

供给侧结构性改革下的中国宏观经济

—2016年中期中国宏观经济分析与预测

□中国人民大学宏观经济论坛团队 刘元春 闫衍 刘晓光执笔

中国宏观经济并不存在“硬着陆”可能，其雄厚的经济存量、广阔的纵深空间以及强大的中央政府决定了中国经济能够承受世界经济“长期停滞”和“新平庸”的冲击。本轮“不对称W型调整”的第二个底部将于2016年底至2017年初出现，并呈现出强劲的底部波动特征。

2016年-2017年是中国实施供给侧结构性改革的关键期，“大改革+更为积极的财政政策+适度宽松的货币政策+强监管”必须要有可操作的抓手和可实施的方案，各类改革方案和政策措施应该做出新的调整。

2016年上半年，在积极财政政策、货币政策以及房地产新政作用下，中国经济在持续探底中呈现出企稳迹象——CPI重返“2时代”、PPI负增长大幅收窄、企业利润增速“转正”以及房地产类数据反弹，都表明中国经济并不存在“硬着陆”可能，其雄厚的经济存量、广阔的纵深空间以及强大的中央政府决定了中国经济能够承受世界经济“长期停滞”和“新平庸”的冲击。

但是，部分宏观经济数据短期趋稳的同时，以下几方面变化却值得高度重视：1)“去产能”还在布局阶段，过剩行业产品价格却开始出现大幅度波动；2)三四线城市房地产“去库存”还没有开始，一二线城市房价却出现全面上扬；3)对“僵尸企业”和高债务企业的整治还没有实质性展开，大量高负债国有企业却已经大规模进军土地市场，海外并购市场和金融投资市场；4)“去杠杆”各类举措刚刚开始布局，但宏观债务率却持续上扬，部分指标已经大大超过警戒线；5)“降成本”如火如荼地展开，但各类型宏观税负指标却持续加重，企业总体盈利能力持续下滑；6)房地产投资增速超预期反弹，各类新开工项目大幅上扬，但民间投资增速却直线回落；7)M2增速保持稳定，但M1增速却出现持续上扬，M1-M2缺口持续扩大；8)居民收入增速持续超过GDP增速，但劳动力生产率以及企业盈利

能力却出现持续下滑；9)对外投资增速急剧上扬，但出口增速却持续低迷；10)各类技术指标进步神速，新经济增长动力开始显现，但总体劳动生产效率依然处于持续下滑的区间；11)工业等传统行业有所企稳，但服务业和新兴行业却开始呈现疲态；12)政策类投资增速回升，但消费却出现持续回落。

这十二大现象充分说明中国经济运行依然面临四方面问题：一是供给侧改革的着力点还没有完全找到；二是稳增长政策并没有缓解宏观经济深层次问题，反而使各类扭曲大幅度上扬，资源配置效率持续恶化，经济主体的信心没有得到改善；三是经济回落的负反馈机制开始发生变化，经济内生性下滑压力有所加剧，“生产效率预期下滑+投资的预期收益下滑+收入增速预期下滑”所带来的市场型投资疲软和消费疲软开始向深度蔓延。短期产出与中期潜在产出的负向强化机制、超国民收入分配所带来的“消费-投资”困局、实体经济与虚拟经济相对收益下滑所带来的进一步“脱实向虚”等新难题已成为中国经济摆脱持续探底困境的核心障碍；四是当前宏观经济的短期企稳构建在大规模政策宽松和短期企稳构建在大规模政策宽松和泡沫化房地产复苏之上，实体经济与虚拟经济之间的分化决定了中国经济还没有形成持续稳定或复苏的基础。

因此，从经济运行角度来看，2016年虽然延续了新常态艰难期不断探底特征，但价格水平摆脱生产领域的“萧条”和消费领域的“低迷”，将有利于内生经济增长动力的启动。

从供给角度来看，除第一产业保持相对稳定之外，第二产业和第三产业基本上保持了持续回落态势，特别

是第二产业在供给侧结构性改革作用下，产能和化解“僵尸”企业直接导致短期工业产出明显下滑，预计2016年上半年工业增加值增速为5.9%，全年为5.5%，较2015年下滑0.5个百分点，较2016年上半年下滑0.4个百分点。值得注意的是，经济转型寄予厚望的第三产业改变了2015年增速回升态势，预计2016年上半年增速仅为7.7%，较去年同期下滑0.6个百分点，2016全年增速为7.9%，较去年全年增速回落0.4个百分点。

从总需求角度来看，三大需求总体疲软，但回落幅度在短期需求扩张政策的作用下小于总供给，这导致2016年总产出实际增速回落的过程中，价格水平出现改善，GDP平减指数得到较大幅度回升。

第一，基础建设投资和房地产投资持续改善难以填补民间投资增速下滑和制造业投资增速下滑所带来的缺口，城镇固定资产投资增速在一季度快速抬头之后持续回缓，预计上半年城镇固定资产投资增速为9.9%，比去年同期下降1.6个百分点，比去年全年增速下降0.1个百分点。预计全年城镇

投资消费双疲弱

内生增长动力望启动

固定资产投资增速为9.8%，比去年下降0.2个百分点。如果考虑下半年固定资产投资价格指数的回升，实际投资增速回落更为明显。

第二，在高端消费外流、收入增速疲软以及预期恶化等因素作用下，2016年消费总体疲软现象比较明显。预计2016年上半年全社会零售名义增速为10.1%，实际增速为8.0%，比去年同期分别下降0.3个百分点和1个百分点。预计2016年全年名义增速为10.1%，实际增速为7.8%，比去年全年增速分别下降0.6个百分点和1.5个百分点。

第三，在世界经济持续疲软和人民币贬值等因素作用下，进出口在2016年呈现“前低后稳”的走势，预计2016年上半年以美元计价的出口增速为-7.0%，全年增速为-2.3%左右，而以美元计价的2016年上半年进口增速为-4.6%，全年为-1.2%。上半年贸易顺差为2196亿美元，全年顺差预计达到5616亿美元，占GDP的比重为5%左右，略低于去年的水平。

第四，2016年低迷经济中最为显眼的指标就是价格数据明显回升。从表象来看，各类价格指标回升是蔬菜、猪肉以及大宗商品的轮番驱动的产物，但深层次看，货币宽松、供给增速更快回落以及持续的成本推动才是本轮价格回升的关键。预计2016年全年CPI增速为2.3%，比2015年上涨0.9个百分点。

与此同时，工业领域通货紧缩现象将在“去产能”全球大宗商品价格反弹、房地产反弹和价格基数等因素的作用下得到全面缓解，预计2016年全年PPI跌幅为1.2%，比2015年缩小4.8个百分点，年末单月同比由负转正；2016年GDP平减指数由负转正，全年同比增速0.85%，较2015年回升1.3个百分点。

第五，2016年货币政策继续持续总体宽松的基调，但受到价格上涨、房地产市场泡沫以及杠杆率持续攀升等因素的掣肘，货币政策将由上半年较为宽松的定位转向适度稳健；同时，受到资金内生性收缩压力，广义货币供应量M2与狭义货币供应量M1、全社会融资增速之间的差额扩大，流动性向实体经济渗透力进一步下滑。预计M2增速保持在13%，社会融资总额增速为13.4%。

多层面关注供给侧

把握改革政策协调性

为大改革提供了前所未有的突破口。

2、按照上述预测，今年年底中国经济“不对称W型调整”的第二个底部将显现，明年年底会出现复苏迹象，这决定了今年到明年是全面实施供给侧结构性改革的最佳时机。

3、反腐倡廉为大改革创造了良好的政治基础，但这并非供给侧结构性改革成功实施的充要条件，通过行政权力的重构来强化改革执行力和统筹性是成功推行大改革的另一必要条件。

4、供给侧结构性改革也需要有实施的先后顺序。整顿“僵尸”企业和淘汰过剩产能必须与制度性改革相结合；短期而言，减免税收成本要比制度性交易成本的降低更为重要，但中期仍要落实到体制改革上来；短期“补短板”推行力度可以进一步强化，但中期来看，“三去”等存量调整依然是关键和落脚点；在近期下行压力持续抬头、风险持续上扬的经济环境下，优先出台“扩需求”与“促改革”相契合的举措；重新规划实质性改革并落实在实处是提振目前低迷信心的关键，特别是国有企业改革新规划和政府行政改革规划的出台是树立民间投资信心的关键，各类社会安全体系建设规划出台是提升消费信心的关键。

5、要在增量改革的基础上，通过供给侧结构性改革全面强化存量调整的力度，盘活存量、清除宏观经济运行的各种“毒瘤”是中国经济转型和复苏的关键。利用供给侧结构性改革和需求管理政策阻断内生性下滑的各种强化机制，防止微观主体行为出现整体性变异，在强化监管基础上，关注可能出现的各种“衰退式泡沫”。

6、高度重视生产领域的通货紧缩与高债务叠加产生的内生性紧缩效应。

7、通过清除“僵尸”企业、重组高债务企业、加速产能过剩行业产能退出，厘清经济运行的微观机制，恢复市场自我出清的功能，并创造适度的盈利空间。

8、通过“萧条性泡沫”以及局部金融震动向系统性金融风险演化依然十分重。

9、资金回归实体不能简单依靠过度的、行政化的定向宽松。引导资金回归实体的核心是利用多种政策组合，从根本上改变日益下滑的实体投资收益率与虚拟投资收益率的比值。

4、快速启动过渡期的财政支出新措施，改变目前财政支出难问题，要在“堵歪门”的同时，快速启动“开正门”。

5、财政支出应当从投资导向向民生导向转变，从补贴导向向福利导向转变。

6、货币政策应当根据新时期的要求重构。1)在内需持续回落、外需持续疲软、泡沫与风险上扬之时，货币政策既要避免过度宽松的定位，也要避免从紧取向。2)为改革创造宽松环境、为经济摆脱内生性下滑困境，这两大目标应是当前货币政策选择的落脚点，优于其他目标。3)货币的对内贬值与对外贬值要有组合。4)治理“萧条性泡沫”以及局部金融震动向系统性金融风险演化依然十分重。

5)资金回归实体不能简单依靠过度的、行政化的定向宽松。引导资金回归实体的核心是利用多种政策组合，从根本上改变日

益下滑的实体投资收益率与虚拟投资收益率的比值。

7、持续关注房地产市场复苏态势，及时调整当前的房地产调控政策。要改变简单宽松的政策导向，针对不同区域和不同类型房地产企业进行分类治理。对于一二线城市实行供给导向政策，在增加土地供应和信贷支持等方面着力，加快房地产销售向投资的转化，避免全国房地产投资下调过于剧烈而陷入紧缩链条。对于三四线城市实行需求导向政策，鼓励房地产销售，增强复苏的韧度。

8、要持续关注去产能过程中的就业市场压力，防范和化解劳动力市场风险。尽管去产能给劳动力市场带来的冲击与影响总体可控，但叠加经济下行调整本身的就业压力，失业风险依然不容忽视。建议：

1)进一步开放服务业，鼓励市场进入和竞争，促进服务业可持续发展。

2)重视传统制造业发展的连续性以及与服务业扩张的协调关系，把握好转型升级和退出的节奏。3)针对农业劳动力转移急剧放缓的局面，应出台专项计划加大对劳动力市场流动的支持力度，多项并举促进农

业劳动力转移。(本报告除特殊标注以外，其他数据都来源于国家统计局和中国人民大学宏观经济论坛。)

五方面压力凸显

企稳态势料难持续

资金大举进入房地产市场、土地市场、海外并购市场以及其它非主营投机性业务，导致资金进一步“脱实向虚”。四是工资与福利性收入持续超国民收入分配的后果开始显化，一方面国民消费率在中高端消费供给短缺的制约下并没有得到明显改善，另一方面在政府投资功能没有得到转变的前提下而实施的社会建设和福利体系建设，严重侵蚀了企业的投资收益，在外部需求持续下滑、内部盈亏大幅度下降、新型政商关系还没有完全建立等因素的作用下，中长期经济发展的发动机——资本形成和研发创新需求持续下滑。这不仅导致短期需求不足，更为重要的是，导致中长期潜在增速伴随短期增速持续下滑而下滑。

第三，汇率贬值、债券违约、房地产价格泡沫、期货价格大幅度波动等因素在2016年下半年所带来的局部风险将进一步上扬，这将大幅提升经济主体的风险厌恶情绪，从而导致风险溢价大幅度上升，资金供求在总量和结构上双重趋紧，进一步导致投资下滑。特别是由于房地产泡沫扩散力度和上扬态势远远超过预期，对于房地产泡沫的治理很可能导致目前快速上涨的房地产投资增速趋缓，房地产健康复苏存在夭折可能。

第四，中国目前不断加大的扭曲、不断弱化的内生增长动力以及全球性结构性改革竞争，决定了2016年下半年必须全面启动结构性改革，这是最佳时点和必须时点，但以“三去一降一补”为核心的供给侧结构性改革必定会给宏观经济带来短期阵痛和下行压力。

第五，积极的财政政策和稳健的货币政策虽然对于下行压力有较好的对冲作用，但是，不断蔓延的房地产泡沫与持续上扬的金融风险将严重重叠，货币政策的宽松取向，结构性改革带来的短期高额成本将严重压缩财政政策更为积极的空间。虽然中国经济周期已经开始从底部反弹，但新型的激励相容的正向激励体系还没有完全建立起来，各类政策传导的行政机制和经济机制还没有完全常态化，政策对冲下行压力的效果将大打折扣。

第二，内部再平衡带来的冲击将持续显化。一是出口持续下滑决定了过去利用政策性内需弥补外需的方法出现失灵，简单的“扩投资”不仅不能改变中国“贸易品过剩、非贸易品不足”的结构性问题，反而强化了贸易品过剩局面；二是出口持续下滑意味着中国储蓄过剩将持续出现，但由于资金市场的刚性，无风险基准利率难以快速下降，市场性投资不仅没有在充足的储蓄供应下有所上扬，反而由于投资预期收益的下滑、投资空间的压缩以及资金匹配的结构性问题等因素出现下滑，计划投资与储蓄之间的缺口不断扩大，宏观平衡的压力持续上扬；三是财政政策和信贷政策带来的是偏向性救助和资源流动，导致大量效率低下的国有企业获得大量资金，这些资金的投入不仅强烈地挤压了民间投资的空间，更为重要的是导致国有企业可以利用廉价的

2016年-2017年是中国实施供给侧结构性改革的关键期，“大改革+更为积极的财政政策+适度宽松的货币政策+强监管”必须要有可操作的抓手和可实施的方案，各类改革方案和政策措施应做出新的调整。

1、要把握目前中国经济持续回落的逻辑，高度重视当前总体经济增长动力持续下滑的现实，要密切关注目前劳动生产率下滑、企业投资预期收益下滑、实体经济与虚拟经济收益的缺口不断扩大、消费与投资等内需持续同步回落等现象，把改革与调控的落脚点切实放到投资收益预期逆转、劳动力生产率回升之上，积极构建长期扩大需求与中期提升潜在增速相契合的“政策包”。

1、要利用目前比较富裕的财政空间来化解持续“超国民收入分配现象”带来的“消费-投资困局”。

2、要充分认识金融资源过剩所带来的“金融资源诅咒”，要采取系列政策缩小实体经济收益与虚拟经济收益的缺口，从而导致风险厌恶情绪，从而导致风险溢价大幅度上升，资金供求在总量和结构上双重趋紧，进一步导致投资下滑。特别是由于房地产泡沫扩散力度和上扬态势远远超过预期，对于房地产泡沫的治理很可能导致目前快速上涨的房地产投资增速趋缓，房地产健康复苏存在夭折可能。

3、对于短板行业、基础设施、技术改造、研究开发以及人力资本等领域投资应当全面提升，这不仅关系到短期总需求提升，更为重要的是，它涉及到中期潜在产出水平提升。

4、实施多种举措，积极化解“民间投资急剧下滑”困局。1)实质性的国有企业改革和政府改革依然是提振民营企业家信心的核心；2)投资领域特别是第三产业投资领域的开放依然

是关键；3)改变金融资源过度偏向性投放，在目前国有企业软约束问题重新高涨时点上依然具有十分重要的作用；4)很多降成本的举措难以解决民间投资燃眉之急，同时也不是民间投资下降的核心原因；5)要从国际竞争的角度来认识提升劳动生产力的战略意义。

2、十二大类扭曲现象证实了供给侧结构性改革全面实施的迫切性，一方面我们必须抓住当前经济不断探底所带来的“大破大立”的大改革时机；另一方面，我们必须梳理目前供给侧结构性改革进展不顺的关键，重新寻找供给侧结构性改革的着力点和实施的“抓手”。

1、“僵尸”企业的出现、高债务和高产能部门的显化、地方政府财政的恶化以及局部区域经济的塌陷，已经

1、世界经济在技术进步、潜在增速、投资增速、贸易增速以及劳动力生产率等众多变量上的持续下滑，说明世界经济已经陷入“长期停滞”或“新平庸”状态，世界技术进步大周期、大宗商品超级大周期以及世界经济不平衡周期，不仅决定了中国外部环境难以在短期得到改善，同时也决定了中国很多基础性变量也将伴随世界变量陷入低迷状态。

2、中国在很多经济参数上与世界具有同步性，但中国经济的要素禀赋以及体制特征也将赋予各种变量变化中国特色。因此，一方面我们要有应对世界危机和风险传递的中期应对策略，避免过度频繁地进行运动化、短期性的刺激政策；但另一方面，需要政策思路的创新，避免在政策模仿中走偏。

3、世界经济不平衡的逆转和基本

参数的变化决定了“取长补短”式的供给侧增量调整与存量调整是本轮危机治理中的基本政策定位，需求侧管理具有辅助性，其核心在于防止转型过猛带来的总量性过度下滑和系统性政策风险爆发。

4、要在增量改革的基础上，通过供给侧结构性改革全面强化存量调整的力度，盘活存量、清除宏观经济运行的各种“毒瘤”是中国经济转型和复苏的关键。利用供给侧结构性改革和需求管理政策阻断内生性下滑的各种强化机制，防止微观主体行为出现整体性变异，在强化监管基础上，关注可能出现的各种“衰退式泡沫”。

5、高度重视生产领域的通货紧缩与高债务叠加产生的内生性紧缩效应。

6、通过清除“僵尸”企业、重组高债务企业、加速产能过剩行业产能退出，厘清经济运行的微观机制，恢复市场自我出清的功能，并创造适度的盈利空间。

3、债务置换、资产证券化、利用股市实施的宏观债转股以及利率水平的较大幅度下调应当同时并举。

4、高度重视中国经济与金融风险背离问题。

5、进一步通过差别化政策推进新兴产业发展，进一步从体制机制上促进创业、创新活动，但应当吸取以往在新兴产业、创新活动中失败的教训，不能把中国战略转化成各级部门短期的“行政运动”，更不能通过国家补贴等模式形成新的寻租活动。

5、要充分利用中国政府在体制和财政空间优势，在进一步扩大财政赤字的基础上，强化积极财政政策的定向宽松，全力配合更为主动、更为全面的供给侧结构性改革。

1、进一步提高财政赤字率，考虑到2016年-2017年大改革的特殊性，公共财政赤字率可以达到3.5%-4%的区间，中央政府要积极利用国债发行来增加政府支出能力，加大改革推行力度，解决目前国民收入超分配所带来的“投资-消费”两难困境。

2、关注局部区域财政收入崩塌的问题。

3、应将结构性减税过渡为总量性减税，特别是对于那些供给不足、创新活力强、升级压力大的行业进行全面减税。