

重构“稳增长”与“防风险”双底线的宏观调控体系

——2016 年~2017 宏观经济分析与预测^①

○毛振华 刘元春 袁海霞 张英杰

摘要:综合考虑全年的情况,根据模型预测,2016 年我国 GDP 增长约 6.7%,CPI 增长 2%左右。2017 年将是我国经济持续筑底的一年,GDP 增速有望增长 6.5%,CPI 增长 2.1%。针对下行压力和债务的结构性风险进一步凸显等问题,需要重新构建“稳增长”与“防风险”双底线下的宏观调控体系。为此,要在“稳增长、守底线”的目标下稳步化解我国债务风险,持续推进债务分类甄别工作,完善国家及各级主体的资产负债表;实现债务转移,中央政府适度加杠杆;根据市场化、法制化原则,适时运用债转股工具,缓释短期债务风险。此外,应持续推进金融改革,持续关注房地产市场态势,防范局部泡沫进一步扩大,房地产调控政策要突出结构性和差异性。

关键词:债务风险 稳增长防风险

一、2016 年~2017 年宏观经济形势

2016 年,受世界经济复苏疲弱、增长周期调整、产能过剩依然严重等多重因素影响,我国经济增长面临下行压力,但在积极财政政策、稳健货币政策、去库存背景下的房地产放松等政策作用下,宏观经济呈现底部企稳迹象。前 3 季度经济增长 6.7%,虽然低于去年全年水平,但整体呈现底部徘徊迹象。基础设施投资持续高位增长,工业企业利润增长由负转正并持续增长,居民消费价格温和上涨,工业领域通缩进一步收窄,9 月当月 PPI 由负转正。与此同时,由政府主导力量带动的经济趋稳基础并不牢固,经济运行中一些深层次的问题并未解决,资产泡沫问题显现,局部风险不断扩大,房地产价格波动;民间投资增长下滑;债务结构性风险日益凸出,尤其是非金融企业、产能过剩与局部供给不足的结构性问题依然严峻等。

对此,宏观调控由 2016 年上半年的“稳增长”向“防风险”转变,一方面,随着收紧的房地产调控再度出台,22 城市出台限购、限贷政策,三季度土地购置、新开工面积增速有所下降;另一方面,中央政治局会议明确“货币政策要抑制资产价格泡沫和防止金融风险”,政策基调保持适度宽松;央行最新的货币政策执行报告

也显示出未来对风险的防控等。综合考虑全年的情况,模型预测,2016 年经济增长 6.7%。

2017 年将是宏观经济持续筑底的一年。依据中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型——CMAFM 模型,分年度预测 2016 年与 2017 年我国宏观经济指标如表 1 所示。

二、2016 年宏观经济:短期底部

表 1 2016 年与 2017 年主要宏观经济指标预测

预测指标	2015 年	2016 年(1-9 月)	2016 年(预计)	2017 年(预计)
1. 国内生产总值	685506.00	529971.00	735823.51	794137.6
增长率(%)	6.90	6.70	6.70	6.50
其中,第一产业增加值	3.90	3.50	3.8	3.90
第二产业增加值	6.90	6.10	6.10	5.90
第三产业增加值	8.30	7.60	7.7	7.50
2. 全社会固定资产投资总额(亿元)	561999.80	426906	615950.00	675081.1
(增长率,%)	9.76	8.2	9.6	9.6
3. 社会消费品零售总额(亿元)	300931.00	238482.00	332230.00	366120.0
(增长率,%)	10.70	10.40	10.4	10.2
4. 出口(亿美元)	22844.21	15584.76	20730.00	21290.00
(增长率,%)	-2.80	-7.50	-8.80	-2.70
5. 进口(亿美元)	16810.82	11427.44	15600.00	16260.00
(增长率,%)	-14.10	-8.20	-7.10	4.20
6. 广义货币供应(M ₂)增长率(%)	13.34	11.50	12.40	11.80
7. 狭义货币供应(M ₁)增长率(%)	15.20	24.70	13.70	13.50
8. 居民消费价格指数上涨率(%)	1.40	2.00	2.00	2.10
GDP 平减指数上涨率(%)	-0.43	0.70	0.60	1.30

趋稳与泡沫聚集

(一) GDP 减速趋缓, 供给侧降中趋稳, 需求侧疲弱态势显现

1. GDP 走势平稳, 达到全年任务目标值。2016 年前 3 季度我国 GDP 增长 6.7%, 较 2015 年回落 0.2 个百分点, 达到中央全年 6.5%~6.7% 的目标区间。分季度看, 一、二、三季度经济增速均为 6.7%, 反映我国经济呈现底部企稳迹象。按照季度比较, 二、三季度的环比增速均为 1.8%, 较一季度 1.1% 有所改善。值得注意的是, 随着 GDP 平减指数由负转正, 名义 GDP 增速达 8.75%, 较 2015 年同期上升 2.18 个百分点(见图 1)。

2. 工业生产增长先下滑后稳定, 工业领域生产萎缩放缓。2016 年, 去产能政策得到实质性落实与推进。前 3 季度, 规模以上工业增加值同比增长 6%, 比 2015 年同期和 2015 年末下降 0.2 个和 0.1 个百分点。分季度看, 一、二、三季度分别增长 5.8%、6%、6%, 工业企稳势头有所增强(见图 2)。

3. 进出口贸易持续低迷。2016 年前 3 季度, 我国进出口总值累计为 26776.67 亿美元, 同比下降 7.8%, 跌幅分别较 2015 年同期和年底收窄 0.3 个和 0.2 个百分点, 2016 年以来, 进出口总额跌幅逐步收窄, 三季度跌幅比一季度和二季度分别收窄 3.5 个和 0.9 个百分点。进口总额累计下降 8.2%, 跌幅较 2015 年同期和 2015 年底大幅收窄 7.1 个百分点; 出口总额累计下降 7.50%, 较 2015 年低 5.6 个百分点。1~9 月份, 贸易顺差为 3964 亿美元, 同比下跌 7%。对外贸易依然延续“衰退式”顺差态势(见图 3)。

4. 固定资产投资增速回落, 民间投资增速急速下滑并持续低迷, 消费需求相对平稳。一是基础设施投资持

续保持高位增长, 依然是稳投资和稳增长的主力。2016 年前 3 季度, 固定资产投资增长 8.2%, 比 2015 年同期和 2015 年全年均有所回落。从固定资产投资的三大主要构成看, 房地产开发投资增长 5.8%, 比 2015 年同期和 2015 年全年回落 3.2 和 4.8 个百分点。制造业持续低迷, 增长 3.1%, 增速比上年同期低 5.2 个百分点。房地产开发投资增长有所回升, 前 3 季度增长 6.2%, 增速比上年回升 5.2 个百分点。占比超过两成的基建投资增长 17.92%, 增速比上年同期有所下降, 但比 2015 年全年有所回升。截至 8 月底, 全国各

地 PPP 入库项目总数达 10313 个、总投资 12.3 万亿元。项目落地进入加速期, 二季度新增落地项目 250 个、总投资 5000 亿元(见图 4)。二是从主体看, 民间固定资产投资增速下跌, 前 3 季度, 占比 60% 的民间固定资产投资累计增速仅为 2.5%。同期, 国有及国有控股固定资产投资持续保持 20% 以上的增速增长(见图 5)。三是从消费看, 前 3 季度, 全社会消费品零

售总额同比增长 10.4%, 比上年同期低 0.1 个百分点, 但比上半年提升了 0.1 个百分点; 从年内走势来看, 呈现稳中趋升的态势; 扣除价格因素, 实际增长 9.8%, 比上年同期低 0.7 个百分点, 比上半年提升 0.1 个百分点(见图 6)。

(二) 经济结构有所优化, 区域分化加速

1. 经济结构持续优化, 新的增长动力不断孕育。2016 年前 3 季度冬季, 三次产业增加值分别增长 3.5%、6.1% 和 7.6%, 第一产业、第三产业增速同比下降 0.3 个和 0.8 个百分点,

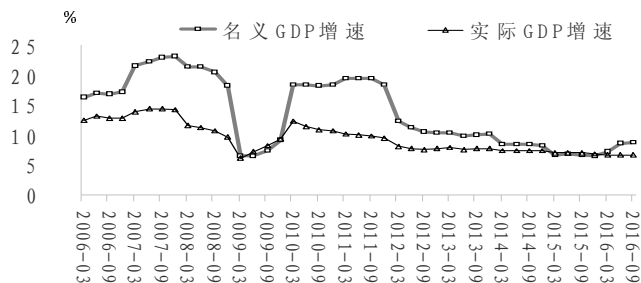


图 1 我国 GDP 增长率

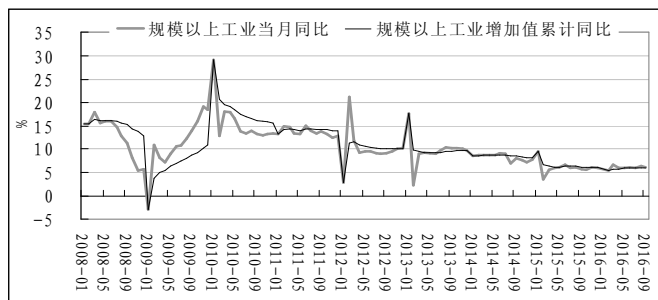


图 2 工业增加值增长缓中趋稳

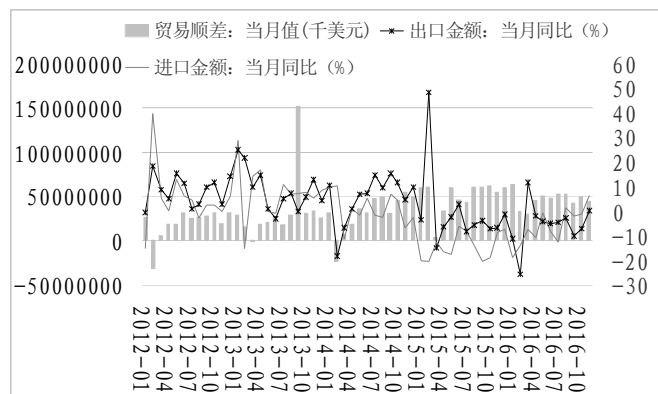


图 3 对外贸易持续低迷 衰退式顺差持续

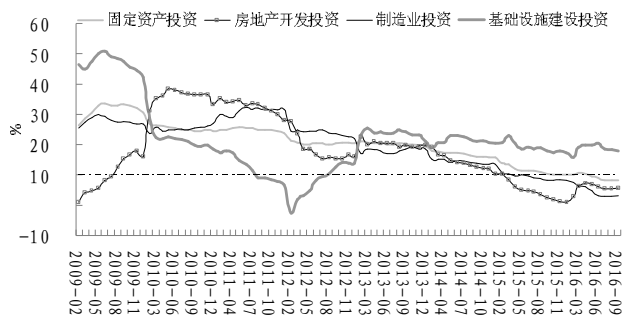


图4 固定资产投资及其三大构成走势

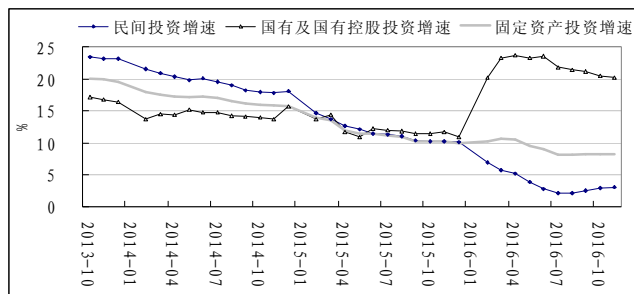


图5 民间投资与国有投资分化态势明显

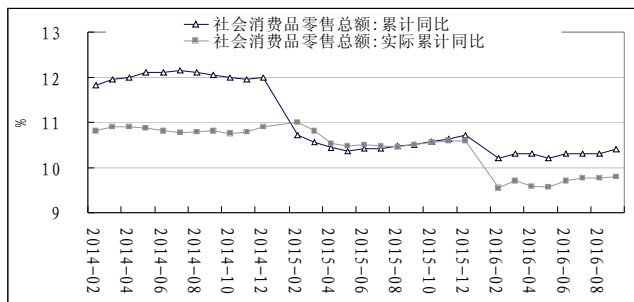


图6 消费需求稳中趋缓稳中有升

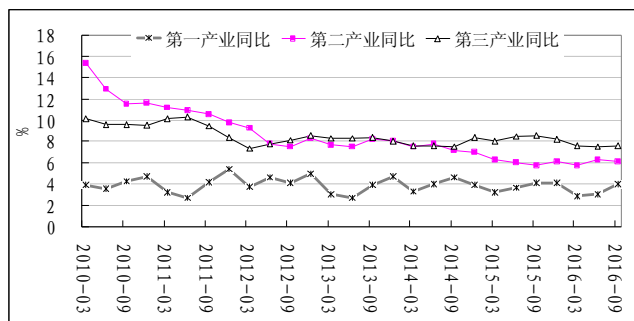


图7 三次产业增长趋势,第三产业持续高于第二产业

第二产业比上年同期提升0.1个百分点。自2012年四季度第三产业增速首次超过第二产业以来,三产的增速一直高于二产,并在2015年这一差距达到最大。进入2016年,三产的增速与二产增速的差距略微缩小,显示出我国产业结构在量的持续积

累中,发生了质的变化(见图7)。工业生产正在从低端向中高端迈进,其中,高新技术产业、高端装备制造业、汽车产业增长较快,与消费相关的制造业增速也较快。

2.最终消费支出对经济增长的贡献进一步上升,外需对经济增长的作用进一步减弱。2016年前3季度,最终消费支出对GDP的贡献率达71%,比上年同期和上年全年分别高出11.6个和4.6个百分点。其中,二季度的贡献率为73.4%,创2012年二季度以来的新高。资本形成总额对经济增长的贡献从上年同期的43.4%下降至36.8%;货物和服务净出口对经济增长的下拉作用从上年同期的1.8%扩大至7.8%(见图8)。

3.区域经济加速分化,东北地区经济困难加重。2016年前3季度,区域经济增长仍延续“西快东慢”格局,但东部回稳态势明显,重庆等西部4省和天津增长速度位列第一方阵。区域经济总量格局继续呈“东部过半、中西部小”态势,且东部比重再度上

升,中部持平,西部略有下滑,东北明显下降。从2016年前两个季度各省(区市)的实际GDP均值看,除海南外,绝大多数地区的GDP增速较2015年有所下降。其中,下降最为严重的是辽宁省,一、二季度,辽宁省实际GDP呈现负增长,同比下降1.5个百分点。

(三) M_2-M_1 持续扩大,货币政策效果递减,资金“脱实就虚”加剧,房地产领域贷款持续高位增长

1.货币政策效果递减。自2015年以来,我国 M_1 和 M_2 剪刀差持续扩大。2016年7月达到15.2%。截至9月底, M_1 同比增长24.7%, M_2 同比增长11.5%,剪刀差为13.2%(见图9)。货币剪刀差扩大的同时,货币政策的效果也在逐步递减(见图10)。我国 M_2 投放量已达151.64万亿元(2016年前3季度数据)。与此同时,大量的货币投放却没有给经济增长带来应有的贡献,2015年 M_2 /GDP达到2.03,前3季度这一数据更是上升到了2.83,说明货币政策的边际效果逐步递减。

2.资金“脱实就虚”,房地产领域贷款持续高位增长。2016年前3季度,房地产贷款余额为25.3万亿元,同比增长25.2%,个人购房贷款余额为17.93万亿元,同比增长33.1%,而该数据在2013年3月为17.4%。新增人民币贷款中,居民新增人民币贷款占全部新增贷款的比重已从年初的24.2%攀升至46.44%。房地产市场挤占资源也加剧了资金脱离生产领域实体经济的程度。资金“脱实向虚”,加大了货币政策调控的难度。自2015年以来,随着基础货币增速的持续大幅下滑,我国货币乘数持续快速提高,2016年6月份达到5.2,为2001年以来的历史最高点(见图11)。

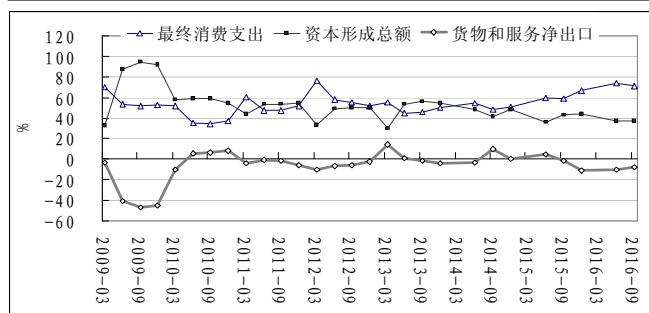


图8 消费需求对经济增长的拉动作用进一步提升

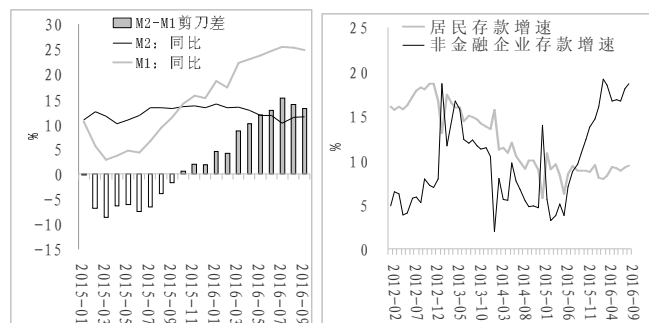


图9 M_2-M_1 剪刀差变化不断变大

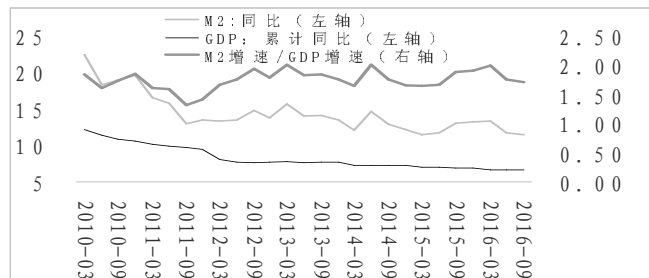


图10 货币政策的边际效果递减

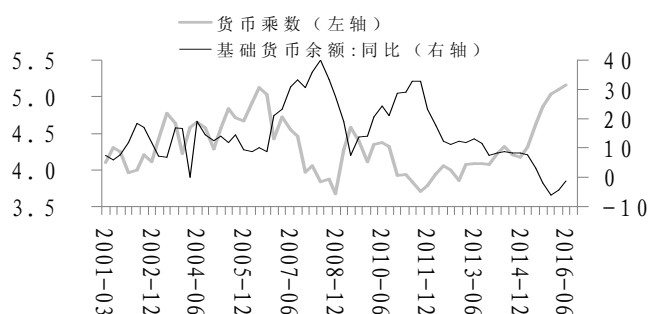


图11 基础货币供应量增速和货币乘数的变化趋势

(四)资产价格分化,局部泡沫加剧

剧

1.GDP 平减指数由负转正。2016 年以来,名义 GDP 增速连续 3 个季度显著超过实际 GDP 增速, GDP 平减指数衡量的总价格水平连续 3 个月保持正值(见图 12),经济显示企稳迹象。

负转正,从 2015 年 12 月的-5.9%回升至 2016 年 9 月的 0.1%(见图 14)。

4. 房地产价格区域分化进一步加剧,泡沫不断积聚。2016 年以来,一二线城市交易量暴涨,带动房价持续飙升。9 月,全国 70 个大中城市新建住宅均价同比上涨 9.3%,尤其是一、二线城市,房价出现暴涨,北京、

2. 居民消费价格短暂回升并温和上涨。2016 年 1~9 月,CPI 同比上涨 2%,分别比 2015 年同期和 2015 年底增加 0.57 个和 0.6 个百分点,一、二、三季度 CPI 分别上涨 2.1%、2.1%和 2%。前 3 季度核心 CPI 同比上涨 1.6%,相比前两个季度的 1.4%和 1.5%,继续保持温和上涨(见图 13)。

3. 工业领域价格降幅进一步收窄。2016 年以来,PPI 跌幅持续收窄,前 3 季度 PPI 同比下降 2.9%,比 2015 年同期、2015 年底和 2016 年一季度分别提高 2.09、2.3、1.9 个百分点。从单月变化看,尤其是 9 月 PPP 同比上涨 0.1%,为 2012 年 2 月以来首次由

上海和深圳住宅价格同比分别上涨 30.4%、39.5%和 34.5%,南京、合肥、苏州等二线城市的住宅价格上涨幅度均超过 40%,一、二线城市出现齐涨局面(见图 15)。房价收入比在 2010 年达到高峰后出现下降趋势,近年来,随着房价出现新一轮上涨而收入增速放缓,房价收入比再次出现较大幅度上升(见图 16)。目前一线城市房价收入比已经超过 20 倍,35 个大中城市中有 32 个城市处于超过 3~6 倍的合理区间上限。

5. 资金价格总体平稳,股票市盈率缓慢上升。截至 2016 年 10 月初,包括我国在内的各国股市的市盈率已普遍超过美国次贷危机爆发前的水平。我国的股市市盈率也呈现缓慢上升的趋势,截至 2016 年 9 月,深交所的股市平均市盈率为 41.29%,比 2015 年同期上升 2.95 个百分点,上交所的股市平均市盈率为 15.12%,与 2015 年同期持平。

6. 股权融资市场改革受挫,股指 3000 点徘徊。截至 2016 年 10 月底,IPO 只有 982.21 亿元。2016 年以来,A 股从一季度的震荡趋势逐步缓慢上升。以上证指数为例,截至 2016 年 10 月 31 日,A 股报收于 3246.25 点,季度涨幅为 2.56%,2016 年 10 月 25 日报收于 3279.1 点,也是 2016 年 2 月以来的最高点。2016 年 12 月中旬,股市又有所下挫。

(五)债务规模快速扩张,系统性风险概率有所上升

1. 债务规模快速扩张,结构性风险突出,各类违约频出,金融市场风险不断放大。根据国际清算银行的数据,2016 年一季度,我国总体债务率为 254.9%,比 2008 年的 147%上升了 107.9 个百分点。与世界主要国家相比,虽然低于日本、英国、加拿大,但已超过美国、韩国,也高于同等发

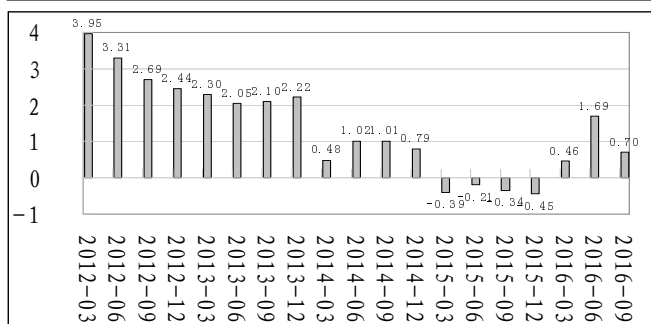


图 12 2016 年 GDP 平减指数由负转正

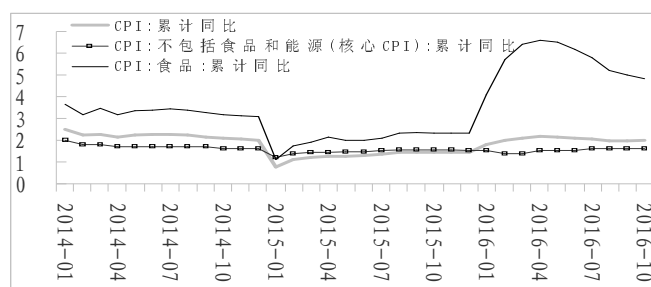


图 13 CPI 短暂回至“2 时代”后温和上涨

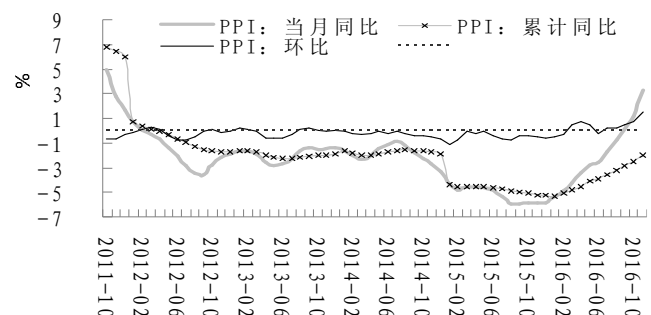


图 14 PPI 降幅不断收窄, 9 月实现由负转正

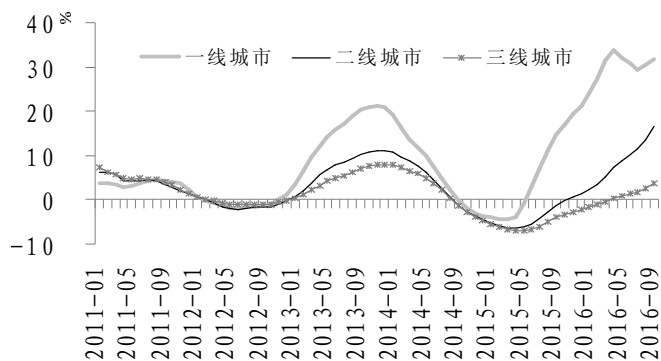


图 15 房地产价格泡沫化趋势明显

展水平国家。债券市场方面,2016 年 3 月、4 月、5 月,债券发行量和发行只数累计同比均保持在 120% 以上,债券发行量同比增长更是达到了 170.43% 的历史高位(见图 17)。债券融资已成为社会融资中仅次于人民

币贷款的第二大融资方式。2016 年 1~9 月,债券融资在社会融资中的比重由上年同期的 15.5% 上升至 19.4%,提高了 3.9 个百分点。2016 年以来债券市场已发生至少 43 只债券违约,其中公募市场 19 只,私募市场曝出的有 24 只,债券违约规模接近 250 亿元,相当于 2015 年全年违约规模的 3 倍(见图 18)。

2. 人民币汇率短期波动、双向波动加大,国际资本流出压力有增无减。2016 年年初人民币兑美元汇率走势延续了 2015 年 8 月以来的快速贬值趋势^②。随着人民币变化基本特征的阶段性变化以及监

管政策的趋严^③,2016 年 8 月人民币总体呈现小幅升值状态;9 月份,随着美元短期走强等影响,人民币贬值压力加大,当月美元兑人民币平均汇率为 6.6715;参考 BIS 货币篮子和 SDR 货币篮子的人民币汇率指数也

基本呈现相同变化趋势。总体上看,2016 年前 3 季度人民币汇率走势双向波动和短期波动均有所加强(见图 19、20)。随着资本项目的放开,跨境资本流动的阶段性特征已发生改变,由原来的净流入转变为流入、流出更为频繁。从资本项目看,2016 年 1~9 月份我国外商投资增速仅为 4.2%,并较上半年回落 0.9 个百分点。同期,我国非金融类对外直接投资增速高达 53.7%,比 2015 年 14.7% 的增速大幅提升近 40 个百分点,仅非金融类对外直接投资和外商直接投资带来的资本流出累计达到 400 亿美元(见图 21)。2016 年 2 月以来,外汇储备规模一直在 3.2 万亿美元附近波动。

(六) 工业企业利润增长, 政府公共财政收入和基金性收入增长有所改善

1. 工业企业利润增长由负转正并持续增长。2016 年 1~9 月,工业企业主营业务收入累计同比增长 3.7%, 比上半年增速高 0.6 个百分点, 比 2015 年同期增速 1.2% 有显著提升。工业企业利润总额累计同比增长 8.4%, 比上半年增速提高 2.2 个百分点, 也远好于去年同期的负增长 1.7%。企业利润持续好转, 工业企业亏损企业数量和企业亏损总额显著下降。1~8 月, 工业企业亏损企业数量同比上升 1.1%, 比 2015 年同期 13.6% 的增速有明显回落。与此同时, 亏损企业的亏损额同比下降 3.1%, 2014 年以来首次由增加转为减少。

2. 公共财政收入和基金性收入增长有所改善, 土地和房地产相关税收增速较快。2016 年前 3 季度, 全国一般公共预算收入 121400 亿元, 同比增长 5.9%, 一二季度分别为 6.5% 和 7.1%, 财政收入增速有所下滑, 比 2015 年同期和 2015 年年底分别下降 1.7 和 2.5 个百分点; 地方一般公

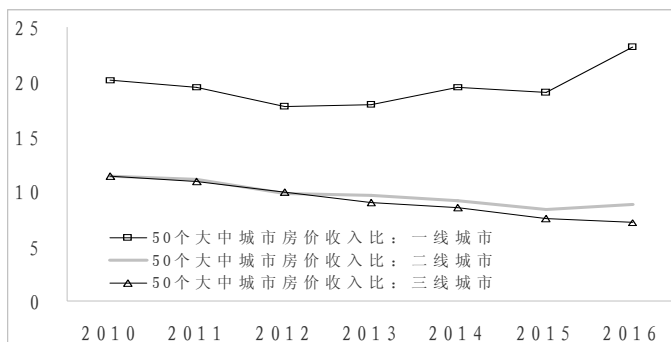


图 16 中国房价收入比(房屋总价与居民家庭年收入的比值)

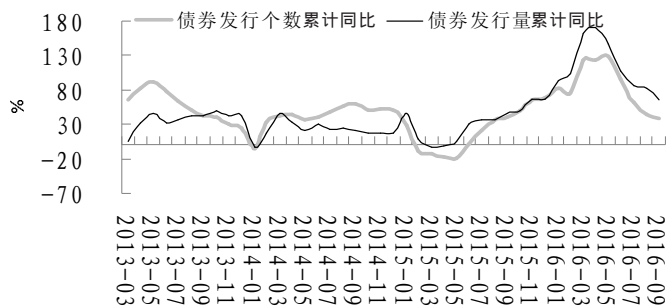


图 17 债券发行持续高位增长

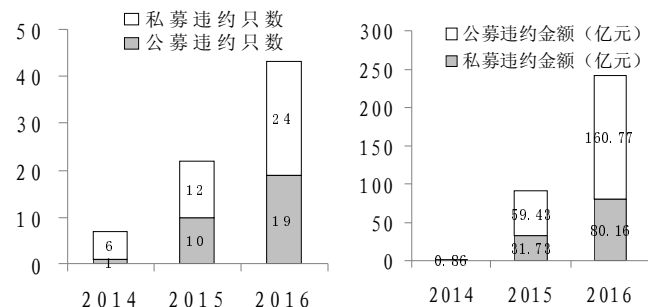


图 18 债券市场违约风险加速爆发

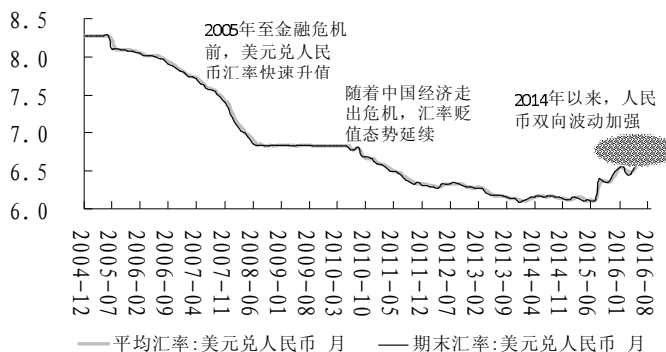


图 19 人民币对美元汇率

共预算收入增速快于中央一般公共预算收入,前 3 季度中央一般公共预算收入 54628 亿元,同比增长 4.4%,地方一般公共预算本级收入 66772 亿元,同比增长 7.2%,但地

方一般公共预算收入增速慢于中央一般公共预算收入的增速,地方和中央一般公共预算收入累计增速,从 2016 年一季度的 10.4% 和 1.2% 分别下降到 2016 年三季度的 7.2% 和上涨到 4.4%。全国政府性基金收入增长较快,2016 年 1~9 月达 29777 亿元,同比增长 11.3%,与 2015 年同期和 2015 年底相比,分别增长了 41.8% 和 33.1%。2016 年税收收入增长幅度较快。1~9 月,税收收入同比增长 6.6%,比 2015 年同期和 2015 年全年分别提高 2.3 和 1.8 个百分点。

1.4 个百分点。1~9 月,全国居民人均可支配收入为 8.4%,呈缓慢下降趋势,比 2015 年同期的 9.2% 下降 0.8 个百分点。

(七)景气指标有所改善,先行指标有所回升

1. 宏观景气指标进一步改善。2016 年 8 月份宏观经济一致指标和先行指标分别为 94.23 和 99.13,均比上月进一步提升(见图 22),表明未来一段时间经济底部企稳的迹象有望延续。

2. 发电量等先行指标增速有所回升。2016 年 9 月全社会用电量同比增长 6.9%,2016 年以来增速全面转正并且持续保持增长,增速比 2015 年同期回升 7.1 个百分点。2016 年 1~9 月,全社会用电量同比增长 4.5%,上升 3.7 个百分点。9 月,工业用电量同比增长 1.4%,回升 4.3 个百分点。8 月,全国铁路货物发送量同比增长 1%,自 2013 年 9 月以来首现正增长。

3. 中采 PMI 和财新 PMI 走势也有所回升。2016 年 9 月,中国制造业采购经理指数(PMI)为 50.4%,财新中国制造业采购经理指数(PMI)为 50.1%,均高于 50% 的荣枯分界线。自 3 月以来,中采 PMI 指数持续运行在 50% 荣枯线以上,7 月份略有下降为 49.9%,8 月和 9 月回升至 50.4%,提高 0.5 个百分点。

4. 信心指数有明显好转。中国人民银行发布的企业家信心指数,2016 年 9 月份为 51.2,比 3 月份的 43.7 有大幅度提升。银行家宏观经济信心指数自 2015 年 12 月开始攀升,从 37.9 上升到 2016 年 9 月的 46.5。

3. 居民收入增长稳中有降,城乡居民收入差距略有扩大。2016 年以来,我国居民收入增长有所下降。2016 年三季度,城镇居民人均可支配收入增长为 7.8%,比 2015 年同期和 2016 年年初的 8.4% 和 8.2% 分别下降 1.6 和

(八)供给侧改革有进展,结构性改革力度低于预期

1. 去产能有所推进,进展由 2016

年上半年的缓慢转变为明显加快。根据国务院的《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》等文件,未来3~5年,煤炭行业退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右;用5年时间再压减粗钢产能1亿~1.5亿吨。2016年上半年煤炭行业仅完成全年任务的29%;7月底,完成了38%,截止到8月底,完成了60%,累计退出产能1.5亿吨。2016年钢铁行业去产能目标任务是4500万吨,上半年完成目标任务30%左右,前7个月完成45%左右。

2.去杠杆呈现分化态势,国有及国有控股企业持续加杠杆,私营经济持续去杠杆。从资产负债率指标看,规模以上工业企业总体杠杆水平小幅下降,但国有企业和私营企业去杠杆态势不一,前者杠杆率进一步上升,而私营经济部门则持续去杠杆。2016年1~8月,全国规模以上工业企业资产负债率为56.4%,比2015年同期和2015年年底分别下降0.4个和0.2个百分点;国有控股企业资产负债率为61.6%,比2015年同期和2015年同期分别上升0.3个和0.2个百分点;私营企业资产负债率为51.6%,比2015年同期的52.5%有明显下降。从历史情况看,近几年工业企业的资产负债率基本稳定在47%~58%左右,国有及国有控股企业的资产负债率由金融危机之前的56%左右上升至目前的60%以上;私营经济资产负债率由危机前的58%左右下降至目前的51%左右。

3.降成本持续进行,企业融资成本有所下行,但总体税负依然较高。2016年9月份,温州民间融资综合利率为16.65%,P2P网贷行业综合利率为9.83%,分别比2015年同期回落2.2个和2.8个百分点,比2015

年底回落2.06个和2.62个百分点。与此同时,企业发债的成本也有所回落,5年期AAA公司债月度平均发行利率为3.28%,分别比2015年同期和2015年底回落0.73个和0.5个百分点,3年期AAA中期票据月度平均发行利率为3.24%,分别比2015年同期和2015年底下降0.9个和0.41个百分点;2016年6月份,金融机构一般贷款加权平均利率为5.58%,比2015年同期和2015年底分别低了0.88个和0.06个百分点。2016年1~7月,全国工业企业利息支出同比下降8.4%,比上年同期少支出利息624亿元。虽然企业融资成本有所缓解,但管理费用等其他成本以及宏观税负不降反升,降成本实际效果有所折扣。

三、需要关注的问题

(一)持续筑底的基本逻辑:中长期传统动力源泉的减弱带来潜在增长率的下行以及中短期周期新因素的波动

从中长期看,支撑我国30多年高增长的几大动力源泉均不同程度地减弱,全球化红利耗竭,工业化红利递减,人口红利也随着人口抚养比底部到来,刘易斯拐点出现,储蓄率的回落而发生逆转,“十三五”期间经济增长潜力有所下降。这些因素共同作用,决定了2017年我国宏观经济仍将持续筑底。

此外,债务周期是影响我国经济是否发生危机或者继续恶化的最重要的力量。其背后的逻辑主要表现为通过“债务-投资”驱动依然是目前稳定经济增长的主要路径;货币以银行信贷为主的债务形式投放给中央和地方的国有企业,以此开展由政府推出的大量以基础设施建设、房地产为主的投资项目,从而拉动经济增长。但是,投资收益率的下降和资金使用

效率的降低已弱化了“债务-投资”驱动模式的效力。同时,高债务问题不断显现,且由于其连通实体经济和金融市场,高风险已成为经济稳定的威胁。

(二)世界经济仍处于深度调整的周期之中,新平庸格局下的世界经济复苏依然乏力

2016年,世界经济总体复苏乏力,世界经济增长率低于预期,不确定性超出预期。各国分化走势延续,部分新兴国家面临增长趋缓、货币贬值、资本外流等多重压力(见表2)。展望2017年,世界经济增长动能仍旧疲软。全球贸易持续低迷,政策空间收窄以及不确定性上升、逆全球化倾向上升,同时面临美联储加息、英国公投后续发酵、美国大选后内外政策变化、国际金融体系风险和地缘政治冲突上升等不确定因素,国际油价也将维持区间波动,经济增长可能有所减弱。在全球经济的再平衡过程中,世界经济持续的低增长、低贸易、低通胀和低利率的“四低”特征仍将延续,而全球资产泡沫加剧,世界经济仍面临二次探底的风险。这将对我国经济总量和结构形成一定冲击,外需难以有明显改善。

(三)我国宏观经济仍将持续筑底

1.我国潜在经济增长率在不断下滑。目前,关于潜在增长测算的研究众多,使用生产函数、HP滤波等方法不同的学者测算的结果有所差异,但总体趋势基本都是潜在增长平台将进一步下移(见表3)。

2.我国仍处于产业结构调整的重要时期,面临全社会劳动生产率的下降。2017年以及未来一段时期,我国产业结构依然处于向服务经济为主的格局转变的过程中,就业弹性更高的第三产业劳动密集型特点更为

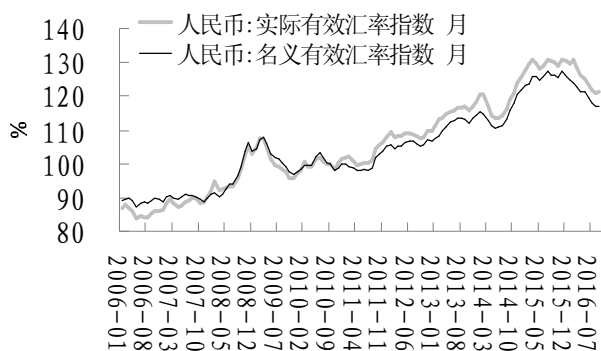


图 20 人民币有效汇率走势

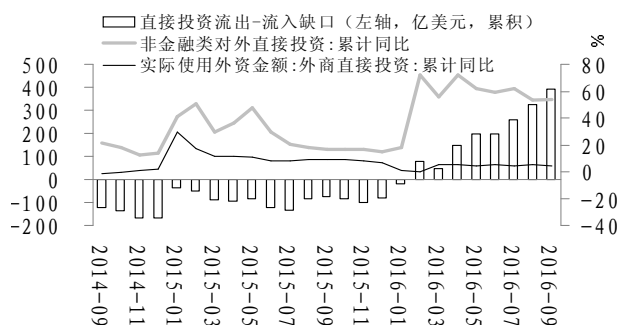


图 21 资本走出去步伐加快

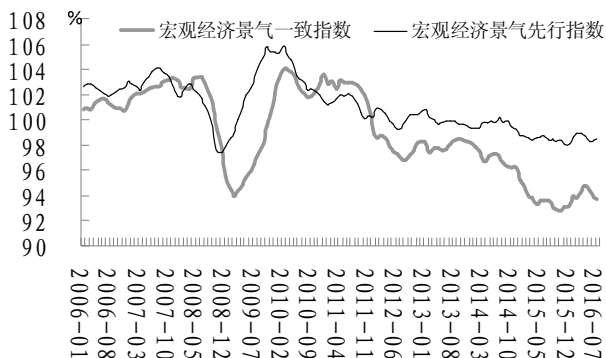


图 22 宏观经济景气一致指标和先行指标均有所改善

明显,劳动生产率的提升相对慢于第二产业,全社会劳动生产率的提升将会随着第三产业比重的提升而有所放缓。从产业结构升级理论看,工业化初期,劳动力快速从劳动生产率较低的第一产业向效率较高的二、三产业转移,全社会劳动生产率会随之大幅提高,这正是丹尼森效应;随着工业化进入到后期,产业结构基本稳定,劳动力转移速度将有所放慢,由此带来的效率总配置效应也将减少,全社会劳动生产率增幅也将相对

稳定。这也是美国、日本等发达国家近年来劳动生产率增长缓慢(见表4)的原因之一。

从我国的情况看,改革开放以来,随着市场化改革不断进行,要素市场的完善和健全带来的产业间的劳动力、资本等资源优化配置,是全社会劳动生产率大幅提高的主要原因之一。随着产业结构的调整,就业人员快速从一产向二、三产流动,丹尼森效应发挥作用,劳动生产率随之大幅提高,经济增长也快速发展;随着我国向服务经济为主的经济结构转变,服务业占比自2014年超过50%以后不断提升,再加上劳动力跨行业转移的成本也在上升,劳动力转移减速,通过产业结构之间的劳动力配置提升效率的空间收窄,全

社会劳动生产率的变动将出现增长放缓的态势(见表5)。这将对2017年经济增长产生影响。

(三)七大困境

一是在稳增长与防风险的压力下,调控政策再度出台,需要警惕房地产行业发展或将再次进入短期调整带来的经济下行压力。二是随着“三去一降一补”推进,企业去杠杆加速推动过剩行业信用风险加剧释放,金融系统性风险概率有所提升。三是债务规模不断攀升,信贷等资源主要

积聚在效率较低的国有企业;国有企业改革与债务化解的矛盾凸显给宏观经济运行带来一定困难。四是制造业并未走出调整底部,企业盈利改善并无实质性需求改善保障,未来仍有反复重回的可能。五是基建投资仍是稳增长的主力,但需要关注整体资金来源的稳定性。六是民间投资增长持续下滑转换的概率较小,企业持币待投资的“流动性陷阱”持续,从而加大经济下行压力。七是国际金融市场波动加剧、人民币汇率短期波动和双向波动加大、资本流出压力对国内金融市场冲击影响仍将加强,需要警惕由此引发的系统性风险。

在影响经济增长的众多周期性力量中,债务周期是影响我国经济最重要的力量。事实上,我国目前总体债务处于“临界点”。从非金融企业部门的债务率看,总债务率水平(254.9%)已远远高于墨西哥比索危机前的债务率(77.7%)和泰国在亚洲金融危机前的债务率水平(188.8%),略高于美国金融危机前的债务率(238.5%),并接近西班牙金融与经济危机前的债务率(262.1%)。从信贷扩张和信贷缺口等反映金融危机的先行指标看,也均已接近甚至超过各国危机前夕的数值。从各国的债务周期看,并非所有的信用扩张都会触发“费雪-债务”周期连锁反应。虽然目前我国无论是债券市场违约带来的冲击,还是信贷市场融资收紧产生的负面效应都是短暂的、非连续性的,但由于当前国内金融体系的脆弱性及敏感性日益抬升,非预期的外部事件冲击很可能引发债务危机乃至经济衰退不可逆转的发生。因此,我国仍需要防范债务危机可能引发的灾害性冲击。

四、构建以稳增长、防债务风险为核心的宏观调控体系

(一)正确认识好六大问题

1. 正确认识短期目标与中长期调整目标的关系。从宏观调控和经济发展看,经济增长的短期波动几乎都是需求侧的问题,而不是供给侧的问题,短期稳增长扩大总需求、反周期的措施仍是需要的。我国经济放缓不仅仅是周期性因素,也是结构性、趋势性力量共同作用的结果。因此,从本质上讲,必须依靠结构性改革、解决结构性矛盾。推动结构性改革时也要对结构性改革的各种措施进行梳理,分清轻重缓急,处理好短期目标和中长期目标的关系。当前,在一定程度上,短期宏观经济调控与长期结构性调整任务有一定的混淆,强调通过调结构和去杠杆这种长期政策消除经济下行压力,客观上容易造成忽略短期任务的急迫性。从长期来看,供给侧改革有利于推动我国经济发展转型,促进结构调整。结构性改革主要解决长期问题,但不能忽视短期问题。

2. 正确认识政府与市场的关系。宏观调控实质上是政府对市场的干预,这种干预必须建立在尊重市场规律的基础上,必须坚定不移地推进市场化改革,从而夯实宏观调控的微观基础。从经济增长的驱动看,资本因素仍是我国经济增长的最大贡献者,稳增长关键在于资本效率的提升,而目前资本效率偏低,根源是政府主导型经济发展方式,而高效率的民间投资并未充分启动,在宏观调控中滥用行政审批权力的问题始终存在。

3. 正确认识货币功能的有效性、有限性。为应对金融危机冲击以及促进经济平稳较快增长,我国以快速增加的人民币新增贷款等方式不断扩大货币投放。2015年贷款余额比2008年底增长209.7%,远远超过GDP实际增长率, M_2 增速虽然从

2010年的19%持续下滑至2015年的13.3%,显著低于1988年以来的平均增长率(20%),但存量已全球第一, M_2 /GDP持续攀升;从政策效果看,我国扩大货币投放的效果递减,信贷刺激对经济增长的边际作用越来越小。大量增加的货币也带来一系列问题,对资产价格(尤其是房地产价格、股市波动)等影响越来越大。

4. 正确认识培养和建立产业优势的中长期性。调结构、促转型是我国相当长一段时期的主要任务和目标之一,但产业结构的调整以及产业优势的培育建立,都不是一朝一夕的事情。

5. 不能在风险的释放过程中积累风险。货币投放量以及债务规模的快速扩张,大量投机性货币在股市、债市以及房市中间机流动,催生了股市泡沫、债市泡沫以及房市泡沫。而汇市与股市的连通,更是加大了系统性风险提升的概率。目前,我国财政政策和货币政策仍有一定的空间,财政赤字率和政府负债率与全球相比依然较低(最近几年财政赤字率基本在2.3%以

内,2016年目标值为3%,与巴西、阿根廷、日本5%以上的赤字率相比较,政府负债率41.5%,低于欧盟60%的警戒线,也低于当前主要经济体和新兴市场国家水平),名义利率离零利率和负利

率尚有距离,可利用现有的政策空间进行结构调整和改革,通过杠杆转移缓释风险。但是,在这一过程中,应避免已有的风险进一步积累。

6. 正确认识当前改革的艰巨性和诸多困难。我国改革已走过30多年历程,当前已进入深水区和攻坚期。各项改革相互交织、相互掣肘,改革的综合性较强、复杂性较高,对改革方案的专业性、系统性要求更高,实施和推进改革的困难较大。改革的艰巨性前所未有。

(二)重构宏观调控体系

1. 明确“稳增长、防风险、促改革”等逻辑顺序,供给侧结构性改革与需求侧管理政策协调并进。首先,稳增长是缓释风险的前提,是保就业、惠民生的底线。当前,在经济下行压力下,缓释债务风险,需要一定的经济增长作为依托。与此同时,要实现2020年全面建成小康社会目标,同时考虑保就业、惠民生,未来一段时间经济增长需要保持在6.5%以上,这是经济底线,也是政治底线。其次,防控风险尤其是债务风险是关

表2 主要预测机构对明年世界经济的预测

预测机构	国际货币基金组织	世界银行	OECD
全球	3.4	2.8	3.2
发达经济体	1.8	1.9	—
新兴经济体与发展中国家	4.6	4.4	—
美国	2.2	2.2	2.1
欧元区	1.5	1.6	1.4
日本	0.6	0.5	0.7
英国	1.1	—	1
中国	6.2	6.7	6.2

注:IMF数据于10月4日发布;世界银行数据发布于6月4日;OECD数据发布于9月21日。

表3 1979年~2020年我国潜在GDP增长率的估算与预测

(单位:%)

	1979-1989	1990-1999	2000-2007	2008-2011	2012-2014	2015-2020		
						基准	悲观	乐观
潜在GDP	9.67	9.74	9.87	10.82	9.37	6.31	5.47	7.87
资本	8.29	11.06	14.22	18.62	16.94	9.61	8.42	10.61
潜在劳动力	3.45	1.42	0.65	0.40	0.35	-0.08	-0.10	-0.08
人力资本	2.74	0.95	0.81	0.98	0.99	0.66	0.66	0.89
TFP	2.38	2.82	1.73	0.42	-0.13	1.01	0.79	1.93

键,是保证不发生经济危机的底线。风险控制并不是简单的去杠杆,而是在稳定杠杆增速的情况下,调整债务结构。第三,稳增长、防风险双重底线思维下,需要需求侧管理与结构性改革协调并进。目前,我国经济处于潜在增长率下移、结构性、趋势性以及周期性力量共同作用的下行过程中,过快去杠杆可能会带来经济的急速下滑或者波动,通过政府部门和居民部门适当加杠杆,保持总需求的一定扩张,有利于在宏观大背景相对稳定的情况下,企业平稳的降杠杆。这种“杠杆转移”实际上是对应于供给侧改革与需求侧管理的相互结合,相互平衡。第四,扩大财政赤字和减税降费是当前避免大规模违约爆发、为企业创造有利的生存条件的必要手段。与此同时,继续用政府投资稳定需求的增长,从基建、养老、医疗、教育等仍需要大量投入的产业入手,增加投资需求,给企业带来可持续性收入;继续减税降费,降低企业的经营负担。第五,货币政策需要根据新时期要求适时调整,配合供给侧结构性改革实质性推进。一方面,通过适度的流动性供给,防止杠杆的反弹和累积,稳定保持现有基建项目顺利开展,经济增长。另一方面,必须保证供给渠道的透明性,引导市场主体进行长远规划,防止人为的短期流动性供给冲击。此外,宏观审慎监管体系的全面改革必须破题,必须建立统一、无缝隙的宏观监管体系。

2.重视“稳增长、守底线”策略,稳步化解债务风险。一是在通过经济持续、平稳增长逐步化解高杠杆的同时,控制债务规模过度上涨。二是持续推进债务分类甄别工作,完善国家及各级主体资产负债表。目前,针对地方融资平台、城投类以及国企债务的清理、甄别分类工作方面进展缓

慢,需要进一步明确政府负有担保责任的债务和政府可能承担一定救助责任的债务规模,区分广义政府债务中中央政府和地方政府的份额。三是进一步分类处理地方性政府债务,缓释短期债务风险。对于地方性政府债券、公益类的融资平台类债券以及国企债券,建议通过政府信用背书,持续采用债务置换等方式来处理。四是实现债务转移,中央政府适度加杠杆。一方面,通过积极财政政策,政府部门适当加杠杆,避免债务收缩对经济产生的负面影响;另一方面,居民部门适当加杠杆,通过购买企业股权或者通过金融产品创新,购买企业部门未来可形成稳现金流的资产执行票据、收益链接票据等。居民债务水平较低,发展消费信贷,适当增加居民部门杠杆水平,有利于刺激消费,带动经济增长。五是根据市场化、法制化原则,适时债转股,缓释短期债务风险。

3.持续推进金融改革。一是健全多层次资本市场,多途径扩大股权融资,补充企业资本金。完善股票市场发行、交易等全方位制度设计,同时,稳步推进股票市场的注册制改革。深化利率、汇率监管等相关改革,提高金融市场配置效率。二是加快推进国有企业改革,尤其是经营类企业改革。一方面,鼓励融资平台公司兼并重组,提高整体资

信水平;另一方面,对于充分竞争类别的国有企业,鼓励采用市场化方式解决其债务问题。三是降低金融市场交易杠杆,实时监控流动性风险,改革债券市场从业人员激励机制。

4.持续关注房地产市场态势,防范局部泡沫进一步扩大,房地产调控政策要突出结构性和差异性。一是增加一、二线城市土地供应和投资力度。二是加快三、四线城市户籍制度改革和新型城镇化配套基础设施建设。三是采取系列政策举措缩小实体经济与房地产投资收益的缺口。四是落实落实《法治政府建设实施纲要(2015-2020年)》有关房地产调控的主要任务和具体措施。根据房地产市场分化的实际,坚持分类调控、因城施策,建立全国房地产库存和交易监测平台,形成常态化房地产市场监测机制。

5.有序推进供给侧结构性改革。一是明确供给侧结构性改革推进的难点。当前供给侧改革的难点主要是:存量调整的阻力,特别是僵尸企业、债务高企的国有企业和过剩产能行业和房地产的结构性供给失衡;在政府简政放权以及功能性重构中,在市场化领域需要大范围放松管制,但

表4 日本、美国产业劳动生产率增长

	年份	GDP	劳动生产率增长			产值份额		
			农业	制造业	服务业	农业	制造业	服务业
日本	1970-1980	4.5	6.21	4.60	3.46	4.20	25.90	47.70
	1980-1990	3.9	3.57	3.60	2.63	3.00	26.90	53.00
	1990-2002	1.4	1.70	2.90	0.81	1.90	23.40	60.30
美国	1970-1980	3.3	4.52	2.50	1.71	1.00	15.40	57.39
	1980-1990	3.2	3.66	2.65	1.46	1.20	15.00	59.90
	1990-2002	3.3	2.49	3.79	2.20	1.10	14.40	63.40

表5 不同阶段经济增长、劳动生产率增长以及产业结构变化

	GDP 增速 (%)	劳动生产率增长 (%)			产业结构占比 (%)			
		全员劳动生产率	一产	二产	三产	一产	二产业	三产
1979-1990	9.84	5.42	3.67	3.56	3.49	28.81	44.11	27.06
1991-2000	10.45	8.54	3.93	10.98	4.15	29.34	64.36	35.67
2001-2010	10.55	9.88	6.73	8.51	8.05	11.00	46.31	42.68
2011-2015	7.88	7.44	9.22	6.47	4.26	9.20	43.23	47.58
1979-2015	9.68	7.74	5.21	7.32	5.02	—	—	—

劳动、土地和资本等关键要素都面临着准入障碍;一些领域比如金融市场等需要强化监管。权衡市场与政府间的关系,厘清政府与市场的边界。这也是推动改革的重要难点之一。二是持续存量调整与增量调整并进,促进结构调整优化。存量调整关乎经济基本面,要避免引发经济系统性风险,而增量调整为培育新的增长动力和经济增长点。存量调整,主要通过产品价格和要素价格改革,实现过剩产能的出清;增量调整表现为短缺供给的部门尤其是加大各类服务业的投资供给以及新兴产业、新型业态的培育。三是通过产品价格和要素价格改革,引导资本和劳动在不同部门的优化配置,提高全要素生产率。在商品市场改革方面,要进一步减少国家定价或国家调控价格的商品范围,进一步国家定价或调控价格要进一步公开透明;严格监控垄断企业商品价格,规范垄断环节商品价格管理;严格监控企业联手操控商品价格行为,打击部分占有市场份额较大的企业通过或明或暗手段联合定价、垄断市场的行为;通过统一市场规范,制止部分地方政府滥用行政权力对外地企业与产品进行多重检验和设置进入壁垒的行为;进一步规范政府采购商品行为,扩大市场公平公开定价。彻底改革我国的户籍管理制度,破除城乡户籍与大中小城镇户籍对劳动力自由流动的限制;完善劳动合同制度,实行全员公开公平规范合理的劳动合同和劳动工资制度;全面推进、规范和完善劳动保障制度,健全劳动保险制度。深化土地制度改革,加快三权分立和流转制度改革。□

参考文献:

[1]毛振华,张英杰,袁海霞.近年来中国宏观调控和经济政策的特征分析[J].中国人民大学学报,

2016(05).

[2]黄志龙.我国国民经济各部门杠杆率的差异及政策建议[J].国际金融,2013(01).

[3]张茉楠.实体经济去杠杆应着重去产能[N].中国证券报,2013-08-02.

[4]李扬,去杠杆的路径与方法[N].经济日报,2016-07-21.

[5]钟正生.中国债务水平分析[J].资本市场,2014(01).

[6]巴曙松,牛播坤,何佩.中国加杠杆周期走到尽头了吗?[R/OL]华泰证券研究报告,2014.<http://www.icaifu.com/report/detail/201405160443.shtml>.

[7]毛振华,袁海霞.通过大腾挪实现“杠杆转移”[J].投资北京,2016(08).

[8]张珂.海曼·明斯基著作——“Stabilizing an Unstable Economy”译稿节选[J].外国经济学说与中国研究报告,2011.

[9]毛振华,张英杰,袁海霞.近年来中国宏观调控和经济政策的特征分析[J].中国人民大学学报,2016(05).

[10]张英杰,于泽,余璐等.债券市场风险演化与未来趋势.中国人民大学宏观经济论坛2016年二季度分报告[R].2016.

[11]毛振华,袁海霞.近十年宏观经济特征与政策分析[J].当代经济管理,2016(09).

[12]毛振华,张英杰,袁海霞等.转型与发展:中国经济与政策十年[R].人大宏观论坛2016年四周年分报告,2016.

[13]袁海霞.从“库存变化”看“后危机”时期宏观经济走势[J].当代经济管理,2012(10).

[14]袁海霞.国家及北京市经

济运行的周期性波动特征分析[J].当代经济管理,2012(10).

[15]刘英.中国债务的国际比较[J].中国金融,2016(14).

[16]祁斌,查向阳.直接融资和间接融资的国际比较[J].新金融评论,2013(06).

[17]徐绍峰.中国经济不会迎来“明斯基时刻”[N].金融时报,2014-03-25.

[18]袁海霞.中国宏观经济调控理论方法论研究[J].中央财经大学学报,2007(06).

[19]袁海霞.人民币汇率不会呈现趋势性贬值趋势[J].投资北京,2016(08).

[20]袁海霞.短期贬值压力持续存在,人民币双向波动进一步加大[R].

注释:

①报告贡献人:闫衍、杨小静、闫文涛、郭静静等。

②1月4日,在岸人民币兑美元短短47分钟内跌140余点,日内跌幅扩大至300点,收于6.5172;离岸人民币跌至6.6213,日内下跌517点,在岸、离岸价差约为1100点。

③中国外汇交易中心宣布自2016年8月15日起,对在境外与客户开展客远期售汇业务的境外金融机构收取外汇风险准备金,准备金率为20%,准备金利率为零,防范资本的大额流出和跨境套利行为。

(第一作者为中国诚信信用管理有限公司董事长;第二作者为中国人民大学副校长、中国人民大学国家发展与战略研究院执行院长;第三、第四作者单位:中国诚信信用管理有限公司)