

通缩机制对中国经济的挑战与稳定化政策^{*}

张 平

内容提要:自2012年3月生产者价格指数(PPI)同比转为负增长以来,截至2015年3月份,PPI同比增幅已经连续3年多的负增长。生产部门的通货紧缩已经成为不可避免的事实。在实体经济实际利率走高、企业债务负担加重、外部融资成本上升和企业资产负债表恶化的连锁反应下,地方政府和银行的资产负债表已经受到影响,生产部门的通货紧缩可能通过“金融加速器”机制继续恶化。应对通缩机制对中国经济的挑战,应实施“逆周期”的稳定化政策调节,特别是财政部与人民银行共同协调推进中国地方“资产购买(置换)”计划,进行地方政府的负债表修复,同时进行金融和财政体制转型,积极推动“软预算”部门(包括国有企业、事业单位和地方政府)改革,配合区域发展三大战略,促进经济增长进入健康状态。

关键词:生产部门通货紧缩 “金融加速器”效应 稳定化政策

通货紧缩通常用消费者物价指数(CPI)持续下降来表示,它表明物价的全面下跌,包括农产品、房租、服务和制造品的全面价格下跌。从供给方看,通货紧缩可以率先采用生产者价格指数(PPI)即出厂产品价格下降来衡量,生产者价格指数下跌反映供求失衡对制造业、原材料供给等部门的损害程度。对发达国家而言,制造业和投资对经济贡献的比重都不高,用CPI衡量基本反映了通胀和通缩情况。中国经济中制造业和投资是最为重要的贡献部门,因此用PPI衡量生产部门的通货紧缩情况是一个重要的指标。另外,中国当前的消费者物价指数和生产者物价指数走势是一致的,2012年3月开始生产者价格指数同比增幅转负,生产制造部门率先进入通缩,到2015年2月PPI为-4.8%,加速下降;而CPI代表的消费物价虽然依然为正,但趋势也是一直向下,2015年第一季度CPI涨幅1.2%,已经进入通缩的边缘。

通货紧缩在短期内对经济是个小的扰动,但如果不能有效地加以遏制,其内在机制会对经济产生“逆向循环”,对经济的伤害将是严重的。全球很多国家都出现过通缩情景,美国最著名的通缩就是

1929年大萧条后的通缩,费雪将对通缩的讨论延伸到了“债务—通缩”(费雪,1933)机制,即提出了“生产者价格收缩—实际利率上升—负债恶化—经济进一步收缩”的传递过程和理论逻辑。伯南克(1996)同样针对大危机提出了“金融加速器”(BGG)模型,探讨经济增长波动过程中由于资本市场信息不对称,企业外部融资利率上升或下降与企业资产负债表(企业净值)的关系。当经济下滑时,企业盈利能力下降,资产负债表恶化,抵押物估值下降,而外部金融部门根据企业情况提高融资溢价和降低融资规模,引起企业投资规模收缩,导致经济进一步恶化。在各类企业中,小企业更是首当其冲,并形成居民、企业和政府负债表相互连接影响,经济加速走向萧条,即金融加速效应(Financial Accelerator,简称F-A)。金融加速效应为经济萧条提出了新的解释逻辑和政策基准。针对日本从1998—2013年长达15年的通缩,学者们讨论了日本的“资产负债表”式衰退(辜朝明,2008)。在1998—2000年中国曾出现了两年多的通缩,学者们集中探讨了通货紧缩的形成传导机制,特别是从实体经济角度入手,分析其如何向信用和资产部门传递,对通缩的危害认识更为全

^{*} 张平,中国社会科学院经济研究所,邮政编码:100836,电子邮箱:zhangping_cass@126.com。

面和深刻了(北京大学中国经济研究中心宏观组编, 2000)。2008年全球金融危机后,伯南克从金融加速器理论中推出了美联储的“量化宽松”“扭转交易”等一系列以修复资产负债表的方式激励微观消费和企业主体扩张支出的宏观政策,对美国较为成功地走出金融危机起到重要作用(伯南克,2013)。笔者(张平,2012)依据对中国经济“结构性”减速的研究,提出“结构性减速”直接引起生产部门的通缩,并在文章中提出了降低通缩风险,选择中国版的“资产购买”计划作为应对之策。2013、2014年,基于中国四部门资产负债表笔者又分析了通缩对中国经济的影响(张平,2013,2014),提出了存量调整,包括资产购买计划、软预算部门改革等政策。经济理论逻辑证明通缩机制启动后,市场机制是难以自我修复的,如果不采取积极的稳定化政策进行干预,特别是资产负债表修复,通缩机制的“逆循环”过程将会把一国经济拖入深度萧条。

中国经济应对通缩传导机制挑战,要加快实施宏观稳定化政策,推动财政与金融政策配合,有效地对地方、企业的负债表进行修复,同时更要积极推进财政金融体制转型和“软预算”部门(包括国企、事业单位和政府)的改革。

一、国内生产部门通缩的经验 事实和通缩机制

2008年全球金融危机爆发后,中国受到外部冲击,生产者价格指数(PPI)增幅从2008年12月开始为负,直到2009年11月转正,经济增长也随之恢复,2010年经济增长再次回到了10.4%的两位数水平。但随着2010年欧债危机的再次冲击,中国经济增长速度从2011年的9.3%逐季度下降,2012年第一季度GDP再次低于8%,生产者价格指数增幅2012年3月转负,直到现在。2015年GDP增长目标下调到7%,国际原油价格持续下跌,再次带动了PPI快速下跌,CPI到2015年第一季度跌到1.2%。

从中国当前的数据看,一个最基本的经验事实是生产部门通缩已经长达3年。中国生产者价格指数2015年1月-4.3%,2月-4.8%,3月-4.6%,收缩趋势在加剧,可预计的2015年继续为负,生产部门已经陷入通缩。从利润标准看,工业企业利润

不断下降,2015年头两个月利润同比下降了4.2%,利润下滑最直接的原因就是受PPI下跌的影响。从生产者价格指数看,生产部门经济已经陷入通缩;从利润标准看,如果生产部门利润继续下降,亏损面继续扩大,将恶化企业部门的资产负债表,形成“债务紧缩”螺旋,在金融加速器的作用下通缩的程度将进一步加大。

(一)生产部门通缩提高了实际利率(r),导致信用收缩

生产者价格指数(PPI)的持续下跌,直接引起了生产者实际利率的变化,生产者的实际利率等于贷款利率减去生产者价格指数(PPI)变化率。2014年12月份金融机构贷款利率水平为6.8%,减去当月PPI增幅(-3.3%)后,真实利率升高到了10.1%的高位。从当前的融资成本看,2015年3月的银行间同业拆借加权利率为5.6%,虽有一定季节因素,但银行拆借利率是银行的融资成本体现,因此银行的贷款利率大致是按融资成本来定价,当前短期利率太高了。PPI持续的下跌导致企业的实际贷款利率高企,进一步地削弱生产者的盈利。

表面上看,2015年3月9日降息后,一年期贷款利率从2007年的6.39%下降到了2015年的5.35%,但如果按CPI计算真实利率实际上是高企的。2007年CPI为4.8%,而到了2015年,CPI预计为1.5%,由此可知,实际利率从2007年的1.59%上升到了2015年3.85%的高位。在通缩过程中,降息速度低于价格下跌,其实际利率会更高,降息效果会大打折扣。当实际利率上升超过资本边际效率(MEC)时,实体经济无法支付贷款利率,只能自我收缩,变卖资产还贷,或不断滚动贷款,这进一步恶化资产负债表。但无论哪种模式,降低产出和投资意愿是确定的。

信贷资金利率过高伤害了企业,金融机构从高利率获得了高收益,但长此以往,银行的不良贷款会越来越多。在面临企业破产带来的信用风险高企的情况下,银行也将倾向于进一步收缩信用。而反映在货币总量和投资指标上,就是货币供应和投资增幅双双大幅下降。

从货币投放量、贷款和投资三个方面看,其趋势高度一致,均是从2009年的高峰超过30%的增长下降到现在15%以下的水平,M2增速显著放缓,从

2009年的11月份的30%一路下跌到2015年1月的10.8%；贷款从35%持续下降到2015年1月的13.9%；而与之相伴的是投资率也从2009年的34%进一步下降到2014年底15%的水平。银行坏账率则不断上升，信用扩张从供需角度都内生性的紧缩，信用紧缩趋势仍在加强。

(二)生产部门通缩导致净资产回报率(ROE)低于实际贷款利率(r)

从生产部门的视角看，通缩已经非常严重地引起了信用收缩，企业盈利能力不断下降，企业资产回报率降低，去库存、去产能相继开始，倒闭等“顺周期”紧缩效应越来越强。

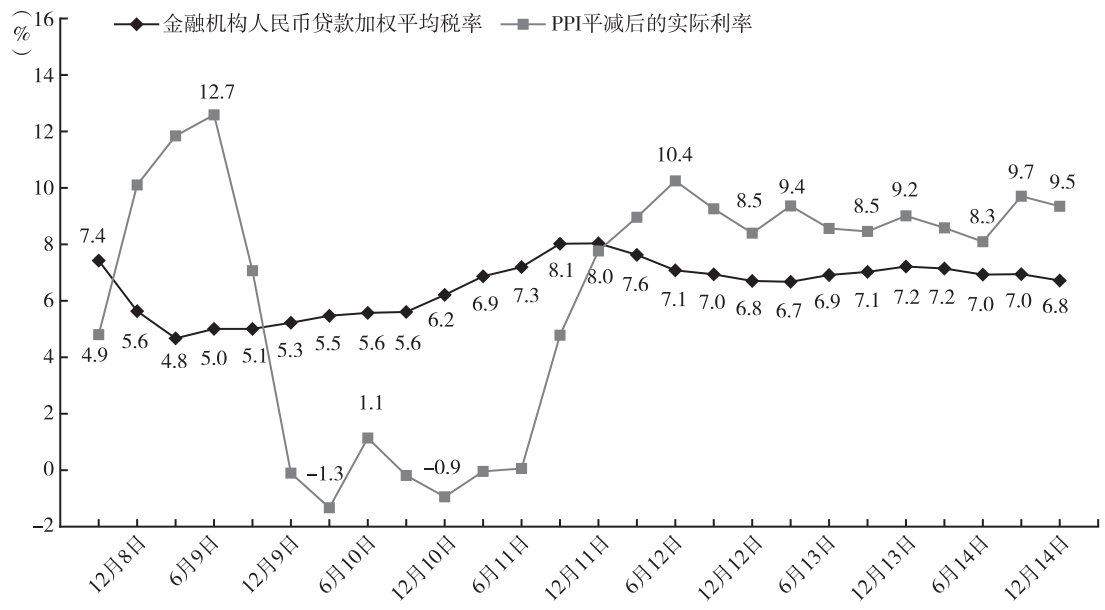


图1 生产部门的实际利率
资料来源: WIND数据库。

中国非金融上市企业的净资产回报率(ROE)，从2007年高峰时的15.5%下降到了2014年初步预测值9%的水平，而负债率则从2007年的53%上升到60%，以改善盈利水平。虽然，总体看上市企业ROE仍然高于实际贷款利率，但这种盈利代价较大且不可持续。其中，国有企业2014年ROE降到了6.96%，而负债率提高到了65%的水平，利润增长了3.4%的同时财务费用支出增长19.2%。这种通过不断拉高杠杆，虽然获得了账面利润，但据此计算的国企ROE水平已经低于实际贷款利率了。一般中小企业的状况则更加困难。相对实体部门，金融上市企业ROE一直稳定保持在17%左右，显然金融企业享受了高利率所带来的巨额收益。

本的影响上述过程不是容易完成的，但这种倾向是清楚的。当前，中国大多数企业净资产回报率低于外部借贷成本的情况已经严重影响了企业的生产活动。

相对而言，在一个信息不对称的金融市场条件下，一个企业获得外部融资成本除与企业自身的盈利能力高度相关外，与企业资产负债表质量也高度相关。资产负债表越健康，抵押物越充足，信用也就越好，相应的融资成本就越低，反之则相反。当经济下滑，盈利能力下降后，信息不对称加大，调整资产负债表是抵抗短期利润下降的重要工具，但一旦资产回报率持续覆盖不了资金成本，资产负债表将开始恶化，抵押物估值下降，在补充抵押物价值的压力下，企业必须变卖资产，这会损害未来投资和盈利能力，降低企业的净值，而外部融资成本会继续上升，如此往复出现的这种经营环境恶化的结果是逼迫企业走向破产。

如果单个企业经营不好，资产回报率低于贷款

利率,最终走向破产,是市场“清洁机制”的作用,可以淘汰落后产能,让好企业成长,提高资源配置效率。但如果出现了系统性的净资产回报低于贷款成本,将导致大多数企业面临破产的威胁,金融市场的恐慌和动荡就不可避免,导致金融机构信用收缩,进而破坏现代金融市场“永续”融资的功能,出现经济下降时的金融加速器效应。

金融加速器效应的重要特征是它的双重不对称特点,许多经济学家运用实际数据对此进行了实证研究,结论可以归纳为:资产负债表对企业投资的影响在经济下降时期比繁荣时期大,对小企业的影响比对大企业更大。

中国当前生产者价格指数下行,部分行业的上市企业仍然健康,但如果生产部门持续通缩下去,同时外部借贷成本不降低,企业负债率进一步升高,健康企业也将会进入到恶化的边缘。很多小企业和周期性行业以及地方政府融资平台,实际上已经由于借贷成本(r)远远高于企业净资产收益率(ROE)(连国企的盈利都难匹配金融融资成本),大量的企业处于金融加速器的漩涡边缘或已经被卷入,对企业和地方政府资产负债表的挑战已经开始。

(三)生产部门通缩直接冲击了资产负债表(企业净值)

根据李扬等人测算,中国2012年非金融企业部门负债72.12万亿,占当年GDP的比重为113%。而从趋势看,到2014年仅仅国企负债水平已经达到了66万亿,与2012年底计算的非金融国有企业债务37.18万亿(不包括地方的企业融资平台)比较,两年增长了80%(若包含了地方融资平台的债务,也增长了36%),企业资产负债表已经明显有瑕疵。生产部门持续的通缩导致利润下降明显,财务负担严重,如果利润继续下降,加之物价下滑,这种情况很快就会传递到“债务”,即“通货紧缩—债务收缩”的效应已经出现。

由于制造业企业资产收益率下降,企业获得资金主要进行财务成本调整,而不会用于投资,甚至把仅有的货币资产投入到放贷或风险市场中以博取更高的投机收益。2014年,国内定向宽松的货币政策没能有效地降低信贷成本,对企业而言长期投资回报不足以弥补资金成本,企业不得不降低长期投资。为获得短期流动性,企业积极将长期投资转为短期

投机活动,导致定向宽松政策对企业投资激励没有发挥预想的效果。

从负债表上看,地方政府负债的压力也是非常严重的,直接威胁到经济稳定。虽然中央政府负债水平不高,但地方政府融资平台在上一轮4万亿的激励下产生高负债,这些负债大量投资于土地与相关基础设施以及资源开发和新产能建设等,这些投资都是在高通货膨胀时期的负债,其利息成本非常之高,而且期限很长。2013年底审计认定的资产总额为20.6万亿,债务仍处于可控状态。特别是中央政府负债率低,仍有着巨大能力承担债务。

现代政府负债的特性是“永续”融资,即依据政府信用在债券市场不断融资,还息不还本。只要政府信用和债券市场正常,这一过程可以持续,但如果政府现金流压力过大,债券抵押物估值下跌,债券市场利率上升过快,政府的债务水平将会被急剧加大,形成政府债务危机隐患。

在当前生产部门持续通缩的环境下,地方政府不是按照政府的信用进行负债,而是大量使用了信托、信贷等高利率短期债务,这就导致了双重不匹配。一方面,这些短期债务与地方政府投资基础设施所需的长期融资不匹配,即期限不匹配;另一方面,这些基础设施的资产回报率也较低,又形成了资产与负债在收益率上的不匹配。在地方政府现金流持续下降的背景下,近来又对其融资限制加强,导致地方政府债务“永续”融资能力快速下降。与此同时,通缩带来的土地、资源价格下跌,地方政府抵押物缩水压力也会一触即发,引起“资产负债表”恶化。如果经济增长进一步下滑,地方政府财政收入迅速下降,支出增加,加上融资平台还本付息,其债务会滚雪球式增长,地方政府资产负债表的瑕疵会越来越严重。

相对而言,居民部门是净储蓄部门,2012年、2014年的非对称降息,小幅度降低了名义资金成本,一定程度上刺激了私人投资的回升,但由于房价处于高位,而投资租金回报不足一年期存款收益,房地产很难成为私人投资的最好标的。相应的信托、理财、股票等较高收益率的投机机会不断吸引家庭投资。

金融部门一直高杠杆运行,金融部门间交易比重不断提高,当前金融部门自身保持着稳定而且处

于盈利的状态,运行稳健。其蕴含的风险来自于企业和地方政府“坏账”风险的双重挑战。随着金融业管制放松,利率市场化进展迅速,银行利润不断被削减,同时资产与负债期限错配较为严重的弊端将不断暴露出来,这些都加大了金融部门的风险。

根据以上分析,我们认为中国经济中的生产部门已经陷入了通缩过程,高启的资金成本导致了信用萎缩,而不断下降的盈利能力和资产负债表恶化推动“通缩机制”的加速效应,直接威胁中国经济稳定。

二、通缩机制对中国经济的挑战

中国经济 2015 年的增长目标为 7%,经济增长进一步减速。美元坚挺推动了国际原油、大宗商品价格持续走低,造成我国的生产者价格指数持续负增长,而且有加速趋势,而生产部门的通缩也在拉低 CPI,全面通货紧缩的风险已经隐现。企业和地方政府已经不能靠短期融资的现金流来稳定资产负债表了,而过高的负债已经恶化了资产负债表,资产负债表的持续恶化在 2015 年将伤害到企业和地方政府。企业和地方政府资产负债表恶化会导致银行和金融市场开始更为全面地收缩信用。这不但会造成融资成本上升,而且企业外部的“永续”融资条件将中断,使企业陷入经济下滑过程中的金融加速器效应(F-A 效应)中,而资本市场信息不对称会推动企业的“永续”融资状态恶化,引起更大金融恐慌将在所难免。

中国面临的不仅仅是这么单一的通缩挑战,而且更大的挑战是在通缩过程中还要改革,特别是“软预算”部门的改革。因为“一放就乱”的体制机制依然存在,中央政府如果全面放松宏观约束,“软预算”的地方融资平台、国有企业和地方扶持的所谓规模企业等又从“僵尸”状态复苏,“僵尸”企业没有能在通缩过程中被“清理”掉,微观主体的改革会因政策宽松而失败。因此平衡宏观稳定和改革已经成为当前所面临的一个重要的挑战;同时中国经济会进一步融入全球化发展进程,开放带来的外部冲击将成为另一个重要挑战。

(一)金融加速器(F-A)效应的挑战

金融加速器原理是指金融市场的信息是不对称的,靠市场和机构自身无法自我修复,相反金融市场

具有放大或缩小的效应,而不是自我平衡效应。具体来讲,当经济减速和通缩出现后,外部融资成本高于企业盈利能力,而且盈利能力下降和高负债降低了企业净值的抵押能力,放款者会不断提高放贷利率以求自保(规避风险),如果市场大量出现问题企业,外部融资的“永续”条件恶化,呈现出放大经济萧条的效应。反之,经济高涨时,企业盈利能力增强,净值估值不断上升,借款成本降低,借款量不断增加,加剧经济过热。只是经济下降过程中,这一冲击更为明显。

金融加速器的“加速效应”是不同主体基于系列事件构成的,持续的小冲击会演变成大萧条,而这一过程靠市场是无法出清的,必须靠政府宏观部门进行干预才能减低金融加速器作用。

金融加速器的挑战主要来自经济下滑后,企业盈利能力(ROE)下降,往往靠提高负债,增加借款来稳定企业的财务状况。如果是短期冲击,企业通过自我调整,提高盈利能力自然平衡了。但遇到持续经济下滑,企业没有提高自身盈利能力(ROE),仅仅靠负债来平滑周期,就会使企业逐步陷入负债过高的困境中。当 ROE 低于外部融资成本 r 以后,资产负债表开始恶化。

企业资产净值下降,融资成本(r)不断升高,抵押借款能力下降,外部融资的“永续”条件不断被蚕食,直到资金链断裂,引起外部融资系统性动荡,企业估值进一步进行风险折让,而融资成本则不断溢价,企业的不断破产引起银行、金融市场的动荡。由此可见,货币当局必须维护市场稳定,进行逆周期操作,抑制金融加速器效应,平滑经济波动。

从中国经济目前所处的生产部门通缩过程上看,生产者价格指数持续下跌导致了企业盈利能力下降,而企业真实利率上升,企业不断陷入困境,已经导致银行坏账逐年升高,尽管仍在可控范围,但已经导致了企业、银行和金融市场的联动。

(二)高市场利率的挑战

政府针对经济下滑和通缩的威胁,一直通过放松货币和降低利率进行“逆周期”操作,但中国宽松货币政策后,市场利率没有随着这些年大量的资金投放而降低,相反不断升高。2014 年降息后,市场的利率水平也没有明显下降,这主要来自央行的利率下调政策较为温和,更重要的是中国金融市场和

微观经济主体上的缺陷使然。从金融市场监管的角度看,利率市场化的根本在于风险定价,但中国政府对金融企业始终有着“无限担保”责任,因此金融企业的产品都是“刚性兑付”,金融产品和机构没有风险,因此利率市场化改革反而促成了国家担保无风险条件下,利率不断提高的金融产品和机构的竞争态势。2011年中国经济进入下降通道后,银行理财年息都在5%~6%,信托收益都在9%~13%之间,地方融资平台企业债券在市场的发债水平也在7%~9%之间,由此可见,金融市场无风险利率(r)水平不断升高。

大量“软预算”单位(即有政府支持的企业)借钱后,很多都指望国家来买单(如地方政府融资就是一个突出的例子,他们只管借钱搞政绩,但还钱却等着中央来救)。“软预算”部门(包括地方融资平台、国有企业以及地方政府支持的大企业等)往往依靠提高负债率来维持现金流的稳定或获取财务上的利润,而不是真正提高企业的盈利能力(ROE)。这些“软预算”部门积极维持现金流,保持其“永续”融资状态,对利率不敏感的现象非常突出。此外,房地产企业往往能将高利率成本转嫁给房地产购买者,也对利率不敏感。所以国家释放出的大量资金没有降低利率,相反,这些资金通过“影子银行”的转换变成了高利率的产品被“软预算”部门和房地产所消化,而大多数实体企业面对的则是更高的利率。以上分析可以归结为有政府支持的低效企业挤占正常企业生产资源,金融体系挤占实体经济利润,而地产平台扭曲了资金价格三个方面。

面对中国市场结构的缺陷,一般性的宏观政策不易奏效,因此央行积极推动利率市场化,不断地规范风险监管。如2014年连续发出了有关信托、理财、地方平台债和银行存款再保险的系列规范文件,意图降低市场的无风险利率水平,略见成效,但也人为地破坏了金融市场融资的“永续”条件,需要进行新的替代,否则也会造成很大的金融风险。

经济下滑,企业盈利能力下降,加上由于市场缺陷导致的高利率,在 $r > ROE$ 的条件下,企业不再将资金投入实体经济进行生产,而是更倾向于投机或放贷款给金融机构以获取高的无风险收益率。央行宽松的资金流不到实体经济,而是在金融部门内循环,金融自我交易量不断加大,因此不进行市场化改

革,清理“软预算”部门,真实地降低市场利率,将无法推动资金进入实体经济,促进经济发展。不但如此,大量资金在金融部门中相互交易的一个更严重的挑战就是金融泡沫不断累积。

(三)外部冲击的挑战

中国当前的生产部门通缩,有部分原因来自于国际石油价格和大宗原材料价格的下跌,但这一下跌节约了中国生产者和消费者的成本,虽然对一些部门有影响,但总体福利是上升的,加之中国是全球加工业大国,原油和大宗商品价格下跌冲击对中国是有利的。但中国作为非储备货币国家,进一步的资本项下的开放是不可避免的,未来的金融冲击是非常严重的,特别是人民币多以美元为主要加权标的,而当前中国和美国进入了一个相反的经济—宏观政策周期时,这种周期的非一致性会引起外部金融的冲击。

现实表明,中国经济正处于增速下滑,不断降息过程中,而同期美国经济则不断走好,预计2015年将开始进入加息周期,虽然利率水平相差较大,但美国的净资产回报率高于其贷款成本($ROE > r$),长期投资者将会向美国转移。当前,中国十年期的利率水平为3.3%(十年期国债到期收益率),而美国十年期国债利率现在为2.1%,如果两边一升一降,预计到2016年底,美国十年期国债利率升到2.5%,中国降到3%以内,二者的长期息差就完全收敛了,中国的长期利率水平优势将不复存在。

中国当前是短期利率水平很高,全球资金仍在涌入中国进行套利,一旦中国金融风险加大,而且套利空间下降,大量短期资金必然流出中国,这无疑会加剧中国的紧缩,中国也就很难降低利率了,这将会导致中国经济顺周期下滑。

三、应对通缩的稳定化政策和体制安排

要应对中国的通缩挑战,必须进行分类处理,包括:(1)宏观“逆周期”调节的稳定化政策;(2)金融体制改革;(3)“软预算”部门改革。当务之急是宏观“逆周期”稳定化政策和金融体制改革,抑制实体经济通缩向金融体系蔓延,打通资金从金融部门向实体经济部门流动的渠道,与此同时推进“软预算”部门的改革。

1. 降低真实利率。上述分析的核心是外部借

款的真实利率(r) > 企业净资产回报率(ROE),因此降低融资成本(r)是关键。从欧美面对危机的逆周期调整看,迅速大幅度降低利率是重要的,而且美国

的“扭转交易”政策更是美联储直接进行干预,通过压低长期利率推动美国资产负债表的修复,而不是依靠市场金融机构的活动。

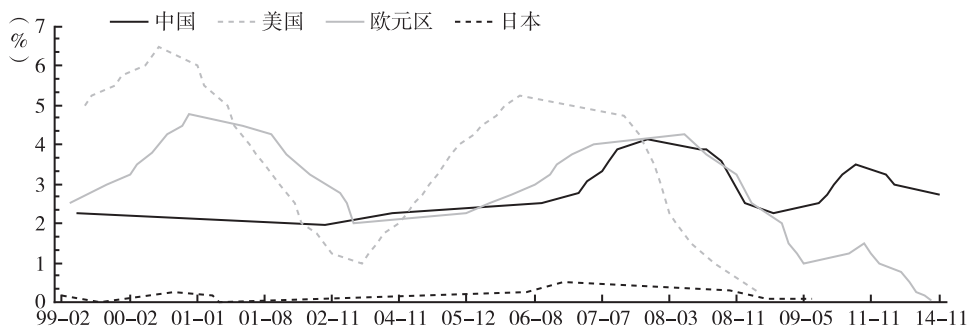


图2 中国与欧美日央行利率走势

相对而言,中国长期的政策经验是贷款数量比利率敏感。2013年加大放松资金力度,当年社会融资总额达到了17.2万亿的历史新高,但经济增长依然没有被刺激起来,而且生产部门的通缩也没有减缓。相反,市场利率上升很快,2013年7月份出现了“钱荒”,因此一般性放款的政策似乎已经走到了尽头。2014年一直保持流动性管理,效果不明显,到10月降息后一定程度上抑制了利率的上涨,刺激了股票市场,直接融资表现活跃,推动了企业资产净值的提升,改善了上市企业的资产负债表。因此加快降低利率是稳定化政策的重要选择,而且在美国加息前,应该加快减息步伐。

2. 推出中国“资产购买”计划。2015年财政部批准了万亿地方资产置换计划,其中,2015年拿出5000亿元用于地方债到期的资产置换。从当前的操作来看,江苏已经发行了最长期限7年的地方债,利率较低,基本属于通过市场募集方式维持了债务“永续”的状态,但对债券市场压力很大,而且由于期限依然较短,因此对地方政府资产负债表修复作用较为有限。

中国的“资产购买”应该是由地方政府发行十年以上期限的市政债券,由央行作为中国资产进行增持,从而减低央行持有外国资产的比重,直接降低由于对冲国外资产的存款准备金率,释放更多的流动性。而且,央行增持国内资产可以规模较大,直接就可有效修复地方政府的资产负债表。当然,这种购买本质上是要进行“救助性改革”,即逼迫地方政府进行改革,通过调整经济结构,获取经济发展的持续动力,而不是仅仅给地方政府输血。

中国当前的有利形势很多,长期国债到期收益率低,短期高,十年期国债到期收益率只有3.3%,而3个月银行间拆借利率加权平均为5.6%,应该大力用好长期低利率的国债或地方债发行,用于地方政府融资平台的债务替换,如果能进一步配合降低利率,将会迅速改善地方政府的资产负债表和降低金融机构的风险。当然,这需要财政部和人民银行积极配合,才能完成中国式资产购买,同时推动地方政府进行经济体制改革。

中国地方政府大量负债都是在高利率环境下形成的,其期限短,利率高,而投资的方向又是基础设施,是期限长回报低的,但又是中国发展所必需的,因此期限严重不匹配和过高的利率是地方政府债务的根本风险。所以,要尽快推出中国版的资产购买计划,中央政府发行特别国债或地方政府发行长期限的地方政府市政债,对城市化过程中地方政府累积的长期限基础设施投资的资产进行购买,调整地方政府资产负债表的状况,稳定经济预期。这样,可以直接用高等级的低利率、长期限债务对高利率、短期限的地方债务做替换。低成本长期限的债务直接降低城市化基础设施形成的债务成本,改善地方政府和金融机构的信用状况。这方面中国有着很多的经验,如当年处理四大行债务时就进行过类似操作,关键是财政部与人民银行要建立稳定的合作协调机制。

从存量角度进行资产负债表修复是重要的,但地方财政体制改革更为关键。2015年全面进行营改增以后,地方缺少了主税种,而大量支出责任又在地方,地方土地财政后续乏力,没有任何财政能力能

保证获得稳定的现金流。如果不进行财政体制改革,地方债务问题将会一直困扰中国经济体系。

3. 金融体制转型,抑制监管套利。在宏观政策“逆周期”操作下,必须进行监管与金融活动调整的改革。一是抑制在“国家隐形担保”下的所谓金融创新活动,这类金融创新活动主要提高了融资成本,将金融部门的风险转嫁给国家和企业,自己从中获利。因此要重新定义市场风险,通过金融机构破产清算,降低市场利率,积极推进真正的利率市场化,降低国家对金融机构的隐形担保。二是配合监管体系改革,实行大监管,控制监管套利行为。三是中国人民银行作为最后贷款人,有能力进行流动性操作,保持金融市场的融资“永续”性,避免金融过度震荡。

金融体系改革,是要将以银行为主的间接融资的金融体系转向以直接融资为主的多层次资本市场,完成金融体系转型。将银行间债券市场合并给交易所,完成债券融资的直接融资特性的转型。银行间债券市场本质上仍是间接融资市场,是银行间的交易,其债券无法被投资人直接购买,因此90%以上的债券市场是由间接融资的银行进行控制的,形成了中国直接融资的一大缺陷。同时加快推进股票市场的准入制,打击市场价格操纵等违法行为,让股票市场服务于资源的优化配置。通过资本市场进行并购重组,形成新发展阶段下收益和负债水平健康的企业主体,鼓励他们创新发展。

4. “软预算”部门改革。在稳定化的宏观政策出台同时,采用国际上普遍使用的“改革性救助”措施将成为推动市场化改革,特别是改革“软预算”部门的契机。不论地方政府融资平台债券救助,还是国有企业改革,都要按十八届三中全会的市场化改革的方向去操作,边救助边改革。一方面改善地方政府的债务架构,另一方面要进行地方税收和权力体系改革,让地方政府转型到公共服务的职能上来。积极借减速治理国有企业,国有企业改革按以资产为纽带的运营模式去发展。在割断与地方政府纽带下,利用经济减速可以清理“僵尸企业”,淘汰落后的产能。

积极推进“科教文卫”事业单位改革。“事业单位”是更典型的“软预算”部门,推动“事业单位”改革是推动服务业发展的关键所在。当前服务业发展很快,但多为效率较低的行业。中国制造业与服务业劳动生产率相差一倍以上,归因就是中国现代服务业主

体的一部分都存在于事业单位,如科教文卫。另一部分存在着严格的管制,如电信、金融、铁路、航运以及大量的公共服务部门(如水电气供给与排污等)。这些服务业部门按发达经济体计算基本上占服务业价值的80%以上,而我国却长期困在事业单位和管制中,吃财政,对市场需求无反应,发展很慢。事业单位改革与放松管制相结合,释放出中国的现代服务业存量,吸纳社会资源进入,才能提升服务业的效率,参与到服务业的国际竞争中,因此,服务业存量调整至关重要。

中国的宏观稳定政策需要结构性的改革,否则短期政策很容易造就传统体制复活。因此,解决当前生产部门通缩的关键:一是靠宏观推进“逆周期”的稳定化政策;二是要进行金融体制转型;三是要对“软预算”部门进行根本性的改革,清理僵尸企业,释放出“科教文卫”等被管制的服务业发展空间。

参考文献:

- Bernanke, B., M. Gertler & S. Gilchrist (1996), “The financial accelerator and the flight to quality”, *Review of Economics and Statistics* 78(1): 1-15.
- 北京大学中国经济研究中心宏观组, 2000:《1998—2000 中国通货紧缩研究》, 北京大学出版社。
- 伯南克, 2013:《金融的本质》(中译本), 中信出版社。
- 费雪, 1933:《关于大萧条的债务—通货紧缩理论》(中译本), 载于北京大学中国经济研究中心宏观组《1998—2000 中国通货紧缩研究》, 北京大学出版社。
- 辜朝明, 2008:《大衰退》, 东方出版社。
- 李扬等, 2013:《中国国家资产负债表 2013》, 中国社会科学出版社。
- 殷剑峰 王增武, 2013:《影子银行与银行的影子》, 社会科学文献出版社。
- 中国经济增长前沿课题组, 2011:《城市化、财政扩张与经济增长》,《经济研究》第 11 期。
- 中国经济增长前沿课题组, 2012:《中国经济长期增长路径、效率与潜在增长水平》,《经济研究》第 10 期。
- 张平 刘霞辉 王宏森, 2011:《中国经济增长前沿 II》, 中国社会科学出版社。
- 张平, 2012:《“结构性”减速下的中国宏观政策和制度机制选择》,《经济学动态》第 10 期。
- 张平 苏治, 2013:《经济转型、金融扩张与政策选择》,《经济学动态》第 11 期。
- 张平, 2014:《中国经济效率减速冲击、存量改革和政策激励》,《经济学动态》第 11 期。

(责任编辑:钟培华)