

## 巧合的中国宏观调控与“里根经济学”

周金涛 李树培

我们认为,当前中国宏观经济管理政策与上个世纪八十年代“里根经济学”的相似性,不仅是打造中国经济升级版的目标所需,也是当前中国经济机体之内存在的一些结构性矛盾与当年的美国有所类似的结果。

美国当年发生滞胀的基本原因主要有以下几个方面。

由于长期奉行凯恩斯主义政策,美国经济增速一出现下滑,就实行宽松的货币政策和积极的财政政策来进行刺激,结果导致菲利普斯曲线逐渐远离原点,向高失业(低增长)、高通胀方向不断推移;其次,自大萧条以来,美国的政府管制越来越多、越来越严,导致企业缺乏活力,国际竞争力明显下降;第三,上世纪60年代约翰逊总统时期大搞“伟大社会建设”,由于缺乏总体规划,各种社会福利法案均以零敲碎打方式获得国会通过,最终导致下岗职工所获得的各种福利补贴比在岗职工的最低工资水平还高,因而出现了“自愿性失业”,使得失业率居高不下,即使在通货膨胀时期也是如此;最后,是外部因素,即两次石油危机把油价迅速推高。

坦率地讲,尽管中国经济的近况还没有达到美国当年的那种困难程度,但是从发展方向上看,相似之处却也越趋明显。

首先,就宏观政策而言,多年来为了实现“保八”的目标,我们不断地祭出凯恩斯主义的需求管理利器,通过大规模的“铁、公、机”等基础设施建设来挽救增速回落的经济,“四万亿”刺激计划更是把这一需求管理模式演绎到了极致。另一方面,长期以来我们一直在通过大量发行货币来刺激经济增长,导致货币大量超发,资产价格(房地产)持续膨胀。近10年来我国的M<sub>2</sub>(广义货币)增长率平均值高于GDP(国内生产总值)达7.5个百分点,M<sub>2</sub>/GDP一直维持在150%~160%之间,远高于西方发达国家。

其次,就政府对经济管理活动参与的深度与方式而言,近10年来,我国经济的垄断程度越来越高,“国进民退”现象十分严重,政府对企业的微观干预越来越多,企业活力在明显减退。对政府管制对经济活力的严重制约,李克强总理在第一次记者招待会上就已经有表示。

第三,虽然我们的民生建设和当时的美国相比还有较大的差距,但是政府部门的铺张浪费和低效率却比当时的美国要严重得多。虽然普通民众的民生福利还有很多方面有待提升、完善,但是企业和居民的税负确实已经不轻,有调查显示中国已成为世界上的高税负国家。

第四,随着我国人口红利的逐渐萎缩和中国工业体系的日渐完备,中国经济增长的潜力在不断地减弱,经济增长中枢下移已经成为经济学界的共识。而劳动力价格的快速上升和资源价格改革将带来的成本上升也进一步推升中国的通胀中枢。当下面临着“亚滞胀”挑战。

因此,我们认为中国当下的宏观经济管理特征与里根经济学的相似不是巧合,而是客观形势与追求发展目标所迫的结果。我们相信,随着打造“中国经济的升级版”工程在当前客观基础上的不断推进,未来的宏观经济政策与当年的“里根经济学”的相似性会越来越多。因为简单的凯恩斯式的需求管理很难实现中国经济的升级,现实的挑战将会迫使我们不得不去探索从供给的角度提升中国经济增长的质量。

(作者系中信建投证券宏观研究员)

# 信贷盛宴后的中国债务忧思

汪涛

## 中国债务水平有多高

2012年末,中国非金融部门债务占国民生产总值(GDP)比重略高于210%。

中国整体债务水平的估算值存在很大差异,其区别主要来自对金融部门债务和未来养老金债务的处理方法,以及对历史遗留不良资产和民间借贷估算的不同。假定银行和其他金融机构产生的债务均作为信贷资金流向实体经济,即它们已被包括在非金融部门债务之中。

在中国,银行仍然是金融系统的主导者和实体经济信贷资金的主要提供者,其信贷资金投放渠道包括:发放银行贷款、购买政府和企业债券、以及表外信贷活动。此外,政府和企业债券也主要由养老金和保险公司等其他金融机构持有。私人和企业之间的民间借贷活动以及外债(包括贸易信用)则是信贷资金的其他两个来源。

人民银行的“社会融资规模”统计口径,涵盖了大部分系统内信贷。社会融资规模包括了中国除了民间借贷活动之外的大部分“影子银行”信贷。民间借贷规模变化与正规信贷的周期相关,但由于其规模相对较小,信息也不够充分,遵循简化原则,我们假定这段时期内其规模均为GDP的10%。

## 政府债务规模

狭义的政府债务规模较小。截至2012年底,中央政府国债余额占GDP比重约为15%,这一数字不包括各部委通过相关企业实体承担的债务、国有资产管理公司为接管历史遗留不良贷款而承担的债务、以及地方政府债务。2012年底整体政府债务占GDP比重约为55%,这包括中央政府债务、地方政府债务、铁道部债务、以及国有四大资产管理公司发行债券。

上述测算并没有考虑养老金负债和政策性银行债务。整体来看目前养老金缺口或债务并不大,如果目前的养老体系、退休年龄和支付结构不变化,那么未来几十年中国将积累起规模庞大的养老金债务。

地方政府债务规模已成为争论焦点之一。在中国,地方政府债务实际上主要来自拖欠款项或通过企业实体和融资平台借款。

权威国家审计署地方债务数据显示,2012年底地方政府债务超过16.5万亿,占GDP比重超过32%。这一数字并不包括县级以下地方债务,且是多方妥协后的结果。地方政府债务2011年未能显著增加,主要是对地方政府平台的新增贷款受到限制。但这一趋势在2012年发生反转。一方面,随着名义GDP增速走弱,收入增长大幅放缓,而土地出让收入跌幅更大,两者均恶化了地方政府的财政状况。同时,影子银行业务的快速发展为地方政府开启新融

资渠道。2012年,城投债发行量大幅上升75%,信托贷款增长73%,另外,地方政府也参与了其他的一些创新型贷款渠道。据不完整估算,2012年地方政府债务增加了4万亿以上。

## 中国债务水平未到险境

中国整体债务占GDP比重超过200%,这一水平相比许多发达经济体来说并不算高,但大大高于其他发展中国家或地区。但对债务可持续性的判断,应当基于一国的经济增长、潜在资产和储蓄率。中国的债务水平较高,但同时也是世界上储蓄率最高的经济体之一,这为其债务提供了资金支持。

由于大多数债务危机发生时,往往都是这个国家从国际市场借债颇多,从这个角度,中国封闭的资本账户以及大量的外汇储备也有助于防止资本流动的大幅波动推升借贷成本、引发宏观和金融领域混乱。

中国政府拥有规模可观的资产,必要时可用于偿还债务。财政部数据显示,截至2013年3月,地方国有企业股权价值共计约13万亿。假定地方政府平均拥有40%的股权,其股权价值可达5万亿。另外,地方政府拥有价值超过5万亿的大量土地储备。地方政府投资的基础设施数和房地产项目应该也具有一定价值。因此,地方政府的净债务水平可能远小于整体债务水平。

重要的是,强劲的经济增长对任何债务可持续问题至关重要。尽管中国经济看起来进入了一个增长放缓的阶段,其名义GDP仍然以每年10%的速度增长,上一个十年为15%。尽管工资成本和房价不断上涨,但工业部门生产率的提高也十分明显,这有助于中国维持其在世界贸易中的份额和可观的经常账户顺差。在名义GDP增速维持在10%且平均利率水平低于7%的经济体中,绝对债务水平超过200%本身并非大问题。

## 中国债务应重点关注

自全球金融危机以来,信贷余额占GDP比重已经攀升了50个百分点以上,且将在2013年进一步增长。国际经验表明,以这种速度积累债务的国家几乎无一例外地会面临财务困境。

信贷快速扩张总会引起资产质量方面的担忧,中国尤其如此。近期影子银行信贷的大幅增长更令人担忧。最近一轮信贷扩张后,经济复苏迹象仍不明显,人们开始质疑中国杠杆推动力增长模式是否已经走到尽头。

由于信贷传导到经济增长有一定期滞,今年以来信贷快速增长,建设和投资活动将在二、三季度更明显地回升。考虑到企业低成本借入资金,后再贷给其他企业或地方政府赚取利息——前后两次交易均被计入社会融资规模,这一重复计算意味着社会融资规模可能高估实体经济杠杆率。

财务困境也是导致信贷扩张效果不明显的原因之一。一些地方政府和企业没有足够现金流来支付已有



彭春霞/制图

债务的利息,不得不借入新债来偿还。经济下行时,令债务雪球越滚越大。

企业利润增速在2012年随着名义GDP增速一道放缓、只有2011年18%增速的一半左右。由于地方政府及融资平台多无能力支付,应收账款开始累积,企业不得不借新还旧。如果约80万家企业和地方政府债务中有四分之一存在现金流问题,那么需要通过举借新债来支付的利息约为每年1.4万亿。

## 四种变糟的情景

**外需滑坡**——如果欧元区经济更严重地衰退或美国经济再起波澜,使得中国的出口大幅下滑,那么企业盈利会进一步下滑,产能过剩问题会更加严重,价格下跌则可能显著抑制名义GDP增速。更糟糕的是,政府可能进一步增加地方政府和国有企业的杠杆以促进增长。

**房地产市场崩盘**——如果房地产销售和建设活动大幅下跌,建材、化工、设备和能源等重工业需求也会衰退。由于这些企业的杠杆率已经较高,其利润率会大幅减少并面临严重的偿债问题。房地产和土地价格也可能下跌,危及地方政府土地出让收入,会令很多地方政府

和企业债抵押品价值缩水,进而引发严重的信贷收缩。

**突然且严厉的信贷紧缩**——如果中央通过全面禁止地方政府举债行为、突然且显著地收紧影子银行活动或整体信贷,那么随之而来的信贷收缩可能将触发偿付问题,并可能进一步蔓延至企业部门。

**突然且大规模的资本外流**——一个相对封闭的资本账户能够帮助中国维持较高的国内储蓄率,为银行系统提供廉价且稳定的资金来源以支持信贷扩张。如果政府放开资本账户、让资本流出变得更容易,突然且大规模资本外流会打击国内金融系统信心,显著推高借款成本,导致严重的债务困境。

## 债务问题演变应对

未来可能会出现以下几种情景:信贷继续快速扩张,直到出口或国内经济强劲复苏,或直到扩张无法持续、债务危机发生;经济很快进行大幅去杠杆,同时进行大规模债务重组;信贷扩张逐渐放缓,系统内的问题债务进行阶段性重组。

过去20年,中国经历过两次去杠杆。在1992年~1995年间,大规模的货币和信贷扩张在帮助推动经济高速增长

的同时也形成了两位数的通胀,但加杠杆未能持续。到1996年~1997年间,增长显著放缓,经济积累了过剩产能,债务问题扩大,最终使得银行系统不良贷款率达到40%~50%。2004年~2008年间,在国有企业和国有银行重组改制之后,得益于强劲的外需,以及1990年房改带来的火热的国内房地产市场,中国开始去杠杆。

当前,全球经济疲弱,出口不太可能挽救中国经济,而房地产市场也已经呈现泡沫化特征。很多人认为正确的做法是结束信贷“盛宴”并立即进行债务重组,但这可能会短期导致一系列问题:经济增长显著放缓,价格水平下滑并导致社会不稳定,无法将经济引导至较好的长期增长轨道。

中国更可能采用一贯的循序渐进的方法来解决债务问题。预计政府将通过收紧监管逐步降低信贷增速,尤其是影子银行信贷增速,建立为地方政府中长期项目融资、缓解现金流压力的长效机制;对一些现有债务进行重组,由银行承担部分债务负担;同时,给予银行激励、要求其对大部分其他债务展期。要使收效明显,政府应当出台一些必要的结构性改革以促进私人部门投资和就业增长、允许产业整合,从而推动生产率持久增长。

(作者系瑞银中国首席经济学家)

# 虚弱的人民币“强势”

刘煜辉

2013年4月12日至17日,中国央行让人民币升值236个基点,一路创下多个纪录高位。而2012年全年,人民币升值幅度仅为154个基点。

从即期汇率看,自2012年10月以来,美元兑人民币即期汇率就开始紧贴强边。从远期汇率看,自2012年10月以后,美元兑人民币1年期远期汇率(NDF)也显著下行了1000个基点。

有分析称人民币强势是由市场决定的,是在追寻均衡汇率水平。但我们认为,人民币的三个价格:在岸价格、离岸价格、远期价格,这三个价格都不是完全的市场价格,其波动关系到均衡汇率的说法有待商榷。

中国央行对人民币中间价的管理,

早已融入人民币汇率形成机制本身,成为汇价决定的最重要因素之一。

美元兑人民币每日的即期汇率收盘价与次日央行给出的中间价是不连续的,即每个交易日开始,央行公布人民币外汇中间价,这个价格并不等于上一个交易日市场的收盘价。

中央银行制定人民币外汇中间价的原则不是一套透明的技术规则,相反非常抽象。源自2005年7月21日所确立的人民币汇率形成机制改革方案指出,人民币汇率改革的目标是“促进国际收支基本平衡,维护宏观经济和金融市场的稳定”,实现上述目标的方式是“以市场供求为基础,参考一篮子货币汇率变动,……保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定”。所以人民币中间价的决定

可能取决于央行对于宏观的理解。

2011年四季度到2012年三季度持续近一年的人民币贬值预期,使得央行的货币政策操作很不适应。经济主体行为由“资产本位化、负债外币化”转向“负债本位化、资产外币化”后,外汇占款急剧萎缩,基础货币的供给方式面临挑战;人民币贬值预期自我实现,使得人民币资产下行压力加大,信用面临全局性收缩。

央行可能认为,放任本币贬值预期会招致经济泡沫破裂的宏观风险。

2012年四季度开始,中央银行策略明显改变。开始加强中间价管理,特别是注重营造人民币中间价的强势,来引导市场预期。保持中间价进二退一强势,关键时点向市场注入预期引导。央行在关键时点的作用,往往给市场注入方向引导的强烈信号。

特别是2012年12月之后,人民币汇率与美元指数开始呈现明显反向关系,即美元强势上涨,而人民币强势升值。

贸易商因此不敢再屯汇,积极结汇;以前屯汇累积美元头寸的贸易商,在人民币强势下,财务浮亏日趋严重,不得不减持回吐美元头寸;境外资本可能也看清了央行意图。跨境资本的套息活动开始增多,入境后结汇买入银行定存和短期理财产品,套取息差。今年一季度中国内地对香港的转口贸易增长异常放大至74%,顺差增长达到78%,被认为是这一活动的明显活跃。一季度新增外汇储备1570亿美元,而经常账户盈余贡献只有35%,资本项流入显著。央行维持汇率强势的意图,某种程度为这一活动做了“担保”。以上所有这些,都强化了人民币即期汇率的强势。

可见,央行对中间价管理早已融入人民币汇率形成机制之中,成为人民币在岸汇价决定的不可分割的重要因素。

香港的人民币离岸即期汇价也并不独立,它脱离不了人民币在岸汇价。而人民币远期汇率价格(NDF)的形成,交易机构实际上是在揣摩在未来变化的经济状况下中国央行对汇价把控力和意愿。

2008年金融危机后,日元兑美元升值了35%。2011年日本贸易出现48年以来的首次逆差,2012年在海外市场普遍低利率的背景下,海外投资收益大幅下降,经常项目顺差也大幅度下降并出现逆差。日本政府债务超过GDP200%,强势日元和严重的人口老龄化导致日本竞争力下降,直接威胁到其异常高的债务率的持续。为此日本新政府上台后选择了激进的量化宽松政策推动货币贬值来提振经济。

对于巴拉萨-萨缪尔森经济体而言,理论上只有名义汇率贬过了头,通货膨胀才会来。其逻辑是贸易部门企业盈利复苏会促使增加投资和就业,并有可能提高工资,日元贬值的空间有多大取决于日元高估的程度。自去年12月至今,日元兑美元贬值了20%,但对经常账户刺激还不明显,这意味着日元未来进一步拓展贬值空间的概率非常大。

和过去几十年不一样的是,现在的日本的高端电子产品、汽车和工业产品是跟韩国、中国台湾地区和中国大陆等邻近经济体直接竞争。这种情势有可能迫使东亚其他经济体压低本币汇率。作为这个区域内几乎是唯一缺乏弹性的货币(人民币)将显著地放大这种风险,从而对2013年中国的经常账户构成明显压力。

(作者系华泰证券首席经济学家)