



国家智库报告 2016 (2)
National Think Tank

经 济

探底反弹进程中的中国 宏观经济 (2015—2016)

刘元春 闫 衍 刘晓光 著

CHINESE ECONOMY BOTTOMING AND REBOUNTING
(2015—2016)

中国社会科学出版社



国家智库报告 2016 (2)
National Think Tank

经 济

探底反弹进程中的中国 宏观经济(2015—2016)

刘元春 闫 衍 刘晓光 著

CHINESE ECONOMY BOTTOMING AND REBOUNTING
(2015—2016)



中国社会科学出版社

图书在版编目(CIP)数据

探底反弹进程中的中国宏观经济: 2015~2016/刘元春, 闫衍, 刘晓光著.
—北京: 中国社会科学出版社, 2016. 1
(国家智库报告)
ISBN 978-7-5161-7507-1

I. ①探… II. ①刘…②闫…③刘… III. ①中国经济—宏观
经济—研究—2015~2016 IV. ①F123.16

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 012102 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 喻 苗
特约编辑 王 称
责任校对 王佳玉
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 1 月第 1 版
印 次 2016 年 1 月第 1 次印刷

开 本 787×1092 1/16
印 张 7.25
插 页 2
字 数 101 千字
定 价 28.00 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：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。GDP 增速的“破 7”，非金融性行业增速的“破 6”，工业主营业务收入的“零增长”，GDP 平减指数、企业利润和政府性收入的“负增长”，“衰退式顺差”的快速增长以及“衰退式泡沫”的此起彼伏，都标志着中国宏观经济于 2015 年步入深度下滑期和风险集中释放期。随着第二季度中国“稳增长”政策的全面加码，中国宏观经济将于第四季度短期趋稳。但是，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，以及“微刺激”效果递减等因素，“稳增长”政策难以从根本上改变本轮“不对称 W 形”周期调整的路径。2015 年第三、第四季度不是本轮“不对称 W 形”周期的第二个底部。

2016 年是中国经济持续探底的一年。在世界经济周期和中国房地产周期、债务周期、库存周期、新产业培育周期、政治经济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，本轮周期的第二个底部在第三、第四季度开始出现。但是，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 2016 年第二季度成功反转？中国的债务重组是否能够缓解企业的债务压力？中国存量调整是否能够大规模启动？增量扩展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？这些问题具有一定的不确定性，并将共同决定着本轮中国经济下行的底部以及底部下行的深度和持续的长度。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。这就是，中国宏观经济出现了大量的新产业、新业态和新动力，在低迷中有繁荣，在疲软中有新气象，在旧动力衰竭中有新动力，在不断探底的进程中开始铸造新一轮中高速增长的基础。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。

根据模型预测，2015年中国宏观经济GDP增速为6.9%，CPI为1.4%。2016年GDP增速为6.6%，CPI为1.3%，其中个别季度GDP增速可能跌破6.5%。

中国宏观经济的持续探底决定了2016年必须对宏观经济政策进行再定位。一是要从全球不平衡逆转和全球危机传递的角度来认识需求管理政策与供给侧政策的作用，明确供给侧管理和改革在增量调整和存量调整中的主导作用；二是2016年供给侧政策必须在增量调整的基础上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；三是需求政策一方面需要配合供给侧调整采取积极的应对，另一方面也要在下行压力突破底线之前采取更宽松的定位，经济探底进程中的宏观经济定位要打破惯常思维；四是在将财政赤字率提高到3%的基础上，积极财政要向定向宽松的方向调整；五是探底进程中的货币政策应当有适度宽松的导向；六是必须抓住2016年触底的时机，寻找大改革的突破口，并以该突破口为出发点，重新梳理大改革的实施路径和操作模式。构建新的激励相容的改革动力机制是2016—2017年调整的关键。

主题词：探底 宏观经济政策 再定位

Abstract: Chinese economy continued slowing down in 2015, and the growth will be moderating in 2016. In the shadow of the global business cycle, China's real estate cycle, debt cycle, inventory cycle, new industrial breeding cycle and political cycle, Chinese economy will face severe headwinds in 2016. Meanwhile, a lot of new industries and new growth engines have been fostered in Chinese economy, making it a mixture of stagnancy and flourish. The basis of next round rapid growth is being built in the process of deepening adjustment. In the face of two main kinds of economic risks in 2016, high attention must be paid to the following issues: the reshape of the incentive system, the recovery of the real estate market, the evolvement of the world economy, and the re-orientation of the macro economic policy. The bottom of Chinese economy is expected to appear in the second half in 2016, and a steady rebound to be in late 2017, returning to the rapid growth track.

Key Words: Bottom and Rebound Macroeconomic Policy
Policy Re-orientation

目 录

第一章 总论与预测	(1)
一 2015 年经济运行回顾	(1)
二 2016 年经济走势展望	(3)
三 2015—2016 年宏观经济指标预测	(5)
第二章 开启新常态攻坚期的 2015 年	(10)
一 经济增长持续回落	(11)
二 通货紧缩全面显化	(23)
三 景气指数持续低迷	(27)
四 经济结构深度分化	(31)
五 股市泡沫破灭冲击	(38)
六 宏观调控捉襟见肘	(43)
第三章 探底过程中的 2016 年	(51)
一 探底的基本逻辑与预测	(51)
二 2016 年面临的两大类风险	(62)
三 2016 年四个重点关注的问题	(78)
第四章 主要结论与政策建议	(95)
一 回顾与展望	(95)
二 宏观经济政策再定位	(96)

第一章

总论与预测

一 2015 年经济运行回顾

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。与以往年份不同的是：

1. 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“破 7”、非金融性行业增速“破 6”、现价工业增加值和主营业务收入“零增长”、企业利润以及政府性收入“负增长”都标志着中国宏观经济于 2015 年步入深度下滑期。

2. 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，持续的工业萧条开始向服务领域和消费领域扩展，宏观景气开始承受全面回落的压力。

3. 出口小幅度负增长、进口大幅度负增长以及由此带来的“衰退式顺差”的快速增长，不仅标志着中国宏观经济存在过剩的储蓄，同时也表明内需回落速度要远大于外需回落的速度，全球不平衡逆转所引发的中国结构性调整压力以及内部不平衡引发

的扭曲已经成为中国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。

4. 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，资金链条出现变异。在流动性向实体经济渗透能力大幅度下滑的同时，“衰退性泡沫”持续出现——2014年年底到2015年第二季度的股市大涨、2015年4月以来一线城市房价的飙升以及第二季度以来债市的繁荣——表明中国流动性困局已经出现。

5. 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，“天威债违约”“6·15股灾”“8·11汇率恐慌”以及“中钢债违约”不仅说明中国金融风险上升到新的高度，同时也表明中国结构性调整需要精确制导，货币政策和金融政策在现有的利益格局和监管体系下不仅不能达到既定的目标，反而成为新的风险源和风险触发器。

6. 稳增长各类举措已步入“效果加速递减阶段”，各类政策在地方政府懒政庸政、部门利益冲突、政商关系重构、动力激励体系转换等因素的作用下难以发挥应有的效果，宏观经济政策面临全面失灵的风险。积极的财政政策不积极、稳健的货币政策不稳健、扩张的产业政策难以到位以及精英阶层的懈怠是当前经济下滑的核心根源。

7. 在各类宏观指标恶化的同时，企业微观指标出现变异，中国宏观经济正处于微观行为模式整体性变异的边缘。

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，中国生产主体已经从“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。

从政府角度来看,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,庸政懒政现象常态化,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。

8. 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型产业的崛起、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触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新一轮中高速增长的基础。

9. 持续的稳增长政策在第四季度开始有所收效,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 年三、四季度不是本轮经济运行的底部。

二 2016 年经济走势展望

2016 年是中国经济持续探底的一年。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全面的变异,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 2016 年第二季度成功反转？中国的债务重组是否能够缓解企业的债务压力？中国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能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中国经济下行的底部以及底部下行的深度和持续的长度。

1. 2016 年世界经济难以摆脱 2015 年的低迷状态。第一，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。第二，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。第三，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。第四，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。

2. 中国的存量调整尚未实质性地展开，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。

3. 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要漫长,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逆转。房地产投资增速不逆转就难以实现短期的经济企稳。

4. 增量调整在近几年持续地开展取得了明显的成效,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。

5. 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月的大股灾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中国债务周期运行的状况。债务困局不打破,吸金黑洞不消除,中国宏观经济中高速的良性运行机制就难以出现。

6. 新一轮大改革与大调整的激励相容的动力机制的缺乏是经济持续回落的深层次核心原因。2016年大改革与大调整的再定位是否能够构建出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。

三 2015—2016年宏观经济指标预测

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,其预测结果如表1-1所示。

表 1-1 2015 年与 2016 年宏观经济指标预测

预测指标	2014	2015 (1—9 月)	2015 (预测)	2016 (预测)
1. 国内生产总值增长率 (%)	7.3	6.9	6.9	6.6
第一产业增加值	4.1	3.8	4.0	4.0
第二产业增加值	7.3	6.0	5.9	5.4
第三产业增加值	7.8	8.4	8.2	8.0
2. 全社会固定资产投资总额 (亿元)	502005	394531	552206	605218
增长率 (%)	15.7	10.3	10.0	9.6
社会消费品零售总额 (亿元)	262394	216080	290208	320099
增长率 (%)	12.0	10.5	10.6	10.3
3. 出口 (亿元)	143912	102365	142041	145030
增长率 (%)	4.9	-1.8	-1.3	2.1
进口 (亿元)	120423	76334	105972	107138
增长率 (%)	-0.6	-15.1	-12.0	1.1
4. 广义货币供应 (M2) 增长率 (%)	12.2	13.1	13.3	13.0
全社会融资总额 (亿元)	164600	119400	151926	162561
5. 居民消费价格指数上涨率 (%)	2.1	1.4	1.4	1.3
GDP 平减指数上涨率 (%)	0.8	-0.3	-0.5	-0.1
6. 全国政府性收入 (亿元)	194443	141578	190244	194237
增长率 (%)	7.2	-2.6	-2.2	2.1
全国一般公共预算收入 (亿元)	140350	114412	151297	161132
全国政府性基金收入 (亿元)	54093	27166	38947	33105

1. 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，于第四季度逐步趋稳。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 实际增速的为 6.9%，较 2014 年下滑 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 平减指数为 -0.5%，名义 GDP 增速仅

为6.4%，名义工业增加值增速仅为0.2%，较2014年分别下滑了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大。

2. 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年下降了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，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）仅为0.6%，工业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仅为6.7%，剔除金融的GDP实际增速仅为6%，剔除金融的GDP名义增速仅为5.5%。

3. 从总需求角度来看，三大需求都呈现疲软的态势，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。二是在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，估计2015年出口增速为-1.3%，进口增速为-12.0%。这种不对称的下滑导致2015年全年的贸易顺差为36069亿人民币（5808亿美元），比2014年增长了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。

4. 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

了0.6个百分点,远低于3.0%的政策目标。值得关注的是:(1)2015年GDP平减指数为负,全年同比增速为-0.5%,较2014年回落了1.3个百分点;(2)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为-5.2%,比2014年下滑了3.3个百分点;(3)服务价格和核心CPI略有回落,分别较2014年回落了0.5个和0.1个百分点。

5. 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151926亿元人民币,增速为-7.7%,“宽货币、紧融资”的局面进一步恶化。

6. 在房地产萧条、工业萧条以及进出口大幅度下滑的作用下,中国政府收入2015年预计出现-2.2%的增长,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的常态化打下基础。

1. 预计2016年GDP实际增速约为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%。

2. 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。

3. 2016年消费依然平稳,增速估计为10.3%,较2015年略有下滑。

4. 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%。

5. 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%。

6. 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,政府性收入同比仅能增长 2.1%。

第二章

开启新常态攻坚期的 2015 年

2015 年中国宏观经济步入“新常态”的攻坚期。在趋势性和周期性因素的叠加作用下，各类宏观经济指标出现超预期的变化，各类风险大幅度上扬；与此同时，结构性调整进一步深化，低迷中存在繁荣，转型中孕育着新的生机和动力，回落中也开始出现局部稳定的迹象。2015 年中国经济运行总体上呈现出以下六大基本特征。

表 2-1 2014—2015 年中国宏观经济指标一览表

预测指标	2014 年	2015 年（累计）			
		1 季度	2 季度	3 季度	4 季度（E）
1. 国内生产总值增长率（%）	7.4	7.0	7.0	6.9	6.9*
第一产业增加值	4.1	3.2	3.5	3.8	4.0*
第二产业增加值	7.3	6.4	6.1	6.0	5.9*
工业	8.3	6.1	6.0	6.2	5.9*
第三产业增加值	8.1	7.9	8.4	8.4	8.2*
2. 全社会固定资产投资总额（亿元）	502005	77511	237132	394531	552206*
增长率（%）	15.7	13.5	11.4	10.3	10.0*
社会消费品零售总额（亿元）	262394	70715	141577	216080	290208*
增长率（%）	12.0	10.6	10.4	10.5	10.6*
3. 出口（亿元）	143912	31493	65722	102365	142041*