

中国经济新常态

徐以升 著

从涨潮到退潮



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

013053808

F12
322

徐以升 著

中国经济新常态

从涨潮到退潮

★ 藏书 ★
图书馆



北航

C1661599



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

• 北 京 •

F12
322

图书在版编目 (CIP) 数据

中国经济新常态：从涨潮到退潮/徐以升著

北京：中国经济出版社，2013.7

ISBN 978 - 7 - 5136 - 2565 - 4

I. ①中… II. ①徐… III. ①中国经济—研究 IV. ①F12

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 109677 号

责任编辑 乔卫兵 于 宇

责任审读 霍宏涛

责任印制 张江虹

封面设计 任燕飞

出版发行 中国经济出版社

印 刷 者 三河市佳星印装有限公司

经 销 者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 16.75

字 数 240 千字

版 次 2013 年 7 月第 1 版

印 次 2013 年 7 月第 1 次

书 号 ISBN 978 - 7 - 5136 - 2565 - 4/F · 9776

定 价 39.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题，请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010 - 68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68359418 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390)

服务热线: 010 - 68344225 88386794

序

无尽的探索

每个时代都有每个时代的主题。

所谓时代的主题,是每个人都或主动或被动的卷入其中。什么是当今这个时代的主题?在世纪之交还曾求学的年代,我曾经以为,计算机、互联网会是时代主题,并且努力全身参与其中。但后来发现,计算机与互联网会才是时代主题,会为这个时代注入最具有变革性的力量,但却依然不是这个时代的最核心主题。

毫无疑问,当今的时代主题是货币与金融。从中国的大周期来说,改革开放的含义即是中国逐渐摆脱“半货币化”为核心特征的计划经济,走向“货币化”为核心特征的市场经济。货币化进程是解释中国经济体系延伸的最核心主题。过去30多年(改革开放之后),尤其是过去10多年(加入WTO之后),在宏观上,管理好货币化进程即是中国经济政策和学术体系的主任务;在微观上,与货币化进程共舞即是企业或个人财富与否的主逻辑。

从世界的大周期来说,在1971年布雷顿森林体系解体,美元真正挣脱黄金的枷锁之后,人类从总体意义上进入了信用货币时代。信用货币时代的核心特征,货币是债务,在此之前,货币是一般商品,是资产。这一本源定义的异化彻底地改变了经济和金融体系的基础,在这一信用货币基础上的经济金融体系中,人们的目标是追逐债务。

于中国来说,寻常居民的财富概念从30年前的“万元户”攀升到如今的“千万元户”,而如果不参与资源要素的要素货币化进程、不参与房地产和资本市场的货币化进程,很难实现财富的决定性上涨。宏观经济形势与政策的研判,如果不纳入货币和金融因素,则不能发现其本源。

当找到你自认为最核心的时代主题之后,你就从主观上难以再摆脱于此。特别荣幸,在从中央财经大学毕业之后,自2004年创刊在《第一财经日报》工作,我有幸能够亲身临近这一最核心的时代主题,并与这一主题共舞。

如果说当今全球化的本质是全球金融化,那么在这一全球体系中,美元

是中心货币,美国经济是中心经济体,美国是中心国家;人民币则是外围货币,中国经济是外围经济体,中国是外围国家。随着经济和金融体系开放程度的加深,外围货币、外围经济体、外围国家日益受到中心国家的主导。

这就有了2001年(经济层面),尤其是2003年(金融层面)之后中国的繁荣周期。简单伴随的逻辑是,实体经济层面,全球生产网络围绕中国重构;货币金融层面,美元贬值、全球资本流向新兴市场、新兴市场资产价格重估并伴随货币升值。这即是中国发生的故事,中国的增长故事既具有典型的内生性,又具有当然的外部性。

但这只是“涨潮的上半场”。随着美国实体经济复苏,美国经济正在开启一个生产端的新增长模式,中国和世界要素价格落差的变化正在推动全球生产网络发生“去中国化”的再次重构;而随着美元进入中期升值周期,资本流出、货币贬值与资产价格下跌的“退潮的下半场”即将展开。

这是这个时代的最核心主题。本书是我多年从事财经媒体行业的评论文集,我试图在过去涨潮的逻辑中遴选出文章,并试图在当前从涨潮到退潮的转折期遴选出文章,共同组成这个逻辑。

货币、金融、经济,这是一个浩瀚的领域。我的名字可以续接一个成语——以升量石,意为以浅的理解去诠释深奥的道理,这本文集是我对货币、金融、经济这个时代主题的以升量石。

我想借此表达我对中国社科院世界经济与政治研究所余永定教授的感谢,多年的访问、交流和学习中,我日渐体悟到余永定教授的更多真知。感谢《第一财经日报》总编辑秦朔先生,他一直倾力为他所领导的《第一财经日报》赋予更多对时代负责的思考。感谢中国经济出版社乔卫兵副总编辑,在他的帮助下这本集子才得以出版。感谢我的家人,尤其是我两岁半的女儿,他们如一的支持是我以升量石的动力源泉。

徐以升

2013年6月

/ 目 录 /

CONTENTS

序 无尽的探索

第一篇 宏观·中国经济“新常态”

中国经济“新常态”	003
增长的极限	005
中国经济大周期步入转折	007
比较三份国家资产负债表	008
2008 年经济危机后中国三重大改变探源——读刘鹤《两次全球大危机的 比较研究》	016
IMF 的第二次错误	019
错误的大预测——读萨勃拉曼尼亚《大预测》	021
量变已经带来质变了吗	026
调整中国经济大数据 被低估的意义	027
系统性质疑 CPI	029
宏观经济评判不能短期化	031
对话国研中心魏加宁:宏观调控 30 年警惕“超短期化”	033

第二篇 结构·中国进入“流量净债务国”阶段

中国进入“流量净债务国”阶段	043
中国“入世”十年来的“大置换”	045
外汇局披露 FDI 留存利润 中国经济“暗物质”浮出	047
追求主动的逆差	054

中国经济三大结构性逆差透析	056
我国宏观税负是否真的偏低	058
揭开国民财富黑洞的盖子	060
要修订的不只是居民收入数据	062
中国经济如何跳跃——读姚余栋《重燃中国梦(中国经济公元1~ 2049年)》	064
对话中国经济体制改革基金会王小鲁:不应回避的灰色收入	066

第三篇 货币·糟糕的中国央行资产负债表

糟糕的中国央行资产负债表	077
中国并非国际资本避风港	081
央行对冲外汇占款成本超万亿	082
怎么看待中国央行资产规模世界第一	086
央行亟须厘清准财政职能	087
中国央行与财政的关系——读周小川《国际金融危机:观察、分析与应对》 之一	089
今天就应该推进存款利率市场化——对易纲“存款利率市场化时机尚不成熟” 观点的回应	091
解开利率市场化真正之结	095
中国利率市场化拖不得	097
不能让危机阻隔利率市场化	104
影子体系是“正能量”	106
尴尬的人民币套利国际化	109
从上半场的繁荣到下半场的挑战——读彭文生《渐行渐远的红利 ——寻找中国新平衡》	112
对话中国社科院学部委员余永定:行政推动人民币国际化 是拔苗助长	115

第四篇 改革·重新思考中国银行业改革

产融大结合还要不要“红线”	125
---------------------	-----

汇金债疑问	128
汇金异化	129
银行业改革未到定论时	134
重新思考中国银行业改革	135
应结束存贷比监管	142
为什么存款保险制度如此重要(一)	144
为什么存款保险制度如此重要(二)	146
存款保险显性赋予本金风险——读周小川《国际金融危机:观察、分析与应对》有感之二	148
“充分市场化、有限全球化”设计——读夏斌《中国金融战略 2020》	150
对话上海交通大学潘英丽教授:以金融转型推动经济转型刻不容缓	152

第五篇 国际·警惕危机的“西班牙路径”

央行异化	163
“金砖失色”趋势已成	168
一张自私的药方——读克鲁格曼《现在终结萧条!》	170
“欧元崩溃论”已经破产	173
欧洲央行“准量化宽松”真义	180
警惕危机的“西班牙路径”	182
被 G20 漠视的公共财政过度杠杆化	187
国际货币体系不能选丑	188
如何走向全球超主权统一货币	190
超主权货币符合人民币的战略利益吗	194
“华盛顿墙”构建“美元双轨制”——美国会对华为、中兴、三一重工等安全审查的背后	196
东亚一体化已告中断	199
对话亚行首席执行官河合正弘:推动达成事实上亚洲货币基金	203

第六篇 探源·40 年信用纸币大试验

金融危机:一场全球化的清算	213
---------------------	-----

全球金融体系的“安全天堂”还剩下什么	218
贫富差距扩大是美国经济危机重要根源	220
富者愈富——读《赢者通吃》——美国政府是如何让富者越富，而不顾中产阶级的？》	223
他在 2006 年预测到并开始准备应对危机——读保尔森《峭壁边缘：拯救世界金融》	225
美元升值背后：缘何全球性美元短缺	227
四十不惑？40 年信用纸币大试验	234
黄金再货币化进程评估：40 年后会否卷土重来	240
巴西真相	245
对话诺贝尔经济学奖得主蒙代尔：危机中应推广世界货币与世界央行	249
后记 中国不会例外	255

| 第一篇 |

宏观·中国经济“新常态”

中国经济“新常态”

中国经济的“新常态”的总含义是中国经济将从加入 WTO 之后十年的 GDP 平均增长 10.5%、M2 年均增长率 18.2%，回到 GDP 增长 8% 左右、M2

年均增长 12% 甚至更低水平。

“新常态”(New Normal)这一概念最早是 2009 年由美国太平洋投资管理公司(PIMCO)提出来的,以描述危机后的欧美发达经济再也回不到之前的状态,其主要含义是:低增长、高失业将长期持续;企业利润缩减、资本回报率将降低。

实际上,不仅是欧美经济,中国经济在经过 30 年尤其是加入 WTO 十年后的高增长之后,在经历全球经济危机尤其是 2008 年后三年财政货币再扩张之后,经由 2011 年的酝酿,自 2012 年开始,也迎来了一个“新常态”。

定义中国经济的“新常态”是探寻中国经济未来与中国资产价格未来的基础背景与前提。中国经济“新常态”的总含义是中国经济将从加入 WTO 之后十年 GDP 平均增长 10.5%、M2 年均增长率 18.2%，回到 GDP 增长 8% 左右、M2 年均增长 12% 甚至更低水平。

“十二五”规划下调经济增长目标至 7%，政府工作报告明确 2012 年 GDP 增长目标近八年来首次下调至 7.5%，昭示着中国政府也将明确这一“新常态”。

中国经济的“新常态”大致包含如下四重含义：

(一)GDP 增长率和 M2 增长率是经济与金融的两个最关键数据,这两个数据都将面临台阶式下降和增长中枢回落。这是日本、韩国、中国台湾所曾经历过的历程。日本“二战”后经济增长中枢经历了三个阶段:1970 年之前的高速增长,20 世纪 70~80 年代略低于 5%，以及 20 世纪 90 年代~本世纪初期 2% 为中枢。

(二)中国经常账户顺差规模与水平将迎来台阶式下降。比较优势所支撑的加工贸易仍将持续为中国贡献贸易顺差,但自2009年一般贸易出现20亿美元净逆差之后,2010年、2011年一般贸易已经各实现了贸易逆差460亿美元、876亿美元,2012年前两月即已经实现逆差373亿美元。一般贸易逆差的持续累积,将持续拉低中国贸易顺差规模。不仅如此,随着高达1.6万亿美元FDI存量余额在中国所获得收益的渐次汇出,收益项下的净逆差将持续拉低中国经常账户的总顺差水平。这一转折已经实现,甚至不排除中国将出现总体经常账户的净逆差。

(三)人民币汇率将从过去10年的单边持续升值和升值预期,转为进入弹性调整阶段。经常账户总水平及比例的下降是人民币汇率逻辑性变化的基础原因。美元汇率是否走出2002—2008年的贬值周期,则是人民币升值是否会出现转折变化的外因。

(四)外汇占款总规模将从过去年度2万亿元、3万亿元的高增长,回归到年度约1万亿元的水平,这将改变中国货币供应增长机制,并拉低M2增长中枢。2011年第四季度中国国际收支出现资本与金融项目的净逆差、中国未来经常项目总顺差水平的降低,以及人民币单边升值预期的改变,是外汇占款总流入规模将出现台阶式下降的原因。

显然,中国经济迎来“新常态”有着更深层次的内部、外部原因。从内部来说,是人口层面的结构性变化将对中国储蓄、投资结构带来深远影响。另外,由于人口结构因素的变化,未来中国在低端劳动力供给层面将面临长期紧张状态,这也意味着政府“就业导向”——往往被误认为“增长导向”的宏观政策,也将不会再长期、大幅执行宽松和刺激政策,政府这一关键变量的变化也是中国经济增速未来出现增长中枢下降的原因。

从外部来说,则是危机之后全球经济“新常态”对中国经济的影响。“需求”已经成为全球稀缺品,发达国家比如美国经济的再工业化,以及巴西等新兴经济体的产能供给,将给中国经济的未来带来长期影响。于美国而言,“能源独立战略”的有效推进将使美国经济拥有一个低于欧洲、低于中国的能源价格(包括石油、天然气、电力价格),这将支撑美国实体经济的复苏。基于全球市场的制造业不会回流美国,但基于美国本土乃至北美地区消费市场的制造业,回归本土将有着较之过去十年更强的诱惑力。

资本是一种要素,中国经济“资本产出比”过去十年持续攀升,意味着资

本增长对经济的拉动效率已持续降低到不可维系的水平,这一回归则意味着未来资本积累的增速将放缓。这也是未来中国总体投资利润率将下降的理由之一。

中国经济“新常态”未来其经济含义、市场含义、政策含义还将进一步展开。

增长的极限

如果只选择一个指标来衡量和表征中国经济金融体系,你会选择哪一个? 我会选择这一个——非金融企业债务率。债务是连接实体经济和金融

体系的通道,这一指标既有经济意义又有金融意义。

从日本泡沫、东亚金融危机,此次美国经济危机等众多危机中总结的某种共性,即是总经济体杠杆率水平攀升到不可持续的高度,并最终通过危机回归。

进入2013年4月,有两份研究试图回答这一问题,中国的这一指标目前是多少,中国的这一指标水平是否可持续?

野村证券中国区首席经济学家张智威在一份《中国:爆发金融危机的风险正在升级》的报告获得颇多关注。报告描述了全球之前发生过金融危机的经济体的三个共通性:①高杠杆率;②资产价格的飞速增长;③经济增长潜力的弱化。报告指出了一个我们应该明确的常识:杠杆率的升高在学界一直被认为是简单而又经得住考验的金融危机的领先指标。

该报告对中国经济体杠杆率水平的评估,先是简单化地运用了“国内信贷/GDP”(DCG)来杠杆率,从2008年的121%增长到2012年的155%。之后以社会融资总量(TSF),衡量了涵盖部分影子体系的“社会融资总量/GDP”,张智威报告经数据调整之后的“修正社会融资总量/GDP”从2008年的145%上升至2012年的207%,这一数据高于简单的官方公布的“社会融资总量/GDP”的129%上升至187%。

这样,张智威给出了一个最高数据:207%。此外,他在报告里还提出了

一个“5-30 规则”,即欧美日大型经济体的金融危机发生的前 5 年内,以 GDP 为基准的杠杆率通常会上升 30%，“5-30 规则”可以作为一个很好的预判金融危机的指标,中国在 1994—1998 年也曾达到这一水平。而 2008—2013 年中国又进入“5-30 规则”。这也是张智威报告“中国爆发金融危机的风险正在升级”的主要论据之一。

不过无论是采用国内贷款还是采用社会融资总量,在衡量债务规模上都略显粗糙,既有重复计算,也有遗漏计算。

真正完成这一测量工作的是中国社科院金融所专家刘煜辉,以 2012 年底计算,在统纳“金融系统对非金融部门形成的债务”、“非金融部门相互信用形成的债务”、“非金融部门从国外部门借入的外债”之后,他得出的数据是,中国经济中非金融部门(政府、企业和居民)整体债务规模的估算是 114.8 万亿元人民币,相当于 2012 年 GDP(51.9 万亿元)的 221%。这一水平高出张智威数据。

以上测算包含企业、政府、居民多个部门,但中国居民杠杆率水平一直非常低,政府杠杆率水平在上升但国债规模仍较小、政府资产多等多种因素,因此只衡量“非金融企业债务率”的指标更有意义。这也是市场共识认为中国债务扩张最终难以为继的观察主线。

刘煜辉完成了这一工作,在减去居民部门债务 18 万亿元(占 GDP 的 34.7%),和政府部门债务(30.8~33.8 万亿元,相当于 GDP 的 59.34%~65.12%)之后,他得出:截至 2012 年底,非金融企业部门债务在 65 万亿元左右,相当于 GDP 的 125%。

如此,207%或者 221%(非金融部门),或者 125%(非金融企业部门)的债务率,即是我们所要寻找的数字。

但这一数据是极高且不可承受的。尤其是至为重要的非金融企业债务率高达 125%,这高出目前 OECD 国家的最高水平,并且是成熟经济体企业债务与 GDP 比例一般水平 50%~70% 的 2 倍。正如刘煜辉所言,中国工业企业盈利能力(利润/销售收入)只有 5%~6%,仅为全球平均利润水平的一半。意味着中国企业的债务负担是全球平均水平的 3~4 倍。

可以说,以非金融企业债务率的指标,中国正在达到自身“增长的极限”。在这样一个数字面前,无怪乎张智威“中国爆发金融危机的风险正在升级”的观点那么冲击人们的内心。

中国经济大周期步入转折

2013年4月9日,国际三大评级公司之一的惠誉下调了中国偿还长期本币债务的评级,从“AA⁻”降至“A⁺”。这是中国主权债务评级自2003年进入上升周期以来,标普、穆迪、惠誉三大评级公司首次下调中国主权评级,这意味着中国主权评级上升周期已达顶部,并且开始下降。

惠誉给出的下调理由基本可以归为三条:金融风险上升、政府债务上升和通胀管理问题。其中核心的或说有新意的是第一条,惠誉概括为中国金融稳定所面临的风险已开始增长。惠誉测算的中国经济包含影子体系的总信贷在2012年达到GDP的198%,明显超过2008年底的125%。在结构上,尤其是影子体系的非信贷类融资风险更高。

这一测算本身并无新意。《增长的极限:非金融企业债务率已至125%》一文总体介绍了中国社科院金融所刘煜辉研究员和野村证券中国区首席经济学家张智威的测算报告。刘煜辉的测算显示,中国经济中非金融部门(政府、企业和居民)整体债务规模的估算是114.8万亿元人民币,相当于2012年GDP(51.9万亿元)的221%。张智威则对社会融资总量的数据进行了优化,他的“修正社会融资总量/GDP”,从2008年的145%上升至2012年的207%,这一数据高于官方公布的“社会融资总量/GDP”从129%上升至187%的水平。

可以说,惠誉的数据基本依托于官方公布的社会融资总量数据,但由于有重复和遗漏的债务测算,对社会融资总量数据进行调整修订之后,所得出的非金融部门债务水平在200%以上。综合来说,在经过2008年几年的大幅杠杆化后,中国总体的债务风险已经上升到无以复加的水平了。

但惠誉此举的价值在于,惠誉将这一债务风险的上升,明确为对中国主权债务评级的下降。惠誉的评级下调是相对客观的。

自2003年“金砖”国家概念提出后,全球新兴市场周期一直膨胀到2008年美国次贷危机、2009年美联储实施量化宽松政策之后,加上新兴市场各国的政策扩张,新兴市场再一次引领经济和资产价格增长。但这一长达十年的新兴市场周期是否已经真正到达顶部,已经成为一个“真问题”。

过去十年,全球经济的亮点在新兴市场,而新兴市场之中的亮点是“金砖”国家,“金砖”国家则由中国引领。那么,对于中国主权债务评级的下调就具有了重要意义,即是对中国经济前景的再评估、对“金砖”国家前景的再

评估、对新兴市场前景的再评估。

三大评级公司中,惠誉一直强调中国的银行业风险、金融风险,并率先下调中国主权评级。三大评级公司的观点会有一定差异,但在大的评级上升或下降周期里是基本一致的。未来我们需要关注的在于:

第一,标普、穆迪对中国主权评级的态度,如果再有一家下调,则意味着中国评级上升周期结束。

第二,与中国主权评级紧密相连的,是中国主要国有控股银行的评级。2003—2012年的大周期里,中国银行业评级和中国主权评级同步上升,但随着金融风险的提高和主权评级的下调,中国银行业评级的下调也可以想见,不出意外惠誉会首先下调中国主要银行业的评级。

那么,主权评级下调又有什么市场含义?中国本币或外币的外债较少,评级下调会提高债务成本,但这一影响不大。影响大的是国际资本对中国经济、中国资产的态度。其最终将通过国际资本流动产生影响,而核心标志是人民币汇率。

2003—2012年是人民币升值预期与实际升值的10年,随着中国主权评级下调,和日元贬值、美元升值等的展开,人民币汇率未来面临的将不再是升值压力,而是贬值压力。

比较三份国家资产负债表

2012年9月8日中国社科院发布国家资产负债表研究报告,6月11日曹远征教授和马骏博士曾领衔发布两份国家资产负债表报告,这三份报告

有什么共同的结论,有什么不同?

欧美日发达国家面临的主权债务冲击,凸显了国家资产负债表尤其是政府资产负债研究的必要性。进入2012年,国内分别有三个研究团队尝试编制了中国的国家资产负债表,尤其是政府资产负债表。

这三个研究团队:一是由博源基金会组织和资助、马骏(德意志银行大