

经济增长动能转换与金融风险处置^{*}

袁志刚

内容提要:本文首先从供给与需求相统一的分析框架出发,讨论了决定经济长期增长和短期波动的基本力量,分析了潜在产出与实际产出在我国变化的特殊性。进而,通过对过去30多年我国经济增长轨迹的回顾,揭示我国经济在过去的增长中,如何较好地发挥了人口红利、制度红利、结构红利、赶超红利和土地红利,成功应对了内外部的不利经济冲击,维持了宏观经济的持续增长。2008年以来,我国经济的供给和需求环境发生了很大的变化,传统动能虽然能够继续维持经济的增长,但是结构性矛盾日益暴露,资产负债快速扩张下拉动经济增长,在早期可能对实体经济有“挤入效应”,但最终将产生“挤出效应”,并导致金融风险的不断积聚。我们要抓住一切新经济的苗子和经济增长的新动能,进一步改革开放,尤其是深化金融体系的改革,在经济增长动能转换中化解金融风险,提升我国经济增长的质量。

关键词:经济增长 动能转换 金融风险

一、引言:长周期与短周期视角下的供求和产出

(一)长周期与短周期

2017年以来,随着宏观经济增长率在第2,3季度连续达到6.9%,一些经济学者认为我国经济新动能已经形成,新周期已经到来,他们使用的方法就是周期规律的一些技术性分析,如朱格拉周期等。从去年开始,宏观经济确实有好转的现象,比如大宗商品价格上升、上游企业利润增长、去库存明显,等等。但是,大多数经济学家不认可所谓的新周期到来的判断。我们分析问题,始终要区分哪些是关系长期增长的供给因素,哪些是引起短期波动的需求因素,这是宏观经济学分析长期增长和短期波动的基本理论框架。从供给角度看,人口数量和变化的变化、储蓄以及储蓄转化为有效资本积累的能力、技术进步所引致的TFP增长等因素是潜在GDP增长的关键。从人类的近代历史看,科学技术革命的重大突破都可能引发一波长周期,时间可能长到50~60年,甚至更长。这样的周期也被称为康德拉季耶夫周期(Kondratief Long-Wave Cycle)。如蒸汽机发明带来的工业革命,改变整个人类生产的动力系统、交通系统和能源系统;19世纪70年代电力的发明引发第二次工业革命,10年之后汽车的发明、化石能源的利用又一次改变人类生产的动力系统和交通运输系统,推动了一波长期增长。从20世纪至今,人类的发明和创造进入一个加速度的时代,对经济的贡献和价值创造日益明显,但是其中最为重要的标志性科技产业是信息产业,即以微电子学为基础的计算机技术和电信技术相结合而形成的各类产业。从个人电脑、互联网到移动通信,引发了消费领域的一场革命。目前,信息产业正在从个人消费领域转换到生产领域,人工智能的广泛利用,即将引发一场全面的工业、交通运输业和服务业的革命。除此之外,还有生命科学、新材料、量子通信等领域的创新,是未来我国和全球经济增长的重要依托。但是,这些因素的作用是长期的,并不成为经济短期波动的因素。短期因素必须从需求侧寻找。

(二)影响经济长期增长和短期波动的基本力量

2008年经济危机至今,全球经济,尤其是发达经济体并没有彻底走出危机,有限的复苏与增长

^{*} 袁志刚,复旦大学经济学院,邮政编码:200433,电子邮箱:zgyuan@fudan.edu.cn。

都是在这些国家使用多轮量化宽松的货币政策之后获取的。未来建立在互联网和信息技术之上的人工智能的发展,可能引发消费和生产的巨大革命,但是与过去的技术革命相比,它却不能引发短期内大规模的投资。从经济史看,投资的启动往往是短期周期波动的重要节点。平台经济与共享经济等新产业组织或业态在广泛而蓬勃地发展,如“Uber”“Airbnb”将大量的闲置的汽车与住房充分利用起来,创造新的价值,提高资源配置效率。但是,这些经济活动并没有引发新的投资,不同于过去几次科技革命所引发的投资高潮,对经济增长的拉动有限。另外,人工智能将大规模地替代可以程序化的工作,如售货、仓储、物流、银行柜台、驾驶、统计、会计、审计乃至教师和医生等高端工作岗位。互联网、人工智能对高端人才的知识和技能要求越来越高,而普通劳动者包括某些技能型劳动者都可能面临失业的威胁。

其实,2008年危机的本质原因是收入分配出了问题,即在现有分配基础上所形成的全球总需求吸收不了全球总供给。各个国家地区之间、每个国家内部区域之间和人群(阶层)之间的收入差距在不断拉大。2016年的美国总统选举和英国的脱欧公投,都表现出民意的日益分化,背后的实质问题是经济发展的分化和收入差距的拉大。首先,全球化背景下跨国公司的资本逐利行为提高了资本的收益,但是劳动者收益下降,收入差距扩大。其次,互联网信息技术的进步使得各类纵向和横向的市场隔阂被打破(例如电商的销售平台),传统的市场细分条件逐渐消失,行业中的领先者可以较为容易地占领更广大的市场,加深垄断程度,形成“赢者通吃”的局面。再次,一些现代商业模式与传统行业如农业和手工业相比,投入与产出之间的线性关系大大减弱,其前期研发投入的固定成本远高于后期生产的边际成本。如软件业,一款软件只要被开发出来,由于复制成本极低,它所能带来的销售收入在理论上几乎没有上限。从周期运行规律来看,要走出危机,技术革命引发的大规模投资、劳动生产率提高基础上的收入增长和消费增长是关键。在技术革命力量尚未充分展示、投资和消费对经济增长的拉动作用不尽如人意的情况下,西方发达国家原本可以启用的财政刺激政策,如加大基础设施投资等措施,由于政府债务积累过多而难以启动。因此,从当前全球的情况看,2008年危机到现在已近10年,长周期的科技因素始终在发力,在蕴含一场更大的科技革命来推动人类走出这场危机。但是,这些技术革命并不引发大规模投资,并且可能带来收入差距进一步扩大,失业率进一步上升,未来前景如何,目前还难以判断。

与决定长周期的力量不同,影响短周期的力量主要是需求侧的变动,如消费的变动、投资的变动、财政和货币政策的变动以及出口的变动。从短期复苏力量来看,经过多年的量化宽松货币政策、资产负债表的修复、落后产能的淘汰和“僵尸企业”的破产,美国与欧洲主要发达国家都有一定程度的增长出现。但是,基础是不牢固的。无论美联储,还是欧洲央行,都在小心翼翼地讨论如何退出量化宽松的货币政策。增长势头一旦放慢,他们都会迅速地撤回“退出”政策。可见新的增长动能在这些国家是何等脆弱。因此,发达国家正在面对着二战以来的全面困境:收入分配差距拉大,政治分化,民主政治难以为继;老龄化与劳动力市场僵化;金融市场泡沫泛滥;共享经济与平台经济的兴起,实体投资下降;人工智能化将带来大规模的失业;全球化倒退,全球资本流动更加虚拟化。

与全球经济长期增长和短期波动的原理一样,我国经济的长期增长取决于供给侧的力量,而短期波动取决于需求侧的力量(图1)。

我国改革开放以来的高速增长,长期因素是明显的:人口与劳动力优势、高储蓄率鼓励投资的金融资源价格人为拉低、参与全球化分工成为世界工厂、技术赶超效应,等等。2008年是一个分水岭,人口与劳动力市场出现问题,全球危机后出口不可持续,全球经济需要再平衡,要素市场(劳动、土地、金融、环境)发育落后导致结构扭曲越来越严重。此后货币和金融扩张继续维持基础设施和房地产高速投资,并以此维持制造业的高投资。但是,从长期来看,我国必须完成经济动力转型,即如何完成经济增长从外需拉动到内需拉动,从投资拉动到创新拉动,从制造业拉动到服务业拉动。从制度角度看,我们要完成供给侧结构性改革。其中,金融要素市场的完善是首要的,在其背后,不仅金融市场价格要理顺,投资的激励机制与预算约束等构件也非常重要,还有预期需要更理性,监管需要

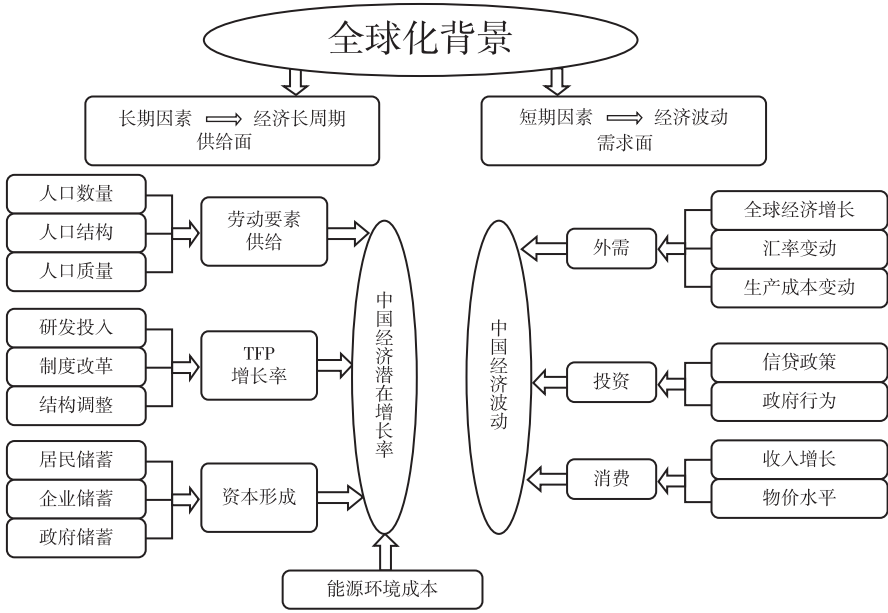


图 1 我国宏观经济的长期增长和短期波动

资料来源：袁志刚、饶璨(2016)。

加强，等等。因此，这是一个不容易完成的事情。同时，国有企业改革任务也非常大，包括处理僵尸企业的问题、资产泡沫的问题。如果这些改革没有重大推进，光是从周期波动现象和技术面判断我国经济已经走出衰退、新增长周期即将到来，是很不切实际的。那些所谓周期技术性分析对我国，实在不适用。

(三) 潜在产出与实际产出

对我国长期经济增长和短期波动的讨论，我们首先必须清楚我国经济当前的潜在 GDP 水平是由什么决定的？潜在增长率究竟是多少？当前的实际增长，如 6.9% 的增长，是否与潜在增长相一致？根据图 1，潜在的 GDP 水平是由我国目前的人口数量、质量结构、储蓄及资本转换能力、技术水平以及能源环境等综合决定的。而一个经济体的短期实际 GDP 增长是由需求力量决定的，如投资、消费、出口及政府支出等。在当前的实际增长之下，只要就业比较充分，没有出现持续通货膨胀，这样的实际增长和潜在增长可能是一致的。但是，具体到我国的实践，有个问题我们必须明确：过去近 40 年的经验告诉我们，潜在 GDP 在我国不是一个固定的数值，它有变化的空间。相反，发达经济体没有赶超红利，体制扭曲较少，也没有制度红利，人口老龄化严重，城市化早已完成，因此，对这些国家来说，潜在 GDP 在一个时点上固定的，变动潜力不大。在我国，进一步城市化带来的人口红利，继续制度变革带来的制度红利，土地产权改革之后可能产生的土地红利，赶超发达经济体的赶超红利，结构调整带来的结构红利，都广泛存在着。只要上述红利能够释放，我国潜在 GDP 增长率的上升空间是很大的。但是，如果我们没有充分展开这些红利发挥的空间，实际 GDP 只是通过需求管理来推动，特别是通过基础设施和房地产投资的管理、金融方面资产和负债的扩张来推动，我国的结构问题将更加严重。尽管从短期看，GDP 的增长率被稳定在较高的水平，就业是较充分的，短期也没有通货膨胀的压力，但是，这样的 GDP 增长终究是不可持续的，它甚至会封闭潜在 GDP 进一步增长的空间。

二、改革开放以来经济的增长轨迹与动能转换

我国的社会主义市场经济体制改革始于 1978 年。改革先从农村地区展开。农村家庭联产承包责任制的实施，使得农村微观组织得以再造，从而释放农村家庭的生产积极性。农产品的物价管制放开，市场价格成为资源配置的主要信号。在正确的激励和价格情况下，农业生产大规模增长。同

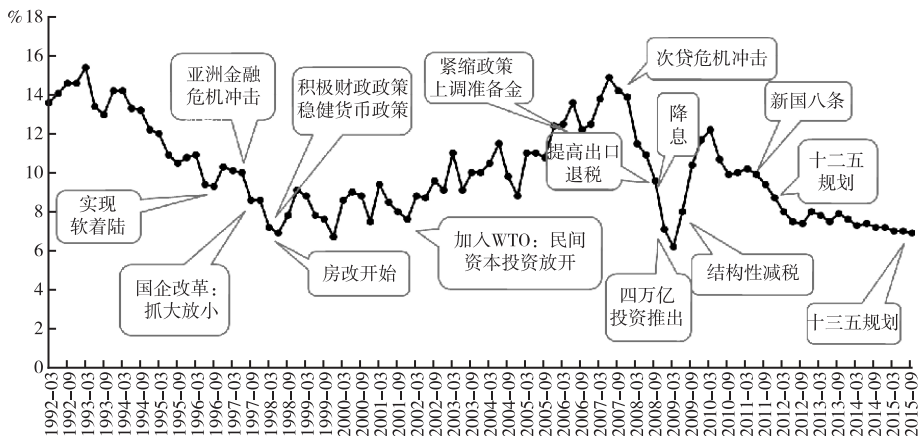


图2 我国国内生产总值季度增长率

资料来源:复旦大学就业与社会保障研究中心,以季度末月代表

样的逻辑被应用到工业领域,工业企业的承包制和工业产品的价格双轨制被引进,产量开始增长。同时农村剩余劳动力最初被“离土不离乡”的乡镇企业所吸收,生产轻工业产品的企业也迅速发展。农产品和轻工业产品长期处于短缺的状态生产在微观组织再造和价格机制充分发挥作用的情况下被改变,农业和工业产值迅速增长。与此同时,对外开放和招商引资在融入全球化程度不断加深的情况下也获得了巨大成功;我国在改革开放后成功从中西部地区转移出2亿多劳动力,城乡充裕劳动力所形成的“人口红利”与高储蓄率下所积累的资本、来自发达国家和地区的直接投资资本对接,实现了充分就业,工业加速增长,我国成功转型为“世界工厂”。这时,不仅资本投入、劳动投入的快速增长构成了我国经济外延式增长的动力,由市场化改革和制度优化所带来的“制度红利”、向国际技术前沿学习的“赶超红利”和劳动力从农业到工业的转移所带来的“结构红利”,促进了我国宏观经济全要素生产率的快速提升,内涵式增长也得以实现。我国在改革开放以后的较长时间里保持了平均每年10%以上的GDP增长率,这无疑是世界经济史上的奇迹(图2)。

这样一种经济增长奇迹,首先得益于我国的人口红利。人口红利是指人口总抚养比小于50%的情况,所谓人口负债期是指总抚养比超过60%的情况。根据这个标准,我国从1990年开始总抚养比小于50%,根据联合国的预测,2033年我国人口红利期结束,2044年进入人口负债期(图3)。

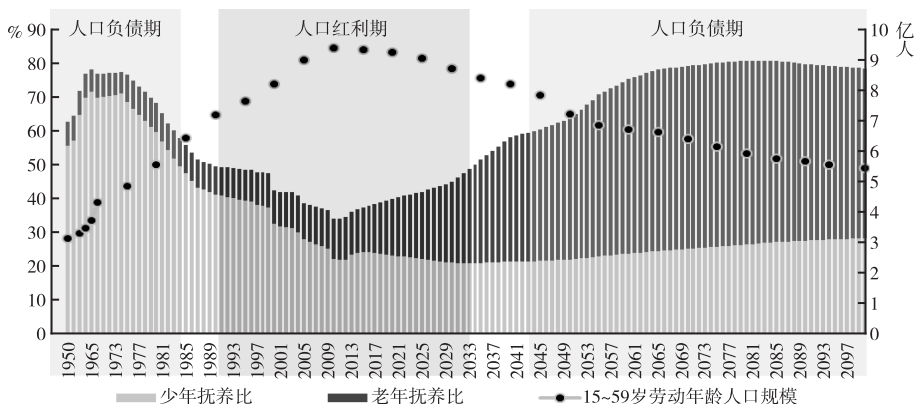


图3 我国人口负债与人口红利的转换

资料来源:World Population Prospects: The 2011 Revision, Department of Economic and Social Affairs, Population Division, UN。

人口红利对于我国经济增长有以下几方面的正效应。第一,劳动密集型产业在全球竞争中具有比较优势。劳动力的充裕以及劳动力成本优势在全球化背景下可以吸引大量FDI的进入,来料加

工,出口导向,本国企业通过“干中学”(learning by doing)使生产技术迅速与全球前沿接轨。第二,在人口红利期,由于家庭负担的下降,家庭储蓄率不断上升,在很多年份,我国的国民储蓄率是 GDP 的 40%~50%。高储蓄必然导致高积累与高投资,推动我国经济高速增长。第三,我国有 13 亿人口、7.8 亿劳动力,劳动生产率增长背景下的收入增长所带来的市场容量是其他经济体不可比的。在很多产业的发展上,可以迅速发挥规模效应,如家用电器、汽车、移动通信设备、房地产、互联网购物与支付,等等。在很多领域,我们都可能弯道超车,做到世界第一。前面两点是增长中的供给因素,第三点是需求因素,从这个意义上讲,供给侧结构性改革有时需要与需求侧的扩张相对应。消费是总需求的主要部分,理论上讲,消费不可能成为经济增长的源泉。但是,注重消费对一个国家的长期增长的拉动作用是重要的。纵观我国改革开放近 40 年的历史,在一些重要阶段,是居民的消费增长打开了供给方面投资的空间、技术进步和效率提高的空间。如食品消费导致发轫于农村的改革开放以及所带来的农业生产的发展和效率的提高;家用电器进入我国家庭,带来投资增长和劳动生产率的提高。这些长期增长因素显然可以很好地解释 20 世纪八九十年代的高速增长。但是,如图 2 所示,我国经济在 1997 年亚洲金融危机之后,有过一段 U 型的低迷。表面上看,是因为亚洲危机之后,我国的出口下降,在东南亚国家货币纷纷贬值的情况,我们坚持人民币汇率不变,对我国出口的压力是巨大的。但是,深层次地看,原因是我国经济经过一段高速增长之后,原有的增长动力开始乏力,结构矛盾突出,需要通过深化改革来释放新的动力。具体说来,农业的家庭联产承包责任制解决了农业生产的激励问题,但是小农经济无法发挥规模经济的效应,还不是现代农业。在生产组织和土地产权方面,我们必须进行更多的改革,否则就会出现三农问题,拖累我国经济增长。同样地,国有企业的改革不是简单的承包制所能解决的,20 世纪 90 年代中期,国企问题日益严重,并且在银行系统中积聚起规模较大的呆账和坏账。从需求侧的情况来看,到 20 世纪 90 年代后期,我国城市居民的食品消费、轻工业产品消费以及家用电器消费都已经饱和,需要寻求新的突破,如汽车和住房的消费。

面对这些新的问题和挑战,20 世纪 90 年代后半期我们还是做了许多改革,这些改革一方面从供给的角度为经济增长夯实了基础,另一方面也打开了居民消费的空间。供给与需求的配合,在 2001 年之后,使我国经济迎来了一个长达 7 年的经济高速增长时期。这些改革包括:中央政府和地方政府的分税制改革;国企的抓大放小改革;1998 年的城市住房体制改革;国有银行不良资产清理和股份制改革;最后也可能是最重要的,我国坚定不移地加入了 WTO。这些改革做完之后,我们又一次可以充分发挥制度红利:“抓大放小”以后民营企业的大发展;住房产权制度改革与交易为居民消费升级打开了通道;金融领域的改革与坏账清理,为后面金融业的轻装上阵、金融扩张做了准备;加入 WTO 之后,我们迎来外资的大规模进入和外贸的高速增长(进出口总额 2002 年增长 21%,2003 年增长 37%)。我国加入 WTO 带来出口的迅速增长,表面上看,是一个总需求增加的现象,但事实上,是我国加入 WTO 带来 FDI 的增长和我国工业融入全球化所带来的投资增长和 TFP 的提高。汽车和住房的消费以及由此引发的城市建设,促使产业从轻工业到重化工业的转变。长期以来,由于受计划经济福利分房制度和户籍制度的影响,我国的住房市场发育十分迟缓,城市化速度大大落后于工业化速度。这一状况在 2000 年之后得到了极大的改善。随着福利分房制度的终结和户籍制度的松动,住房建设、土地拍卖、城市交通和环境改善在市场机制下良性互动,既满足了人民群众对住房和环境的更高档次的需求,又通过土地拍卖筹集到城市建设的资金,由此构成住房建设、城市交通和环境建设的投资高潮。而住房、城市交通和环境建设又引发对钢铁、水泥及其他建材等重化工业的投资,对此后 GDP 增长构成重要的推动力量。因此,从需求侧看,2001—2008 年经济增长的推动是汽车和住房的需求增长,城市基础设施投资和重化工业投资的增长,外贸出口的增长。从供给侧看,是人口红利、制度红利、土地红利、赶超红利和结构红利等诸多红利的又一次充分释放。

但是,在这一轮经济强势增长的背后,许多矛盾也在积聚,新的结构扭曲问题同时也在发展。第

一,内外经济的非均衡。从2001年我国加入WTO,出口一直比较旺盛,我国企业融入全球产业链的速度加快。在这个时期,我国不断扩大的制造业产能是通过发达国家的市场来吸纳的。其结果是美国等国的贸易逆差不断积累,我国连年贸易顺差形成了巨大的外汇储备。这实际上是全球经济非均衡的体现,在长期是不可持续的。2008年金融危机背后正是实体经济板块非均衡的反映。当我国经济增长到一定规模时,内需必须上升,增长的需求动力必须转换。第二,房地产业的充分发展解决了我国居民长期滞后的居住问题,但是,短期内却引发了房地产价格的快速上升,房地产泡沫化发展对我国经济危害开始显现。第三,分税制之后,以本地房地产发展为基础的地方政府的土地拍卖,俗称“土地财政”,解决了我国快速城市化和基础设施建设的资金问题,但是过度依赖土地财政,地方政府成为房地产市场泡沫的推手。房地产和基础设施的联动,也严重影响了地方其他公共产品如教育、医疗等供给的不足。第四,在制造业、重化工业高歌猛进的时候,我国的第三产业发展严重滞后,其中特别是国有企事业单位垄断服务业的现象较为明显,服务业效率如何提高的问题被提出来了。第五,与产品市场相比较,我国的要素市场发育相对滞后,尤其是金融市场的扭曲,严重影响要素的配置效率,成为经济结构扭曲的主要原因。第六,一味追求高速增长,忽视了环境问题,忽视了能源的支撑问题。第七,人口流动、户籍制度改革、农民工市民化进程受到公共产品供给短缺、房地产价格泡沫等因素影响,进展缓慢,在农村人口不能大规模转移出去的情况下,土地集约使用、农业现代化经营难以实现。没有一个现代化的农业,我国经济进一步增长的空间受到限制。

三、2008年后我国经济增长速度下降与金融风险积累

全球金融危机之后,我国经济增长率迅速下滑,季度增长率从2007年9月的15%下降到2009年9月的6%。表面看,是全球金融危机之后的外需下降导致经济增速下降,是由外部冲击引起的短期波动。2009年我们迅速启动大规模财政刺激计划,并相应地大幅增加银行信贷扩张等金融宽松政策,社会融资总量在短期内增加了大约20万亿。随之而来的是,经济复苏出乎预期,2010年9季度经济增长率重新回到12%的水平。但是,随后我国经济从高速增长回落,步入7%左右的增长,进入新常态,经济增速呈现“L”型状态。前面我们提到,在上一轮经济高速增长时,很多矛盾已经出现,只是被当时高速增长所掩盖。从长期因素来看,自2004年起,我国出现“民工荒”,人口红利的转折点(或称刘易斯转折点)开始显现。在劳动力市场上表现为工资的上升。2004年以来,我国制造业工人的平均工资持续上升,到2008年末,已高于印度尼西亚、印度、泰国等亚洲新兴经济体,劳动力成本优势的丧失使得我国面临巨大的出口和FDI转移压力。出口导向型发展战略在成就我国经济增长奇迹的同时,也造成了我国经济内、外部双重失衡的局面,经济增长效率降低。一方面,劳动者就业和收入状态的分化拉大了国内收入差距,消费对经济增长的贡献率不断下降;另一方面,消费不足形成的过剩产能只能依靠出口消化,经济增长的出口依赖度不断提高。内外部双重失衡的局面在2008年前被经济的高速增长所掩盖,而2008年全球性金融危机的爆发和外需的疲软,以及老龄化背景下人口红利的消退,都迫使我国寻求新的增长动力。

在这样的背景下,我国的制造业投资增长开始下滑。我国固定资产投资完成额从2012年增长率25%以上迅速下降至2017年的10%以下(见图4),民间固定资产投资完成额比总体固定资产投资下滑更快。与此同时,为了维持一定速度的经济增长,我们在制造业投资下滑的同时,通过提高房地产投资的增速或者基础设施投资的增速来弥补。

从图5我们可以看到,制造业投资自2011年之前的年均30%的增速下降到2017年1—5月的5.1%。基础设施投资增速变动最大,从2009年的50%下降到2011年由于严厉调控下的低增长(不到5%),又到目前的20%左右增长,近年来基础设施投资是维持我国经济增速的主要力量。政府基础设施建设投资由中央政府投资项目和地方政府投资项目构成,后者的资金来源一部分是土地拍卖所得,另一部分是通过各类金融机构融资所得。地方政府基础设施融资,无论是土地财政还是金融机构融资,都高度依赖于房地产业的发展。房地产价格的持续上升,是关键性变量。因此,房地产投

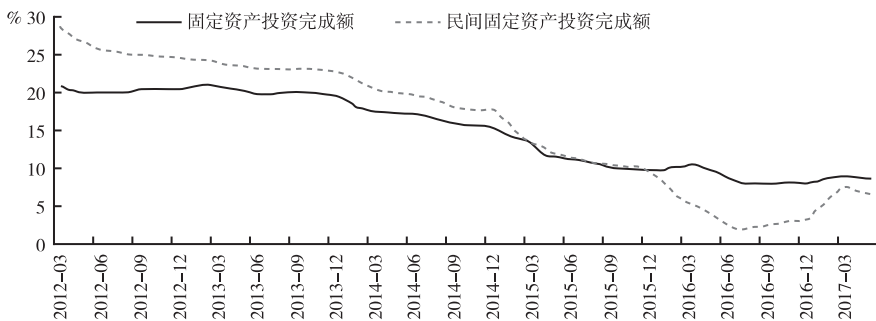


图4 固定资产投资与民间固定资产投资增长率

数据来源:国家统计局、WIND。

资与地方基础设施投资构成错综复杂的关系,此起彼伏,互为因果,互为动力。同时我们也必须看到,基础设施投资和房地产投资的旺盛在不考虑金融影响的情况下,对制造业的发展也是重要的,有着正面的推动作用。

2012—2017年我国经济进入一个新常态。所谓新常态,首先是我国经济的增长速度开始换挡,保持在7%左右的水平,回到长期潜在的增长水平。其次,这五年对2009年发生的大规模财政和货币刺激政策所造成的后果需要慢慢地吸收。再次,我国经济的结构开始朝着更为健康的方向发展,如进出口趋于平衡的发展;第三产业比重稳步上升;中西部增长速度加快,区域发展结构合理;节能减排明显,环境改善;新经济新业态发展迅速;科技投入加大,创新驱动经济增长明显;全国铁路、公路、隧道、桥梁、机场等基础设施建设加快,综合国力大幅提升;国有经济与民营经济同步发展,抵抗周期波动的韧性增强,等等。2017年上半年经济的增长速度超过预期,从某种意义上讲,有2015年提出的供给侧结构性改革的成效,有新经济和新动能开始发力的因素,也有结构优化带来的效应。但是,2016年一波基础设施投资和房地产投资的上升也非常关键,这些还是旧产能的延续。

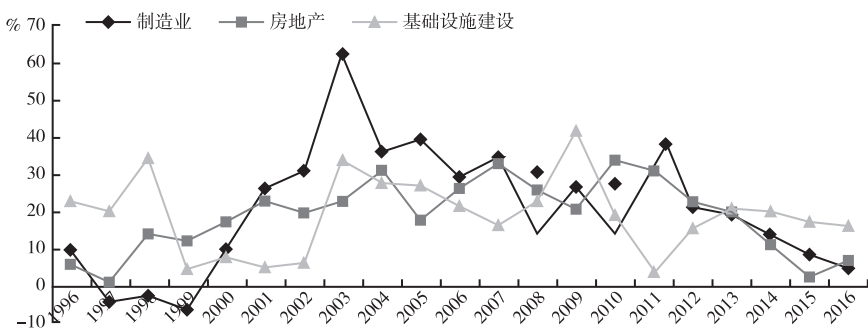


图5 制造业、房地产与基础设施投资增长率

数据来源:国家统计局、WIND。

尽管我国的人口红利开始发生变化,但是居民的储蓄率还是居高不下,近年来总储蓄率高于40%,其中由居民储蓄、企业储蓄和政府储蓄三者构成。金融部门将高达40%~50%的储蓄转化为投资是一件无可厚非的事情。当制造业投资乏力时,我们以房地产投资和基础设施投资补充,只要不引发通货膨胀,能够实现充分就业,这是宏观经济调控的应有之义。

但是,问题远没有周期波动与反周期波动那么简单。第一,以“稳增长”为目的的投资驱动,容易出现某些领域的产能过剩,库存积累,结构扭曲,经济效率低下;第二,房地产领域容易引发泡沫,扰乱金融价格信号;第三,基础设施投资是长期项目,一般以财政融资为宜,不宜采取银行信贷等短期融资方式,银行融资容易引发资金的期限错配。目前,房地产融资和地方政府基础设施项目融资是

金融风险积聚的地方。

与房地产投资和地方政府基础设施投资高速增长相伴随的是我国近年来 M2 的较快增长,资产负债扩张迅速。其实,金融的过度发展,金融泡沫泛滥是全球现象。早在 2008 年金融危机之前,由于收入差距不断扩大,全球化之下的资本所得较高、劳动所得较低,发达国家在既有收入分配格局下形成的总需求无法吸收总供给,长期的赤字积累使得这些国家财政刺激的空间也有限,因此以美国为首的发达国家只有通过不断地以金融创新和金融泡沫来推动虚拟经济的发展,在虚拟经济基础形成新的需求来消化总供给,维持经济增长。2008 年引发金融危机的次贷产品就是一个例子。在这个过程中,某些不可再生的资产,比如特大城市中心区域的房产成为被众多投资者追捧的资产,这一类资产又可以充当很好的抵押物,成为新的信贷扩张和金融衍生品创造的基础。我国经济与发达经济体不同,有着自己的金融发展逻辑。我国总储蓄率很高,个别年份甚至达到 50%(见图 6),而金融系统应该将 50% 的储蓄转化为有效的投资,但是,我们的融资体系基本以间接融资为主,即以银行融资为主,银行信贷的扩张和 M2 的高速增长也就有一定的合理性。

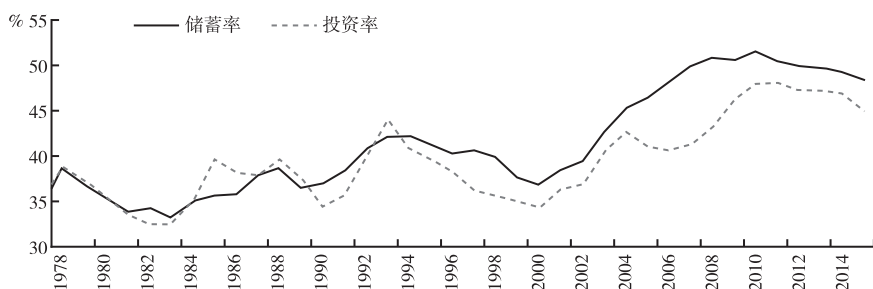


图 6 1978 年以来我国的储蓄率与投资率

数据来源:国家统计局、WIND。

进入 21 世纪以来,我国的货币供应量经历了爆发式的增长。货币供应在一个国家主要受两个因素影响:央行发行的基础货币、受央行准备金率等影响情况下的商业银行系统信贷扩张。在过去一段时间里,基础货币的发行受到连年贸易顺差之后外汇储备增加的倒逼,信贷扩张则受到房地产价格上升的影响。从图 7 可以看出,不管哪个是内生因素,哪个是外生因素,M2 供应量由 2000 年的 13.46 万亿上涨到 2015 年的 139 万亿,增长了 9 倍;而同期 GDP 上涨了 6 倍。M2/GDP 在 2016 年超过 200%,是大型经济体中少有的。但是货币的超发并没有像 1989 年和 1994 年那样引发两位数的通货膨胀(分别为 18% 和 24.1%),自 1998 年之后我国的通货膨胀率相对平稳,这一方面反映了我国经济的供给能力已经不是 20 世纪八九十年代那样产品经常性出现短缺的时代了,消费品供给相当充裕,大多数领域产能过剩是常态。因此,信贷和 M2 的扩张被资产价格尤其是房产价格的上升所吸收。

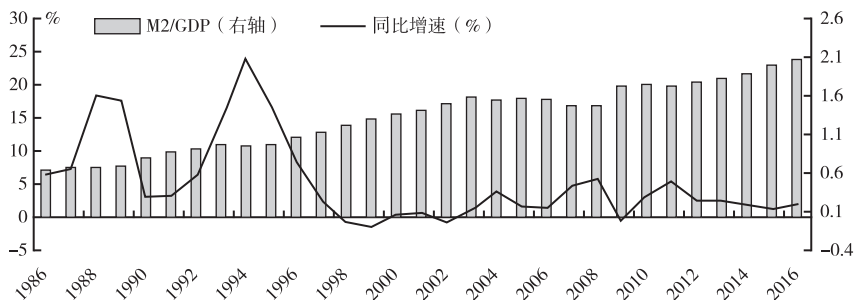


图 7 1986 年以来我国的 M2/GDP 与 CPI 变动

数据来源:国家统计局、WIND。

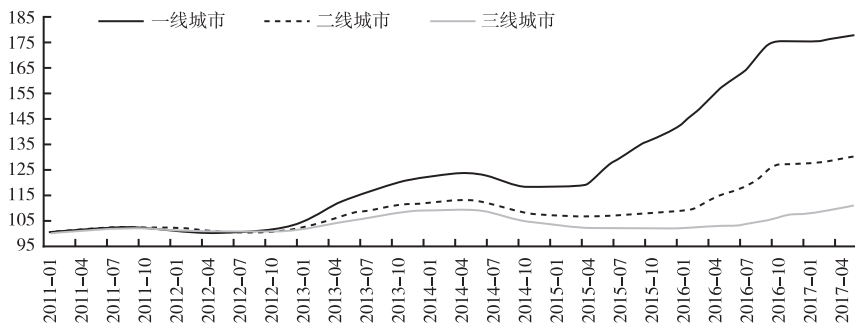


图8 分线城市新建住宅价格指数(2010年12月为100)

数据来源:国家统计局、WIND。

随着新建商品房价格的上升(图8),存量住房的价格也一起上升,伴随一手房、二手房交易的活跃,城市居民的财富也迅速扩张。住房价值上升带来抵押物价值的上升,购房贷款额也上升,居民负债也迅速扩张。一部分人的负债也是另外一部分人的资产。因此,自房地产改革以来,我国居民的资产与负债迅速发展。房地产价格在我国持续增长,增加了各级地方政府的“土地财政”。根据《中国国土资源统计年鉴》和《中国统计年鉴》的数据计算,1999—2015年,地方政府土地出让收入上涨了60倍,占地方预算内财政收入的比重从9%上升到36%;城镇土地增值税、耕地占用税、土地增值税、契税和房产税等五类房地产税收收入占地方预算内财政收入比重由1999年的7%上升至2015年的17%。土地税收和房产税收入都为垄断土地供应者的地方政府筹集了大量城市建设资金。家庭资产与负债在商业银行信用创造的体系里可以迅速扩张的逻辑同样适合于地方政府的资产与负债的扩张。地方融资平台债务在2009年之后经历了迅速上升的过程,在我国金融杠杆上升中影响重大。

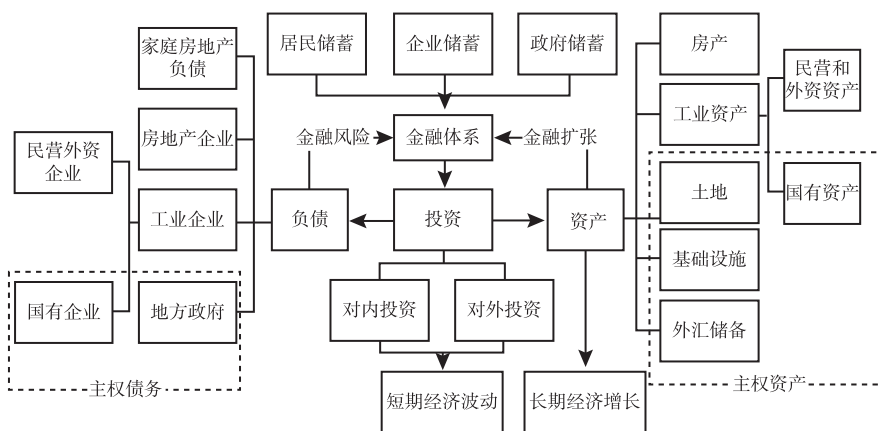


图9 资产负债扩张与我国经济增长:分析框架

资料来源:袁志刚、饶璨(2015)。

以2008年金融危机为分界点,我国的资产负债扩张大致可被分为两个阶段。始于1998年城市房地产市场改革,随着城市住房和土地价格的上升,基于房产和土地抵押的资产负债扩张是第一阶段全社会固定资产投资加速发展的核心动力,资产负债表扩张对实体经济主要发挥“挤入效应”。在融资需求受限情况下,资产价格的提升,甚至一定程度的资产泡沫可以降低企业融资约束,对实体经济产生挤入效应(Farhi & Tirole, 2011; Martin & Ventura, 2012)。在微观经济主体的融资需求经常性受到一定限制的情况下,房地产市场发展下的土地和房产价值上升为信贷扩张创造丰富的抵押物资源,使投资主体突破融资和贷款配额成为可能,这是支撑我国近十几年来投

资拉动型经济增长模式的关键。一方面,由于我国金融体系的法律制度和诚信观念不到位,抵押担保及其价值上升成为缓解金融市场信息不对称的关键手段。家庭部门、企业部门包括房地产开发商均将房产抵押作为获得融资的有效途径,土地资源则作为地方政府实施基础建设的主要抵押物和还款来源。

但是,2008年以后我国资产负债表的持续扩张对实体经济造成严重挤出。国有单位预算软约束和资产泡沫的存在,造成地方政府、房地产企业等资金需求方对利率变动不敏感,金融价格在资产负债扩张中不断上升,最终挤出了实体经济投资。这时,金融资源被各类企业和金融机构越来越多地配置到投机领域,甚至是传统的工业企业也将虚拟经济而非实体经济作为自身利润的主要增长点。金融机构则纷纷减少商业贷款,以向房地产和地方基础设施建设等表面高收益部门提供融资(Chakraborty et al,2013)。这一阶段融资成本进一步大幅上升,实际利率水平明显超过企业利润率,制约了正常的融资行为(见图10)。资产负债扩张导致企业的“对冲性融资”向“投机性融资”和“庞氏融资”转化。当运营现金流无法覆盖债务支出时,企业通过继续举债以偿还旧债。不断累积的债务存量进一步增加偿债风险,导致金融体系融资减少和企业投资下降。这一阶段的房地产开发融资以“投机性融资”为主,房地产开发商依靠房地产价格增长支付利息和本金支出。某些地方政府主导的基础设施建设则是“庞氏融资”,基础设施建设存在长期低回报与短期高成本融资之间的结构和期限错配,进而导致地方政府只能依靠债务积累完成后续投资。

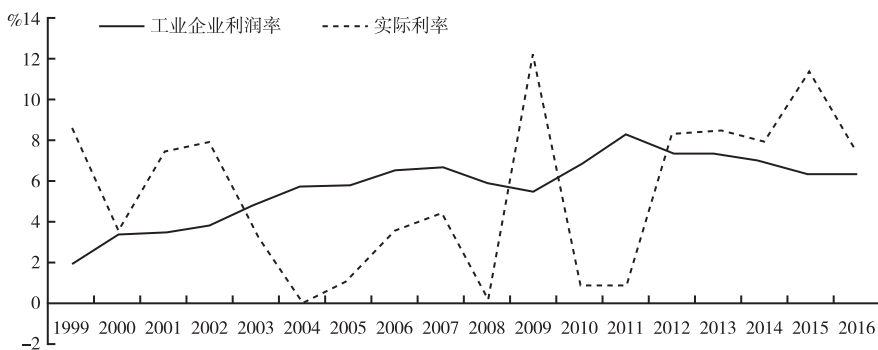


图10 工业企业利润率和实际利率水平(1998—2016)

资料来源:袁志刚、饶璨(2015)。

由此可见,2008年之后我国经济中资产负债的发展是在经济结构扭曲和制造业投资下降的情况下展开的,房地产业通过泡沫化成为支柱产业继续发展,基础设施投资在房地产业发展的基础上,以土地财政为基础、商业银行的信贷扩张为杠杆,尤其是近年来迅速发展的影子银行,为逃避金融监管,继续提升杠杆率而成为“稳增长”的主要力量。这些投资项目的实施已经在金融领域积聚起巨大的金融风险。更进一步分析我们发现,我国金融风险的积累反映了很多深层次的经济体制性问题:国有企业和地方融资平台的软预算约束,房地产市场的泡沫化发展,国家隐性担保下的刚性兑付。这些因素导致债权融资市场价格信号混乱,投机部门对价格信号的不敏感。这时,单纯的利率市场化改革无法优化金融资源的配置效率。同时,直接融资方式在我国没有健康发展起来,特别是各类股权融资,体制和机制发育滞后,短期操纵性题材多,长期投资性题材少,对我国经济转型的服务严重不足。更为严重地是,在虚拟经济高度发展并回报率居高不下时,在一定时期内,泡沫可以继续自行发展和实现,虚拟经济吸纳越来越多的金融资源,甚至将经济中的原本可以用于实体投资资金也转移到虚拟经济获取投机利润,导致实体经济融资困难。这时,金融风险问题已经积累到非解决不可的地步了,否则将会引发严重的系统性金融危机。

四、结论:在经济增长新动能培育中化解金融风险

2015年底,中央财经领导小组提出供给侧结构性改革方案,为我国经济如何通过供给侧结构性改革

改革,去掉剩余产能和库存,促进产业结构调整,在结构调整中降低各类金融杠杆,防范金融风险指明了方向。但是,就具体操作来讲,如何在“稳增长”和“调结构”之间、“去杠杆”和资产保值增值之间保持合理的度,是非常关键的。

(一)发展服务业

根据我国 20 世纪 90 年代的经验,在一定的经济增长速度下调整经济结构和“去杠杆”比较容易。因此,目前的当务之急是打开我国经济增长的新动能。2012 年以后,我国经济的传统增长动能,特别是重工业、房地产和基础设施建设逐渐式微;同时,创新驱动的新产业、新业态和新产品不断涌现,“新经济”在我国经济增长中的重要性不断上升。国家统计局公布的数据显示,2017 年一季度,我国工业机器人、光电子器件、光伏电池的产量分别同比增长了 55.1%、51.6%和 18.8%。同时,我国经济由制造业、投资驱动转向服务业、消费驱动。2016 年,服务业对 GDP 增长的贡献已达到 58.4%,消费支出对 GDP 增长的贡献更是达到 64.6%。“新经济”增长不仅拉动整体经济增长,促进更高生产效率的资本形成,而且正外溢到传统行业。另外,服务业的发展一直是我国经济的短板,教育、医疗、养老等公共服务跟不上经济发展的步伐和人民群众的实际需求;同样地,生产性服务也与我国经济发展的程度相脱离。究其体制性原因,长期以来在服务业中国有企业和国有事业单位的比重太高,不仅对外开放度不够,对内开放度也不够,民营经济进入这些领域还存在很多障碍。在服务业开放度不够和竞争性不足的情况下,服务业供给的规模和效率都有待于大幅提高,打破服务业的进入门槛,打破垄断,可以为我国经济未来的增长释放相当大的空间。

(二)促进农业现代化和劳动力转移

农业的现代化、农民的市民化以及农村人口进一步向城市转移,也是未来我国经济增长的重要空间。国家如何大力提高教育、医疗、养老等公共产品供给能力,尤其在未来 10 年时间里,完成城乡居民公共产品享受的均等化问题,提高社会流动性,将是又一场伟大的革命。人口转移到城市之后的农业,在市场机制的作用下,可以引入各类先进生产要素:资本、知识、管理、科技、品牌等,我国农业的增长前景是可观的。在超市里,高端的有机农产品的价格往往是同类农产品价格的几倍,可以想象未来有机农业、绿色农业等现代农业的发展空间有多大。另外,农村人口的城市化和市民化,本身就意味着他们生活水平在劳动生产率提高基础上的提升,是 GDP 增长的重要空间。问题是当前如何撬动这一伟大变革?农村土地产权的重组,农业生产组织的重构,并让土地产权重组与社会公共医疗和养老保险体系的重建相结合,让新的土地红利惠及广大农民,让经济增长更具有包容性,是我们必须做的工作。

(三)制造业全球布局

制造业全球布局也有助于推动去产能,提高资本回报,实现企业去杠杆。当前,人口红利趋于减弱,依靠廉价劳动力比较优势的“加工组装”生产已难以为继。我国企业需要有自己的全球产业链布局,在全球范围内配置要素资源。“一带一路”建设正是我国企业“走出去”的良好契机,通过海外投资设厂将供应链的低端环节转移到国外,而国内生产则转向中高端零部件生产和研发创新等高附加值环节。在这一过程中,海外布局前期的港口、管道、厂房等基础设施建设将拉动国内产能过剩行业需求,利于这些行业企业“去杠杆”。

总而言之,实体经济的充分增长是解决所有金融风险问题的基础。我国 20 世纪 90 年代后期所积累的金融风险是通过 2000 年之后经济的高速增长来化解的。没有实体经济的强劲增长,用未来的时间来置换当前的空间,金融风险的化解是困难的。

(四)有效“去杠杆”

在实体经济一定速度增长的基础上,化解金融风险必须面对“去杠杆”的问题。所谓杠杆率,有两种定义:一是企业或国家总负债占总资产的比重;二是一个国家总负债占 GDP 的比重。就第一种定义来说,目前我们的各种金融改革和金融措施,必须维护资产的价值。尽管像房地产领域,资产泡沫现象比较明显,但是我们在挤掉泡沫问题上必须小心谨慎,过快地挤掉泡沫,会引起资产的大规模

缩水,引发银行等金融机构的坏账飙升。其次,对于第二种定义来说,一方面我们要有效控制负债的不断上升,另一方面,我们也只有通过GDP的不断增长,来慢慢降低资产负债水平。具体来说“去杠杆”的手段可以分为微观手段和宏观手段。微观手段直接作用于企业,如债务重组、破产核销、债转股、央行买入坏资产、资产证券化、银行加大处置不良资产的能力等等;宏观手段依托于宏观政策,对经济结构起作用,如通过轻微通货膨胀、量化宽松等政策维持资产价格,提高资产报酬,提高名义GDP增长,等等。成功“去杠杆”往往是微观手段和宏观手段共同运用的结果。在微观层面,改善企业的资产负债状况、腾挪资产空间、调整债务结构、保证企业在短期内不出现大面积违约、避免系统性金融风险,同时提高企业经营效率,提高资本回报;在宏观层面,以宏观政策扩张提高名义GDP增速,并通过结构改革形成经济的新增长点。

(五)加快金融改革

谨慎对待资产负债问题,并不意味着我们要放慢金融体系和金融体制的改革,相反,我们必须加快金融改革。我国结构问题的积累,有很多原因,其中要素市场的发育滞后,尤其是金融市场的发育滞后是关键原因。但是金融市场是一个极其复杂的市场,连美国这样的发达市场经济体也无法解决他们的泡沫、虚拟经济的过度发展等问题。我们首先必须杜绝微观经济主体软预算约束,坚决果断处置产能过剩的僵尸企业,这是金融市场价格信号有效发挥作用的基本前提。当然,还要配合其他一些措施,如国家隐性担保和刚性兑付的取消,阻止泡沫条件下的非理性行为,等等。同时,在目前科技创新加快、新动能显著形成的情况下,我们要大力发展直接融资、创投融资,让金融更好地为实体经济转型服务。可以预期,金融市场的健康运行,金融市场配置资源的效率提高,既是经济增长的重要保证,也是金融风险化解的前提条件。

参考文献:

- 陈友华,2005:《人口红利与人口负债:数量界定、经验观察与理论思考》,《人口研究》第6期。
- 李扬 张晓晶 常欣,2015:《中国国家资产负债表2015:杠杆调整与风险管理》,中国社会科学出版社。
- 王永钦等,2016:《金融发展、资产泡沫与实体经济:一个文献综述》,《金融研究》第5期。
- 袁志刚 樊潇彦,2003:《房地产市场理性泡沫分析》,《经济研究》第3期。
- 袁志刚 饶璨,2015:《资产负债扩张与中国经济增长转型》,《学术月刊》第8期。
- 袁志刚 饶璨,2016:《供给侧改革:长期增长与短期波动的统一》,《探索与争鸣》第5期。
- 袁志刚 李宛聪,2016:《如何走出全球危机——从供给和需求角度解构危机复苏力量》,《学术月刊》第5期。
- Chakraborty, I. et al(2013),“Do asset price bubbles have negative real effects?”,NBER Summer Institute Paper.
- Farhi, E. & J. Tirole(2011),“Bubbly liquidity”, *Review of Economic Studies* 79(2):678—706.
- Martin, A. & J. Ventura(2012),“Economic growth with bubbles”, *American Economic Review* 102(6):3033—3058.

(责任编辑:何伟)

(校对:谭易)