

主编:管益忻
常务副主编:启文
副主编:白卫星
学术支持:
齐桓仲父大战略研究院
清华大学新经济与新产业研究中心
中央财经大学中国改革和发展研究院

学术顾问:
巴曙松 蔡继明 陈东琪 陈全生 程恩富 迟福林 戴园晨 范恒山 樊 纲 高尚全 顾海兵 葛志荣 贺茂之 洪银兴 黄范章 贾 康 江春泽 金 碚 李成勋 李江帆 李京文 李维安 李新泰 刘诗白 刘 伟 任玉岭 宋洪远 宋守信 宋养琰 谭崇台 王东京 卫兴华 魏 杰 吴 澄 徐长友 晏智杰 杨家庆 杨启先 张国有 张曙光 张晓仙 张卓元 赵人伟 郑新立 朱铁臻 周叔莲 周天勇 邹东涛

第 264 期 (总第 370 期) 2018 年 8 月 20 日 星期一 投稿邮箱:jixzb@163.com 本刊订阅方法: 网易“云阅读”搜索“经济学家周报”即可订阅。 本报所刊载文章系作者观点, 均不代表本报意见

当前宏观经济形势分析和六点政策建议

刘俏

1. 上半年宏观经济形势简述

先看几组数字。
2018 年上半年 GDP 增长 6.8%, 比去年同期略低 0.1 个百分点, 实际增长平稳。但 GDP 平减指数显著下滑, 名义 GDP 增速回落到 9.8%, 为最近 6 个季度以来首次在 10% 以下。受资产价格缩水带来的逆财富效应的影响, 7 月消费增速较 6 月有所回落, 1-7 月份消费增长 9.3%, 增速回落到低位, 低于去年同期, 其中 5 月单月增速 8.5%, 为十五年来最低。
投资增速持续走低, 1-7 月份固定资产投资增长 5.5%, 比 1-6 月的 6% 低了 0.5 个百分点, 再创有数据以来最低值。其中, 7 月份固定资产投资只增长了 0.43%。投资下滑主要是由于金融去杠杆导致地方政府和国企资金紧张, 拖累基础设施建设和国有企业投资增长。1-7 月基础设施投资同比增长 5.7%, 跟上半年的增速相比回落了 1.6 个百分点。1-7 月份, 国有企业投资同比增长为 1.5%, 下滑明显。但值得注意的是, 1-7 月, 全国房地产开发投资同比增长 10.2%, 全国商品房销售额增加了 14.4%。
工业方面, 1-7 月份工业生产相对平稳, 工业增加值增长 6.6%, 继 6 月份工业产出增速下滑至 6% 后, 7 月份工业增加值的增速并无提升, 仍为 6%, 低于市场预期。另外一个让人忧虑的变化是 7 月份的城镇调查失业率明显上升, 从 6 月份的 4.8% 增加到 5.1%。失业率的上升反映出实体经济活力不足。
实体经济下行, 在一定程度上与金融部门快速去杠杆和严监管有关。7 月份社融总量的增量为 1.04 万亿, 比去年同期少 1242 亿元, 1-7 月, 社融存量的增速已经跌到 10.3%。社融规模的增量明显逊于预期。7 月份广义货币 M2 同比增长 8.5%, 比 6 月份多了 0.5 个百分点, 但比去年同期仍低 0.4 个百分点。狭义货币(M1)余额 53.66 万亿元, 同比增长 5.1%, 增速分别比上月末和上年同期低 1.5 个和 10.2 个百分点。7 月份人民币贷款增加 1.45 万亿元, 同比多增 6278 亿元, 低于 6 月份的 1.84 万亿。7 月份银行间同业拆借利率仍处低位, 反映出银行间流动性得到了缓解。总体来说, 1-7 月份, 基础货币保持了稳定增长, 银行间

流动性较为充裕, 但实体经济流动性明显偏紧, 尤其是对中小企业。

金融系统去杠杆叠加中美贸易摩擦, 再加上对实体经济下行的预期, 导致投资者对市场普遍担忧, 金融市场加剧波动。今年上半年上证股票总市值下降超过 3 万亿, A 股股指下跌 14.4%。随着贸易战不断升级, 导致人民币跌幅显著扩大, 6 月当月人民币兑美元汇率出现历史最大跌幅。7 月份, 出于对贸易摩擦不确定性的担忧, 进出口前移, 进出口总值增加 12.5%。7 月末, 外汇储备余额 31179 亿美元。金融市场价格波动的加剧, 很大程度上是市场信心不足的反应。

今年 1-7 月份税收收入 107709 亿元, 同比增长 14%; 其中, 个人所得税为 9225 亿元, 同比增长达 20.6%; 上半年国有土地出让收入 3.15 万亿, 比去年同期增加 35%。财政收入增长情况良好, 但财政支出方面空间尚存。提升财政支出的效率, 通过更为有效的公共服务(医疗、教育、城市公共设施服务体系等)来提升投资率并调节消费不平等, 政策意义更大。

总之, 1-7 月经济数据显示实体经济下行压力很大。另外, 表外融资的收缩对实体经济的债务滚存提出了挑战, 若社会融资总量不足的局面不能改观, 信用风险料会进一步上升。这一切, 叠加中美贸易摩擦和固定资产投资增长乏力, 今年经济下行压力预计还会加大。

2. 中国经济的结构性问题和宏观政策

在实施方面受到的制约:

今年 1-7 月份的宏观经济形势, 除了中美贸易摩擦这一新增不确定性因素外, 也折射了中国经济的结构性问题和宏观政策在实施方面受到的制约。

在经济高速增长时期, 我们的经济增长主要依赖投资拉动和要素驱动。随着我国工业化进程的几近完成和高速增长阶段的结束, 投资资本收益率开始下降。以与投资资本收益率密切相关的全要素生产率(total factor productivity, 简称 TFP)为例, 最近六年 TFP 的年均增长速度已从改革开放最初三十年的 4% 降到 2% 左右。上市公司是另外一个例子。1998 年-2017 年这二十年间, 中国上市公司平均的投

资资本收益率只是 3%, 远远低于美国同期的 11%。当投资资本收益率不足时, 为了完成较高的增长目标, 只有靠提高投资率。最近几年, 房地产投资和基础设施投资成为稳增长的重要手段即为明证。在这种经济增长逻辑下, 中国经济对融资的依赖度不断加强。但是当宏观政策对经济增长的边际作用变得疲弱, 大量资金流向投资回报并不高的行业、企业或项目时, 宽松的货币或财政政策最终会体现为杠杆率的上升, 而不是对实体经济支持力度的上升。

现阶段宏观政策目标是在防范金融系统性风险和去杠杆的同时稳增长与就业。当投资资本收益率不高时, 多重政策目标很难兼顾。具体反映为稳增长主要靠以债务来驱动的投资, 客观上造成杠杆居高不下。实现中国经济从高速增长向高质量发展的转型的核心要义因而重新塑造中国经济的微观基础, 提升企业层面的投资资本收益率, 进而提高整个中国经济发展的资本使用效率, 最终降低发展过程中对杠杆的依赖。

3. 政策建议

1-7 月份的宏观经济形势反映出市场、投资者和消费者信心不足。同时, 中国经济投资资本收益不高的痼疾依旧存在。在投资效率不高, 经济增长新动能不足的情况下, 稳增长容易回到传统的经济增长逻辑——提升投资率。这也是市场普遍对宽松的财政政策和货币政策普遍期待的原因。虽然下一阶段, 定向的、结构性的信贷政策, 积极配合的财政政策可能会在短期内起到促进增长的作用, 然而, 如上所述, 现阶段宏观政策的边际作用在减弱。回到传统政策制定逻辑对稳增长有帮助, 但有可能使得结构性问题更趋恶化。因此, 政策制定的出发点应该放在提升信心并促进消费, 提升企业和地方政府的投资资本收益率和重塑经济高质量发展的微观基础。为此, 我们需要短期、中期和长期举措搭配得当的政策组合, 具体如下:

减税降费。6-7 月份信贷虽宽, 但信用仍紧, 说明货币政策的空间极其有限。财政政策相较而言有更大空间。降费减税能够增加消费意愿和投资意愿, 提升企业盈利表现(投资资本收益率), 提升消费者和企业信心。1-7 月份, 个人

所得税占整个一般公共预算收入的比例只有 8% 不到。大幅简化并降低所得税率, 对财政收入的影响其实有限, 但这对提升信心会有显著作用。企业所得税方面, 建议大幅削减企业增值税, 真正减轻企业税负, 提升企业效益, 促进创新创业, 全面改善经济微观基础。经济生活的微观单位有活力, 是稳增长和就业的关键。

大幅提升公务员、科技人员和医护人员等工资。目前房地产价格居高不下, 家庭杠杆不断上升, 不利于消费升级(6 月份居民户中长期贷款新增约 4600 亿元, 较前几个月明显放量, 为年内第二高, 显示地产按揭贷款投放有所增加, 房地产对居民消费已经形成挤出效应)。提升消费最好的方法是增加消费主体的收入。

提升研发的 GDP 占比。重新塑造中国经济的微观基础依靠创新和企业家精神。研发是重中之重。目前, 我国研发的 GDP 占比是 2%, 已经达到发达国家的平均水平, 绝对量上也居全球第二。但是 2% 的研发占比仍低于美国和日本的 3%, 以色列和韩国的 4%。而且, 我国研发“研”明显弱于“发”。可否作为一个政策目标明确十四五期间研发的 GDP 占比达到 3%, 至 2035 年这一目标达到 4%?

适时推出标准化 REITs。高房价很大程度上也是导致金融系统性风险累积的重要原因。我国目前总债务中近半数与房地产市场相关。房地产很大程度上绑架了中国经济, 限制了可实施的经济政策的空间。中国房地产市场最大的问题是没有一个定价的“锚”。发展租赁住房市场, 形成市场化的、反映供需关系的租金价格, 能为房地产市场找到理性的定价水平。这也符合去年中央经济工作会议提出的“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”的精神。目前, 在中国推出以租赁住房、商业地产和基础设施资产为底层资产的不动产信托投资基金(REITs)的条件已经成熟。与之相关的金融产品和金融创新, 不仅直接服务实体经济, 帮助解决房地产市场结构性的痼疾, 也是房地产健康发展长效机制的一部分; 推出 REITs, 尤其是公募 REITs, 还可以盘活各类存量经营性不动产, 降低政府和企业的财务杠杆, 化解信贷市场的期限错配和高杠杆风

险; 建设 REITs 市场, 能为 PPP 及基础设施投资提供可行的金融战略, 为区域经济发展提供了金融新思路; 此外, REITs 能够丰富资本市场工具, 减缓中国金融体系中直接融资比例偏低的问题, 提高金融系统的风险分散能力。

推出 IPO 注册制并坚决执行市场化的退市制度。中国资本市场最大问题在于缺乏优质的上市公司。我们的分析显示 1998 年至 2017 年这 20 年间, 中国 A 股市场上上市公司平均的投资资本收益率只在 3-4% 之间, 远低于美国上市公司过去一百年平均 10% 的水平。中国经济的微观基础(企业)的资本使用效率还有很大的提升空间。我们需要一个能够识别、培育优质上市公司的资本市场。改革企业上市制度和退市制度, 推出 IPO 注册制并坚决执行市场化的退市制度, 有利于营造良好的市场和监管氛围, 提升上市公司的质量。

建立地方政府金融体系。中国发展模式很重要的一个特点是地方政府在经济增长中扮演重要角色, 但是地方政府的成长主义倾向也带来庞大的地方债务, 大量的低效投资, 和环境的恶化。地方政府债务已经成为中国金融体系的重重大风险点。短期内实施积极的财政政策去提升基础设施投资, 可以通过加快 1.35 万亿的地方政府专项债券的发行和使用来实现。但是, 如果缺乏配套机制, 地方债券的发行和使用可能又将回到传统增长逻辑的老路上。我们的研究显示, 投资效率低的地方往往面临比较高的地方政府债务率。中国地方政府债务问题不是规模问题, 而是资金使用效率问题。为了化解地方政府债务风险, 我们需要建立一个以市场为基础的地方政府金融体系, 提高地方政府的投资效率。未来, 为地方政府编制完整的资产负债表和财政收入支出表, 引入市场机制, 建立政府信用评级体系, 并以信用评级为基础, 形成地方政府债券的定价基础, 考核地方政府官员的政绩, 以此改变地方政府的投融资模式和绩效考核模式。(作者简介: 北京大学光华管理学院院长, 金融学教授、博士生导师。他于 2013 年获得国家自然科学基金杰出青年奖, 2014 年入选教育部长江学者特聘教授, 2017 年担任中国证监会第十七届发审委委员。)

山大北京海泰讲坛第一季开讲: 中国文化产业发展前景展望

邓景军

8 月 12 日, 山大北京“海泰讲坛”第一季在北京研究院开讲, 由 1988 级哲学系校友、清大文产(北京)规划研究院李季院长做主旨演讲。本次活动由山大北京校友会、校友商会文产文创俱乐部发起并联合洞见学院、中国文化产业园区联盟主办。著名经济学家、《经济学家周报》主编、齐桓仲父大战略研究院院长管益忻教授(原中央军委办公厅理论秘书)作为特邀嘉宾受邀出席并做了精彩点评。

首先, 李季院长以《中国文化产业发展前景》为主旨演讲, 从当前中美贸易战入手, 分别从实体经济发展挑战、新兴产业趋势以及中国文创产业发展潜力等方面进行了深度的剖析, 并结合清大研究院自身多年发展经验分享了很多独到的见解和数百个全球案例。李院长演讲全程金句不断, 几百页的 PPT 数据信手拈来, 全球视野的超级干货让校友来宾直呼过瘾。他就这样回答了几乎所有文创市场关注的热点, 比如中美新兴产业竞争, 人才争夺战、未来城市群、消费升级等诸多文旅产业话题解释了解释了个遍。

讲坛期间, 黄望莹女士携主创团队对自己的文创影视项目《了不起的熊猫》进行了路演推介, 声情并茂地介绍了项目缘起、剧本梗概、角色逻辑、投资回报等方面, 影视动漫投资人和参会校友点评之后, 项目总策划姚明玉先生就项目初衷做了补充说明, 参会校友嘉宾对于这一传统文化项目反响强烈, 积极互动, 给与了很多合理化建议。

最后, 在诸多校友的见证下, 清大文产(北京)规划研究院与北京清华创投签署了战略合作协议。

本次讲坛由北京校友会秘书处邓景军主持, 视频直播由凤岐茶社全程同步支持。中国文化产业园区联盟现任轮值主席薛义先生、联盟秘书长张合军先生、北京清华创投董事长姚明玉先生、香港理工大学设计学院原副院长唐明晰先生及来自全国各地的文创行业、金融行业山大校友齐聚中电信息大厦山大校友之家共同探讨中国文化产业的未来发展趋势。

“海泰讲坛”是继青年校友茶话会、北京产业沙龙之后, 由山东大学北京校友会、山大北京研究院、山大北京校友会联合推出的



清大文产(北京)规划研究院院长李季做主旨演讲



研讨会参与人员合影



《经济学家周报》主编、齐桓仲父大战略研究院院长管益忻教授

第三个校友产学研品牌活动, 定位是依托校内外前沿学术与产业资源, 定期邀请校内外、国内外的政、商、学界精英对话开讲, 助力山大科技创业和学术进步, 提升学校社会影响力。传名家风采, 显海泰神韵。

今后, 山大北京“海泰讲坛”将联合洞见学院、清大文产(北京)规划设计研究院以及中国文化产业园区联盟, 每月举办一次, 每次

邀请一位校内外、国内外资深专家学者做主旨演讲, 将就中外文化与文化产业相关的问题展开深度研讨, 通过专家分享及现场讨论, 共同破解行业和企业难题。

著名经济学家巴罗将出席中国(郑州)国际期货论坛

期货日报记者从中国(郑州)国际期货论坛组委会获悉, 哈佛大学沃伯格经济学讲座教授、斯坦福大学胡佛研究所高级研究员、新古典宏观经济学奠基人之一罗伯特·巴罗(Robert J.Barro)将出席 2018 第三届中国(郑州)国际期货论坛, 并于 9 月 9 日作“世界经济金融形势分析与展望”主题演讲。相信其对全球经济的深刻剖析会给大家带来更多启迪和思考。

巴罗是当今世界最具影响力的经济学家之一, 与卢卡斯(R.E.Lucas)、萨金特(T.J.Sargent)一起被看作是新古典宏观经济学奠基人。基于在宏观经济学、经济增长、货币理论与政策等领域所做出的卓越贡献, 巴罗先后被推选为美国艺术与科学学院院士、美国国会预算局学术顾问委员会委员、美国经济学会副主席, 并于 1998 年获得亚当·斯密奖(APEE)。他已被世界经济界公认为未来的诺贝尔奖得主。

巴罗的研究主要集中在公共财政、经济周期与货币政策、经济增长理论三大方面。他的研究不仅推动了宏观经济学理论的发展, 也对宏观经济政策产生了广泛影响。其关于货币政策有效性的理论和为解决通货膨胀治理的设计助推很多国家货币当局接受了坚持货币规则的理念。

今年以来, 贸易保护主义明显抬头, 贸易壁垒愈演愈烈, 国际金融市场波动加剧, 全球经济复苏面临着不确定性。对于当前的贸易保护主义和贸易摩擦, 巴罗刚在美国媒体发表文章称, 这不是一场零和博弈, 更多的国际贸易有益于全世界。贸易使得各国将其努力和生产集中在各自具有相对优势的商品和服务上, 这可能是因为他们天然的优势, 也可能是因为他们选择专业化的产品所带来的规模效益。当前的贸易限制政策构成了严重的萧条风险, 类似于 20 世纪 30 年代的“斯姆特—霍利法案”。

在他看来, 已经实施的和将要实施的关税措施, 可能会促使其他国家与美国达成双边贸易协定, 从而降低贸易壁垒, 但存在极端恶化风险, 最可能带来的结果是更大的贸易限制和全球贸易萎缩。

据论坛组委会负责人介绍, 与罗伯特·巴罗一起来参加 2018 第三届中国(郑州)国际期货论坛的, 还有美国商品期货交易委员会首席运营官迈克尔·吉尔、芝商所、德意志交易所、泛欧交易所、新加坡交易所、巴西交易所等境外交易所大咖, 以及嘉利高荣业、路易达孚、英联糖业、英国石油、美国泰可荣全球化公司、意大利 GSI 公司等境外知名企业代表。(宗永)