

## ■ 大视野

# 对经济增速回归常态要淡定

□国家行政学院决策咨询部  
陈炳才

今年二季度，我国经济同比增速为7.6%，比一季度增速下行0.5个百分点。长期以来，我国经济都保持8%以上的增长，转变发展方式和调整经济结构进展缓慢。尤其是2009—2010年间，由于投资过度扩张，导致产业结构逆向调节。因此，唯有经济增速下降，才有可能真正实现有效调整。

## 经济增速下行是必然

当前经济增速下行是必然。目前，欧洲、美国等经济增长放缓，并进行产业结构的缓慢调整，尤其最近几年对我国出口需求的比重持续下降。尽管我国出口仍然具有极强的竞争力，但由于出口规模基数大，继续保持15%以上的增长可能性不大。过去10年里，我国过剩的产能通过加入世贸组织获得的市场机遇创造了巨大的出口市场，未来全球结构转型和低碳壁垒不会再次给予我国传统贸易品市场的高速增长机会。国内产能过剩和低碳转型将

导致高碳、高能耗企业经历剧烈结构调整。

此外，投资占比过高将趋向下降。2008年，我国投资占GDP的比重为55.03%，2010年达到69.32%，2011年降低到65.96%，但今年上半年又提高到66.36%。四年期间，投资规模翻了一番，投资占国民经济比重提高了10个百分点。事实上，高投资将带来诸多后遗症，并不可持续。如果投资持续扩张，未来产能过剩将更加严重，经济调整幅度更大。当经济规律发生作用时，宏观政策将更加左右为难。

实际上，上半年经济增速下行已经促使产业结构出现调整。今年上半年新兴产业、高新技术产业增加值增速为12.3%，比规模以上工业平均增速高出1.8个百分点。但这仍远远不够，只有当经济增速下降到7%左右，才会更有利于产业转型和结构调整。

当前，我国出口形势并不悲观，依然具有竞争力。今年1月和4月出口数据出现下降，导致市场担心出口形势恶化。而5月和6月的数据表明，今年实现10%出口增长

目标应该没有问题。进口增速下降尤其是大宗商品进口增速下降有利于国内物价稳定，也有利于国际价格稳定。

此外，消费对稳定经济的作用正在加大。2008年以来，消费在国民经济中的地位基本稳定，2008年全国社会商品零售总额占GDP的比重为36.56%，2009—2011年基本稳定在39%左右，但今年上半年社会商品零售总额占经济比重达到43%。相比投资，消费占GDP的比重不过增加较快。但这是否意味着消费推动经济增长的动力增加，仍有待观察。其实，只要物价下行、投资品和投机品价格下行或稳定，消费就会增加。因此，今年以来消费提升的动力与消费物价下行关系密切。因此，“稳增长”政策应该继续保持对“促消费”的支持力度，实现以消费增长推动经济上行。

## 宏观调控要把握好方向

首先，宏观调控不应过分看重经济增速指标。中国经济增速始终保持在7%以上，这在全球当前经济形势下已经很引人注目，

不必过分关注“保8”。随着基数增大，经济潜力越来越弱，增长水平将趋向下降，这是经济规律。中国经济增速只要能适应劳动力增长和人口自然增长，就应是合理的。过分追求高增速，反被其所累，因而带来其他烦恼。

其次，可以考虑适度降低关税。进口增速下降，意味着国内结构调整的力度和进度都不够，因此应主动加大结构调整的政策支持力度，适度降低关税，在税收政策上对新能源、低碳产业给予支持。同时，辅之以适当的汇率升值以刺激进口，尤其是鼓励技术设备进口，以支持产业结构调整。

第三，坚持稳健货币政策不动摇。今年5月份以来，由于存款准备金率下调，信贷增长幅度扩大，信贷增长超过经济增速和物价上行之和，得益于国际大宗商品价格下降，没有导致通胀上行。但是，信贷和投资的过度扩张，尤其是货币供应量的持续宽松，将导致财富更加集中，并有可能引发投机。因此，未来依然存在通胀压力，货币政策调控尚需保持谨慎。

今年上半年，外围经济持续疲弱、国内经济步入下滑通道，“三驾马车”中投资和出口增长中枢均下移，只有消费保持平稳略升的态势。数据显示，二季度消费、投资和净出口分别拉动GDP增长4.5、3.9和-0.6个百分点。自2009年公布分项数据以来，消费首次连续两个季度对GDP的贡献超过投资和净出口，消费充当经济稳定器的功能开始显现。我们认为，多因素叠加引致消费对经济的拉动力有所提升。

今年上半年我国社会消费品零售总额98222亿元，同比名义增长14.4%，增速比一季度回落0.4个百分点，比上年同期回落2.4个百分点。消费增速下滑主要源于价格水平回落过快。上半年扣除价格因素，消费实际增长11.2%，高于一季度增速10.9%。6月消费品名义增长13.7%，较上月下滑0.1个百分点，但实际增速达到12.13%，处去年以来较高水平。

2000年以来的历史数据显示，消费实际增速与CPI增速几乎完全负相关。上半年CPI增长3.3%，比一季度回落0.5个百分点。6月份CPI上涨2.2%，比5月明显回落0.8个百分点，预计三季度CPI将继续回落至2%以下，通胀持续下行将进一步刺激消费增长。预计2012年社会消费品零售总额实际增速达13%左右，社会消费品零售总额名义增速为15.5%左右。

收入是消费函数中最重要的变量。2012年上半年，城镇居民人均收入水平实际增长速度为9.7%，增速明显高于2010年和2011年，城镇消费品零售额在社会消费品零售总额中占比高达86.6%，城镇居民购买力增强有利于消费增长。同时，政府正在建立提高居民收入的长效机制。自去年提高个税免征额和扶贫标准后，国务院近期发布的《国家人权行动计划》提出建立工资正常增长机制，最低工资标准年均增长13%以上。最低工资标准提高不

## 消费稳定器功能显现

□东吴证券研究所副所长 黄琳

仅增强购买力，而且缩小贫富差距，提高边际消费倾向。我国消费增速上升滞后于收入提升大约一年时间，收入增速在2011年一季度见底，因此今年的消费稳定增长得益于收入支撑。

从结构来看，地产行业景气度对消费领域影响明显。房地产相关的家具、家电和建筑装潢类消费增速在房地产调控有所放松的预期下触底回升。下半年在降息的刺激下，房地产回暖可能性较大，将支撑上下游消费平稳增长。再加上节能家电补贴政策的实施，家电消费增速也将提高，而60亿元的节能汽车补贴政策对汽车消费增速将产生托底作用。

今年上半年我国社会消费品零售总额98222亿元，同比名义增长14.4%，增速比一季度回落0.4个百分点，比上年同期回落2.4个百分点。消费增速下滑主要源于价格水平回落过快。上半年扣除价格因素，消费实际增长11.2%，高于一季度增速10.9%。6月消费品名义增长13.7%，较上月下滑0.1个百分点，但实际增速达到12.13%，处去年以来较高水平。

2000年以来的历史数据显示，消费实际增速与CPI增速几乎完全负相关。上半年CPI增长3.3%，比一季度回落0.5个百分点。6月份CPI上涨2.2%，比5月明显回落0.8个百分点，预计三季度CPI将继续回落至2%以下，通胀持续下行将进一步刺激消费增长。预计2012年社会消费品零售总额实际增速达13%左右，社会消费品零售总额名义增速为15.5%左右。

收入是消费函数中最重要的变量。2012年上半年，城镇居民人均收入水平实际增长速度为9.7%，增速明显高于2010年和2011年，城镇消费品零售额在社会消费品零售总额中占比高达86.6%，城镇居民购买力增强有利于消费增长。同时，政府正在建立提高居民收入的长效机制。自去年提高个税免征额和扶贫标准后，国务院近期发布的《国家人权行动计划》提出建立工资正常增长机制，最低工资标准年均增长13%以上。最低工资标准提高不

仅增强购买力，而且缩小贫富差距，提高边际消费倾向。我国消费增速上升滞后于收入提升大约一年时间，收入增速在2011年一季度见底，因此今年的消费稳定增长得益于收入支撑。

从结构来看，地产行业景气度对消费领域影响明显。房地产相关的家具、家电和建筑装潢类消费增速在房地产调控有所放松的预期下触底回升。下半年在降息的刺激下，房地产回暖可能性较大，将支撑上下游消费平稳增长。再加上节能家电补贴政策的实施，家电消费增速也将提高，而60亿元的节能汽车补贴政策对汽车消费增速将产生托底作用。

今年上半年我国社会消费品零售总额98222亿元，同比名义增长14.4%，增速比一季度回落0.4个百分点，比上年同期回落2.4个百分点。消费增速下滑主要源于价格水平回落过快。上半年扣除价格因素，消费实际增长11.2%，高于一季度增速10.9%。6月消费品名义增长13.7%，较上月下滑0.1个百分点，但实际增速达到12.13%，处去年以来较高水平。

2000年以来的历史数据显示，消费实际增速与CPI增速几乎完全负相关。上半年CPI增长3.3%，比一季度回落0.5个百分点。6月份CPI上涨2.2%，比5月明显回落0.8个百分点，预计三季度CPI将继续回落至2%以下，通胀持续下行将进一步刺激消费增长。预计2012年社会消费品零售总额实际增速达13%左右，社会消费品零售总额名义增速为15.5%左右。

收入是消费函数中最重要的变量。2012年上半年，城镇居民人均收入水平实际增长速度为9.7%，增速明显高于2010年和2011年，城镇消费品零售额在社会消费品零售总额中占比高达86.6%，城镇居民购买力增强有利于消费增长。同时，政府正在建立提高居民收入的长效机制。自去年提高个税免征额和扶贫标准后，国务院近期发布的《国家人权行动计划》提出建立工资正常增长机制，最低工资标准年均增长13%以上。最低工资标准提高不

仅增强购买力，而且缩小贫富差距，提高边际消费倾向。我国消费增速上升滞后于收入提升大约一年时间，收入增速在2011年一季度见底，因此今年的消费稳定增长得益于收入支撑。

# 经济增速下行还在“半山腰”

□刘海影

最新数据显示，未来中国经济前景尚未改善，反而愈加黯淡。短期内，经济增速难以按市场预期在三季度见底，反而会继续下行，未来走势令人担忧。按照我们的模型预计，今年三、四季度经济增速都将低于7.8%。二季度不是经济底部，而只是“半山腰”。

更严重的是，我们现在面临的不是一般意义上的经济周期下行段，而是整体经济增速轴心的下移。

按照美国经济学家罗德里克2011的研究，世界经济史上曾经有27个国家或地区取得了连续30年人均收入增长超过4.5%的“经济奇迹”，中国是取得这一业绩的最大国家。这些取得奇迹般经济赶超的国家，何时面临经济减速？这是一个经济学家们尚未取得共识的领域。不幸的是，看起来中国有可能正面临这一转折。

多年前，杨小凯与林毅夫曾有一场争论，即著名的“后发优势”与“后发劣势”之争。现在来看，林毅夫对中国后发优势的强调是正确的。中国自1978年改革开放，尤其是2002年加入世贸组织后，经济业绩全球独占鳌头，其最大的动力，正在于中国与全球领先经济体之间巨大的生产率差距被善加利用。按照我们汇集的数据，上世纪80年代之前的30年，中国人均收入增速不足2%，上世纪80年

代与90年代陡然提升至6.7%；新千年之后，再次提速到10.2%。经过30年快速增长之后，中国与西欧人均收入之比从1978年接近1:24快速拉近到1:4。如果从长时段历史的角度看，1980年中国人均收入相当于西欧公元1200年的水平，落后了780年；而到2010年时，中国的人均收入已经达到西欧二战前水平，将落后时间缩短到80年。也就是说，30年时间，中国走过了西欧700年历程。

这样的奇迹是如何取得的？萨默斯(2003)曾经总结道：“一国的增长率大体取决于三个方面：通过贸易和投资融入全球经济的能力；维持可持续的政府财政和稳定的货币的能力；保证契约的实施和产权清晰的制度环境的能力。目前能同时做到这三点，却没能实现大幅增长的国家还不存在”。

回顾中国30年高速增长，这三个方面中国的确都得了高分。然而，杨小凯所谓的“后发劣势”也并非全然错误。到今年，中国强劲的增长引擎开始出现运转故障，长期增速轴心可能开始下移。这是如何发生的？

首先一个环节是中国的出口引擎开始降档。加入世贸组织、币值低估与劳动力成本优势令中国出口在过去20年间上升了7倍，雄踞全球第一。在此期间，人民币币值低估一度达到相当程度：1984年至1994年期间平均达到100%，

随后直到2005年低估幅度也达到50%左右。但从2005年开始，随着汇率形成机制改革以及中国国内通胀水平提升，人民币低估幅度迅速减小，到现在人民币有效汇率已经接近或达到均衡水平。与此同时，全球经济格局发生了巨大变化。之前，在低利率环境、全球化、福利政策等因素的支持下，以美国为代表的发达国家出现消费泡沫，为中国出口提供了巨大的市场。这一条件，如同人民币币值低估一般已经消失。中国出口结构中，一般贸易早已超过了加工贸易，机电产品的比例也大幅超越纺织品等劳动密集型产品，以前推动出口快速增长的结构性因素已经弱化。按照我们的量化模型预测，未来中国出口增速可能降低到6%-8%。

出口的意义不仅仅是市场，更重要的是对产业升级浪潮的驱动。后者对重工业化、城市化提供了终极动力。新技术以及更高的产业环节带来更高的生产率与获利可能，迫使中国经济不断以极高的投资率来固化技术进步。到2011年，资本形成占GDP比例超出了居民消费与政府消费之和，达到惊人的46.9%。与资本形成相平行的是中国经济债务杠杆率的不断提升。地方政府、国有企业长期以来获得优惠金融服务的支持，大量投资于不具备合格内部报酬率的投资项目，导致产能严

重过剩。

中国经济增速下台阶的根源，恰恰在此。随着平均出口增速从20%降低为未来的6%-8%，随着地方政府与国有企业无力进一步放大其债务杠杆，随着各行业过剩产能的逐步暴露，中国的投资与信贷增速出现了拐点。事实上，我们的模型发现如相互关联的现象：中国重工业化告一段落，重工业与轻工业增速之差有可能从之前2%以上降低到负数(即轻工业增速高于重工业)；信贷余额增速下台阶，从历史均速19.7%降低一半至10.7%；固定资产增速从2002年之后的27.5%降低到17.5%。

因此，我们现在看到的经济减速并不是一个简单的周期现象，而是正在发生的模式转换。中国经济无法再寄望出口爆升或者提升债务杠杆，经济下行的压力很大。按照我们的模型预测，今年下半年，各项经济指标可能继续恶化。工业增加值增速将继续下探，可能跌至3%-9%区域。随着重工业化与固定资产投资增速降低，财政收入将结束之前十年高速增长，增速降低到个位数；相反，为刺激经济，财政开支增速将会提升至20%附近，导致今年的财政赤字可能冲破1.2万亿-1.5万亿元(包括地方政府发债)，比历史上最高的2009年规模更高，更糟糕的是，随后数年财政赤字都将维持相当大的规模。

中央银行将多次降低存准率以及存贷款利率，并且降息将非对称形式实施。

唯一的好消息是通货膨胀保持稳定，CPI有望维持在1%-2%之间，PPI也不会再深幅下挫，可能在负值区域停留一段时间。

与2008年相比，这一轮经济下行的特点是外围经济形势稍好，而中国经济内部的增长动力出现了相当大程度的耗散。2008年年底出口同比增长一度达到-20%，而今年中国出口好歹维持了正增长。然而，2009年时，不管是政府经济体还是民间经济体，都具备充足的扩张动力与不受干预的债务杠杆率，所以一旦政府启动“4万亿”措施，天量信贷与巨额投资随之发生。现在，政府经济体受到债务杠杆率的限制，民间经济体受到经营环境的体制性限制，内生动力微弱。

我们在去年年底已经指出今年形势严峻，而现实是，形势甚至比设想的还要严峻。对中国政府而言，必须认识到中国经济基本面已经出现了重大变化，经济增速已经下台阶。当前经济最大的威胁不是滞胀，也不是通缩，而是增长乏力。中国必须学会与低增速和平相处，花费更多的精力化解低增速可能带来的金融与社会风险。

(作者为经济研究人士，曾任国际对冲基金经理)

# 新一轮“稳投资”应以调结构为重点

□国家信息中心 徐策

2012年上半年，我国固定资产投资增速累计增长20.4%，延续近年来年中以来的周期性放缓趋势，但受5月份以来“稳增长”政策支持，放缓态势有所减缓。综合各种因素，下半年投资将在20%左右，保持总体平稳的态势，这主要取决于“稳增长”政策的力度以及一系列改革推动的强度。当前，新一轮固定资产设备更新周期启动尚未出现，投资增速总体仍处于周期性放缓通道，短期刺激政策虽有必要但可持续性较差并可能带来新的问题，下一步政策关注的重点应为投资结构调整和效益提高。

## 投资放缓是周期规律

下半年以及未来一个时期，我国投资仍将处于放缓通道，这既是经济周期规律决定的，也是加快发展方式转变的需要。

经济周期规律决定当前我国投资仍处于放缓通道。一方面，技术进步周期正处于底部。新技术没有重大突破，经济和产业发展能够分享的“技术红利”逐步弱化，而且我国与发达国家的技术

差距不断缩小，后发优势也逐渐趋弱，如果盲目大规模扩大投资只能导致产能过剩问题进一步严重。另一方面，固定资产设备更新周期也正处于底部。目前，传统产业的产能严重过剩，新兴战略产业没有取得重大突破，大规模产业化应用的新兴产业设备投资机会还没有出现，企业新一轮固定资产更新投资高潮短期内也不会出现。因此，投资放缓是一个中长期趋势。

加快发展方式转变也要求投资增速需要有所放缓。从加快发展方式转变要求看，长期以来，我国投资率保持了高位运行，2006—2010年平均达到44.5%，2011年更是达到49.2%的历史高位。长期高投资形成了巨大的产能，与社会的生产能力日渐脱离，进而导致总供求之间严重不平衡。在世界经济缓慢复苏、外需保持低速发展的条件下，要求投资有所放缓，投资与消费比例向合理的水平回归。另外，我国投资长期保持高增长是以资源能源的高投入为支撑，形成了大量附加值低、污染重、资源消耗大的生产能力与产业体系。因此，原有发展模式所支撑的高投资率对我国经济健康、可持续

发展以及节能减排目标的实现极为不利，需要降低。

## “稳增长”支持投资平稳增长

首先，“稳增长”政策基调得到地方政府广泛认同。2012年5月23日国务院常务会议强调“把稳增长放在更加重要的位置”，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目。据不完全统计，5月以来，先后有广东、甘肃、福建、山西、黑龙江、陕西、河北、四川、浙江、江苏、云南、贵州和湖南等13个省出台相关措施，部署稳定经济增长。从各地方出台的“稳增长”方案来看，大多把“扩大投资”作为主要途径，这为投资保持平稳增长奠定了较好的“地方”基础，地方政府投资项目或加快恢复。

其次，下半年投资增长的货币环境将进一步改善。下半年，CPI增速总体仍将延续放缓态势，从翘尾因素看，后面6个月均在1%以下且越来越小，而猪肉价格持续回落、夏粮丰收等因素决定了占比最大的食品价格涨幅有限，国际大宗商品价格短期也难以回升，输入性通胀

因素也较小，即便考虑进推动要素价格改革的因素，全年CPI也很有可能保持在3%以下。因此，货币供给量、新增信贷以及继续降息的空间仍然存在，这就为投资平稳增长提供了较好的货币环境。

第三，鼓励民间投资和减税政策的切实执行将有利于投资恢复增长。鼓励民间投资增长的相关细则陆续出台，如果政策得以切实执行，将大大消除制约民间投资的体制障碍，并对民间投资增长发挥积极作用。此外，在税收高速增长的条件下，政府减税的空间不断增大，为企业尤其是中小企业减税的政策如果得以贯彻落实，也将从长期角度有助于投资的增长。

## “稳投资”应以调结构为重点

从统计面看，按照我国分行

业投资的统计，20个主要行业中，制造业投资、房地产投资、基础设施投资这三类占全部投资的84%，因此，这三个方面的投资基本稳定将对稳增长发挥积极作用。目前制造业产能进一步放大，巨大的产能面对需求持续萎缩的大环境，制造业将长期处于“供

能化”的艰苦过程之中。制造业投资短期内应是“微减法”，而非“微加法”。而房地产投资目前仍处于放缓态势，受资金环境改善以及刚性和改善性需求预期调整，成交量有所恢复，未来房地产投资也将有所上升。目前，基建投资增速大幅回升，这主要与交通投资恢复有关，考虑到我国城镇化主导的投资格局逐步形成以及中西部地区基础设施建设的空间仍然较大等因素，基础设施投资将成为支撑投资的主要力量。综合来看，下半年以及全年固定资产投资将保持平稳增长，增速在20%的可能性较大。

当然，本轮“稳投资”是在经济潜在增长率放缓、经济周期性下滑以及外部经济环境复杂多变等因素叠加在一起的背景下实施的。中央提出扩大投资稳定经济增长政策的根本初衷在于，在确保经济平稳增长的前提下，着力推动经济转型，并逐步培育新一轮经济增长点。因此，“稳投资”被赋予了更加丰富的内涵，它必将不是简单的增加投资规模，而必须要以投资结构调整和效率提高为条件，才能切实地实现其初衷。

□东吴证券研究所副所长 黄琳

仅增强购买力，而且缩小贫富差距，提高边际消费倾向。我国消费增速上升滞后于收入提升大约一年时间，收入增速在2011年一季度见底，因此今年的消费稳定增长得益于收入支撑。

从结构来看，地产行业景气度对消费领域影响明显。房地产相关的家具、家电和建筑装潢类消费增速在房地产调控有所放松的预期下触底回升。下半年在降息的刺激下，房地产回暖可能性较大，将支撑上下游消费平稳增长。再加上节能