

## 短周期困境与政策选择

时间：2013-10-29

从刚刚公布的2013年第一季度经济与金融统计指标来看，中国经济正进入一个高速摆动的短周期。从表象来看，经济增长水平将高度摆动，很可能呈现四个季度低高相间的复杂局面。从内在动力来看，一季度的低速经济增长叠加同期较快的全社会融资总额扩张，意味着投资将构成二季度经济反弹的主要推动力，但政府负债率和资产价格上行压力会造成三季度的增长陷入不可持续的担忧；第四季度，如果营业税改增值税进入实质性推动阶段，则可能会形成实体经济改善的预期，或许可以推动一定程度的经济反弹。综合全年，8%（正负0.1%的窄幅波动）的经济增速将是我们看到的经济场景。

### 一、负债率引发短周期

或许各方担忧的主要是一季度的经济数据不尽如人意，但更令人担忧的是这种不尽如人意的增长预示着我们会开出错误的药方。数据显示：一季度GDP同比上升7.7%，低于2012年第四季度的7.9%；从环比数据看，一季度GDP按季仅增长了1.6%，低于上个季度的2.0%。与此同时，一季度社会融资规模为6.16万亿元，比上年同期多2.27万亿元。从常规来看，一季度的融资增长预示着未来9个月经济增长将得到有力的资金支撑，但以下问题意味着上述预期很可能落空。

一是企业利息负担沉重，甚至越大的融资规模意味着呈发散状的债务问题。根据当前利率水平和融资规模，可以估计出2013年全部企业总利息支出可望达到7万亿元，如果按照全年18.5万亿元的社会融资总额计算，利息支出占融资规模的比率将接近40%。如此高的占比表明企业几乎除了借新还旧之外无他路可循，换言之，我们将面临两种场景：第一，利息负担的沉重使企业唯有借入更多的资金偿还旧债，这将进一步推高融资总规模；第二，如果商业银行实行严格的风险管理，则高负债企业转而寻求更高成本的影子银行，从而进一步推高企业的实际融资成本。所以，我们很可能发现社会融资规模控制不住，相对应的是企业财务状况的持续恶化。

二是政府的外生拉动力加剧经济摆动幅度。根据2012年的情况，政府部门债务相当于GDP的59.34-65.12%。如果按照更宽口径测算（计入以隐性养老金债务为主的社会保障基金缺口等），政府部门的负债率可能显著超出60%的国际安全线。不妨作一个假设：如果认为一季度增长低于预期，政府开支将成为唯一的手段，因此二季度的投资增长拉动GDP反弹将几乎可以预期得到，但问题是三季度将发生的两件事足以引起经济下行：一是各方对政府负债率将更加关注，资本外流的可能性提高；二是如果没有（几乎不可能有）分税制比例调整和土地价格上升，则政府部门财务收支将同样呈现负面发展。

结论是，种种迹象表明，当我们不能寄希望于投资、不能寄希望于全社会融资，则我们只能寄希望于第四季度可能出现的改革松绑效应——税制改革将可能成为经济摆脱反复摇摆周期的唯一出路。

### 二、从有效需求不足到融资有效需求不足

回归理论，短周期的根本难题不在于凯恩斯主义的有效需求不足，恰恰是因为有效需求不足理论的误导，我们才会总是寄希望于通过融资外生拉动投资、通过投资拉动GDP，这势必形成负债率过高、资产泡沫化等一系列问题。反过来，融资有效需求不足才是关键问题，这表明放松银根即放松风险控制，结果将是灾难性的。

一是银行高利润与实体经济高利息负担形成鲜明对比。2013年出现金融风潮的可能性并不大——我们预测，银行业净利润仍将保持13000-15000亿元的惊人水平，即使不良贷款上升，拨备与利润相对于不良贷款的覆盖水平将在5倍以上。但是，这种“安全性”本身是脆弱的：依靠融资虚增、借新还旧实现借款人的本息偿还相当于银行拿存款人的资金通过企业“过手”，再度转入银行利润。故，转表游戏远远危险于表外游戏。即，银行通过负债（存款），转入资产（贷款），再转入利润；在某种程度上，这比至少在法律意义上不会损及资产负债表的影子银行危险得多。

二是融资有效需求不足不可能通过增加融资供给来解决。风险管理和信贷配给理论早就证明了数量管理和结构性融资供给的重要性。通俗地说，我们一定要明白资金给谁、按怎样的额度实现供给。当前的问题在于，我们似乎相信：第一，只要价格机制是有效的，任何人都可以且应该获得融资；第二，当经济的有效需求不足时，人为扩充资金供给可以刺激投资并形成总需求。实际上，这不是管理危机的有效手段，恰恰是一部金融史所屡次证明的各国金融危机的前奏。

因此，我们的真实问题在于，通过金融部门寻找乃至塑造合格的融资者，并逐步扩张融资的有效需求，如果这一过程比较漫长则不妨降低融资扩张速度；否则，在短期内我们将无法摆脱经济的逐季大起大落；在长期内我们将离信用危机越来越近。（南方金融，广东金融学院院长，陆磊）