

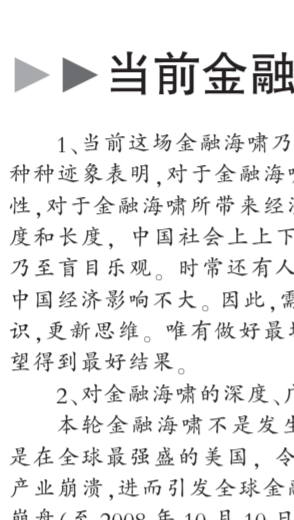
Opinion

上证观察家

当前扩大内需必须股市楼市债市三箭齐发



赵晓
北京科技大学教授



任若恩
北京航空航天大学教授

2007年,国内的主流意见是“防热防胀”,但我们一再警告要防止紧缩过度。2008年上半年,我们进一步警告不要让房地产变成第二个股市,并再三呼吁紧缩的钟摆必须往回调。2008年下半年,对于“一保一控”政策,我们认为迟疑即是延误,呼吁宏观政策要消除物价上涨、流动性过剩以及市场原教旨主义等“三大迷幻”,走向全力保增长。在政府出台4万亿扩大内需战略决策后,我们又提出在实体经济思维外,还要有现代金融与资本思维,要通过提振股市来恢复市场信心和需求。所有这些,均已在随后的市场和政策中得到印证。

本着知无不言,言无不尽的学术态度,我们谨对当前宏观经济及扩大内需的途径再次提出我们的判断和政策建议。

当前金融海啸乃百年一遇

1、当前这场金融海啸乃百年一遇。然而,种种迹象表明,对于金融海啸的严峻性,困难性,对于金融海啸所带来经济危机的深度、广度和长度,中国社会上上下下仍然比较麻木乃至盲目乐观。时常还有人声称金融海啸对中国经济影响不大。因此,需要进一步清醒认识,更新思维。唯有做好最坏准备者,才能有希望到最好结果。

2、对金融海啸的深度、广度和长度估计。本轮金融海啸不是发生于一般国家,而是在全球最强大的美国,令其最骄人的金融资产崩溃,进而引发全球金融危机、全球股市崩盘(至2008年10月10日全球股市市值已损失25万亿美元之巨)以及全球经济危机。尽管如此,多数专家判断,金融危机迄今只展开七成,经济危机则仅展开四成,还远未见底。十年前亚洲金融危机时,国际货币基金组织用不到10亿美元为韩国救市,令韩国经济在数年内恢复,而本次金融危机到目前仅美国的救市资金便超过7500亿美元,全球救市资金则已超过3万亿。如果说,亚洲金融危机是一米多高的风浪的话,那本轮金融危机实是在100多米高的海啸。

亚洲金融危机主要受害的是亚洲新兴市场国家,而这次金融海啸则席卷了几乎所有的发达国家、新兴市场和发展中国家,“覆巢之下,焉有完卵”,全球几乎没有国家能置身事外。原先被认为不易受冲击的“金砖四国”已纷纷倒下——俄罗斯股市崩盘、巴西货币几乎崩溃、印度和中国经济增长大大失速。世界银行最新预测,2009年世界经济增长率将从2007年的5%跌落到1%,其中发达国家为

负0.1%,发展中国家约增长4.5%。国际货币基金组织则警告世界经济正进入“严重低迷时期”。

我们现在至少要做好最坏的打算,那就是美国经济增长可能十年走不出来。从基本来看,这场危机的本质是美国居民、企业和政府过度消费,过度借债行为的调整。美国经济复苏的情况相当不乐观,需要较长的调整时期,3年,甚至5年都是可能的,同时考虑到危机的严重程度以及美国政府手中的政策资源有限,会有相当概率走向5年以上甚至长达10年的“L”形增长衰退。而欧洲、日本也非常可能同样出现“L”形增长衰退。

众所周知,美国上个世纪90年代以来的经济高速增长其实是靠高科技、房地产与金融、美元三大泡沫支撑的。目前高科技泡沫、房地产与金融泡沫这两个泡沫已经破灭,泡沫破灭后美国所积累的显性与隐性负债总计高达53万亿美元,因此第三大泡沫也就是美元泡沫极有可能在未来进一步破灭。近日,美国著名投资人罗杰斯就公开预言美元将贬值90%以上。果真如此,则美国经济在可见的预期时间内不仅难以复苏,甚至会更加陷入万劫不复的境地。

从复苏政策看,除军事手段外,美国并没

有特别的手段和资源来拉抬经济。次贷危机爆发后仅一年,美联储的利率政策即已耗尽,目前已接近零利率,财政情况同样困窘,全靠借债度日。因此,就常规宏观调控手段来说,美国政府的“有形之手”已接近山穷水尽地步。

从历史的镜鉴看,上世纪90年代日本初遇危机时,情况要比当前美国还要好不少,至少货币政策空间和财政盈余情况不错,同时那时还有人不断强调日本企业管理先进,国民勤劳肯干等所谓“日本特殊性”因素,但结果却是日本经济十五年走不出来。现在也有人在谈美国的特殊性,但小布什、伯南克已公开宣称,这次危机之严重甚至超过了70多年前的“大萧条”。大萧条从1933延续至1941年,中间虽经“罗斯福新政”也未能走向复苏,全因二战爆发,大量军需刺激才使美国经济走出泥潭。本轮金融海啸使美国经济十年无法复苏并非不可能。前美联储主席格林斯潘曾警告,这是百年一遇的金融危机。索罗斯则宣称,这是过去25年的总账一起算,是上世纪30年代以来最大的危机。

面对不断的警告,中国人切不可再盲目乐观,扩大内需战略至少要防备这样一种最坏的可能,并在新的思维框架上重新考虑扩大内需的各项政策安排。

2009年中国将面临30年来最严峻挑战

3、面对全球金融海啸的袭击,中国经济将进入改革开放三十年来最寒冷的冬天。好话说尽,以往中国人所习见的冬天(经济衰退)是零下4度,亚洲金融危机是零下14度,此次金融海啸所导致的经济冬天可能低至零下40度。中国经济以中国的社会和谐乃至政治稳定都将面临空前的大考验、大挑战。

4、当前中国经济增速正大幅、快速下滑。考虑到2008年11月工业增长只有5.4%,财政收入和出口均已出现负增长,估计12月GDP将下滑到2%至3%的地步,可以说是三十年从未有过的最严峻形势。另外,一些行业开始出现全行业亏损。国家统计局数据则显示,钢铁业10月与6月相比已减产31.5%,10月出现全行业亏损,亏损面59%。同时,由于增长下滑,就业前景处于空前困境。2008年以来,全国预计已倒闭超过十万家企业,同时根据中小企业协会数据,还有30万家中小企业处于停产半停产状态,全社会下岗人数估计已超过2000万,更多人处于半失业状态,并有1000多万民工返乡。

5、估计春节期间可能会出现大规模的民工返乡潮,因而节后会有更多人失业。同时,包括拖欠民工债在内的各种三角债事件会恶化。这些都将影响社会稳定与和谐的一场迫在眉睫的恶战。不可不防!政府必须在春节前打一场扩大内需的信心战。

6、2009年的宏观经济,预计还会更加恶化,比我们在2008年年中警告的“保八”格局还要严峻。中国经济或许将首次陷入“保七”、“保六”的挑战。在遭遇前所未有的经济困难的大背景下,社会和谐与稳定的挑战无疑是改革开放以来最大的,必须从各个方面做好最大的准备。

7、平安、和谐地度过2009年已成为压倒一切的经济与政治任务。可以说,保增长就是保就业,保就业就是保民生,保民生就是保稳定,保稳定就是保政权。政府应继续本着实事求是的原则,从社会和谐与政治稳



定的高度来看待当前扩大内需的战略决策,为此应抛开一切常规思维,克服一切阻挠尤其是互联网上众说纷纭的阻力,动用一切可能的手段,务求使经济渡过难关。

8、在外需低迷的情况下,扩大内需是中国唯一正确的战略选择,但还须作好打持久战的准备。至少应该有最坏的打算:假如中国经济衰退10年,导致中国外需从过去30年接近年均20%的增长率进入一位数增长甚至一定时期的负增长(2008年11月份出口已出现负增长),从而外需的发动机长期熄火后,中国经济靠内需还能长期、持续、健康增长,且基本增长速度能保持在8%左右。

9、长期、持续、健康的经济增长对中国经济发展和社会政治稳定至关重要。事实上,中国的增长与西方具有不同含义。在中国,8%的经济增长,企业与居民的真实感受可能更接近于欧美国家的零增长时的情形。从历史经验看,一旦经济增长下滑至8%时,企业的效益就会急转直下,部分行业将陷于全行业亏损,财政盈余会从黑字变成赤字,失业率急剧上升,乃至城市化进程也将出现逆转,出现大量返乡人员。在西方,经济危机通常只是纯粹的经济危机,但在中国,由于缺乏财富的历史积累过程,缺乏覆盖全社会的保障系统,大量失业人群和弱势群体无法被社会系统及时吸纳时,经济危机往往容易引发社会危机和政治危机。改革开放三十年顺风顺水,很大程度上就是因为中国经济保持9.8%的平均增速,成为社会和谐与和谐的润滑剂,增长的强势掩盖了改革的劣势以及社会的种种矛盾。

扩大内需将使中国成为世界大国

25、在2007年11.4个百分点的中国经济增长率中,外需贡献了2.7个百分点,内需拉动的贡献了8.7个百分点。这预示着,如果当前扩大内需战略能够抓住中国工业化、城市化时期经济快速增长的战略机遇期,确保投资和消费稳定增长,那么未来中国经济仍有极大可能保持8%左右的增长率。以往中国经济增长10%时,美国经济增长3%,我们是美国的3.5倍,现在中国经济增长仅零点是美国的0.5倍,则中国经济相对于美国的增长率将在18倍以上。亚洲金融危机时,中国依靠扩大内需成为亚洲大国,本轮扩大内需战略是中国极大的生机所在。所有的政策都要从有利于扩大投资和消费的角度去考虑。只要是与此不相悖的,就都是可以考虑的政策。

26、当前国际金融危机虽然对于全世界尤其是发达国家来说,是百年一遇的金融危机,其对于中国的挑战也是空前严峻,但如果中国能够把握住工业化、城市化的战略机遇,从股市、楼市、债市三个方面同时着力,则中国也将面临百年不遇的崛起机会。

27、为此,扩大内需战略一定要排除一切干扰,步步到位,招招见力,确保扩大内需的战略决策能一举达到目标,不丧失历史机遇。

当前启动股市三大思路

10、我们认为,当前扩大内需最重要的切入点就是股市、楼市、债市三箭齐发,以尽快扭转疲软的宏观环境,提振信心,同时将就业与保企业放在中心位置。

11、股市的启动将最快,也最值得首先着力,可以成为信心保卫战突破口。这是因为,沪深股市已提前消化了中国经济下滑的坏信息,到了跌无可跌的谷底,蓄积着反弹的内在可能。沪深股市比美国股市跌得还要深,并非因为宏观经济差到如此程度,而是因为制度与政策因素,这使得其要想恢复容易得多。“信心比黄金更重要”,要恢复比黄金更重要的信心,必须率先复活中国最有消费能力的几千万股民,他们构成了中国新兴中产阶层的主体。其财富升值信心,其信心升值消费升,消费升则将极大地带动中国经济复苏。

12、解决股市问题的关键,是要认识到股市对于信心、财富以及实体经济的重要作用,同时消除“市场迷幻”。事实上,沪深股市非常特别,是全世界都没有过的非常特别的市场,与发达国家的股市没有可比性。教条主义地谈什么市场化、契约精神,意义不大。如果是牛市,大小非问题尚有可能通过正常化途径解决,但在当前大熊市下,根本无法靠市场手段解决,市场运行只能是随经济数据的恶化而雪上加霜,进而成为拖累实体经济的砝码。另外,所谓的国有资产实际上是全民资产,鉴于苏东私有化的惨痛教训,在中国还没有设计出一个妥善的方案之前,国有资产实际上也不能以一个全流通的方式“私有”出去。因此,无论从长从短议,都必须快刀斩乱麻,以非同寻常的方式全力解决。

13、当前启动股市的思路,一是要坚决解除“大小非”警报。影响当前股市信心最大的因素正是投资者对“大小非”的担心。2003年,真正死于“非典”的人极少,远少于交通事故致死者,但“非典”带来的恐慌却使得长安街门可罗雀、车流损失。从信息经济学的角度看,“大小非”就是当前股市中的“非典”,是导致股市无法恢复信心和活力的主要障碍。目前沪深股市“大小非”和“大小限”合计高达1.18万亿元,超出两市流通股本的两倍多,不仅极大地改变了沪深股市的供求关系,而且改变了市场的估值体系,即使股指跌到1000点,这些一元钱左右的低成本股票仍然有利可图。很显然,“大小非”警报一日不解除,股市便一日不得翻身。

14、解除“大小非”警报的最佳方式,是通过国资委的“法定承诺”来一举消除“大小非”恐慌。这是最简单且只要国资委代表大股东上台一个文件,宣布为响应国家扩大内需的战略决策,承担国有企业的社会责任,三年内不减持,事情即可解决。这样做,国资委并没有任何损失,因为国资并没有真正减持,也没有减持计划,也无法减持,同时也没有放弃全流通下减持的权力,然而期限内不减持的法定承诺,却足以解除股市中的“非典”警报,带来当前中国经济中比黄金更重要的信心。

15、当前启动股市的思路之二,是在社保基金中组建一个封闭式基金来承接数千亿“小非”,运用类似于香港盈富基金的方式去运作,并且在合理时间与价格区间内不减持。如此,则“大小非”问题在不破坏全流通改革成果的情况下,便可最简单直接地解决。

《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》曾要求:“鼓励银行业金融机构在风险可控前提下,对基本面比较好、信用记录较好、有竞争力、有市场、有订单但暂时出现经营或财务困难的企业给予信贷支持。”以眼下商业银行信贷管理的状况,实现上述要求有相当难度。而目前很多“小非”持有者是各类企业,给予这些企业“小非”变现的机会将改善他们的财务状况,有助于这些企业的持续经营。而保住了企业,就意味着保住了就业,符合目前社会的最大利益。而“小非”的新持有者——封闭式基金所持有的估值合理的企业股票,其中大多数是中国各行业的优秀企业。在一定的退出机制安排下,封闭式基金不会因此受到损失,还可以在将来盈利。与其让商业银行冒着可能的导致不良资产的债券投资方法去拯救企业,不如以股权投资的方式来拯救企业,这样一个新的制度安排将导致多赢的结果。

16、当前启动股市的思路之三,是以外汇资金增持港股中的国有股权,以此拉抬香港股市,进而带动沪深股市上扬。由于国家扩大内需的收益将主要由国企获得,因此此举同时也为中国庞大的外汇投资寻找一条最佳出路(红筹股是我们最了解、最放心、最有把握的投资方向,目前中投对外投资中只有港股赚了钱就是明证),可将国家4万亿扩大内需中的收益更多收归国资囊中。实际上以外汇资金增持港A股中的国有股权也是可行的。过去反对这样做的主要理由是可能导致“二次换汇”,出现通货膨胀的风险,现在这样的顾虑不再存在。

17、需要大力度发行国债,从而发展中国债市。早几天,发改委主任张平宣布,2009和2010年中央财政投资11800亿元。根据2008年中央财政支出重点安排,2008年的中央建设投资是1521亿元,可以理解第四季度1000元的投资是在这个基础上的增加,而未来两年的财政投资也是在这个基础上的增加。这增加的部分可以看做是财政刺激政策的规模,或刺激力度。同样按照2008年中央财政支出重点安排,中央财政赤字预算安排是1800亿元,未来两年在此基础上增加也可以看做是财政刺激政策的规模和力度。结合以上两项数据估计,中央财政在未来两年的财政刺激力度应该在每年4000亿到5000亿左右,推动GDP的

增长估计在1.5%左右,如果考虑到可能的财政刺激政策的乘数效应,还可能要大一些,但需要时间才能体现出来。

18、我们建议,考虑到目前的经济总量已是上一轮扩大内需时的三倍,2009年最少的财政刺激力度应该在3000亿左右,但因为当前经济增长的挑战更大,财政刺激力度最好是双倍,也就是按6000亿的国债投资规模,约相当于2008年名义GDP的2%来安排。随着形势的发展,也可考虑按照2008年名义GDP的3%来安排,即8000亿元。按欧盟的标准,这仍在财政安全的警戒线范围之内,是可以接受的赤字安排。

19、如此,中国经济发展将进入一个新的水平,中国的百姓也将在经济困难时期找到一个比储蓄以及大多数投资更好的投资渠道,其对于居民财产性收入增长的意义不容低估。

20、财政投资要避免“挤出效应”。考虑到经济下滑,财政收入将锐减(目前已呈现负增长),而支出却急剧扩大,因此会很快陷入赤字。上个世纪90年代日本就是前车之鉴。为保证财政最佳地发挥作用,一定要尽量避免“挤出效应”。当前,财政投资的一个重点是保障房(包括廉租房、经济适用房和棚户区改造等),总投资金额高达9000亿人民币,但尚未明确具体实施细则。我们认为,在这个问题上,一定要吸取香港1997年的惨痛教训。当年,特区政府从良好愿望出发,提出要由香港中低收入者建八万五千套保障房,但结果却是这个政策成为香港楼市崩盘的导火索,楼价直跌60%以上。楼市崩盘引发了香港的经济恶化,这就是财政政策扩大政府需求却以市场需求的萎缩为代价的“挤出效应”的一个典型恶例。由于当前中国内地楼市正处于紧张状态之中,9000亿保障房如果是政府自建就可能是“砸场”,政府需求的扩大将以市场需求的减少为代价;如果政府以回购商品房再以经济适用房和廉租房分配方式就是“救场”,政府需求的扩大并不以减少市场需求为代价,恰恰成为激发市场需求的力量。当前,经济形势已经十分严峻,一定要避免出现像压死骆驼的最后一根稻草那样的“砸场”的负面效应。

21、财政政策还要做好打持久战的准备,为此,要尽量“四两拨千斤”。千万不可以死硬、硬碰硬,一定要珍惜每一元钱,就像珍惜“每一颗子弹”一样。如此,最关键的是要让财政发挥“四两拨千斤”作用。近期,政府用补贴的方式鼓励农民买家电就是“四两拨千斤”的做法。此外,我们建议,中央财政还可以规定,在一定期限内比如说今后两年内,任何人买房,都将给予相当于总购房款20%的补贴。这样做,表面上政府吃亏,其实是占了大便宜,因为政府只用20%的资金就拉动了100%的资金,其中包括80%的民间资金,用最小的钱达到了最大的扩大内需效果。同时,由于房地产拉动经济的作用最大,因此,政府投入的20%的钱还可望通过经济增长再回流回来(甚至是更多地回流),如此有投入有产出的财政扩张才是可持续的扩张。这样的方式是本轮扩大内需最需要着重考虑的方式。

22、我们还必须清楚,光有财政投资是不够的。财政扩张充其量只能保证中国经济不崩盘,起一个“维稳”的作用,但不足以保证经济恢复到适度增长水平,要使经济恢复活力必须靠市场自身活力,靠信贷政策和货币政策的激励。上一轮扩大内需,积极的财政政策声势浩大,但并没有能够实现“保八”任务,中国经济在1998年只增长7.8%,其后经济增长进一步滑落至7.1%和7.3%,就足以说明这一点。中国经济当年走出通货紧缩最终靠的是消费信贷所带来的民间经济活力特别是房地产市场的活力。本轮扩大内需,除了财政政策外,也必须借助于市场活力的提升,借助于信贷的扩张。当前,最关键的一点是保企业,为企业减负,进而为就业,为此最重要的一点是严防银行信贷收缩。这是因为,银行总是在大晴天给企业送去雨伞,却在雨天将伞收回,其结果,所有的银行都那么的时候,便导致实体经济更加下滑,也导致银行整体风险更加加剧。目前,央行已经取消银行信贷额度限制,但银行却出现了惜贷的行为。在这种情况下,央行和银监会等必须会同有关部门,采取不同于正常经济形势下的非常之举,斩断信贷紧缩的手,令银行保持必要的信贷扩张,避免信贷下滑与经济下滑的恶性循环。同时,央行还要伴随物价与企业利润率的下降,加大降息力度,减轻企业的财务负担。

23、在当前中国经济发展阶段,房地产市场仍然是扩大内需的头号主力,因此,稳定和启动楼市将成为2009年与股市、债市的启动同等的一个领域。这是因为,中国经济仍没有脱离城市化、工业化时期,在百姓吃穿住行四个方面,住仍然是中国人民最主要的需要。目前,中国的工业化完成了50%的进程,城市化完成了40%的进程,而房地产如果按7个发达国家的平均标准,也就完成了30%的进程,当前消费需求中最主要的是住房消费(包括基本消费需求、改善型消费需求以及投资型需求)。因此,这一轮的扩大内需,稳定和提振楼市仍然是走出经济困难的关键。房地产经济可以说约等于国民经济并且约等于民生。在当前严峻的经济形势面前,要切记任何有利于扩大内需的举措都是值得认真考虑的。

24、事实上,在空前困难的形势下,买房就是爱国,而在2009年,买房甚至可称得上是救国。为此,我们建议,本轮扩大内需不仅要鼓励中低收入者买房,还要鼓励所有人特别是富人买房,不仅鼓励未达标的第二套房购买,也要在稳定金融风险的前提下,鼓励第三套、第四套乃至更多的住房购买。只要是已购住房已还清按揭贷款,即便买更多的住房,也可以办理优惠贷款。