强的排名依据是营业收入，也就是说，榜单看重的是企业能否做得大，而不是是否做强。营业收入是与经济增速高度相关的指标，中国经济在长达几十年的时间内稳居世界第一，经济规模已经赶超日本，直追美国，中国企业越来越多的上榜500强是理所当然的结果。

这种单纯依靠规模扩张的上榜理由很容易受到经济增速下滑的冲击，日本企业在榜单中的遭遇可谓前车之鉴。据中国上市公司舆情中心观察，1995年，日本企业上榜数量达到创纪录的149家，与美国的差距只有两家，随后便开始一路下滑，到今年已经下滑至68家，这期间正好与日本经济由盛转衰重合。中国经济将由高速增长转向中速增长已成业界共识，分歧在于着陆的方式是软是硬。现在看来，经济软着陆的希望很大，但是硬着陆的风险从未消失，决策层须在稳增长和调结构两个目标之间小心拿捏，以免重蹈东洋邻居的覆辙。

中国上榜企业成绩的含金量是需要认真分析的，或者说还有很大的提高空间。

间。排名靠前的企业中，传统产业占据绝对优势，前10名中有七家卖油的，一家供电的，一家开超市的，还有一家造车的，中国的“两桶油”和“一张网”分列五、六、七名。与其他国际同行不同的是，中国的企业多属国有垄断行业，既没有国内市场的充分竞争，又没有进入国际市场接受检验。无法想象，当这些企业所处的行业实现对内和对外开放之后，其优势地位是否还可以长久保持。

值得一提的是，中资银行排名大幅上升，这是之前就可以预期到的，但与其他垄断性国企类似，中国的银行业同样面临着利润空间受到经济转型挤压的威胁，更为严重的是，中资银行还有利润来源过于单一和资产质量可能恶化的风险。这些都是挥之不去的隐忧。

最后是企业的创新能力，这是中国企业最为欠缺的能力，也是对中国企业上榜贡献最小的因素，当然也最应该成为保证中国企业长盛不衰的着力点。相比于欧美科技企业频频上榜，中国的科技类企业上榜数量较少，而且其中还包括中国移动、中国电信这类不知是否应该归入创新类型的企业。

近期，一项面向大型IT企业的调查显示，科技创新已经取代市场开发，成为企业管理者最为重视的因素。经济危机让世界重温那些简单的道理：应该把更多的精力用于实业发展，应该把更多的精力用于科技创新。在这个问题上，中国的决策者和企业家也当自省。

作者系中国上市公司舆情中心观察员

保增长重回首位

胡晓晓

低增长+低物价”组合凸显经济复苏难度

当前物价回落态势已成定局。无论是商务部等部门公布的高频数据，还是机构的预测和居民预期，所有指针均指向了物价水平的持续回落态势。当前的物价形势已不再是年初的控通胀，而是“反通胀”。我们早在去年12月的宏观年报中就指出，2012年价格波动回归正常后，下半年通货紧缩的“幽灵”将重现；2012年经济低迷造成了需求的不足，需求不足导致物价持续上涨动力不再，物价变动将回归正常；在中国物价变动的季节性规律作用下，2012年中将发生通胀向通缩的转变。

虽然当前的通缩现象实际上仅为统计现象，是中国物价变动季节性规律作用下基数差异的结果。但是通缩对居民和企业的预期影响，将使经济进一步陷入低迷。理论上，经济低迷

加上通货紧缩对经济复苏是十分不利的——低物价将导致企业投资意愿和居民消费意愿下降。

从2009年10月开始，我国对通货膨胀的管理由实际控制转向预期管理。通货紧缩的预期使得经济复苏的粘滞性增加，其实质是通缩预期影响了经济部门的当期支出增加。为促进需求支出增长，降低资金成本是标准“凯恩斯范式”下的政策选择。降息无论是对企业部门的投资促进，还是对家庭部门消费支出增加的推动，其作用都是明显的。

“紧数量、低利率”政策组合方向不变

当前中国经济处在货币过分充裕状态，中长期（3-5年）内都存在着回收或消化多余货币的压力。我国的货币深化指标（M2/GDP）最近3年（2009-2011年）分别为1.79、1.81和1.81，而2011年美国为0.64，欧盟为0.92，日本为1.72，而日本是典型的深陷“流动性陷阱”国家；从过去3年危机后欧洲央

行多次扩张货币对经济的作用看，欧洲经济实际上也已处在“流动性陷阱”当中。

由于经济发展空间仍较大，以及财政激励手段的配合使用，中国经济当前离“流动性陷阱”还较远。因此，中国货币政策刺激手段仍然为中国政府所偏好，尤其是在当前政府投资乏力、民间投资也跟不上的情况下。中国虽能幸运地远离“流动性陷阱”，但对“通胀”却始终保持着较高警惕。为了避免物价在经济启动时期的快速反弹，从而对经济持续增长造成伤害，我们预计中国宏观调控在货币回收方面不会做过多的放松。政府调控部门也意识到，当前经济转型困难的局面，在很大程度上是当初反危机手段“过火”造成。过大的刺激手段，不但造成了产能过剩，也造成了货币过剩。虽然经济低迷造成的过剩格局暂时推动了价格水平的持续回落，但过多货币对资产和一般价格水平的反弹压力一直存在，近期房地产市场的快速回暖正是这一压力存在的写照。为兼顾通胀预期管理及促进经济增长，货币“紧数量、低利率”的政策组合形式，将保持

不变。

存款准备金率下调仍或发生

从工业生产、投资和消费情况看，宏观经济整体继续恶化的局面并不会发生。在“保增长”重新成为首位调控目标情况下，货币回收的节奏也会放缓。当前我国货币投放的主渠道是外汇占款，受国际金融资金流动的影响和贸易顺差规模下降的影响，我国的外汇占款规模不仅增速下降，甚至绝对水平也有所下降。公开市场操作投放的规模扩大，甚至成为主要货币投放渠道。EPFR的全球资本流动数据表明，受欧债危机和新兴市场经济发展速度下降、风险上升的影响，2012年二季度流出欧洲和亚洲新兴市场的权益资金达77亿美元，债券资金47亿美元；其中1/4以上流向了美国。为避免货币回收过快对经济平稳的冲击，逐渐下调准备金率也将成常态。考虑到对市场心理和经济行为预期的影响，我们认为，宏观数据公布前后存准率有可能再次下调。

作者系上海证券分析师

■鹏眼 Huang Xiaopeng Column

我们需要一个小型但正宗的凯恩斯扩张



黄小鹏

最新公布的6月份消费者物价指数（CPI）回落到2.2%，如果单纯看同比数据，这是再理想不过的了。但是，CPI连续3个月环比下跌以及6月份的-0.6%的跌幅，却透露出一些令人忧虑的信号，再结合最近几个月的采购经理人指数（PMI）这一先行指标，可以断定中国经济的下滑程度已经比较严重。

虽然从4月份开始，决策层就将“稳增长”放在更为重要的位置上，同时也出台了降准、降息、新批项目等措施，但从目前看，这些措施的力度还不足以真正做到“稳增长”。根据非加速通货膨胀理论，通胀率保持不变时的增长率为经济的潜在增长率，粗略地看，目前中国经济潜在增长率应该可以达到8.5%。因此，当前经济工作的主要任务是将国内生产总值（GDP）增长率尽快而平滑地推升到潜在增长率附近，否则，持续的物价下跌形成一种螺旋式紧缩效果，治理起来就会非常麻烦。

最近两个多月以来，政府政策与市场预期之间出现了很大的错位：一是政府没有推出期待中的一揽子刺激计划；二是市场期待通过放松房地产来“稳增长”的愿望落空。显然，政府正在汲取2008年底“4万亿计划”的教训，在出台刺激政策时变得谨慎多了。谨慎是必要的，但从目前的情况看，这种谨慎似乎有些过度了。

一个月前，本专栏曾总结过上次刺激计划的三大失误。现在看来，政府似乎正在极力避免再犯这些错误。特别是，不再将刺激房地产作为一个政策工具，这无疑是极为正确的。然而这一次在刺激力度上却出现了矫枉过正的倾向，这或许与人们对凯恩斯主义刺激政策的批评有关。不过笔者认为，不分青红皂白地将上一轮刺激的不良后遗症归罪于所谓的“凯恩斯主义”是不恰当的，这种批评不仅从学理上不能成立，而且无助于事情的解决。

4万亿刺激计划就其本质来说，并非是真正的凯恩斯主义。凯恩斯主义政策的前提是流动性陷阱——货币再怎么放松人们也不投资，因而货币政策无效；凯恩斯主义的核心是财政政策——通过支大于收，由政府来创造需求。但验之于近几年的事实，却南辕北辙。我们看到的是宽松货币政策下的踊跃投资，甚至在某些领域的疯狂投机，我们还看到了通胀，这些都是流动性陷阱未曾出现的证据。再看赤字，政府的财政支出确实是大幅增长，但同时

税收也在高增长，卖地收入更是疯狂增长，结果是一个对全球经济产生重大影响的刺激计划，中央政府的赤字仍然低于3%，地方债务虽然增长到10万亿元，但收入也通过卖地而大幅增长，并且这10万亿元中，很大一部分是带有商业性质的负债。真正纯粹的、符合凯恩斯主义标准的财政扩张，不说完全没有，至少也是微乎其微。从两年18万亿元的赤字率来看，所

谓的4万亿刺激计划，就其本质来说，是一场中国特殊体制下的大水漫灌式的货币宽松，称其为凯恩斯主义，实在具有讽刺的意味。将“4万亿计划”带来的种种复杂的后遗症，简单归罪于凯恩斯主义，也是非常荒谬的。

认清了这一基本事实后，那么今天我们也就没有必要视凯恩斯主义为禁忌为雷区。事实上，在必要的时候，凯恩斯主义的政策思路依然值得倚重，当然，我所指的是真正意义上的凯恩斯主义，它可以避免“4万亿计划”那种伪凯恩斯主义大水漫灌式的危害。事实上，为了避免经济和物价陷入螺旋式下滑，在货币政策不脱离常规路线，绝对不能再依赖那种非常规政策的前提下，我们现在需要一个小规模且正宗的凯恩斯刺激计划。

具体来说，我们需要适当加大政府赤字来创造需求。我的建议是面向消费者和企业直接减税。理论上，扩张性财政政策，既可以是增加支出，也可以减少收入，我们原来习惯于增支，因为增支有定向性，更能体现政府权力，也符合具体执行部门的利益。但是，增支除了容易产生腐败外，还有相当强的扭曲效应，这种扭曲效应体现对企业安排、消费者组合和收入分配的一系列影响。从定向性的政策（汽车、家电、节能照明等）执行这么长时间来看，就受到了相当多的批评。因此，直接减税更符合市场规则，从世界各国来看，政府实行刺激性财政政策的主要方法，就是直接向居民减税，让人们可支配收入增加，他们爱买什么，既拉动总需求，又不会造成什么扭曲。

至于侧重于向企业减税还是向消费者减税，我觉得应该多考虑一下后者。向企业减税刺激投资，有一个假定前提，就是企业投资不积极还有可能是需求缺乏，或本来就是产能过剩，如果更多地向消费者减税，由他们在市场上通过货币投票决定哪些企业应该受到鼓励，这岂不是更好？这样，给消费者减的税最终会让企业受益，同时还避免了受政府来决定鼓励谁、限制谁而产生的种种弊端。由于流转税是中国的税收主体，降低流转税率可以同时惠及企业和消费者。从历史发展来看，在凯恩斯时代，他本人主要建议通过兴办市政工程来带动经济，到了今天，各国执行凯恩斯主义的时候，基本就是减税，因为西方所得税占比大，主要是面向居民直接减税。

这样一个小型的刺激计划，规模可以初步确定为GDP总量的1%，灵活把握在3000至6000亿这样一个区间内，视经济恢复的力度和执行效果而定，如经济能较快恢复到潜在增长率，就可以退出，如果有必要的话可以加大。如果这计划能被采纳，我们空谈了数年的消费主导型经济模式或许就有机会建立起来了。

至于债务承受能力，没有必要太多担心。当前中国国债余额约7万亿元，10万亿元地方债务中相当一部分是有现金流支撑的债务，纯粹意义上的债务只占较小比例，不考虑社保问题，中国窄口径公共债务比率不到25%，仍然存在相当大的扩张空间。目前有很多人在渲染中国的公共债务负担，例如，将政策性金融债，甚至铁道部债务都计算在内，这显然是没有任何科学依据的。

联系我们

本文章如无特别申明，纯属作者个人观点，不代表本报立场，也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论，请打电话给0755-83501640；发电邮至pp118@126.com。