

经济仍具备维持平稳增长内生动力

时间：2013-07-05

疲弱的经济数据仿佛一层阴影持续笼罩在人们心头。在一季度GDP出人意料地小幅回落后，5月份的不少数据仍然差强人意。尽管有去年基数较高的原因，但当月出口增速仍出现回落。受总需求扩张缓慢、去年基数较低、猪粮价格平稳和蔬菜价格回落的影响，5月CPI同比和环比双回落。6月PMI继续走低，二季度GDP增速有可能降至7.5%左右。但是，当前不存在重大的外部冲击、就业状况总体较为平稳、经济运行大致接近潜在增长率水平和内生增长动力仍然存在，因此当前宏观调控的政策总基调不宜改弦更张。

实际增速接近潜在增长率

当前状态很可能是经济增长接近潜在增长率水平的具体表现。经济潜在增长率是指由经济体内生产要素供给和生产率提高所能支撑的正常经济增长速度。审视改革开放以来的经济增长，笔者认为，资本的快速积累是主要推动力，资本存量对经济增长的贡献份额最高，约为59%；人力资本贡献明显高于劳动力数量，两者贡献份额分别约为15%和6%；另一个主要因素则是全要素生产率，在改革开放推动下的持续增长，其贡献份额约为20%。

近年来，能源资源环境约束、中低端工业产能过剩以及政府主导型投资效率低下，导致资本回报率持续走低；2014年前后，我国的人口抚养比将结束多年的下降趋势开始回升，人口红利将逐步消退，过去由高储蓄支撑的劳动密集型产业将面临基础动摇的挑战，而人力资本积累的效用受制度和市场因素制约难以有效支撑；我国占全球出口市场的比重居约12%的高位、劳动力成本持续上升以及人民币较大幅度升值等因素，导致我国“世界工厂”的竞争力持续下降，加入WTO的全球化红利迅速减弱；在要素约束协同机制钝化和资源要素配置市场化程度下降的影响下，全要素生产率增速迅速回落，近十年全要素生产率对增长的贡献率较上世纪90年代下降近8个百分点。综合上述各因素分析测算，未来一个时期，我国经济潜在增长率可能在7%-8%之间。

经济潜在增长率明显回落必然会在当前经济运行中反映出来。今年以来出口增速难以在低位再起，投资增长相对平稳而不再展现“雄风”，制造业始终在低位徘徊等就不难理解了。尤其是在经济潜在增长率明显下降的情况下，总需求增长迅速放缓，而总供给的变化往往是受总需求的影响而变动。因此，在总需求增长放缓的初期阶段，总供给却依然维持原有水平，从而产能过剩现象必然会十分突出。在此阶段，由于供大于求，PPI回落并扩大负值也就不足为奇；产能过剩和价格回落必然导致制造业投资增速趋于下降。

平稳增长内生动力仍存

既然经济运行很可能已经接近其潜在增长率水平，那么未来现实增长就不大可能持续大幅下挫。从短期看，一系列因素作用可能推动今年的增长依然可以相对平稳。改革开放以来，我国经济增速较低的两个阶段是亚洲金融危机和全球金融危机，外需收缩对我国经济增速回落具有决定性影响。目前美国经济复苏平稳推进，美联储甚至已有逐步收缩QE政策的考虑；受此影响，欧日和新兴经济体也都走上弱势复苏的道路。未来外部环境显然好于2008年底和2009年初。近期人民币已现贬值预期和压力，三季度后前期升值对出口的短期压力可能会有所减轻。今年我国出口仍有望保持10%左右的平稳增长，对GDP会产生小幅正贡献。

今年以来虽然投资增速持续小幅回落，但基础设施和房地产投资增速不低；尤其是基础设施投资增速一季度几乎是去年同期的一倍，房地产开发投资今年1-5月增速亦达20.6%，远高

于去年下半年的15%-16%。考虑到1-4月社会融资规模中有相当部分资金流入基础设施与房地产，下半年这两方面投资增速依然会保持不低的增速，从而对稳定整个固定资产投资发挥积极作用。

尽管今年固定资产投资增速可能回落至20%左右，但相对于过去约10%的GDP增长和约30%的投资增长组合来说，今年约7.5%增速下的20%投资增速仍然不低。从2011年四季度开始的去库存过程至今年一季度已大致结束，虽然目前尚无明显的增加库存的迹象，但显然已不可能再度形成大规模去库存过程。

消费在年初受到城镇居民收入增速放缓和抑制公务消费举措影响迅速回落后，3月份以来已现平稳运行、小幅回升的态势。未来消费的刚性和高档消费向中低档转移以及可能出台的相关刺激政策仍有可能促使消费保持目前这一态势。与2009年初2000万农民返乡相比，目前就业状况较为平稳，这也是实体经济运行相对平稳的重要佐证。从投资和消费两方面看，当前我国经济仍然保持着能够推动平稳增长的内生动力。

刺激消费是重要政策选项

既然当前不存在重大的外部冲击、就业状况总体较为平稳、经济运行大致接近潜在增长率水平和内生增长动力仍然存在，那么今年7.5%的GDP目标就仍有可能实现，因此当前宏观调控的政策总基调不宜改弦更张，更没有必要也不应该采取类似2009年的大规模投资计划。而是应该充分利用这一机会，主动地、有针对性地推动产能过剩行业的调整步伐，加大经济结构调整和产业升级换代的力度，尽快明晰改革的总体方案、城镇化发展战略和产业政策取向。

不过，经济降速的惯性有可能导致个别季度的增速降至7.5%以下，这需要未来政策适当做些微调，以防止惯性下滑出现意外，从而稳定企业未来投资预期和居民消费预期。刺激消费增长可能是当前既能缓解下行压力又相对副作用较小的政策选项。

未来积极财政政策的实施力度应该加大，重点是促进消费增长，降低企业经营成本。从短期看，可以进一步加大结构性减税力度，改善企业的经营状况并增强其对未来的信心；加快中央财政预算支出的进度，争取尽快对经济运行产生积极的作用。从长期看，应加快收入分配制度和社保制度改革进程，在抑制贫富两极分化的同时释放居民巨大的消费需求；加快农村转移人口户籍制度的改革，使越来越多的农民工成为真正的城镇居民，以提高其消费水平；加大力度推进教育、医疗、养老等关系国计民生的制度改革，创造居民消费可持续增长的良好环境。

未来货币政策既不应大幅放松，又不宜明显收紧，也不应该一成不变；而应继续保持稳健基调，注重增强针对性与灵活性，适时适度预调微调。通过公开市场操作保持市场流动性相对宽松的局面，促使货币市场利率水平回到较为平稳和合理的状态。当下半年外汇占款增量明显减少和银行存款增长乏力时，可以考虑适度下调存款准备金率。

目前，存贷款基准利率下调的理由明显减弱，一是增长虽仍会下降，但会相对较为平稳，处在可接受的范围内；二是美国QE政策的收缩与国内平台和房地产融资被调控，中外利差将改变扩大的态势；三是小幅降息对市场利率下行的作用有限，但却会刺激房地产交易；四是融资成本将从阶段高峰趋于回落。事实上，目前实际市场利率水平较高是由结构性因素引起的。

据统计，今年一季度银行贷款加权平均利率已开始下降。融资平台和房地产有旺盛的融资需求而信贷投放却相对偏紧，不得已从非信贷渠道获取较高成本的资金，从而推高了整个融资成本水平。未来应对融资平台开展从资金募集、投向和使用等的全流程监管，排查风险，确保

其稳健发展。适时把握当前的契机，促使人民币汇率双向波动、增加弹性，以改变单边升值预期。同时保持人民币汇率的基本稳定，避免出现贬值趋势，以控制资本大规模流出的风险。
(交行首席经济学家连平)

(中国证券报，连平)