

世界经济会陷入大萧条或持久衰退吗

◎主持人:邹民生 乐嘉春
嘉宾:沈建光(中金公司经济学家)

美国次贷危机之火正在往哪个方向延烧

主持人:本月14日,美国政府宣布了三项具体的救市计划。但市场并不领情,依旧以大跌收报。如果进一步观察欧美国家的救市举措,可以发现,次贷危机之火正在向更大规模的信用危机方向发展。怎么看这个问题?

沈建光:是的,次贷危机所造成的祸害动向非常值得关注。美国政府14日宣布的三大救市措施,包括:财政部拟用2500亿美元购买金融机构优先股。美联储将为银行和储蓄机构的高级债券、无息账户存款提供担保。政府将从10月27日开始启动购买商业票据的计划。

从这些举措所针对的解决目标看,显然,美国政府已经察觉到,此次次贷危机已经不仅仅是流动性危机,更是一场大规模的支付信用危机,而此前美联储和财政部虽然推出了一系列的救市措施,但这些措施并没有化解信用危机的主要矛盾。

在商业信用已经濒临失效的情况下,美联储能够动用的各种向市场注入流动性的措施,对缓解当前危机可以说是相当有限的,而只有用国家信用置换商业信用才能命中危机的要害。只是这种信用置换能否有效的关键,在于美国

国家信用能否支撑如此大规模的债券发行,以及发行是否会导致国债收益率的大幅飙升。其最终结果或许是两选一,救市成功,或者国家信用破产。在这种情况下,政府的债务状况如何,将是问题关键。

一个明显的信号是,美国仍将以发债作为筹集救市资金的主要渠道。事实上,美国财政部已经表示将于近期先发行400亿美元的国债,分四次进行。尽管一连串救市措施必定对美国财政状况产生负面影响,但是从美国的联邦债务结构与实际情况看,我们认为,问题并不如市场预期得那么糟,美国政府并不会破产。

另外,美国的非政府净资产仍相当可观。而资产负债比例是从总体上反映企业或部门偿债能力的指标,该指标越低,表明企业偿债能力越强。这也适用于对一个国家总体情况的观察。数据显示,截至2008年2季度联邦和地方政府净负债达6.5万亿,而居民、金融和非金融机构的资产总额远高于其负债总额,分别有56万亿、20.5万亿和16万亿的净资产。这三个部门的总资产是联邦和地区政府的14倍,因此理论上美国破产的说法不成立。

我们估计,本次次贷风暴过后,美国政府在此期间对金融机构所做的投资,将带来不小收益。美国政府对各金融机构作出的注资和担保总额约为1万亿美元,其中将动用7000亿美元从金融市场购买各种住房和商用按揭相关资产,以及通过国有化的方式直接向

金融机构注资,以缓解目前的金融体系流动性紧张压力,意味着美国的救市方案从单一的瑞典式的处理银行不良资产转向芬兰式(国有化方式)与瑞典式相结合的办法。

因此,在这里特别需要指出的是,在此轮次贷风暴平息后,这些投资有望为美国政府带来收益。例如瑞典式的资产管理公司在危机结束后5年内便将所有资产变卖,几乎所有的成本都被补偿。芬兰的政府保证基金更带来盈余。

大萧条会光临吗? 衰退会持续很长时间吗?

主持人:前不久,格林斯潘说,本次危机的严重程度是百年不见的。对危机后果,他表示担忧。不过,对这位“大师”已经有分析人士提出批评。因为,正是他主政美联储的时候,那些金融衍生品才大行其道。这里,我们不谈格林斯潘,来看看危机的后果到底会怎样。有人说,衰退要持续十年。有那么严重吗?

沈建光:如你所说,现在确实有这样一些分析人士提出了不少耸人听闻的说法,其中唱衰的人好像更引人注目,而如此言论给脆弱的投资者心上,又狠狠地踏了一脚。但是根据我们的研究,我认为,本次次贷危机引发的金融动荡以及对实体经济的影响,均要小于1930年代的经济危机,大萧条的情况更不会出现。

首先,对金融危机的处置对策不同。大萧条时期,美联储在市场流动性极度匮乏的时候,错误地采取了紧缩性货币政策,结果导致了通货紧缩及银行危机的急剧恶化。而从近来美国当局采取的对策看,美国政府正在以积极的态度应对金融危机,并通过了有史以来最大规模的救市行动,以避免金融市场崩盘。同时,还联手各大经济体,采取全球行动。其政策效果将会对世界经济产生积极影响。

其次,对世界经济的维护态度不同。大萧条时期贸易保护主义使得国际贸易急剧萎缩,严重损害了各国实体经济,而政府主导的大规模贸易保护主义行动在目前已难再现。现在,各大经济体首脑都在想方设法,采取对经济增长的保护措施,力图使金融危机的冲击力降到最低限度。

此外,对实体经济的信贷支持不同。大萧条时期,由于银行迅速大面积倒闭,企业难以获得贷款。而在本次次贷危机爆发的一年多时间里,工商企业贷款余额并未下降,因此对投资、产出及就业市场的影响远小于大萧条时期。

当然,尽管各主要经济体都采取了积极措施,但是,我们认为,欧美经济在未来两年还将相当低迷。从北欧的金融危机处置经验看,在政府救市两年内经济依然极其疲软,而救市措施实施后的5年内财政状况都面临赤字压力,美国经济目前亦面临相似的风险。预计在2009年美国经济仍将低迷。

■特别报告

不必过分悲观中国宏观经济走势

◎范德军

在当前美国金融危机恶化有可能导致全球经济衰退的情况下,有相当一部分人对中国宏观经济走势持悲观态度,甚至有人认为中国经济已经进入“下降周期”。中国宏观经济走势真的会像有些人预想的那样糟糕吗?回答是否定的。

未来物价上涨压力将逐步缓解

未来宏观经济走势如何,观察物价走势是一个重要的关键点。自6月份以来,CPI呈现明显的回落态势,8月份CPI已降到4.9%,远远低于人们的预期,但许多人仍不看好未来的物价走势。笔者认为,要正确、科学地看待物价走势,需要厘清几个基本问题。

第一,衡量适度物价水平的“参照系”问题。回答这个问题,实际上是要解决衡量物价水平的标尺问题。按通货膨胀程度划分,经济学教科书把通货膨胀分为三种类型,即温和的通货膨胀、中性通货膨胀和恶性通货膨胀。尽管没有一个世界统一公认的标准,但一般都把5%以下的通货膨胀视为“温和的通货膨胀”,意即这样的通胀水平是人们可以承受的。

在现实经济生活中,尽管没有谁刻意划定,但社会公众和政府潜意识中也都觉得超过5%的通胀率似乎是难以接受的。在2000年至2006年的7年时间内,我国实现了“高增长、低通胀”,GDP年均增长率为9.9%,而CPI年均增长率只有1.4%,远低于5%的水平,增长和物价两者实现了“黄金组合”。

必须看到,过去几年的低通胀,是建立在价格管制和成本压制基础之上的。资源价格、能源价格长期受政府管制,相关企业年复一年坐享政府的财政补贴;劳动力成本也被人为压低,环境成本在企业的产品成本中则根本没有得到体现。价格管制和成本压制的结果,不仅使价格机制扭曲,价格不能客观、真实地反映资源的稀缺程度,不能很好地发挥调节资源供求关系的资源配置的“指示器”作用,导致了资源的浪费和使用的低效率,而且也使通胀水平在行政力量的干预下被人为压低。

也就是说,过去几年的低通胀,是在有悖市场经济定价原则和依靠政府行政管制基础上形成的,并非社会通胀水平的真实反映。在资源价格和能源价格逐步走向市场化、劳动力成本与环保成本上升愈来愈具有客观性和必然性的今天,通胀率已经不可能重新回到过去几年1%左右的水平。因此,不应以过去几年的低通胀率作为衡量适度物价水平的“参照系”。

那么,到底应以何种标准作为衡量适度物价水平的“参照系”呢?笔者认为有两个标准:一是在现实的物价变动约束条件下,社会公众可能接受的物价上涨程度。当前我国物价上涨的因素

中国经济前景并非如市场预期的那么黯淡,美国金融危机也不会改变中国经济走势。相反,物价上涨压力将逐步得到缓解及目前中国经济基本面没有改变等都表明,目前经济增长放缓,只是经济增长速度的“量”的调整,而非经济高速增长阶段的“质”的变化。中国经济增长的内生动力依然强劲,且仍处于高速增长周期。中国经济的这一质态并没有因美国金融危机而改变。

较为复杂,既有国内部分农产品供给不足引起的供给方面和成本推进型通胀方面的原因,也有国外输入型通胀的因素,同时还有流动性过剩的压力。尽管这些因素对未来物价走势的影响程度可能发生大小不一的变化,但毫无疑问,它们仍将是影响物价上涨的长期性因素。这种影响物价上涨的多因素作用机制将长期存在,而且在未来一段时间内,引致物价上涨的动力仍可能大于引致物价下降的动力。考虑到这种情况,适度物价水平的“参照系”应以温和通胀的标准——5%的通胀率为宜。通胀率处于这一标准下,就是可容许、可接受的。

二是世界大多数国家,特别是与我国处于同一发展阶段的新兴市场国家的通胀率水平。在经济全球化背景下,我国经济与世界经济之间的联系越来越紧密,物价这一经济变量指标也越来越受到国际因素的影响。把我国的通胀率同世界其他国家特别是新兴市场国家进行对比,也是考察我国物价水平的一个视角。

第二,物价上涨压力问题。在展望未来物价走势时,有人总以物价存在上涨压力为由而对物价走势持不乐观态度。其实,由于影响物价的各种经济因素是经常性地发生变化的,因而物价变动的压力也是时时存在的,即要么是通货紧缩压力,要么是通货膨胀压力,要物价恒定在一个水平上几乎是不可能的。从这个意义上说,物价存在上涨压力原本是再正常不过的事情。

问题的关键在于,这种压力到底有多大?这种压力在抵消了导致物价下降的压力后对物价上涨究竟有多大程度的推动作用?不应对这些问题进行认真、细致的分析,只是笼统地认为物价有上涨压力就不看好物价走势,是没有道理的。

按着前面的两条标准,站在客观的角度考察我国物价现状及影响物价的各种因素的可能变化,我们有充分理由对物价形势感到乐观。8月份CPI已下降到4.9%,今年前8个月累计CPI平均为7.3%,预计全年可降至6%以下的水平,与前面界定的适度通胀率水平差距不大。

今年前8个月,全世界有50多个国家的通胀率达到了两位数,金砖四国中只有巴西的通胀率稍低为6.17%,印度为8.33%,俄罗斯更是高达15%,均高于我国的通胀水平。

从物价走势的影响因素看,世界经济受美国金融危机拖累会减速,从而降低对大宗商品的需求使大宗商品价格的修复。目前,国际油价大幅下降已跌破90美元,其他大宗商品价格也明显走低,输

入型通胀的压力显著减缓。同样,农产品对物价上涨的拉动作用也在减弱。尽管目前PPI仍处于高位,但下降的拐点体现在即将公布的9月份宏观经济数据中,加之我国商品供求的总格局是绝大多数商品供过于求或供求基本平衡,因而PPI上升的压力向CPI传导的过程严重受阻。近几个月PPI节节走高但CPI却逐月回落,已经充分说明了这一点。

当然,未来可能推出的一些价格改革措施会成为推动高通胀的潜在压力,但政府会慎重考虑改革措施出台的时机和力度,使这种改革对物价向上拉动的程度能够控制在公众和政府物价调控目标所能承受的范围之内。总之,物价走势逐步向好是可以预期的。

经济增长放缓但高增长趋势仍未改变

美国金融危机恶化,外部需求下降,贸易顺差减少,中小企业经营困难甚至有些破产倒闭,诸多因素叠加导致中国经济增速放缓,增加了部分人士对中国经济增长前景感到忧虑。另外,美国金融危机产生的连锁反应并波及全球,也加重了人们对中国经济的担心。

不过,目前中国经济的基本面并没有改变,支撑中国经济增长的内生动力依然强劲,中国仍是一个处于高速增长周期的充满活力的经济体,中国经济的这一质态存在并没有因美国的金融危机而改变。

首先,以“次贷危机”为发端的美国金融危机对中国的直接影响并不大。在人民币还未实现资本项目下可兑换的情况下,尽管中国经济不可避免地会受到金融危机的冲击,但冲击的范围和力度受到了很大限制。

中国的商业银行所投资美国次按债券的金额不到百亿美元,所造成的直接投资损失对商业银行的利润和经营不会产生太大影响。

当然,这场金融危机有可能会对美国和世界经济增长步入衰退,一旦美国和世界经济增长进入衰退周期,中国经济势必将被拖累。这也是美国金融危机对我国造成冲击的最主要影响方面。

不过,尽管金融危机已重创了美国金融体系,但我们也没有必要过分看空美国经济。美国政府针对危机采取和将继续采取的一系列政策措施,将有助于损失的降低、危机的缓解和经济能力的修复。而世界其他主要经济体和相关国家纷纷实施救援计划,同样也有助于

减轻危机的负面影响。

虽然7000亿美元金融救助方案公布后,美国投资者对经济基本面的忧虑并未完全缓解,股市持续下跌,但随着该方案的分步实施,投资者对经济和市场的信心有望逐渐恢复,美国的信贷市场能够恢复平稳态势,美国的金融和经济运行状况也将出现明显转机。

从目前来看,这一救援方案的效力已开始显现。国际货币基金组织主席卡恩在10月13日表示,美国金融危机中最坏的一天已经过去。“欧元之父”蒙代尔则更为乐观,预言美国金融危机两个月就会结束。

所以,我们不必对美国和世界经济前景持过分悲观的态度。美国和世界经济增长会减速,但不会进入衰退。还应该看到,以“金砖四国”为代表的新兴市场国家和一些发展中国家的经济持续增长,成为推动世界经济增长的强劲动力,从而也将有利于避免世界经济出现大萧条。

在笔者看来,对中国经济而言,美国金融危机带来的实质性冲击,要远远小于对经济主体的心理冲击。因此,过分渲染美国金融危机对中国经济的负面影响,是不合适的。

其次,出口需求下降不会促使中国经济高增长的趋势发生逆转。由于国际经济环境的变化,今年前9个月外贸顺差比去年同期下降2.6%,净减少49.2亿美元。其实,这个下降幅度并不大。况且,外贸顺差下降是中国经济外部失衡有所缓解的反映,符合宏观调控的方向,恰恰是政府追求的和政府希望看到的。同时,也为转变经济增长过分依赖出口,改善经济增长的动力结构提供了良好契机。

今年以来,与外贸顺差下降形成鲜明对照的是消费快速增长。1月至8月全国累计实现社会消费品零售总额68439亿元,同比增长21.9%,增幅比去年同期加快6.2个百分点。2007年,消费对经济增长的贡献率首次超过投资,成为“三大需求”中贡献最大的一项,今年消费快速增长使这种势头得以延续。

制约消费的因素看,尽管受经济放缓、就业困难、股市财富效应严重下降等因素影响,消费增长仍存在较大压力,但推动消费扩张的有利因素也很多。其一,正如有的专家指出的那样,我国现已进入工资上升时期。其二,社会保障制度改革逐步深入,覆盖面不断扩大,这有助于解除民众的后顾之忧,提升居民的消费信心。其三,房价逐步走低,可降低这住房消费对居民消费的“挤出效应”。其四,政府出台的一些减税政策,可相应增加居民可支配收入,刺激居民消费。其五,文化娱乐、旅游等一些消费新热点的形成,可带动消费结构的升级。其六,消费基础设施和消费环境的明显改善,也有利于扩张居民消费。

在2003年至2007年5年间,中国消费年均13.1%。据专家测算,未来即使年均增长10%,到2020年消费总规模也将超过30万亿元。巨大的消费增长

而鉴于欧洲普遍恶化的公共财政状况,欧洲经济将会更加疲软。

现在,除了G7成员国,美国也在大力游说中国、日本、石油输出国等成为美国国债的主要买家。这将成为有史以来第一次发达国家需要发展中国家的帮助以度过金融危机。如果国债得以顺利发行,美元将因金融市场获得一定程度的保障而走强;如果国债发行受阻,美国当局将不得不增印货币,这将使美元大幅贬值,各国美元储备缩水,美元作为国际储备货币的地位被动摇,并可能导致全球范围内金融市场的崩陷和经济萧条,导致双输结局的出现。我们认为国际社会基于自身利益的考量终将积极参与拯救全球金融危机。

就市场对美国财政收支的担忧,我们认为即将上任的新一任美国总统的财政方案是美国财政状况的关键所在。但一国的财政状况最终是由实体经济的发展决定的,目前生产率增速亦处于上行阶段,体现了美国经济仍然有韧劲,大萧条或“L型”持续衰退可以回避。

(嘉宾介绍:沈建光先生是麻省理工大学经济学博士后,现任中国国际金融公司研究部副总经理,负责发达国家宏观经济研究。先后就读复旦大学世界经济学和赫尔辛基大学经济学,并获得经济学博士学位。曾任职国际货币基金组织经济学家,欧央行资深经济学家,芬兰央行经济学家,经合组织顾问。)

■今日看板

我国净出口增长对经济贡献度仍较大

◎徐平生

今年前三季度,我国对外贸易净出口对经济增长仍具相当的贡献。海关统计,今年1至9月,我国对外贸易进出口总值达19671亿美元,比去年同期增长25.2%。其中,出口10740亿美元,增长22.3%;进口8931亿美元,增长29%;累计贸易顺差1809亿美元,比去年同期下降2.6%,净减少49.2亿美元。

从进、出口增速上看,进口增速一改以往低于出口增速的现象,持续高于出口增速,贸易顺差较上年同期有所缩小,给人以净出口对经济增长的贡献已由正转负的印象。但事实并非如此,前三季度我国净出口对经济增长的贡献仍然很明显。

第一,进出口价格大幅上涨是进出口总额保持高速增长的重要因素。

今年前九个月,我国进出口总额增长达25.2%。其中,进出口价格大幅上涨贡献较大,实际进出口贸易量增速较去年同期有相当的放缓。

进口方面,今年前九个月我国进口总额达8931亿美元,比去年同期增长达29%,较去年同期19.1%的增速加快达9.9个百分点。但今年各月的进口价格涨幅提高得更高,而国际商品价格的攀升导致了我国进口商品价格的大幅上涨。如果扣除价格上涨因素,今年前九个月我国实际进口量增速要比去年全年低6.8个百分点,实际增速下滑幅度显著。

出口方面,今年前九个月我国出口总额达10740亿美元,比去年同期增长22.3%,较去年同期27.1%的增速下降4.8个百分点。但考虑价格变化的差异,今年前九个月我国实际出口量增速要比去年全年低7.4个百分点,实际增速下滑幅度显著。

出口商品出口数量增长有限,主要受国内外两方面因素的共同影响。就国际因素而言,世界经济尤其是美国经济明显减速,对我国出口商品需求;就国内影响因素而言,一方面,在人民币对美元升值及劳动力成本提高、能源原材料价格上涨等共同作用下,我国出口商品的美元价格上涨,降低了我国出口商品的需求;另一方面,国家扩大了加工贸易限制类产品目录,并明确限制某些紧缺产品出口。

另外,在国际需求大幅萎缩的情况下,人民币加速升值和能源原材料价格大幅上涨是导致我国出口商品价格出现较大幅度上涨的关键影响因素。

第二,贸易条件恶化是影响我国贸易顺差下降的主要因素之一。

今年前九个月,我国累计贸易顺差1809亿美元,比去年同期下降2.6%,净减少49.2亿美元。从根本上说,今年我国贸易顺差出现下降是我国贸易条件急剧恶化的表现。

今年前九个月,按照我国出口商品价格平均指数109和进口价格平均指数120计算,我国商品贸易条件仅为90.8,这表明我国商品贸易条件出现了急剧恶化。

如果不是因为同期我国进口价格涨幅大大高于出口价格涨幅,我国今年前三季度的贸易顺差应该要大高于去年同期的。因此,今年我国贸易顺差较上年同期有所下降完全是我国贸易条件急剧恶化的结果。贸易条件急剧恶化使我国国民财富受到极大损失,必须引起足够的重视。

第三,净出口对我国GDP增长仍有较大贡献。

贸易顺差下降并不意味着净出口对今年我国GDP增长具有负面影响。从实际贸易量看,今年前九个月,我国实际出口量增速在13.3%左右,而实际进口量仅为9%左右,实际出口量增速也高于进口量增速,且实际出口量增速也要高于GDP增速,净出口量的增速就要比GDP增速更要高出不少,肯定要高于实际出口量的增速。

因此,从不变化计量的GDP核算看,今年前九个月我国净出口仍对我国GDP增长具有正的拉动作用,而且贡献度不低。

(作者单位:国家信息中心预测部)