

## 桑言：中国经济踏入了同一条河流？

2010-2015 年，中国经济持续走低：GDP 增速从 10.3% 降至 6.9%，规模以上工业企业增加值增速从 15.7% 降至 6.1%，固定资产投资增速从 24.5% 降至 10.0%，社会消费品零售额增速从 18.4% 降至 10.7%。2016 年一季度，GDP 增速仍在下行，即使不相信中国的统计数据，趋势总是可信的。

从历史经验来看，中国经济从来都是看得见的手推动着看不见的手往前走。30 余年高速增长之后，中国经济光鲜背后沉积了大量的结构性矛盾，去产能、降杠杆过程必然伴随着经济增速的回落——供给端表现为工业产出增速大幅下滑，需求端表现为投资增速大幅下滑；但供给侧结构性改革，需要一个相对稳定的增长环境，一旦增长底线被突破，恐怕面临的就不仅仅是经济问题，社会问题也将凸现。显然，中国政府已经意识到这一问题，调控经济的态度正在朝更加积极的方向转变。虽然经过“四万亿”反思，中国政府如今的政策工具和实施细节已有所不同，但将现时政策与金融危机时期进行比对仍有意义，也许更好，也许更坏。

### 数量调控主导的中国经济

2008 年金融危机来袭之时，正逢中国货币政策从紧，M1 同比增速从年初的 20% 逐渐降至 10% 以下，11 月份最低时仅有 6.6%。为抵御冲击，2009 年货币政策转向强扩张，在大规模贷款的带动下（超强的贷款力度一直延续到 10 月份），货币供应量增幅跳跃式上升，M1 同比增长 32.4%，M2 增长 27.7%，主要金融指标增长率均已明显超过 2003 和 2007 年两轮通货膨胀时期的最高水平。

诚然，2009 年中国经济迅速恢复到高增长状态，并非货币政策一己之力；但货币供应量确是中国经济的先行指标。根据测算，滞后 4 期的规模以上工业企业主营业务收入与 M1 增速的相关系数达到 0.7 以上，特别是在经济下行期通货紧缩会产生极强的向下拖拽力（图 1）。

2011 年，由于通货膨胀超预期，货币政策开始收缩，2011 年和 2012 年 M1 增速回到 13-15% 的合宜区间，但在通胀得到较好控制后仍持续偏紧，2013 年为 9.3%，2014 年只有 3.2%，是 1991 年以来最低的，2015 年 3 月份 M1 同比增速最低时只有 2.9%。

笔者看来，本轮经济下滑主要是周期性、结构性因素引起的，但货币供应过度紧缩起到了推波助澜的作用。由于中国货币政策主要采取数量调控，在货币数量方程  $MV=PY$  下，当货币供应量低于潜在经济增速时，首先货币流通速度会加快，若货币流通速度加快仍无法弥补货币需求缺口——起初主要为价格下降、经济小幅回落，后期随着价格逼近成本边际、主要转为经济增速下滑。以  $GDP/M1$  计算，2013-2014 年，中国货币流通速度从 1.69 蹰升至

1.83, 进入 2014 年四季度, PPI 同比降幅逐月加大, 从我们换算的定基指数(2000 年为 100)来看, 工业品出厂价格低于金融危机时的最低水平(图 2)!

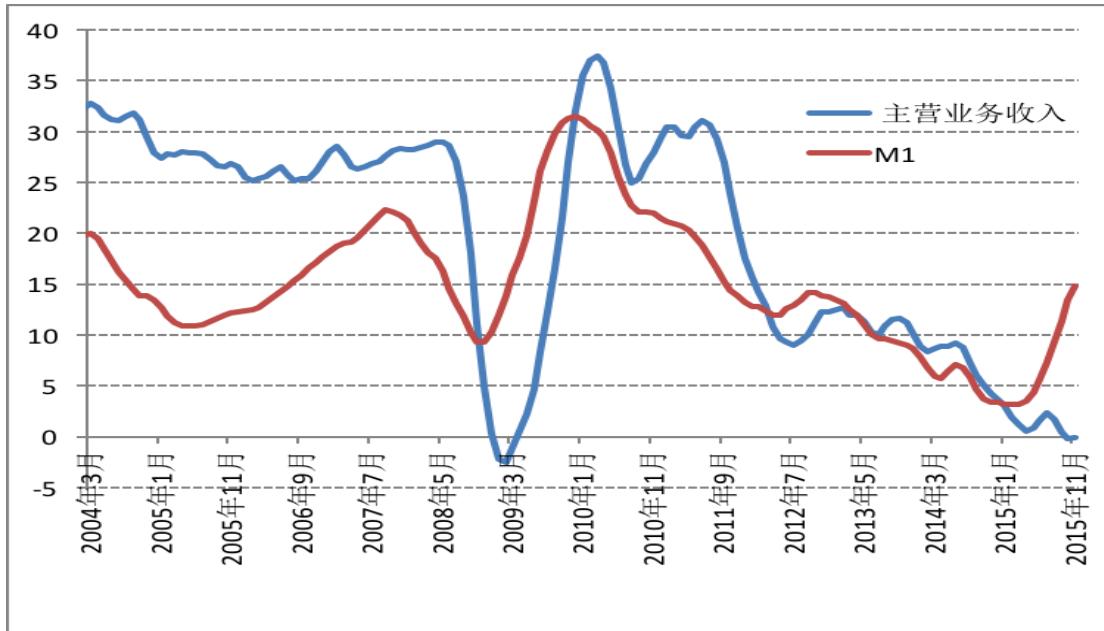


图1 规模以上工业企业主营业务增速与M1 增速走势图

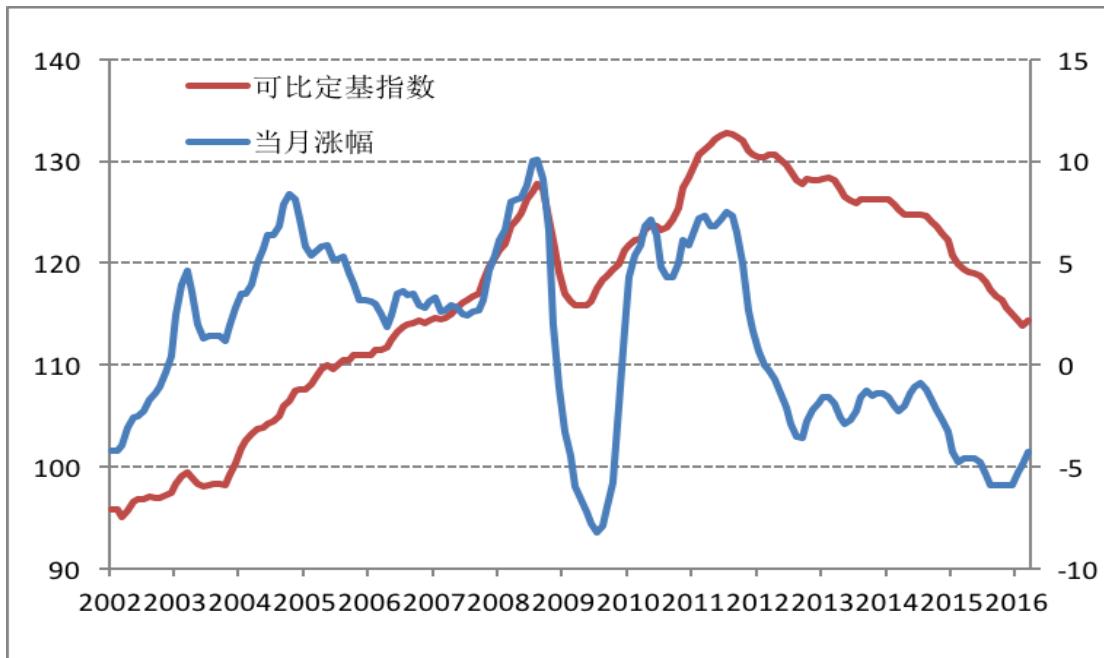


图2 2002-2016 年 PPI 走势

对于中国经济潜在增长率已经低于 7% 的论调, 笔者着实不敢苟同, 潜在增长率回落是一个自然渐进过程, 除非发生了战乱、饥荒等严重冲击, 否则不可能短短几年间就下降三、四个点。从全要素生产率及劳动力转移的角度做一个简单估计, 中国经济潜在增长率至少应在 8%: 一方面, 中国仍具后发优势, 可以从知识学习、工艺模仿和技术吸纳中获得较高的技术进步率, 2010-2014 年非农产业平均劳动生产率(增加值/就业人口)仍在逐年提高,

即使在劳动生产率提高幅度较小的年份，也超过 5%；另一方面，而虽然劳动年龄人口下降拐点已经出现，农村绝对富余劳动力所剩无几，但相对于农业较低的劳动生产率，农业劳动力还将源源不断向二、三产业转移，2010-2014 年，二、三产业就业人口平均增长 3.1%。

基于潜在经济增速高于目前实际增速，货币政策对经济回升的作用是肯定的。我们看到央行货币政策 2015 年下半年开始转变，M1 增速重现跳跃式提升，6 月份尚仅为 4.3%，12 月末即达到 15.2%，2016 年 3 月份最新的 22.1% 已经创下 5 年新高。合理的货币增速，应等于潜在经济增速+适度通货膨胀率+货币流通速度的变动，据此及历史经验可知，一旦 M1 增速持续超过 20%，必然引发通胀……难道真的会两次踏入同一条河流吗？还要看看另一只脚在哪里，2016 年投资走势是关键。

### 注意，国有投资已经启动

财政赤字为 3%，突破了金融危机时期的 2.8%，新增赤字主要用于减税降费，主旨还是刺激投资。这一轮经济下滑，消费对经济增长贡献率跃升至 66% 只是假象，不过是紧缩周期的副产品。归根结底，相比于收入决定的消费和飘乎不定的外需，投资仍然是中国经济的主要驱动力。

虽然表面上看，固定资产投资数据仍不容乐观。2016 年 1-3 月，固定资产投资（不含农户）同比增速 10.7%，仅比上年提高了 0.7 个百分点；民间投资继续低迷，增速已经落至 5.7% 的新低；房地产开发投资仅增长 6.2%，和 33.1% 的商品房销售面积相比，反映出市场极为谨慎的态度。

但是，一些隐藏的积极信号需要关注：一是新开工项目计划总投资增速已先行回升，从上年二季度-0.2% 提高至四季度的 13.8%，今年 1-3 月份同比增长猛升至 39.5%；二是国有及国有控股投资高能启动，1-3 月份的国有及国有控股投资同比增长 23.3%，增速比上年四季度大幅提高 13.5 个百分点。

良好的预期是，在经济回升和价格转涨的带动下，民间投资将逐步由被动观望转变为主动跟进，2009 年上半年，正是国有投资增速急速冲至 40%，扭转了民间投资下滑的趋势。但是眼下的情境可能比当年还要困难，如同股市不怕急跌怕阴跌，金融危机时期民间投资增速从 30% 以上的高位跌到 20% 多，信心还在，不能和持续 5 年下滑之后的严重悲观情绪相提并论。由此可见，国有投资必须持续加码，才有可能再次激活民间投资动力，国有投资增速站上 30% 指日可待。

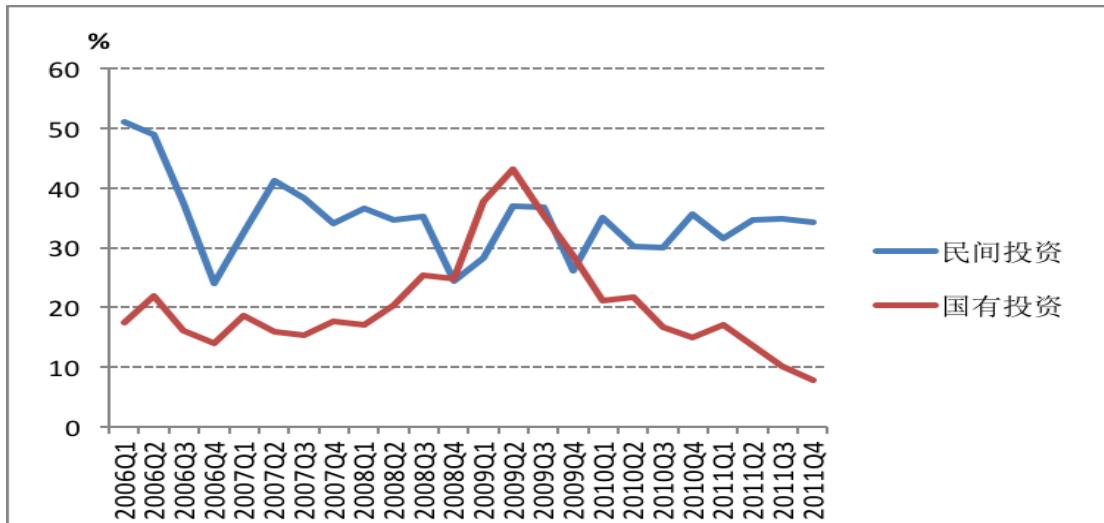


图3 2006-2011 年民间投资与国有投资季度同比增速

### 2016 vs. 2009，更可怕的风险

即使国有投资再上高位，但有“四万亿”的教训指路，只要地方能够遵循布局制造业转型升级和高新技术产业发展的原则，并加大向公共性、民生性领域倾斜的投资，应该不会再造一次产能过剩的困局。

真正让人担心的是金融风险。中国货币政策扩张的渠道发生了变化，2009 年走的是官方严格管控的贷款渠道，随着外汇占款这一渠道被动关闭，金融机构的股权投资出现高速增长，2016 年 2 月末余额 16.7 万亿，同比增长超过 1 倍。通过股权渠道发放货币，一则符合债转股、去杠杆的政策导向，二则可以为贷款限额 1:1 清腾空间——将多少债务转为股份，就能够重新获得多少贷款额。虽然目前股权投资规模有限，仅为贷款的 17%，但股权风险高于债权是不争的事实。无论是将企业债务转为银行持股，还是银行对地方融资平台展开的股权投资，实质上无非是将实业领域的风险转移到金融系统，杠杆去掉了，但风险好像不减反增。

人不可能两次踏入同一条河流，中国经济也许正航行在更大的风浪中。笔者并不怀疑 GDP 将回到 7%，只是担心鼓掌欢呼之后又陷入深深叹息。

文章来源：本文的网址：<http://www.ftchinese.com/story/001067279>