

内外失衡状况让宏观调控进退维谷

□刘煜辉



■人物志·刘煜辉

中国社会科学院金融所
中国经济评价中心主任,研究员,
本报特约供稿人。

继 2005 年四季度及全年实现 9.9% 的增长率之后,今年一季度的年同比 GDP 增长率为 10.2%。这一增速大大高于早先公布的 2006 年经济增长率为 9.1% 的预测值。近来,对今年第一季度经济偏热原因的解读中,有一种观点认为,“十一五”开局之年政府相关项目上过得多过快,即新一轮换届周期导致经济过热是导致经济偏热的主要原因。但是,经过仔细分析后我发现,强劲的外部需求是导致经济偏热的主要原因之一。

因为,全球经济短期向好。最近,IMF 将全球 GDP 增速调高 0.6 个百分点至 4.9%,OECD 领先指标显示短期内全球经济增长态势良好。在此背景下,中国第一季度经济增长高于预期,更主要的影响因素是中国出口继续增长强劲。其中,净出口对 GDP 增长的贡献度高于 2005 年第四季度(应该看到,这是在政府项目大量上马带来了建筑机械进口激增的情况下)。而对外贸易继续快速增长,同比增长 25.8%,比上年同期加快 2.7 个百分点,贸易顺差达到 233 亿美元。

与此相一致,一季度投资增长也保持强劲势头(增长 27.7%),尤其是贸易部门(制造业)的固定资产投资增长尤为强劲,一季度的增长率为 36%,而 2005 年增长率为 39%。在非贸易部门,固定资产投资的年同比增长率相对平稳,比如服务业为 28%,包括房地产业(20%)和公用事业(头两个月为

坦率地说,中国经济的内外失衡,注定了我们要在宏观调控与人民币升值这两个难以选择的目标之间作出权衡。故此,我们对下半年经济形势的变化趋势可得出这样几个基本判断:一是我们事实上很难维系住连续的紧缩性政策(即所谓加息周期);二是投资增速下来之后,人民币升值的压力将会进一步增大,预计年内升值速度将可能加快;三是还会加剧银行体系的流动性过剩状况。如果房地产价格上涨能得到行政控制的话,股票市场将成为过剩的流动性宣泄的唯一场所,预计年内股指进一步上涨的概率会增大。

12%)。由此,我们认为,中国经济中内部因素的影响实际上并没有发生太大的变化,但外部因素的影响却还在不断增大。这种高度外向型经济体内外部失衡的典型特征非常明显。

在此,所谓“内部失衡”主要是指中国经济中投资与消费之间的关系出现了恶化趋势。按去年统计局调整后的 GDP 计算,中国的消费率是非常低的,仅为 55%,而同样为外向型经济体的日本和韩国,历史上消费率最低的时候,也在 60% 至 70%。中国消费率之所以会过低,既有社会保障体系严重滞后、房价上涨失控等诸多因素的影响,并导致储蓄率过高,但更为重要的影响因素是投资增长过快。事实上,这些年来中国的消费需求也在平稳增长,但中国的消费增长依然远远落后于投资的扩张。日本的投资消费比在上世纪 70 年代曾达到过最高峰,高达 70%;韩国的最高时期是在上世纪 80 年代,这一投资消费比也达到过 60%。而中国在 2005 年投资消费比竟高达 77%,并有进一步上升趋势。根据日韩的经验显示,外向型经济体的脆弱性使得这么高的比例是不可能持续的,一旦全球经济波动(特别是美国经济出现波动),这样的经济体很可能在将来的某个时候会突然下滑(硬着陆),并经历一个漫长而痛苦的通缩调整期。

事实上,中国的投资消费失衡真正令人担心的地方还体现在以下两个方面。一是从投资的质量或效益上来看,中国比日韩的情况可能更低。在政府主导资源配置的模式下,现行的政绩考核体制驱动着银行将大量信贷资源投向资本密集型、高能耗、高产值的产业和政府形象工程项目,以致中国银行业不良贷款发生率远高于世界平均水平。在国际上,有一个反映投资效率的经济指标“增量资本产出率(ICOR)”,这个指标的意义是指每增加一块钱的国民生产总值,需要

投资几块钱。数据显示,美国、德国、法国和印度等国每增加一亿元的 GDP 需要投资一到两亿元,发改委根据国家统计局数据计算的这一指标为 5 亿元。也就是说,人家的增量资本产出率是 1 至 2,而我们的这一指标数为 5。另外,如果根据国际的经济资料库数据测算,最近三到五年的中国 ICOR 可能更高,估计在 5 至 7 之间。所以说,中国的投资与消费之间的失衡,就显得更加令人担忧了。

二是根据宏观经济学理论,投资直接关系要素的分配。如果资本要素增加很多,而劳动要素比重偏低,那么劳动收入部分对资本收入部分的相对比重就会降低。因此,过高的投资率造成了低收入阶层的收入增长缓慢,导致分配结构扭曲,即收入差距进一步拉大,并导致投资与消费之间关系进一步恶化。

而“外部失衡”是指中国同时存在着经常账户和资本账户的“双顺差”。从宏观经济学中的国民收入恒等式看,国内储蓄大于国内投资必然会出现贸易顺差,过剩的生产能力必然要寻求外部需求平衡。因此,内部失衡与外部失衡中的贸易顺差乃是一个硬币的两面。从 1999 年到 2004 年,中国的外贸顺差基本上维持在 GDP 的 2% 左右水平,但 2005 年外贸顺差大幅度提高,跃升到 GDP 的 5% 左右水平。随着中国外贸依存度的不断提高,来自国际上对人民币升值的压力也在不断增加。

当然,究竟是内部失衡还是外部失衡导致了目前中国经济的内外失衡格局的形成,似乎很难分清,倒可能是相互交织和相互转化的,这种经济格局也使得中央政府的宏观调控处于进退维谷之中。

事实上,中央政府采取一系列紧缩政策(如连续加息)很可能是难以持续的,如果通过行政措施(如信贷控制)或许在短期内能控制住过快的投资增长,但消费需求在短期内显然无法形成内需替代,内需下降将导致进口需求减速。在外

部需求依然强劲的情形下,顺差增加可能加速,此时内部失衡将进一步转化为外部失衡,也就是说,宏观调控将可能进一步增强人民币的升值压力。事实上,2004 年宏观调控以来的情形便是如此,贸易顺差从 2004 年的 300 多亿美元一下子激增至 2005 年的 1000 多亿。

在这一经济背景下,这种具有自我实现特征的预期,必然是会吸引热钱加快涌入,中国金融体系的流动性泛滥,货币市场利率持续走低,以及房地产和股票等资产泡沫也会急剧膨胀。中国的风险在于金融压制使得银行体系中的信贷增长,资金基本上依赖于银行体系的,而银行体系的信贷又主要表现为抵押贷款。如果资产快速升值,实际上就意味着实体经济的信贷条件的放松,一旦实体经济的实际利率下降,并累积至一定程度,那么即便是依靠行政手段的信贷指导也未必能控制住银行体系中的信贷增长,就可能形成经济中的投资过热局面,目前中国经济就面临了这样的困境。

可以说,在此内外失衡的格局下,中国要想在短期内降低居高不下的投资率,几乎是不可能的,而背后的实质性问题恰恰是我们难以绕开人民币汇率问题。是否能真正放弃盯住美元政策,让人民币快速或大幅升值呢?现在看来,这种风险是深不可测的。当前,中国经济体中到底已注入了多大规模的热钱?以房地产为例,自 2003 年以来,货币当局就开始着手控制房地产信贷,尽管近年来中国的银行体系中与房地产及房地产相关的信贷增速较为缓慢,但房地产投资增速依然保持了 20% 以上的增长速度,仔细分析发现,外资在其中起到了很大的作用,而中国房地产市场对跨境资本流动及汇兑的管制事实上是几乎不动的。如果人民币迅速升值,将导致境外资本的大量抽逃,并可能导致房地产泡沫的破灭,银行将重新背上沉重的不良资产包袱,致使国有商业银行改革有“前功尽弃”

的潜在风险,而中国经济也将可能出现“硬着陆”的风险。这种经济现象一旦显现,中国经济将步入一个长期而痛苦的通货紧缩阶段。这种休克式汇率改革的代价,显然是中国难以承受的。

从长期看,中国经济要从根本上摆脱这一内外失衡的格局,就必须坚定地加快实施经济转型战略,由外需主导转向内需主导,这是大国经济和未来经济主导权的必然选择,时间已经不能再等了。随着全球金融危机格局的加剧,日益累积的全球性资产泡沫破灭的风险愈来愈大,一旦美国经济出现了问题,房地产价格的大幅下滑将导致消费和进口需求萎缩,无疑也将对目前内外失衡的中国结构形成巨大的冲击。故此,目前宏观政策应当明晰以下几个关键点。

一是内需如何从投资转向消费。关键是要扩大政府支出,国家财政要扩大消费支出,包括公共医疗、廉租房、养老、教育等等,也就是说,要拿出更多的公共产品用于刺激消费,而健全的社会保障体系是启动居民消费的基础。

二是如何提高投资效率。投融资体制改革的实质是政府的行政体制需要改革,政府必须转换职能,让政府的行政职能回归到创造经济社会发展环境、维护经济社会发展秩序、提供必要的公共产品与服务等属于政府本身的功能上来,逐步减少、最终取消政府对非公共产品直接投资的功能。眼下,要特别制止政府变相为企业投资担保的问题,消除投资膨胀的制度基础,否则是很难扭转中国银行业不良资产的形成机制的。

三是必须加快发展金融市场。一个有深度的金融体系是一国经济遭受冲击后能够快速复苏的关键所在,美国就是一个典型的案例。目前,中国金融市场发展的主要障碍是政府的管制太深,而开放是发展的关键,发展的核心是拓展企业的融资渠道,并发展具有真正意义的多层次资本市场,以满足各种市场主体的融资需求。需要注意的问题是,不要把着力点都放在沪深股市上,也不要把着力点放在对企业的市场准入管制上,而关键是要建立一套制度,谁都可以上市,政府的职能是提供服务和促使市场信息透明,最终让市场真正建立起价格发现的功能。

■看点

●中国经济中内部因素的影响力实际上并没有发生太大的变化,但外部因素的影响却还在不断增大。这种高度外向型经济体内外部失衡的典型特征非常明显。

●在此,所谓“内部失衡”主要是指中国经济中投资与消费之间的关系出现了恶化趋势。而“外部失衡”是指中国同时存在着经常账户和资本账户的“双顺差”。

●如果人民币迅速升值,将导致境外资本的大量抽逃,并可能导致房地产泡沫的破灭,银行将重新背上沉重的不良资产包袱,致使国有商业银行改革有“前功尽弃”的潜在风险,而中国经济也将可能出现“硬着陆”的风险。这种经济现象一旦显现,中国经济将步入一个长期而痛苦的通货紧缩阶段。这种休克式汇率改革的代价,显然是中国难以承受的。

●目前宏观政策应当明晰以下几个关键点。一是内需如何从投资转向消费。关键是要扩大政府支出;二是如何提高投资效率。投融资体制改革的实质是政府的行政体制需要改革,政府必须转换职能,让政府的行政职能回归到创造经济社会发展环境、维护经济社会发展秩序、提供必要的公共产品与服务等属于政府本身的功能上来,逐步减少、最终取消政府对非公共产品直接投资的功能;三是必须加快发展金融市场,中国金融市场发展的主要障碍是政府的管制太深,而开放是发展的关键,发展的核心是拓展企业的融资渠道,并发展具有真正意义的多层次资本市场,以满足各种市场主体的融资需求。

■编余

对今年以来的宏观经济形势,分析人士可谓见仁见智,说法不少。但从国内外两个层面的失衡以及这种失衡对宏观调控可能产生的制约作用看问题的,不是很多。本报特约供稿人刘煜辉博士认为,正是这种复杂的内外失衡,使当前的宏观调控倍感艰难,而下半年的经济走向,尤其是金融走向,也将值得特别关注。他还提到了三个需要明晰的关键点。是不是这样?不妨细细品味。

而对这两天的股市投资者来说,宏观动向固然重要,大宗商品市场的价格走势,可能更让他们操心。因为大宗商品的价格震荡幅度,已经让他们的承受能力受到很大的考验。大宗商品价格的高位宽幅震荡后面,藏着怎样的玄机,这不是一个随随便便清谈了之的问题,它直接跟投资操作有关。要不要出货?怎么出货?出了以后还能不能捡回来,都要看大宗商品价格的脸色。因此,徐平生的文章也值得细看,以免犯下可以避免的错误。

——亚夫

大宗商品价格高位震荡有玄机

□国家信息中心 徐平生

5月15日以来,国际市场商品价格,特别是原油、黄金、有色金属的期货价格在前期大幅飙升后出现高位宽幅剧烈震荡走势,如LME三月期铜、LME三月期铝、纽约商品交易所(COMEX)期金和纽约商业交易所(NYMEX)原油期货价格分别在8000美元/吨、3000美元/吨、700美元/盎司和70美元/桶附近宽度达10%的区间内大幅震荡。

5月15日,国际大宗商品,特别是金属商品期货价格在高位大幅下挫主要受如下一些重要因素影响:

首先,商品价格经过短期快速大幅上升面临越来越沉重的调整要求。一方面,部分投机资金获利回吐对市场形成了沉重压力,大量获利回吐盘的涌现,更加大了市场跌幅。另一方面,单边快速拉升的行情走势已经严重透支了投机基金未来获利空间,震荡走势是基金攫取更大利润的客观要求。

其次,商品价格屡创新高后商品市场过热与否的市场分歧日益扩大。多空方面的两个大腕级代表分别是鼎鼎大名的罗杰斯和巴菲特。早在1999年就预言商品牛市到来的投资大师吉姆·罗杰斯一直是多头的突出代表,他从商品市场上世纪80和90年代长期熊市时代形成的产能不足短期内难以弥补、当前经通胀调整的商品价格距离其价格历史最高点还相距甚远等角度分析认为,原油、铜等原材料的价格仍将继续上涨,离顶点还很远。他在15日的电话采访中

仍自信表示,“我们正处于一个商品的长期牛市中,这波行情至少还能持续数年”。与罗杰斯针锋相对,巴菲特则认为,飞涨的资源商品价格并不主要出于基本面因素,而是大量投机资本进行炒作的结果,近几年资源商品价格上涨的起始阶段是由基本面带动的,然后是大量投机资本涌入并主导了市场,才使商品价格一路上扬。他认为,除大麦、玉米、大豆等农产品外,其他所有的商品都出现了非理性繁荣,特别是金属和石油这两大商品出现一种令人恐怖的上涨。并且,巴菲特言行一致,据传其已经抛空了投资的白银仓位,他神奇投资经历所形成的巨大市场影响力和示范行为不可避免会对市场产生巨大影响。

第三,美元反弹对商品价格形成压力。最新美国贸易赤字有所缓解的消息给美元提供了支撑,几乎连跌了20个交易日的美元指数于北京时间15日15时左右复苏走强直接打压了国际大宗商品价格,黄金、铜、原油等的价格半个小时后出现大幅回落。近几天,黄金、原油、有色金属暴跌后迅速反弹,并呈高位宽幅震荡走势,未来一段时间内继续呈高位宽幅震荡的可能性较大。

首先,原油、铜等有色金属供求基本面并没有发生根本转变。一系列的数据显示,当前原油、金属等商品的产能并未显著提高,且都面临一定的供给中断危险。与此同时,商品价格高企对消费的显著抑制作用也并未出现。因此,原油、铜等商品供需仍处于

脆弱平衡状态,且在可预期的短期内还难以完全改善。当前处于历史最低水平的基本金属库存及脆弱的供需平衡状态的持续存在客观上为投机基金提供了广阔的操作舞台。

其次,在目前高位宽幅震荡最符合投机基金利益。一方面,在目前高位继续大幅上行将置投机基金于不利境地。当前高企的商品价格已经使市场行为发生一定异化,英国便士价格出售就是一个典型的例子。如果价格继续大幅飙升,市场行为异化将会更大规模发生,从而增加铜等商品的供给,抑制其消费需求。另一方面,在当前高位,基本是投机基金和生产商做交易对手,一旦基金反手做空,其很难找到交易对手,因而投机基金难以在价格大幅下挫中获得较大利益。因此,对投机基金而言,最佳的选择就是使商品在高位宽幅震荡。

第三,巴菲特等投资大师商品泡沫的判断在短期内难以对市场施加有力、持续的影响。不可否认,当前商品市场存在一定的投机泡沫,但泡沫的破灭需要一定的条件,这往往需要一定的时间来实现。我们不要忘记,2003年以来,巴菲特就根据美国巨额双赤字持续扩大趋势判断美元要经历一个大幅贬值过程,据此判断,其大肆做空美元,结果2005年美元的持续升值使其损失惨重。现在看来,巴菲特对长期趋势的把握令人信服,但其对短期走势的判断却差强人意。现在,在对商品市场的判断也许同样如此。同时,我们还要意识到,当

前商品市场如果存在泡沫,那么其泡沫究竟有多大呢?未来将挤压到何种程度?这些,巴菲特等大师并没有告诉我们。

第四,美元贬值趋势将长期存在。美国不断扩大的双赤字将对美元施加越来越大的压力。未来一段时间美元将很难持续走强,很可能呈现震荡盘整下跌走势。长期看,美元将对主要货币贬值,通过通货膨胀和对外价格来转嫁赤字。目前,美国国内有一些议员已经发出了“赤字货币化”的声音,就是用印刷美元冲抵美国政府的债务,其直接影响就是美元贬值。美联储新任主席伯南克对待通货膨胀和通货紧缩后果的认识倾向决定了其宁可放任一定的通货膨胀,而决不允许出现通货紧缩。这种政策倾向的结果必然是美元贬值。同时,美元贬值也有利于美国转移经济调整的代价。美元的长期贬值趋势将对商品价格形成强有力的支撑。

随着我国和世界经济金融交融交往的进一步深化,我国金融市场和世界市场的联动性日益提高,此次国际期货市场主要商品价格的强悍走势,对我国期货市场和股市的影响将淋漓尽致。一年多来,我国期交所的金属合约价格和股票市场有色金属上市公司股票价格先是国际商品价格的急剧飙升而大幅上扬,近几天则是因国际期价短暂大幅下挫而接连跌停。通过比较不同市场相同产品的价格走势以及同一上市公司不同市场的价格走势,我们发现,我

国境内的期价和上市公司股价波动性要远远大于境外市场,我们的金融还很幼稚和脆弱。

首先,我国期货市场还是境外市场如伦敦贵金属交易所等的影子市场,基本不具备独立定价的能力,其角色仍仅仅体现为境外市场的提款机而已。

其次,我国A股市场投资理念仍没有得到质的提高。A股市场有色金属板块上市公司股价几乎完全跟随境外商品期价上扬,而期价一有风吹草动就出现接连跌停的过度反应,这种远比境外市场相同上市公司股价波动剧烈的价格走势(如G江铜的A、H股价格走势,山东铝业A股价格走势和中国铝业H股价格走势)说明我国A股市场更具投机性,投资者心理非常脆弱,也显示我国投资者对上市公司价值缺乏正确的评判标准。这种现状的存在将极大的不利于我国股票市场的进一步开放。

当前,随着中国、印度、巴西等发展中经济体庞大人口的现代化进程,资源的价值将长期存在。因此,控制拥有资源将能够尽享经济增长的利益。对普通投资者,投资资源类股票的最便捷安全途径就是持有资源类上市公司的股票。在不久的将来,那些恐慌抛出并离开资源类公司股票的投资人一定会后悔莫及的。请记住,只要商品平均价格维持一定水平以上(如铜价在5000美元/吨),我们那些拥有大量相关资源的上市公司就会给您一个惊奇!