

The
Economist

Intelligence
Unit

中国的供给侧改革——进程与展望

经济学人智库报告



The Economist Intelligence Unit (EIU, 经济学人智库) 是作为the Economist newspaper姊妹公司的The Economist Group的研究和分析业务部门。1946年以来经济学人智库凭借国别分析、宏观经济研究和预测方法论等领域的专业知识为决策者们提供所需的重要信息, 帮助工商业、金融机构和政府部门了解把握世界变化大势、由此孕育的有待捕捉的机遇和需要管控的风险。由于当今世界面临的诸多问题都有其国际性(如果说不是全球性的话)的一面, 从这个意义上说, 经济学人智库在针对与日俱增的全球化影响和步伐发表见解、加以诠释预测方面具有得天独厚的优势。

经济学人智库同样也帮助世界了解中国。我们的Access China服务提供中国31个省和292个大城市的相关经济趋势数据和预测, 以及就中国宏观经济发展趋势和国际化提供深度分析报告。同时我们还借助定制咨询服务和一整套标准化产品帮助中国客户认识了解全球市场——包括非洲和拉美市场等。这些产品和服务包括我们久负盛名的国别报告、经济预测和分析以及重点专注于分析当地商业挑战的各国风险评估报告。



目录

前言	3
I. 削减工业过剩产能——反向大跃进？	5
II. 房地产“去库存”——化解泡沫	10
III. 企业去杠杆——戒除信贷依赖	15
IV. 降低企业成本——中国的“里根经济学”	19
V. 补短板——向价值链上游迈进	23
结束语	27



摘要

供给侧结构性改革（SSSR，以下称供给侧改革）主导着中国政策制定的格局。在过去一年多的时间中，它指导着政府从去产能到去企业债务杠杆的一切努力。如果不能充分理解供给侧改革，就无法评估中国面临的经济挑战和未来的增长潜力。

本报告中，经济学人智库为供给侧改革提供了业界第一份全面的独立分析。我们认为供给侧改革并不只是一个政府口号，而需要在它特有的框架下进行解读。因此，我们对供给侧结构改革的五个方面内容，去产能、去库存、去杠杆、降成本和补短板，逐一进行了深度解析。

报告的主要结论如下：

- 我们预计煤炭和钢铁去产能的进程会放缓，这将抑制大宗商品价格的回升。2016年去掉的大多是闲置产能和私营企业的产能，但并未延伸至更敏感的国有部门。未来的去产能举措可能会波及汽车制造、新能源和新材料等领域。
- 去库存的效果将非常有限。投资者的不安和关键性改革进展缓慢将很难刺激中小城市的需求。限制房地产供应的努力将面临政策困境，因为地方政府依然依赖土地财政。房产税在2020年之前很难落地。
- 债转股等政府支持的去杠杆方案，由于有结构性难题存在，因此难以在企业去杠杆问题上产生实质性进展。更重要的改革在于提升企业的生产率，尤其是国有企业。
- 企业税负将降低，政府也将致力于降低企业的行政费用和社保相关的负担。但是我们预计企业税税率不会下调，并且2018年环境保护税的引入会明显加重工业企业的税费负担。
- 在补短板和中国制造2025政策的背景下，政府对创新的大力支持将帮助中国企业提升其在制造业供应链中的地位，提高竞争力。然而这种自上而下的推动创新的举措会相对低效。相比于国有企业，私营技术公司将在转型中发挥更大的作用。

供给侧改革与中国国家主席习近平的紧密联系意味着它将对未来许多年的经济政策产生影响。公司和投资者需要密切关注政策发展来识别未来的机会与挑战。



前言

供给侧结构性改革（SSSR，以下称供给侧改革）已成为中国首要的经济政策议题，它是中国政府应对严重产能过剩、房地产市场泡沫、企业负债过高等中国经济所面临的挑战的主要对策。从很大程度上讲，供给侧改革已取代了中国共产党在2013年11月推出的改革蓝图，后者提出了到2020年使市场在资源配置中起“决定性”作用。

供给侧改革对于任何中国经济前景分析而言都是核心的考虑因素，但令人感到意外的是独立研究机构对此却关注甚少。经济学人智库希望本白皮书能够填补这方面的空白。报告中我们介绍了供给侧改革的主要内容；评估了当前实现改革目标的进展；并就这一改革将如何发展演化提出了自己的见解，包括哪些政策领域更有可能取得成功。对于中国政策环境的深刻认识、自身掌握的全面经济数据以及针对国内一些决策者和学者的访问构成了我方分析的基础。

供给侧改革的起源和内涵

供给侧改革是在2015年12月召开的中央经济工作会议上（CEWC）首次被详细提出的，包括国家主席习近平在内的政府决策者和党的高层领导都出席了此次高级别年度会议。会议指出供给侧改革将有助于“引导经济新常态”，这是习近平2012年成为党的领导人后提出的一个关于经济增长将进入减速期的新表述。

供给侧改革的提出是因为中国官方认识到凯恩斯需求侧经济政策已经完成了其历史使命。多年来通过货币和财政刺激推动经济增长的模式导致了结构性失衡和金融风险。宽松信贷造成在产能过剩行业中“僵尸企业”数量的攀升；金融系统面临过度投资造成的巨大的房地产库存风险；以及国内企业提供的产品和服务与消费者需求的不相匹配。

供给侧改革目的在于使国民经济摆脱对于刺激措施的依赖，通过释放潜在生产力推动经济增长。这一改革着眼于抑制一些领域的供给，同时调整法规和市场激励机制鼓励企业投资及提供消费者真正需要的产品和服务。2015年的中央经济工作会议明确了供给侧改革的五大重点领域，即所谓的“三去一降一补”：

1. 去（工业）过剩产能
2. 去（房地产）库存
3. 去（企业）杠杆
4. 降低企业成本
5. 补短板

中国现在提出的供给侧改革与西方意义上的经典供给侧经济学存在某些相似之处。突出强调降低企业成本和上世纪80年代前美国总统里根倡导的减税和放宽管制方案（通常被称为“里根经济学”）可谓异曲同工。习近平主席的首席经济政策顾问和供给侧改革的主要倡导者刘鹤曾有在美国留学的经历。

不过我们也不宜将两者做过多比较，因为中国的供给侧改革牵涉面更广且刚刚起步，其中包含的一系列政策涉及国民经济的方方面面，以及对政府将在推动产业创新等方面扮演重



要角色的设定。二者的背景也不尽相同，里根经济学着眼于解决“滞胀”（低增长、高通胀）问题，而供给侧改革的着力点则在于应对通缩压力。为澄清两者间的区别，习近平主席在2016年1月的一次讲话中就告诫各级政府不能以供给侧改革为借口行“新自由主义”之实。

诊断准确，药方对吗？

在诊断经济疾病方面政府并没有发生偏颇，但供给侧改革的具体举措是否是解决这些问题的最佳方法却并不十分明朗。为打开这一问号，我们在本白皮书中对2015年中央经济工作会议明确的供给侧改革五大关键领域及各领域政策的发展变化进行了详细分析。

毋庸置疑的是了解供给侧改革对评估中国的经济前景至关重要。2016年12月的中央经济工作会议再次强调了供给侧改革的重要性，这表明该项政策将会持续实施下去。它是否能破解中国经济的结构性问题、实现经济的长期可持续增长仍有待观察。



I. 削减工业过剩产能——反向大跃进？

“大跃进”运动（1958-1962年）标志着中国实现经济现代化的一次重要努力，但却因其先天不足令人扼腕叹息，部分原因是它是以行政命令形式强制要求大幅增加钢产量。时光流转，今天中国政府启动的一项举措的目的却与当年恰恰相反。削减整个工业行业的过剩产能成为了供给侧改革（SSSR）的首要目标，并自2016年初以来成为经济政策的重中之重。

紧迫性在2016年凸显

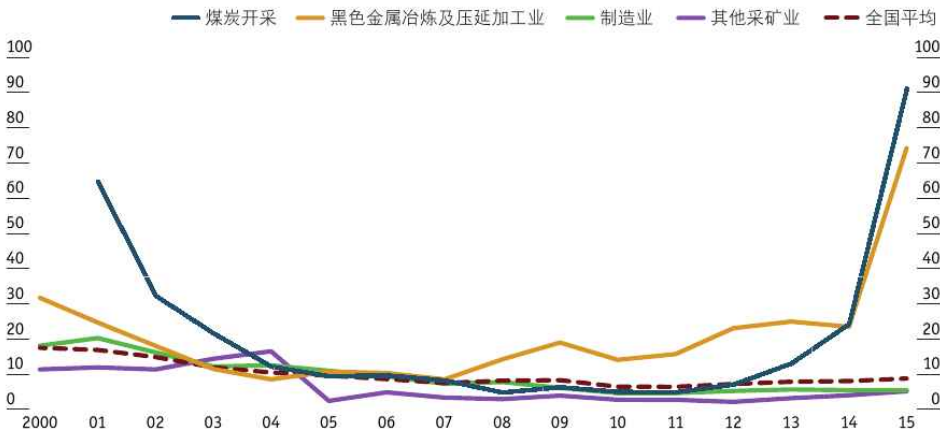
在中国发起最近这次削减工业过剩产能攻势之前的很长一段时间里，对水泥、煤炭、玻璃和钢铁产业的类似努力都未取得成功，其根本原因在于地方政府不愿关停业绩不佳却能为当地创造就业和税收收入的企业。2008-2009年全球金融危机后银行大开信贷闸门也为这类企业提供了维持经营所需的资金。

削减过剩产能的工作在2016年更加紧迫。多年来，尽管一些行业的产能利用率跌破了75%（一般来说这是显示供需关系平衡的一个关键指标），政府当局还是对这些行业的产能扩张采取了容忍态度，而SSSR议程的制定表明削减产能已成为当务之急。

简单来说工作重点的这一转变原因在于削减产能的任务已经刻不容缓：过剩产能造成了极为严重的负外部效应，银行资产质量恶化是其中一个尤为重要的驱动因素。产能过剩行业，尤其是煤炭和钢铁行业成为所谓“僵尸企业”的重灾区。2011年价格出现滑坡后（产能过剩是其中部分原因）导致这些行业的利润增速连续数年下降（最终利润出现下降），而杠杆水平却大幅上升。

2000-2015年部分工业行业的债务-年度利润比

(年数)



数据来源：国家统计局；经济学者智库。



截至2015年底煤炭和钢铁行业的企业债在工业部门负债总额中所占比例约为14%，同时煤炭和黑色金属（包括钢铁）冶炼业的债务利润比分别达到91和74，而工业全行业平均值不到10，表明这两个产业的债务偿本付息风险高企，不仅如此它们还挤占了新兴产业和盈利状况好的企业所能获得的贷款。

重工业带来的环境污染成本也影响了社会稳定，此外，产能过剩行业的产品出口也导致中国的国际贸易关系出现紧张。最后，固定资产投资增速在逐渐放缓的趋势已逐渐稳固，这已成为长期而非周期性趋势。

开局良好

2016年2月中国国务院下发了两份削减产能的指导性文件，为当年确定的目标是将钢铁和煤炭产能分别削减4,500万吨和2.5亿吨。政府表示希望在“三至五年内”将钢铁和煤炭产能分别削减1亿至1.5亿吨和10亿吨。2015年底钢铁和煤炭行业的产能分别高达27亿吨和57亿吨。

与此前的情况不同的是，这次中国政府宣布2016年削减产能的努力取得了成功，当年钢铁和煤炭产能分别削减了6,500万吨和2.9亿吨，大大超过了原定目标，同时这两个行业的财务状况也有所改善，黑色金属冶炼和煤炭开采业的利润（在较低水平上）分别飙升了115.7%和47.8%。2016年下半年部分由于供应短缺，大宗商品价格出现大涨，这推高了上述两个行业的利润水平。

尽管大多数省份都实现了2016年的产能削减目标，但也有少数几个省份未能及格。安徽省就没能完成当年削减700万吨产能的指标，这表明其去产能的中期计划目标可能定得过高。内蒙古尽管实现了年度煤炭产能削减目标，但考虑到其作为国内第二大煤炭生产省份的地位，这个目标显得定的过于保守，其中原因或许在于内蒙古的矿业资源潜力更大，而且开发利用水平相对不高。其他几个省份虽也实现了年度目标，但这是在中央政府施压下在第四季度加速削减之后才取得的成绩。

削减产能将愈发艰难

我们认为未来几年要想复制这一初步成果绝非易事。中国政府似乎也持类似观点：与去年相比，2017年钢铁和煤炭产能削减目标已分别下调至5,000万吨和1.5亿吨。

我们之所以持怀疑态度主要原因是2016年底钢铁和煤炭价格出现反弹，企业和地方政府削减产能的意愿将会下降。2016年削减的大部分是原本已闲置的产能；现在要削减实际生产能力则是难上加难，在利润恢复增长的情况下尤为如此。为推动削减产能中央政府2016年初设立的1,000亿元（合143亿美元）的奖补基金目前使用状况不佳，三分之一投向了削减亏损的僵尸企业产能，而为业绩更好的企业实施重组提供资金支持的空间因此显得不足。

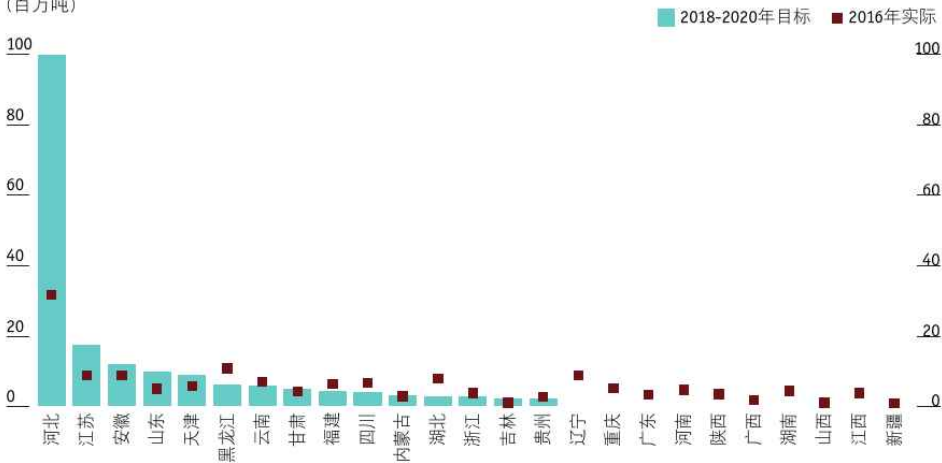
为我们的观点提供佐证的一个事实是削减产能的努力尚未延伸至国有企业（SOE）这一政治层面更具挑战性的领域。民营企业是目前削减产能的主要目标。由于缺乏法律保护、政界联系，民营企业往往更容易成为政府主导的企业关停运动的目标。举例来说，据我们估算河北省最大的钢铁企业河北钢铁集团2015年仅仅削减了其9.4%的生产能力——但参照全省的产能削减幅度，它原本应削减15%左右的产能。

地方不愿推进国有企业削减产能工作有几个方面的原因。金融系统会面临更为严峻的形势，因为银行将因此被迫消化更多的不良贷款（NPL）。与民营企业相比国有企业效率更



省级去产能目标和进程：钢铁

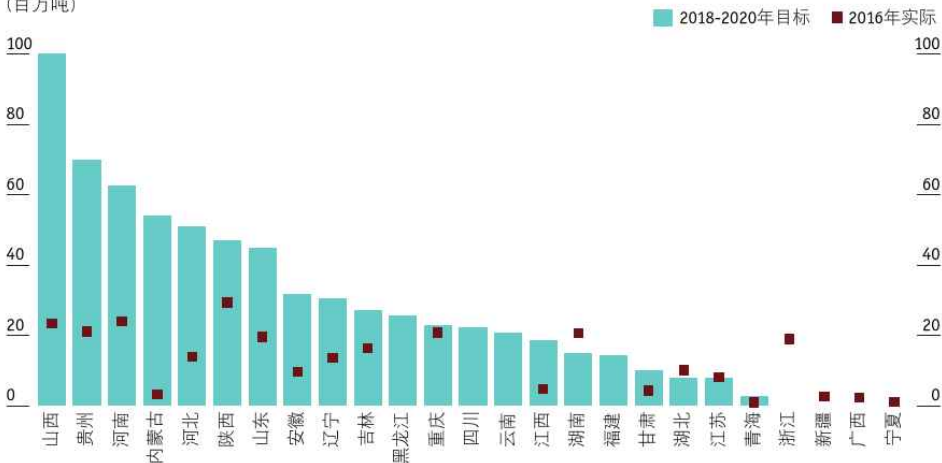
(百万吨)



数据来源：经济学人智库。

省级去产能目标和进程：煤炭

(百万吨)



数据来源：经济学人智库。

低，对借助债务手段获取运营资金的依赖度也更高。考虑到国有企业员工队伍庞大，养老金负债往往更高，削减国有企业产能给社会稳定带来的冲击也不容小觑。

我们预测削减产能的速度将放缓的另一原因是削减供给可能会增加实现其他经济目标的难度。进一步削减供给后钢铁价格会走高，这将对加速基础设施投资的计划造成不利影响。



近年来低廉的钢铁价格在对基础设施投资的强劲增长构成了一定的支撑，如果企业盈利失去了这一支撑，基础设施项目的吸引力可能会随之下降（对政府大力倡导的公私合作机制下的民营企业而言尤为如此）。我们估算认为2016年基础设施投资在固定资产投资中所占份额约为19.6%；不少省份2017年仍计划大幅增加这部分投资。

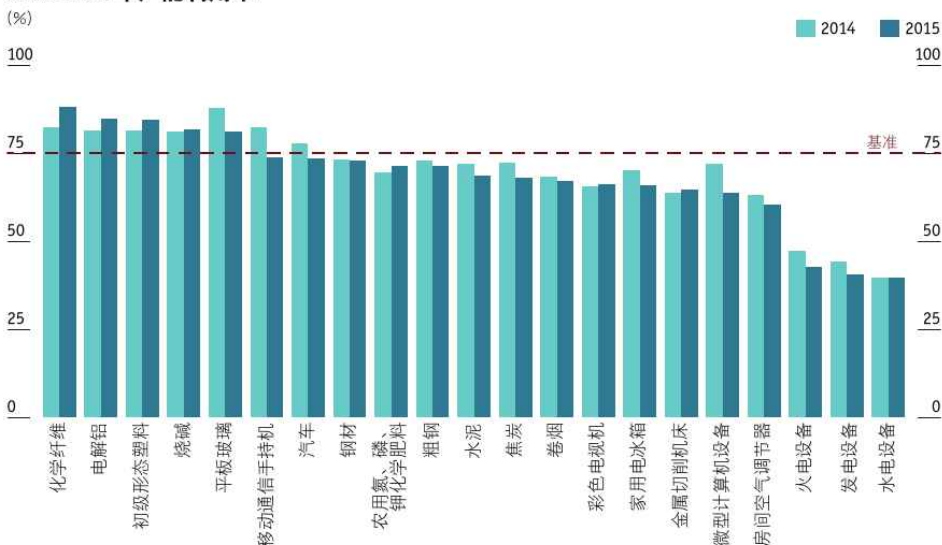
强化预算约束

削减产能的幅度是否足以对经济产生良性影响则是一个更需要关注的问题。对此的一大忧虑是市场力量在决定产能削减方向或规模方面所起的作用不大：迄今为止削减产能都是中央政府主导的一项自上而下的工作。目标如何确定、依据什么确定削减哪些地区的产能等方面的信息寥寥无几。一些时候各省会争相表明落实产能削减目标的决心，以博取中央政府的好感和奖补基金的支持。

缺少市场机制引导的一大风险是产能削减会带来一些始料未及的问题从而导致不良后果，例如会对效率更高的民营企业会产生更多不利影响。事实上2016年底煤炭价格飙升应该使我们对自上而下解决产能过剩问题是否明智采取谨慎态度。

产能过剩问题的根源在于效率低下的国有企业持续获得政府担保或地方银行的信贷支持。除非这些实体受到严格的预算约束，否则产能过剩问题仍将挥之不去。诚然，企业债券市场（包括国有企业）违约现象日渐频繁，2016年破产申请上升到近4万宗，增幅超过了25%。然而，如果要实质性削减过剩产能的话，政府还需要能够承受更多企业破产。令人遗憾的是，大型企业具有的全局重要性意味着地方政府不会坐视这一幕的发生。2017年国有企业之间的合并案数量很可能会上升，不过如果官方迫使业绩好的企业并购亏损企业而不是选择让其破产的话，其结果很可能是催生出一批规模更大而效益更差的企业。

2014-2015年产能利用率



数据来源：国家统计局；经济学者智库。



另一令人担心的问题是削减过剩产能的目标对象目前还十分有限。中国政府迄今只将钢铁和煤炭产业作为了两大目标，因为除去金融和环境方面的因素外，这两个行业是老旧、过时产业最为鲜明的代表，但产能过剩问题远非仅局限在这些行业。据我们测算，2015年产能利用率低于75%的行业还包括水泥、家用电器、金属切割机床和烟草业等。

如不能让市场发挥更大作用，削减工业过剩产能的努力将难以收获最佳成效。目前削减钢铁和煤炭产能已成为一项政治任务，落实起来也是相对有效。但如果这方面的政治意愿出现消退，在银行业务、定价、补贴政策和市场准入标准缺乏根本变化的情况下，供给过剩现象还将持续存在。



II. 房地产“去库存”——化解泡沫

中国经济面临的一大挑战是去除庞大的房地产库存，这也是供给侧改革中“去库存”的主要着力点，而市场的巨大差异增加了实现这一目标的难度。各线城市房地产库存状况不尽相同，一线城市供给过剩现象并不明显，而其他城市则累积起庞大库存。目前政府正试图双管齐下，一方面给房价疯涨的各大城市的购房行为降温，另一方面则诱导购房人到就业机会少、现代化生活方式匮乏的小城市买房。

四线城市的划分

我们根据城市经济规模和政治影响力将中国城市划分为四个等级。一线城市包括北京（首都）、上海、深圳和广州这四个国际化大都市，

当地房地产需求最为旺盛。二线城市包括大部分省会和规模较大的城市，它们往往是一省的经济或政治中心。三线城市经济规模和政治影响力较小，但中高收入消费者占比通常较高。四线城市经济发展程度较低，但人口规模依然较大。

2016年各线城市部分重要数据指标一览

	一线	二线	三线	四线
城市数量	4	33	91	158
实际GDP增长率	7.6%	7.7%	7.7%	6.6%
(2030预测)	3.2%	3.8%	3.9%	3.4%
平均名义GDP (十亿)	2,288	811	277	98
(2030预测)	4,907	1,743	577	198
城市人均可支配收入	51,721	40,480	31,600	27,202
(2030预测)	121,008	90,247	69,306	58,829
中产阶级占总人口比例*	43%	24%	12%	9%
(2030预测)	72%	52%	29%	22%
城市化率	90%	72%	52%	46%
(2030预测)	91%	78%	59%	54%
人口 (千人)	18,651	9,034	5,163	2,685
(2030预测)	20,736	9,411	5,361	2,700
平均外来务工人员流入 (千人)	306	226	87	50
(2030预测)	56	47	19	10
城市平均建筑面积 (千平方米)	21,861	19,752	9,674	9,400
平均房价**	37,219	10,060	6,680	5,339

数据来源：经济学人智库；WIND；CEIC。

注：*此处中产阶级是指（经灰色收入调整）年度可支配收入超过4万元（合5,700美元）的人群。

**此处房地产均价是指2016年1至11月100个地级市的房地产平均价格。

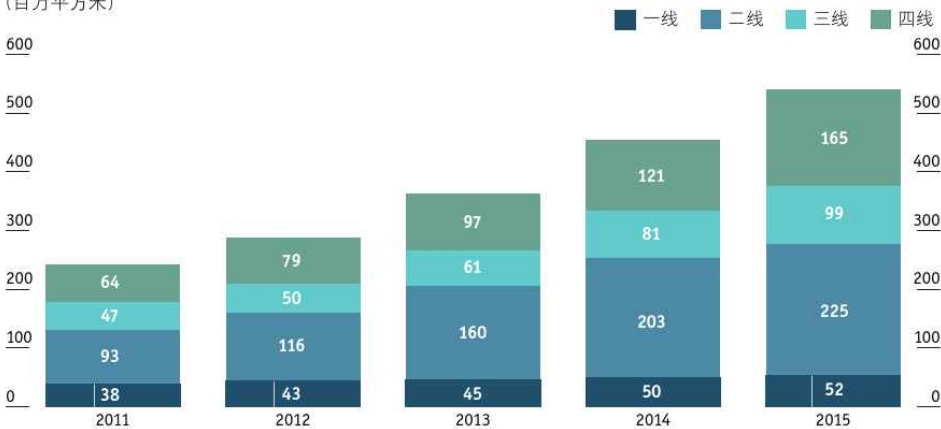


进展状况：库存略降，房价飙升

截至2015年底，我们数据库中的286个地级市的房地产库存比2011年增长了一倍以上，达到5.41亿平方米。低级别城市库存增长最大。在2011-2015这五年中，四线城市房地产库存增长了152%，其后是二、三线城市（增幅分别为142%和112%），而一线城市增幅仅为38%。其结果是2015年一线城市库存占全国总库存的占比仅为9.7%，二线城市为41.6%，三线、四线城市则占了剩余的48.7%。

2011-2015年各线城市（包括286个地级以上城市）房地产库存总量估算值一览

(百万平方米)



数据来源：经济学人智库；CEIC。

注：尽管政府数据统计机构国家统计局（NBS）提供了全国的未售房地产数据，但相关数据并未全面细化到城市层面。我们依据NBS提供的35个样本城市未售房地产建筑面积调查统计数据测算了人均库存状况，将其乘以城市估算人口得出了数据集中286个地级以上城市的房地产总库存数据。这里所说的城市人口是指城市毗连地区人口（不含城市所属农村地区的人口）。

2016年各级政府采取了果断措施削减房地产库存。供给侧改革加入房地产“去库存”内容是一个强有力的市场信号。2014-2015年中国曾连续降息，降低了房贷融资成本。在此背景下，这个信号尤为令人关注。同期股市表现低迷、资本流出管控更为严格也促使投资人把投资重点转向国内的房地产。受这些因素的驱动，2016年全国商业地产（包括住宅）销售面积增长了22.5%，接近16亿平方米，部分城市房价飙升。

尽管销量升幅之大足以使中国多年来首次实现了去库存，但2016和2015年相比，降幅也只有3.3%。这凸显出挑战难度之大。国家统计局数据显示，2016年底全国房地产库存面积高达近7亿平方米，而2012年末时这一数字仅为3.65亿平方米。

政府采取的措施也产生了一些意料之外的影响。与供给侧改革的初衷相反，购房人一窝蜂地涌到一线和部分二线城市买房。事实上，低级别城市房地产过剩早就引起人们的警觉，政府就此问题发出警示一定程度上加剧了这一担忧，助长了投资客趋利避害、抢购大城市更为“保险”的房地产资产的风潮。其结果是库存问题最严重的小城市在去库存上进展甚微。

各线城市房价走势也相差很大。对国家统计局提供的70个城市新房价格指数取加权平均值后，我们测算得出一线城市房价同比增幅在2016年9月达到了29.2%的峰值。与此同时，二

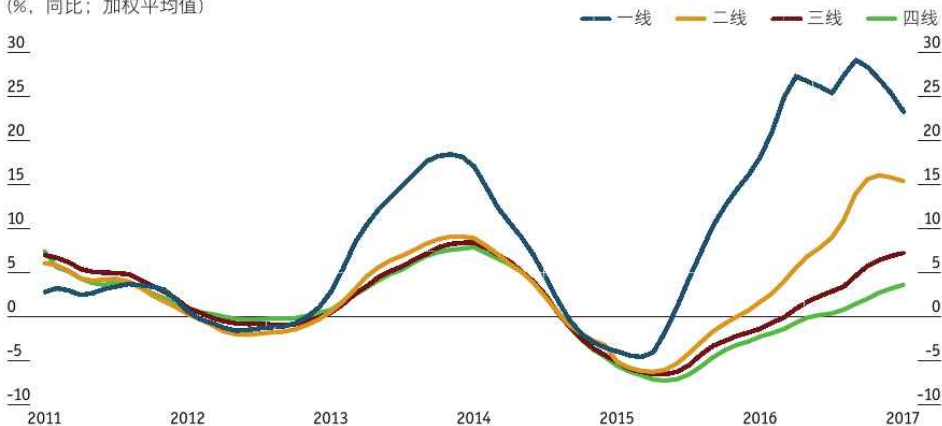


线城市房价涨幅相形见绌，只有16%，三、四线城市则分别为4.7%和1.5%。低级别城市的房价表现往往不如一线城市，但与过去几个周期相比，去年一年各线城市房价差距的扩大显得不同寻常。在一线和部分二线城市，2015年中期以来房价涨幅已超过了城市可支配收入的增幅。

一线城市房价涨幅引发了中国政府的担心，并于2016年10月采取了更为严厉的调控措施，包括对购房条件和抵押贷款更严格的限制。2016年12月召开的中央经济工作会议上，政府承诺要化解几大资产价格泡沫，包括房地产，并强调指出房子“是用来住的，不是用来炒的”。

2011-2017年各线城市新房价格变化情况

(%，同比；加权平均值)



数据来源：国家统计局；经济学人智库。

化解低级别城市的房地产库存

2017年以后的政策重点将是鼓励低级别城市的非投机性购房需求，同时抑制炒房可能带来的房价上涨风险。

举措之一将是强化供给管理。作为2016年10月出台的紧缩措施的一部分，政府已着手限制开发商通过大陆和香港地区的股市、债市融资。各省也推出了自己的相关方案。举例来说，西部直辖市重庆计划在2016-2018年间每年削减10%的城市土地供应，将新建房地产面积增速控制在3%以内，并且鼓励将商业地产改造为车库。

不过在需求管理方面，各地的政策很可能不尽相同。一、二线城市可能会延续严格的户口政策，同时维持二套房更高的首付比例，继续实施购房前所需达到的缴付个人所得税和社保最低年限方面的严格规定。为了抑制投机房地产，酝酿已久的房产税似乎也成了大势所趋，但看起来很难在2020年前落地。官员财产公开仍是开征房产税的重大障碍。

三、四线城市很可能仍会维持宽松的购房政策。这些地区的地方政府已经放宽了户口限制、降低了首付要求和房产交易税。安徽、河南、辽宁等省的城市还针对外来务工人员、大学毕业生和低收入群体提供贴现抵押贷款。



政府的一个政策重点是鼓励外来务工人员在其农村居住地附近的三、四线城市购房。根据我们的计算，2016年这类城市的外来务工人口约为1,600万，形成了颇为可观的潜在需求。中央政府也制定了为期三年（2015-2017年）将城市地区“城中村”经济适用房计划。不过目前官方房地产库存估算统计尚未纳入这类城中村，因此这方面的努力即便取得成功也不一定意味着现有的房产库存会下降。

另一个难点来自为低收入群体买房提供融资支持。来自农村、收入水平不高的外来务工人员很难获得银行的抵押贷款。农村土地改革、允许外来务工人员以市场价格出售家乡的耕地等举措将有助于其筹措到购房所需的首付。令人遗憾的是农村土地改革进展缓慢，不过部分地区已开展试点，并取得了一定成果。

更令人感到鼓舞的是，国内人口流动格局的变化可能有助于房地产去库存目标的实现。工业产能向内陆地区迁移，一线城市的高生活成本令人望而却步，这些因素似乎都在促使外出务工人员选择在邻近家乡的地方落脚。据我们估算，2016年一线、二线和四线城市净流入人口尽管仍保持正值，但与上年同期相比分别下降了12%、45%和9%，只有三线城市的净流入人口出现增长。上海市（一度是外来务工人员趋之若鹜的城市）政府数据表明去年其总人口出现了下降。

任重道远

让国民经济摆脱对于房地产市场的依赖将是极具挑战性的一项工作。限制新房建设与地方政府的利益格格不入。后者高度依赖土地出让获取财政收入，将房价上涨视增加土地出让金的机遇。给房地产开发降温会直接影响GDP增长和劳动力市场，还将增加金融业的风险，因为后者为开发商投放了大量贷款。同时房地产也是中国家庭财富最重要的组成。

激活低级别城市房地产实际需求也有赖于一系列错综复杂的改革，其中关键一环将是土地改革。未来几年部分住宅地产租期将要到期，产权问题需要有一个更明确的说法。

一旦经济增长再次放缓（很可能是2018年），政府去库存的决心将面临考验。如果放弃2016年采取的楼市降温措施将再次吹胀房地产泡沫，导致房价进一步脱离收入和人口等经济基本面。要想确保泡沫不会破灭，政府只能延缓放开资本市场和海外投资，以保证能够留住国内储蓄，但这将拖累长期经济增长和结构调整的进程。



III. 企业去杠杆——戒除信贷依赖

供 给侧改革的重点之一是企业去杠杆，这是件好事，但早就应该付诸实施。这方面的政府议程包含不少亮点，但还需在多方面加以明确。企业去杠杆方案最受关注的一点是债转股，但仔细推敲起来这方面的前景却不太美妙。

增加杠杆

2008-2009年全球金融危机后中国的经济增长呈现出的信贷密集型特点令人担忧。国际清算银行（BIS）最新数据显示，截至2016年9月底国内非金融部门债务已达到185.6万亿元（合28万亿美元），在名义GDP中的占比为255.6%，没有比同期BIS发达经济体的总体水平（279.2%）低多少，且远高于中国之外新兴市场的平均水平（186.5%）。

杠杆水平提高过快非常令人担忧，因为在2008年底时债务只有45.1万亿元，而债务与GDP之比也保持在141.3%这一相对健康的水平。杠杆率在过去十年快速上升的原因在于信贷投放的高速增长，同时名义GDP增长相对低迷，也就是说银行放贷促进经济活动的效率不如以往。上世纪90年代的日本及本世纪头十年美国和欧洲国家的例子表明，短期内债务的高速增长往往会导致一国的金融业承受危险重压。

来自企业部门的债务是所有债务中最令人担忧的部分，也是去杠杆的优先目标。BIS数据显示，截至2016年9月底中国国内企业债务在中国债务总额中占比达到了65%，相当于GDP的166.2%。其中国有企业占了大头：国内数据显示国企债务在企业债务总额中占比达到了70%左右。

1997-2016年学选定国家的债务与GDP比例



数据来源：国际清算银行；经济学人智库。



企业去杠杆最常用的手段是收紧货币政策，防止企业债务进一步增加，同时鼓励它们通过股市而不是债市再融资。然而由于国内银行放贷结构不同于多数发达市场，因此这一招在中国收效可能不大。政府对国有企业隐性支持看上去似乎降低了后者的风险，因此相对于民营企业银行会优先为国有企业提供贷款。历史上看，收紧信贷往往会首先对民营企业产生冲击，尽管其效率更高、单位债务创造更多GDP的能力也更强。缺少完善贷款投向领域的改革的话，收紧信贷对经济增长产生的下行压力会超过预期。

因此国内企业去杠杆方案的核心并不是采取常规的收紧货币政策的措施。信贷供应增速已经放缓：2016年底广义货币供应量（M2）增速从2015年底的13.3%降至11.3%。今年年初央行小幅上调了放贷机构部分公开市场操作利率，但没有调高2015年10月创下历史最低的一年期存贷款基准利率。

2016年10月国务院发布的文件显示政府方面支持实施多种政策缓解企业债压力，其中包含七大措施：鼓励企业并购（M&A）；公司治理改革；推广证券化；改善债务结构；债转股；允许更多企业破产；鼓励股权融资。

债转股——杠杆的另一化身？

中国以外，债转股是推动身陷财务困境企业债务重组的手段之一。交易涉及放贷人和困难企业两个方面，后者寻求在金融市场实现债转股，前者决定是否接受这种安排。债转股可以按票面价值也可折价实施，具体视金融市场和该企业的实际情况而定。

然而中国国内的债转股却与之不同，其中涉及三方：负债企业、持有其债务的一家或多家银行以及一个“执行基金”。该基金面向理财产品（WMP）和社会资本（保险机构、养老金等）筹措资金购买银行所持债务，之后通过谈判将其转为企业部分股权。

理论上说，银行有权寻找目标企业并通过谈判商定债转股条款，但由于国有企业债转股仍需要政府审批，因此具体实施很可能会面临政治压力。同时，银行也不直接在债转股中获得股权，因此它们无需另行筹集资本达到资本储备金要求。实际情况是，银行会成立WMP子公司或邀请第三方WMP公司持股。目前所有债转股均按票面价值实施。

截至2017年三月中旬共有24家上市公司已经或正寻求参与债转股。完成债转股的企业中提供企业和银行谈判细节情况的并不多。一个例外是云南锡业集团（YTG），大宗商品价格暴跌令这家国有企业身陷困境。从其提供的谈判细节中可以看出债转股方案可能会偏离企业去杠杆的初衷。

2016年10月，YTG、中国建设银行、建信信托和中国信达资产管理公司共同就YTG50亿元债转股方案签署了协议，协议旨在将YTG的资产负债率降低15个百分点，这将极大缓解该公司的财务压力。2015年YTG报告债务总额达350亿元，资产负债率接近80%，远高于行业55%的平均水平。

这份协议细究起来有两个条款引起了外界对于其可行性的质疑。其一，协议确定了各方事先商定的按年分配股息的条款，据此不论财务业绩如何YTG都必须派发股息。其次，如YTG2020年无法实现不低于810亿元营收和不低于23亿元利润的目标，则必须按账面价值履行债转股回购协议。这个目标定的过高，因为2013至2015年YTG的年均亏损就在20亿元左右。



2017年3月参与债转股的上市公司列表

公司名	行业
中钢天源	化工
中钢国际	建筑
风范股份	建筑
中闽能源	电力
天津普林	电子产品
中国一重	设备制造
秦川机床	设备制造
一拖股份	设备制造
杭齿前进	设备制造
吉艾科技	设备制造
陕国投A	金融
东吴证券	金融
东兴证券	金融
锡业股份	采矿
金隅股份	非金属建筑材料制造
山东黄金	贵金属采矿
信达地产	房地产
海德股份	房地产
腾邦国际	旅游
浙江东方	贸易
泰达股份	贸易
闽东电力	公用事业
重庆水务	公用事业
长航凤凰	水运

数据来源：WIND；经济学人智库。

按这种安排来看，投资人持有的更像是债券而非股权。确保每年分红相当于息票，而回购协议则是本金偿付的最终保障。由此看来，YTG（以及执行类似交易的其他企业）可能只是实现了资产负债表的去杠杆，而非实际意义上的去杠杆。若干年后当回购协议触发后，YTG将再次面对与眼前一样的偿债问题。

不过有一点区别值得一提。债转股后债权人不是银行，而是WMP持有人和信托基金出资人。也就是说如果问题公司无法兑现目标，那么银行不会承担风险，而投资WMP的家庭和信托基金则需要为之埋单。如前所述，YTG债转股协议设定的目标完成起来难度相当大，考虑到国有企业管理效率低下，新的股权持有人很可能对公司决策缺乏影响力等因素，这一点就显得更为突出。



向家庭部门转嫁负担

供给侧改革的重点是企业去杠杆，这本身值得赞赏，但目前公布的具体做法却显得有点隔靴搔痒。债转股充其量只会为身陷困境的企业争取一点时间，但如果它们不抓住机遇推动改革、提高生产率的话，债务清算不过是个时间早晚问题。但现有力度有限的国有企业改革令人对企业去杠杆感到不太乐观。

债转股方案的结构设计凸显出的另一风险在于政府有意将企业偿债负担转嫁给家庭部门。BIS的数据显示，截至2016年9月底国内家庭部门债务在GDP中的占比为43.2%，全球平均值为58.1%。不过由于房价上涨推高抵押贷款，家庭部门债务正快速增长——仅仅2016年9月底前的12个月内这部分债务就增长了5个百分点。

因此不同于过去，目前依靠家庭部门解决棘手的企业债务问题不再是一个好的选项。本世纪头十年之初，银行因企业不良贷款而深陷困境后出手相助的是家庭部门。税款被用于对一些放贷机构实施救助，政府制定的丰厚存贷款利差使银行得以以牺牲储户利益为代价轻松赚取利润。眼下家庭消费已成为拉动GDP增长的主要动力，家庭部门的杠杆率原本就在高速上升，因此向其转嫁负担的空间也比以前要小。



IV. 降低企业成本——中国的“里根经济学”

长期以来企业家对国内经营环境一直是颇多怨言，条条框框多如牛毛——税费方面尤为如此。土地租金、能源和劳动力成本疯涨，蚕食了企业的利润空间。供给侧改革议程中确定的“降低成本”目标就是对这些关切的一个回应。降成本政策最为接近美国“里根经济学”中的减税方案。

削减企业成本希望促成实现多个政策目标。它可能有助于减缓企业从中国向其它低成本亚洲国家迁移的步伐。中国政府对产业外移的趋势并不反感，因为现在的政策重点是发展高附加值产业，而外移的企业多为低附加值，但政府显然也不希望企业外移的进程过快。另外，为企业提供激励政策，有助于其成立初期的发展和提高其竞争力。最后，降低税费、减少繁琐的审批程序也是为了鼓励李克强总理所说的“万众创业”——其潜台词是政府也意识到无法再依靠国有企业推动经济增长。

减少收费，但不会有重大减税

目前大多数企业是按25%的税率缴纳企业所得税（CIT），小微企业和高科技企业分别享受20%和15%的更低税率。这要低于美国35%的标准税率和很多欧洲国家的税率水平，但高于日本、韩国和越南等主要亚洲经济体的水平。此外，据世界银行的数据，2016年国内企业税在企业利润中的占比达到了68%，全球排名第12，比高收入国家的平均水平高出约三分之二——这表明国内企业税负相对沉重。

由此降低CIT日益成为一个热门话题。官方政策圈内有人呼吁将税率降至22%，不过考虑到强大的左派势力，如此的亲商政策可能显得过于激进。当前CIT改革方案的步子并不大。中国政府表态称2017年将把小型企业缴纳CIT的年度收入门槛从30万元提高至50万元。

迄今为止供给侧改革中税收改革的一个重大举措是2016年时以增值税（VAT）取代营业税（BT）。尽管增值税率要高于营业税，但扣除投入成本后理论上有助于企业减少支出，因此政府将其定性为一种财政激励措施。不过营改增也是为了打击逃税。因为在增值税体系下企业需要出具正式发票才能获得税费减除。企业的有效税率的确降低了，但同时也要面临申报更多收入的压力。因此企业受益可能是暂时的。目前我们缺少逃税方面的可靠数据，但学界估算国内逃税总金额可能占到了个人和企业应税收入的26%。

对降成本更有效的措施恐怕是减少行政性收费和“政府基金”缴费。政府向企业收取此类费用来支持当地的公共服务，包括教育和城市维护等，土地出让金也是政府性基金的主要缴费项目。根据我们的估算，2016年政府收费在GDP中的占比约为10.5%，而企业所得税、增值税和营业税合计只占GDP的10.9%（营业税在逐渐淡出，尽管不少部门仍在上缴）。政府在继续其削减收费的努力：财政部数据显示，2016年行政性收费项目已从2013年的496个减至106个。中国政府计划2017年取消一项政府基金收费（城市公共服务费）并再削减35个行政性收费项目。



地方性激励政策卷土重来

政府还可能为企业提供其他形式的激励机制和融资优惠。长期以来补贴一直是产业政策的一大特色。“中国制造2025”（MiC2025）规划是这一思路的最新产物，其中承诺将为包括先进装备制造、新能源汽车、节能行业 and 信息技术在内的八大“战略性”产业提供支持，优惠措施包括低廉的土地和能源价格，甚至直接的现金支持。

过去的一些激励政策也可能“重现江湖”。2014年底此类政策曾一度遭到削减，当时国务院要求“清理、规范”地方性激励政策，收回了地方政府为投资人提供减税和经营贴现的部分权力。不过国内民营企业和外资企业投资减少引发了政府担忧，促使其调整对相关政策的態度。2017年三月李克强总理所做的政府工作报告重新确认了地方政府为外国投资者提供“优惠政策”的权力。

政府在融资成本方面为企业提供支持的空间可能有所减少。2016年底生产者价格指数走高，很多工业企业的有效利率实际已经为负值。在通胀上升和需要给楼市降温的背景下，央行不太可能进一步降低基准利率。

但是对民营企业来说，贷款利率仍有很大的下降空间。2017年1月底央行民间综合贷款利率“温州指数”一年期贷款利率为14%，与之相比一年期最优惠贷款利率仅为4.35%。国有企业通常会以最优惠贷款利率甚至更低的利率获得信贷。

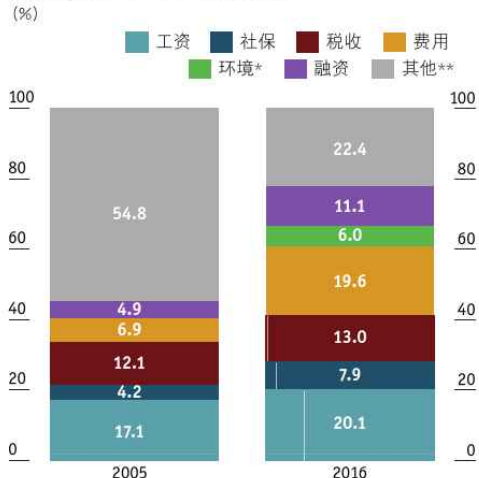
社保和环保负担

政府着眼化解的另一负担是社保成本。城市劳动者养老金计划要求的薪酬上缴比例为28%，其中用工方向社会统筹账户缴费比例为20%，劳动者向个人账户缴费的比例为8%。28%的上缴比率远高于日本、美国和韩国（这三个国家分别为15.4%、12.4%和9%）。近期北京师范大学李实所做的一项企业成本调查显示，社保在制造业企业总成本中所占比例已从2005年的4.2%上升至2015年的7.9%——超过了劳动者薪酬的增速。

2017年中国开始在19个省份展开降低用工企业社保缴费比例的试点工作。不过推行重大改革的主要障碍在于全国养老金计划的资金状况不佳。据估算截至2015年底90%以上的养老金个人账户都是空账，地方政府用其支付当前的养老金支出。这一状况在人口老龄化、缺少劳动力人口流入的东北三省表现得尤为严重。

企业的环境成本也大幅上升：北京师范大学的调查数据显示，环境成本在制造业企业成本中的占比从2005年时的近乎为零上升至2016年的6%。这类成本包括污染物排放费、购置所需环保设备的费用、取得废弃物处理和碳排放认证的成本等。2018年起中国将会开征环境税，以取代污染物排放费。尽管目前还未开征二氧化碳排放税，但直接排放污染物的企业将根据噪音分贝水平缴纳每月350至11,200元不等的噪音污染费；其他需缴纳的费用包括每排放950克二氧化硫缴费1.2元；每公斤化学需氧量1.4元；污水1.4元；每吨固体废弃物5至1,000元。北京中央财经大学的一项调查显示，环境税开征后预计将为政府创造500亿元的税收收入，较目前的环保相关成本高出一倍以上。

2016年制造业企业成本构成

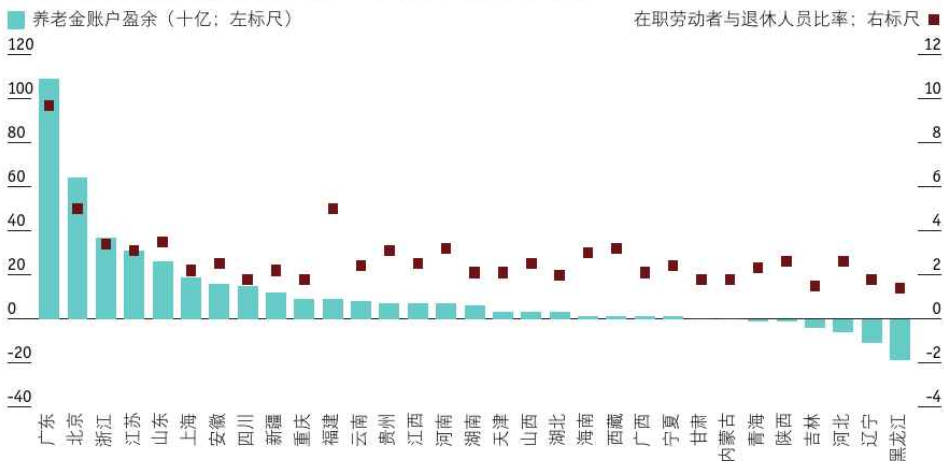


数据来源：经济学者智库；财政部；北京师范大学“企业调查”。

注：*“环境”指购置所需环保设备、取得废弃物处理和碳排放认证的成本。**“其他”包括投入成本、物流成本、折旧及其他经营性成本。



2015年养老金账户盈余和在职劳动者与退休人员比率状况



数据来源：CEIC；经济学人智库。

由此可见未来几年削减企业成本的空间因成本类别而不尽相同。供给侧改革议程加入了降低企业成本的内容传递出政府意图方面的一个信号，它也日益成为一个热门政策议题。不过政治层面的考量可能导致企业税法难以发生重大变化，降低社保负担在财政方面也存在诸多限制。最有可能成为政策重点的是减少政府收费，这对企业来说是一个值得称道的利好（尽管仍然难以“改变游戏规则”）。



V. 补短板——向价值链上游迈进

中国政府之所以强调供给侧改革源自解决国民经济供需不匹配这一痛点的需求。过去几十年中国经济保持了高速增长态势，但在满足日益富裕起来的国内消费者对于产品和服务的需求方面仍存在缺陷。中国煤炭、钢铁和住房供给过剩的同时老百姓却出国购买由日本生产的马桶盖，及婴儿尿片在内的高端消费品。

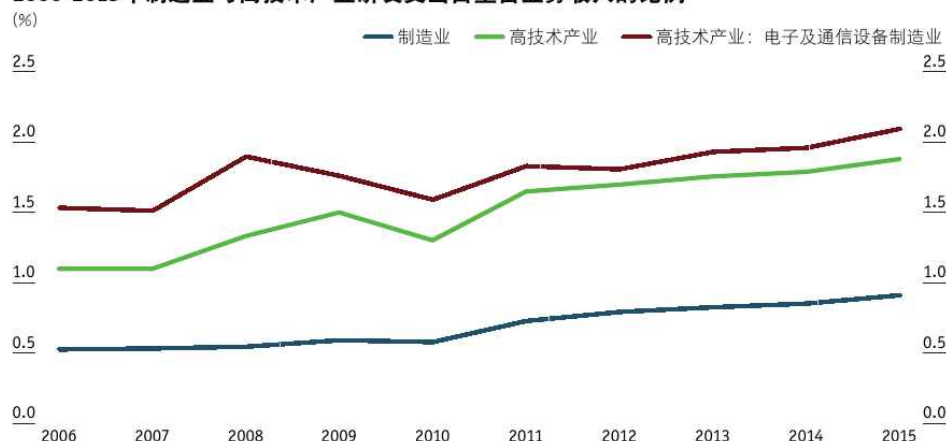
在中国生产成本优势逐步消失的背景下，政府正着力于升级工业生产能力以确保其和内需形成更好匹配。这也是供给侧改革中所说的“补短板”这一领域的主要目标。这一领域同时还包含了广泛的政策措施，包括在减贫和发展基础设施等方面。与政府提出的“中国制造2025”规划一起，“补短板”要通过产业升级、转型和重组提高中国产业的生产力和竞争力从而推动经济增长。

提高创新能力

上述努力的关键一招在于提高国内创新能力。政府大力倡导创新，承诺将投入大量资源用于价值链升级、提高软硬件技术能力。“中国制造2025”倡议的重点是提高制造业的效率，除此之外，2015年中国政府还推出了名为“大众创业、万众创新”的计划，旨在首次公开募股、众筹和行政扶持方面为新创企业提供优惠政策，包括允许尚未实现盈利的互联网和高科技企业在创业板（ChiNext，相当于美国的纳斯达克）上市。

中国在创新和创业领域已有了长足进步，而且得益于资本投入和外商直接投资带动的技术输入，过去十年国内高科技产业也实现了高速增长。不少产业的众多企业以原始设备制造商（OEM）的承包商起家，为外国品牌产品生产元器件。之后一些企业（大多为电子厂商）开始向原始设计制造商转型，承担了很多设计流程中的业务。

2006-2015年制造业与高技术产业研发支出占主营业务收入的比例



数据来源：国家统计局；经济学人智库。



目前中国已拥有了一系列成功的自主品牌企业，其中华为（电信行业）、联想（计算机行业）和海尔（电子和家电业）凭借产品研发和流程创新方面的实力一跃成为创新型企业，从事着高技术含量的高端设计。互联网巨头阿里巴巴和腾讯也同样如此。

不过除少数高科技企业外，国内制造业整体而言仍停留在高科技价值链的低端，在核心技术研发方面落后于发达国家的同行。尽管中国已成为全球最大的智能手机和个人电脑生产国，但在高性能集成电路和核心软件方面仍未摆脱对于其他国家的依赖。

“中国制造2025”

2015年年中，中央政府推出了着眼消除与发达国家之间创新差距的“中国制造2025”规划，其中将十大高科技产业作为发展重点，旨在借助“物联网”、云计算和大数据技术实现国内制造产业的升级。规划设定了2025年时应实现的具体目标，包括将本国厂商生产的基础核心元器件和“重要”基础材料的国内市场份额提高至70%；将本土生产移动电话芯片的市场份额提升至70%；将本土工业机器人的市场份额提高至70%；本土新能源汽车的国内市场份额增加至80%。

实现这些目标需要奋起直追。2014-2015年国内销售的80%左右的移动电话芯片源自进口。2015年本国企业生产的工业机器人的国内市场份额只有27.4%，而全部新能源汽车只占中国汽车市场的1.35%。

为支撑这一规划政府投入了大笔资金。“先进制造业基金”和“国家集成电路产业投资基金”规模分别达到200亿元和1,390亿元。前者由国家开发投资公司掌管，后者的发起人包括国家开发银行、中国移动和上海国盛资产等。此外，政府还鼓励大型国有企业设立或参与风投基金，为新创企业提供更多资金。据咨询机构Zero2IPO公布的数据显示，2015年政府支持的风投基金总共达到了1.5万亿元资金。

“中国制造2025”的一个重要内容是实现信息技术与制造业的融合。在工业自动化方面中国企业远远落在后面。尽管中国是工业机器人增长最快的市场，但制造业的机器人技术或者说整体的自动化水平仍不高。工业自动化网上信息机构Automation.com提供的数据显示，国内数控机床的占比大约只相当于日本上世纪70年代末的水平。

伴随着“中国制造2025”和补短板的政策推进，中国投资人还在国际上加速技术收购的步伐。很多中国企业着力寻求获得西方国家的工程和制造业技术。金融市场咨询机构Dealogic提供的数据显示，2016年中国海外并购投入达到了1,110亿美元，超过了2015年1,070亿美元的水平，并购案数量增长了79%，达到创纪录的300宗。



2016年中国企业十大海外并购

公布时间	收购方	收购价格(十亿美元)	收购对象	所在行业	所在国家
6月	腾讯	8.6	Supercell	娱乐	芬兰
10月	海航集团	6.5	Blackstone	旅游	美国
2月	海航集团	6.0	Ingram Micro	科技	美国
3月	安邦保险	5.7	Blackstone	旅游	美国
1月	海尔集团	5.4	General Electric	消费品	美国
8月	美的集团	4.7	Kuka	科技	德国
8月	上海巨人网络	4.4	Playtika	娱乐	以色列
1月	三峡集团	3.7	Duke Energy	能源	巴西
1月	大连万达集团	3.5	Legendary Entertainment	娱乐	美国
4月	珠海赛纳科技	3.4	Lexmark	科技	美国

数据来源：Dealogic；经济学人智库。

自上而下推动改革的局限性

对中央政府来说大力倡导产业链升级并非难事，但“中国制造2025”及在“补短板”中提到的其他政策倡议在实践中是否有效仍有待证明。过去几十年中央政府自上而下的政策推动一直是国内产业升级主要的驱动因素，但自主创新仍显滞后，因为中国制造业出口的大多为涉及基础加工和技术的低端产品，而进口的总体为科技含量更高的产品。

国内制造业还需要自下而上的倡议和投资，消除行政和体制性障碍。企业的创新产品必须得到强有力的法律保护，民众需要学习掌握如何创新，金融系统也需要能够将资金引流到对其需求最为迫切的企业，即创新型新创企业而非债务缠身的国有企业。然而现实是某些垄断行业的准入门槛过高，知识产权保护不力，教育系统尚难以挑起培养新一代创新型技术人才的重担。

因此，中国要想成功实现向创新型发展模式的转型需要的不仅仅是自上而下的政策驱动。政府不仅要开放市场鼓励竞争，还需要构建起一个完善的监管和法律体系。此外，管理文化和员工的专业化水平对于企业提高生产力也至关重要。令人遗憾的是，供给侧改革对这些并未给予足够重视。



结束语

总体而言，政府可以对供给侧改革第一年的成绩感到一些欣慰，在一些有挑战性的问题上已经取得进展，钢铁和煤炭行业的过剩产能有所化解，未售房地产库存多年来首次出现下降。通胀上升缓解了企业的债务偿本付息压力，增值税改革宣告完成，“中国制造2025”规划出台，着力“补短板”。

但对于问题依然需要警觉。过剩产能的降幅并非表面上看的那样明显，因为其中包括了相当一部分原本闲置的产能。房地产库存虽有下降，但降幅不大，引导老百姓到三、四线城市购房方面进展甚微。通胀上升可能也是短期现象，去杠杆方案——如债转股等——整体而言尚缺乏说服力。扩大适用增值税对企业的积极影响并不明显，降低企业所得税的计划也没有取得重大进展。

总体而言，我们认为就供给侧改革主要政策领域来看，2016年削减过剩产能方面的进展最大，而降低企业成本方面的进展则最小。

不过，我们预测2020年前的这段时间里上述情况应该会发生变化。对于降低企业成本我们持相对乐观态度，即便不调整企业所得税，通过降低政府收费实现这一目标的难度也不大。推动工业经济向价值链上游迈进已取得了不小进展，“中国制造2025”规划安排的资金以及国内民营科技企业实力的提升有助于维持这一势头。

供给侧改革其他方面的进展令我们无法保持乐观。随着削减过剩产能的努力向生产性产能领域延伸，这项工作的难度将大大增加，这在国有企业部门将表现得尤为突出，对经济增长和劳动力市场的影响也会更大。政府设立的用于推进这方面工作的重组基金规模不大，使用状况也不理想。抑制产能过剩行业的信贷供给以及其他去杠杆措施将有助于降低债务累积的速度，但对国企改革力度是否足以帮助其摆脱债务我们持怀疑态度。

最令我们难以感到乐观的是房地产去库存的前景。抑制房地产供给与地方政府的利益向背，考虑到2020年前弥补税收收入缺口的房产税不大可能推出就更是如此。出于对房地产市场走向的担忧，投资者和购房人对购买三、四线城市房产会持谨慎态度，而户口制度和土地所有权改革的进度也不足以刺激外出务工人员的需求。

供给侧改革主要政策的落实进度

(1=最快, 5=最慢)

2016	2020
1. 削减（工业）过剩产能	降低企业成本
2. 去库存（房地产库存）	补短板
3. （企业）去杠杆	削减（工业）过剩产能
4. 补短板	去杠杆
5. 降低企业成本	去库存（房地产库存）



供给侧改革如果不是一项政府自上而下主导的工作的话成效会更为明显。与经典供给侧经济学不同的是，这一改革政府发挥着主要作用。比如说，削减过剩产能就是在政府行政命令而非经济学逻辑推动下实施的一项工作。政府目前是通过一些特定的方案而不是宏观的货币政策来推进去杠杆。另外，“中国制造2025”规划也表明政府还将继续在决定企业赢家和输家方面发挥作用。

从很多方面看供给侧改革都与2013年公布的市场友好性改革议程相悖。个中原因可能是，在这段时间里国内形势发生了全面性变化，尤其是在广泛的政治和社会层面上。不过不愿让市场发挥推动供给侧改革的作用意味着这场改革的落实将过多依赖于政治意愿。目前供给侧改革获得了政治上的大力支持，但如果这种支持出现消退，这一改革可能很快会偃旗息鼓。

因此企业和投资者在评估供给侧改革时应当采取谨慎态度。这一改革不应被解读为中国的“里根经济学”，也不能被视为中国经济包治百病的灵丹妙药。

最重要的一点是，供给侧改革在凸显跟踪、解读非市场经济体政府政策的重要性方面给我们提供了有益启示。2016年中国经济出现的包括煤炭和住房价格飙升在内的不少重大变化都与供给侧改革直接相关。未来它必将成为影响大宗商品价格、基础设施投资、国有企业盈利和房地产价格的重要因素。在制定任何对华商务规划时把握供给侧改革的维度和政策尺度的变化将显得至关重要。