

# 经济步入稳态增长轨道需待2017年

□中国人民大学国家发展与战略研究院 刘元春 闫行 刘晓光

2015年是中国宏观经济新常态步入新阶段的一年,也是中国宏观经济结构分化的一年。GDP增速“破7”,非金融性行业增速“破6”,工业主营业务收入“0增长”,GDP平减指数、企业利润和政府性收入“负增长”,“衰退式顺差”快速增长以及“衰退式泡沫”此起彼伏,都标志着中国宏观经济于2015年步入风险集中释放期。但是2015年还不是本轮“不对称W型”周期的第二个底部,2016年将是中国宏观经济持续探底的一年。

在世界经济周期、房地产周期、债务周期、库存周期、新产业培育周期以及宏观经济政策再定位等因素的作用下,中国经济将在2016年继续出现下滑。2016年不仅要面对探底的不确定性,同时还将面临两大类风险:一是微观主体行为整体性变异带来的宏观经济内生性加速下滑的风险;二是各种“衰退式泡沫”带来的各种冲击和系统性风险。因此,我们必须对于改革动力体系的构建、房地产市场的复苏、世界经济的变异以及经济探底进程中的宏观经济政策再定位等四大问题进行高度关注。值得注意的是,本轮经济探底与以往下行期和其他新兴经济体的萧条期有本质性的区别。经过2015-2016年全面培育新的增长源和新的动力机制,中国宏观经济预计将在2017年后期出现稳定的反弹,并逐步步入中高速的稳态增长轨道之中。

## 经济结构进入深度调整关键期

2015年是中国宏观经济新常态步入新阶段的一年,是全面步入其艰难期的一年,也是中国宏观经济结构分化、微观变异、动荡加剧的一年。

在出口下滑和投资增速持续回落的作用下,中国经济增长出现超预期下滑,各类指标创近20年来的新低。GDP增速的“破7”、非金融性行业增速的“破6”、现价工业增加值和主营业务收入的“0增长”、企业利润以及政府性收入的“负增长”,都标志着中国宏观经济于2015年步入深度下滑期。

在输入性通缩、有效需求不足以及产能过剩等因素的作用下,GDP平减指数步入“负增长区间”。这标志着中国经济下滑的核心因素开始由长期趋势性因素转向中短期周期性因素,有效需求不足的问题以及通货紧缩的全面显化逐步成为宏观调控的核心问题,宏观景气开始承受全面回落的压力。

出口小幅负增长、进口大幅负增长以及由此带来的“衰退式顺差”的快速增长,不仅标志着宏观经济存在过剩储蓄,同时也表明内需回落速度要大于外需回落的速

度,全球不平衡逆转所引发的结构性调整压力以及内部不平衡引发的扭曲,已经成为经济下滑的主导因素,结构性再平衡应当成为治理总量失衡的核心任务之一。

在收益下滑、预期回落和价格下降等因素的作用下,资金运转速度出现下滑,社会融资和银行贷款出现内生性收缩。在流动性向实体经济渗透能力大幅度下滑的同时,“衰退式泡沫”的持续出现。

利用股权融资以及地方债等手段来实施去杠杆、降债务的阻力重重。中国经济结构性调整需要精确制导,货币政策和金融政策在现有的格局和监管体系下不仅不能达到既定目标,反而容易成为新的风险源和风险控制器。

稳增长的各项举措已步入“效果加速递减阶段”,各类政策难以发挥应有的效果,宏观经济政策面临失灵风险。

在各类宏观指标恶化的同时,企业微观指标出现变异。从企业角度来看,“通缩-债务效应”开始显化。一方面生产价格水平的持续回落大大降低了经济主体的盈利能力;

另一方面持续高涨的债务导致企业债务成本加速上涨,生产主体已经从“借新还旧”开始全面进入“借新还息”的阶段,部分企业步入“盈亏”与“倒闭”的临界点。这直接导致资金全面收缩、投资下降、去库存加速以及预期低迷等内生性收缩全面显化。

在税收疲软和土地出让金大幅度下滑的作用下,政府收入增速回落明显,局部区域政府运转困难现象开始显现,各级政府行为模式正处于新旧动力机制转换的空档期。

从居民角度来看,收入分配政策的加速和维稳政策的加码保证了居民收入增速暂时没有随着GDP增速的回落而下滑,但宏观景气的持续下滑和资产价格的异常波动直接导致收入预期和消费信心的回落,居民持续繁荣的消费局面也面临下行的压力。

值得高度重视的是,中国经济本轮深度回落的经济低迷期与以往经济深度下行期和其他新兴经济体经济疲软有本质的不同——中国经济在总体低迷中出现了深度的分化,转型成功省市的繁荣与转型停滞省份的低迷、生产领域的萧条与消费领域

的繁荣、传统制造业的困顿与新兴产业的崛起、劳动密集型产业的低迷与创新领域的活跃同时并存。这不仅标志着中国经济结构深度调整的关键期、风险全面释放的窗口期以及经济增速筑底的关键期已经到来,同时也意味着中国经济在疲软中开始孕育新的生机,在艰难期之中曙光已现,在不断探底的进程中开始铸造下一轮中高速增长的基础。

持续的稳增长政策在四季度开始有所收敛,多项宏观经济指标有趋稳的迹象,但由于外部环境的持续低迷、内部增长动力的弱化以及各类周期性力量和趋势性力量还没有探底,2015年3-4季度不是本轮经济运行的底部。特别是由于“通缩-债务效应”不断发酵,宏观经济内生性收缩力量不断强化,去产能与去库存不断持续,基层财政困难陆续显化,部分行业和企业盈亏点逆转,“微刺激”效果递减等因素,“稳增长”政策难以从根本上去改变本轮“不对称W型”周期调整的路径。2015年3-4季度不是本轮“不对称W型”周期的第二个底部。

## 2016年经济将持续探底

2016年将是中国宏观经济持续探底的一年。在世界经济周期、房地产周期、债务周期、库存周期、新产业培育周期以及宏观经济政策再定位等因素的作用下,中国宏观经济将在2016年出现深度下滑。

在中国经济持续探底的过程中,一方面很多宏观经济指标将出现进一步的回落;另一方面很多微观指标可能会出现变异,使经济探底的深度和持续的时间出现超预期的变化。

必须明确的是,本轮中国经济的底部是多种周期性力量合力的产物。世界经济是否将在2016年出现二次探底?房地产投资是否会在明年二季度成功反转?债务重组是否能够缓解企业的债务压力?存量调整是否能够大规模启动?增量扩张是否足以弥补不平衡逆转和传统存量调整带来的缺口?宏观经济政策的再定位是否有效改变微观主体的悲观预期,并有效化解“通缩-债务效应”的全面显化?新一轮大改革和

大调整的激励相容的动力机制是否得到有效的构建?这些因素将一起决定本轮经济下行的底部以及底部下行的深度和持续的长度。

2016年世界经济难以摆脱2015年的低迷状态。一是美国货币政策的常态化、中国进口需求的进一步回落、国际大宗商品的持续下滑以及全球制造业前期错配带来的深层次问题的显化,都决定了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。二是各类地缘政治的超预期冲击可能导致欧洲经济复苏的天折。三是全球投资收缩和贸易收缩并没有结束,世界宏观经济不仅缺乏统一的宏观经济政策协调,更缺乏经济反弹的增长基础和中期繁荣的基本面支撑。四是世界危机的传递规律决定了本轮危机从金融到实体、从中心到外围的传递并没有结束,新兴经济体的资产负债表调整刚刚开始。因此,世界经济不仅面临总体性的持续低迷,同时还

存在“二次探底”的可能。这决定了中国经济不仅将面临世界贸易收缩带来的持续冲击,同时还面临全球资本异动带来的冲击。中国经济难以在世界经济探底之前成功实现周期逆转。

中国经济的存量调整尚未实质性地开展,产能过剩行业的过剩产能没有全面退出,作为资金黑洞的各类僵尸企业依然普遍存在,高负债的国有企业在滚雪球效应的作用下依然是各类资金投放的焦点。因此,2016年全面启动的供给侧存量调整政策将决定存量运行的底部和反弹的时点。存量经济的底部不现,总体经济的底部就不会到来。

过高的库存和过度的区域分化导致中国房地产周期调整比以往漫长,并存在复苏夭折的风险,2016年房地产全面复苏的预期具有强烈的不确定性,但即将出台的存量房地产库存政策将大幅度降低这种不确定性,并提前实现房地产投资增速的逆转。房地

投资增速下滑的趋势不逆转,短期的经济企稳就难以实现。

增量调整在近几年持续开展并取得了明显的收敛,但新产业、新业态和新动力的培育需要较长的周期,难以在近期完全填补传统力量转型的缺口。2016年持续加码的增量调整,一方面面临政府财政支出的约束,另一方面也面临过度扶持带来的泡沫化风险。

债务周期是决定本轮中国经济周期的最直接力量。2015年6-7月的股市波动加速了中国债务率的上扬,2016年中国IPO的全面重启、地方债务的加速置换以及不良资产的剥离和处置将直接决定债务周期运行的状况。债务困局不打破,宏观经济中高速的良性运行机制就难以出现。

此外,2016年大改革与大调整的再定位是否能够构建新一轮激励相容的动力机制,是中国宏观经济能够实现触底反弹的关键。

## 各项经济指标或进一步回落

根据上述的一些定性判断,利用中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型—CMAFM模型,设定主要宏观经济政策假设:(1)2015年与2016年财政预算实际赤字分别为16000亿元与21000亿元;(2)2015年与2016年人民币与美元平均兑换率分别为6.21:1与6.50:1。分年度预测2015年与2016年中国宏观经济形势,预测结果如下。

2015年下半年在各类“稳增长”政策的作用下改变上半年宏观经济快速下滑的趋势,于四季度逐步趋稳。但由于外需持续疲软以及政策刺激效应的弱化,经济趋稳的基础并不扎实,宏观经济总体状况依然疲软。预计全年GDP实际增速为6.9%,较2014年下滑了0.4个百分点,基本完成了政府预定的经济增长目标。但由于GDP平减指数预计为-0.5%,名义GDP增速仅为6.4%,名义工业增加值增速或仅为0.2%,较2014年分别下滑1.8个百分点和4.7个百分点。整体经济的困难度比实际增速所显示的更为困难。

从供给角度来看,在工业萧条的持续冲击下,第二产业回落幅度进一步加大,第三产业逆势上扬,增长较为强劲。预计2015年第二产业增加值增速为5.9%,较2014年下降1.4个百分点;第三产业增速为8.2%,比2014年上升了0.4个百分点;第一产业在各类农业政策的作用下保持相对稳定的状态,其增加

值增速为4.0%。值得注意的是,第一、2015年第二产业现价增加值增速(或名义增速)或仅为0.6%,主营收入和利润都步入“负增长时期”;第二,第三产业实际增速提升的核心作用在于金融业的快速增长,剔除金融业之后的服务业增速或仅增长6.7%,而剔除金融的GDP实际增速或仅为6%,剔除金融的GDP名义增速仅为5.5%。

从总需求角度来看,三大需求都呈现疲软,其中投资和出口增速的回落较为明显。一是全社会固定资产投资在制造业和房地产投资疲软的作用下增速持续回落,全年估计仅为10%,较2014年下滑了5.7个百分点;二是全球贸易收缩和国内投资下滑的作用下,出口和进口增速都出现大幅度下滑,导致出口小幅负增长、进口大幅负增长,估计2015年出口增速为-1.3%,进口增速为-12.0%。这种不对称的下滑或导致2015年全年的贸易顺差为36069亿元(5808亿美元),比2014年增长53.6%,占GDP的比重从2014年的3.7%上升到2015年的5.3%。这种衰退式顺差的扩大表明中国内部不平衡问题进一步恶化;三是消费保持相对稳定,估计2015年全年全社会零售销售总额同比增长10.6%,与2014年相比名义增速回落了1.4个百分点,但剔除价格因素的实际增速仅回落了0.8个百分点。

在供求失衡与输入性通缩等多重因素的

作用下,2015年价格水平回落明显。预计全年CPI增速为1.4%,较2014年下滑0.6个百分点,远低于国家3.0%的政策目标。值得关注的是,2015年GDP平减指数为负,全年同比增速或为-0.5%,较2014年回落了1.3个百分点;工业领域的通货紧缩进一步恶化并存在蔓延的趋势,2015年全年PPI预计为-5.2%,比2014年下滑3.3个百分点;服务价格和核心CPI略有回落,或分别较2014年回落了0.5个百分点和0.1个百分点。

稳健货币政策进一步持续,但受到资金内生性收缩的压力,货币供应量与全社会融资增速之间的差额大幅度扩大,流动性向实体经济的渗透力进一步下滑。预计M2增速保持在13.3%,社会融资总额为151926亿元,增速为-7.7%。“宽货币、紧融资”的局面进一步恶化。

在房地产萧条、工业萧条以及进出口大幅度下滑的作用下,中国政府性收入2015年预计出现2.2%的增长,政府财政压力全面上扬。

2016年将是中国宏观经济持续探底的第一年,也是近期最艰难的一年。各类宏观经济指标将进一步回落,微观运行机制将出现进一步变异。这将给中国进行实质性的存量调整、全面的供给侧改革以及更大幅度的需求性扩展带来契机,从而为2017年经济周期的逆转,为中高速增长常态化打下

基础。

预计2016年GDP实际增速为6.6%,比2015年进一步下滑0.3个百分点,但由于GDP平减指数仅为-0.1%,2016年GDP名义增速为6.5%,较2015年回升了0.1个百分点。其中第一产业增速基本持平,第二产业增速为5.4%,较2015年进一步回落0.5个百分点,第三产业小幅回落,增速为8.0%。

2016年固定资产投资持续回落,增速估计为9.6%,但考虑价格效应,实际增速与2015年基本持平。2016年消费依然平稳,增速估计为2.1%,进口增速为1.1%。贸易顺差为37892亿人民币(5829亿美元),较2015年增长5.1%。

随着世界经济危机的传递,新兴经济体动荡的加剧,欧洲和日本经济复苏的乏力,2016年中国外部环境持续低迷,但由于基数因素,全年贸易增速将出现反弹。预计2016年出口增速为2.1%,进口增速为1.1%。贸易顺差为37892亿人民币(5829亿美元),较2015年增长5.1%。

随着全球需求的低迷、超级大宗商品周期的持续以及各种地缘政治的影响,输入性通缩的压力依然存在,叠加内部需求的下滑,将使2016年价格水平保持较为低迷的状态。预计CPI为1.3%,PPI负增长明显收窄,GDP平减指数为-0.1%。经济下行带来的财政问题进一步恶化,预计2016年在基金收入持续恶化的作用下,政府性收入同比仅增长2.1%。

## 宏观经济政策须进行再定位

2016年中国宏观经济探底具有不确定性,这种不确定性主要来源于我们对于潜在风险的认识和化解这些风险的应对措施,尤其是两大类风险值得警惕。

第一,微观主体行为集体性变异,从而导致内生性下滑力量加速。微观主体在盈利预期下降和亏损面扩大、“通货紧缩-高债务效应”的双重挤压下,行为发生整体性变异,诱使经济出现加速性收缩,导致2016年经济触底的深度加剧、周期延长。

第二,“衰退式泡沫”进一步集聚,导致金融扭曲进一步加剧,局部风险扩大。随着我国经济进入风险的集中释放期,各种“衰退式泡沫”危机接连发生。金融风险开始在击鼓传花中不断扩大,局部风险已经开始显露中国经济全局性的脆弱性。这集中体现在“民间融资困局”→“同业拆借利率飙升”→“超日债、天威债等债券违约”→“年中股市波动”→“8月汇率恐慌”的传递。这说明了风险在传递中不断累积和放大,不断成为宏观经济异变的触发点。在2016年中国经济探底过程中,新的风险的防范、释放及其治理效果,决定了中国经济企稳回升的时点和幅度。

2016年,与上述两大核心风险相关联的是以下四个需要重点关注的问题。首先,新一轮大改革和大调整激励相容的动力机制是否得到有效构建。2016年亟需构建新的利益共享激励体系。驱动经济增长最根本的动力激励机制已经被打破,但适应新常态的利益共享体系和激励机制却没有出现。各级精英阶层的积极性呈现消退的态势,各类传统的共谋格局被打破,但却没有围绕“新常态”改革调整的阶段使命,形成一致行动和良性合力。

其次,房地产投资是否会在明年二季度成功反转。房地产市场复苏状况很大程度上决定了2016年的经济增速。尽管房地产销售已经出现明显的回暖,但2016年房地产市场复苏可能不会一帆风顺,不仅复苏过程会比想象中漫长,而且脆弱复苏下市场分化加剧还可能诱发“虹吸效应”,加重局部地区困难和引发系统性风险。

再次,世界经济是否将在2016年出现二次探底。2016年全球外部需求低迷将对出口造成巨大压力,直接挤压中国经济复苏的空间,而国际金融市场动荡又会加剧中国经济的脆弱性。在外部经济环境中,尤其值得关注的是新兴市场经济体的形势变化。

最后,经济探底进程中的宏观经济政策是否合意,特别是能否有效改变微观主体的悲观预期,并有效化解“通缩-债务效应”的全面显化;能否大规模启动中国的存量调整,并有效切断内生性紧缩机制;能否有效地治理各类衰退式泡沫,并防控局部风险的扩大。

中国宏观经济的持续探底决定了必须对宏观经济政策进行再定位。

一是要高度重视世界经济在大停滞和大分化进程中对中国经济的冲击,通过深入研究本轮世界危机爆发的本质以及传递的规律,来把握经济调整的性质和可能的方式。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风险的爆发。

二是近期出现的“衰退式顺差”说明全面启动供给侧管理和改革的同时,还需要重新定位需求侧管理政策,进一步积极的需求管理政策必有必要性。

三是要从战略层面认识到目前调动各级精英阶层的积极性是当前以及未来经济成功转型升级的核心。要认识到过度下滑已经成为最大风险,因此应当在稳增长的基础上,积极构建新一轮大改革、大调整的激励相容的新动力机制。2016年应当借助经济探底的契机,重新审视和评估现有的改革,在大破大立之中寻找到大改革的突破口,并根据该突破口来重新梳理改革方案,寻找改革的可行路径。

四是高度重视2016年面临的两大类风险和四大核心领域。一方面要利用供给侧调整政策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;另一方面在强化监管的基础上关注可能出现的各种“衰退式泡沫”。

五是在进一步扩大财政赤字率率的基础上,强化积极财政政策的方向宽松。建议财政赤字率可以达到3%左右,总量达到2万亿元左右,同时逐步将结构性减税转变为总量性减税,改革现有财政支付模式。

六是货币政策应当根据新时期的要求全面重构,其哲学理念、理论基础、政策框架和工具都难以适应中国新常态艰难期的要求。在宏观经济探底的进程中货币政策必须旗帜鲜明地从明确“稳健定位”转向“适度宽松”,以稳定市场预期,打破“债务-通缩”的恶性循环,扭转目前内生性回落的悲观情绪。“适度宽松的货币政策+汇率稳定+强外部宏观审慎监管”依然是应对未来两三个季度波动的核心。坚持“财政控渠,货币放水”的原则。

七是金融改革应当持续推进,特别是针对中国宏观“去杠杆”的资本市场改革、资产证券化和国有企业改革等组合性措施应当快速推进。

八是调整目前的房地产调控政策,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,防范市场分化进一步加剧。一方面防止部分区域房地产价格过快上涨形成新一轮泡沫,另一方面防止三四线城市库存过高的城市出现局部房地产崩溃的问题。房地产库存调整政策应当与农民工市民化扶持政策结合起来。

九是随着宏观经济调整探底过程展开,经济下行压力还可能进一步加大,必须高度关注就业形势演变,防范和化解劳动力市场风险。低度的大福利体系的构建是放松就业约束的必然之举。