

停不下来的宽松

从去年年底开始，中国央行已经进行了3次降息和2次降准。4月14日公布的数据显示，今年第一季度GDP增速为7.0%，低于2014年第四季度的7.3%，处于6年来的最低水平。由于中国经济增速有可能跌破7%——这是市场普遍认为的中国经济增长目标的底线，新增流动性将在一定程度上帮助抵消中国当前出口疲弱、投资放缓、实际利率上行、资本流入低迷等可能对国内经济造成的负面冲击，从而有利于实现既定的2015年GDP增长目标。

此轮宽松政策也是对全球性降息和货币宽松的反映。2014年以来，人民币国际化和美联储加息预期要求中国央行必须维持人民币汇率的稳定。央行官员也多次强调，要在一个更开放的金融环境中实施货币政策，统筹利用国内市场和国际市场。

中国央行一直面临着支撑经济增长和引导结构调整的双重任务。2015年一季度货币政策执行报告中写道，“既要防止过度‘放水’固化结构扭曲、推升债务和杠杆水平，也要根据流动性供需、物价和经济形势等基础条件的变化进行适度调整，为经济结构调整与转型升级营造中性适度的货币金融环境”。

言下之意，央行并不会采取强刺激的货币政策，只是弥补流动性不足。但种种迹象表明，只要继续向市场注入大量流动性，真正的稳健政策很难守得住。市场也普遍预计，后续还会有更宽松的政策推出。

IMF驻华首席代表席睿德曾表示，中国未来面临三大风险：一是过大规模的稳增长刺激举措，可能造成改革和结构调整的停滞；二是改革效果有限，中长期的经济增速下降；三是经济增速断崖式下滑。

吴晓灵日前在清华五道口金融论坛上也表示，中国并不缺钱，缺的是把资金投入到实体经济的有效渠道。2009–2014年银行系统投放信贷50万亿，在当前市场杠杆率过高的情况下，继续加大释放流动性是饮鸩止渴的不明智行为。

在我们看来，这些担心是有道理的。可以隐约感觉到，中国经济转型与结构调整的节奏正在改变。2009年刺激政策所导致的问题现在有可能再次上演——在经济出现危机时，既定的调整措施和改革政策被搁置，但未来需要付出更高的成本来重新推进。

本届政府上任以来，结构调整成为政策的主要导向，但结构调整所导致的需求不足又使得经济下行压力加大，在政策层面显得捉襟见肘。一方面，如果忽略中长期改革与调整，中国经济迟早走向死胡同；另一方面，任期之内的政策调整又必须顾及短期增长目标。

中国经济有几大资金黑洞：地方融资平台、国有企业、房地产、股市。央行释放的大量流动性极易流入这些领域；而真正需要资金的实体经济，由于企业的盈利状况不乐观，反而拿不到钱。即使央行实施了定向释放流动性的措施，但因为旧增长模式、预算软约束和刚性兑付没有破除等原因，导致整体效果不佳。事实上，要做到既不会因流动性偏紧而引发风险，也不会因流动性过度宽松使得资金再度向上述部门倾斜导致结构调整受阻，是一门高水平的调控艺术。

从这个角度来看，中国还是应该优先推动改革，虽然在短期内要容忍相对相对较低的增长率。而据IMF测算，如果中国经济增速低于6.5%，中国政府仍有采用逆周期财政政策的空间，做法之一是采用预算内的财政扩张，由中央政府执行。但只有实质性推进改革，才会使经济增速在中长期回到较高水平的轨道上。

总之，中国经济的复杂性、多目标和不完全市场化等特征，使得宏观经济政策变得更为复杂而微妙。中央政策需要不断调整货币政策和财政政策并兼顾改革，在财政、货币政策和改革之间找到微妙的平衡，这对宏观调控政策是非常严峻的考验。但越是这种时候，就越要重视结构调整。必须充分认识到，如果不推进改革，尤其各类市场化改革和政府自身改革，中国经济的中长期增长空间将大大受限。