

稳增长与防风险双底线的 中国宏观经济 (2016-2017)

毛振华 刘元春 袁海霞 张英杰 著

MACRO-ECONOMY UNDER THE DUAL BOTTOM-LINE OF
STABLE GROWTH AND RISK PREVENTION(2016-2017)

稳增长与防风险双底线的 中国宏观经济 (2016-2017)

毛振华 刘元春 袁海霞 张英杰 著

MACRO-ECONOMY UNDER THE DUAL BOTTOM-LINE OF
STABLE GROWTH AND RISK PREVENTION(2016-2017)

图书在版编目 (CIP) 数据

稳增长与防风险双底线的中国宏观经济：2016—2017/毛振华等著. —北京：中国社会科学出版社，2016. 12

(国家智库报告)

ISBN 978 - 7 - 5161 - 9824 - 7

I. ①稳… II. ①毛… III. ①中国经济—宏观经济分析—2016②中国经济—宏观经济—经济预测—2017 IV. ①F123.16

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 025848 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 王 茵
特约编辑 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 12 月第 1 版
印 次 2016 年 12 月第 1 次印刷

开 本 787 × 1092 1/16
印 张 10.5
字 数 152 千字
定 价 56.00 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年是“十三五”开局之年，也是供给侧结构性改革元年。受世界经济复苏疲弱、我国增长周期调整、产能过剩依然严重等多重因素影响，中国经济增长仍面临下行压力；但随着我国坚持积极的财政政策，加大改革攻坚力度，经济增长呈现底部企稳迹象；前三季度GDP增速保持6.7%，企业利润增长由负转正并持续增长，居民消费价格温和上涨，工业领域价格由负转正；但由政府主导力量带动的经济趋稳基础并不牢固，经济运行中一些深层次的问题并没有解决，M2与M1剪刀差持续扩大，货币政策边际效果递减；资产泡沫问题不断凸显，对宏观经济和民生影响甚重的房地产领域泡沫不断积聚；民间投资增长下滑等等。基于对泡沫和风险的担忧，我国宏观调控基调在下半年已经由稳增长向防风险转变，政治局会议明确“货币政策要抑制资产价格泡沫和防止金融风险”；总体来看，由于房地产投资增速放缓的滞后效应，四季度宏观经济仍将延续前三季度的增长态势，但2017年将面临下行压力。2016年全年GDP增长6.7%，CPI上涨2%。

2017年将是中国持续筑底的一年。作为典型“政策市”的房地产业在限购政策、行业供求关系和库存因素等影响下，将逐步进入重新调整阶段，房地产开发投资及相关产业增速进一步减缓。与此同时，世界经济复苏持续疲弱，外需大幅改善的概率较小。基础设施投资仍然是稳增长的主力，但在高基数以及财政收入放缓的背景下，再上台阶的概率甚微。因此，总体上内需将有所趋缓，而新产业新动能培育尚需时间；“三去一降一补”持续推进使制造业调整压力持续存在；新的政治周期也会给经济增长带来一定波动影响。总体来看，2017年将是中国持续筑底的一年。根据模型预测，2017年中国GDP增长6.5%，CPI上涨2.1%。

与此同时，2017年宏观经济仍将面临七大困境，尤其是仍处于调整周期的房地产行业面临政策调整带来的下行压力和债务的

结构性风险进一步凸显，这表明中国经济深层次的问题并未解决，反而有所深化。这七大困境本质上还是由目前中国经济增长的主要路径“债务—投资”驱动模式所决定的，货币以银行信贷为主的债务形式投放给中央和地方的国有企业，以此开展以基建、房地产为主的投资项目，拉动经济增长的同时也带来了资产泡沫、债务高企等问题。当前无论是实体经济抑或虚拟经济，其投资收益率的下降和资金使用效率的降低已逐渐弱化了“债务—投资”驱动模式的效果，高债务带来的风险已成为经济稳定的巨大威胁。

金融危机以来，我国总体债务规模和杠杆率^①持续攀升，债务风险主要集中于非金融企业部门中的国有及国有控股企业；由于隐性担保，政府尤其是地方政府债务风险超过预期，包括城投企业负债的广义政府杠杆率超过109%。从国际比较来看，我国居民部门杠杆率虽然低于美国和日本，但却高于同等发展水平国家；从与美国和日本危机前的水平比较来看，我国以房贷为主要驱动的居民部门加杠杆的空间或许不大。事实上，无论从杠杆率的比较还是从信贷缺口等反映金融危机的先行指标来看，中国已经接近甚至超过各国危机前的数值。虽然当前债券市场违约以及信贷市场融资收紧产生的负面效应仍是短暂的、非连续性的；但由于当前国内金融体系的脆弱性及敏感性日益抬升，不排除非预期的外部事件冲击引发债务危机乃至经济危机。

从世界经济发展史尤其是主要发达国家的经验来看，虽然危机的爆发对经济有巨大的冲击，但也是资源错配的深刻调整机

① 本报告这里杠杆率主要指的是债务规模与GDP的比值。杠杆率在会计上一般是指资产负债表中总资产与权益资本的比率，衡量负债水平。在宏观上，由于缺少完整的资产负债表，在实际计算中，国内学者一般使用债务规模与GDP的比例作为债务水平的衡量，黄志龙（2013）、张茉楠（2013）、李杨（2016）等，将这一比例称为“杠杆率”来衡量宏观意义的债务水平。

会。中国具备防范危机的实力，但是对于可能引发危机的潜在因素必须重视；因此，需要重新构建“稳增长”与“防风险”双底线的宏观调控体系。一方面，战略思想要明确“稳增长、防风险、促改革”的逻辑顺序；另一方面，防控风险尤其是债务风险是保证中国不发生经济危机的底线。由于信贷扩张主要集中在国有经济部门中，只要政府信用不崩溃，债务市场就能维持，防范债务危机仍有一定的政策空间。风险控制也并不是简单的去杠杆，而是在稳定杠杆增速的情况下调整债务结构。从政策层面来看，要在“稳增长、守底线”的目标下稳步化解我国债务风险，通过大腾挪实现债务转移，中央政府适度加杠杆；根据市场化、法制化原则，适时运用债转股工具；此外，持续推进金融改革，尤其是针对中国宏观“去杠杆”的资本市场改革和国有企业等组合性质的措施应当快速推进。进一步深化土地制度改革，加快流转制度改革，将农村土地作为要素的价值充分体现，有利于分流部分货币，对冲其他领域的资产泡沫等等；持续关注房地产市场态势，调控政策突出结构性和差异性。

主题词：筑底、债务风险、双底线、宏观经济政策

Abstract: In 2016, the macro-economy exhibits the trend of short-term bottom stabilization and converging bubbles. As the potential growth level shifting downward, combined with cyclical, structural, and tendency factors, together they are still causing tremendous downward pressure, and will lead to continuous bottom-formation in the upcoming year of 2017. However, the depth and length of bottom-formation are related to world economy recovery, growth level of Chinas economy, cultivation of new industries and economy drivers, adjustment of real estate cycles, fluctuations of political-economy cycles, solutions to potential economic risks and many other factors. Meanwhile, domestic debt scale has been skyrocketing, driven by the “debt-investment” driving pattern; this highlights the structural debt risks, as generalized government debt level exceeding the international warning line. The fundamental problems of Chinas economy are mostly correlated with debt risks, such as the converging asset bubbles, are actually the currencies allocated by the “debt-investment” driving pattern, now circulating in the stock, bond, and real estate market; while debt risks may very well be the trigger Chinas economic crisis. Judging from current situations, China is capable of preventing crisis, with sufficient attention on factors that may be the causes; on one hand, it is critical to establish a correct understanding and coping mechanism of economic crisis; on the other hand, to establish a risk mitigation mechanism before debt risks evolve to crises.

Key Words: Bottom Stabilization; Bottom-Formation; Debt Risks; Generalized Government Debt

目 录

第一部分 总论与预测	(1)
------------------	-----

第二部分 2016 年宏观经济

——短期底部趋稳与泡沫聚集的宏观经济	(8)
一 GDP 减速趋缓,“供给侧”降中趋稳,需求侧疲弱态势显现	(9)
二 经济结构有所优化,区域分化加速	(17)
三 M2—M1 持续扩大,货币政策效果递减,资金“脱实就虚”加剧,房地产领域贷款持续高位增长	(21)
四 价格领域萧条与泡沫并存,资产价格分化,局部泡沫不断加剧	(26)
五 债务规模快速扩张,违约风险叠加资本流出风险凸显,系统性风险概率有所上升	(32)
六 从效益情况来看,工业企业利润增长由负转正并持续增长,政府公共财政收入和基金性收入增长有所改善	(39)
七 各类景气指标有所改善,先行指标有所回升	(45)
八 “三去一降一补”有所进展,结构性改革力度低于预期	(48)
九 宏观调控的基调发生转变,由稳增长向防风险转向	(59)

十 小结	(60)
------------	------

第三部分 持续筑底的 2017 年经济以及需要关注的

七大困境	(62)
------------	------

一 持续筑底的基本逻辑:中长期传统动力源泉的 减弱带来潜在增长率的下行以及中短期周期 新因素的波动	(63)
二 2017 年需要关注的七大困境	(95)
三 小结	(109)

第四部分 债务风险是经济发展中需密切关注的

重中之重	(111)
------------	-------

一 中国债务尤其是广义政府类债务高于警戒线, 债务风险已成为重中之重	(111)
二 债务风险形成的原因和影响	(121)
三 债务危机是否能够引发中国真正意义的经济 危机	(125)
四 小结	(138)

第五部分 构建以稳增长、防债务风险为核心的宏观

调控体系	(140)
------------	-------

一 在经济下行压力不减、破解发展难题、防范 风险需要正确认识好六大问题	(141)
二 在当前经济下行压力不减以及风险防范成为 重中之重的情况下,需要构建以稳增长、防 债务风险为底线的宏观调控体系	(145)

第一部分 总论与预测^{*}

2016 年，受世界经济复苏疲弱、我国增长周期调整、产能过剩依然严重等多重因素影响，中国经济增长仍面临下行压力；但在积极的财政政策、稳健的货币政策、去库存背景下的房地产放松等政策作用下，宏观经济呈现出底部企稳迹象。前三季度经济增长 6.7%，虽然低于 2015 年全年水平，但整体呈现底部徘徊迹象。基础设施投资持续高位增长，工业企业利润增长由负转正并持续增长，居民消费价格温和上涨，工业领域通缩进一步收窄，9 月 PPI 更是由负转正；但由政府主导力量带动的经济趋稳基础并不牢固，经济运行中一些深层次的问题并没有解决，资产泡沫问题不断凸显，局部风险不断扩大，对宏观经济和民生影响甚重的房地产领域泡沫不断积聚，房地产价格暴涨；民间投资增长下滑；债务的结构性风险日益突出，尤其是非金融企业、产能过剩与局部供给不足的结构性问题依然严峻等。

基于对泡沫和风险的担忧，宏观调控基调由上半年的“稳增长”向“防风险”转变，一方面随着收紧的房地产调控再度出台，22 城市出台限购、限贷政策，将带来地产销量增速的下滑，三季度土地购置、新开工面积增速有所下降；因房地产价格上升

^{*} 本报告为中国人民大学宏观经济论坛团队集体研究成果，执笔人为毛振华、刘元春、袁海霞、张英杰。闫衍、闫文涛、杨小静、郭静静、余璐等人也对报告作出了贡献。

过快，部分城市推出新的房地产限购政策，由于房地产市场带动的实体经济的回暖正面临回落的风险。另一方面，中央政治局会议明确“货币政策要抑制资产价格泡沫和防止金融风险”，政策基调保持适度宽松；央行最新的货币政策执行报告也显示出未来对风险的防控等。综合考虑全年的情况，模型预测 2016 年经济增长 6.7%。

2017 年将是中国经济持续筑底的一年。从历史轨迹来看，2009 年一季度我国经济增速降至 6.2%，达到亚洲金融危机之后的第一次经济底部。随着刺激政策实施，经济短暂回升，自 2010 年三季度开始，经济增长从 10% 的增速基本逐季回落，截至 2016 年三季度经济增速降至 6.7%。随着中国经济“新常态”的延续，投资回报率不断降低、而债务率不断升高，经济下行的压力仍然不容小觑。未来个别年份或季度经济增速跌破 6.5% 应该是大概率的事件。那么 2017 年是否会是中国经济“不对称 W 型”的第二次底部？从中国增速的回落来看，当前正处于过去（1978—2010）年平均 10% 的高速向中高速换挡的过程，面临结构调整、动力转换、体制改革等系统性调整，经济增长回落至一个新的平衡点，即第二次底部，这个平衡点取决于多种因素。中长期来看，取决于潜在增长速度；中短期来看，则受各种周期性力量的影响，包括世界经济在 2017 年是否延续新平庸？投资需求何时触底？去产能进展如何？经济增长新动能何时能形成规模性影响等？特别是中国的债务周期是否已经濒临拐点，风险是否能够得以缓释？等等。

1. 从世界周期来看，美国经济数据喜忧参半、增长动力依然不强，欧盟除自身的结构性问题外还将受英国脱欧的进一步冲击，外需难有明显改观。

2. 从中长期来看，支撑中国过去 30 多年高增长的几大动力源泉均不同程度地减弱，全球化红利耗竭、工业化红利递减、人口红利也随着人口抚养比底部到来、刘易斯拐点出现、储蓄率的

回落而发生逆转,十三五期间经济增长潜力有所下降,潜在经济增长率的底部大概率会突破6.5%。

3. 增长动力主要还有赖于内需,而消费需求受居民收入、消费习惯等方面的因素影响,其走势相对于经济增长而言平稳;投资需求是需求变动以及经济变动的关键,更具体地说是取决于基建、房地产、制造业这三大固定资产投资的增长,行业调整周期的变化决定了房地产投资、制造业投资难以明显改善,基础设施投资增长提速的空间也有所减小;

4. 从产业发展来看,新动力难以充分替代旧动力拉动经济增长,与此同时在向服务型经济为主发展的进程中,服务业劳动生产率相对第二产业劳动生产率低的事实将制约全社会劳动生产率的提升。

5. 从经济增长的债务视角看,中国目前稳增长的路径依然是“债务—投资”驱动模式,这决定了2017年中国总体债务仍将攀升,考虑到债务期限结构,2017年年初或是需要警惕的“明斯基”时点。

6. 从政治周期来看,2017年秋季召开的十九大党代会、2018年召开的两会,政府换届或将对经济增长带来一定的波动;同时2017年也是进一步深化改革的重要一年,也是供给侧结构性改革和“十三五规划”的细则不断落地的重要一年,如果改革攻坚顺利,新的制度红利将不断释放。

7. 从房地产投资看,主要城市不断出台加码的房地产收紧政策将在一定程度上对宏观经济产生负面影响,这种政策滞后效应将在明年得到体现。

综合以上因素分析,我们认为2017年中国宏观经济仍将持续筑底,2018年或许是底部反弹的一年。依据中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型—CMAFM模型,分年度预测2016年与2017年中国宏观经济指标,如表1所示。

表 1 2016 年与 2017 年主要宏观经济指标预测

预测指标	2015	2016 (1—9 月)	2016 (预测)	2017 (预测)
1. 国内生产总值	685506.00	529971.00	735823.51	794137.6
增长率 (%)	6.90	6.70	6.70	6.50
其中：第一产业增加值	3.90	3.50	3.80	3.90
第二产业增加值	6.90	6.10	6.10	5.90
第三产业增加值	8.30	7.60	7.70	7.50
2. 全社会固定资产投资总额 (亿元)	561999.80	426906	615950.00	675081.1
增长率 (%)	9.76	8.20	9.60	9.60
社会消费品零售总额 (亿元)	300931.00	238482.00	332230.00	366120.0
增长率 (%)	10.70	10.40	10.40	10.20
3. 出口 (亿美元)	22844.21	15584.76	20730.00	21290.00
增长率 (%)	-2.80	-7.50	-8.80	-2.70
进口 (亿美元)	16810.82	11427.44	15600.00	16260.00
增长率 (%)	-14.10	-8.20	-7.10	4.20
4. 广义货币供应 (M2) 增长率 (%)	13.34	11.50	12.40	11.80
狭义货币供应 (M1) 增长率 (%)	15.20	24.70	13.70	13.50
5. 居民消费价格指数上涨率 (%)	1.40	2.00	2.00	2.10
GDP 平减指数上涨率 (%)	-0.43	0.70	0.60	1.30

具体预测指标来看：

1. 在外需持续低迷疲弱、消费增长略有趋缓、去产能调结构持续推进等综合影响下，预计 2017 年 GDP 实际增长 6.5%，比 2016 年下滑 0.2 个百分点。

2. 三大产业方面,预计三次产业分别增长 3.9%、5.9%、7.5%;随着去产能、调结构持续推进,工业生产或将进一步放缓。

3. 内需方面,作为稳增长的主力——基建投资虽然仍有增长空间,但在内需低迷、行业调整的影响下,制造业投资和房地产开发投资改善概率甚微,综合来看 2017 年固定资产投资增长 9.6% 左右;从总体来看,消费需求平稳增长的基本趋势仍未改变,但是经济和收入放缓对消费的滞后影响将继续显现,同时,缺乏实质创新、客户体验有待提高、存在监管漏洞等因素在一定程度上还会制约新兴消费动能,总体来看,消费增长将稳中趋缓,增速在 10.2% 左右。

4. 随着全球经济复苏乏力,国际大宗商品低位徘徊,汇率波动加大,外部市场需求低迷仍将延续;经济不景气导致各国利益取向的分歧凸显,贸易保护主义有所抬头,尤其是针对我国的贸易壁垒尤为突出。但是考虑到衡量全球贸易走势的波罗的海干散货指数在 2016 年达到 290 点的历史新低后,波动反弹至目前的 974 点,全球贸易市场或将有所回暖。同时考虑到基数效应,预计 2017 年进出口下滑幅度进一步收窄。

5. 虽然全球需求低迷,但大宗商品价格整体触底后低位徘徊以及在各种地缘政治的影响下,输入性价格上涨压力存在;同时考虑到国内货币存量因素,在去产能等持续推进下带来的供给减少,总体来看,消费领域价格温和上升,PPI 累计增幅有望转正。

2017 年宏观经济仍将面临七大困境,尤其是房地产泡沫加剧和债务的结构性风险进一步凸显,表明中国经济深层次的问题并未解决,反而有所深化。我们认为,2017 年面临的七大困境本质上还是由目前中国经济增长的主要路径导致的,目前“债务—投资”驱动模式仍是稳增长的主要措施。货币以银行信贷为主的债务形式投放给中央和地方的国有企业,以此开展由政府主导的大量基础设施建设、房地产投资项目,拉动经济增长的同时也带来

了资产泡沫、企业债务高企和债务率攀升等问题；债务工具的使用在经济发展中具有重要作用，适度的负债不仅能够提高资金的配置效率，而且能够促进经济增长，但如果负债过高或者配置结构不合理（期限结构、主体结构等），则会造成信用违约频发、金融机构不良贷款陡升、资产价格崩溃，最终导致金融危机的全面爆发。从目前的情况来看，无论是实体经济还是虚拟经济，投资收益率的下降和资金使用效率的降低已逐渐弱化“债务—投资”驱动模式的效用，高债务带来的高风险已成为经济稳定的巨大威胁。正如我们分析中所认为的，在中短期影响经济增长的众多周期性力量中，债务风险是影响中国经济是否发生危机的最大潜在因素，是经济运行中需密切关注的重中之重。

自2008年以来，我国总体债务规模和杠杆率持续攀升，债务风险主要集中于非金融企业部门中的国有及国有控股企业；由于隐性担保，政府尤其是地方政府债务风险超过预期，包括城投部门负债的广义政府杠杆率超过109%，如果考虑到国有企业在内的更为广义的政府负债，更是高达163.2%。从国际比较来看，我国居民部门杠杆率虽然低于美国和日本，但却高于同等发展水平国家；此外，居民部门债务扩张速度远超其他国家，并且债务结构主要是以中长期的房屋贷款为主。与美国和日本危机前的水平比较来看，我国以房贷为主要驱动的居民部门加杠杆的空间或许不大。

金融危机以来刺激政策投放的货币以及以银行体系为主的间接融资体系、资本市场的相对不健全等是债务高企的主要原因。总体上看，债务工具的使用在经济发展中具有重要作用，适度的负债不仅能够提高资金的配置效率，而且能够促进经济增长，但负债结构不合理，则会造成信用违约频发、金融机构不良贷款陡升、资产价格崩溃，最终可能导致金融危机爆发。

事实上，中国目前总体债务水平已经处于一个“临界点”。从非金融企业部门来看，总“杠杆率”水平（254.9%）已经远

远高于墨西哥比索危机前的 77.7% 和泰国在亚洲金融危机前的 188.8%，也略高于金融危机前美国的 238.5%，并接近西班牙金融与经济危机前的 262.1%。此外，从信贷扩张和信贷缺口等反映金融危机的先行指标来看，也均已经接近甚至超过各国危机前夕的数值。虽然从各国的债务周期来看，并非所有的信用扩张都会触发“费雪—债务”周期连锁反应。但处在这样一个系统性风险的临界点，虽然从目前来看，无论是债券市场违约带来的冲击，还是信贷市场融资收紧产生的负面效应仍是短暂的、非连续性的。但是由于当前国内金融体系的脆弱性及敏感性日益抬升，非预期的外部事件冲击将引发债务危机乃至经济危机。尤其是我们分析的三种债务风险传导路径相互叠加，货币政策的非预期收紧、人民币大幅贬值引发资本外逃风险以及违约风险集中释放，带来市场信心的沦丧，融资工具不能滚动，债务链条断裂，流动性枯竭，资产价格崩溃，引发“明斯基时点”，经济陷入衰退。

从当前的形势来看，在经济下行压力依然比较大的背景下，债务风险已经是经济运行中需防范的重中之重。从政府来讲，需要构建以防风险、稳增长为核心的宏观调控体系，稳定市场信心，防范债务风险演化为金融危机。

第二部分 2016 年宏观经济

——短期底部趋稳与泡沫聚集的宏观经济

2016 年，受世界经济复苏疲弱、我国增长周期调整、产能过剩依然严重等多重因素影响，中国经济增长延续趋缓态势；但在积极的财政政策、稳健适度的货币政策、去库存背景下的房地产限购放松等政策作用下，宏观经济呈现出底部企稳的迹象。前三季度 GDP 增长 6.7%，达到全年 6.5%—7% 的工作目标。基础设施投资持续高位增长，工业企业利润增长由负转正并持续增长，居民消费价格温和上涨，工业领域通缩进一步收窄，9 月当月 PPI 更是由负转正；但在政府主导力量带动的经济趋稳基础并不牢固，经济运行中一些深层次的问题并没有解决，资产泡沫问题不断凸显，局部风险不断扩大，对宏观经济和民生影响甚重的房地产领域泡沫不断积聚，房地产价格暴涨；市场性力量的民间投资增长下滑，债务的结构性风险日益突出，尤其是非金融企业、产能过剩与局部供给不足的结构性问题依然严峻等等；而事实上，随着资金的“脱实就虚”日益严重、房地产泡沫化加剧，债务风险的日益突出，宏观调控的基调逐渐由稳增长向防风险转移。

总体而言，宏观经济总体呈现以下九个特点。