

2017年经济继续筑底 GDP增速约为6.5%

■毛振华 中国人民大学经济研究所联席所长

首先还是要看看关于2016年的判断和2017年的预测。基本上我们认为宏观经济的L型是到了探底了,但是不是L型的横过来了,还有待分析。2016年的经济增长率,我们预测是6.7%,很巧,全年每个季度都是6.7%,这是不是意味着一个平的增长呢?到了年底的时候,各项景气指标都有反弹,反映出经济已经开始有企稳的景象。全年下来我们还有一个预测,我们预测GDP还是6.7%。这个成绩是来之不易的,这个6.7%里面我们看到第一产业是3.8%,第二产业6.1%,第三产业是7.7%。我们看到第三产业在国家经济增长中起到非常重要的作用。

当然还有一些重要的指标,一个是投资,我们还是靠投资拉动经济的态势,增长是9.6%,社会商品零售额增长10.4%,出口对经济增长的贡献率是负的,这也反映了全世界贸易格局的基本变化。当然我们也关注货币供给状况,我们看到M2增长是12.4%,跟去年我们的预测是差不多的。M1增长率是13.7%,后面我们还会进一步分析这个剪刀差进一步扩大。同时CPI预计到年底是2%,这个是很重要的指标,因为我们还是很期盼CPI可以到2%的水平,这对宏观经济来件是至关重要的。很多国家,像日本这样的国家,非常期望他们的指标能达到这个水平。还有一个很重要的分析指标就是GDP平减指数,我们今年判断是1.6%。

对于我们来讲,2016年的现状是不是可以在2017年延续,也是非常值得关注的。我们总的分析2017年中国经济还是面临很大压力,特别是供给侧结构性改革,有一些领域还是有阵痛。所以整个宏观经济新的动力的形成还需要一个过程。所以我们统计认为2017年还会延续今年的筑底的态势,还在筑底,在这个底部有些波动,比6.7%高一点,或者低一点都正常,根据模型预测,2017年中国宏观经济GDP为6.5%,CPI增长2.1%。这是总的预测判断。这些指标我们认为在三个产业结构中的变化,我们认为还是要延续第三产业的增长对经济贡献更大一些。限于时间关系,不细讲这些指标,后面分析里面会讲一些。

首先,我们看对于2016年的判断。首先我们认为2016年是短期底部趋稳。我们从五个方面来看:第一,全年GDP增长率,这是我们讨论经济的一个很重要的指标,我们可以看到GDP的增速,其实大家看到2010年到现在为止还是一个下行通道,但是在最后这里有一个上翘,这是反映整个经济的趋势,或者趋稳有基本印证。GDP平减指数是我们分



析的一个研究指标,由负转正,有很大变化。CPI重新回到2%的时代,PPI由负转正。

工业生产是经济景气状况非常重要的指标,工业生产是缓中趋稳,还是放缓,但是比较稳定。像汽车制造业、医药制造业、通信设备,这些行业还是不错的,这是反映了工业趋稳趋势。同时企业效益指标由负转正并持续增长,过去是企业亏损,特别是国有企业大幅度亏损状态,现在是有个反转。工业企业亏损数量和总量都有改善,这和工业部门复苏结合在一起,工业部门复苏和企业效率结合在一起,不是简单的投放货币、生产库存,另一方面我们看到库存也是在下降的,这也是非常好的局面。

政府性基金收入增长有所改善,财政收入缓中趋稳。从2010年开始到现在这么长的区间内,整个经济都是放缓,现在是稳定了,这个是很重要的。财政收入大波动的、恐慌型的下跌已经过去了,已经趋稳。大家可以看到这个收入高点下滑,现在开始往上扬,这个当然和房地产也有很大关系。

市场预期有所好转,各类景气指数有不同程度改善。从我们各种指标分析来看,各种预测指标都在好转。不管是中国采购业协会的PMI还是财新的PMI,还是宏观经济景气指数都是在上升。综合判断,我们说经济趋稳,到达了底部,到达了L型拐点的区域,这个判断应该还是比较充分的。

经济指数改善也是我们一个新的思考,在后面分析里面还会说。我们在2008年以来一直经济政策里面一定有两个趋向,一个是稳增长,一个是防风险,在防风险过程中又怕出现经济出现断崖式下滑,下滑过程中又担心风险加大。所以一直把稳增长作为一个目标,现在趋稳之后的政策怎么看呢?应该是向

防风险方向转变,在后面的分析里面会专门讲。我们现在看到中央经济工作会议精神里面已经提到了这样一些思想。

2016年的形势我们看到还是趋稳的,但是到底有多稳?我们总的来看,趋稳基础并不牢固,经济下行压力持续存在。这也是五个方面,这次报告尽量都是五点,一个是好记,第二是加强归纳性。为什么下行压力持续、基础不稳呢?我们从这几个方面来看,一个是“债务-投资”驱动模式下,政策边际效果不断递减,2008年以来就是采取扩大投资的方式,但是这个边际效益在不断下降,M1、M2的剪刀差持续扩大,资金脱实就虚加剧。我们看到M2是上升,M1是下行,这个反映整个货币的利用效率下降,这是非常大的问题。另外,我们看到M2和GDP的比、债务率,还有投资占GDP的关系来看,大家看到债务率持续上升,本期报告我们特别关注债务问题,2012年开始起这样过来,特别是2008年拐点开始,一直上扬,是非常高的斜率拉升。

另外一个非常重要的问题就是固定资产投资,过去是高位,甚至在很长时间内都是很高的,现在是个位数,在M2投放这么大的情况下,投资持续下滑,特别是民间投资下滑,现在投资主要是政府。所以这也是值得大家关注的主要。国务院开投资会议的时候,李克强总理就说如果我们投资都是靠国家的话,那就是回到了计划经济。所以这就是民间投资和政府的关系,国家投资和计划经济的关系,这是有天然的关系,我们可以看的很清楚。所以我们看到民间投资增长和占比都有下滑。其实投资的指标都在下滑,这个反映出来资本形成有很大问题,我们放了多少钱出来,投资不进去。当我们做实地调研的时候发现找不到好的投资机会,拿到钱也不敢

投资,这也是比较重要的问题。依赖投资拉动经济是不是也走到尽头了呢?这也是我们要探讨的问题。过去我们说拉动经济的三驾马车,进出口、投资、消费,进出口是因为全球金融危机以来全球化的衰减,所以进出口不是中国的很重要的马车了,我们主要靠投资,但是现在投资下滑也很厉害。

我们觉得还有很大不确定性的问题,就是资金脱实就虚这么高,容易造成某一个局部的泡沫积累,我们看到房地产泡沫是不断增长,大家看到在2015年这个拐点上涨很快。当然大家也说过去过度强调房地产去库存,为了去库存就有很多激励政策,所以带来价格上涨。房地产问题是非常复杂的问题,其实也很简单,当官方希望房地产销售上升价格下降的时候,这是做不到的。只要你刺激销售量,一定会带来价格上涨,价量齐升、价量齐跌,很难说销售的很好,价格还要稳步下滑。所以房地产政策选择里面,通过这个可以看的很清楚,我们很难找到这样优化的政策。

宏观投资效率下降,最终资本形成对经济增长贡献下降。刚才我们讲三驾马车里面,投资的贡献在下降,主要是资本产出率、固定资本形成率均大幅度下降,最终资本形成对经济增长贡献下降。曾经在社会缺乏投资的时候,资本形成效率是非常高的,到了货币供给充足甚至泛滥的时候,资本形成的效益就递减。出口贸易持续低迷,外需对经济增长贡献持续为负。现在看刚来在经济增长里面,最终消费支出是我们依赖的一个方向。

对于2017年的压力来讲,一个是宏观税负——一会儿高培勇可能做一些分析——宏观税负成本依旧较高,企业经营同时面临资金周转等方面的压力。现在对实体经济来讲,依然还是处于非常困难的局面。另外我们看到税收收入和财政收入占GDP的比例也有所上升。所以经济下行,税的问题更加凸显出来。因为中国税的问题是比较复杂的问题,唯一就是财政部门觉得低得不得了,实际上中国税法是全世界最严的国家之一,最近这些年经济好的时候,征管是很大的空间,由于我们税收有很强的自由裁量权,他们可以减税。但是随着经济下行,依法依规征管,所以很多企业反映税负提升。

我们看2017年,2017年宏观经济仍然持续筑底,也是从五个方面来看。一方面是全球经济复苏乏力,贸易持续收缩,外需难以明显改善。特别是美国大选新的总统上来,所宣传的政策关于贸易保护主义、关于贸易利益的观点,也让人更多的忧虑。所以多家机构认为

全球贸易还是在比较低水平,拉动经济方面还是很不充分的。

另外,投资仍然有持续高位增长空间,但房地产投资对经济下行作用将有所凸显。房地产像2016年这样量价齐升的情况将有所改变。传统过剩产业仍处于调整时期。另外,中国政治周期来看2017年是重要的年份,2017年是党的十九大,2018年两会政府换届,这个在经济里面也是有所反映。更重要的是债务风险。所以会有前期经济稳增长,我们的债务率持续攀升,前期风险和扭曲的积累决定了年初是风险释放的集中期。所以2017年还债压力是很大的,像交易所、上市公司、债券公司开始还债,前面还没有开始还,总的来说是债务风险比较集中的时候。

所以2017年有八个方面困境,一个是去全球化升温,第二个是房地产平衡点在往下移,制造业尚未走出底部调整,基建投资保持资金来源的稳定性难度加大。因为投资效益下降引发资金流向基建领域比较难,从稳健货币政策和稳健信贷政策来看,中国是不具备吸纳资金的条件。去产能、去杠杆面临过剩行业信用风险加快释放与出清机制不健全的困境。现在新的问题是人民币汇率波动,现在大家一致看法是人民币汇率触底下行通道,这个没有分歧,分歧就是下行力度有多大。

所以资本流出对于国内的冲击应该是加强的,所以现在我们对这方面非常关注,中国是世界经济大国,对外投资、对外出口和居民在国际上的商业活动都对我们国内经济影响是比较大的。第七个方面就是民间投资大幅度改善概率比较小。企业持币待投的流动性陷阱持续,加大经济下行风险。我们出了很多货币,但是货币去哪了?投资领域找不到,消费领域也找不到。有一点比较确定的就是投资里面加速下降。更重要是宏观效率,主要是国有企业的效率低下,现在社会资源都集中在国有企业,国有企业从过去比较好的领域,变成现在非常困难的领域,他们的发展在2017年还是困难的消化期。

所以就我的视角来看,中国宏观经济本质的问题在于风险的关系,2008年以来我们主要采取的是扩投资,扩信贷,扩大债务,通过这个模式来操作反危机,来操作稳增长,这个政策已经走到了尽头。另一方面,在我们收获了经济趋稳,到了拐点这个成绩的同时,我们发现我们的债务风险是上升的,关于这一点我们展开一点分析。我希望我们这个报告在这方面得到大家关注,我们会在这个领域里面表达我们在整个国内学术界从来没有发现的视角。

中国债务水平高但不意味着债务危机

■王庆 上海重阳投资管理股份有限公司合伙人、总裁兼首席经济学家



我们的负债率、杠杆率这几年上升很快。一个是杠杆率上升很快,同时最重要的上升最快的部门是企业部门负债率上升很快。这是问题的表现。

如果我们关注债务上升最快的部门企业的话,我们知道企业和家庭、政府不一样,企业是经营部门,看待经营部门问题,不能简单看负债问题,要看资产负债表,从资产负债表状态来看。我们注意到,如果我们做横向比较的话,尤其看企业的资产负债表状况的话,我们看到中国整体杠杆率还是处在可控范围内,比如我们和其他国家比较,总体偏高,但不是最高的。另外,我们如果看待企业的话,从他的资产负债表情况来看他的负债情况的话,债务和资产比例,有息债务占资产比例,以及现金占资产比例的话,这个比例比较来看,是比较高,但是跟其他国家相比没有那么高,尤其是如果看到现金占资产比例,现金比重还是挺高的。这是一个情况。

另外,最近几年债务上升的同时,资产也上升很快。中国经济发展到这个阶段,已经进入工业化或者后工业化时代,经济发展资本密集度很高。所以在这个阶段,同样GDP增长需要更多资产支撑。但是,同时我们资本边际回报率在降低,因为存量在增加,也由于一些周期性的因素。所以在这个发展阶段上,资产增加的同时,负债也在增加,但是资产增加速度更快,这是我们需要关注的。我们不能仅仅看资产负债表的负债端,也要看资产负债表的资产端,这和中国经济发展阶段是有关系的。这是我们在谈债务问题的时候,需要

知道的一个背景。

我们再具体分析一下我们负债率上升的情况,这里面我们可以用一个杜邦分析法来分解一下债务比例,就是债务占GDP比重,就是通常说的宏观杠杆率,我们分解一下可以分解成这几项。一个是负债占资产比重,资产销售比重,销售利润的比重,利润占GDP的比例,这几项作为一个分解。因为我们这里重点关注的是企业的状况。我们看到的现象是债务占GDP的比重在上升。我们刚才给大家看的现象是什么呢?是负债占GDP比重是下降,因为负债上升同时资产也在上升。所以,我们需要分析后面三项到底哪个组成部分对我们负债占GDP比重,就是整体杠杆率上升带来最大贡献。

对于负债率上升这个问题,如何理性看待呢?第一,经济的资本密集度在增加,在这个阶段资产回报率降低,利润率在下降,效率在下滑。所以中国不断上升的债务占GDP比例,实际上是资产快速上升的体现。第二,中国债务占GDP比重上升,与其说是杠杆率水平的上升,不如说主要体现在全球危机以来,中国企业面临的巨大困境,效益恶化。所以说不断上升的债务占GDP的比重,如果是体现为金融机构盲目贷款,企业资产负债水平攀升的话,对应的应该是货币政策收紧和减少信贷。就是如果我们杠杆率上升不是效率的恶化,而是金融机构盲目扩张贷款,企业在资产负债表层面进一步恶化,我们需要收紧货币供应,减少信贷。但是,如果不断上升的债务比例表现为经济增长放缓,甚至是通缩压

力产生的话,进而对企业部门效益造成危害的话,政策反应应该是什么呢?应该是降低利息负担,提高总需求,提振企业的定价能力,尤其是如果通过供给侧改革的话,提升企业效益,这是问题的着眼点。

这是我们通过分析分解债务上升因素得出结论,这就是我们在分析中国债务问题的时候跟其他一些国家的债务问题不太一样。因为其他国家的债务,尤其2008年以来,危机的调整过程中,很多国家都陷入债务问题,很多其他国家的债务更多是公共部门,尤其是比如说欧洲家庭部门负债上升特别快,而这两个部门应该是他的资产负债表里面资产端是有限的,他的负债真是纯粹负债。对于中国来讲企业负债上升很快,但是负债上升对应的是资产的上升。这个我认为是很必要的认识。

中国负债率、杠杆率上升,可能很大程度上是中国金融周期的一个症状。所以即使中国经济进一步放缓,我估计中国的金融周期还没有出现拐点。所以这一点判断可能跟毛所长判断是一致的,就是未来尽管我们担心和关注杠杆率、负债率上升,但是实际上未来可能我们尽管提出了去杠杆这样一个政策目标,估计从负债率来讲还会上升,因为它是一个金融周期表现,尽管我们经济增速还会进一步放缓。所以不能说经济增速出现了拐点,杠杆就会下降,或者经济出现调整,负债率就会出现调整,这个真不一定,因为他是一个不同的周期,具有不同的规律性。

到底如何看待债务问题以及可能的风险?除了整体的债务水平和上升速度问题以外,可能还需要关注债务的来源,以及债务的成本问题。应该说我们负债上升的背后是有高储蓄的现象,我们从历史规律上看,一个国家储蓄率比较高的话,往往伴随着比较高的负债。就是储蓄率高能支持比较高的负债。这是第一点。

第二点,债务水平上升会不会引起债务危机?这个还是两个不同的概念,这里面需要关注的是债务的资金情况,资金来源结构。这一点我们看,中国当前主要是间接融资为主,尤其是银行融资为主。中国银行的贷存比,无

论是宽口径还是窄口径,仍然是1以下,什么意思?就是中国的债务通过银行发生的,资金根本来源还是零售支撑,就是老百姓的存款。这样的资金结构意味着这样的债务状况的稳定性和可持续性会更高。如果银行资金来源不是简单的老百姓存款,而是从资本市场融资,发债融资的话,这个资金是比较活跃的,价格是经常波动的,甚至说跑就跑掉的资金,他就会带来更多不稳定性。同时如果一个银行资金来自于不仅是本国的资金,来自于外国资金的话,那就更增加了不稳定性。在两者共同发生的时候,更容易发生债务危机。就是说你资金的边际的来源来自于银行以外的非零售资金,来自于国外的受制于资本市场波动资金的话,这个融资结构是非常脆弱的,容易引起债务危机。

而中国是什么情况呢?尽管债务水平高,但从资金来源结构来讲,第一,来自国外资金很少,在宏观层面上表现我们经常帐户还是顺差的,所以我们是依赖于国债资金的,或者说我们国际资金来源是境内。第二,我们贷存比仍然低于1,什么意思呢?我们资金来源多数或者绝大多数仍然是零售资金,老百姓的存款,就使资金来源结构意味着我们整个负债结构稳定性和可持续性比较高。在一些发生债务危机的过程通常是什么?一个是债务水平高,一个是支持债务的资金非常不稳定,从而引起危机。所以你看日本债务问题,持续了30年,30年,为什么不出事呢?因为日本资金来源还是通过银行,而银行又是存款。所以他持续率也不低,所以它可以持续很长时间。所以这个问题不是说债务不是问题,只是说我们在预测危机的时候,调整时间的时候,必须考虑这个因素。

所以如果说这个的话,中国的债务问题,与其说是绝对水平问题,不如说是过去几年增长速度过快的问题。与其说是绝对水平问题,不如说是结构问题,因为企业的负债更高。与其说是企业资产负债表负债问题,我们其实更应该关注资产质量问题的,背后又是企业的效率问题。至于说债务的问题不需要解决,不需要提升效率?当然需要。需要宏观政策配合,更重要的是结构性改革,提升企

业效益,提升企业竞争力,并不意味着我们很快发生危机。

最后,我想提出一点关于资本市场作用的问题。实际上在我们观察各国去杠杆的过程中,资本市场作用很重要,因为如果真是要去杠杆或者稳定杠杆,甚至降杠杆过程中,你必须发挥资本市场直接融资的作用,同时资产价格的表现对于稳定经济、实现良性去杠杆有帮助。因为资产价格如果稳定的话,可以提振投资者和消费者信心,提振信心的时候就可以在经济调整过程中稳定经济增长。

中国资本市场建设对于我们实现去杠杆、稳增长、防风险也是至关重要的。但是很遗憾的是,中国资本市场,我们想利用他,他不让我们利用,没有成为稳增长、降风险、去杠杆的抓手,反而成为麻烦制造者。股市表现就是这样,2014、2015年股市表现,很多人提出要加权益、降杠杆,结果本来理想应该涨六年的牛市,结果六个月就涨完了。所以你想利用他,他不让你利用。股票市场泡沫破裂之后,房地产市场开始的也好,也不错,如果房地产市场出现一个慢慢牛市的话也不错,但是房地产市场也不让你用,涨的也很凶。

这就反映了我们的资本市场不够健康,不太容易帮助我们宏观调整的给力。所以我们说在调整过程中加强资本市场建设也是至关重要的。从这个意义上讲,我们证监会推动的资本市场的市场化、法制化、规范化,以及国际化,其意义已经超过了股票市场本身,其意义是对中国整个市场的调整带来的作用,如果通过这些努力使我们资本市场更有效、更健康,为我们这个调整赢得时间,同样我们十一长假期间各个地方出台关于房地产的限购、限贷政策也要从这方面考虑。

短期内也要房地产市场上涨起到抑制作用,但是希望能够为我们房地产市场健康发展赢得时间,同时的确呼唤房地产市场需要出台更有效果的长效机制,使资本市场无论是股票市场还是房地产市场能够真正像美国这样,能够为他的调整、降杠杆过程发挥缓冲作用,赢得时间,通过改革发掘新的经济增长动力和创新发现新的经济增长点赢取时间,所以意义是非常大的。