

财经评论 14013: 2014 年 6 月 3 日

张斌

bjzhangbin@gmail.com

货币政策不宜放松

支持货币政策放松的理由似乎很充分。受房地产投资减速和部分工业部门去产能的影响,当前经济面临下行压力。通货膨胀 4 月份已经降至年同比增速 1.8% 的低位。企业融资难、融资贵的抱怨不绝于耳。教科书告诉我们,这种情境下货币当局应该考虑放松货币政策。

但是教科书在这个问题上的标准答案已经越来越让人怀疑。日本泡沫危机和美国次贷危机以前,通胀都保持在低位,经济增速处于大致正常水平,货币政策也因此长期保持在相对宽松的状态。随后金融危机爆发,学术界普遍批评宽松的货币政策是金融危机爆发的温床。中国目前也正在处于比较特殊时期。当前没有通胀压力的经济增速并不等于未来可持续的经济增速。确保经济增速不下降的总量刺激措施,很可能是在为今后的金融危机铺下垫脚石。

中国目前使用全部 GDP 的 48% 用于固定资本形成,得到的产出增长速度只有 7.7%,中国需要新增固定资本 6.2 个单位才能增加 1 单位产出。国际上,新增固定资本 3-3.5 个单位能增加 1 单位产出;中国过去三十年,新增固定资本 4 个单位能增加 1 单位产出。这些对比意味着中国目前面临着严重的资源错配。世界上没有哪个国家会把接近一半的 GDP 用于固定资本形成,而得到如此可怜的回报。即便是在当初东亚经济起飞阶段,固定资本形成在 GDP 中的占比也不超过 40%,而取得的经济增长率远高于如今的 7.7%。超出寻常的高投资、低回报组合可以看作是映射的一端,映射的另一端是强大的力量通过牺牲消费补贴投资,是强大的力量驱动着大量不计回报的低效率投资。

严重的资源错配如果不得到尽快纠正,金融市场动荡和长期的经济低迷接踵

而至。高投资依托于高债务增长，低回报则意味着未来将无法偿还这些债务，这是金融危机的实体经济根源。中国金融危机警钟已经敲响，数量可观的过剩产能部门、房地产企业和融资平台只能借新钱才够换旧帐，银行和其它金融机构也跟着陷在泥里，进一步的资产缩水和资本金损失在所难免。金融危机只是糟糕的开始，接下来的日子也不好过，金融机构和企业旷日持久的修复资产负债表行动把经济带入长期低迷。

帮助中国经济走出困境的出路是提高投资效率，这需要诸多条件的支持，降低投资增速是必要条件之一。中国需要投资的地方很多，能产生巨大投资收益的地方也很多。通过降低投资增速和优化投资内部结构，提高投资回报率能够保障。降低投资增速对改善投资回报的作用体现在三个方面，其一，消费和投资之间达成更好的平衡和可持续的良性互动，这从最终需求方对提高资本回报提供了保障；其二，资本供给增速下降，从供给方对提高资本回报提供了保障；其三，投资增速下降过程中本身会带来投资结构的优化调整，正如目前看到的，投资增速下降的压力主要还是集中在产能过剩和低效率部门。

降低投资增速带来投资收益改善，不必然带来 GDP 增速大幅下降。笔者基于 1980-2012 年三十多年的相关数据做了简单的实证分析和情景模拟：假定未来 5 年中国投资增速大幅下降，固定资本形成在 GDP 中的占比从目前的 48% 下降到 36%，这会带来新增单位产出所需要的新增资本从目前的 6.2 个单位下降到 5 年后的 4.8 个单位。基于历史数据的计算表明，投资的下降会显著提高投资的效率！固定资本形成在 GDP 中的占比 36%，每单位新增产出需要的新增资本 4.8 个单位，意味着经济增速还可以保持在 7.5%。

化解当前中国经济矛盾远非货币政策所能，但是宽松的货币政策环境能急剧加速经济结构恶化。企业利润下降和破产、金融机构叫苦、GDP 数字难看都是经济结构调整的应有之意，是纠正此前资源配置扭曲必须要做的调整。在就业市场数据不太难看以前，货币政策不宜放松。

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所世界经济预测与政策模拟实验室所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。