主报告

中国宏观经济分析与预测（2017年中期）
——反弹、分化与周期转换中的中国宏观经济[①]

摘要：2017年上半年，中国宏观经济呈现反弹与分化两大基本特征。在以供给侧结构性改革为核心的国内各项宏观政策和世界经济复苏拉动的共同作用下，上半年中国宏观经济运行延续了2016年下半年以来企稳向好的态势，多项宏观经济指标都趋于改善，名义GDP增速连续5个季度回升，经济运行的微观基础进一步增强，经济结构持续优化，经济总体实现良好开局。这不仅标志着中国经济成功探底回升、风险和压力得到初步释放，同时也意味着供给侧结构性调整初见成效。

2016年以来中国经济回暖进程中价格指标得到快速修复，但实际变量的增幅却比较有限，这与以往历史上中国经济周期的特征具有明显的差异。2016年四季度起，名义GDP出现快速反弹，累计同比增速达到8%，2017年一季度，更是上升到11.8%。但是，实际GDP增速恢复有限，2016年后三个季度维持在6.7%，2017年一季度小幅反弹至6.9%，名义价格提高对实际GDP的传导极为有限。从历史上看，经济上行区间都是价格水平首先上升，即名义GDP开始上行，带动实际GDP上升，名义价格调整对实际变量产生传导。这主要是因为名义价格的上升增加了企业的现金流，资产负债表进一步稳固，促进投资和消费，提升了总需求。在上行过程中，随着生产能力逐渐受到限制，名义变量与实际变量之间差距会逐步加大。这种差距的峰值构成了经济的转折点。对比这种历史经验

① 本报告为中国人民大学宏观经济论坛团队集体研究成果，执笔人为刘凤良、闫衍、刘晓光、于泽。于春海、赵勇、袁海霞、章潇萌等也对本报告做出贡献。

来看，2017 年名义价格上升没有带来实际 GDP 的复苏，意味着传统的宏观传导途径受阻，名义变量与实际变量的差距反而预示着经济存在短期见顶的可能性。

以宏观量价之间趋势性分化为代表，中国经济在反弹进程中表现出更广范围和更多层面上的分化特征。其中包括：1）各类价格指数及价格指数内部构成走势分化；2）行业复苏和利润增长分化；3）企业盈利主体分化；4）景气运行分化；以及 5）地区增长和发展持续分化。上游行业、出口部门和国有企业持续向好，中下游行业和民间经济还面临着总需求不振和投资机会不畅，中国全面的总需求上升引领产能持续扩张型的新周期到来还需时日。国内周期转换过程中量价分离，价格水平向产出总量传导不畅，导致国内 PPI 和 CPI 与固定资产投资、特别是民间投资脱钩，起不到拉高利润，促进投资的作用，进而使得投资乘数等调节机制失效。

在国内周期性因素传导不畅的背景下，外需对经济的周期性拉动作用反而相对加强。世界经济特别是美国经济复苏，全球增长预期上调，中国实现了外需拉动下的出口增长，并带动整个工业部门生产复苏。不过，随着我国在发达市场上替代原有供给者的过程趋于完成，所占市场份额的增长速度急剧下降，出口增长的传统动力丧失。新市场开拓战略对我国出口增长动力只能带来一定程度上的边际贡献，并不能弥补因为发达市场上替代过程趋于完成所带来的动力衰减。因此，我国制成品出口乃至货物出口的增长速度下降必然是一个长期性的趋势性现象。所以，国际周期虽然对我国经济复苏起到了拉动作用，但相对于 2003－2008 年的总体效果可能会更加有限。在这个大趋势中，今年对我国较为有利的因素是一季度欧美主要国家投资出现了快速反弹，经济增长的动力从消费开始向投资转移。我国是世界上最主要的投资品出口国，竞争优势较为明显。因此，在我国对外贸易增速总体空间有限的情况下，今年机电等投资品出口仍有望能够获得较好的支撑。

综合上述判断，在现有宏观政策调整基调下，预计下半年基建投资和房地产投资增速将会放缓，而民间投资的反弹力度还有待观察，弥补前者缺口的可能性很小，全国固定资产投资的下行压力将会逐渐显现；与此同时，随着居民收入增速的持续放缓，消费增长受到一定的制约。但国际周期会在短期内提供较强的支撑作用。总体而言，正如我们在去年二季度报告中所指出的，本轮“不对称 W 型调整”的第二个底部已于 2016 年底至 2017 年初形成，并呈现底部波动企稳特征。根据模型预测，2017 年全年 GDP 增速为 6.7%，CPI 为 2%。

当前中国经济最主要的问题是短期国内宏观经济传导不畅和长期生产率下滑。这集中体现了中国经济在经济周期性下滑过程中积聚的各种风险的释放与国内政策趋紧、传统动能削弱与新周期孕育之间所产生的各种结构性矛盾。第一，高杠杆率是宏观经济传导不畅的主要原因。在长期高债务驱动的增长模式下，企业积累了大量负债。面对货币收紧的政策背景，价格抬升提供的现金流很大一部分用于了还债，修复企业资产负债表，

而不能用于新增投资。第二，资金“脱实就虚”，房价高涨造成资源配置扭曲进一步加剧。近几年，中国出现了非常明显的资金“脱实向虚”，M1 与 M2 剪刀差持续维持高位，大量的资金在金融体系内部循环，伺机在股市、债市、房地产等领域流动，形成不同形式的资产泡沫。其中尤其重要的是随着房价持续快速上涨，房地产贷款迅速增加，形成资源错配；一方面，信贷向房地产倾斜加剧资金脱离实体经济的程度，另一方面居民债务快速增加也对消费进一步形成制约。第三，以中央企业投资为代表的准财政支出对地方投资存在着挤出，国有和民营经济融合存在障碍。具体来说，中央国有企业投资仅在东部等发达地区产生了对地方资本的挤入，而在市场化程度较低的西部地区则对地方资本产生了挤出。并且中央投资更倾向于对隶属层级较低的民间投资产生挤出效果。第四，由于我国原有在 GDP 锦标赛竞争下，通过对地方政府放权、地方政府从下而上进行改革试验推动改革的模式和新常态不再适应，生产率出现了持续的下滑。第五、对外贸易空间的收窄也降低了技术进步率。我国对外开放加快时期，全要素生产率都得到了很大提升。一个重要的机制是通过开放带来了新技术，加快向世界前沿的收敛。技术模仿的重要载体是对外贸易，通过融入世界市场，带来了世界先进的生产技术和管理经验。未来通过数量扩张的模式进行全球扩展空间较小，这就降低了技术进步率。第六，生产率下滑使得企业成本持续上升。当前中国制造业部门的劳动生产率与主要发达国家相比，仍然存在巨大的差距和落差，这一重要事实充分说明了中国制造业部门整体上仍然处于相对低端化的特征，需要完成以提升劳动生产率为主的工业部门高端化进程。随着我国劳动力短缺的加剧和劳动力成本的快速上升，中国企业很可能在新一轮国际竞争中丧失现有的优势和市场。

在长期中国际贸易总量增速有限的环境中，要真正启动新周期，需要通过新一轮改革开放解决中国宏观经济传导问题，以新动能的构建为核心孕育新周期的动力源。对这次的改革全面的体现就是供给侧结构性改革。这是因为中国宏观经济结构性问题是供给端的经济主体对经济反应出了问题，扭曲性提高了杠杆率，资金避实就虚，自主创新不足等。当前供给侧结构性改革主要任务是“三去一降一补”，这是对当前急迫的供给侧问题进行的有针对性的、直接的改革。例如，高杠杆是当前中国非金融企业和金融企业共同面临的问题。只有去杠杆，才能疏通宏观传导机制。不过，当前供给侧结构性改革的任务还是较为短期，未来还需要从更长期进行供给侧结构性改革，目标是提升长期生产率。长期中改革的具体内容需要坚持一个核心，两个支柱。一个核心是重塑政商关系，明晰政府和市场的界限。新常态需要新动能，新动能需要新型的政商关系。原有的市场和政府界限更多是要素推进型模式下的产物，已经不适应当前的环境。需要塑造创新导向的政商关系。围绕这个中心的两个支柱是以财政体制为代表的央地关系调整和以混合所有制为突破的国有企业改革。通过这些改革，一方面解决经济传导中的结构性问题，重塑中国经济传导路径，激活国内经济，另一方面也可以进一步提升潜在生产率，达到一石二鸟的效果。

这轮改革是在新常态下进行的，以供给侧结构性改革为核心的新改革相比于以往的改革需要有新特点。第一，这轮改革需要避免通过GDP竞赛类的排名来进行激励。在新常态下，经济质量重于经济数量。由于质量是多维度的，单一维度的数量竞赛就不再合适，这只会导致地方关注某些数量目标，忽视其他目标。第二，这轮改革需要将改革的主导权从地方政府提升到中央政府。在GDP竞赛等数量经济竞争环境下，为了发挥地方政府动力，需要地方政府发起改革。但是，对于现有的质量导向的多目标改革，需要中央统一协调。第三，新一轮改革需要关注的是地方政府在“四个意识”下的执行力考核。对待新改革由于不用简单的GDP竞赛，就需要在监督落实上下功夫，重点考虑地方政府在“四个意识”下如何自我创新，更好地执行改革，确保主体责任。第四，加强深化改革领导小组的协调作用。在改革由中央部委承担牵头的时候，最大的问题是不同部门和地方之间的协调。这就需要进一步强化深化改革领导小组的日常协调功能，工作需要常态化。

在短期内，为了给新改革提供时间和空间，需要进一步发挥财政金融政策。由于当前阻碍宏观经济传导的核心在于高杠杆，这就需要进一步通过金融有序去杠杆来降低经济的总体杠杆率。在这个过程中，需要防止竞争式监管放大监管要求，需要更多的协调。同时，加强货币政策对市场利率的关注，加快推进将市场利率设为基准利率。财政政策需要进一步发挥税收对经济的正向作用。

关键词：反弹　分化　周期转化　中国宏观经济

第一部分　总论与预测

2017年上半年，中国宏观经济的基本特征表现为反弹与分化：反弹中呈现优化，分化中暗含风险。随着世界经济的“复苏”，国内以供给侧结构性改革为核心的各项经济政策效应逐步显现，上半年中国宏观经济运行延续了2016年下半年以来的企稳向好态势，实现良好开局，具体表现在：1）GDP增长稳中有升，名义GDP增速达到2012年上半年以来的高点；2）从供给面来看，各产业平稳增长，工业回暖特征明显；3）从总需求来看，消费保持平稳，投资稳步回升，进出口贸易恢复增长；4）从微观层面看，企业盈利大幅改善，各类市场主体信心回升，经济运行的微观基础改善；5）政府公共财政收入和基金性收入增速大幅回升，财政状况明显改善；6）各类宏观经济景气指数和先行指标稳中向好。在总量指标反弹的同时，经济结构持续优化：1）从产业来看，随着经济结构转型和供给侧结构性改革逐步推进，第三产业增速持续高于二产，新兴行业增速持续高于传统行业，对经济的贡献进一步提升，产业结构持续优化；2）从需求端来看，消费对经济增长贡献进一步上升，网上消费等新兴消费业态蓬勃发展。

2017年下半年经济走势仍存在一些隐忧和不确定性因素。2016年以来，中国经济回暖进程中价格指标得到快速修复，但实际变量的增幅却比较有限，这与以往历史上中国经济周期的特征具有明显的差异。2016年四季度起，名义GDP出现快速反弹，累计同比增速达到8%，2017年一季度，更是上升到11.8%。但是，实际GDP增速恢复却较为有限，2016年维持在6.7%，2017年一季度小幅反弹至6.9%，名义价格水平的提高对实际GDP的传导非常有限。从历史经验上看，经济上行区间都是价格水平首先上升，即名义GDP开始上行，带动实际GDP上升，名义价格指标调整对实际变量产生传导。其中的传导机制可以归因为，名义价格的上升增加了企业现金流，使得资产负债表稳固，并借助于信贷扩张，促进投资和消费，提升总需求，最终导致实际产出增加。在经济上行过程中，总需求增加会受到生产能力的限制，名义变量与实际变量之间差距会逐步加大。这种差距的峰值构成了经济的转折点。对比这种历史经验来看，2017年名义价格上升并没有带来实际GDP的复苏，这意味着上述传统的宏观传导途径受阻，名义变量与实际变量的差距反而预示着经济存在短期见顶的可能性。

以宏观量价之间趋势性分化为代表，中国经济在反弹进程中表现出更广范围和更多层面上的分化特征。其中包括：1）各类价格指数及价格指数的内部构成走势分化；2）行业

复苏和利润增长分化；3）企业盈利主体分化；4）景气运行分化；以及 5）地区增长和发展持续分化。当前中国宏观经济的复苏，国际经济周期因素与国内政策推动叠加是主因。国内基础设施建设投资、房地产投资以及民间第三产业投资均实现较快回升，上游行业、出口部门和国有企业持续向好，对当前经济复苏产生了极大的推动作用。但因传导机制受阻，中下游行业和民间经济却面临着总需求不振和投资机会不畅。国内周期转换过程中量价分离，价格水平向产出总量传导不畅，使得国内 PPI 和 CPI 与固定资产投资、特别是民间投资脱钩，起不到拉高利润、促进投资的作用，进而使得投资乘数等调节机制失效。同时，面对经济增长中传统动能逐渐消失和潜在增长率下滑，中国经济尚未完成新旧动能转化和步入生产稳定扩大的新周期。因此，中国经济由全面总需求上升引领产能持续扩张型新周期的到来还需时日。

在国内周期性因素传导不畅的背景下，外需对经济的周期性拉动作用反而相对加强。世界经济特别是美国经济复苏，全球增长预期上调，中国实现了外需拉动下的出口增长，并带动整个工业部门生产复苏。不过，随着我国在发达市场上替代原有供给者的过程趋于完成，所占市场份额的增长速度急剧下降，出口增长的传统动力丧失。新市场开拓战略对我国出口增长动力只能带来一定程度上的边际贡献，并不能弥补因为发达市场上替代过程趋于完成所带来的动力衰减。因此，我国制成品出口乃至货物出口的增长速度下降必然是一个长期性的趋势性现象。所以，国际周期虽然对我国经济复苏起到了拉动作用，但相对以往而言总体效果可能会更加有限。在这个大趋势中，今年对我国较为有利的因素是一季度欧美主要国家投资出现了快速反弹，经济增长的动力从消费开始向投资转移。我国是世界上最主要的投资品出口国，竞争优势较为明显。因此，在我国对外贸易增速总体空间有限的情况下，今年机电等投资品出口还是能够获得较好的支撑，一定程度上弥补了国内需求不足的缺口。

随着基建投资的持续扩张和投资回报率下滑，基础设施行业内部已经出现严重分化；随着房地产调控政策紧密实施，房地产销售增速的放缓，房地产投资的下行压力将会逐渐显现。在现有宏观政策调整基调下，预计下半年基建投资增速和房地产投资增速将会放缓，而民间投资的反弹力度还有待观察，弥补前者缺口的可能性很小，全国固定资产投资的下行压力将会逐渐显现；与此同时，随着居民收入增速的持续放缓，消费增长受到一定的制约。但国际周期会在短期内提供较强的支撑作用。总体而言，正如我们在去年二季度报告中所预测的，本轮“不对称 W 型调整”的第二个底部已于 2016 年底至 2017 年初形成，并呈现底部波动中企稳的特征。在现有宏观政策调整基调下，根据上述定性判断，依据中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型—CMAFM 模型，设定 2017 年主要宏观经济政策假设：（1）财政赤字率为 3%；（2）人民币兑美元的平均汇率为 7。预测 2017 年中国宏观经济形势，结果如下表 1 所示。

表 1　　2017 年中国宏观经济指标预测

预测指标	2015	2016	2017(一季度)	2017(上半年)*	2017(全年)*
1. 国内生产总值增长率(%)	6.9	6.7	6.9	6.8	6.7
其中:第一产业增加值	3.9	3.3	3.0	3.5	3.8
第二产业增加值	6.2	6.1	6.4	6.5	6.5
第三产业增加值	8.2	7.8	7.7	7.6	7.5
2. 固定资产投资完成额(亿元)	551590	596501	93777	281354	650186
(增长率,%)	10.0	8.1	9.2	8.9	9.0
社会消费品零售总额(亿元)	300931	332316	85823	172064	365880
(增长率,%)	10.7	10.4	10.0	10.2	10.1
3. 出口(亿美元)	22735	20976	4828	10473	22801
(增长率,%)	−2.9	−7.7	8.2	8.5	8.7
进口(亿美元)	16796	15879	4172	8558	18420
(增长率,%)	−14.3	−5.5	24.0	18.0	16.0
4. 广义货币(M2)增长率(%)	13.3	11.3	10.6	10.0	11.0
狭义货币(M1)增长率(%)	15.2	21.4	18.8	18.0	16.0
社会融资规模(亿元)	154086	178022	69300	110024	200275
社会融资规模存量增长率(%)	12.4	12.8	12.5	12.8	12.5
5.居民消费价格指数上涨率(%)	1.4	2.0	1.4	1.5	2.0
工业生产者出厂价格指数上涨率(%)	−5.2	−1.4	7.4	6.3	5.6
GDP 平减指数上涨率(%)	0.1	1.2	4.6	4.2	3.5
6. 全国政府性收入(亿元)	194547	206171	55839	117351	229854
增长率(%)	0.1	6.0	16.6	13.0	11.5
公共财政收入(亿元)	152217	159552	44366	94065	173912
政府性基金收入(亿元)	42330	46619	11473	23285	55943

注:带 * 为估算数。

1、在国际周期复苏和国内政策因素共同作用下,2017 年上半年 GDP 实际增速为 6.8%,与去年四季度基本持平,较去年全年回升了 0.1 个百分点。但值得注意的是,由于

PPI 和核心 CPI 持续改善，GDP 平减指数由去年的 1.2%上升到 2017 年上半年的 4.2%，导致 2017 年上半年 GDP 名义增速达到 11.0%，较去年同期提高了约 4 个百分点，较去年全年提高了约 3 个百分点。这种价格效应将会继续缓解各类经济主体的压力。

下半年，由于投资增速的回落和消费疲态的进一步延续，GDP 增速将出现明显回落，但考虑到外贸增速的扩大特别是机电等投资品出口的支撑，预计全年 GDP 实际增速为 6.7%，与去年全年基本持平，但由于价格效应，2017 年名义 GDP 增速为 10.2%，较去年全年提高了 2.2 个百分点。因此，从经济运行角度来看，2017 年延续了 2016 年下半年以来的回升，呈现前高后稳的态势，价格水平逐步摆脱了生产领域的“萧条”和消费领域的“低迷”并存的困境，总体上有利于内生经济增长动力的启动。

2、从供给角度来看，三大产业基本上保持了企稳回升的态势，特别是第二产业在供给侧结构性改革政策推动之下已有明显回升的迹象，预计 2017 年上半年工业增加值增速为 6.7%，较 2016 年上半年回升 0.7 个百分点；预计全年工业增速为 6.6%，较 2016 年回升 0.6 个百分点。值得注意的是，经济转型寄予厚望的第三产业增速呈现波动中回落的态势，预计 2017 年上半年增速为 7.6%，较去年同期上升了 0.1 个百分点，但较去年全年增速回落了 0.2 个百分点；预计 2017 年全年增速为 7.5%，较去年全年增速回落 0.3 个百分点。

3、从总需求角度来看，三大需求走势平稳，消费需求小幅回落，投资和进出口需求明显改善。

1）基建投资保持高位，房地产投资持续回升，二者对投资需求起到了“上拉下托”的作用。同时，在旨在促进民间投资复苏的开放性政策作用下，第三产业民间投资和制造业投资增速持续改善。基建、房地产和民间投资一起，共同带动了全国固定资产投资增速在 2017 年出现企稳回升。预计 2017 年全年固定资产投资增速为 9.0%，比去年增速回升约 1 个百分点。

2）在收入增速持续放缓以及未来收入预期下滑等因素的作用下，2017 年消费总体疲软的现象比较明显。预计 2017 年上半年全社会零售总额名义增速为 10.2%，实际增速为 9.0%，比去年同期分别下降了 0.1 和 0.6 个百分点。预计 2017 年全年名义增速为 10.1%，实际增速为 8.5%，比去年全年增速分别下降了 0.3 和 1.1 个百分点。

3）在世界经济复苏和大宗商品价格上涨等因素的作用下，进出口在 2017 年将呈现“前高后稳”的走势，预计 2017 年上半年以美元计价的出口增速为 8.5%，全年增速为 8.7%，而上半年以美元计价的进口增速为 18%，全年增速为 16%。上半年贸易顺差为 1900 亿美元左右，全年顺差预计达到 4400 亿美元左右，占 GDP 的比重为 4%左右，低于去年的水平。

4、在物价走势方面，经济企稳的 2017 年最为显眼的特征，就是明显回升的 PPI 与低迷的 CPI 之间的分化。表面上看，PPI 的回升和 CPI 的下滑由各自的因素所推动，但更深

层次分析发现，CPI与PPI的分化，PPI内部原材料、生产资料与生活资料的分化，CPI内部消费品、食品与服务品的分化，已经形成了一个完整的逻辑链条，反映了中国经济尚未形成新一轮全面景气的坚实基础，甚至存在景气夭折的风险。预计2017全年CPI增速为2%左右，与2016年基本持平。与此同时，在工业“去产能”、全球大宗商品价格反弹、房地产反弹和价格基数等因素的作用下，2017年工业领域通货紧缩的现象得到全面缓解，预计2017年全年PPI涨幅为5.6%，相比2016年的负增长，显著回升了7个百分点。总体来看，2017年整体价格水平出现改善，GDP平减指数进一步回升，全年同比增速为3.5%，较2016年回升了2.3个百分点。

5、受房价泡沫及杠杆率持续攀升等因素掣肘，在化解资产泡沫和金融风险的政策定位指引下，2017年货币政策一改总体宽松的基调，由上年较为宽松的定位转向适度稳健偏紧，并加强了宏观审慎监管。与此同时，受资金内生性收缩的压力，广义货币供应量(M2)与狭义货币供应量(M1)、全社会融资增速之间的分化持续存在，资金流动性向实体经济的渗透力进一步下降。预计2017年的M2增速为11.0%，社会融资总额增速为12.5%。

第二部分　2017年中国宏观经济形势分析

2017年上半年，中国宏观经济的基本特征表现为震荡中反弹，优化中分化。在世界经济“复苏”的大背景下，国内供给侧结构性改革效果也逐步显现，上半年中国宏观经济运行延续了2016年下半年以来的企稳向好态势，多项宏观经济指标都趋于改善，名义GDP增速连续5个季度回升，经济运行微观基础进一步强化，实现良好开局。与此同时，中国经济运行中的深层次问题依然存在，并在多个层面上呈现分化。

表2　　2017年上半年中国宏观经济指标一览表

预测指标	2015	2016	2017(一季度)	2017(1—5月)
1. 国内生产总值增长率(%)	6.9	6.7	6.9	6.8*
其中:第一产业增加值	3.9	3.3	3.0	3.5*
第二产业增加值	6.2	6.1	6.4	6.5*
第三产业增加值	8.2	7.8	7.7	7.6*
2. 固定资产投资完成额(亿元)	551590	596501	93777	203718
(增长率,%)	10.0	8.1	9.2	8.6
社会消费品零售总额(亿元)	300931	332316	85823	142561
(增长率,%)	10.7	10.4	10.0	10.3
3. 出口(亿美元)	22735	20976	4828	8533
(增长率,%)	—2.9	—7.7	8.2	8.2
进口(亿美元)	16796	15879	4172	7096
(增长率,%)	—14.3	—5.5	24.0	19.5
4. 广义货币(M2)增长率(%)	13.3	11.3	10.6	9.6
狭义货币(M1)增长率(%)	15.2	21.4	18.8	17.0
社会融资规模(亿元)	154086	178022	69300	93810
社会融资规模存量增长率(%)	12.4	12.8	12.5	12.9

续表

预测指标	2015	2016	2017(一季度)	2017(1—5月)
5. 居民消费价格指数上涨率(%)	1.4	2.0	1.4	1.4
工业生产者出厂价格指数上涨率(%)	—5.2	—1.4	7.4	6.8
GDP平减指数上涨率(%)	0.1	1.2	4.6	4.2*
6. 全国政府性收入(亿元)	194547	206171	55839	95736
增长率(%)	0.1	6.0	16.6	13.1
全国公共财政收入(亿元)	152217	159552	44366	77224
全国政府性基金收入(亿元)	42330	46619	11473	18512

注:带*为估算数。

2.1 经济增长稳中向好

(一)GDP增长稳中有升,名义GDP增速创出近期新高

2017年上半年中国经济延续上一年度以来的企稳态势,GDP增长稳中有升。实现国内生产总值180683亿元,GDP实际增速6.9%,比上年同期和上年全年均提高0.2个百分点,达到6.5%左右的增长目标区间。与此同时,GDP平减指数大幅回升,由上年底的1.2上升至4.8;随着平减指数的回升,名义GDP由上年底的8%攀升至11.8%,比上年同期高出4.8个百分点,为2012年上半年以来的最高,并持续高于实际GDP增长。根据以往经济周期的情况来看,平减指数的回升、名义GDP持续高于实际GDP增速,是宏观经济延续企稳向好的重要标志。

(二)从供给面来看,各产业平稳增长,工业回暖特征明显

2017年一季度,各产业平稳增长,特别是工业增加值增长有所反弹,对经济增长的贡献提升。今年以来,工业部门延续去年底的改善态势,规模以上工业和制造业增速均有不同程度的反弹。1—4月份,规模以上工业增加值同比实际增长6.7%,分别比上年同期和全年回升0.9和0.7个百分点,为2015年2月以来的增速高点,但比一季度回落0.1个百分点。从工业内部三大门类来看,制造业增长回升是工业增长反弹的主要力量。1—4月份,制造业累计同比增长7.3%,比上年同期回升和上年全年分别回升0.7个百分点和0.5个百分点,比规模以上工业增加值高出0.6个百分点;电力、热力、燃气及水生产和供应同

比增长 8.6%，呈持续回升态势；而受产能过剩和需求疲弱影响，规模以上采矿业增加值则持续下滑。

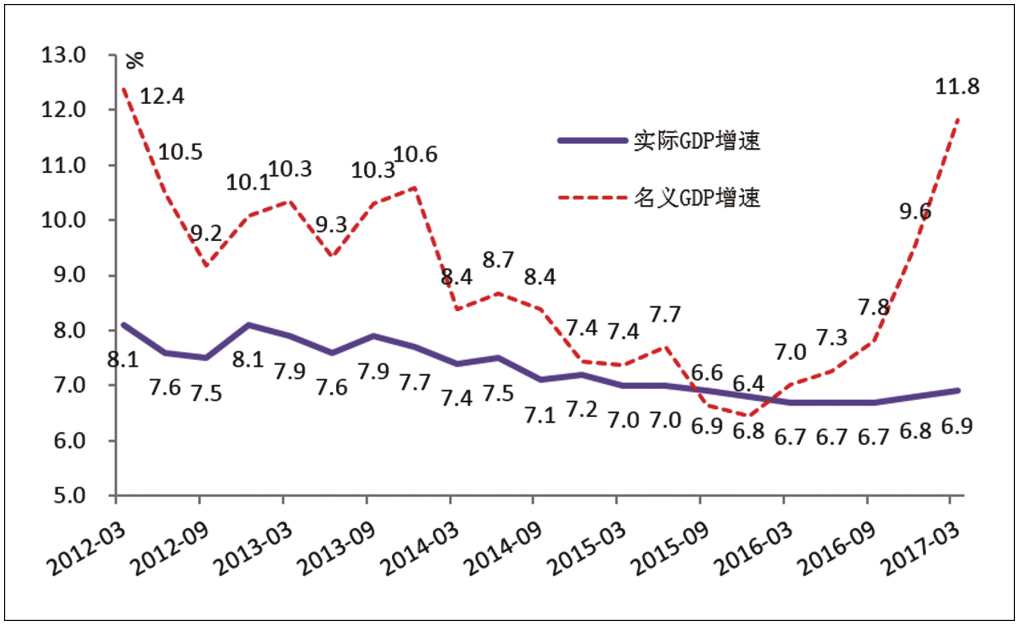


图 1　名义 GDP 增速大幅攀升至 11.8%，为 2012 年上半年以来的最高

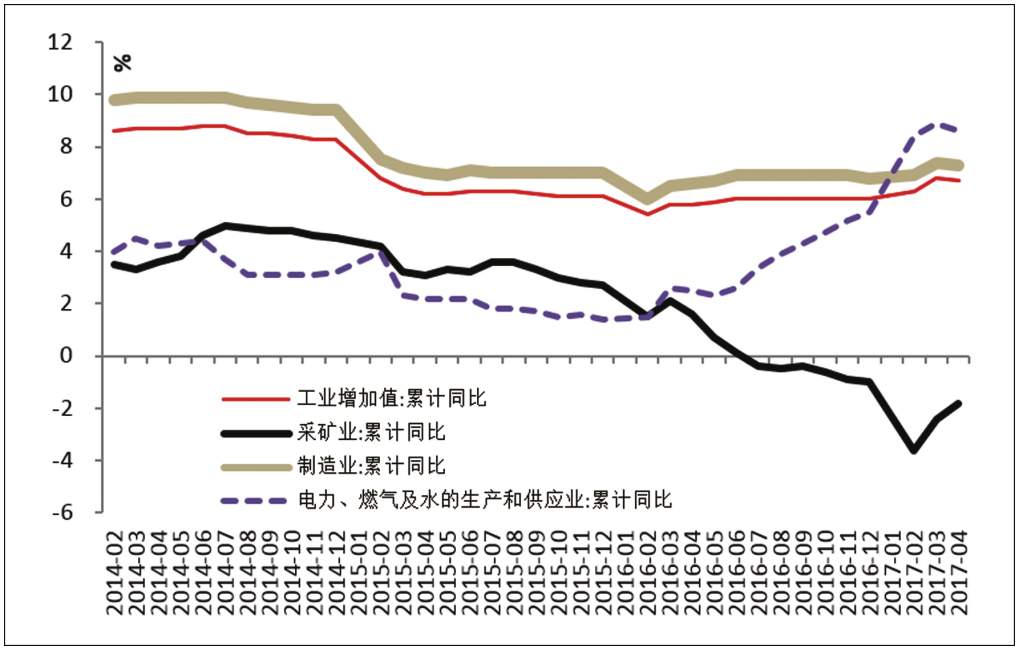


图 2　规模以上工业增加值增长有所反弹

工业基本面有所改善。首先，从细分行业来看，一季度 41 个工业大类行业中有 36 个行业增加值保持同比增长，占 87.8%，增长面较 2016 年全年情况扩大 4.9 个百分点，行业层面整体向好。其次，从全社会发电量和用电量指标来看，经济回暖特征更为明显。1—4 月份，发电量同比增长 6.6%，全社会用电量同比增长 6.7%，两者增速相比上年同期增速分别提高了 5.7 和 3.8 个百分点，已经超过 2014 年水平，实现了“U 型”反弹。

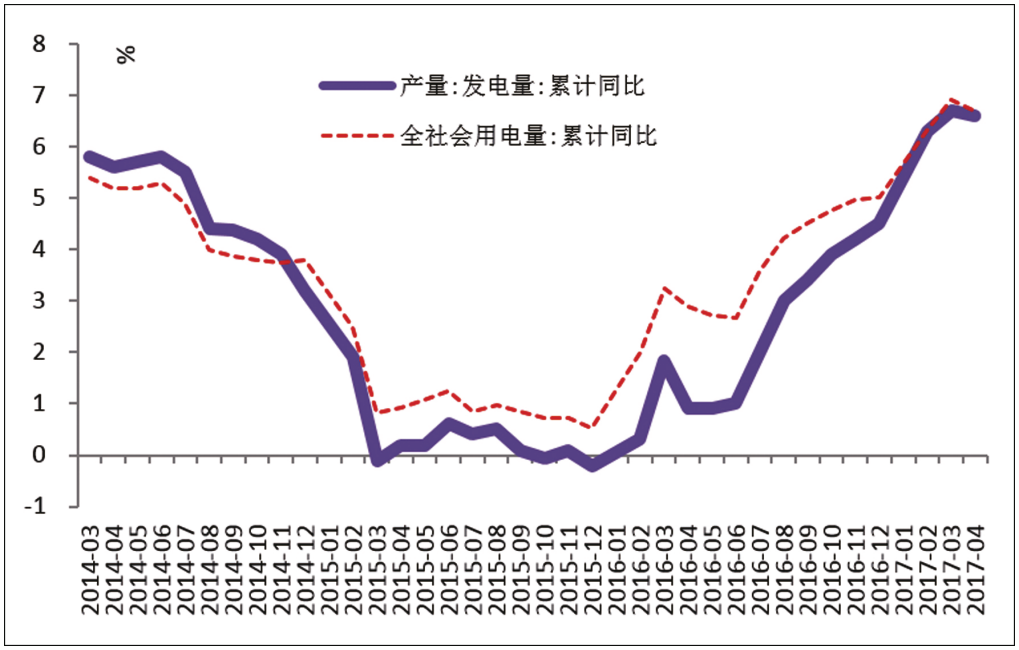


图 3　全社会用电量和发电量增速强劲反弹

(三)从总需求看，消费保持平稳，投资稳步回升，贸易恢复增长

2017 年消费增速较 2016 年有所回落，总体仍较为平稳。2017 年 1—4 月份，社会消费品零售总额同比名义增长 10.2%，增速比 2016 年回落 0.2 个百分点，但比一季度回升 0.2 个百分点。扣除价格因素，一季度消费实际增长 8.8%，增速比 2016 年回落 0.8 个百分点，但比 2 月份增速回升 0.7 个百分点。其中，3 月份和 4 月份消费增速出现明显回升，同比名义增长 10.9%和 10.7%，扣除价格因素，实际增长 10.2%和 9.7%，均高于 2016 年全年增速，但 4 月份比 3 月份有所回落。

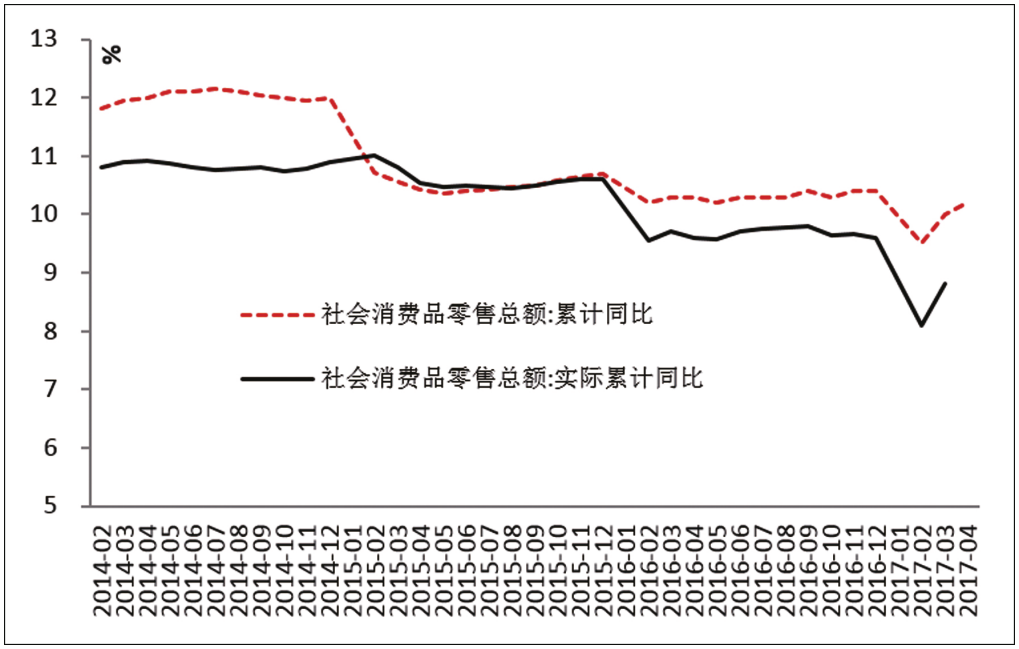


图 4　消费增速有所放缓，但基本平稳

民间投资和房地产投资增长加快带动固定资产投资反弹。1—4 月份，固定资产投资累计同比增长 8.9%，比 2016 年全年增速提高 0.7 个百分点，但比 1 季度回落 0.3 个百分点。从三大因素来看，占比超过三成的制造业投资增速延续了上年 9 月份以来的回升势头，同比增长 4.9%，比上年全年加快 0.7 个百分点，但比一季度回落 0.9 个百分点；占比超过两成的房地产投资增速同比增长 9.3%，比去年全年加快 2.4 个百分点，比一季度加快 0.2 个百分点；受基数效应影响，基础设施投资有所放缓，但总体保持高位，1—4 月份累计增长 18.2%，比 2016 年增速加快 2.5 个百分点。与此同时，民间投资增速有所改善。1—4 月份民间投资呈现较快回升势头，累计同比增长 6.9%，比去年全年加快 3.7 个百分点，但比一季度回落 0.8 个百分点。

贸易出现改善，进口和出口双双恢复增长。2017 年 1—4 月份，进口和出口累计增速分别为 20.8%和 8.1%，较去年有明显改善。本轮周期性调整以来，世界经济增长乏力，导致全球贸易增速显著回落，对我国进出口增长也造成了下行压力。根据 IMF 在 2016 年 10 月份发布的最新研究，四分之三的贸易增速回落可归结于全球总需求疲软，尤其是投资增长放缓，再加上贸易保护主义重新抬头及相关的全球价值链收缩，全球贸易发展出现明显的下滑。在这种背景下，中国出口和进口均出现了持续的负增长。但经过近一两年的调整，自 2016 年 2 季度以来，中国进出口增速的跌幅显著缩小，2017 年进口和出口双双实现较大幅度的正增长。

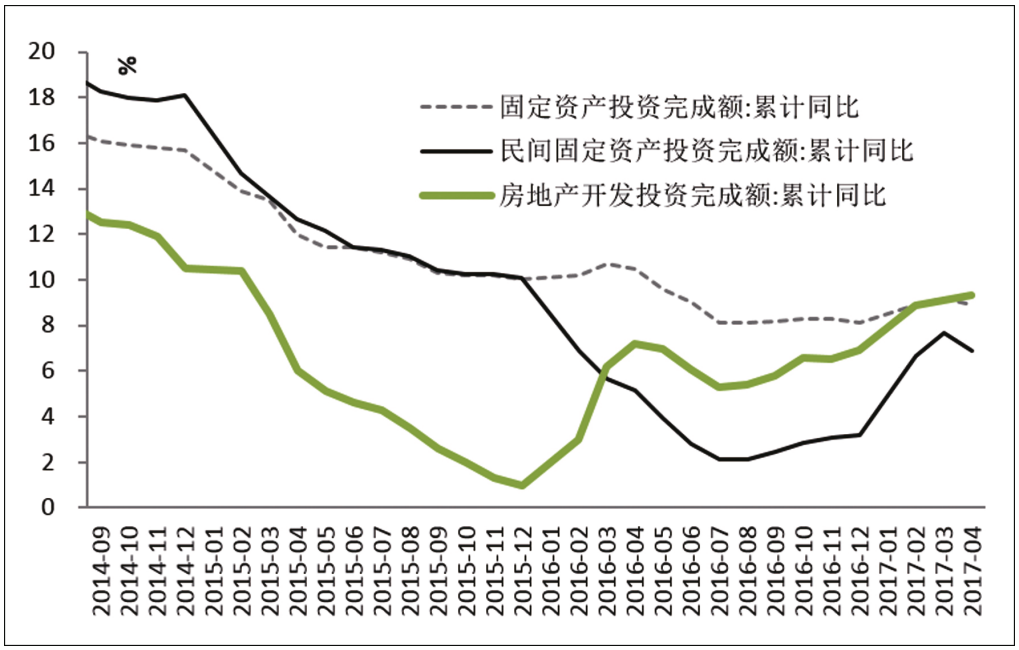


图 5　民间投资和房地产投资改善带动固定资产投资回升

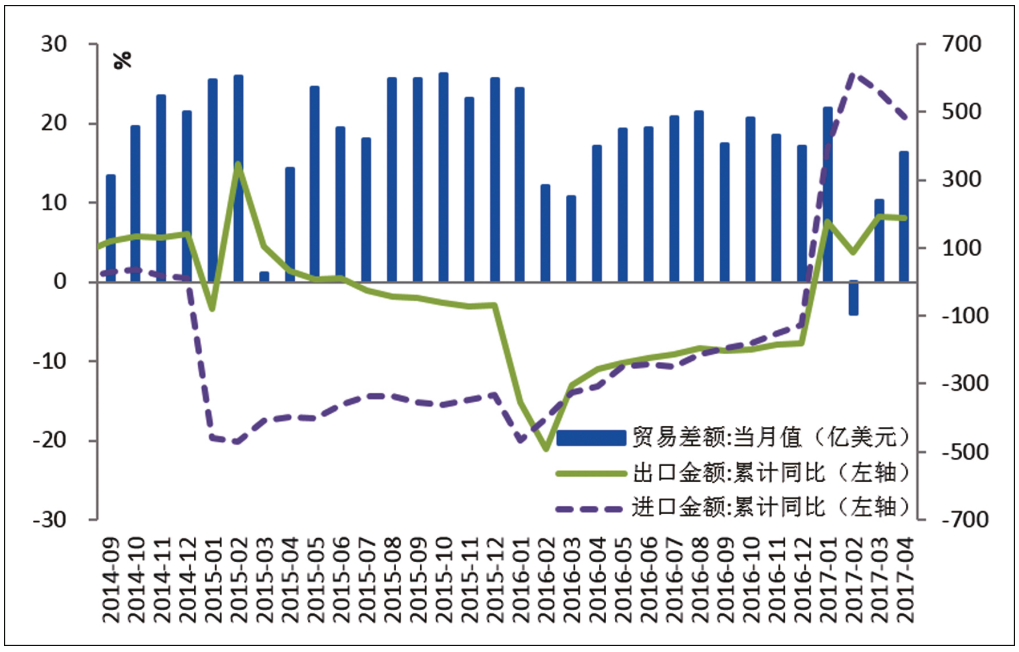


图 6　中国进口和出口双双恢复增长

(四)企业盈利大幅改善,各类市场主体信心回升,微观基础改善

受需求改善的拉动,并在供给侧结构性改革、部分企业上年利润留存以及低基数效应的共同作用下,2017 年工业企业效益增长出现较大幅度改善。一季度,全国规模以上工业企业实现利润总额 1.7 万亿元,同比增长 28.3%,比上月增长虽然有所放缓,但较 2016 年底上升 19.8 个百分点,比去年同期上升 20.9 个百分点。实现营业收入 27.8 万亿元,同比增长 14%,增速分别比上年底和上年同期回升 9.1 个百分点和 11.6 个百分点。从月度走势来看,营业收入年内增长持续改善,而利润增长虽比上月有所回落,但依然维持高位。

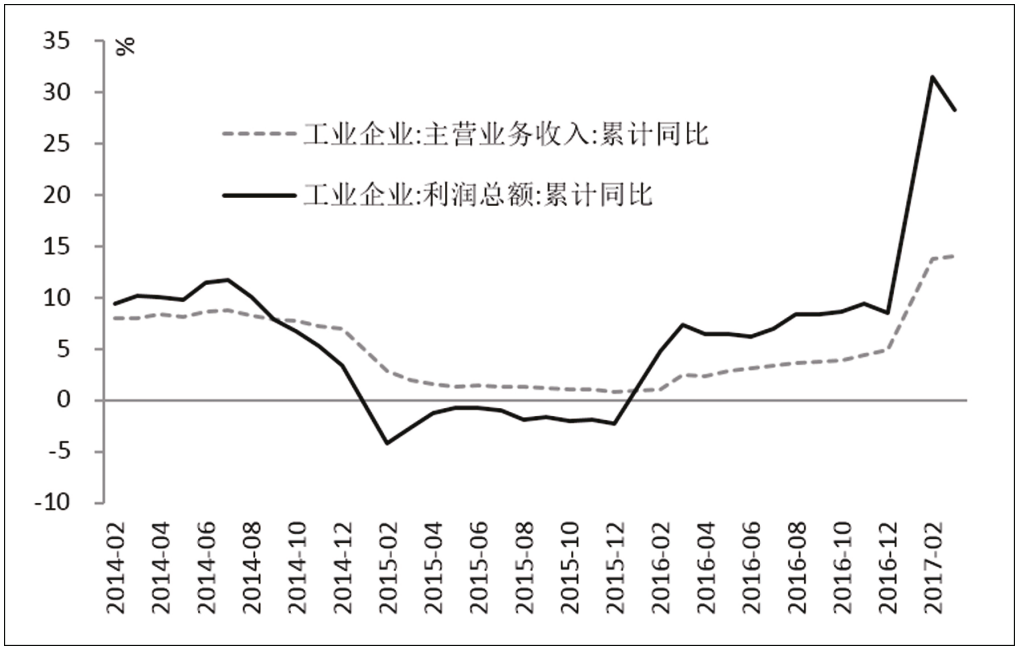


图 7　工业企业营业收入和利润总额增长大幅攀升

与此同时,工业企业亏损企业数量和企业亏损总额显著下降。一季度,工业企业亏损数量同比下滑 6.8%,比上年同期和上年底有明显改善。工业企业亏损额同比下滑 27.3%,比上年底进一步改善 18.1 个百分点。

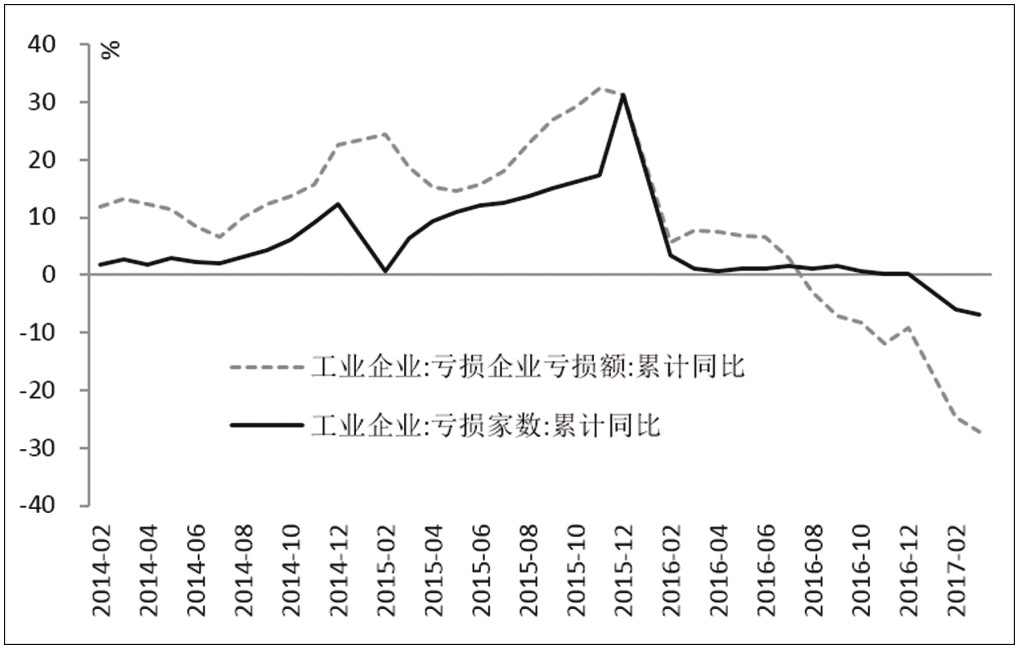


图 8　工业企业亏损情况大幅改善

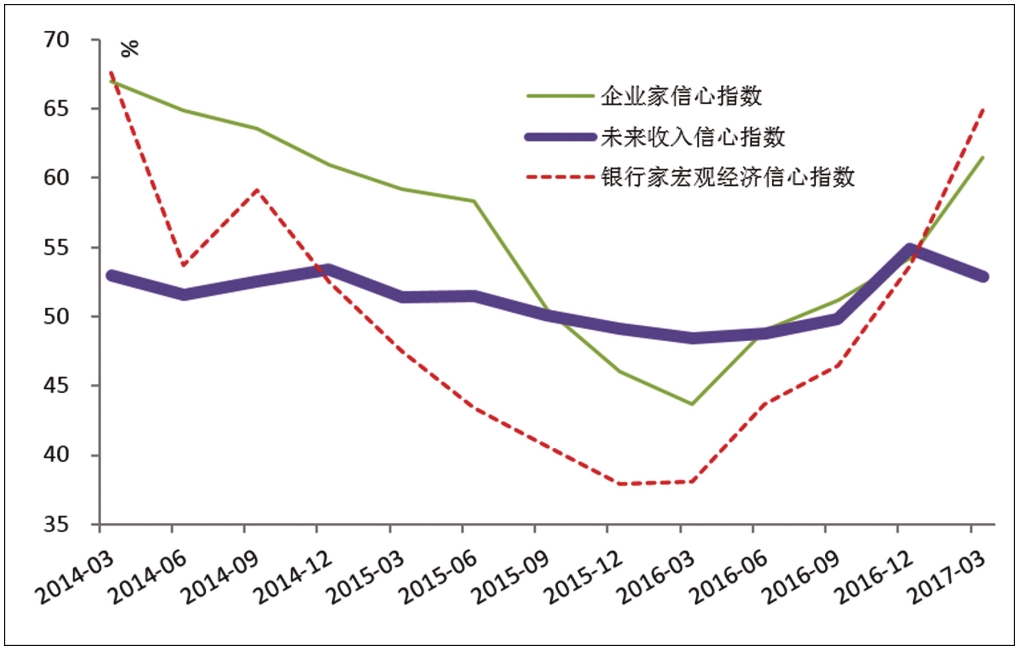


图 9　各类微观主体信心指数持续回升

(五)政府财政收入和基金收入增速继续回升,财政状况明显改善

2016 年经济下行带来的财政压力仍然存在,2017 年出现明显改善。在工业生产和进出口回升的作用下,公共财政收入压力减轻,同时由于房地产市场的复苏,使得税收收入和基金收入持续恶化的趋势得到了极大地缓解。2017 年 1—4 月,公共财政收入累计同比增长 11.8%,比去年同期提高 3.2 个百分点,比去年全年提高 7.3 个百分点;政府性基金收入累计同比增长 32.7%,比去年同期大幅提高 28.4 个百分点,比去年全年提高 20.8 个百分点;两者合计导致政府收入同比增长 15.5%,比去年同期大幅提高 7.7 个百分点,比去年全年增速提高 9.5 个百分点。不过,相比一季度,公共财政收入增速回落 2.3 个百分点,政府性基金收入增速提高 5.2 个百分点,政府收入增速回落 1.1 个百分点。

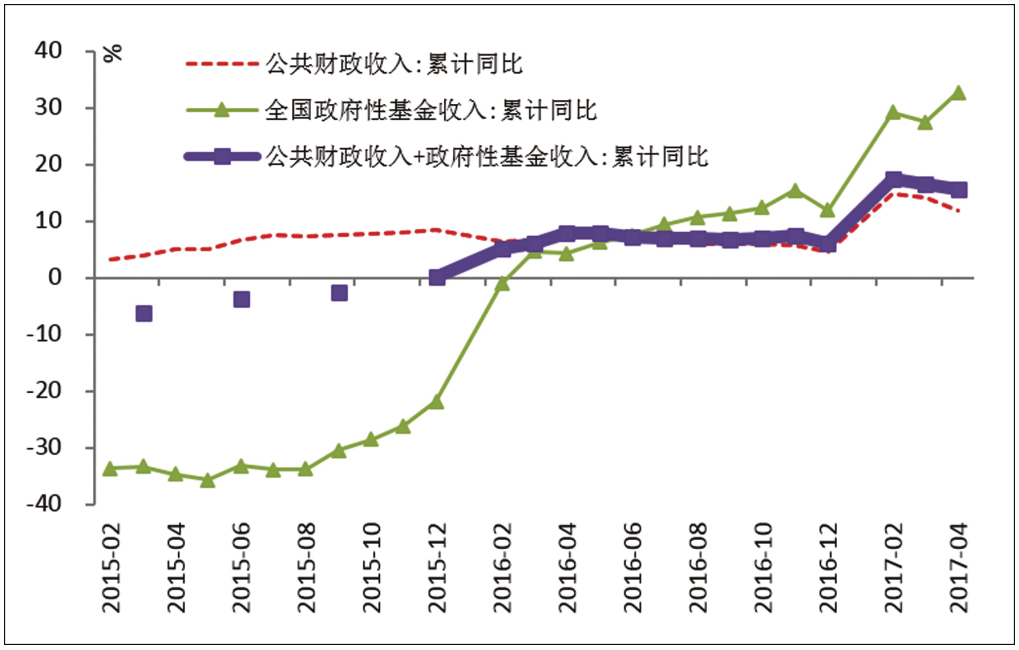


图 10　公共财政收入和政府性基金收入高速增长

(六)各类宏观经济景气指数和先行指标显示经济运行稳中向好

2017 年上半年,各类宏观经济景气指数和先行指标显示经济运行稳中向好首先,克强指数快速上升,一季度达到 13.8%,其中 3 月份为 14.7%,均创出了自 2011 年以来的最高。其次,宏观经济景气指数先行指数和一致指数均呈现出回升的趋势。

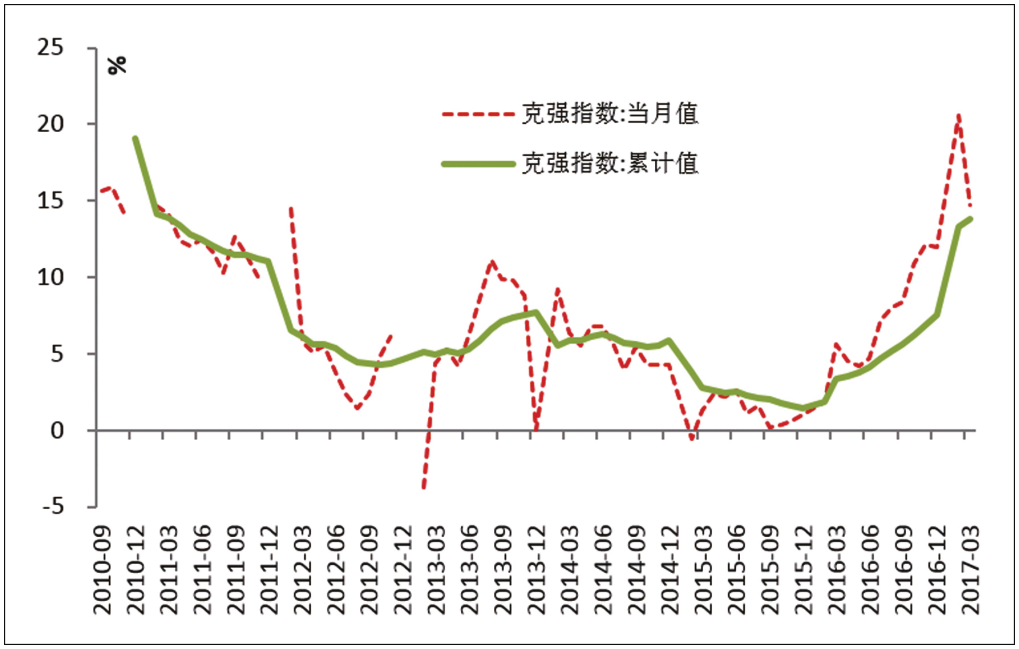


图 11　克强指数达到自 2010 年底以来的高点

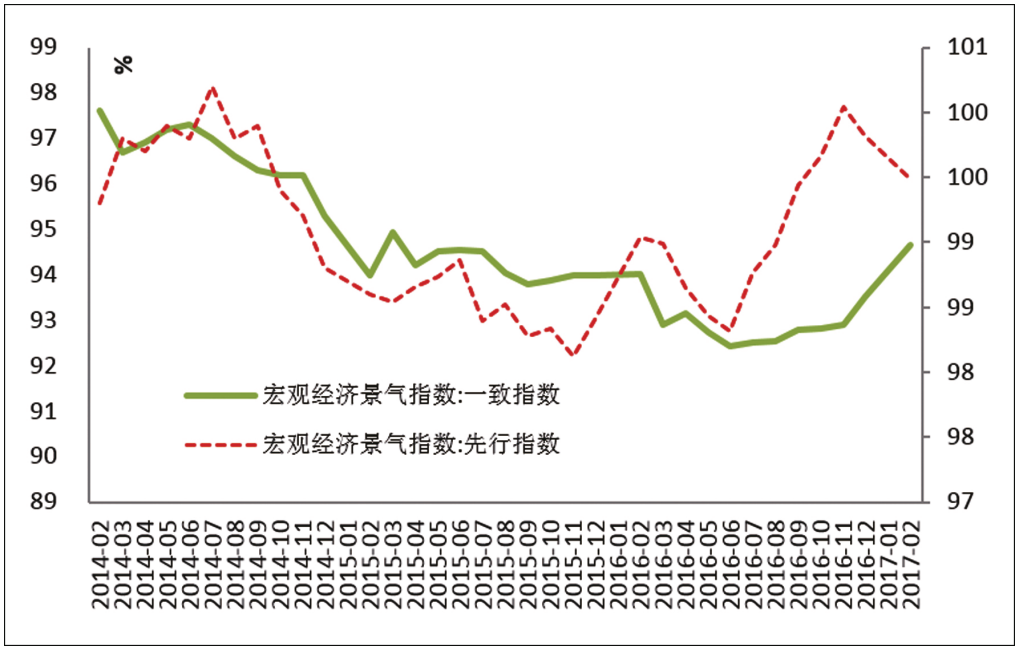


图 12　宏观经济景气指数呈现出回升的趋势

最后，PMI 指数持续运行在荣枯线以上。2017 年 4 月份，中国官方制造业 PMI 为 51.2%，服务业 PMI 为 52.6%，民间财新中国 PMI 为 50.3%，较 3 月份有所回落，但均高于 50%的荣枯分界线。事实上，自 2016 年下半年以来，官方制造业 PMI 和财新中国

PMI 指数持续运行在 50%以上的景气区间，非制造业商务活动指数持续运行在 53%以上的景气区间，而且都呈现出持续上升的趋势。从一个更长的视角来看，从 2014 年 1 月份至 2017 年 3 月份，无论是制造业 PMI 指数，还是服务业 PMI 以及财新中国 PMI 指数，总体上呈现出一个比较明显的“U 型”走势。这些变化说明制造业和非制造的景气程度均有所改善，2017 年将保持平稳的基本态势。

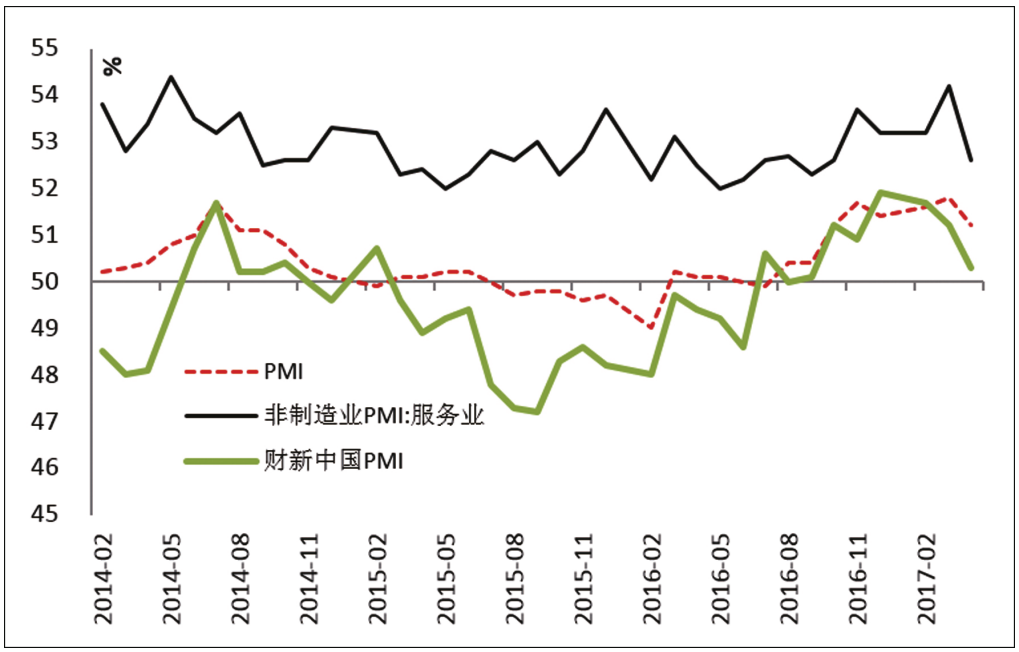


图 13　中国 PMI 指数持续运行在荣枯线以上

(七)经济结构持续优化

1. 产业结构持续优化，新的增长动力不断孕育。随着经济结构转型和供给侧结构性改革持续，第三产业增长持续高于二产，产业结构持续优化；产业内部调整加剧，新兴行业增长持续高于传统行业，对经济的贡献进一步提升。

一季度，三次产业分别增长 3%、6.4%和 7.7%，增速均比上年同期有不同程度的提升；与上年底相比，第三产业增速下降 0.6 个百分点至 7.7%，但仍高于去年同期 0.1 个百分点。从三次产业的比较来看，自 2012 年四季度第三产业增速首次超过第二产业以来，三产的增速一直高于二产，二者的差距进一步扩大，显示出我国产业结构在总量持续积累的过程中也发生了质的变化。

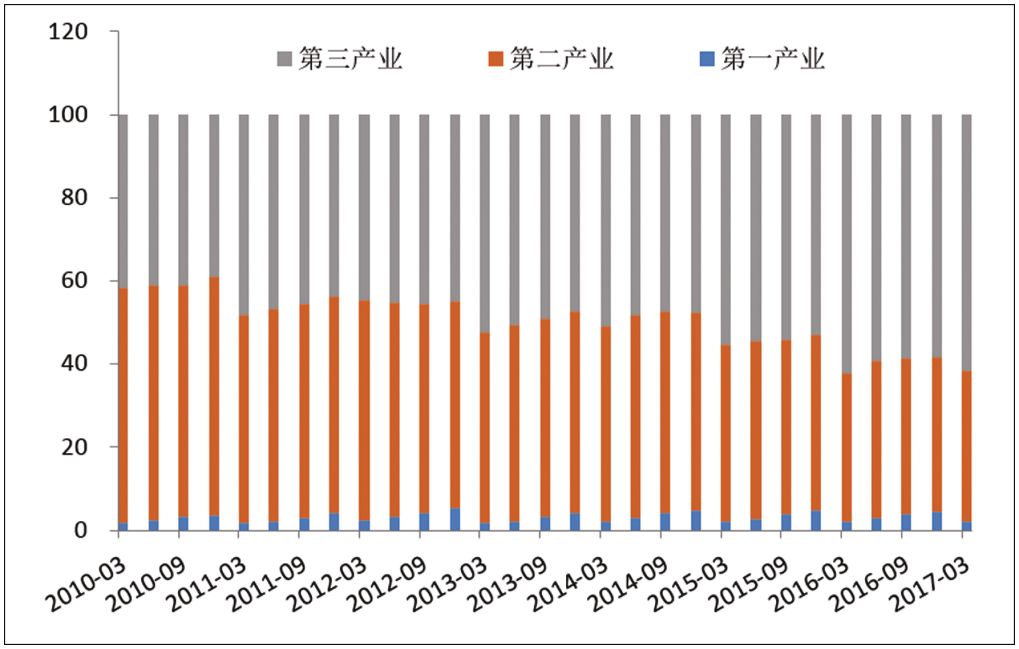


图 14　产业结构进一步向“三二一”迈进

从占 GDP 比重情况来看，中国经济由工业主导向服务经济主导加快转变。2017 年一季度，三次产业占比分别为 4.8%、38.7%和 56.5%，延续了历年来一季度第一、二产业占比下降，第三产业占比上升的走势，产业结构较去年全年有所优化，中国经济由工业主导向服务经济主导加快转变。随着产业结构的变化，第三产业对经济增长的贡献持续保持在较高水平，一季度第三产业对经济增长的贡献为 61.7%，高于去年底 58.4%的水平。

与此同时，工业生产也从低端向中高端迈进，传统行业持续调整，比如去年曾经出现业绩改善的煤炭等行业今年以来行业增加值有所萎缩；高技术制造业、高端装备制造业与消费相关的制造业增速持续较快。比如，与消费相关的食品制造业、饮料制造业、医药制造业等行业增加值增长明显回升。

2. 需求结构优化，最终消费支出对经济增长贡献进一步上升，网上消费等新兴消费业态蓬勃发展。首先，从最终需求来看，最终消费对经济贡献有所提升，资本形成的贡献下滑。2017 年一季度，资本形成对经济增长贡献率降幅较大，由上年底的 42.2%下降至 18.6%；最终消费对经济增长的贡献有所回升，由上年底 64.6%攀升至 77.2%；外需贡献率由负转正。

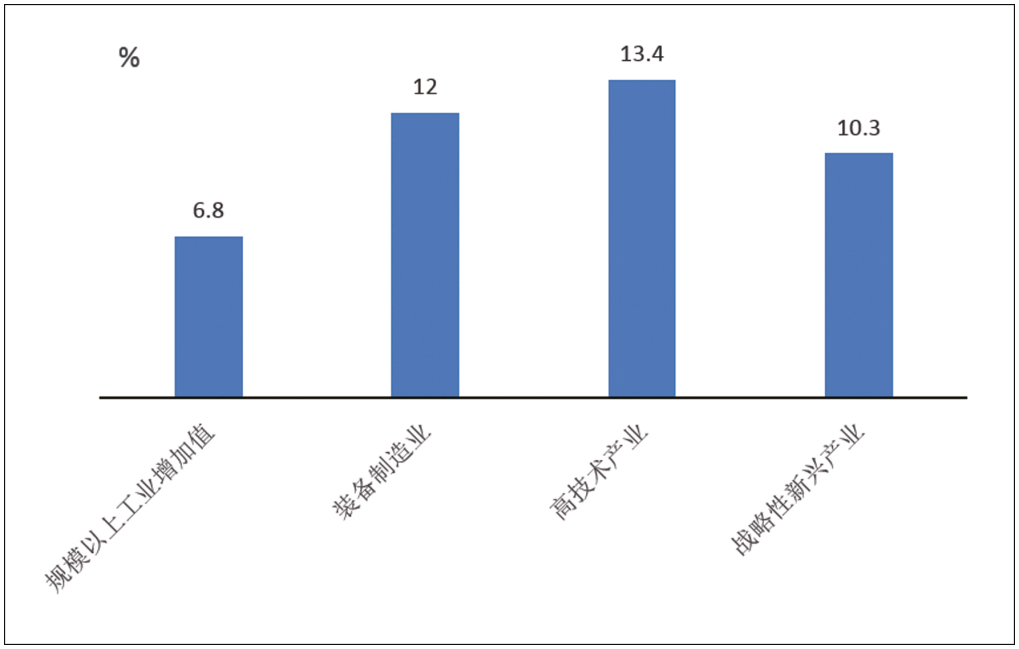


图 15　一季度高技术产业和新兴行业增长快于工业整体情况

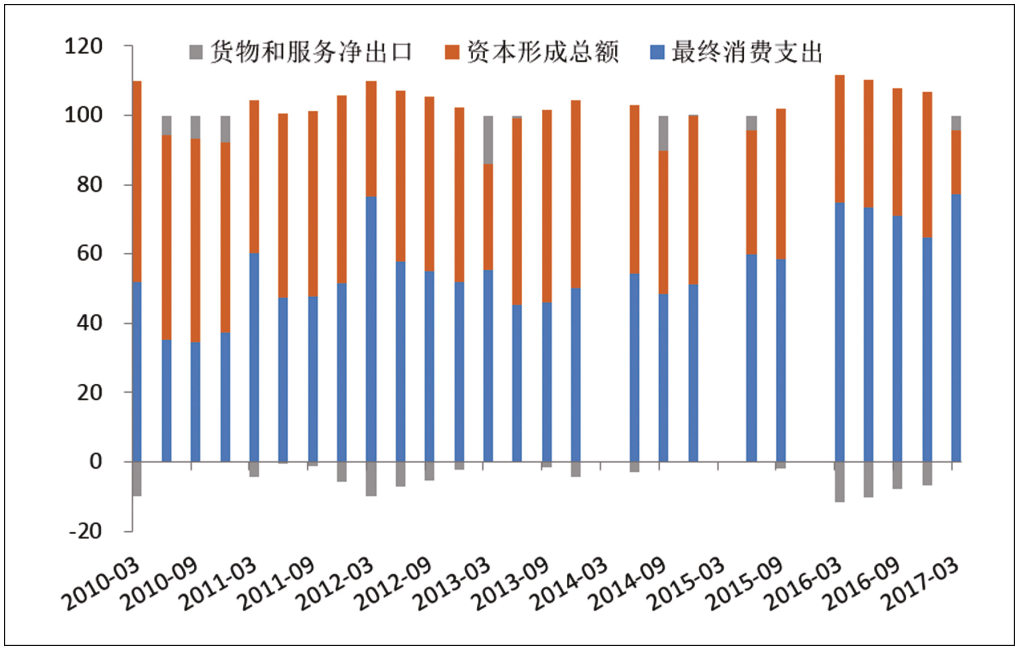


图 16　三大需求对 GDP 累计同比贡献率

同时，网上商品和服务零售额持续高速增长。2017 年 1—4 月份，网上商品和服务零售额累计增速达到 32%；实物商品网上零售额增速也高达 25.9%，均远超过社会消费品零售总额的增速。实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重，已经从 2015 年 2

月份的 8.3%，快速上升到 2017 年 4 月份的 12.9%。

随着居民消费结构升级以及服务经济的发展，近两年类服务类消费快速增长。2017 年一季度社会消费品零售总额增长 10%，为 2004 年以来季度最低增速，而最终消费对 GDP 的贡献率则进一步上升，似乎与社会消费品零售总额同比增速走势出现背离。实际上，这除了与投资增速相对更快下滑有关外，还与二者的核算内容有关系：最终消费支出包含了购买者向出售者购买货物和服务所支付的价值，而全社会消费品零售额并没有包括服务的部分。随着居民消费结构升级以及服务经济的发展，近两年类服务类消费快速增长，因此包含了服务类消费的最终消费支出对经济增长的贡献则与全社会消费品零售额的走势有所分化。

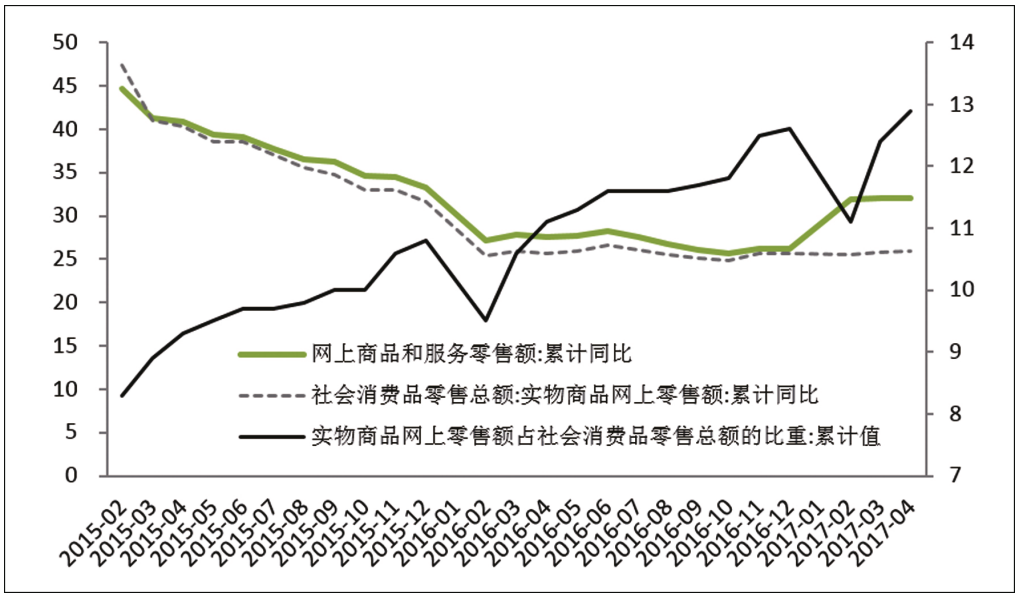


图 17　中国消费模式变化

2.2 经济运行存在分化

当前中国经济运行面临多层面、多维度的分化问题，其中以价格水平与产出总量之间的走势分化为代表，更体现为价格指数分化、行业复苏分化、企业利润增长分化、景气程度分化、区域发展分化等等。在全球经济“新周期”向中国宏观经济传导的过程中，中国经济运行分化现象表明，全球经济复苏对中国的传导还不顺畅，政策主导的国内经济复苏基础并不牢固，顺利实现新周期转换的微观基础还没有完全形成。

(一)价量分离严重,总需求全面复兴还需时日

2016 年以来中国经济回暖趋稳,其中价格指标得到较快复苏,但实际变量增幅有限,这与传统上中国的经济周期具有很大的区别。2016 年四季度起,名义 GDP 出现快速反弹,累计同比增速达到 8%,2017 年一季度,更是上升到 11.8%。但是,这一进程中实际 GDP 增速恢复却有限,2016 年后三个季度维持在 6.7%,2017 年一季度小幅反弹至 6.9%,名义价格提高对实际 GDP 的传导极为有限。从历史上看,经济上行区间都是价格水平首先上升,即名义 GDP 开始上行,带动实际 GDP 上升,名义价格调整对实际变量产生传导。这主要是因为名义价格的上升给企业带动了新的现金流,使得资产负债表更加稳固,通过信贷渠道的加速,促进投资和消费,最终提升总需求。在上行过程中,随着生产能力逐步受到限制,名义变量与实际变量之间差距会逐步加大。这种差距的峰值构成了经济的转折点。对比这种历史经验来看,2017 年名义价格上升没有带来实际 GDP 的复苏,意味着价格上行并没有带来总需求的全面复兴,名义变量与实际变量的差距反而预示着经济存在短期见顶的可能性。

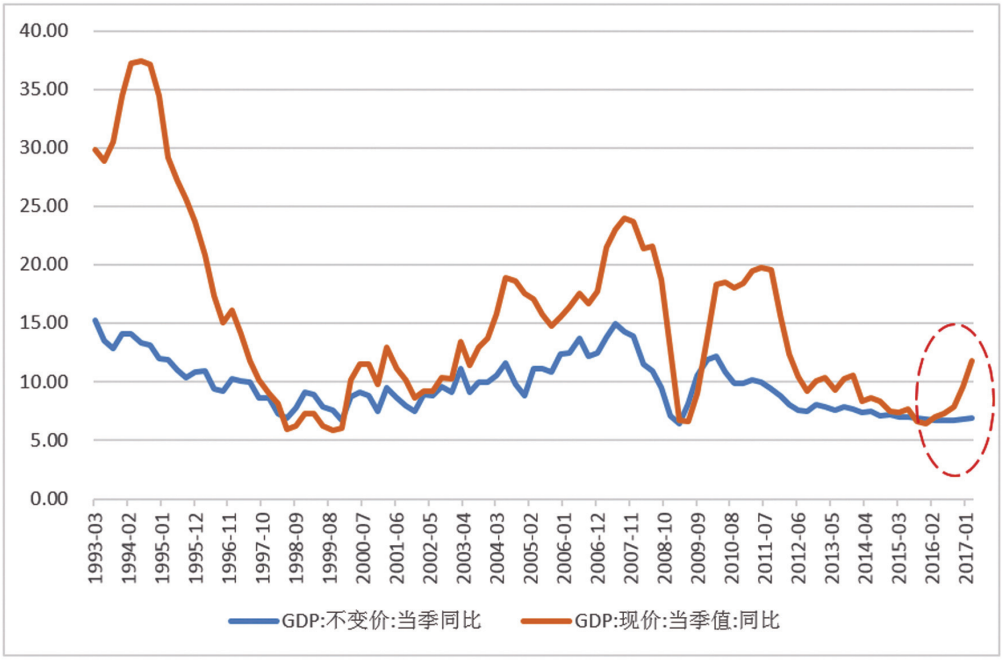


图 18　名义 GDP 和实际 GDP

上述判断从总需求中投资和消费的表现可以看出。2016 年名义固定资产投资稳中趋升,2017 年一季度增速上升至 9.2%,而实际固定资产投资增速仍处在下行区间,2016 年一季度同比增速 13.8%,2017 年一季度下降至 4.5%。名义与实际固定资产投资剪刀

差趋于扩大。2016 年起社会消费品零售总额名义值与实际值出现持续分化，实际累计同比持续低于名义值，2017 年，名义累计同比增速为 10.2%，实际累计同比仅为 9.1%。名义价格上行并没有带来总需求的相应提高，传统的宏观经济传导机制明显受阻。

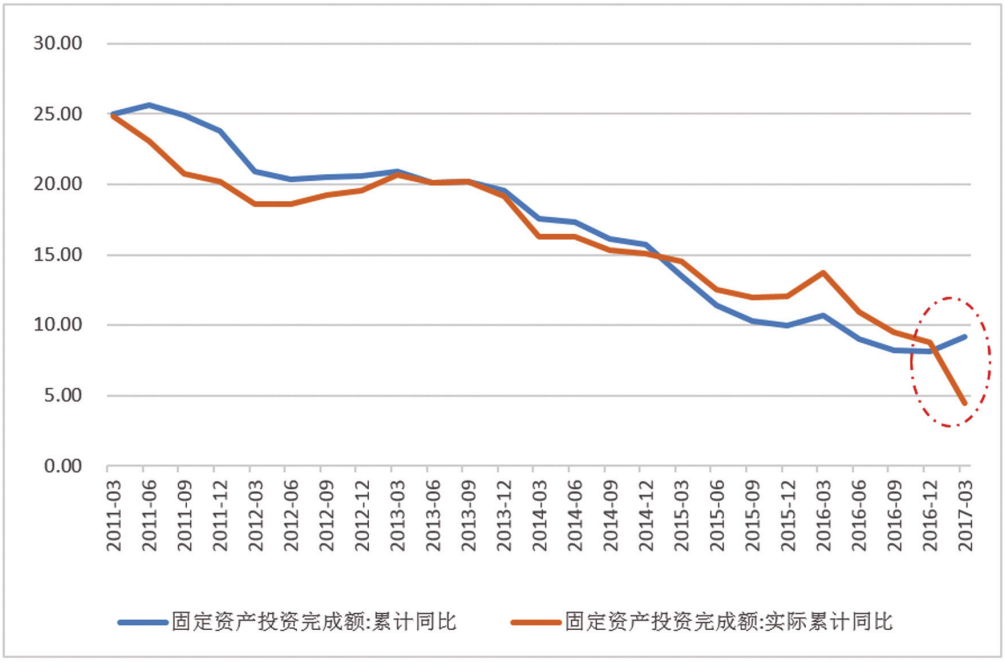


图 19　固定资产投资完成额

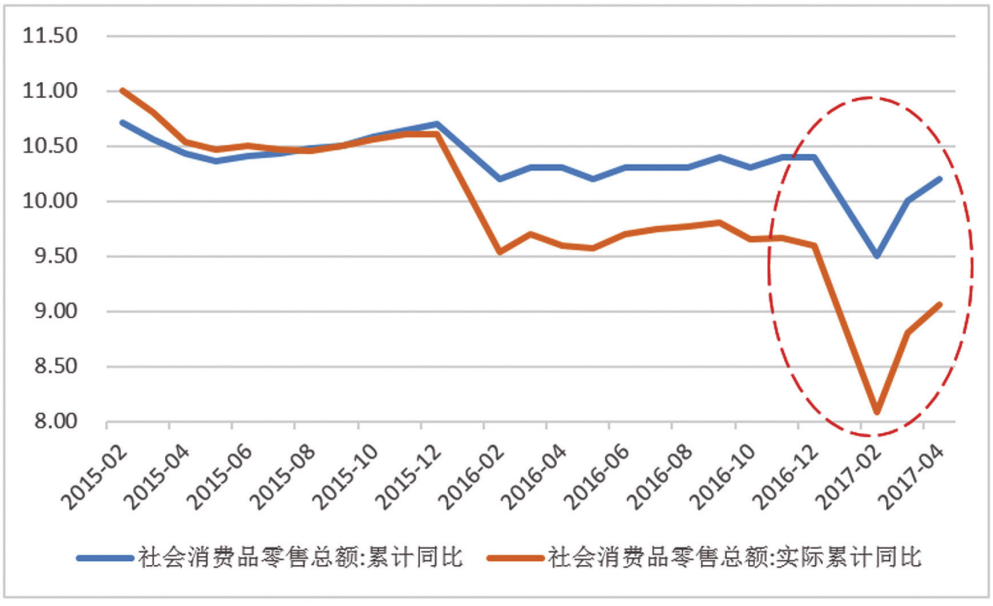


图 20　社会消费品零售总额

（二）各类价格指数及内部构成走势进一步分化

总体来看，CPI 与 PPI 走势持续分化。2017 年 1—4 月份，CPI 累计同比上涨 1.4%，涨幅比上年同期和全年分别下滑 0.8 个百分点和 0.7 个百分点。分月度情况来看，今年以来，受翘尾因素、春节效应和油价上调影响，1 月份 CPI 回升至 2.6%的近年来高位，此后，随着春节效应、天气转暖下蔬菜供应充足以及猪肉价格受高基数影响同比下降，2—4 月份食品价格持续下降，带动 CPI 同比大幅回落至 1%左右，但是从核心 CPI 来看，核心 CPI 一直运行在 2%左右，涨幅比上年底有所回升。从生产者出厂价格指数（PPI）来看，受供给侧结构性改革以及大宗商品价格波动上涨等影响，PPI 高位上行，1—4 月份累计同比增长 7.2%，其中 2 月份达到 7.8%的高点，随着大宗商品价格涨势趋缓，3—4 月份 PPI 涨幅有所回落，但仍处高位。

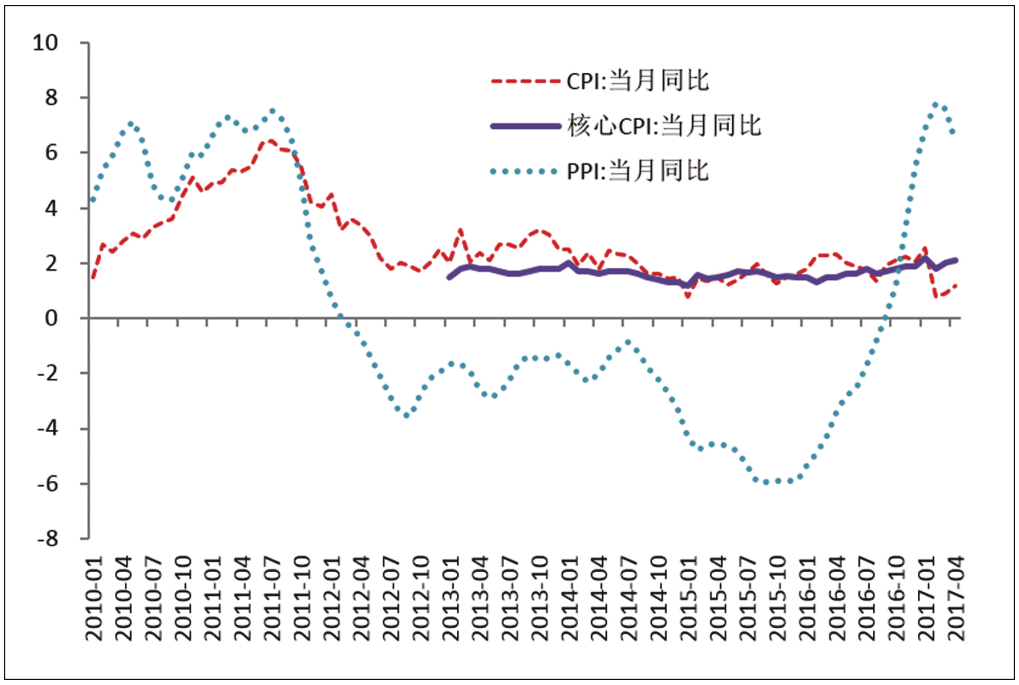


图 21　CPI 与 PPI 走势严重分化

更深层次分析发现，CPI 与 PPI 的分化，PPI 内部原材料、生产资料与生活资料的分化，CPI 内部消费品、食品与服务品的分化，已经形成了一个完整的逻辑链条，反映了中国经济总需求没有全面复兴，尚未形成新一轮全面景气的坚实基础，甚至存在景气夭折的风险。

首先，CPI 与 PPI 的分化情况，总体反映出，目前价格水平的积极变化主要来自于供

给侧结构性改革导致的 PPI 上涨，而中国宏观经济的总需求尚未全面转暖。

其次，在 PPI 内部，原材料、生产资料与生活资料行业价格分化，反映了 PPI 价格上涨主要由原材料等上游行业产品价格上涨拉动，供给侧结构性改革的效果无法完成全产业链传导，可能对中下游行业企业形成“上压下堵”的不利局面。PPI 内部的分化主要表现在三个方面：(1)生产资料价格大幅上涨，但生活资料价格基本稳定；(2)在生产资料内部，采掘工业价格急剧上涨，原材料工业价格大幅上涨，而加工工业价格基本稳定；(3)工业企业原料、燃料、动力购进价格指数(PPIRM)与 PPI 变动高度一致，而涨幅高于 PPI。

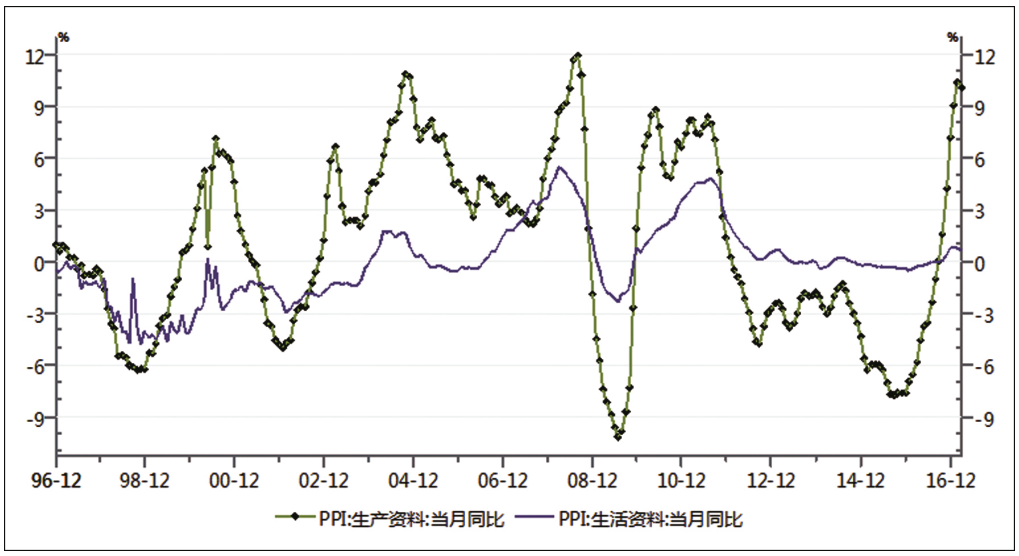


图 22　PPI 内部生产资料与生活资料分化

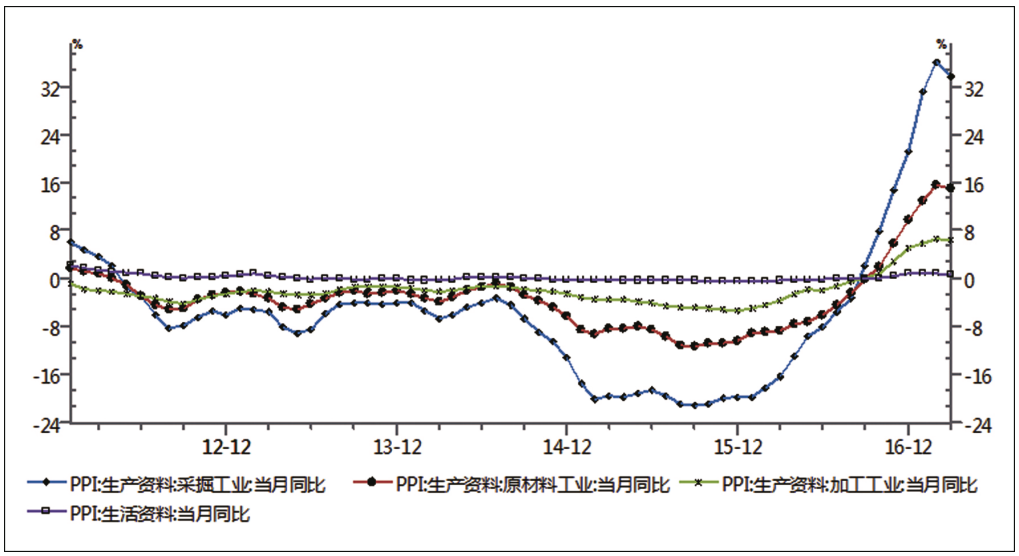


图 23　PPI 生产资料内部分化



图 24　PPI 与 PPIRM 走势

再次，在 CPI 内部，消费品和食品价格与服务品价格分化，反映了中国经济消费需求总体疲软与消费结构不断升级并存。CPI 内部分化主要表现在以下两个方面：(1)服务品价格总体上行，而消费品与食品价格总体下行，食品价格下行幅度更大；(2)CPI 与 PPI 严重分化，而 CPI 中消费品价格指数与 PPI 中生活资料价格指数变动一致。

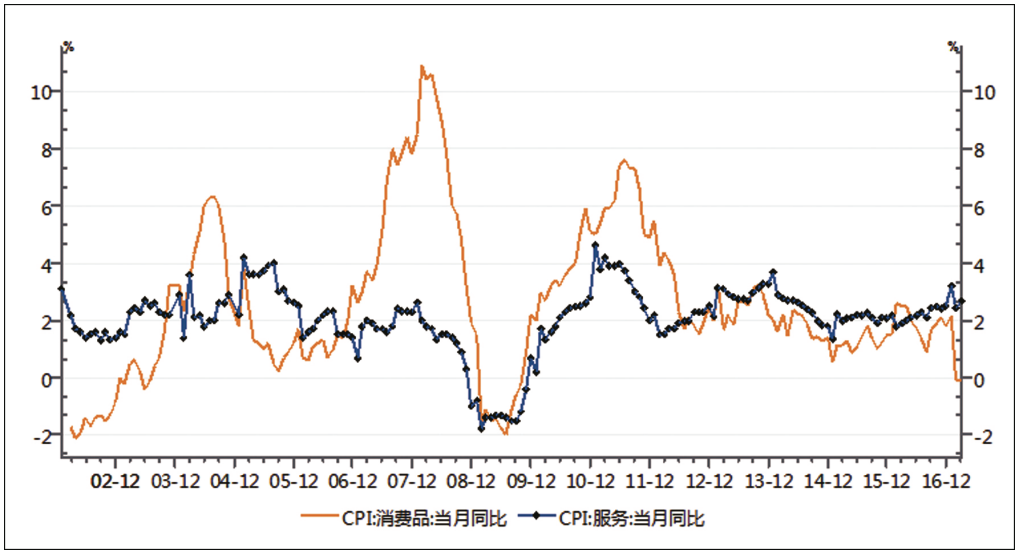


图 25　CPI 内部消费品与服务品的分化

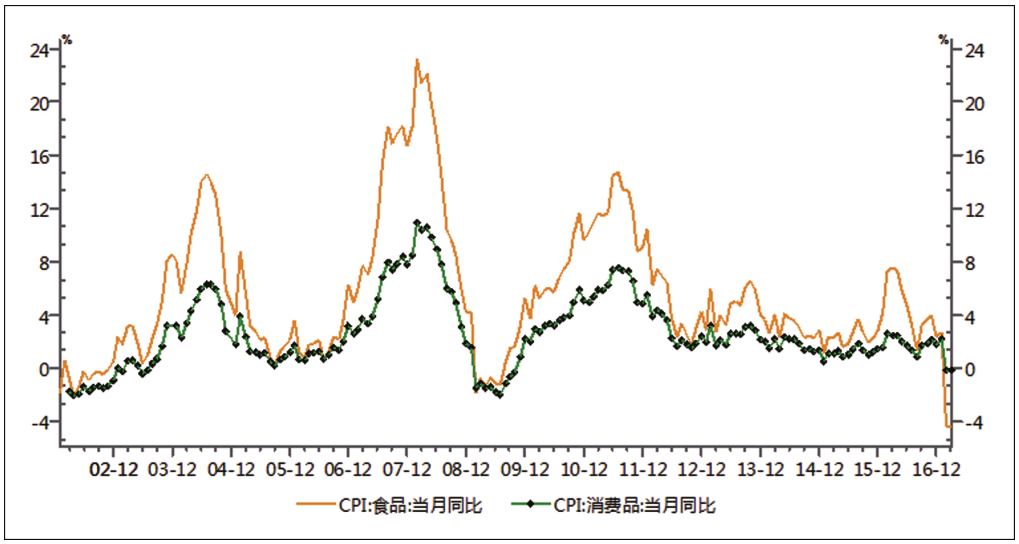


图 26　CPI 内部消费品与食品同步

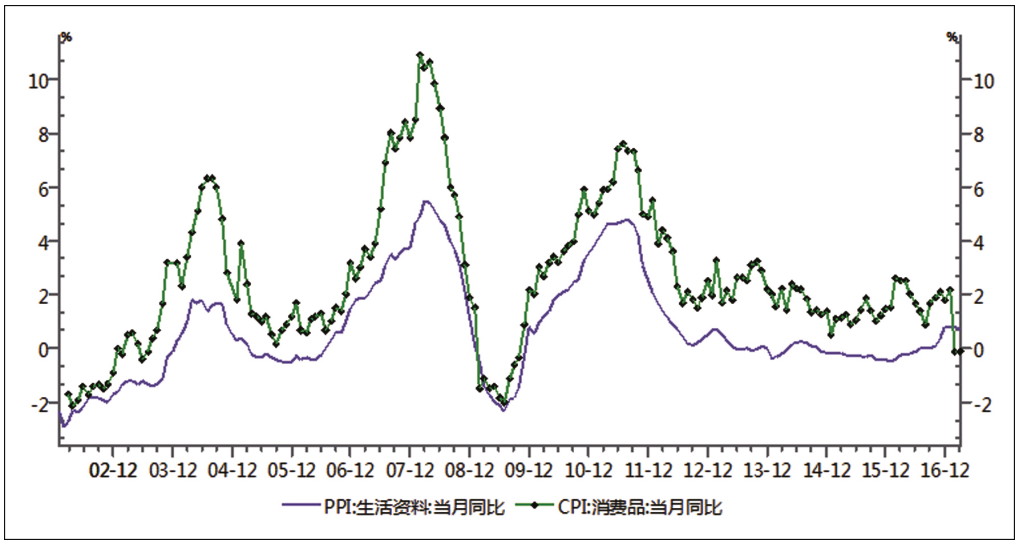


图 27　CPI 消费品与 PPI 生活资料同步

综合以上分析，结合中国经济实际运行情况，可以得到一个基本判断，即当前 PPI 上涨主要源于供给侧结构性改革政策推动，对部分上游产业行政性“去产能”所致，但是经济内生动力不足，总需求依然偏弱，CPI 上涨乏力，导致上游 PPI 上涨向中下游 PPI 和 CPI 的传导不畅。具体分析可以借助如下物价传导机制（如图 28）：在图 I 中，生产资料 PPI 与生活资料 PPI“一高一低”，显示 PPI 上涨来自供给侧上游，且生产资料价格上涨难以传导至生活资料；在图 II 中，生活资料 PPI 与消费品 CPI“双低”，显示总需求不足，供给侧上游

的价格上涨向下传导受制于需求侧；在图 III 中，消费品与食品价格“双低”，反映总需求疲软，PPI 难以完成向 CPI 的传导；在图 IV 中，消费品与服务价格“一低一高”，则反映了消费转型，服务业需求较快增长。

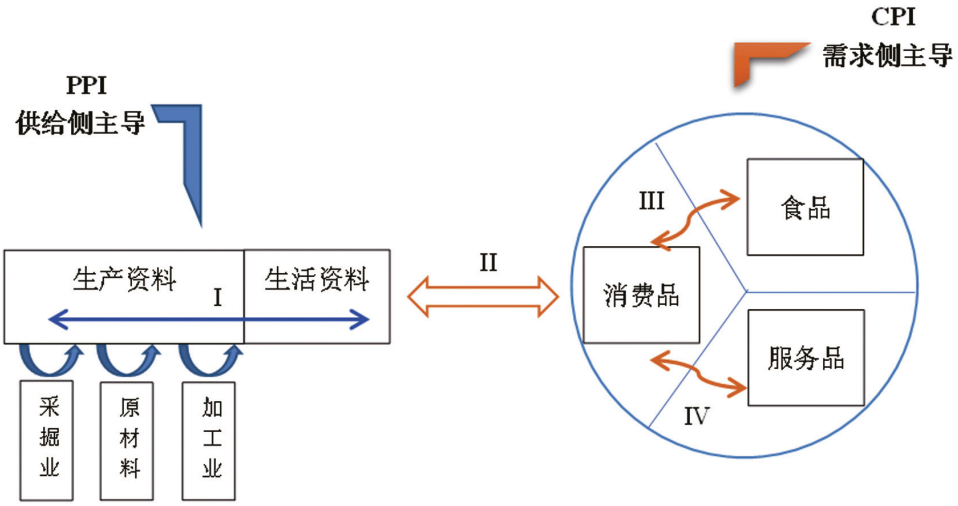


图 28　物价传导机制图

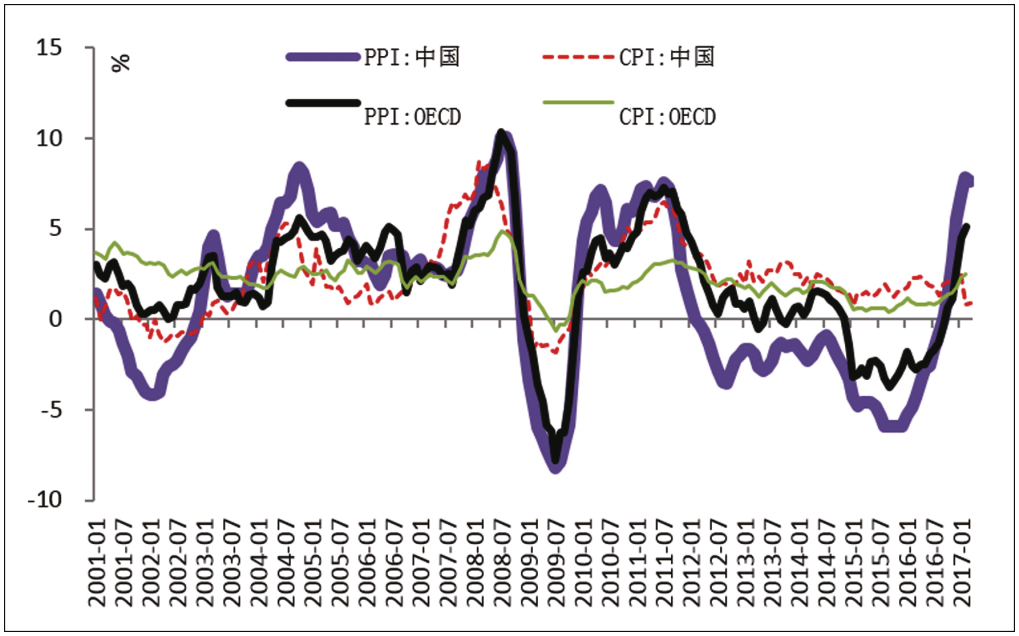


图 29　中国 PPI 变化趋势与 OECD 国家 PPI 高度一致

值得注意的是，中国价格变化与国际价格变动趋势高度一致。尽管中国价格指数上涨在经济内部存在严重的分化，但与全球价格指数之间的传导顺畅，尤其是 PPI 走势与

国际上高度一致。图 29 显示，自加入 WTO 以来，中国的 PPI 变化趋势与 OECD 国家 PPI 走势高度一致。2016 年下半年以来，在中国 PPI 快速反弹的同时，OECD 国家的 PPI 也在快速反弹；2017 年 2 月份，在中国 PPI 达到 7.8%的高点时，OECD 国家的 PPI 也达到 5.1%的高点，并且都与各自的 CPI 有较大缺口。这反映了中国 PPI 变化与外部 PPI 变动的高度耦合关系，反映了中国经济运行与世界经济周期变化仍然存在紧密关系。

对外贸易是其中一条重要的传导渠道，包括国际大宗商品价格的同向变动。2016 年底以来，中国的进口价格指数和出口价格指数均出现了较快上涨。2017 年 2 月份，中国的进口价格指数和出口价格指数同比分别上涨 13.9%和 6.7%。这期间，中国的对外贸易实现了强势反弹，进口和出口都有较快增长。

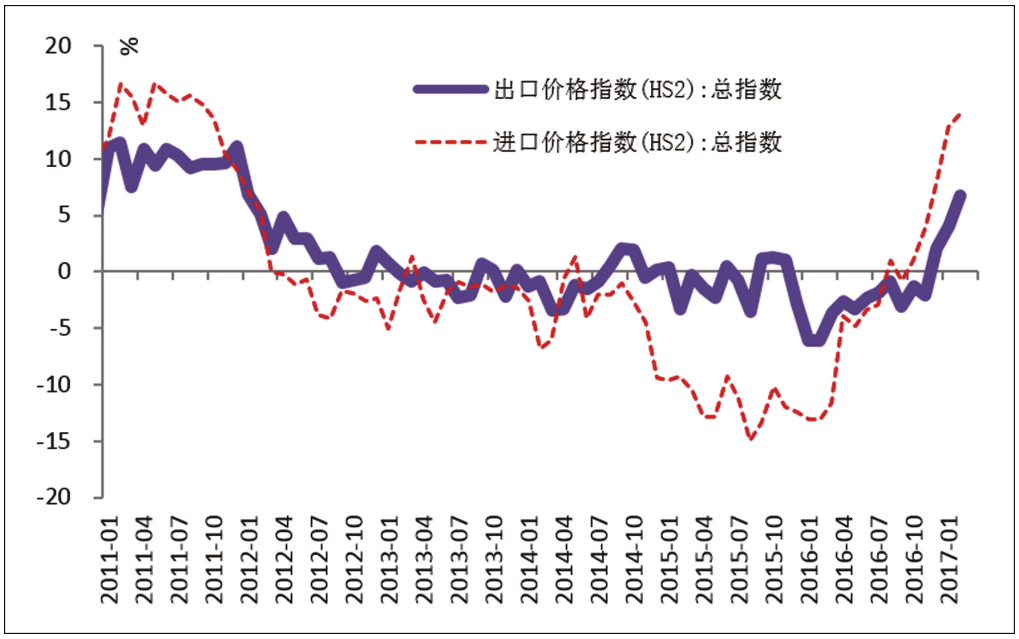


图 30　中国进出口价格较快回升

当然，价格变动也反映了国内市场供需结构的相对变化。其中一个表现就是居民消费性支出增速相对于收入增速的降低。2017 年城镇居民人均消费性支出增速低于城镇居民人均可支配收入增速，“收入增速－支出增速”缺口反弹。近十几年的经验表明，当支出增速相对收入增速的缺口扩大，物价涨幅就会趋于缩小。

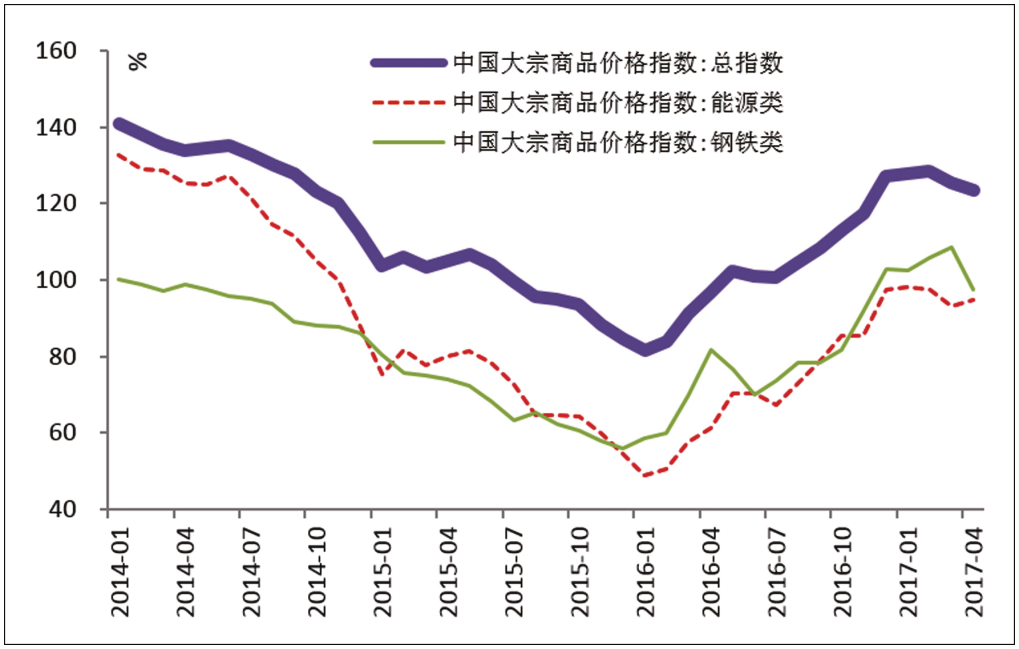


图 31　中国大宗商品价格变动趋势

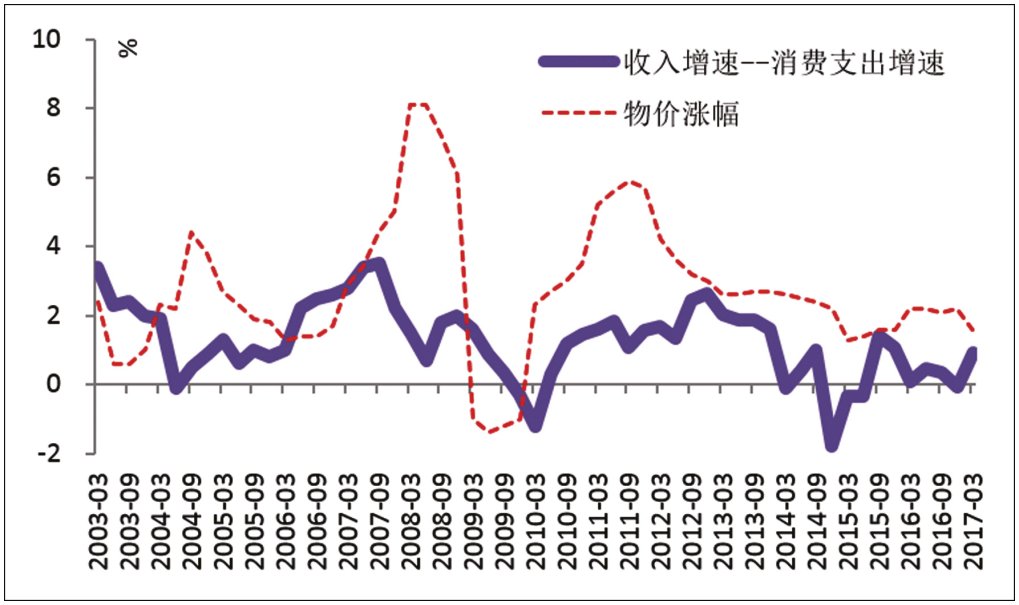


图 32　中国物价变动与收入－支出缺口

(三)行业复苏和利润增长分化

供给侧结构性改革和低基数效应推动工业利润指标显著改善,但上游和中下游利润改善程度不一,上游利润改善程度好于中下游,规模以上工业企业中超过一半的利润增量

来自于采矿、黑色金属、有色金属等供给侧结构性改革相关行业。在供给侧结构性改革推动下，2017 年一季度工业利润大幅度改善，全国规模以上工业企业利润同比增长 28.3%，较 2016 年底上升 19.8 个百分点，比去年同期上升 20.9 个百分点。各细分行业中，黑色金属冶炼和压延加工业，有色金属冶炼和压延加工业，石油加工、炼焦和核燃料加工业，以及化学原料和化学制品制造业等上游行业利润增幅位居前列，分别增长 360%、94%、67%、51%；中下游行业利润增长幅度不一，总体来看改善程度弱于上游企业，如通用设备制造业增长 22%，汽车制造业增长 19%，副食品加工业利润总额同比增长 9.7%，纺织业增长 5.8%。上、下游企业利润改善程度的分化说明，当前工业企业利润的改善主要还是由于钢铁、有色金属、石油等大宗商品价格上涨和上游行业的去产能所驱动。

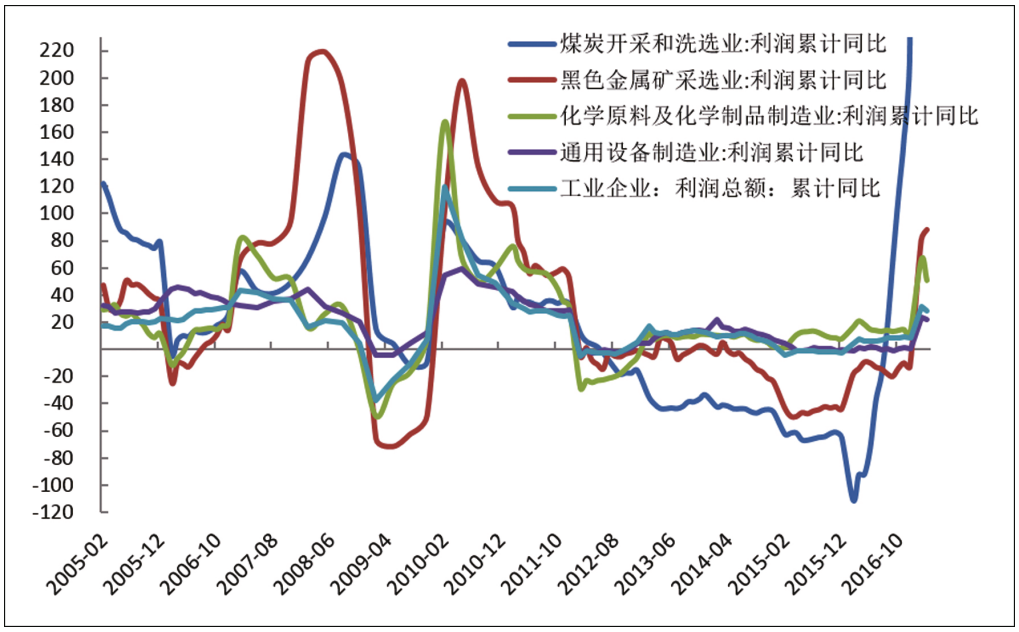


图 33　上游行业利润改善明显(单位：%)

与前述价格分化相一致，由于**当前价格变动不均衡，特别是工业部门内部行业分化较为严重，一些行业面临高生产成本和低出厂价格的双重挤压，盈利走势分化。**下面的图 34 报告了 2017 年 3 月份各行业 PPI 同比涨幅，显示当前 PPI 上涨在行业间分布并不均衡，主要由石化系、黑色系和有色系的价格上涨所推动，很多其他行业的涨幅并不明显，甚至有些行业价格还在下跌。图 35 进一步报告了各行业利润增长情况。显示行业利润呈现明显的分化，利润上涨主要来自石化系、黑色系和有色系等中上游产业部门。随着 2017 年工业部门内部上游原材料产业向中下游加工产业的价格传导，受市场结构和终端需求疲弱影响，产品价格没有相应回升的行业，将面临高生产成本与低出厂价格的双向挤压，陷入更严重的经营困境。

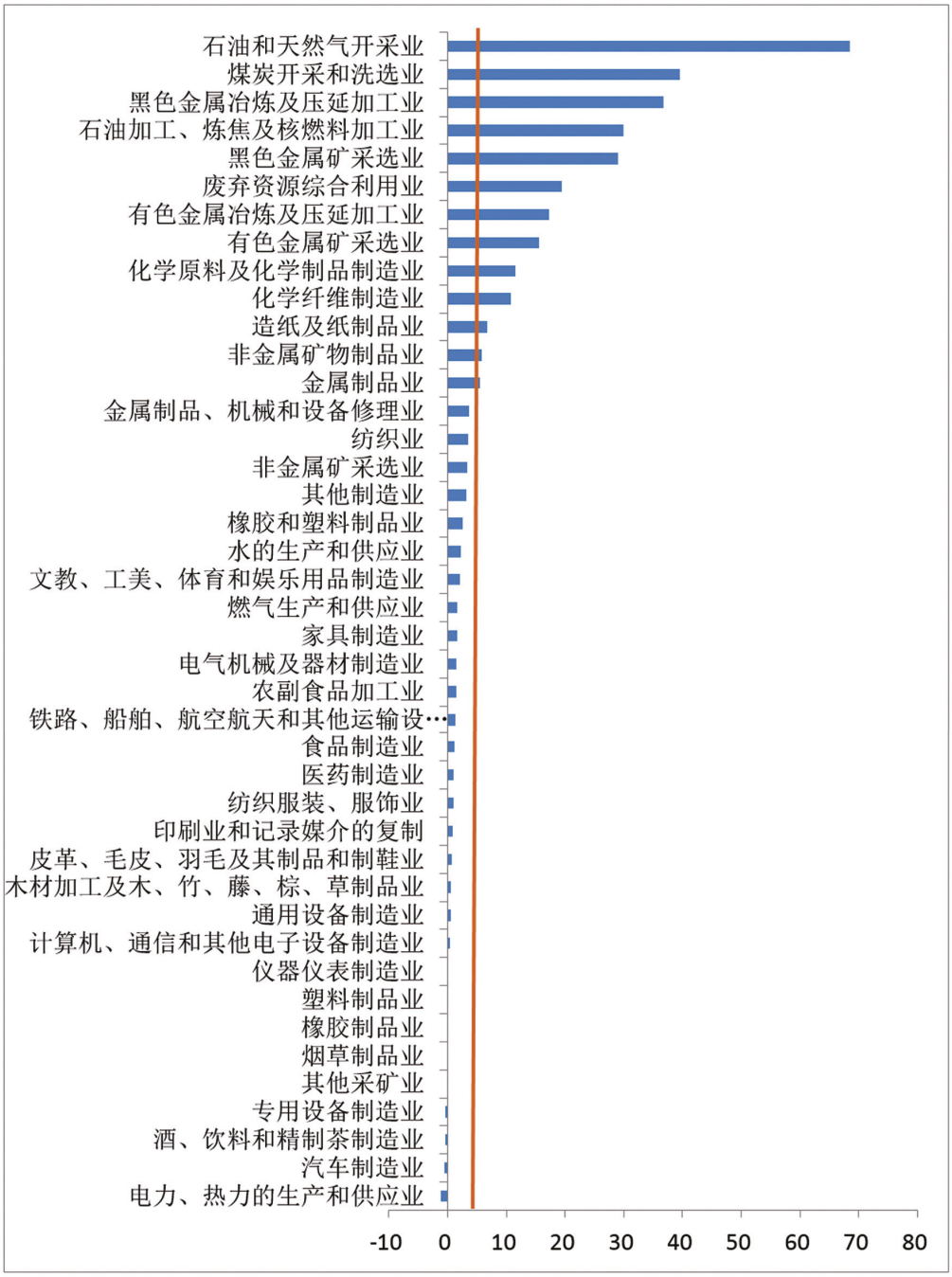


图 34　2017 年 3 月份各行业 PPI 同比涨幅分化，
上游行业上涨明显(当月同比，%)

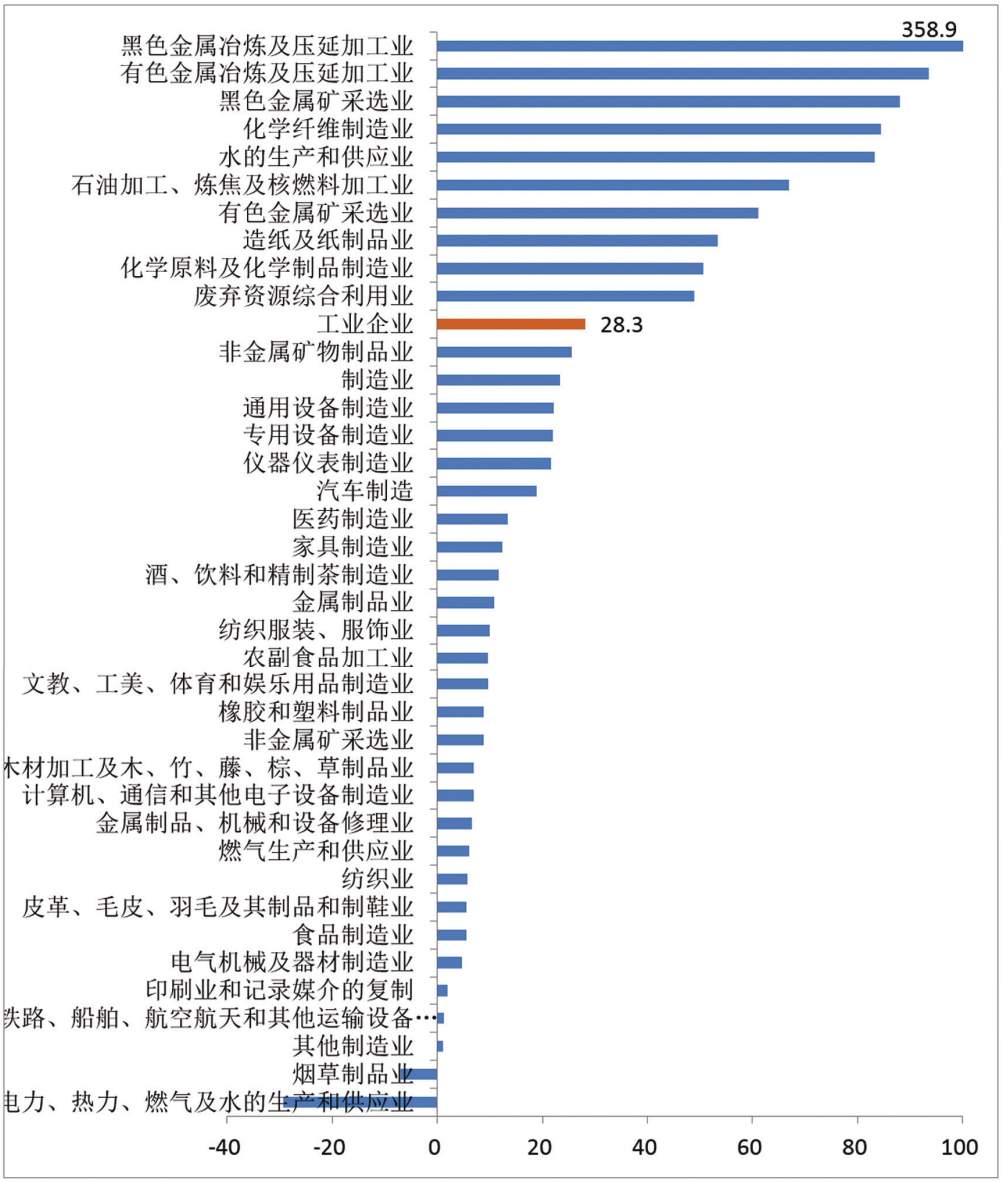


图 35　2017 年 3 月份各行业利润同比涨幅分化，上游行业改善明显(累计同比，%)

(四)企业盈利主体分化

2017 年一季度，工业企业利润总额出现大幅增长，但盈利主体出现严重分化，国企盈利和收入增速均远高于民企。具体来说，2017 年一季度，国有及国有控股企业利润同比增长 71%，而私营企业利润仅增长 16%，远低于国企。从主营业务收入利润率指标看，国有及国有控股企业利润率快速回升至 6.6%，而私营企业利润率则进一步下滑至 6%以下。从营业收入增长情况来看，国有及国有控股企业收入增长达到 18%，相比之下，私营

企业同比增速仅有 13%，其他类型企业增速也都明显较低。

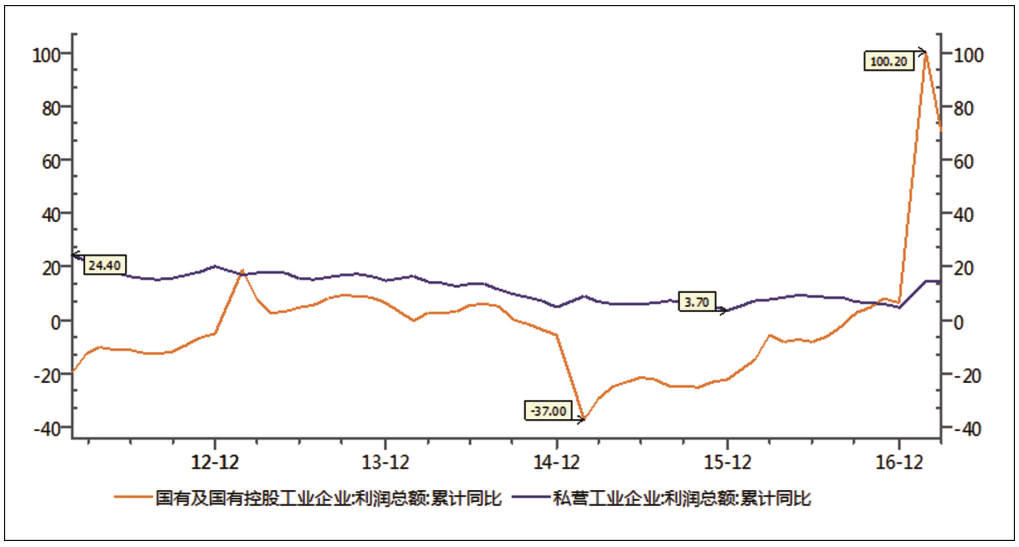


图 36　国企与民企利润增长分化

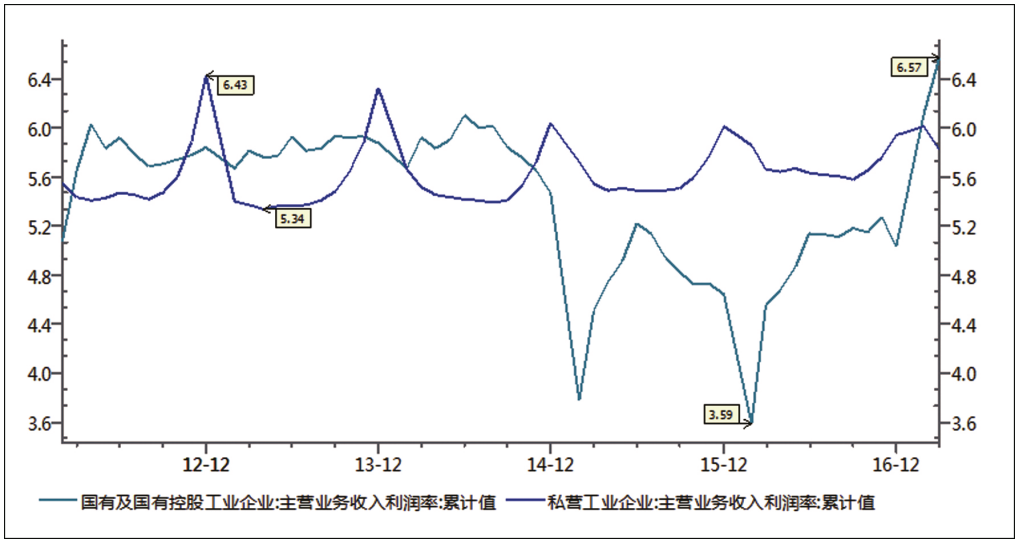


图 37　国企与民企利润率分化

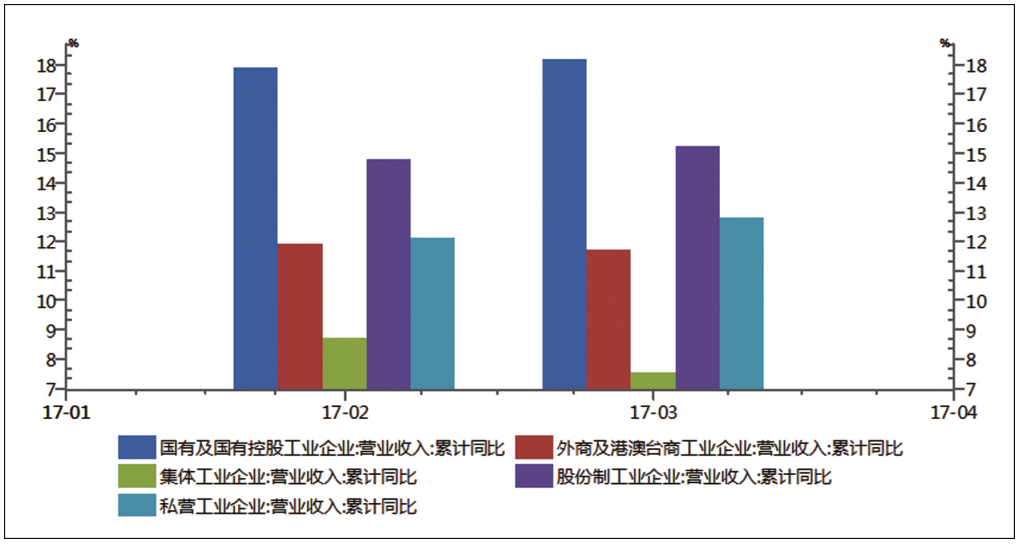


图 38　国企与民企营业收入增长分化

(五)景气指数走势分化

由于上述分化现象存在,经济运行景气指数走势分化,主要表现在三个方面:1)企业规模类型分化,大型企业处于扩张区间,而中小型企业依然处于扩张与紧缩的边缘。不过从走势来看,大中企业 PMI 回落,小企业经营状况改善。4 月份大型企业 PMI 为 52.0%,较上月收缩 1.3 个百分点,但继续保持在景气区间;中型企业 PMI 为 50.2%,比上月回落 0.2 个百分点;小型企业 PMI 为 50.0%,高于上月 1.4 个百分点,升至临界点,为近两年来的高点。经济总量中占比较大的大中型企业景回落,后期制造业下行压力加大;2)企业在手订单与库存景气分化,表现为企业库存 PMI,特别是产成品库存 PMI 景气改善,而在手订单景气程度恶化,说明企业库存周期可能已经从主动补库存过度到被动补库存;3)最后,在宏观层面上,先行指标与一致指标之间存在分化,一致指数显著弱于先行指数。以上分化说明,中国经济景气状况尚未建立全面走强的基础,后续经济运行仍然面临一定下行调整压力。

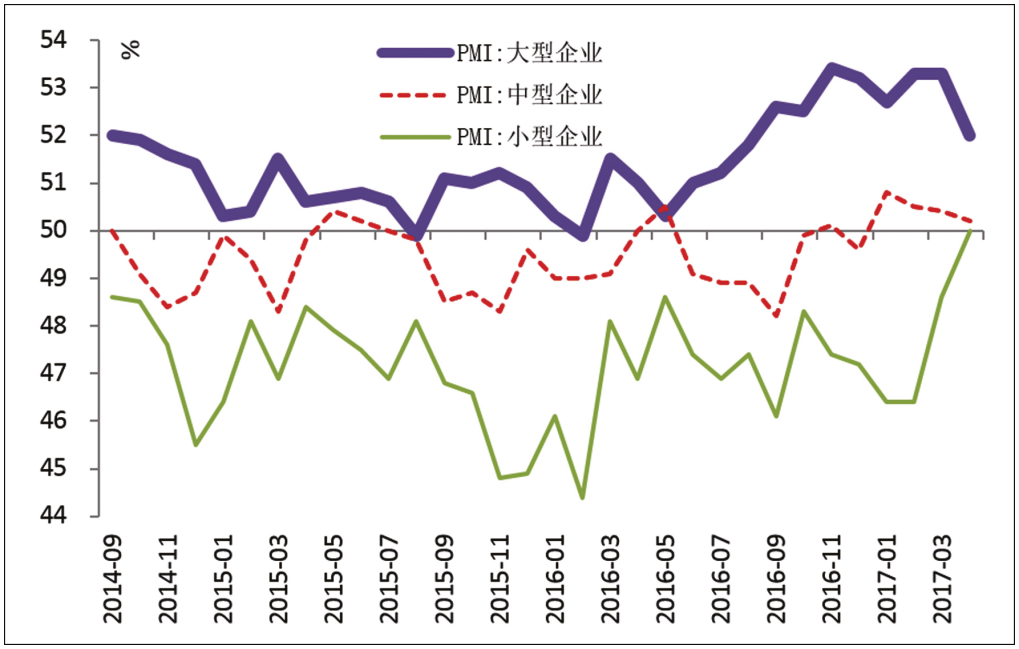


图 39　不同规模企业 PMI 分化

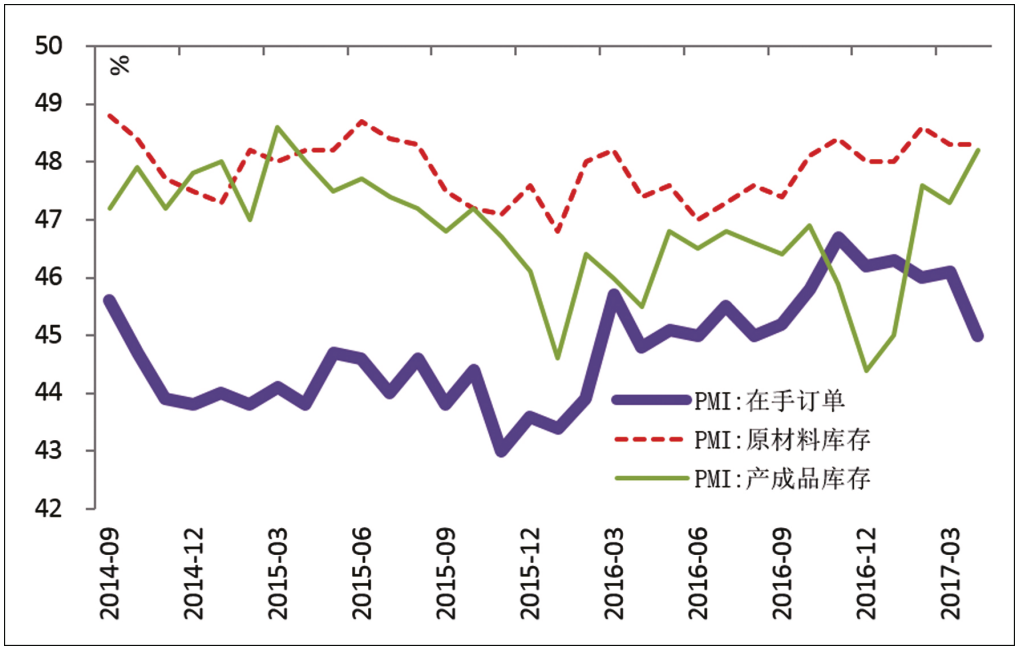


图 40　企业在手订单与产成品库存 PMI 分化

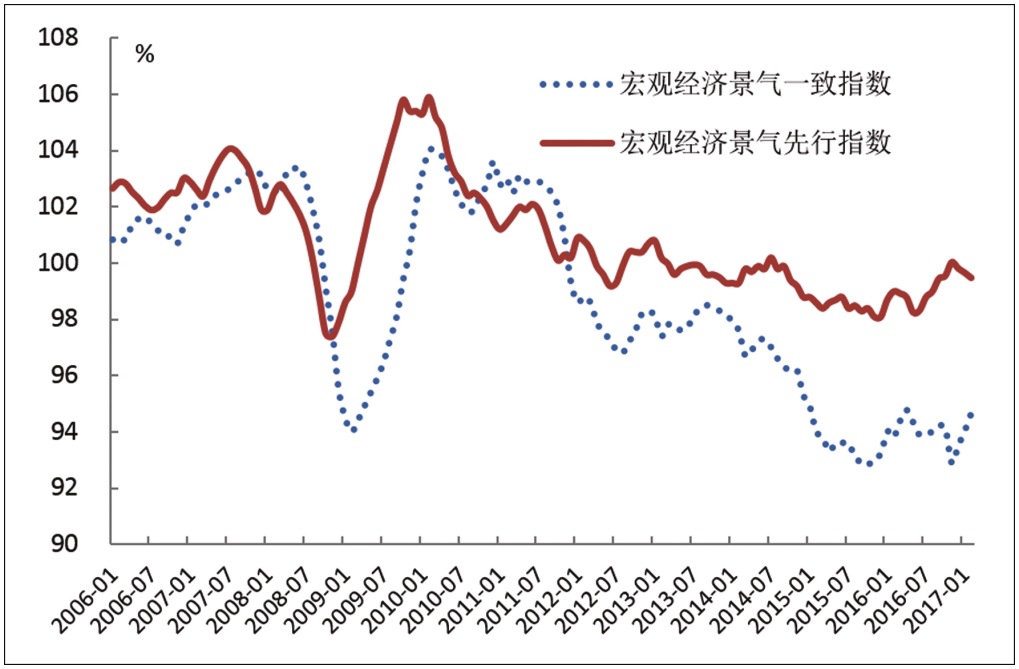


图 41　先行指标与一致指标之间存在分化

(六)区域增长和发展分化,轮番塌陷风险仍存

在区域增长和发展方面,中国经济同样存在较大分化,主要表现在以下三个方面。首先,在区域层面,东北地区经济增长面临较为困难的形势。2010 年以来,各地经济增长速度逐年下滑。2013—2016 年,几乎所有省份的 GDP 增长率均呈下降趋势,区域经济增长进入了沉闷的下行通道(如图 42)。GDP 增速下降幅度从大到小依次为东北、西部、中部和东部。2017 年一季度,部分省份的经济增速开始转向上升,但更多的省份仍未走出下行通道,区域经济增长的空间分化明显。东部地区率先走出下行通道,除天津、江苏和河北外,其余省份 GDP 增长率环比呈上升趋势。中部地区省份除山西外均未走出下行通道。西部地区云南、四川、陕西、西藏、宁夏等省份 GDP 增长率环比呈上升趋势,其余省份仍未走出下行通道。东北地区除辽宁恢复性反弹外,仍未走出下行通道,形势不容乐观。

其次,在城市层面,地区经济增长冷热不均,公共财政收入差距尤为突出(图 43)。从 2016 年各地级市一般公共财政预算收入同比增速来看,共有 56 个地级市的财政收入增速为负值,共涉及 18 个省份,其中广东省最多有 8 个地级市,其次是山西(7 个)、江苏(6 个)、江西(6 个)、黑龙江(5 个)、陕西(4 个)、辽宁(3 个)等。财政收入增速大于等于 4.5%(全国增速)的地级市有 200 个,占比 66%,其中财政收入增速大于等于 10%的地级市共有 75 个。

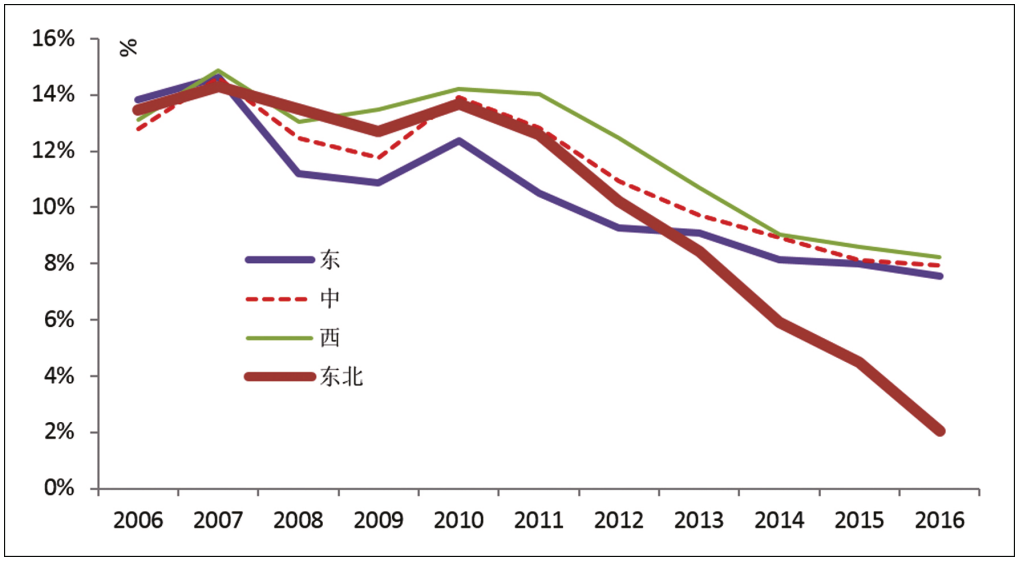


图 42　中国各区域 GDP 增长率走势

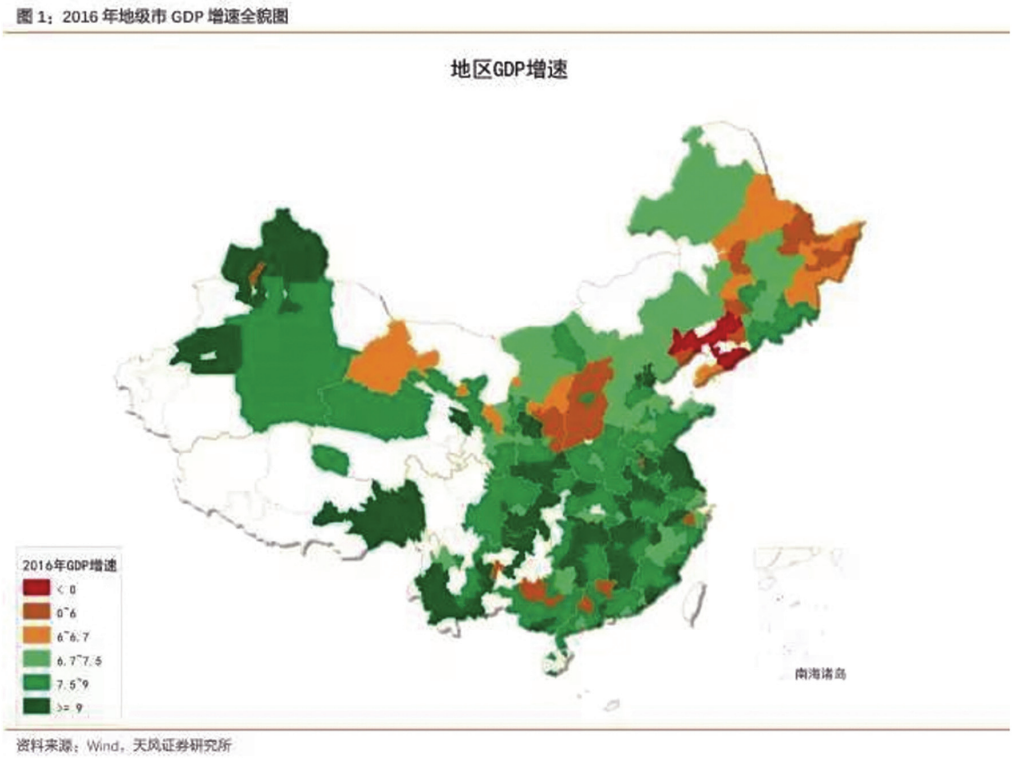


图 43　中国城市层面地区经济增长冷热不均

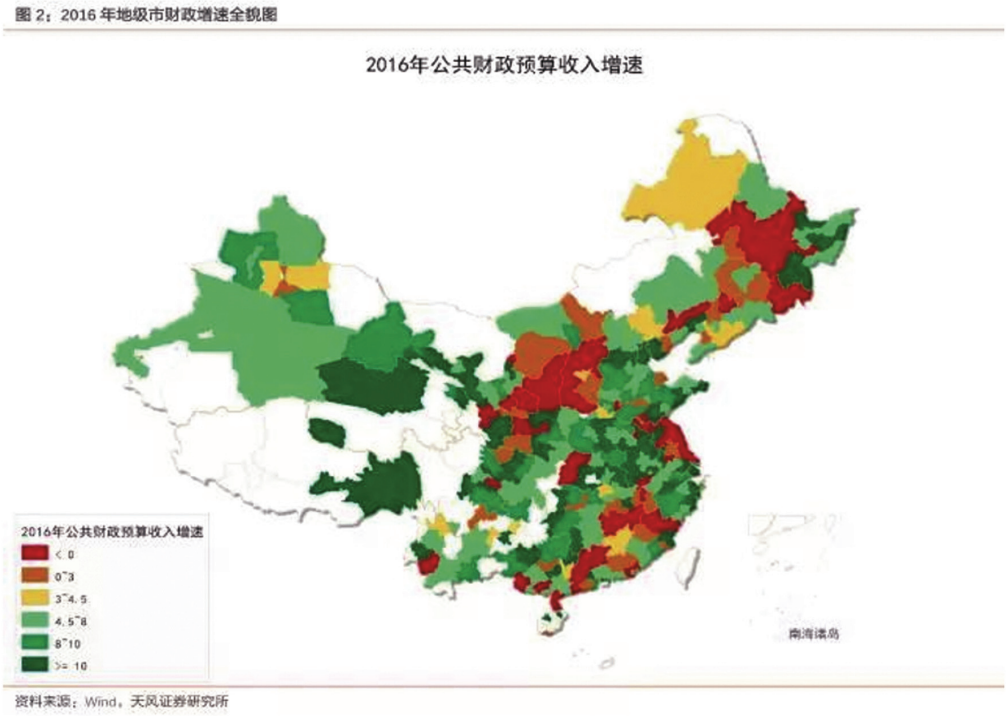


图 44　中国城市层面地区公共财政收入增长分化严重

最后，在产业发展层面，制造业持续向中西部地区转移，空间布局分散化趋势明显。实际上，中国产业转移表现为两个梯度：一是制造业从东部沿海地区向中西部地区转移，二是沿海地区内部制造业从发达区域向欠发达区域转移。从第一个梯度来看，“十一五”和“十二五”期间，我国制造业呈现出向中西部地区持续转移的态势（图 45）。从省区尺度看，东部地区除江苏和山东外，其他省份的制造业份额在减少，其中，浙江、广东、上海等省份的制造业份额减幅最大；中部地区除山西外，其他省份的制造业份额都呈现出增加的态势；西部地区陕西、重庆和广西三个省份在“十二五”期间制造业份额不断增加，甘肃、云南等省份的制造业份额小幅度减少；东北地区的黑龙江和辽宁的制造业份额不断减少，尤其是辽宁省在“十二五”期间制造业减幅为全国最大。

沿海地区内部制造业从发达区域向欠发达区域转移，譬如珠三角向粤北粤东转移，长三角向苏北、浙西转移，山东半岛向鲁西南和鲁西北转移。粤东和粤北占珠三角制造业份额分别从 2006 年的 4.19%和 2.87%增加到 2013 年的 8.15%和 3.24%；珠三角核心区的制造业份额却下降了 7.89 个百分点。苏北和浙西占长三角地区制造业份额从 2006 年的 5.08%、0.94%增加到 2013 年的 12.98%和 1.44%；长三角核心区的制造业份额却下降了 6.84 个百分点。山东半岛占山东省制造业份额由 2006 年的 45.14%减少到 2013 年的 37.79%，下降了 7.35 个百分点；同期鲁西南和鲁西北的制造业份额却增加了 8.33 个百分点。

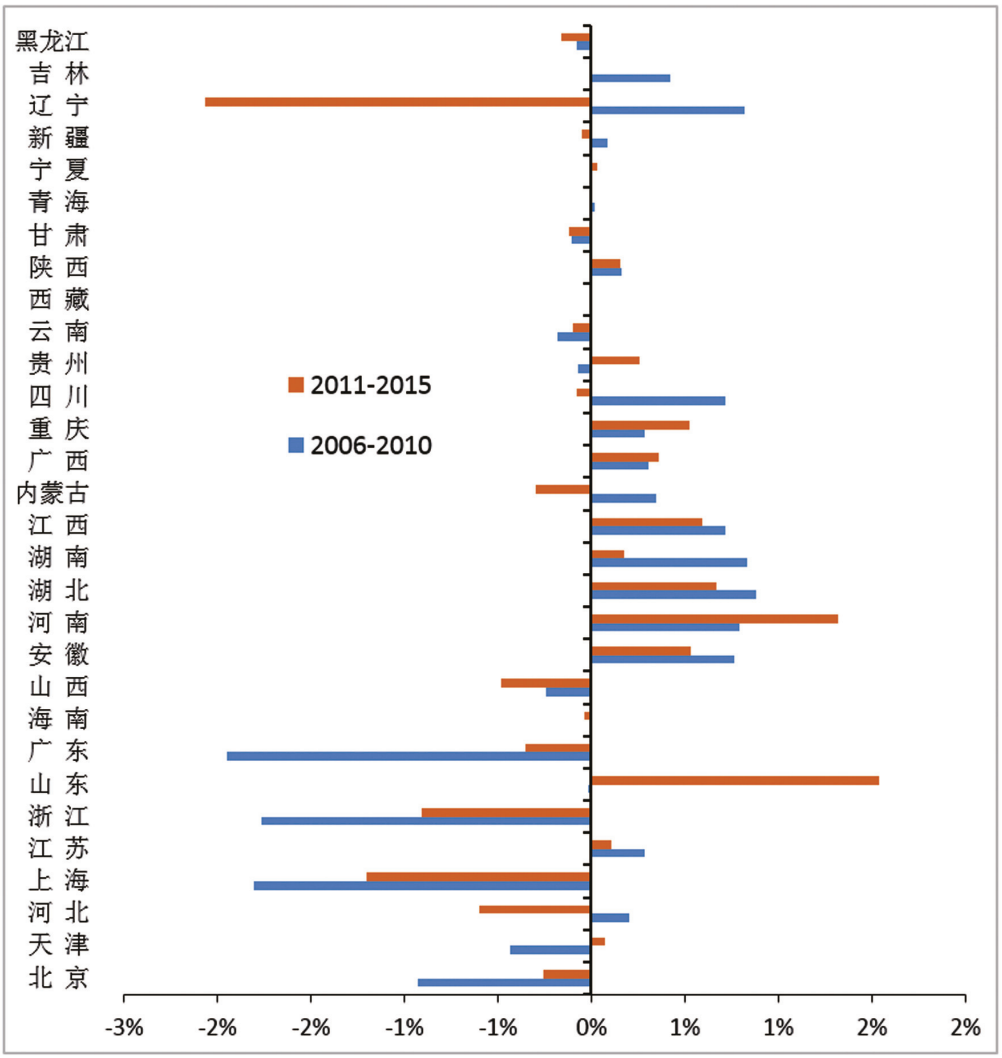


图 45 “十一五”和“十二五”时期我国制造业份额增幅情况

2.3 当前中国经济走势动因分析

(一)短期经济走势成因

当前中国宏观经济的复苏,与国内政策推动和国际经济周期因素叠加密切相关。2017 年经济持续趋稳,但冷热不均,分化严重,主要原因首先需要从支撑中国经济的两个主要因素中寻找。从国内来看是供给侧结构性改革推进下的去产能与财政、货币政策的刺激,从国际来看则是世界经济景气复苏的拉动。但是,这些因素对整个宏观经济影响的

传导渠道不畅，使得对经济的刺激仅仅能体现在直接作用的行业和地区，不会产生全面的拉动，所以经济总体量价分离，产业间、地区间经济分化持续加剧。

上游行业（采矿和原材料行业）在供需两端的刺激下快速复苏，推升了相关行业价格，提高了相关行业利润水平，但是占比更大的加工制造业总需求仍不旺盛。2016 年以来，供给侧结构性改革主导下的去产能，煤、电、钢铁等上游行业产量收缩，供给缩减。同时，在财政、货币政策带动基建投资和房地产投资增加的刺激下，对上游产业产品需求加大，供需调整致使这些行业价格上升，利润回暖。但是，传统的 PPI 价格上涨、利润增加、拉动民间资本投资的传导机制受阻。考虑到长期生产率下滑的背景，这表明国内终端需求相对乏力仍制约着中国经济的全面复苏，当前中国经济仍处于库存调整周期。

2017 年经济的另一个重要推动力来自国际经济景气复苏。1 季度以来，欧美等发达国家经济投资需求迅猛上升，而作为主要投资品出口国，中国从中获益，外需得到较大拉动。

1、供给侧结构性改革和稳增长宏观政策在供需两端发力

2016 年是供给侧结构性改革的开局之年，“三去一降一补”稳步推进，取得了初步成果。在去产能工作中，钢铁去产能目标是 4500 万吨，涉及到需要重新安置职工 18 万人，煤炭去产能目标是 2.5 亿吨，涉及到需要重新安置职工 62 万人。这些目标在 2016 年得以实现，在原有的市场扭曲条件下产生的无效供给得以逐步削减。

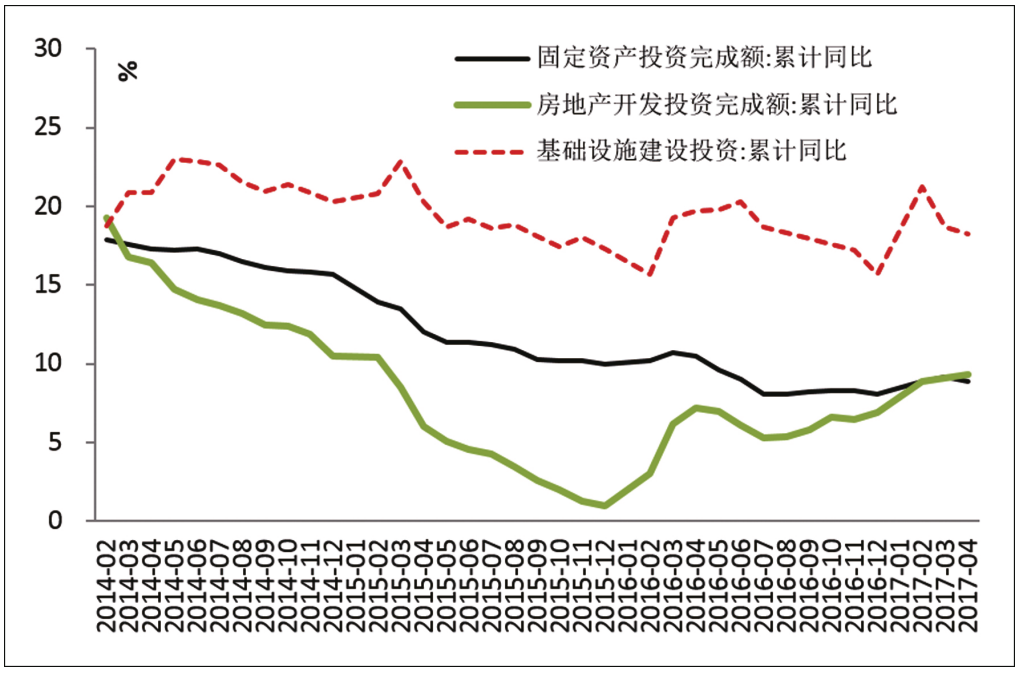


图 46　中国固定资产投资增速

从需求端来看，2016 年以来的财政和货币政策发力点主要体现在了基础建设和房地产行业，促进了固定资产投资增速稳步回升。固定资产投资的上升直接从需求侧拉动了上游的钢铁、水泥等原材料行业。

首先看基础建设投资。在补短板的政策导向之下，基础设施投资更多是为了以前还账，水利设施、棚户区改造、城市管网建设滞后等问题依然凸显，因此，基础设施建设投资还存在着较大的投资空间。2017 年基础设施投资增速仍然维持在 20%左右，对固定资产投资形成向上拉动作用。

不过，随着基建投资的持续扩张，基础设施行业内部已经出现分化。2017 年 1—4 月份，水利、环境和公共设施管理业固定资产投资增速高达 27.5%，交通运输、仓储和邮政业固定资产投资增速也有 16.7%，但电力、热力、燃气及水的生产和供应业固定资产投资增速已经下滑至 1.2%。原因在于，该行业的投资已经趋于饱和，投资回报率急剧下滑。2017 年 1 季度，电力、热力、燃气及水的生产和供应业利润同比下降 29.4%，尤其是电力、热力的生产和供应业利润同比下降 35.3%。

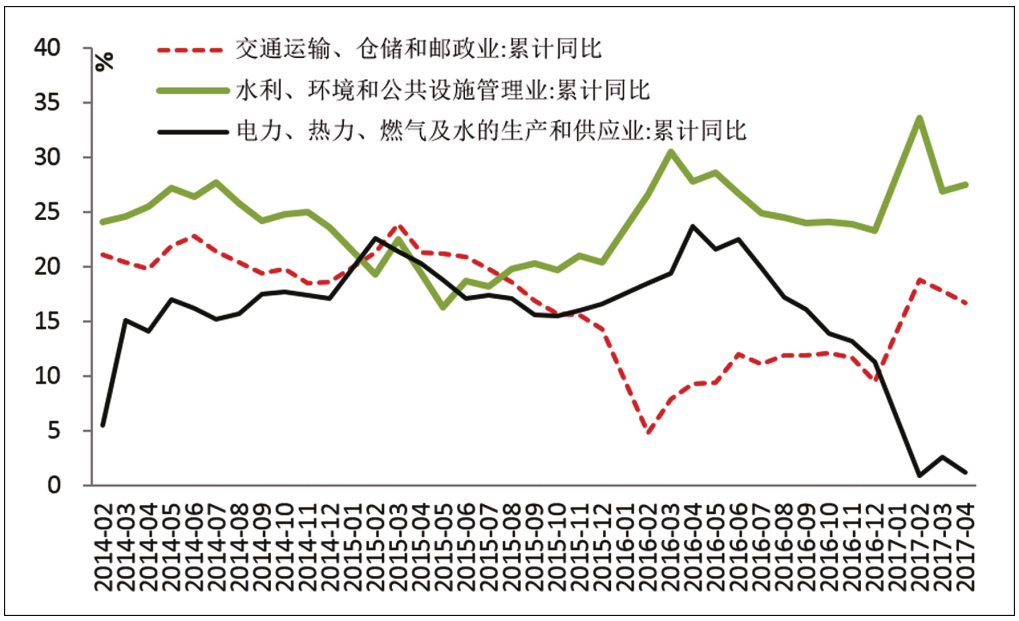


图 47　中国基础设施固定资产投资增速

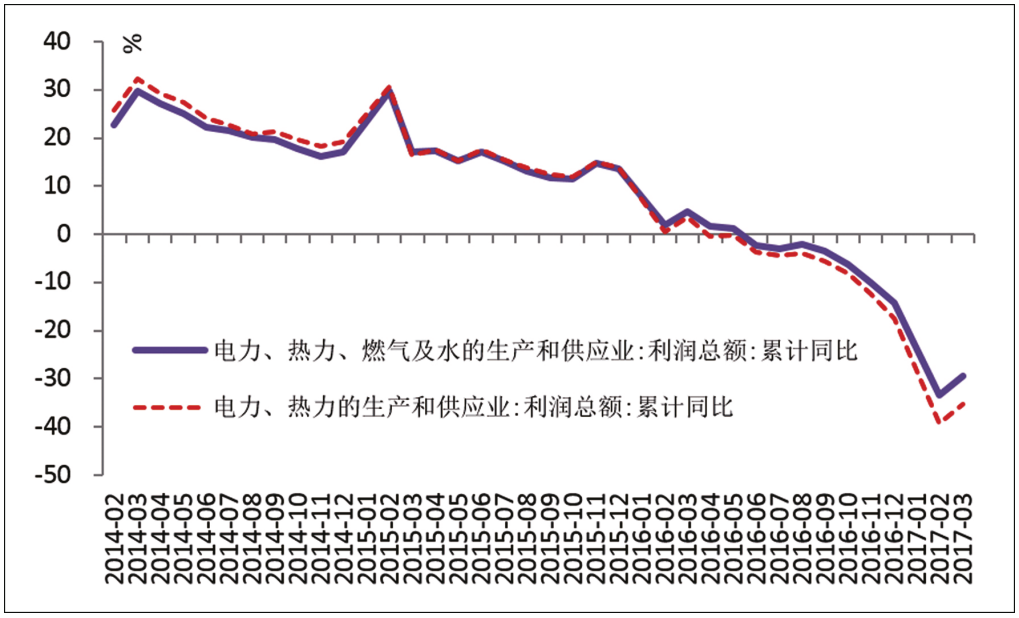


图 48　电力、热力、燃气及水的生产和供应业利润率变化

其次看房地产投资。在投资中,房地产投资起到了重要作用。在去库存的政策作用下,房地产投资增速已从 2015 年底的 1%,显著回升至 9%,对固定资产投资形成下方托底的作用。

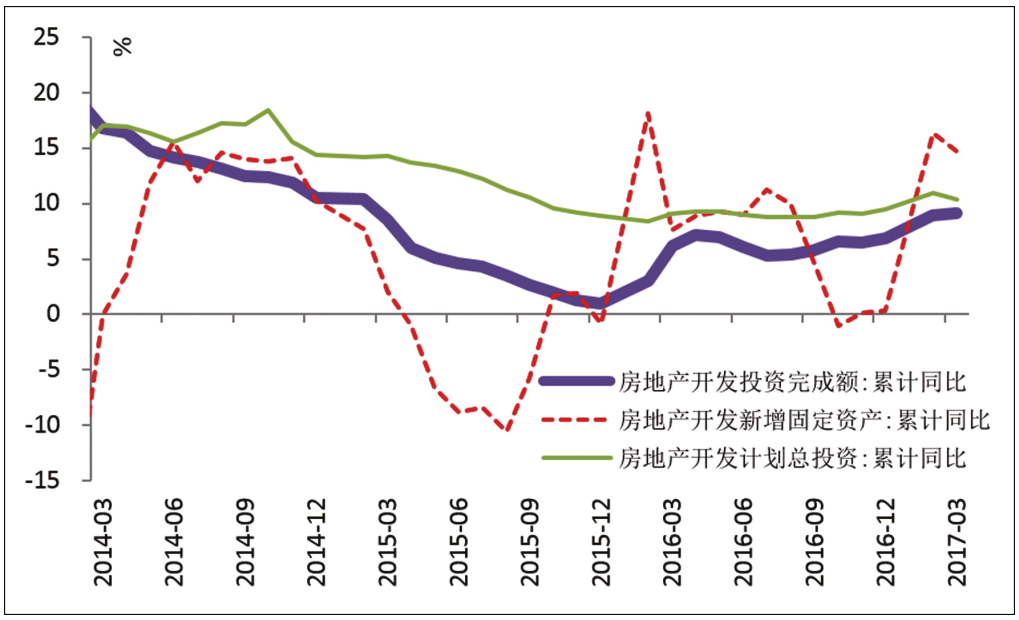


图 49　房地产开发投资具有一定的持续性

2017 年房地产开发投资增速持续回升。1—4 月份，全国房地产开发投资同比名义增长 9.3%，增速比一季度进一步提高 0.2 个百分点。其中，住宅投资增长 10.6%，增速回落 0.6 个百分点。房地产投资回升对全国固定资产投资和 GDP 的稳定作用明显，占全国固定资产投资的比重保持在 20%左右，在民间固定资产投资实现稳健复苏之前发挥着稳定作用。此外，在房地产开发投资完成额稳步回升的过程中，房地产开发计划总投资和房地产开发新增固定资产投资均有较快增长，1—3 月份累计增速分别达到 14.7%和 10.4%，显示房地产投资具有一定的持续性。

2017 年房地产市场运行总体平稳，销售和投资走势强于预期，“稳增长”作用明显，对 GDP 增长贡献率达到历史最高水平。2017 年 1 季度，房地产业对 GDP 增长的贡献率达到 8.3%，为自 1998 年中国实施房地产市场化制度改革以来近二十年的历史最高点。从绝对量上看，房地产业对 GDP 增长拉动 0.6 个百分点，为自 2007 年以来近十年的历史高点。实际上，自 2016 年 1 季度起，房地产业已经大体保持上述“亮眼”表现长达到 5 个季度。

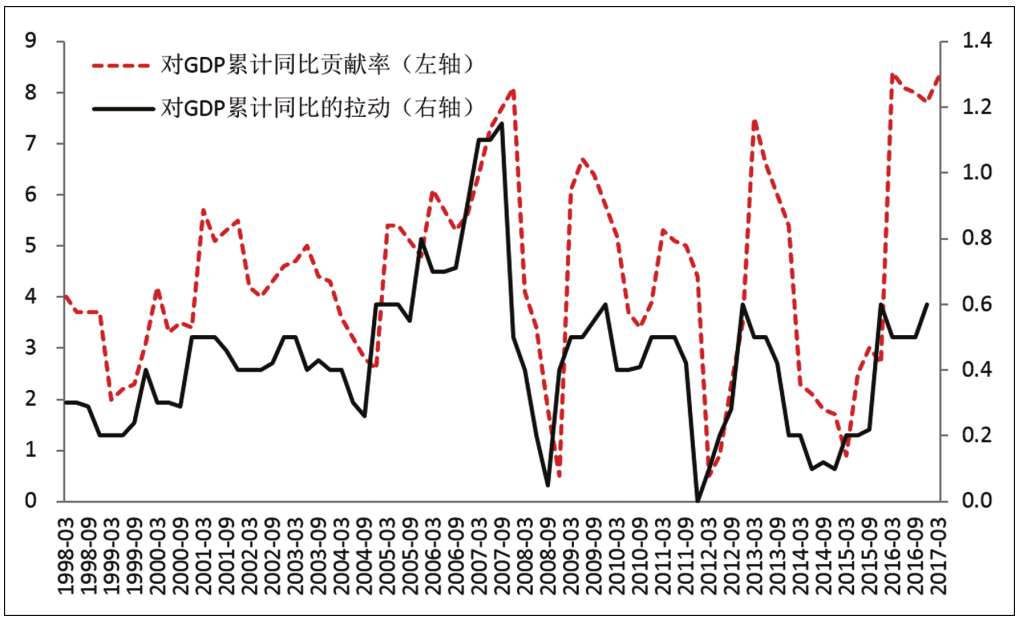


图 50　房地产市场“稳增长”作用明显

伴随着供需两端的发力，上游行业的 PPI 和行业利润水平持续改善。2017 年 3 月份各行业 PPI 同比涨幅主要由石化系、黑色系和有色系的价格上涨所推动。同样，利润上涨主要来自石化系、黑色系和有色系等中上游产业部门。

正是由于供给侧结构性改革和“稳增长”政策从供需两端发力，中国宏观经济运行延续了 2016 年以来企稳向好的态势，名义 GDP 增速连续 5 个季度回升，达到 2012 年上半

年以来的高点，多项宏观经济指标也都趋于改善。从供给端来看，工业回暖特征明显，带动各产业平稳增长；从需求端来看，消费保持平稳，投资稳步回升，进出口贸易恢复增长。供需改善进而带来企业盈利大幅改善，各类市场主体信心回升，经济运行的微观基础改善，以及政府公共财政收入和基金性收入回升，财政状况出现明显改善。

2、宏观政策的总需求传导机制失灵，上下游行业分化

2016 年以来供需两端发力，带动上游行业 PPI 上涨，但是，这种上涨并没有带来全面的总需求复苏，拉动下游行业。形成这种运行状况的主要原因是传统的经济周期传导方式，即价格上升带动利润增加——资产负债表稳步修复——信贷扩张——拉动投资——推动经济上行，在危机后出现了失灵，下游行业难以跟进。

2011 年以来，PPI 上升对固定资产投资的拉动能力微弱，供给端的价格上涨与投资脱钩。2017 年，这一现象更为明显。1 月份 PPI 同比增速跃升至 6.9%，4 月份累计同比增速上升至 7.2%。相对而言，第二产业固定资产投资完成额累计同比未见明显提升，4 月份累计同比增速仅为 3.5%，经季节调整和趋势分离后，投资增速仍处在下行区间。从后图中可以看出，在 2005 年至 2008 年期间，剔除建筑业以外的我国第二产业投资周期项和 PPI 的周期性因素存在着明显的正相关，价格的宏观效应明显。但是，2011 年中国经济进入新常态以来，PPI 周期项与投资的周期项之间不再相关。



图 51　固定资产投资对数值周期项

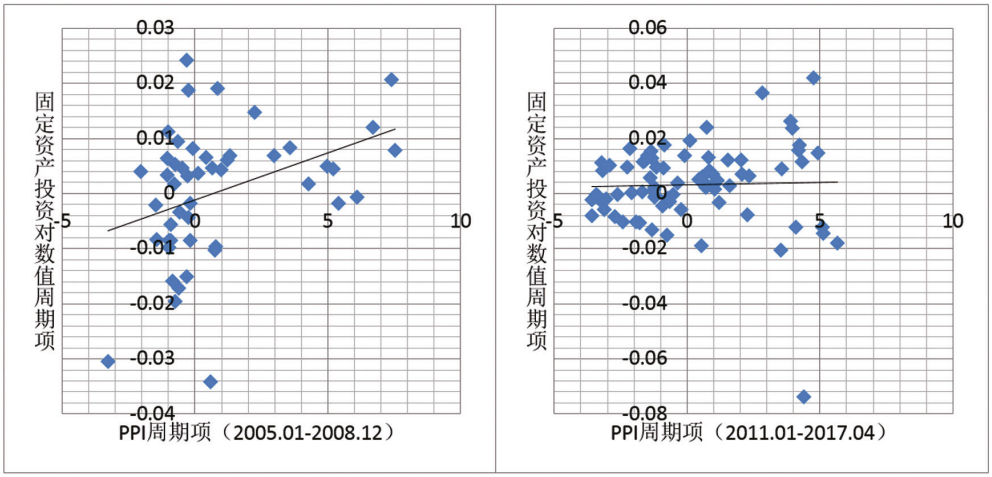


图 52　PPI 对固定资产投资的传导

在 PPI 的价格效应以外，最终需求端的 CPI 价格传导仍保持有效运行，但是效果日渐微弱。2005 至 2008 年，剔除建筑业以外的我国第二产业投资周期项和 CPI 的周期性因素存在着明显的正相关，价格的宏观效应明显。当然，我们可以发现，在这段时间，PPI 的效果要好于 CPI。同样在 2011 年中国经济进入新常态之后，CPI 周期性因素对投资的周期性因素的拉动虽然还存在，但是日渐减小。

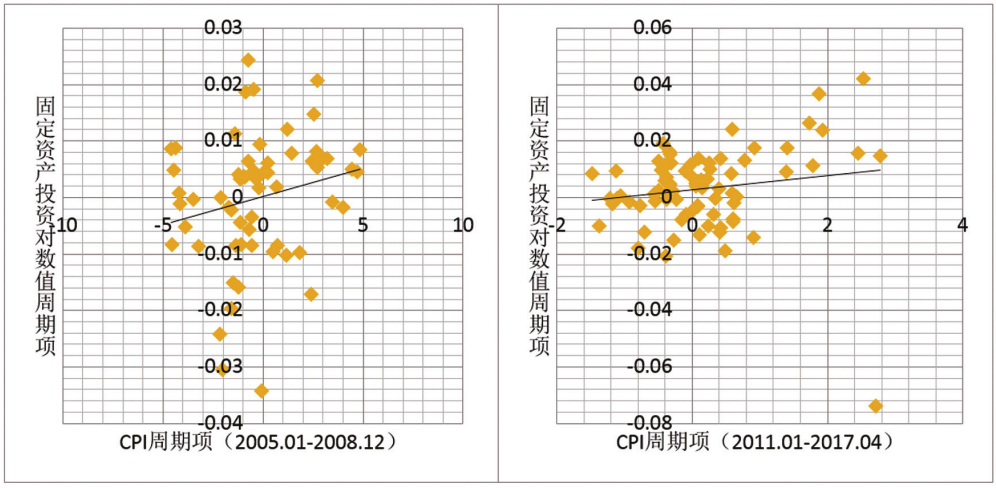


图 53　CPI 对固定资产投资的传导

在价格传导机制受阻，即 PPI 向 CPI 传导不畅的环境下，价格与投资增速脱钩就更为严重。2017 年以来 CPI 呈下行趋势，对投资的拉动作用有限。这表明需求端的价格传导机制虽然保持有效，但未能最终拉动投资。PPI 和 CPI 价格效应难以发挥，投资增速一

直在低位徘徊，这就是的宏观政策和改革成果不能通过投资乘数等发挥出来，全社会难以得到有效辐射。反过来，这又使得上游行业的价格上涨对下游行业产生上下游行业分化严重。

3、外需对中国经济复苏影响加大

在国内总需求传导机制不畅的环境下，外需对中国经济的作用日渐明显。特别是主要贸易伙伴经济复苏带动进出口增长反弹，短期内对我国出口起到较大拉动作用。随着主要贸易伙伴经济持续复苏、人民币温和贬值以及低基数等因素作用下，进出口形势向好态势明显。1—4 月份，以美元计价的进口同比增长 20.8%，出口同比增长 8.1%，进出口总额同比增长 13.6%，增速均比上年底和上年同期有不同程度的改善。其中，从月度走势来看，今年以来，主要贸易伙伴尤其是发达经济体经济复苏，外需改善带动出口改善，出口增速由负转正，并保持较高增速；而低基数、大宗商品价格上涨和国内经济企稳向好，国内需求增加带动进口回升，进口增速虽有波动，但始终保持两位数的增长。

由于进口改善程度显著好于出口，2017 年贸易顺差规模缩小，2 月份一度出现逆差，1—4 月份贸易顺差累计达到 1033 亿美元，较去年同期下滑 31%。

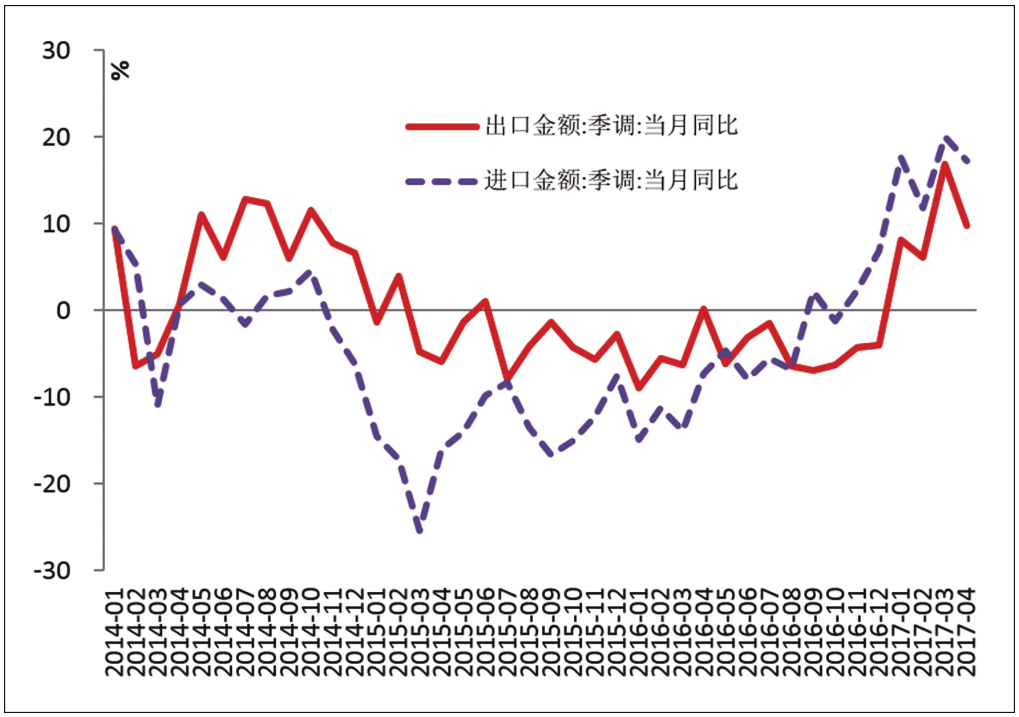


图 54　进出口贸易明显改善

从对经济增长的贡献来看，外需贡献率由负转正，进出口增长也出现大幅反弹，这主要得益于一季度全球经济复苏尤其是主要贸易伙伴的经济恢复。2016 年 8 月份以来，全

球经济开始了一轮向好迹象，虽然分化态势延续，但主要发达国家复苏步伐有所加快，带动全球经济持续温和复苏。IMF 在其最新的《世界经济展望》中预测 2017 年全球经济增长 3.4%，比 2016 年提升 0.3 个百分点，调高了发达经济体 2017 年、2018 年的预测，但是调低了新兴市场和发展中经济体的预测。从先行指标来看，摩根大通全球综合 PMI 和制造业 PMI 均回升到了 2015 年一季度的水平，前者已经连续 5 个月超过 53%，部分国家制造业库存进入上行周期；WTO 发布的全球贸易经济指数继 2016 年四季度出现反弹后温和上涨，一季度为 102%，高于荣枯线水平。与此同时，反映贸易的波罗的海干散货指数有所反弹，大宗商品价格也呈现波动回升态势。总体来看，全球企稳温和复苏的态势进一步延续。

工业增加值的回升也间接反映出外需对中国经济的拉动作用。2017 年上半年，工业增加值的回升对经济向好也具有重要作用，而从以往历史数据来看，工业增加值与出口交货值增速存在同向变动关系，工业增速回升主要受外需回暖下的出口增长拉动。

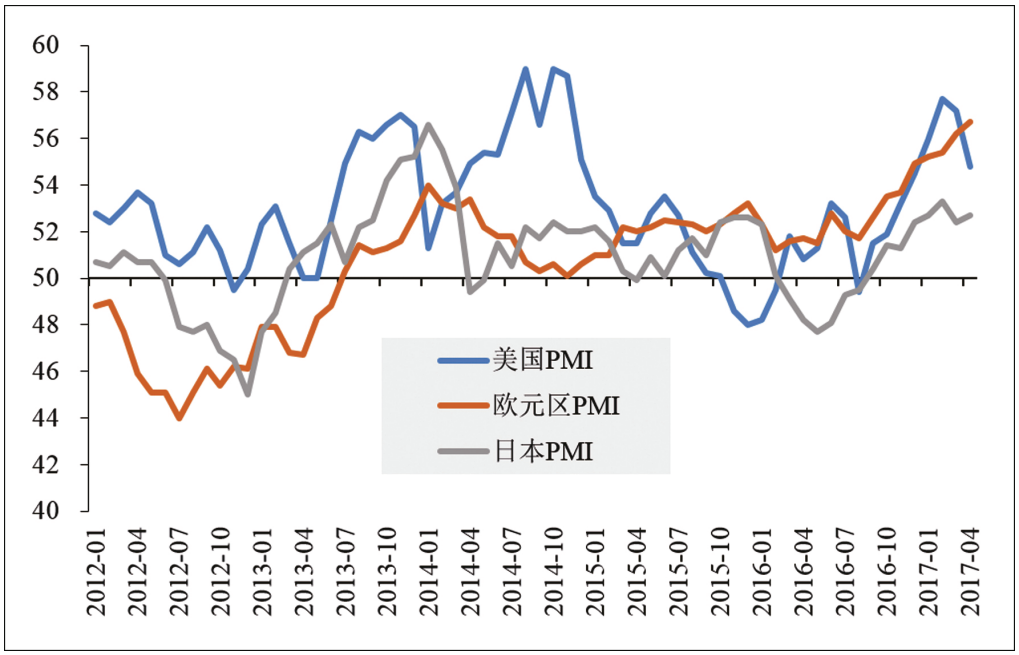


图 55　主要发达国家复苏步伐有所加快

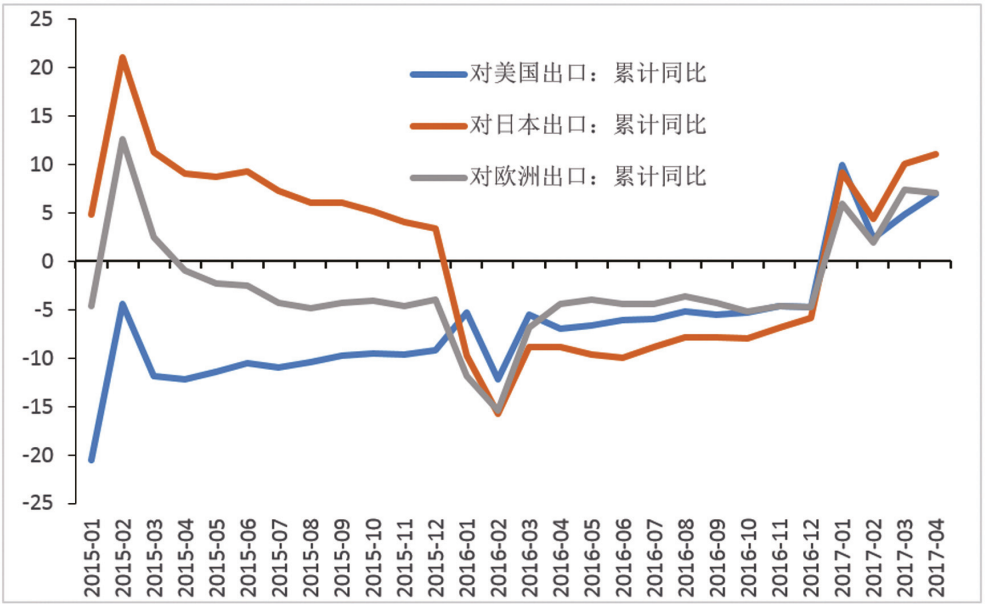


图 56　对美日欧出口有所恢复

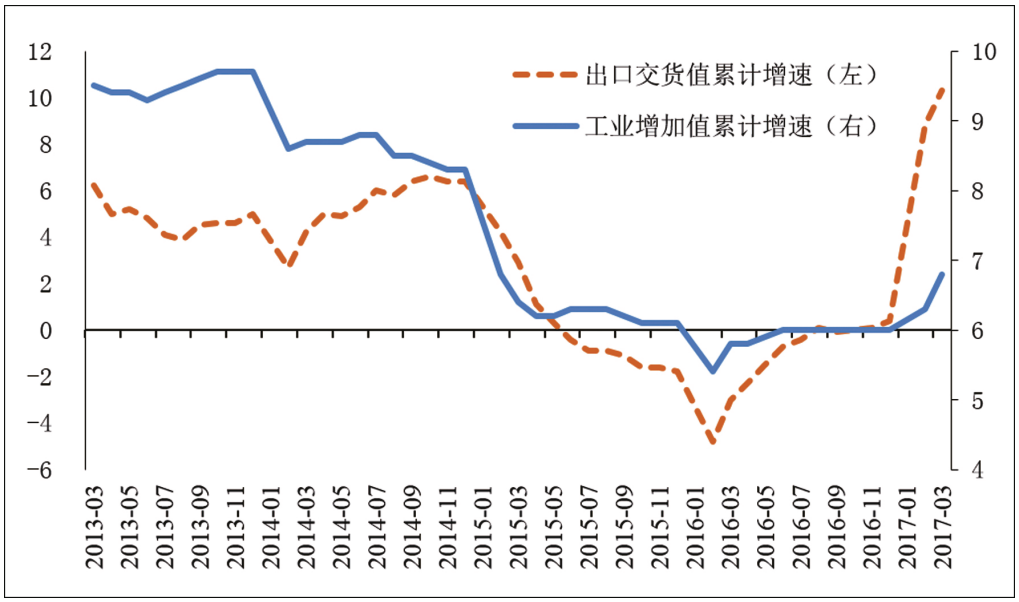


图 57　工业增速回升受外需回暖下的出口增长拉动

2017 年以来，世界经济复苏的动力从国内消费开始转向各国投资，各主要国家的投资增速出现显著回升。美国的消费增速呈现了下滑的态势，投资呈现了高位平稳，接过了经济增长的接力棒。2017 年一季度，美国国内投资总额同比增长 2.9%，相比 2016 年的四个季度（增速分别为 0.7%、－1.7%、－1.6%、1.2%），出现明显反弹；其中，私人投资总

额增速更高，达到 3.7%。与此同时，欧盟投资增速也实现大幅回升。2017 年一季度，欧盟 27 国固定资本形成总额同比增速达到 5.4%，相比 2016 年的四个季度（增速分别为 1.9%、1.6%、−0.1%、1.8%），增速急剧回升；其中，欧元区投资增速更高，一季度固定资本形成总额同比增长达到 7.8%。日本的资本支出持续上升，引致了从亚洲的进口上升。在世界增长动力的转换中，由于我国在投资品出口方面具有比较明显的优势，这就意味着投资型复苏对我国的带动作用比较明显，展现出了出口交货值对国内生产的带动作用。

实际上，在经济进入新常态以来，我国宏观经济传导不畅的问题就不断显现，外需的相对重要性就在不断加强。为了更好地测度外需对中国经济波动的影响，可以将经济波动的方差分解为国际周期、国外溢出和国内影响三个部分。其中，国际周期表明在一段时间内，例如一个季度内能够在全球主要国家产生影响的因素，国外溢出表示在较长的时间之后，能够来自其他国家的影响。这两部分合起来衡量了外需的作用。

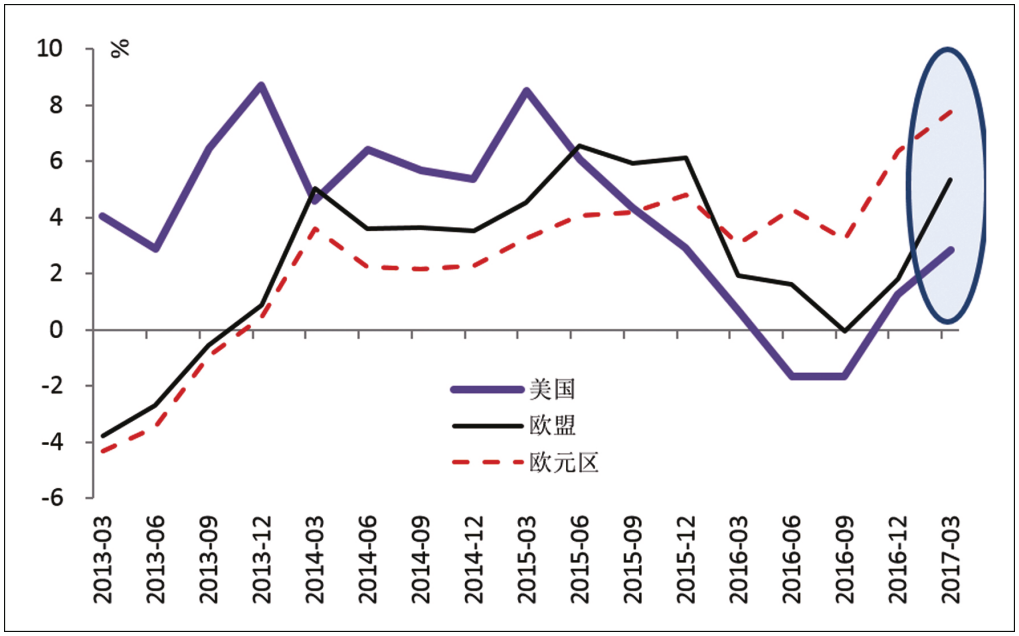


图 58　2017 年主要国家投资增速显著回升

首先考虑仅包括我国和 G7 国家的方差分解结果。为了比较金融危机前后我国经济周期和国际周期的关系，将样本分为 1992−2008 年，以及 2009−2016 年两个子样本。去趋势的 GDP 增长率预测误差分解结果表明，危机前，一步向前预测误差的 35%来自国际因素的共同冲击，65%来自国内冲击，我们假设国际传导为冲击对其他国家的滞后影响，随着预测期增加，国际传导对预测误差的解释力提高，预测期为 8 期时，国际传导效应提高到 8%。随着预测期增加，国际共同因子的影响减弱，国内冲击的影响增加，可见，国内冲击的持久性更强。危机后，一步向前预测误差的 15%来自国际因素的共同冲击，66%

来自国内。随着预测期增加，国际共同因子的影响减弱，国际传导的影响提高，预测期为8期时，预测误差的19%来自国际传导。与危机前不同，国内冲击的影响减弱，这来自国际传导效应的增强。可见，危机后国内冲击的当前效应虽然高于危机前，但随时间不断减弱，国际传导对我国经济周期的影响提高。

表4　　去趋势的GDP增长率方差分解，共同冲击、溢出效应和国内冲击

		1992—2008				2009—2016			
	时期	预测误差	共同冲击	溢出效应	国内冲击	预测误差	共同冲击	溢出效应	国内冲击
加拿大	1	1.54	0.05	0.00	0.95	1.60	0.95	0.00	0.05
	2	1.42	0.25	0.04	0.71	1.30	0.89	0.07	0.04
	4	1.52	0.54	0.15	0.31	0.96	0.75	0.22	0.03
	8	1.43	0.66	0.22	0.11	0.68	0.64	0.34	0.02
法国	1	1.11	0.41	0.00	0.59	1.06	0.65	0.00	0.35
	2	1.10	0.66	0.07	0.27	0.79	0.61	0.13	0.26
	4	1.36	0.76	0.14	0.11	0.68	0.58	0.26	0.16
	8	1.51	0.76	0.18	0.06	0.57	0.48	0.40	0.12
德国	1	2.07	0.10	0.00	0.90	2.39	0.94	0.00	0.06
	2	1.74	0.40	0.06	0.55	1.88	0.80	0.17	0.03
	4	1.75	0.66	0.11	0.23	1.59	0.68	0.31	0.01
	8	1.85	0.75	0.16	0.09	1.46	0.49	0.50	0.01
意大利	1	2.07	0.99	0.00	0.01	1.42	0.61	0.00	0.39
	2	1.86	0.97	0.02	0.00	1.47	0.60	0.04	0.36
	4	1.93	0.92	0.07	0.00	1.34	0.61	0.11	0.28
	8	1.91	0.87	0.13	0.00	1.07	0.62	0.18	0.20
日本	1	2.67	0.28	0.00	0.72	3.61	0.21	0.00	0.79
	2	2.23	0.45	0.08	0.47	2.62	0.23	0.19	0.58
	4	1.91	0.53	0.10	0.37	1.73	0.23	0.28	0.48
	8	1.65	0.61	0.13	0.27	1.11	0.25	0.28	0.47
英国	1	1.62	0.51	0.00	0.49	1.30	0.51	0.00	0.49

续表

		1992—2008				2009—2016			
	时期	预测误差	共同冲击	溢出效应	国内冲击	预测误差	共同冲击	溢出效应	国内冲击
	2	1.65	0.62	0.03	0.35	1.00	0.45	0.03	0.53
	4	1.75	0.68	0.07	0.25	0.88	0.40	0.03	0.57
	8	1.31	0.70	0.11	0.19	0.69	0.37	0.03	0.60
美国	1	1.81	0.37	0.00	0.63	1.43	0.19	0.00	0.81
	2	1.61	0.48	0.08	0.44	1.03	0.20	0.15	0.66
	4	1.67	0.55	0.15	0.30	0.79	0.21	0.26	0.53
	8	1.56	0.55	0.16	0.29	0.55	0.21	0.35	0.44
中国	1	1.24	0.35	0.00	0.65	0.77	0.11	0.00	0.89
	2	1.08	0.32	0.02	0.66	0.84	0.23	0.04	0.72
	4	1.18	0.27	0.03	0.70	0.88	0.21	0.12	0.68
	8	1.25	0.20	0.07	0.73	1.02	0.15	0.19	0.66

图 59 给出了我国和 G7 国家为样本的不同影响因素的时间序列。其中，底部的线表示国际共同因子的影响，中间的线表示国际共同因子和国际传导的影响之和，即，两条线之间衡量了国际传导的影响，顶部的线表示预测误差的大小，即国际共同因子、国际传导和国内冲击的影响之和，两条线之间衡量了国内冲击的影响。图中我们可以看出，比较危机前后，国际因素对我国经济周期的影响增加，且主要来自其他国家经济波动对我国的传导，而不是国际共同因子的影响。2013 年以来，国际传导影响的提高更为明显。

进一步，我们将新兴市场国家加入分析框架。图 60 给出了方差分解的时间趋势，从中可见，第一，与仅考虑 G7 国家的情形相比，我国经济波动的形成原因中，国际因素的影响提高。这一结果是合理的，由于不考虑新兴市场国家时，一部分国际因素，包括新兴市场国家共同因子、新兴市场国家经济波动对其他国家的传导无法识别，导致将其作为国内特质冲击，加入新兴市场国家后，上述影响能够被识别出来，使得国际因素对我国的影响提高。第二，与仅考虑 G7 国家的情形相同，危机后国际因素，尤其是国际传导对我国的影响增强，是近年来我国经济周期的重要影响因素。

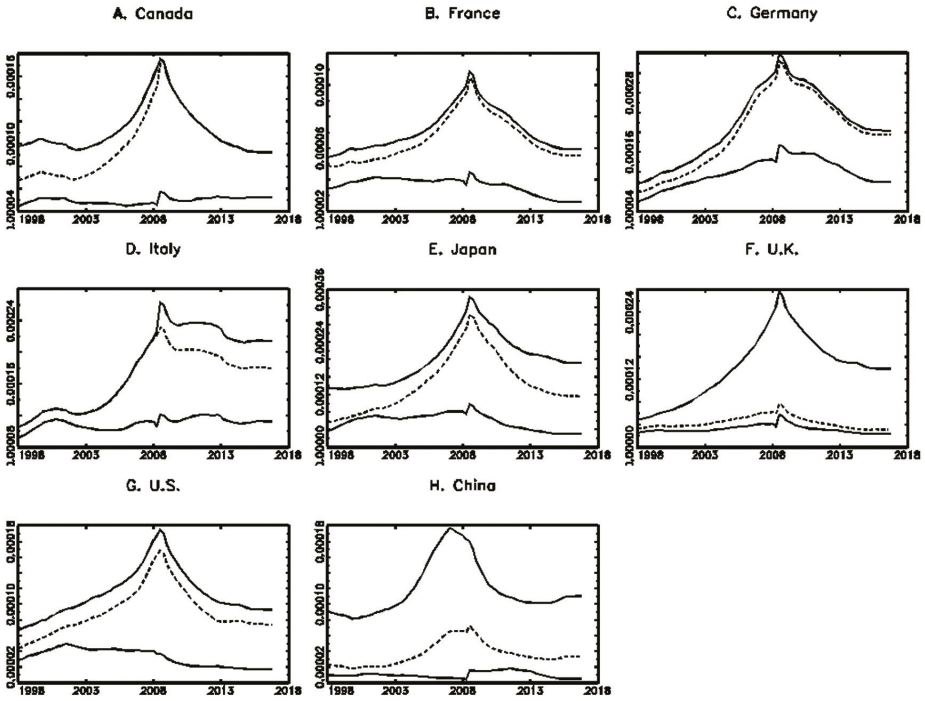


图 59　GDP 增长率方差分解

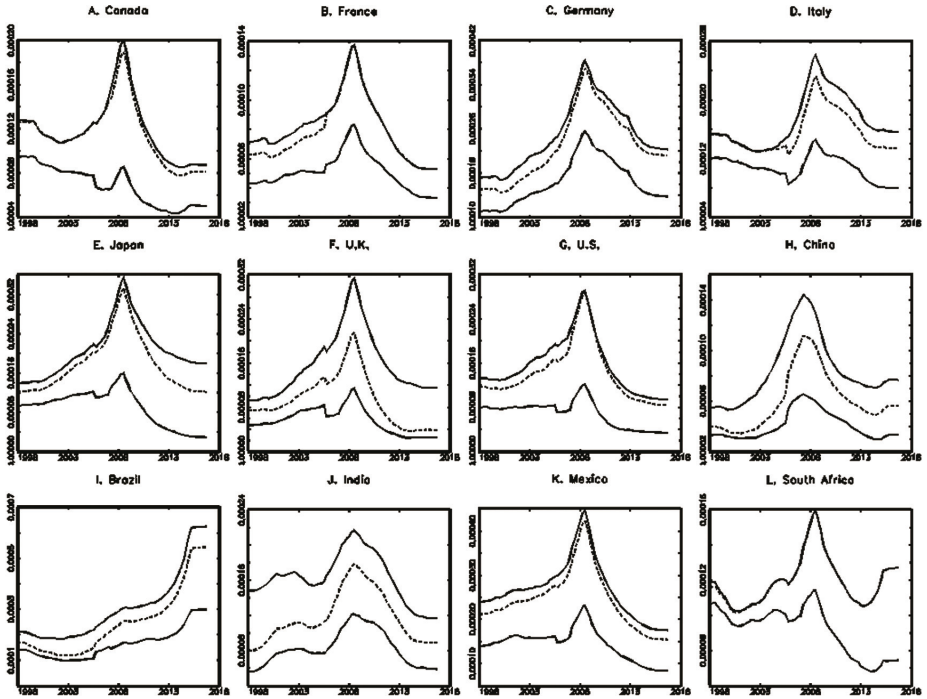


图 60　GDP 增长率方差分解

外需的作用明显体现在了出口价格指数和投资的作用。从后图可以看出，出口价格指数的周期项一直维持着对制造业投资的正向推动作用。在 2005－2008 年间，呈现了非常明显的正向关系。在 2011 年之后，虽然有所削弱，但是依然维持着显著的正向关系。出口价格指数对制造业投资的拉动作用和 PPI、CPI 对实体经济的传导效果形成了鲜明的对比。当然，我们需要注意的一个问题是，出口价格指数对投资的拉动作用也在减弱。这表明我国宏观经济传导存在着一些跨越各部门的共同阻碍因素。

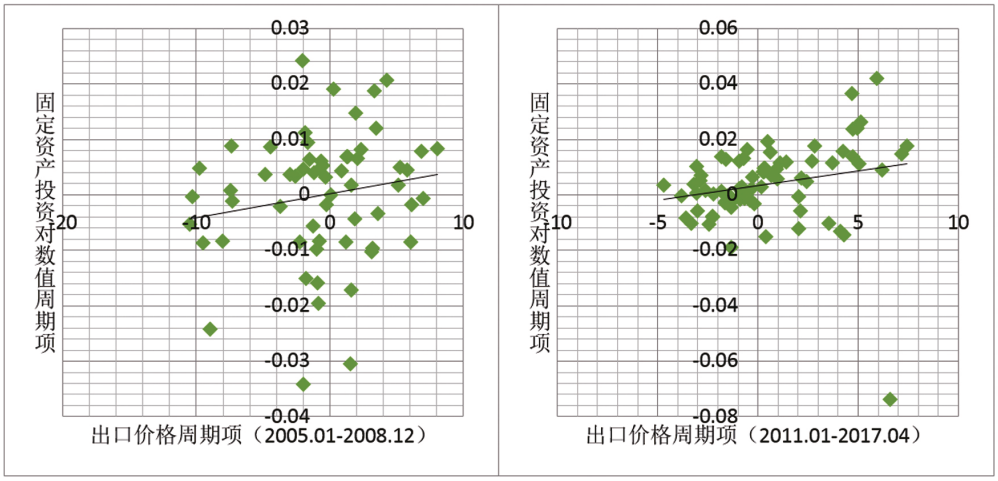


图 61　制造业出口价格指数对固定资产投资的传导

综合上面的分析，在国内宏观政策传导不畅，上下游行业分化的情况下，外需对中国经济波动的相对重要性比 2008 年之前还提升了。在今年，世界经济重获动能，在投资为主要动力的世界新周期中，外需对我国经济增长的稳定作用不容小觑，是今明两年经济稳定的主要支柱。国际经济周期景气上升为我国的经济增长提供了很好的缓冲空间。

（二）短期经济主要变数

1、金融风险释放与金融监管强化的“刀尖平衡”问题

近几年来，低利率环境下金融机构表内外资产快速膨胀、负债率不断攀升，资金流向实体经济的链条在不断拉长，市场上机构终端投资的杠杆交易持续，金融风险不断加剧；尤其是影子信贷以资管、理财产品为主快速发展，造成某些领域高杠杆、久期和风险严重错配，加剧金融系统性风险。与此同时，债务结构中企业部门的债务过快加杠杆，也加大金融体系风险；在宏观经济低迷的大背景下，周期性比较强的行业企业面临着巨大的经营压力，盈利下滑、偿债能力下降、信用质量恶化，转而进一步影响企业再融资，违约风险持续上升；企业经营困难，银行贷款坏账率持续上升、影子银行风险增加，商业银行不良资产和不良贷款比

例均有所上升，也加重银行等金融体系的风险；近两年来，部分企业的债务风险已经爆发出来，无论是银行贷款、信托贷款还是债券市场，均有违约事件的发生。如果各类风险加速相互传导，一方面加大了经济下行的压力，另一方面也导致系统性风险发生概率上升。

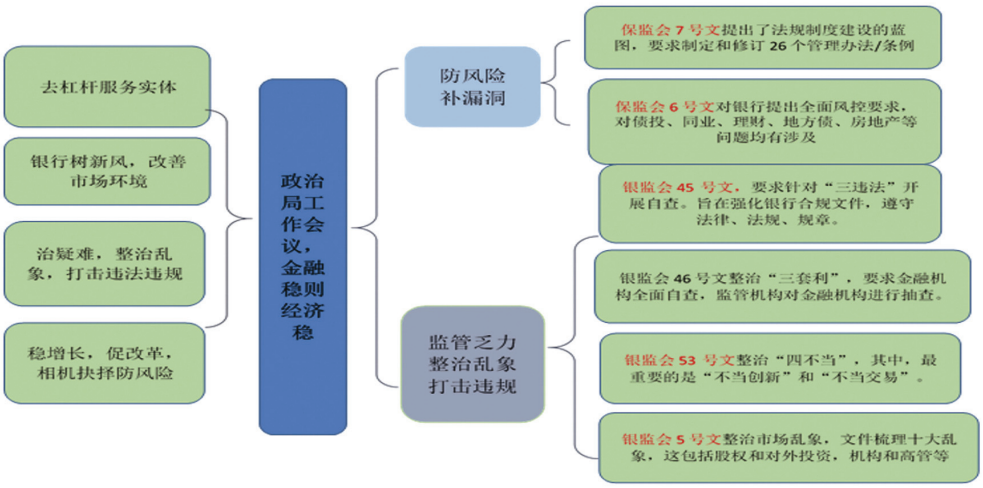


图 62　防风险背景下，金融监管升级

基于对风险的考虑，去年下半年以来，宏观调控的重心由稳增长向防风险转变，尤其是针对金融风险的防控不断出台，2017 年监管政策进一步升级。对于防控金融风险这块，各监管机构陆续出台了一系列政策，一方面直接限制机构投资杠杆水平，另一方面通过加强对银行同业信用创造的监控及限制，抑制金融体系的自我膨胀，并进一步清理影子银行及通道业务，压缩同业资金链条。2017 年，金融监管进一步升级，两会前相继推出 MPA 考核、资管新规等；三月下旬至今，银监会先后发布 6 号文，46 号文和 53 号文，旨在规范银行业风险防控，“三套利”（监管套利、空转套利和关联套利）和“四不当”（不当创新、不当交易、不当激励、不当收费）等行为，监管政策对于表外融资的监管进一步趋严，表外融资大概率回落。4 月 25 日习近平总书记在主持中央政治局就维护国家金融安全进行的第四十次集体学习时强调“金融活，经济活；金融稳，经济稳”，就维护金融安全提出 6 项任务，强调“形成金融发展和监管强大合力，补齐监管短板，避免监管空白”“重点针对金融市场和互联网金融开展全面摸排和查处”“疏通金融进入实体经济的渠道”“加强党对金融工作的领导”，进一步突出防范金融风险在金融工作中的重要性。在此基调下，金融监管进一步趋严将是大概率事件。

加强金融监管，有利于遏制影子信贷和金融杠杆的快速扩张，降低金融系统中长期风险，改善货币政策传导机制。金融去杠杆将进一步降低金融产品之间的嵌套，抑制通道业务的发展，而银行在新监管环下受到更多资本和流动性的约束，金融机构的信用扩张将受到一定影响，信贷增速有所放缓。与此同时，监管加强也在一定程度上助推利率中枢上

移，实体经济融资成本提高。从实际情况来看，在稳健中性货币政策基调下，一季度表内信贷增速已有所放缓，后续快速增长可能性不大，融资成本有所上升。但是，需要注意的是，监管升级节奏需要与经济运行的实际情况相适应，应该避免过快或者过度，操作不当，那么也将加大金融风险的实体和信用风险事件的发生概率。

表 5　　多文出台遏制委外空转加杠杆

近期针对委外业务的监管内容汇总	
三套利 46 号文	1、是否存在同业融入资金余额占比负债总额超过三分之一的情况。 2、理财“空转”问题。(1)是否存在非银机构利用委外资金进一步加杠杆、加久期、加风险的行为。(2)本行理财资金委外规模以及主动管理和非主动管理的规模情况，并列明简要的交易结构。 3、同业“空转”。(1)是否存在通过同业存放、卖出回购等方式吸收同业资金，对接投资理财产品、资管计划等，放大杠杆、赚取利差的现象。(2)是否通过大量发行同业存单，甚至通过自发自购、同业存单互换等方式来进行同业理财投资、委外投资、债市投资，导致期限错配，加剧流动性风险隐患；延长资金链条，使得资金空转套利，脱实向虚。
防风险 6 号文	1、严格控制投资杠杆。银行业金融机构要审慎开展委外投资业务，严格委外机构审查和名单管理，明确委外投资限额，单一受托人受托资产比例等要求，规范开展债券回购和质押融资，严格控制交易杠杆比率，不得违规放大投资杠杆。 2、消化存量风险。银行业金融机构应全面排查存量同业业务，对多层架构、复杂程度高的业务要制定整改计划。对风险高的同业投资业务，要制定应对策略和退出时间表。
四不当 53 号文	1、是否存在委托非金融机构作为理财投资合作机构对理财资金进行投资管理，或者理财产品投资非金融机构发行的产品的情形。 2、是否对理财投资合作机构实施名单制管理，建立合作机构准入标准和程序、存续期管理、信息披露义务及退出机制。

2、政策性空间收窄，民间投资复苏不稳，固定资产投资面临下滑压力

在美国加息、缩表，国内防风险、去杠杆背景下，我国稳健偏中性的货币政策呈现出边际收紧态势；而与此同时，宏观审慎监管加强、金融监管省级，整体货币环境有所趋紧。而从经济数据来看，3 月份基建投资增速开始回落，固定资产投资资金来源增速显著低于投

资增速，在货币趋紧的背景下，未来经济复苏面临一定不确定性。

从固定资产投资构成来看，制造业、房地产和基础设施投资占固定资产总额近 70%，是固定资产的主要构成部分；房地产开发投资后续会受到调控趋严和行业短期调整影响增长恐难以持续改善；作为主力军基础设施建设投资仍然是下半年稳定投资、稳定经济增长的主力。我国的基础设施投资主要由地方政府推动，依赖地方政府信用，通过城投融资实现，要保持基建高速增长，预算内财政和 PPP 模式融资是主要解决方式。但是财政收入放缓和 PPP 模式体量占比较小，使得依赖于地方政府信用背书获取城投融资的基础设施投资面临一定的资金压力。

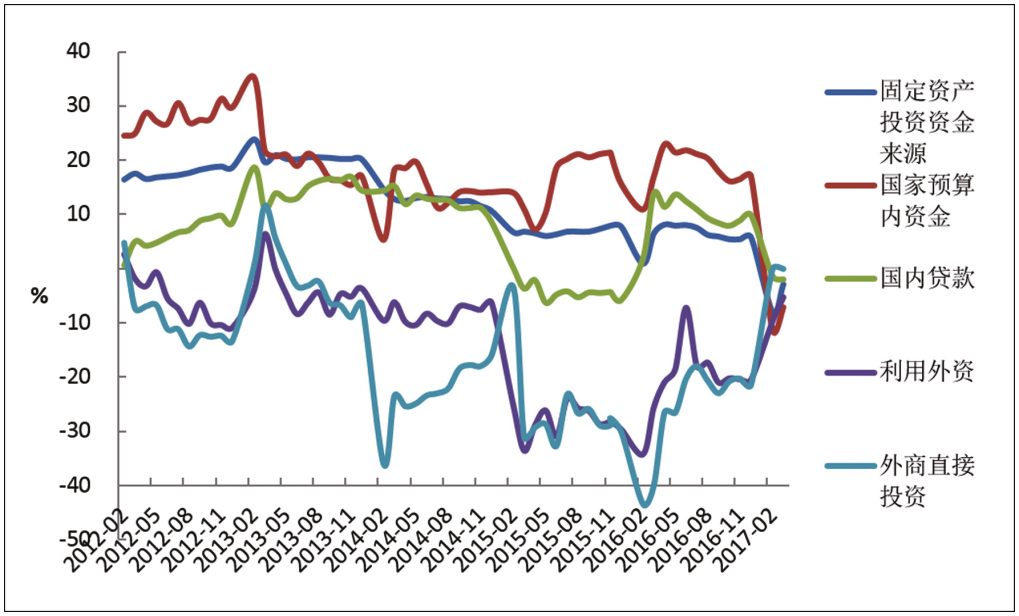


图 63　固定资产投资资金来源持续下滑

从到位资金情况看，今年以来，固定资产投资资金来源持续下滑，为 1997 年以来首次出现负增长。一季度，固定资产投资来源同比下降 2.9%，明显低于固定资产投资增长。国家预算资金、国内贷款、自筹资金、利用外资均出现同比负增长，其他资金虽然同比增长 24.5%，但与上年末相比，增速回落 6.1 个百分点。从未来走势来看，由于结构性减税等因素导致的财政收入增长放缓，预算内资金大幅改善的概率较小；在总体资金中占比 15% 以上的国内贷款，随着央行稳健偏中性政策的持续，信贷增长仍将维持目前水平；而随着金融监管升级、利率成本的抬升以及融资难度不减，占比超过 50%的自筹资金增长难以大幅明显提升；利用外资持续下滑，但下滑幅度进一步收窄，说明市场主体对未来经济看法略有改观。总体上来看，未来固定资产投资尤其是稳增长主力的基础设施投资极大可能性仍然会面临资金来源约束。

特别是自 2016 年底以来，随着部分“稳增长”政策空间收窄，政策性因素内部逐渐出现了分化，基建投资增速和房地产投资增速将会放缓，而民间投资的反弹力度还有待观察，固定资产投资的下行压力将会逐渐显现。

首先，随着基建投资的持续扩张，基础设施行业内部已经出现严重分化。2017 年 1—4 月份，水利、环境和公共设施管理业固定资产投资增速高达 27.5%，交通运输、仓储和邮政业固定资产投资增速也有 16.7%，但电力、热力、燃气及水的生产和供应业固定资产投资增速已经下滑至 1.2%。原因在于，该行业的投资已经趋于饱和，投资回报率急剧下滑。2017 年 1—4 月份，电力、热力、燃气及水的生产和供应业的利润总额同比下降了 31.3%，尤其是电力、热力的生产和供应业利润总额同比下降 36.9%。

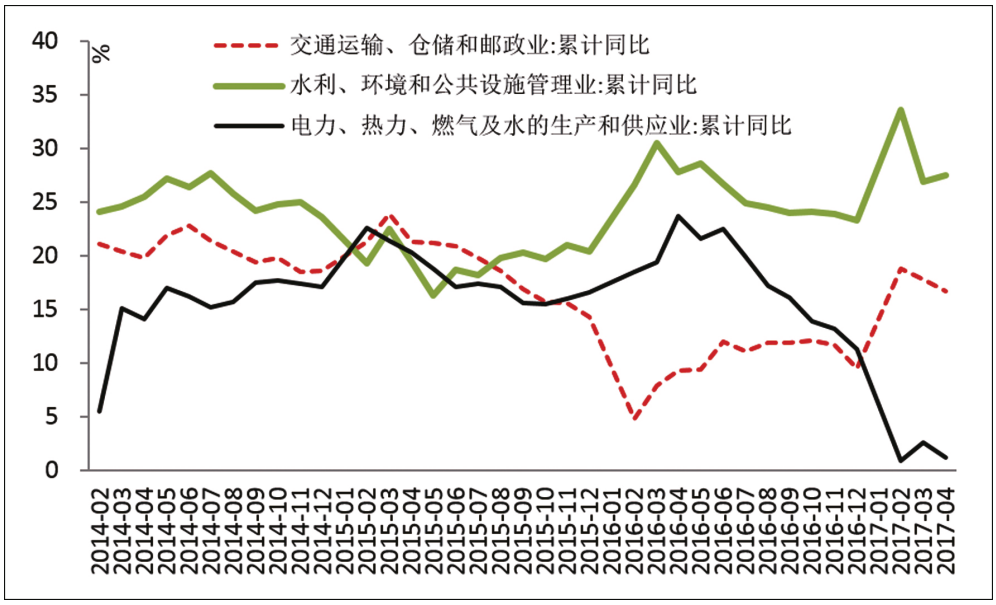


图 64　中国基础设施固定资产投资增速

其次，随着房价过快上涨，房地产调控政策收紧，房地产市场的几个核心指标在走势上已经呈现明显的分化趋势：尽管由于传导时滞，房地产投资和土地购置增长等指标还在进一步回升，但房地产销售和新开工等指标已经先后出现回落态势，这意味着房地产市场的“稳增长”作用在今年上半年已经见顶。2017 年一季度房地产销售和投资走势强于预期，“稳增长”作用明显，对 GDP 增长贡献率达到历史最高水平。2017 年 1 季度，房地产业对 GDP 增长的贡献率达到 8.3%，为自 1998 年中国实施房地产市场化制度改革以来近二十年的历史最高点。从绝对量上看，房地产业对 GDP 增长拉动 0.6 个百分点，为自 2007 年以来近十年的历史高点。综合房地产一系列核心指标的基本走势和之间的传导情况来看，下一步房地产市场将逐渐收敛到一个暂时性的短期平衡状态，这意味着房地产

市场的“稳增长”力度在今年一季度或许达到了历史顶点。鉴于房地产周期对于当前中国宏观经济运行的作用依然巨大，而且新一轮调控政策已经对房地产销售产生了一定的影响，房地产未来走势值得关注，将会影响全年的经济走势。

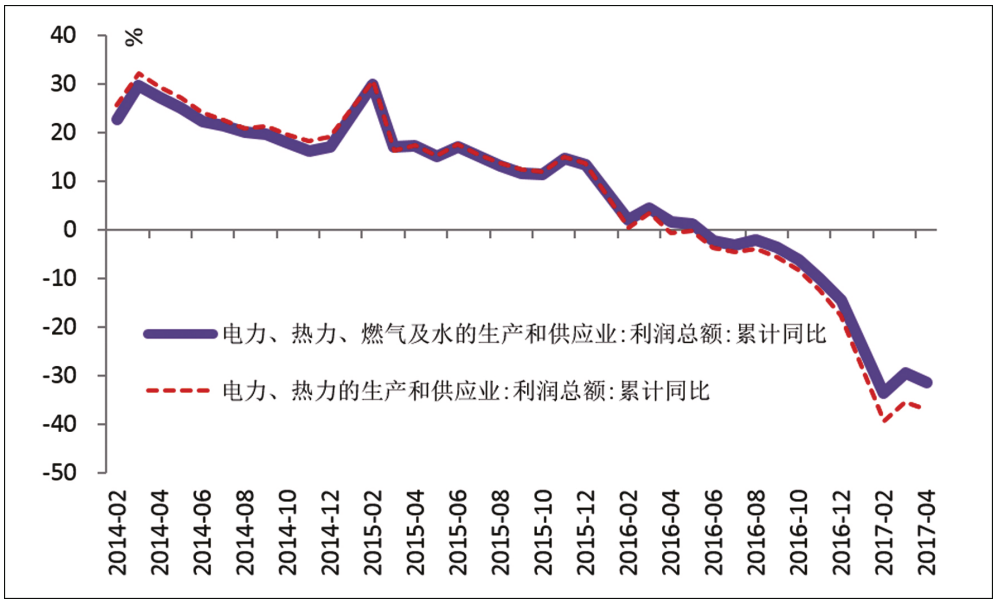


图 65　电力、热力、燃气及水的生产和供应业利润率变化

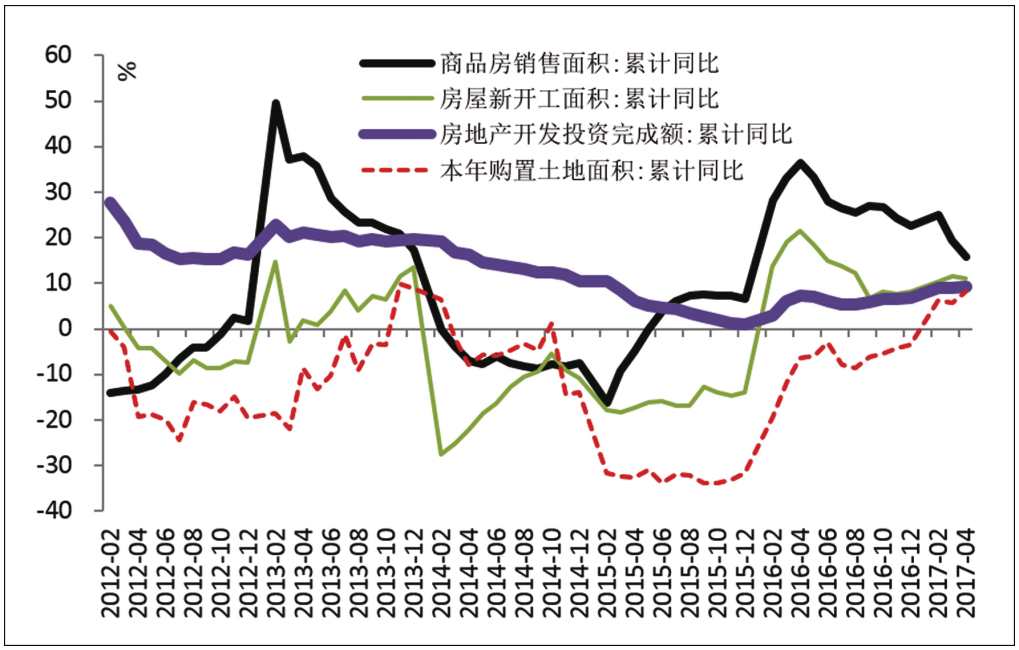


图 66　中国房地产市场核心指标走势分化

最后，虽然民间投资增速总体有所改善，但近期的回落和行业间的分化，使得其复苏力度和可持续性都有待观察。一方面，2017 年 1—4 月份，民间投资呈现较快回升势头，累计同比增长 6.9%，比去年全年加快 3.7 个百分点，但比一季度回落 0.8 个百分点。另一方面，民间投资复苏形势在行业间还存在较为严重的分化：在旨在促进民间投资复苏的开放性政策作用下，第三产业民间投资增速有所改善，但是第二产业民间投资却持续低迷。2017 年 1—4 月份，第三产业民间投资增速为 9.2%，比 2016 年全年增速大幅回升了 7.2 个百分点；但第二产业民间投资增速仅为 3.8%，仅比 2016 年全年增速微升了 0.6 个百分点。这种分化反映了现阶段产业复苏的分化，同时也意味着促进民间投资复苏的政策在民间投资集中的第二产业尚未取得预期效果，未来能否继续扩大对于民间投资的支持，对于民间投资复苏趋势的延续以及对于全年投资形势具有重要决定作用。

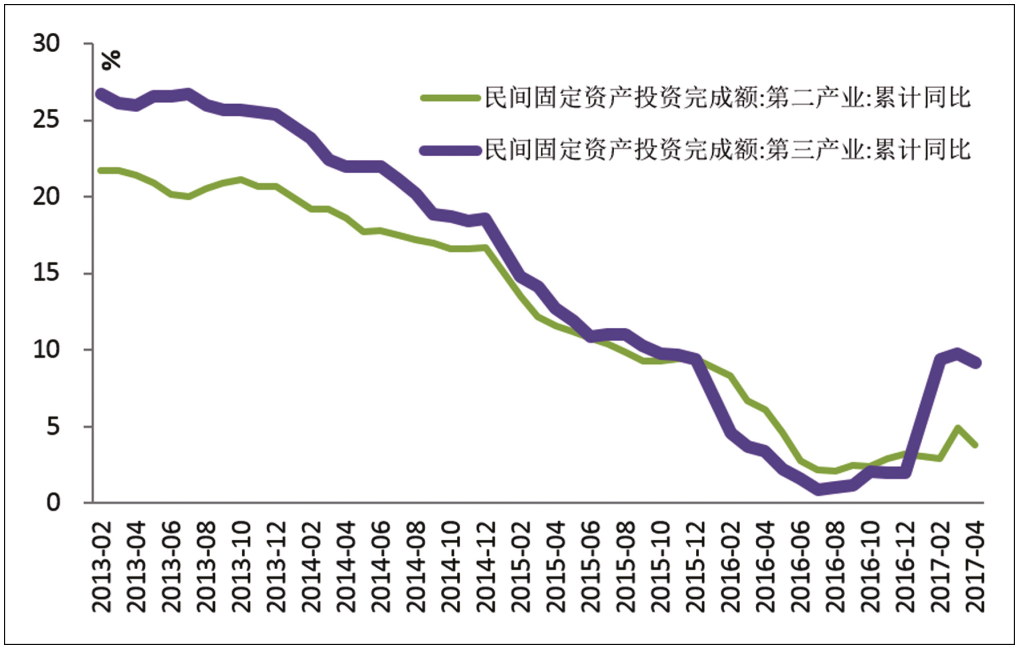


图 67　中国民间投资产业走势分化

总之，随着基建投资的持续扩张和投资回报率下滑，基础设施行业内部已经出现严重分化；随着房地产调控政策紧密实施，房地产销售增速的放缓，房地产投资的下行压力将会逐渐显现。在现有宏观政策调整基调下，预计下半年基建投资增速和房地产投资增速将会放缓，而民间投资的反弹力度还有待观察，弥补前者缺口的可能性很小，全国固定资产投资的下行压力将会逐渐显现。

(三)长期风险

1、长期生产率下滑问题持续得不到解决

从长期来看,我国经济增速受到抑制的根本原因在于2011年之后潜在增长率出现了持续下降,而后者则取决于生产率。2016年以来的经济回暖更多是上游行业的复苏,但是没有全行业的提升,这就使得全社会的生产率并没有有效提升。长期生产率下滑问题持续得不到解决,不仅会使我国企业逐渐丧失国际竞争力和市场,而且会推动企业成本持续上升,抑制企业投资。

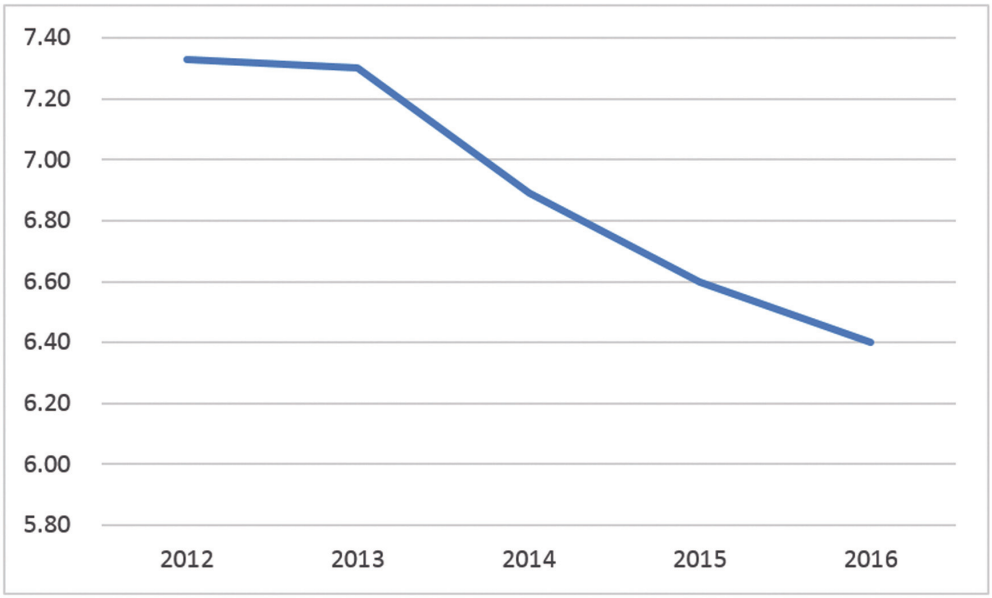


图68　国家全员劳动生产率同比(%)

改革开放以来,我国潜在增长率一直维持在较高的水平。1979年至2015年平均值为7.2%。在高水平的均值下,潜在增长率也有着较高的波动性。劳动对潜在增长的贡献逐步降低,资本增长率维持在一个较为稳定的高水平。剔除这两个生产要素的明显趋势,潜在产出高低波动的主要成因是全要素生产率的趋势值多次波动。我们在2016年三季度宏观论坛报告中曾经指出,全要素生产率的波动主要受到对外开放带来的技术模仿空间和改革提升的资源配置效率所推动。通过出口,我国学习到了国际先进的生产技术和管理经验,极大提升了全要素生产率。伴随着技术模仿空间逐渐变窄和改革红利逐渐消失,全要素生产率动能不足,增速持续下降。

生产率问题不解决,我国就不能从根本上实现库存周期向生产周期的过渡。潜在生产率的提高会有效降低企业成本,从根本上提升企业利润。这种企业利润的趋势性上升

会带动投资，全面扩大企业的生产能力，将经济带入到产能过大的新周期。但是，当前的企业利润上升不是生产率提升的结果，而更多是由于价格效应。企业对于这种短期冲击的反应是短期的补库存行为。在价格下降过程中，2015 和 2016 年上半年经济经历了快速的去库存过程。在 PPI 价格降幅逐渐收窄，并在 2017 年较快增长后，企业进入了再库存的周期，扩大生产，补充库存。但是，随着 PPI 的逐步见顶，库存周期越来越弱。这在一定程度上预示着当前的经济反弹部分动能的消失，会更多依靠出口的带动。

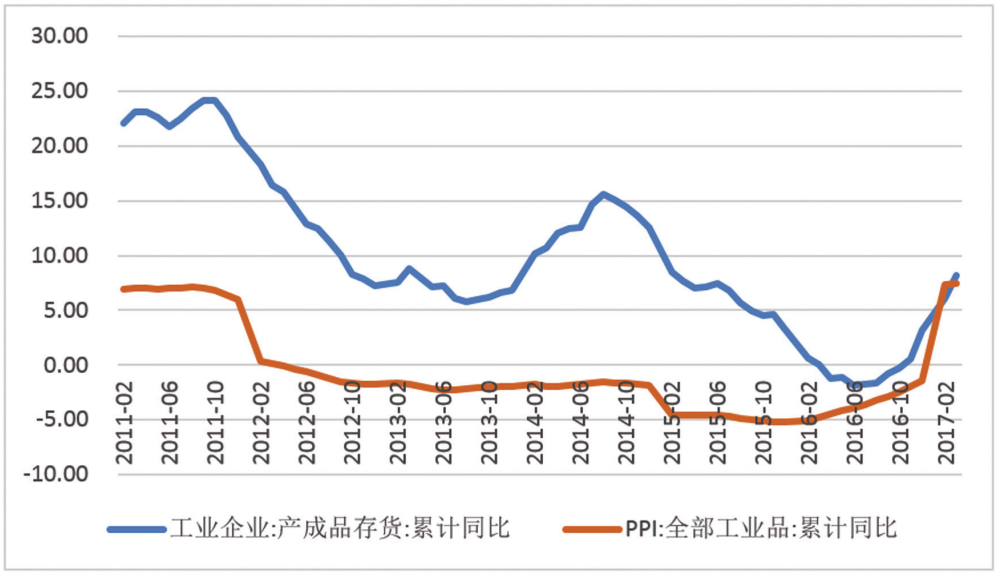


图 69　库存和 PPI(%)

2、外需诱导增长模式重启，固有结构失衡强化

随着国内外经济形势的最新变化，一些传统结构失衡问题的治理可能会放缓，同时一些新的结构失衡问题可能会凸显。在国内总需求传导机制不畅和长期生产率下降的背景下，外需对中国经济的作用日渐明显，传统结构失衡重现、新结构失衡凸显，存在着重启外需诱导的增长模式的风险。集中表现在三个方面：

1、在投资增速逐步回升的过程中，消费增速持续放缓，消费相对投资增速的急剧下降可能会扭转近年来总需求结构改善的趋势。近年我国总需求结构呈现“最终消费对经济贡献提升、资本形成贡献下降”的逐步改善的局面，背后的原因就在于消费增速相对于投资增速的提升，两者缺口由从负转正。2017 年以来，随着投资增速的逐步回升，消费增速持续放缓，消费－投资缺口再度缩小，总需求结构改善的局面的可能会放缓甚至扭转。

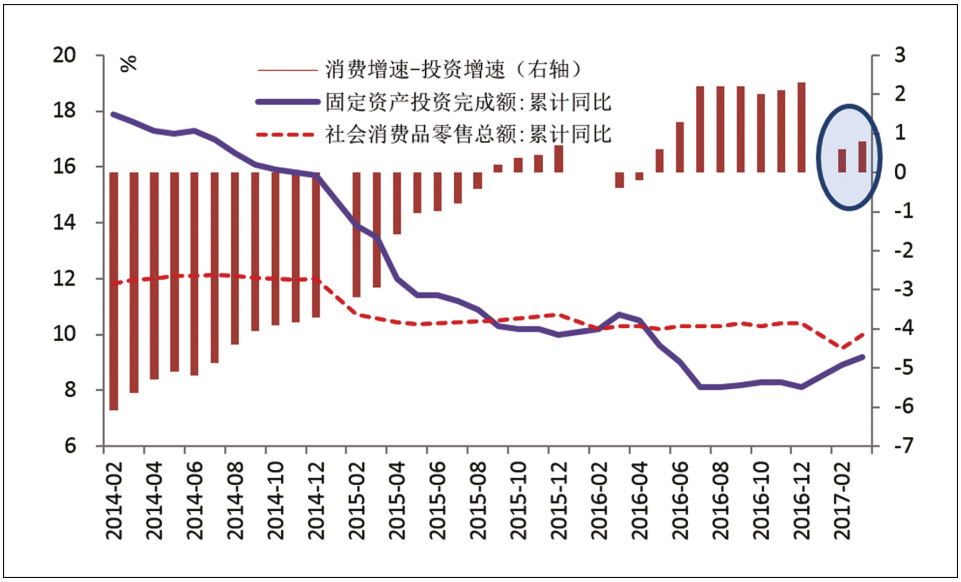


图 70　消费—投资增速缺口再度缩小

特别是考虑到 2016 年以来居民房贷急剧攀升对消费可能带来的负面影响。2016 年以来，在新一轮房地产周期中，购房贷款高速增长与房地产开发贷款增速下滑出现严重分化，不仅反映了在本轮房地产去库存的过程中，市场风险正从房地产企业部门转向家庭部门，而且意味着，在居民收入增速放缓的背景下，房贷还贷的快速增加，可能会导致居民日常消费和服务会受到一定程度的抑制。

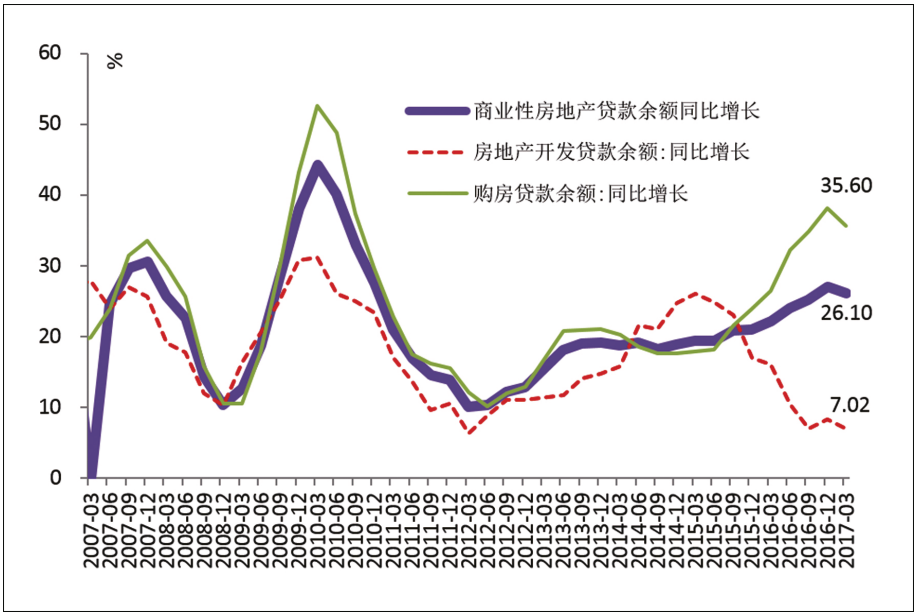


图 71　购房贷款与房地产开发贷款增速分化

2、在货物贸易顺差逐渐缩小的过程中，服务贸易逆差持续扩大，可能会扭转我国经常账户顺差的格局，如果再叠加短期资本外流，可能会加剧短期国际收支平衡压力。在我国的对外贸易中，服务贸易占比不断提高。特别是服务贸易进口，在我国总进口中的比重已经超过 20%，并继续维持较快的提升势头。过去几年中，我国的服务进口增速持续高于服务出口增速，导致服务贸易逆差不断扩大。其中尤为明显的是旅游服务逆差规模急剧扩大，当前我国服务贸易逆差的 80%左右是来自旅游服务。

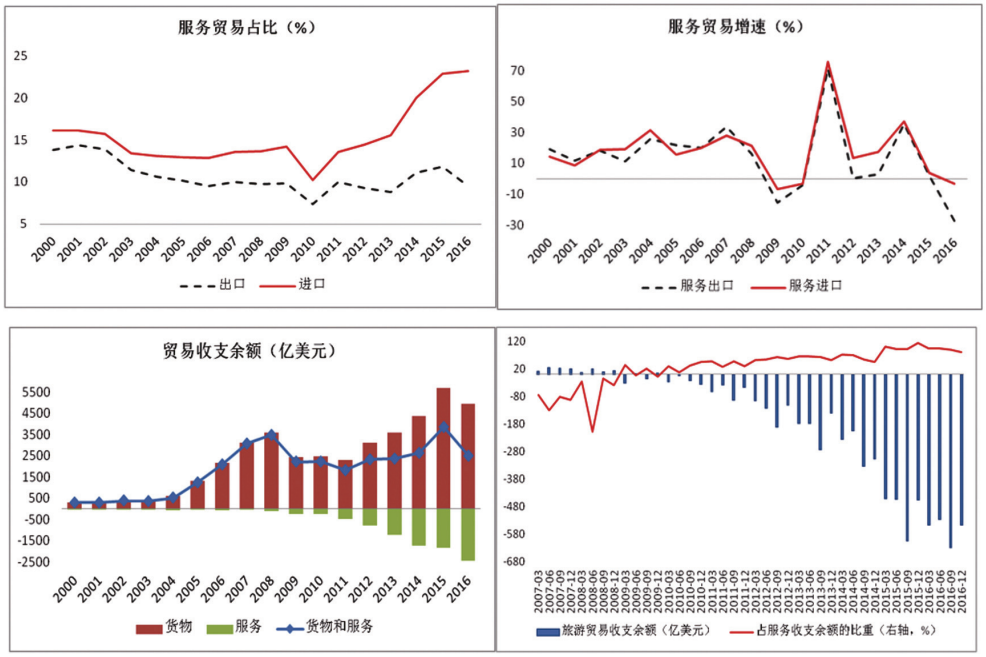


图 72　服务贸易及其占比

在未来一段时间内，我国服务业的国际竞争力在短期中难以有效提高，对旅游、购物、教育和高端医疗等进口需求旺盛，加之服务市场开放程度的提高，这将会导致我国的服务贸易在未来很长时间内维持不断扩大的逆差状况。从基本趋势来看，我国服务贸易收支在较长一段时间内还会延续 2008 年以来的逆差规模不断扩张的趋势。因此，在考虑到服务贸易以后，我国的整体贸易收支可能会转变为逆差状态。

3、在世界新周期逐步启动和国内消费升级的过程中，原有产品结构下的出口扩张造成结构失衡问题重现。

2017 年以来，随着美国和欧盟等主要发达贸易伙伴国的经济增长速度的提高，带动了我国主要出口市场规模的扩张，推动我国出口增速的提高。1－3 月，我国对美国出口累计增长 10%，对欧盟出口累计增长 7.4%，对韩国出口累计增长 17.4%。对这些传统出

口市场的出口增长成为带动我国总出口增长的主要动力。在主要出口产品中，原油、焦炭、集装箱、家用电器、成品油、钢铁、铝材、电线电缆、箱包、鞋帽和玩具的增速远远高于整体出口的增速。因此，我国当前所实现出口增长主要还是在原有产品结构和地理结构下的数量扩张，出口的产品结构和国别结构的改善并不明显。

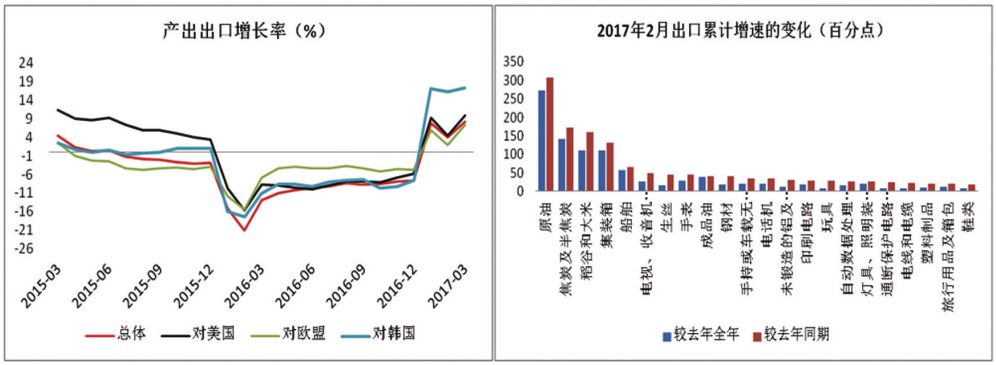


图 73　我国的出口增长情况

继续外需为导向的增长模式，可能会对国内供给侧结构性改革进程产生冲击。结构调整注定是一个痛苦且缓慢的过程。过去两年中，在外需萎缩、国内成本上升和政策推动下，结构调整过程的成效较为显著。随着发达市场需求状况的改善和新市场的扩张，很多产能过剩行业的产能过剩状况会因此得以缓解，这在一定程度上会抵消供给侧结构性改革的影响。因为很多产能过剩行业的问题不只是产能过剩问题，还包括环境污染和资源消耗严重等问题。其调整进程的延缓在长期中会带来更大的经济和社会成本。这会加剧我国供给结构的失衡状况。近年来，我国供给结构调整的基本方向是从贸易品部门向非贸易品部门的转变，指向的是我国产业结构失衡问题。

宏观团队近年来的研究表明，在我国国内总供给和总需求的结构对比中，贸易品处于相对过剩状态，非贸易品处于相对不足状态，同时，我国非贸易品供给的相对不足主要体现在医疗、教育和社会保障等公共服务上。目前所观察到的产业结构变化和服务内部结构变动，并不符合解决这一问题的要求。产业结构从工业向服务业的转变虽然是一种积极变化，但是如果从细分行业的情况看，第三产业占比上升主要来自批发零售、金融和房地产。2016 年，这三个行业占整个第三产业增加值的比重为 47.2%。2007 年至 2016 年，第三产业占比提高了 8 个百分点，这三个行业贡献了其中的 6 个百分点。而且，在实体经济相对低迷的时期，在资金脱实就虚的推动下，金融行业和房地产行业的过快膨胀，这会进一步引发加剧资金脱实就虚的趋势和实体经济的低迷状态，从而有可能形成一个恶性循环。

2.4 对未来经济总体判断

综合上述对我国当前宏观经济运行成因和主要变数的说明，在现有宏观政策调整基调下，预计下半年基建投资和房地产投资将会放缓，而民间投资的反弹力度还有待观察，弥补前者缺口的可能性很小，全国固定资产投资的下行压力将会逐渐显现；与此同时，随着居民收入增速的持续放缓，消费增长受到一定的制约。国际周期会提供短期内较强的支撑作用。

总体而言，正如2016年二季度报告中所指出的，本轮“不对称W型调整”的第二个底部已于2016年底至2017年初出现，并呈现出一定的底部波动特征。根据模型预测，2017年中国全年GDP增速为6.7%，CPI为2%，今明两年经济总体走势保持乐观。

表6　　对短期中国经济总体判断

正向因素	——供给侧结构性改革和宏观政策推动固定资产投资拉动上游行业 ——国际经济复苏带动我国出口恢复性增长
负向因素	——国内宏观政策传导失灵 ——长期生产率仍然下滑，经济结构固化
总体判断	——今明两年总体正向，主要是欧美等出口带动，但是中长期达不到2003－2008年的拉动幅度 ——长期经济趋势还未根本性扭转
主要变数	——金融风险释放和金融监管强化力度过大 ——政策空间收窄，民间投资复苏不稳，固定资产投资面临下滑压力

在外需对中国经济周期越来越重要的大前提下，2016年以来全球经济的全面复苏就为中国经济企稳提供了一个强有力的外部保障。那么，我们仅仅依靠国际复苏的传导能将中国经济带入全面扩张的产能新周期吗？本报告第三部分的分析将会给出答案，在中长期内，对外贸易虽然会有较大的拉动作用，但是要想回到2003－2008年间主要依靠出口拉动经济增长的时代是不可能了，长期中的影响相比于以往要更加有限。

同时，前面的分析也显示，影响我国周期转换的国内因素作用更大，所以，要想开启新一轮的上升周期，应重点解决国内价格—实体传导不畅与生产率下滑背后的深层次问题。

第三部分　新形势下中国的道路选择:新改革中实现周期转换

2017 年我国经济在供给侧结构性改革和以基建投资为基础的固定资产投资拉动下，上游行业存在着较大的改进空间。基建投资和房地产投资是我国传统的宏观刺激的发力点，在历史上能够通过这些地方的发力，产生良好的全社会的宏观经济效果。但是，今年传统的价格－利润－投资的总需求乘数效应受阻，上游行业的繁荣难以像以往一样向全行业扩散。这是由于长期以来积累的结构性问题使得传统的传导机制失效，宏观政策的边际效应递减。由于这个原因，在国际经济复苏的环境下，对外贸易对中国经济的拉动作用是相对更加明显的，也能够带动相关行业投资。但是，总体来看，国际复苏在中长期内对我国经济的拉动作用还是总体有限的，不能再出现 2008 年之前的高贸易增长。所以，在国际影响长期中下降的环境下，为了开启新的经济周期，需要着力解决国内经济问题，启动国内经济动力。

3.1 世界“新周期”能支撑中国周期转换吗?

在短期内世界经济复苏对我国经济有较大拉动作用，但是由于本轮世界经济反弹的大环境是全球生产率持续低迷和依然维持旧的国际分工格局，这意味着在长期中本轮世界经济周期对我国的拉动作用相比以往而言要更小，并不能重现 2003 年之后国际贸易迅速上升推动国内经济快速增长的景象，从而实现周期转换，全面开启新一轮周期。因此，我国要在对外开放中进入新阶段，借助当前国际经济复苏的大环境，走出更加关注资本输出、强化全球资源配置能力的新开放道路。

(一)世界“新周期”的特征

无论是与金融危机之前相比，还是与危机之后的复苏期相比，当前的世界经济都出现了一些新的变化。

1、世界经济增长持续分化

当前世界经济仍然处于缓慢的复苏过程之中，经济增长势头逐渐减缓，经济增长速度已经自 2014 年以来连续两年下滑。但尽管如此，整体而言，2016 年 3.1%的经济增速仍然是一个令人满意的水平，而国际货币基金组织对于 2017 年和 2018 年世界产出的乐观

预测更是说明世界产出的整体表现仍然朝着向好的方向发展。当前世界经济增长最大的问题主要在于不同板块经济增长的持续分化。从表 7 可以看出，不同类型国家的经济速度差异非常明显，发达国家呈现出整体复苏的态势，但发展中国家的经济复苏却分化明显。2016 年发达经济体的整体增速为 1.7%，美日欧三大经济体都呈现出持续复苏的态势。发展中国家的整体经济增速达到 4.1%，但分化明显。东亚板块尽管经济增长速度持续下滑，但仍然是世界经济增长最快的区域，中东、北非以及欧洲的新兴市场经济体也在不断复苏，但独联体国家、拉丁美洲和加勒比海地区的发展中国家的经济复苏仍然非常艰难。

表 7　　世界不同地区的经济增长情况(单位：%)

国家和地区	2013	2014	2015	2016	2017	2018
世界	3.3	3.4	3.2	3.1	3.5	3.6
发达国家	1.1	1.8	2.1	1.7	2.0	2.0
美国	1.5	2.4	2.6	1.6	2.3	2.5
欧元区	−0.3	0.9	2.0	1.7	1.7	1.6
日本	1.6	−0.6	0.5	1.0	1.2	0.6
新兴市场和发展中国家	5.0	4.6	4.0	4.1	4.5	4.8
欧洲发展中国家和新兴经济体	2.9	2.8	3.6	3.0	3.0	3.3
独联体国家	2.2	1.0	−2.8	0.3	1.7	2.1
拉丁美洲和加勒比海地区	2.9	1.3	0.0	−1.0	1.1	2.0
中东北非	2.3	2.7	2.3	3.9	2.6	3.4
东亚	7.0	6.8	6.6	6.4	6.4	6.4
中国	7.7	7.3	6.9	6.7	6.6	6.2
印度	6.9	7.3	7.6	6.8	7.2	7.7

数据来源：根据 IMF 历年《世界经济展望》报告整理。

2、国际贸易的向下超调仍在继续

相对于产出的变动幅度，国际贸易的变动幅度往往更为明显，呈现出相对产出变动的超调特征。这一点，无论在经济形势向好还是经济形势向坏的时期都会存在(如图 74)。从图 73 可以看出，相对于世界产出所受到的冲击，国际贸易受 2008 年金融危机的影响更为明显，国际贸易收缩的幅度甚至一度超过了 10 个百分点。2010 年之后，世界经济呈现整体复苏的态势，世界贸易规模也在加速恢复。但在 2012 年以后，特别是 2015 年以后，

在世界产出增速下滑不大的背景下，国际贸易的增长速度却一路下滑，全球经济呈现出一定的回归封闭的特征。国际贸易的向下超调，不但造成了世界产出增长的持续分化，也为未来世界产出的持续复苏增加了诸多不确定因素。

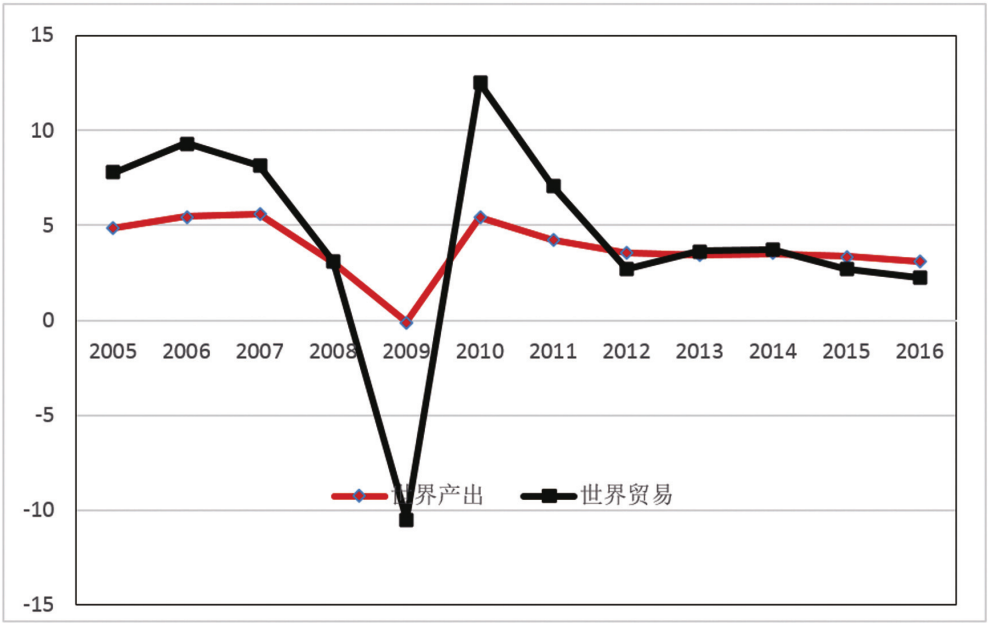


图 74　世界产出和国际贸易的增长状况

数据来源：根据 IMF 历年《世界经济展望》报告整理。

3、中心国家外部失衡的均衡化调整

金融危机之前，美国经常项目的失衡是世界经济最为典型的特征。伴随着次贷危机的发生，美国的对外经济失衡快速向均衡方向调整，经常账户赤字占国内生产总值的比重从 2006 年第 3 季度 6.2%的历史高点迅速回调至 2009 年初的 2.7%。但这一时期美国经济失衡的调整更多源于房地产泡沫破灭下房产财富效应的消失，具有典型的市场调整特征，与美国政府的宏观政策关联不大。在 2010 年之后，伴随着美国经济的逐渐复苏以及对经济失衡的风险属性的进一步认识，经济的再平衡成为主要的政策目标。《美国制造业促进法案》、《国家制造业战略法案》以及“出口五年翻番计划”等政策设计也在这一时期密集提出。从结果来看，在 2012 年美国经济的复苏特征基本确定之后，经常账户赤字占国内生产总值的比重逐步回落到了 1.9%左右。这一数值无论从绝对值还是从美国经济失衡的历史数据来看，都处于一个相对较低的水平。中心国家外部失衡的均衡化调整不但是中心国家国内经济结构变化的信号，也会通过贸易和投资多种渠道对世界经济的未来发展产生影响。

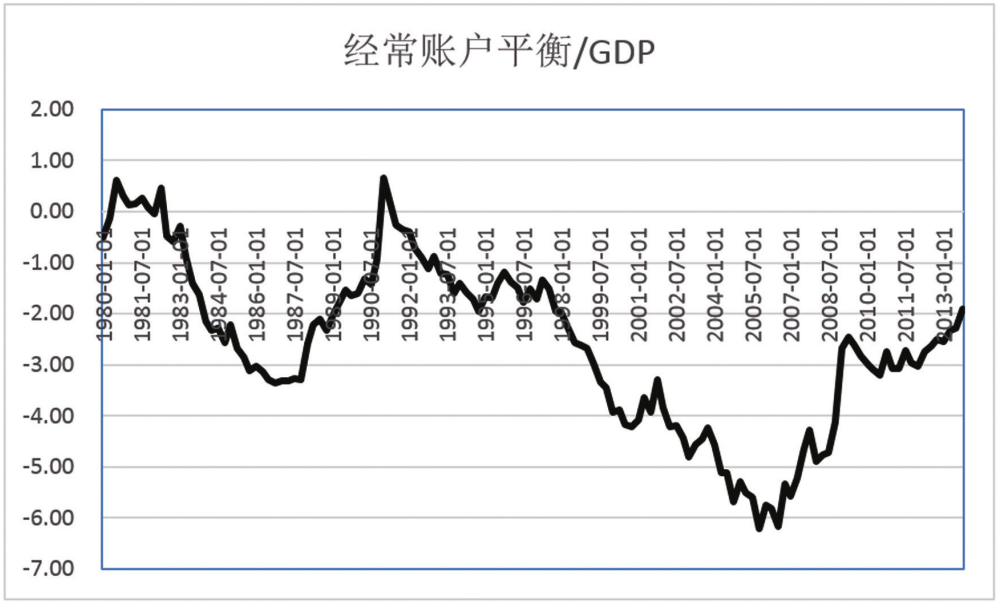


图 75　美国经济失衡的动态调整

注：数据来源于美联储圣路易斯分行，单位为%。

4、宏观政策的不确定性在持续增加

宏观经济政策的稳定性和可预见性是实体经济稳定增长的政策保障，而不确定性的经济政策则会抑制投资、消费乃至整个国民经济的发展。从主要国家宏观经济政策的不确定性指数来看，当前全球经济发展的政策环境正在趋于恶化。下图 76 给出了几个主要经济体宏观政策不确定性指数的变动情况。从图中可以看出，在 2014 年之后，主要经济体所面临的政策不确定性都在显著增加。英国脱欧、特朗普当选一度使得欧洲和美国未来经济增长的不确定性大大增加。马克龙的当选虽然使得法国暂时起到了欧洲稳定器的作用，但欧洲未来经济发展的政策不确定性并未完全消除。在新兴经济体方面，中国的经济增速虽然有所保证，但房地产价格的居高不下、债务水平的不断高筑以及半岛局势的日趋紧张仍然大大增加了中国经济未来发展的政策不确定性。

5、宏观经济政策的冲突加剧

世界经济增长的分化带来的不同国家经济周期的非同步性，在经济周期不一致的条件下，不同国家宏观经济政策的冲突必然会有所加剧。具体来说，在美国经济强劲复苏的背景下，美国宏观政策已经进入收缩周期，当其他国家经济周期与美国同步时，美国宏观经济政策将产生正的外溢效应。但在主要发展中国家经济复苏基础并不牢固，尚需宽松的宏观政策加以支持的现实条件下，美国宏观经济政策的收缩将使得发展中国家不可避

免的进入两难境地。实体经济的疲软需要适度宽松的财政和货币政策，害怕浮动的“原罪”又要求汇率的对外稳定。从现实的选择来看，在美联储进入加息周期之后，在国内经济形势的拖累之下，主要发展中国家的货币政策并未跟进收紧，而是选择了汇率的适度贬值。这样一种选择虽然可以暂时的稳定国内经济，但汇率贬值的风险也在不断累积。

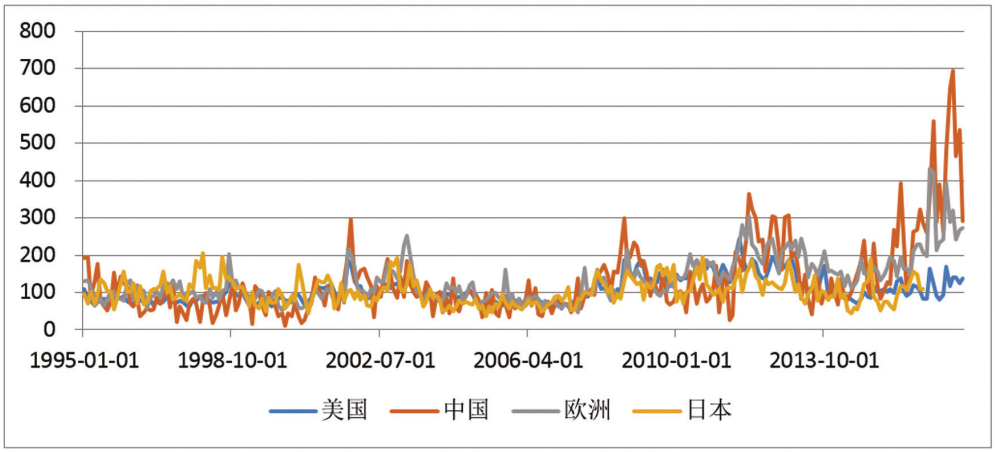


图 76　主要国家的政策不确定性

数据来源：美联储圣路易斯分行。

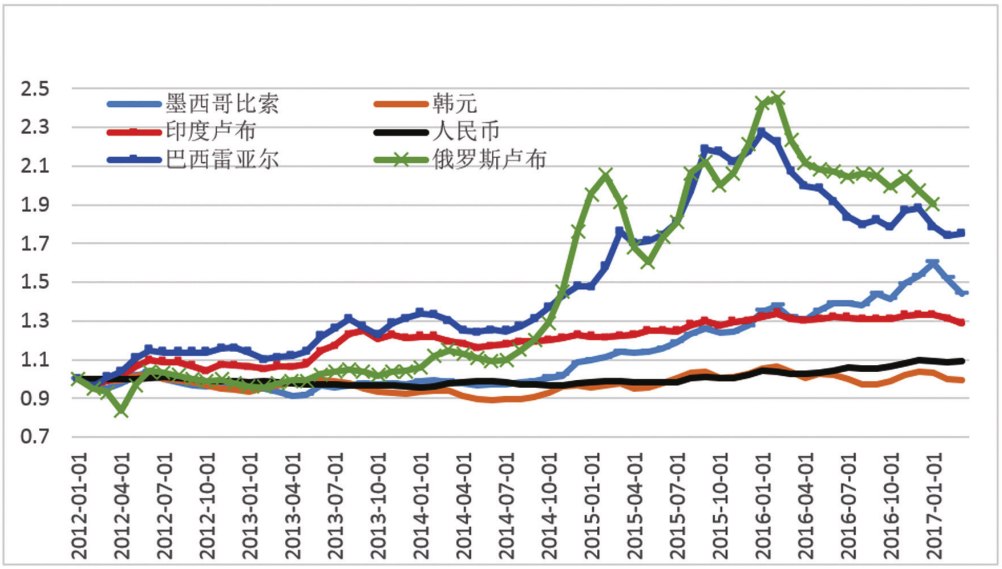


图 77　主要国家汇率的变动情况

数据来源：美联储圣路易斯分行。

(二)本轮世界经济周期对中国经济的中长期影响

上述这些新特征是现有国际分工格局并没有根本性改变的情况下,国际价值链部分回缩、不同国家金融市场安全性分化和中国自身经济调整等原因产生的结果。当前国际分工格局和大的国际化趋势还在保持。在这样的大环境下,我国出口的未来总体增长空间是有限的,快速增长的情形不会长期持续。因此,国际周期在中长期对我国的经济拉动作用是有限的。

1、主要发达经济体潜在增速较低,长期增长空间有限

主要发达国家自本世纪初开始经历了潜在产出增长率的不断降低,长期增长的内生动力不断削弱。美国自世纪初以来始终保持潜在产出增长率的下降趋势,2000－2008 年潜在产出平均增长 2.50%,而 2017 年潜在产出增长率仅为 1.46%。英国、德国等欧洲国家在危机后经历了潜在产出增长率的骤降和一定程度的反弹,但自 2015 年起开始表现出持续下降趋势,并持续低于危机前的水平。其中,英国 2000－2008 年潜在产出平均增长 2.37%,而 2016－2018 年潜在产出增长率仅为 1.38%、1.34%和 0.99%,德国 2000－2008 年潜在产出平均增长 1.21%,而 2016－2018 年潜在产出增长率仅为 1.13%、1.09%和 1.08%。发达国家潜在增长率的总体水平也表现为不断下降趋势,2016－2018 年 OECD 国家总潜在产出增长率分别为 1.55%、1.52%和 1.52%,而 2000－2008 年平均水平为 2.26%。从趋势来看,日本是其中的一个特例,2009 年以来,日本的潜在产出增长率不断上升,扭转了危机前的下降趋势。但从其增长率水平来看,2017 年的 0.71%增长水平不仅低于其世纪初超过 1%的增长水平,还远落后于 OECD 国家 1.52%的平均水平。

主要发达国家潜在产出增长率变低的主要原因是当前世界技术进步变缓。从专利申请情况来看,当前的技术领域还是主要集中在信息技术。世界主要创新公司在“计算机技术”、“电气机械”、“半导体”、“数字通信”中的专利活动表现出不同程度的增加。其中“计算机技术”的专利族申请占到总量的 12%,排名第一,“电气机械”、“半导体”分列二、三位。这些领域还是体现为上一次的信息革命的产物,可以说,在 2008 危机之后,和危机之前相比,主要的技术成果还是体现在传统领域。世界上主要进行研发的公司集中在计算机和电子设备行业,但是在其他领域还相对较少。

根据欧盟的调查[①],在企业 2014 到 2017 年的研发投资预期中,仅有以半导体、3D 打印等现代信息技术为核心的硬件和设备制造行业相比于以往预期研发投入上升,而在其他领域,例如制药和生物技术等,企业都预计将减少研发投入。

① European Commission JRC－IPTS (2015)

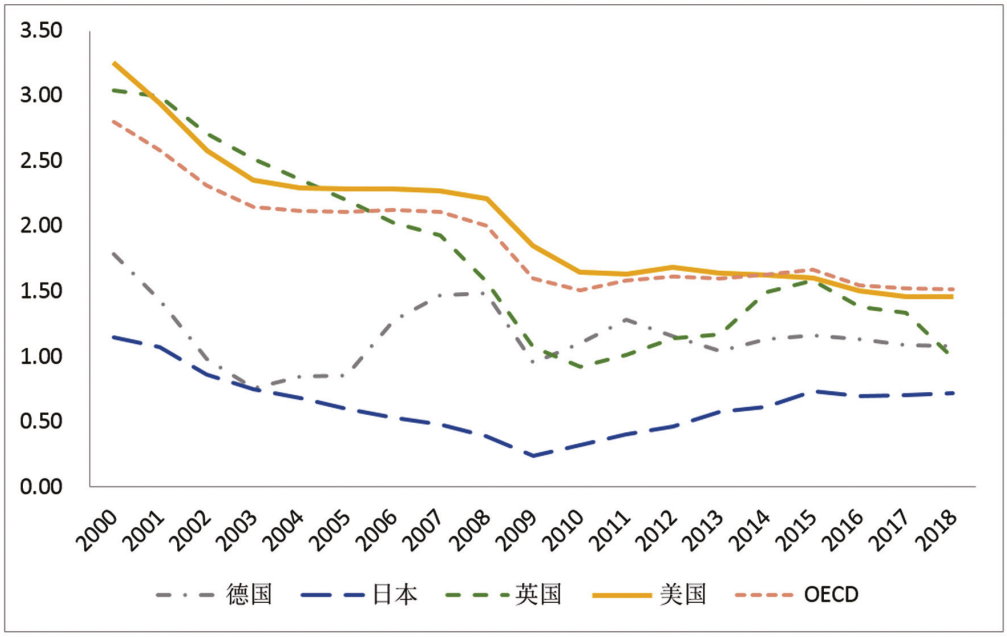


图 78　主要发达国家潜在产出增长率

一般而言，每次技术扩散过程要经历技术酝酿、在大爆炸式扩张之后进入导入期、通过扩展进入成熟饱和期。由于目前除了计算机技术以外的领域取得的新突破还相对较少，再考虑到从技术产生到产品设计和成熟还需要较长的时间，所以短期内出现新一轮的技术爆炸几无可能，未来的新变革还需要时日。这就是说，在未来的一段时间内，世界主要的技术进步领域还是体现在和计算机有关的部分，当前世界我们还处在上一个信息革命的技术变革时期。这种技术创新放缓造就了此次世界经济复苏中潜在增长率持续较低。这意味着未来世界经济周期的高度是有限的。

2、发达经济体的经济复苏对中国经济的长期推动作用有限

从中短期来看，发达国家的经济复苏会对中国经济增长产生积极的影响，但这种影响的持续性和程度不宜给出过高的估计。美国等发达国家经济增长对中国经济的推动作用已不可能恢复到 2008 危机前的水平。

美国等发达国家经济复苏在中短期内仍然会成为中国经济增长的正向动力。当前美国经济已经呈现全面复苏的态势，但增长路径仍然沿袭了全球经济失衡时期的经济增长模式。在美国的经济增长模式不发生重大变化的背景下，全球的经济分工格局将趋于稳定，中国经济的增长动力与金融危机之前也不会存在太大差异，这是我们判断美国经济复苏对中国经济影响的逻辑基础。从现实经济情况来看，金融危机之前中美经济的发展阶段与比较优势呈现出非常强的“耦合增长”特征，两国虽然经济增长模式不同，但彼此的相互依赖与促进确是中美经济关系的核心特征。而在中美经济分工不发生大的调整的背景

下，经济增长的耦合机制仍然会推动中美经济的共同发展。因此，美国经济的强劲复苏一定会形成中国经济增长的外在正向动力。这一点，在美国对外部门的国别结构调整中体现的非常明显。

具体来说，金融危机后，美国经济出现了一定的平衡化调整和回归封闭的特征，这是美国对外经济变化的一个重要特征。但在美国对外经济整体收缩的同时，无论在对外贸易层面还是在对外投资层面，中国因素在美国经济中的作用和地位都在进一步的提升。因此，即便美国经济可能会在一定时期内呈现对外收缩的态势，但美国经济的持续复苏依然会为中国经济提供外在的经济动力。更何况，在进入 2016 年特别是 2016 年第三季度之后，美国的对外贸易无论从进口规模还是从赤字规模来看，都出现了一定的进口需求扩张的趋势，而这一点在时点上来看，无疑是与最近我国对外贸易的整体复苏相吻合的。因此，站在这个角度，可以说美国经济的持续复苏对中国经济的正向拉动已经有所体现。

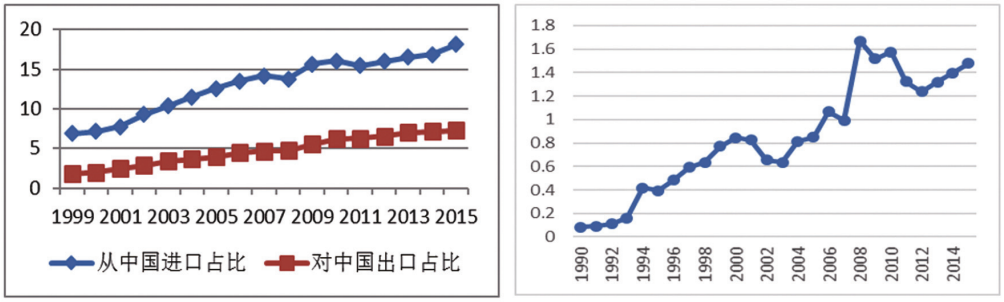


图 79　中美贸易和投资在美国对外贸易和投资中的比重(%)

虽然从中短期来看，美国经济复苏会对中国经济增长产生积极的影响，但这种影响的持续性和具体大小不宜给出过高的估计。美国经济增长对中国经济的推动作用已不可能恢复到危机前的水平。这一判断的得出，主要是基于以下三点原因。

首先，发达国家中美国的进口需求是中国出口扩张的主要动力，但在美国经济失衡的风险被充分认识的背景下，财富效应对居民消费需求的支持力度已相对有限，美国经济外部失衡的状况即便会在一段时期内继续存在，失衡的程度也不会恢复到危机前的水平，中国经济增长的外部需求环境也将很难再现金融危机前的繁荣。从数值上来看，当前美国经常账户余额占 GDP 的比重已不足 2%，这已经非常接近均衡水平，即便剔除掉短期的失衡超调的因素，这一数值也很难超过 3%，更不用说金融危机前接近 7%的失衡水平。因此，2016 年以来美国外部需求反弹对我国经济增长的推动作用将是有限的。

其次，中心国家外部失衡的再平衡调整是本轮世界经济周期的重要特征之一。从目前美国经济再平衡的力量来看，制造业部门回归的重要性虽然从奥巴马政府到特朗普政府都在一直加以强调，但在实体经济层面，制造业在美国经济以及失衡调整中的作用并未

有所体现，能源产品的出口扩张以及服务贸易的快速发展才是这轮美国经济失衡调整的重要力量，而这两个部门并不是中国的比较优势部门。因此，当前平衡增长下的美国经济复苏对中国的影响更多体现为短期的积极作用，尚不会在直接的渠道下冲击中国经济。但是，如果美国不计成本的继续推动再平衡调整的战略，特别是以制造业扩张的方式来加以调整失衡的话，在美国制造业的绝对竞争力仍然高于中国的背景下，中国经济的增长空间有可能会被进一步压缩，当前中心国家的经济复苏所带来的增长红利也就极为有限。

此外，在未来一段时间内，指向特定行业或特定国家的贸易保护主义措施和贸易摩擦可能会显著增加。原因首先在于美国国内政治和社会需求。如前所说，美国贸易政策在短期中可能会对资本利益和劳动利益之间的关系进行重新权衡，以纠正多年来对资本利益的过度关注。自上世纪 90 年代以来，越来越多的美国人认为，“美国为全球经济规则的制定和全球经济增长贡献了巨大力量，但是美国政府却未能有效地帮助美国人赢得全球竞争。”这主要是制造业工人的抱怨。利用非系统性的贸易保护主义措施，促进少数制造工厂回流美国国内，并不会对资本利益带来太大的负面影响，还能够带来舆论宣传口径下的增加国内制造业就业增加的好处。贸易保护主义措施的增加会导致世界经济的混乱和不确定性，可能对中国带来较大冲击。

（三）推动中国的对外开放从提升贸易到进行全球资源配置的转变

总体来看，我国出口贸易的发展空间总体是有限的，我国的对外开放需要从简单的贸易开放，到借助“一带一路”等纽带，进入到全球资本配置的新阶段。这也是一个国家全球化进程中角色的自然转换。

从全球化的历史规律来看，国际贸易的增长和跨国投资的增长密切相关。跨国直接投资的数量变化可被视为未来国际贸易发展速度的先导指标。图 80 展示了 2005－2016 年 OECD 国家和金砖国家的 FDI 和 ODI 存量占这些国家 GDP 的比重。因为 OECD 和金砖国家占世界经济权重很高，这一数据具有很强的代表性。

从吸引的 FDI 存量占 GDP 比重这一变量来看，2007 年和 2013 年是两个高峰，而 2015 和 2016 年则有所下降。可以说，从这些国家所吸引的 FDI 来看，在金融危机后呈现波动趋势。2008 年是一个低谷，而 2016 年的数据仅仅高于 2008 年。但需要注意的是，2008 年虽然是金融危机以来的一个低谷，但其数量依然与 2005 年相当。

从对外 ODI 存量占 GDP 比重这一变量来看，事实上在 2013 年其数字就已经超过了 2007 年而创造了历史新高，此后虽然有所回落，但依然与 2007 年这个金融危机前的高峰年份相当。

总体来看，虽然全球跨国直接投资在金融危机后出现了一定的波动，但整体上依然保持在相当高的水平。这意味着全球贸易并不会出现大幅下降。

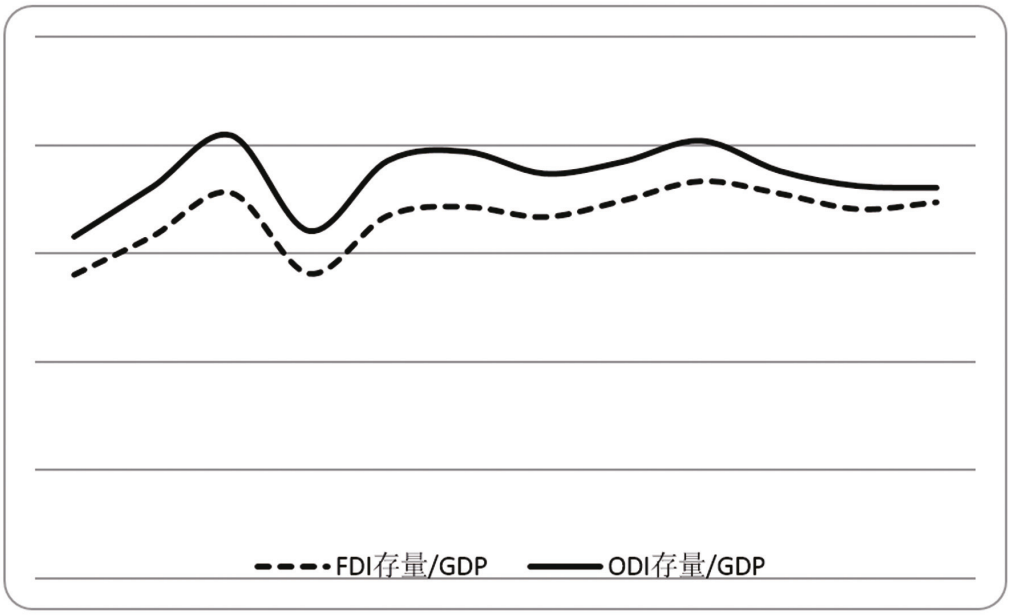


图 80　OECD 和金砖国家 FDI、ODI 存量占 GDP 比重变化(2005—2016)

数据来源:OECD 数据库。

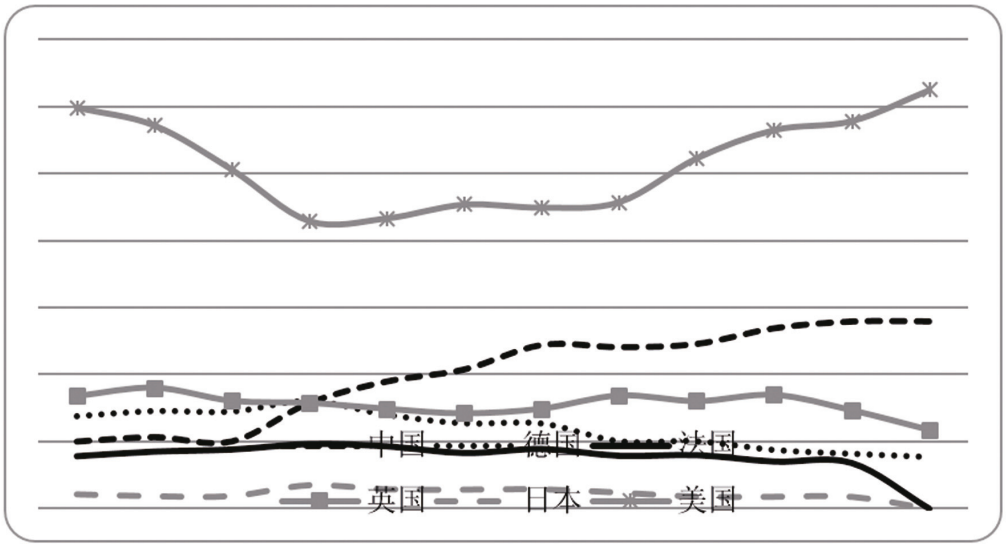


图 81　主要经济体吸引 FDI 存量占世界比重

数据来源:UNCTAD 统计数据库。

在金融危机以后,在吸引 FDI 方面最重要的变化就是美国对 FDI 的吸引力不断提高。从 2012 年开始,美国在 FDI 存量中的世界份额就不断上升。另一个份额上升的经

济体是中国，但是跟美国的份额上升主要发生了 2012 年以后不同，中国所吸引的 FDI 份额上升主要发生在 2007 到 2011 年间，此后其份额增长就趋于缓和。与上述两大经济体相比，其他经济体，包括德国、法国、英国和日本所吸收的 FDI 存量份额都不断下降。（见图 81）而在对外 ODI 方面，美国和中国依然是份额上升最大的经济体，日本的份额也有所上升，而三个欧洲国家的份额都出现了下滑。

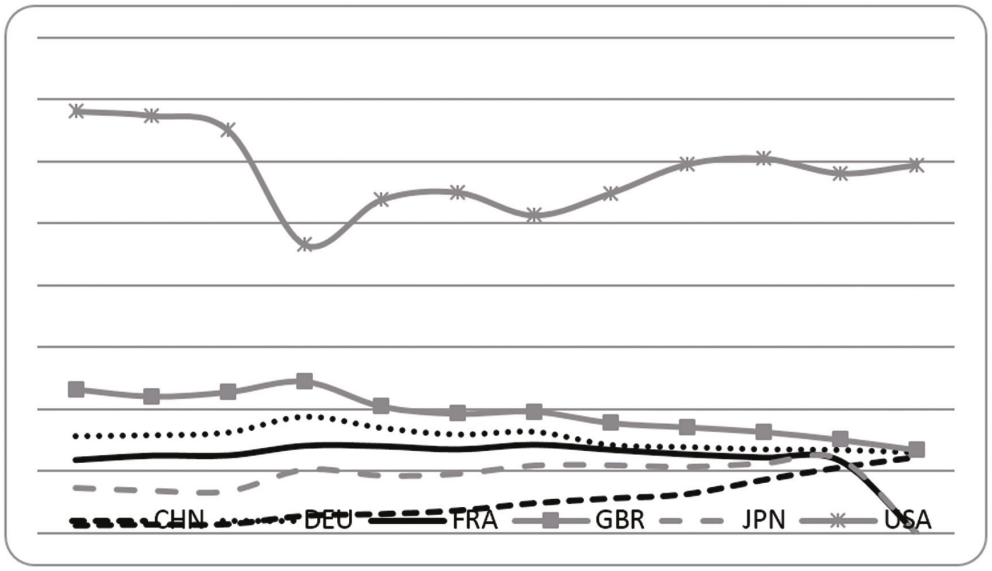


图 82　主要经济体对外 ODI 存量占世界比重

数据来源：UNCTAD 统计数据库。

而从各主要经济体 FDI 和 ODI 存量占 GDP 比重来看，从金融危机以来，几乎全部的主要经济体对外 ODI 占 GDP 的比重都出现了提高，这说明，尽管欧洲国家在全球市场的份额在下降，但是直接投资对于这些经济体的重要性依然在不断提高。同时，我们也可以发现，在对外 ODI 上，中国跟其他主要经济体之间还存在很大的差距；而在吸引 FDI 方面，虽然在危机爆发之前和危机刚爆发的时候中国相比其他经济体有明显的优势，但是这一指标在 2012 年以后已经落后于美国和法国。

因此，我国与主要经济体在吸收 FDI 和对外 ODI 上仍有较大差距，还存在着推动对外贸易模式从提升贸易向 FDI 为主，提升中国全球资源配置能力这样一条新开放道路转变的空间。在这种转变过程中，一带一路战略、亚洲基础设施投资银行等的实施是这种新开放道路的主要推动力。

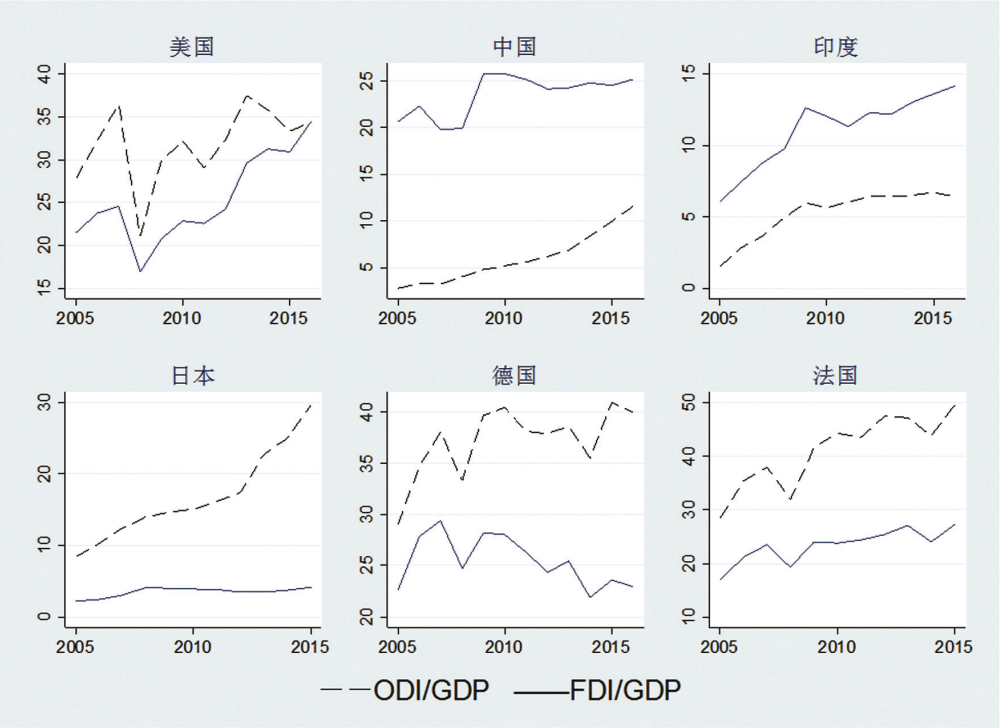


图 83　主要经济体吸收 FDI 和对外 ODI 存量占 GDP 比重

3.2 中国周期转换中面临的内部结构性问题

本轮世界新周期难以撑起中国的周期转换，但对中国经济的拉动作用却使得我们有更多时间解决内部结构性问题。当前国内经济问题的核心是，一方面中短期内传统的宏观政策传导机制失灵，外生政策难以有效激起全面的总需求上升，另一方面是长期生产率持续下降。这两类问题相互作用，相互加强。宏观传导不畅抑制了宏观政策对经济的刺激，经济增速的长期放缓通过后遗症效应会对长期潜在产出上升。长期生产率的下滑一方面降低了资本收益率，削弱了企业扩大产能的动机，另一方面抬高了企业成本，降低了企业竞争力。

所以，我们必须找出宏观政策传导失灵和长期生产率持续下降背后的结构性成因，通过改革解决这些结构问题，全面振兴国内经济，进入新周期。

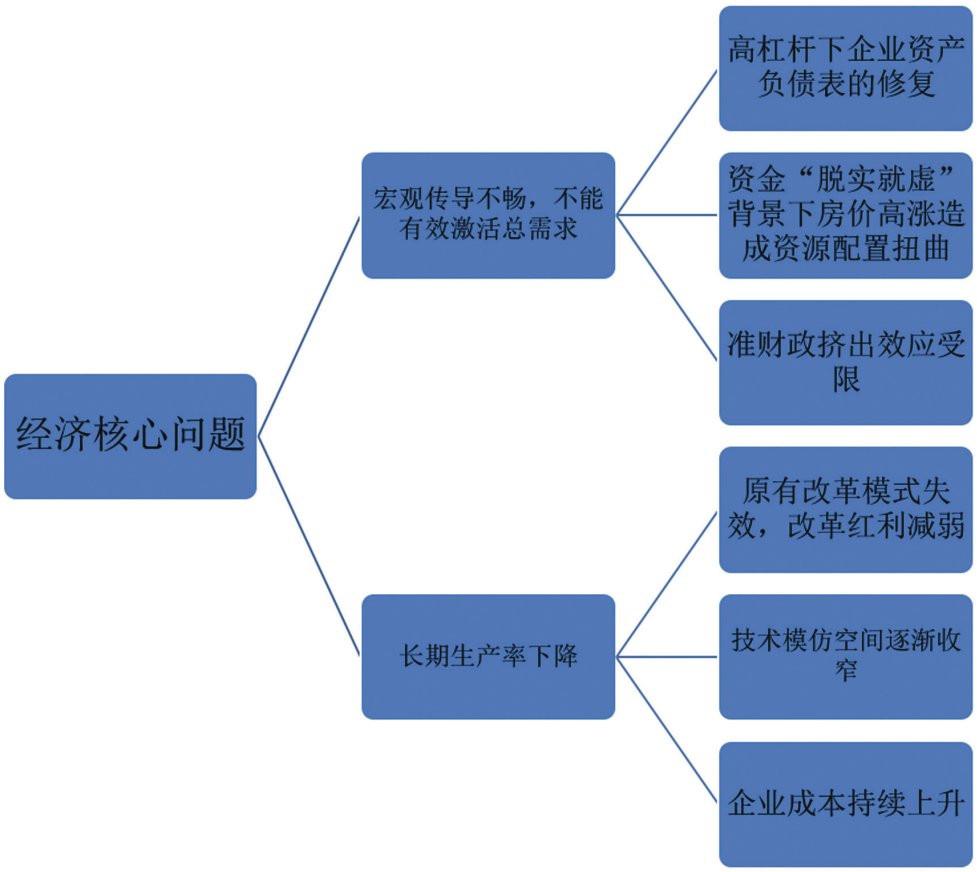


图 84　国内核心经济问题

(一)高杠杆下资产负债表修复导致投资不足

2017 年 PPI 上升主要来自上游原材料产业，利润增长也局限在上游产业。而这些上游行业恰恰是过去一段时间利润水平较差、高杠杆率，资产负债表急需修复的行业。这就使得利润增量更多的是修复资产负债表，而不是进行投资。这种情况在今年金融整顿的环境下，融资困难和债务压力有可能进一步加大，资产负债表的修复还需时间。

今年货币中性偏紧将对实体经济的融资和债务压力形成一定影响，这种资产负债表的修复遇到了更大的问题。一方面，货币环境收紧叠加央行对于商业银行的宏观审慎监管(MPA)加强，带来商业银行压缩广义信贷的行为，从而影响实体经济可借贷资金，抬升资金成本同时也影响企业借新还旧。另一方面，货币政策在政策工具不同选择的情况下，对市场利率和实体经济融资成本的影响也不同。

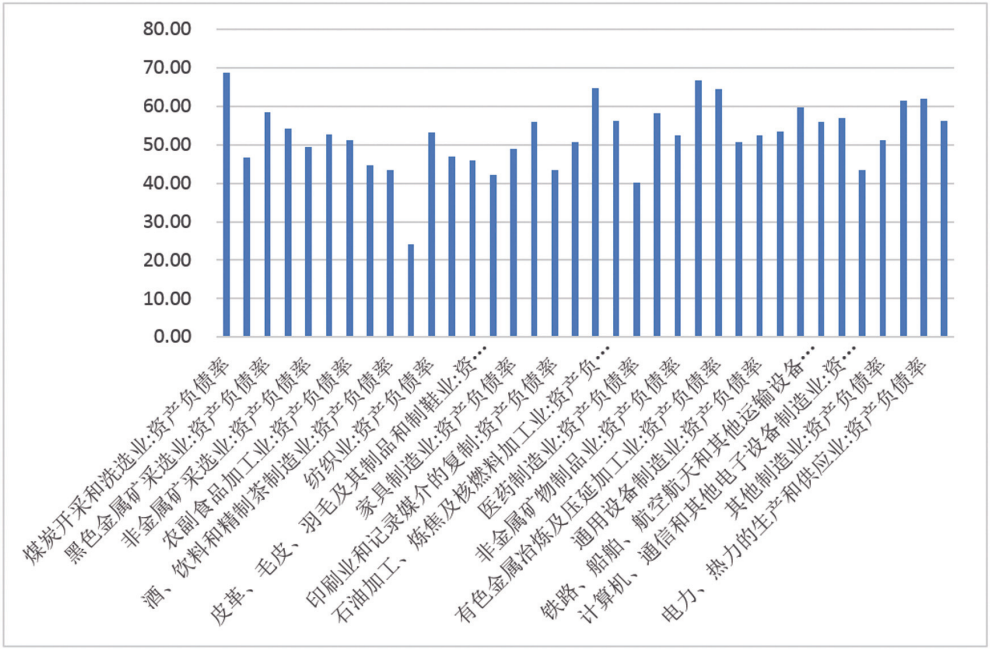


图 85　工业行业资产负债率

表 8　　广义信贷受影响规模(万亿)[①]

	中小型银行广义信贷总额	mix 差值	差值平均	max 差值
βi=0.4	111.50	0.03	7.04	15.91
βi=0.8	111.50	6.04	12.67	22.70

注:其中,差值表示广义信贷增速与最大值之间的差额,根据 B 部分测算结果结算;数据来源:央行官网。

从资金的使用来看,广义信贷最终的资金使用为个人、单位和非存款类金融机构三类主体,可以认为广义信贷最终体现了对实体经济可使用的信贷资源。根据测算,在货币收紧和宏观审慎监管加强的情况下,中性情境下广义信贷受影响的总规模或达到 7.04 万亿元,这将使得实体经济可使用的信贷资源的规模受到一定影响。

而不同的货币政策对市场利率水平的影响也有所不同,未来如果央行不加息,也不上调公开市场工具的政策利率,那么短期市场利率水平可能将上升至 5.3%左右,较当前上行约 40bp,中长期市场利率水平可能将上升至 5.5%左右,较当前上行约 25bp;如果央行不加息,但上调公开市场工具的政策利率,那么短期市场利率水平可能会在前一种假设情

① β 为计算逆周期缓冲资本的系数,相关详细测算过程以及结论请参考分报告《货币收缩背景下的实体经济和债务问题研究》

形下进一步上行约0～30bp，中长期利率水平会进一步上行0～40bp；而如果央行加息，则市场利率受到的冲击会显著增加，长短期利率上行幅度均可能会超过100bp。考虑到当前债务规模已经处于比较高的位置，市场利率的大幅上行势必会进一步加大债务偿还压力，企业债务的利息负担占GDP的比例或进一步提升。在国内传导还需时日的条件下，则紧缩货币政策反而可能会进一步提升杠杆率。

表9　　不同货币政策工具下的利率水平变动

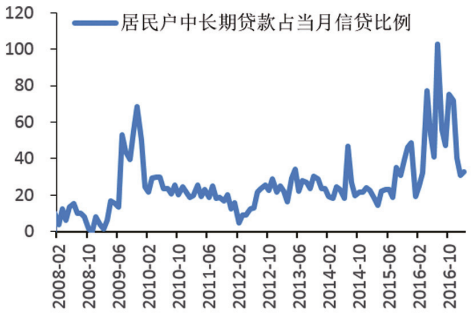
当前利率水平	情形		上行幅度
短期：4.9%左右	央行不加息	维持现有政策利率水平	短期：40bp左右 中长期：25bp左右
中长期：5.25%左右		进一步提高政策利率水平	短期：40bp至70bp 中长期：25bp至45bp
	央行加息		长短期均超过100bp

此外，区域性债务风险爆发引发“明斯基时刻”的压力较大。近期以来，山东天信集团、齐星集团、长兴集团等企业债务危机的暴露，与其存在互保关系的山东多家重要企业牵涉其中，引发市场对于区域性信用风险的高度关注。近年来经济下行背景下，不少企业尤其是民营企业持续通过银行信贷加高杠杆，同地域的民营企业之间往往通过互保措施作为增信手段，企业之间债务链条盘根错节，背后的债务巨大，但担保链上的某一环节出现问题时，整个担保链上的企业风险均会上升，严重时甚至加剧了整个区域或行业的风险，并向银行转移。由于我国企业主要通过间接融资的方式进行融资，且多数为抵押贷款，资产价格大幅下跌会导致银行违约的概率大幅增加，银行的风险敞口将显著上升。由于银行系统会直接或间接参与非银行金融机构的融资过程，因此，银行系统所面临的风险将会由表外向表内不断扩大。随着风险在银行体系中不断积聚，银行资产质量将不断恶化，会加强全球投资者对我国经济下行的预期，从而导致金融市场的大幅波动，并使存款刚性支付缺口问题凸显，进而引发银行等金融机构的支付风险向金融风险的转变，加剧经济系统的脆弱性。这种脆弱性的环境对资产负债表的修复产生了压力。

（二）资金“脱实就虚”背景下房价高涨造成资源配置扭曲

近几年，中国出现了非常明显的资金“脱实向虚”，M1与M2剪刀差持续维持高位，巨量货币投放对于GDP的带动作用边际递减，大量的资金在金融体系内部循环，伺机在股市、债市、房地产等领域流动，形成不同形式的资产泡沫。

2015 年下半年以来，尤其是 2016 年，在一、二线城市房价飙涨以及政策放松的带动下，我国的房地产交易市场反而持续回暖，一、二线城市交易量暴涨，带动房价持续飙升，居民杠杆买房的热情高涨，全年新增居民中长期贷款 5.68 万亿元，居民中长期贷款占新增人民币贷款比例全年维持高位，7 月份占比更是高达 102.96%，为 2007 年有数据以来最高值。随着新“930”政策等房地产调控政策的趋严，新增居民中长期贷款占比虽有所下降，但目前仍在 62%以上的高位。



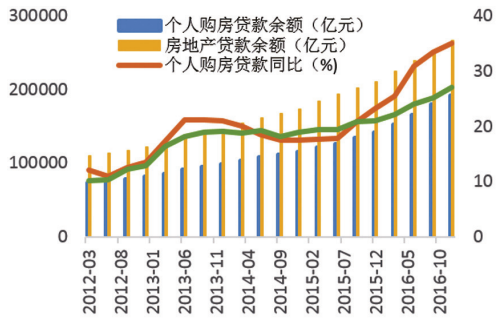


图 86　居中长期贷款占新增信贷比重　图 87　个人购房贷款情况

随着房价持续快速上涨，房地产贷款迅速增加，形成资源错配；一方面，信贷向房地产倾斜加剧资脱离实体经济的程度，另一方面居民债务快速增加也对消费进一步形成制约；2016 年全年居民户新增中长期贷款 5.68 万亿元，比 2014 年和 2015 年之和还要多 4000 亿元。从 4 月份已经公布的十几家银行 2016 年年报来看，新增个人住房贷款占新增贷款比重达到六成左右，国有四大行 2016 年共计新增个人住房贷款 2.76 亿元，增速普遍在 30%左右，而股份制银行个人住房贷款的增幅更加明显，民生银行 2016 年住房贷款达到 2972 亿元，增长 158.8%。在当前货币环境边际收紧，房地产市场挤占信贷资源，加剧了资金脱离实体经济的程度[①]。在实体经济收益率下行的背景下，部分业企业家实际行动也向“脱实就虚”靠近。目前我国正面临产业结构调整期，新兴行业正处于发展的初级阶段，由于资产价格带来的金融资源的错配，可能会影响对新兴行业的贷款，这将会延缓我国产业升级的顺利进行。**与此同时，居民部门杠杆率迅速攀升，对未来消费形成一定制约。**居民部门的债务/GDP 的比重 2016 年上半年由上年底的 39.5%快速攀升至 44.8%的水平。伴随着居民债务水平的攀升，居民的收入水平增长也有所放缓，2016 年居民收入 6.3%的增速低于 GDP 增速。在杠杆率上升，收入增长受到制约的情况下，居民相当一部分可支配收入则用于还住房贷款，用于消费的部分将收到挤压，这会对消费产生“挤出

① 参见，闫衍、袁海霞、王秋凤，《资金脱实就虚怎么破》，《宏观经济管理》2017 年第 X 期。

效应”。一方面，消费增长乏力，将导致企业成本上涨向下游消费端的传导受阻，CPI 与 PPI 剪刀差持续处于高位；而另一方面，原材料购进价格指数 PPIRM 与工业品出厂价格指数剪刀差进一步扩大，企业利润空间也将受到挤压，长期来看将影响企业生产与投资。

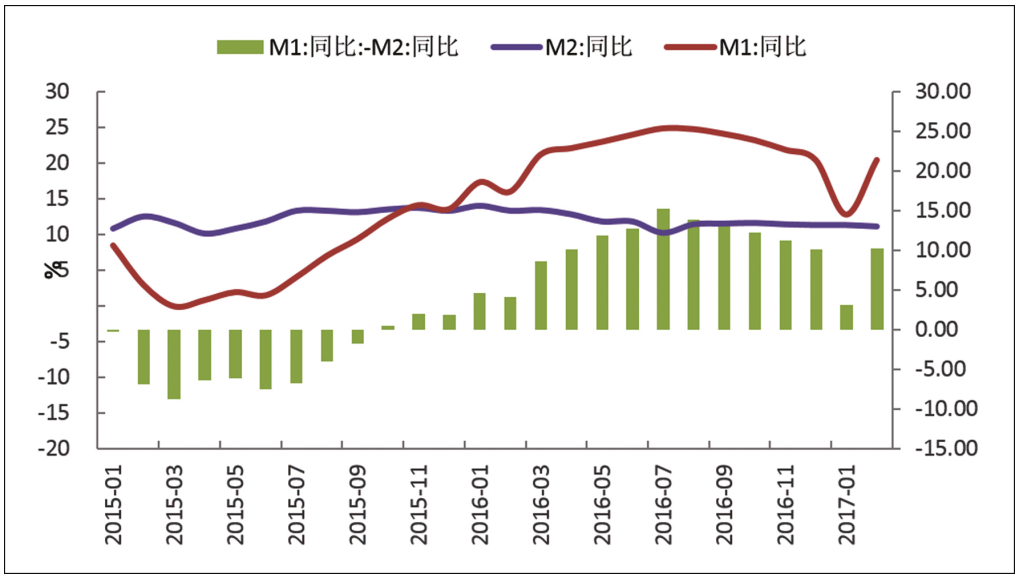


图 88　M1 与 M2 剪刀差再次走扩

（三）企业所有制壁垒造成政策效应受限

近年来，宏观政策的一个着力点是在固定资产投资。在完成政策的时候，主要的传导机制是国有企业所推动的中央投资。自九十年代后期开始，在“抓大放小”的国企改革之下，一些大型国企合并成为了中央企业，这些央企往往是占据经济“制高点”，具有较强的产业带动作用。除此之外，中央投资也被直接作为重要的总需求刺激工具和反衰退的政策手段。在应对 1998 年和 2008 年国际金融危机的冲击的过程中，中央政府都出台了相应的投资刺激计划。从后图中可以看出，在 2008 年，尤其是 2016 年的投资过程中，国有及国有控股企业的固定资产投资增速都超过了全部内资企业的固定资产投资增速。这意味着，在这个过程中，内资企业中国有及国有控股以外的企业投资增速出现了大幅度的下滑。国有及国有控股企业成为了投资拉动的主渠道。

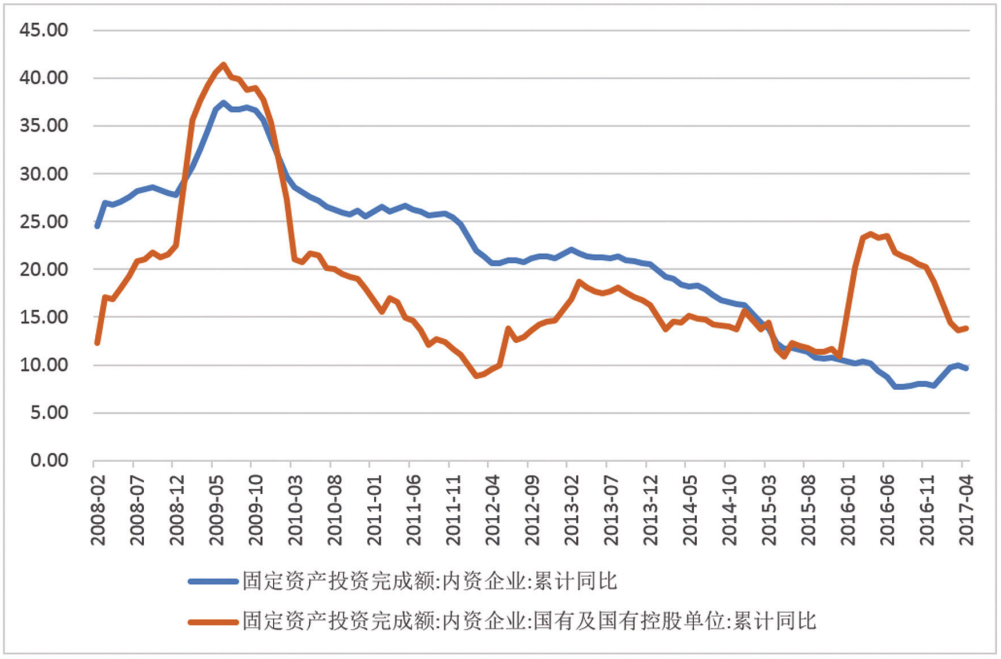


图 89　国有企业固定资产完成额

这种拉动模式构成了我国特有的准财政形式。和减税、退税、政府支出和债务等传统财政工具不同，中央投资并不完全使用财政预算资金，有很大一部分是由中央企业所进行的。中央企业作为特殊的国有企业，其投资决策很大程度上受到政府政策的影响。也就是说，国有企业特别是央企的投资上体现了很多政府投资的性质。从而体现了准财政的特性。

这种国有企业推动投资实际上并没有带来预想中的投资乘数，提高总需求，进而拉动民间投资。这种国有企业投资传导失灵主要是两个原因。一方面，中央企业作为公司经营的实体，其投资会影响其自身规模和所占行业份额，从而与同行业内的地方资本产生竞争。于此同时，中央投资主要集中在重要的基础设施和涉及国家安全的资源性行业。这些行业的进入壁垒还没有放开，或是进入壁垒逐步放开但是价格还没有完全放开。在这种市场化程度不完全情况下，国有企业拉动的中央投资就会存在着所有制壁垒。这种所有制壁垒使得国有企业投资不能传导。另一方面，国有企业投资在 2016 年很大一部分体现在房地产领域，进一步强化了资源配置扭曲。

首先来看挤占效应。全国范围的国有企业推动的中央投资是挤出而不是能够带动地方投资。国有企业特别是央企的投资并没有将地方民间资本激活，双方存在很大的所有制隔离，融合不足。国有企业投资的准财政投资主要挤出地区在中西部，尤其是中部地区的挤出效应非常大。但是东部地区的结果却相反，反而是中央投资带动了地方投资。从

表面上看，东部地区不存在挤出主要是东部地区的企业融资渠道更加多样，而中西部地区则主要依赖银行贷款。例如全社会融资规模统计中，东中西部地区人民币贷款融资占总社会融资的比例分别为65.2%、79.7%以及85.1%。北京、上海等金融发展水平较高的地区此比例只有不到50%，而部分西部省份则基本全部依靠银行贷款。融资渠道的多元意味着中央项目投资对地方项目投资的“利率挤出”效应就比较小。但是，更本质的是东部地区的整体经济发展水平比较高，市场化程度也更高。并且拥有政府对投资介入程度低、私人投资活跃、地区投资途径多元化等特点。因而新进入的中央项目投资与原有资本并不存在强烈的竞争关系，反而是优势互补，通过PPP等模式能够有效融合，中央投资带动民间投资。准财政挤出效应的出现主要是国有经济和民间资本之间还存在着很多障碍，反映了中国最重要的体制矛盾。这种体制矛盾的一个体现是2017年一季度，在投资的带动下，国有及国有控股企业利润同比快速上升，同比增长71%，但是民营经济利润增速远低于国企，私营企业利润仅增长16%。

除了挤出效应以外，国有企业投资在2016年的另一个问题是资金进入房地产领域。固定资产投资完成额里面一个重要组成部分是土地购置费。国有企业的固定资产投资额高涨背后一个原因是大量购入土地。2016年土地市场成交火爆，地王频现，购买主体主要是各类国有企业，包括国资委早在2010年就已经要求清退房地产业务的78家不以房地产为主业的央企(如表10)。据不完全统计，仅2016年1—5月，全国土地市场上成交总价超过15亿元地块就达105宗，成交总价为3288亿元，其中有52宗“地王”创造者为国企，合计成交金额达1786亿元，占比达54%。这一现象也导致这些企业的资产负债表急剧扩张。土地购置费用直接推升了国有企业固定资产投资，但是这些进入房地产的资金会进一步强化资源配置的扭曲，降低宏观政策效率。

表10　　2016年部分总价“地王”交易记录

土地名称	城市	成交总价（亿元）	楼面价（元/平米）	溢价率%	受让方
深土交告[2016]10号光明新区A646—0059地块	深圳	140.6	27623	160	龙光地产
滨江区奥体单元MU—01、MU—02、MU—03地块	杭州	123.2	21576	96	信达地产
建邺区NO.2016G11	南京	88.0	15058	115	世茂房地产

续表

土地名称	城市	成交总价（亿元）	楼面价（元/平米）	溢价率%	受让方
深土交告[2016]7号龙华新区A816－0060地块	深圳	82.9	56800	/	电建&金茂联合体
杭政储出[2016]12号	杭州	64.1	33106	93	首开&金茂联合体
宝山区宝山新城顾村A单元10－03、10－05地块	上海	58.1	36962	303	信达地产
同安区2016TP02	厦门	54.3	25838	150	保利地产
苏地2016－WG－5号	苏州	38.7	18273	146	鲁能集团
建邺区NO.2016G13	南京	35.6	36890	184	电建&金茂联合体
建邺区NO.2016G12	南京	34.0	37027	186	电建&金茂联合体
杭政储出[2015]41号南星宅地	杭州	33.9	36680	66	信达地产
建邺区NO.2016G14	南京	32.8	45213	110	葛洲坝
（昌）[2016]007号南邵宅地	北京	32.0	33800	50	招商蛇口

总体来看，宏观政策引导的大量资金进入国有企业之后，要么是停留在国有企业，没有进一步向民间经济传导，要么是进入房地产领域，强化了资源错配。针对这些问题，一方面要通过房地产市场来调控，理顺经济结构，更重要的是需要加快国有企业与民间经济的合作共赢，通过深化国有企业改革，例如混合所有制等，让国有企业和民间经济不是相互倾轧，而是共赢。

(四)原有改革模式逐步失效,改革红利减弱

我国全要素生产率的几次上升都是和改革密切相关的。首先是改革本身就提升了生产率,另一方面改革也放大了有利的外部环境。同时,在这个过程中,我们也可以看到改革红利的逐步减弱。

1979 年至 1987 年是我国全要生产率增长的第一次高峰。这个高峰主要来自改革红利,即经济组织模式变革。最重要的一个改革红利是农业经营体制改革。从 1982 至 1986 年,连续五个一号文件将农村家庭联产承包责任制推向全国,农民的生产积极性大幅提高。改革释放了活力,农业全员劳动生产率同比增速较快,在很多时候超过了第二和第三产业的增长率,农业生产率的提高是这一时期我国总量劳动生产率增长的重要原因。农业的发展为工业化提供了物质和人力基础,中国的工业化开始迅速发展。在这一期间,农业使用劳动力的比重迅速下降,工业和服务也呈现了较快的增长。虽然增速相对较慢,但是工业和服务业的全员劳动生产率绝对水平高,产业从农业向工业的转型和再配置提升了全要素生产率,工业化红利在这一时期初步体现。同时,在农村包产到户、包干到户的同时,在工业内部以经济责任制为代表的做法使得“包”字进城,初步尝试解决干多干少一个样、干好干坏一个样的问题,提高了工人的劳动积极性,提升了企业的生产效率。后图体现出第二产业全员劳动生产率同比增速在 1982 年之后呈现了连续上升的态势,推动了总生产率上升。工业化在中国的一个特殊现象是乡镇企业的异军突起。在当时相对较为严格的政策限制下,大量农民在农业生产率提高后能够进入工业,这些工业并没有离开乡村进入城市,而是在农村形成了乡镇企业。在 1987 年,乡镇企业就业人数为 1978 年的 4.5 倍,成为了中国工业化的一个重要推动力量。

1992 年召开的十四大报告宣布,我国经济体制改革的目标是建立社会主义市场经济体制。从此,我国改革的方向更加明确,改革红利再次得以释放。从 1993 年到 1997 年这个阶段,经济进行了大量的系统性改革,包括财政、税收、金融、外贸、投资、价格、住房等体制改革。例如,1994 年开始了影响深远的财政分税制改革,影响了地方政府的激励体制,促进了地方竞争,提高了经济增长。但是,这段时期一个非常有意思的现象是虽然潜在增速很快,但是全要素生产率只是比上一个时期初步恢复,出现了小幅回升。从中可以发现,改革对生产率的促进作用开始缩小,改革红利开始减少。

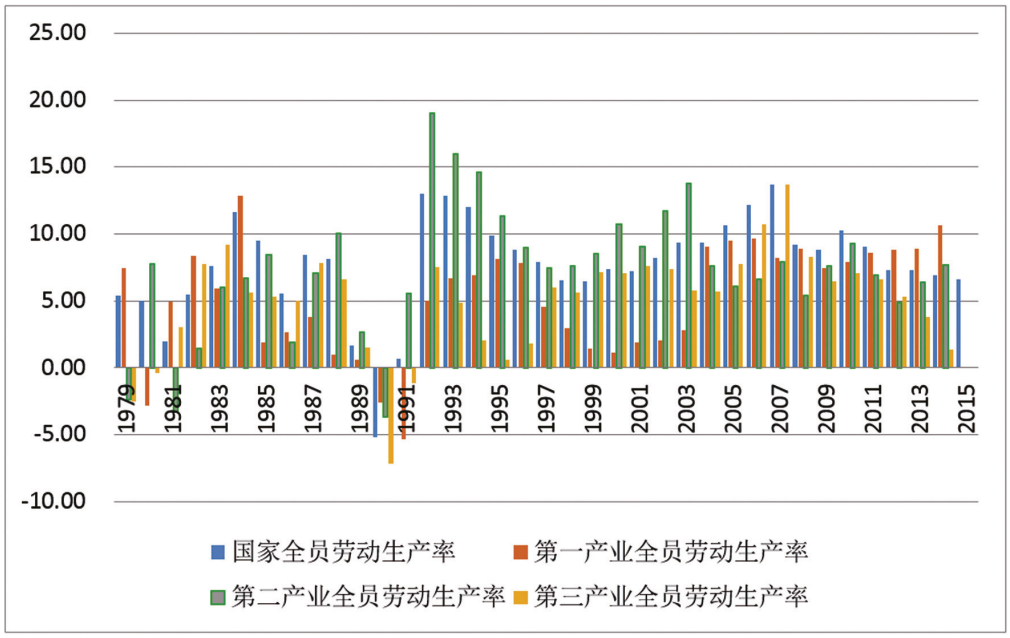


图 90　全员劳动生产率增速(单位%)

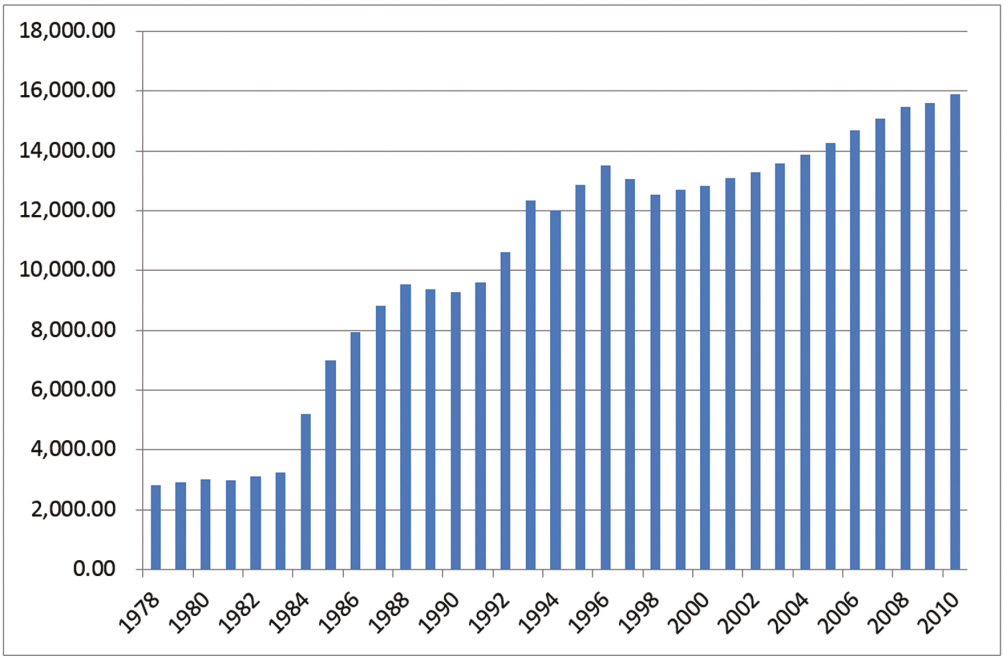


图 91　乡镇企业就业人数(单位:万人)

2003 年之后,全要素生产率年均增长 1.56%,是增长最快的一段时期。全要素生产率的提高推动了潜在增长率,回弹到年均增长率为 8.58%。这段时期一个最主要的特点

是，随着我国加入 WTO，对外贸易空间打开，我国的对外开放进入到了快速深化阶段，对国际技术前沿的学习模仿有效提升了我国的全要素生产率。

需要注意的是，这段时期开放提供的对国际前沿模仿的机会是通过改革红利落地。通过提供体制保障，这段时期是我国非公所有制经济的迅猛发展的时期，我国的资源配置效率有了大幅提升。在这一时期，除了 2009 年四万亿投资阶段，国有控股企业的固定资产投资增速都是小于城镇固定资产投资增速的，在这之中起到了重要力量的就是非公经济投资，这些企业承载了这一时期对外学习后的成果，通过投资促进了生产率的提升。

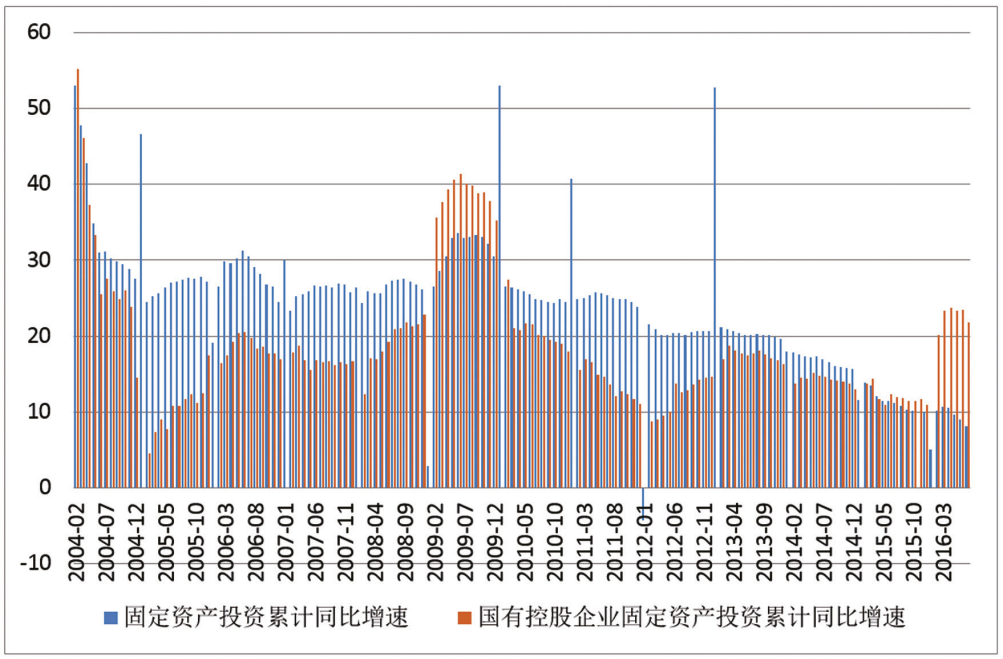


图 92　固定资产投资(单位 %)

总体来看，我国的生产率提升是通过市场化改革来完成的。在这个过程中，先是乡镇企业，后是各类民间经济主体的大量涌现，极大提高了资源配置效率，提高了生产率。但是，我们也观察到，改革的红利正在逐渐消失。这是由于原有改革模式与经济环境变化逐渐不适应了。

从 1978 年以来，我国的改革主要发动权在地方，主要动力是一种从下而上的改革。中央的改革更多是调整地方的权力分布。之所以原来是进行自下而上的改革，主要原因是当时对于改革的目标和路径有很大的争议，中央政府也并不清楚改革的目标、如何过渡到社会主义市场经济、社会主义市场经济的具体模式是什么样的，这些都需要探索。为防止在全国形成大范围的不利影响，最好是将改革先局限在某个地方，先实验后推广。

为了激励地方政府，在 1978 年以来的改革中采用了 GDP 锦标赛制度。地方政府大

胆试、大胆闯，哪个政府获得了更好的GDP增速就能得到更多提升机会。例如，在每年进行官员考核的时候，GDP增速较快地区的官员更容易获得优秀称号，更容易获得提升的机会，从而有利于一个地区的改革经验向其他地区推广。

要保证GDP锦标赛制度的实施，需要地方政府手中有资源、有权利。为此，中央政府进行了大规模的地方分权，将大量的行政权下放。地方政府实质上手里面有一整套行政权。中央政府保留了最高的人事权和决定分权程度的权力。通过任命省和直辖市的最高领导中央保持对官员的控制。但是在省和直辖市内部，省里面是有着人事权的，也保障了省里面的权力结构完整。同时，中央保留了调整分权程度的权力。这就让地方明确，自己权力的来源是中央政府，需要遵从中央政府的命令。例如，1994年分税制改革就是对分权结构的一次调整。需要注意的是，这次改革虽然上手了一些税收权力，但是并没有改变分权的实质。地方政府手里面还是有着另外的财权，例如土地收入。

这种通过地方分权、自主实验来实施的改革极大激发了市场活力，大量民间经济蓬勃发展。在锦标赛的激励下，中国各级政府成为了最优秀的投资家，发现和吸引最能促进当地经济发展的企业。中国经济获得了快速增长。

但是，在改革的推进过程中，这种改革的弊端也逐渐显现，改革的效果越来越弱。

第一，这种竞赛改革模式更加适应通过要素积累和技术学习的赶超阶段，不适应创新发展的要求。在要素积累和技术模仿追赶型的经济治理模式中，由于有技术国际前沿放在眼前，政府看得准发展方向，能够做出较为准确的规划，同时利用手里的资源实现政府主导的赶超战略。但是，随着经济逐渐步入新常态，增长动力更需要依靠创新。政府通过手里面要素资源配置容易扭曲价格信号，让企业更多从寻租中获利，而没有动力进行研发。

第二，为了促进自主改革，地方政府手里面有着大量的公共资源，例如土地、市场准入等等。这就使得企业寻求盈利的方法变为向政府寻租，和政府结成紧密的利益共同体。这种利益共同体会阻碍新企业的进入。在生产率的提升中，新企业起到了至关重要的作用。这种利益共同体构成的新企业进入障碍降低了生产率的提升。

第三，锦标赛竞争适合单目标，使得地方政府一些次要目标，甚至会以一些目标为代价来实现GDP的快速增长。例如，在过去经济快速发展过程中，环境问题、产品质量问题、收入分配问题等等不断发生，甚至愈演愈烈。这使得我国经济增长的代价越来越高，投资的社会效益不断下降，人民感受到的改革成果与中国经济成就并不匹配。

（五）技术模仿空间逐渐收窄，创新难度加大

我国过去全要素生产率的提高重要动力是对国际技术前沿的学习，通过引进模仿，快速提高全要素生产率，实现赶超。从过去的历史来看，我国对外开放加快时期，全要素生

产率都得到了很大提升。一个重要的机制是通过开放带来了新技术，加快向世界前沿的收敛。技术模仿的一个重要载体是对外贸易，通过融入世界市场，带来了世界先进的生产技术和管理经验。

外贸空间的日益缩窄就成为了全要素生产率下降一个重要原因。外贸空间缩窄背后是全球化红利的逐渐消失，未来通过数量扩张的模式进行全球扩展空间较小。正如前面分析看到，随着我国在发达市场上替代原有供给者的过程趋于完成，所占市场份额的增长速度急剧下降，出口增长的传统动力丧失。与此同时，针对转轨经济体、新兴与发展中国家经济体的市场开拓战略，对我国出口增长动力只能带来一定程度上的边际贡献，并不能弥补因为发达市场上替代过程趋于完成所带来的动力衰减。因此，我国制成品出口乃至货物出口的增长速度下降必然是一个长期性的趋势性现象。这种贸易空间的下降就逐步减少了技术学习的空间。

（六）生产率下降推升企业成本持续上升，抑制企业投资

当前中国制造业部门的劳动生产率与主要发达国家相比，仍然存在巨大的差距和落差，这一重要事实充分说明了中国制造业部门整体上仍然处于相对低端化的特征，需要完成以提升劳动生产率为主的工业部门高端化进程。如果没有生产率的上升对冲，随着人口红利消失，工资逐渐上涨，企业的成本负担必然加大。实际上，近年来我国一直在通过减税的手段降低企业成本，但是效果并不明显，这里面一个重要的原因是生产率的下降从根本上推高了企业成本，不提高生产率，是不能在根本上降低企业成本的。

统计显示，中国制造业部门的劳动生产率与主要发达国家相比存在巨大差距。2001年，中国制造业部门的劳动生产率只有韩国的22.67%，日本的13.74%，德国的11.83%以及美国的10.01%。近年来，中国制造业部门的劳动生产率虽然经历了一轮的稳定增长，然而，到了2014年，中国制造业劳动生产率也只有韩国的32.75%，日本的27.79%，德国的25.71%以及美国的17.55%。另一方面，与处于相同阶段的发达国家相比，中国制造业劳动生产率的增速呈现相对较低以及过早衰减的重大现象。以韩国1990－2010年的制造业劳动生产率增速的变化事实为例，1990年韩国制造业劳动生产率为1.923，相当于中国制造业2006年的真实水平，而1990－2010年韩国制造业劳动生产率真实年均增速达到9.61个百分点，其中，1996－2000年更是高达11.93个百分点。对比来看，2006－2014年间中国制造业劳动生产率真实年均增速只有5.71个百分点，而且自从2012年中国经济进入新常态后，2012－2014年间中国制造业劳动生产率真实年均增速降至5.04个百分点，下降幅度为0.67个百分点。

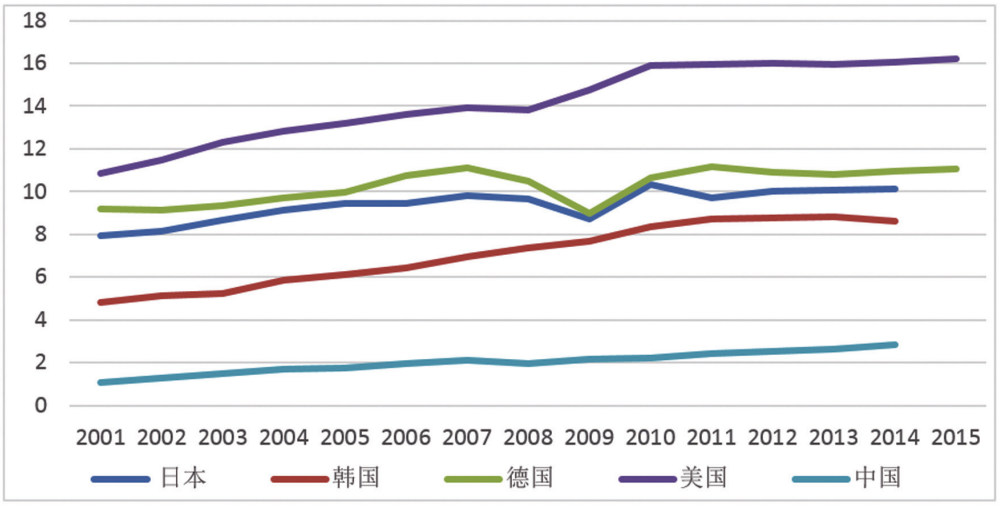


图 93　中国制造业部门劳动生产率与主要发达国家的比较
（以 2010 年不变美元价格计算，单位：万美元/人）

3.3 新改革实现周期转换：关注点和新模式

（一）新改革核心关注点：“一个中心，两个支柱”

在世界新周期难以开启中国新周期的背景下，中国经济要实现周期转换，必须解决上述深层次结构性问题，而中国经济的深层结构问题只有通过改革才能解决。这些经济问题都是在现有的生产关系，或者说经济运行机制中企业决策的后果，只有通过改变经济运行机制，才能解决这些问题。只有通过改革，才能调整金融结构，改变企业的激励，影响企业的融资决策；只有通过改革，才能更好地发挥国有经济和民营经济的相互融合，防止挤出；只有通过改革，才能更好地发挥市场创新的活力，提升经济的潜在生产率。

对这次的改革全面的体现就是供给侧结构性改革。这是因为这些问题是供给端的经济主体对经济反应出了问题，扭曲性提高杠杆率，资金避实就虚，自主创新不足等。这些供给端的行为产生了我国上述结构性问题，只有通过调整供给端的经济运行机制，才能解决这些结构性问题。

当前供给侧结构性改革主要任务是“三去一降一补”，这是对当前急迫的供给侧问题进行的有针对性的、直接的改革。例如，高杠杆是当前中国非金融企业和金融企业共同面临的问题。只有通过金融企业去杠杆才能更好地帮助资金进入实体经济，防止金融空转。只有帮助非金融企业去杠杆，才能疏通宏观传导机制。不过，当前供给侧结构性改革的任务还是较为短期，更多的是解决宏观经济传导不畅问题。未来还需要从更长期进行供给

侧结构性改革，目标是提升长期生产率。

这种改革的具体内容需要坚持一个核心，两个支柱。一个核心是重塑政商关系，明晰政府和市场的界限。新常态需要新动能。传统模仿性技术进步、改革红利、需求扩张所产生的规模效应，都呈现弱化趋势，导致全要素生产率增长放缓，加之人口红利逐渐消失和资本边际报酬递减，增长的传统动能渐趋于消失。以技术前沿创新代替技术模仿在我国新动能的构建与形成过程中必将起到引领作用，这种新动能需要新型的政商关系。

围绕重塑政商关系，明晰政府和市场的界限中心的两个支柱是以财政体制为代表的央地关系调整和以混合所有制为突破的国有企业改革。通过这些改革，一方面解决经济传导中的结构性问题，重塑中国经济传导路径，激活国内经济，另一方面也可以进一步提升潜在生产率，达到一石二鸟的效果。

1、建立新型政商关系

我国需要进一步理顺市场和政府的关系，重新界定市场和政府的边界。一方面，政府的职能范围需要逐步缩小，更多将试错空间留给企业，提升企业和市场在创新中的主体地位，而不能像原来模仿阶段，因为能够看得清未来的发展方向，就进行政府主导的战略。另一方面，政府的职能方向需要调整。在赶超阶段，政府更需要的是进行基本的基础设施建设，例如公路、通信等方面。通过这些方式，可以降低企业出口的固定成本，促进出口和学习，提升生产效率。在创新阶段，基础设施建设的重要性就开始下降，企业更需要关注的是融资和风险分担等问题。这就是为什么我国几年来大规模基础设施投资拉动的经济增长率日益减小。政府需要更多地提供社会风险分担功能，为试错提供更多的空间。

重新界定政府和市场关系体现在两个方面，第一是财政，第二是国有企业。财政是政府直接干预市场的手段。通过财政支出，政府承担了不同时期应该承担的功能，通过税收，政府改变了不同主体的利益分配。在我国，政府可以通过对国有企业经营领域的限定来干预经济活动，同时可以用国有企业的收入上缴来改善自身的收入结构。因此，重新界定政府与市场的关系，将更多空间留给市场引领企业试错需要重构中国的财政体制和国有企业。

2、财政体制改革

(1)调整支出结构，强化民生支出

除了教育支出外，我国的财政资金在模仿阶段会向基础设施等领域的建设上倾斜。这是因为，在模仿阶段，政府能够预见到从我国的比较优势出发，哪些是我们能学习，哪些是我们还学习不了的。这样就可以根据我们的优势选择产业。政府需要做的是为这些产业提供需要的基础设施，最重要的是提供更为便捷、高效和低成本的运输体系。

下图显示，我国财政支出中教育支出和社会保障与就业的比重相对较为稳定，随着财政支出的上升，这两项占 GDP 的比重也稳步上升(图 94、95)。但是从增速角度来讲，过

去几年增速较快的是交通运输和医疗卫生。前者反映的是我国在基础设施建设领域的财政投入，后者反映的是为了应对日益提高的健康需求加大医疗建设。

随着发展模式调整，我国更需要提供企业试错需要的公共物品。一方面，需要加大社会安全网建设，提供更好的社会保障与就业，另一方面，需要加快医疗领域公共支出，更好地提供人力资本。这里面尤其需要强调的是社会保障与就业支出有较大的提升空间。相比于世界技术前沿的国家，现有体制覆盖空间还相对有限，基准相对较低，企业承担的社会功能还相对较重，这都需要国家提供更为广大的社会安全网，为前沿试错过程中可能出现的问题提供保障，是补短板的一个重要领域。

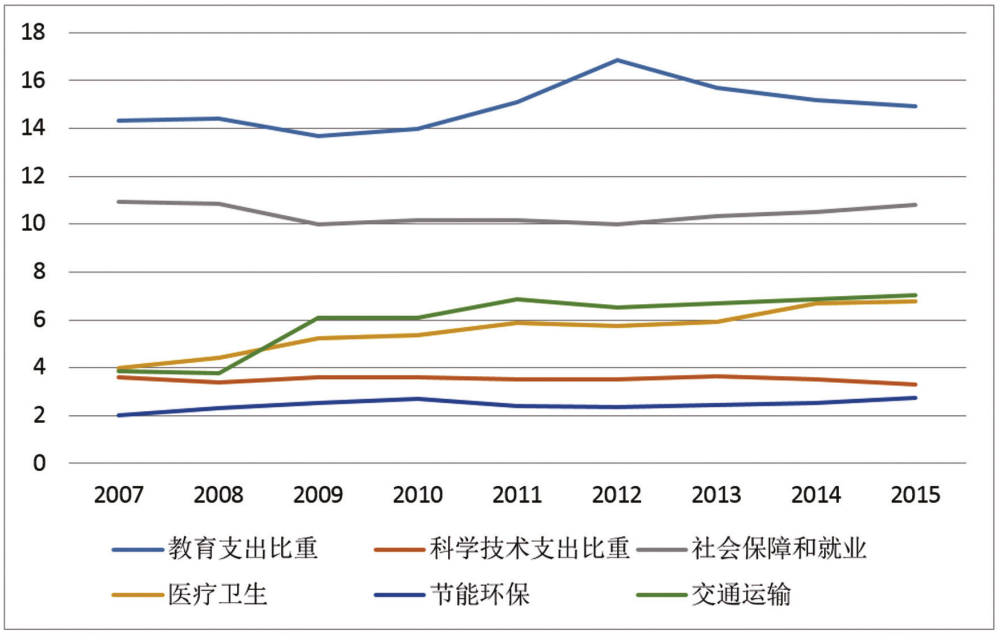


图 94　财政支出比重

需要注意的是，支出结构的调整是一个缓慢和动态的过程。在时间维度上，这个调整并不是一个一蹴而就的过程。在当前城市群之间快速一体化、东西部差距还较大的情况下，交通运输方面的支出在短期内还有提升的需要，更合理的路径是先上升后下降，逐步在中长期内实现支出结构从交通运输等向社会保障、医疗等转型。在内容维度上，由于技术发展，经济社会对公共物品的需求内容会发生变化，公共物品的内容也会发生变化。需要建立动态的调整机制，适应社会的发展需要，主动调整公共物品的支出内容。

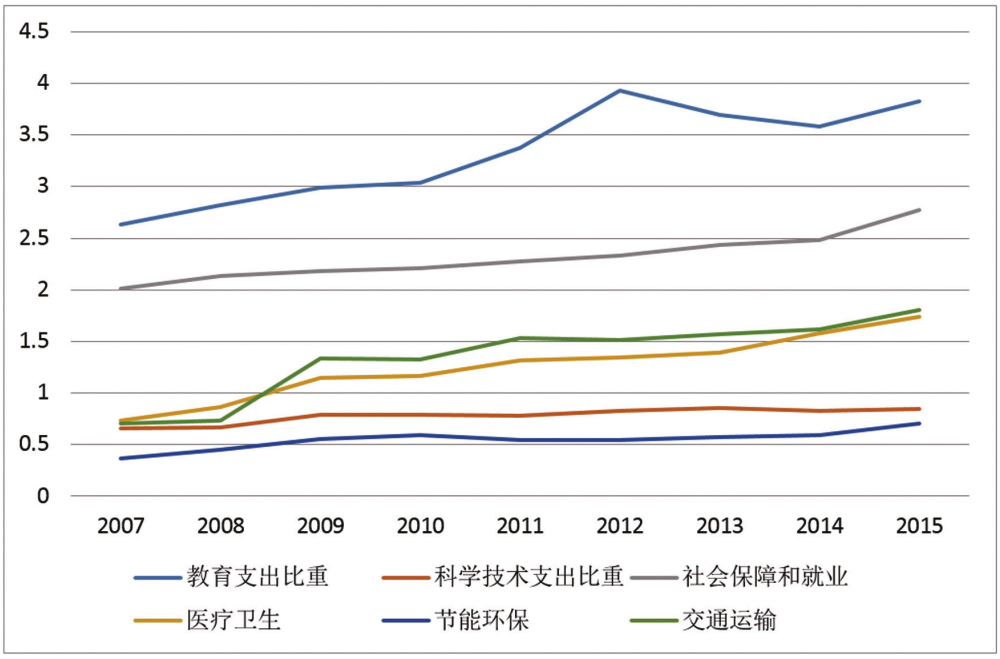


图 95　财政支出占 GDP 比重

(2)改善收入结构,维持财政平衡

如果支出结构的调整是一个缓慢的过程,同时,又需要在社会保障、医疗等领域加大支出,这就使得财政支出的增速在未来会保持一个较高的水平,但是税收增长幅度受到经济因素、管理因素和政策因素的影响增速有限,对财政可持续性产生较大的压力。

第一,潜在增速的下降难以支撑税收的超高速增长。伴随着经济进入中高速增长时代,企业利润率等下滑,自然税收会降低。同时,随着产业结构调整,第三产业比重上升。同时,伴随着"营改增",服务业税率降低,使得我国总体税收下降。

第二,我国分税制对税收高速增长的激励已经消失。分税制改革以来,较强的税收激励与较大的征管空间结合在一起,促使税务部门的征税能力和税收努力不断提高,由此带动税收连年高速增长。不过,从税收激励角度观察,虽然分税制以来各级税务部门征税能力和税收努力有了很大提高,但是其提高空间不是无限的,提高程度只会随着时间而递减。就征税能力而言,连续三期的"金税工程"的建设使得增值税征收率大幅提高后,短期内再提高征税能力难度较大。就税收努力而言,根据以往经验,刺激税务部门提高税收努力的最有效措施就是税务任务施压,但是这种手段只有在税收缺口较大且逃税容易查处的情况下才有效,长期的税收任务施压势必使得税收努力提升空间缩小,反而导致过头税等征收上升,加大企业负担。因此,从长期来看,由征税能力和税收努力提高带来的税收高速增长的作用效果将降低。

第三,税收体制改革限制了税收增长幅度。在我国的税制结构中,以增值税和营业税

为代表的间接税占主体地位，以企业所得税为代表的直接税处于次要地位。这种税收体制存在着较大的重复征税，从而导致了过去税收的高速增长。伴随着经济结构调整和税收体制改革，这种增长的潜力将逐步耗尽。就增值税而言，随着 2009 年增值税允许设备投资的进项税款抵扣政策实施，增值税的纳税能力放大器作用将减弱一些。同时，随着固定资产投资增速的下滑，在这个方面的重复征税将会降低，导致增值税增速放缓。营业税和增值税之间、营业税税目之间、消费税和增值税之间、企业所得税和个人所得税之间的重复征税机制也还存在。但是，伴随着营改增的完成，这种重复征税将会大幅度降低。

因此，从经济、管理和税收体制等方面来看，如果不开开征新税种，未来税收难以再现高速增长态势。在支出刚性上升的条件下，财政压力较大。这就要求进一步规范财政收入，保证财政的可持续性。有三点特别需要注意。

第一，清理税收优惠政策，建立统一市场。税收优惠固然具有诸多积极功效，譬如刺激劳动供给、促进养老储蓄、吸引 FDI 和企业总部迁入、激励研发投入和服务外包、推动新能源和清洁能源等新兴产业发展等，然而过多的而且不规范的税收优惠必然会破坏税政的统一而且不利于税收入的筹集进而不利于财政支出政策调整。因而，有必要对目前政出多门的税收优惠政策进行清理。

一个良好的税收体制应该尽量不影响企业的生产决策，过多的税收优惠政策却往往会起相反的作用。然而，中国却存在大量税收优惠，税政也不够统一。从税权角度看，不仅中央政府（包括全国人大、国务院和财政部、国家税务总局等）在行使税收优惠决定权，地方政府（主要是地方人民政府及地方财税机关）实际上也在行使着大量的税收优惠决定权。就税收优惠所涉领域，中央政府对于税收优惠之规定，不仅包括行业税收优惠，还包括区域税收优惠。而地方政府对于税收优惠之规定，则主要是区域税收优惠，即使是这样的税收优惠也会涉及特定行业，也主要是从区域利益出发的，而不是从全国性整体行业利益出发的。

这种地方性税收优惠政策正是和原有的增量为主的、地方政府从下而上的常识性改革相适应的。在原有的改革阶段发挥了积极作用，但是不适应更加需要一体化为基础的创新引领发展阶段，不适应以顶层设计为基础的系统性改革，只会鼓励地方政府从数量的角度拉项目、上产业，导致改革碎片化。因此，需要加大地方税收优惠的治理，一方面建立全国统一市场，为创新提供公平环境，另一方面可以提高财政收入。

第二，加大对资本所得的征税，而且主要应该体现在个人所得税的改革上。为了进一步提高消费，发挥工资对需求的促进作用，应该加大对资本所得的征税。然而由于增值税和营业税是我国两大主体税种，这意味着现行改革将导致我国税制整体上更倾向对消费征税，而对资本征税部分较小。虽然财产税（主要是房产税）的税基是资本，但是我国迟迟没有全面开征针对居民的房产税，造成财产税抑制投资增长的作用十分有限。此外，在国

民账户中，资本要素收入有很大一部分流入到了住户部门而且在个人所得税中，对资本的征税过低。因而，增加对资本的征税应该主要体现在个人所得税的改革上。

个人所得税的改革方向应是分类与综合相结合。在这个大方向已经确定的条件下，我国实行个人所得综合存在一个突出的合并纳税问题。个人所得税是中央与地方共享税，由地方税务局征管，但地方税务局无权跨界征税或核定个人所得，这使得劳动者的异地兼职收入无法汇总到一个地方来纳税。为了解决这一问题，可以考虑可把工资薪金所得、劳务报酬、稿酬所得和特许权使用费所得等劳动所得进行综合纳税，这些所得都是个人劳动所得，由劳动力使用方支付，特点是针对单个人的劳动力价值付费，可以对这些所得综合课税，并统一扣除劳动力的形成和保持的基本成本，例如，教育支出等。

第三，改革收入结构的另外一项重要内容是实行差别税率。将部分含碳产品的税率提高到30%，其他产品税率降低为9%的方式重构增值税税率，一方面降低了大部分非污染型行业的产品价格，能够拉动投资、促进生产，另一方面含碳产品税率上升能够弥补其他产品税率下降带来的税收损失，从而在维持税收收入总体稳定的情况下减轻企业负担，促进产业结构向低污染方向转型。再有，为了完善收入分配，必须设立遗产税和赠与税。遗产税和赠与税主要征收对象是富人，可以有效改善收入分配，防止贫富差距代际传递，遗产税和赠与税也有助于维持财税收入水平。

(3)完善政府间财政关系，提供地方政府与创新经济相容的激励机制

现阶段动能转化的一个重大问题是地方政府激励机制缺位。在上一轮改革中，地方政府是主力军，通过地方政府竞争，促进了经济增长。但是，这种激励机制并不适合未来以创新为导向的发展模式。在新模式下，企业是主体，市场是主要推动力量，在创新带来的试错过程中企业尚且不能明确未来的方向，政府就更加困难。赶超阶段行之有效的激励地方政府招商引资，促进增长的办法就失效了。在这种情况下，地方政府发现原有的经验现在不管用了。按照原有的行为模式，现在是事倍功半，这就导致了部分地方政府不知如何处理。这就需要建立新的政府间财政体制，激励地方政府在新形势下，建立新的行为模式。需要特别注意的是，新激励机制并不是简单解决不作为行为，而是要让地方政府的行为与市场创新激励相容，目标是综合解决不知道怎么办和不想办的现象。

随着对央地财权、事权划分指导意见的出台，政府间财政关系改革大幕拉开。这个过程中有三点是这里希望特别强调的。

第一，我国财政转移支付的规模增长偏快，种类偏多，均等化作用和激励约束作用较弱。今后，应考虑：一是在合理安排财政收支责任的基础上，严格控制转移支付总体规模，严控地方政府对中央转移支付的过度依赖；二是控制专项转移支付规模，整合各类项目，加大对中西部地区和民生领域的倾斜力度，提高资金分配的透明性和科学性，有效发挥专项转移支付的政策导向作用及其对地方政府行为的规范约束作用；三是逐步取消税收返

还，将资金全部用于均衡性转移支付，建立均衡性转移支付资金稳定增长机制，完善均衡性转移支付的资金分配公式，在强调资金分配公平性的基础上，注重激励约束机制的设计；四是在推进和完善省直管县财政管理体制改革的同时，着手建立健全中央直接对县的财政转移支付制度，完善县级基本财力保障机制，切实化解基层政府财政困难。

第二，无论地方政府债务形成的历史原因如何，建立举债约束机制对于控制地方债务风险极其重要。除一般性的行政约束和预算约束外，重点还需要注意培育资本市场约束机制。但这里所指的资本市场，不仅包括地方政府公开发行债券，也包括其通过地方融资平台向银行贷款。当前一种趋势是利用政府发债来解决债务监督约束问题。但考虑到我国债券市场透明度较低，信用评级体系不完善，地方债购买者主体仍为商业银行，尤其是发债政府当地城商行，并不能充分体现风险溢价。而且，相对于银行贷款而言，银行对于债券的风险控制更依赖于外部评级，内控和外部监管都相对较弱，实际更易引发兑付风险。

第三，我国财政权力上收中央，支出事权下放地方，造成地方政府庞大的财政缺口，是我国地方政府发展债务的主要原因之一，也是我国地方政府依赖转移支付的主要原因之一。过于庞大的转移支付会产生腐败、寻租、降低地方政府税收努力等问题，对经济效率造成严重损害。重构我国央地关系的重点，就在于让中央政府适当地承担更多支出责任，提高政府公共服务水平的同时平衡地方政府财力。

3、混合所有制强化经济融合

前面看到，我国一个重要的问题是中央投资对地方投资的挤出。这需要通过国有企业改革来解决，特别是通过混合所有制强化国有经济与民营经济的融合发展。国有企业改革最为重要的是在新的增长模式中承担什么职能。国有企业在本次改革中可以从三个职能进行定位：保障国家经济安全；通过自然垄断调节社会租金，进而调节利润占比；进行公益性的产品供给。国有企业应该更为向自然垄断类等上游行业收缩，这种行业可以索取经济租，通过索取经济租将会调节下游产业的利润，改变社会的利润和工资占比，同时，可以将索取的经济租通过社保等渠道转移给普通消费者，提高消费者的消费能力，促进工资占比提高，扩大中产阶级，提升总需求。在这个过程中，国有企业需要减少行政性垄断，将行政性垄断领域交还给市场，增加市场空间。

（二）新改革的新模式

这轮改革是在新常态下进行的，以供给侧结构性改革为核心的新改革相比于以往的改革需要有新模式，才能更好地适应新常态，引领新常态。新的改革需要以激发创新为核心，需要以创新、协调、绿色、开放、共享新的发展理念为导向。为了实现这些新理念，新改革需要体现以下的模式：

第一，新一轮改革需要避免通过 GDP 竞赛类的排名来进行激励。在新常态下，经济质量重于经济数量。我国的发展理念更多要考虑环境影响和包容增长。在长期追求 GDP 的发展过程中，我国的环境承载力已经接近极限，在按照原有模式发展下去，环境问题带来的成本是经济增长所不能抵消的。实现共同富裕是我国社会主义市场经济改革的最终目的。但是，GDP 快速增长过程中，居民收入差距较大，区域间收入分布不平衡，劳动收入在初次分配中所占比重越来越低，广大人民群众能够感受到的经济成果越来越少了，经济增长的包容性有待加强。这些问题在未来中国经济发展中的重要性越来越高。可以说，原来我们追求的是简单的经济增长，现在更多要追求包含质量的经济发展。由于质量是多维度的，单一维度的数量竞赛就不再合适，正如前面提到的，单一目标会导致地方关注某些数量目标，忽视其他目标。由于各个地区情况不一样，我们并没有办法给多个目标进行统筹排序，确定一个全国都适用的统一指标，然后按照这个统一指标来进行锦标赛。这就要求我们要根据不同的地区确定不同的发展优先点。在不同的目标下，就需要放弃通过锦标赛竞争来激励的改革模式。

第二，这轮改革需要将改革的主导权从地方政府提升到中央政府。在 GDP 竞赛等数量经济竞争环境下，为了发挥地方政府动力，需要给地方政府足够的权利，允许地方政府发起改革，可以先上车，后买票。但是，对于现有的质量导向的多目标改革，需要中央统一协调。首先，中央政府要从全国统筹的角度确定各个地方不同目标的优先级，明确不同地方政府的任务，分省施策。在放弃了 GDP 单一目标，地方政府面临质量多元目标就会存在着优先排序的问题。在这个过程中，地方会从各自的利益出发，选择发展目标。但是这并不一定是全国最优的。现在的改革很多是存量改革，地方政府行为具有很强的外部性。每个政府都自行选择，会导致全国协调失灵。为此，在多目标的发展环境下，需要中央政府在全国的高度来统一协调。其次，在非锦标赛竞争的环境下，原来为了保障地方政府进行锦标赛的资源就需要部分上收，即调整中央和地方的事权，加大中央的事权。之所以如此，是在地方政府权力过大的时候会存在道德风险。当地方政府手里面掌握着大量资源，不能保证和中央政府是激励相容的。地方政府可能从自身利益出发滥用资源，同时产生很强的外部性。这需要中央将一部分权利上收，提高中央统筹时候的资源，也能够有效制止地方政府存在的闲不住的手。

当然，改革由中央来统筹规划并不是取消地方实验和地方的自主权。只不过，原来改革模式下，地方政府的改革实验是自发的，经常会打擦边球。而现在需要在中央的统一规划的大框架下，在规则下进行实验和探索。

第三，新一轮改革需要关注的是地方政府在“四个意识”下的执行力考核。对待新改革由于不用简单的 GDP 竞赛，就需要在监督落实上下功夫，重点考虑地方政府在“四个意识”下如何自我创新，更好地执行改革，确保主体责任。在失去了 GDP 竞赛，也就是利用

其它地区的经济增长业绩作为标尺之后，中央需要确立新的竞争规则，激发地方政府的活力。最好的标尺是在“四个意识”下的执行力。首先，中央在确定各个地方的工作任务时候，是从全国的角度来思考的，可能有的时候会使得部分地方利益受损。这个时候就需要地方从全局考虑，服从决定。其次，由于目标不同，现在不能和其他省份比较了，只能和自己比，需要考察自身在执行过程中的效果，自身的积极性和创造性。

第四，加强深化改革领导小组的日常协调职能。在改革由中央统一规划的时候，很多改革是需要中央部委承担牵头。这个时候在改革中一个最大的问题就是不同部门之间，中央部委和地方之间的协调。任何改革都会涉及到不同群体各方面的相关利益，需要配套措施来帮助一项改革任务落实。在原来的改革模式下，这种协调任务是通过地方政府手中有一整套完整的行政权力来实现的。例如，在国有企业改革的过程中，地方政府可以在自身的行政权内协调企业债务、职工安置等问题。但是，当中央统筹、部委具体牵头开启改革之后，并没有完整的行政权力能协调其他部门，就导致了改革迟缓。这就需要进一步强化深化改革领导小组的日常协调功能，工作需要常态化，统筹协调工作。

第四部分　结论与政策建议

我国经济在今年还是有较强支撑的，但是明后年经济压力依然存在。为此，用过改革来解决国内经济问题启动新周期。在这个过程中，需要短期的金融财政政策进行配合。

1、利用好时间窗口，坚持“收紧金融、放松实体”的政策组合。

当前实际经济复苏在长期中前景并不是非常乐观。在世界周期中，最为核心的是美国经济。在减税计划实施之前，或者说在减税效应逐步产生之前，特朗普政府将偏好“弱美元、低利率”的政策组合，以继续推动美国经济的进一步复苏。这一政策组合应该持续到 2018 年上半年，缩表也可能发生在 2018 年下半年。这大约 1 年的时间给了我们进行防范金融风险政策对冲的时间窗口。在这个时间窗口内，我们要全面反思过快的金融创新战略，降低金融创新的步伐，脱离实体经济的创新模式必须要扭转。明显的、甚至隐含的金融风险，尤其是债务风险必须尽快清理。

2.注意监管协调，防止竞争性监管

金融去杠杆的一个重要手段是金融监管。我国当前的金融监管是中国人民银行的宏观审慎（MPA 考核）和银监会的微观监管两套措施并行。在此之前，我国商业银行为了规避监管，提高杠杆率的办法主要是资产出表。商业银行的资产出表指的是银行通过资产负债表项目调整，规避监管要求，获得更亮丽的业绩。最标准的出表方式是资产证券化。在我国，因为资产证券化规模很小，限制较多，更为主要的出表方式包括两个方面，一个方面是资产在表内从信贷变为非信贷，主要是同业业务，另一方面是资产从表内移除，从信贷变为理财等。实际上，商业银行资产出表构成了现代影子银行的主要动力。

在影子银行迅速发展的时期，商业银行寻求监管套利，从而规避监管产生的成本。在 2017 年，我国的监管政策趋向了竞争式监管。1 季度 MPA 进行了较为严厉的考核。银监会同时也发布了多重强化监管的政策。这种竞争式监管很容易放大监管要求，需要更多的协调。

3.加强货币政策对市场利率的关注，加快推进将市场利率设为基准利率的工作

我国在货币政策框架从数量型向价格型的转轨过程中，并没有明确哪个利率是政策利率。为了向市场上注入流动性，人民银行除了常用的公开市场业务之外，还开发了常备借贷便利、中期借贷便利等。这些工具丰富了中央银行能够控制的利率期限结构，央行构建了较为完整的操作利率体系。但是，在日常操作中，央行过于关心操作利率的平滑，致

使市场利率波动过大。这在去杠杆过程中产生了放大效应，中性的货币政策不中庸，加剧了市场紧张。未来急需建立以市场利率为导向的政策利率。

4.维持社会融资总量基本稳定，重点是调整融资结构，强化银行资金回表

由于经济复苏的动力还需要加强，同时金融去杠杆很容易产生金融危机。快速去杠杆会导致同业挤兑，产生银行恐慌。因此，去金融杠杆是一个钢丝上的平衡。同时，由于有足够的窗口期，近期的缩表行动的力度不宜过大。为了维护金融稳定和基建等投资来源，今年的选择更多是稳定总体融资量，将商业银行资金回表，金融风险明晰化，逐步化解。

5.密切监控资本账户，务必维护汇率稳定

金融去杠杆的一个重要风险是产生资金流出，进而引发汇率危机。在这样的环境中，叠加美联储的加息和缩表，如果快速，不加控制的去金融杠杆，我国发生资本流出的风险还是较大的。为此，2017 年需要暂时加强资本管控，维护汇率稳定，为金融去杠杆创造一个良好的环境。目前在汇率中引入逆向调节因子是一个值得肯定的措施。但是在长期中，还是要坚持市场化倾向。这些管控和逆向调节更多是一些短期的政策。

6.调整财政收支结构，进一步发挥税收的作用

良好的财政重整计划应该更注重开源而非节流。合适的税收改革可以在维持税收增长的同时降低税收的无谓损失。具体而言，需要增大所得税占比，特别是增大对富人的所得税征收；实行差别化税率，提高部分含碳商品的增值税率至 30％并降低一般商品的增值税率至 9％；开征遗产税和赠与税。

同时，控制财政支出。从地区角度看，公共投资项目可适度向中部地区倾斜。从结构角度看，我国财政支出结构在 1994 年分税制改革以来较为稳定，但这一支出结构需要进行调整。需要强化我国政府社会保障及社会管理功能，我国社会保障、医疗卫生、教育及一般性公共服务占 GDP 比重应该逐步提升至 15％以上，其中教育支出占比超过 5％，失业保险支出占比超过 0.5％，以城乡低保为主的社会救助支出占财政支出中所占比重也需上升。；进一步扩大政府在市场监督上的开支规模，打造更大规模、更具效率的监管部门，强化政府市场监管和经济调节作用。从公共投资效率角度看，一方面，教育支出向高等教育倾斜，且着力于促进现有高等教育机构和教师的培养和发展，维持或缩减高等教育规模，推进教育优质化发展。医疗卫生教育向基层医疗发展倾斜，促进社区医院、社区门诊所发展。推进交通运输领域投资项目，推动我国基础设施建设。