

经济运行七大分化与两个“双管齐下”

□交通银行首席经济学家 连平

在“十三五”开局之年,认清错综复杂的运行态势,实施理性、精准和适度的调控举措,至关重要。面对众多结构性难题和极其复杂的内外部经济挑战,2016年需要更有针对性、更加适度 and 更为精准的政策应对。建议采取双“双管齐下”的策略:一是需求与供给双管齐下。既要需求侧促进需求增长,也要从供给侧消除过剩产能,改善供给的有效性。二是总量与结构双管齐下。总量政策尽管重要,但也存在政策边际效果递减问题和力度是否合理问题。未来更加需要“精准滴灌”;同时加快结构调整步伐,减轻总量调控压力。

一、当前经济运行呈现明显分化态势

当前我国经济下行压力较大,经济运行中各种矛盾较为突出,尤其是存在以下七方面的分化特征。

一是投资与消费运行分化。今年1-11月固定资产投资增长10.2%,比去年下降5.5个百分点,创15年来最低水平。房地产和制造业投资增速显著下降,导致固定资产投资增速放缓。1-11月房地产投资增速1.3%,比去年下降9.2个百分点;制造业投资增长8.4%,比去年下降5.1个百分点;基础设施建设投资增长18%,比去年下降2.3个百分点。消费在整体运行平稳中有回升,7月到11月消费增速从10.5%逐渐上升至11.2%。随着居民收入增长和“80后”、“90后”消费者观念的转变,消费结构正经历转型,新的消费热点正在形成,与网络、信息、旅游、文体相关的消费领域快速增长。最近IPO重启、股市企稳将带动未来消费,房地产回暖也将带动相关系列产品消费。消费对经济增长的拉动作用增强。

二是房地产投资与销售冰火两重天。今年以来,一系列稳楼市宽松政策相继出台,而房地产投资端的持续低迷与销售端的迅速回暖却形成了强烈反差。一方面,开发投资增速持续大幅下行。1-11月全国房地产开发投资额为8.77万亿元,同比仅增长1.3%,累计增速已连续21个月下滑;单月增速也已连续4个月负增,这在2009年以来尚属首次。地市冷清与开工低迷为其主要制约。前11月开发企业土地购置面积同比减少大幅度滑坡-33.1%,房屋新开工面积同比-15.3%,尚未出现明显好转。另一方面,成交则在偏松的政策环境与货币环境下稳步复苏。1-11月全国商品房销售面积10.93亿平方米,销售额7.45万亿元,同比分别增长7.4%和15.6%。

三是工业内部运行分化。虽然第二产业增长放缓,工业增长存在下行压力,但影响增长放缓的主要是资源能源依赖较重的传统过剩行业。1-11月采矿业增加值同比只增长2.8%,电力热力燃气等能源生产累计只增加1.6%。1-11月粗钢、生铁、水泥产量同比增速只有-2.2%、-3.1%、-5.1%,这些行业正在经历去产能过程。而高端装备、高新技术以及节能环保行业生产提速。1-11月计算机、通信和电子设备制造业增加值增长10.8%,医药制造业增长10.1%,电气机械及器材制造业增长7.2%,废弃资源综合利用业增长21.3%。由于高新技术产业占比不大,难以对冲传统高能耗行业增速放缓,1-11月工业增加值增速6.1%,比去年下降2.2个百分点。

四是制造业与非制造业、第二产业与第三产业运行分化。制造业PMI已连续4个月低于荣枯线。订单指数和库存指数较低,表明制造业需求疲弱,去过剩产能和消化库存的压力较大。而非制造业商务活动PMI总体保持扩张态势,今年每个月都在53%以上。业务活动预期连续3个月高于60%,建筑业商务活动指数连续2月回升至58.1%,服务业商务活动指数为52.8%,对稳定经济增长的作用不断增强。从三次产业看,第二和第三产业运行出现分化。三季度第二产业对GDP增长贡献率下降至36.7%,创1983年以来最低;第三产业对GDP增长的贡献率上升至58.9%,比去年上升11.9个百分点,创有统计数据以来的最高值,经济增长动能正在转变。

五是物价运行总体分化。今年2月份以来CPI在1.2%-2%之间波动,全年涨幅可能在1.4%-1.5%区间。今年全年CPI平均涨幅比去年低0.5个百分点,整体运行平稳。食品价格受季节性影响明显,在1.6%-3.7%之间波动;非食品价格基本稳定。当前消费品价格仍在低通胀水平,随着M1明显回升,明年可能会有所走高。PPI已经连续45个月负增长,并且跌幅加大,去年末PPI同比-3.3%,最近4个月同比增速都为-5.9%,目前处于此轮价格波动的低谷。工业通缩压力延续。一方面资源能源相关行业价格跌幅加大,反映需求疲弱和去产能压力较大;另一方面输入性通缩压力加大,工业生产者购进价格跌幅大于出厂价格。在输入性通缩和去产能压力延续的情况下,PPi跌势仍将延续一段时间。

六是资本品与投资品价格运行明显分化。工业生产者出厂价格环比连续23个月持续下降,30类主要工业产品中价格下降的有25类,越接近资源能源初级产品价格行业的价格跌幅越大,石油天然气开采、石油加工、黑色金属开采、煤炭开采、有色金属开采价格降幅分别达到-36.5%、-20.6%、-18%、-16.8%、-10.4%。而从大类投资品来看,近期房价、股票等价格出现反弹。全国70个大中城市房价连续6个月上升,一线城市环比涨势持续了8个月,同比涨幅高达16.1%。在经历了股市震荡之后,近期股指缓慢上行。随着货币政策偏向宽松调节,市场流动性增加,未来股市仍有上行空间。

七是要素价格运行分化。当前劳动力成本和土地价格继续上行。随着人口红利的逐渐消褪和人口结构的转变,低成本劳动力比重下降,劳动力成本持续上升。房地产市场正在经历调整期。虽然土地开发量下降,但土地使用价格仍在上升。1-11月房地产开发企业土地购置面积同比-33.1%,土地成交价款同比-226%,土地购置面积降幅大于土地成交价款8.6个百分点,土地出让单价仍在上升。而资金价格却在明显下行,银行间拆借利率从2014年末3.49%下降到今年11月1.9%,金融机构人民币贷款加权平均利率从去年三季度6.96%下降到今年三季度5.7%,市场流动性较为充裕,社会融资成本持续下降。

二、“两大症结”、“结构性通缩”与“三性叠加”

1、“两大症结”直接拖累经济增长

当前,我国经济运行中存在两大症结。一是产能过剩问题依然严重;二是房地产库存高企。这两大症结同时存在拖累了经济增长,且都属于供给侧问题,其本质是过剩。

全球金融危机爆发后,尤其是2012年以来,我国加快推进经济结构调整。工业,特别是制造业领域面临较大的“去过剩产能”压力,而这个过程将持续很长时间。据预测,2015年,我国钢铁产量预计将达8亿吨,其中过剩产能至少在3亿吨左右,而2016年仅能削减2000万吨过剩产能。水泥、电解铝、平板玻璃、造船等领域也存在类似情况。同时,PPI连续45个月下降也折射我国工业产能过剩依然严重,工业领域的通缩风险加剧,产能过剩治理迟迟未见明显成效。我国经济市场化程度明显不如西方发达国家经济。西方国家出现经济危机后,往往能够迅速出清,过剩产能可在较短时间内调整到位,有利于经济重新出发。我国受市场化程度不高和体制机制等综合因素制约,在西方国家可以行得通的经济原理和政策手段在我国往往难以奏效。在我国,产能过剩治理依然任重而道远。

当前,我国房地产市场供求关系呈现“总体过剩、结构分化”的特点。一方面,总体上面临较大的去库存压力。2013年10月末,全国商品住宅待售面积为4.54亿平方米;2014年10月末,待售面积增至5.82亿平方米;2015年10月末,这一指标进一步上升为6.86亿平方米。按目前每个月1亿平方米左右的销售速度测算,存量待售面积至少需6个月才能消化完毕。但这仅仅计算了已竣工未销售的面积,如果将在建项目(包括70亿平方米左右的施工面积、12亿平方米左右的新开工面积)也计算进来,则至少还要增加82亿平方米左右的库存或准库存。如果每个月销售1亿平方米左右,至少要88个月(或7年左右)才能将其彻底消化。由于库存居高不下,开发商投资积极性走低,导致我国房地产投资增速明

显下滑。今年以来,房地产投资增速大幅下行是投资疲软的关键原因。2011年,我国房地产开发投资完成额累计同比增长在30%以上,2013年降至20%左右,今年1-11月更降至1.3%。未来投资能否企稳,很重要的一点就是看房地产投资增速能不能上来,而这很大程度上又取决于房地产库存压力能不能有效减轻。从各地区比较来看,又存在“结构分化”的现象。事实上,现在一线和二线城市重点城市的刚需及改善性需求仍较为充足,房地产库存已处于较低水平;房地产库存高集中体现在部分二线及三线以下城市,这些中小城市的主要目标仍是加快消化现有库存。

2、当前经济并没有出现典型的全面通缩

PPI连续45个月负增长,三季度GDP平减指数下降至-0.61%,有人说中国已进入通缩时期。我们认为,目前存在结构性通缩,但没有出现典型的全面通缩。

近两年CPI运行较为稳定。而1997年和2008年危机之后都曾出现负增长。今年以来剔除食品和能源以外的核心CPI保持在1.2%-1.7%之间,整体运行平稳,处于低通胀状态。从CPI这一考察通缩水平最重要的指标来看,当前并没有出现典型的通缩。虽然存在工业领域的结构性通缩,但是整体物价水平保持平稳。

不同于以往全面通缩时期,当前劳动力、土地等要素和资产价格仍在上涨。劳动力成本特别是传统低端劳动力成本仍在持续上升。房地产开发企业土地购置面积同比降幅大于土地成交价降幅,土地出让单价也是上升的,特别是今年一线城市供应土地挂牌均价平均涨幅超过30%。全国70个大中城市房价环比连续6个月增长,一线城市环比8个月增长。股票市场在经历了6月的震荡之后,最近股指缓慢上升,大幅高于此轮股市波动之前。

输入性因素导致了工业购进价格跌幅大于工业产品价格。去年下半年以来,由于全球生产供应能力的提升和需求的走弱,加上美元升值,国际大宗商品价格

震荡下行,资源、工业、农业等所有初级产品价格大跌。我国进口产品价格总指数连续4个月同比降幅超过-10%,其中矿产品、原油进口价格跌幅超过-30%。工业生产者购进价格指数同比增速从去年6月-1.5%下降到今年11月-6.9%,连续23个月跌幅大于工业产品价格指数跌幅,并且跌幅差距从最初的0.03个百分点逐渐扩大到1个百分点,呈现明显的输入性结构通缩特征。

3、认清“三性叠加”复杂局面,理性开展宏观调控

所谓“三性叠加”,是指经济运行中的周期性因素、结构性因素和外生性因素相互交织、相互影响和共同作用。如房地产调整中既有周期性因素,也有结构性因素,而周期性因素中还包含前期政策调控的影响;制造业和工业持续调整和通缩状态发展主要是结构性因素所致,但也有周期性和外生性因素推波助澜;美国加息预期一次次演绎,带来资本持续外流和人民币贬值压力,发达国家经济复苏分化和发展中国家经济增长放缓导致我国出口不振,则是明显的外生性因素。正是因为上述三种因素叠加在一起,才造成了当前我国经济极为错综复杂的局面。

当前经济运行中的种种难题,既不全是周期性问题,也不全是结构性问题,更不单纯是外生性问题。为此,宏观调控既不能只注重总量、不关注结构,也不能只注重结构、不关注总量;既不能只注重需求、不关注供给,也不能只注重供给、不关注需求。当前需要避免的问题是,在逆周期调控中,不适当地把结构性问题都当成总量问题,过度运用总量工具加以调节,从而逐渐积累潜在的负面效应。在结构调整中,过度相信市场力量,而忽视更好地发挥政府的作用,导致产能过剩治理迟迟不能见效。短期而言,仍应增强和改善总量型需求管理,以稳增长为主要目标。中长期而言,则应健全和加强结构型供给管理,以达到结构改善、提质增效的目的。两者相辅相成,不应偏废。

三、采取两个“双管齐下”实现“精准滴灌”

面对众多结构性难题和极其复杂的内外部经济挑战,2016年需要更有针对性、更加适度 and 更为精准的政策应对。建议采取双“双管齐下”的策略:一是需求与供给双管齐下。既要需求侧促进需求增长,也要从供给侧消除过剩产能,改善供给的有效性。二是总量与结构双管齐下。总量政策尽管重要,但也存在政策边际效果递减问题和力度是否合理问题。未来更加需要“精准滴灌”;同时加快结构调整步伐,减轻总量调控压力。具体对策建议如下。

第一,实施更有力的积极财政政策。从实施目标和领域来看,全国财政支出预算增长中应有结构性的考虑,新增部分应主要投向“促转型”、“调结构”重点支持的领域。在方法上,加大财政赤字、财政支出与减税降费同时并举,尤其要减轻民营企业和小微企业负担。一是促转型和调结构应成为财政支出扩大的重点。加大力度发挥财政补贴对消费的杠杆效应,促进消费结构升级和消费增长,推进地区间基本公共服务均等化,加大对战略性新兴产业的财政资金支持,助力“双创”企业和小微企业成长。二是实施更有力的减税降费。在融资成本依然偏高和企业盈利能力下降的情况下,进一步降低税费成本应该成为减轻企业负担的重要手段。建议2016年我国减税3000亿元左右。进一步降低民营企业、双创企业、小微企业的增值税(营业税)、企业所得税等税负,通过税收引入战略新兴产业、“制造业2025”的发展,对于互联网+企业可加大税收扶持。在加大结构性减税力度的同时,还应规范涉企收费,进一步减轻企业费用负担。从需求侧来看,当下有必要推行结构性减税,个人所得税总额占比在结构优化中应适当下调。三是深化改革保障积极的财政政策更有力度。积极推进国有企业 and 国有银行股权结构改革,通过释放非金融类资本和金融类资本,每年增加财政可用资金约1.5万亿元。2016年财政赤字额度可以适度加大,赤字率可扩大至2.8%-3%,财政赤字达2.1万亿元左右。国有企业和国有银行股权结构改革将提供充足的财政资金来源,而财政赤字扩大则可以创造减税空间。还应通过税制改革拓展中长期财政资金来源,推进财政体制改革来提升财政资金使用效率。

第二,货币政策应兼顾好三方面平衡,总体趋向稳定。一是货币政策助力稳增长需要将杠杆率控制在合理水平。2014年末我国M2与GDP比值已达1.93,预计五年后可能达到2.3。从前瞻性风险控制,货币政策需要控制杠杆率率的进一步上升。二是兼顾控制资产泡沫和防通胀的需要。过度宽松的货币政策可能吹大类似房地产、股票等资产价格泡沫,增加风险隐患。在流动性充裕、利率水平明显回落和政策松绑的条件下,北上广深和部分二线城市房价已经明显上涨。近期广义货币和狭义货币增速明显提升,尤其是M1大幅上行,值得关注。为应对未来可能出现的资产泡沫和消费领域通胀,货币政策需要前瞻性地将控制货币增速。三是兼顾资本流动和汇率水平基本稳定的需要。在经济持续增长下行条件下,市场容易形成货币贬值预期和资本流出压力。随着人民

币加入SDR,资本账户开放程度逐步提高,尤其是在美国即将加息的背景下,资本阶段性流出和货币贬值风险必将重点关注。考虑到上述三方面需要兼顾的平衡,货币政策宽松程度需要谨慎把握,在兼顾当前经济下行压力的同时,还要考虑降杠杆、防通胀等方面需求。毕竟当前经济增速下滑是去产能和调结构必经的阵痛阶段,并且很大程度上还受全球经济低迷等外部因素影响,增长仍运行在合理区间。而货币政策总量松动已经达到一定的力度。积极的财政政策相对于宽松的货币政策拥有更好的针对性,可更直接地产生效应。再者,当前PPI连续下行,不仅仅是国内产能过剩和需求弱的表现,国际能源供需失衡带来的输入性因素也是十分重要的原因。过于宽松的货币政策不仅不一定能缓解PPI下行趋势,反而可能增加物价和资产价格的上行压力。而结构性工具“精准定位”的优势可以进一步灵活发挥。常规工具中,降准相对于降息空间更大。但由于目前市场资金整体情况相对宽裕,未来降准主要是承担应对跨境资金净流出情况下外汇占款降低形成基础货币缺口压力的任务。总之,当前货币政策更多的应起到支持保障作用,不宜过度宽松,避免超调。

第三,房地产政策调整应双管齐下。房地产政策可从扩需求和促投资两个方向调整。在需求端,继续解除不必要的限制,减轻购房者负担,促进合理购房需求顺利释放。一是降低房贷首付比例,非限购城市首套房贷首付比例可进一步下调至20%。二是降低二手房交易税费。今年涉及交易税费减免的仅为营业税,而契税和个税政策仍存在滞后之处。如契税和个税“唯一”的划分标准与当前支持改善性需求的出发点尚不一致,并且个税“满5年”的标准可与“满2年”相配套。三是调整公积金政策。公积金政策在贷款额度上还有松动空间。目前多数城市的家庭公积金贷款额度还在80万元以下,若地方公积金管理中心余额充足,可通过提高公积金贷款额度上限来刺激需求入市。在供给端,应加大重点城市的土地供应,优化住房用地结构,减少囤地现象。积极推动对一、二线城市的房地产投资,以改善这些城市供应吃紧的状况,防止房价上涨过快。作为保障性住房供给主体的地方政府可通过收购商品房作为保障房,既有利于消化商品房库存,也可以解决保障房房源问题,一举两得。

第四,政府作用与市场调节相结合,加速“去过剩产能”。自2009年国务院下发关于抑制部分行业产能过剩和重复建设的38号文以来,去产能尽管取得了一些进展,但总体上效果难言理想,产能过剩问题未得到根本改观。企业及地方政府观望者居多,主动压降产能者少。现实表明,在中国,过剩产能主要依靠市场力量自实现出清并不现实,政府作用与市场调节两只手必须结合起来。一方面,应积极地发挥政府的作用。有关部门对于产能过剩重点行业的处置应有顶层设计,综合行业特点、区域分布平衡、企业运行情况等因素制定关停并转名单,并组织加以推动。对于被关停企业,也不能简单地一关了之,地方政府应提供适当的财政补贴,中央财政加以支持,做好职工安置、技能培训等

善后工作。另一方面,还应鼓励过剩产能企业相互间开展市场化的兼并收购。在此过程中,国家应给予必要的贷款贴息政策,而商业银行也可通过提供并购贷款、并购债承销及相应的过桥贷款、顾问咨询等金融服务予以支持。

第五,激发各方投资活力。一是继续加大各级财政对公共基础设施等固定资产项目的投资力度,推动重大建设项目加快实施;有效发挥下调部分固定资产项目资本金比例等政策效用,提高各类主体的投资能力,增加实际投资规模。二是建立健全盘活财政存量资金的约束与激励机制,加强财政支出预算执行管理,确保重点项目资金按时到位,提高财政资金使用效率。三是在规范地方政府债务管理的同时,继续支持地方融资平台转型升级后的市场化融资,确保棚改等在建项目后续融资,保障基础设施投入资金来源。四是加快向民间资本开放更多投资领域,引导民间资本投入经济社会发展的关键领域和薄弱环节;加紧完善公私合营(PPP)的法律制度和政策扶持体系,规范项目实施与风险管控机制,有效促进PPP和特许经营等创新模式对社会资本的投资带动。五是进一步协调财政与金融的深化合作,以各类引导基金和融资支持基金为切入点,充分发挥各类金融机构的资金优势和项目优势,共同推进稳增长各项举措的实际落实。

第六,多措并举,加快商业银行不良贷款处置。为助力去产能和调结构,建议通过以下措施加大力度处置不良贷款。一是充分运用重组手段,加快化解潜在业务风险。完善信贷风险应对机制,在银行同业间、银行政府间建立协调沟通机制,形成合力,共同应对经济下行期的企业经营风险。鼓励银行对风险贷款,特别是潜在风险业务,积极采取重组手段予以化解,实现政银企的多方共赢。对重组贷款在风险分类上的限制性规定进行调整和完善。二是积极拓展不良资产处置思路,加快处置速度。近年来国内法律法规环境趋于完善,监管部门监管能力和商业银行经营规范程度显著提升,投行、信托、保险、会计、法律等中介机构服务能力和水平也有明显提高,有效利用这些渠道将为拓宽商业银行不良资产清收处置思路提供有力保障。三是用好活现有拨备资源,适当放宽拨备覆盖率监管要求。拨备的目的就是应对风险损失。综合考虑当前风险暴露的实际情况,可适当放宽对商业银行拨备覆盖率的监管要求;也可针对各家商业银行业务特点、贷款质量、风险管理水平的不同情况,分别设置个性化的监管标准,鼓励银行用好活现有拨备资源,有效控制不良增长。四是拓宽交易市场主体,推动不良资产转让。随着不良资产转让业务日趋成熟,不良资产批量转让的买方市场已经显现。建议通过逐步拓宽不良资产批量转让的交易主体范围,平衡市场供求关系,充分运用市场机制,更好地盘活存量不良资产。

(交通银行金融研究中心刘学智、刘涛、夏丹、陈冀、王伟、许文兵参与写作)