



2017 中国宏观经济形势分析与预测年中报告

风险评估、政策模拟及其治理

——债务风险下的中国经济

“中国宏观经济形势分析与预测”课题组 著
上海财经大学高等研究院

2017 中国宏观经济形势分析与预测年中报告

风险评估、政策模拟及其治理

——债务风险下的中国经济

“中国宏观经济形势分析与预测”课题组 著
上海财经大学高等研究院

图书在版编目(CIP)数据

2017 中国宏观经济形势分析与预测年中报告:风险评估、政策模拟及其治理:债务风险下的中国经济/“中国宏观经济形势分析与预测”课题组,上海财经大学高等研究院著. —上海:上海财经大学出版社,2017. 8

ISBN 978-7-5642-2814-9/F · 2814

I. ①2… II. ①中…②上… III. ①中国经济-宏观经济形势-经济分析-研究报告-2017②中国经济-宏观经济形势-经济预测-研究报告-2017
IV. ①F12

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 195494 号

□ 责任编辑 陈 明

□ 封面设计 张克瑶

2017 ZHONGGUO HONGGUAN JINGJI XINGSHI FENXI YU YUCE NIANZHONG BAOGAO

2017 中国宏观经济形势分析与预测年中报告

风险评估、政策模拟及其治理

——债务风险下的中国经济

“中国宏观经济形势分析与预测”课题组 著
上海财经大学高等研究院

上海财经大学出版社出版发行
(上海市中山北一路 369 号 邮编 200083)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海华教印务有限公司印刷装订

2017 年 8 月第 1 版 2017 年 8 月第 1 次印刷

710mm×1000mm 1/16(插页:1) 10 印张 153 千字
定价:36.00 元



课题组

(成员简介见附录)

负责人 田国强
首席顾问 盛松成
首席专家 黄晓东

成 员 陈旭东 陈媛媛
(按姓氏拼音排序) 梁 润 林立国
宁 磊 王玉琴
巫厚玮 吴化斌
杨轶波 赵 琳
朱 梅

本报告联系人 陈旭东

(021-65903125, chen.xudong@mail.shufe.edu.cn)

序

作为一所成立于 2006 年的高端智库平台,上海财经大学高等研究院(Institute for Advanced Research, IAR)早在 2008 年就开始关注中国宏观经济的发展。当时,面对世界经济金融危机的已有和潜在冲击,我和黄晓东教授于当年 5 月合写了《治理通货膨胀,更要警惕经济大幅下滑风险——关于解决扩大内需和抑制通货膨胀两难的政策建议》,建议政府注意经济大幅下滑风险,并提出了“慎紧缩、稳股市、拉两头、控中间、停升值、缓提价”18 字综合治理方针,报告被递交中央有关部门和上海市政府,其前瞻性和科学性也为随后几个月经济发展形势所验证。2009 年,鉴于对宏观经济分析和预测重要性的充分认知,高等研究院发起成立了中国宏观经济研究中心,中心设置“中国宏观经济形势分析与预测”课题组,面向海内外招聘专职研究员,并在当年发布了课题组首份政策建议报告——《当前世界和中国经济面临的形势、问题及其对策》。

课题组成立的初衷在于以一种开放式的科研组织模式,凝聚海内外相关研究力量,对中国宏观经济进行长期跟踪研究。基于中西合璧、优化整合的方针,中国宏观经济研究中心组建了阵容强大的课题组成员团队,包括高等研究院常务副院长、项目组首席专家、美国 Vanderbilt 大学经济学终身教授,曾任美联储堪萨斯分行高级经济学家、美联储费城分行经济顾问黄晓东教授,原中国人民银行调查统计司司长、现中国人民银行参事、项目组首席顾问盛松成博士,以及十多位获得国内外顶尖大学经济学高级研究人员。与此同时,高等研究院下设数据调研中心、人口流动与劳动力市场研究中心、卫生经济与老龄化研究中心等十多个中心也

将从不同方面为本项目提供研究支持。

经过 8 年打造,我们构建了独具特色的、兼具国情和国际经验的中国经济量化准结构模型。国内的宏观预测模型基本是照搬国际上通常采用的模型,这有较大问题。国际适用模型只关注短期,不关心长期;只关注发展,不关心转型、不关心改革、不关心体制和治理结构;只定量,不定性。而我们的目标是打造适应中国国情的亚洲最大宏观经济预测模型,为此课题组从 2009 年成立开始,一直潜心进行结构性模型构建和研究员培养。近八九年来,我们投入了大量人力、物力和财力在“中国宏观经济形势分析与预测”模型研究上。2009 年从组成第一批团队开始培训,团队成员主要是上海财经大学高等研究院引进的海归老师、本土老师、博士后和自己培养的博士生,培训是以讲课的形式开始。目前的研究团队已经纳入了第五批成员,并且还在根据研究需要进一步扩大团队规模、均衡团队结构。上海财经大学高等研究院作为一所高校的二级科研机构,采取的是“小米加步枪打天下”的做法在推进,这肯定是远远不够的,所以我们高度期待与政府有关部门和社会有关方面的合作支持。

目前,课题组已初步构建上海财经大学高等研究院中国宏观经济预测模型(IAR-CMM Model),采用国际前沿、国内较为独特的基于准结构模型的情境分析(Alternative Scenario Analyses)和政策模拟(Policy Simulations)方法,在对统计数据和经济信息充分收集、进行科学鉴别校正的基础上,对中国宏观经济最新形势进行严谨的分析,对未来发展趋势进行客观的预测,为政府、企业及社会各界提供有参考价值的经济洞见、政策对策及长期治理建议,推动中国经济的长期稳定增长和可持续发展以及国家治理能力和治理体系的现代化。

具体而言,我们的中国宏观经济预测模型研究具有以下六大独特性:

一是兼具中国特色和国际经验量化准结构经济模型。直接照搬成熟市场国家的宏观经济模型(如 FRB/US 模型)有可能会带来严重负面后果,必须进行本土化处理(如对方程及系数进行大量的调整)。我们的中国宏观经济预测模型框架有几个板块,每个板块都是一个结构性模型,每个板块对接的时候会把其他板块的结论嵌入,相当于找到了多个不动点。因此可以说,我们找到了中国宏观经济的一个宏观总体均衡。

二是短期政策模拟和中长期改革治理分析相结合。我们的模型既考

虑趋势性和周期性因素的交互叠加和相互作用,也关注转型过程中制度性、结构性因素的制约,以及它们在改革向纵深推进过程中的演变。

三是理论、历史比较和量化分析三个维度相结合。我们的模型既注重定性分析,也注重定量分析。基于严谨的经济理论逻辑判断,我们的模型既着眼于深度的历史视角和广袤的横向比较,又立足于科学的微宏观数据的收集整理和去伪存真,构建独特的中国经济量化准结构性模型进行运算检验。

四是基准预测、情景分析和各种政策模拟相结合。基准情形是我们判断的最大概率事件。情景分析则特别关注后果可能相对比较严重的较小概率事件,给出条件概率分部的区间而不是单点估计。政策模拟既具有全局观,也着眼于防范和规避“黑天鹅事件”(如在当前形势下的系统性金融风险)。

五是总量分析、经济结构和体制转型分析相结合。我们的模型既对加总的要素投入(劳动力、资本、土地等)和全要素生产率(Total Factor Productivity, TFP)的增长趋势进行分析,进而做出判断,也考虑结构转型的贡献:劳动力自农业向非农业流动(土地、户籍制度改革)、部门和地区之间的要素配置效率(国企深化改革)、投资和出口拉动向消费和服务转型(金融服务改革开放)、供给侧结构性改革。

六是宏观经济分析建立在微观经济分析的基础上。我们的模型将对中国经济的研究建立在微观经济分析的基础上。中国经济问题如果单单只看宏观面,往往难以掌握问题的实质所在,需要深入观察和研究微观层面的问题,实现宏观和微观视角的结合。

作为课题组的成果体现形式之一,《中国宏观经济形势分析与预测报告》最初每年年底发布;随着模型的不断完善和研究力量的不断壮大,自2015年起年中和年末各发布一次;从2016年开始以季度为发布频率,一年四期。报告成果多次得到中央和地方有关领导的批示采纳,由新华社、中国新闻社以及《人民日报》《光明日报》《解放日报》等重要权威媒体进行广泛聚焦报道,产生了良好的社会影响,在咨政启民等方面发挥了巨大的作用。

2017年7月5日,课题组主办以“债务风险下的中国经济:改革、发展与治理”为主题的“2017年中国宏观经济形势分析与预测年中报告暨

高峰论坛”。中国人民银行参事、原调查统计司司长、项目组首席顾问盛松成，财政部政策研究室副主任项中新，财政部政策研究室经济处处长姜大峪，光大证券首席风险官、国家千人计划专家王勇，平安证券副所长兼银行业首席分析师励雅敏，南方基金上海分公司总经理张征，上海昶元投资管理有限公司总经理张秋等嘉宾应邀参会，上海财经大学副校长蒋传海致欢迎辞，来自政府、高校、科研院所、各类金融机构及媒体的各行各业听众参加了论坛。会场互动频繁、气氛热烈，会议还通过网络平台向海内外进行了视频直播。

本书为此次会议所发布的报告，凝聚了课题组成员包括研究助理的集体智慧。尤其是在首席专家黄晓东教授的领导和指导之下，大家分工合作、研讨砥砺、彼此启发，为此付出了很多的心血和努力，特别是到了报告撰写的后期，讨论的频率、每次讨论的时长及随后对报告的修订工作都是高强度的。同时，本报告也充分吸取了论坛点评嘉宾的部分意见和建议，在此一并致谢。很高兴这本书的出版使得大家的付出有了收获，同时也希望通过本书的出版，能够为更多关注中国经济发展的各界人士从专业视角、科学模式领域解读中国宏观经济的发展情况提供启迪。

田国强

2017年7月

项目概览

上海财经大学高等研究院 2009 年发起成立“中国宏观经济形势分析与预测”课题组,旨在以一种开放式的科研组织模式,凝聚海内外相关研究力量,对中国宏观经济进行长期跟踪研究,定期发布《中国宏观经济形势分析与预测报告》,为政府、企业及社会各界提供有参考价值的经济洞见、政策对策及长期治理建议,推动中国经济的长期稳定增长和可持续发展以及国家治理能力和治理体系的现代化。

基于中西合璧、优化整合的方针,高等研究院依托中国宏观经济研究中心组建了阵容强大的课题组成员团队,包括 2 位现任或曾任美联储高级经济学家的国际资深专家、10 多位获得国际国内顶尖大学博士的高级研究人员,并聘请 1 位中国人民银行参事作为首席顾问。与此同时,高等研究院下设数据调研中心、人口流动与劳动力市场研究中心、卫生经济与老龄化研究中心等,这十多个中心也将从不同方面为本项目提供研究支持。

作为课题组的成果体现形式之一,《中国宏观经济形势分析与预测报告》力求体现三大特点:一是聚焦中国宏观经济中面临的重大热点、难点问题;二是基于扎实的数据采集整理和严谨的计量经济分析;三是给出不同情景下的经济预测与短期政策应对和针对某个方面或领域给出长期治理建议,实现短期对策与中长期治理互动互补、有机结合。这些特点使得《中国宏观经济形势分析与预测报告》具有相当的科学性:既注重统计、计量的量化分析,同时也注重内在逻辑的学理分析及历史视野的比较分析。目前每年以季度为频率出版,一年四期。

目前,课题组已构建上海财经大学高等研究院中国宏观经济预测模型(IAR-CMM Model)。本报告采取了国际前沿、国内较为独特的基于准结构模型的情境分析(Alternative Scenario Analysis)和政策模拟(Policy Simulations)方法,在对统计数据和经济信息充分收集和进行科学鉴别校正的基础上,对中国宏观经济最新形势进行严谨的分析,对未来发展趋势进行客观的预测,并提供各种政策情景模拟结果供决策参考。

课题组竭诚欢迎社会各界与我们开展合作交流,共同推动中国宏观经济研究的发展与中国宏观经济的持续繁荣!

摘 要

2017年年初以来,中国经济在一些指标上呈现向好的态势,完成全年经济增长目标是大概率事件,但是一些先行指标如PMI等也显示经济下行风险犹存,金融脱实向虚、脱实成虚的现象和问题尚未得到有效根治,同时债务风险尽管尚在可控范围之内,但债务结构性非均衡发展也值得重视,这些都将给实体经济的可持续发展带来挑战。基于对过去几年和当前中国宏观经济形势的考察,课题组认为,尽管地方政府债务和企业债务是大家比较关注的,且也是非常重要的风险源,但是家庭债务的持续攀升和流动性制约恶化也不容忽视。据课题组测算,2012年到2014年间因为受流动性约束压力的增加,造成GDP年均减少1.18个百分点,其中城市家庭贡献为0.45个百分点。因此,中国也要高度重视家庭债务居高不下的问题,当然这个问题需要放到中国经济的结构性和制度性体系中考量。

课题组认为,在当前中国正处于经济发展驱动转型与国家治理现代化的关键阶段,有必要反思过去这几年中国经济持续过快下滑的原因所在。项目组总负责人田国强教授及其合作者早在两年前就分析可归因于五重原因叠加:要素驱动红利衰竭,政府主导动力枯竭,过剩的国企产能挤压民营经济的发展方式不具有可持续性,再加上地方政府施政过程中出现的不作为问题,以及对于“新常态”理解的偏误。观照当下,这五重原因仍然存在,没有从根源上解决,中国经济发展中的结构性和制度性问题还没有解决甚至恶化,导致民间投资信心不足及当前中国实体经济发展面临困境。五重原因可进一步归纳为三个结构性失衡:经济结构失衡(需

求、产业、市场结构失衡,转型驱动发展滞后)、体制结构失衡(重政府轻市场、重国富轻民富、重发展轻服务,发展逻辑错位)、治理结构失衡(贫富差距、社会伦理、生态环境、中央决议和决策与地方/部门执行落差大,治理逻辑失灵)。

面向 2017 年下半年和未来一个时期,课题组仍然一如既往地认为和特别强调需要充分认识到经济可持续增长与发展不能单靠短期政策刺激,因为这无法从根本上解决经济发展和改革中深层次动力机制问题。如项目组总负责人田国强教授 2016 年 12 月 12 日在中央电视台《新闻联播》的“新的改革、新的跨越——供给侧结构性改革:转型升级新方略”的专题报道中接受央视记者采访时所表示的那样:“从长期发展来看,标本兼治的任务是经济体制的改革、制度供给的改革、能不能够让市场发挥决定性作用的改革。”如果坚定不移地深化市场化改革,渐进有序的经济自由化、市场化和民营化改革有实质性的进展,让经济结构、体制结构和治理结构的三大失衡得到有效改善和解决,社会和民间特别是民营经济的信心就会有大的提振,那么中国经济仍有望真正实现稳中求进和长远可持续发展。

具体来说,项目组对不同情景下(包括受流动性约束家庭比例增速的不同情景)的经济预测与短期政策应对和中长期治理,有如下主要结果和观点。

课题组基于 IAR-CMM 宏观经济预测模型的情景分析和政策模拟进行了各种量化分析。在基准情景下,预测 2017 年全年实际 GDP 增速约为 6.75%,而经校正后的 GDP 增速约为 6.49%;CPI 增长 1.7%,PPI 增长 5.0%,消费增长 10.5%,投资增长 8.3%,出口增长 8.0%,进口增长 14.9%,年内人民币兑美元汇率将会收在 6.85 CNY/USD。

此外,课题组还基于以下四种情景进行了预测:

(1)悲观情景 1——2017 年我国房地产投资增长低于基准 3 个百分点,制造业投资增长低于基准 2 个百分点,使得全年投资增长低于基准 1.5 个百分点;导致全年实际 GDP 增长 6.4%,校正 GDP 增速为 6.1%;

(2)保守悲观情景 1——2017 年我国房地产投资增长低于基准 2 个百分点,制造业投资增长低于基准 1 个百分点,使得全年投资增长低于基准 0.9 个百分点;导致全年实际 GDP 增长 6.6%,校正 GDP 增速为

6.32%；

(3)悲观情景 2——2017 年受流动性约束家庭比例增速加快，为 2012 年至 2014 年的变动速度 9.6%；导致全年实际 GDP 增长 6.3%，校正 GDP 增速为 5.98%；

(4)保守悲观情景 2——2017 年受流动性约束家庭比例增速平稳，为 2010 年至 2014 年的变动速度 6.8%；导致全年实际 GDP 增长 6.4%，校正 GDP 增速为 6.1%。

结合短中长期的视角来看，课题组对中国如何通过深化改革进一步振兴实体经济，促进经济可持续增长，有以下主要观点：

第一，中国经济要实现稳中有进，实现又好又快发展，同时使居民收入不断提高，就必须扭转实体经济下行趋势，这需要解决两个关键性的问题：一是要提高资源配置效率；二是要激发创新力。前者可让实际增长率接近潜在增长率，后者可不断提升潜在增长率或延缓其下滑，两者都会让生产率提升。而这又都需要市场化改革的推进，如此才能不断收获增长红利。当前中国经济持续下行有一定周期性的原因，但更多是来自于自身经济结构的问题。除了这两个原因外，中国作为一个转型经济体，更面临着发展驱动和经济体制双转型滞后的问题，这才是导致中国实际经济增长低于潜在经济增长和潜在增长率不能大幅提高（创新能力不足）的更为关键的基本、基础制度性根源。如何通过制度变革实现从要素驱动向效率驱动、创新驱动的转变是突破增长瓶颈的关键。

第二，与改革开放之初相比，中国发展和改革尽管所需应对和解决的具体问题已经出现很大变化，但面临的根本性问题还是非常具有一致性，其改革的经济学逻辑出发点没有变。任何社会现象归根结底都产生于下面两个最大的客观现实：一是个体自利性。无论是哪个层面，在通常情况下个体都是逐利的。若只有这个客观现实约束条件也好办，甚至计划经济运行良好都有可能。二是信息不对称。个体间信息往往是不完备、非对称的，这也是集中计划经济和政府过度干预之所以搞不好的根本原因。由于这两大客观现实没有特殊国情，所应有的基本经济制度环境应该相同，比如采用市场经济制度，中国也不例外，否则效率和创新及其相应措施都无法得到根本性解决。

第三，市场经济制度在解决信息有效性、激励相容性及其资源配置效

率方面具有天然优势,创新和企业家精神的确立也依赖于基本制度的选择。中国实体经济发展困境背后的深层次根源是制度原因,这才是关键,是决定性的因素。在中国,政府与市场、政府与社会之间的治理边界尚未得到合理界定,市场在资源配置中的决定性作用、民营经济的主要作用远未得到充分发挥,政府的更好作用而不是更多作用也有所欠缺,使得原有经济发展方式不具可持续性。在中国从政府主导型经济向市场决定型经济转变的这个过渡阶段中,政府的不作为、慢作为、乱作为又使得经济增长过快过大地偏离潜在增长率。与此同时,潜在经济增长率的释放,要通过从要素驱动向效率驱动、创新驱动的转变,以及从经济自由化向市场化、民营化的深层次制度改革来实现。

第四,市场化改革千头万绪,下一步的重点改革方向至少有三个——民营经济对待同等化、金融市场开放一体化、土地要素流转市场化。这三点其实都跟政府与市场在资源配置中究竟应该分别发挥怎样的作用这条主线有关,涉及如何合理界定政府与市场之间的治理边界。其要旨还是进一步深化市场导向的改革,将政府最基本的作用和职能尽量限定在“维护”和“服务”上,也就是制定基本规则和保障社会秩序稳定,以及供给公共产品和服务,充分发挥市场在资源配置中的决定性作用和更好而不是更多地发挥政府的作用,促进中国从政府主导型经济转向市场决定型经济,为中国从要素驱动转向效率驱动、创新驱动提供制度基础。

课题组认为,供给侧结构性改革的首要任务应是体制机制的改革及其改革落地的执行力问题。只有改革真正到位,才能不断提高资源配置效率使之实际增长率接近潜在增长率和推高潜在增长率。课题组经过严谨地实证分析也表明,市场化改革对缩小实际增长率与潜在增长率的落差及提升潜在增长率的作用非常明显,尤其是若城乡改革和国企改革等制度性改革均能在短期内有效执行且政策应对恰当,同时非国有部门的TFP重回2008年这一轮全球经济金融危机前的趋势,那么在纯理想状态下,“十三五”期间经济的平均潜在增长率甚至有可能会超过9%。不过,这都需要以市场化、法治化的结构性改革来同步解决做什么、谁去做、怎么做的问题,坚定不移地继续推行松绑放权 and 市场化制度性改革,正确处理政府与市场、政府与社会之间的关系,以此形成有限政府和有效市场。只有这样,才能让中共中央十八届三中、四中、五中、六中全会关于

“四个全面”的综合、整体、深化改革的纲领性决议文件精神得到真正有效执行和落地,才可能实现十八大以来中央提出的各项宏伟目标,达到长治久安,实现民族伟大复兴梦。

关键词:宏观经济预测 政策模拟 情景分析 长期治理

目 录

序/1

项目概览/1

摘要/1

概述/1

- 一、经济走势及主要问题/2
- 二、主要指标预测及政策模拟/6
- 三、提升效率和激发创新力关键在改革/9
- 四、深化市场化改革可从三个方面着手/11

第一章 中国宏观经济发展的即期特征与主要风险/14

- 一、2017年以来中国宏观经济发展呈现的主要特征/14
 - (一)工业企业利润回升速度放缓/14
 - (二)消费短期稳定,下行压力犹存/17
 - (三)投资回暖基础不牢,未来下行压力增加/22
 - (四)进出口增速双双回暖,贸易差额有所下降/27
 - (五)人民币汇率和外储实现了双稳定/36
 - (六)M1和M2增速下降,但“剪刀差”仍难收敛/41
 - (七)劳动力市场供求情况出现明显好转,整体状况得到改善/47
- 二、中国宏观经济下一步发展面临的内部主要风险/54
 - (一)通缩压力依然存在/54
 - (二)企业杠杆率高企,潜在风险不容忽视/59
 - (三)地方政府债务风险仍然不能忽视/63
 - (四)新增贷款中房贷占比连续下降,但总量继续膨胀,已成为中国经济继续增长的隐患/69

(五) 国有四大行对银行系统的稳定作用正在减弱/85

三、中国宏观经济下一步发展面临的外部主要风险/90

(一) 美国经济持续复苏, 货币政策收紧步伐加快/92

(二) 欧盟经济整体改善但仍存在不确定因素/93

(三) 日本经济逐步复苏但基础不稳/94

(四) 新兴经济体整体增长但仍存分化/95

第二章 基准条件下 2017 年中国主要经济指标增速预测/96

第三章 不同情景下的主要经济指标预测及其政策应对/100

一、不同情景下的经济预测与政策应对/100

(一) 制造业与房地产投资增速下滑快于预期/101

(二) 流动性约束对经济增速的影响/102

二、不同情景分析基础上的政策力度选项/104

(一) 货币政策力度需求/106

(二) 财政政策力度需求/106

(三) 短期经济政策选项可能对经济造成长期副作用/107

第四章 改革和创新: 缩小经济潜在和实际增长率落差的关键/109

一、国有和非国有部门的效率差异/110

(一) 非农经济中国有和非国有部门的划分/110

(二) 国有和非国有部门的 TFP 差异/114

二、国有部门的扭曲和非农 TFP/115

(一) 垄断楔值/115

(二) 工资溢价/117

(三) 就业规模/118

(四) 国有部门扭曲和非农 TFP 的关系/119

(五) 我国非金融企业间金融资源错配/120

三、长期均衡路径和潜在增长率/123

(一) 情景设计/124

(二) 结果分析/126