

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。

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,但受到物价上涨、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

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风险爆发。

四、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”。

一、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。

二、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。

三、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。

四、高度重视中国宏观经济与金融背离问题。

五、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。

五、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。

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;

这十二大现象充分说明中国宏观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。短期产出与中期难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宏观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宏观经济还没有形成持续稳定或复苏的基础。

五方面压力凸显

企稳态势料难持续

2016年下半年,中国宏观经济难以持续上半年企稳态势。外部经济波动的重现、内部扭曲的强化、金融风险的不断累积与间断性释放、结构性改革的全面实施等方面因素决定了经济下行压力的进一步抬头。与此同时,政策刺激效率的递减和房地产泡沫的管控决定了经济政策的对冲效应将大幅下降。因此,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。

第一,世界经济形势持续表现为“四低”特征,即持续的低增长、低贸易、低通胀和低利率。“新平庸”或“大停滞”的世界经济,通过贸易渠道、投资渠道和汇率渠道对中国经济产生较为不利影响。大宗商品价格剧烈波动以及各国央行货币政策不协调,给2016年脆弱的宏观经济和金融市场带来了巨大的不确定性,加剧了国际资本流动和汇率波动风险,2016年新兴经济体的动荡将超越以往新兴经济体所面临的各类波动,各类地缘政治的超预期冲击可能导致欧洲经济复苏夭折。因此,世界经济难以面临总体性的持续低迷，同时还存在“二次探底”可能,中国经济难以在世界经济探底之前全面实现周期逆转。

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

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、内部盈利大幅度下降、新型政商关系还没有完全建立等因素的作用下,中长期经济增长的发动机——资本形成和研究开发增速持续下滑。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扬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,中国目前不断加剧的扭曲、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掣肘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。