

# 稳预期关键是准确把握“稳中有变”的根源

□申万宏源证券研究所首席经济学家 杨成长

近期,中央政治局会议对当前我国经济形势做出了稳中有进、稳中有变的基本判断,经济发展面临着一些新问题新挑战,外部环境发生了明显变化。会议根据这些新问题新变化,提出了“稳就业、稳金融、稳投资、稳外贸、稳外资和稳预期”的“六稳”政策目标,确立了下半年经济工作的大政方针。

自今年五月份以来,我国经济和金融市场出现了一系列新的变化。我国经济在总体稳中有进的基础上,呈现“稳中有变”的新特征。当前最重要的是要准确把握“变”的根源,防止将我国经济和金融市场上的一系列新变化新问题,简单归结到外贸不确定因素上。当前我国经济增长和金融市场领域出现的一系列新情况新问题,绝大部分是经济和金融市场转型过程中产生的新问题。我们必须立足自身去寻找问题的根源,确立治理良策。同时,必须正视外贸不确定因素对世界经济、贸易和金融市场的深远影响,关注我国发展外部环境的新变化,充分做好应对。

## 制度优势转化成市场需求优势

当前我国经济增长面临的首要问题,是经济转型仍在继续,基础设施投资、房地产、部分耐用消费品等传统需求相继退潮,短期内面临着内需不足的问题。从2012年我国主动实行经济转型以来,已经经历了六年的转型历程。中国经济转型必须要面对两大市场需求的退潮,一是由于长期高投资导致的各类硬件设施和设备的超前发展,逐步趋于饱和,各类硬件投资增长速度都将相继退潮。

二是要素成本不断提高导致的低端市场需求的退潮。长期以来,中国天然的高储蓄优势,加上中国特色社会主义市场经济制度体现出来的各级政府集中资源办大事的优势,形成了各类硬件设施超前投资、超前发展的增长优势。各地基础设施和基础产业的发展,将社会储蓄资源(个人的、企业的和政府的)集中配置到基础设施和基础产业上,形成了基础设施和重化工业超前超比重发展的格局,这是保持经济长期高速增长的关键。

2007年以来,为了应对全球金融危机,我国进一步加大了对基础设施的投资,推动了基础设施、房地产和工业产能三大硬件领域投资的进一步饱和,工业产能过剩立即体现出来。基础设施投资在稳增长调控目标下,叠加PPP等投融资模式的改革,仍然保持了较高增长速度。房地产市场在社会财富效应驱动下很难具备自我平衡供求的调节能力,即使在总量上已经出现明显过剩的状况下,仍然难以熄灭市场的短期需求。我国这三大硬件投资领域虽然还有很大的发展空间,但是经过四十年的长期领跑,绝对规模甚至很多项目的人均规模都超出了世界平均水平。目前,我国大部分债务都物化成了这三大领域的硬件投资。债务高不高不是关键,由债务所形成的这些硬件实施使用效率高不高才是关键。

我国经济发展所面临的国际和国内低端需求市场的萎缩也是必然规律。中国的贸易依存度已经从2007年的70%左右下降到现在的不到50%。低端制造业正在加速向东南亚诸国转移。

六年来,我们已经经历了低端制造品出口、低端工业、投资、能源资源采掘加工业快速下跌的冲击,目前正在经历房地产投资和基础设施投资下降的冲击,未来还将经历居家装备、汽车、手机等耐用消费品,以及粮食和猪肉等生存必需品增长速度下降甚至负增长的冲击。这都是我国经济转型必然要经历或面临的传统需求相继萎缩的过程。这是经济规律,是不以人的意志为转移的,也不是宏观调控政策所能左右的。

2016年下半年以来推行的供给侧结构性改革,在一定程度上对冲了传统需求相继下降带来的下行压力,形成了自2017年至今年前四个月的经济温和向上的格局。然而,随着“三去一降一补”政策短期效应的退潮,我国经济又重回到传统需求继续下降的轨道。今年五月份以来,相继出现的社会消费品零售总额增长速度和基础设施投资速度明显下降的现象,都是具有趋势性和规律性的变化,绝对不能看作是什么短期或偶然因素导致的。社零增速下降是住房、汽车等大宗消费以及生存必需品消费趋于饱和的结果,基础设施投资也不能长期领跑投资。

这种局面造成了短期内我国经济面临着传统市场需求继续下降,新的市场需求培育仍然需要一个过程,难以完全对冲和弥补,经济因需求不足而下行压力加大的局面。那种简单认为,我国需求是存在的,经济增长的主要问题是供给不能适应和满足需要,因而只要从供给端出发就能解决经济增长问题的观点,从长期来看是正确的,但是短期内供给改善并不必然产生需求。因此,加速培育新的市场需求,适度放缓传统需求(特别是基础设施投资)的退潮速度,仍然是稳住当前经济增长的关键优势。

我国经济转型最解决的问题是,如何让制度优势转化成推动国内消费和服务市场快速增长的需求优势。过去四十年,中国文化特质造就的居民高储蓄优势跟中国特色社会主义市场体系中,政府集中资源办大事的制度优势,形成了最佳耦合,激发了长期以来硬件设施超前投资和超前发展的巨大投资市场需求,钢材水泥消耗量始终占世界一半。现在,硬件已经趋于饱和,我们需要激发国内的消费和服务需求市场。

然而,传统的高储蓄和政府集中配置资源这两大优势,在激发消费和服务需求上却很难体现出来。居民高储蓄倾向抑制了当期消费需求。政府集中资源的优势也主要体现在扩大公共服务供给上,对如何激发社会消费还很难有好办法。保持中国经济长期中高速增长必须要以中高速内需增长为前提。在硬件需求相对饱和的情况下,就得激发居民的消费和服务需求,让居民从温饱型生活方式尽快过渡到高品质生活方式。制度优势必须转化为激发居民消费和服务需求快速增长的需求优势。在这方面我们没有摸索出成功的经验和政策路径,这对各级政府和宏观调控部门来说,都是一项长期艰巨的考验。

这次“六稳”的调控目标中,突出了“稳投资”,重点在稳住基础设施投资。既然上半年基础设施投资增长速度下降最快,而且目前政府的财力又允许,那么短期内稳住基础设施投资就是稳增长的关键,也具备现实条件。但是从长期来看,稳消费、稳服务、稳高端制造才是根本。这几年对内需影响最大的是中部城市群和三四线城市的崛起,郑州、合肥、武汉、成渝都市圈快速扩张,人口加快导入,其意义不亚于长三角、珠三角和京津冀的崛起,政策应该向这些新兴都市圈和三四线城市倾斜。这些地区基础设施投资空间大,硬件使用效率低。既然硬件设施存量庞大,那就要想办法将硬件设施都充分利用起来,就能产生巨大的市场需求。

长期以来,我国一直存在着重建设不重维护、重建设不重使用的问题。大量城市建筑物长期缺乏维护维修,外立面破旧不堪。工业领域我们用产能利用率来衡量硬件的使用效率。城市基础设施和公共服务设施,以及各类房地产建筑物,我们该用什么来衡量利用率,如何考核利用率就缺乏标准。总之,把硬件设施维护好、利用好,就能产生巨大的市场需求。

消费转型是从商品消费转向服务消费。服务消费中突出的问题是政府在公共服务上投入很大,但是又存在着十分严重的公共服务供给不足、品质不高的问题。我国财政支出中民生类支出(包括五大类民生直接支出和八大类跟民生相关的支出)占到整个财政支出的70%以上。这些民生支出除了一部分转化成居民转移支付性收入外,很大一部分用于事业单位的费用支出,构成了政府对公共服务生产单位的财政补贴。

我国每年有近六万多亿的社会保障性支出,主要用于居民公共服务的消费支出上。这就形成了政府对公共服务的补贴制度,财政民生支出主要补贴在公共服务供给端,社会保障资金主要补贴在公共服务需求端。这种双面补贴制度造成了两端都严重不足的状况。

另一方面,我国每年财政民生性支出中相当一部分资金又用于补贴提供公共服务的事业单位身上,造成了在公共服务供给领域,事业单位和民营机构在经营环境和条件上的不公平竞争,影响了民营经济进入医疗、教育、文化、体育、养老等公共服务领域,形成了明明公共服务供给存在着巨大市场缺口,但民营企业投资到这些领域就很难做大做强的怪象。没有民营经济的进入和竞争,单靠事业单位,公共服务的供给就必然存在供应不足、品质不高、层次和种类不全等问题。

财政民生性支出的刚性上升,又造成了财政支出每年必须快速增加的巨大压力。社会呼吁要减税减负,如果财政支出减不下来,又谈何容易。解决公共服务供给和需求双向不足的关键,是扩大财政和社会保障性资金用于居民公共服务的支出,降低对公共服务的补贴,推动公共服务供给逐步市场化。要加速事业单位改革,推动大部分事业单位彻底企业化,为民营资金进入公共服务供给领域创造公平营商环境,解决公共服务供给的瓶颈现象。

总之,只要我们打开思路想办法,就一定能把中国特色社会主义市场经济的制度优化转化成激发居民消费和服务的市场需求优势。

## 推动供给侧结构性改革

当前我国经济增长出现的下行压力,是“三去一降一补”政策短期刺激需求效应退潮的结果。要把实行供给侧结构性改革的政策导向,跟“三去一降一补”具体政策区别开来,推动供给侧结构性改革成为高质量发展的长效机制。

自从2016年下半年实行以“三去一降一补”政策为核心的供给侧结构性改革以来,我国经济扭转了逐年温和下滑的局面,走上了缓慢上升的轨道,这是实施“三去一降一补”短期效应的结果。

一是房地产去库存政策的实施,使得我国房地产的年度销售面积,从2013—2015年的年均不足13亿平米的水平,跃升到2016—2018年年均近16亿平米的水平,每年多销售近三亿平米的房地产,这对经济增长的短期引领作用十分显著。

二是煤炭钢铁等行业去产能,叠加环保和国际油价上涨,形成了能源资源和工业品价格的大幅度上升,较大幅度提升了名义GDP的增长率,形成了跟名义GDP相关的宏观指标的大幅度改善局面。

三是在基础设施和公共服务领域的补短板政策,叠加PPP模式和棚户区改造货币化政策的实施,形成了在整体投资稳步下降但基础设施投资仍然保持高速增长的格局,保障房供应量占到了新建住宅近50%的水平。这三大因素

叠加形成了2016年下半年以来经济温和复苏的格局,当然降低企业税负也发挥了积极作用。

目前,“三去一降一补”的短期效应在退潮,供给侧结构性改革正在向优化营商环境、推动制度改革和科技创新方向转化。短期内,我国房地产年度销售16亿平米左右应该成为天花板,部分一线和中心城市出现了房地产库存过低(低于三个月的正常销量),强化了房价上涨的预期。煤炭钢铁等行业在产能受限情况下形成了一些垄断价格和垄断利润的现象,不能再继续强化。基础设施投资不可能长期持续高于整体投资增长速度,这会造造成基础设施投资占比过高等问题,现在广义基础设施投资规模已经接近工业投资规模。房地产销售面积和投资在高基数上低速增长,名义GDP增长率下降和基础设施投资快速下降,是造成当前经济下行压力加大的直接原因。

撇开“三去一降一补”政策短期效应,实际上我国经济又回到了经济转轨期正常增长轨道。只是由于2016年下半年以来“三去一降一补”政策的短期效应,让我们形成了中国经济已经走出低谷,触底回升的预期。当经济又面临下行压力的时候,社会很容易形成悲观的预期。撇开短期效应的影响,中国经济继续走在加速转型的轨道上,既有下行压力,也有巨大的韧性和回旋空间。

## 尽量降低短期影响

当前我国经济和金融市场出现的一些新情况新问题,是实行“三大攻坚战”必须要付出的短期成本。从长期来看,三大攻坚战取得决定性胜利,必然会为实体经济和金融市场长期稳定发展奠定基础。

布局“三大攻坚战”,是为了集中解决改革开放以来特别是进入本世纪以来我国持续高速发展中沉淀下来的最突出的历史遗留问题。在社会领域出现的主要问题是收入分配差距过大、区域发展不平衡和民生短板多。彻底消灭贫困人口,促进区域间在民生保障、基本生活水平和基础设施建设等领域的均等化,是解决发展中社会问题的总突破口。彻底消灭贫困人口,将彰显中国特色社会主义制度以民为本的本质特色,树立解决一系列社会发展问题的信心和决心。

实行污染治理攻坚战,是为了解决我国实体经济发展过程中沉淀下来的最突出的环境污染问题。环境污染问题不解决,经济发展难持续,发展成果要打折扣,民生改善缺乏起码的基础。防控系统性金融风险,逐步消除系统性风险源,是解决我国金融市场和资产领域长期高速增长沉淀下来的最突出的问题和最大隐患。夺取三大攻坚战的决定性胜利,解决长期发展中积存下来的最突出的问题,才能为新时代持续稳定发展奠定基础。

三大攻坚战,要取得彻底胜利,不付出一定的代价是不可能的。我们要尽量降低三大攻坚战对当期经济和金融市场的影响,但是不可能一点影响都没有。例如我国目前潜在的金融市场风险

源,包括了房地产市场价格过高的局部泡沫风险;整体债务率过高,且对不动产抵押依赖过大的风险;非标债券和泛资产管理规模过大的风险;金融业制度套利性创新过度,资金出表、期现套利过度等风险;互联网金融在发展过程中积累的风险等。

推进防控系统性金融风险的战役,就会出现社会风险意识增强,风险溢价提高,低信用等级债务融资成本上升,资产价格预期不稳,长期资金短缺等短期负面效应。例如,我们要防止金融机构过度期限套利,就必须降低社会对短期资金市场特别是银行间货币市场的过度投资,阻断金融机构实行期限套利的路径和方式,这就必然导致金融市场上出现短期资金价格下跌,长期资金因来源短缺而价格上涨的问题。这时候紧盯着银行间市场利率实行货币政策,或简单放松银行间资金的货币政策,都难以达到缓解长期资金短缺、信用风险溢价提高和高等级信用债发行困难等问题。

我们也不能把我国金融市场上的一些指标随经济转型而呈现出来的规律性变化,都归结到防控系统性金融风险政策效应上。例如,简单把M<sub>2</sub>和社会融资增量增速放缓都归结到所谓金融市场去杠杆的结果上,似乎只要金融杠杆率降下来,这些指标增长率还会上去。我国债务性融资过去主要投向基础设施、房地产投资和销售,以及能源资源采掘加工等硬件设施投资领域。原因是这些领域都可以用不动产进行抵押获得融资,抵押信贷和抵押类债券是我国债务性融资的主

要形式。社会高负债也是这些领域高债务,只不过基础设施高负债以地方政府债务形式体现,房地产高负债以房地产企业和部分居民家庭高负债形式体现,能源资源和重化工业高负债以央企负债形式体现。现在,既然这些领域投资增长都慢下来了,社会对长期性债务资金需求自然就慢下来,社会融资余额增长速度也必然慢下来。既希望社会总债务能稳中有降,又不希望社会融资增速下降,这是极其矛盾的思想。

当然,我们在推动防控系统性金融风险攻坚战中,需要进行一些策略上的调整,尽量降低短期负面冲击和影响。例如,不能不分轻重缓急,把所有问题都放在一个篮子里解决。这就像一个人患有多种疾病,每种病都开了一大堆药品放在一起吃,很容易造成药性冲突,吃坏身体。要抓住主要矛盾,抓住主要矛盾的主要方面。先解决最根本的,根本问题解决了,其他问题就迎刃而解了。目前我国金融市场的主要矛盾仍然是土地和房地产构成了金融市场的信用基础,房地产市场需求和价格泡沫威胁到金融市场的信用安全和稳定。至于其他问题都可以通过历史过程慢慢化解,不可能一蹴而就。

同样的,精准扶贫和防治污染的社会攻坚战也必须付出一些短期代价,需要投资和资金的投入。我们既不能因为三大攻坚战在实施过程中对经济增长和金融市场有一些负面效应而否定三大攻坚战的战略布局,但同时也必须高度重视具体政策的适时微调,尽量降低短期负面冲击。

## 精准施策 稳住市场预期

稳定社会预期的关键,是要准确把握“稳中有变”中“变”的根源,理性看待中美贸易摩擦的影响,正确解读宏观经济和金融市场的的变化,精准施策,稳住市场预期。当前,外贸不确定因素增加对我国乃至世界经济、贸易和金融市场的影影响是十分深远的。但是,我们不能把当前我国经济和金融市场上出现的一系列新变化新问题,都一股脑地归结到外贸不确定因素增加上。立足自身,准确把握“稳中有变”中“变”的本质根源,解决好自身问题,坚定走高质量发展、供给侧结构性改革之路,坚定打赢“三大攻坚战”,稳住社会预期,同时适时适度灵活施策,才能克服当前的困难,稳住金融,稳定增长。

稳定预期,首先要靠各级统计部门更加全面、客观、公正地做好宏观数据的解读工作。各级统计部门是国家和各地宏观数据的权威发布者和第一解读,对稳定社会经济预期起着关键作用。这几年,各级统计部门在及时发布宏观数据和加强解读上做了大量工作,效果十分明显。目前要关注两个方面的问题:首先解读数据要直面新变化、了解新关切。例如,在五月份宏观数据中,社会最关切的是消费品零售总额增速和投资增速创新低,以及三大需求和供给端数据不统一,这就必须要重点解读。

回避对这些问题的解读,或者简单解释为这些现象都是短期因素造成的,不需要大惊小怪,一是容易造成对一些趋势性变化的误解,二是更加激发社会对这些数据变化的负面解读,并失去对政府解读的信任感。其次要认识到我们是社会公众而不是经济学家或研究者解读数据,必须要做到解读方式易得易懂,不要让社会公众和各级基层政府产生歧义。

例如,为了强调内需特别是消费的重要性,我们经常用消费、投资和净出口对新增GDP的

贡献率来说明结构的变化。但是在调查中发现,这类数据导致了一些地方政府尤其是一些落后地区地方政府理解上的紊乱,他们说既然消费对经济增长的贡献率已经达到78%以上,再加上出口贡献率,那投资对经济增长就没有什么贡献,我们现在还在大搞投资有意义吗?他们很难理解统计部门发布的国民经济核算中的消费、投资和净出口的贡献率,跟经济运行过程中消费、投资和进出口的作用是一码事,不能据此来判断消费、投资和进出口的重要性。再比如,简单用高新技术产业、战略性新兴产业和装备制造业的增长来衡量一个地区制造业的升级状况;简单用消费和服务占比来衡量一个地区产业结构的优化程度;简单用电商规模和机器人增长来说明一个地区新经济新业态的发展状况,从国家整体来说基本导向是正确的,但是如果把这些指标作为各个地区和各级政府衡量产业升级和高质量发展的指标就有失偏颇了。

稳定预期要靠各级政府出台相关政策尤其是跟产业相关的政策时,必须要更加注重政策实施的条件、范围和时效,并清楚说明随客观条件变化而进行政策调整的必要性 and 可能性。

近期,政府调整了一些产业补贴政策,以及棚户区货币化改造和地方政府实施PPP项目的一些具体做法,引起了社会的高度关注。这些政策的调整都是十分必要和及时的,但是如何降低政策调整对社会和市场的预期影响,降低对实体经济和金融市场的短期冲击,仍然有很多工作可以做。一是出台政策的时候就需要说清楚政策实施的条件、范围、时效,并说明随条件变化而调整的可能。二是在强调政策出台的必要性 and 意义的同时,也必须要说清楚政策的负面效应。没有一项具体政策是只有正向作用而没有任何负面效应的。说清楚负面效应,反而能

引导社会更加公正客观地评价各项政策的实施效应,不因为出现负面现象就简单否定政策的基本方向。三是在既有政策进行调整的时候,预留更多的消化时间,不搞突然袭击。要及早引导社会预期向政策调整的方向转变,缓释政策调整所带来的冲击力。

稳定预期,就要防止社会公众把防控系统性金融风险、守住不发生系统性局部性金融危机底线的重大战略布局,简单解读成中国金融市场和资产价格一定不会发生巨大波动,从而错误形成房地产价格只涨不跌的单向市场预期。这种社会预期在目前各地房地产市场上还是非常突出的,购房者普遍认为房价只会涨不会跌,因为各级政府不愿意也不敢让房价跌。跌了对方政府没有好处,土地收入会下降。一些地方政府也将精力都放在维护房地产价格稳定上,为了保持房屋均价稳定,高低价楼盘哪个先开盘,哪个后开盘,都要进行详细测算和周密安排。为了维护上报的房价是稳定的,不得不动用越来越多的行政手段来进行干预,价格波动越来越脱离供求关系。

在市场经济条件下,金融市场和资产价格会发生波动,尤其会发生周期性较大幅度波动,这是市场规律作用的结果。防控系统性金融风险必须以尊重市场规律为前提。我们既需要从源头上化解一些潜在风险源,争取不发生过大的金融市场和资产价格波动;更需要做好充分准备,迎接金融市场和资产价格可能出现的巨大波动,降低对实体经济和社会财富的破坏性,引导金融市场和实体经济走向新的平衡和发展阶段。防控系统性金融风险不能对金融市场和资产价格是否发生较大波动做出承诺。只有这样,才能引导全社会形成金融市场和资产价格存在双向波动可能的平衡预期,才能从根本上降低房地产调控的社会压力。