



国家智库报告 2016 (32)
National Think Tank

经 济

供给侧结构性改革下的 中国宏观经济

刘元春 闫衍 刘晓光 著

CHINESE ECONOMY UNDER SUPPLY-SIDE STRUCTURAL REFORM

中国社会科学出版社



国家智库报告 2016 (32)
National Think Tank Report

经济

供给侧结构性改革下的 中国宏观经济

刘元春 闫衍 刘晓光 著

CHINESE ECONOMY UNDER SUPPLY-SIDE STRUCTURAL REFORM

中国社会科学出版社

图书在版编目(CIP)数据

供给侧结构性改革下的中国宏观经济 / 刘元春, 闫衍, 刘晓光著. —北京: 中国社会科学出版社, 2016. 8

(国家智库报告)

ISBN 978-7-5161-8684-8

I. ①供… II. ①刘… ②闫… ③刘… III. ①中国经济—宏观经济—研究 IV. ①F123.16

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 182681 号

出 版 人 赵剑英

责任编辑 喻 苗

责任校对 石春梅

责任印制 李寡寡

出 版 中国社会科学出版社

社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号

邮 编 100720

网 址 <http://www.csspw.cn>

发 行 部 010-84083685

门 市 部 010-84029450

经 销 新华书店及其他书店

印刷装订 北京君升印刷有限公司

版 次 2016 年 8 月第 1 版

印 次 2016 年 8 月第 1 次印刷

开 本 787×1092 1/16

印 张 8.25

插 页 2

字 数 85 千字

定 价 36.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社营销中心联系调换

电话: 010-84083683

版权所有 侵权必究

摘要：2016 年上半年在积极的财政政策、宽松的货币政策以及房地产新政的作用下，中国宏观经济在持续探底中开始呈现企稳的迹象，CPI 重返“2 时代”、PPI 负增长的大幅度收窄、企业利润增速的转正以及房地产类数据的反弹都表明中国宏观经济并不存在“硬着陆”的可能。

2016 年上半年出现了一系列值得关注的新现象：

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. 三四线房地产“去库存”还没有开始，一二线房地产价格却出现全面上扬；
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，但各类宏观税负指标却在持续加重，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度上扬，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却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12大现象充分说明了中国宏观经济运行依然面临四大方面的问题：一是供给侧结构性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，资源配置的效率持续恶化，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，经济内生性下滑的压力有所加剧，“生产效率预期下滑” + “投资收益预期下滑” + “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”等三大新难题已经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。

2016年下半年，中国宏观经济难以持续上半年企稳的态势。外部经济波动的重现、内部扭曲的强化、金融风险的不断累计与间断性释放、结构性改革的全面实施等方面的因素决定了中国宏观经济下行压力的进一步抬头。而与此同时，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度下降。因此，本轮“不对称W型调整”的第二个底部将于2016年年底至2017年年初出现，并呈现出强劲的底部波动的特征。根据模型预测，2016年中国GDP增速为6.6%，CPI增速为2.3%。

报告指出，2016—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​​施必须做出新的调整。

Abstract: In first half of 2016, China's economy intends to become stable after a period of declining, which indicates the economy is not going to "hard landing". There are series of new phenomena indicating that the economy still facing four major problems: firstly, the supply – side structural reform has not find an effective path to work effectively; secondly, the growth – friendly policies do not solve the underlying problems of macro economy; thirdly, the negative reinforcement mechanism between short – term output and mid – term potential output, "consumption – investment" dilemma caused by exceedingly national income distribution, and the real economy trends to switch to fictitious economy due to the relative revenue of the real economy and the fictitious economy is declining. These three challenges have become the major obstacles of China's economy growth. Forth, the short – term economy stability is built on the recovery of easing policies and property – value bubble, which is not a sustainable recovery. In the second half of 2016, China's economy is unlikely to

maintain stability. The second bottom of the “asymmetry W adjustment” will be reached at the end of 2016 to the beginning of 2017, and there will be intense turbulence. Our CMAFM model predicts that GDP growth rate of 2016 will be 6.6%, while CPI will be 2.3%. 2016 – 2017 is the critical period of China’s supply – side structural reform. “Great reform” + “more proactive fiscal policy” + “moderately easy monetary policy” + “more intrusive regulation” must have viable plans, and reform policies must make new adjustments.

Key Words: Chinese Economy; Supply – side structural reform; Macroeconomic Analysis and Forecasting

目 录

一	总论与预测	(1)
二	短期趋稳与持续探底的 2016 年上半年宏观经济	(12)
三	当前宏观经济面临的深层次问题	(35)
四	底部徘徊的基本逻辑和需要关注的 核心问题	(57)
五	主要结论和政策建议	(100)

一 总论与预测

2016 年上半年在积极的财政政策、宽松的货币政策以及房地产新政的作用下，中国宏观经济在持续探底中开始呈现出企稳的迹象，CPI 重返“2 时代”、PPI 负增长的大幅度收窄、企业利润增速的转正以及房地产类数据的反弹都表明中国宏观经济并不存在“硬着陆”的可能，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，以下方面的变化却值得我们高度重视：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. 三四线房地产“去库存”还没有开始，一二线房地产价格却出现全面上扬；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，但各类宏观税负指标却在持续加重，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度上扬，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却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 12 大现象充分说明了中国宏观经济运行依然面临四大方面的问题：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地上扬，资源配置的效率持续恶化，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，经济内生性下滑的压力有所加剧，“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”等三大新难题已经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。

2016年下半年，中国宏观经济难以持续上半年企稳的态势。外部经济波动的重现、内部扭曲的强化、金融风险的不断累计与间断性释放、结构性改革的全面实施等方面的因素决定了中国宏观经济下行压力的进一步抬头。而与此同时，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度下降。因此，本轮“不对称W型调整”的第二个底部将于2016年年底至2017年年初出现，并呈现出强劲的底部波动的特征。

1. 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

率渠道对中国经济总体上产生较为不利的影响。大宗商品价格的剧烈波动以及各国央行货币政策的不协调，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的夭折。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，中国经济难以在世界经济探底之前全面实现周期逆转。

2. 内部再平衡带来的冲击将持续显化。一是出口持续的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，反而导致贸易品过剩局面有所强化；二是出口持续的下滑必将意味着中国储蓄过剩将持续的出现，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资金大举进入房地产市场、土地市场、海外并购市场以及其他非主营投机性业务，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、未来前景持续渺茫、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的持续下滑而下滑。

3. 包括汇率贬值、债券违约、房地产价格泡沫、期货价格大幅度波动在 2016 年下半年所带来的局部风险将进一步上扬，这将大幅度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，进一步导致投资的下滑。特别是由于房地

产泡沫扩散的力度和上扬的态势远远超过大家的预期，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的可能。

4. 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的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，是最佳时点和必须时点。但是以“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的阵痛和下行压力。

5. 积极的财政政策和稳健的货币政策虽然对于持续上扬的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。虽然中国政治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。

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）2016年为21800亿元；（2）2016

年人民币与美元平均兑换率分别为 6.60:1。分年度预测 2016 年中国宏观经济形势,其预测结果如表 1—1 所示。

表 1—1 2016 年宏观经济指标预测

预测指标	2015 年	2016 年 (1—3 月)	2016 年 (1—6 月)	2016 年 (全年预测)
1. 国内生产总值增长率 (%)	6.9	6.7	6.8	6.6
其中:第一产业增加值	3.9	2.9	3.4	4.0
第二产业增加值	6.0	5.8	5.9	5.5
第三产业增加值	8.3	7.6	7.7	7.9
2. 固定资产投资完成额 (亿元)	551590	85843	260608	605646
增长率 (%)	10.0	10.7	9.9	9.8
社会消费品零售总额 (亿元)	300931	78024	155876	331324
增长率 (%)	10.7	10.3	10.1	10.1
3. 出口 (亿美元)	22735	4637	9926	22212
增长率 (%)	-2.9	-9.6	-7.0	-2.3
进口 (亿美元)	16798	3382	7730	16596
增长率 (%)	-14.3	-13.4	-4.6	-1.2
4. 广义货币供应 (M2) 增长率 (%)	13.3	13.4	13.0	13.0
狭义货币供应 (M1) 增长率 (%)	15.2	22.1	23	18
新增社会融资规模 (亿元)	154086	65859	10192	20742
社会融资规模增长率 (%)	12.5	13.4	13	13.4
5. 居民消费价格指数上涨率 (%)	1.4	2.1	2.1	2.3
GDP 平减指数上涨率 (%)	-0.49	0.44	0.55	0.85
6. 全国政府性收入 (亿元)	194547	47893	104920	210872
增长率 (%)	0.1	6.1	8.2	8.4
全国一般公共预算收入 (亿元)	152217	38896	86366	165155
全国政府性基金收入 (亿元)	42330	8997	18554	45716

1. 在外需持续疲软和消费下滑的作用下，2016 年上半年 GDP 实际增速较去年回落了 0.2 个百分点。但值得注意的是，由于 PPI 和 CPI 持续改善，GDP 平减指数由去年上半年的 -0.12% 上升到 2016 年上半年的 0.6% ，导致 2016 年上半年 GDP 名义增速达到 7.4% ，较去年同期提高了 0.5 个百分点，较去年全年提高了 1 个百分点。这种价格效应大大缓解了各类经济主体的压力。

2016 年下半年，由于投资增速的回落和消费疲态的进一步延续，GDP 增速将出现明显回落，预计全年 GDP 实际增速为 6.6% ，较去年全年下降了 0.3 个百分点，但由于价格效应，2016 年 GDP 名义增速为 7.5% ，较去年全年提高了 1.1 个百分点。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的特征，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。

2. 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的态势，特别是第二产业在供给侧结构性改革的作用下，去产能和化解僵尸企业直接导致短期工业产出出现明显下滑，预计 2016 年上半年工业增加值增速为 5.9% ，全年为