目　录

主报告：2016-2017 中国宏观经济分析与预测
——稳增长与防风险双底线的中国宏观经济……1
分报告 1：从债务风险到债务危机：三大传导路径及对策分析……139
分报告 2：经济周期和金融周期双冲击下的世界经济……175
分报告 3：超低利率环境下的国际金融市场与国际资本流动……193
分报告 4：货币政策的回顾与展望……223
分报告 5：中国的产业政策：站在何处？走向何方？……237
分报告 6：房地产市场分析与展望（2016-2017）
——复苏企稳与风险上扬……253
分报告 7：宏观因子 投资者行为与中国股债收益相关性研究……281
分报告 8：CDS 重启的主要问题与前景展望……299
附录一：中国宏观经济形势与政策……327
附录二：中国宏观经济分析与预测模型 —CMAFM 型……339

报告总负责人：

杨瑞龙　毛振华　刘元春

报告执笔人：

主报告：毛振华　刘元春　袁海霞　张英杰

分报告一：张英杰　余　璐　谭　畅　李　诗

分报告二：王晋斌

分报告三：于春海

分报告四：于　泽

分报告五：张　杰

分报告六：刘晓光

分报告七：李　勇　钱智俊

分报告八：牛　楠　杜凌轩　余　璐

附录一：郑超愚

附录二：郑超愚

主报告

2016－2017 中国宏观经济分析与预测
——稳增长与防风险双底线的中国宏观经济[①]

概　　述

2016 年是“十三五”开局之年，也是供给侧结构性改革元年。受世界经济复苏疲弱、我国增长周期调整、产能过剩依然严重等多重因素影响，中国经济增长仍面临下行压力；但随着我国坚持积极的财政政策，加大改革攻坚力度，经济增长呈现底部企稳迹象；前三季度 GDP 增速保持 6.7%，工业生产缓中趋稳，企业利润增长由负转正并持续增长，居民消费价格温和上涨，工业领域通缩进一步收窄，9 月当月 PPI 更是由负转正；**但由政府主导力量带动的经济趋稳基础并不牢固，经济运行中一些深层次的问题并没有解决，**M2 与 M1 剪刀差持续扩大，货币政策边际效果递减；资产泡沫问题不断凸显，局部风险不断扩大，对宏观经济和民生影响甚重的房地产领域泡沫不断积聚，房地产价格暴涨；民间投资增长下滑；债务的结构性风险日益凸出，尤其是非金融企业、产能过剩与局部供给不足的结构性问题依然严峻等等。基于对泡沫和风险的担忧，我国宏观调控基调在上半年已经由稳增长向防

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，执笔人为毛振华、刘元春、袁海霞、张英杰。闫衍、杨小静、闫文涛、郭静静等也对本报告做出贡献。

风险转变，政治局会议明确“货币政策要抑制资产价格泡沫和防止金融风险”；而随着不断加码的房地产调控持续出台，由房地产市场复苏带动的实体经济的回暖正面临回落的风险，3季度土地购置、新开工面积增速有所下降。总体来看，由于房地产投资增速放缓的滞后效应，四季度宏观经济仍将延续前三季度的增长态势，但明年上半年将面临下行压力。**综合考虑全年的情况，根据模型预测，2016年经济增长为6.7%，CPI增长2%左右。**

2017年将是中国经济持续筑底的一年。从中长期来看，支撑中国过去30多年高增长的几大动力源泉均不同程度地减弱，全球化红利耗竭、工业化红利递减、人口红利也随着人口抚养比底部到来、刘易斯拐点出现、储蓄率的回落而发生逆转，“十三五”期间经济增长潜力有所下降，潜在经济增长率的底部有可能突破6.5%。从中短期来看，美国经济数据喜忧参半、增长动力依然不强、加上新政府上台后政策的不确定性；欧盟除自身的结构性问题外还将受英国脱欧的进一步冲击，外需难有明显改观。增长动力还有赖于内需，而消费需求取决于居民收入、消费习惯等方面的因素影响，其走势相对于经济增长而言平稳；投资需求取决于基建、房地产、制造业这三大固定资产投资的增长，行业调整周期的变化决定了房地产投资、制造业投资难以明显改善，稳增长的主力——基础设施投资增长提速的空间也有限；而从产业发展来看，新动力难以充分替代旧动力拉动经济增长，“去产能”等供给侧改革能否持续实质性推进依然决定了中国经济底部是否达到；而在向服务型经济发展的进程中，服务业劳动生产率相对第二产业劳动生产率低的事实将制约全社会劳动生产率的提升。从债务视角看，中国目前稳增长的路径依然是“债务－投资”驱动模式，这决定了2017年中国总体债务仍将攀升，考虑到偿债周期，2017年年初或是需要警惕的“明斯基”时点。而中国的政治周期波动也在一定程度影响中国经济波动；综合来看，2017年中国宏观经济仍将持续筑底。2018年或许是底部反弹的一年。**根据模型预测，2017年中国宏观经济GDP为6.5%，CPI增长2.1%。**

与此同时，2017年宏观经济仍将面临七大困境，尤其是仍处于调整周期的房地产行业面临政策调整带来的下行压力和债务的结构性风险进一步凸显，这表明中国经济深层次的问题并未解决，反而有所深化。我们认为，这七大不确定性本质上还是由目前中国经济增长的主要路径“债务－投资”驱动模式所决定的，货币以银行信贷为主的债务形式投放给中央和地方的国有企业，以此开展由政府推出的大量以基础设施建设、房地产为主的投资项目，拉动经济增长的同时也带来了资产

泡沫、企业债务高企和债务率攀升等问题。从目前的情况来看，无论是实体经济还是虚拟经济，其投资收益率的下降和资金使用效率的降低已逐渐弱化了“债务－投资”驱动模式的效用，高债务带来的高风险已成为经济稳定的巨大威胁。

金融危机以来，我国总体债务规模和债务率[①]持续攀升，债务风险主要集中于非金融企业部门中的国有及国有控股企业；由于隐性担保，政府尤其是地方政府债务风险超过预期，包括城投企业负债的广义政府负债率超过110%，如果考虑到国有企业在内的更为广义的政府负债，更是高达163.2%。从国际比较来看，我国居民部门负债率虽然低于美国和日本，但却高于同等发展水平国家；此外，居民部门债务扩张速度远超其他国家，并且债务结构主要是以中长期的房屋贷款为主。从与美国和日本危机前的水平比较来看，我国以房贷为主要驱动的居民部门加杠杆的空间或许不大。事实上，中国目前总体债务已经处于一个“临界点”。从非金融企业部门的债务率来看，总债务率水平(254.9%)已经远远高于墨西哥比索危机前的债务率(77.7%)和泰国在亚洲金融危机前的债务率水平(188.8%)，也略高于金融危机前美国的债务率(238.5%)，并接近西班牙金融与经济危机前的债务率(262.1%)。此外，从信贷扩张和信贷缺口等反映金融危机的先行指标来看，也均已经接近甚至超过各国危机前的数值。虽然从各国的债务周期看，并非所有的信用扩张都会触发“费雪－债务”周期连锁反应。**但处在这样一个系统性风险的临界点，虽然从目前来看，无论是债券市场违约带来的冲击，还是信贷市场融资收紧产生的负面效应仍是短暂的、非连续性的。但由于当前国内金融体系的脆弱性及敏感性日益抬升，不排除非预期的外部事件冲击引发债务危机乃至经济危机。**

从世界经济发展史尤其是主要发达国家的经验来看，虽然危机的爆发对经济有巨大的冲击，但也是资源错配的深刻调整机会。需要客观面对当前我国经济已经具有经济危机发生的一些潜在要素，但同时以我国当前的经济实力，在一定程度也具有承受债务危机的能力；要警惕的是预期和信心的发展在一定程度不可控，中国仍需要防范债务危机引发的经济冲击；在当前经济下行压力依然不减以及债务风险凸显的背景下，需要重新构建“稳增长”与“防风险”双底线下的宏观调控体系。而推进这一体系的构建，需要我们正确认识宏观调控短期目标与中长期目标的协调、缓释风险过程中不能进一步加剧风险等六大问题。

聚焦到宏观调控体系，**一方面，战略思想要明确“稳增长、防风险、促改革”的逻**

① 在目前的研究文献中，对债务率指标的使用并不统一，本文这里债务率主要指的是债务规模与GDP的比值，用来衡量不同部门的宏观债务水平。

辑顺序，政策基调需要供给侧结构性改革与需求侧管理政策协调并进；稳增长是缓释风险的前提，是保就业、惠民生的底线；经济增长能够带来资产价值上升，进而改善企业资产负债结构，在一定程度上缓释债务风险。**另一方面**，防控风险尤其是债务风险是关键，是保证中国不发生经济危机的底线；解决高债务问题并不必然带来系统性危机。就中国的情形而言，信贷扩张主要集中在国有经济部门中，**只要政府信用不崩溃，债务市场就能维持，防范债务危机仍有一定的政策空间。**需要指出的是，风险控制并不是简单的去杠杆，而是在稳定杠杆增速的情况下调整债务结构。政策层面来看要在“稳增长、守底线”的目标下稳步化解我国债务风险，持续推进债务分类甄别工作，完善国家及各级主体的资产负债表；通过大腾挪实现债务转移，中央政府适度加杠杆；根据市场化、法制化原则，适时运用债转股工具，缓释短期债务风险；此外，持续推进金融改革，尤其是针对中国宏观“去杠杆”的资本市场改革和国有企业等组合性质的措施应当快速推进。持续关注房地产市场态势，防范局部泡沫进一步扩大，房地产调控政策要突出结构性和差异性。

主题词：筑底　泡沫　债务风险　双底线　宏观经济政策

第一部分　总论与预测

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

基于对泡沫和风险的担忧，宏观调控基调由上半年的“稳增长”向“防风险”转变，一方面随着收紧的房地产调控再度出台，22城市出台限购、限贷政策，将带来地产销量增速的下滑，三季度土地购置、新开工面积增速有所下降；因房地产价格上升过快，部分城市推出新的房地产限购政策，由于房地产市场带动的实体经济的回暖正面临回落的风险。另一方面，政治局会议明确“货币政策要抑制资产价格泡沫和防止金融风险”，政策基调保持适度宽松；央行最新的货币政策执行报告也显示出未来对风险的防控等等。**综合考虑全年的情况，模型预测，2016年经济增长6.7%。**

2017年将是中国经济持续筑底的一年。从历史轨迹来看，2009年一季度我国经济增速降至6.2%，达到亚洲金融危机之后的第一次经济底部。随着刺激政策实施，经济短暂回升，自2010年三季度开始，经济增长从10%的增速基本逐季回落，截止2016年三季度经济增速降至6.7%。**随着中国经济“新常态”的延续，投资回报率不断降低、而债务率不断升高，经济下行的压力仍然不容小觑。未来个别年份或季度经济增速跌破6.5%应该是大概率的事件。**那么2017年是否会是中国经济“不对称W型”的第二次底部？从中国增速的回落来看，当前正处于过去（1978—

2010)年平均10%的高速向中高速换挡的过程,面临结构调整、动力转换、体制改革等系统性调整,经济增长回落至一个新的平衡点,即第二次底部,这个平衡点取决于多种因素。中长期来看,取决于潜在增长速度;中短期来看,则受各种周期性力量的影响,包括世界经济在2017年是否延续新平庸?投资需求何时触底?去产能进展如何?经济增长新动能何时能形成规模性影响等?特别是中国的债务周期是否已经濒临拐点,风险能够得以缓释?等等。

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

2.从中长期来看,支撑中国过去30多年高增长的几大动力源泉均不同程度地减弱,全球化红利耗竭、工业化红利递减、人口红利也随着人口抚养比底部到来、刘易斯拐点出现、储蓄率的回落而发生逆转,十三五期间经济增长潜力有所下降,潜在经济增长率的底部大概率会突破6.5%。

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

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

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

6.从政治周期来看,2017年秋季召开十九大党代会、2018年召开的两会,政府换届或将对经济增长带来一定的波动;同时2017年也是进一步深化改革的重要一年,也是供给侧结构性改革和“十三五规划”的细则不断落地的重要一年,如果改革攻坚顺利,新的制度红利将不断释放。

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

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

CMAFM 模型，分年度预测 2016 年与 2017 年中国宏观经济指标，如表 1 所示。

表 1　　2016 年与 2017 年主要宏观经济指标预测

预测指标	2015	2016(1－9 月)	2016(预测)	2017(预测)
1.国内生产总值	685506.00	529971.00	735823.51	794137.6
增长率(%)	6.90	6.70	6.70	6.50
其中:第一产业增加值	3.90	3.50	3.8	3.90
第二产业增加值	6.90	6.10	6.10	5.90
第三产业增加值	8.30	7.60	7.7	7.50
2.全社会固定资产投资总额(亿元)	561999.80	426906	615950.00	675081.1
(增长率,%)	9.76	8.2	9.6	9.6
社会消费品零售总额(亿元)	300931.00	238482.00	332230.00	366120.0
(增长率,%)	10.70	10.40	10.4	10.2
3.出口(亿美元)	22844.21	15584.76	20730.00	21290.00
(增长率,%)	－2.80	－7.50	－8.80	－2.70
进口(亿美元)	16810.82	11427.44	15600.00	16260.00
(增长率,%)	－14.10	－8.20	－7.10	4.20
4.广义货币供应(M2)增长率(%)	13.34	11.50	12.40	11.80
狭义货币供应(M1)增长率(%)	15.20	24.70	13.70	13.50
5.居民消费价格指数上涨率(%)	1.40	2.00	2.00	2.10
GDP 平减指数上涨率(%)	－0.43	0.70	0.60	1.30

具体预测指标来看：

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

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

3.内需方面，作为稳增长的主力——基建投资虽然仍有增长空间，但在内需低迷、行业调整影响下，制造业投资和房地产开发投资改善概率甚微，综合来看 2017 年固定资产投资增长 9.6%左右；从总体来看，消费需求平稳增长的基本趋势仍未

改变，但是经济和收入放缓对消费的滞后影响将继续显现，同时，缺乏实质创新、客户体验有待提高、存在监管漏洞等因素在一定程度还会制约新兴消费动能，总体来看，消费增长将稳中趋缓，增速在10.2%左右。

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

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

2017年宏观经济仍将面临七大困境，尤其是房地产泡沫加剧和债务的结构性风险进一步凸显，表明中国经济深层次的问题并未解决，反而有所深化。我们认为，2017年面临的七大困境本质上还是由目前中国经济增长的主要路径导致的，目前“债务－投资”驱动模式仍是稳增长的主要措施。货币以银行信贷为主的债务形式投放给中央和地方的国有企业，以此开展由政府主导的大量基础设施建设、房地产投资项目，拉动经济增长的同时也带来了资产泡沫、企业债务高企和债务率攀升等问题；债务工具的使用在经济发展中具有重要作用，适度的债务率不仅能够提高资金的配置效率，而且能够促进经济增长，但如果负债过高或者配置结构不合理（期限结构、主体结构等等），则会造成信用违约频发、金融机构不良贷款陡升、资产价格崩溃，最终导致金融危机的全面爆发。从目前的情况来看，**无论是实体经济还是虚拟经济，投资收益率的下降和资金使用效率的降低已逐渐弱化“债务－投资”驱动模式的效用，高债务带来的高风险已成为经济稳定的巨大威胁。**正如我们分析中所认为的，在中短期影响经济增长的众多周期性力量中，债务风险是影响中国经济是否发生危机的最大潜在因素，是经济运行中需密切关注的重中之重。

自2008年以来，我国总体债务规模和债务率持续攀升，债务风险主要集中于非金融企业部门中的国有及国有控股企业；由于隐性担保，政府尤其是地方政府债务风险超过预期，包括城投部门负债的广义政府负债率超过110%，如果考虑到国有企业在内的更为广义的政府负债，更是高达163.2%。从国际比较来看，我国居

民部门负债率虽然低于美国和日本，但却高于同等发展水平国家；此外，居民部门债务扩张速度远超其他国家，并且债务结构主要是以中长期的房屋贷款为主。与美国和日本危机前的水平比较来看，我国以房贷为主要驱动的居民部门加杠杆的空间或许不大。

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

事实上，中国目前总体债务水平已经处于一个“临界点”。从非金融企业部门的债务率来看，总债务率水平（254.9%）已经远远高于墨西哥比索危机前的债务率（77.7%）和泰国在亚洲金融危机前的债务率水平（188.8%），也略高于金融危机前美国的债务率（238.5%），并接近西班牙金融与经济危机前的债务率（262.1%）。此外，从信贷扩张和信贷缺口等反映金融危机的先行指标来看，也均已经接近甚至超过各国危机前夕的数值。虽然从各国的债务周期看，并非所有的信用扩张都会触发“费雪—债务”周期连锁反应。但处在这样一个系统性风险的临界点，虽然从目前来看，无论是债券市场违约带来的冲击，还是信贷市场融资收紧产生的负面效应仍是短暂的、非连续性的。**但是由于当前国内金融体系的脆弱性及敏感性日益抬升，非预期的外部事件冲击将引发债务危机乃至经济危机。尤其是我们分析的三种债务风险传导路径相互叠加，货币政策的非预期收紧、人民币大幅贬值引发资本外逃风险以及违约风险集中释放，带来市场信心的沦丧，融资工具不能滚动，债务链条断裂，流动性枯竭，资产价格崩溃，引发“明斯基时刻”，经济陷入衰退。**

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

第二部分　2016年宏观经济——短期底部趋稳与泡沫聚集的宏观经济

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

总体而言，宏观经济总体呈现以下九个特点。

表2　　2016年宏观经济主要指标一览表

核心指标	2014	2015(累计)				2016(累计)			
		1季度	2季度	3季度	4季度	1季度	2季度	3季度	4季度
1. 国内生产总值增长率(%)	7.3	7.0	7.0	7.0	6.9	6.7	6.7	6.7	6.7
工业增加值增长率(%)	8.3	6.4	6.3	6.2	6.1	5.8	6.0	6.0	6.0
2. 固定资产投资完成额(亿元)	502005	77511	237132	394531	551590	85843	258360	426906	61595
(名义增长率，%)	15.7	13.5	11.4	10.3	10.0	10.7	9.0	8.2	9.6
社会消费品零售总额(亿元)	271896	70715	141577	216080	300931	78024	156138	238482	332230
(名义增长率，%)	12.0	10.6	10.4	10.5	10.7	10.3	10.3	10.4	10.4
3. 出口(亿美元)	23427	5139	10719	16641	22765	4639	9854	15584	20730
(增长率，%)	6.1	4.7	0.9	－1.9	－2.8	－9.6	－7.7	－7.5	－8.80

续表

核心指标	2014	2015(累计)				2016(累计)			
		1季度	2季度	3季度	4季度	1季度	2季度	3季度	4季度
进口(亿美元)	19603	3902	8086	12400	16820	3382	7271	11427	15600
(增长率,%)	0.4	−17.3	−15.5	−15.3	−14.1	−13.5	−10.2	−8.2	−7.10
4. 广义货币(M2)增长率(%)	12.2	11.6	11.8	13.1	13.3	13.4	11.8	11.5	12.4
5. 居民消费价格指数(%)	2.0	1.2	1.3	1.4	1.4	2.1	2.1	2.0	2.1
工业生产者出厂价格指数(%)	−1.9	−4.6	−4.6	−5.0	−5.2	−4.8	−3.9	−2.9	−2.5

一、GDP减速趋缓,“供给侧”降中趋稳,需求侧疲弱态势显现。

(一)GDP走势减速趋缓,达到全年任务目标值。

2016年前三季度中国GDP增长6.7%,较去年全年回落0.2个百分点,达到中央全年6.5−6.7%的目标区间,宏观经济下行速度趋缓。分季度来看,一、二、三季度经济增速均为6.7%,反映我国经济呈现底部企稳迹象。按照季度比较,二、三季度的环比增速均为1.8%,较一季度1.1%有所改善。值得注意的是,随着GDP平减指数由负转正,名义GDP增速达8.75%,较去年同期上升2.18个百分点。

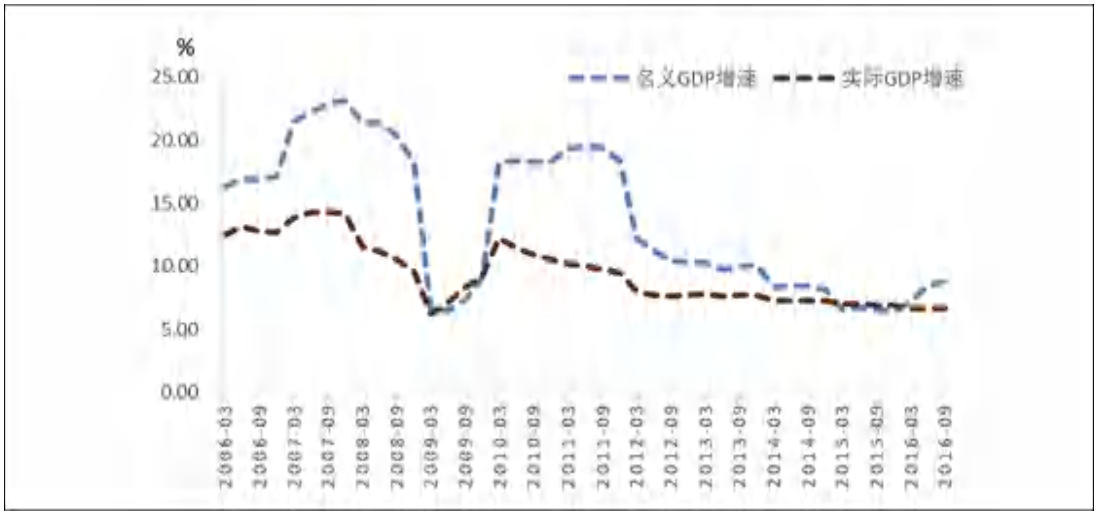


图1　前三季度经济增长6.7%

（二）工业生产增长先下滑后有所稳定，工业领域生产萎缩放缓。

2016年，在供给侧改革与国企改革的双轮驱动下，去产能政策得到实质性落实与推进。前三季度，规模以上工业增加值同比增长6.0%，比去年同期和去年年末下降0.2个百分点和0.1个百分点。分季度看，一、二、三季度分别增长5.8%、6.0%、6.0%，工业企稳势头有所增强。

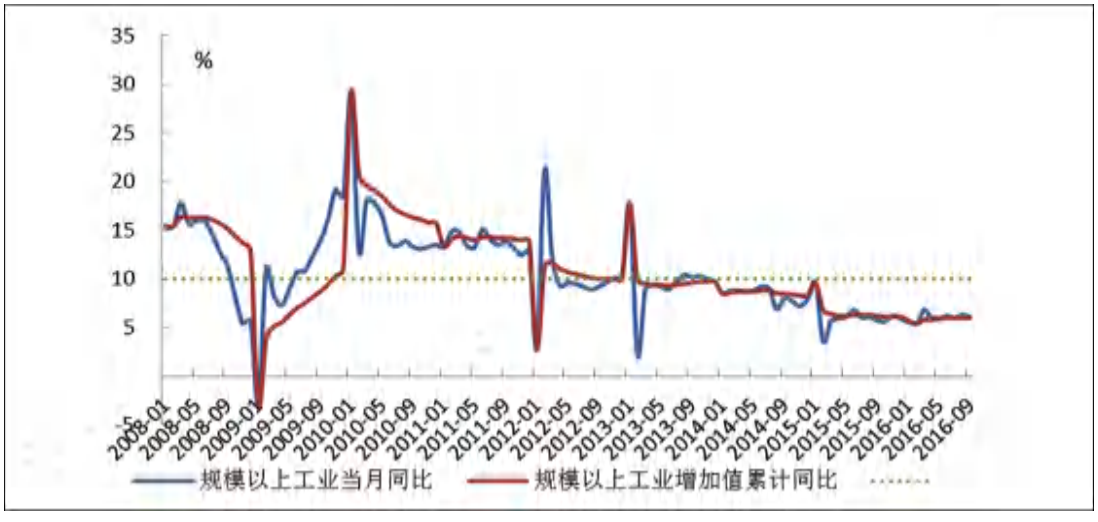


图2 工业增加值增长缓中趋稳

从三大门类来看，1—9月采矿业工业增加值同比下降0.4%，自今年3月以来逐月下跌，制造业工业增加值同比增长6.9%，连续四个月保持平稳态势，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长4.3%。工业结构有所改善，制造业中有41个工业大类行业有18个行业增速同比加快，高新技术产业保持较快增长，汽车制造业工业增加值自2015年下半年开始增速有所回升，医药制造业、通信设备、计算机及其他电子设备制造业自2016年2月也开始回暖，前三季度汽车制造业、医药制造业、通信设备、计算机及其他电子设备制造业同比增长分别为14.6%、10.5%和9.7%，均为年内最高增速。

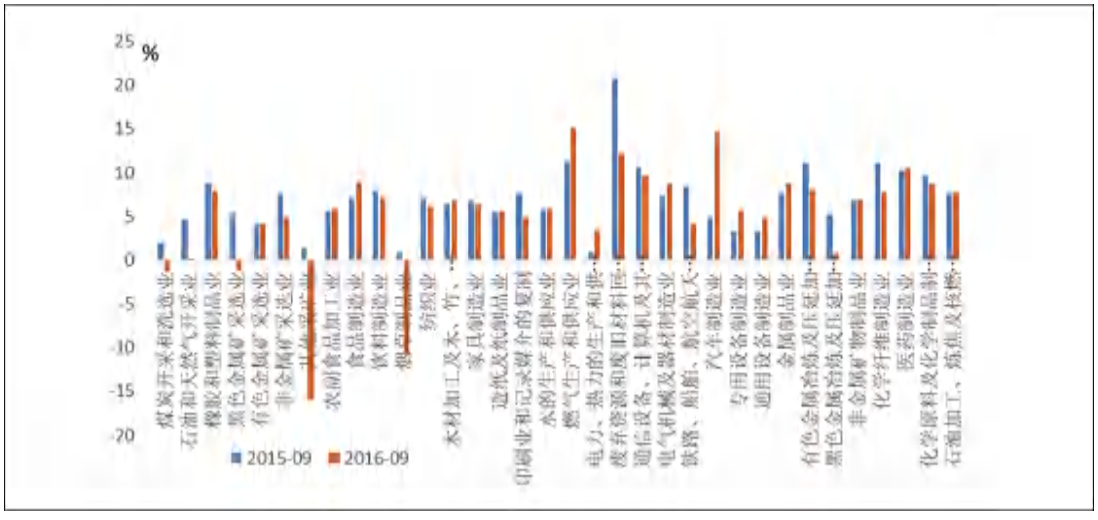


图 3　部分行业增长速度



图 4　部分行业增加值增速

（三）在全球经济增长乏力，主要贸易伙伴复苏力度不及预期的背景下，进出口贸易持续低迷。

在世界经济持续疲软以及人民币贬值压力不减等因素的作用下，2016 年以来，我国贸易依然延续去年的“衰退式”顺差状态。前三季度，我国进出口总值累计为 26776.67 亿美元，进出口总额累计同比下降 7.80%，跌幅分别较 2015 年同期和年底收窄 0.3 个百分点和 0.2 个百分点，今年以来，进出口总额跌幅逐步收窄，三季

度跌幅比一季度和二季度分别收窄 3.5 和 0.9 个百分点。进口总额累计下降 8.20%，跌幅较去年同期和去年年底大幅收窄 7.1 个百分点；出口总额累计下降 7.50%，较去年下降 5.6 个百分点。基于此，2016 年 1—9 月份，贸易顺差为 3964 亿美元，同比下跌 7.00%，对外贸易依然延续“衰退式”顺差态势。在世界经济总体低迷，贸易保护主义显著抬头的背景下，外需若要得到实质性的改善变得十分困难。

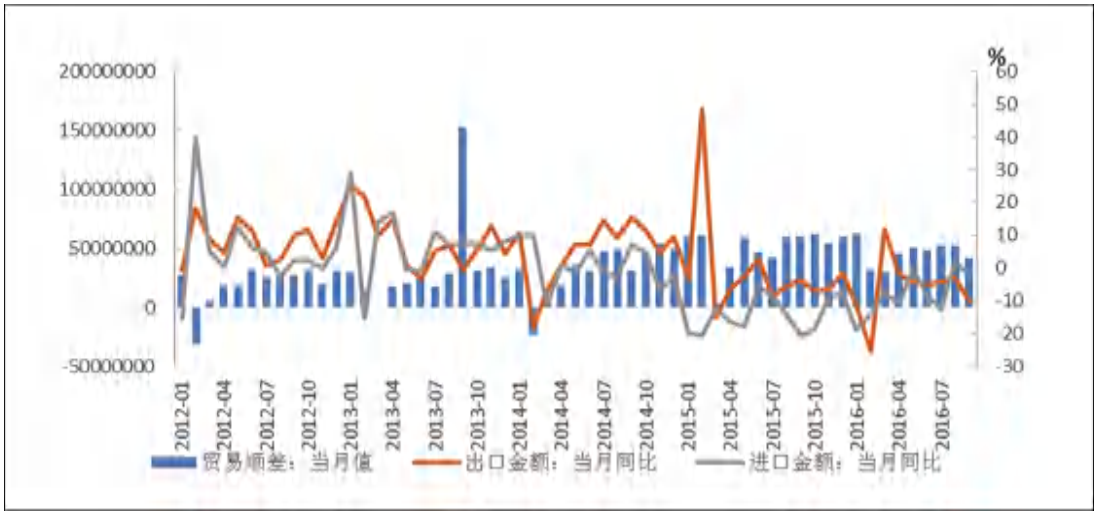


图 5　对外贸易持续低迷，衰退式顺差持续

从国别来看，我国与主要贸易伙伴的贸易额有所差异，前三季度我国与美国和东盟的进出口贸易额分别下降 9.2%和 6.7%，比去年同期大跌 11.2 和 5.5 个百分点，与此同时，我国与欧盟和日本的贸易情况有所改善，前三季度进出口总额分别下降 3.5%和 3.3%，比去年同期分别收窄 4.5 和 7.8 个百分点。从贸易方式看，前三季度一般贸易进出口为 1.5 万亿美元，同比下降 5.9%，较 2015 年同期和年底分别收窄 1.3 和 1.6 个百分点。来料加工贸易出口同比跌幅为 1.6%，累计增速已经首次回正，贸易方式有所优化。前三季度，我国机电产品出口 5.73 万亿元，占同期我国出口总值的 57%，玩具出口额累计同比增长 9.9%，维持年内高速增长态势，我国的出口产品依然以机电产品和传统劳动密集型产品为主。

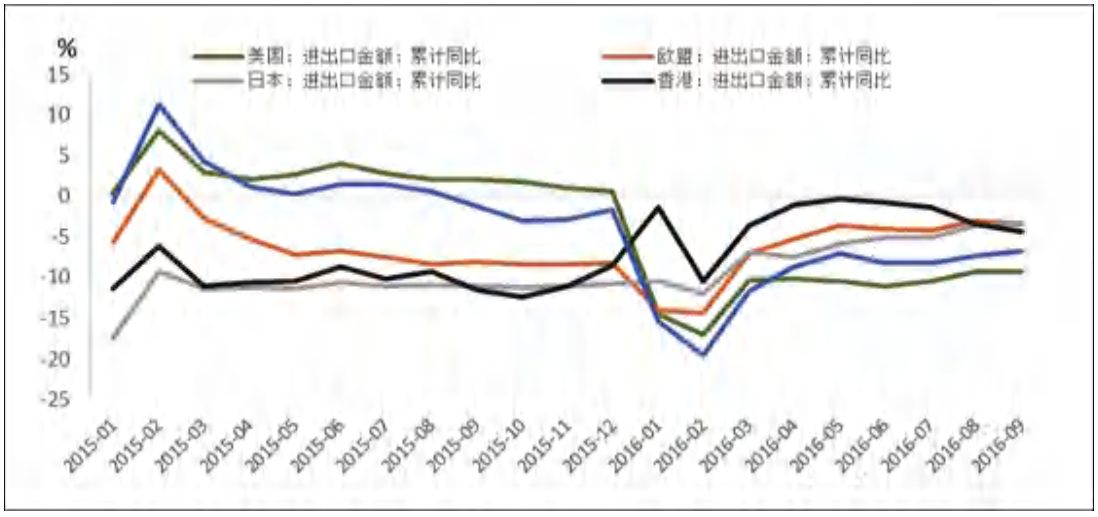


图 6　进出口贸易的国别情况

（四）固定资产投资增速落入个位数，民间投资增速急速下滑并持续低迷；消费需求相对平稳。

随着重大项目加快审批落地，基础设施投资持续保持高位增长，依然是稳投资和稳增长的主力。固定资产投资延续放缓态势，自 5 月份固定资产投资增速落入个位数以来，连续四个月持续低迷。前三季度，固定资产投资增长 8.2%，比上年同期和去年全年均有所回落。从固定资产投资的三大主要构成来看，房地产开发投资增长 5.8%，比上年同期和去年全年回落 3.2 和 4.8 个百分点。受产能过剩行业调整等影响，制造业持续低迷，增长 3.1%，增速比上年同期下降 5.2 个百分点。而在政策放松以及去库存推进下，销售火爆带动房地产开发投资增长有所回升，前三季度增长 6.2%，增速比上年回升 5.2 个百分点。占比超过两成的基建投资增长 17.92%，增速比上年同期有所下降，但比去年全年有所回升。基础设施投资的持续高位增长，与重大项目加快审批落地有重要关系，为促进有效投资，政府出台政策促进铁路、公路、棚户区改造、重大水利工程等基础设施项目落地，并大力推广 PPP 模式。截至 8 月底，全国各地入库项目总数达 10313 个、总投资 12.3 万亿元。项目落地进入加速期，二季度新增落地项目 250 个、总投资 5000 亿元。9 月，发改委向社会公开推介 2.14 万亿元基础设施 PPP 项目。基础设施保持高位增长，成为稳投资与稳增长的主要驱动力。



图 7　固定资产投资及其三大构成走势

从主体来看，民间固定资产投资增速呈现“断崖式”下跌，前三季度，占比六成的民间固定资产投资累计增速仅为 2.5%。同期，国有及国有控股固定资产投资持续保持 20%以上的增速增长，表明固定资产投资增速主要靠国有固定资产投资拉动，也即，当前的固定资产投资主要来自于政策驱动。

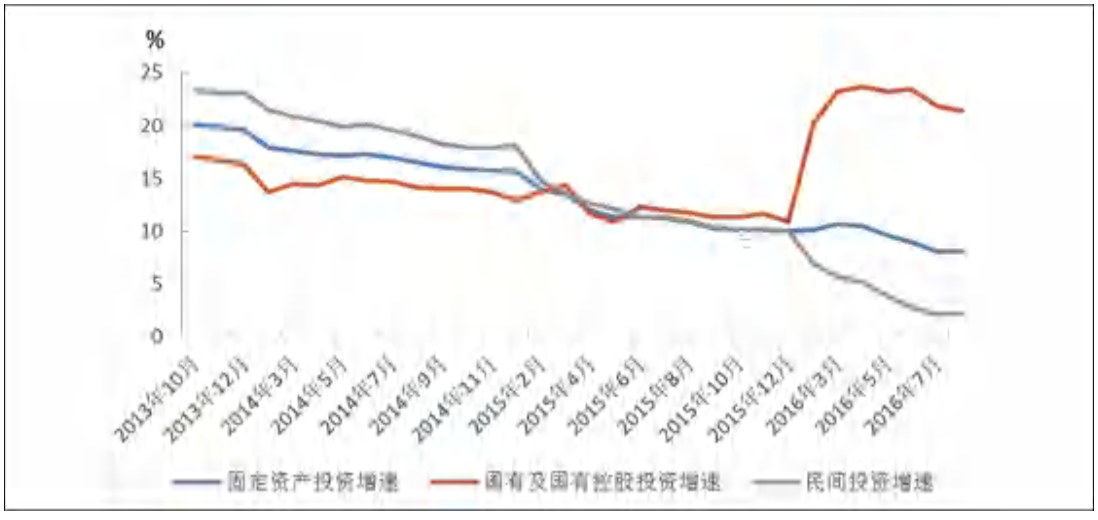


图 8　民间投资与国有投资分化态势明显

从消费来看，前三季度，全社会消费品零售总额同比增长 10.4%，比上年同期下降 0.1 个百分点，但比上半年提升了 0.1 个百分点；从年内走势来看，呈现稳中趋升的态势；扣除价格因素，实际增长 9.8%，比上年同期下降 0.7 个百分点，比上半

年提升 0.1 个百分点。其中，虽然增速均有所放缓，但农村居民消费增长持续快于城镇居民消费；网上消费虽然增速放缓，但仍保持在 26％以上的增速持续高位增长。从限额以上的消费来看，汽车类消费增长比上年有所加快，其他类别的消费均有不同程度的放缓。

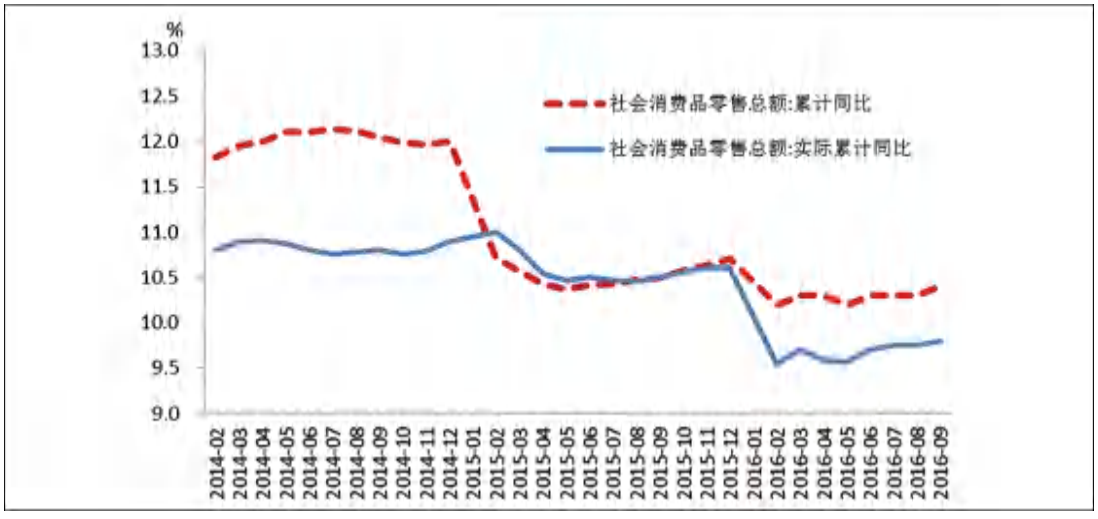


图 9　消费需求与上年相比稳中趋缓，年内增长呈现稳重有升

（五）房地产市场改善是经济底部有所趋稳的重要力量。

对中国经济影响作用巨大的房地产业呈现复苏迹象，在去库存背景下，房地产销售尤其是一线城市交易持续回暖，带动房地产开发投资、新开工面积以及施工面积均大幅回升，土地购置面积也有一定改善。2016 年 1－3 季度，在一系列利好政策的支撑下，我国房地产市场持续升温，房地产市场价格进入自 2015 年 12 月为起点的新一轮上升通道。房地产销售持续回暖，带动房地产开发投资、新开工面积以及施工面积均呈现大幅回升，土地购置面积也有一定程度的改善，这为缓解中国经济过快下行、推动房地产去库存做出了积极的贡献。前三季度，房地产新开工面积同比增速与商品房销售面积同比增速先升后降，截至 9 月末，分别增加 41.3％、6.8％。房地产开发投资同比增速平稳回升至 6.8％，受益于去库存政策的出台，从开工到销售，房地产市场呈现出明显的回暖迹象，在一定程度上为宏观经济的筑底过程提供了重要支撑。



图 10　房地产投资短期改善

二、经济结构有所优化，区域分化加速。

2016 年前三季度，随着中国经济结构的持续优化，经济增长动力持续由第二产业向第三产业转移，从内需对经济的拉动作用来看，消费对经济增长的贡献有所提升。

（一）从产业来看，经济结构持续优化，新的增长动力不断孕育。

随着经济结构转型和去产能持续，三产增长持续高于二产，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，服务业和消费对经济增长的贡献提升。

前三季度，三次产业增加值分别增长 3.5%、6.1% 和 7.6%，第一产业、第三产业增速同比下降 0.3 个百分点和 0.8 个百分点，第二产业比上年同期提升 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，并在 2015 年这一差距达到最大。进入 2016 年，三产的增速与二产增速的差距略微缩小，显示出我国产业结构在量的持续积累中，

发生了质的变化。工业生产正在从低端向中高端迈进，其中，高新技术产业、高端装备制造业、汽车产业增长较快，与消费相关的制造业增速也较快。



图 11　三次产业增长趋势，第三产业持续高于第二产业

具体看来，与消费相关的行业同比增速明显上升，比如食品、医药、家具、家电产业工业增加值明显上升，对工业增长起到明显的支撑作用。此外，随着原材料价格的回升，尤其是煤炭、石油、有色等资源类产业从底部明显反弹。

与此同时，从占比情况来看，前三季度第三产业占 GDP 的比重为 52.37%，较去年同期上升 1.4 个百分点，比第二产业占比高 12.69 个百分点，较去年同期差值扩大 2.48 个百分点。第三产业占比持续上升并且超过 50%，表明我国产业转型与结构调整初见成效，中国经济由工业主导向服务业主导加快转变。

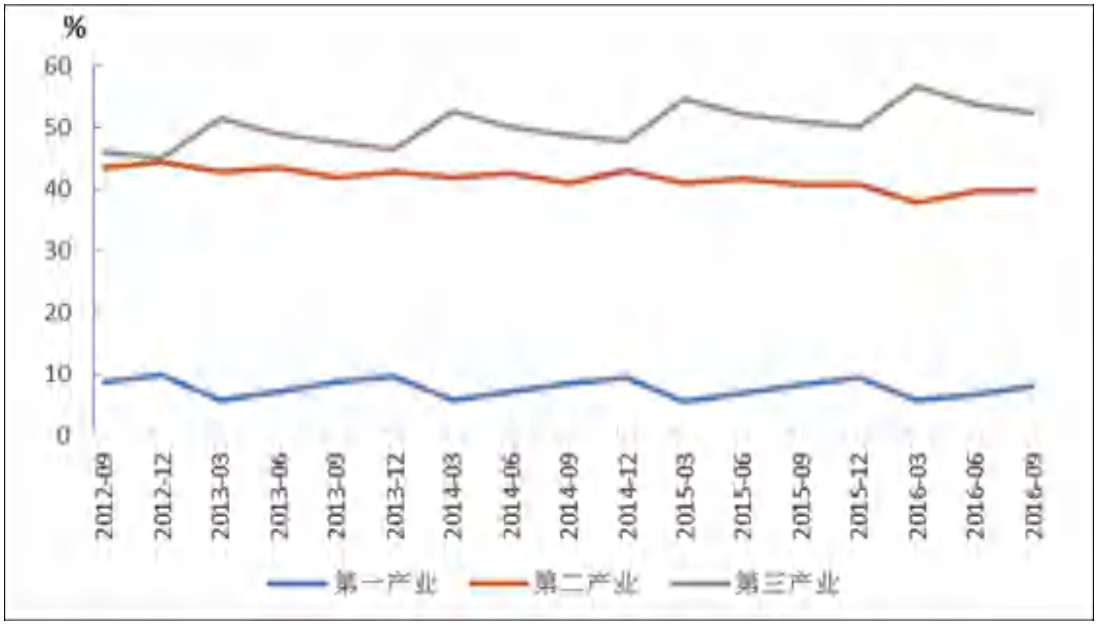


图 12　三次产业结构持续改善

(二)从需求来看,最终消费支出对经济增长的贡献进一步上升,外需对经济增长的作用进一步减弱。

2016 年以来,最终消费支出对我国 GDP 的贡献率持续上升,表明我国经济依靠消费拉动的特征更加明显。前三季度,最终消费支出对 GDP 的贡献率达 71.0%,比上年同期和上年全年分别高出 11.6 个百分点和 4.6 个百分点。其中,二季度的贡献率为 73.4%,创 2012 年二季度以来的新高。资本形成总额对经济增长的贡献从上年同期的 43.4%下降至 36.8%;货物和服务净出口对经济增长的下拉作用从上年同期的 1.8%扩大至 7.8%,外需对经济增长的作用进一步减弱。

前三季度数据表明,中国经济增长的动力结构已经发生深刻变化,消费成为经济增长的主动力,信息、绿色、住房等六大消费工程持续推进,旅游、文化、健康、养老、体育等产业加快发展,新能源汽车产业在政策驱动作用下消费快速发展。基于此,消费需求对经济增长的贡献明显提升。

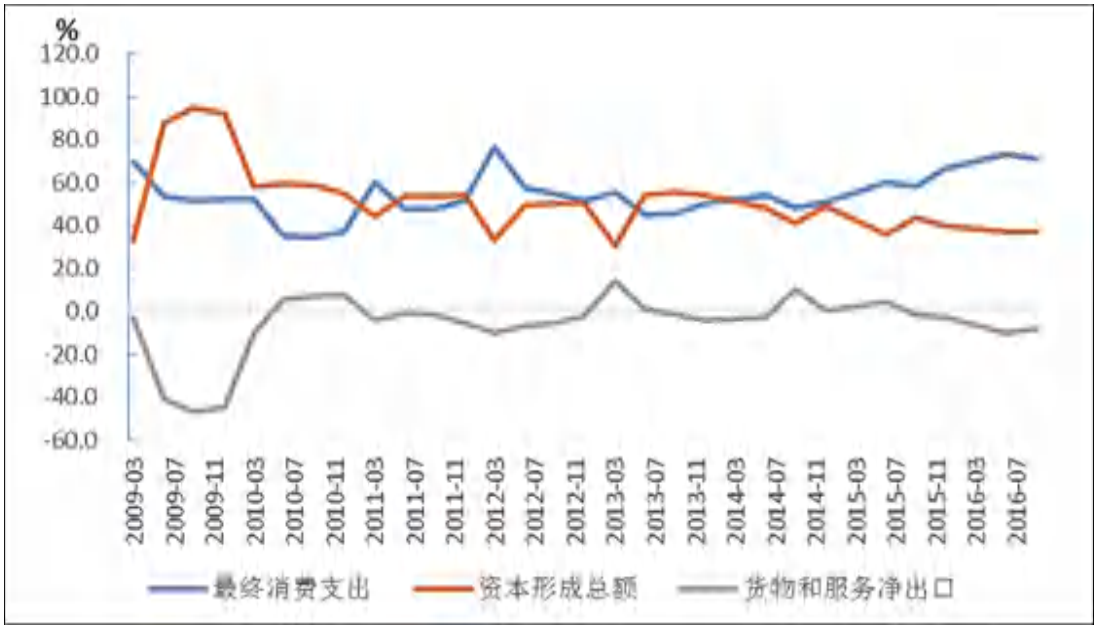


图 13　消费需求对经济增长的拉动作用进一步提升

(三)从区域来看,区域经济加速分化,东北地区经济困难加重。

近年来,受国际市场需求低迷和国内经济转型调整的影响,我国区域经济分化加剧。2016 年前三季度,我国区域经济增长仍延续“西快东慢”格局,但东部回稳态势明显,重庆等西部四省和天津增长速度位列第一方阵。区域经济总量格局继续呈“东部过半、中西部小”态势,且东部比重再度上升,中部持平,西部略有下滑,东北明显下降。资源型、重工业大省受“去产能”冲击十分明显,部分资源型城市出现负增长。

从 2016 年前两季度各省(直辖市)的实际 GDP 均值来看,除海南外,绝大多数地区的 GDP 增速较 2015 年有所下降。其中,下降最为严重的是辽宁省,1—2 季度,辽宁省实际 GDP 增速呈现负增长,同比下降 1.5 个百分点。综合看来,低增速的地区经济增长表现出三个共同特征:一是产业结构单一;二是国有企业占比较高;三是市场垄断性强。相比沿海发达地区,中西部、东北资源型大省的产业结构多元化程度与所有制结构多元化程度均较低,由于二者之前存在较强的关联性,上述两方面的因素使得这些地区承受宏观经济冲击和波动的能力极差,经济增长表现出一定的顺周期性。在宏观经济形势整体向好时,这些地区的经济能够迅速发展,而一旦面对下行压力,地区结构单一的弊端会迅速显现,短期内难以实现经济复苏。



图 14　2016 年前两季度各地区实际 GDP 增速均值与 2015 年均值

三、M2－M1 持续扩大，货币政策效果递减，资金“脱实就虚”加剧，房地产领域贷款持续高位增长。

（一）M2－M1 持续扩大，货币政策效果递减。

自 2015 年 10 年月以来，我国金融层面最显著的特征是狭义货币供应量 M1 和广义货币供应量 M2 剪刀差持续扩大。M1 同比增速快速上涨，M2 的变化不大，因此 M2－M1 之间的剪刀差持续扩大，7 月 M1 与 M2 剪刀差达到目前的最高值 15.2%。截至 9 月底，M1 同比增长 24.7%，M2 同比增长 11.5%，剪刀差为 13.2%较前期略有下降，但依旧维持年底高位。

M1 增速持续偏高，反应出局部出现资产价格泡沫。第一，经济下行投资机会减少，固定资产投资下降尤其是民间固定资产投资增速大幅下跌相关；目前实际利率较低，第二，定期存款利率较低使得将资金留存为活期贷款机会成本较低；第三，实体经济投资回报率持续低迷，尤其制造业投资回报率下降，因此，投资主体更倾向于持币观望。另一方面，较高的剪刀差的另一个因素是 M2 增速较低。M2 由 M1 和准货币组成，居民储蓄存款构成准货币中主要部分，但 9 月居民存款余额增速同比增长仅为 9.4%，比 2012 年 1 月的 16.1%下降 6.66 个百分点，而同时非金融企业存款余额增速同比为 18.7%。因此，M1－M2 剪刀差反映出宏观经济中的不

稳定因素，即资金“脱实就虚”，房地产市场泡沫积聚和居民部门杠杆率的过快上升等。

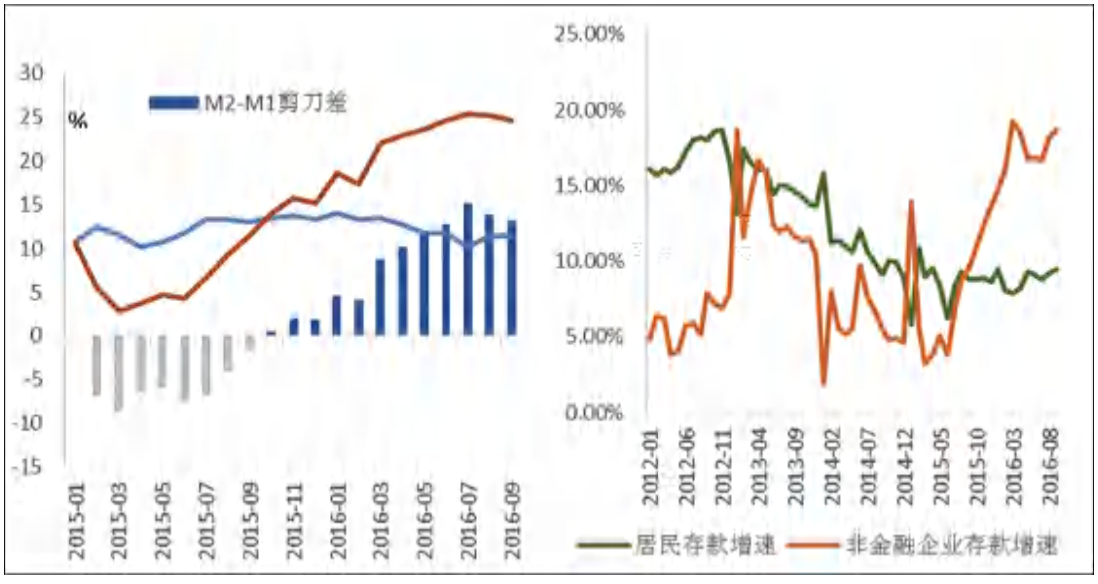


图 15　M2－M1 剪刀差变化不断变大



图 16　货币政策的边际效果递减

货币剪刀差扩大的同时，货币政策的效果也在逐步递减。当前我国的 M2 投放量已经达到 151.64 万亿元(2016 年前三季度数据)，与此同时，我国的 GDP 增速却逐步放缓，大量的货币投放却没有给经济增长带来应有的贡献，M2 增速与 GDP 增速比值以及 M2/GDP 可以衡量经济增长所需要广义货币投放量，2015 年 M2/

GDP 达到 2.03，前三季度这一数据更是上升至了 2.83，，说明单位 GDP 的增量所需的货币投入越来越高，其倒数反映了货币流动速度，货币流动速度放缓，杠杆率提高，对经济增长的驱动越来越弱，货币政策的边际效果逐步递减。

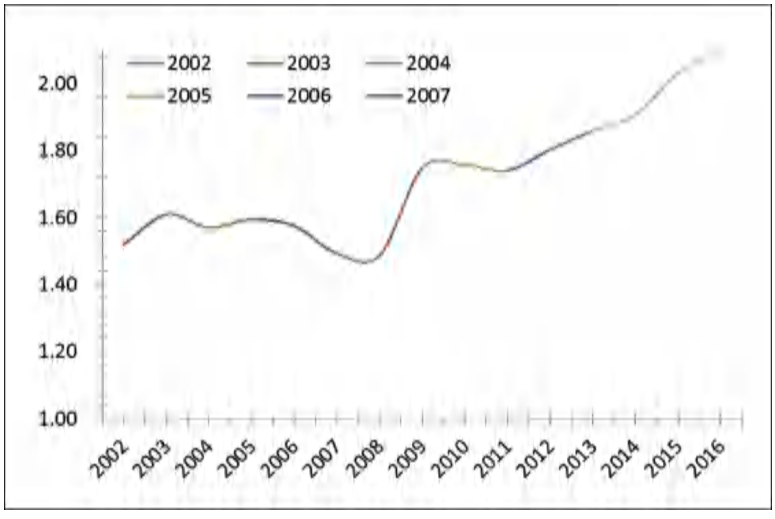


图 17　M2/GDP 屡创新高，货币政策效果递减

（二）资金“脱实就虚”，房地产领域贷款持续高位增长。

随着实体经济收益率的下行，资金“脱实就虚”不断凸显，表现为刺激政策释放的货币在股债、房地产伺机流动。2016 年在房地产市场表现尤为突出。从房地产贷款余额的变化来看，前三季度，房地产贷款余额为 25.3 万亿元，去年同期为 20.2 万亿元，同比增长 25.2%，个人购房贷款余额为 17.93 万亿元，同比增长 33.1%，而该数据在 2013 年 3 月为 17.4%。新增人民币贷款中，居民新增人民币贷款占全部新增贷款的比例已从年初的 24.2%攀升至 46.44%。房地产市场挤占资源也加剧了资金脱离生产领域实体经济的程度。

资金“脱实向虚”，也加大了货币政策调控的难度。自 2015 年以来，随着中国基础货币增速的持续大幅下滑，中国货币乘数持续快速提高，2016 年 6 月份达到 5.2，为 2001 年以来的历史最高点。货币乘数进一步增长的空间将不断收窄，创造足够的广义货币供给的难度加大。

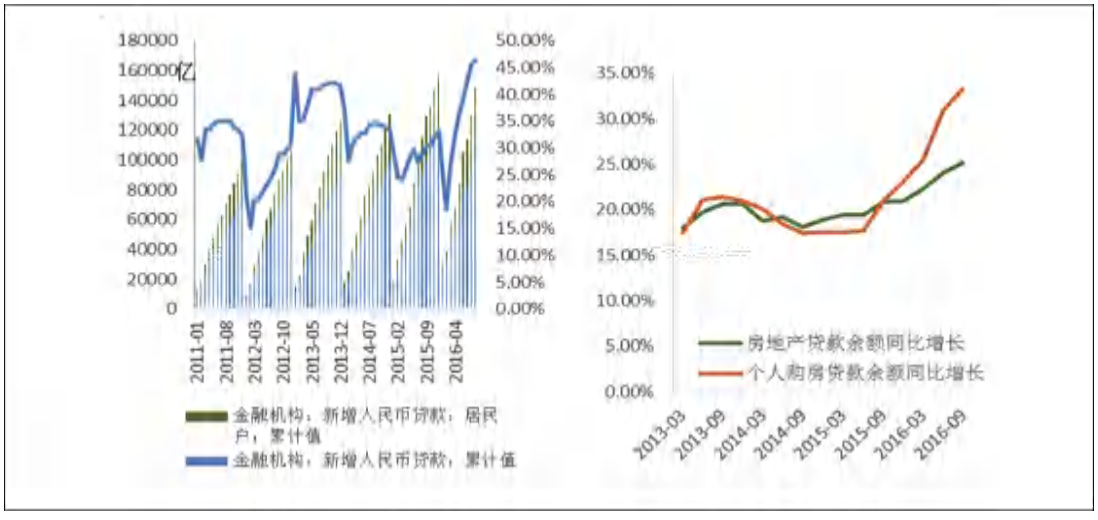


图 18　新增居民贷款的结构变化以及房地产贷款余额高位增长

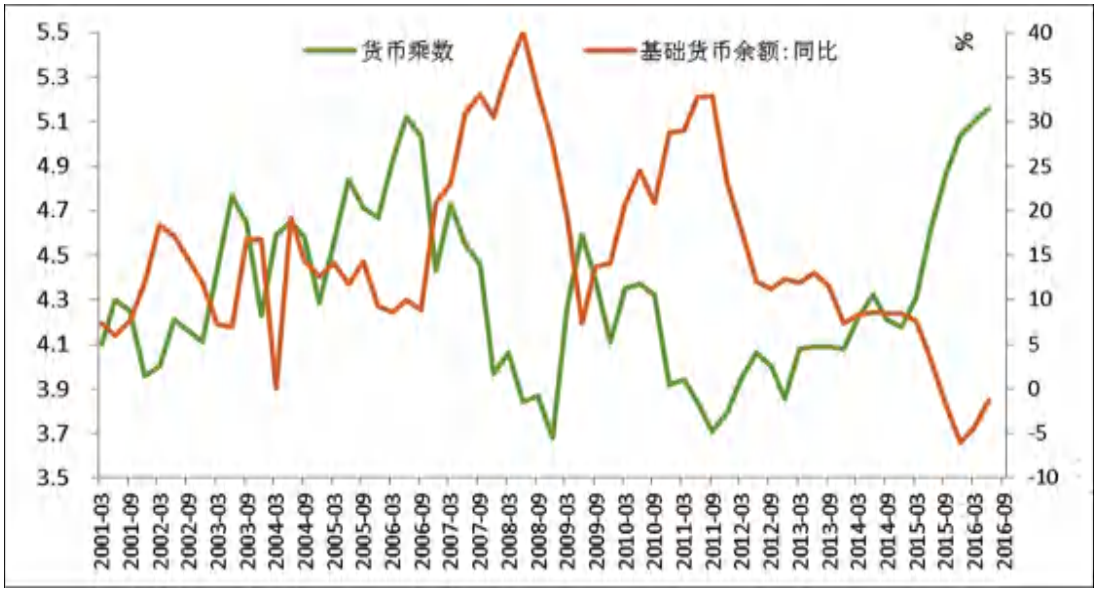


图 19　我国基础货币供应量增速和货币乘数的变化趋势

四、价格领域萧条与泡沫并存，资产价格分化，局部泡沫不断加剧。

(一)GDP 平减指数由负转正。

GDP 平减指数因涉及全部商品和服务，除消费外，还包括生产资料和资本、进

出口商品和劳务等，可以更全面的反映整体物价水平的走向。2016 年以来，名义 GDP 增速连续 3 个季度显著超过实际 GDP 增速，GDP 平减指数衡量的总价格水平连续三个月保持正值，经济有企稳迹象。

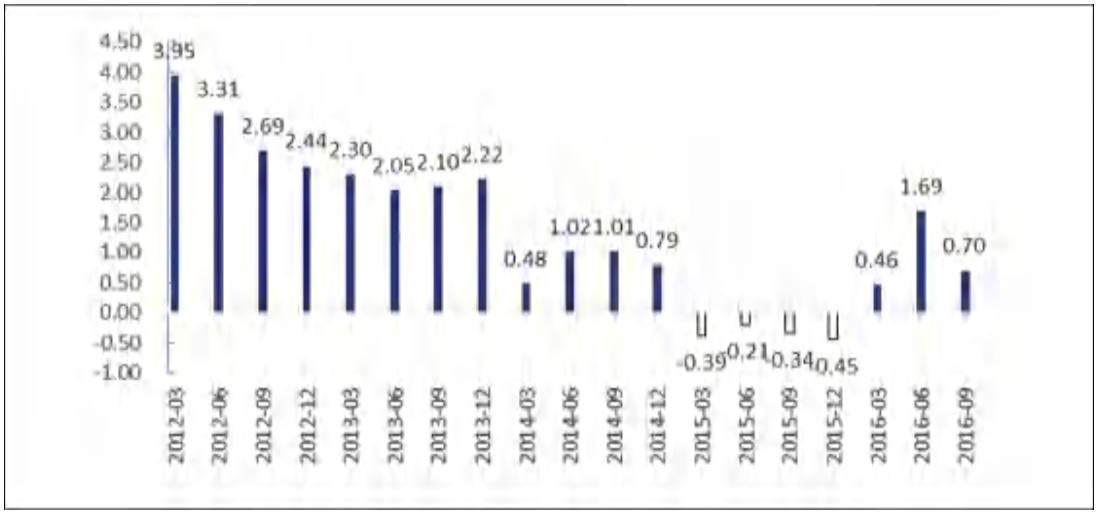


图 20　2016 年 GDP 平减指数由负转正

（二）居民消费价格短暂回至“2 时代”后温和上涨。

今年以来，CPI（居民消费价格指数）在 2 月份重回“2 时代”后一直保持在 2% 以上的水平温和上涨。1－9 月，CPI 同比上涨 2%，分别比去年同期和去年年底增加 0.57 和 0.6 个百分点，一、二、三季度 CPI 分别上涨 2.1%，2.1% 和 2%。单月来看，今年 2 月以来连续三个月 CPI 同比增长 2.3%，为年内高位，4 月以来 CPI 增速放缓，8 月达到年底最低增速 1.3%。食品 CPI 增速年内波动较大，但与 CPI 变动趋势一致，3 月食品 CPI 同比增长达到年内最高点 7.6%，8 月增速下跌到 1.3%，鲜菜与猪肉价格的回落带动了食品 CPI 的下降，第三季度食品 CPI 同比上涨 5%，比一二季度分别下降 1.4 和 1.2 个百分点，非食品 CPI 增速较稳定，从年初同比增速 1.2% 缓慢增加到 9 月的 1.6%，非食品方面，家庭服务、医疗服务等服务业价格增速较快，前三季度分别增长 4.3% 和 3.9%，房地产市场的火爆也带动了房租价格增速保持稳定增长态势，前三季度增速 2.7%。前三季度核心 CPI 同比增长 1.6%，相比前两个季度的 1.4% 和 1.5%，继续保持温和上涨。



图 21　CPI 短暂回至“2 时代”后温和上涨

(三)工业领域价格降幅进一步收窄。

2016 年以来,PPI 跌幅持续收窄,前三季度 PPI 同比下降 2.9%,比去年同期、去年年底和第一季度分别提高 2.09 个百分点,2.3 个百分点和 1.9 个百分点。从单月变化来看,尤其是 9 月 PPP 同比实现了正增长 0.1%,为 2012 年 2 月以来 PPI 同比变化首次由负转正,从 2015 年 12 月的−5.9%回升至 2016 年 9 月的 0.1%。

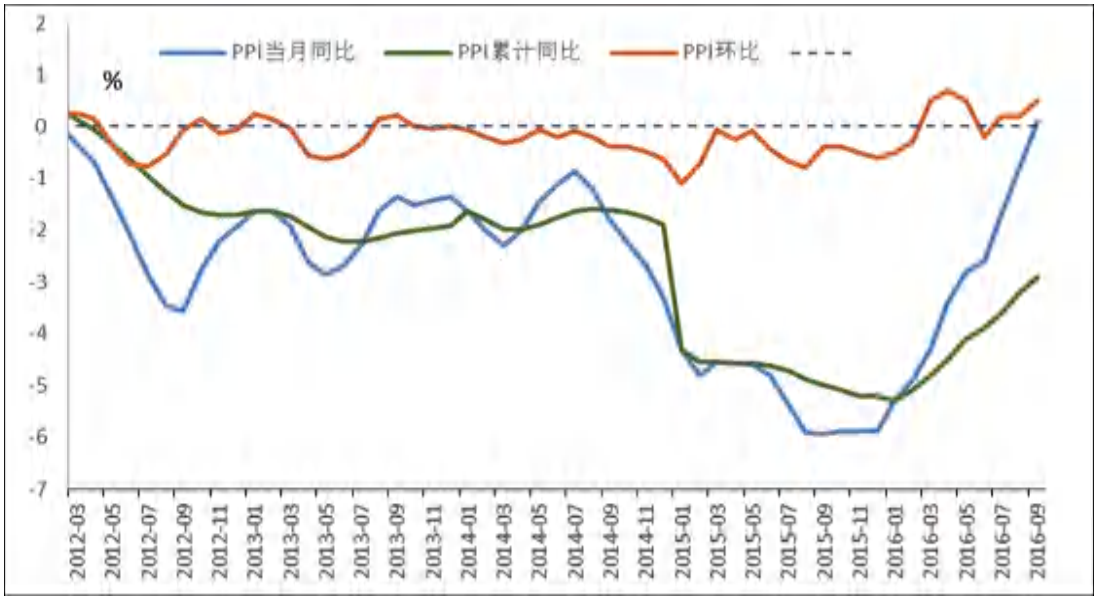


图 22　PPI 降幅不断收窄,9 月实现由负转正

从重要大类行业看，9 月，黑色金属冶炼和压延加工、有色金属冶炼和压延加工业价格同比分别上涨 10.1％和 1.2％，涨幅比 8 月分别扩大 3.6 和 0.4 个百分点；煤炭开采和洗选业价格同比上涨 4.1％，为 2012 年 7 月以来的首次上涨，上述三大行业价格的回升，是影响 PPI 同比转正的重要因素。因此，PPI 价格跌幅有所收窄主要的原因是大宗商品价格短期反弹的影响，上游行业受益，但是 PPI 同比增长为正对制造业的整体推动作用还有待观察。

（四）房地产价格区域分化进一步加剧，泡沫不断积聚。

2016 年以来，在全国房地产行业“去库存”的大趋势下，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。9 月，全国 70 个大中城市新建住宅均价同比上涨 9.3％，尤其是一、二线城市，房价出现暴涨，北京、上海和深圳住宅价格同比分别上涨 30.4％、39.5％和 34.5％，南京、合肥、苏州等二线城市的住宅价格上涨幅度均超过 40％，一、二线城市出现齐涨局面。

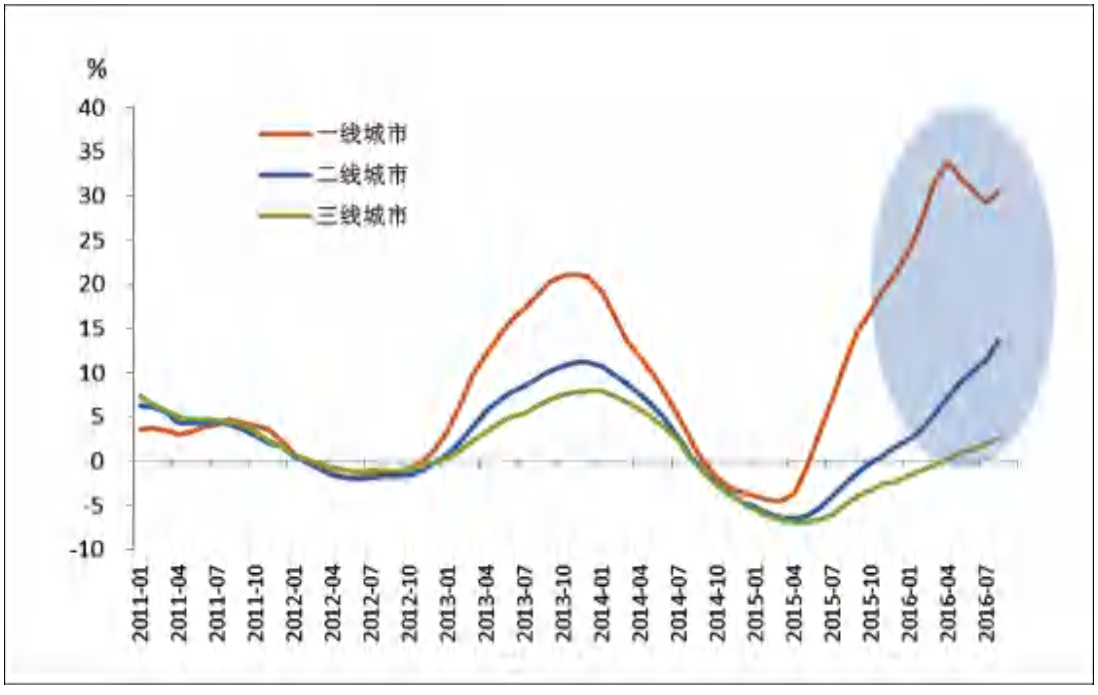


图 23　房地产价格泡沫化趋势明显

我国的房地产市场存在泡沫，一、二线城市的泡沫较为严重，而且呈不断扩大趋势。第一，从中国房价收入比指标的绝对水平看，中国房价收入比呈现波动上升的趋势，2010 年达到高峰后出现下降趋势，但近年来，随着房价出现新一轮上涨而

收入增速放缓，房价收入比再次出现较大幅度上升。目前一线城市房价收入比已经超过 20 倍，35 个大中城市中有 32 个城市超过 3～6 倍的合理区间上限；第二，从国际主要城市的比较看，中国房价收入比指标居全球之首，也从一个角度说明了中国的房地产市场存在较为严重的泡沫。

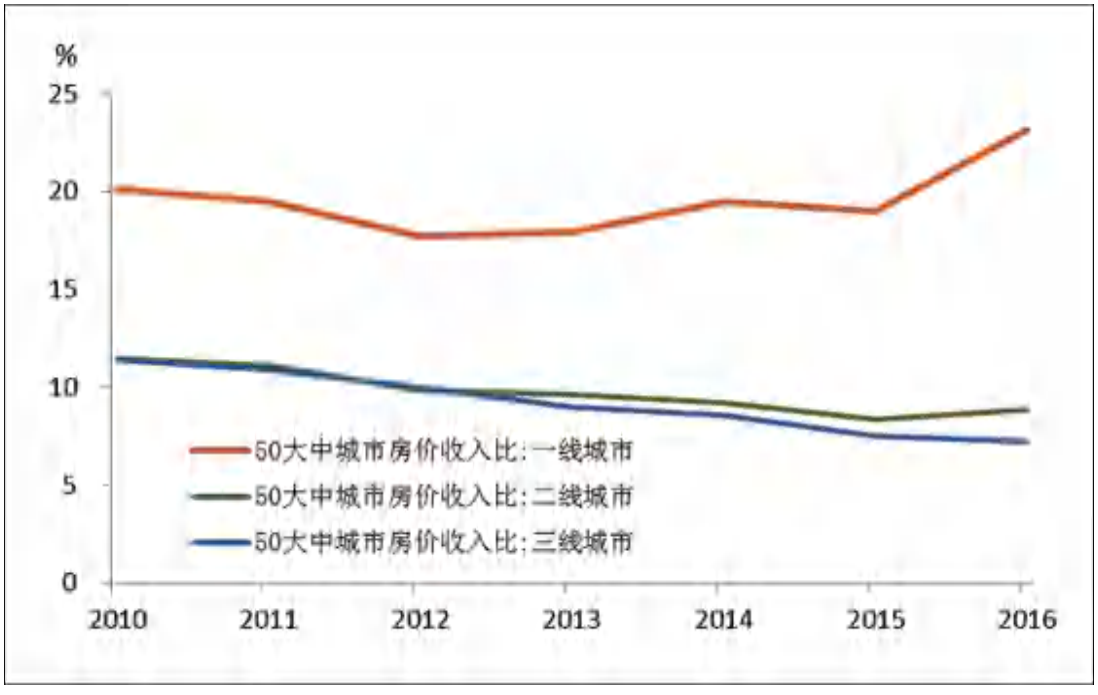


图 24　中国房价收入比(房屋总价与居民家庭年收入的比值)

(五)资金价格总体平稳，股票市盈率缓慢上升。

从各期限银行间同业拆借加权利率来看，今年以来资金价格处于相对平稳水平，3 个月银行间同业拆借加权利率报 3.0842%，比年初下跌 18.21bp，隔夜银行间同业拆借加权利率报 2.2881%，比年初上涨 22.49bp。

全球金融危机以来，为刺激疲弱的经济增长，全球主要发达国家央行均采取了超低利率政策，越来越多的央行甚至采取了负利率政策，资金成本处于历史最低水平。长期的超低利率，刺激了全球各国股票市场泡沫的再度形成。截至 2016 年 10 月初，包括我国在内的各国股市的市盈率已经普遍超过 2007 年美国爆发“次贷危机”前的水平。我国的股市市盈率也呈现缓慢上升的趋势，截止 2016 年 9 月，深交所的股市平均市盈率为 41.29%，去比年同期上升 2.95 个百分点，上交所的股市平均市盈率为 15.12%，与去年同期持平。

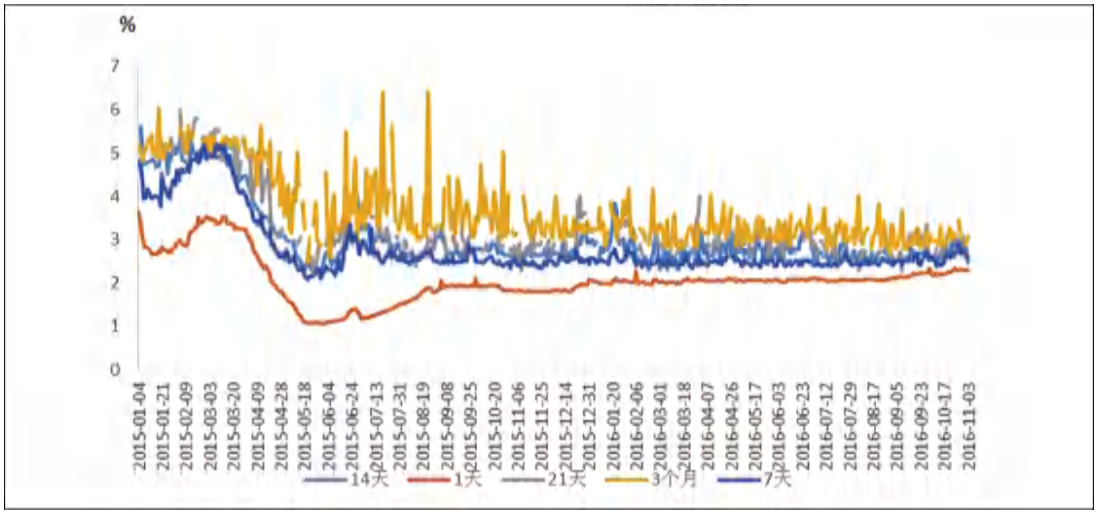


图 25　不同期限银行间同业拆借加权利率变化

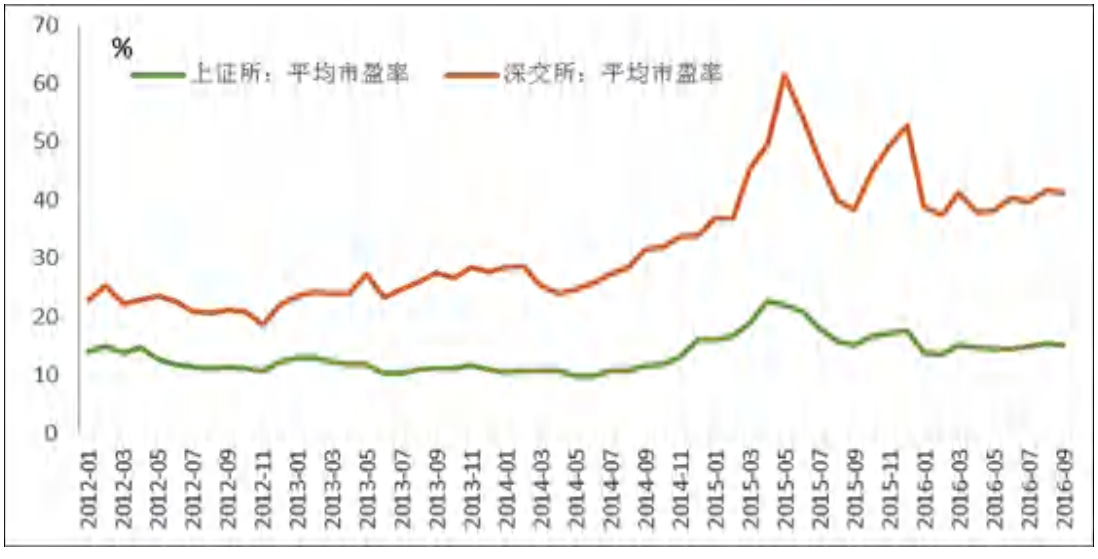


图 26　我国上交所与深交所的股市市盈率变化趋势

(六)股权融资市场改革受挫,股指 3000 点徘徊。

因去年股市加杠杆,严厉的监管政策出台后股权改革受挫,股票发行注册被推迟,截至 2016 年 10 月底,今年股市 IPO 只有 982.21 亿元。

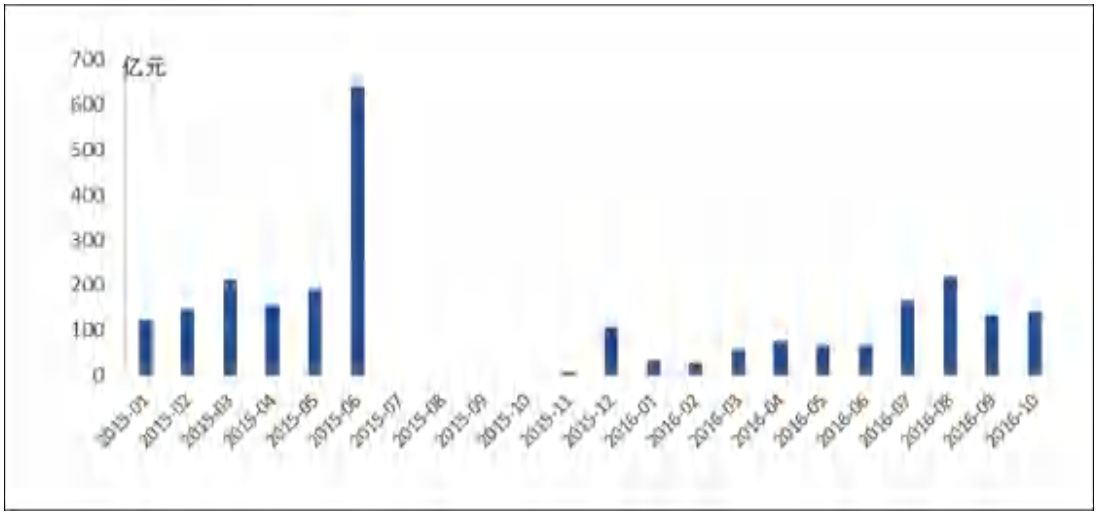


图 27　IPO 总融资额变化

2016 年以来，A 股从第一季度的震荡趋势逐步缓慢上升，以上证指数为例，截止 20116 年 10 月 31 日，A 股报收于 3246.25 点，季度涨幅为 2.56%，2016 年 10 月 25 日收报于 3279.1 点，也是今年 2 月以来的最高点。



图 28　上证指数 3000 点徘徊

五、债务规模快速扩张，违约风险叠加资本流出风险凸显，系统性风险概率有所上升。

2016 年以来，债券市场信用风险加快释放，违约事件爆发的频率远远超过同

期水平；与此同时，房地产市场价格分化，一、二线城市销售价格持续上扬，局部泡沫不断酝酿；而汇率的短期波动加强，资本外流的压力有增无减；此外，传统行业的调整依然艰难，企业的经营转型面临多种压力，这将进一步影响对债务的偿还能力，通过违约影响市场主体信心，加大金融系统性风险。而从今年来的情况来看，随着货币投资总量的激增，在资金“脱实就虚”日益严重的情况下，资金流动表现为不同类型的资产泡沫，过去几年，从 2010 年至 2011 年的温州和鄂尔多斯民间借贷危机，到 2011 年至 2012 年的“城投债”危机，到 2013 年年终的流动性危机“同业拆借利率飙升”，到 2014 年的“超日债”等公司债危机，再到 2015 年上半年的“天威债”危机、年中的“大股灾”和下半年的汇率恐慌等等，说明中国风险在不断积聚。

（一）债务规模快速扩张，结构性风险突出，各类违约频出，金融市场风险不断放大。



图 29　债券发行持续高位增长

随着经济形势和发展阶段的变化，我国债务总规模呈现快速扩张的态势，债务率经历了危机前略有降低，之后快速攀升的态势，债务率总体适中，但结构性问题突出，非金融企业部门债务水平较高。根据国际清算银行的数据，2016 年一季度，我国总体债务率为 254.9%，比 2008 年的 147%上升了 107.9 个百分点。与世界主要国家相比，虽然低日本、英国、加拿大但已超过美国、韩国，也高于同等发展水平

国家。其中非金融部门债务率169.1%，远高于95%的世界平均水平、106.4%的新兴市场国家平均水平和发达国家平均水平。政府部门和居民部门的债务率分别为45.2%和40.7%总体来看，我国总债务水平适中，但结构性问题突出，主要是非金融企业部门的债务率过高。

然而，在债务规模的攀升，我国经济增长下行压力不减，产能结构调整、需求疲弱以及劳动力等生产要素成本不断上升的背景下，实体经济生产经营状况持续低迷、盈利不佳，加上债务高且资金紧张导致企业资金链断裂风险上升。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。

以债券市场为例，近两年债券市场发行量呈现井喷式增长，信用风险随之不断累计。年初，随着监管政策的放松，债券市场发行规模延续2015年的持续攀升，债券发行量和发行只数均保持高位增长。3月、4月、5月，债券发行量和发行只数累计同比均保持在120%以上，债券发行量同比增长更是达到了170.43%的历史高位；下半年以来，虽然二者同比增长有所放缓，但仍保持在39%以上的增长。随着债券的井喷式增长，债券融资已成为社会融资中仅次于人民币贷款的第二大融资方式。2016年1—9月，债券融资在社会融资中的比重由上年同期的15.5%上升至19.4%，提高了3.9个百分点。

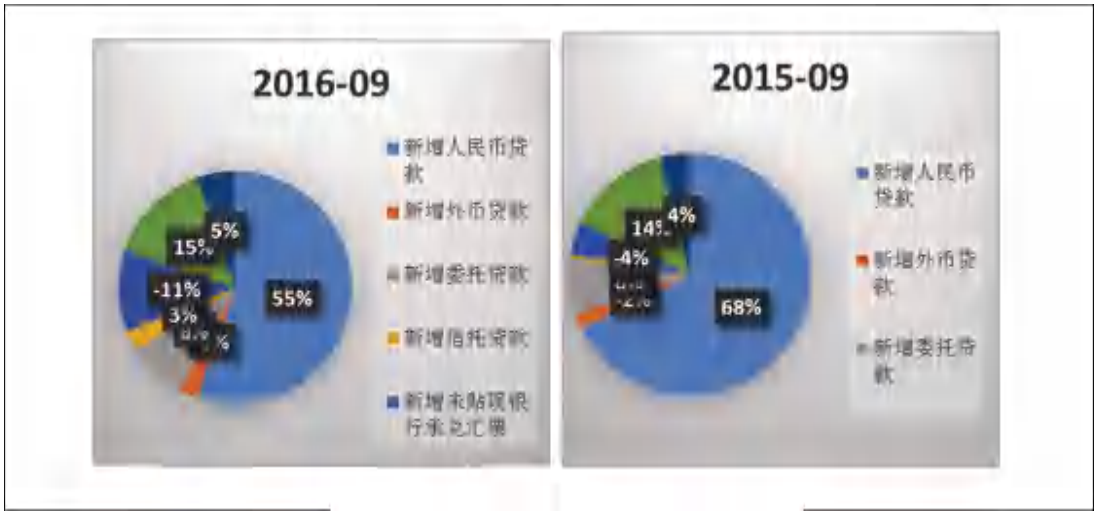


图30　社会融资中债券融资占比大幅提升

2016年以来债券市场已经发生至少43只债券违约，其中公募市场19只，私募市场曝出的有24只，债券违约规模接近250亿元，相当于去年全年违约规模的三倍。

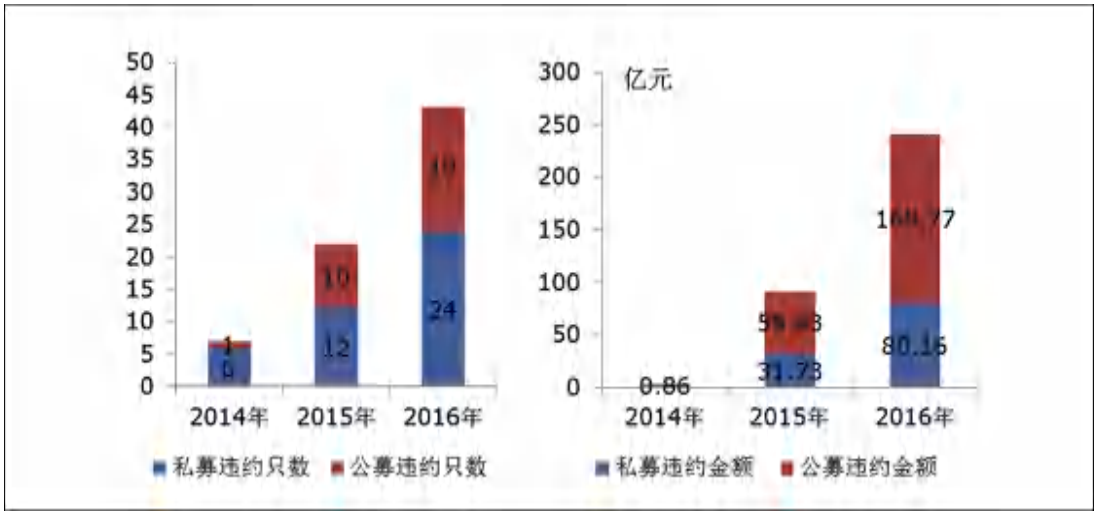


图 31　债券市场违约风险加速爆发

从“超日债”违约到天威债违约，再到 2016 年“东特钢”不能到期兑付以及中铁物流事件，均说明企业信用风险不断加剧，从沿海经济发的地区中西部地区，从小微企业向大中型企业、国企蔓延的迹象演变，从传统过剩行业到其下上游行业，这种信用风险不断加剧的情况都呈现逐渐蔓延的态势。

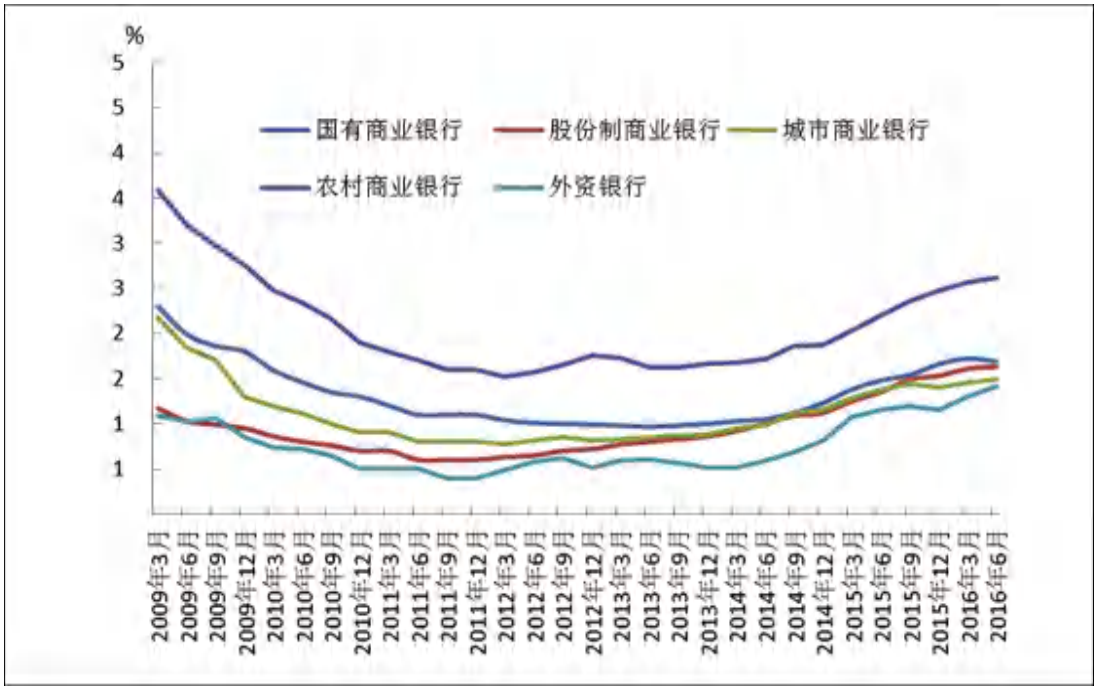


图 32　商业银行不良率持续攀升

(二)人民币汇率短期波动、双向波动加大,国际资本流出压力有增无减。



图 33　人民币对美元汇率双向波动和短期波动加大,近期贬值压力加大

2014 年以来,由于汇率的供求基础已经从对外贸易的高速增长和金融与资本账户的双顺差,转变为贸易衰退式顺差、资本项目对外投资为主的双向流动,人民币汇率形成机制更为市场化,参考一揽子货币因素增强,双向波动幅度加大。从走势来看,人民币汇率的短期波动和双向波动明显增强,2016 年年初人民币兑美元汇率走势延续了去年 811 以来的快速贬值趋势[①],1 月当美元兑人民币平均价从上年底的 6.4476 快速贬值到 6.5572,当月贬值幅度达到 1.6%;2 月以来随着监管机构的干预和市场预期的变化,人民币汇率走势有所企稳,美元兑人民币汇率中间价在 3 月份、4 月份总体呈现小幅升值的迹象;5 月以来,随着英国脱欧、美国加息预期变化等冲击影响,美元兑人民币汇率走势又呈现快速贬值趋势,5 月、6 月、7 月三个月的平均汇率分别为 6.5315、6.5874、6.6774;累计贬值超过 3%;随着人民币变化基本面特征的阶段性变化以及监管政策的趋严[②],8 月人民币总体呈现小幅升值状态;9 月份,随着美元短期走强等影响,人民币贬值压力加大,当月美元兑人民

① 1 月 4 日,在岸人民币兑美元短短 47 分钟内跌 140 余点,日内跌幅扩大至 300 点,收于 6.5172;离岸人民币跌至 6.6213,日内下跌 517 点,在岸、离岸价差约为 1100 点。

② 中国外汇交易中心宣布自 2016 年 8 月 15 日起,对在境外与客户开展客远期售汇业务的境外金融机构收取外汇风险准备金,准备金率为 20%,准备金利率为零,防范资本的大额流出和跨境套利行为。

币平均汇率为 6.6715；参考 BIS 货币篮子和 SDR 货币篮子的人民币汇率指数也基本呈现相同变化趋势；总体来看，前三季度人民币汇率走势双向波动和短期波动均有所加强。



图 34　人民币有效汇率走势

随着我国资本项目的放开，跨境资本流动的阶段性特征已发生改变，由原来的净流入转变为流入、流出更为频繁；从资本项目来看，1—9 月份中国外商投资增速仅为 4.2%，并较上半年回落 0.9 个百分点；同期，中国非金融类对外直接投资增速高达 53.7%，比去年 14.7%的增速大幅提高近 40 个百分点，仅非金融类对外直接投资和外商直接投资带来的资本流出累计达到 400 亿美元。

外汇储备双向波动特征更是证明了这一阶段性特征。从 2016 年外汇储备的走势来看，今年年初，外汇储备并没有延续去年三季度以来持续大幅下降的趋势（除 2015 年 10 月出现单月上升之外，其他各月均有 400 亿美元以上的下降），而是呈现双边波动特征[①]。1 月份下降规模较大，但从 2016 年 2 月以来，外汇储备规模

① 我们认为，外汇储备相对稳定的原因，一方面与世界经济复苏乏力的情况下，全球缺乏好的投资标的有关；近期，英国脱欧、英国降息以及日本货币放宽，一方面推动了欧元、日元等主要货币的贬值，另一方面在一定程度上降低了海外资产的吸引力。相对而言，中国经济依然处于筑底前行中，国内基本面相对比较稳定，外汇储备和人民币汇率走势均呈现一定程度的企稳。

一直在 3.2 万亿美元附近上下波动。随着人民币贬值压力加大，8、9 月外汇储备连续小幅下降。四季度，随着美国大选黑天鹅事件的冲击、国际资本短周期调整对面以及事件各国经济政策的调整，比如美国加息概率增强，人民币汇率大幅下滑和资本流出的压力仍持续存在。

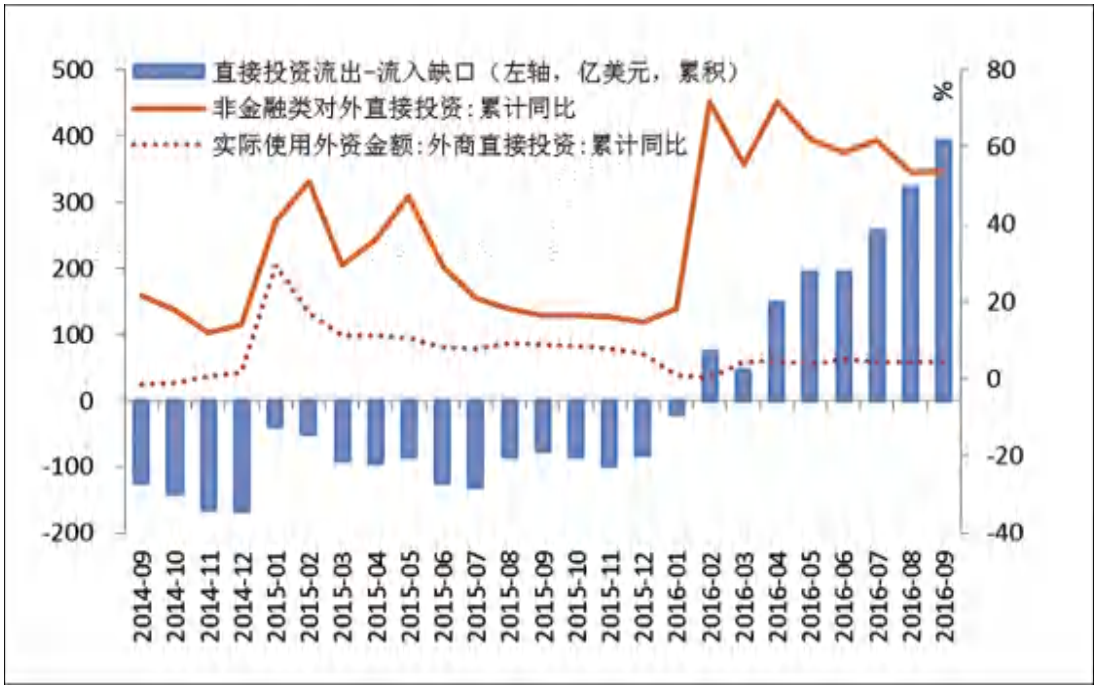


图 35　资本走出去步伐加快



图 36　外汇储备近期减少趋势不减

六、从效益情况来看，工业企业利润增长由负转正并持续增长，政府公共财政收入和基金性收入增长有所改善。

（一）工业企业利润增长由负转正并持续增长。

2016年从工业企业的指标来看，企业的经营状况有明显改善。

第一，今年以来，工业企业主营业务收入和利润总额增速持续提高。1－9月，工业企业主营业务收入累计同比增长3.7%，比上半年增速高0.6个百分点，比去年同期增速1.2%有显著提升。工业企业利润总额累计同比增长8.4%，比上半年增速提高2.2个百分点，也远好于去年同期的负增长1.7%，企业利润持续好转。

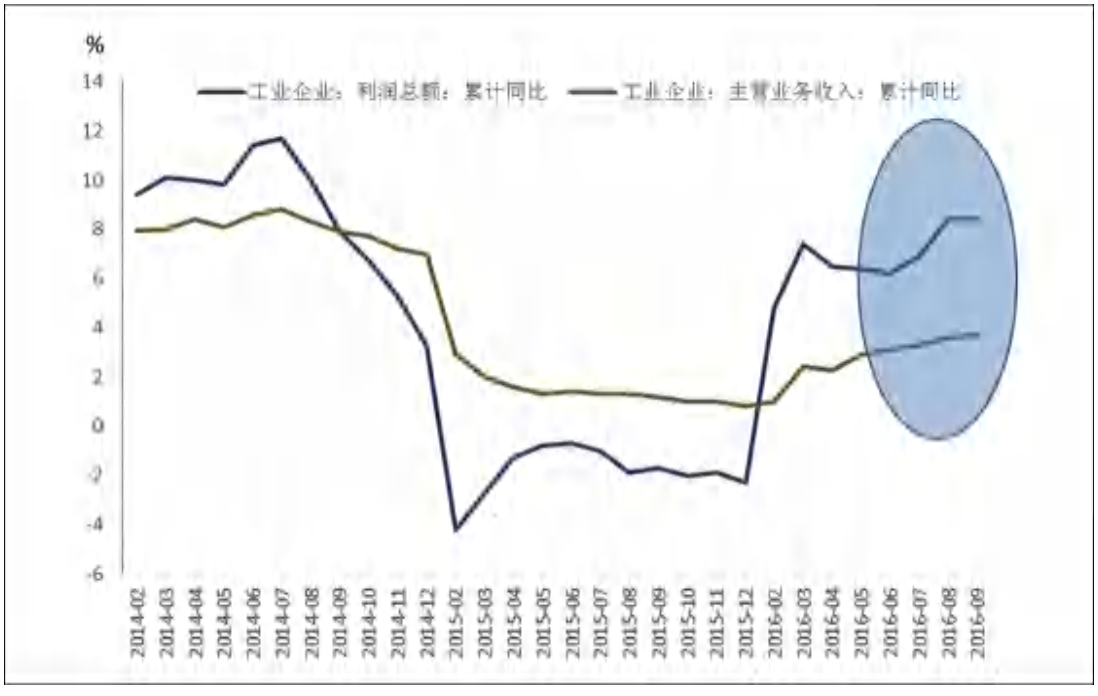


图37　工业企业利润和营业收入均有所改善

第二，分大类产业看，制造业企业利润增速大幅回升是今年工业企业利润增速回升转正主要因素。1－9月，制造业利润总额同比增长13.5%，比2015年底提高10.7个百分点，采矿业与电力、热力、燃气及水的生产和供应业的利润总额同比增速分别为－62.1%和－3.6%，分别比去年年底下降3.9和17.1个百分点。分具体

行业看，在 41 个工业行业中，有 22 个行业利润增速比 2015 年底有所上升，利润总额增速最高的五个行业分别是是黑色金属冶炼及压延加工业，石油加工、炼焦及核燃料加工业，煤炭开采和洗选业，有色金属冶炼及压延加工业和水的生产和供应业，1－9 月利润增长分别为 272.4%、263.8%、65.1%、33.2%和 19.3%，尤其黑色金属冶炼及压延加工业和煤炭开采和洗选业利润增速比去年年底分别大涨 340.3 和 130.1 个百分点，而石油和天然气开采业为三季度累计跌幅最大的行业，为－144%，开采辅助活动利润总额跌幅最大。

第三，工业企业亏损企业数量和企业亏损总额显著下降。1－8 月，工业企业亏损企业数量同比上升 1.1%，比去年同期 13.6%的增速有明显回落；与此同时，亏损企业的亏损额同比下降 3.1%，为 2014 年以来企业亏损额变化首次即由增加转为减少。



图 38　制造业增速大幅回升带来整体工业企业利润总额增幅上升

第四，从不同性质的企业来看，国有控股企业和私营企业的营业收入和利润总额均有不同程度的小幅改善，国有控股工业企业利润总额增速实现两年来首次转正。前三季度，国有控股工业企业主营业务收入累计同比下降 2.7%，跌幅比上半年－4.6%有所收窄，比去年同期跌幅 8.7%有明显好转，私营工业企业主营业务收入的增幅相对保持平稳，2016 年 1－8 月，私营工业企业主营业务收入累计同比增长 6.6%；国有控股工业企业利润总额持续好转，上半年跌幅为－8%，之后连续收窄，前三季度增速由负转正，同比增长 2.6%，为 2014 年 10 月以来首次转正，远好

于去年同期－24.4％的跌幅。私营企业的利润总额指标表现显著优于国有企业，下滑趋势也较小。2016 年 1－8 月，私营工业企业利润总额增长为 8.4％，比去年同期高 1.1 个百分点，但比上半年增速下降 0.4 个百分点。



图 39　工业企业亏损情况

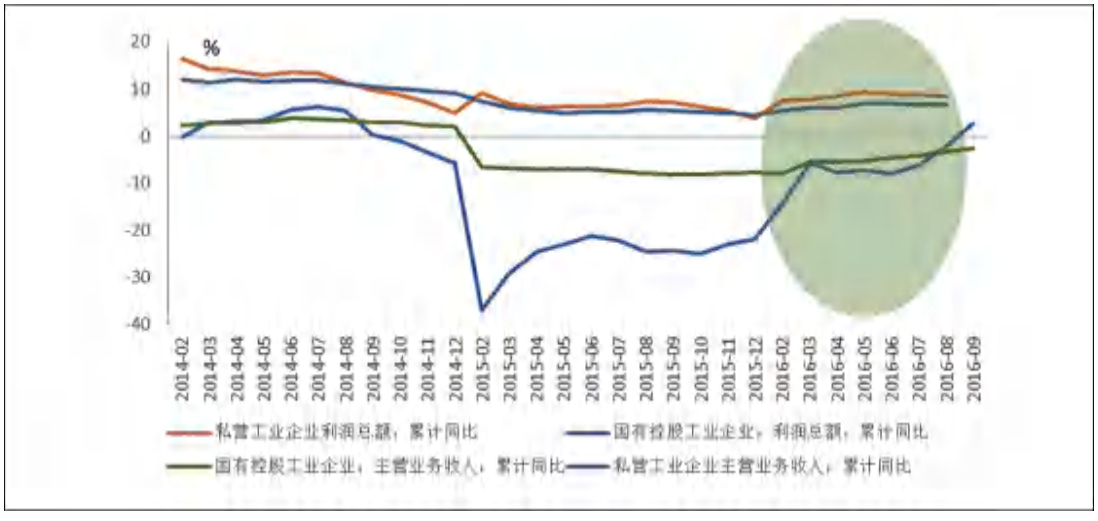


图 40　国有企业与私营企业主营业务收入和利润总额增长变化趋势

（二）政府公共财政收入和基金性收入增长有所改善，土地和房地产相关税收增速较快。

2016 年公共财政收入保持较快增长，尽管增长趋势有所放缓，由于房地产市场的复苏，使得土地与房地产相关的税收收入和基金收入增长较快，整体带动了财

政收入的增长。前三季度，全国一般公共预算收入121400亿元，同比增长5.9%，一二季度分别为6.5%和7.1%，财政收入增速有所下滑，比去年同期和去年年底分别下降1.7和2.5个百分点；地方一般公共预算收入增速快于中央一般公共预算收入，前三季度中央一般公共预算收入54628亿元，同比增长4.4%，地方一般公共预算本级收入66772亿元，同比增长7.2%，但地方一般公共预算收入增速慢于中央一般公共预算收入的增速，地方和中央一般公共预算收入累计增速从一季度的10.4%和1.2%分别下降、上涨到三季度的7.2%和4.4%。



图41　政府性基金收入同比大幅改善

今年以来，全国政府性基金收入增长较快，1－9月，全国政府性基金收入29777亿元，同比增长11.3%，比去年同期和去年年底分别增长41.8%和33.1%。其中，中央政府性基金收入3294亿元，同比增长6.6%，地方政府性基金本级收入26483亿元，同比增长11.9%，其中国有土地使用权出让收入23306亿元，同比增长14%，比去年同期和去年年底分别大幅度上涨48.7%和35.4%。

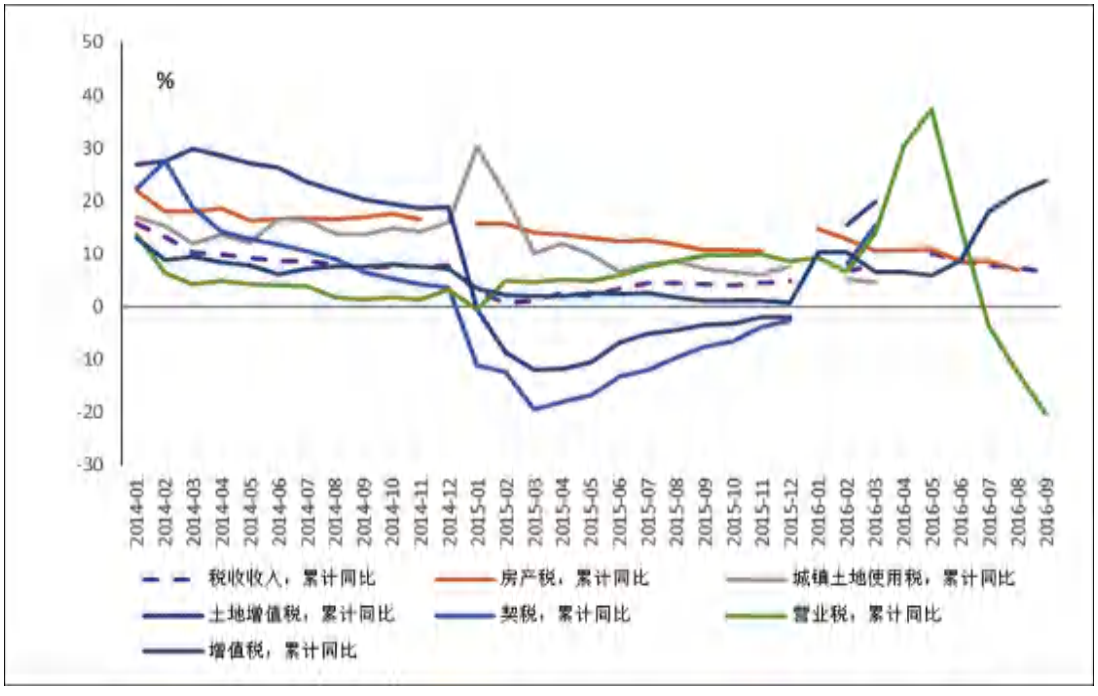


图 42　主要税种的变化趋势

2016 年税收收入增长幅度较快。1—9 月，税收收入同比增长 6.6%，比去年同期和去年全年分别提高 2.3 和 1.8 个百分点。2016 年我国财政领域中最重要的改革是营改增试点，2016 年 5 月 1 日起，我国在全国范围内开始全面推开营业税改征增值税试点，建筑业、房地产业、金融业、生活服务业等全部营业税纳税人，被纳入试点范围，由缴纳营业税改为缴纳增值税，受到营改增试点后中央与地方增值税收入划分的调整，6 月以来营业税和增值税税收收入发生巨大变化，1—9 月份营业税收入为 11405 亿元，同比下降 20.4%，1—9 月增值税收入为 28014 亿元，同比增长 23.8%。此外，受房地产市场复苏以及部分地区房地产销售增长较快的影响，今年以来与土地和房地产相关的收入增长明显。土地和房地产相关税收中，1—9 月，契税 3158 亿元，同比增长 11.7%，土地增值税 3280 亿元，同比增长 13.7%，房产税 1561 亿元，同比增长 4.9%，城镇土地使用税 1620 亿元，同比增长 3.4%。

(三)居民收入增长稳中有降，城乡居民收入差距略有扩大。

2016 年以来，我国居民收入增长有所下降。2016 年 3 季度，城镇居民人均可支配收入增长为 7.8%，分别比去年同期和今年年初的 8.4%和 8.2%下降 1.6 和 1.4 个百分点。1—9 月，全国居民人均可支配收入为 8.4%，呈缓慢下降趋势，比去年

同期的9.2%下降了0.8个百分点。尽管居民收入增速有所下滑，但依然超过GDP的增速。2016年3季度，城镇居民人均可支配收入增长超过GDP增速1.1个百分点。城乡居民收入差距略有扩大，2016年3季度，城镇居民人均可支配收入为25337元，农村居民人均可支配收入为8998元，城乡收入比为2.82，比2013年3月的2.51增加0.31。

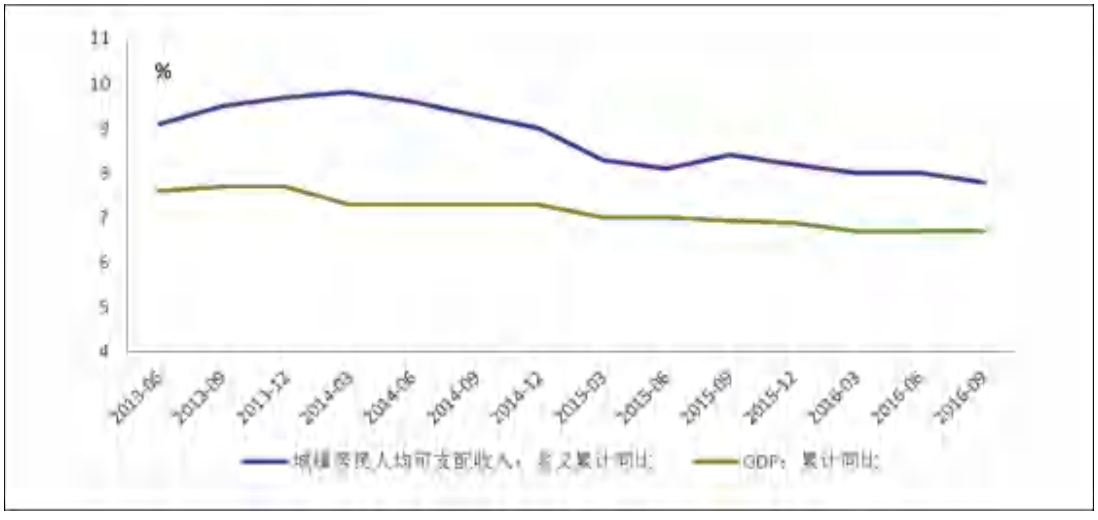


图43　居民收入增速超过GDP增速

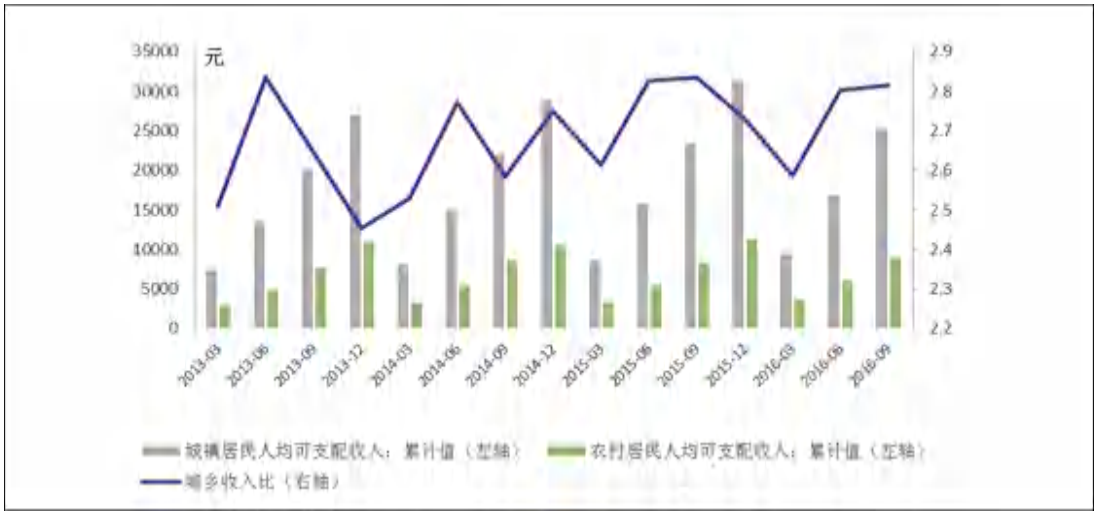


图44　城乡收入比变化趋势

七、各类景气指标有所改善，先行指标有所回升。

（一）宏观景气指标进一步改善。

从宏观经济景气指数来看，8月份宏观经济一致指标和先行指标分别为94.23和99.13，均比上月进一步提升，说明未来一段时间经济底部企稳的迹象有望延续。

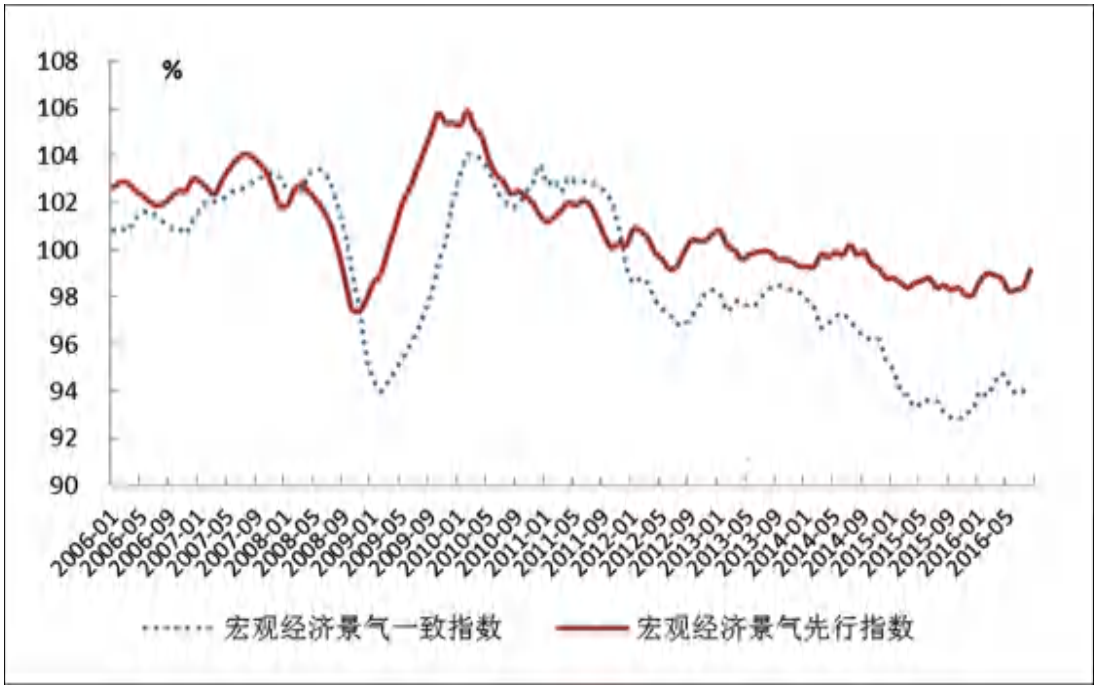


图45　宏观经济景气一致指标和先行指标均有所改善

（二）发电量等先行指标增速有所回升。

9月全社会用电量同比增长6.9%，今年以来增速全面转正并且持续保持增长，增速同比去年同期回升7.1个百分点。1—9月，全社会用电量同比增长4.5%，比去年同期上升3.7个百分点。9月，工业用电量同比增长1.4%，增速同比去年同期回升4.3个百分点。



图 46　全社会用电量变化趋势

8 月，全国铁路货物发送量同比增长 1%，自 2013 年 9 月以来首现正增长。根据中国铁路总公司官网的数据，9 月，国家铁路货运发送量日均完成 758 万吨，同比增长 4.9%。全路日均装车 126644 车，同比增长 10.2%，为 5 月以来连续第 5 个月实现同比增长。其中，9 月 23 日至 25 日全路连续 3 天装车达到 13 万车以上，为 2016 年以来的最好水平，也是 2014 年 12 月以来全路单日装车首次回到 13 万车水平。作为直接反映全社会物资流动程度的指标，铁路货运量指标的回升，从一定程度说明经济的有企稳迹象。

（三）中采 PMI 和财新 PMI 走势也有所回升。

9 月，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.4%，财新中国制造业采购经理人指数（PMI）为 50.1%，均高于 50%的荣枯分界线，自 3 月以来，中采 PMI 指数持续运行在 50%荣枯线以上，7 月份略有下降为 49.9%，8 月和 9 月回升至 50.4%，提高 0.5 个百分点。

非制造业商务活动指数也持续在 53%以上的景气区间运行，并于 9 月？出现小幅提升，财新中国 PMI 指数也快速上行至 50%的荣枯线以上。这些变化说明制造业和非制造的景气程度均有所改善。



图 47　中采 PMI 和财新 PMI 走势有所改善

(四)各类信心指数有明显好转。

从各类微观主体信心指数来看,经济有好转趋势。居民未来收入信心指数、企业家信心指数以及银行家宏观经济信心指数三大信息指数表示各类微观主体对宏观经济信心持改善态度,如中国人民银行发布的企业家信心指数,9 月份为 51.2,比 3 月份的 43.7 有大幅度提升,银行家宏观经济信心指数自 2015 年 12 月开始攀升,从 37.9 上升到 9 月的 46.5,这些数据从一定程度上说明微观主体认为企业运行有一定的改善,经济有筑底企稳的迹象。

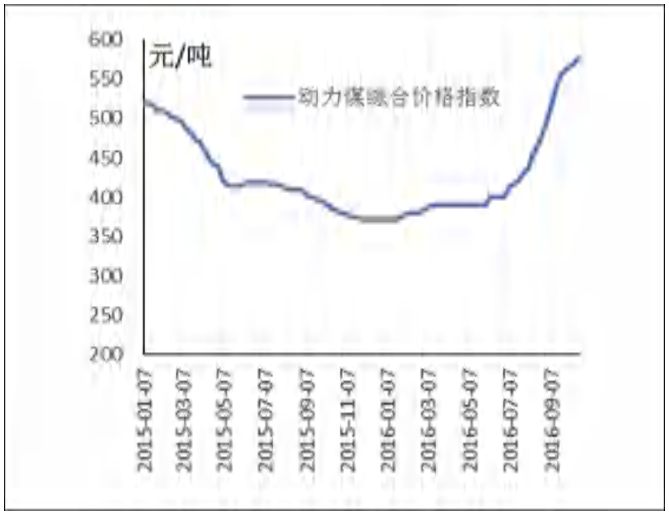


图 48　中国经济微观主体信心指数变化趋势

八、“三去一降一补”有所进展，结构性改革力度低于预期。

（一）去产能有所推进，进展由上半年的缓慢转变为明显加快。

去产能是2016年经济工作的重要目标之一，根据国务院的《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》、《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》等文件，未来3—5年煤炭行业退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右，用5年时间再压减粗钢产能1亿—1.5亿吨。从实际情况来看，年初以来，随着基础设施项目落地和房地产投资的反弹，加之前期去产能的推动，包括煤炭、钢铁等黑色系的大宗商品价格反弹明显，上半年过剩行业被动去产能放缓，下半年以来，在政策推动等因素影响下，去产能进程明显加快。

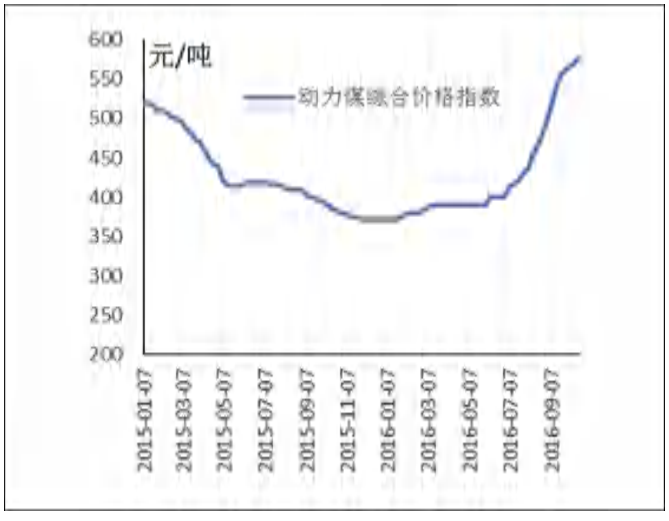


图49　动力煤综合价格指数持续攀升

从煤炭行业来看，煤炭行业去产能进程先松后紧，上半年煤炭行业仅完成全年任务的29%；下半年以来，去产能进度大幅加快，但依然略低于预期，7月底，去产能完成了38%，截止到8月底，完成了60%，累计退出产能1.5亿吨。从需求端来看，随着煤炭产量出现大幅下降，炼焦煤供需缺口和动力煤供需缺口扩大，而下游

电厂和钢企库存在三季度达到低点，对煤炭增产要求迫切，煤炭价格连续上扬[①]。四季度，稳增长压力加大，限煤价、保供应的政策基调或影响去产能进行，煤炭价格的快速上涨或将有所抑制。

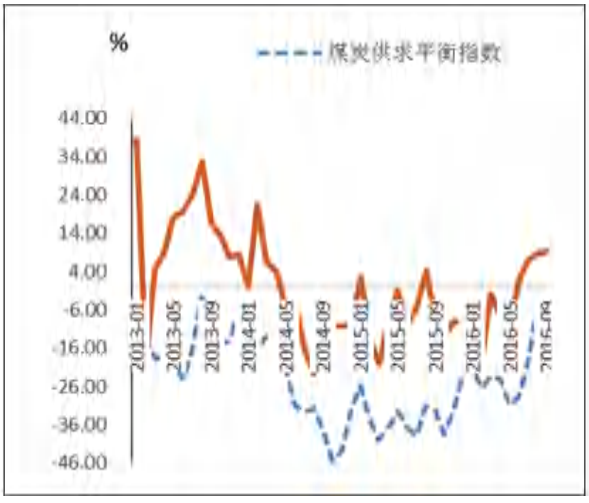


图 50　我国煤炭供求平衡指数显示近期需求走好

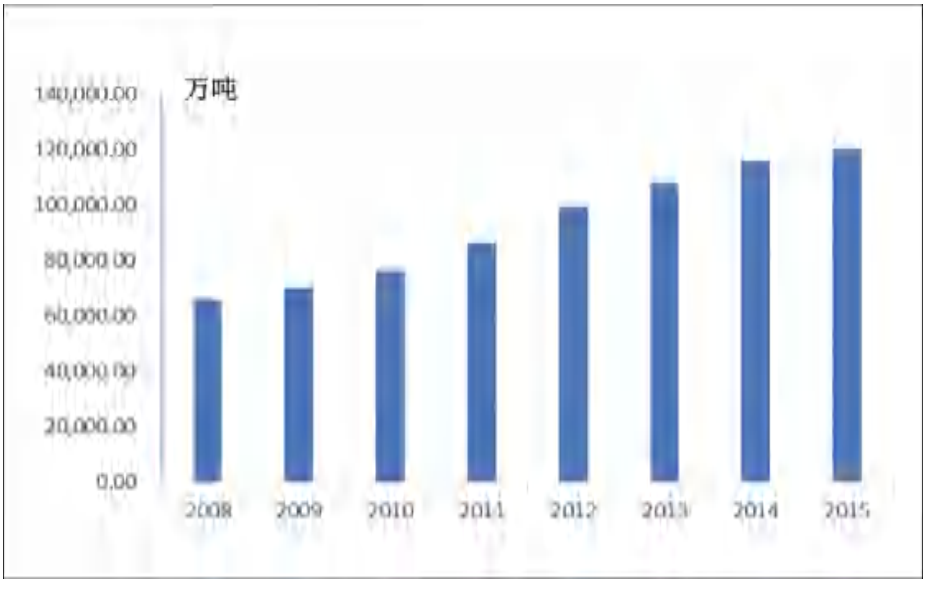


图 51　近几年粗钢产能持续增加

① 四季度，在稳增长、保供给的前提下，为稳定煤炭供应、抑制煤价过快上涨，发改委先后启动了预案二级、一级响应，并将煤炭产能释放主体增至三类，增产范围增至全国 1503 座煤矿。在增产范围扩展到 789 座煤矿后，预计会使得煤炭供给有效扩大，煤价涨势大概率减缓。

从钢铁行业来看，全国钢铁产能自2008年以来逐年增多，但2012年以后随着去产能政策提出，粗钢产能同比增速明显下降。今年以来随着钢价回升，部分停产产能复产，粗钢等产量同比增长有所改善。从去产能进程来看，2016年钢铁行业去产能目标任务是4500万吨，上半年我国钢铁去产能1300多万吨，完成今年的目标任务30%左右，前7个月完成45%左右，进程低于预期。从总体上看，钢铁行业供大于求的态势并没有改变，1—9月，全国粗钢产量4亿吨，同比下降1.1%。但从需求角度看，粗钢表观消费量持续下降，市场需求并没有明显好转。而反映供需的价格的，其波动变化，更多的是由于连续四年下跌，企业亏损严重导致普遍停产、限产改善了供需关系而来。

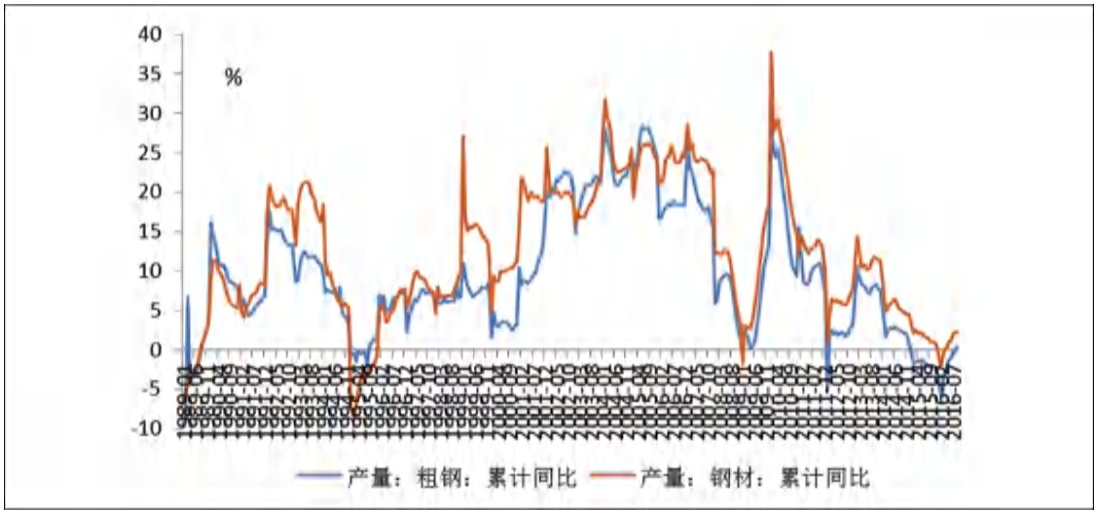


图52　今年以来粗钢产量增长由负转正

（二）去杠杆呈现分化态势，国有及国有控股企业持续加杠杆，私营经济持续去杠杆。

去杠杆是去年10月供给侧改革的五大任务之一，从2016年以来的情况来看，以资产负债率指标来看，规模以上工业企业总体杠杆水平微幅下降，但是国有企业和私营企业去杠杆态势不一，前者杠杆率进一步上升，而私营经济部门则持续去杠杆。1—8月，全国规模以上工业企业资产负债率为56.4%，比上年同期和上年年底分别下降0.4个百分点和0.2个百分点；国有控股企业资产负债率为61.6%，比上年同期和上年同期分别上升0.3个百分点和0.2个百分点；私营企业资产负债率为51.6%，比上年同期的52.5%有明显下降。

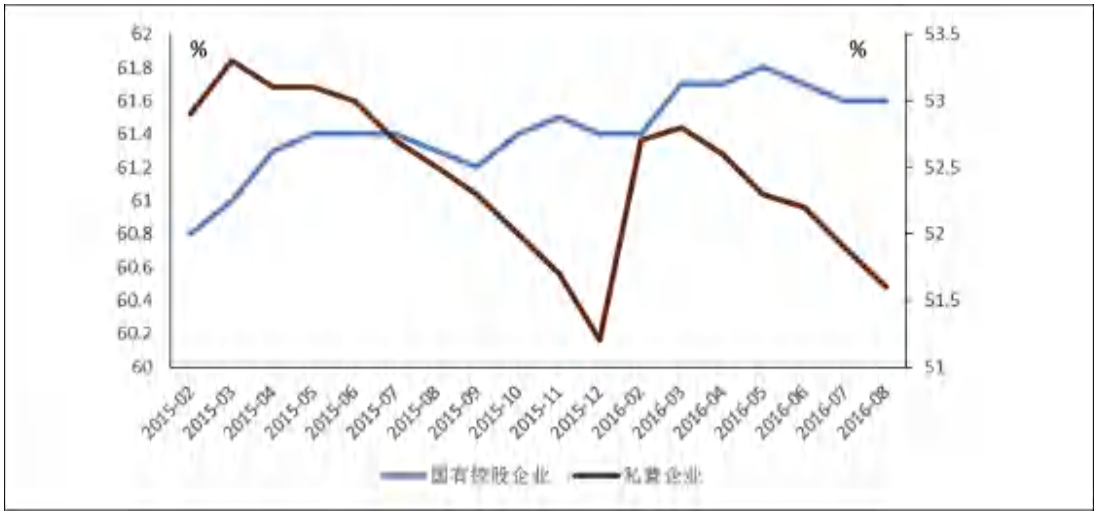


图 53　规模以上国有控股企业和私营企业去杠杆进程持续差异

从历史情况来看，近几年工业企业的资产负债率基本稳定在 47－58％左右，但是在经济处于低谷期，稳增长主要由政府相对可控但是效率相对低下、同时也负有社会维稳责任的的国有企业部门投资来保增长，因此国有及国有控股企业的资产负债率由金融危机之前的 56％左右上升至目前的 60％以上；私营经济并没有很深的介入政府主导的逆周期调控，基本上是顺应了经济的自然周期进行债务收缩，因此资产负债率由危机前的 58％左右下降至目前的 51％左右。

（三）传统行业过剩与局部供给不足持续存在，过剩行业中传统制造业调整仍是个艰难的过程，行业生产经营面临转型压力加大。

随着我国经济发展进入新常态，原有的制度红利和人口红利渐失、劳动力成本不断攀升、资源环境发展约束不断增强、而生产领域的大面积过剩与部分领域（尤其是服务业领域）的供给长期不足等结构性矛盾持续存在。今年以来，虽然去产能持续进行并有所进展，但整体调整依然是一个漫长的过程。当前，我国水泥、粗钢的产能利用率均不足 70％，平板玻璃、电解铝等行业的产能利用率在 68％、79％左右。与此同时，部分领域比如医疗、基础设施等仍然存在供给不足。以医疗为例，随着人口老龄化、城镇化水平的提高、生活方式的改变、财富的增长以及全民医保制度的推进，医疗服务需求增长飞速，但供给的增长步伐并未与之匹配，表现为总量供给不足、结构性失衡等，从而导致医患关系恶化。如以每千人口医生数和每千人口床位数指标来看，中国每千人口医生数仅为 1.9，每千人口床位数为 2.9，远落后于美国、日本等其他国家。

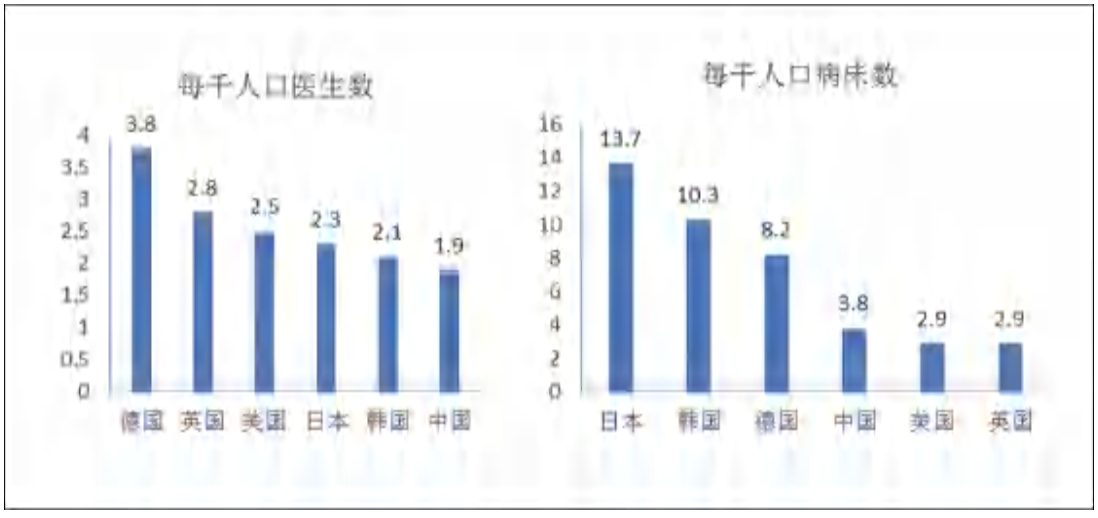


图 54　当前每千人口医生数和每千人口病床数的国际比较

与此同时，实体企业经营仍面临多种压力。今年以来在去产能、国际大宗商品价格波动反弹等多种因素作用下，生产领域的通缩不断缓解，消费领域与生产领域的涨跌背离程度有所收窄，CPI 与 PPI 的剪刀差明显缩小，但依然高于 2012 年以来的均值，处于近几年的高位水平。这种现象说明，价格传导机制依然不通畅，在一定程度影响企业的盈利能力。上游劳动力成本的上升不能向下游产品转移，终端消费需求很难拉动生产领域需求，最终必然带来企业盈利下降。另一方面，社会资金被地方融资平台、过剩产能行业等资金黑洞挤占，而企业盈利状况虽有改善，但资金紧张的矛盾不断加剧。从实际情况来看，企业资金周转与销货款回笼状况在近几个月有所改善，但依然处于近几年的低位。三季度二者分别为 53.4％和 57.3％，前者与上年同期持平，后者则回落 0.1 个百分点。

价格传导机制不顺畅带来上游成本无法向下游转移，盈利不佳加上资金紧张导致企业资金链断裂风险上升，企业因此破产的事件屡屡发生，众多违约事件都说明了企业信用风险不断加剧。? 从具体行业来看，目前，资产负债率在 55％以上的行业占比接近 50％，其中房地产、公用事业、钢铁、化工、通信等行业杠杆率较高。偏高的资产负债率加剧其信用风险，? 以采掘业、钢铁业等中上游行业为例，受制于产能过剩，需求难以明显改善，其短期盈利能力回升的难度很大，盈利水平受限，在行业未走出周期性谷底之前，信用风险将难以降低。

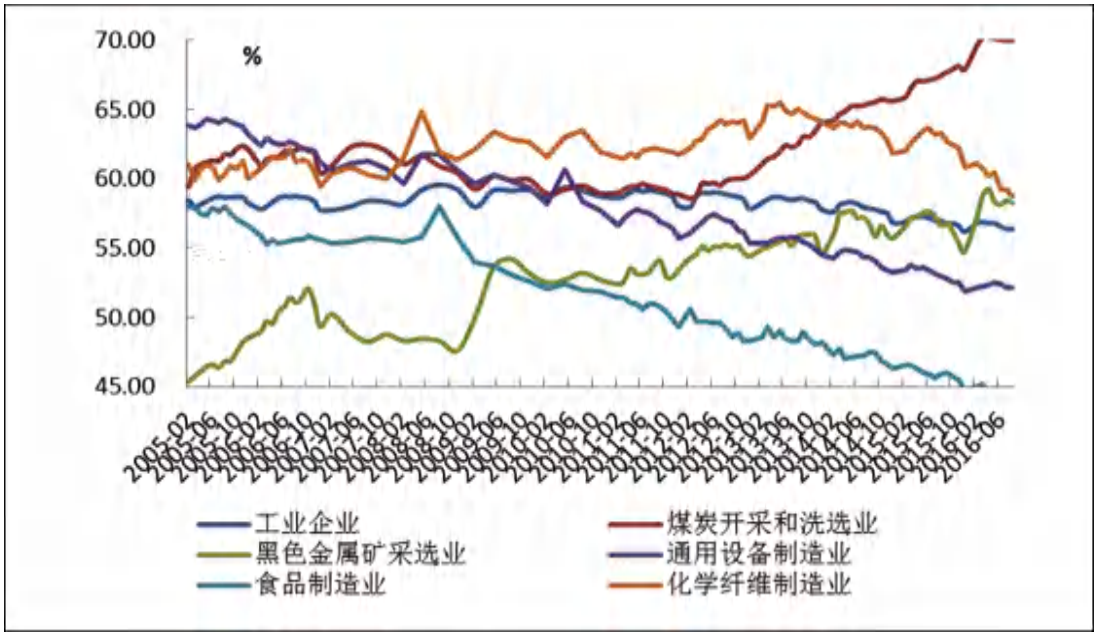


图 55　工业企业资产负债率走势分化

与此同时，企业经营困难和房地产市场调整，危及银行等金融系统稳定，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。伴随着供给侧结构性改革的推进，过剩产能不断出清，当前的信用风险暴露还只是开始，未来违约事件或将加快发生。

（四）降成本持续进行，企业融资成本有所下行，但总体税负依然较高。

随着最近一轮降准、降息以及一系列降低企业融资成本政策的实施，全社会广义利率水平总体保持下行态势，企业融资成本有所下降。9 月份，温州民间融资综合利率为 16.65%，P2P 网贷行业综合利率为 9.83%，分别比上年同期回落 2.2 和 2.8 个百分点，比上年年底回落 2.06 和 2.62 个百分点；银行理财产品平均预期年化收益率为 3.76%，比上年同期和年底分别下降 0.9 和 0.59 个百分点。与此同时，企业发债的成本也有所回落，5 年期 AAA 公司债月度平均发行利率为 3.28%，分别比上年同期和上年底回落 0.73 个百分点和 0.5 个百分点，3 年期 AAA 中期票据月度平均发行利率为 3.24%，分别比上年同期和上年底下降 0.9 个百分点和 0.41 个百分点；6 月份，金融机构一般贷款加权平均利率为 5.58%，比上年同期和年底分别低了 0.88 个百分点和 0.06 个百分点。随着利率中枢的下移，工业企业的利息支出也有所减少，1—7 月，全国工业企业利息支出同比下滑 8.4%，比上年同期少支出利息 624 亿元。

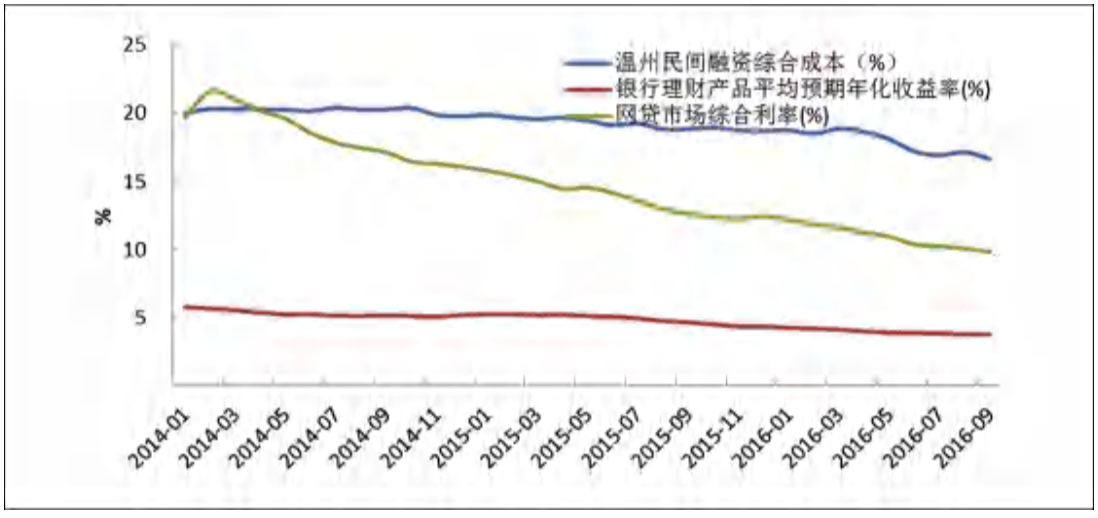


图 56　温州民间融资综合成本、理财产品以及网贷市场综合利率总体有所下行

表 3　　企业发债成本有所下移(发行利率,单位:%)

年	月份	公司债		中期票据	
		5 年期 AAA	3 年期 AA	3 年期 AAA 级	3 年期 AA 级
2015	1	4.70	7.23	5.19	6.61
	2	—	—	4.47	6.36
	3	—	5.07	4.87	6.35
	4	—	5.72	4.75	6.38
	5	—	5.45	4.37	6.20
	6	4.59	5.03	4.33	5.64
	7	5.07	5.33	4.53	5.95
	8	4.17	5.40	4.14	5.45
	9	4.01	6.09	4.14	4.99
	10	3.95	5.28	3.83	5.77
	11	4.02	5.90	3.85	5.58
	12	3.78	5.68	3.65	4.99

续表

年	月份	公司债		中期票据	
		5年期AAA	3年期AA	3年期AAA级	3年期AA级
2016	1	3.31	5.81	3.60	4.97
	2	2.94	5.60	3.13	4.72
	3	3.47	4.60	3.38	5.39
	4	4.06	4.95	3.52	5.78
	5	3.69	4.92	3.48	5.60
	6	3.27	5.25	3.66	5.82
	7	3.90	4.76	3.40	5.70
	8	3.29	4.36	3.28	5.28
	9	3.28	4.44	3.24	5.29

注：—表示当月该券种没有发行新债。

从宏观层次来看，多次降息以来，名义基准利率下行1.25个百分点，小于同期工业品出厂价格指数PPI的2个百分点的降幅，企业所感知的真实利率水平仍然在持续上升，而小微企业所面临的真实利率还要高得多。全社会利率中枢有所下移，企业实际融资成本的下降，说明降成本政策有一定的效果，但是从企业的总体成本以及宏观税负指标来看，“降成本”效果有所折扣，工业企业的利息支出虽然有所减少，但是管理费用等其他成本不降反升。1—8月，规模以上工业企业每百元主营业务收入成本为85.87元，比去年底回升0.19元；工业企业管理费用增长5.7%，增速比上年底提升了0.5个百分点；同时考虑到工业品原材料价格虽然降幅收窄，但依然回落的，其他成本实际上可能仍然是有增无减，尤其是国有企业的财务数据更体现了这一点。1—8月，国有及国有控股企业管理费用和销售费用分别增长了5.4%和6.3%，涨幅比上年同期扩大了6.3个百分点和6.8个百分点，比上年底扩大了3.7个百分点和5.8个百分点。

此外，从税收收入占GDP的比重和财政收入占GDP的比重走势来看，宏观税负指标2016年较2015年明显上扬。1—9月，全国税收收入同比增长6.6%，比上年同期和上年底均分别提升2.3个百分点和1.8个百分点；全国公共财政收入同比增长5.9%，虽然增速比上年同期和上年全年均延续放缓态势，但是占GDP的比重明显提高。财政收入和税收收入占GDP的比重分别为22.9%和19.04%，分别比

2015 年的 22.5%和 18.5%提高了 0.4 个百分点和 0.53 个百分点。



图 57　工业企业每百元主营业务收入中的成本以及主营业务收入利润率走势



图 58　全国财政收入和税收收入占 GDP 比重有所攀升

通过以上的分析可见，虽然在降息、降准以及多种降低企业融资成本政策的作用下，企业融资成本有所缓解，但管理费用等其他成本、宏观税负指标不降反升，降成本实际效果有所折扣。

九、宏观调控的基调发生转变，由稳增长向防风险转向。

上半年，宏观调控明显体现了稳增长的主基调，为了完成全年6.5%－7%的目标，一方面，财政支出力度比去年同期有所加快，基础设施增长持续保持高位；另一方面，保持适度宽松的货币政策。与此同时，在去库存背景下的房地产政策放松，譬如限购放松，出台政策降低个人购买唯一住房的契税、首付比例的降低等，由此带来房地产量价均大幅回升。在此带动下，经济呈现底部企稳的迹象。但是，**在政府主导力量带动经济企稳的同时，系统性风险有所扩大，债务风险的凸显，房地产价格的暴涨，股市市盈率经历2015年的股灾后有所回调但依然在2008年危机前的水平，中央宏观调控政策开始发生转变。**6月，国新办专门针对债务问题举行了“债务吹风会”；7月，中央政治局会议除了明确五大重点工作方向，尤其提出要“抑制资产泡沫和降低宏观税负”；9月以来至国庆期间，全国二十个城市集中出台对地产限购和限贷的政策；10月，国务院出台《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》以及《关于市场化银行债权转股权的指导意见》。近期，传言银监会将表外理财资产纳入MPA广义信贷监测，严禁银行理财资金违规进入房地产领域，证监会管理下的交易所大幅提高了地产债的发行标准甚至传出暂停发行的消息；2016年10月28日召开的全年第三次政治局会议尤其强调了“货币政策要抑制资产价格泡沫和防止金融风险”。发改委屡次召集煤炭企业开会，也是为了保障煤炭供应，抑制煤价的暴涨，因为工业原料的价格暴涨会导致整体物价上行，也会导致落后产能复工，影响去产能的效果。



图59　宏观经济政策重心已经发生变化，由稳增长向防范风险转变(M2增速)

十、小结

总体来看，2016年宏观经济呈现底部企稳与泡沫聚集的特点，一方面经济增长呈现短期底部趋稳迹象，前三季度GDP呈现直线型走势，基础设施投资持续高位增长，工业企业利润增长由负转正并持续增长，居民消费价格温和上涨，工业领域通缩进一步收窄，9月当月PPI更是由负转正；但在政府主导力量带动的经济趋稳基础并不牢固，经济运行中一些深层次的问题并没有解决，资产泡沫问题不断凸显，局部风险不断扩大，对宏观经济和民生影响甚重的房地产领域泡沫不断积聚，房地产价格暴涨；市场性力量的民间投资增长下滑，债务的结构性风险日益突出，尤其是非金融企业产能过剩与局部供给不足的结构性问题依然突出等等；而事实上，**随着对泡沫和风险的担忧，宏观调控基调由上半年的稳增长向防风险转变，**一方面随着收紧的房地产调控再度出台，22城市出台限购、限贷政策，将带来地产销量增速的下滑，而3季度土地购置、新开工面积增速有所恶化；因房地产价格上升过快，部分城市推出新的房地产限购政策，由房地产市场带动的实体经济的回暖正面临回落的风险。另一方面，政治局会议明确“货币政策要抑制资产价格泡沫和防止金融风险”，政策基调保持适度宽松；央行最新的货币政策执行报告也显示出未来对风险的防控等等；总体来看，在房地产略有降温、市场性力量依旧疲弱等综合影响下，四季度经济下行压力将有所加大。**综合考虑全年的情况，预计全年经济增长6.7%左右。**

第三部分　持续筑底的2017年经济以及需要关注的7大困境

2017年将是中国经济持续筑底的一年。当前中国经济的下行是周期性、趋势性以及结构性等多种因素共同作用带来。而中国经济的企稳更多的还是依靠政府主导性的因素，尤其是房地产投资和基础设施投资的走势更是证实了这一点，增长方式依然是“投资－债务”驱动；从增长动力来看，美国经济数据喜忧参半、增长动力依然不强，欧盟除自身的结构性问题外还将受英国脱欧的进一步冲击，外需难有明显改观。增长动力主要还是来自于内需，从结构来讲，消费需求持续平稳，因此变化则主要取决于投资需求，更具体的说是取决于基建、房地产、制造业这三大固定资产投资的增长，这三大类投资又取决于行业调整周期的变化，同时宏观经济政策对其影响也甚为重要，侧重稳增长和侧重改革的宏观经济政策对其作用不一。经济增长内生动力不足，新动力难以充分替代旧动力拉动经济增长。这些因素共同决定了2017年中国宏观经济仍将持续筑底。而在**中短期影响经济增长的众多周期性力量中，我们认为债务周期是影响中国经济是否发生危机或者继续恶化的最重要的力量。**与此同时，在2017年的经济发展中，仍需要重点关注七大困境。

一、持续筑底的基本逻辑：中长期传统动力源泉的减弱带来潜在增长率的下行以及中短期周期新因素的波动

2009年一季度我国经济增速降至6.2%，达到亚洲金融危机之后的第一次经济底部。随着刺激政策实施，经济短暂回升，自2010年三季度开始，经济增长从10%的增速基本逐季回落，截止2016年三季度经济增速降至6.7%。随着中国经济“新常态”的延续，投资回报率不断降低、而债务率不断升高，经济下行的压力仍然不容小觑。未来个别年份或者季度增速跌破6.5%应该是大概率的事情。那么2017年是否会是中国经济“不对称W型”的第二次底部？从中国增速的回落来看，当前正处于过去(1978－2010)年平均10%的高速向中高速换挡的过程，面临结构调整、动力转换、体制改革等系统性调整，经济增长回落至一个新的平衡点，即第二

次底部，这个平衡点取决于多种因素。中长期来看，取决于潜在增长速度；中短期来看，则受各种周期性力量的影响，包括世界经济在2017年是否延续新平庸？投资需求何时触底？去产能进展如何？经济增长新动能何时能形成规模性影响等？特别是中国的债务周期是否已经濒临拐点，风险能够得以缓释？等等。

从中长期来看，支撑中国过去30多年高增长的几大动力源泉均不同程度地减弱，全球化红利耗竭、工业化红利递减、人口红利也随着人口抚养比底部到来、刘易斯拐点出现、储蓄率的回落而发生逆转，十三五期间经济增长潜力有所下降，潜在经济增长率的底部有可能突破6.5%。从中短期众多周期性因素来看，美国经济数据喜忧参半、增长动力依然不强，欧盟除自身的结构性问题外还将受英国脱欧的进一步冲击，外需难有明显改观。增长动力主要还是来自于内需，而消费需求取决于居民收入、消费习惯等方面的因素影响，其走势相对于经济增长而言平稳；投资需求是需求变动以及经济变动的关键，更具体的说是取决于基建、房地产、制造业这三大固定资产投资的增长，行业调整周期的变化决定了房地产投资、制造业投资难以明显改善，基础设施投资增长提速的空间也有所减低；而从产业发展来看，新动力难以充分替代旧动力拉动经济增长，与此同时在向服务经济为主发展的过程中，服务业劳动生产率相对第二产业劳动生产率低将制约全社会劳动生产率的提升。等等这些因素共同决定了2017年中国宏观经济仍将持续筑底。2018年或许是底部反弹的一年。

此外，**我们认为，中短期影响经济增长的众多周期性力量中，债务周期是影响中国经济是否发生危机或者继续恶化的最重要的力量。其背后的逻辑主要表现为通过“债务－投资”驱动依然是目前稳定经济增长的主要路径；货币以银行信贷为主的债务形式投放给中央和地方的国有企业，以此开展由政府推出的大量以基础设施建设、房地产为主的投资项目，从而拉动经济增长。但投资收益率的下降和资金使用效率的降低已逐渐弱化了“债务－投资”驱动模式的效用。同时高债务问题不断显现，且由于其连通实体经济和金融市场，高债务带来的高风险已成为经济稳定的巨大威胁。**

（一）从外部经济来看，世界经济仍然处于深度调整的周期之中，新平庸格局下的世界经济复苏总体依然乏力。

2016年，世界经济总体复苏乏力，世界经济增长率低于预期，不确定性超出预期。各国分化走势延续，部分新兴国家面临增长趋缓、货币贬值、资本外流等多重压力。展望2017年，世界经济增长动能仍旧疲弱。全球贸易持续低迷，政策空间

下降以及不确定性上升、逆全球化倾向上升，同时仍面临美联储加息、英国公投后续发酵、美国大选后内外政策变化、国际金融体系风险和地缘政治冲突上升等不确定因素，经济增长可能有所减弱，国际油价也将维持区间波动。在全球经济的再平衡过程中，世界经济持续的低增长、低贸易、低通胀和低利率的“四低”特征仍旧延续，而全球资产泡沫加剧，世界经济仍面临二次探底的风险，这将对中国经济总量和结构形成一定冲击，外需难以有明显改善。

1. 世界经济复苏乏力，国际贸易和投资增长低迷，贸易保护主义有所抬头。

2016 年世界经济总体呈现出复苏乏力的态势，各国分化走势延续，美国复苏态势较好，但欧元区、日本经济持续低迷，部分新兴市场国家面临经济增速下滑、货币贬值、资本外流等多重压力。

表 4　　主要预测机构对明年世界经济的预测

预测机构	国际货币基金组织	世界银行	OECD
全球	3.4	2.8	3.2
发达经济体	1.8	1.9	——
新兴经济体与发展中国家	4.6	4.4	——
美国	2.2	2.2	2.1
欧元区	1.5	1.6	1.4
日本	0.6	0.5	0.7
英国	1.1	——	1
中国	6.2	6.7	6.2

注：IMF 数据于 10 月 4 日发布；世界银行数据发布于 6 月 4 日；OECD 数据发布于 9 月 21 日。

2017 年全球经济仍将难以扭转这一状态。一方面，**从供给端看**，当前世界经济正处于以创新为基础的长周期下降阶段，尚难以看到可以产生革命性影响的重大技术突破，新兴产业仍处于产业化的初级阶段，难以担负引领世界经济走出困境的重任。同时，全球结构性改革举步维艰，发达国家人口老龄化、收入差距加大和债务高企等痼疾尚未得到有效解决；新兴经济体经济结构单一、金融系统脆弱、抗风险能力弱等问题长期存在。**从需求端看**，有效需求不足成为制约各国经济增长的首要因素，全球经济再平衡令发达国家私营部门持续去杠杆，抑制投资和消费复

苏；全球化进程放缓及贸易保护主义升温又进一步抑制了外需对各国经济增长的拉动作用，而凯恩斯主义的需求管理政策难以持续有效弥补私人需求的下降，并加大了各国主权债务风险。总体来看，全球范围内的产能过剩和需求不足现象依然突出，钢铁、能源、采矿等传统产业过剩产能出清进展缓慢，供需失衡局面未出现明显改观。而新能源、生物技术、智能制造等新技术仍处在探索和试错阶段，受制于成本和技术水平限制，新供给尚未创造有效的新需求。综合来看，世界经济仍将持续疲弱。

从主要机构对 2017 年的经济增长预测来看，世界银行、国际货币基金组织、联合国最新的报告，均下调了对明年经济增长的预期。其中，世界银行预计 2017 年经济增速最低，仅为 2.8%。



图 60　主要机构对明年经济增长走势预测

全球化进程放缓及贸易保护主义升温又进一步抑制了外需对各国经济增长的拉动作用；在全球经济增速放缓的背景下，全球化进程遇阻与贸易保护主义升温，进一步抑制了全球经济增长的动力。2016 年 6 月，世界贸易组织发布报告指出，2015 年 10 月到 2016 年 5 月中旬，20 国集团经济体出台保护主义贸易措施的速度是自 2008 年金融危机以来的最快。自 2008 年以来，G20 经济体共采取了 1583 项新的贸易限制举措，而仅仅取消了 387 项。后危机时代，全球贸易保护主义愈演

愈烈。

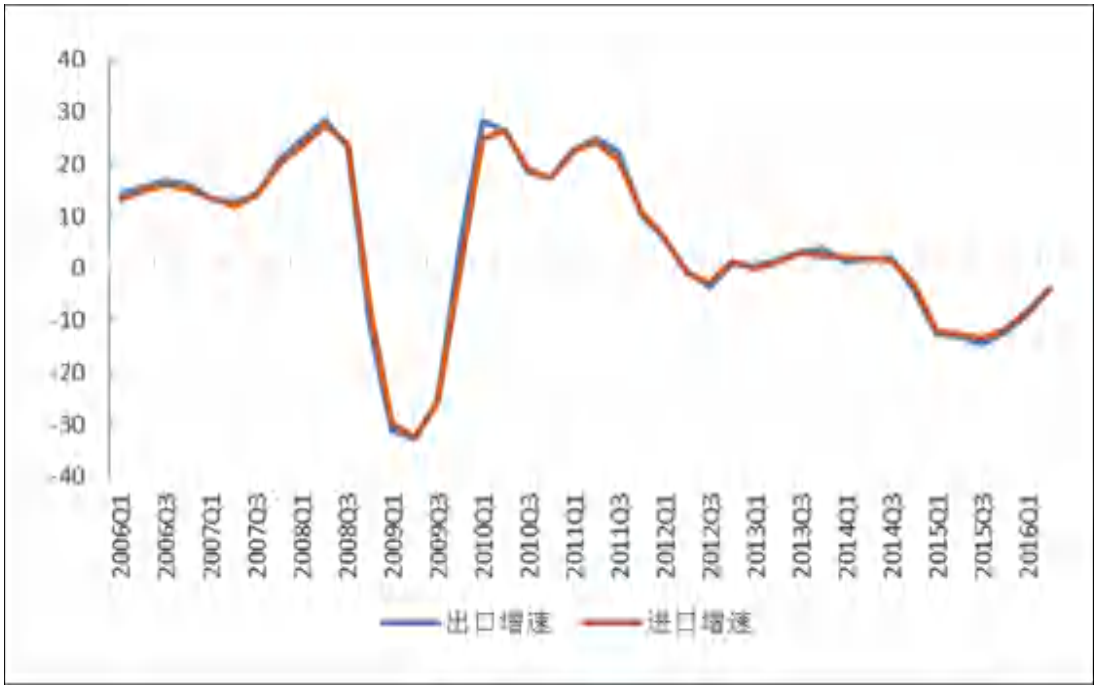


图 61　全球进出口形势

全球范围内贸易保护主义的盛行，既包括直接限制贸易措施，也包括货币竞争性贬值和区域贸易集团对非成员国的隐形歧视，这些措施对全球贸易的复苏形成一定的阻碍。2016 年前两季度全球贸易总额仍维持负增长，外需的持续疲弱将对我国经济形成一定制约。

2. 全球不确定性有增无减，国际金融市场宽幅震荡，国际资本流动短期波动加剧。

2016 年，国际金融市场发生巨震，全球股市普遍大跌，大宗商品市场深度下调，恐慌情绪广泛蔓延。我国春节 A 股休市期间，全球股市遭遇“黑色一周”。日本、法国、韩国股指持续下跌超过 11%、4.9%、4.3%，韩国创业板科斯达克指数触发 8%的熔断机制，恒生指数刷新 3 年低位，美国股指跌幅一度接近 3%。新兴市场股市中，印度、俄罗斯股指下跌幅度一度超过 6%。2016 年 10 月美欧因银行业股票暴跌出现金融动荡，这次金融风暴的漩涡中心不是意大利、希腊，而是来自欧洲中心德国的最大商业银行—德意志银行。更为重要的是，国际清算银行将德意志银行称为全球最大的金融系统性风险，进一步加剧了未来金融持续动荡的可能性。



图 62　美国 10 年期国债和日隔夜拆借利率

随着全球主要发达国家央行均采取了超低利率政策，越来越多的央行甚至采取了负利率政策，资金成本处于历史最低水平。虽然利率降至历史低位，但出于风险的凸显，投资者的风险偏好发生变化。截至 2016 年 9 月 30 日，1—2 年期的长期国债收益率为负值的国家就有德国、法国、日本、西班牙、意大利、荷兰、瑞士、瑞典等国，而美国、英国、加拿大也基本实现了零利率。美国 10 年期国债收益率创新低，日本 10 年期国债收益率首次跌至负值，这意味着投资者宁可亏钱也不愿投资股票等风险资产，表明投资者的风险偏好发生变化。与此同时，长期的超低利率，刺激了全球各国股票市场泡沫的再度形成。截至 2016 年 10 月初，各国股市的市盈率已经普遍超过 2007 年美国爆发“次贷危机”前的水平。

全球资本市场波动加剧，凸显投资者对全球经济复苏进程不确定性的担忧。同时受国际金融危机之后总需求不足、产能过剩、投资期望收益较低和投资者积极性不高等因素影响，全球投资低迷，不但影响当前经济增长，更重要的是影响未来生产率和潜在经济增长。全球各经济体有必要联手稳定资本市场信心，防范资本市场传染式暴跌。

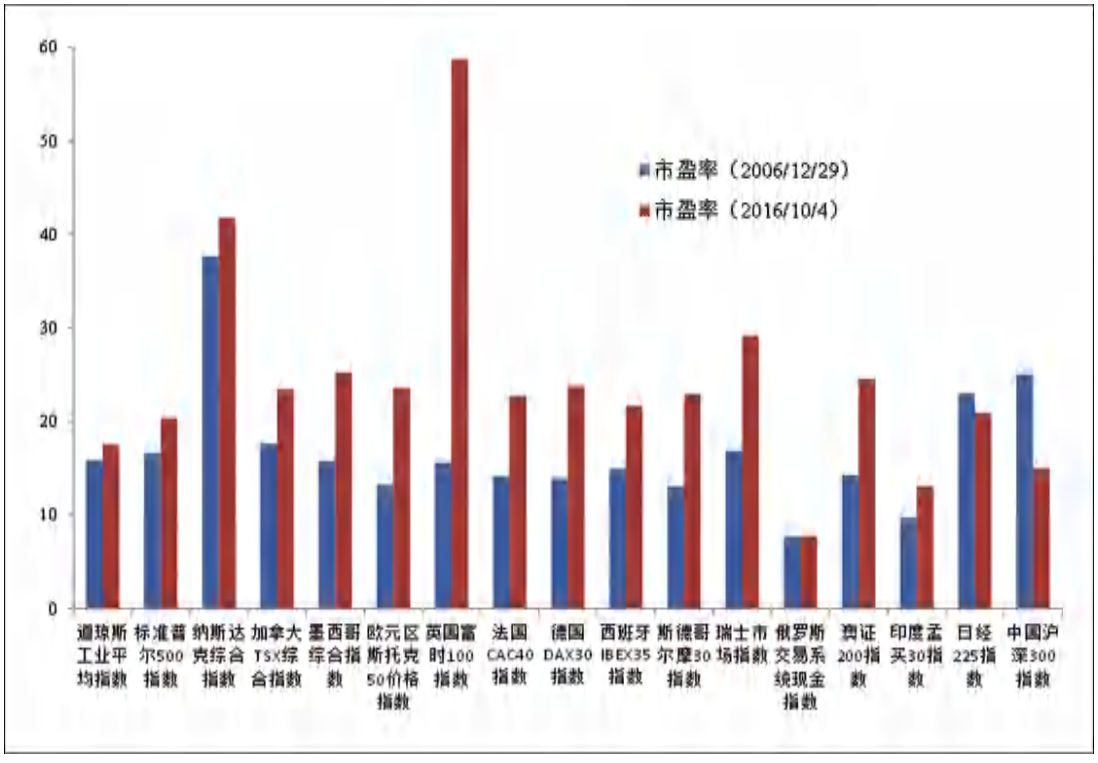


图 63　各国的股市市盈率已超出 2009 年金融危机水平

3. 大宗商品价格或将区间徘徊。

大宗商品价格在 2005 年跌入谷底，2016 年开始有所反弹，但反弹呈震荡态势。一般来说，大宗商品价格波动周期与经济周期较为吻合，而农产品价格周期与工业品及全球经济周期存在着明显的时间差。2017 年，大宗商品或将区间徘徊，主要基于以下两个方面。

第一，目前美国经济复苏领先于其他经济体，但美国一直是国际商品的主要输出者，其经济回暖对国际大宗商品市场需求和价格的提升主要体现在市场信心、资金流向等方面，而在实际需求上作用并不大。

第二，改革开放以来我国经济在全球经济中占比大幅提高，尤其是 2005 年以来已经成为国际大宗商品进出口贸易的主要力量，如原油、铜、铁矿石、天然橡胶等占全球需求的比重都在 50％甚至更多。在经济新常态下，我国对国际商品的需求明显下降，但是目前来看，大宗商品市场对我国经济的依赖程度仍然没有发生质的变化。与此同时，国际主要商品尤其是原油、铜、铁矿石等工业品仍在寻找新的出口国和需求点，且这个新的需求点必然是分散于几个甚至多个国家，这个过程可能还需要 1—2 年时间，在这个过程之中，国际原油、铜、铁矿石等工业品价格可能难

以出现明显的上涨。



图 64　标普全球石油指数和 CRB 现货指数走势

4. 地缘政治风险有增无减，“逆全球化”趋势升温。

2016 年，全球地缘政治持续紧张，恐怖袭击事件频发，全球经济面临的不确定性和风险上升。各类风险事件的发生进一步增加了全球经济下行的压力。恐怖袭击、难民潮、英国脱欧等问题相互关联，进而在欧洲乃至全球市场产生重大影响。6 月底的英国脱欧公投已成上半年世界经济最大的“黑天鹅”事件，不仅引发对欧洲一体化甚至全球化进程逆转的担忧[①]，也带动全球资本市场大幅震荡。

展望 2017 年，包括部分主要经济体进入大选周期，即将进行的意大利脱欧公投、地缘政治紧张和恐怖袭击频发等都可能对全球经济和国际金融市场带来重大影响，其中，欧盟或将面临最大的考验。英国脱欧、意大利即将脱欧公投，暗示“逆全球化”趋势升温。英国退欧所伴随的结果在中期具有较大不确定性，全球范围内政治保守化、区域矛盾显化的趋势可能进一步强化，在英国脱离欧盟之后，欧洲和英国都面临进一步分裂的风险。政治上和经济上的相关不确定性将给全球及区域经济增长带来负面影响。

（二）从内部情况来看，2017 年宏观经济仍将持续筑底。

当前中国经济的企稳更多的还是依靠政府主导性的因素，尤其是房地产投资

① 意大利将在 12 月 4 日进行公投，意大利的脱欧公投如果成功，或将对欧盟经济一体化造成更大的冲击。

和基础设施投资的走势更是证实了这一点，增长方式依然是“投资－债务”驱动；国有及国有控股投资的持续高速增长与民间投资增长剧烈下滑的强烈对比说明经济企稳中市场力量并非经济企稳的主要力量；对经济和民生均有影响巨大的房地产业，政府调控面临稳增长与泡沫催生的困境；经济增长内生动力不足，新动力难以充分替代旧动力拉动经济增长；这些因素共同决定了 2017 年中国宏观经济仍将持续筑底。

1.从中长期来看，未来中国潜在经济增长率在不断下滑。

过去 30 年，全球化红利、工业化红利、改革开放以来的制度红利以及人口红利带动中国经济持续保持两位数以上的增速增长；而目前支撑中国过去 30 多年高增长的几大动力源泉均不同程度地减弱，首先，随着世界经济进入低速增长的新平庸时期，各种形式的贸易保护主义重新抬头，我国劳动力成本的提升，带来全球化红利耗竭；其次，2011 年以来我国适龄劳动人口规模呈现下降趋势，人口抚养比回升，而刘易斯拐点也于 2008 年到来（刘元春，2014），人口老龄化进程加快，居民储蓄率随之下降，人口红利不复存在；第三，从数据来看，由于三次产业间劳动生产率的变化，第一产业与第二、三产业劳动生产率增速差异收窄，依靠农村剩余劳动力转移提升全要素生产力的空间区域收窄；此外，政策调整也会通过短期波动影响中长期的潜在增长速度。总体来看，全球化红利的耗竭、人口红利也随着人口抚养比底部到来、刘易斯拐点出现、储蓄率的回落而发生逆转，劳动生产率提升的制约，“十三五期间”经济增长潜力有所下降，潜在经济增长率的底部大概率突破 6.5%。

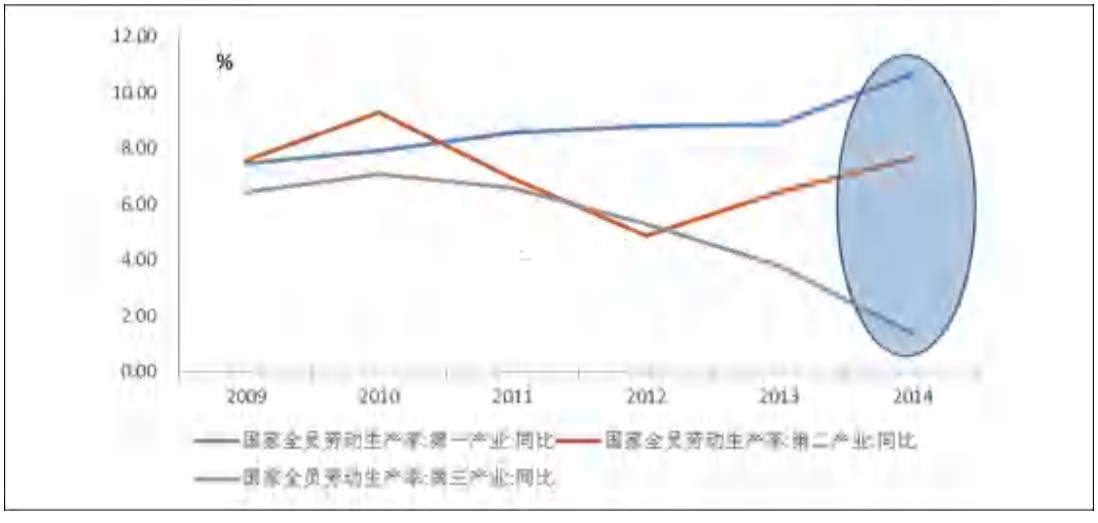


图 65　三次产业劳动生产率同比变化

目前关于潜在增长测算的研究众多，使用生产函数、HP 滤波等方法不同的学者测算的结果有所差异，但总体趋势基本都是潜在增长平台将进一步下移，以人民大学经济学院郭豫媚和陈彦斌的测算为例，“十三五”期间，在没有出现重大经济波动的基准情形下，潜在经济增长率将由 2012－2014 年的 9.37％下降至 6.31％（郭豫媚和陈彦斌，2015）。

表 5　　1979－2020 年中国潜在 GDP 增长率的估算与预测（单位：％）

	1979－1989	1990－1999	2000－2007	2008－2011	2012－2014	2015－2020		
						基准	悲观	乐观
潜在 GDP	9.67	9.74	9.87	10.82	9.37	6.31	5.47	7.87
资本	8.29	11.06	14.22	18.62	16.94	9.61	8.42	10.61
潜在劳动力	3.45	1.42	0.65	0.40	0.35	－0.08	－0.10	－0.08
人力资本	2.74	0.95	0.81	0.98	0.99	0.66	0.66	0.89
TFP	2.38	2.82	1.73	0.42	－0.13	1.01	0.79	1.93

2.从中期来看，我国依然处于产业结构调整的重要时期，向服务经济为主的格局转变过程中，第三产业比重的不断提升将带来全社会劳动生产率的下降。

2017 年以及未来几年，中国产业结构依然处于向服务经济为主的格局转变的过程中，第三产业占经济总量的比重和对经济增长的贡献均呈不断提升的态势，相对于第二产业，就业弹性更高的第三产业劳动密集型特点更为明显，劳动生产率的提升相对慢于第二产业，全社会劳动生产率的提升将会随着第三产业比重的提升而有所放缓。根据“鲍莫尔－富克斯”假说，在劳动生产率增长率非均衡增长的经济体系中，经济总体的增长速度将渐进性地趋同于技术进步相对落后的停滞部门的劳动生产率增长率，作为以服务经济为主导经济的后工业化国家，美、日两国的发展趋势正是与此理论相一致，相对于技术进步较快的工业，经济增长更趋近劳动生产率增长较低的服务业，服务业对经济增长起主导作用。与此同时，从产业结构升级理论来看，工业化初期，劳动力快速从劳动生产率较低的第一产业向效率较高的二、三产业转移，全社会劳动生产率将会随之大幅提高，这正是丹尼森效应；随着工业化进行到后期，产业结构基本稳定，劳动力转移速度将有一定放慢，由此带来的效率总配置效应也将减少，全社会劳动生产率增长也将相对稳定，这也是美国、日本等发达国家近年来劳动生产率增长放缓的原因之一。

表 6　　日本、美国产业劳动生产率增长[①]

	年份	GDP	劳动生产率增长			产值份额		
			农业	制造业	服务业	农业	制造业	服务业
日本	1970－1980	4.5	6.21	4.60	3.46	4.20	25.90	47.70
	1980－1990	3.9	3.57	3.60	2.63	3.00	26.90	53.00
	1990－2002	1.4	1.70	2.90	0.81	1.90	23.40	60.30
美国	1970－1980	3.3	4.52	2.50	1.71	1.00	15.40	57.39
	1980－1990	3.2	3.66	2.65	1.46	1.20	15.00	59.90
	1990－2002	3.3	2.49	3.79	2.20	1.10	14.40	63.40

从我国的情况来看，改革开放以来，随着市场化改革不断进行，要素市场的完善和健全带来的产业间的劳动力、资本等资源优化配置是全社会劳动生产率大幅提高的主要原因之一。随着产业结构的调整，就业人员快速从一产向二、三产流动，丹尼森效应发挥作用，劳动生产率随之大幅提高，经济增长也快速发展；随着我国向服务经济为主的经济结构转变，服务业占比自 2014 年超过 50％以后不断提升，再加上劳动力跨行业转移的成本也在上升，劳动力转移减速，通过产业结构之间的劳动力配置提升效率的空间降低，全社会劳动生产率的变动将出现增长放缓的态势，这将对 2017 年经济增长形成一定制约。

表 7　　不同阶段经济增长、劳动生产率增长以及产业结构变化

	GDP 增速（％）	劳动生产率增长（％）				产业结构占比（％）		
		全员劳动生产率	一产	二产	三产	一产	二产业	三产
1979－1990	9.84	5.42	3.67	3.56	3.49	28.81	44.11	27.06
1991－2000	10.45	8.54	3.93	10.98	4.15	29.34	64.36	35.67
2001－2010	10.55	9.88	6.73	8.51	8.05	11.00	46.31	42.68
2011－2015	7.88	7.44	9.22	6.47	4.26	9.20	43.23	47.58
1979－2015	9.68	7.74	5.21	7.32	5.02	—	—	—

① 袁海霞，“北京市劳动生产率与经济增长的关系”，工作论文；

3.从中周期来看，固定资产投资处于下行阶段，作为促投资、稳增长的主力，基础设施投资占投资比重仍有提升空间，但在基数效应等影响下，增速趋缓。

从经济周期的短期波动来看，消费需求变动相对于经济增长而言比较稳定，需求变动的关键仍然是投资需求。基础设施投资、房地产开发投资和制造业投资占固定资产投资比重超过七成，三者的走势基本可以决定固定资产投资的发展趋势。



图 66　基础设施投资占比仍有提升空间

从占比 20－25％左右的基础设施投资来看，近几年来，作为我国政府促投资、稳增长的主力军，基础设施投资持续保持两位数以上的高位增长。从长远发展来看，随着城镇化的推进、区域经济带建设等，对基础设施投资仍有加大需求，尤其是水利工程、交通设施互联互通、通信设施、农村基础设施等仍有较大投资空间；仅铁路建设这一方面，2017 年将有投资总额大约 4446 亿元的 23 个重点推荐铁路项目开建。从历史数据来看，基础设施占投资比重仍有提升空间（如图所示），基础设施投资占总体投资比重的历史高点是 1998 年，占比为 36.2％，以后逐步回落，2000 年以来基础设施投资占比的平均水平为 27％，2016 年该指标为 25.15％，因此从历史比较来看，未来基础设施投资在总体投资中的占比仍有提升空间；同时，由于基础设施属于社会先行资本，具有较强的正外部效应，在制造业投资受制于产能调整、“新 930”政策影响下房地产开发投资仍将低迷的情况下，基础设施投资仍是稳增长的主力；但总体来看，尽管基础设施投资仍有投资空间，但是由于地方政府负债和投资能力以及投资效率的制约，基础设施大规模扩张的基础比较薄弱，同时考虑

到基数效应，未来基础设施投资增速会逐步放缓。

表 8　　2017 年 23 个重点铁路项目

序号	路段	里程(公里)	投资(亿元)
1	重庆至昆明高铁	785	950
2	西宁至成都(黄胜关)铁路	540	450
3	广州至汕尾铁路	168	182
4	西安至铜川至延安铁路	315	320
5	合肥至淮安铁路	270	350
6	沪乍杭铁路	130	112
7	廊涿城际铁路	126	205
8	霸州至衡水铁路	199	260
9	鲁南铁路(菏泽至曲阜)	200	160
10	鲁南铁路(兰考至菏泽)	85	93
11	潍坊至莱西铁路	126	190
12	郑州至濮阳城际铁路	200	240
13	漳州至厦门城际铁路	70	160
14	纳雍至六盘水铁路	60	33
15	平凉至庆阳铁路	100	70
16	宁波至金华铁路	135	110
17	三门峡至禹州铁路	257	180
18	天津枢纽杨双、汉周联络线	30	16
19	克拉玛依至塔城铁路铁厂沟至塔城段新建铁路	190	50
20	平凉至中卫铁路增建二线	315	130
21	焦柳铁路电化工程(怀化至柳州段)	415	43
22	集宁至二连浩特扩能工程	330	82
23	大莱龙铁路扩能工程	167	60
合计		5213.00	4446.00

资料来源：发改委、交通部等，《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》。

制造业投资占总体投资的比重大约31%左右，其主要构成包括轻纺等传统消费品制造业、高耗能制造业、装备制造业和信息产业等，三者的比例大体在分别为33.5%、24.5%和32,6%。从发展趋势来看，高耗能制造业和部分装备制造业产能严重过剩，随着去产能推进，2017年这一类别的投资增长恐将持续下滑；轻纺等工业投资有依赖于出口、消费影响，变化相对不大；新信息产业、高技术制造业等新兴产业的投资依赖于新动能、新产业的培育，从目前情况来看，新兴产业发展势头较好，但规模难以带动制造业投资企稳；总体来看，制造业投资疲弱态势仍将持续，高耗能制造业投资将继续下降，消费品制造业、装备制造业投资难有突出表现。



图67　房地产开发投资累计同比、价格走势与政策关系

占比近四分之一江山的房地产开发投资，2016年其增长受销售持续火爆带动呈现反弹迹象。从本质上讲，2015－2016这一轮房地产销售火爆是在政策放松、市场预期等多种因素作用下带来的，通过销售火爆带动投资、土地出让金等指标均有不同程度的改善；对于资产泡沫的担忧，使得政策风向发生变化，新930政策后密集出台的楼市调控政策直接影响了购房者的预期，大多数城市新房成交量环比出现了40%左右的下跌。出于对风险的考量，我们认为2017年政策发生根本性变化的可能性很小，同时考虑到房地产的存量和城市化水平，房地产投资增量已经有限，房地产投资增速恐持续下滑，综合考虑去库存和供需变化，我们认为2018年左

右房地产开发投资可能基本触底。

从主体来看，占投资比重六成的民间投资增长持续低迷；民间投资增长的下滑与实体经济回报率下行，主体信心不足以及制度性因素等多方面有关，能够实质性改善还取决于供给侧结构性改革，比如财税体制改革、国企改革等能否实质性推动有关。

4.从短周期来看，2016 年依然处于库存周期的底部，2017 年初有望底部反弹。

宏观层面通常用支出法中存货增加的状态来反映短周期变动，大体判断当年宏观经济库存处于何种变动状态。从宏观来看，存货的周期性变动尤其是工业企业存货调整的周期性特征更为明显，存货增加的变动大体与经济周期的变动相一致，当处于经济周期的转折点时，存货变化的幅度会更大，比如 1998 年亚洲金融危机时期，存货增加下滑 54%，存货增长占 GDP 的比重由 4.5%大幅下降至 1.92%；2009 年金融危机时期，存货增加由上年的增长 46.4%转为下降 47.4%，占比也随之下滑。从近两年的态势来看，2014 年我国 GDP 中存货增加约为 12664.4 亿元，增速比上年提升近 9 个百分点，占 GDP 的比重为 1.95%；存货增加占 GDP 比重为 1.97%，低于 2005－2014 年 2.06%的平均水平，同时也是近几年的较低水平。与此同时，考虑到当前所处的产能过剩调整的大背景，我们认为宏观角度尤其是存货增加占 GDP 的比重而言，2015、2016 年已处于库存的底部，2017 年或处于底部反弹。

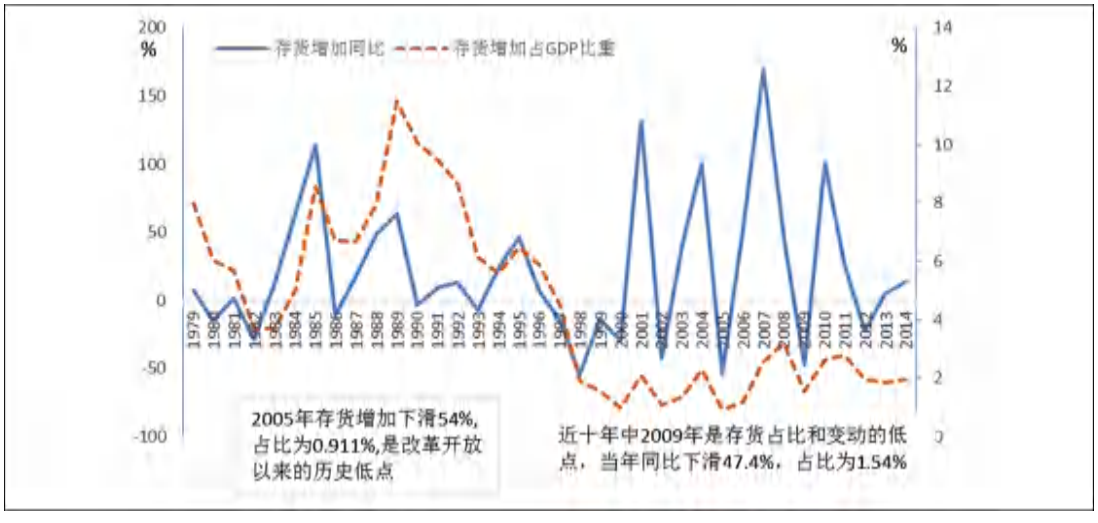


图 68　存货增加同比变化及占 GDP 比重变化(1979－2014)

从中观层面来讲一般使用工业企业产成品存货或者 PMI 中库存变动结合 PPI 走势来判断库存周期的具体变动。从我国工业企业产成品存货与 PPI 的变动来看，2008 年 8 月以来我国工业企业经历了两轮完成的库存周期（2008 年 8 月至 2011 年 8 月，2011 年 9 月至 2014 年 8 月），目前处于 2014 年 8 月以来的新的一轮库存周期的底部。2014 年 9 月以来，随着工业品价格的持续下滑、投资收益预期的下滑以及企业不断攀升的债务压力，工业企业尽可能减少库存投资，增加持有现金，这一阶段工业企业一直处于去库存状态；2016 年 4 月以来，PMI 中新订单指数略有改善，工业企业加速去库存，二季度以来工业企业产成品存货持续下滑；从库存变动动力的相对需求来看，虽然 PMI 产成品库存指数和原材料库存指数均处于景气线直线，但 2 月份以来前者相对稳定，而原材料库存指数较年初呈现小幅增加态势，原材料和产成品库存 PMI 差也显示目前相对需求较弱。与此同时，PPI 当月同比由负转正；结合前两轮库存周期变化的规律，去库存趋于周期拉长，上一轮去库存周期经历了 24 个月，那么本文去库存有望 2016 年四季度或者 2017 年年初结束，2017 年年初工业企业库存有望出现触底反弹。

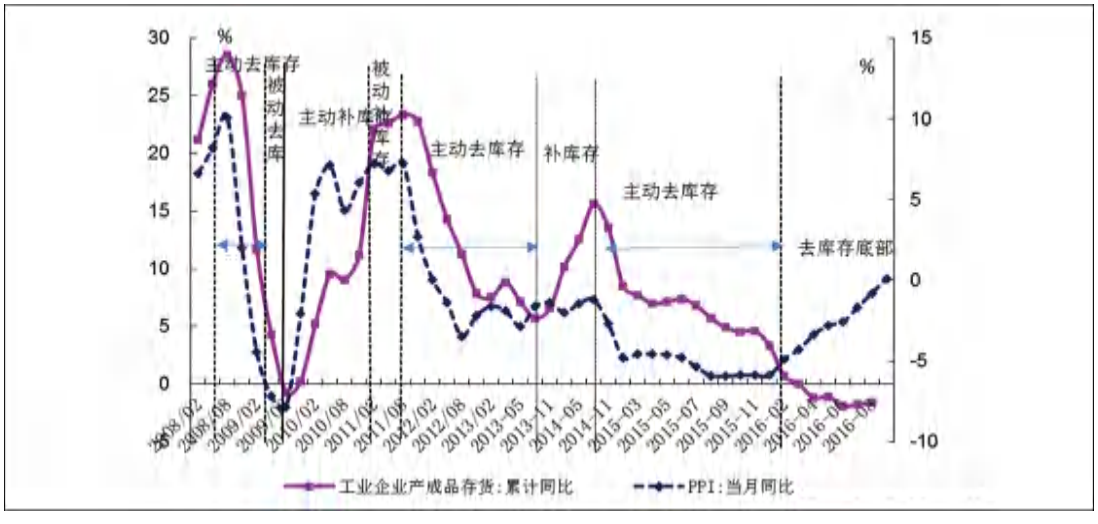


图 69　国内工业企业依然处于被动去库存的底部[①]

① 参考袁海霞，“国家及北京市经济波动的周期性特征”，《当代经济管理》，2012 年第 5 期。

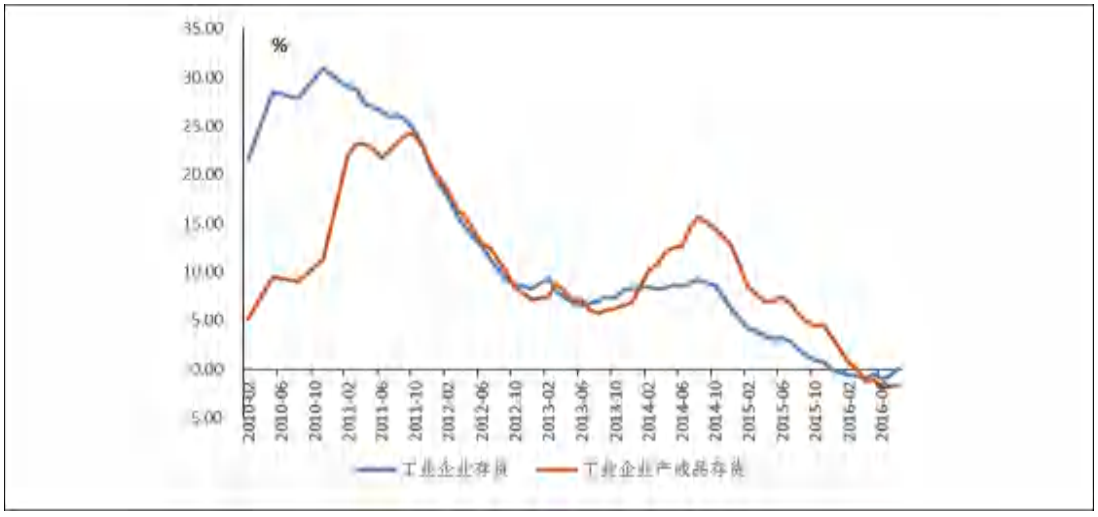


图 70　工业企业存货和产成品存货趋势基本一致

5.从增长动力来讲，随着“三去一降一补”推进，传统过剩行业能否实质性的全面调整，依然是中国经济面临的重要挑战；而从增量来看，新兴行业的增长势头也有所放缓，其发展尚不足于弥补传统行业、传动力量的缺失。

从数据来看，2016 年推进的“三去一降一补”有实质性的推进，虽然不同过剩行业去产能进程不一，但煤炭、钢铁等行业的去产能均有所推动；以煤炭、钢铁行业为例，上半年二者去产能推进节奏缓慢缓慢，1－6 月份，仅完成全年目标的 30％左右，下半年进度明显加快，但随之而来的是煤炭、钢铁价格的快速反弹，尤其是动力煤的期货价格，已经反弹至近三年的新高；与此同时，近期这些行业的企业盈利状况有所改善，但这种改善除了季节性需求影响外，去年的低基数效应更为关键。作为基础类产品的煤炭、钢铁价格反弹为进一步去产能是否能持续推进增加了阻力和疑问，但是从供需来看，行业产能过剩的基本面并没有根本性的改变，因此，2016 年年底至 2017 年仍是去产能的关键时期，中央政府需要坚定决定持续推进僵尸企业、高负债企业、过剩产能企业的调整；今年尤其是下半年以企业破产、债务重组、债转股等手段的存量调整有所进展，但相对低于市场预期，2017 年预计将有所加快，这将决定中国经济仍将在底部徘徊。

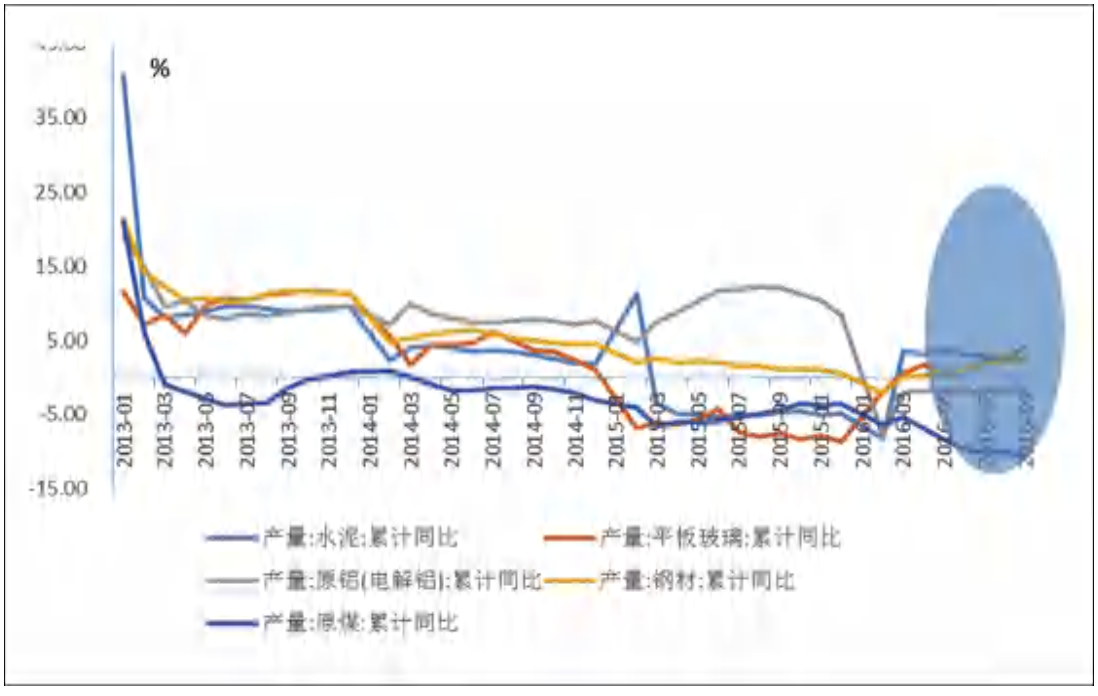


图 71　产能过剩行业去产能有所分化

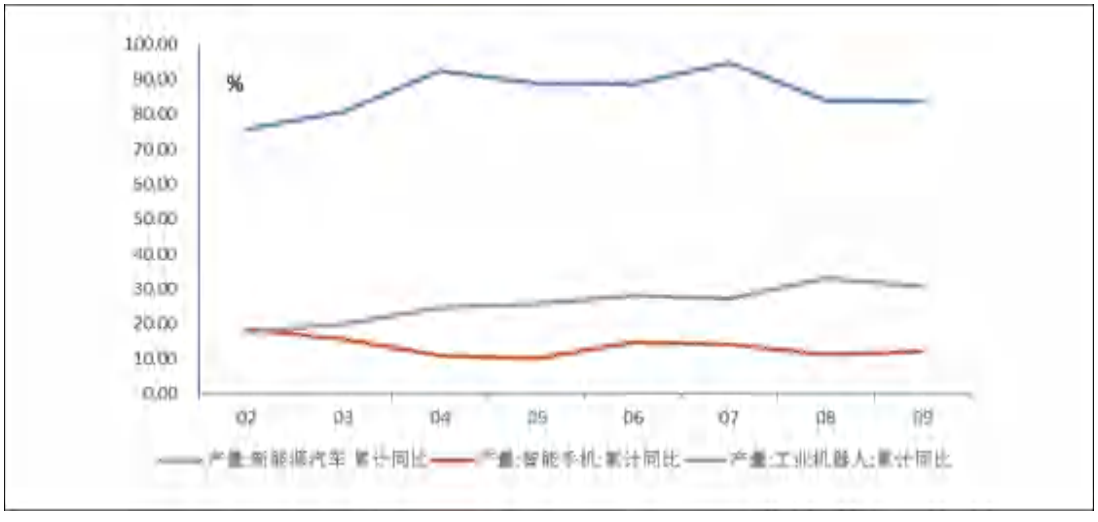


图 72　新能源汽车、智能手机、工业机器人产量持续保持两位数以上增长

从增量来看，存量加速调整的同时，新产业、新业态和新动力的发展尚不足于弥补传统行业、传动力量的缺失；近几年来，随着中央政府在战略性新兴产业、创新产业以及公共服务等领域出台大量政策扶持以及全球移动、互联网等技术的发展，新兴产业持续保持快速发展。比如新能源汽车、智能手机、机器人制造等新兴产业产量增长持续保持在两位数以上，尤其是新能源汽车，2016 年以来保持 70－80％

之间的增速增长；但是从总量来看，新兴产业难以完全替代传统产业增长放缓的缺失，目前战略性新兴产业占 GDP 比重在 8％左右，高技术制造业占比 11.8％左右，相比传统产业的体量，难以在短期内形成新型支柱产业，带动中国经济实现新的高速增长。所以，2017 年新产业和新动力难以阻止传统行业探底带动整体经济探底的进程。

6.从房地产业来看，人口结构的变化以及政策作用下房地产走势对中国经济的影响依然巨大。

第一，从中长期来看，我国的房地产市场发展趋势要从土地、人口以及房地产周期的角度综合加以分析，这些是决定房地产市场基本面的核心因素。一方面，中国的人口自然增长率在近二十年来呈迅速下降趋势，在 1987 年达到 16.61‰后，在 2009 年以后下降到 5‰以下，其中 2015 年为 4.96‰，同时由于长期实行严格的计划生育，以及经济发展后对生育意愿带来的影响，我国的人口出生率在近十年维持 12‰的低位，支撑中国经济增长以及购房需求的最主要的劳动力集中在中青年年龄段，以 15－65 岁适龄人口的比重变化来看，这部分人群在 2010 年达到人口比例的高峰，之后逐年下滑，人口红利正在逐步消失，并在可预见的未来呈下降趋势，人口数量以及人口结构的变化决定了房地产市场的基本面；但是，另一方面，从人口流向来看，东部地区依旧是人口主要的流向地区，根据国家卫计委发布的《中国流动人口发展报告 2016》，2013 年，东部地区流动人口占全国流动人口的比例为 75.7％，西部地区为 14.9％，2015 年的相应比例分别为 74.7％和 16.6％，吸引人口向东部一二线城市流动的主要因素是较好的收入、公共服务水平以及公共资源。人口流向决定了当前我国房地产火爆的地区集中在一二线城市，这是支撑一二线城市房价上行的重要原因；第三，在一二线城市，土地供应较为紧缺，二三四线城市，土地是地方财政收入的重要来源，供应量相对较多，因此，从土地供应的角度，一二线城市房地产市场更为坚挺。也就是说，从中长期来看，我国的房地产市场确实存在泡沫日益加大带来的风险，但是基于一二线城市土地供应紧缺和人口向一二线城市流入的现实背景，人口净流入的一二线城市较之其他地区，房地产坚挺的可能性更大，其他地区或因风险积聚带来严重后果。

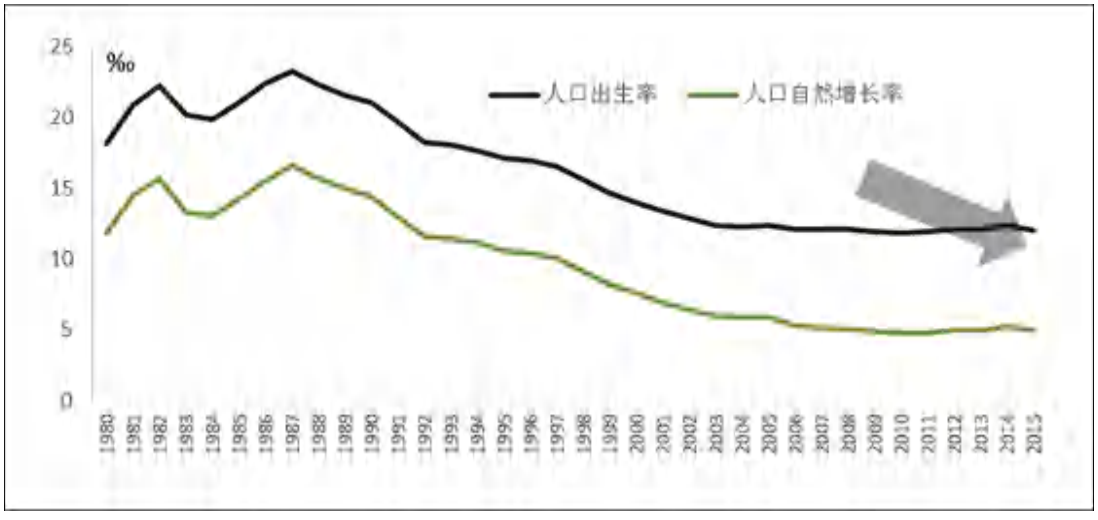


图 73　人口出生率和人口自然增长率变化趋势



图 74　适龄人口占总人口比重变化趋势

第二，2016 年在政策和市场预期的带动下，房地产市场泡沫不断加大，这将对 2017 年形成一定的影响。

随着经济增长方式的逐步转型，房地产对投资拉动的作用越来越小，目前城镇房地产开发投资增速连续两年低于固定资产投资增速，并且呈明显成下降趋势，可见，尽管房价一直在上涨，但房地产投资高增速的时代已过去。考虑到房地产投资本身逐步告别高速增长时代，930 新政效果立竿见影，10 月新房销售大幅下跌，根据国家统计局的数据，从新建商品住宅网签成交量看，大多一线和部分热点二线城市 10 月上半月的成交量比 9 月下半月明显下降。其中，成交量环比下降 80%－60%的城市有 4 个，下降 60%－40%的城市有 3 个，下降 40%－20%的城市有 3

个。加上近期上交所和深交所均对房地产公司债发行进行收紧，房地产企业面临的外部融资环境变弱，但由于房地产销售下降对经济的影响会有一个滞后期，预计房地产行业对经济的短期影响会逐步在 2017 年显露出来。

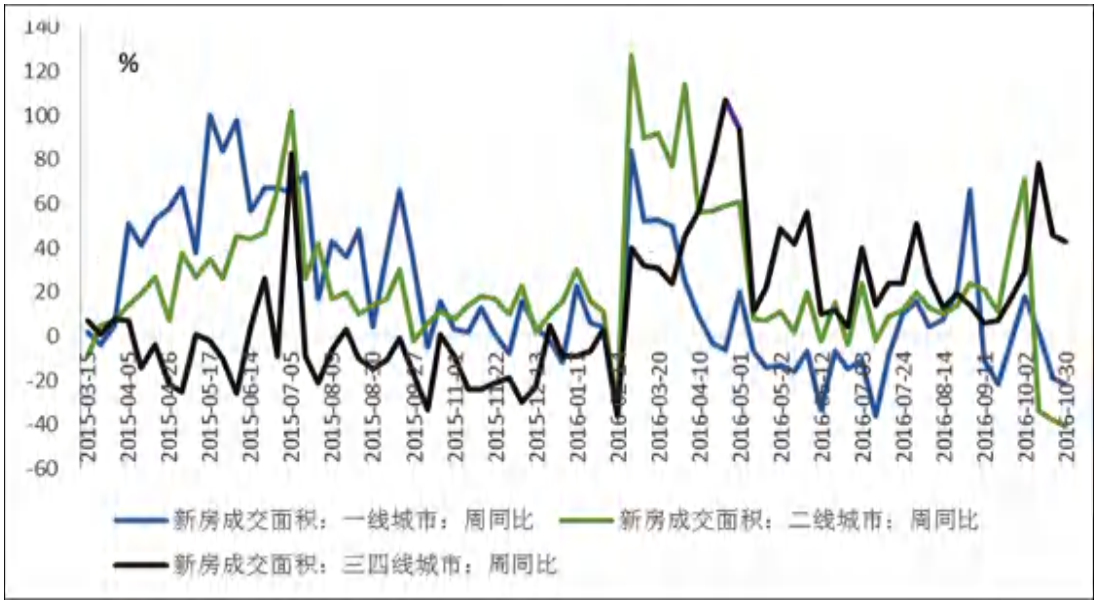


图 75　新政后房地产成交面积增长有所放缓

7.从债务来看，中国目前稳增长的路径依然是“债务－投资”驱动模式，这决定了 2017 年中国总体债务仍将攀升，考虑到偿债周期，2017 年年初或是需要警惕的“明斯基”时点。

金融危机以来，中国经济增长主要依靠“债务－投资”驱动模式，虽然宽松货币带来的边际效用不断递减，政府主导的投资仍支撑着经济增长，2016 年经济的企稳筑底依然体现了稳增长路径并未改变。货币以银行信贷为主的债务形式投放给中央和地方的国有企业，以此开展由政府推出的大量以基础设施建设、房地产为主的投资项目，从而拉动经济增长。稳增长的主力军基础设施投资的高位增长以及政府债券和以国有企业为主的企业部门债务持续较高的增速表明目前经济筑底调整的路径依然是“债务－投资”驱动模式。尤其是在股灾之后，中国重返债券、贷款等债务融资路径之中，公司债、企业债在政策放松等影响下均呈现放量增长，导致 2016 年的债务加快上扬。由于债务问题链接实体经济和金融市场，高债务带来的高风险已成为经济稳定的巨大威胁。随着对目前过高的债务率和严重超过警戒线的企业债务率的高度重视，中央政府已采取一系列举措来化解，如在 6 月 24 日的

债务吹风会后，出台《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》，通过企业兼并重组、降低企业财务负担、推动企业债务清理和债务整合、优化债务结构等等。那么在这种情况下，我们认为 2017 年总体债务规模、债务率和非金融企业部门债务规模及债务率仍将持续上升，但是增速将有所放缓。



图 76　中国债务率的攀升

与此同时，考虑到未来几年仍是偿债高峰，尤其整体偿付压力较此前有增无减，尤其对信用债而言，而供给侧改革的逐步落实与推进，短期仍将给经济带来下行压力，由此来看，未来两三年债券市场信用风险水平难以出现实质改善，违约及信用风险事件仍可能时不时出现。以债券市场为例，未来一年到期的债券规模及只数来看，2016 年 11 月、12 月以及 2017 年 1 月均处于较高水平，其中信用债主体 AA－及以下等级的发行人所发行的债券在 2016 年 12 月到期只数与规模最大，加上年底及春节前市场流动性通常不会过于宽松，预计 2016 年年底、2017 年年初可能是中国企业运转困难加剧、资金最为紧张的时点，是违约的又一个高发期。



图 77　2016 年底、2017 年一季度或是违约风险的爆发的时点

8.从政治周期来看，2017 年秋季召开十九大党代会、2018 年召开的两会，政府换届或将对经济增长带来一定的波动；同时 2017 年也是进一步深化改革的重要一年，也是供给侧结构性改革和“十三五规划”的细则不断落地的重要一年，如果改革攻坚顺利，新的制度红利将不断释放。

2017 年秋季即将召开的十九大党代会和 2018 年即将召开的两会，将决定下一届政府的主要格局，这将对中国经济带来一定的波动。政治作为一种制度安排，在一定程度上左右着经济波动，政府往往通过掌握经济运行的重要资源的配置（财政支出、货币投放）等等对经济产生重要影响，因此，虽然政治的周期性变化主要指政府换届，与经济周期并不相同，比如波长明显不等，但是政治周期通过宏观经济政策的调整对经济运行影响明显，胡鞍钢（1994）、刘树成（2009）、陈伟龙、苗文龙（2010）等学者通过计量模型等不同方法，验证了人代会党代会以及中央政府换届与经济波动周期之间存在较显著的相关性。

通过对中国以往政治周期的梳理，我们不难发现，自 1977 年以来，？基本上每次中国共产党代表大会期间，？都有投资加速和银行信贷放松现象，？近 20 多年来几次总固定资产投资增长率的次峰值分别出现在十三大（1987 年）、十四大（1992 年）、十五大（1997 年）和十六大（2002 年）、十七大（2007 年）、十八大（2012 年）召开的次年。这背后的逻辑是在历届党代会之前，中央政府换届导致地方政府交流周期，而以经济增长为重要评判标准的晋升考核激励下，地方政府对其任期内当地的经济增长有饱满的热情，政治热情带动投资热情，中央政府从全局角度发现

经济过热、通胀即将失控，于是自上而下的宏调紧缩即由此开始。最为明显的表现是收紧货币（加息、提准），严控信贷规模，然后抑制过快增加的项目投资，随后经济开始降温。于是中国式的政治经济周期循环不断进行，地方换届——投资冲动——倒逼信贷增长——经济过热——中央调控——货币收紧——经济降温。因此，可以认为政治周期通过宏观政策思路的调整在很大程度左右了经济周期的波动。



图 78　中国的政治周期波动与经济波动

金融危机以来，随着中国经济发展进入新常态，从数据来看，政治周期的影响对经济波动比如对投资的波动影响似乎有所减小，这是因为我们在以往的报告中所强调的，在新的政治周期处于拐点过程中，新一届政府上台之后，运动式的反腐向制度性的反腐发展，由此带来的精英阶层的懈怠和地方政府拥政懒政所致；而目前这一状况略有改变，在稳增长的压力和吏治整顿的制度化等多重影响下，地方政府参与经济深化改革和转型的积极性略有提高；总体上，中国政治周期对经济波动影响的逻辑依然存在，那么 2017 年，作为政府换届交接的一年，宏观经济或多或少都会受到由于换届时期的宏观政策调整或者发展思路变化带来的冲击。

与此同时，2017 年也是进一步深化改革的重要一年，也是供给侧结构性改革和“十三五规划”的细则不断落地的重要一年。根据中央深化改革领导小组的规划，中国各类大改革在 2015－2017 年全面展开。近两年来，包括简政放权、降低税

负、国有企业改革等关键领域的改革在不断出台(如表所示),随着“三去一降一补”的推进,供给侧结构性改革也有一定推进。在中央政府的积极带动下,由于反腐等带来的精英阶层的懈怠的现象略有改变,地方政府的积极性在不断提高,再传递至微观层面,带动整个社会参与经济发展积极性。如果,在政府换届中政府注重消除由于换届带来的政策空白或者政策波动,保持宏观调控和改革的连续性与持续性,改革中最难啃的骨头比如国有企业改革、价格领域[①]放开等核心领域的改革如果有重大突然,围绕缩小收入差距和要素价格“两大核心”改革,国有企业改革、土地制度改革、财税金融体制改革、政府职能转变、资本市场等重点领域的改革工作不断推动。那么,新一轮的制度红利将会激发发展的内生动力。

表 9　　**2014 年以来深改组历次会议及会议要点**

会议时间	审议或者审议通过文件	会议要点
第一次会议(2014.1.22)	《中央全面深化改革领导小组工作规则》、《中央有关部门贯彻落实党的十八届三中全会决定重要举措分工方案》等四个文件	规定领导小组工作准则;深化小组下设经济体制与生态文明体制、民主法治改革、文化体制改革、社会体制改革、党的建设制度改革、激励检查体制改革 6 个专项小组
第二次会议(2014.2.28)	《关于经济体制和生态文明体制改革专项小组重大改革的汇报》等四个文件	明确 2014 年改革要点,重大改革要有法可依,要建立社会稳定评估机制
第三次会议(2014 年 6.6)	《深化财税体制改革总体方案》《关于进一步推进户籍制度改革的意见》	加快户籍制度改革,要求全面开放建制镇和小城市落户限制等;提出财税体制改革的目的是明确事权、改革税制、稳定税负、透明预算、提高效率。

① 比如价格领域,根据《关于推进价格机制改革的若干意见》,将推进水、石油、天然气、电力、交通运输等领域价格改革,主要目标是到 2017 年竞争性领域和环节价格基本放开。《意见》明确了,到 2017 年,竞争性领域和环节价格基本放开,政府定价范围主要限定在重要公用事业、公益性服务、网络型自然垄断环节。

续表

会议时间	审议或者审议通过文件	会议要点
第四次会议（2014.8.18）	《党的十八届三中全会重要改革举措实施规划（2014—2020年）》	规范国企高管薪酬，深化考试招生制度改革，推动传统媒体和新兴媒体融合发展。
第五次会议（2014.9.29）	《关于引导农村土地承包经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》等三个文件	深化农村土地制度改革；促使承包权和经营权分离；让农民成为土地适度规模经营的参与者和真正受益者。
第六次会议（2014.10.27）	《关于中国（上海）自由贸易试验区工作进展和可复制改革试点经验的推广意见》等四个文件	健全国家创新体系，通过深化改革和制度创新，提高全社会创新能力。
第七次会议（2014.12.2）	《关于农村土地征收、集体经营性建设用地入市、宅基地制度改革试点工作的意见》等五个文件	继续深化农村土地制度改革，推进集体经营性建设用地入市、宅基地制度改革试点工作；强调加快构建现代公共文化服务体系。
第八次会议（2014.12.30）	《关于2014年全面社会改革工作的总结报告》、《中央全面深化改革领导小组2015年工作要点》等四个文件	2014年80个重点改革任务基本完成，2015年重点提出一些起标志性、关联性作用的改革措施。
第九次会议（2015.1.30）	《中管企业纪委书记、副书记提名考察办法（试行）》等四个文件	强调地方各级党委着力抓好有关重要改革部署的具体实施，推出纪检改革的三个具体举措。
第十次会议（2015.2.27）	《上海市开展进一步规范领导干部配偶、子女及其配偶经商办企业管理工作的意见》等四个文件	针对领导干部亲属经商进行严格限制，以遏制腐败行为。
第十一次会议（2015.4.1）	《党的十八届四中全会重要举措实施规划（2015—2020年）》等五个文件。	改革人民陪审员以及人民法院案件受理制度，对深化农村改革、鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展进行研究

续表

会议时间	审议或者审议通过文件	会议要点
第十二次会议（2015.5.5）	《深化科技体制改革实施方案》、《中国科协所属学会有序承接政府转移职能扩大试点工作实施方案》等五个文件。	在部分区域系统全面推进创新改革试验；探索建立检察官提起公益诉讼制度；建立健全完善的法律援助工作
第十三次会议（2015.6.5）	《关于在深化国有企业改革中坚持党的领导加强党的建设的若干意见》、等三个文件	继续落实司法改革制度；深化国企改革，规范央企负责人薪资福利；推进户籍制度改革，建立居住证制度
第十四次会议（2015.7.1）	《关于推动国有文化企业把社会效益放在首位、实现社会效益和经济效益相统一的指导意见》等五个文件	切实保护生态环境，对造成生态环境损害负有责任的领导干部，将严肃处理，终身追责
第十五次会议（2015.8.18）	《关于改进审计查出突出问题整改情况向全国人大常委会报告机制的意见》等六个文件	推进审计整改工作制度化；全面改善贫困地区义务教育学校基本办学条件；
第十六次会议（2015.9.16）	《关于实行市场准入负面清单制度的意见》、《关于推进价格机制改革的若干意见》等八个文件	实行市场准入负面清单制度；重点开放沿边地区经济社会发展；完善重点领域价格形成机制；推进国有企业项目引入非国有资本等
第十七次会议（2015.10.13）	《深化国税、地税征管体制改革方案》等五个文件	深化国税、地税征管体系改革；推进农垦改革发展；立足国有资本的战略定位和发展目标，深化国企改革等
第十八次会议（2015.11.9）	《关于加快实施自由贸易区战略的若干意见》、《关于促进加工贸易创新发展的若干意见》、《推进普惠金融发展规划（2016－2020年）》等八个文件	实施自由贸易区战略；促进加工贸易创新；发展普惠金融，提升金融服务的覆盖率、可得性、满意度等

续表

会议时间	审议或者审议通过文件	会议要点
第十九次会议（2015.12.9）	《中央全面深化改革领导小组2015年工作总结报告》、《中央全面深化改革领导小组2016年工作要点》等十个文件	整合城镇居民基本医疗保险和新型农村合作医疗两项制度，建立统一的城乡居民基本医疗保险制度等制度
第二十次会议（2016.1.11）	《科协系统深化改革实施方案》、《关于健全落实社会治安综合治理领导责任制的规定》等七个文件	健全落实社会治安综合治理领导责任制等
第二十一次会议（2016.2.23）	无	落实改革要遵循改革规律和特点，推动改革举措早落地、见实效；
第二十二次会议（2016.3.22）	《关于深化投融资体制改革的意见》等八个文件	健全生态保护补偿机制；建立贫困退出机制，深化投融资体制改革
第二十三次会议（2016.4.18）	《关于建立公平竞争审查制度的意见》等十一个文件	规范领导干部配偶、子女经商办企业行为；建立公平竞争审查制度，明确审查对象和方式等。
第二十四次会议（2016.5.20）	《探索实行耕地轮作休耕制度试点方案》等六个文件	统筹推进县域内城乡义务教育一体化发展，缩小城乡教育差距、促进教育公平等结果
第二十五次会议（2016.6.27）	《关于海南省域“多规合一”改革试点情况的报告》、《2015年各地全面深化改革推进情况和工作建议综合报告》等七个文件	加快推进对失信被执行人信用监督、警示和惩戒建设等
第二十六次会议（2016.7.22）	《贫困地区水电矿产资源开发资产收益扶贫改革试点方案》等六个文件	达成资源开发和脱贫攻坚有机结合等

续表

会议时间	审议或者审议通过文件	会议要点
第二十七次会议（2016.8.30）	《关于构建绿色金融体系的指导意见》等十四个文件	发展绿色金融；产权制度是社会主义市场经济的基石；要发挥市场在资源配置中的决定性作用和更好发挥政府作用等
第二十八次会议（2016.10.11）	《关于深化统计管理体制改革提高统计数据真实性的意见》等十个文件	防范和惩治统计造假、弄虚作假，根本出路在深化统计管理体制改革；推进安全生产领域改革发展，关键是要做出制度性安排等

结合以上分析，世界经济深度调整仍将持续，美国经济数据喜忧参半、增长动力依然不强，欧盟除自身的结构性问题外还将受英国脱欧的进一步冲击，外需难有明显改观；与此同时，货币政策的分化和国家资本流入流出加剧了金融市场波动风险。从内部情况来看，中长期受制于人口红利渐失、全球化红利不在等因素制约的潜在增长平台下移；中长周期来看，在产业结构向以服务经济为主的转变过程中，劳动生产率的放缓都对经济增长形成制约；短周期来看，2016 年底或者 2017 年初将是库存周期反弹的开始，对经济有一定提振作用；随着“三去一降一补”的持续推进，传统产业的调整持续，而新兴行业尚不能弥补传统动力的减弱；增长动力依然主要还是来自于内需，从结构来讲，消费需求持续平稳，因此变化则主要取决于投资需求，更具体的说是取决于基建、房地产、制造业这三大固定资产投资的增长，基建投资仍有空间但增长将趋缓，房地产开发投资和制造业投资仍受到行业调整的周期性变化而持续低迷，这决定了投资走向会进一步放缓；2017 年又是政治周期波动的重要时点，政府换届的影响将对经济增长波动形成一定影响，又决定了总体上 2017 年经济仍将持续筑底，经济增长速度相对比较稳定。2018 年或许是底部反弹的一年。

按照模型预测，同时考虑到需求结构与产业结构的平衡，2017 年经济增长 6.5%，投资、消费、出口三大需求的增速分别为 9.6%，10.2%和－2.7%，三次产业增速分别为 3.9%，5.9%和 7.5%。

二、2017年需要关注的七大困境

2016年，人大宏观论坛对经济运行中的深层次问题进行了梳理，认为中国经济运行面临四大方面的问题，一是供给侧结构性改革的着力点还没有完全找到；二是稳增长政策并没有缓解宏观经济深层次问题，反而使各类扭曲大幅度上扬，资源配置的效率持续恶化，经济主体的信心没有得到改善；三是经济回落的负反馈机制开始发生变化，经济内生性下滑的压力有所加剧，“生产效率预期下滑”+“投资收益预期下滑”+“收入增速预期下滑”所带来的市场型投资疲软和消费疲软开始向深度蔓延。短期产出与中期潜在产出的负向强化机制、超国民收入分配所带来的“消费—投资”困局、实体经济与虚拟经济相对收益下滑所带来的进一步“脱实向虚”等三大新难题已经成为中国宏观经济摆脱持续探底困境的核心障碍；四是当前宏观经济的短期企稳构建在大规模政策宽松和泡沫化房地产复苏之上，实体经济与虚拟经济之间的分化决定了中国宏观经济还没有形成持续稳定或复苏的基础。我们认为，这些深层次的问题并未解决，2017年中国宏观经济仍具有巨大的不确定性，这些不确定性体现在对风险的认识和化解方面，尤其是当前存在的一些风险会继续深化，总体上需要重点关注以下七大困境。

（一）在稳增长与防风险的压力下，调控政策再度出台，，需要警惕房地产行业发展或将再次进入短期调整带来的经济下行压力。

2016年以来，在全国房地产行业“去库存”的大趋势下，我国的房地产交易市场反而持续回暖，一线城市交易尤为火爆，带动房价飙升。随着对中国房地产泡沫化担忧，政府对房地产的调控也开始加码，尤其是国庆前夕的930开始的这一波调控，北京和天津等20余城市启动了调控政策应对房地产过快上涨，这一系列房地产调控政策的主要重点是如限购限贷、提高契税、提高贷款利率水平等抑制住房需求和有限度提高土地供给两个方面的措施。未来，需关注房地产市场泡沫本身的风险，以及930调控为代表的新一轮房地产紧缩性调控政策对房地产市场短期走势的影响。



图 79　国房景气指数走势

第一，从稳增长的角度看，房地产投资总体表现乏力，房地产业将难以实现对投资和经济增长的拉动效应，而很可能再次产生较强的拖累效应，虽然一二线城市房地产销售火爆，但由于城市土地供应等条件限制，不能充分转化为房地产投资增长，而三四线城市库存压力巨大，房地产投资已经逐步告别高增长阶段，对经济的拉动作用或减弱。截至到 2016 年 9 月，全国商品房待售面积为 6.96 亿平方米，比去年年底减少了 3.1%。以 2015 年销售面积（约 12.8 万亿平方米）为去库存进行速度，以 1－9 月累计商品房待售面积（6.96 万亿平方米）以及房屋施工面积（71.6 万亿平方米）作为库存基数，还需要（(6.96＋71.6)/12.8）大约 6.14 年去库存。同时考虑到施工面积中包含当年已经竣工面积、施工面积中部分已经作为期房销售面积等因素，总体需要 5－6 年的时间进行去库存，去库存压力非常大。

第二，新一轮房地产调控政策对经济可能带来一定风险。本轮房地产调控政策表明全面宽松的房地产政策发生了变化，这有助于降低短期购房需求，缓和购房恐慌情绪，因而有助于平抑房价上涨势头和防范资产泡沫风险，但短期内也会对房地产销售和投资产生一定的影响。9 月 30 日以来，房地产销售已经出现了明显的下降趋势，30 大中城市商品房成交套数和成交面积均显著下降。加上 10 月份上海证券交易所明确房地产及产能过剩行业公司债券分类监管的标准，深圳证券交

易所也发布了《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，房地产企业面临的外部融资环境变弱。从紧资金环境有助于降低房地产市场杠杆率的过快上涨，降低资产泡沫和信贷违约风险。但本轮调控短期内不利于稳定投资和经济增长。与过去多项房地产调控政策类似，这次调控依然没有真正解决房价上涨的根源，即土地供应垄断，土地供需错配，因而从中长期来看，也就无法真正控制房价上涨，反而可能带来挤压泡沫引发的经济下行风险。



图 80　商品房待售面积走势，去库存压力依然较大

（二）随着“三去一降一补”推进，企业去杠杆加速推动过剩行业信用风险加剧释放，金融系统性风险概率有所提升。

去杠杆、去产能是中央重要任务中的两大任务，产能过剩和非金融企业债务率过高是目前产业发展面临的重要问题。中央曾经表态：未来三年要处置 345 家僵尸企业，用两年压缩煤炭和钢铁 10％产能等等；从当前的情况来看，2017 年仍是去产能、调结构的重要时期；国新办在债务吹风会对未来去杠杆路径也有所明确，将采取市场化、法制化的方法解决这一问题。尽管这将加大制造业下行压力，但在改革转型的关键时期，我们认为去杠杆、去产能的进程或将有所加快；随之而来的，或将是过剩产能企业信用风险的进一步释放。目前债券市场频频爆发违约事件的表现，从已经违约的山东山水、保定天威再度违约到亚邦、东特钢、云峰私募债等违约，从民企到

国企，从煤炭到汽车制造，违约事件和信用风险事件爆发频率均有所升级，更加说明了随着经济筑底持续，结构调整和过剩产能出清艰巨进行，违约事件常态化几乎不可避免；在这个过程中，中小企业尤其是民营企业由于缺少扶植政策，风险释放更为彻底，这也是为什么在国有企业加杠杆的背景下，民营企业持续去杠杆。

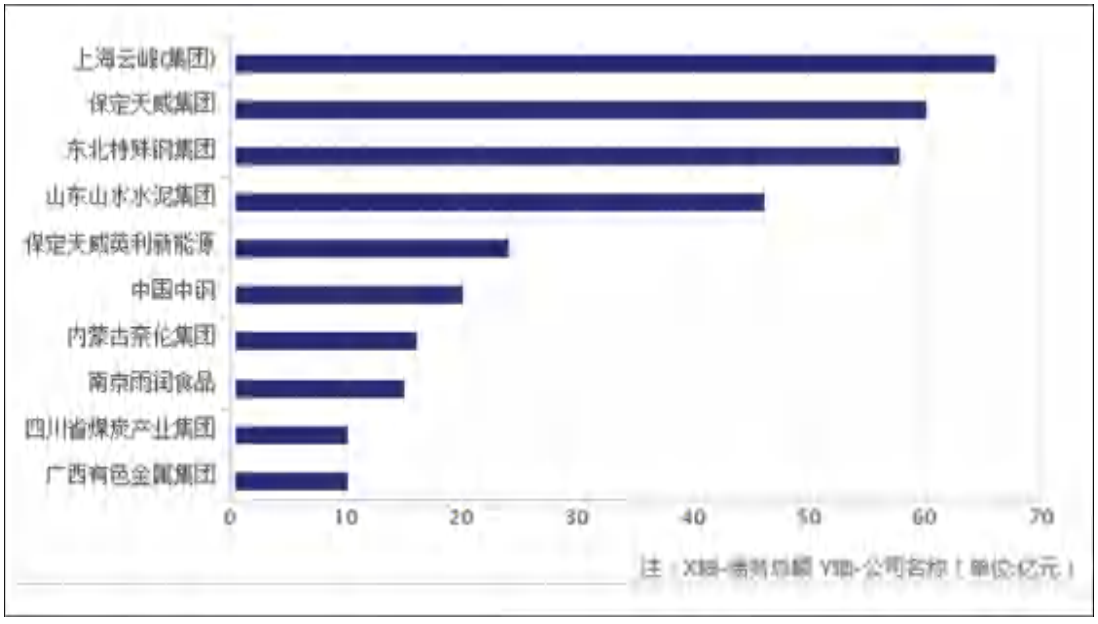


图 81　近几年的债券违约情况

非金融企业部门较高的债务率也会使债务违约风险不断增加，事实上，近两年来，部分企业的债务风险不论是在银行贷款、信托贷款还是债券市场，均有违约事件的发生。为了偿还债务，企业会面临出售资产的情况，**当大量企业面临此情况时会造成资产价格的大幅下降，从而加剧市场动荡，情形严重时会导致资产价格崩溃，即引发“明斯基时刻”。由于我国企业主要通过间接融资，最终资产价格下跌、担保链上的企业风险上升等传导至银行体系，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。在信用风险加快暴露的过程中，金融体系中的银行受到大范围或者某一环节出问题波及到银行体系，那么系统性风险的发生概率就要提升。

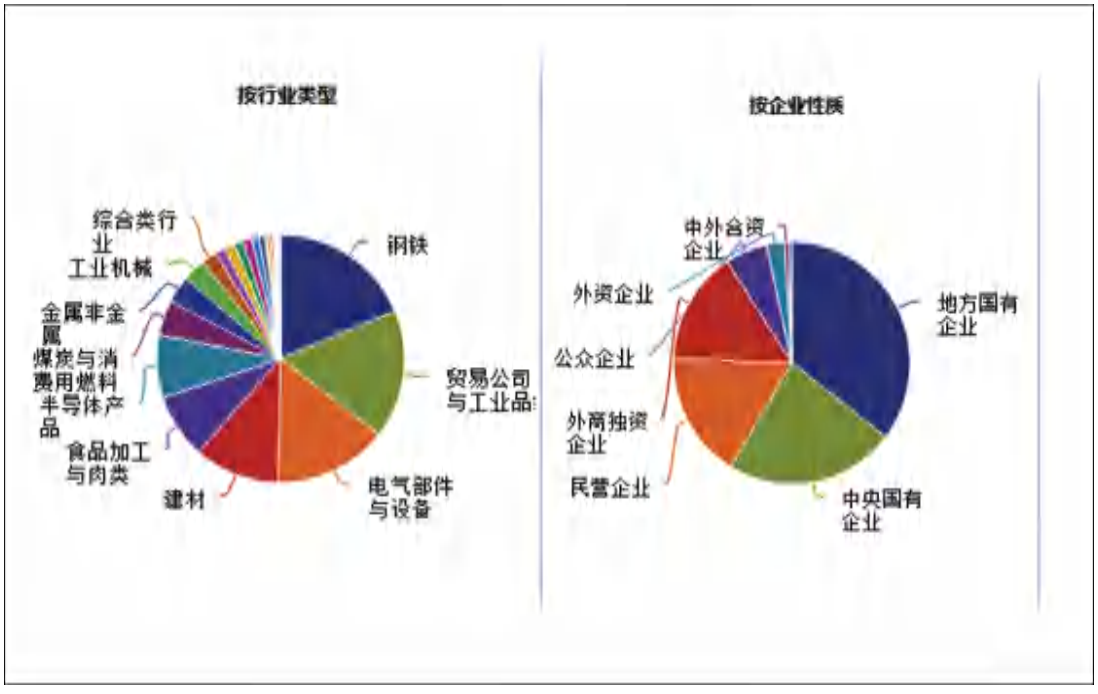


图 82　违约债券的行业和企业布局

(三)债务规模不断攀升,信贷等资源主要积聚在效率相对较低的国有企业;与此同时,国有企业改革与债务化解的矛盾凸显给宏观经济运行带来一定困难。

金融危机后,随着刺激政策实施,我国非金融企业债务规模和债务率均快速攀升;而随着经济结构调整和国有企业改革推进,国有经济在国民经济中的比重虽然有所下降,但在资源配置中的地位却是不断增强的。虽然国有企业的总资产贡献率明显低于私营企业,而信贷资源却大多投向国有企业,体现在国有企业(尤其是地方国企和平台公司)的债务风险快速累积;今年以来,在大宗商品价格低位反弹等多种因素影响下,工业企业利润增长由负转正,但国有企业经济利润持续下滑,虽然三季度其利润走势有所改善,但相对其他所有制经济而言几乎是最差的,这说明整体资源配置效率在不断下滑。

在宏观经济经济持续下行、企业经营恶化、信用风险不断凸显的背景下,国有企业改革加快推进。虽然国有企业改革方案对于不同类型的央企、国企有不同归类的改革方案,但是由于国有企业不仅仅是市场经济的主体,还牵涉就业等重大民生问题,因此国有企业改革尤其是牵涉到违约后的国有企业债务处理就面临市场化与稳民生等诸如此类的矛盾。譬如 2014 年债项陆续开始违约的中钢集团,综合

考虑其市场影响、就业等问题，国务院对其债务实施了债转股解决方案；而作为首例地方国企的东特钢则进入了破产程度。根据国资委的改革时间表，中央企业要在 2017 年底完成公司制改制，全面推进国有企业公司制股份制改革的同时积极推动企业改制上市、兼并重组、项目投资等方面积极引入民间资本和战略投资者。那么，2016 年四季度以及 2017 年仍然是国有企业改革的重要时期，存量上针对“僵尸企业”、过剩行业出清的解决，仍然会面临市场化推进与稳民生就业的矛盾。

（四）制造业并未走出调整底部，企业盈利改善并无实质性需求改善推进，未来仍有重回反复的可能。

从前三季度的数据来看，我国规模以上工业企业增加值同比增长比上年同期略有好转，企业营业收入保持稳定增长，利润增长由负转正，工业领域价格指数下降幅度在不断收窄，当月 PPI 意外转正，这些数据的向好似乎说明中国工业、制造业已经走出调整的底部，行业基本面呈现持续向好迹象；但是事实上，制造业基本面并没有明显的改善，工业领域这些指标的改善并不是因为需求有所恢复、企业成本实质性下降等决定趋势能够持续的关键性因素带来的，企业盈利的改善、工业品价格降幅的收窄更多是刺激政策、大宗商品价格低位反弹波动以及基数效应引致，从 PMI 的新订单、新出口订单以及在手订单情况来看，需求并无实质性改善，新订单指数比上月还有所回落。工业领域存在的产能过剩、债务问题等仍然考验 2017 年中国经济。

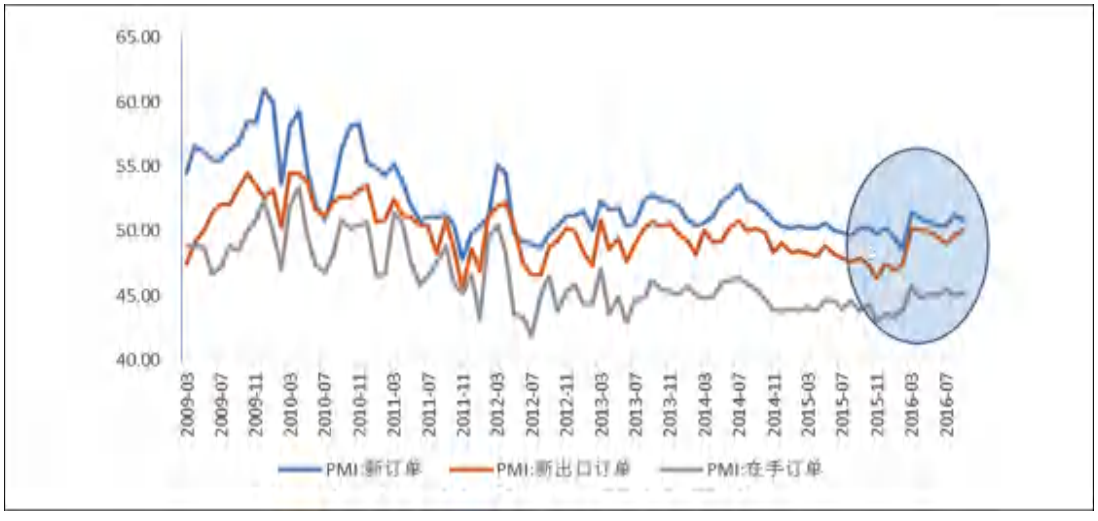


图 83　工业企业需求并没有明显改善

随着我国债务率的攀升，非金融企业债务率过高的问题仍是考验经济发展的

重要问题，随着企业部门去杠杆推进，过快去杠杆、去杠杆过慢、如何去杠杆以及去杠杆面临的风险处理等都是极具挑战的问题（去年的股灾等教训）。从未来发展来看，**实体经济依然面临以下困境**：一方面，如前文所分析企业实际运营成本依然较高，另一方面价格传导机制不顺畅带来上游成本无法向下游转移；与此同时，资金的避实就虚也加重了实体经济发展的困难，社会资金被地方融资平台、过剩产能行业等资金黑洞挤占，而企业盈利状况虽有改善，但资金紧张矛盾不断加剧；2017 年在大宗商品价格走势低位波动的情况下，需求未有明显改善，去产能推进带来下行压力，未来工业企业盈利走势有可能出现恶化迹象。

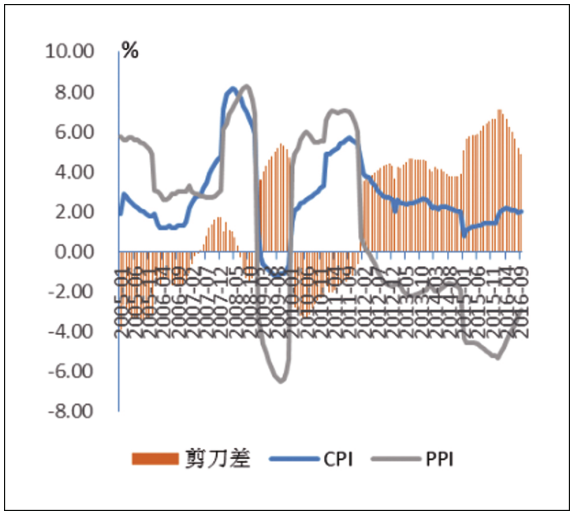


图 84　CPI、PPI 以及二者剪刀差走势



图 85　企业资金周转指数和销货款回笼状况指数

(五)基建投资仍是稳增长的主力,但需要关注整体资金来源的稳定性。

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;目前在产能过剩和房地产市场处于调整周期的背景下,制造业投资依然保持低迷,而房地产开发投资也会受到行业短期调整影响,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2017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模式推进的缓慢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。

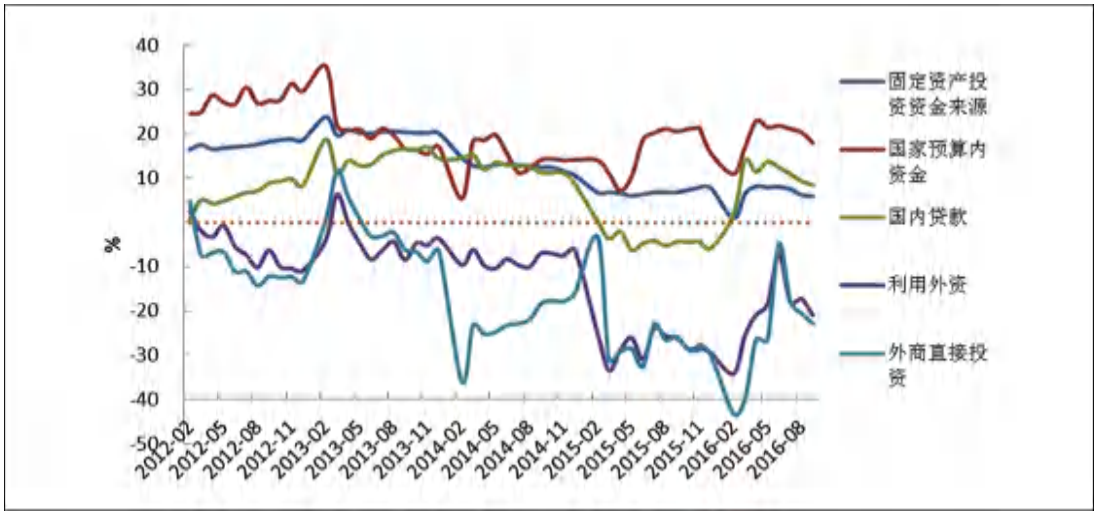


图86　固定资产投资资金来源走势

从目前的固定资产资金来源来看,1—9月份固定资产投资资金来源增长比上半年以及去同期均进一步下滑,依然处于较低水平。预算内资金增速在财政支出持续发力的作用下连续4个月保持20%以上的增长后滑落至17.9%高位,国内贷款增长比上年同期改善但年内延续5月以来的放缓态势,利用外资和外商直接投资持续下滑,并且下滑幅度进一步加大;总体而言,虽然国家预算持续高位增长,固定资产投资资金来源总体仍处于低位;从2017年看来,固定资产投资后续依然面临资金来源困境。具体来看,国家预算内资金保持增长,后期仍要受到因为经济放缓、结构性减税等因素导致的财政收入增长放缓牵制,财政收支矛盾进一步加剧,预算内资金在高位增长的基础上再上台阶比较困难;在总体资金中占比15%以上

的国内贷款，随着央行稳健政策的持续，信贷增长将保持平稳态势，此项增速大幅改善的概率较小；随着实体经济投资回报率下降，投资信心有所影响，占比超过50%的自筹资金难以大幅明显改善，而民间投资的走势或许在一定程度也能反应出这份资金增长的动向；利用外资持续下滑且幅度进一步扩大，说明市场主体对未来经济仍持谨慎态度。总体上来看，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。

（六）民间投资增长持续下滑改善概率较小，企业持币待投资的“流动性陷阱”持续，这将加大经济下行压力。

无论从企业数量上，还是从对中国经济的贡献来看，当前民营企业已然成为我国经济的重要支柱。不过，作为我国经济支柱的民营经济在近期投资表现低迷，2016年以来，民间固定资产投资累计增速持续跌至新低，从去年年底的10.1%，一路下跌至今年7月和8月的2.1%，9月份略有回升至2.5%。

当前民间投资增速下挫是短期因素和累积因素叠加的结果，其中短期因素是经济周期调整、经济增长方式进入低增速的新常态模式，经济低迷的大环境使得传统行业回报率下滑、民间资本抽离实体经济、对外投资增多。民间投资最重要的两大领域是制造业和房地产业，尤其是制造业占绝对地位，当制造业回报率下降时，也是民间投资下滑的阶段。从工业企业的主营业务收入及利润总额的增速来看，工业领域在近两年经过了过山车一般的变化，工业企业主营业务收入增速从2013年6月的11.4%下跌至2016年2月的1%，到2016年5月，增速为2.9%。而利润总额的增速从2013年10月的13.7%下跌到15年2月的－4.2%。可以说经济生产中的投资回报率的下降，是民间固定资产投资增速下滑的最直接的原因。但长期以来，制约民营经济发展更多的是制度上的诸多障碍，如融资困境、税负较重、在某些领域也与国有企业有不对等的地位。第一，民营经济税负较重，与国有企业享有不平等的税负水平；第二，民营企业面临较大的融资的压力。民营企业面临着融资渠道单一的困境，一方面，直接融资渠道狭窄，另一方面，间接融资也面临较高的门槛，商业银行更倾向于将资金贷给政府的融资平台或者国有企业。而资金匮乏，短期不利于民营企业的经营改善，长期更阻碍了民营经济的整体发展和创新升级；第三、某些领域内依旧存在不对等的制度障碍。民营企业大多集中于享受低成本资源、劳动力等简单成本优势的领域，如制造业、房地产业、采矿业、批发零售等行业。尽管近来年来政府不断出台促进自由平等竞争的政策，但大多执行起来难度较大，在教育、医疗等行业，民营企业依然没有享有与国有企业同等的市场竞争机

会，面临较大的进入门槛。

短期因素和累积因素叠加，加之民营经济本身的粗放式发展，这些累积因素共同导致民间投资增速大幅下跌，由于经济前景不确定性较大，企业更加倾向于持币待投，这直接反映在今年以来狭义货币（M1）的增速远高于广义货币（M2）的增速，M1－M2 剪刀差日益增大，基于上述原因，我们判断民间投资增长下滑改善的概率较小。企业投资积极性下挫，从长远看不利于企业的创新和经济的发展，从短期看企业持币待投也会加大经济的流动性风险。

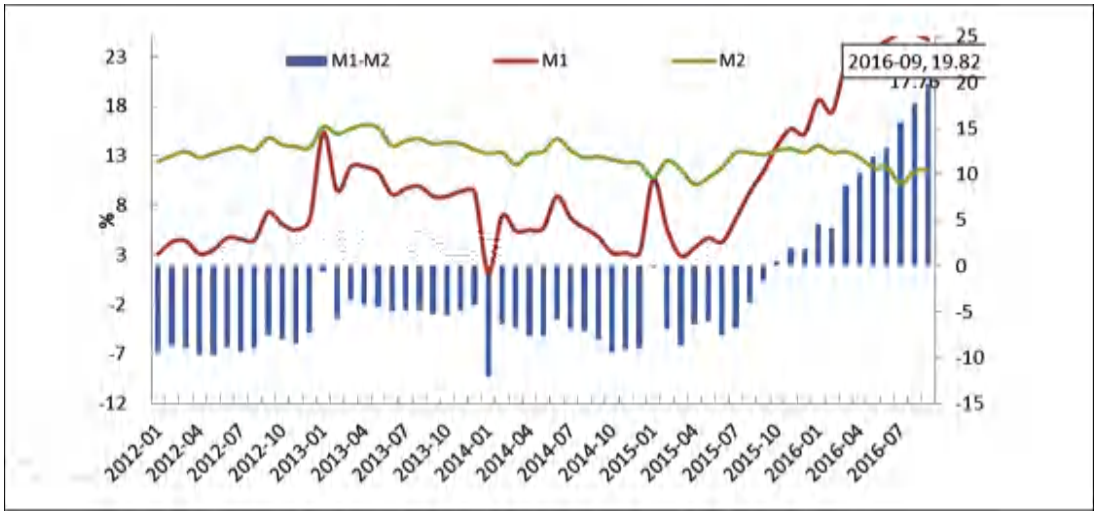


图 87　M1 与 M2 增速不断扩大，反映了企业持币待投资的“流动性陷阱”持续

（七）国际金融市场波动加剧、人民币汇率短期波动和双向波动加大、资本流出压力对国内金融市场冲击影响仍将加强，需要警惕由此引发的系统性风险。

今年以来，国际金融市场波动有所加剧，资本流动的频率有所增强。年初，由于汇率贬值、经济预期等原因，国际资本从新兴经济体流出有所加快；而人民币汇率延续了去年底快速贬值的趋势，跨境资本流出规模加大，在一定程度引起了我国金融市场乃至全球金融市场的波动；尽管后期随着监管部门的干预、美国加息预期的减弱、美元走低等，人民币兑美元汇率走势由大幅波动转为相对稳定，但无疑汇率波动对金融市场的稳定影响作用加大。二季度以来，由于美国加息的延缓、英国脱欧、日本和欧盟负利率政策的加码以及汇率变化等因素，2－3 季度全球资本开始向新兴经济体净流入，总体上资本的流入、流出相对更为频繁。而近期，人民币

兑美元汇率贬值压力凸显，短期波动有所加剧，尤其是英国脱欧事件后，英镑、欧元贬值带来美元被动升值，人民币短期内贬值的压力进一步增强；10 月份美国大选黑天鹅事件，以及 12 月美联储加息预期上升，全球资本流动很可能在年底和明年初出现较大的逆转。

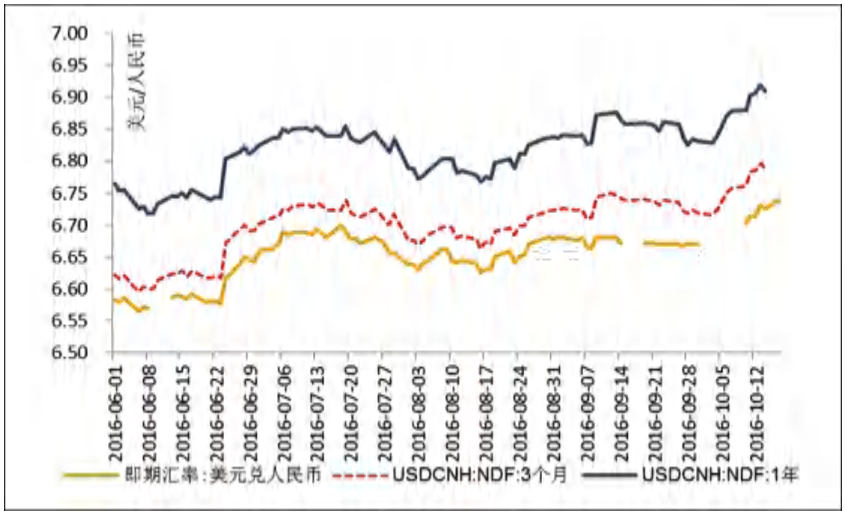


图 88　近期人民币再度出现贬值趋势

随着人民币贬值，或许是市场接受程度加大，金融市场如股市和债市波动并没有像去年以及年初受到很大影响，外汇储备继 4 月小幅改善后，虽然降幅收窄，但仍呈现趋势性减少迹象。但无疑，人民币汇率的短期波动和双向波动加强将加大我国金融市场的波动以及增加货币政策调控的难度；在我国利率市场化和汇率形成机制改革向纵深发展的大环境下，境内外利差、汇差变动将推动着各类经济主体寻找市场投资和投机的机会，是推动资金跨境流动的重要力量，短期内跨境资金双向流动增加也是必然的。从 2017 年来看，随着全球资产泡沫的加剧，将会带来流动性收紧预期，那么在外部冲击和全球流动性收紧预期下，人民币过度贬值和资本加速外逃的风险仍然存在；如果人民币过快贬值，将与资本流出与国内股市波动形成恶性循环，压缩货币政策操作空间，有可能使货币市场利率上升，引发债市风险。同时，还会使企业海外负债成本增加，可能造成部分企业出现短期偿债风险。如果叠加信用风险，导致市场信心震荡乃沦丧，那么流动性枯竭将会持续，整个金融体系的系统性风险发生概率将大幅提升。

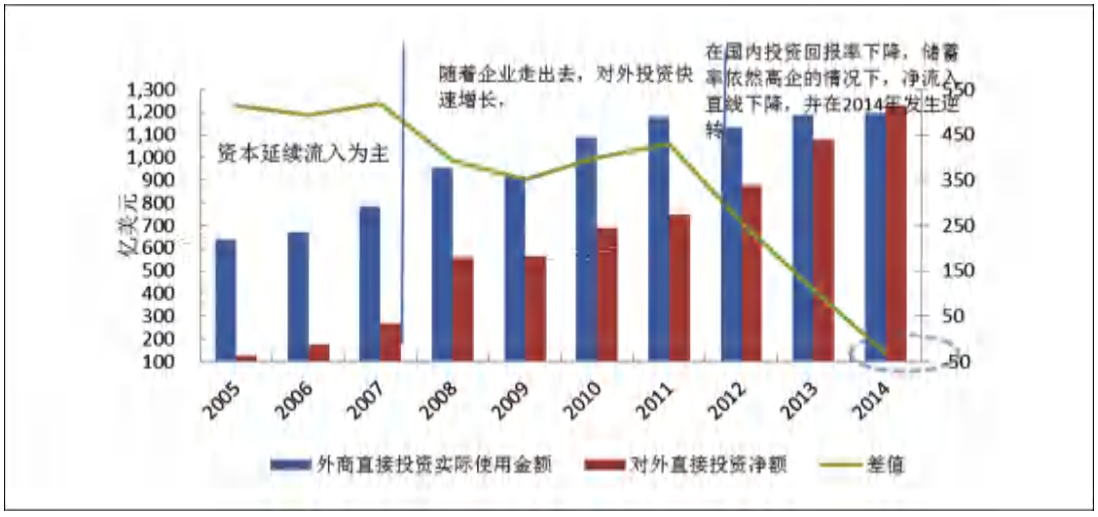


图 89　资本流动发生阶段性变化

三、小结

(一)2017 年仍将持续筑底，经济增长 6.5%左右

结合以上分析，世界经济深度调整仍将持续，美国经济数据喜忧参半、增长动力依然不强，欧盟除自身的结构性问题外还将受英国脱欧的进一步冲击，外需难有明显改观；与此同时，货币政策的分化和国家资本流入流出加剧了金融市场波动风险。从内部情况来看，中长期受制于人口红利渐失、全球化红利不在等因素制约的潜在增长平台下移；中长周期来看，在产业结构向以服务经济为主的转变过程中，劳动生产率的放缓都对经济增长形成制约；短周期来看，2016 年底或者 2017 年初将是库存周期反弹的开始，对经济有一定提振作用；随着“三去一降一补”的持续推进，传统产业的调整持续，而新兴行业尚不能弥补传统动力的减弱；增长动力依然主要还是来自于内需，从结构来讲，消费需求持续平稳，因此变化则主要取决于投资需求，更具体的说是取决于基建、房地产、制造业这三大固定资产投资的增长，基建投资仍有空间但增长将趋缓，房地产开发投资和制造业投资仍受到行业调整的周期性变化而持续低迷，这决定了投资走向会进一步放缓；2017 年又是政治周期波动的重要时点，政府换届的影响将对经济增长波动形成一定影响；**又决定了总体上 2017 年经济仍将持续筑底，经济增长速度相对比较稳定。2018 年或许是底部反弹的一年。**

（二）中国经济面临的困境本质上都是与债务问题密切相关

我们认为，2017 年面临的七大困境本质上还是由目前中国经济增长的主要路径所决定的，目前“债务－投资”驱动模式还是稳增长的主要方式。货币以银行信贷为主的债务形式投放给中央和地方的国有企业，以此开展由政府推出的大量以基础设施建设、房地产为主的投资项目，拉动经济增长的同时也带来了资产泡沫、企业债务的高企和债务率的攀升等等问题；僵尸企业的迟迟不能出清，更多的受制于债务结构中国有企业占比较高且能利用其隐形担保获取更多的信贷资源不断滚动。债务工具的使用在经济发展中具有重要作用，适度的债务率不仅能够提高资金的配置效率，而且能够促进经济增长，但如果负债过高或者配置结构不合理（期限结构、主体结构等等），则会造成信用违约频发、金融机构不良贷款陡升、资产价格崩溃，最终导致金融危机的全面爆发。从目前的情况来看，无论是实体经济还是虚拟经济，其投资收益率的下降和资金使用效率的降低已逐渐弱化了“债务－投资”驱动模式的效用，高债务带来的高风险已成为经济稳定的巨大威胁。正如我们上面分析中所认为的，在中短期影响经济增长的众多周期性力量中，债务周期是影响中国经济是否发生危机或者继续恶化的最重要的力量。**当前信用违约频发、泡沫聚集乃至引发系统性风险概率上升的环节中，债务风险是经济运行中需密切关注的重中之重。**

第四部分　债务风险是经济发展中需密切关注的重中之重

从本报告前文的论述中，在影响经济增长的众多周期性力量中，债务周期是影响中国经济是否发生危机或者继续恶化的最重要的力量。中国经济运行中诸多深层次问题，本质上都与债务问题密切相关，比如资产泡沫的聚集，实际上是“债务—投资”驱动模式中投放的大量货币在股市、债市以及房地产等领域的伺机流动；中国目前的债务规模已经积累至相当水平，债务的结构性问题尤其是非金融企业结构风险凸显，债务风险是经济运行中需密切关注的重要问题，也是经济工作中需要防范的重中之重。

一、中国债务尤其是广义政府类债务高于警戒线，债务风险已成为重中之重。

中国目前的债务规模已经积累至相当水平，20 世纪以来全球发生的经济危机，其本质大都是债务和债务衍生工具引起的金融危机，而目前我国的债务规模高企，尤其是非金融企业的债务问题日益加深，防范债务危机是当前经济发展中不应忽视的重中之重。

（一）金融危机以来，中国总体债务规模快速攀升，总债务率在全球处于较高的水平。

1.总债务持续攀升，债务率已超过 250%。

根据国际清算银行数据，截至 2016 年 3 月末，我国总债务规模高达 175.38 万亿元，而 1995 年底仅有 6.64 万亿元，总债务率（总债务规模/GDP）也由 109.1%飙升至 254.9%。从历史数据趋势来看，1995 年以来，我国债务率水平随着金融危机的发生而有两波明显的跃升。第一波始于 1997 年亚洲金融危机，债务率在近 7 年的时间里由 110%左右的水平上升至约 170%，直至 2004 年才开始逐步回落。第二波则始于 2008 年美国次贷危机，债务率由 2008 年末的 147%升至 2016 年 3 月

末的 254.9%，上升幅度较上一次危机时期更为明显。对比两次危机时期，2008 年债务规模扩张的速度明显更快，2016 年 3 月底的债务规模已达到 2008 年底的 2.77 倍，而反观 GDP 增速却一路下滑。可以看出，这一阶段加大投资及扩张信贷的政策对于经济的刺激作用并不及上一次危机时期，债务规模的增加并未得到相应的产出增加，经济运行效率的降低导致债务率以更快地速度增长，债务负担日益加重。



图 90　我国总债务规模及总债务率的历史趋势

数据来源：国际清算银行，中诚信国际整理

2.从国际比较来看，总债务率已处于全球较高水平。

与全球其他国家相比，我国债务率（254.9%）虽然低于日本（394%）、英国（266%）、加拿大（288%）等发达经济体，但已超过美国（253%）、澳大利亚（247%）及韩国（237%），并远高于印度（130%）、巴西（146%）和俄罗斯（89%）等新兴经济体的债务率。从债务率扩张速度来看，2005 年底，我国的债务率还仅有 151.3%，但经历金融危机到次高速增长再到迈入“三期叠加”的新常态，总债务率在十年提高了 103.6 个百分点，而美国的债务率提升同样的幅度，则经历了 30 年，日本和英国也经历了近 20 年。



图 91　主要国家债务率水平(2016.03.31)

数据来源:国际清算银行,中诚信国际整理

(二)广义政府类债务水平凸显,非金融企业尤其是国有企业债务水平高企,结构性风险突出。

1.债务结构失衡,债务风险集中于国有企业部门。

分部门来看,我国的债务风险明显集中于非金融企业部门,政府部门和居民部门的债务率水平相对较低。截至 2016 年 3 月末,我国非金融企业债务率高达 169.1%,远高于世界平均水平(95.5%)、新兴市场国家平均水平(106.4%)和发达国家平均水平(89.4%),而政府和居民部门债务率则分别为 45.2%和 40.7%。

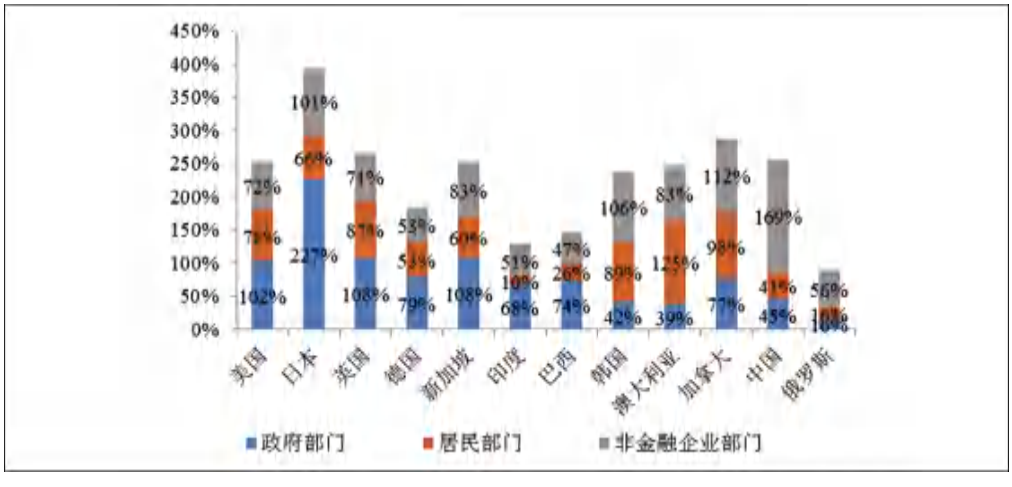


图 92　国内外债务率水平比较

数据来源:国际清算银行,中诚信国际整理

2008 年金融危机后，我国快速出台了大规模的经济刺激计划，“中央财政资金先期进入，地方财政资金立即配套，商业银行贷款大幅跟进”的资金配置模式推动了非金融企业部门和政府部门债务的扩张。2009 年开始，我国非金融企业部门债务率便步入上升区间，2012 年后债务率更是以每年 10 个百分点的速度持续扩张。截至 2016 年 3 月末，非金融企业债务率已经比 2008 年底高出 72 个百分点，对总债务率增长的贡献超三分之二。与其他国家相比，我国非金融企业债务率也明显偏高，如美国非金融企业部门的债务率为 72%，英国为 71%、日本为 101%、韩国为 106%，同时也远高于 90%的国际警戒线。单从我国相对不平衡的债务结构来看，非金融企业部门债务率的高企是我国债务率不断攀升的决定性因素，失衡的债务结构已经在企业部门内部积聚了较高的债务风险。

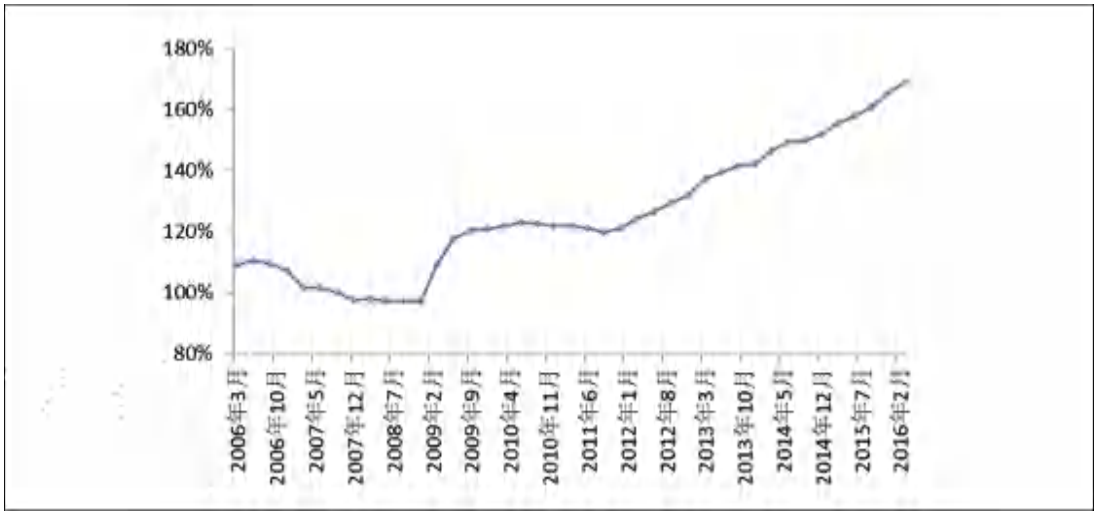


图 93　我国非金融企业债务率变化趋势

数据来源：国际清算银行，中诚信国际整理

2.随着资源向效率相对低下的国有企业部门倾斜，非金融企业的债务风险更集中于国有企业。

如果将非金融企业部门的债务进行进一步的细化，则可以发现，我国不仅总债务结构存在严重失衡的现象，非金融企业部门内部的债务分配也明显向国有企业倾斜，债务风险高度集中。2008 年以来，虽然国有经济在国民经济中的比重有所下降，但在资源配置中的地位却是不断增强的，尤其是在房地产、煤炭、钢铁、有色等过剩行业领域。根据财政部网站公布的数据，截至 2016 年 3 月末，全国国有及

国有控股企业(以下简称“国有企业”)负债总规模为81.20万亿元,**若暂不考虑不同统计口径之间的差异,国有企业负债规模约占BIS口径非金融企业部门债务规模的69.8%,由此可估算出民营企业债务占比为30.2%,国有企业和民营企业的债务率分别约为118%和51.1%。国有企业债务率远高于民营企业,非金融企业部门债务问题的核心即在于国有企业债务。**尤其是在直接融资的债券市场上,国有企业占据着绝大部分的资金。截至9月底,国有企业债券在信用债中的规模占比高达86%。如此背景下,国有企业偿债风险不断积聚,同时也加大系统性风险发生的可能性。

3.考虑了政府部分隐性担保责任的广义政府债务水平高达109.53%,远高于市场预期。

BIS等现有的研究中所计算的政府债务主要从考虑了负有偿还责任和可能担保责任的债务,由于我国地方政府与国有企业、城投企业之间不可分割的关系,我们将融资平台类的城投企业的债务纳入政府债务的计算中,作为广义政府债务。在国有企业当中,城投企业可谓是与政府关联最为密切的一类融资主体。由于过去我国地方政府不具备自主举债权限,在金融危机后地方政府补充财政资金、加大基建类投资的动力催生下,城投公司飞快成长。城投债务虽然名义上以非金融企业债务的形式存在,但却实际上履行着政府债务职责。2014年底发布的43号文明确提出剥离融资平台公司的政府融资职能,融资平台不得新增政府债务。但从政策实际执行情况来看,平台公司的转型难度依然较大,目前还处于政策过渡期内。为考察政府实际负担的债务率水平,我们暂且将平台企业债务也纳入政府债务的考量范围。根据我们的测算,平台企业债务规模约为44.26万亿元,约占国企债务规模的54.51%。将这部分债务计算进来后,**我国广义政府债务率将从45.2%上升到109.53%。同时,考虑到平台企业债务的利率相对高于地方政府债务,政府实际承担的利息也更高。若考虑更广义的政府债务,由于市场普遍认为当国有企业出现债务危机时,政府为维护国有企业的声誉及战略地位仍会选择性地承担着最后救助人的角色。若将这部分政府可能承担偿还责任的债务全部包括在内,政府实际承担的债务率将会高达163.2%,**相应地,非金融企业部门债务率则由169.1%降至51.1%。可以看出,两种宽口径下计算的广义政府部门债务率水平不但远高于欧盟警戒线60%,同时也远高于国际通行警戒线100%。

表 10　　中诚信国际关于广义政府债务的测算

计算口径	部门分类	债务率
原口径	国有企业	118.00%
	非国有企业	51.10%
	政府部门	45.20%
广义口径一 （平台企业债务纳入政府债务）	国有企业	53.67%
	非国有企业	51.1%
	政府部门	109.53%
广义口径二 （国企债务纳入政府债务）	国有企业	0%
	非国有企业	51.1%
	政府部门	163.20%

（三）在目前日本、英国、欧洲央行推行负利率的背景下，中国的利率中枢水平相对较高，企业付息压力相比而言处于较高水平。

目前，在全球负利率盛行的环境下，尽管我国利率水平中枢也整体有所下移，但仍高于美国、日本、德国等主要经济体，我国并不具有发达国家那样低成本的债务融资优势。以 10 年期国债到期收益率为例，2016 年 9 月，我国的利率水平约为 2.75%，较美国和英国分别高约 110bp 和 190bp，较日本、法国和德国高 250bp 以上。相对高的利率水平给我国带来了沉重的付息压力。根据三季度央行公布的金融机构加权平均贷款利率，结合近期发行的债券发行利率水平，可以估算出**我国所负担债务的年利息支出为 8.52 万亿元，约占 2015 年 GDP 的 13%。**[①] **由于这部分所使用的利率为近期的平均利率，考虑到长期以来我国利率水平的下降趋势，现有存量债务的平均利率水平应该会更高，因而 13%的利息占 GDP 的比重只是保守的估计结果。**在融资成本较高的环境下，我国持续扩张的债务规模又同时面临着严峻的付息压力，债务风险进一步提升。

① 2016 年三季度央行公布的金融机构贷款平均利率水平为 5.26%，近期发行的利率债、信用债平均发行利率为 2.70%和 3.50%。假设总债务中仅包括金融机构贷款和债券，截至 2016 年一季度末，利率债（包括国债、地方债）和信用债存量规模分别为 16.45 万亿和 16.21 万亿，总债务规模中扣除这两部分后可得到一季度末的金融机构贷款规模为 142.72 万亿元，将利率债、信用债和金融机构贷款的规模分别乘以相应的利率后加总，可估算出债务年利息规模为 8.52 万亿元，约占 2015 年全年 GDP 的 13%。

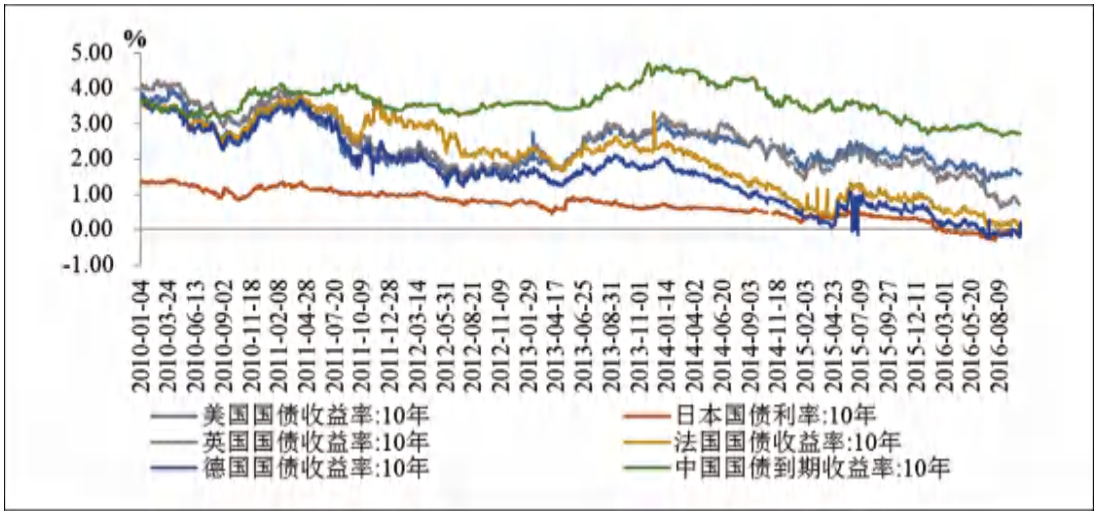


图 94　国内外利率水平对比

数据来源:恒生聚源,中诚信国际整理

(四)居民部门债务率适中,但攀升较快,后续增长空间有限。

正如前文所分析,目前我国居民负债水平相对适中,但是近几年增长迅速。与非金融企业部门类似,我国居民负债率的上升主要是在 2008 年之后快速攀升,从 2008 年的 18%上升至 2016 年一季度的 41%,居民部门负债率增加了 23 个百分点;与美国、日本等国家相比,当前的居民部门负债率仅仅相当于美国 60 年代和日本 70 年代中后期的水平,也低于 85%的国际警戒线。但是与同等发展水平的国家相比,高于巴西、俄罗斯和印度等新兴市场国家。尤其是从增速来看,2008 年以来居民部门负债率年均增速超过了 24%,扩张速度远超其他国家。

居民部门负债增加主要来自于购房贷款的扩张。从负债结构来看,我国居民的负债全部表现为贷款,主要是以房贷为主的中长期消费贷款,占比超过 50%。事实上,2008 年金融危机以后,随着房地产市场周期性变化,居民负债率都相应快速增加。比如 2009 年、2013 年、2015 年底至今,尤其是最近一轮,根据我们第二部分的分析,在 2016 年 9 月人民币新增贷款中,居民部门的占比已经从 24.2%攀升至 46.44%,房地产贷款余额也从去年同期的 20.2 万亿元增加 25.3 万亿元,增长 25.2%,个人房贷余额达到 17.93 万亿元,同比增长 33.1%。而从**房贷增量来看,当前居民部门债务率快速攀升难以持续。**从房贷增量来看,中国新增房贷占 GDP 比重从 2015 年快速上升,目前维持在 3%左右的水平,二季度新增个人房贷占比则达

到了 7.56%的高位;对于美国和日本,美国新增房贷占比在 2008 年金融危机前最高值为 8%,日本在 1989 年泡沫破灭前历史高值为 3.5%。从这个角度来讲,居民部门以房贷为主的债务增长模式可能很难维持前期高速的扩张水平。

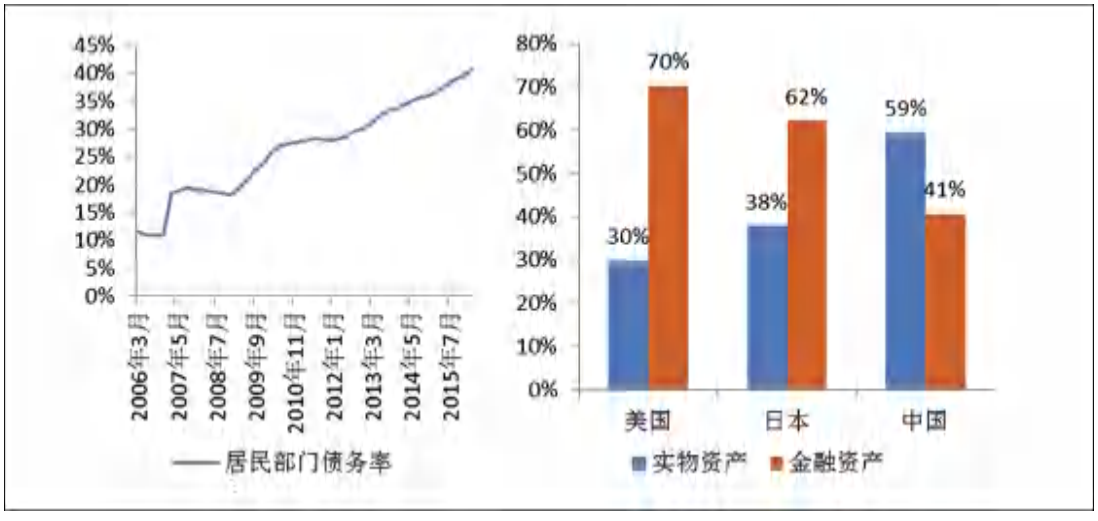


图 95　居民部门债务率快速攀升,居民资产以实物为准

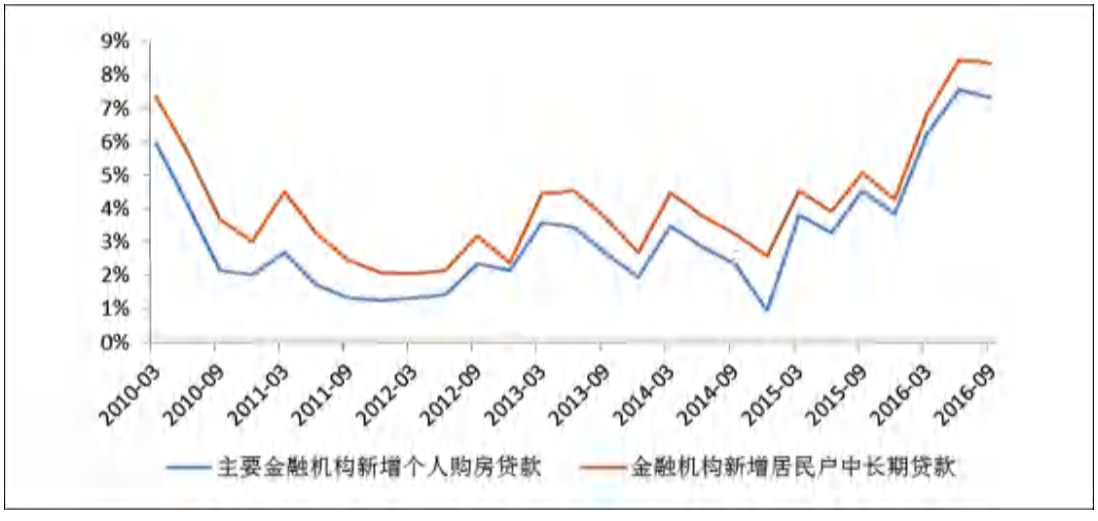


图 96　中国居民新增房贷占 GDP 比重

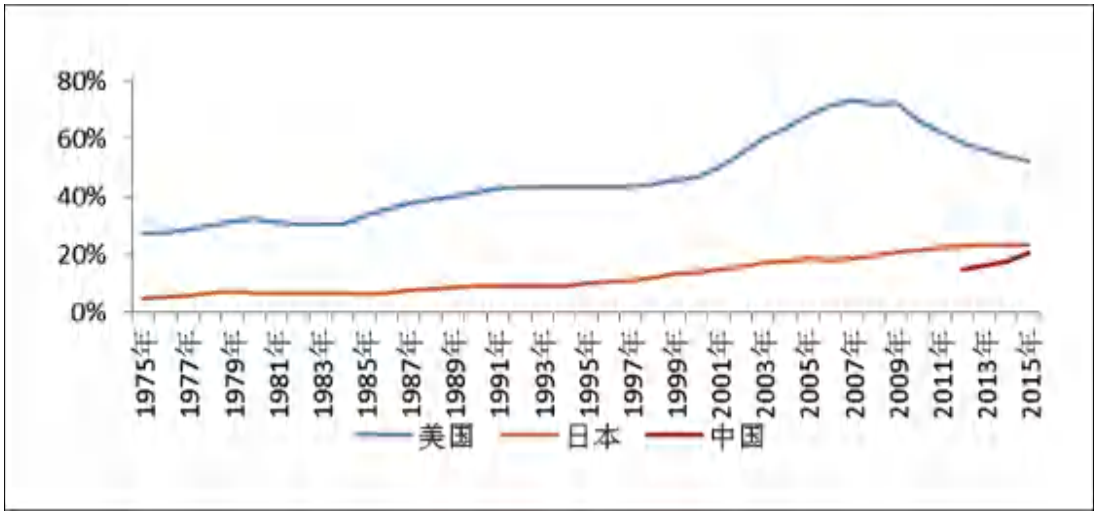


图 97　美、日、中房贷余额占 GDP 比重分析



图 98　我国房贷快速增长

二、债务风险形成的原因和影响。

(一)中国债务风险以及资产泡沫形成原因。

1.刺激政策带来的巨量货币投放是主要原因。

2008 年以来,为应对全球金融危机,我国出台了包括“四万亿”投资、十大产业振兴计划等在内的大量刺激性政策,通过对基础设施的投资和房地产来拉动国内

经济增长，由此进入了以高负债为主的加杠杆周期。基础设施和房地产又带动了钢铁、水泥、化工项目的发展，其中政府及大型国有企业主要承担了这部分的投资。地方政府通过地方融资平台等手段大量举债发展，以期进一步刺激当地经济，助推了地方政府及相关企业杠杆率的增长。在这种“债务－投资”驱动模式下，一方面中国经济率先在全球中企稳；另一方面，随之而来是非金融企业部门尤其是国有企业部门、房地产企业部门债务率的快速增长，推动总体债务率不断攀升。后危机时期，随着全球经济进入深度调整时期，主要发达经济体对其资产负债表进行修复并开始了缓慢的去杠杆，经济增长和国际贸易的放缓带来外需的持续低迷；而国内有效需求相对不足，产能过剩与供给不足的结构性矛盾凸显，经济下行压力不断加大，宏观调控转向定向调控和“微刺激”，这种情况下并没有改变“债务－投资”的驱动模式，微刺激释放的货币通过贷款等方式转化为债务，债务规模持续攀升。

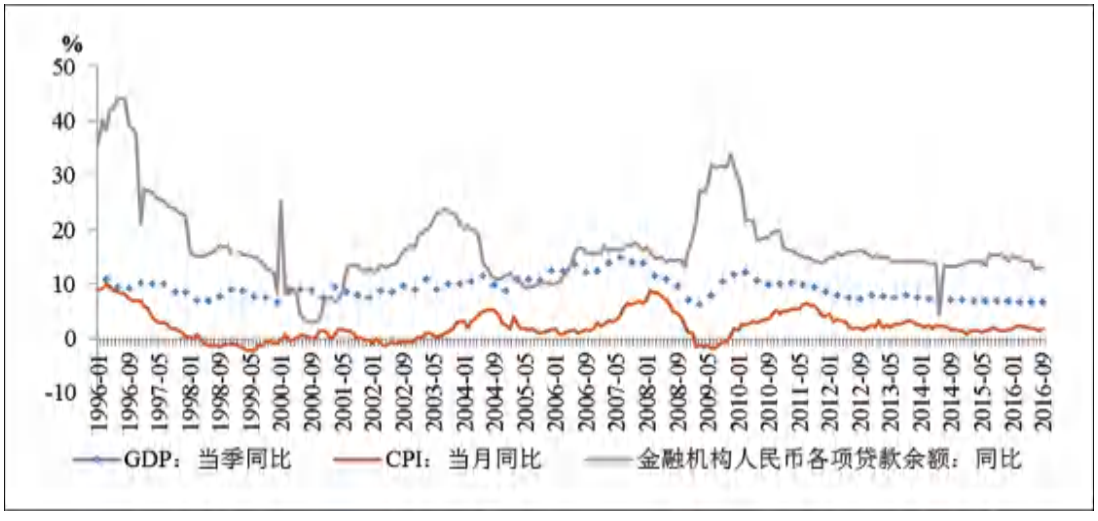


图 99　1996 年以来经济增长、价格水平以及信贷规模变化趋势

数据来源：恒生聚源，中诚信国际整理

2.资本市场的不健全是债务率高企尤其是国有企业债务率高企的技术性因素。

近两年，随着金融领域改革的不断推进，建立多层次资本市场有所推进，但由于长期以来我国金融市场以银行为主体的间接融资为主，股权融资发展相对滞后，债权融资一直占据企业融资的主要地位。截至 2016 年三季度末，我国非金融企业股权融资占社会融资存量规模为 4%，尽管比上年同期和五年前均有提升，但是相对于债权的融资比例依然偏低；企业发展过度依赖于债权融资，而债权融资更偏好

于国企和大型企业，这就导致大量资金流向国有企业并推高了国有企业的杠杆率，特别是那些具有地方政府担保的企业。此外，由于资本市场的发展不能完全满足融资需求，助推了影子银行的快速发展，影子银行存在的信息不对称和融资成本高等特点，更加大了金融系统风险的不确定性。

表 11　　我国企业股票融资和债券[①]融资占比

	社会融资总额(亿元)	非金融企业境内股票融资占比(%)	非金融企业债券占比(%)
2006	42697	3.6	5.41
2007	59664	7.26	3.83
2008	69804	4.76	7.91
2009	139105	2.41	8.89
2010	140191	4.13	7.89
2011	128286	3.41	10.65
2012	157631	1.59	14.31
2013	173168	1.28	10.46
2014	164133	2.65	14.51
2015	152936.08	4.97	18.47

3.“刚性兑付”幻觉和监管分割是债务雪球不断滚动变大的原因之一。

在债务市场不断扩大的过程中，“刚性兑付”幻觉是债务雪球不断滚动变大的原因之一，尤其是由各级政府背书的国有企业、地方融资平台等主体依靠刚兑预期不断借新债，债务规模不断膨胀。债券市场发展初期，出于培育市场、控制风险等考虑，监管机构审批的发债主体多为实力雄厚的央企和地方国企，金融危机爆发，随着刺激政策的落地，越来越多的融资平台以企业名义为政府融资，而地方政府又经常愿意出具各种形式的“兜底函”、“担保函”为债务提供隐性担保。政府和企业债务责任的边界模糊是让市场形成一切国企均有政府背书和刚性兑付观念的最主要原因。近两年，“超日债”违约打破了刚兑，之前被认为安全的央企和地方国企不断曝出信用风险和违约事件，同时财政收入的放缓和经济下滑使得地方政府兜底

① 这里的债券融资，是直接融资的一种形式，也是债权融资的一个方面，但并不代表总体债权。债权融资包括银行贷款、债券发行等，体现为总债务规模等。

的意愿不断降低，债务风险不断凸显；此外，债券市场监管的“五龙治水”以及监管不到位等都对债务风险的积累起到了推波助澜的作用。

（二）债务高企尤其是非金融企业债务高企的影响和危害。

1.债务融资为主的特点造成金融资源错配，延缓经济转型升级。

从目前的情况来看，债务率较高的企业往往集中在钢铁、水泥、电解铝等产能过剩的国有企业，这些企业往往缺乏主动“造血”的功能，仅仅依靠银行“输血”维持。长期以来，我国企业融资渠道主要通过银行进行间接融资，而银行为了避免出现巨额的不良贷款，在当前宏观经济下行的背景下，更倾向于对有政府信用担保的国有企业进行放贷，这也是为什么占据资金黑洞的“僵尸企业”能够持续获得银行输血的原因。在这种模式下，信贷资源持续向过剩产能比较集中、效率比较低下的国有企业倾斜。尤其是经济下行压力较大、不良贷款余额和不良率攀升的情况下，银行信贷加大对大中型企业尤其是国有企业的倾斜，对中小企业和新兴企业会收紧信贷，从而对其造成信贷挤出，金融资源错配的现象不断加重。而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，如果对新兴行业的贷款减少，则会延缓我国产业升级的顺利进行。此外，随着我国“去产能”、“去库存”的逐步推进，银行业不良资产余额和不良贷款率将会进一步攀升，也会加剧银行惜贷的情况，从而形成金融资源错配的恶性循环。

2.总体债务负担过重，在一定程度会降低经济增长。

债务负担过重，对于企业而言会加重企业的财务负担。在企业经营环境没有明显改善的情况下，企业偿债成本不断增加；同时，企业生产成本也越来越高，致使利润不断缩减。此外，企业为了偿还债务会出售资产，这就引发资产价格大幅下降以及企业价值出现缩水，由此引发市场担忧的“债务—通缩”现象的发生，并会造成企业贷款需求下降，企业的投资能力也将不断弱化。另外，银行惜贷也会减少家庭和企业的贷款，导致消费需求和投资需求下降，从而降低总需求水平，并拖累我国经济增长的步伐。

3.违约风险加剧市场动荡，市场信心急剧下降，引发流动性枯竭，加大金融系统性风险。

非金融企业部门较高的债务率也会使债务违约风险不断增加，为了偿还债务，企业会面临出售资产的情况，当大量企业面临此情况时会造成资产价格的大幅下降，从而加剧市场动荡，情形严重时会导致资产价格崩溃，即引发“明斯基时刻”。

而且，企业之间还存在联合担保或相互担保的情况，当担保链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，严重时会加剧整个行业的风险，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。

三、债务危机是否能够引发中国真正意义的经济危机。

（一）目前，总体债务和市场信心均已处于“临界点”，需要警惕由此引发中国真正意义的经济危机。

1.从国际上通用的债务危机指标来看，中国相关指标处于较高水平，债务风险隐患较大。

许多关于危机预警系统文献都发现信贷扩张[①]和信贷缺口（Credit－to－GDP gap）；[②]是金融危机的先行指标。而对比中国及各国发生危机时的这两项指标，可以发现中国的这两项指标均已经接近甚至超过各国危机前夕的数值。根据 BIS 公布的数据，从非金融部门的债务率来看，中国目前的总债务率水平（254.9％）已经远远高于墨西哥比索危机前的债务率（77.7％）和泰国在亚洲金融危机前的债务率水平（188.8％），略高于美国金融危机前的债务率（238.5％），并接近西班牙金融与经济危机前的债务率（262.1％）。而如果从非金融企业部门的债务率来看，中国企业部门债务率水平已经超过上述国家发生金融危机或经济危机前的企业部门债务率。

① 可以用债务率 credit－to－GDP 来反映信贷扩张水平，credit－to－GDP 指所有有息债务占 GDP 比例，而不是仅仅指信贷与 GDP 之比

② credit－to－GDP gap 是 credit－to－GDP 实际值与其长期趋势值之间的缺口

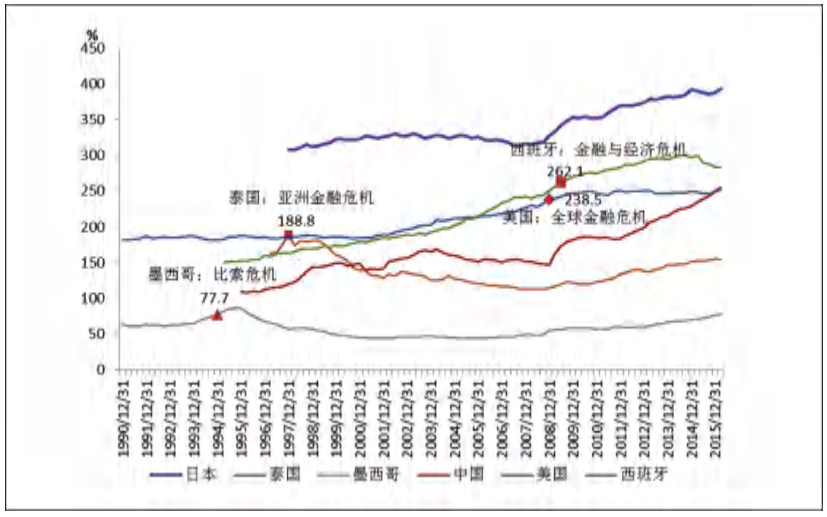


图 100　各国债务危机前后的非金融部门总债务率水平

资料来源：BIS，中诚信国际

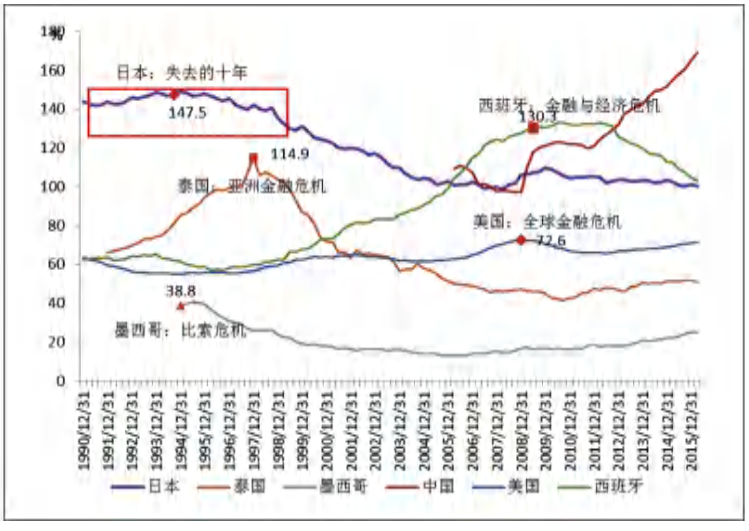


图 101　各国债务危机前后的非金融企业部门总债务率水平

资料来源：BIS，中诚信国际

而从信贷缺口来看，日本在上世纪 90 年代危机发生前，信贷产出缺口超过 20%；亚洲金融危机发生前东南亚国家印尼、泰国等信贷产出缺口分别达到 17.3% 和 35.7%；美国金融危机前该指标为 12.4%。而中国私人非金融部门信贷/GDP 缺口指标在 2016 年一季度已经升至 30.1%，是从 1995 年追踪中国相关数据以来的最高值，超过美国、日本、印尼危机前的该指标值，接近泰国发生危机前的该项指标。

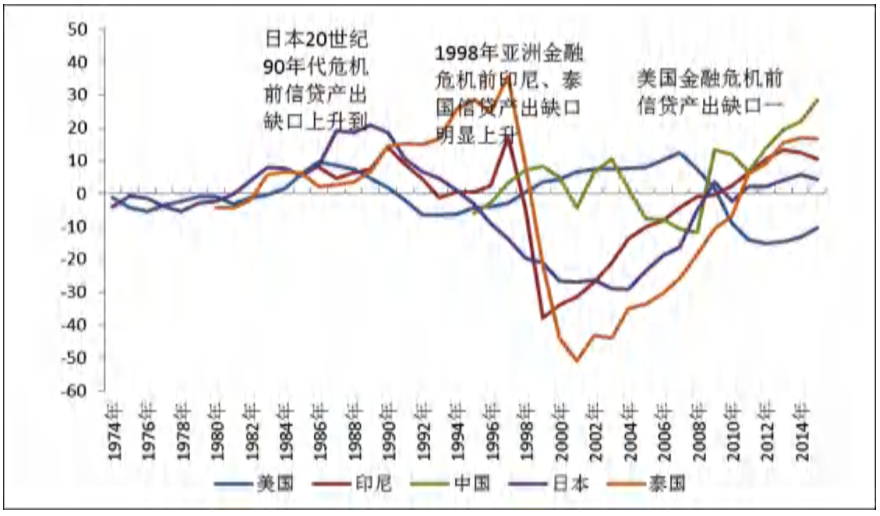


图 102　各国债务危机前后的信贷缺口

由于各国国情不尽相同，因而不同国家能够承受的债务水平自然会有一定的差距，而从历史上各国的债务周期来看，信贷扩张也并不必然带来系统性的经济危机。然而高企的债务率以及信贷缺口水平确实值得警惕。特别是考虑到中国广义政府债务率已经超过了国际警戒线水平，市场信心将在很大程度上影响政府信用的维持，这意味着，政府在解决债务问题上必须应当谨慎。一旦市场对政府信用失去信心，政府信用的崩溃将导致国内发生严重的经济危机。

2.投机性及庞氏融资占比较高，宏观经济与金融体系脆弱性上升。

2008 年以来在“信贷——投资”驱动模式下，非金融部门总债务率已经从 2008 年的不到 150%，上升为 2015 年的 250%。按照本文第一部分的估算，2015 年我国所负担债务的年利息支出就达到 8.52 万亿元，约占 2015 年全年 GDP 的 13%，在整个社会融资总额中占比接近 60%。由此可见，社会融资规模中有很大一部分比例是用来还本付息，而不是进行投资。这可能意味着从整体上而言，中国国内融资结构中投机性融资者及庞氏融资者的比重已经远远超过了对冲性融资者。中国“债务－投资”增长模式的运行机制也因此有所改变，经济实体逐步步入到“借新还旧”→“借新还息”→“资产负债表恶化”的困境中。

分部门来看，自 2008 年以来居民部门债务以年均超过 24%的速度快速增长，而同期居民人均可支配收入年均增速约为 11%，这意味着居民部门收入对其债务的保障程度呈现出逐年下降趋势。不过至 2015 年，人均可支配收入仍相当于人均负债规模的 1.5 倍，由此来看，居民部门整体上属于对冲性融资者。非金融企业部

门，以发债企业为样本来看，2015 年仅有 77 家企业 EBITDA/短期债务比值大于 1，在总样本中的占比不到 2%。进一步观察这些发债企业利息保障倍数指标，可以发现已获利息倍数小于 1 的企业有 375 家，占全部样本的比例约 9%[①]，这意味着国内企业部门以投机性融资者为主，且有将约十分之一的企业当年息税前的利润不能完全覆盖利息，属于庞氏融资者。从政府部门来看，2015 年财政收入 15.2 万亿元，当年政府性债务余额超过 30 万亿元，而利息支出 1.5 万亿元，假定短期债务占比超过 50%，则政府部门的财政收入就无法覆盖其当期应付债务，此时政府部门也将成为投机性融资者。2015 年以来实施的地方政府债务置换是将地方政府短期且成本较高的债务置换为更长期、更低成本的债务，这在某种程度上将延缓政府部门由对冲性融资方式向投机性、庞氏融资方式转变。可以看出，在总债务占据较高比例的企业部门是以投机性融资方式为主，其中还有相当一部分比例采取的是庞氏融资方式。由此反映出当前国内金融体系的脆弱性正在逐步上升。



图 103　居民收入增速及其债务增速

资料来源：choice，BIS，中诚信国际整理

3.局部风险释放已经产生了一定的市场冲击，市场信心恢复减弱了冲击效应。

近几年，随着债券市场违约事件的频繁发生，以及银行不良贷款率的加速上扬，金融市场乃至实体经济已经受到一些冲击。

① 选取 2015 年发债企业经审计的年报为依据，其中可以根据公布的指标计算出 EBITDA/短期债务的样本共有 4161 家，这 4161 家企业中可以根据公布的相关指标计算已获利息倍数的企业有 3570 家，如以 3570 为总样本计算已获利息倍数小于 1 所占的比例，则企业部门中庞氏融资者的比例为 10.5%

在债券市场上，受 2016 年一季度违约事件频繁发生的影响，债券发行与交易在 4 月、5 月受到显著冲击。当时一级市场发行量骤减，投资者的谨慎情绪使得很多企业发行债券的认购量不足，被取消或推迟发行，二级市场收益率也短暂上行，尤其是中铁物资大规模债券取消交易大幅推升了风险溢价，低等级间利差也明显走阔。不过，随着城投公司取消提前兑付、国资委出面解决中铁物资事件等，向市场传递政府在解决央企、国企债务方面的积极态度，为信用债市场带来一定的正面情绪，加上新增违约事件发生的频率也明显降低，一、二级市场又逐步回暖。不过债券市场信用风险积聚与释放已经成为各方共识，未来市场对信用风险的反应将更为敏感，违约带来的市场冲击还将存在，一旦出现非预期的信用事件，或是资金面出现逆转，不排除债券市场再次遇冷。

在信贷市场上，“偿债能力恶化—金融机构收紧融资—企业资金断裂—信用风险进一步深化”的恶性循环已经有所显现。随着越来越多的企业，特别是一些国有企业的信用质量也出现恶化，银行在进行放贷时更为谨慎，2016 年前三季度，新增的非金融性公司及其他部门的贷款累计 5.27 万亿元，较 2015 年同期回落了近 12 个百分点。新增的非金融性公司及其他部门贷款在新增人民币贷款中的占比也从 2015 年的 63%回落至 51.9%。在债券市场上，近两三年不断出现因为银行抽贷导致企业经营难以为继，从而对债券兑付产生不利影响的现象。部分银行在债务人出现贷款逾期后，向法院申请冻结企业资产，这使得企业经营更为困难或发生资金链断裂。贷款逾期的风险快速向包括债券在内的其他债务传导。



图 104　企业新增贷款同比回落且在贷款总额中的占比下降

资料来源：choice，中诚信国际整理

目前来看，无论是债券市场违约带来的冲击，还是信贷市场融资收紧产生的负面效应都是短暂的、非连续性的，尚未对这两个市场的融资功能造成重大损害。这其中，政府在解决国有企业债务问题上表现出来的积极态度以及坚持守住不发生系统性风险的底线对维护市场信心起到重大作用。然而，由于当前国内金融体系的脆弱性及敏感性日益抬升，非预期的外部事件冲击很可能将引发债务危机乃至经济衰退不可逆转的发生。

（二）当前状况下，债务危机引爆的三种路径。

投机性融资和庞氏融资能否持续，依赖于信贷环境的宽松和资产价格的不断上涨，一旦这一条件不具备，融资链条就会断裂。投机性资产的损失促使放贷者收回其贷款，从而导致资产价值的崩溃，而资产价格“螺旋加速下降”效应会造成瞬间的金融动荡。就中国的情况而言，经济活动中投机性融资者及庞氏融资者占据了较高比例，并且出现了个别企业因为过度负债而发生违约甚至破产的现象，已经埋藏了较大的债务风险隐患。但得益于最近几年相对宽松的资金环境以及市场对政府托底宏观经济的信心，大部分企业仍能够维持资金链的循环，系统性风险尚可控。然而中国所面临的内外部宏观形势正在逐步发生转变：从外部环境来看，大宗商品价格的剧烈波动以及各国央行货币政策的不协调，给2016年脆弱的宏观经济和金融市场带来了巨大的不确定性，加剧了国际资本流动和汇率波动风险。短期来看，在全球经济低迷中，中国不仅面临突破出口收缩的困难局面，而且随时要应对美联储加息引发的资本流动冲击、以及大宗商品价格变动带来的成本冲击；从内部环境来看，过去几年稳增长的一系列政策也同时带来了以房地产为代表的资产泡沫风险和以债券为代表的债务违约风险加速上扬问题，2015年年末中央明确供给侧结构性改革的大方向后，2016年以来实体经济去产能以及金融体系去杠杆全面推进，导致市场整体波动性加大。在上述复杂的内外部环境下，未来仍需要警惕债务危机沿着以下三条路径传导：

1.金融去杠杆——货币政策收紧——利率上升——企业资金链断裂为了降低实体经济融资成本、为稳增长创造必要的资金环境，2014年以来货币政策逐步放宽，但由于经济增速的持续下行，流动性偏好逐步上升。当信贷进入经济当事人的口袋后，资金会进入流动性更强的金融领域，而不是进入长时间投资的实体经济。这导致金融体系的杠杆在经济基本面持续偏弱的时候反而出现不断上升的趋势，

潜在金融风险日益扩大。2015 年 6 月、7 月“股灾”正是由于股票市场存在的高杠杆的配资导致一旦监管收紧，股票资产价格持续下跌。

为了防止在其他金融市场上发生类似“股灾”这样的泡沫危机，2016 年以来监管机构逐步推进金融去杠杆。在这种情况下，货币政策尽管在总基调上仍为保持市场流动性宽裕稳定，但在货币政策的操作工具及操作思路上发生了转变：操作工具上，更多通过公开市场操作，搭配 SLF、MLF、PSL 等工具来维持资金面稳定，而对降息、降准这类全面放水的政策工具谨慎使用，在操作思路上则更加注重“精准滴灌”。8 月以来，央行更是相继重启了 14 天、28 天期逆回购，通过增加相对更长期的资金投放拉高资金的平均成本。近期央行又表示“正在研究将表外理财业务正式纳入广义信贷范围的时机和具体方案，引导银行加强对表外业务风险的管理”。货币政策的这种变化，虽然旨在引导金融机构逐步去杠杆，避免资金进一步“脱实向虚”，但由于目前货币政策操作工具的控制权更多在央行手里面，这要求央行对市场资金需求及对资金成本的承受能力有准确的估测，一旦央行资金投放力度不及市场预期或需求，或者资金成本超过机构所承受的范围，则很可能出现类似 2013 年“钱荒”的恐慌性的踩踏事件，并引发市场的连锁反应。

资金面的非预期收紧，一方面将提高金融机构的资金成本，进而导致实体经济融资成本上升，除此之外，金融机构的资金紧张，可能会导致其在金融市场上抛售金融资产，这也会造成市场利率上行，进而传导至融资成本上。对于基本面相对较好，本身能够负担债务还本付息的单位而言，融资成本上升反而会削弱他们的融资需求，减少投资，这反过来又会降低收入，削弱偿债能力，逐步由自行偿还债务向借新还旧转变，而对于本身债务负担就较重的单位，融资成本上升进一步加重其债务负担，此时反而会有更高的融资需求以维持债务的正常循环；另一方面，由于资金面的非预期收紧，金融机构的可贷资金减少，信贷资源的稀缺使得金融机构在放贷时更为谨慎，同时对风险溢价要求更高，如此下去的后果，要么高债务负担的企业因不能及时融资，资金链断裂，发生违约及破产，这会使得金融机构风险偏好降低，融资条件进一步收紧，更多企业融资受阻，发生经营困难、债务违约甚至破产清算；要么企业通过提高利率获得融资，继续维持债务循环，但由于成本上升，其越来越难以通过自身收入现金流完成债务的本息偿付，从一开始的借新还旧到借新还息，随着债务雪球的越滚越大，最终借贷双方都意识到债务的不可持续，从而仍免不了发生债务违约及破产。随着越来越多企业发生债务违约及破产，金融机构持有的资产质量越来越恶化，这又进一步限制其放贷能力，导致更多健康企业也无法维持

经营，整个金融体系融资功能的失效与实体经济的停滞不前，最终形成债务乃至经济危机。

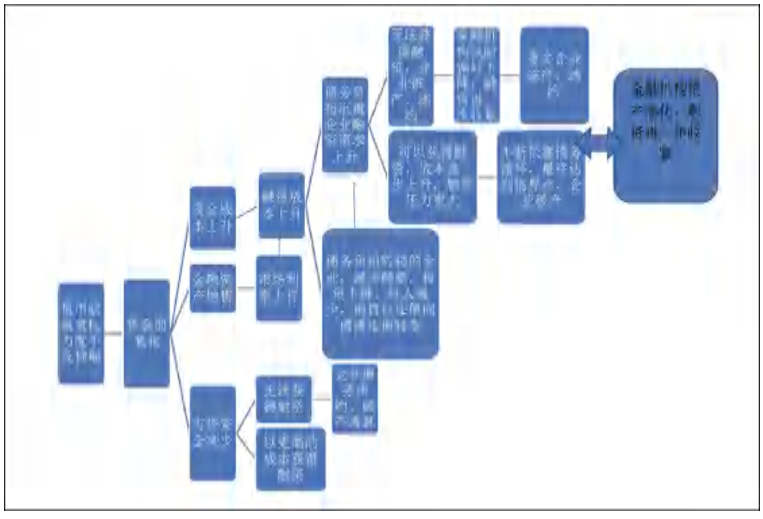


图 105　货币政策非预期收紧引发债务危机的传导路径

2.美联储加息——人民币贬值——资本外流——流动性收紧——资金链断裂

正如我们在前面所分析的金融危机以来，各国央行相继开启了超宽松货币政策，但随着全球资产泡沫的加剧，G20 以后各国央行对宽松货币政策的态度有所转变，全球流行性收紧预期升温。另一方面，10 月份人民币已经正式入篮 SDR，未来人民币国际化进程将进一步加快，再加上近几年国内汇率及利率市场改革，汇率、利率市场联动效应增强，国际金融市场的波动对国内市场的传导效应更强。在外部冲击和全球流动性收紧预期下，人民币过度贬值和资本加速外逃的风险仍然存在。短期内，特别是要警惕年底美联储加息预期上升带来的人民币大幅贬值、资本大规模外流的风险。

人民币贬值及资本大规模外逃，将加剧资金面的紧张，从而沿着(1)所述情形，进一步向实体经济传导，形成人民币贬值－－资本外逃－－资金收紧－－融资困难－－企业经营难以为继，违约及破产增多－－市场恐慌进一步增多－－人民币进一步贬值、资本外流更为严重的恶性循环。如果央行通过动用外汇储备来遏制人民币的贬值趋势，则持续的干预必然使得外汇储备逐步消耗，反而使得外债风险敞口加大，更加不利于金融市场安全，同时还会进一步影响市场对中国经济的信心，加剧资本外流，一旦央行外汇储备消耗殆尽，则国内仍将被迫提高利率，这又会加重企业债务负担，引发企业的偿债危机。

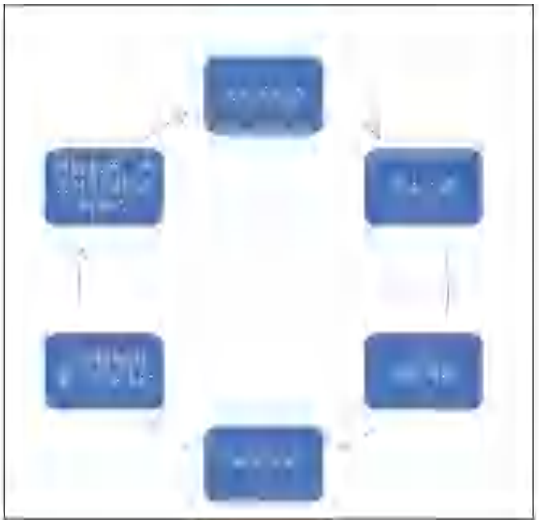


图 106　人民币贬值、资本外逃引发债务危机的传导路径

3.违约集中发生——市场恐慌——信贷收紧——资金链断裂下半年以来，信用风险对市场的冲击力度明显减弱。这除了是因为随着违约事件的逐步增多，特别是包括央企、地方国企刚性兑付的陆续打破，市场对违约的态度发生了变化，看待违约更加理性，也与下半年以来违约事件发生的频率明显降低有关。同时，政府在解决国有企业债务方面的积极态度，也使得市场信心较上半年有所恢复。然而，考虑到未来几个季度债务到期的规模将加速增长，而企业和地方政府的利润和再融资空间有限，违约事件或仍将加速发生。因此，债务违约情况不仅可能延续现有违约加速的态势，同时可能会在明年 1 季度还款高峰期出现违约高潮，导致银行不良率上升、企业资金链收紧和恐慌情绪的蔓延。

另一方面，虽然近两年来央企、地方国企业信用风险及违约事件陆续增多，使得市场对国有企业“刚性兑付”幻觉有所打破，但由于各个政府在处置不同企业的债务危机上态度迥异，一部分在信用危机发生之前就积极协调各方，避免最终出现违约，一部分虽然未能避免企业违约，但在违约后也能够协助延期兑付，而另一部分则既对企业违约听之任之，在违约之后也并不积极配合完成债务的兑付，导致市场对政府选择性兜底的预期犹在。但在宏观经济处于底部的大环境下，出现债务危机的企业将会不可避免地继续增加，随着事件的增多，要想保持“刚性兑付”就需要各方付出更多的成本。一旦政府在相关国有企业债务的处置中与市场预期产生偏差，也同样会对市场信心产生极大的损害。

在恐慌情绪的主导下，一方面金融机构会主动收紧融资，导致企业经营更加困

难，违约风险进一步蔓延，反过来又会增强金融机构的惜贷情绪，另一方面，由于违约风险扩大可能引发信用债价格持续下跌，其作为抵押获得融资的能力也将大幅下降。信用债的质押率下调或质押资格丧失，加上机构被迫去杠杆，腾挪资金配置安全资产，都将使市场资金需求显著上升。一旦资金投放不及时，市场资金价格极易出现短期的大幅攀升。尤其在面临季节性节点、MPA 考核限制金融机构拆借等情况下，一旦金融机构融资出现困难，信用风险将从企业层面扩散至金融机构层面，引发货币市场流动性骤然下降，极端严重时或导致货币市场失灵，对金融系统各个市场的运行产生冲击，甚至可能引发系统性风险。

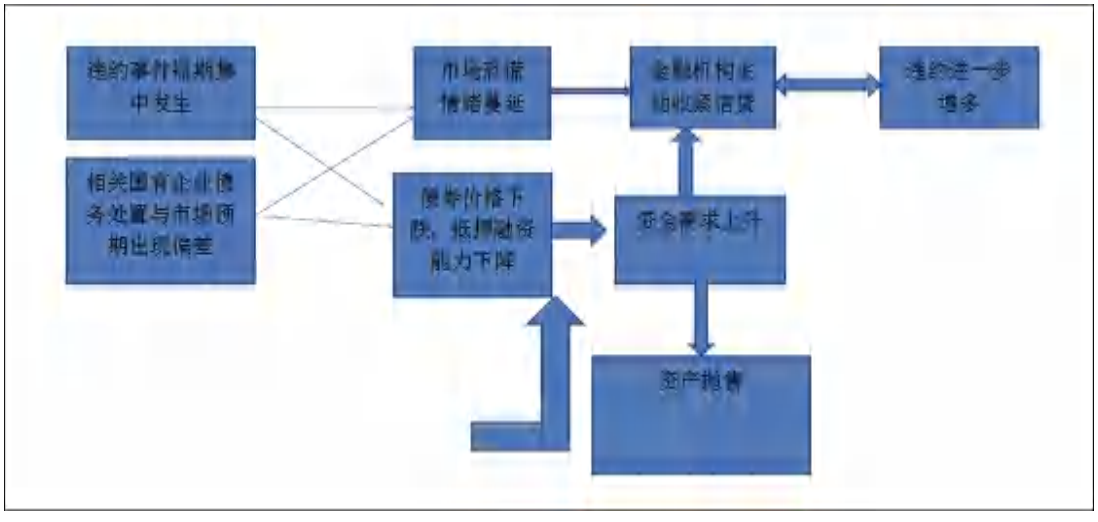


图 107　违约风险引发的债务危机的传导路径

上面三个触发因素并不是完全独立的，首先，违约风险集中爆发，会对市场信心造成较大冲击，导致资本外流加剧，这又会对货币政策放宽形成制约，一旦资金投放跟不上市场需求，又会导致实体经济的融资难以得到满足，从而引发更多企业经营困难，违约风险向更大面积蔓延。在前文中，我们已经阐述了非金融企业债务高企的一大危害即是“违约风险加剧市场动荡，市场信心急剧下降，引发流动新枯竭，加大金融系统性风险”，未来若上述任一传导链条的某一环节出现而未加阻止，则债务率高企带来的违约风险就会演变成金融系统性风险的真实发生，因为，防范债务危机问题必须予以高度重视。

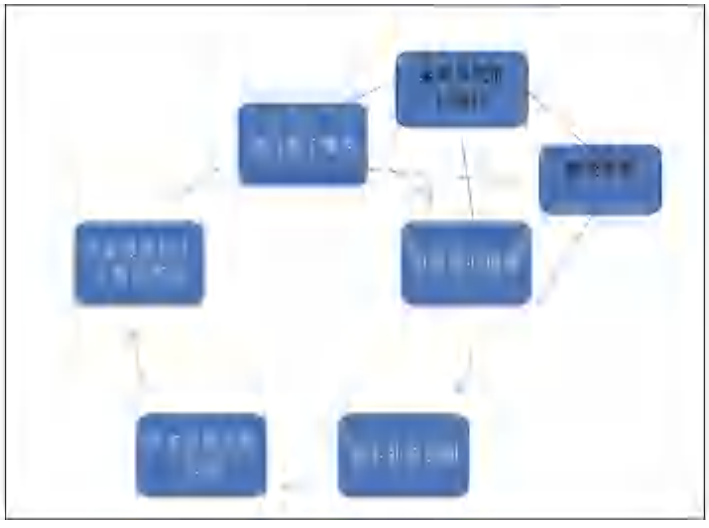


图 108　汇率、货币政策及违约风险交互影响下的债务危机传导风险

四、小结

在影响经济增长的众多周期性力量中，债务周期是影响中国经济是否发生危机或者继续恶化的最重要的力量。中国经济运行中诸多深层次问题，本质上都与债务问题密切相关。**自 2008 年以来，我国总体债务规模和债务率持续攀升，债务风险主要集中于非金融企业部门中的国有及国有控股企业；由于隐性担保，政府尤其是地方政府债务风险超过预期，包括了城投部门负债的广义政府负债率接近 110%，包括全部国有企业的更为广义的政府负债率达到了 163.2%。从国际比较来看，居民部门负债率虽然低于美国和日本，但是却高于同等发展水平国家；此外，居民部门债务扩张速度远超其他国家，并且债务结构主要是以中长期的房屋贷款为主。与美国和日本危机前的水平比较来看，我国以房贷为主要驱动的居民部门加杠杆的空间或许不大。**

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

事实上，中国目前总体债务已经处于一个“临界点”。从非金融企业部门的债

务率来看，总债务率水平(254.9%)已经远远高于墨西哥比索危机前的债务率(77.7%)和泰国在亚洲金融危机前的债务率水平(188.8%)，略高于美国金融危机前的债务率(238.5%)，并接近西班牙金融与经济危机前的债务率(262.1%)。**与此同时，从信贷扩张和信贷缺口等反映金融危机的先行指标来看，**也均已经接近甚至超过各国危机前夕的数值。而从各国的债务周期来看，并给所有的信用扩张都会触发“费雪－债务”周期连锁反应。但是，**站在这样一个金融系统性风险上升的临界点，**虽然从目前来看，无论是债券市场违约带来的冲击，还是信贷市场融资收紧产生的负面效应都是短暂的、非连续性的。但是**由于当前国内金融体系的脆弱性及敏感性日益抬升，非预期的外部事件冲击很可能将引发债务危机乃至经济衰退不可逆转的发生。尤其是我们分析的三种债务风险传导路径相互叠加，货币政策的非预期收紧、人民币大幅贬值引发资本外逃风险以及违约风险集中释放，带来市场信心的沦丧，融资工具不能滚动，债务链条断裂，流动性枯竭，资产价格崩溃，引发“明斯基时刻”，经济陷入衰退。**

从世界经济发展史尤其是主要发达国家的经验来看，尽管每次危机的爆发对经济有巨大的冲击，但也是资源错配的深刻调整过程。中国目前具有发生危机的潜在隐患，虽然以中国当前的经济实力，在一定程度具有承受债务危机的能力；但是，预期和信心的发展在一定程度不可控，中国仍需要防范债务危机引发的灾难性冲击；在当前经济下行压力依然不减以及债务风险凸显的背景下，需要重新构建“稳增长”与“防风险”双底线下的宏观调控体系。而推进这一体系的构建，需要我们正确认识宏观调控短期目标与中长期目标的协调、缓释风险中不能积累风险等六大问题。

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

第五部分　构建以稳增长、防债务风险为核心的宏观调控体系

通过前文的分析，2016 年宏观经济呈现底部企稳与泡沫聚集的特点，GDP 增长持续稳定，缩减指数由负转正，工业企业生产减速趋缓，企业效益有所改善等等；与此同时，资金的脱实就虚更为严重，房地产泡沫、违约等金融风险不断凸显。宏观经济的企稳依然依靠“投资－债务”驱动模式，更加活力的市场性的经济下行压力强化，持续筑底的态势仍将延续。随着对泡沫和风险的担忧，宏观调控基调由上半年的稳增长向防风险转变。综合考虑全年的情况，预计全年经济增长 6.7％左右。2017 年，在世界经济周期、世界经济深度调整仍将持续，美国经济数据喜忧参半、增长动力依然不强，欧盟除自身的结构性问题外还将受英国脱欧的进一步冲击，外需难有明显改观；与此同时，货币政策的分化和国家资本流入流出加剧了金融市场波动风险。从内部情况来看，中长期受制于人口红利渐失、全球化红利不在等因素制约的潜在增长平台下移；同时受库存周期、房地产周期、政治周期、债务周期等影响，宏观经济将持续筑底。总体上 2017 年经济仍将持续筑底，经济增长速度相对比较稳定。2018 年或许是底部反弹的一年。

与此同时，“债务—投资”的增长模式决定了未来仍将面临房地产行业受政策调控带来的不确定、随着“三去一降一补”推进，企业去杠杆加速推动过剩行业信用风险加剧释放，金融系统性风险概率提升等七大困境。而这七大困境本质上又与债务问题休戚相关，事实上，债务风险已经是经济发展中不可忽视的重中之重。6 通过对债务的梳理，我们认为当前以及未来我国经济最大的风险不在于债务率总水平的高低，而在于房地产、过剩行业国有企业等环节的结构性风险日益突出。在当前经济下行压力不减的情况下，防范债务危机爆发仍是重中之重。

本文认为，在当前经济下行压力不减与风险凸显的情况下，解决债务问题需要有稳增长与防风险的双底线思维，即一方面需要宏观经济政策的支持，稳定经济增长，避免大规模违约和企业倒闭出现，为从根本上解决债务问题争取时间；另一方面应当有序推进供给侧结构性改革，逐步摆脱过去“债务—投资”增长模式，进入新的增长周期。而推进供给侧结构性改革，防范风险需要正确处理六大问题。

一、在经济下行压力不减、破解发展难题、防范风险需要正确认识好六大问题

(一)正确认识短期目标与中长期调整目标的矛盾处理。

从宏观调控和经济发展来看,在金融危机时期,为了稳增长,“促转型、调结构”的目标有所放缓;而危机时期积累的问题和风险,也增加了“后危机”时期调结构的困难。经济不景气、经济增长的短期波动几乎都是需求侧的问题,而不是供给侧的问题,短期稳增长扩大总需求、反周期的措施仍是需要的。但是中国经济放缓不仅仅是周期性因素,也是结构性、趋势性力量共同作用的结果。因此,从本质上讲,必须依靠结构性改革、调整来解决结构性矛盾。但是需要考虑的是,推动结构性改革的时候也要对结构性改革的各种措施进行梳理分清轻重缓急,处理好短期目标和中长期目标的矛盾。当前,在一定程度上,短期宏观经济调控与长期结构性调整任务有一定的混淆,强调通过调结构和去杠杆这种长期政策来消除经济下行压力,客观上却容易造成忽略短期任务的急迫性。从长期来看,供给侧改革是有利于推动我国经济发展转型,促进结构调整。结构性改革主要解决长期问题,但不能忽视短期问题。结构改革和需求管理是解决两个不同层面的问题,前者解决长期潜在增长下降,后者主要解决当期经济增长下降,产能过剩等。

(二)正确认识政府与市场的关系。

在外部冲击作用下的危机时期,稳定经济增长必须依赖政府调控,但调控过度又容易滋生更多的问题,如何确保有限政府,促进市场机制有效发挥作用。宏观调控实质上是政府对市场的干预,这种干预必须建立在尊重市场规律的基础上,坚定不移的推进市场化改革,从而夯实宏观调控的微观基础。十八大报告指出,经济体制改革的核心问题是处理好政府与市场的关系,必须尊重市场规律,更好的发挥政府的作用。而推进经济体制改革,处理好政府与市场的关系,最重要的是在更大程度、更大范围发挥市场在配置资源的基础性作用。从经济增长的驱动来看,资本因素仍是我国经济增长的最大贡献者,稳增长关键在于资本效率的提升,而目前资本效率偏低,根源是政府主导型的经济发展方式,而高效率的民间投资并未充分启动。产业政策通过项目核准审批及目录指导等方式替代市场机制,发挥对资源的

配置功能。产业发展方向不断调整、新兴产业陆续出现产能过剩问题及落后产能陷入“越淘汰越过剩”的怪圈均是突出的表象。由于宏观调控与微观干预之间的关系未得到清晰界定,在宏观调控中滥用行政审批权力的问题始终存在。由此强化了寻租环境并带来了腐败的恶果,进一步损害了经济运行效率。

(三)正确认识货币功能的有效性与有限性。

为应对金融危机冲击以及促进经济稳定较快增长,我国以快速增加的人民币新增贷款等方式不断扩大货币投放,2015 年贷款余额比 2008 年底增长 209.7%,远远超过 GDP 实际增长,M2 增速虽然从 2010 年的 19%持续下滑至 2015 年的 13.3%,显著低于 1988 年以来中国 M2 的平均增长率(20%),但是 M2 存量已经全球第一,M2/GDP 持续攀升,从政策效果来看,我国扩大货币投放的效果在逐渐减弱,信贷刺激对经济增长的边际作用越来越小,而大量增加的货币也带来一系列问题但是对资产价格(尤其是房地产价格、股市波动)等影响却越来越大。因此,对于货币功能,需要正确认识滥用和慎用的界限。

(四)正确认识培养和建立中国产业优势的中长期性。

调结构、促转型是我国相当长一段时期的主要任务和目标之一,但是产业结构的调整以及产业优势的培育建立,都不是一朝一夕的事情。回顾近十年的产业政策,相关政策部门就试图从各个产业中挑选出要重点发展的先进技术或产品进行扶持,并淘汰落后的技术或产品。由此,中央与各省份发布的相关产业目录数量达百余部。然而,由于政府本身难以收集并处理所有的市场信息并做出动态最优化决策,依靠政府力量频繁干预经济只会扰乱市场秩序而降低市场对资源的配置效率。这就会导致经济结构反而“越调越乱”,产业发展方向不断调整、新兴产业陆续出现产能过剩问题及落后产能陷入“越淘汰越过剩”的怪圈均是突出的表象。一方面,产业落后导致的受制于人,抗风险能力差,政府宏观调控滞后与投机心态,导致了资本的过度集中,热钱涌入加剧了行业泡沫,通货膨胀,另一方面,反过来资本的过度集中与产业结构失衡又加剧了其他产业的落后,如此反复、恶性循环,才导致了矛盾的爆发。因此,要正确认识培养和建立中国产业优势的中长期性,由于产业升级是个长期的过程,缩短差距也不是一朝一夕,而促进技术创新与产业升级,提高自身能力才能不再依附于人,把落后的劳动密集型产业向技术革新方向发展,这样在国际竞争中才能有话语权。

(五)正确认识不能在风险的释放过程中积累风险。

2008—2012年间应对危机的前五年是债务风险、资产泡沫风险、金融风险等各类风险不断积累的五年,同时也给中国经济创造了新的困难;应对危机中,货币投放量以及债务规模的快速扩张,加大了金融风险;而大量的投机性货币在股市、债市以及房市中伺机流动,催生了股市泡沫、债市泡沫以及房市泡沫。而汇市与股市的连通,更是加大了系统性风险提升的概率。自2010年开始,各路资金爆炒农产品,“蒜你狠”、“豆你玩”随之出现;2013年,大量资金流向“非标”;2015年上半年股市飙涨,年中股灾随之而来;8月和12月,人民币汇率贬值预期上升,资本流出压力加大;2016年初一线城市商品房价格暴涨,同时大宗商品期货价格暴涨,同时债券市场信用违约多点多元爆发;股市与汇市联动加强,系统性风险发生概率提升;可以说,目前正处于各种风险不断释放的过程中,在这个过程中,财政政策和货币政策都有一定的空间,财政赤字率和政府负债率与全球相比依然较低(最近几年财政赤字率基本在2.3%以内,2016年目标为3%,与巴西、阿根廷、日本5%以上的赤字率相比较低,政府负债率41.5%,低于欧盟60%的警戒线,也低于当前主要经济体和新兴市场国家水平),名义利率离零利率和负利率尚有距离,可以利用现有的政策空间进行结构调整和改革,通过杠杆转移缓释风险,但是如果在这个过程中,已有的风险进一步积累,那么系统性风险发生的概率会大大增加。

(六)正确认识当前改革的艰巨性和诸多困难。

我国的改革已走过30多年历程,当前正在进入深水区和攻坚期。与以往相比,改革的艰巨性、复杂性和深刻性前所未有。改革的深刻性前所未有。正如习近平总书记所说,中国改革“已进入深水区,可以说,容易的、皆大欢喜的改革已经完成了,好吃的肉都吃掉了,剩下的都是难啃的硬骨头”。全面深化改革无论是在深度上,还是在广度上,都是过去任何时期、任何阶段的改革所无法相比的。改革的复杂性前所未有。现阶段的改革是全面的改革,不仅要深化经济体制改革,还需要深化政治体制、文化体制、社会体制、生态体制、国防和军队体制以及加强和改善党的领导等诸多方面,实质上是把伟大事业和伟大工程都包括在内的改革。各种改革之间相互交织、相互掣肘,改革的综合性较强、复杂性较高,对改革方案的专业性、系统性要求更高,实施和推进改革的困难较大。改革的艰巨性前所未有。在多年改革发展中,收入分配、资源利用等各个领域均或多或少形成了某种既得利益群

体，而且这些固化的既得利益又往往与政府部门自身的利益相关联，渗透到经济社会生活的多个方面。

二、在当前经济下行压力不减以及风险防范成为重中之重的情况下，需要构建以稳增长、防债务风险为底线的宏观调控体系

（一）战略思想要明确“稳增长、防风险、促改革”等逻辑顺序，政策基调需要供给侧结构性改革与需求侧管理政策协调并进。

1. 稳增长是缓释风险的前提，是保就业、惠民生的底线。

从当前的形势来看，在经济下行压力不减的情况下，债务风险已经成为能否引发金融危机的关键所在。而缓释债务风险，需要一定的经济增长作为依托，因为经济增长能够带来资产价值上升，企业的负债结构在一定程度能够改善，由此债务风险得以缓释。与此同时，要实现2020年全面建成小康社会目标，同时考虑保就业、惠民生，未来一段时间经济增长需要保持在6.5%以上，这既是经济底线，也是政治底线。

2.防控风险尤其是债务风险是关键，是保证中国不发生经济危机的底线。

债务风险已经成为威胁我国宏观经济与金融体系稳定的重要因素，必须予以高度重视。从各国债务周期来看，并非所有的信用扩张都会触发“费雪——债务周期”的连锁反应。根据巴曙松等（2014）的观点，二战以来各国56次信用大规模扩张后的情形可以按是否出现信用危机以及是否存在大规模去杠杆分为四个象限：第一象限，出现信用危机，并大规模去杠杆，通常是由外债风险引爆；第二象限，出现信用危机但未全面去杠杆，其中绝大部分是非系统性的信用违约事件，且前期债务过度扩张仅仅集中在经济中的个别部门；第三象限，未出现信用危机，主动去杠杆，主要是通过政府平缓去杠杆，前瞻性遏制危机的出现；第四象限，未出现信用危机，也未去杠杆，通常由于外部繁荣有效消化了前期的信贷过度扩张。**可见，解决高债务问题并不必然带来系统性危机及全面的去杠杆。就中国的情形而言，信贷扩张主要集中在国有经济部门中，只要政府信用不崩溃，债务市场就能维持，防范债务危机仍有一定的政策空间。风险控制并不是简单的去杠杆，而是在稳定杠杆增速的情况下，调整债务结构。**

表 12　　全球债务周期的历史研究

	去杠杆	未去杠杆
出现信用危机	第一象限：出现信用危机，去杠杆（共计32个案例，占比57%）	第二象限：出现信用危机，未去杠杆（共计7个案例，占比13%）
	• 代表案例1：1929－1943“大萧条” • 代表案例2：2008至今美国次贷危机 • 代表案例3：1982－1992墨西哥债务危机 • 代表案例4：1998－2008马来西亚金融危机 • 代表案例5：2002至2008阿根廷主权债务危机	• 大部分未局部非系统性信用违约事件，如美国80年代末储贷危机，1994年法国里昂信贷危机，1983年加拿大存款保险公司危机，意大利90年代初银行系统危机等 • 个别案例是日本90年代危机中，政府部门的持续加杠杆对冲了私人部门的去杠杆，整体经济未表现为去杠杆
未出现信用危机	第三象限：未出现信用危机，去杠杆（共计13个案例，占比23%）	第四象限：未出现信用危机，未去杠杆（共计4个案例，占比7%）
	• 政府主动进行财政整肃 • 高通胀稀释债务 • 异常高增长化解债务	• 70年代初信用大肆扩张之后的日本 • 1997－2000年韩国信贷大肆扩张之后 • 2006－2009年印度信贷大肆扩张之后 • 2010－2012年泰国信贷大肆扩张之后

资料来源：巴曙松等《中国加杠杆周期走到尽头了吗？》

3.稳增长、防风险双重底线思维下，政策基调需要需求侧管理与结构性改革协调并进。

目前，中国经济处于潜在增长平台下移、结构性、趋势性以及周期性力量共同作用的下行过程中，过快的去杠杆可能会带来经济的急速下滑或者波动，通过政府部门和居民部门适当加杠杆，保持总需求的一定扩张，有利于在宏观大背景相对稳定的情况下，企业平稳的降杠杆。这种“杠杆转移”实际上是对应于供给侧改革与需求侧管理的相互结合，相互平衡。因此，从稳增长、防风险角度来看，政策基调需要需求侧管理和结构性改革协调并进。

4.在财政政策更加积极有效、进一步扩大财政赤字的基础上，强化结构性调控功能，全面配合更为主动、更为全面的供给侧结构性改革。

从财政政策的角度出发，扩大财政赤字和减税降费是当前避免大规模违约爆发，给企业创造有利的生存条件的必要手段。2015年我国的财政赤字率是2.4%，2016年提高到3%，其中地方财政赤字的首次出现实现了通过发行地方政府债券置换原有政府性债务，从一定程度上已经避免了地方融资平台出现大面积违约的情况发生。但是近两年地方财政在偿债压力上升，土地出让金收入大幅下降等各种压力下，对于大规模企业债务的救助能力有限。在这一方面，应考虑由中央财政发挥更大的作用。通过发行国债注资企业部门，在兼顾行业发展可持续性和系统重要性的前提下，让企业部门杠杆转移到政府部门，尤其是中央政府。这同时还让居民和机构的储蓄转移为政府债券的投资，有助于提高存款的使用效率。需要注意的是，政府对企业债务的救助只是在特殊时期避免风险爆发的短期政策，并不能作为一个长期的手段。由于救助的资金来源于政府债务，这意味着随着债务的到期，经济的好转和企业正常经营的恢复，政府的资金就要适时退出。与此同时，继续用政府投资稳定需求的增长，从基建、养老、医疗、教育等仍需要大量投入的产业入手增加投资需求，给企业带来可持续性收入；继续减税降费，降低企业的经营负担，让企业部门能够正常的经营和运转。在符合国家经济结构调整方向的产业上，政府应予以多种政策的支持和鼓励，降低部分企业在开拓新业务过程中的风险。

5.货币政策面临的形势更为复杂，需要根据新时期要求适时调整，配合供给侧结构性改革实质性推进。

就货币政策而言，在当前信贷加基建的传统增长模式稳定经济，市场内生动能不足的大环境下，信贷的快速收缩对于稳增长会产生一定的损害。但是，这并不意味着为了刺激增长，防止信用风险上升需要进一步扩大信贷供给。因为继续进行大规模需求刺激会提高杠杆而导致泡沫的进一步聚集，经济危机风险加大。同时由于经济流动性偏好上升，货币灌溉对经济刺激作用有限。因此，未来一方面需要保持适度稳定流动性供给，通过适度的流动性供给，防止杠杆的反弹和累积，稳定保持现有基建等顺利开展，稳定经济增长。**另一方面，在适度稳定供给流动性的时候，必须保证供给渠道的透明性，引导市场主体进行长远规划，防止人为的短期流动性供给冲击。除此之外，宏观审慎监管体系的全面改革必须破题，必须建立统一和无缝隙的宏观监管体系，防止监管套利带来的各种风险。**强化金融风险的监控和风险指标体系构建，密切注视各种宏观金融风险指标的变化，及时优化风险预警体系。短期内还应加强流动性监控，特别是对于流动性的结构性矛盾要高度重视。正确认识当前国际经济形势，正确把握国际经济与国际资本流动的短期周期变化

规律，为未来国际资本市场逆转带来的冲击做好预案。

（二）重视“稳增长、守底线”策略，稳步化解我国债务风险。

1.通过经济持续稳定增长逐步化解高杠杆（分母的作用）的同时控制债务规模过度上涨。

从简单的逻辑来看，缓释债务风险，降低债务率或者延缓债务率扩张速度，可以从扩大分母（即持续稳定的经济增长）和降低分子（控制债务规模增长速度）增速两种途径来进行。从稳增长的角度来看，需要把握中国经济持续筑底的逻辑，高度重视经济增长动力持续下滑的现实，密切关注实体经济与虚拟经济收益的缺口不断扩大、投资等内需回落等现象，把改革与调控的落脚点切实放在投资收益预期逆转之上，构建短期扩大需求与中期提升潜在增速相契合的政策体系。一方面，引导投资结构继续向民生、基础设施、薄弱环节等方面的力量；另一方面，要寻求投资与消费的结合点，积极鼓励投资民生工程，在改善民生的同时，刺激相关产业等消费支出，扩大消费需求。考虑到“债务——投资驱动”的经济增长模式短期难以彻底改变，在新的经济增长动力形成以前，稳增长目标的完成仍需要债务扩张支持。由于国内债务主要是通过投资渠道来影响 GDP 的，随着投资边际效益的降低，维持 6.5％的经济增速，意味着未来需要更大规模的债务。简单测算，预计 2017 年债务规模至少接近 210 万亿元，债务率将进一步攀升至 277％[①]。

2.有必要持续推进债务分类甄别工作，完善国家及各级主体资产负债表。

2014 年《预算法》修订之后，国务院、财政部等部门先后出台了《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》、《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》等文件，加强依法推进债务管理，进一步规范地方政府举债行为。2015 年初步完成了 2014 年末地方政府存量债务的清理甄别和核查的工作，并全面实行地方债限额管理、地方债务分类纳入预算管理、建立债务风险预警机制、全面构建债务监管体系等。43 号文后，地方政府的融资主体已经由融资平台过渡为地方政府自身，新增债务的融资路径已得到逐步规范。但是，目前**针对地方融资平台、城投类以及**

① $\frac{debt}{GDP}=\frac{debt}{I}*\frac{I}{GDP}$，假定 2017 年$\frac{debt}{I}$及$\frac{I}{GDP}$维持在 2013～2015 年的水平，由此测算出$\frac{debt}{GDP}$，根据 6.5％的增速分别算出 2016 年及 2017 年的名义 GDP，由此推算 debt，并算出 2016 年及 2017 年的债务规模。由于$\frac{debt}{I}$在金融危机之前及金融危机之后大多在 0.45 上下徘徊，而$\frac{I}{GDP}$却不断攀升，意味着估算出的债务规模及债务率可能会比实际值要小。

国企债务的清理、甄别分类工作方面进展缓慢，需要进一步明确政府负有担保责任的债务和政府可能承担一定救助责任的债务规模，区分广义政府债务中中央政府和地方政府的范围，城投类企业以及经营性国企存在一定重合，而这几类债务在总体债务规模中的占比较大，按照经营性、公益性等原则甄别理清地方债务存量等对于有效控制总体债务风险尤其是政府债务风险，修复政府及各级主体的资产负债表具有重要作用，非常有必要持续推进此项工作。

3.建议进一步分类处理地方性政府债务等，短期缓释债务风险。

在完成理清地方政府债务、地方融资平台及城投类债务以及国企的债务规模基础上，建议分类处理其债务风险。对于地方性政府债券、公益类的融资平台类债券以及国企债券，建议通过政府信用背书，持续采用债务置换等方式来处理。但是自 2012 年以来，受经济增长放缓、结构性减税等多种因素影响，同时考虑到后土地经济时代，土地出让收入市场的低迷使得地方政府土地财政模式难以为继，我国财政收入增长不断放缓。全国财政收入增长已经由 2011 年的 24.8％高位回落至 2016 年前三季度的 5.9％。地方财政在偿债压力上升，收入减缓等各种压力下，对于大规模企业债务的救助能力有限。**尤其是广义政府债务风险更集中在为城投背书的地方政府。**因此，在这一方面，**应考虑由中央财政发挥更大的作用，通过发行国债注资企业部门，**比如对于一些盈利能力不强、财务指标差的公司可以注入优质资产和优质项目等，**在兼顾行业发展可持续性和系统重要性的前提下，让企业部门杠杆转移到政府部门，尤其是中央政府。**

4.通过大腾挪实现债务转移，中央政府适度加杠杆。

短期来看，降低非金融企业尤其是国有企业杠杆率是化解债务风险的主要抓手。但过快去杠杆、去杠杆过慢、如何去杠杆以及去杠杆面临的风险处理等都是极具挑战的问题。在目前中国经济处于潜在增长平台下移、结构性、趋势性以及周期性力量共同作用的下行过程中，过快的去杠杆可能会带来经济的急速下滑或者波动，通过政府部门和居民部门适当加杠杆，保持总需求的一定扩张，有利于在宏观大背景相对稳定的情况下，企业平稳的降杠杆。从路径来看，一方面，通过积极的财政政策，政府部门适当加杠杆，避免债务收缩对经济产生的负面影响。这一点在前面财政政策部分已经谈过；另一方面，居民部门适当加杠杆，通过购买企业股权或者通过金融产品创新，购买企业部门未来可形成稳现金流的资产执行票据、收益链接票据等。中国国内内居民债务水平相对较低，发展消费信贷，适当增加居民部门杠杆水平，有利于刺激消费，带动经济增长。除此之外，消费水平的增加，还有利

于提高企业产品需求，增加企业收入，提高其偿债能力。

5.根据市场化、法制化原则，适时运用债转股工具，缓释短期债务风险。

2016 年 10 月份，国务院印发《关于市场化银行债权转股权的指导意见》明确了市场化债转股对象企业应具备的条件，并明确包括四大资产管理公司、保险公司以及国有资本投资运营公司等均可参与市场化债转股，并鼓励社会资本积极参与。对于债务人而言，“债转股”可以减轻债务负担，释放出更多资金支持生产经营，有利于企业扭亏为盈；对于债权人而言，待企业经营改善后债权人也可通过股票分红或股票增值转让的方式收回资金。然而，债转股这项政策本身也存在较大的道德风险，不排除部分参与债转股的企业故意借此赖账或更加失去改善企业经营的动力。对于银行而言，一方面面临国内法律对其持有企业股票的限制；另一方面债转股将使得相应资产的风险权重大幅上升从而增加对其资本的占用，而如果企业不能改善经营或股权转让受阻，则银行还会面临更大的资产损失。可见，实施“债转股”将面临一定的风险，其究竟能否缓解信用风险，改善银行资产质量，关键在于实施债转股的企业能否走出困境，恢复盈利，同时银行能否顺利转让股权也是同等重要的因素。因此必须做好参与实施“债转股”企业的甄选工作，我们认为，具备核心资产价值高、流动性压力大、本身或具备转型为前景良好产业的条件的企业更适合参与“债转股”。而随着债转股政策的落实，后续还需要进一步完善股权退出机制，为银行日后转让相关资产建立相关的制度条件。

（三）持续推进金融改革，尤其是针对中国宏观“去杠杆”的资本市场改革、资产证券化和国有企业等组合性质措施应当快速推进。

1. 健全多层次资本市场，多途径扩大股权融资，补充企业资本金。

以银行为核心的间接融资体系的一级股权市场发展相对滞后是我国债务高企、债务率较高的技术性原因之一。打开企业的股权融资渠道不仅是解决企业债务问题的有效办法，也是鼓励创新、推动经济发展的有利措施，但这是建立在完善的市场制度以及健康的市场运行基础之上。2015 年年中及 2016 年年初股票市场短期内大幅下跌，实际反映出国内股票市场存在的问题不止存在于过于严格地准入要求，更在于监管机构对市场制度的设计不完善、对衍生工具的风险把握不到位、对各类市场运行机制可能带来的后果没有充分预估。这也导致本应于 2016 年 3 月推出的注册制相应推迟。因此，发展股权市场融资，首先应完善股票市场发行、交易等全方面制度设计，同时，股票市场的注册制改革仍应该继续稳步推进，为更多企业能够进入股权融资市场提供条件。除此之外，也要深化利率、汇率监管等

相关改革，提高金融市场配置效率。

2.加快推进国有企业改革，尤其是加快经营类企业改革推进。

非金融企业部门的债务风险主要集中在国有企业，国有企业债务的处置对于整体风险的把控具有至关重要的作用。需要加快推进固有企业改革进程，尤其是加快经营类企业改革的推进。**经营性国企的债务主要采取市场化方式处置。**经营性国企包括一些产业类融资平台以及充分竞争领域的国有企业[①]。**一方面，**鼓励融资平台公司兼并重组，优质资产兼并劣质资产，通过兼并重组，提高企业整体的资信水平；**另一方面，**对于充分竞争类别的国有企业，鼓励采用市场化方式解决其债务问题。国有企业在过剩产能行业占比较大，从退出机制和国有企业改革来看，过剩产能的国有企业的处置最好与发展混合所有制经济更有机地结合。推进公司制股份制改革，积极引入其他资本实现股权多元化。民营资本进入可以提供一部分资金来源，还可以提高公司的管理水平和经营能力，对于企业的长期发展具有促进作用。与此同时，对于自然垄断性质的国企，不断放开其竞争性业务，从而促进公共资源配置市场化。

3.降低金融市场交易杠杆，实时监控流动性风险，改革债券市场从业人员激励机制。

一方面，降低金融交易杠杆。从国际经验来看，金融风险乃至金融危机的引发，基本上都是通过创新带来的杠杆作用而起。去年股灾的发生，本质上是因为通过由两融到伞形信托、场外配资等手段快速加杠杆引起的。除了股票市场，目前在债券市场，通过以现券作为质押物进行质押式回购融资再买入债券以及通过设计优先/劣后的结构化产品这两种方式实现加杠杆依然是常态。一旦出现流动性紧张，则会带来严重问题；因此，另一方面，实时监控流动性风险。在目前违约风险不断暴露的情况下，投资者的悲观情绪加速上升，相应的资产价格持续下跌，市场极易因为个别突发事件引发大规模的资产抛售或产品赎回，继而引发资产价格的进一步下跌，致使资金竞相出逃，引发“流动性踩踏”。因此，在需要严格限制场外配资、债券回购市场风险的同时，要实时监控流动性风险；与此同时，加快改革金融市场从业人激励机制，提高从业人员风险意识和责任。从业人员的激励机制不仅与债券产品的发行挂钩，同时还要与偿债挂钩，甚至建立债券从业人员的终身追责制

① 根据国资委、财政部、发改委与2015年12月出台的《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》，将国有企业划分为商业类和公益类两大类，而商业类国企分为充分竞争、国民经济命脉和自然垄断三个子类。

度，建立、健全从业人员的风险责任制度。

（四）持续关注房地产市场态势，防范局部泡沫进一步扩大，房地产调控政策要突出结构性和差异性。

针对房地产市场三个层面的风险，房地产调控政策的定位要更加明确、目标要更有系统性、手段要更具针对性。

1.增加一、二线城市土地供应和投资力度。

一、二线城市房价暴涨说明这些城市房地产市场供给相对需求严重不足。因此，一二线城市房地产政策的定位是通过增加一二线城市土地供应和投资力度，为供给侧结构性改革和实现动力转换提供宝贵的“窗口期”。在第一个层次风险防范方面，它能够加快房地产销售向投资的转化，提升房地产投资总体增速，避免固定资产投资下调过于剧烈而陷入紧缩链条；在第二个层次风险防范方面，它能够合理引导房价预期，抑制一线城市房价过快上涨，防止形成新的资产泡沫；在第三个层次风险防范方面，它能够避免资金加速脱离实体经济，弱化市场复苏对宏观经济的提振作用。同时，在钢铁、水泥、玻璃等产能过剩的背景下，增加一线城市房地产投资还有助于消化这些行业的过剩产能，利于实现去产能背后所希望达到的最终目标。

2.加快三、四线城市户籍制度改革和新型城镇化配套基础设施建设。

对于三、四线城市而言，房地产政策的定位是在需求导向下加快去库存。通过加快推进户籍制度改革和新型城镇化的配套基础设施建设，在第一个层次风险防范方面，能够提高经济活力和投资增速，避免投资和经济过度下滑带来的冲击；在第二个层次风险防范方面，能够增加三、四线城市人口增长和潜在住房需求，提高三、四线城市房地产价值，有效刺激房地产市场需求，加快去库存进程，增强复苏的强度；在第三个层次风险防范方面，尽快消化库存是中小房地产商快速回笼资金、降低财务费用与化解金融风险的重要抓手，同时也是保障投资回归可持续增长轨道的必要前提。

3.采取系列政策举措缩小实体经济与房地产投资收益的缺口。

让资金回归实体经济要有新思路，不能简单依靠过度的、行政化的宽松货币政策，否则反而可能成为资金“脱实向虚”的推手。例如目前大规模地向国有企业定向输血，反而导致国有企业的行为出现变异，大量资金通过各种途径流向房地产市场，成为“地王”泡沫的创造者。引导资金回归实体的核心是利用多种政策组合，从根本上改变日益下滑的实体投资与房产投资收益率的比值。因此，一方面要通过

降低成本和提高创新来提升实体经济的预期投资收益率；另一方面要通过强化监管和规范市场来降低房地产领域的投资与投机收益率。在这方面，税收政策是改变两大领域收益对比的最佳的政策工具，适度提升房地产投资所得税、同时降低实体经济投资税负，可以起到较好的资源引导作用。

4.落实《法治政府建设实施纲要（2015－2020年）》有关房地产调控的主要任务和具体措施。

《纲要》不仅指出要根据房地产市场分化的实际，坚持分类调控，因城施策，更提出要建立全国房地产库存和交易监测平台，形成常态化房地产市场监测机制。这对于实施住宅用地分类供应管理，完善和落实差别化的税收和信贷政策具有重要的意义。同时，一方面要通过如改进住房公积金使用和监管机制，支持居民合理住房消费；另一方面，要严控首付比例限制，打击利用首付贷、信用贷和房抵贷等加高杠杆的做法，控制边际杠杆率上升。

5.谨防新一轮调控政策偏差导致房地产市场出现极端变化。

为避免政策偏差可能会导致的两种极端效果，即“无效调整”和“过度调整”，本轮房地产市场调控要加强政策的沟通协调，找到“控风险”与“稳增长”的契合点，找到中央与地方政府利益契合的操作工具，谨防调控政策偏差导致极端变化。在切实推进因城实策中，增加一、二线城市土地供应和投资力度，加快三、四线城市户籍制度改革和新型城镇化配套设施建设。

（五）长期来看，化解风险和稳增长需供给侧结构性改革有序且实质性推进。

1.明确供给侧结构性改革推进的难点所在，处理好短期目标和中长期目标的关系。

推动供给侧结构性持续顺利进行，首先必须明确改革的难点何在。我们认为当前供给侧改革的难点主要来自三方面：一方面是存量调整的阻力，特别是僵尸企业、债务高企的国有企业和过剩产能行业和房地产的结构性供给失衡；另一方面，在政府简政放权以及功能性重构中，在市场化领域需要大范围放松管制，比如劳动、土地和资本等关键要素都面临着准入障碍，但一些领域比如金融市场等需要强化监管。此外，权衡市场与政府间的关系，厘清政府与市场的边界，这是推动改革进行的重要难点之一，结构性的调整需要遵循市场发展的内在规律。

供给侧改革是一项长期改革，在推进改革过程中，需要将长期目标和短期目标相结合。正如前文所分析的，中国经济放缓不仅仅是周期性因素，也是结构性、趋

势性力量共同作用的结果。供给侧结构性改革有利于提高潜在增长率、促进经济结构的调整优化，但短期内有效需求不足仍然是制约中国经济短期波动的最重要问题，需要财政政策持续发力。长期来看，供给侧改革的最核心的目标也是中长期目标是全面进行要素市场化改革，以真正发挥市场在配置资源方面的决定性作用，全面释放经济社会活力。在长期而言，要素的数量和质量，从根本上决定着一国经济增长的效率。

2.持续存量调整与增量调整并进，促进结构调整优化。

在经济下行的关键时期，供给侧改革要做好存量调整与增量调整并进，存量调整关乎经济基本面，要避免引发经济系统性风险，而增量调整为培育新的增长动力和经济增长点。具体来说，存量调整，主要通过产品价格和要素价格改革，实现过剩产能的出清，增量调整表现为短缺供给的部门尤其是加大各类服务业的供投资给以及新兴产业的培育。存量调整和增量调整互相影响，互相促进，有助于风险的逐步缓释以及经济结构的不断优化。

3.通过产品价格和要素价格改革，引导资本和劳动在不同部门的优化配置，提高全要素生产率。

通过产品价格和要素价格改革，引导资本和劳动在不同部门的优化配置，提高全要素生产率。第一，在商品市场改革方面，要进一步减少国家定价或国家调控价格的商品范围，国家定价或调控价格要公开透明；严格监控垄断企业商品价格，规范垄断环节商品价格管理；严格监控企业联手操控商品价格行为，打击部分占有市场份额较大的企业通过或明或暗手段联合定价、垄断市场的行为；通过统一市场规范，制止部分地方政府滥用行政权力对外地企业与产品进行多重检验和设置进入壁垒的行为；进一步规范政府采购商品行为，扩大市场公平公开定价。第二，在劳动力市场改革方面，要彻底改革我国的户籍管理制度，破除城乡户籍与大中小城镇户籍对劳动力自由流动的限制；完善劳动合同制度，取消对不同人员（城镇人员与进城务工人员）和不同企业（国有企业与民营企业）差别对待的劳动合同与劳动工资，实行全员公开公平规范合理的劳动合同和劳动工资；全面推进、规范和完善劳动保障制度，健全劳动保险制度。第三，在土地制度改革方面，**深化土地制度改革，加快流转制度改革，将农村土地作为要素的价值充分体现。**我国现行的土地所有权制度是农村土地集体所有制和城市土地国有制二元并立的制度。尽管城市土地和农村土地都属于同一种土地资源，但人为分割成城市和农村两种土地制度造成了其享受的权利极不对等，盘活农村土地资源，对流转土地的产权主体、权利和利

益边界进行法律确认，还原农民对土地资产的完整产权，一方面建立城乡统一的土地流转市场，赋予农民集体土地流转权，有利于增加农民财产性收入，进一步打开农村消费市场；另一方面，从资产负债表来讲，通过城乡统一的土地流转将提升其资产价值，有利于分流部分货币，对冲其他领域的资产泡沫。

分报告一

从债务风险到债务危机：三大传导路径及对策分析

张英杰　余　璐　谭　畅　李　诗

摘要：2014 年以来资本市场违约风险的加速暴露以及银行不良贷款率的持续上扬，使得债务问题越来越受到各方的关注。此前作者分别对中国债券市场风险演化[①]、中国企业部门债务风险积累和释放[②]等问题都进行了研究。本文在前述研究的基础上，对中国债务的结构问题进行进一步细化与剖析，并讨论了在当前内外部宏观环境下可能引发债务危机的几条传导路径，进而提出债务风险缓释与化解的对策。本文认为，解决债务问题需要有稳增长与防风险的双底线思维。即一方面需要宏观经济政策的支持，稳定经济增长，避免大规模违约和企业倒闭出现，为从根本上解决债务问题争取时间；同时在此过程中，应当有序推进供给侧结构性改革，逐步摆脱过去“债务—投资”增长模式，进入新的增长周期。

关键词：债务危机　金融不稳定假说　广义政府债务　供给侧改革

① 《债券市场风险演化与未来趋势》，宏观经济论坛 2016 年二季度。

② 《如何走出企业部门高债务困局》，宏观经济论坛 2015 年四季度。

引　言

2014年以来，债券市场违约风险的加速暴露以及信贷市场不良贷款率的持续上扬，使得国内外越来越多的机构及学者对中国债务问题发出警告，IMF新发布的世界经济展望中指出，如果从历史上衡量金融危机的八大类指标来看，中国所有的这些指标都已经符合经济危机的特征。国内研究机构尽管不像IMF那么悲观，但也普遍认为当前防范债务风险应成为经济工作中的重中之重。过去一两年里，我们陆续发布了一系列有关中国债务问题的研究报告，指出中国债务问题的核心在于非金融企业部门债务高企。本文在上述报告的基础上，对中国债务的结构问题进行进一步细化与剖析，并讨论了在当前内外部宏观环境下可能引发债务危机的几条传导路径，进而提出债务风险缓释与化解的对策。本文认为，解决债务问题需要有稳增长与防风险的双底线思维。即一方面需要宏观经济政策的支持，稳定经济增长，避免大规模违约和企业倒闭出现，为从根本上解决债务问题争取时间；同时在此过程中，应当有序推进供给侧结构性改革，逐步摆脱过去”债务—投资”增长模式，进入新的增长周期。本文的结构安排如下：

第一部分通过对我国债务率的历史数据分析和国内外债务率水平的横向比较，说明当前我国的债务风险无论与历史趋势相比，还是与其他国家相比较，均处于一个相对较高的水平，并结合我国的特殊国情与经济发展的阶段特征对总债务率高企的原因进行简要分析；

第二部分对非金融企业部门的债务进行细化，通过对比国有企业及非国有企业债务规模，进一步揭示企业部门的债务风险主要聚集在国有企业，并分析这种债务失衡对经济运行效率的不利影响；

第三部分通过理论及现象说明近几年国内债务的快速扩张导致整体经济与金融系统脆弱性不断上升，债务风险隐患逐渐显现；

第四部分讨论了在当前的内外部经济政策环境下，触发债务危机的几条传导路径；

最后给出了在稳增长与防风险的双底线思维下，防范债务风险及解决债务问题的相关对策。

一、债务水平增长快,偿债负担较重

近年来,我国债务规模呈现快速扩张的趋势。债务作为一把双刃剑,一方面是经济发展过程中不可或缺的重要融资途径之一,有助于将政府、企业和居民部门之间的闲散资金集中投向资金紧缺的领域,从而提高全社会的投资效率,有效支撑经济的持续发展。但另一方面,若扩张的债务规模不能带来相应的产出增加,经济体系内的杠杆率得不到消化,债务扩张对促进经济发展的边际效应将逐步减弱甚至转化为负效应,在严重情况下还可能导致债务危机。本部分通过对我国债务率的历史数据分析和国内外债务率水平的横向比较,说明当前我国的债务风险无论与历史趋势相比,还是与其他国家相比较,均处于一个相对较高的水平,并结合我国的特殊国情与经济发展的阶段特征对总债务率高企的原因进行简要分析。

1.债务水平的变化趋势——债务率20年中两次大幅跃升

根据国际清算银行数据,截至2016年3月末,我国总债务规模高达175.38万亿元,而1995年底仅有6.64万亿元,总债务率(总债务规模/GDP)也由109.1%飙升至254.9%。从历史数据趋势来看,1995年以来,我国债务率水平随着金融危机的发生而有两波明显的跃升。第一波始于1997年亚洲金融危机,债务率在近7年的时间里由110%左右的水平上升至约170%,直至2004年才开始逐步回落。第二波则始于2008年美国次贷危机,债务率由2008年末的147%升至2016年3月末的254.9%,上升幅度较上一次危机时期更为明显。

在两次金融危机时期,我国债务率水平快速上升的背后有着相似的宏观经济背景。首先,在外部冲击下,国内均出现了GDP增速下滑、物价下跌甚至通缩的局面,尤其是2008年金融危机使得我国GDP增速由危机前约14%的水平一路降至6.2%,CPI增速也在一年内由8.74%降为负值。其次,在这样的背景下,国内政府均出台积极的财政政策,力图通过加大政府投资的方式来刺激经济增长。财政部于1998年、1999年和2000年共发行长期国债3600亿元用于基础设施建设,并向国有独资商业银行发行2700亿元特别国债。2008年,积极财政政策的实施力度更大,国内出台了“四万亿”投资、十大产业振兴计划以及后危机时期的“微刺激”等政策。另外,为配合积极财政政策的实施,货币政策也趋向宽松,两次危机后央行多次实行降息、降准,2008年金融危机后央行还大幅扩张了信贷规模,直接推动了

我国债务总规模的快速增长。对比两次危机时期，2008 年债务规模扩张的速度明显更快，2016 年 3 月底的债务规模已达到 2008 年底的 2.77 倍，而反观 GDP 增速却一路下滑。可以看出，这一阶段加大投资及扩张信贷的政策对于经济的刺激作用并不及上一次危机时期，债务规模的增加并未得到相应的产出增加，经济运行效率的降低导致债务率以更快地速度增长，债务负担加重。

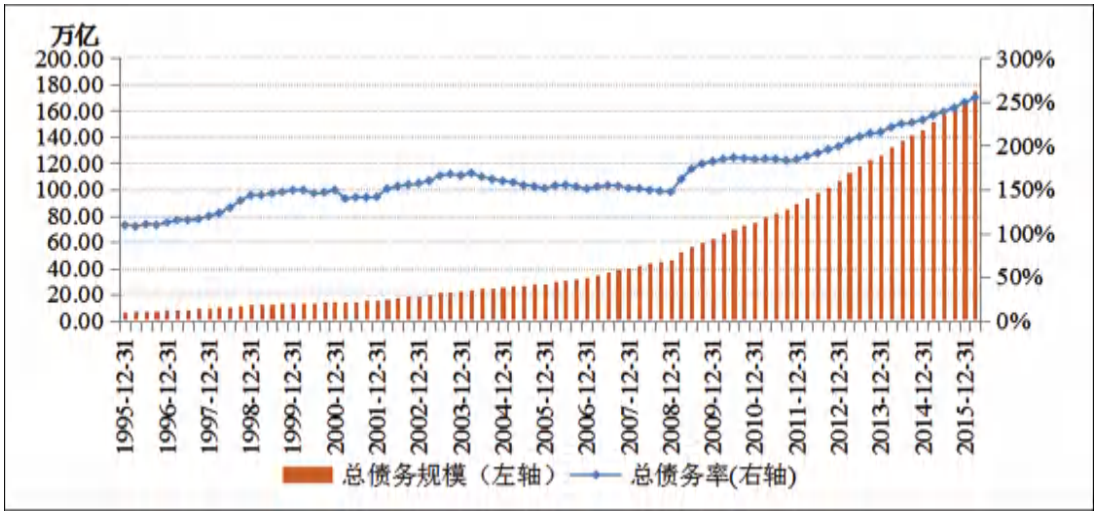


图 1　我国总债务规模及总债务率的历史趋势

数据来源：国际清算银行，中诚信国际整理

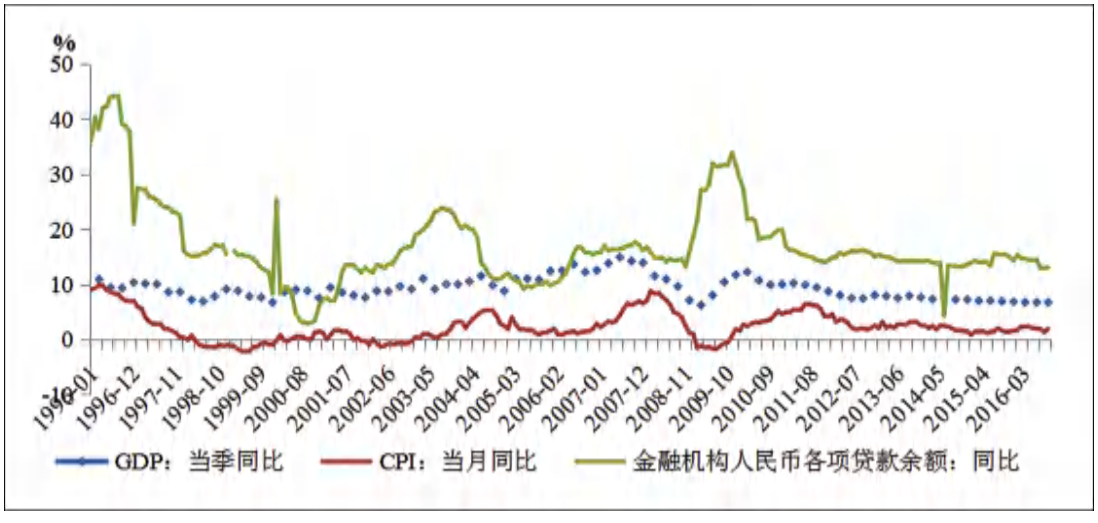


图 2　1996 年以来经济增长、价格水平以及信贷规模变化趋势

数据来源：恒生聚源，中诚信国际整理

2.债务水平的国际比较——债务率、融资成本均高于部分发达国家

与全球其他国家相比，我国债务率（254.9%）虽然低于日本（394%）、英国（266%）、加拿大（288%）等发达经济体，但已超过美国（253%）、澳大利亚（247%）及韩国（237%），并远高于印度（130%）、巴西（146%）和俄罗斯（89%）等新兴经济体的债务率。从债务率扩张速度来看，2005 年底，我国的债务率还仅有 151.3%，但经历金融危机到次高速增长再到迈入“三期叠加”的新常态，总债务率在十年里提高 103.6 个百分点，而美国的债务率提升同样的幅度，则经历了 30 年，日本和英国也经历了近 20 年。

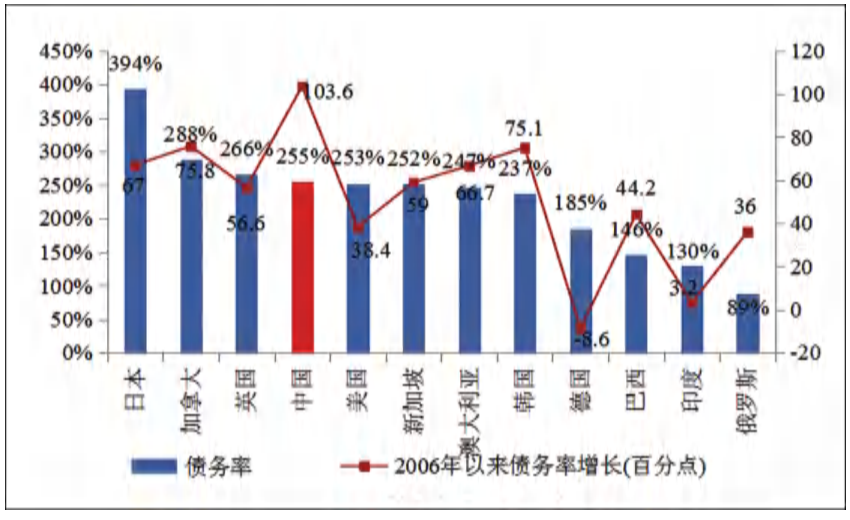


图 3　主要国家债务率水平(2016.03.31)

数据来源：国际清算银行，中诚信国际整理

由于债务率的横向比较仅是不同国家债务率在同一时间截面下统一口径数据的对比，其中并未考虑每个国家经济发展的特殊阶段以及经济结构的特点，接下来将通过分析我国融资结构、利率水平以及企业盈利能力的特征来进一步揭示目前我国所面临的高债务风险。

(1)以债务融资为主导的资本市场结构加剧债务规模扩张态势

与美国、英国等发达国家的多层级的资本市场结构相比，我国的资本市场体系还不完善。伴随着经济体制的改革进程，我国资本市场在发展过程中一直存在着“重间接融资，轻直接融资；重银行融资，轻证券市场融资”的结构性矛盾。近几年，为优化融资结构，尽管国家也在大力发展直接融资方式，直接融资占比有所提升，

但相比之下，债券市场的发展明显快于股票市场。根据 2006 年以来央行公布的社会融资规模增量数据，长期以来我国债务融资规模所占比重均在 90％以上，其中新增银行贷款等间接融资占比尽管维持下降趋势，但仍超过 70％，并且直接融资规模中企业债券融资占比在 2011 年以来也均在 70％以上。可以说，我国的高债务水平与以债务融资为主导的资本市场结构特征有着必然联系，随着资本市场的发展，更多的参与主体与资金进入资本市场，随之而来的是债务规模更快速的增长。

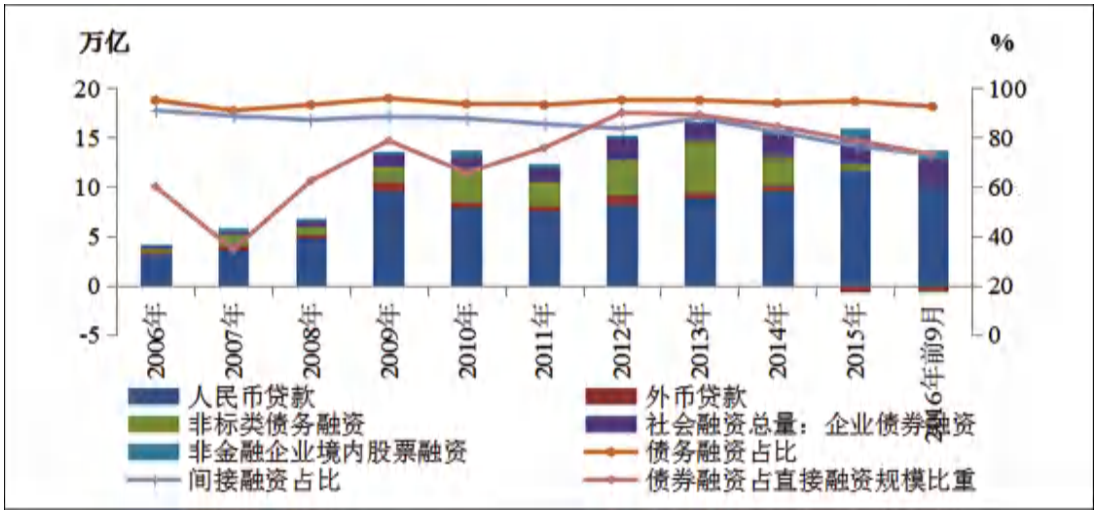


图 4　2006 年以来社会融资规模增量及结构变化

数据来源：恒生聚源，中诚信国际整理

(2)融资成本偏高加重利息负担

在全球负利率的环境下，尽管我国利率水平中枢也整体有所下移，但仍高于美国、日本、德国等主要经济体，我国并不具有发达国家低成本的债务融资优势。以 10 年期国债到期收益率为例，2016 年 9 月，我国的利率水平约为 2.75％，较美国和英国分别高约 110bp 和 190bp，较日本、法国和德国高 250bp 以上。相对高的利率水平给我国带来了沉重的付息压力。根据三季度央行公布的金融机构加权平均贷款利率，结合近期发行的债券发行利率水平，可以估算出我国所负担债务的年利息

支出为 8.52 万亿元，约占 2015 年 GDP 的 13%。[①] 在融资成本较高的环境下，我国持续扩张的债务规模又同时面临着严峻的付息压力，债务风险进一步提升。

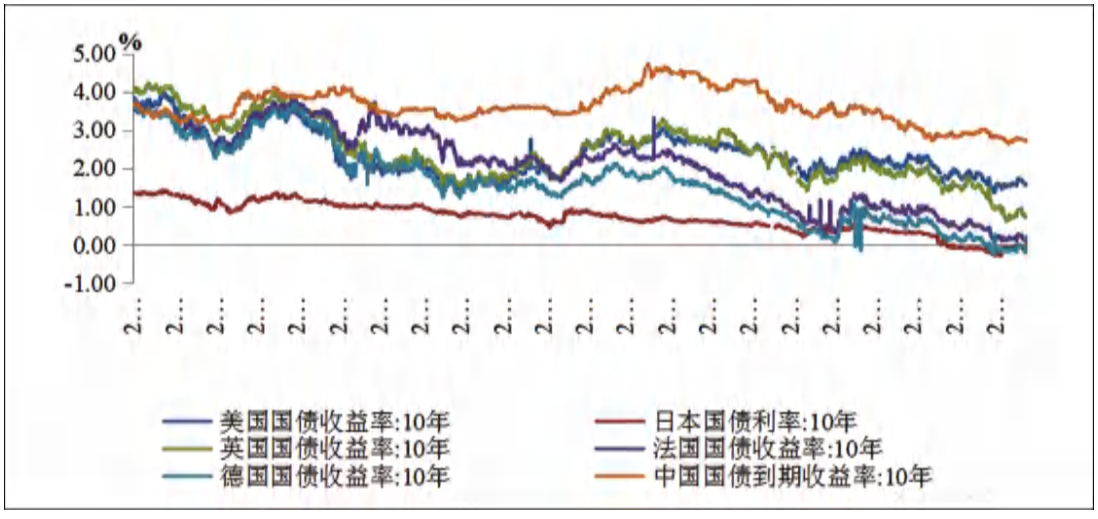


图 5　国内外利率水平对比

数据来源：恒生聚源，中诚信国际整理

(3)工业企业盈利能力恶化加大债务偿还压力

在债务规模持续扩大及利息负担加重的同时，我国还面临着经济下行、企业盈利能力减弱的不利状况。据国家统计局数据，自 2010 年开始，全国规模以上工业企业利润同比增速开始进入下滑区间，2012 年以后利润增速一直未明显高于资产及负债的同比增速。可以说，工业企业近年来资产规模的稳步扩张并未创造出更多的利润，2015 年全年的利润增速甚至降为负值，这在宏观上即表现为经济效率的下降，并拉低经济增长速度，进而推升债务率水平。从微观上看，部分企业盈利能力恶化将导致内部流动性不足，债务偿还风险急剧升高，发生债务违约的可能性大大增加。

① 2016 年三季度央行公布的金融机构贷款平均利率水平为 5.26%，近期发行的利率债、信用债平均发行利率为 2.70%和 3.50%。假设总债务中仅包括金融机构贷款和债券，截至 2016 年一季度末，利率债（包括国债、地方债）和信用债存量规模分别为 16.45 万亿和 16.21 万亿，总债务规模中扣除这两部分后可得到一季度末的金融机构贷款规模为 142.72 万亿元，将利率债、信用债和金融机构贷款的规模分别乘以相应的利率后加总，可估算出债务年利息规模为 8.52 万亿元，约占 2015 年全年 GDP 的 13%。

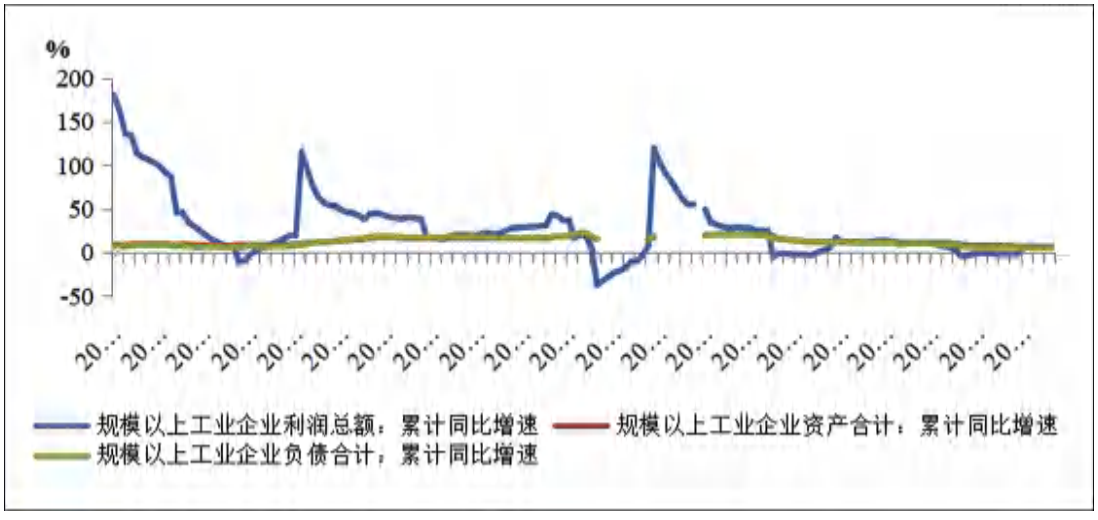


图 6　规模以上工业企业资产、负债及利润增速

数据来源：恒生聚源，中诚信国际整理

从历史变化趋势来看，我国总债务规模持续扩张，债务率水平随着两次金融危机的发生有两波明显跃升。在危机时期，国家通过加大政府投资并配合信贷扩张的政策刺激经济增长，直接推动了我国债务总规模的快速扩张。2008 年金融危机后，债务规模增速明显加快，反观 GDP 增速却一路下滑，加大投资及扩张信贷的政策对于经济的刺激作用大大下降。与全球其他国家相比，我国债务率水平也明显偏高，已超过美国、澳大利亚及韩国等发达国家，并远超过其他新兴经济体。我国的高债务水平与长期以来我国以债务融资模式为主导的资本市场结构有必然联系，资本市场的发展使得债务规模更快速地扩张，债务风险不断积聚。同时，高利率环境下我国并不享有发达国家那样的低融资成本优势，严峻的付息压力持续加重债务负担。除此之外，国内还面临经济下行、企业盈利能力持续下滑的不利态势，债务偿还风险日益攀升。

二、债务结构失衡：债务风险集中于国企，资源配置效率下降

根据国际清算银行数据，我国的债务风险明显集中于企业部门，政府部门和居民部门的债务率水平相对较低。截至 2016 年 3 月末，我国企业部门债务率高达 169.1%，远高于世界平均水平（95.5%）、新兴市场国家平均水平（106.4%）和发达国家平均水平（89.4%），而政府和居民部门债务率则分别为 45.2%和 40.7%。本部分将对企业部门的债务进行细化，通过对比国有企业及非国有企业债务规模，进

一步揭示企业部门的债务风险主要聚集在国有企业，并分析债务结构失衡对经济运行效率的不利影响。

1.债务风险高度集中于国企

2008 年金融危机后，我国快速出台了大规模的经济刺激计划，“中央财政资金先期进入，地方财政资金立即配套，商业银行贷款大幅跟进”的资金配置模式推动了企业部门和政府部门债务的扩张。2009 年开始，我国企业部门债务率便步入上升区间，2012 年后债务率更是以每年 10 个百分点的速度持续扩张。截至 2016 年 3 月末，企业部门债务率已经比 2008 年底高出 72 个百分点，对总债务率增长的贡献超三分之二。与其他国家相比，我国企业部门债务率也明显偏高，如美国企业部门的债务率为 72%，英国为 71%、日本为 101%、韩国为 106%，同时也远高于 90% 的国际警戒线。单从我国相对不平衡的债务结构来看，企业部门债务率的高企是我国债务率不断攀升的决定性因素，失衡的债务结构已经在企业部门内部积聚了较高的债务风险。

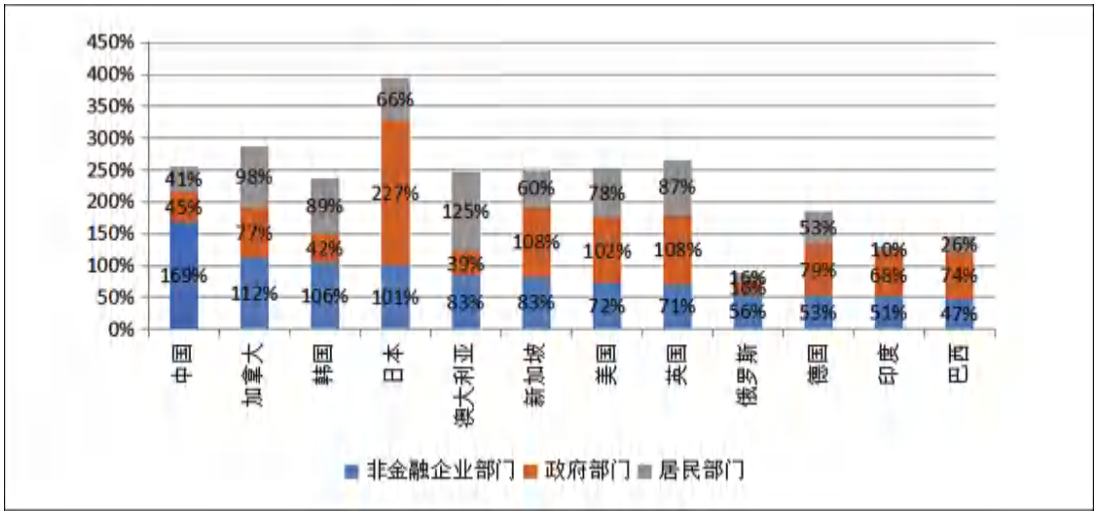


图 7　国内外债务率水平比较

数据来源：国际清算银行，中诚信国际整理

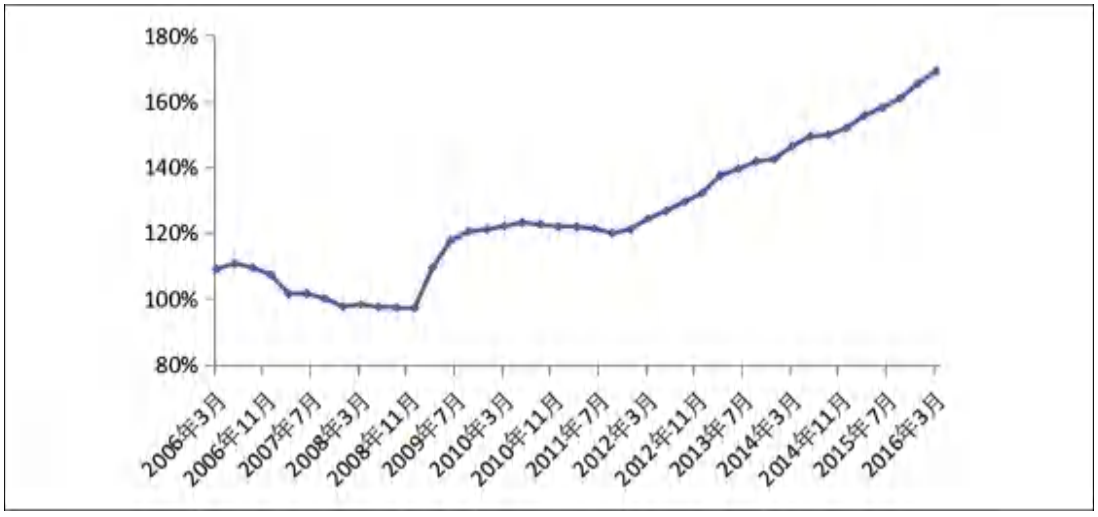


图 8　我国企业部门债务率变化趋势

数据来源：国际清算银行，中诚信国际整理

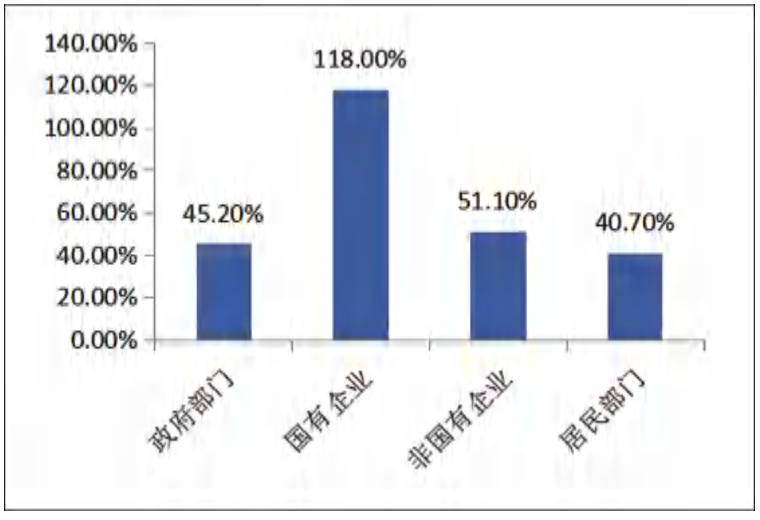


图 9　我国总债务结构明显失衡

数据来源：国际清算银行，财政部，中诚信国际整理

不仅我国总债务结构存在严重失衡的现象，企业部门内部的债务分配也明显向国有企业倾斜，债务风险高度集中。2008 年以来，虽然国有经济在国民经济中的比重有所下降，但在资源配置中的地位却是不断增强的，尤其是在房地产、煤炭、钢铁、有色等过剩行业领域。根据财政部网站公布的数据，截至 2016 年 3 月末，全国国有及国有控股企业（以下简称“国有企业”）负债总规模为 81.20 万亿元，若暂不考虑不同统计口径之间的差异，国有企业负债规模约占 BIS 口径企业部门债务

规模的69.8%，由此可估算出民营企业债务占比为30.2%，国有企业和民营企业的债务率分别约为118%和51.1%。国有企业债务率远高于民营企业，企业部门债务问题的核心即在于国有企业债务。尤其是在直接融资的债券市场上，国有企业占据着绝大部分的资金。截至9月底，国有企业债券在信用债中的规模占比高达86%。如此背景下，国有企业偿债风险不断积聚，同时也加大系统性风险发生的可能性。

2.债务结构失衡影响经济运行效率

在债务失衡的结构下，大部分资金投向了效率相对较低的国有企业，受此影响首当其冲的便是经济运行的效率。当前国有企业尤其是地方国有企业及平台公司占用了大部分信贷资源，但其生产能力以及盈利能力却明显低于民营企业。2015年以来，规模以上国有及国有控股工业企业利润呈持续下滑趋势，利润累计增速持续为负，明显低于私营、股份制以及外商投资工业企业的利润增速，其工业增加值增速相对其他所有制经济而言也明显落后。也正因如此，为偿还债务，国有企业不得不继续挤占更多资金，客观上又造成债务率高企的恶性循环。高度集中于国有企业的债务结构和效益走势导致整体资源配置效率持续下降，债务风险不断累积，局部已经开始释放，2015年以来国有企业贷款逾期、债券违约事件已时有发生。另外，由于国有企业尤其是地方大型国有企业在支撑当地经济发展以及吸纳就业方面有过诸多贡献，与当地民生息息相关。一旦国有企业资不抵债甚至发生破产，对地方就业市场将产生很大的冲击，并严重打击市场信心，区域性的再融资压力和生产经营难度都会加大，对地方经济稳定性的影响可见一斑。

我国债务融资结构严重失衡，总债务中有三分之二的规模集中于企业部门，而企业部门内部债务资金分配又明显向国有企业倾斜，债务风险高度集中。在债务失衡的结构下，大部分资金投向了效率相对低下的国有企业，降低了整体的经济运行效率，债务风险更快地积累，局部已经开始释放，进而冲击市场信心甚至威胁地方经济运行的稳定性。

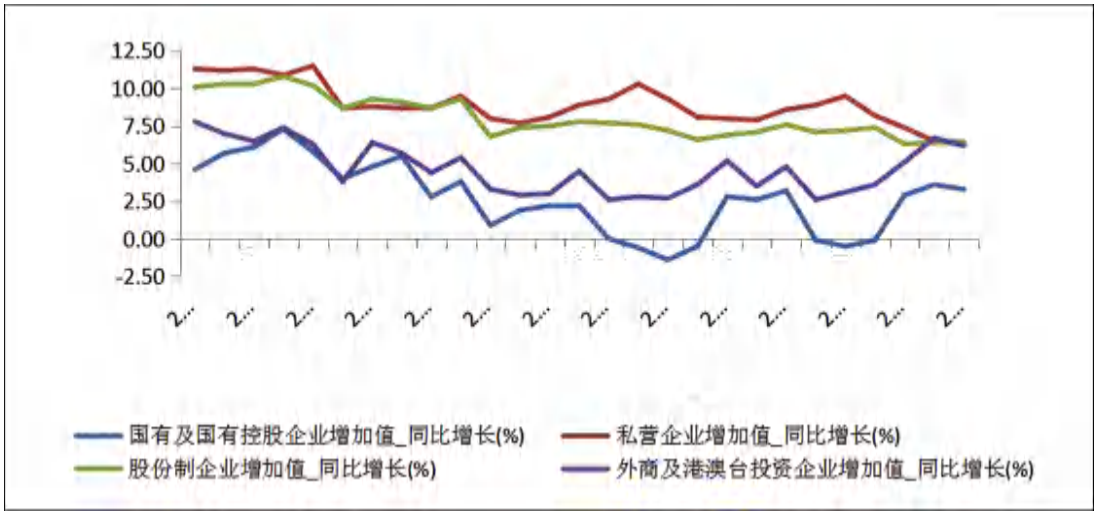


图 10　工业增加值增速变化趋势(分企业性质)

数据来源:恒生聚源,中诚信国际整理

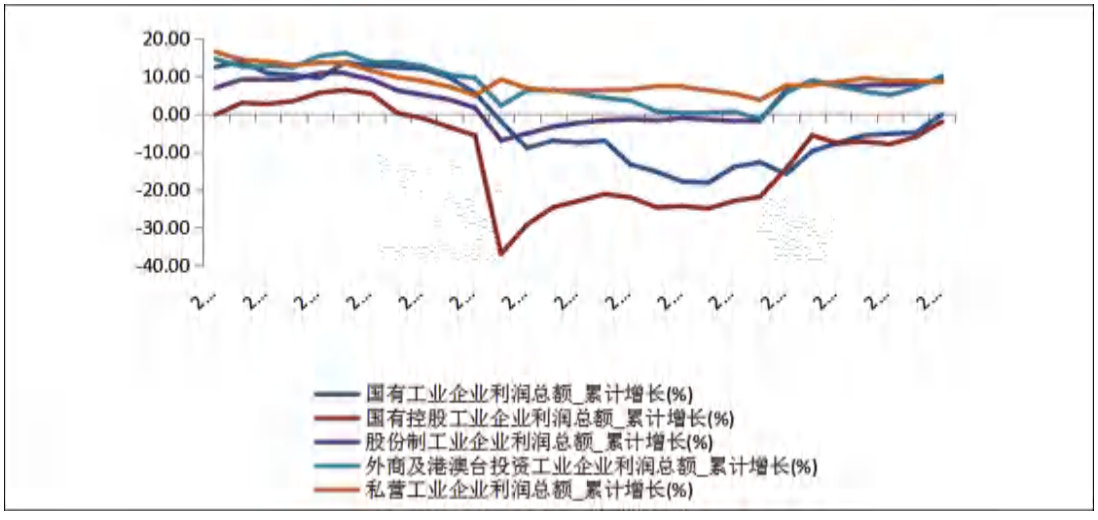


图 11　工业企业利润增速(分企业性质)

数据来源:恒生聚源,中诚信国际整理

三、债务风险隐患逐渐显现,局部金融市场受到冲击

较高的债务水平以及失衡的债务结构导致中国国内的债务风险不断上升。本部分将首先根据美国经济学家明斯基的“金融不稳定性假说”来说明近几年国内债务的快速扩张导致整体经济与金融系统脆弱性不断上升,债务风险隐患逐渐显现;

接着回顾了近几年市场信用风险的演变，进一步论证当前国内债务风险呈现加速释放趋势，并已经对金融市场产生了一定冲击。

1.企业部门投机性及庞氏融资占比较高

在宏观经济理论中，美国经济学家海曼·明斯基(Hyman Minsky)提出的“金融不稳定性假说”格外重视债务扩张对金融脆弱性的影响。根据该假说，“经济在稳健与脆弱的融资结构之间来回摆动。发生金融危机的前提则是危机前存在一个脆弱的融资结构。”明斯基依据还债现金支付承诺与预期现金收入之间不同的关系，将经济中的融资单位分为三类：对冲性融资者(hedge finance)、投机性融资者(speculative finance)和庞式融资者(ponzi－finance)[①]。对冲性、投机性以及庞氏融资在经济中的比重是决定经济稳定性的主要因素。由于投机性融资及庞氏融资单位需要通过连续不断地为其头寸再融资，这就使得它们在金融市场遭到破坏时变得极其脆弱不堪。**因此，投机性融资与庞氏融资的比重越大，经济的总安全边界就越小，这个经济的融资结构的脆弱性就越大。**

从中国的情况来看，2008 年以来在“信贷——投资”驱动模式下，非金融部门总债务率已经从 2008 年的不到 150%，上升为 2015 年的 250%。尽管 2016 年采取的一系列“去杠杆”举措取得一定的成效，但是综合考虑到前三个季度债务及 GDP 的增长趋势，预计中国总体债务率在 2016 将进一步攀升至 261%，上升 9 个百分点。企业还息的规模将高达 GDP 的 11%，在整个社会融资总额中占比接近 60%。由此可见，**社会融资规模中有很大一部分比例是用来还本付息，而不是进行投资。这可能意味着从整体上而言，中国国内融资结构中投机性融资者及庞氏融资者的比重已经远远超过了对冲性融资者。**中国“债务－投资”增长模式的运行机制也因此有所改变，经济实体逐步步入到“借新还旧”→“借新还息”→“资产负债表恶化”的困境中。

---

① 对冲性融资者预期通过营运资本资产可以获取的现金流，足够偿还当前与未来的支付承诺，即对冲性融资者的当期现金收入能够支付当期到期的债务以及需要支付的利息，这样一个进行对冲性融资的单位不会面临大量的即期债务(demand debt)；进行投机性融资的单位预期从营运资产获得的现金流在某些时期尤其是短期内会少于支付承诺的现金要求，但在每个时期内的预期收入将超过该时期内已有支付承诺所需的利息支付，也即投机性融资者当期获得的收入虽然可以偿还当期应付利息，但无法偿还当期到期的债务，这意味着投机性融资存在延期偿还到期债务的局面；进行庞氏融资的单位，其融资成本超过收入，这样它的未偿还债务的面值也会增加，即庞氏融资的单位将利息资本化，使其成为自身债务结构中的一部分，也就是说，庞氏融资单位当期获得的收入不仅无法偿还当期到期债务，连当期应付利息也不能支付。

分部门来看：

(1)居民部门整体上属于对冲性融资者，自 2008 年以来居民部门债务以年均超过 24%的速度快速增长，而同期居民人均可支配收入年均增速约为 11%，这意味着居民部门收入对其债务的保障程度呈现出逐年下降趋势。不过至 2015 年，人均可支配收入仍相当于人均负债规模的 1.5 倍，说明居民整体收入可以覆盖已有的负债，属于对冲性融资者；

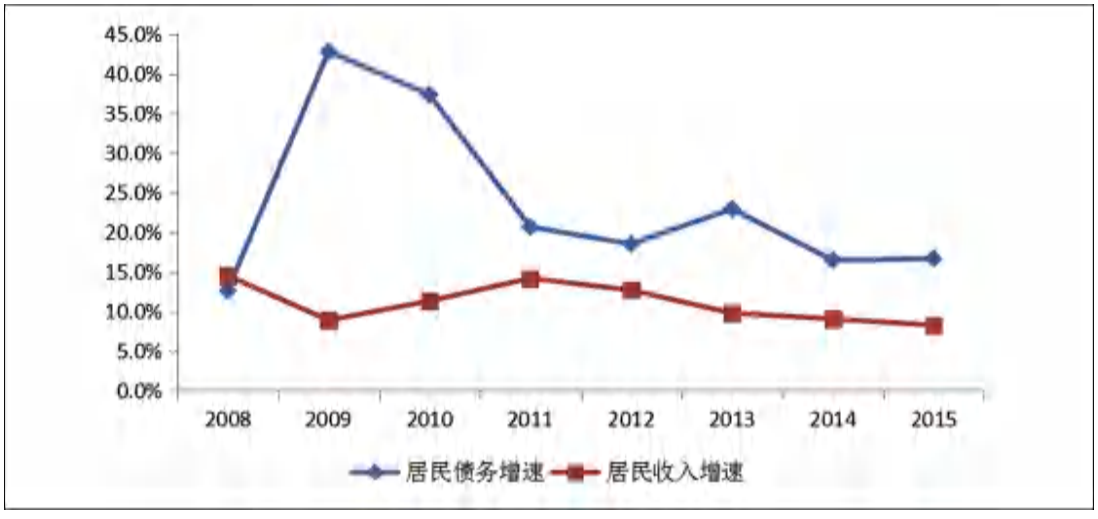


图 12　居民收入增速不及其债务增速

资料来源：choice，BIS，中诚信国际整理

(2)非金融企业部门以投资性融资者为主，但有相当一部分比例为庞氏融资者，以发债企业为样本来看，2015 年仅有 77 家企业 EBITDA/短期债务比值大于 1，在总样本中的占比不到 2%。进一步观察这些发债企业利息保障倍数指标，可以发现已获利息倍数小于 1 的企业有 375 家，占全部样本的比例约 9%[①]，**这意味着国内企业部门以投机性融资者为主，且有约十分之一的企业当年息税前的利润不能完全覆盖利息，属于庞氏融资者。**

(3)从政府部门来看，2015 年财政收入 15.2 万亿元，当年政府性债务余额超过 30 万亿元，而利息支出 1.5 万亿元，假定短期债务占比超过 50%，则政府部门的财政收入就无法覆盖其当期应付债务，此时**政府部门也将成为投机性融资者。**2015

① 选取 2015 年发债企业经审计的年报为依据，其中可以根据公布的指标计算出 EBITDA/短期债务的样本共有 4161 家，这 4161 家企业中可以根据公布的相关指标计算已获利息倍数的企业有 3570 家，如以 3570 为总样本计算已获利息倍数小于 1 所占的比例，则企业部门中庞氏融资者的比例为 10.5%

年以来实施的地方政府债务置换在某种程度是就是将地方政府短期、且成本较高的债务置换为更长期、更低成本的债务，这在某种程度上有利于延缓政府部门由对冲性融资方式向投机性、庞氏融资方式转变。

可以看出，在总债务占据较高比例的企业部门是以投机性融资方式为主，其中还有相当一部分比例采取的是庞氏融资方式。由此反映出当前国内金融体系的脆弱性正在逐步上升。

2.债务风险暴露冲击金融市场

从 BIS 公布的非金融部门信贷/GDP 缺口（Credit－to－GDP gap，以下简称信贷产出缺口）[①]来看，中国私人非金融部门信贷/GDP 缺口指标在 2016 年一季度已经升至 30.1%，是从 1995 年追踪中国相关数据以来的最高值，超过美国（12.4%）、日本（21%）、印尼（17.3%）危机前的该指标值，接近泰国（35.7%）发生危机前的该项指标。这表明中国潜在的金融风险正在逐步加大。实际上，随着经济增速的持续走低，实体经济越来越难以承受体量过大的债务规模。债务风险开始逐步暴露，并在局部市场加速释放。

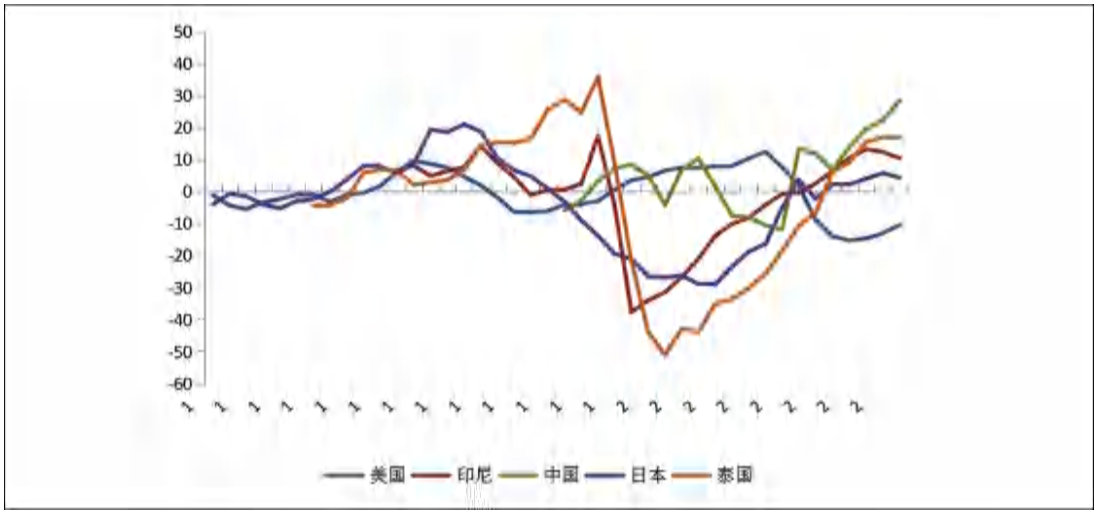


图 13　各国在债务危机前非金融部门信贷/GDP 缺口指标有明显扩大

数据来源：BIS，中诚信国际整理

① credit－to－GDP gap 是指 credit－to－GDP 实际值与其长期趋势值之间的缺口，被认为是金融危机的预警指标。其中 credit－to－GDP 就是我们通常理解的债务率，而不是仅仅指信贷与 GDP 之比

以债券市场为例，自 2014 年 3 月“11 超日债”利息违约打破刚性兑付的神话后，**公募债违约风险加速暴露。**据统计，2014 年以来公募市场累计已经有 30 只债券发生实质违约，违约金额超过 200 亿元人民币。其中 2014 年仅有 1 只债券发生违约，违约规模不到 1 亿元人民币；而 2015 年违约债券只数进一步增长至 10 只，而违约规模则跃升至近 60 亿元；2016 年以来，违约债券的只数较 2015 年大幅上升至 19 只，债券违约规模超过 160 亿元，相当于 2015 年全年违约规模的 2.5 倍。私募债市场由于信息的非公开性，较难统计完全已发生的违约事件，但从公开渠道已经暴露出来的违约事件来看，累计已经有 42 只私募债发生违约，违约金额超过 100 亿元人民币，**与公募市场一致，私募债市场暴露出来的违约事件也呈逐年加速上升趋势，**从 2014 年到 2016 年，私募债暴露出来的违约只数由 6 只上升到 24 只，违约规模由不到 2 亿元上升至超过 80 亿元。特别值得注意的是，私募市场已经出现了资产证券化产品优先档的违约，尽管由于违约规模相对较小，对市场的冲击有限，但也在某种程度上说明基础资产信用质量的恶化已经逐步向衍生金融产品传导。

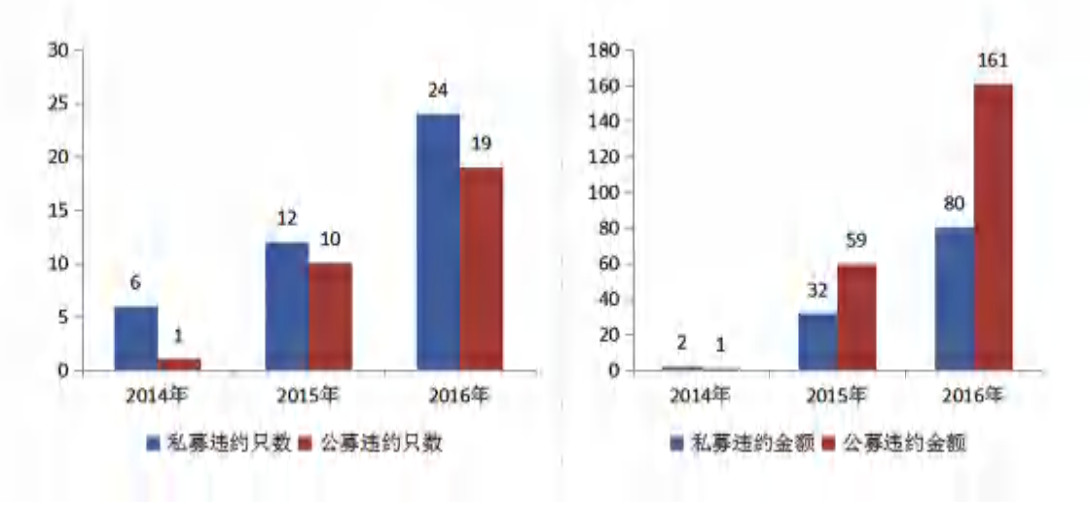


图 14　债券市场违约加速扩张，违约债券只数及规模大幅上涨

资料来源：中诚信国际违约数据库

除了在违约债券只数及规模上呈现出加速扩张的趋势，发生违约的主体范围也越来越广。最初违约的对象主要集中在中小企业、民营企业上，而自 2015 年 4 月 21 日，保定天威集团未能按期兑付“11 天威 MTN2”利息，成为首家违约的国有企业后，越来越多的国有企业也发生违约。截止 2016 年 10 月底，公募市场上债券发生违约的企业共有 20 家，其中国有企业有 7 家，虽然在数量上仍不及违约的非

国有企业，但从违约债券的规模上看，国有企业公募债违约规模超过 100 亿元，占公募债违约总规模的近一半。私募债市场上，已经暴露出来的违约家数有 26 家，其中国有企业有 4 家，这 4 家国有企业已经违约的私募债规模接近 90 亿元，占私募债违约总规模的比例超过四分之三。违约主体所处的行业也呈现出由周期性行业向非周期性行业、上游行业向中游行业的扩展趋势。除了煤炭、钢铁、机械、有色等产能过剩行业发生违约，其他诸如食品加工、医药、餐饮、房地产、光伏、农业行业等也均有涉及。可以看出，当前债券市场已经进入违约的多发期与加速期，随着去产能的持续推进，未来或将出现更多违约事件。

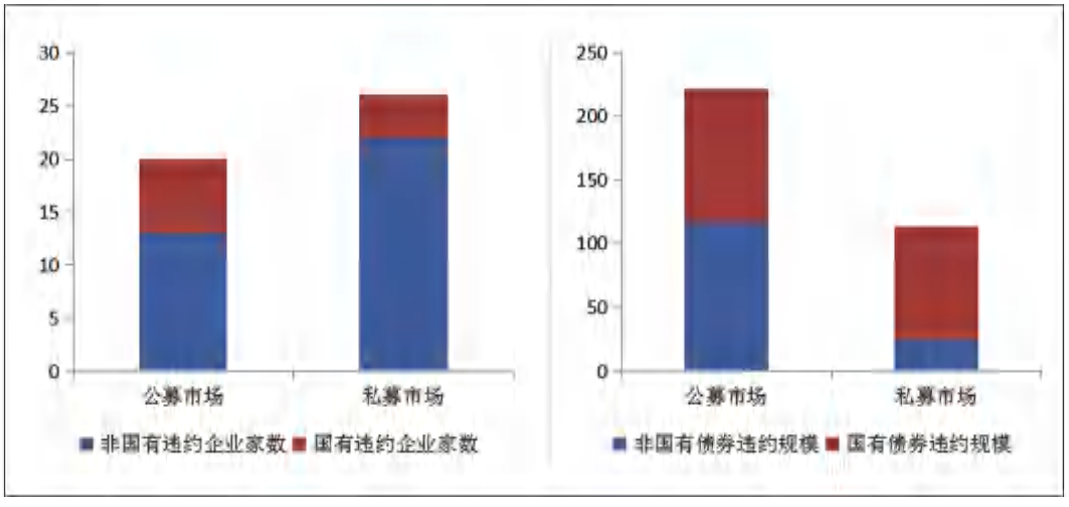


图 15　违约的国有企业家数虽不及非国有企业，但违约债券规模远远超过非国有企业

资料来源：中诚信国际整理

信贷市场及非标债务由于其非公开的属性，无法准确评估其违约的规模。但**无论从银监会公布的不良贷款余额及不良贷款率还是从市场暴露出越来越多的企业贷款逾期或信托兑付危机来看，这两个市场上的债务风险也值得警惕。**数据显示，2012 年以来，商业银行的不良贷款余额及不良贷款率均呈上升趋势，特别是 2014 年以来，商业银行的不良贷款余额及不良贷款率增长速度明显加快。从 2011 年一季度到 2013 年年底，商业银行的不良贷款余额增加了不到 1600 亿元，不良贷款率还下降了 0.1 个百分点，而从 2013 年年底到 2016 年二季度，商业银行的不良贷款余额从不到 6000 亿元增长至超过 1.4 万亿元，不良贷款率也从 1%上升至 1.75%，增加了 0.75 个百分点。与之相对应，企业贷款逾期问题也逐步暴露。2014 年以来越来越多的企业因为贷款逾期而遭遇级别下调，其中包括了一些处在产能

过剩行业的国有企业。

而在非标类债务市场上，2013 年就陆续曝出兑付危机，也正是因为对非标债务市场风险的担忧，近几年监管机构对非标债务市场的监管政策日益趋严。



图 16　不良贷款率自 2012 年开始不断上升，并自 2014 年增速加快

资料来源：choice，中诚信国际整理

债务风险的陆续暴露及释放，对金融市场已经产生了一定的负面冲击。非标债务市场由于受到监管的限制，自 2014 年以来规模不断回落，在债务融资市场中的占比已经回落，对市场的影响也相对有限。这里主要讨论债券及信贷市场信用风险上升及加速释放带来的市场冲击。在债券市场上，受 2016 年一季度违约事件频繁发生的影响，债券发行与交易在 4 月、5 月受到显著冲击。当时一级市场发行量骤减，投资者的谨慎情绪使得很多企业发行债券的认购量不足，被取消或推迟发行，二级市场收益率也短暂上行，尤其是中铁物资大规模债券取消交易大幅推升了风险溢价，低等级间利差也明显走阔。不过，随着城投公司取消提前兑付、国资委出面解决中铁物资事件等，向市场传递政府在解决央企、国企债务方面的积极态度，为信用债市场带来一定的正面情绪，加上新增违约事件发生的频率也明显降低，一、二级市场又逐步回暖。不过**债券市场信用风险积聚与释放已经成为各方共识，未来市场对信用风险的反应将更为敏感，违约带来的市场冲击还将存在，一旦出现非预期的信用事件，或是资金面出现逆转，不排除债券市场再次遇冷。**

在信贷市场上，“偿债能力恶化－金融机构收紧融资－企业资金断裂－信用风

险进一步深化”的恶性循环已经有所显现。随着越来越多的企业，特别是一些国有企业的信用质量也出现恶化，银行在进行放贷时更为谨慎，2016 年前三季度，新增的非金融性公司及其他部门的贷款累计 5.27 万亿元，较 2015 年同期回落了近 12 个百分点。新增的非金融性公司及其他部门贷款在新增人民币贷款中的占比也从 2015 年的 63%回落至 51.9%。在债券市场上，近两三年不断出现因为银行抽贷导致企业经营难以为继，从而对债券兑付产生不利影响的现象。部分银行在债务人出现贷款逾期后，向法院申请冻结企业资产，这使得企业经营更为困难或发生资金链断裂。贷款逾期的风险快速向包括债券在内的其他债务传导。



图 17　企业新增贷款同比回落且在贷款总额中的占比下降

资料来源：choice，中诚信国际整理

由此可见，债务风险已经开始释放，并对市场产生了一定的负面冲击。不过，无论是债券市场违约带来的冲击，还是信贷市场融资收紧产生的负面效应都是短暂的、非连续性的，尚未对这两个市场的融资功能造成重大损害。然而，由于当前国内金融体系的脆弱性及敏感性日益抬升，非预期的外部事件冲击很可能将引发债务危机乃至经济衰退不可逆转的发生。

近年来，债务规模的不断攀升以及经济增速的持续下行，导致中国“债务－投资”增长模式的运行机制有所改变，经济实体逐步步入到“借新还旧”→“借新还息”→“资产负债表恶化”的困境中，宏观经济及金融体系的脆弱性不断上扬。而无论是债券市场违约的增多，还是信贷市场不良贷款率的加速上升，都表明实体经济越来越难以承受体量过大的债务规模。

四、债务危机爆发的三大传导路径

按照明斯基的观点，投机性融资和庞氏融资能否持续，依赖于信贷环境的宽松和资产价格的不断上涨，一旦这一条件不具备，融资链条就会断裂。投机性资产的损失促使放贷者收回其贷款，从而导致资产价值的崩溃，而资产价格“螺旋加速下降”效应会造成瞬间的金融动荡。就中国的情况而言，经济活动中投机性融资者及庞氏融资者占据了较高比例，并且出现了个别企业因为过度负债而发生违约甚至破产的现象，已经埋藏了较大的债务风险隐患。但得益于最近几年相对宽松的资金环境以及市场对政府托底宏观经济的信心，大部分企业仍能够维持资金链的循环，系统性风险尚可控。然而中国所面临的内外部宏观形势正在逐步发生转变：从外部环境来看，大宗商品价格的剧烈波动以及各国央行货币政策的不协调，给2016年脆弱的宏观经济和金融市场带来了巨大的不确定性，加剧了国际资本流动和汇率波动风险。短期来看，在全球经济低迷中，中国不仅面临突破出口收缩的困难局面，而且随时要应对美联储加息引发的资本流动冲击、以及大宗商品价格变动带来的成本冲击；从内部环境来看，过去几年稳增长的一系列政策也同时带来了以房地产为代表的资产泡沫风险和以债券为代表的债务违约风险加速上扬问题，2015年年末中央明确供给侧结构性改革的大方向后，2016年以来实体经济去产能以及金融体系去杠杆全面推进，导致市场整体波动性加大。在上述复杂的内外部环境下，未来仍需要警惕债务危机沿着以下三条路径传导：

1.金融去杠杆——货币政策收紧——利率上升——企业资金链断裂

为了降低实体经济融资成本、为稳增长创造必要的资金环境，2014年以来货币政策逐步放宽，但由于经济增速的持续下行，流动性偏好逐步上升。当信贷进入经济当事人的口袋后，资金会进入流动性更强的金融领域，而不是进入长时间投资的实体经济。这导致金融体系的杠杆在经济基本面持续偏弱的时候反而出现不断上升的趋势，潜在金融风险日益扩大。2015年6月、7月“股灾”正是由于股票市场存在的高杠杆的配资导致一旦监管收紧，股票资产价格持续下跌。

为了防止在其他金融市场上发生类似“股灾”这样的泡沫危机，2016年以来监管机构逐步推进金融去杠杆。在这种情况下，货币政策尽管在总基调上仍为保持市场流动性宽裕稳定，但在货币政策的操作工具及操作思路上发生了转变：操作工

具上，更多通过公开市场操作，搭配 SLF、MLF、PSL 等工具来维持资金面稳定，而对降息、降准这类全面放水的政策工具谨慎使用，在操作思路上则更加注重“精准滴灌”。8 月以来，央行更是相继重启了 14 天、28 天期逆回购，通过增加相对更长期的资金投放拉高资金的平均成本。近期央行又表示“正在研究将表外理财业务正式纳入广义信贷范围的时机和具体方案，引导银行加强对表外业务风险的管理”。**货币政策的这种变化，虽然旨在引导金融机构逐步去杠杆，避免资金进一步“脱实向虚”。但由于目前货币政策操作工具的控制权更多在央行手里面，这要求央行对市场资金需求及对资金成本的承受能力有准确的估测，一旦央行资金投放力度不及市场预期或需求，或者资金成本超过机构所承受的范围，则很可能出现类似 2013 年“钱荒”的恐慌性的踩踏事件，并引发市场的连锁反应。**

资金面的非预期收紧，一方面将提高金融机构的资金成本，进而导致实体经济融资成本上升，除此之外，金融机构的资金紧张，可能会导致其在金融市场上抛售金融资产，这也会造成市场利率上行，进而传导至融资成本上。对于基本面相对较好，本身能够负担债务还本付息的单位而言，融资成本上升反而会削弱他们的融资需求，减少投资，这反过来又会降低收入，削弱偿债能力，逐步由自行偿还债务向借新还旧转变，而对于本身债务负担就较重的单位，融资成本上升进一步加重其债务负担，此时反而会有更高的融资需求以维持债务的正常循环；另一方面，由于资金面的非预期收紧，金融机构的可贷资金减少，信贷资源的稀缺使得金融机构在放贷时更为谨慎，同时对风险溢价要求更高，如此下去的后果，要么高债务负担的企业因不能及时融资，资金链断裂，发生违约及破产，这会使得金融机构风险偏好降低，融资条件进一步收紧，更多企业融资受阻，发生经营困难、债务违约甚至破产清算；要么企业通过提高利率获得融资，继续维持债务循环，但由于成本上升，其越来越难以通过自身收入现金流完成债务的本息偿付，从一开始的借新还旧到借新还息，随着债务雪球的越滚越大，最终借贷双方都意识到债务的不可持续，从而仍免不了发生债务违约及破产。随着越来越多企业发生债务违约及破产，金融机构持有的资产质量越来越恶化，这又进一步限制其放贷能力，导致更多健康企业也无法维持经营，整个金融体系融资功能的失效与实体经济的停滞不前，最终形成债务乃至经济危机。

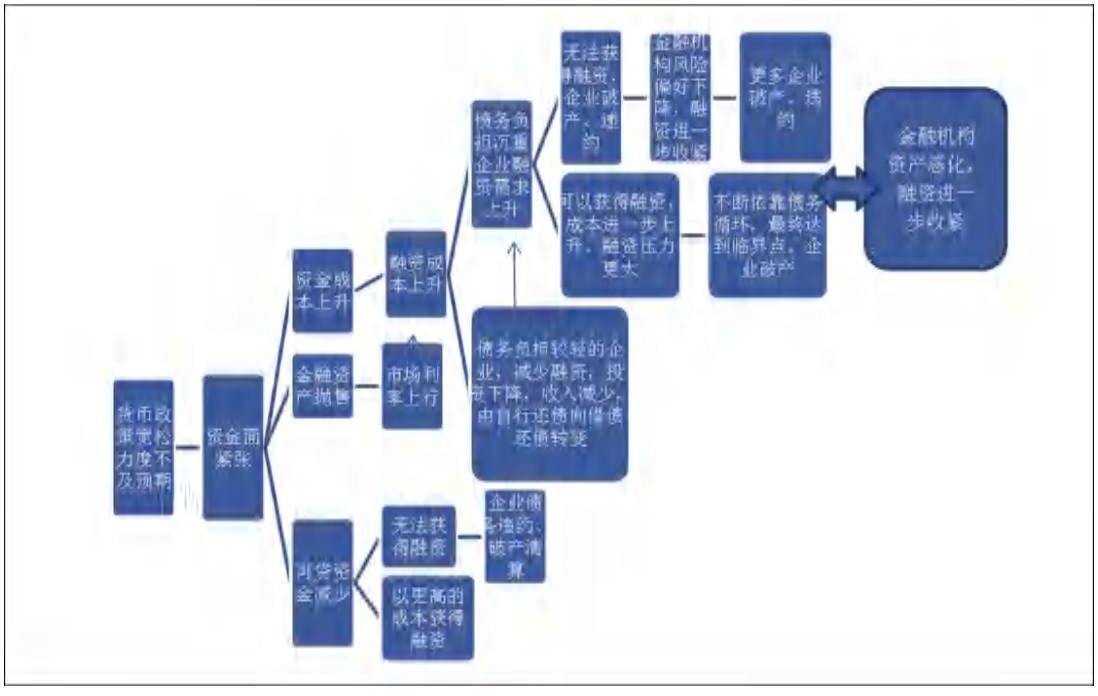


图 18　货币政策非预期收紧引发债务危机的传导路径

2.美联储加息——人民币贬值——资本外流——流动性收紧——资金链断裂

数据显示，伴随着美联储逐步退出 QE3，并开启加息，国内外汇占款和国际资本也由过去的净流入转为流出、流入并存的状态。特别是自 2015 年 8 月央行汇改以来，人民币兑美元汇率波动加大，外汇储备流失加剧。2016 年 2—3 季度，受美国加息的延缓、英国脱欧、日本和欧盟负利率政策的加码等因素影响，全球资本开始向新兴经济体净流入，这大幅度对冲了人民币贬值和资本外逃的压力。**但考虑到 12 月美联储加息概率大幅度上升，未来一两个季度依然可能出现年初出现的人民币汇率大幅度下滑和资本加速外逃的风险。**另一方面，人民币正式加入 SDR 篮子后，对国内金融市场管理和跨境资本流动监管提出了更高的要求。同时，由汇兑收益动机引发的企业对外投资可能会导致坏账损失和长期不利后果。2016 年中国外商投资增速显著放缓，但是对外投资增速急剧提高，导致中国直接投资流入与流出缺口不仅由正转负，而且急剧扩大。1—9 月份中国外商投资增速仅为 4.2%，并较上半年回落 0.9 个百分点；同期，中国非金融类对外直接投资增速高达 53.7%，比去年 14.7%的增速大幅提高近 40 个百分点。中国直接投资流入与流出的缺口前 9 月累计达到 400 亿美元。**上述变化叠加短期资本外流，进一步加剧了人民币贬值和市场恐慌。**

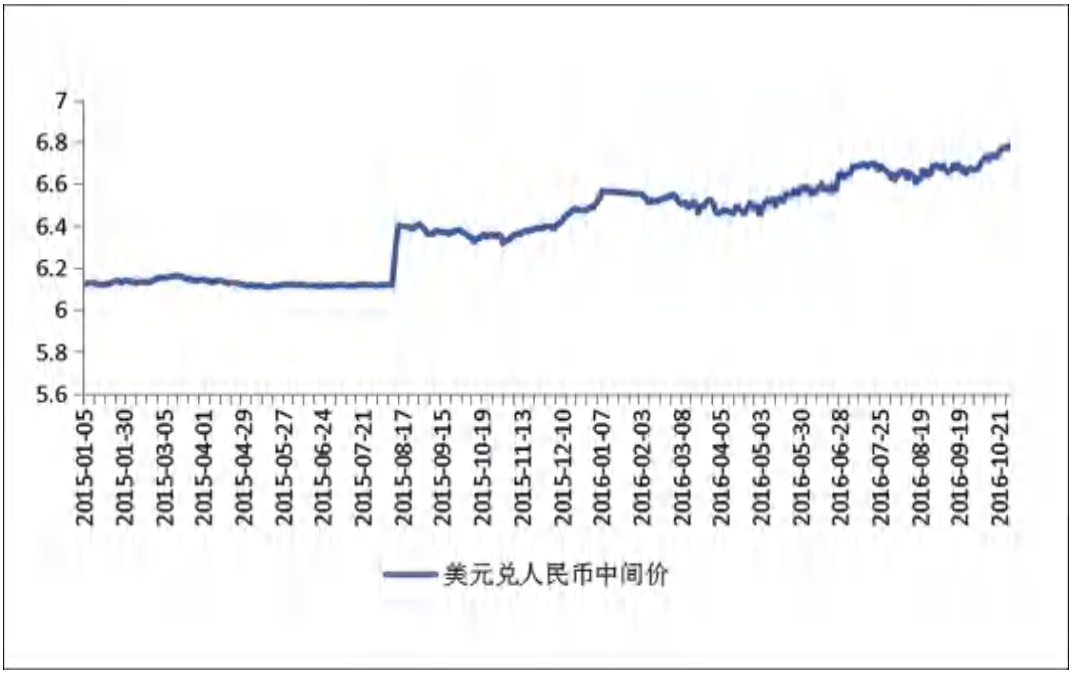


图 19　美元兑人民币汇率逐渐上升

资料来源：choice，中诚信国际整理



图 20　外汇储备规模近年来逐步收缩

资料来源：chioce，中诚信国际整理

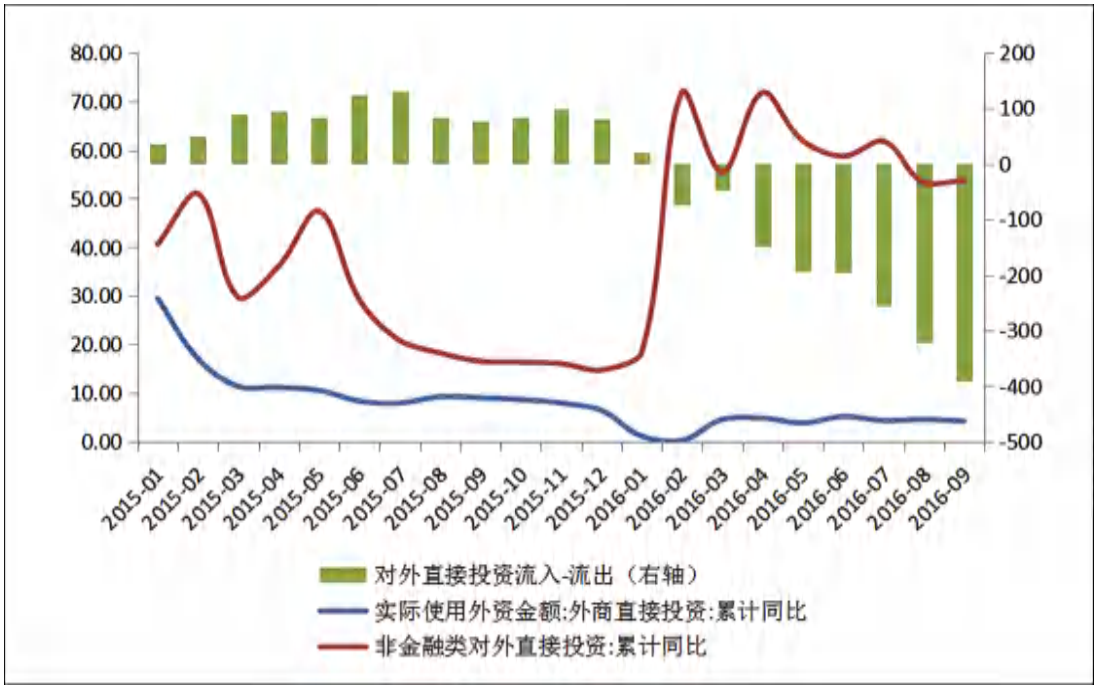


图 21　资本账户从净流入向净流出转变

资料来源：wind，中诚信国际整理

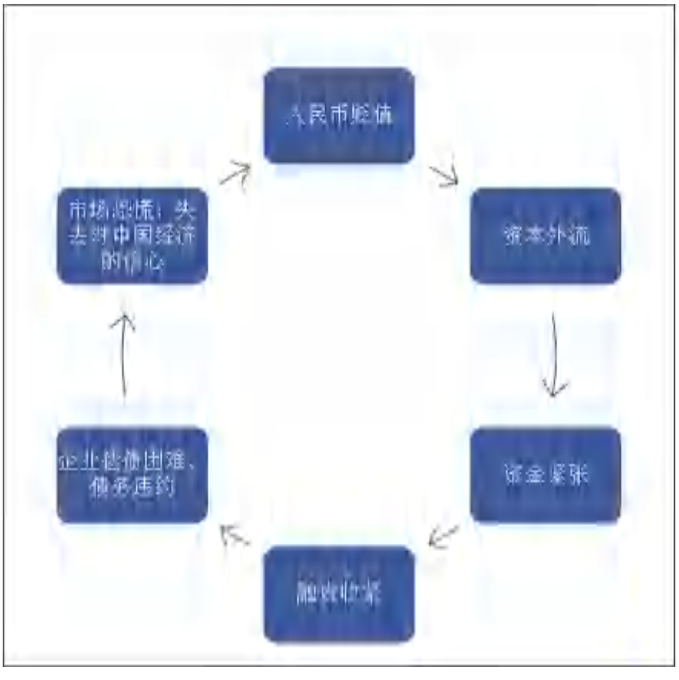


图 22　人民币贬值、资本外逃引发债务危机的传导路径

人民币贬值及资本大规模外逃，将加剧资金面的紧张，从而沿着(1)所述情形，进一步向实体经济传导，形成人民币贬值——资本外逃——资金收紧——融资困难——企业经营难以为继，违约及破产增多——市场恐慌进一步增多——人民币进一步贬值、资本外流更为严重的恶性循环。如果央行通过动用外汇储备来遏制人民币的贬值趋势，则持续的干预必然使得外汇储备逐步消耗，反而使得外债风险敞口加大，更加不利于金融市场安全，同时还会进一步影响市场对中国经济的信心，加剧资本外流，一旦央行外汇储备消耗殆尽，则国内仍将被迫提高利率，这又会加重企业债务负担，引发企业的偿债危机。

3.违约集中发生——市场恐慌——信贷收紧——资金链断裂

下半年以来，信用风险对市场的冲击力度明显减弱。这除了是因为随着违约事件的逐步增多，特别是包括央企、地方国企刚性兑付的陆续打破，市场对违约的态度发生了变化，看待违约更加理性，也与下半年以来违约事件发生的频率明显降低有关。同时，政府在解决国有企业债务方面的积极态度，也使得市场信心较上半年有所恢复。然而，考虑到未来几个季度债务到期的规模将加速增长，而企业和地方政府的利润和再融资空间有限，违约事件或仍将加速发生。因此，债务违约情况不仅可能延续现有违约加速的态势，同时可能会在明年 1 季度还款高峰期出现违约高潮，导致银行不良率上升、企业资金链收紧和恐慌情绪的蔓延。

另一方面，虽然近两年来央企、地方国企业信用风险及违约事件陆续增多，使得市场对国有企业“刚性兑付”幻觉有所打破，但由于各个政府在处置不同企业的债务危机上态度迥异，一部分在信用危机发生之前就积极协调各方，避免最终出现违约，一部分虽然未能避免企业违约，但在违约后也能够协助延期兑付，而另一部分则既对企业违约听之任之，在违约之后也并不积极配合完成债务的兑付，导致市场对政府选择性兜底的预期犹在。但在宏观经济处于底部的大环境下，出现债务危机的企业将会不可避免地继续增加，随着事件的增多，要想保持“刚性兑付”就需要各方付出更多的成本。一旦政府在相关国有企业债务的处置中与市场预期产生偏差，也同样会对市场信心产生极大的损害。

在恐慌情绪的主导下，一方面金融机构会主动收紧融资，导致企业经营更加困难，违约风险进一步蔓延，反过来又会增强金融机构的惜贷情绪，另一方面，由于违约风险扩大可能引发信用债价格持续下跌，其作为抵押获得融资的能力也将大幅下降。信用债的质押率下调或质押资格丧失，加上机构被迫去杠杆，腾挪资金配置

安全资产，都将使市场资金需求显著上升。一旦资金投放不及时，市场资金价格极易出现短期的大幅攀升。尤其在面临季节性节点、MPA 考核限制金融机构拆借等情况下，一旦金融机构融资出现困难，信用风险将从企业层面扩散至金融机构层面，引发货币市场流动性骤然下降，极端严重时或导致货币市场失灵，对金融系统各个市场的运行产生冲击，甚至可能引发系统性风险。

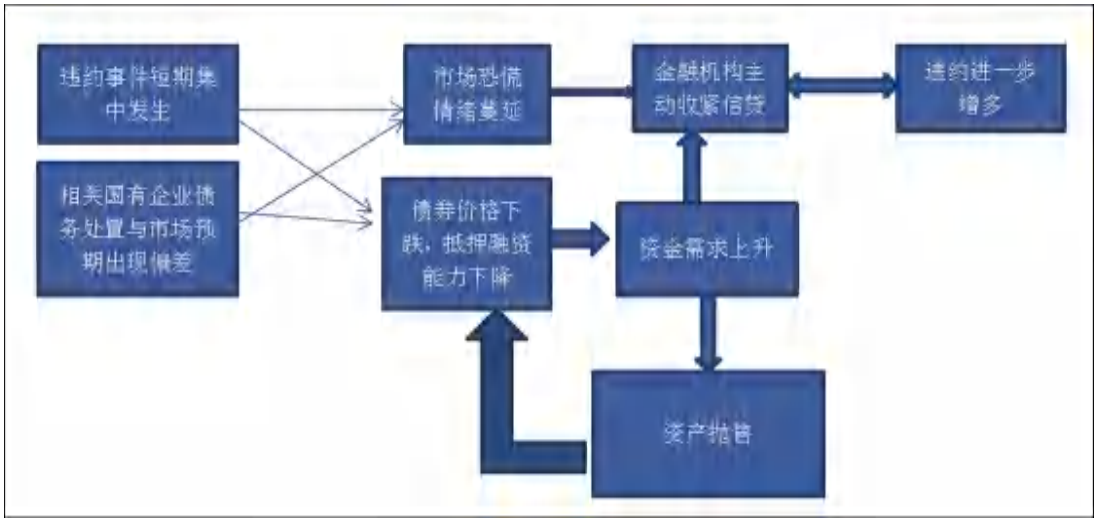


图 23　违约风险引发的债务危机的传导路径

上面三个触发因素并不是完全独立的，首先，违约风险集中爆发，会对市场信心造成较大冲击，导致资本外流加剧，这又会对货币政策放宽形成制约，一旦资金投放跟不上市场需求，又会导致实体经济的融资难以得到满足，从而引发更多企业经营困难。在融资收紧情况下，为了偿还债务，企业不得不出售资产。当大量企业面临此情况时就会造成资产价格的大幅下降，从而加剧市场动荡，情形严重时会导致资产价格崩溃。作为非金融企业部门最大的债权人，资产价格下跌、担保链上的企业风险上升等最终将传导至银行体系，银行的风险敞口将显著上升。而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。在信用风险加快暴露的过程中，金融体系中的银行受到大范围或者某一环节出问题波及到银行体系，那么系统性风险的发生概率就要提升。

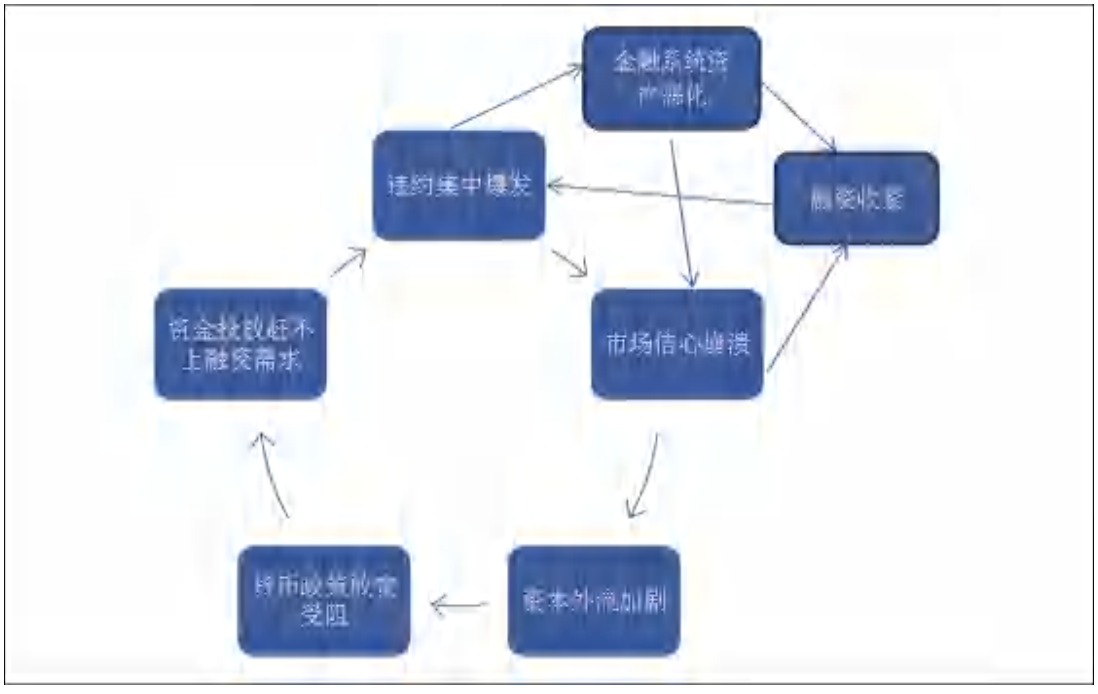


图 24　汇率、货币政策及违约风险交互影响下的债务危机传导风险

宏观经济一方面面临实体去产能与金融去杠杆双重压力，另一方面又因为美联储加息概率上升，人民币贬值及资本外流压力也持续上升。内外环境制约下，未来需要防范债务危机沿着以下三条路径相互传导：(1)金融去杠杆——货币政策收紧——利率上升——企业资金链断裂；(2)美联储加息——人民币贬值——资本外流——流动性收紧——资金链断裂；(3)违约集中发生——市场恐慌——信贷收紧——资金链断裂。

五、防范债务危机的应对策略

债务风险已经成为威胁我国宏观经济与金融体系稳定的重要因素，必须予以高度重视。防范和化解债务风险首先需要正确认识债务与增长之间的关系。一方面，缓释债务风险，需要一定的经济增长作为依托，因为经济增长能够带来资产价值上升，企业的负债结构在一定程度能够改善，由此债务风险得以缓释。特别是考虑到“债务—投资驱动”的经济增长模式短期难以彻底改变，在新的经济增长动力形成以前，稳增长目标的完成仍需要债务扩张支持。“十三五”规划纲要提出，“十三五期间(2016－2020 年)，GDP 年均增速要保持在 6.5％以上，到 2020 年经济总

量要超过 92.7 万亿元。”可见，未来一段时间经济增长需要保持在 6.5%以上，这既是经济底线，也是政治底线。由于国内债务主要是通过投资渠道来影响 GDP 的，随着投资边际效益的降低，维持 6.5%的经济增速，意味着未来需要更大规模的债务。简单测算，预计 2017 年债务规模将超过 220 万亿元，债务率将进一步攀升至 279%[①]。



图 25　GDP 增速与债务率形成了负反馈机制(单位:%)

资料来源:聚源统计,BIS,中诚信国际整理

另一方面，随着债务规模的快速扩张，债务水平与经济增长逐步形成了负反馈机制，观察金融危机以来 GDP 增速及债务率走势可以看出，以 2010 年为分界点，此前伴随着债务率的上升，GDP 增速也大体上呈上涨趋势，而此后，债务率仍继续攀升，GDP 增速却逐年回落。可见近几年债务规模的大幅扩张已经弱化了中国经济的内生增长动力。高债务还导致整体宏观及金融体系的脆弱性大幅上升，对外

① 假定 2016 年的经济增速、投资及债务水平按照前三季度水平推算，同时假定 2017 年？debt/I 及 I/？GDP 维持在 2013～2016 年的平均水平，由此测算出？debt/？GDP，根据 6.5%的增速算出 2017 年的名义 GDP，由此推算？debt，并算出 2017 年的债务规模。由于？debt/I 在金融危机之前及金融危机之后大多在 0.45 上下徘徊，而 I/？GDP 却在金融危机后大幅攀升，意味着未来投资的效益如无提升，实际债务规模及债务率可能会比估算出的值要大

部冲击的抵御能力越来越弱。过去几年里，市场各部门接连发生震荡，2013 年“钱荒”、2014 年首只公募债券违约、2015 年“股灾”、“汇率恐慌”以及 2016 年上半年债市违约加速发生等等均对市场产生了一定冲击，这些冲击导致金融市场和实体经济波动加剧，并在某种程度上也制约了结构性改革的进程。因此，必须要防范和化解债务危机才能更好地促进经济增长。

1.财税、货币政策托底经济增长，避免债务风险的全面爆发

在当前的经济环境下，局部的风险释放不可避免，尽管如此，对于大面积的企业违约、倒闭可能带来的经济的断崖式下跌和社会的不稳定仍然要采取措施，竭力避免。在当前民营经济持续乏力，经济增长内生动力不足的情况下，稳增长的最终实现需通过积极的财政政策、稳健适度的货币政策以及长短期目标衔接的供给侧结构性改革共同推进。

从财政政策的角度出发，扩大财政赤字和减税降费是当前避免大规模违约爆发的必要手段，但要密切关注广义政府债务水平。2015 年我国的财政赤字率是 2.4%，2016 年提高到 3%，其中地方财政赤字的首次出现实现了通过发行地方政府债券置换原有政府性债务，从一定程度上已经避免了地方融资平台出现大面积违约的情况发生。但是近两年地方财政在偿债压力上升，土地出让金收入大幅下降等各种压力下，对于大规模企业债务的救助能力有限。在这一方面，应考虑由中央财政发挥更大的作用。通过发行国债注资企业部门，在兼顾行业发展可持续性和系统重要性的前提下，让企业部门杠杆转移到政府部门，尤其是中央政府。这同时还让居民和机构的储蓄转移为政府债券的投资，有助于提高资金的使用效率。需要注意的是，政府对企业债务的救助只是在特殊时期避免风险爆发的短期政策，并不能作为一个长期的手段。由于救助的资金来源于政府债务，这意味着随着债务的到期，经济的好转和企业正常经营的恢复，政府的资金就要适时退出。

目前政府对于城投企业、国有企业仍有相对较强的救助意愿，这部分企业杠杆已经很大程度上转移至政府部门。若将城投企业债务纳入政府债务的考量范围，政府部分的债务率将从 45.2%上升到 109.5%**广义政府债务计算口径一：考虑到数据的可获得性，本文以今年一季度末财政部公布的国企负债规模（81.2 万亿）作为国企债务规模，城投债在债券中所占比例为 51%，信贷类债务（含非标）属于平台企业的占比约为 37%，估算出城投企业债务规模约为 44.26 万亿元。在 BIS 计算的中国政府债务规模（2016 年一季度末数据：31.07 万亿）的基础上加上城投企业**

债务，我国政府债务率将从 45.2%上升到 109.5%。；若更广义地将全部国有企业债务计算在内，政府部门债务率将高达 163.2%**广义政府债务计算口径二：在 BIS 计算的中国政府部门债务（31.065 万亿）的基础上加上国有企业债务（81.2 万亿元），我国政府债务率将升至 163.2%。**。两种广义口径下计算的政府部门债务率水平不但远高于欧盟警戒线 60%，同时也远高于国际通行警戒线 100%。为避免企业无限制地向政府部门转移杠杆，加重政府面临的资金压力，杠杆转移的过程也要有度，一方面循序渐进地实施救助，另一方面实现政府资金的有序退出。

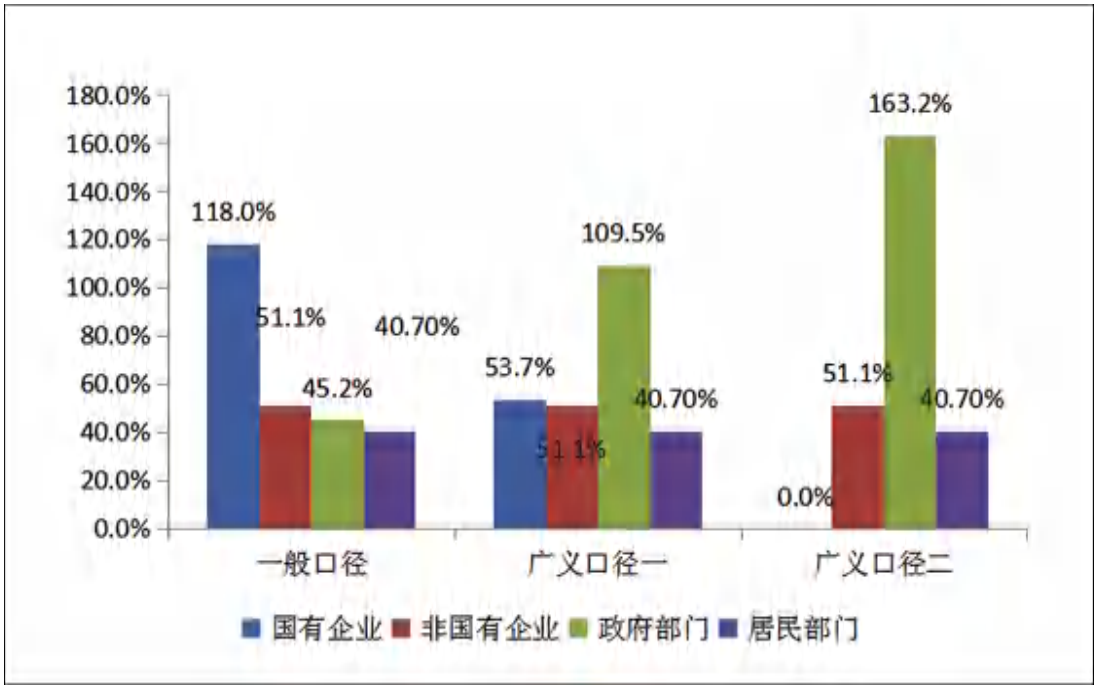


图 26　政府部门、国有企业和非国有企业债务率对比（原始口径和广义口径）

资料来源：BIS，财政部，中诚信国际整理

与此同时，继续用政府投资稳定需求的增长，从基建、养老、医疗、教育等仍需要大量投入的产业入手增加投资需求，给企业带来可持续性收入；继续减税降费，降低企业的经营负担，让企业部门能够正常的经营和运转。在符合国家经济结构调整方向的产业上，政府应予以多种政策的支持和鼓励，部分降低企业在开拓新业务过程中的风险。

就货币政策而言，在当前信贷加基建的传统增长模式稳定经济，市场内生动能不足的大环境下，信贷的快速收缩对于稳增长会产生一定的损害。但是，这并不意味着为了刺激增长，防止信用风险上升需要进一步扩大信贷供给。因为继续进行

大规模需求刺激会提高杠杆而导致泡沫的进一步聚集，经济危机风险加大。同时由于经济流动性偏好上升，货币灌溉对经济刺激作用有限。因此，**未来一方面需要保持适度稳定流动性供给，通过适度的流动性供给，防止杠杆的反弹和累积，稳定保持现有基建等顺利开展，稳定经济增长。另一方面，在适度稳定供给流动性的时候，必须保证供给渠道的透明性，引导市场主体进行长远规划，防止人为的短期流动性供给冲击。除此之外，宏观审慎监管体系的全面改革必须破题，**必须建立统一和无缝隙的宏观监管体系，防止监管套利带来的各种风险。强化金融风险的监控和风险指标体系构建，密切注视各种宏观金融风险指标的变化，及时优化风险预警体系。短期内还应加强流动性监控，特别是对于流动性的结构性矛盾要高度重视。正确认识当前国际经济形势，正确把握国际经济与国际资本流动的短期周期变化规律，为未来国际资本市场逆转带来的冲击做好预案。

通过宏观经济政策的支持，避免大规模违约和企业倒闭出现，稳定经济增长，是为了给最终实现经济结构调整，从根本上解决债务问题争取时间。在此过程中，结构性调整的供给侧改革也必须要持续稳步推进。只有坚持让经济结构向更加先进和适应新的发展要求的方向调整，中国经济才能摆脱过去”债务—投资”增长模式，进入新的增长周期。

3.多措并举防范债务危机

当前我国经济最大的风险不在于债务率的绝对水平，而在于经济增长的下行压力可能会引发房地产、地方政府融资平台等薄弱环节的结构性风险。正确处理我国债务风险问题，应该更加重视“稳增长、守底线”的策略，一方面，要优化债务结构，提高资金利用效率；另一方面，通过经济持续稳定增长逐步化解高杠杆，即采取健康、积极、渐进的手段去杠杆。与此同时，深入推进改革进一步焕发企业活力。具体来看，可以从以下四个方面入手，积极防范债务危机爆发。

第一，通过大腾挪实现“杠杆转移”，优化债务结构，降低企业杠杆率。短期来看，降低非金融企业尤其是国有企业杠杆率是化解债务风险的主要抓手。但过快去杠杆、去杠杆过慢、如何去杠杆以及去杠杆面临的风险处理等都是极具挑战的问题 。在目前中国经济处于潜在增长平台下移、结构性、趋势性以及周期性力量共同作用的下行过程中，过快的去杠杆可能会带来经济的急速下滑或者波动，通过政府部门和居民部门适当加杠杆，保持总需求的一定扩张，有利于在宏观大背景相对稳定的情况下，企业平稳的降杠杆。这种“杠杆转移”实际上是对应于供给侧改革

与需求侧管理的相互结合，相互平衡。从路径来看，一方面，通过积极的财政政策，政府部门适当加杠杆，避免债务收缩对经济产生的负面影响。这一点在前面财政政策部分已经谈过。另一方面，居民部门适当加杠杆，通过购买企业股权或者通过金融产品创新，购买企业部门未来可形成稳现金流的资产执行票据、收益链接票据等。中国国内内居民债务水平相对较低，发展消费信贷，适当增加居民部门杠杆水平，有利于刺激消费，带动经济增长。除此之外，消费水平的增加，还有利于提高企业产品需求，增加企业收入，提高其偿债能力。

第二，企业部门有区别、有针对性的有序去杠杆。一是鼓励企业扩充资本，避免企业在在债务率高企的情况下继续加杠杆，通过股本扩充改善负债结构。在企业经营的过程中，负债经营较为普遍，想要从分子出发降低杠杆实际较为困难，而从分母出发增加股权融资比例则是改善企业债务水平的重要办法，鼓励企业的资本扩充行为从长期来看更有利于企业的持续经营，降低企业财务成本，避免债务危机发生。同时，增加资金入股企业的比例让投资者直接分享企业的收益，可以降低企业受债务制约的程度，激发企业的活力，对于经济复苏和结构转型都更为有利；**二是对债务占比较高的国有企业部门，加快推动国有企业改革，促进僵尸企业出清，化解产能过剩。**一方面，鼓励国有企业兼并重组，优质资产兼并劣质资产，通过兼并重组，提高企业整体的资信水平，另一方面，采用市场化方式解决其债务问题。国有企业在过剩产能行业占比较大，从退出机制和国有企业改革来看，过剩产能的国有企业的处置最好与发展混合所有制经济更有机地结合；推进公司制股份制改革，积极引入其他资本实现股权多元化。民营资本进入可以提供一部分资金来源，还可以提高公司的管理水平和经营能力，对于企业的长期发展具有促进作用。与此同时，对于自然垄断性质的国企，不断放开其竞争性业务，从而促进公共资源配置市场化；**三是深化资本市场改革，完善多层次股权融资市场，提升股权融资在社会融资中的占比。**打开企业的股权融资渠道不仅是解决企业债务问题的有效办法，也是鼓励创新、推动经济发展的有利措施，但这是建立在完善的市场制度以及健康的市场运行基础之上。2015 年年中及 2016 年年初股票市场短期内大幅下跌，实际反映出国内股票市场存在的问题不止存在于过于严格地准入要求，更在于监管机构对市场制度的设计不完善、对衍生工具的风险把握不到位、对各类市场运行机制可能带来的后果没有充分预估。这也导致本应于 2016 年 3 月推出的注册制相应推迟。因此，发展股权市场融资，首先应完善股票市场发行、交易等全方面制度设计，同时，股票市场的注册制改革仍应该继续稳步推进，为更多企业能够进

入股权融资市场提供条件。除此之外，也要深化利率、汇率监管等相关改革，提高金融市场配置效率；**四是妥善利用好债转股，**对于债务人而言，“债转股”可以减轻债务负担，释放出更多资金支持生产经营，有利于企业扭亏为盈；对于债权人而言，待企业经营改善后债权人也可通过股票分红或股票增值转让的方式收回资金。然而，债转股这项政策本身也存在较大的道德风险，不排除部分参与债转股的企业故意借此赖账或更加失去改善企业经营的动力，对于银行而言，一方面面临国内法律对其持有企业股票的限制，另一方面债转股将使得相应资产的风险权重大幅上升从而增加对其资本的占用，而如果企业不能改善经营或股权转让受阻，则银行还会面临更大的资产损失。可见，实施“债转股”将面临一定的风险，其究竟能否缓解信用风险，改善银行资产质量，关键在于实施债转股的企业能否走出困境，恢复盈利，同时银行能否顺利转让股权也是同等重要的因素。因此必须做好参与实施“债转股”企业的甄选工作，我们认为，具备核心资产价值高、流动性压力大、本身或具备转型为前景良好产业的条件的企业更适合参与“债转股”。而随着债转股政策的落实，后续还需要进一步完善股权退出机制，为银行日后转让相关资产建立相关的制度条件。

第三，降低金融市场交易杠杆，实时监控流动性风险，改革债券市场从业人员激励机制，防范金融市场风险。一方面，降低金融交易杠杆。从国际经验来看，金融风险乃至金融危机的引发，基本上都是通过创新带来的杠杆作用而起。去年股灾的发生，本质上是因为通过由两融到伞形信托、场外配资等手段快速加杠杆引起的。除了股票市场，目前在债券市场，通过以现券作为质押物进行质押式回购融资再买入债券以及通过设计优先/劣后的结构化产品这两种方式实现加杠杆依然是常态。一旦出现流动性紧张，则会带来严重问题。因此，另一方面，实时监控流动性风险。在目前违约风险不断暴露的情况下，投资者的悲观情绪加速上升，相应的资产价格持续下跌，市场极易因为个别突发事件引发大规模的资产抛售或产品赎回，继而引发资产价格的进一步下跌，致使资金竞相出逃，引发“流动性踩踏”。因此，在需要严格限制场外配资、债券回购市场风险的同时，要实时监控流动性风险；与此同时，加快改革金融市场从业人激励机制，提高从业人员风险意识和责任。从业人员的激励机制不仅与债券产品的发行挂钩，同时还要与偿债挂钩，甚至建立债券从业人员的终身追责制度，建立、健全从业人员的风险责任制度。

最后，长期来看，化解风险和稳增长需供给侧结构性改革有序推进。在“新常态”和“三期叠加”的背景下，中国经济增长正处于结构调整的“关键时期”，面临的

债务风险和结构性问题依然突出。从长期来看，解决这些问题必须依靠更深层次的改革。推进供给侧结构性改革，关键是提高经济增长质量和效益，全面提升中国各方面的要素生产力。十八届三中全会以来，这种思路已经在推进的改革和调控中有所体现，“十三五”期间，简政放权、放松管制、加快金融业对外开放和改革、国企改革、土地改革以及提高创新能力等改革必须不断推进，促进资源优化配置，提升全要素生产率；与此同时，通过产品价格和要素价格改革，引导资本和劳动在不同部门的优化配置，实现过剩产能的出清以及经济结构的调整。经济结构的调整体现在存量调整和增量调整两个方面，存量方面加大过剩行业的去库存和去产能，增量调整则表现为短缺供给的部门尤其是加大各类服务业的供投资给以及新兴产业的培育。

金融危机以来中国经济始终面临着 GDP 增速持续下行与债务风险加速上扬的双重压力：一方面经济增速持续下行引发潜在债务风险上升，另一方面为实现稳增长，债务规模又不断扩大，在此过程中债务风险不断累积，反过来又牵制经济增长。在债务风险凸显、经济下行压力不减的背景下，双底线思维尤为重要：即一方面要通过财政、货币政策托底，守住经济增长的底线，另一方面要通过杠杆转移、企业部门有区别及有针对性的有序去杠杆以及降低金融市场交易杠杆等方面防范债务危机爆发。同时要全面实施供给侧结构性改革，这才是提高经济增长质量和效益，化解各类风险的基本良药。

参考文献

[1]巴曙松,牛播坤,何佩.中国加杠杆周期走到尽头了吗?华泰证券研究报告2014年

[2]曾刚,债务可持续性与金融风险[J].英才,2013(06)

[3]刘晓光,底部显现与风险上扬的中国宏观经济———中国宏观经济论坛月度数据分析报告(2016年10月).中国人民大学

[4]刘英.中国债务的国际比较[J].《中国金融》,2016年14期.

[5]祁斌,查向阳.直接融资和间接融资的国际比较[J].《新金融评论》,2013年第6期.

[6]徐绍峰,中国经济不会迎来"明斯基时刻"[J].金融时报2014－03－25

[7]张珂,海曼·明斯基著作——"stabilizing an Unstable Economy"译稿节选[J].外国经济学说与中国研究报告,2011

[8]张英杰,于泽等,债券市场风险演化与未来趋势.中国人民大学宏观经济论坛2016年二季度分报告

[9]张跃文.我国企业债务风险的成因与对策[N].《中国证券报》,2016年7月18日.

分报告二

经济周期和金融周期双冲击下的世界经济

王晋斌

内容提要：世界经济正在经历通缩风险压力的经济周期和以资产价格“泡沫”等为特征的金融周期的双重冲击。由于经济周期的非同步性和金融周期的同步性共存，对全球宏观政策的合作与协调提出了严峻的考验。货币政策要侧重于管理金融周期，稳金融就是稳预期；财政政策和其他结构性政策应对经济潜在产出率的下滑。

关键词：经济周期　金融周期　冲击

次贷危机发生至今已有 9 年，世界经济和全球贸易还在经历经济下行长周期的困扰；宽松的货币政策并没有带来实体经济的复苏，反而催生了资产价格的高涨和金融市场的动荡，世界经济正面临经济周期和金融周期的双重冲击。由于经济周期的非同步性和金融周期的同步性共存，对全球宏观政策的协调提出了严峻的考验，复苏的前景依然面临着重大的不确定性。

一、通缩风险压力和宽松政策并存的世界经济

1、世界经济增速下滑压力不减，国际贸易增速低位徘徊，国内或区域内物价(CPI)和国际贸易品价格处于低位，经济周期的冲击使得世界经济处于通缩风险的压力之下，“大停滞假说”逐步成为现实。

次贷危机爆发至今，全球经济依然处于通缩风险的压力之下，“大停滞”假说逐步成为现实(Summers，L. H，2014)。1998－2007 的十年间，发达经济体名义 GDP 年均增速 2.76%，G7 为 2.42%，新兴经济体和发展中国家为 5.86%，新兴和发展中亚洲为 7.59%；到 2015 年底，上述经济体经济增速下降的幅度分别达到 31.9%、26%、32%和 13.2%[①]。进入 2016 年，主要发达经济体经济进入 1%或 1%以下的增长率阶段。除了新兴和发展中的亚洲国家以外，其他经济体经济增速下降幅度基本达到了 30%，世界经济出现了深度下滑。

从全球 CPI 来看，2015 年全球 CPI、新兴经济体和发展中国家的 CPI 以及新兴和发展中亚洲国家的 CPI 增幅只有 1998－2007 十年间年均 CPI 增幅的大约 60%，而发达经济 2015 年的 CPI 增幅只有 1998－2007 十年间年均 CPI 增幅的约 14%，世界经济通缩风险的压力不减。

从国际贸易量来看，1998－2007 年全球贸易年均增速大约 6.8%，2008－2015 年年均贸易增速只有大约 3.1%，贸易增长率不足危机前的一半，而且 2016 年全球贸易增长率可能进一步下滑至约 2.3%，国际贸易出现了“超调”(Escaith，2010)。

从国际贸易品的价格来看，1998－2007 年以美元和 SDR 计价的年均价格增幅分别为 2.6%和 1.2%，而 2008－2015 年间以美元和 SDR 计价的年均价格增幅为 0.05%和 0.95%，而且自 2013 年后以美元和 SDR 计价的贸易品价格均是负增长率。按照 IMF(2016a)的预测即使 2016 年两者的增长率基本在－5%左右。因此，不论是从世界经济和贸易增长率来看，还是从国家和区域的物价水平以及贸易品的价格来看，世界经济仍处于通缩周期[②]。

全球经济的“大停滞”现象，说明世界经济进入长衰退周期。尽管对“大停滞”现象的解释原因有多种，比如，储蓄率上升、人口红利衰减，但技术进步放缓带来的劳动生产率下降和债务压力的高悬无疑是导致经济“大停滞”的核心要素(Eichen-

① 本节数据均来自 IMF，WEO，Database.

② 大的新兴经济体中巴西和俄罗斯出现了“滞胀性”的衰退，这与其货币大幅度的贬值密切相关。

green，B.，2015；Lo，S. and Rogoff，K.，2015）。

2、与经济的通缩风险形成鲜明对照的是宽松的货币政策及其带来的不断增长的债务水平。单纯的需求管理政策应对次贷危机冲击并没有带来全球经济的复苏，反而带来了债务风险的累积。

（1）宽松的货币政策蔓延，部分新兴经济体由于货币创造能力的强盛，M2/GDP 比发达经济体 M2/GDP 增长的还要快。

反危机后至今，宽松的货币政策使得发达国家和地区央行资产负债表呈现出2－4倍不同的增长，由于各个国家和区域商业银行货币创造能力的不同，广义货币的增速也差异较大。2009 年反危机，美国 M2/GDP 达到峰值 91.1%，相比 2007 年 M2/GDP 增长了大约 11 个百分点，近几年基本保持在 90%左右。英国也是在 2009 年达到峰值 170.2%，比 2007 年增长了大约 25 个百分点，随后逐步下降，2015 年年底为 137.8%。日本的 M2/GDP 一直是上升态势，到 2015 年底达到约 252%。欧元区也是一直保持上升，到 2015 年年底 M2/GDP 达到 103.6%，比 2007 年大约上升了 11 个百分点[①]。整体上，反危机以来发达经济体的 M2/GDP 明显上升。

从 M2－GDP－CPI（%）来看，上述国家和区域货币投放相对宽松的程度差异较大，英国从 2011 年之后这一数值为负，说明新增的货币创造在下降，宽松的货币存量主要是 2001 年前期创造的。美国 2011 年之后，这一指标增速基本在 1 个百分点左右，处于维持 2007－2009 投放的宽松货币存量状态，而且 2015 年增速只有 0.9 个百分点，其货币政策有收紧的态势。值得一提的是在 2010 年，美国、日本和欧元区这一指标都达到了最低值，分别是－6.9 个百分点、－2.2 个百分点和－2.7 个百分点；而这个时期恰恰是新兴经济体货币快速投放的时期，全球货币政策表现出了非同步性。

从部分新兴经济体和发展中国家来看，中国经济中的 M2/GDP 是增长最快的。4 万亿刺激计划使得 2009 年的 M2/GDP 比 2007 年的 M2/GDP 增长了近 26 个百分点；到 2015 年年底，中国经济中 M2/GDP 达到 205.5%，在全球大经济体中仅次于日本，位居第二。巴西、印度和俄罗斯的 M2/GDP 在 2015 年年底分别为 95.2%、79.2%和 63.8%；其中巴西和俄罗斯的 M2/GDP 上升的较快。

从 M2－GDP－CPI（%）来看，近几年中国、巴西、俄罗斯增长的较快。中国经济的这一指标在反危机之后一直保持正值，2009 年增速达到 20 个百分点，在 2015 年增速也有 5 个百分点。从这一指标来看，不考虑货币流通速度的变异，中国的货

① 本节数据均来自 IMF，WEO，Database.

币政策本身还是相对宽松的。

(2)宽松的货币带来信贷了信贷扩张的不同路径:发达经济体总体上出现了下降,这说明反危机宽松的货币并没有以合意的速度进入实体经济,反而出现了信贷负缺口;新兴经济体信贷快速扩张,形成了一轮信贷推动型的增长,信贷出现了正缺口,但带来了高债务下的高利息支付,债务风险累积创历史新高。

从2009年次贷危机全面爆发,所有报告国家流向非金融部门信贷的市场价值/GDP是下滑的,2015年年底比2009年3季度下降了1.5个百分点。其中,发达经济体下降了5.8个百分点;新兴经济体增长了38.4个百分点。由于2009年3季度末和2015年年底新兴经济非金融部门信贷市场价值只有所有报告国家的16.7%和28.2%[①],导致了整体上所有国家流向非金融部门信贷/GDP的下滑。

从流向私人非金融机构的信贷市场价值/GDP来看,所有报告国家流向私人非金融部门信贷的市场价值/GDP是下滑的,2015年年底比2009年3季度下降了7个百分点。其中,发达经济体下降了21.2个百分点;新兴经济体增长了37.7个百分点。但在2009年3季度末和2015年年底,新兴经济非金融部门信贷市场价值只有所有报告国家的14.4%和25.0%。

从部分发达经济体的情况来看,欧元区、美国、英国、日本流向非金融部门信贷的市场价值/GDP基本维持增长,增长幅度差异较大。2015年年底比2009年3季度,美国和英国流向非金融部门信贷的市场价值/GDP只增长了4.1个百分点和1.6个百分点;同一时期,欧元区和日本流向非金融部门信贷的市场价值/GDP增长了19.4个百分点和40.6个百分点。但是从欧元区、美国、英国、日本流向私人非金融机构的信贷市场价值/GDP来看,这些区域和国家流向私人非金融部门信贷的市场价值/GDP都是下滑。欧元区、美国、英国和日本2015年年底比2009年3季度分别下降了3.4个百分点、17个百分点、36.4个百分点和8.8个百分点,结果导致几乎所有发达经济体私人非金融部门都存在信贷/GDP负缺口,货币难以进入实体经济,出现了信贷负缺口(图1)。同时,由于流入私人非金融部门是下滑的,而流入非金融部分是上升的。因此,这些区域和国家的公共部门信贷债务存量是上升的。

① 本节数据来自Credit to Non-Financial Sector, BIS.

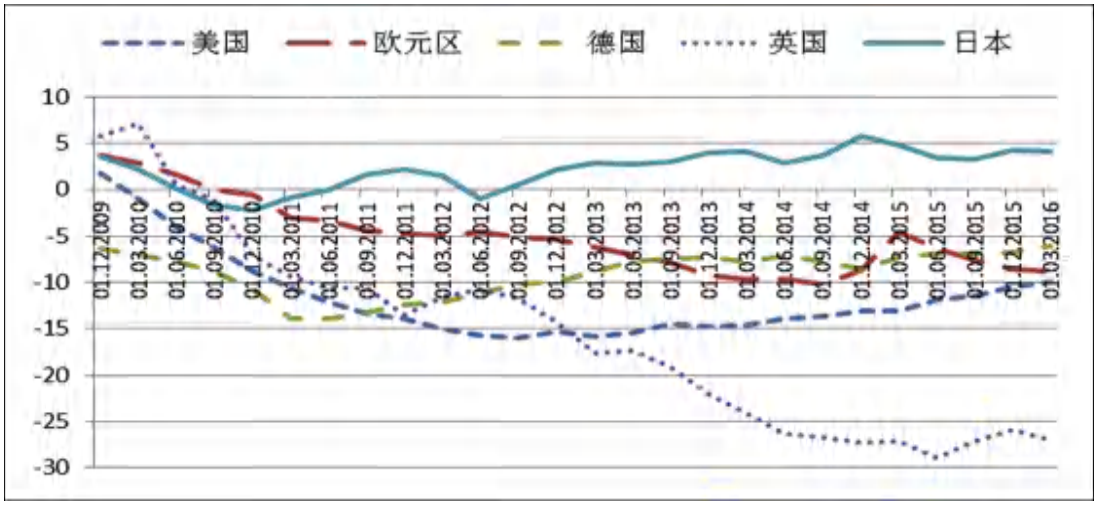


图 1　主要发达经济体的私人非金融部门信贷/GDP 缺口(实际值－HP 趋势值,%)

资料来源:BIS。

从部分新兴经济体和发展中国家的情况来看,除了印度外,中国、俄罗斯和巴西四个国家流向非金融部门信贷的市场价值/GDP 都是上升的。中国、俄罗斯和巴西 2015 年年底比 2009 年 3 季度分别上升 73.6 个百分点、26.2 个百分点和 36.2 个百分点。

从中国、印度、俄罗斯和巴西流向私人非金融机构的信贷市场价值/GDP 来看,这些国家流向私人非金融部门信贷的市场价值/GDP 都是上升的。中国、印度、俄罗斯和巴西 2015 年年底比 2009 年 3 季度分别上升了 65.5 个百分点、3.1 个百分点、18.4 个百分点和 26.5 个百分点。结果几乎所有新兴经济体和发展中国家的私人非金融机构出现了信贷/GDP 正缺口(信贷过量),出现了信贷推动型的增长方式(图 2)。

信贷推动型的增长导致新兴经济体和发展中国家企业债务比例增长迅速,债务风险的累积已经成为现实。尤其是中国目前非金融企业债务/GDP 比例已经超过 160%,导致私人非金融机构偿还债务利息等的比例不断上升,2016 年 Q1 已经达到了收入的 19.9%(图 3),处于历史的最高水平,大约是 1998－99 年东南亚金融危机爆发时期的 1.7 倍,这一数字比美、英发达国家高出大约 5.5 个百分点。并由于相当部分流入了房地产市场,导致房价不断走高[①]。2016 年 Q1 巴西的这一比例更是高达 22.7%,仅次于 1998－99 东南亚金融危机爆发时期的水平。

① 比如,中国经济 2016 年 1－8 月新增中长期贷款基本流入了房地产市场。

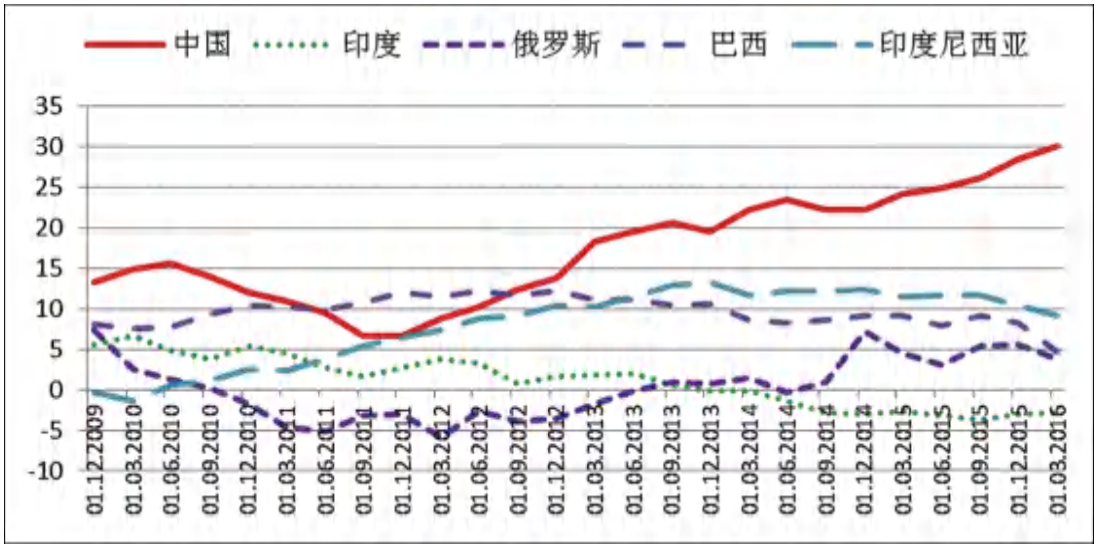


图 2　中国、印度等国私人非金融机构信贷/GDP 缺口(%)

资料来源:BIS。

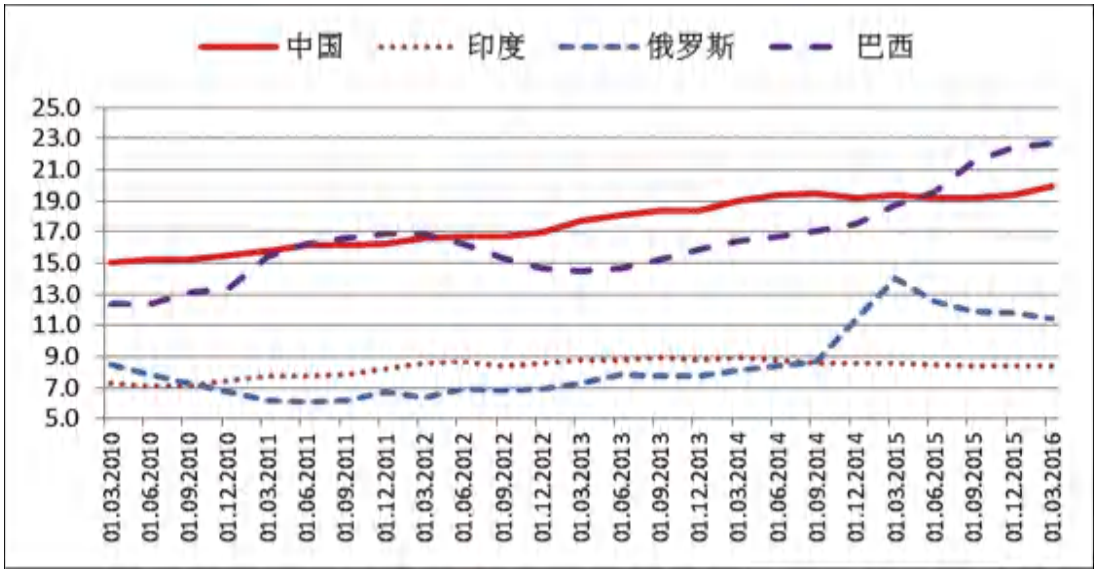


图 3　部分新兴经济体和发展中国家的债务服务比例(DSR,%)

注:DSR 定义为利息支付加上分期偿还数量除以收入的比例(%)。资料来源:BIS,Debt service ratios for the private non－financial sector, Updated 18 September 2016.

(3)与危机前相比,所有经济体的政府负债都呈现出增长的态势,且发达经济

体债务增长速度远大于新兴和发展中国家，过高的债务使得发达国家难以通过财政政策来促进经济复苏；而新兴经济体和发展中国家仍具备使用积极财政政策的空间。

与危机前的2006年相比，到2015年底，十年时间发达经济体、欧元区、新兴市场和发展中经济体以及新兴市场和发展中的亚洲政府债务/GDP的比例分别增长了41.8%、38.9%、14.7%和7.7%；如果按照IMF预测的2016年的数据，那么政府债务/GDP的增长率分别达到了44.2%、38%、20.4%和12.4%，全球公共债务占GDP的比重上升到了85%[①]。

从发达经济体主要国家来看，与危机前的2006年相比，2015年底十年间德国、日本、英国和美国政府债务/GDP的比例分别增长了6.9%、33.4%、110.4%和66.3%。其中日本政府债务高达GDP的250%，美国也达到GDP的108%。

从代表性的新兴经济体和发展中国家来看，巴西和印度的政府债务超过GDP的60%，中国政府总债务接近GDP的50%，而俄罗斯政府总债务比例较低，这一比例不足20%。从趋势上来看，除了印度外，中国、巴西、俄罗斯的政府总债务/GDP都是上升的。

二、“宽货币、冷实体”：为什么货币“脱实进虚”？

货币难以进入实体经济的根本原因在于对经济潜在GDP下滑认识不足、对劳动生产率下滑认识不足，货币进入实体经济出现了内生性下降。M2/GDP作为金融深化且有助于经济增长的指标发生了明显的变异，结果必然是过多的货币催生资产价格屡创新高。实体经济与金融经济的出现了更大程度的分离，金融进入了自循环状态，金融风险成为影响经济复苏的核心风险。

1、经济潜在GDP下滑以及劳动生产率下滑是宽松的货币难以进入实体经济的根本原因，货币进入实体经济出现了内生性下降。

首先，从潜在GDP缺口来看，2013年之后，主要经济体的产出缺口在收窄，但实际增长率在下滑，这充分说明发达经济体潜在GDP在下滑，实体经济的投资收益率在下降。IMF(2015)的估计显示了发达经济体经济增速的下滑中60%是由于潜在产出水平下降引起的，而新兴经济体产出下降的70%是由于潜在产出水平下降所致。

① IMF, Fiscal Monitor, October, 2016.

其次，除了全球人口结构的变化和资本深化的滞缓之外，要素生产率的下降是导致实体经济的收益率下降的核心原因。2009－2012 年英国、美国、OECD 和 G7 劳动生产率的年均增长率只有 2001－2007 年的 12%、62%、80%和 66.7%[①]如果从更长时期来看，1996－2007 年欧元区的年均劳动增长率大约是 1%，而 2008－2016Q1 期间，其劳动生产率的年均增长率只有 0.2%。从 2013 年 Q2 开始，欧元区劳动生产率的增长率出现正增长，这一增长率大约 0.44%，不到 1996－2007 年年均增长率的一半[②]。从长期的美国私人商业部门的多要素生产率来看，2007－2015 年的增长率是 1948 年以来的历史最低水平，年均只有 0.4%。这一增长率只有 1995－2000 年期间和 2000－2007 年期间 25%和 28.6%，而 2015 年美国多要素的增长率只有 0.2%[③]，劳动生产率出现了大幅度的下滑。

由于技术进步缓慢，全球现有的技术接近潜在技术前沿，伴随着总需求的下降，销售收入增长率和 R&D 投资的增长率在 2010 年之后双双下滑(图 4)。



图 4　全球 R&D 投资和净销售收入增长率：2006－2013

数据来源：Pietro Moncada－Paternò－Castllo(2016).

因此，尽管宽松的货币带来了融资环境一定程度的改善，但由于企业收益率的下滑，货币进入实体经济出现了内生性下降，导致“大水漫灌”的货币政策效果甚微。欧元区的中小企业调查进一步证实了这一点(图 5)：尽管欧元区中小企业银

① OECD, Statistics, 2016。

② 数据来源：ECB。

③ 数据来源：U.S. Bureau of Labor Statistics.

行贷款的可获得性在提高，但欧元区小企业贷款的主观需要在下降。

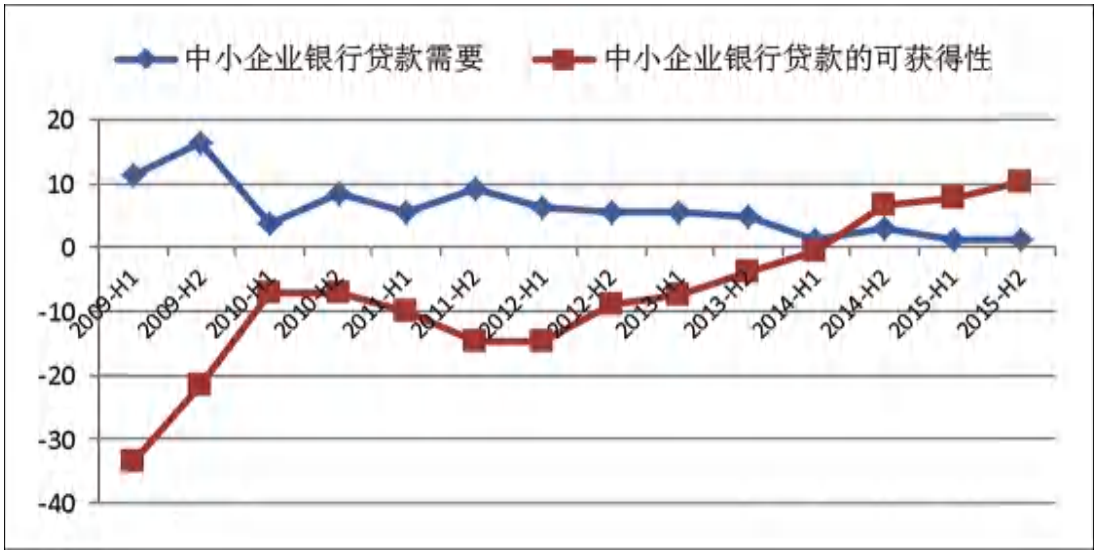


图 5　欧元区中小企业银行贷款需要和银行贷款可获得性

注：企业回答增加－企业回答减少的比例%，H 表示半年调查一次。数据来源：Survey on Access to Finance of Enterprises，ECB.

2、在实体经济吸纳货币出现内生性下降后，资本追逐高收益率的属性必然导致过多的货币追逐金融资产，导致债券、股票和不动产等金融资产的价格逐步趋高，全球经济进入了资产财富时期。

(1)极低的利率，甚至是负利率推高了债券价格，大幅度降低了债券市场的到期收益率，债券价格出现了明显的泡沫。

2009 年 7 月，瑞典央行为了反通缩，对国债的回购利率实施负利率。2012 年 7 月，丹麦也采取了负利率政策。2014 年 6 月欧洲中央银行对隔夜存款利率实施负利率。2016 年日本央行对超额准备金实施负利率。央行的名义负利率政策由小国扩展到大国和大区域，从欧洲扩展到亚洲，成为货币政策一种新现象。由于短期利率低下、经济萎靡以及对未来经济预期的不乐观，长期低利率成为一种全球现象(H? rdal，P，Sobrun，J. and Turner，P.，2016)。

极低的利率，推高了债券价格，导致债券价格的收益率处于历史的低位。表 1 给出了全球主要发达国家和地区的国债收益率。其中，瑞士、德国、荷兰、日本 10 年期以及 10 年期以下的国债收益率利率进入负收益率区间；法国 5 年期和 2 年期的国债收益率也进入负收益率区间；意大利 2 年期国债也进入负收益率区间；甚至

瑞士30年期国债收益率都是负值。这些国家基本上都是实施名义负利率政策，这说明从市场利率到资产收益率这一传导机制也适用于负利率政策的情况。

表1　　全球主要发达国家国债收益率(%，截止9月30日)

区域	国家	2年期	5年期	10年期	30年期
北美	美国	0.762	1.149	1.594	2.315
	加拿大	0.515	0.611	0.990	1.655
欧洲	英国	0.097	0.220	0.744	1.483
	法国	−0.654	−0.448	0.181	0.964
	德国	−0.704	−0.579	−0.124	0.441
	意大利	−0.121	0.260	1.185	2.237
	西班牙	−0.229	0.030	0.875	1.977
	葡萄牙	0.319	1.875	3.296	4.216
	瑞典	−0.690	−0.386	0.154	—
	荷兰	−0.674	−0.478	−0.002	0.515
	瑞士	−1.157	−0.920	−0.603	−0.094
东亚	日本	−0.297	−0.259	−0.099	0.439
	韩国	1.283	1.256	1.407	1.452
澳洲	澳大利亚	1.538	1.591	1.905	—
	新西兰	1.864	1.912	2.245	—

数据来源：Bloomberg。

从美国的企业债券收益率来看，在2016年6月，美国高质量公司2年期、5年期、10年期和30年期债券到期收益率分别为1.28%、1.78%、2.91%和3.82%[①]，这些收益率只有1995年1月的约16.0%、21.2%、34.3%和44.2%。即使和次贷危机之前的2007年底相比，2年期、5年期、10年期和30年期债券到期收益率也只有2007年底的27.2%、33.8%、49.4%和60.2%。可见，市场对美国高质量公司期限相对较短的债券定价更高，反映了投资者对美国经济短期复苏前景的担忧。

(2)极低的利率和充裕的流动性推高了股票估值的价值中枢。绝大多数发达

① 数据来源：U.S. Department of the Treasury.

经济体的股票指数的(P/E)显著高于危机前的水平。

低利率和充足的流动性,推高了股票价值的估值中枢。美国股票指数屡创新高,2016 年 10 月初其三大指数的 P/E 均高于危机前 2016 年底的水平,道琼斯工业平均指数、标准普尔 500 指数和纳斯达克综合指数的 P/E 分别比 2006 年底上涨了 10.2%、22.4%和 10.9%。英国富时 100 指数的 P/E 接近危机前的 4 倍;德国 DAX30 指数、法国 CAC40 指数、加拿大标普/TSX 综合指数、欧元区斯托克 50 价格指数、西班牙的 IBEX35 指数、斯德哥尔摩 30 指数以及瑞士市场指数分别比次贷危机前的 2006 年底增长了 70.3%、60%、32.8%、78.1%、45.0%、68.1%和 72.8%。在发达经济体的样本中,只有日经 225 指数的 P/E 低于危机前的 2006 年底的水平,大约低 9.1%[①]。

部分新兴经济体和发展中国家股票市场代表性指数差异很大。与 2016 年年底相比,俄罗斯交易系统现金指数、印度孟买 30 指数和墨西哥综合指数分别上涨了 0.5%、35%、60.1%。中国的沪深 300 指数反而下降了 40.2%,考虑到 2006—07 年中国股市指数是历史的最高点,目前约 15 倍的 P/E 大体上属于正常。

(3)极低的利率、过多流动性下的信贷流入推动了全球房价的显著上涨。

充裕的流动性和极低的利率,有助于房地产市场的复苏,也推高了房价。目前美国居民拥有新房的数量已经超过次贷危机爆发前 2008 年 1—6 月平均水平 1037 千单位,达到 1200 千单位,但仍然低于 2001—2007 年月度 1540 千单位的水平,接近这一鼎盛期的 80%;伴随着居民住房拥有量的上升,房价攀升的更快。目前美国所有交易的房价基本接近 2007 年年初的峰值[②]。

受宽松货币政策和低利率的刺激,日本经济中流向不动产领域的贷款数量逐步增加,而流向制造业的贷款数量在 2009 年下降之后呈现出疲软状态。2009 年 3 月日本流向不动产和制造业的贷款数量基本一致,随后这一差别逐步扩大,到 2016 年 6 月,流向不动产的贷款数量大约是流向制造业贷款数量的 1.24 倍[③]。过多的信贷流入不动产市场,带动了房价的上涨。相比 2011 年年初,2016 年 7 月,东京新建公寓楼的房价上涨了 33.2%。与次贷危机的低点相比,在经济通缩的背景下,整个日本居民财产(包括土地、独立住房和公寓)的货币财富大约增长了 10%,日本居民资产财富的增值速度远超过 GDP 的增速。此外,澳大利亚 8 大城市住宅

① 本节数据来源:Bloomberg.

② 数据来源:Federal Reserve Economic Data, Federal Reserve Bank of St. Louis.

③ 原始数据来源:Bank of Japan, Deposits and loans Market(DL).

价格均值从2011年Q1的102.7上升到2016年Q1的130.4;加拿大的新屋价格指数从2011年1月的104.2上升到2016年6月的115.8;相比2011年1月,2016年8月英国全国平均房价也上涨了28%[①]。

从部分新兴经济体和发展中国家的房价来看,房地产市场同样存在类似的情形。以中国和俄罗斯的房价为例,中国目前的一线城市的房价在2015年开始出现了急剧上涨,目前北京、上海和深圳房屋的租售比已经跌破2%,呈现出明显的"结构性泡沫"。俄罗斯的房价基本没有下跌,一直呈现出上升态势,与危机前的2006年相比,所有的房价涨了大约1倍[②]。

总体上,债市、股市和房市三大资产市场价格都出现了较大幅度的上涨,这与实体经济的通缩态势形成了鲜明的对照。

三、金融周期的冲击成为世界经济动荡的核心影响因素

宽松的货币政策带来了"太多金融"的格局,全球金融资产增长的速度远远高于贸易增长的速度。经济周期的分化决定了货币政策的分化,也由此导致了金融市场的恐慌情绪蔓延。恐慌指数(VIX)与资本流动、杠杆、信贷增长和资产价格的变化相当敏感,金融周期开始冲击世界经济。经济周期的分化与金融周期的同步,导致金融恐慌情绪的传染效应会快速放大,在资本套利和避险资金大幅流动的背景下,即使是浮动汇率制度的国家,也很难保持货币政策的独立性。

1、贸易的相互依存与冲击让位于金融的相互依存与冲击

经济一体化的发展,意味着全球经济的相互依存度逐步提高。随着全球贸易联系逐步在上升,贸易冲击有所放大。到2014年年底,发达经济体之间、发达经济体和新兴经济体之间以及新兴经济体之间的进出口贸易额分别达到约13.8万亿、16.5万亿和6.4万亿美元[③],分别是2000年的贸易额的1.85倍、3.57倍和8.26倍;也是1990年贸易额的3.06倍、8.36倍、19.8倍。

尽管全球贸易取得了较快的发展,但与全球金融发展相比,贸易联系带来的彼此冲击远远小于金融联系带来的彼此冲击。到2014年年底,全球债务、投资组合、衍生品、全球储备和FDI分别是2000年时的3.2倍、3.86倍、28.7倍、6.11倍和约

① 原始数据来源:Ministry of Land, Infrastructure, Transport and Tourism, Japan.

② 数据来源:Wind资讯。

③ 本节原始数据来源:IMF, Global Financial Stability Report, April, 2016.

4.7 倍。2014 年年底，全球债务、FDI、组合投资、衍生品和储备分别达到了 131.1 万亿、80.8 万亿、52.4 万亿、24.7 万亿和 12.1 万亿美元。2014 年仅仅衍生品的市场价值(24.7 万亿美元)就超过了发达经济体和新兴经济之间以及新兴经济体之间的进出口贸易总额(22.9 万亿美元)。

上述数据充分展示了金融一体化的程度要远大于贸易一体化的程度。随着金融一体化程度的大幅度提高，金融市场彼此之间的溢出效应显著增强。尤其是随着组合投资和衍生品市场规模的急剧扩大，市场之间的溢出效应会更加敏感。IMF(2016a)认为，新兴市场的冲击给发达经济体和新兴市场经济体的股票价格和汇率带来的溢出效应也明显上升，目前这些国家的资产价格波动中有 1/3 以上来源于上述溢出效应。

2、新兴经济体和发展中国家汇率市场动荡，资本管制成为应对汇率市场动荡的一种可行手段。

从 2013 年底美联储有加息预期和行为以及国际大宗商品价格剧烈动荡以来，新兴市场的货币汇率存在大幅度的波动。相比 2014 年 1 月，2016 年 7 月巴西、墨西哥、印度、俄罗斯的货币对美元的贬值幅度达到 33.7%、41.1%、7.3%和 90.2%[①]。其中，俄罗斯是货币贬值幅度最大的国家，也是资本管制大幅度放松的国家。

随着新兴经济体规模的扩大和金融一体化的加强，新兴经济体剧烈的汇率动荡对全球经济的溢出效应也变得显著。比如，墨西哥比索的汇率波动大体可以解释新兴经济体汇率波动的约 3%，发达经济体汇率波动的约 1.3%；巴西雷拉尔汇率的波动大体可以解释新兴经济体汇率波动的约 2%，发达经济体汇率波动的约 1%(IMF，2016b)。

经济周期的分化决定了货币政策的分化，导致了金融市场的恐慌指数(VIX)的波动变大。由于 VIX 与资本流动、杠杆、信贷增长和资产价格的变化相当敏感，全球金融周期与个别国家的宏观经济条件并不一致，资本流动就有很大的不确定性，即使是浮动汇率制度的国家，全球金融周期也会约束其货币政策的自主性。全球金融周期把传统的不可能三角变为“不可调和的二重奏”(Irreconcilable duo)：当且仅当资本账户管制时，自主的货币政策才有可能(Rey，H.，2015；2016)。

反危机以来，新兴经济体的汇率波动压力主要来自外部因素(Aizenman，J. and Binici，M.，2015)，特别是美国的货币政策对全球资本流动、资产市场价格的变

① 此处原始数据来源：各国央行网站。由于新兴经济体汇率传递效应在危机后大幅度下降，汇率贬值引起的进口通胀的风险大幅度下降(Ja? ov á，M.，Moessner，R. and Taks á，E.，2016)。

动等有显著的影响(Miranda－Agrippino,S. and Rey,H.,2015)。由于发达经济体量化宽松政策释放的流动性有相当部分流向新兴市场经济体,并且绝大部分资本流动是私人资本(2011－15 年私人资本占比总体水平的 96%)。私人资本逐利特性决定其易变性,私人资本的逆转对新兴市场经济体的汇率冲击已成为现实。近期有研究表明,短期组合的流入和流出是影响汇率波动的核心要素,而资本控制有助于显著降低汇率波动的压力(Aizenman,J. and Binici,M.,2015)。实际上也是如此,新兴市场国家为应对资本逆转采用资本管制,即实施资本账户审慎管理。在次贷危机以来,阿根廷、巴西、泰国等新兴经济体就加强了资本管制,资本流入和流出自由指数出现了大幅度的下降。

因此,在美联储加息预期和行为的诱致下,美元资本的回流始终使得与美元关联的货币存在持续的贬值压力。新兴经济体,尤其是出口导向的经济体要高度重视实用的汇率制度安排,任何急于拥抱金融全球化,急于全面开放资本账户的举措都有可能带来灾难性的后果。

3、此轮金融周期中新兴经济体参与全球资产配置策略的困境

(1)发达国家和地区资本流出的放缓、发达国家和地区与新兴市场储蓄－投资关系的逆转以及充裕的流动性意味着对新兴经济体和发展中国家和地区来说,对外投资的优质安全资产变得稀缺,参与全球金融资产配置的风险增加。

从资本流动来看,一方面我们看到由于经济增速的放缓等因素,2010 年以来,新兴经济体和发展中国家资本流入周期进入放缓阶段(IMF,2016b)。尤其是 2012 年以来,流入低收入国家的资本明显下降(Araujo,D.J. et.al, 2015)。

新兴市场主要靠储备来抵消资本流入的放缓。2010－2015 年净资本流入每下降 1 美元,只有 7%来自经常账户差额的增加,93%来自储备累积速度的变化(表 2)。储备累积速度的放缓反应了某些国家储备数量正在下降。2001－2007 年净资本流入高涨期间,新兴经济体经常账户差额有所上升,但储备累积的速度更快,这一趋势缓解了 2010 年之后资本流入的放缓(IMF,2016b)。储备资产累积的减少和经常账户差额的增加,充分反映了新兴市场的资本流出。

与储备累积速度减缓相对应的是,主要发达国家资本流出自由指数下降,这说明部分发达国家对资本流出采取了一定的管制性措施。美国、德国资本流出自由指数自上个世纪 90 年代中期以来均出现 50%左右幅度的下降,英国也出现了 15%左右的下降[①]。

① 原始数据参见: IMF, Capital Control Index,2016.

表 2　　国际收支调整过程中外汇储备和经常账户

（净资本流入每变动 1 美元引起的美元变动）

Δ净非储备流入＋Δ经常账户差额＋Δ储备变化＝0			
事件	Δ净非储备流入	Δ经常账户差额	Δ储备变化
1995－2000：净资本流入放缓	－1	0.88	0.12
2001－2007：净资本流入高涨	1	0.11	－1.11
2010－2015：净资本流入放缓	－1	0.07	0.93
2013－2015：净资本流入放缓	－1	0.18	0.82
2013－2015：净资本流入放缓（不包括中国）	－1	0.30	0.70

注：Δ表示变化，？储备变化为正定义为储备上升速度下降；净非储备流入包括误差、遗漏和资本账户。资料来源：IMF，World Economic Outlook，April，2016。

另一方面，我们看到次贷危机之后，全球储蓄－投资关系发生了逆转。发达经济体体从 2012 年开始，（储蓄－投资）/GDP 出现正值，而且这一正缺口从 2012 年开始放大，由 2012 年的 0.42％上升到 2015 年年底的 1.2％。欧元区只是在 2008 年出现了短暂的储蓄－投资负缺口，随后这一正缺口也不断放大，由 2009 年的约 0.46％上升到 2015 年年底的约 3.7％。而新兴经济体和发展中国家的正确口在 2006 年达到峰值，（储蓄－投资）/GDP 为 4.53％，此后这一正缺口不断收窄，到 2015 年新兴经济体和发展中国家储蓄/GDP－投资/GDP 为－0.1％，是 2000 年以来首次出现储蓄－投资负缺口。新兴和发展中亚洲自 1998 年东南亚金融危机以来，一直保持了储蓄投资的正缺口，相对于 2007 年的峰值约 6％来说，2015 年年底这一正缺口也下降至约 1.9％[①]。

储蓄－投资缺口的逆转直接反映在贸易盈余关系上。2008－2015 年，发达经济体出口年均增速为 2.6％，进口年均增速为 2.0％，出口增速大于进口增速。而同期新兴市场和发展中经济体的进口年均增速为 5.2％，出口年均增速 4.0，进口年均增速大于其出口年均增速。1998－2007 年的发达经济体出口增速大于其进口增速的数据充分说明了这种储蓄－投资关系的逆转已经出现了周期性的趋势。如果资本流入放缓趋势延续，而且新兴经济体和发展中国家储蓄和－投资缺口在收窄，

① 原始数据来源：IMF，World Economic Outlook，Database，October，2016.

甚至为负，那么当外部金融条件收紧，那么整个新兴经济体的融资就会出现问题。

发达经济体储蓄－投资关系的逆转说明了两个基本的问题：第一、说明大部分发达经济体经济增长乏力，投资需求不足；第二、说明大部分发达经济体并不缺钱，不需要吸收大量的国外资本。当然存在美、英的例外。美、英两国一直存在储蓄－投资缺口，但美国的储蓄－投资负缺口显著收窄，2008 年美国储蓄投资缺口达到峰值（约为－5.4％），之后不断收窄，到 2015 年底，这一缺口仅为 1.5％。美国经济正在走向外部逐步平衡的发展模式。

发达经济体储蓄－投资负缺口的逐步逆转和投资的“本土偏好”以及充裕的流动性，这就意味着对外围国家来说，优质安全的外国资产变得稀缺，新兴市场参与全球资产配置之路并不乐观[①]。问题是部分新兴经济体和发展中国家有大量的外汇储备，又必须参与全球资产配置。在负利率或者零利率的货币政策的驱使下，如果配置的资产基本局限在金融资产（包括房地产），这无疑会进一步推高资产价格，进一步增加资产全球金融资产配置的风险。

（2）新兴市场发行过多的国内货币最终大多数留在国内，在实体经济收益率下降的背景下，资产泡沫在所难免。

尽管新兴市场有部分资金可以参与全球资产配置，但大多数货币终将沉淀在国内。由于大型新兴经济体和发展中国家实体经济有下行压力，货币政策短期中不可能收紧，否则利率上升对实体经济将形成进一步的打压。在实体经济收益率不足以吸引并吸收过多的货币时，国内资产价格泡沫就在所难免。

从新兴经济体和发展中国家国内的金融资产来看，要么是债市火爆、要么是股市火爆、要么是楼市火爆。短期中宏观政策就面临着如何管理资产“泡沫”的任务。作为世界是最大的发展中经济体的中国，目前正面临着这样的困境：实体经济有下行压力和房地产“泡沫”并存。中国局部的房地产价格高企，尤其是一线城市的房地产价格存在明显的“泡沫”[②]。中国的房地产价格高企是一个极其复杂的问题，是内生于财政体制[③]、过多的货币以及城市不均衡发展带来的资源不均衡等因素共同

---

① 投资房地产成为新兴经济体，比如中国居民和企业参与全球资产配置的重要方式。“2016 年上半年，业已完成的中国投资者购买美国商业房地产的交易同比增长 19％，至 50 亿美元。”日报援引 Real Capital Analytics Inc 的数据报道称，“计入已经签约但尚未完成的交易，今年迄今为止，中国人的投资额度已经达到了 129 亿美元，非常接近 2015 年全年的 140 亿美元了。”（华尔街日报，2016 年 8 月 1 日）

② 比如，深圳目前房价收入比达到 70 倍，远远高于国际上一般认为的 10 以下的健康状态，“泡沫”的成分相当明显。

③ 2016 年上半年全国土地出让收入达 1.5 万亿元，比去年同期增长 50％。

作用的结果。在缺乏更好的投资选择权时，房产就成为居民投资的重要选择[①]。因此，一线、甚至二线城市房价的“泡沫”具有一定的刚性。

四、政策性的思考

世界经济正在经历通缩风险压力的经济周期和以资产价格“泡沫”等为特征的金融周期的双重冲击。由于经济周期的非同步性和金融周期的同步性共存，对全球宏观政策的协调提出了严峻的考验。经济周期和金融周期双重冲击下的世界经济对宏观政策的启示在于：

1、由于资产价格市场的不稳定将成为世界经济复苏面临的最大不确定性。因此，全球主要经济体要保持货币、投资政策的合作。首先，不搞“以邻为壑”的货币、投资政策，发达经济体要改变近些年来越演越烈的逆市场化的投资政策。其次，考虑到新兴经济体过去的出口导向型分工发展模式的刚性，在国际大宗商品价格低位运行、国内房价结构性泡沫的情况下，如何引导其货币有序、适度贬值来降低泡沫的升级和促进出口，为经济注入新动力成为现实问题。再次，新兴经济体和发展中国家参与全球资产配置的速度和风险要适度控制。

2、货币政策侧重于管理金融周期，稳金融就是稳预期。在这个特定的时期，金融市场的稳定是货币政策首要关注的问题。首先，针对性地进行资本管制，而不是全面放松资本管制是未来一段时期新兴经济体和发展中国家应对资本大规模流动扰乱外汇市场的可行办法。其次，定向管理资产“泡沫”将体现部分大经济体宏观政策调控的艺术性。打消金融市场剧烈动荡的预期也意味着“泡沫”不能急剧破灭，适度地“稳泡沫”或者“分散泡沫”也许是一种替代性的办法。再次，由于实体经济复苏困难，货币政策依然要保持相对宽松，否则低增长和债务会形成恶性循环。最后，但要密切关注美联储的加息进程等重大事件，货币政策要做好对金融市场“黑天鹅”事件的预判，并有针对性的预案。

3、财政政策和其他结构性政策来应对经济潜在产出率的下滑，供给侧改革的竞赛在很大程度上决定经济复苏的稳健性。由于难有帮助企业盈利并持续盈利的宏观政策，在经济和金融双周期的冲击下，全球宏观政策合作的效率将在很大程度上决定经济复苏的进程。

---

① 2016年上半年全国个人购房贷款增加2.36万亿元，同比多增1.25万亿元，已逼近2015年全年额度。

参考文献

[1]Aizenman.J. and Binici,M.,2015,Exchange Market Pressure in OECD and Emerging Economics: Domestic VS.external Factors and Capital Flows in the Old and New Normal, NBER, Working Paper,No.21662.

[2]Araujo,J.D.,et.al,2015, Non－FDI Capital Inflows in Low－Income Developing Countries: Catching the Wave?, IMF, Working Paper No. 86.

[3]Eichengreen,B.2015, Secular Stagnation: The Long view, NBER, Working Paper, No.20836.

[4]Escaith,H.et.al, 2010,International Supply Chains and Trade Elasticity in Times of Global Crisis", WTO, Staff Working Paper,No.08.

[5]Hördal,P., Sobrun.J and Turner,P.,2016, Low long－term Interest Rates as a Global Phenomenon, BIS, Working paper,No.574.

[6]Jašová,M., Moessner,R. and Taksá,E.,2016,Exchange Rate Pass－through: What has changed since the Crisis? BIS, Working Paper,No.583.

[7]Lo.S and Rogoff,K.,2015, Secular Stagnation, Debt Overhang and Other Rationales for Sluggish Growth, Six Years On, BIS, Working Paper, No.482.

[8]Miranda－Agrippino.,S. and Rey,H.,2015,World Asset Markets and The Global Financial Cycle, NBER, Working Paper,No.21772.

[9]Moncada－Paternò－Castllo,P., 2016,EU Corporate R&D Intensity Gap: What Has Change over the Last Decade? JRC, Technical Reports.

[10]IMF, 2015, World Economic Outlook: :Adjusting to Lower Commodity Prices.

[11]———2016a, World Economic Outlook, Too Slow for Too Long, April.

[12]———2016b, Global Financial Stability Report, October.

[13]Rey,H,2015, Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence, NBER, Working Paper,No21162.

[14]———2016, International Channels of Transmission of Monetary Policy and the Mundellian Trilemma, NBER, Working Paper, No.21852.

[15]Summers,L.,2014, Reflections on the 'New Secular Stagnation Hypothesis', in Secular Stagnation: Facts, Causes, and Cures, Edited by Coen Leulings and Richard Baldwin, A VoxEU.org eBook.

分报告三

超低利率环境下的国际金融市场与国际资本流动

于春海

摘要：由于缺乏实体经济稳健复苏的支撑，超低利率货币政策带来的主要是国际金融市场上各类价格指标的恢复，衡量国际资本流动的数量指标并没有明显改善，特别是全球跨境信贷继续萎缩；国际金融市场上主要国际货币间套利空间持续存在并不断扩大。新兴经济体未能从根本上扭转过去几年的跨境资本净流出状态，与经常项目顺差大幅减少结合在一起，导致新兴经济体储备资产的不断减少。我国在未来一段时间内不仅要面对私人资本跨境流动逆差不断扩大的问题，还要面对超低利率环境下资本流动易变性不断提高的问题。在我国对跨境资本流动风险的暴露程度和脆弱性显著提高的背景下，越来越多的私人资本流出体现在误差和遗漏项下，这严重制约监管当局对跨境私人资本流动的管控和调节效率。

关键词：超低利率货币政策　跨境资本流动　套利效率　非储备金融项目　误差和遗漏

一、超低利率环境下的国际金融市场

(一)国际金融市场上价格指标改善和数量指标恶化的矛盾

危机以来,世界经济总体上呈现低增长、低贸易和低通胀并存的状况。在这种所谓的“长期停滞”或“新平庸”状态之下,主要经济体的货币政策扩张力度不断加大。欧洲央行和日本银行等不仅实施了大规模的资产购买计划,更是实施了前所未有的负利率政策。英格兰银行在英国脱欧公投后大幅度降低基准政策利率。美联储虽逐步退出量化宽松货币政策,政策性利率也高于主要发达经济体央行,但是即便如此,联邦基金利率也只有 0.4%。在新兴经济体中,中国和其他亚洲新兴经济体也不断降低政策性利率。主要经济体的货币政策共同造就了全球超低利率的货币环境。

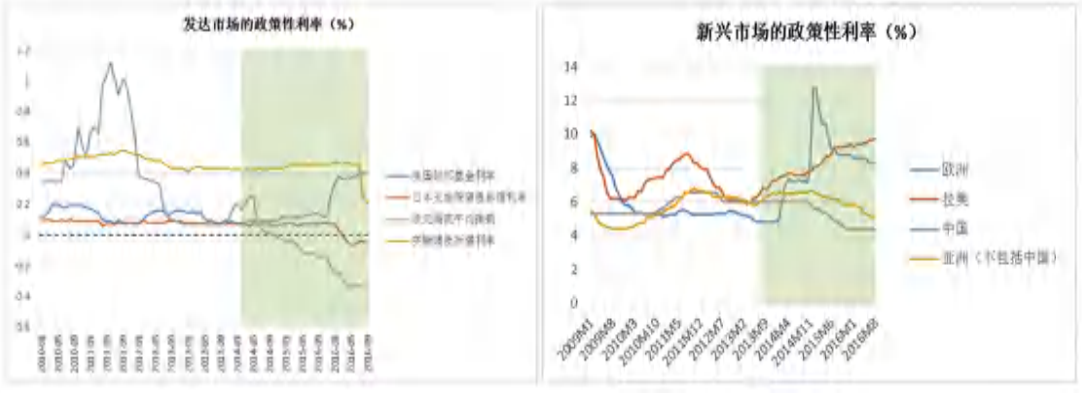


图 1　主要经济体的政策性利率[①]

在全球主要发达经济体经济复苏乏力和通货膨胀率很低的情况下,面对英国脱欧公投结果带来的市场冲击和不确定性,各国中央银行不得不做出反应。英格兰银行不仅把政策性利率降低 25 个基点,而且增加了 600 亿英镑的政府债券购买计划。欧洲央行重申会在更长的时间内把关键利率维持在当前水平或更低的水平上,同时延长资产购买计划的期限。日本银行宣布扩大其量质双宽松计划。美联储虽然没有对此作出直接反应,但是市场普遍预期在 2017 年年底之前美国至多加

① 数据来自 IMF 世界经济展望数据库和中经网统计数据库。

息一次。主要发达经济体 10 年期国债的期限溢价的不断下降，这在一定程度上也反映了市场对未来低利率的预期。

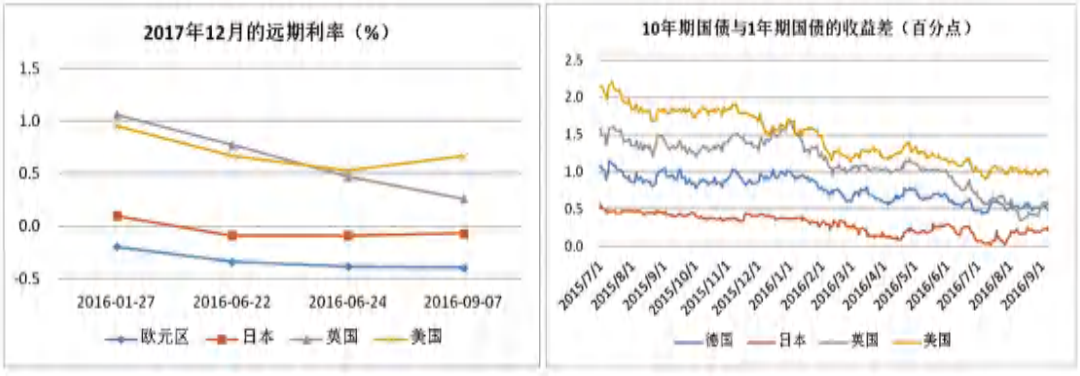


图 2　市场对主要发达经济体未来政策性利率走势的预期[①]

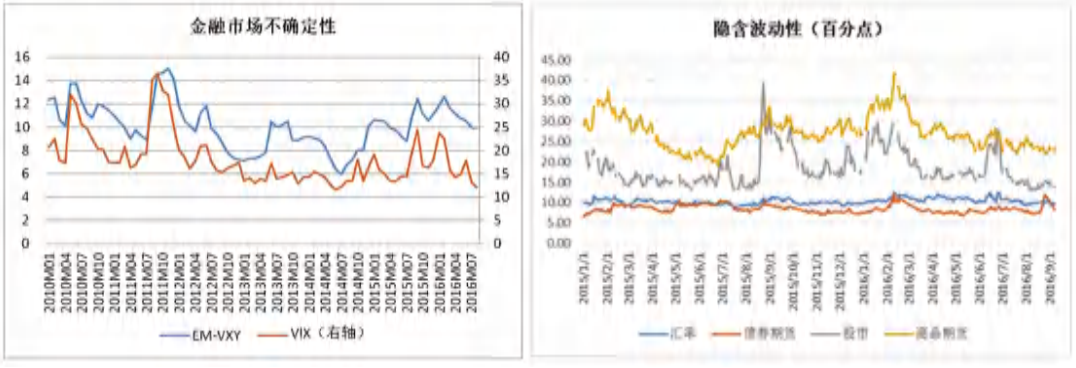


图 3　国际金融市场波动性指数[②]

宽松的货币条件动了国际金融市场条件趋于稳定和改善。无论是反映新兴市场波动性的指数 EM－VXY，还是反映整个国际金融市场整体波动性的指数 VIX，[③]都明显下降，国际金融市场的整体波动性达到了危机以来的低点。在外汇、股票、债券和商品期货等细分市场上，市场波动性都呈现下降趋势，特别是股票市场波动性的下降尤为明显。所有这些都反映了市场风险的下降。与此同时，以 Libor－OIS 价差测度的交易对手风险，以公司债券信用价差测度的私人部门信用

① 基于期货交易的预期。数据来自 BIS。

② 数据来自 IMF2016 年 10 月的《世界经济展望》和 BIS2016 年 9 月的《季度报告》。

③ EM－VXY 是 JP Morgan 的新兴市场波动性指数，VIX 是芝加哥委员会的期权交易波动性指数。两者具有不同的统计样本对象和核算方法，所以不具有横向可比性。

风险，以 EMBI Global 和 EME CDS 测度的主权信用风险，在 2016 年均出现较为明显的下降。其中比较例外的是美元 Libor 与 OIS 的收益差在 2016 年显著上升，这主要是因为离岸美元市场上的美元需求过于旺盛。关于这一点，我们随后还要进行分析。

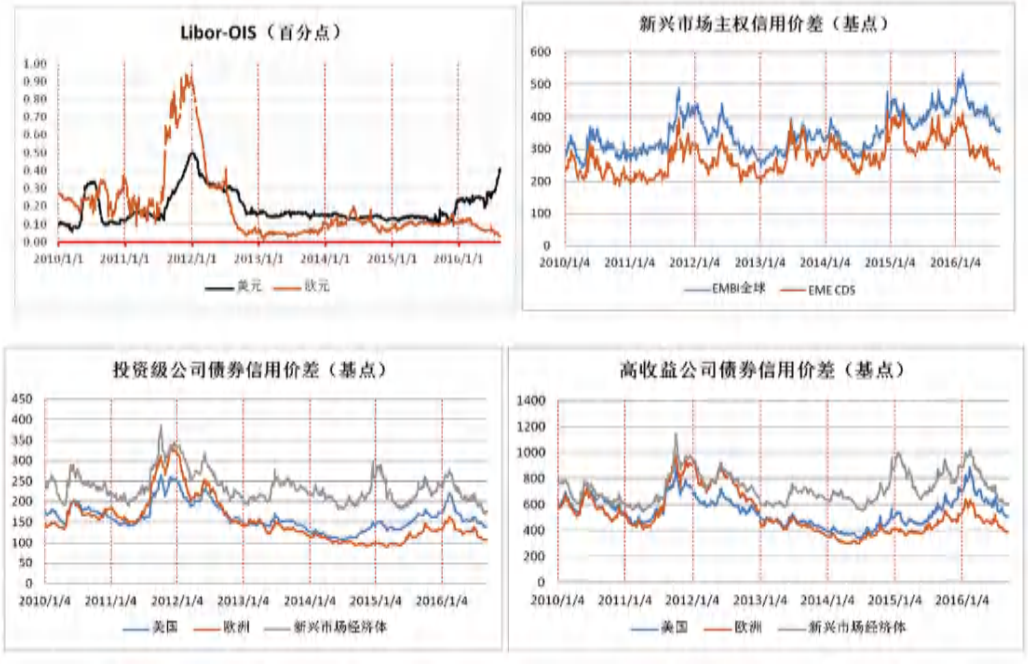


图 4　国际金融市场上交易对手风险和信用风险的变化[①]

全球特别是发达经济体极其宽松的货币环境，推动了股票市场的逆势上扬。在实体经济普遍低迷和每股收益增长速度显著下降的背景下，全球主要股票市场价格指数恢复增长。这种缺乏实体经济收益增长作为支撑的股市繁荣，是全球范围内普遍的资金脱实就虚的结果，其中蕴藏着极大的泡沫风险。

① 数据来自 BIS。



图 5　全球主要股票市场的表现[①]



图 6　主要发达经济体 10 年期国债收益率[②]

发达经济体中央银行执行的超低利率水平和大规模资产购买计划，推动发达经济体的债券市场价格大幅提高。美国、日本、德国和英国等核心债券市场过度定价的情况日益明显。德国、英国、日本和美国等国政府债券市场的收益率都达到历史低点。在历史经验中，10 年期政府债券名义收益率接近于名义 GDP 增长率。

① 美国的股指是 S&P500，日本的股指是日经 225，欧洲的股指是 STOXX 欧洲 600，新兴市场的股指是 MSCI 新兴市场指数。 数据来自 BIS。

② 数据来源 BIS。

而目前，这四国政府债券名义收益率都明显低于名义 GDP 增长率。[①] 对未来低利率的预期推动了期限溢价的下降，BIS 基于美林银行世界主权债券指数的估算结果表明，在负收益率水平上交易的政府债券规模急剧增长，这主要表现在以欧元和日元计价的政府债券上。

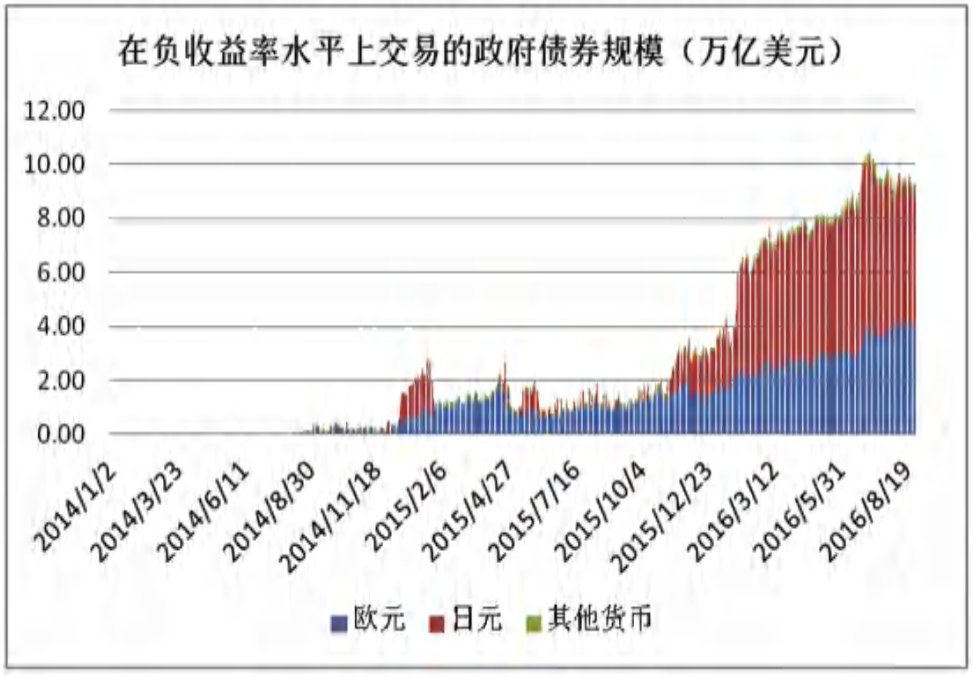


图 7　发达债券市场上以负收益率交易的政府债券规模[②]

低利率和低增长环境下，银行的盈利能力大幅下降。反映在股票价格上，银行股的表现明显低于整体股市。这在欧洲尤为明显，2015 年的年底以来，欧洲银行股与整体股市的表现差异日益扩大。在银行股价净值比上，欧元区和日本银行的股价净值比只有 50%左右。这必然对银行的盈利能力和业务模式构成严峻挑战，最终也会影响银行扩张信贷的能力。

① BIS, 86th Annual Report.

② 数据来自 BIS 的估算。

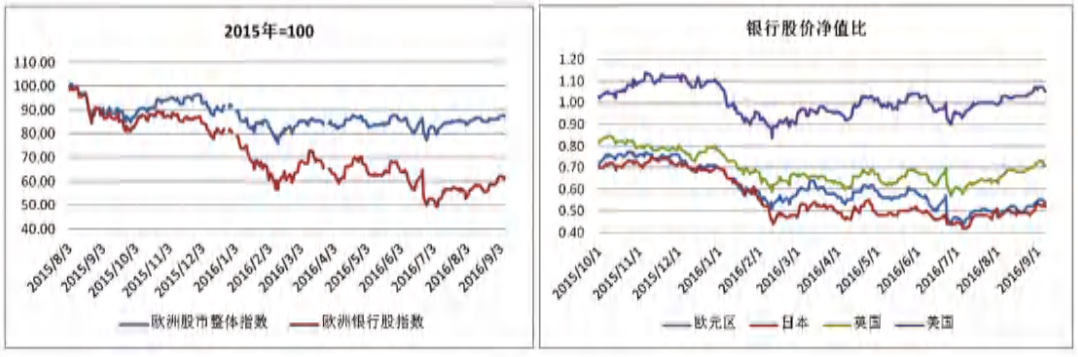


图 8　主要发达经济体银行的表现[①]



图 9　全球跨境信贷的增长情况(%)[②]

在低利率甚至负利率的推动下，虽然国际金融市场上相关价格指标和风险指标较快恢复，但是跨境信贷资金并没有出现明显增长。非居民的债券发行维持较为稳定增长，但是并没有扭转 2007 年以来的增速下降趋势。国际性银行的跨境贷款和本地外币贷款依然处于负增长状态。美元、欧元和日元等主要国际货币的跨境贷款存量，依然延续危机以来的增速下降趋势，甚至表现为负增长，这意味着国

① 数据来自 BIS。

② 跨境信贷存量的年化增长率，数据来自 BIS。

际银行的新增跨境贷款流量为负。在国际债券发行方面，以欧元计价的国际债券的增速不断上升，而以美元和日元计价的国际债券发行仍然没有扭转危机以来的增速下降趋势。这意味着，主要发达国家极其宽松的货币环境并没有推动跨境信贷的稳健增长。

分国别来看，主要发达国家和新兴经济体的跨境贷款流入存量基本都处于负增长状态。这在很大程度上意味着国际银行业在跨境贷款上的整体性收缩。在国际债券发行方面，无论是发达经济体还是新兴经济体，都维持了相对稳定的季度净发行规模。

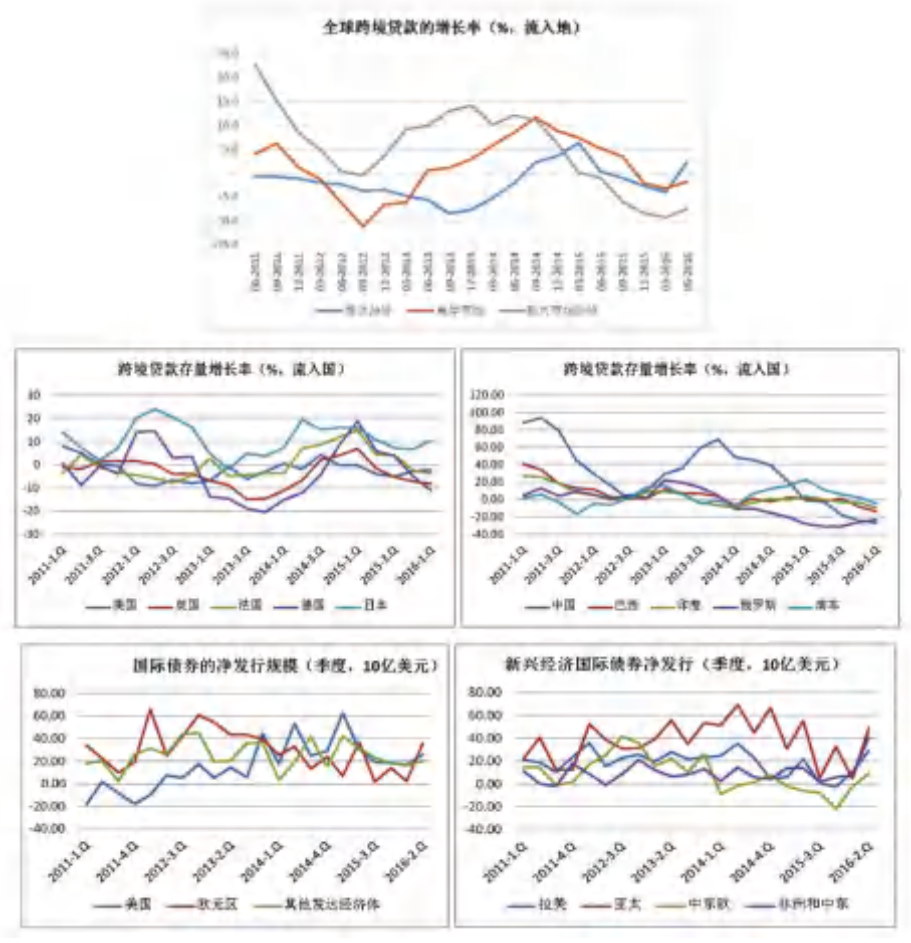


图 10　全球跨境信贷的增长情况(分地区)[①]

① 跨境信贷存量的年化增长率，数据来自 BIS。

(二)国际金融市场套利效率的下降

美元与其他主要国际货币在政策走势上的差异是影响国际金融金融市场的重要因素。近年来,美国与日欧在经济复苏态势上的显著差异使得货币政策走势严重分化。从隔夜指数互换的收益率对比情况看,美元对其他主要国际货币保持较高的正收益差,这意味着市场预期未来美国的政策性利率依然显著高于日欧。但是同时也应该看到,由于美国经济的复苏进程并不如市场预期的那么强劲和稳健,市场预期美国货币政策的"正常化"进程将会延缓。这导致美元与其他主要国际货币在政策走势上的分离程度趋于稳定,而不像 2015 年那样不断扩大。



图 11　对主要国际货币政策分化程度的预期[①]

监管规则的改变,特别是美国针对货币市场基金的监管改革,极大地增加了货币市场的压力,导致美元 Libor 与美元 OIS 的价差迅速扩大。美国对《投资公司

① 图中指标分别是 1 年期美元 OIS 与 1 年期欧元 OIS、1 年期日元 OIS 以及 1 年期英镑 OIS 的收益差。 数据来自 BIS。

法》第2A－7条款的修订于2016年10月14日生效。[①] 这导致美元资金大规模从主要投资于企业债和市政债的优先货币基金流向主要投资于联邦政府债券的政府货币基金。这对非美国银行特别是日本银行产生了极大的冲击，因为日本银行在进行美元融资时高度依赖美国的优先货币市场基金。在此背景下，日本银行不得不转向外汇互换和交叉货币基差互换等“外围美元市场”进行美元融资。在外围美元市场上的基本融资模式是，首先是以较低的成本获取日本或欧元等非美元资金，然后在利用外汇互换或交叉货币基差互换，将非美元资金转换为美元资金。



图12　按类型分的美国货币市场基金规模[②]

欧元区和日本的负利率政策以及大规模资产购买计划，不仅使得流通中的长期资产下降，造就了日元和欧元安全资产的短缺状态，导致其价格上升和风险溢价下降，也压低了其他日元资产和欧元资产的收益率。在追逐收益的动机的驱使下，国际投资者从日元资产和欧元资产转向其他货币资产。首当其冲就是美元资产。以10年期政府债券市场为例，美国的债券收益率明显高于日本、德国和英国等，并

① 主要是针对优先基金和市政基金，即投资于企业债的优先货币基金、投资于市政债的市政基金。新的规则要求：1）优先货币基金必须实施浮动的基金单位净值；2）在面临压力或需要暂时阻止投资者进行基金赎回时，优先货币市场基金可以向投资者收取一定的赎回费，甚至暂停赎回。

② 数据来自BIS。

且差距不断加大。宏观经济表现的差异也使得美国股票市场的表现明显优于日本和欧洲市场。这就加大了美元的融资需求。但是对于国际投资者，即便是银行和其他金融机构，只有少数能够直接进入银行间美元市场进行美元融资，大多数只能利用外汇互换和交叉货币基差互换这些“外围市场”依靠。这就加大了外汇互换市场和交叉货币基差互换市场上将欧元和日元等转换成美元的需求。

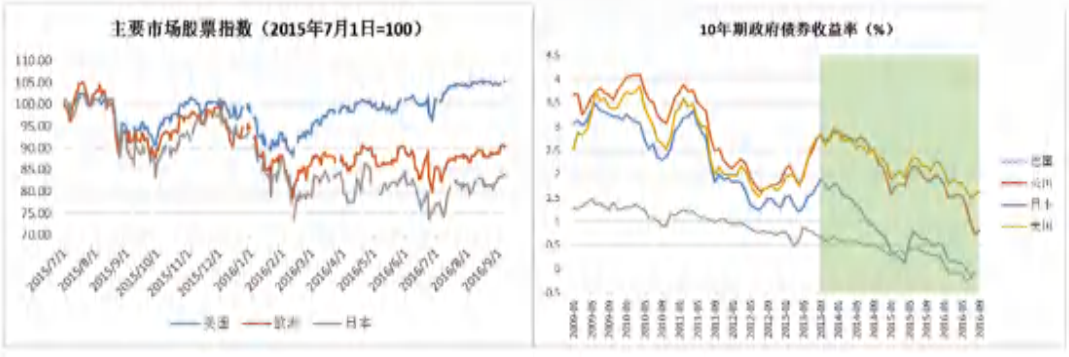


图 13　主要发达经济体金融资产表现的差异[①]

在欧洲央行实施负利率政策和扩大资产购买计划时，美联储正采取措施使货币政策回归正常化。这导致美元融资成本高于欧元融资成本。在这种情况下，不仅是非美国企业，而且包括美国企业，为了获得美元资金，越来越倾向于利用外汇互换市场和交叉货币基差互换市场。欧洲央行的大规模资产购买计划，导致欧元债券价格上升和欧元债券信用价差缩小。对于那些需要美元的非金融企业，直接进行美元融资已经不是好的融资选择，更好的选择是发行欧元债券，然后利用外汇互换或交叉货币基差互换市场，将欧元资金转换为美元资金。这进一步增加了“外围市场”上将欧元、日元和英镑等转换成美元的需求。离岸市场上美元需求的上升必然推动离岸美元的融资成本上升，特别是非美国金融机构对离岸美元融资需求的上升，削弱了这些机构在离岸市场上的做市和套利功能。由此导致美元 Libor 相对于美元 OIS 的溢价迅速上升。

① 数据来自 IMF 和 BIS。



图 14　美元的离岸融资压力[①]

更为严重的影响是关键外汇市场上套利效率的下降和套利空间的持续存在。外汇和相关衍生品市场是全球流动性最高的市场，其发展是推动全球金融市场一体化程度提高的重要力量。随着金融市场一体化程度的提高，现货市场融资利率与外汇互换隐含利率之间的差异显著缩小，这表现为无套利均衡的实现，即利率评价关系的成立。大量研究表明，随着国际金融市场一体化程度的加深，外汇市场的效率不断提高，主要国际货币对利率评价关系的偏离程度不断缩小。通常只是在金融混乱和不确定性上升的时期，主要货币对无套利均衡的偏离程度会提高，并且要持续一段时间。[②] 但现实情况却是，2007 年以来日元和欧元各自与美元的交叉货币基差一直是负的，也就是说，利用外汇互换市场和交叉货币基差互换市场借入美元的成本高于在美元现货市场上直接借入美元的成本。这意味着主要国际货币的外汇市场上存在持续的无风险套利机会。在美元现货市场上借入美元资金，通过互换市场转换为日元或欧元，即便收益投资于负利率的日元或欧元资产，也能够获得利润。

① 数据来自 BIS

② Taylor, M. 1989. Covered Interest Arbitrage and Market Turbulence. Economic Journal, No. 99, 376－391.

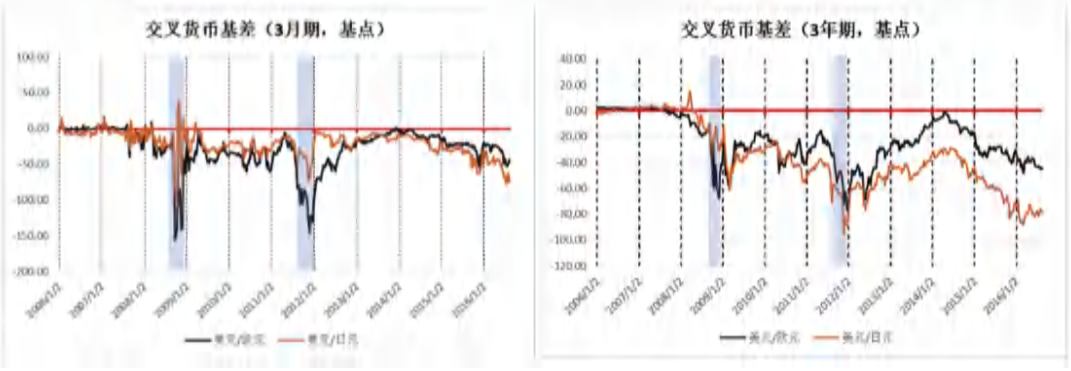


图 15　外汇上主要国际货币对无套利均衡的偏离程度[①]

2007 年以来，美元与日元和欧元之间经历了三次货币基差的扩大。前两次分别对应着次贷危机和欧债危机。在次贷危机和欧债危机中，货币基差的扩大反映了全球银行间市场的紧张状况。一方面是交易对手风险的急剧上升，另一方面是银行间美元市场的进入受限。这两方面变化都限制了套利活动。此外，交易对手风险和信用风险的上升、风险厌恶的增加，与融资约束的强化结合在一起，进一步抑制了市场上的套利效率，由此导致套利空间在 2008 年和 2011 年的两次扩大。2015 年以来，在主要发达经济体极其宽松的货币政策的推动下，加之金融监管制度的变革、私人部门去杠杆行为和资产负债表的逐渐修复，金融市场上的交易对手风险和信用风险显著下降、市场流动性明显提升。在此背景下，美元与日元以及欧元之间的融资套利空间却进一步扩大。在其背后存在两个关键性原因.首先是超低利率环境下关键货币的政策分化，带来了从欧元和日元向美元的单一方向的转换需求的增加.其次是危机以后对风险管理的多维度严格要求[②]，使得银行和作为其贷款对象的杠杆交易者都减少基差套利等对资产负债表具有显著影响的活动。

套利均衡是约束国际资本流动易变性的锚。一旦失去了这个猫，市场对无套利均衡的偏离成为一种常态、并且程度不断加重，具有高度易变性的国际资本流动将会变得更加无序和混乱。这种情况下次贷金融危机和欧洲主权债务危机期间都曾短暂地出现过。危机期间，交易对手信用风险的上升、市场流动性的下降和融资可获得性的下降，严重削弱了国际金融市场上套利活动的效率，市场偏离无套利均衡，金融市场混乱与套利机会与共存。近年来，特别是 2014 年以来，在交易对手风险显著下降、市场流动性和融资可获得性不断提高的情况下，美元与其他主要的国

① 数据来自 BIS。

② 股东、债权人和审慎监管机构都要求更加严格的风险管理。

际性货币之间的套利空间不断扩大，这意味着整个国际金融市场定价效率的下降。这必然会进一步提高国际资本流动行为的易变性和不确定性，由此导致金融动荡风险的内生性增加，这甚至可能成为长期停滞背景下国际资本流动行为的“新常态”。

二、新兴经济体跨境资本流动的变化

主要发达经济体宽松的货币政策，特别是欧洲央行和日本银行的负利率政策和大规模资产购买计划，推动了国际金融市场条件的改善。从细分市场的表现看，无论是发达市场还是新兴市场，无论是股票市场还是债券市场，无论是国债市场还是企业债市场，都呈现明显的改善迹象。但是在这种看似全面性改善的背后，整个国际金融市场的跨境融资功能并没有全面恢复增长，主要国际货币的外汇市场依然较大幅度地偏离无套利均衡。

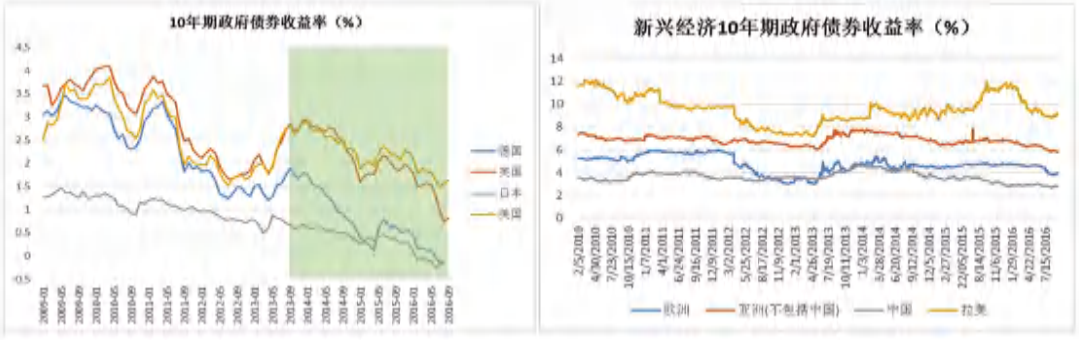


图 16　主要经济体的政府债券收益率(%)[①]

日本和欧洲的量化宽松货币政策和大规模资产购买计划，直接推动政府债券价格的上升和收益率的下降。还引发国际投资者转向其他资产市场，也就是跨市场套利行为。首先是转向美国市场，从而增加对美国政府债券的购买，由此导致美国证券债券的价格上升和收益率下降。但是在欧洲、日本和美国之间的跨市场传导和套利行为似乎并不充分。美国政府债券收益率与日本以及欧洲政府债券的收益差不断扩大。更为关键的是，外汇市场上美元与日元以及欧元之间的套利空间持续存在并且不断扩大。

① 数据来自 IMF 和 BIS。

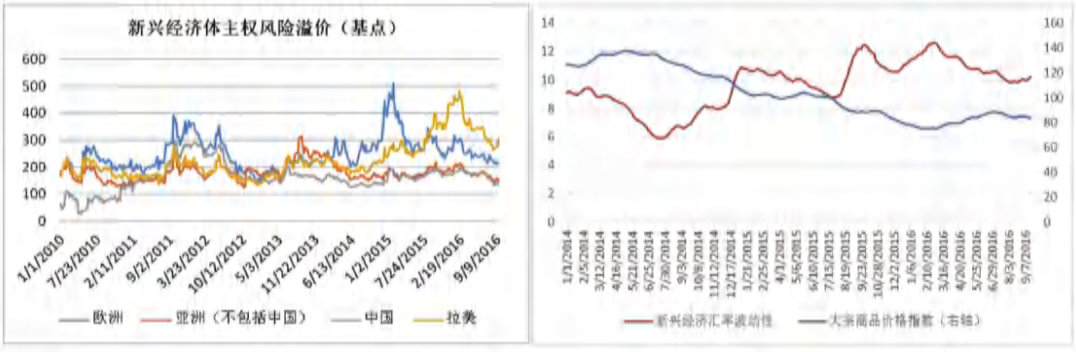


图 17　新兴市场的潜在风险测度[①]



图 18　新兴经济体非居民证券资金的净流入[②]

货币政策分化和宏观经济走势的差异，使得美国与其他发达经济体之间资产收益率差异不断扩大，这自然会引发国际投资者从欧洲及日本市场转向美国市场。但是美元融资压力的加大阻碍了国际投资者进入美国金融市场。与此同时，随着大宗商品价格逐渐趋稳、新兴经济体汇率波动性明显下降以及新兴经济体宏观经济形势的改善，新兴经济体私人部门风险企业和主权风险溢价开始收窄。风险的

① EMBI 主权债券风险溢价，数据来自 IMF2016 年 10 月的世界经济展望。

② 数据来自 IMF 和 BIS。

下降和资产收益差的扩大提高了新兴经济体国内资产的国际吸引力。这导致新兴市场外资净流入的恢复增长。进入 2016 年以来，流入新兴市场证券基金的资金和新兴经济体国际债券的净发行规模都恢复增长，新兴市场非居民证券资金扭转了 2015 年的净流出状态，并且净流入规模大幅增长。

但是也必须看到，新兴经济体股票市场的改善并不明显，中国以外的亚洲新兴股票市场的表现恢复到了危机以前的水平，而中国和其他新兴经济的股票市场依然较为低迷。新兴经济体的主权风险在 2016 年有所下降，但是与过去几年相比依然处于比较高的水平。新兴债券市场在 2016 年有了很明显的改善，但是与发达市场相比，企业风险依然很高。这在一定程度上会抑制新兴市场对外部证券资金的吸引力。

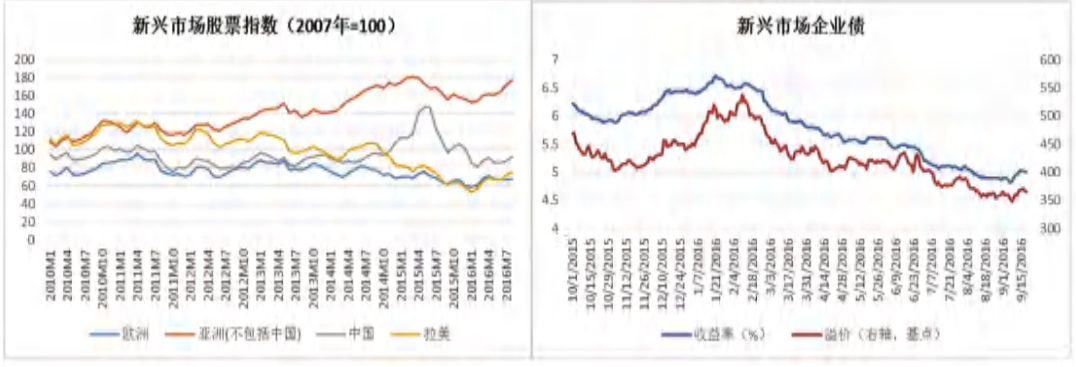


图 19　新兴经济体股票市场和企业债券市场的表现[①]

在国际投资者通过证券投资形式回归新兴市场的同时，通过银行信贷资金形式流入新兴市场的外资依然是大幅减少。新兴市场吸纳的跨境银行信贷存量以 10％以上的速度下降。分地区看，除了中东和非洲，其他新兴市场吸纳的跨境银行贷款存量都是负增长。中国、巴西、印度、俄罗斯和南非这几个最大的新兴市场，吸纳的跨境银行贷款存量均为负增长。这意味着银行信贷资金的反向流动，即新兴市场净偿还国际银行信贷。

① 数据来自 BIS 和 IMF。

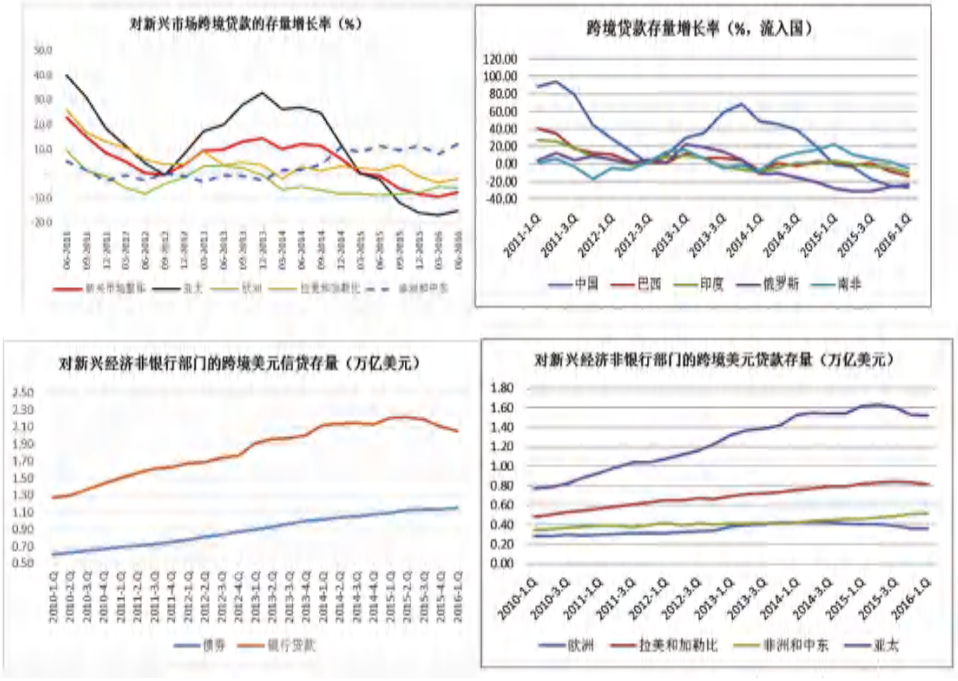


图 20　新兴市场吸纳的跨境信贷[①]

虽然随着新兴经济的证券市场的国际吸引力上升，非居民证券投资从净流出转变为净流入，并且规模迅速上升。但是非居民信贷资金的净流出在一定程度上抵消了非居民证券资金的净流入，抑制了新兴市场外资净流入规模的增长。进一步考虑到，新兴经济国内增长模式转变和经济结构转型导致对外直接投资迅速增加，金融开放导致居民对外证券投资迅速增加，由此带来内资净流出规模的迅速上升。从下图中可以看出，一方面是外资净流入规模的迅速下降，虽然 2016 年的净流入规模有所上升，但是并没有扭转危机以来的下降趋势；另一方面，内资净流出规模呈现稳定的增长趋势。两者相抵，新兴经济非储备资本净流入由正转负，即转变为净流出状态。虽然 2016 年的净流出规模有所下降，但是未能扭转非储备资本净流出的趋势。

① 数据来自 BIS。

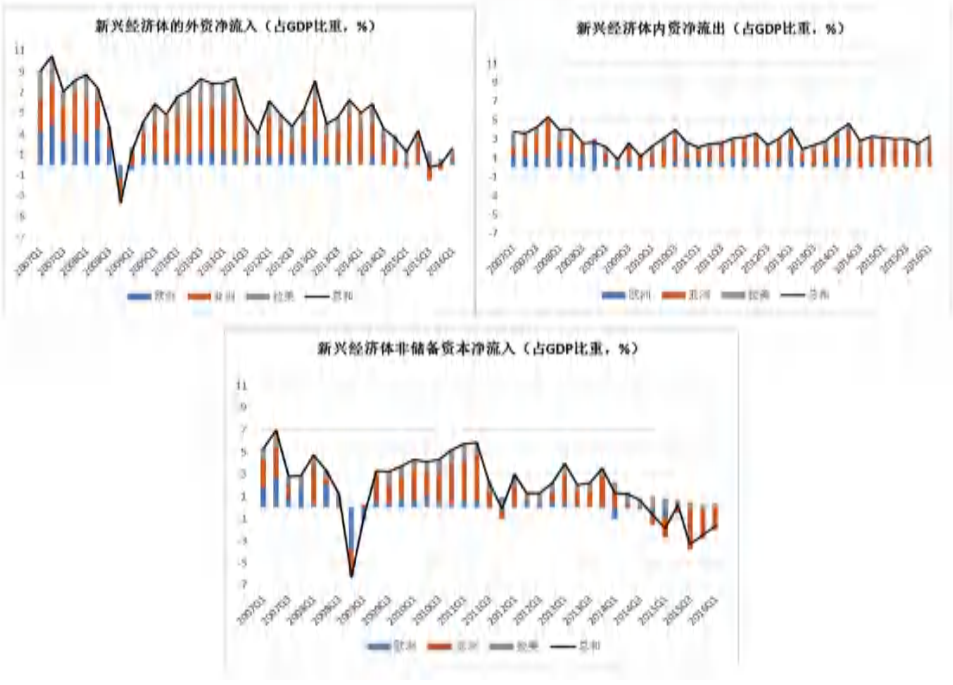


图 21　新兴经济的跨境资本流动[①]

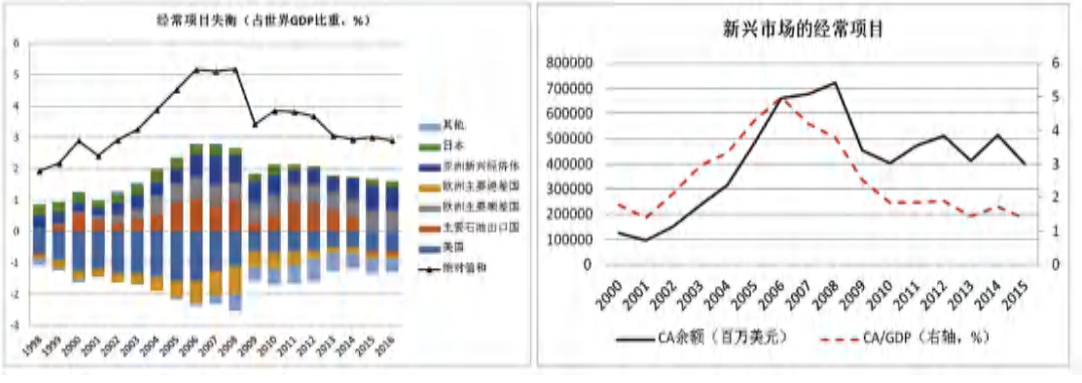


图 22　全球经常项目失衡的变化[②]

非储备资本净流出状态意味着国际收支中的私人资本流动逆差。在新兴经济体经常项目维持大规模顺差的情况下，不仅可以平衡私人资本流动逆差，还可以实现储备资产的增长。但是危机以来，随着全球范围内主要失衡国国内储蓄和投资关系的动态变化，全球失衡规模大幅下降。在此过程中，新兴市场的顺差规模显著

① 数据来自 IMF 和 BIS。

② 数据来自 IMF 和 UNCTAD。

下降。一方面是私人资本流动变为逆差状态，并且逆差规模不断增加；另一方面是经常项目顺差规模的显著下降。这导致新兴市场的经常项目顺差难以弥补私人资本流动的逆差，国际收支平衡只能依靠储备资本的净流入，即依靠储备资产的减少来实现。这种状况在 2016 年并没有得到有效改观。



图 23　新兴市场储备资产的变化[①]

三、我国跨境资本流动的变化及风险

（一）我国跨境资本流动的变化

随着我国居民对外国资产净购买的增加、外国居民对我国国国内资产净购买的下降，非储备金融项下的资本流动从过去的顺差转变为逆差。2015 年，外国居民对我国国内资产从净购买转变为净卖出。这是导致我国非储备金融账户出现 4856 亿美元逆差的重要原因。2016 年前两个季度，非居民对我国资产的净购买有负转正，外资恢复净流入状态。国内居民对国外资产的净购买规模没有明显下降，

① 数据来自 IMF 和 BIS。

居民的对外净投资规模依然很高，这导致我国非储备金融账户依然存在较大规模的逆差，只不过逆差规模有所缩小。对此变化需要注意到，在我国非储备金融账户余额的变动轨迹上，一直存在着非常明显的季节性变动特点，即上半年净流入增加或净流出减少、下半年净流入较少或净流出增加。与 2015 年同期相比，2016 年上半年非储备金融账户的逆差规模扩大了 150 亿美元。

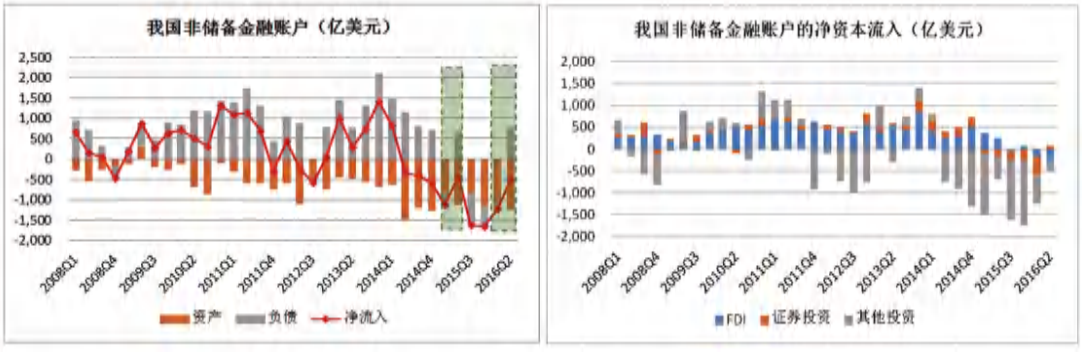


图 24　非储备金融项下的跨境资本流动[①]



图 25　我国 FDI 的流动情况[②]

① 数据来自外汇管理局网站。

② 数据来自外汇管理局网站。

在非储备金融账户的直接投资方面，一方面是我国吸引的外国直接投资流入规模不断下降，另一方面是我国对外直接投资的迅猛扩张，两者结合在一起共同推动我国 FDI 净流入的减少，并在 2016 年完全转变为净流出状态。考虑到国际分工体系和全球生产价值链的现状和发展趋势，在短期中很难逆转外国直接投资流入规模不断下降的趋势。考虑到我国“一带一路”战略的实质性推进和国内结构调整引发的产业外移，我国对外直接规模必然会进一步扩张，因此，我国直接投资净流出可能会成为一种常态，并且净流出规模将会继续扩大。

在我国的非储备金融账户中，证券投资项下的资本流动规模相对较小。2015 年以来随着我国资本账户管制政策的强化，我国居民对外证券投资规模明显下降。而另一方面，随着我国证券市场对外开放程度的提高以及证券市场形势的好转，非居民对我国证券市场的投资明显增加，并且扭转了非居民从我国证券市场净撤资的状态。分股权投资和债券投资来看，由于非居民对我国股票市场净投资的减少和我国居民对外国股票市场净投资的增加，我国在股权投资方面依然处于资本净流出状态；由于非居民对我国债券净投资规模的大幅上升，从净卖出转变为净购买，这导致我国跨境债券资金转变为净流入状态。

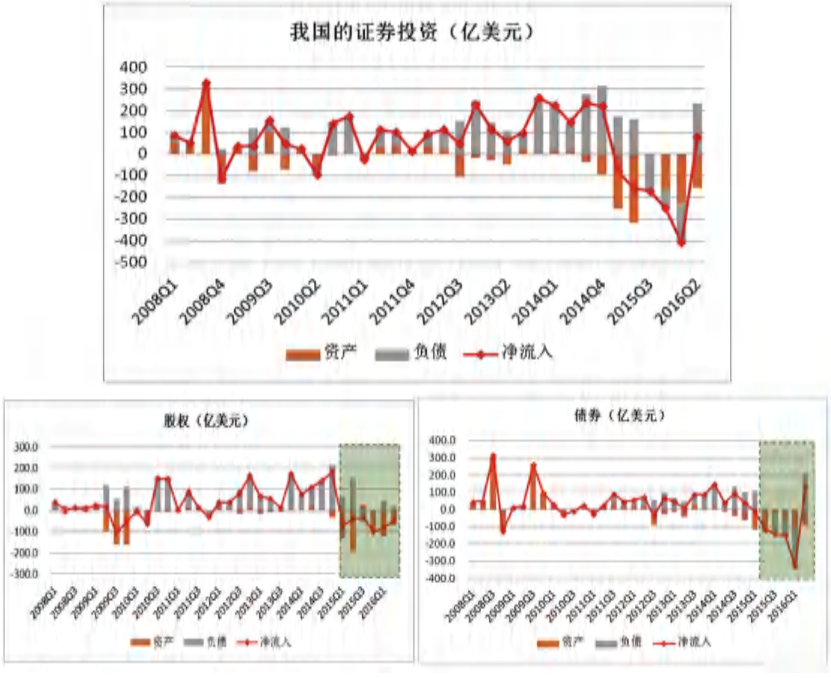


图 26　我国跨境证券资金的流动[①]

① 数据来自外汇管理局网站。

在过去几年中，其他投资项一直是我国非储备金融账户逆差的最大来源。进入2016年，这一状况得以改善，外直接投资在2016年2季度超过其他投资项，成为我国金融项下最大的逆差来源。这当中既有对外直接投资逆差扩大的原因，也有其他投资项逆差缩小的原因，当然后者应该是主要原因。2015年前两个季度的其他投资项逆差分别是1398亿美元和533亿美元，2016年前两个季度的逆差分别是672亿美元和228亿美元，逆差规模收缩了一半左右。这一变化主要来自负债方，即非居民对我国投资的变化，从前两年的净撤资转变为净投资。



图27　我国其他投资项下的资本流动[①]

其他投资项下资本跨境流动的主要渠道包括货币和存款、贷款以及贸易信贷等。2015年，负债净减少3515亿美元，其中，货币和存款净减少1226亿美元，贷款净减少1667亿美元，贸易信贷净减少623亿美元。货币和存款方面负债的净减少，意味着非居民的行为从存款转变为净提款。贷款和贸易信贷方面负债的减少，意味着我国居民从借入外国资金转变为大规模偿还外国资金。进入2016年，其他投资项下负债净减少的状况得以扭转，在货币和存款、贷款以及贸易信贷等渠道上，外资净流出规模不断减少，并且在2016年2季度变为净流入。

① 数据来自外汇管理局网站。

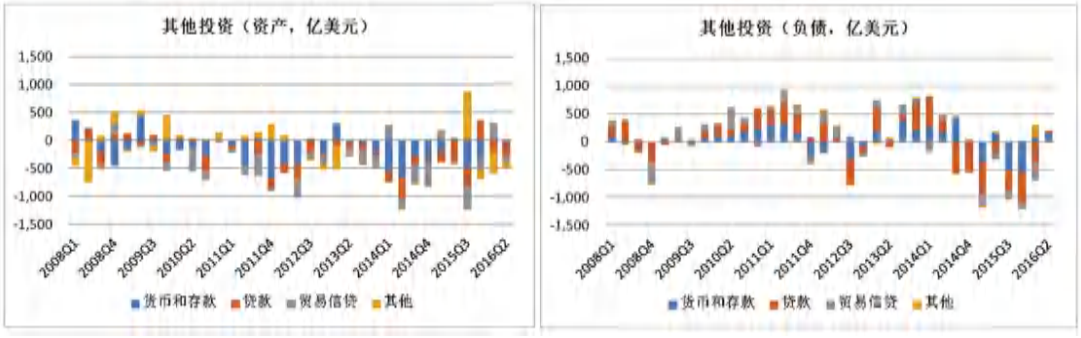


图 28　我国其他投资项下的资本流动(分类别)[①]



图 29　包括误差和遗漏的私人资本净流入[②]

必须强调是，非储备金融账户不能完全刻画跨境私人资本流动，由于统计实践方面不可避免的问题或者私人部门规避资本管制等原因，有部分跨境私人资本流动并没有体现在非储备金融账户中。这方面的跨境资本流动主要体现在误差和遗漏项中。危 2008 年以来，我国在误差和遗漏项下基本都是净流出状态，并且净流出规模不断提高。进入 2016 年，这种趋势并没有改变，上半年在误差和遗漏项下

① 数据来自外汇管理局网站。

② 数据来自外汇管理局网站。

净流出 890 亿美元，比 2015 年同期高出 50 多亿美元。考虑进误差和遗漏项以后，我国的私人资本净流出规模变得更大，2106 年上半年比 2015 年同期高出 204 亿美元。

总体而言，我国跨境私人资本流动逆差状况在 2016 年有所改善，这主要是来自其他投资逆差规模的收缩，特别是货币和存款、贷款以及贸易信贷等方面的外资净流出规模的减少。需要指出的是，这种改善只是相对于 2015 年下半年的环比改善。考虑到跨境资本流动具有明显的季节性变化特点，更有价值的应该是 2015 年上半年的同比变化。相比于 2015 年上半年，我国跨境私人资本流动逆差状况并没有改善，而是进一步恶化。

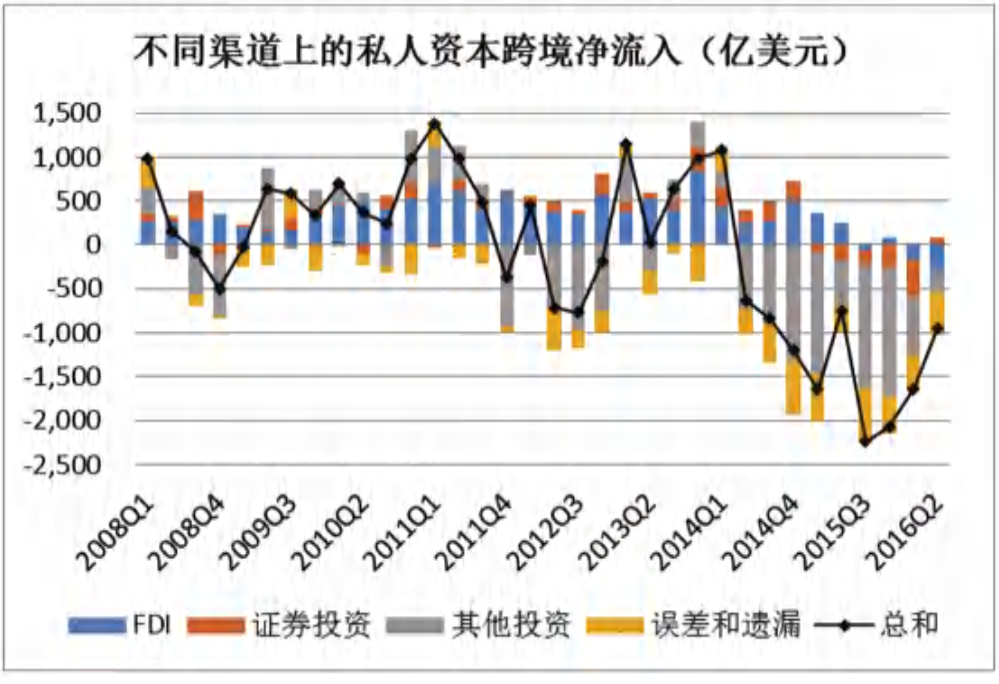


图 30　我国的跨境私人资本净流入规模[①]

（二）我国跨境资本流动变化中的风险

跨境私人资本流动逆差的出现和不断恶化，直接改变了我国的国际收支平衡模式。在经常项目顺差趋势性下降的背景下，跨境私人资本流动逆差的出现和逆差规模的不断扩张，经常项目顺差无法弥补跨境私人资本流动逆差，意味着我国国

① 数据来自外汇管理局网站。

际收支的私人部门总体处于逆差状况。在这种情况下，必须依靠官方储备资产的净流入来平衡私人部门的国际收支逆差，由此导致官方储备的不断下降。基于官方储备资产的积累动因，这在短期中是合理的、也是必须的。但是国际收支的这种平衡模式显然是不可持续的。因为官方储备资产总有耗尽的一天。一旦官方储备耗尽，随之而来的就可能使国际收支危机和货币危机，乃至演变成整体性金融危机。

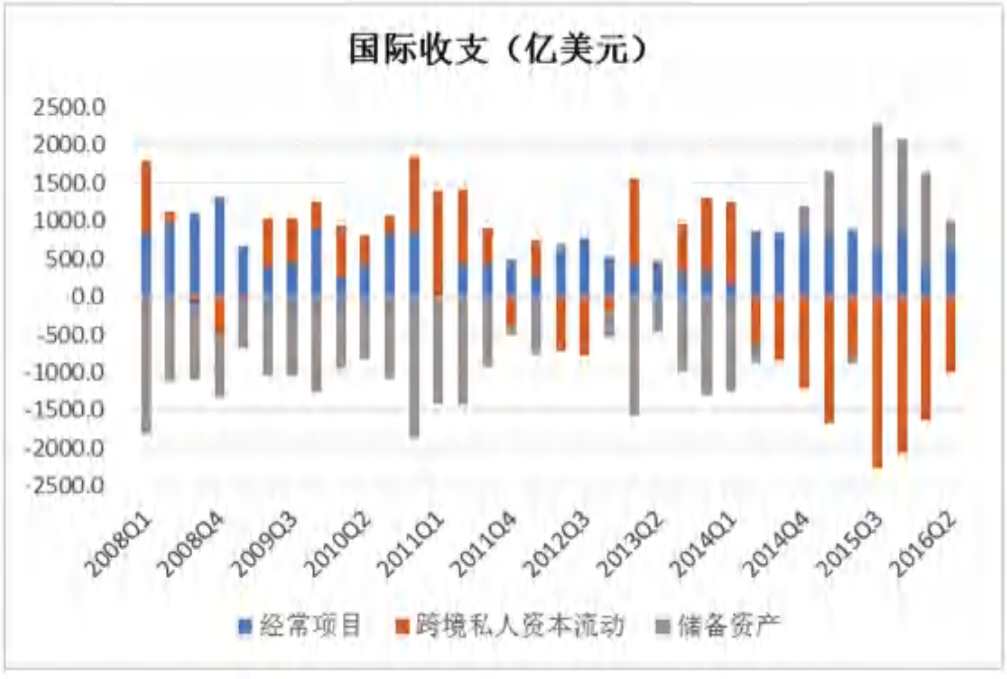


图 31　我国国际收支的平衡模式[①]

在我国非储备金融账户下，私人资本流动不仅存在持续逆差的可能性，而且跨境双向流动具有很大的不稳定性。国内供给侧结构性改革引发的产业调整和转移，“一带一路”战略的稳步实施和推进，意味着我国 FDI 逆差在未来很可能会稳步扩张。人民币加入 SDR 引领的金融大开放，使得证券资金跨境流动性显著提高。但是在国内金融市场缺乏深度和广度的情况下，我国无法吸引和吸纳证券资金的大规模流入；相反，外部高度发达和成熟的金融市场会吸引我国证券资金的大规模流出。在主要国际货币之间的套利空间持续存在并不断扩大的背景下，我国证券市场很难长期留住“追逐收益”的国际投资者；相反，为了随时追逐国际金融市场上

① 数据来自外汇管理局网站。

主要国际货币之间的套利机会，国际投资者在我国证券市场上的行为更可能表现出“大进大出”的特点。在短期中随着证券市场形势的变化以及国内外证券市场对比状况的变化，证券资金跨境流动的方向随时会逆转。在全球超低利率甚至是负利率的环境下，发达经济体的国际性银行的盈利能力和业务模式收到严峻挑战。这一状况的持续，使得未来较长一段时间内的全球跨境信贷活动具有很大的不确定性。这必然会增加我国在其他投资项下的私人资本流动的易变性，特别是贷款和贸易信贷等形式的私人资本流动的易变性。随着国内外货币条件的变化，存款、贷款和贸易信贷等会呈现较大的易变性。

跨境资本流动的变化不仅会直接冲击我国国内金融市场，而且还会通过货币当局资产负债表对国内金融环境产生极大的冲击。在目前的情况下，央行资产负债表是我国金融体系暴露于金融开放和跨境资本流动的主要渠道，其他金融机构对跨境资本流动的直接暴露程度相对较低。在我国央行的资产负债表上，外汇资产占总资产的比重依然维持在70%以上，而国外负债占央行总负债的比重非常低，目前还不到2%。央行资产负债表的币种结构失衡对我国货币政策构成严重制约。一方面，资本流动性的提高导致央行控制信贷和基础货币的主动性严重下降，往往是跟随资本流动而被动投放。另一方面，利率政策的操作也面临很大的风险，调控利率的政策会导致国内外利差的变化，既能够改变央行资产的收益结构，也会导致资产方收益与负债方利息成本之间的不协调，这与汇率政策是一样的，都会使央行面临资产负债表恶化的风险。

在央行之外，我国其他金融机构对跨境资本流动的暴露程度相对较低。在整个金融机构资金来源和运用中，外币资金来源和运用的占比不到5%。在目前情况下，官方当局还部分承担维持汇率稳定的隐性义务，这在一定程度上分担了金融机构的汇率风险暴露。但是随着我国金融开放程度的进一步提高和人民币汇率弹性的进一步增加，汇率风险将逐步从货币当局重新转回给私人部门。在我国外汇市场发展程度较低、私人部门规避和管理汇率风险的工具和技能缺乏的情况下，汇率波动性的增加将会对金融机构的资产负债表产生严重影响，并对整个社会的信贷和投资行为产生较大冲击。如果在外生冲击下，我国的汇率制度和外汇管理体制发生急剧调整，汇率波动风险在短期内过快地转向金融机构，则可能带来银行危机。如果不发生这样的转移，则可能因为央行资产负债表的恶化而出现货币危机。总之，在资本流动性不断提高的背景下，货币当局和私人部门资产负债表的潜在汇率风险暴露程度都大幅增加，外生冲击导致货币或金融危机的概率增加。



图 32　我国金融机构对跨境资本流动的暴露程度[①]



图 33　误差和遗漏项下私人资本净流动(%)[②]

误差和遗漏项所反映的跨境私人资本流动是另一个需要关注的风险来源。对于监管当局而言,误差和遗漏项下的资本流动具有很大的不可管控和不可预测性。在该项下资本流动逆差规模的不断扩大,意味着在我国跨境私人资本流动中,游离于监管当局管控之外私人资本流动规模越来越大。全球金融危机以后,很多人开始反思资本流动和金融全球化的好处以及资本管制的必要性。近年来关于宏观经

① 数据来自中经网统计数据库。

② 数据来自外汇管理局网站。

济政策的新共识中，也已经不排斥资本管制的必要性和好处。对此，我国的货币当局需要保留必要的资本管制能力和手段。在我国对跨境资本流动风险的暴露程度和脆弱性显著提高的背景下，这一点尤其必要。但是，当越来越多的私人资本流出体现在误差和遗漏项下时，一旦国内外发生较大的金融冲击，引发私人资本大规模流进或流出我国，甚至出现跨境资本流动突然停滞或逆转，监管当局对跨境私人资本流动的管控将无法实施，更谈不上提高管控和调节效率。

四、主要结论

1、主要发达经济体极其宽松的货币政策推动了国际金融市场条件的改善。主要发达经济体和东亚新兴经济体的政策性利率处于历史低点；国际金融市场的波动性和风险显著下降；股票和债券等资产价格迅速上涨。必须注意到所有这些金融市场条件的改善，都是在实体经济持续低迷、复苏进程充满不确定性的条件下取得的。缺乏实体经济稳健复苏和增长作为支撑，国际金融市场的恢复进程充斥着矛盾、不确定性和风险。

2、长期停滞背景下，世界经济陷入自我强化的低增长陷阱。缺乏实体经济稳健复苏的支撑，国际金融市场条件的改善主要表现为各类价格指标的恢复，而跨境资金流动等数量指标并没有明显改善。特别是在发达经济体超低利率甚至是负利率的政策之下，银行的盈利能力和传统业务模式受到严峻挑战，这制约了全球范围内跨境银行信贷的增长。在美元融资缺口显著上升的情况下，银行跨境提供信贷的能力下降。为了支持其购买海外资产的目标，银行大规模变现存量海外信贷资产，导致跨境信贷存量规模下降。跨境信贷的增长率由正转负。

3、欧洲央行和日本银行的大规模资产购买计划导致政府债券收益率大幅下降，越来越大规模的政府债券在负收益率水平上进行交易。在“追逐收益”的动机的驱使下，越来越多的欧元区和日本金融机构转向海外资产。首当其冲的就是美国资产，这导致美元融资需求的迅速上升。在美联储、日本银行和欧洲央行货币政策分化的背景下，海外投资者缺乏进入美国在岸银行间市场的渠道，只能更多地依靠离岸美元市场，由此推动离岸市场上美元融资成本的上升。货币政策分化与金融监管变化以及金融机构内部风险管理实践变化结合在一起，对整个国际金融市场的价格机制产生了深刻影响。这集中表现为市场套利效率下降，主要国际货币间套利空间的持续存在和不断扩大。

4、追逐收益的动机也驱使国际投资者进入新兴经济体的国内证券市场，导致新兴市场的证券资金流入增加。但是，新兴经济体的证券市场缺乏足够的深度和广度，难以吸引国际证券资金大规模的稳定流入。加之银行信贷资金净流入的减少，甚至转变为净流出状态。新兴经济体的外资净资本流入并没有实质性增加。进一步考虑到新兴经济体国内资金的流出行为，新兴经济体未能从根本上扭转过去几年的跨境资本净流出流出状态。全球失衡的实质性调整和大宗商品价格的急剧下跌，导致新兴经济体的经常项目顺差大幅减少。两者结合在一起，导致新兴经济体储备资产的不断减少。

5、我国私人资本跨境流动逆差在短期内的改善，并没有从根本上扭转我国跨境私人资本流动逆差规模不断扩大的趋势。跨境私人资本流动逆差的出现和不断恶化，改变了我国的国际收支平衡模式。经常项目顺差的趋势性下降，使其无法弥补跨境私人资本流动逆差。在这种情况下，只能依靠官方储备资产的净流入来平衡私人部门的国际收支逆差，由此导致官方储备的不断下降。

6、我国非储备金融账户不仅要面临逆差持续扩张的问题，还要面对资本流动易变性提高的问题。国内产业结构调整和转移，以及“一带一路”战略的稳步实施和推进，意味着我国 FDI 逆差将会稳步扩张。主要国际货币间套利机会的持续存在，使得我国证券市场很难长期留住“追逐收益”的证券投资资金，证券资金跨境流动的方向随时会逆转。全球超低利率甚至是负利率环境的持续，必然会增加贷款和贸易信贷等形式的私人资本流动的易变性。

7、误差和遗漏项下的私人资本净流出，是我国总体私人资本流动逆差的稳定来源，甚至是最主要的来源。误差和遗漏项下的资本流动在很大程度上是不预测和不可管的。因此，该项下资本流动逆差规模的不断扩大，意味着在我国跨境私人资本流动中，游离于监管当局监控和管理之外的私人资本流动规模越来越大。一旦发生较大的金融冲击，引发私人资本大规模流进或流出我国，监管当局对跨境私人资本流动的管控将无法实施，更谈不上提高管控和调节效率。

分报告四

货币政策的回顾与展望

于　泽

摘要：2016 年货币政策总体较为稳健，央行进一步改善流动性提供方式，稳定预期，完善汇率形成机制和外汇管理体制，为供给侧结构性改革建立良好的环境。但是，M1 和 M2 的货币增速出现了较大的剪刀差，这预示着较大的金融风险，是需要货币政策在未来关注和提前应对的。未来货币政策需要在加快供给侧结构性改革的大方向下定位，协调考虑长短期平衡，未来一段时间内依然要在保持适度流动性供给的条件下逐步调整利率期限结构，增加长期流动性供给，减缓短期流动性冲击，维持稳健的货币政策。

关键词：流动性　货币政策　货币增速　汇率

2016 年以来，在依然较大经济下行压力和推行供给侧结构性改革的大背景下，中国人民银行继续实施了相对稳健的货币政策。在货币政策执行上，改进了通过存款准备金等政策对流动性进行控制的办法，更加注重公开市场业务和借贷便利等政策，强化了对市场流动性的引导。同时，在控制国内流动性的时候，加大了对汇率形成机制和外汇管理体制改革，维持了相对平稳的汇率预期和国际资本流动趋势。本报告在回顾一年来的货币政策实践的基础上，分析最为突出的货币增速剪刀差问题，提出了明年货币政策需要注意的问题。

一、货币政策操作与市场流动性状况

2016年中央银行总体维持了较为稳健的货币政策，通过多种方式改善了市场的流动性状况，流动性供给更加灵活平稳，稳定了金融体系。

（一）准备金率调整和准备金考核制度完善

存款准备金一度是我国中央银行调节流动性的重要手段。随着金融机构行为和金融市场状况的变化，在本次应对宏观经济波动过程中，准备金率的使用频率变小，方式发生了重要变化。

2016年3月，是中国人民银行最近一次全面下调了各金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。下调后，大型金融机构的存款准备金率为17%，中小存款型金融机构的准备金率为15%。这次下调是2015年3次下调存款准备金率之后的迄今唯一一次变动，准备金率的使用频率明显降低。在2006年开始的经济过热及以后2009年经济下行的完整周期中，存款准备金率频繁使用。尤其是在上行过程中，小步快跑，几乎每月都会对准备金率尽心调整。而在这轮周期中，从2012年5月之后，直到2015年2月才开始使用准备金率政策，之后也仅仅调整了4次，且幅度有限。在此期间，我国的金融环境发生了巨大变化，央行更多是通过其他手段来控制流动性，减少对市场有着较大干扰，但是又并不太有效的准备金率政策。

在减少使用存款准备金率政策的同时，人民银行积极改革存款准备金的管理方式。人民银行在2015年9月开启了将对金融机构的存款准备金的重要改革。2015年的改革将准备金的考核标准从每日达标改为维持期内日均达标。日均达标更加有利于金融机构调整流动性头寸，给了机构更大的灵活性，稳定金融市场波动。2016年7月份进一步深化改革，将金融机构存款准备金交存基数由每旬末一般存款余额的时点数调整为旬内一般存款余额的算术平均值。这种调整之后，我国存款准备金在计算上就是双平均，即基数平均和达标平均。基数平均可以有效避免我国各金融机构在业务上存在的月度周期性波动，避免各种时点问题。这对维持我国金融市场的流动性平稳供给有着重要作用，防止了人为出现流动性在特殊时点的波动。



图 1　存款准备金率

数据来源：Wind 资讯

（二）合理引导市场利率

在取消了存贷款利率的上下限管理之后，我国利率市场化进入了新时期，重点问题是如何确定和维持政策基准利率，构建合理的市场利率引导工具，维持利率和流动性供给相对稳定。

第一，构建基础利率。2016 年的流动性供给更多采用公开市场业务的方式进行调节。从 2 月份开始，央行建立了公开市场每日操作常态化机制，每日一次开展 7 天期的逆回购操作。截至 10 月底，累计通过 7 天逆回购共向市场注入流动性 141300 亿元。通过公开市场业务，共投放货币 16913 亿元。在央行的努力下，公开市场业务 7 天逆回购利率维持在 2.25%，银行间市场 7 天回购利率围绕着 2.25% 进行波动（图 2），总体走势稳定，7 天逆回购利率起到了政策基准利率的作用。

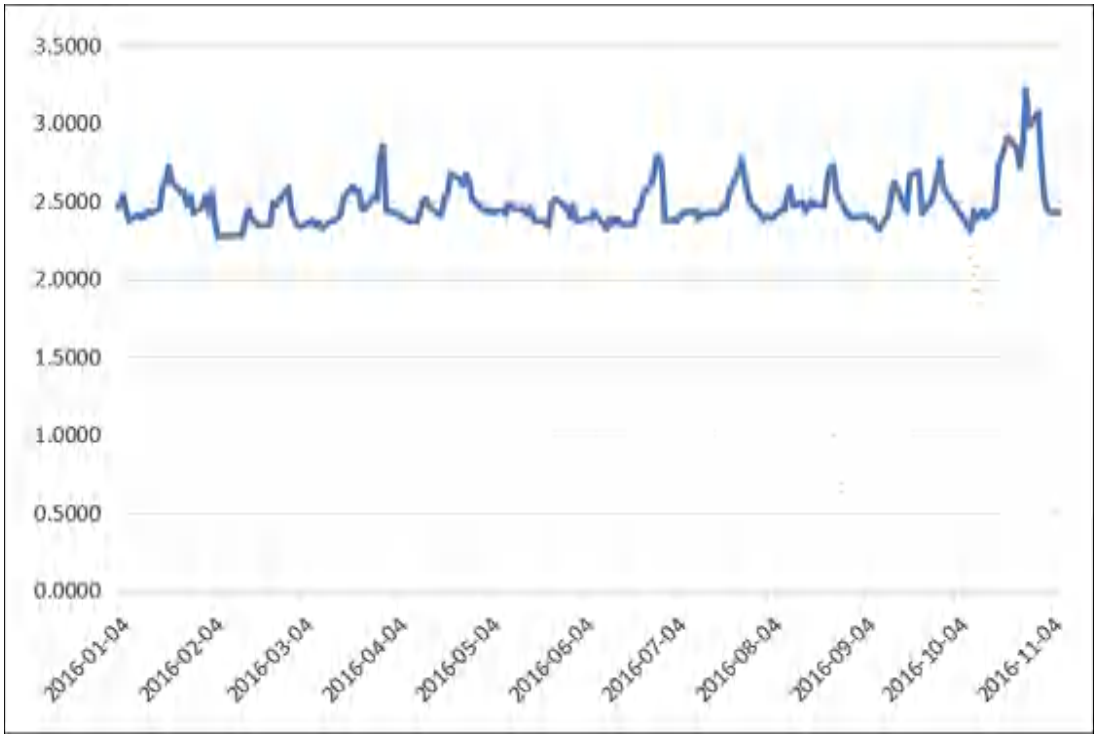


图 2　银行间市场 7 天回购利率

数据来源：Wind 资讯

第二，央行丰富借贷便利期限品种，构建利率走廊和中长期政策利率。在设定了基础政策利率后，央行通过常备借贷便利构建了利率走廊的上限。根据市场的流动性状况，截至 10 月底，共进行常备借贷便利操作 5480.14 亿元，10 月底常备借贷便利余额 5 亿元，稳定了短期流动性。同时，为了构建合理的中长端利率，央行每月对中期借贷便利进行常态化操作，同时将期限从 3 个月扩展为 6 个月和 1 年期。截至 10 月底，共进行操作 52715 亿元，总计余额 21118 亿元。

（三）完善宏观审慎评估（MPA）

2015 年 12 月 29 日，中国人民银行发布消息称，为避免监管协调不够与监管真空，央行决定将 2008 年金融危机以后创设的宏观审慎政策框架予以改良。自 2016 年起将现有的差别准备金动态调整和合意贷款管理机制“升级”为“宏观审慎评估体系”（Macro Prudential Assessment，以下简称 MPA）。

宏观审慎管理采用了一般均衡的思路，以资本监管和流动性监管为主要手段，可以有效防止目前微观审慎监管的不足，避免金融体系为约产生的信贷紧缩和火

线销售问题。在当前引入了第三版巴塞尔协议的情况下，宏观审慎管理的建设正在加速。在2016年，宏观审慎管理一方面强调对于各种资产进行全方位管理能够，另一方面面对房地产市场的天量信贷投放，按照“因城施策”的原则对房地产市场实施调控，强化住房金融宏观审慎管理。

（四）完善人民币汇率市场化形成机制和外汇管理体制

2000年加入WTO之后，中国与世界的联系日渐紧密，汇率对国内货币政策的制约逐渐加大。如果要追溯我国货币政策调整的开端，2005年的人民币汇率形成机制改革实质上开启了一个新时代，使得金融价格市场化到了一个新阶段。2005年之前，人民币基本上是盯住美元的固定汇率，2005年之后，本着先扩大波动区间，后调整中间价形成机制的路径，人民币汇率盯住范围和价格波动区间都逐渐扩大，逐渐向市场决定的有管理的浮动汇率体系靠近。2016年加快推进了汇率形成体制的改革。最近两年人民币汇率形成机制改革的大事可以参见表1。

表1　　近期人民币汇率形成机制大事记

2015年8月11日	因为中间价与收盘价差距较大，调整中间价形成机制。人民银行对人民币美元汇率中间价报价进行调整，要求做市商在每日银行间外汇市场开盘前，参考上日银行间外汇市场的收盘汇率，综合考量外汇供求情况及国际主要货币汇率变化，再向中央外汇交易中心提供中间价报价。去掉做市商报出的最高价和最低价，中间样本剩下的加权平均值就是每天公布的中间价。伴随着中间价设定机制调整，央行公布人民币兑美元汇率中间价报6.2298，较上一个交易日贬值1136点，下调幅度达1.9%。
2015年12月11日	调整人民币参考货币篮子，中国外汇交易中心发布CFETS人民币汇率指数。该指数包括在中国外汇交易中心挂牌的13个外汇交易币种，样本货币权重采用考虑转口贸易因素的贸易权重法计算而得。美元、欧元、日元比重分别为26.4%、21.39%和14.6%。此外，港币、英镑和澳元分别占6.5%、3.8%和6.2%。

续表

2016年5月6日	央行宣布基本实现了“收盘汇率＋一篮子货币汇率变化”的人民币兑美元汇率中间价形成机制。其中,“收盘汇率”是指上日16时30分银行间外汇市场的人民币对美元收盘汇率,主要反映外汇市场供求状况。“一篮子货币汇率变化”是指为保持人民币对一篮子货币汇率基本稳定所要求的人民币对美元双边汇率的调整幅度,主要是为了保持当日人民币汇率指数与上一日人民币汇率指数相对稳定。做市商在报价时既会考虑CFETS货币篮子,也会参考BIS和SDR货币篮子,以剔除篮子货币汇率变化中的噪音。中国外汇交易中心将做市商报价作为计算样本,去掉最高和最低的部分报价后,经平均得到当日人民币兑美元汇率中间价

在人民币汇率决定机制日渐市场化的过程中,人民币呈现了先升值,后贬值的态势。图1展示了2005年以来的人民币汇率中间价与NDF的走势。在2005年汇改开始后,2008年次贷危机之前,人民币兑美元持续升值。在次贷危机中,为了保持经济稳定,我国汇率基本保持不变。在2010年开启了二次汇改,人民币又开始了持续的升值。2015年8月11日的汇改措施是以前汇率模式的方向性扭转。人民币进入了贬值路径。目前来看,在深化人民币汇率形成机制改革,形成“收盘汇率＋一篮子货币汇率变化”的人民币兑美元汇率中间价形成机制,汇率机制的灵活性、规则性、透明度和市场化水平明显提高,人民币汇率预期总体保持稳定,但是存在一定的贬值压力。至2016年11月初,人民币兑美元中间价贬值4.35%,对日元贬值20.21%,CFETS人民币汇率指数下跌了7.09%。在人民币汇率日益市场的现实中,贬值压力必然会导致资本流动加速。这就涉及到了与汇率息息相关的外汇管理体制。

2016年在外汇管理体制上放管结合,一方面进一步方便贸易投资便利化和资本项目可兑换度,另一方面加强对跨境资金流动监控。

在经常性账户下,允许A类企业贸易外汇收入可直接进入经常项目外汇账户或结汇,简化了企业收汇和结汇手续。同时,全面实施资本金和外债意愿结汇管理,将权力下放,满足了企业的灵活需要。此外,为了企业更好地应对汇兑风险,允许银行为机构客户办理差额交割的远期结汇业务,防范汇率风险。在资本项目下,着力提高可兑换程度。2016年实施了合格境外机构投资者外汇管理改革,放宽单家QFII机构投资额度上限、简化审批管理、便利资金汇出入、放宽锁定期限制。同

时，为了适应人民币加入SDR，进一步推动银行间债券市场对外开放。允许境外机构投资者投资银行间债券市场，不设单家机构限额或总限额，方便境外机构投资者直接办理资金汇出入和购结汇手续。

在提高管理效率的同时，为了应对更加复杂的跨境资本流动状况，在加强预期引导的基础上，个人外汇业务监测系统正式运行，进一步强化了对个人相关外汇业务的监测。

（五）结构性信贷供给

因为经济环境变化和供给侧结构性改革，调整经济结构，2016年在信贷投放部门和行业差异进一步加强。表2中可以看出，前三季度住户贷款迅速增长，这主要是因为2016年房地产市场持续火爆，商品房销售迅速提高。

表2　　2016年三季度人民币贷款结构　　单位：亿元

	9月末余额	同比增速
人民币各项贷款	1,041,137.89	13%
住户贷款	317526.01	21.42%
非金融企业及机关团体贷款	710198.82	10.34%
非银行业金融机构贷款	9651.6	−24.60%
境外贷款	3761.45	10.94%

为了支持重点领域建设，人民银行积极运用再贷款、再贴现和抵押补充贷款等工具通过商业性金融机构和各政策性银行进行结构性倾斜。2016年，人民银行开办了扶贫再贷款，专门支持贫困地区和贫困人口的金融需求，提高了金融对贫困地区的覆盖率。同时，人民银行专门对国家开发银行、中国进出口银行和中国农业发展银行三家政策性银行发放抵押补充贷款，提高贷款发放能力，配合国家战略，主要用于棚改贷款、重大水利工程贷款、人民币“走出去”项目贷款等。截至10月底，抵押补充贷款余额19756亿元。总体来看，较好地支持了国家的重点项目。

二、货币增速变异背后的风险——经济主体行为与政策传导渠道变异

在2016年相对稳健的货币政策执行环境中，一个非常重要的变化是两个层次的货币供给量，M1和M2，增速出现明显分化，剪刀差逐步扩大。这种现象反映了经济主体对于货币反应的行为发生了变异，货币政策的传导机制出现了改变，影响未来的货币政策效果。因此，为了对明年的货币政策做出较为明确的判断，需要对增速剪刀差进行清晰的认识。

这种剪刀差的背后既有外部风险上升，企业为了谨慎持币，也有政府资金周转速度下降，存款攀升，更是新旧动能转化存在结构性障碍导致转换缓慢，经济脱实向虚，资金周转速度变慢。这种分化蕴含着较大的流动性风险。一方面资金短期化使得资产泡沫上升，金融风险加大，另一方面加大了资金外流的力度，对汇率稳定产生冲击。同时，看似充裕的短期流动性在行业间分配不均，行业聚集加大了部分行业可能出现资金链断裂的风险。更为重要的是，货币增速结构性分化带来的流动性风险可能会对宏观经济稳定产生影响，从而拖累改革的步伐，进而加剧本就由新旧动能转换缓慢导致的货币增速剪刀差，产生流动性风险和改革的负循环，加剧问题的严重性。

（一）2016年货币供给增速剪刀差

2016年货币供给基本保持平稳，但是结构性分化明显。M2在基本平稳的趋势下增速持续有缓慢的下降，从2016年1月份同比增速13.3%下降到9月份11.5%。与此同时，M1的增速在多年沉寂之后，从2015年9月开始启动，增速持续加快，2016年9月增长率上升到24.7%。这种结构性分化实际上是中国新旧动能转换时期的结构性现象，有着多重成因。

第一，考虑到翘尾因素，实际数据夸大了M1和M2增速的差。从图1中可以看出，简单考虑M1和M2增速在2015年10月份就发生了分化，之后M1增速持续上升。但是，实际上这种增速包含了很多翘尾因素。考虑到这些翘尾因素，M1全面超越M2的增速是在2016年5月份之后才启动的。在时间是刚刚发生之外，剔除翘尾因素后，M1和M2增速差也大幅度变小了，小于简单考虑M1和M2的增速差。

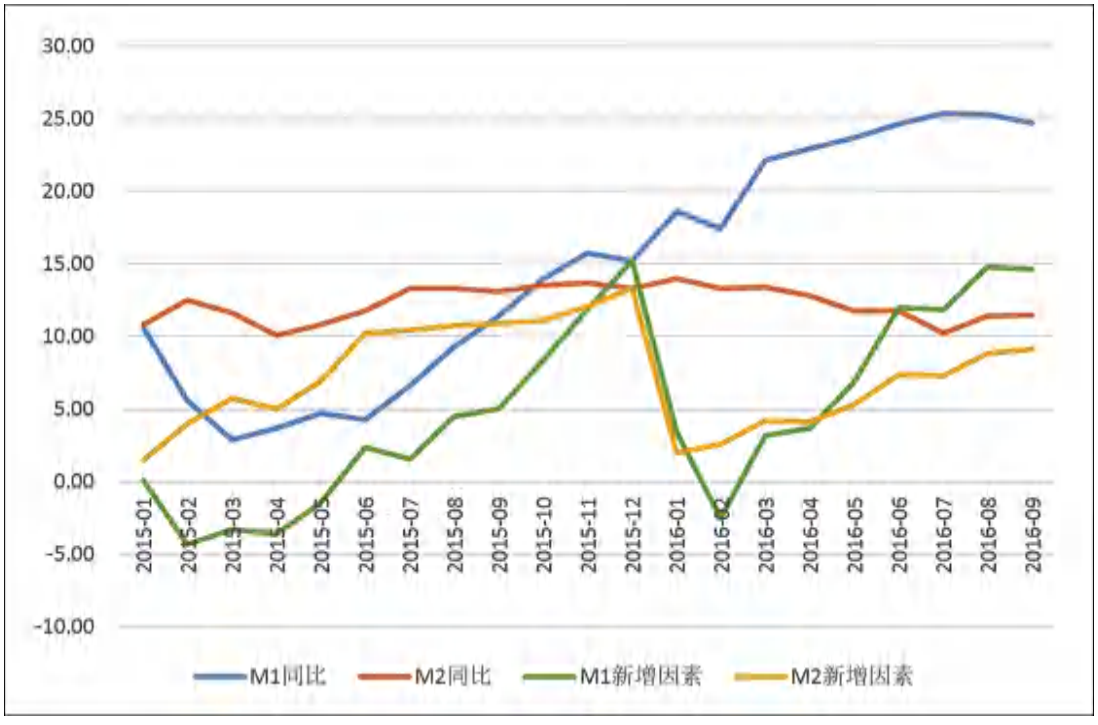


图 3　M1 和 M2 增速

数据来源：Wind 资讯

第二，企业存款活期化和财政性存款上升是 M1 和 M2 增速差的主要原因。M1 中主要的成分是现金、非金融企业的活期存款和政府存款。在这三部分中，现金部分的增速虽有上升，但是幅度很小。企业活期存款在年初出现了较大幅度的上升，但之后保持了较为稳定，2016 年 9 月份比 2015 年 12 月增长了 10.6%。更为重要的是，因为债务置换、土地款等收入增加，但是支出增速放缓，财政资金加速沉淀，财政存款在 2016 年出现了大幅度的上升，2016 年 9 月份比 2015 年 12 月增长了 24.5%。

第三，M1 和 M2 增速差背后是增长新旧动能转换缓慢导致的资金周转速度变慢。今年经济增长动能在政府和市场间持续分化，主要力量还是政府主导下信贷推动的基建和房地产，市场内生动能不足。这就导致为了应对外部下行风险，企业出于谨慎目的持有更多现金，收到款项后为了保持流动性，快速积累活期存款，在一定程度上出现流动性陷阱。这表现为今年民间资本投资迅速下降。同时，改革落地缓慢，地方政府与市场动能相一致的激励机制构建尚未完成，导致地方政府不作为和懒政现象日益突出。这使得财政资金投入后周转速度大幅下降，沉积在政府存款账户。总的来看，传统企业引导企业投资和地方政府积极行动的动能在消

失，新的动能还在积累中，这就导致资金使用效率下降，周转速度变慢，在活期资金沉积，推动 M1 迅速上升。

（二）货币供给增速剪刀差的主要风险因素

由于 M1 和 M2 增速存在着较大的翘尾因素，随着翘尾因素的逐渐消失，加上因为新旧动能转换缓慢，资金周转速度变慢积累将会持续拉动 M1 增长率上升，抑制 M2 的上升，从而拉大剪刀差。从图 3 中可以看出，在剔除了翘尾因素后，M2 上升的动力在 2016 年全年都较弱。这种资金短期化导致的 M1 和 M2 增速之差在在未来一段时间将会更加严重。M1 和 M2 增速剪刀差加大蕴含着较大的流动性风险，可能对未来的经济产生较大冲击。

第一，资金短期化使得资产泡沫上升，金融风险加大。在企业持有大量活期存款后，由于收益率非常低，致使企业会寻找更好的升值渠道。为了保持资金的流动性，这部分资金就会参与到短期的投机性活动，而不是进行长期投资。这就会导致在跟风式投资产生了金融泡沫。由于资金的高度流动性，金融泡沫将会呈现按住葫芦起了瓢的态势，加剧金融不稳定性。同时，由于企业持有更多的活期存款，将使得银行的资产负债表结构改变，负债方流动性风险加大，银行的期限错配变的更为严重。在不良贷款上升的环境中，银行的总体风险上升，加大了中国发生系统性金融风险的可能性。

第二，加大了资金外流的可能性，对汇率稳定产生冲击。由于企业持有大量的活期存款，在美元走强的大环境下，企业为了保值有着较大的换汇动力。伴随着美国经济的缓慢复苏，美国在未来几年的大趋势是缓慢加息。由于世界其他主要经济体结构性问题更为严重，经济增长前景更不确定，美国的加息将会在较长时间内将美元置于强势位置。这就产生了从资产配置角度对美元需求加大，甚至出现美元荒，推升美元汇率。在长期强势美元的环境下，我国企业也就存在着为了保证手里面的现金价值，具有较强的汇兑动机。这种汇兑动机转化为实际行为主要取决于行动成本，当企业持有了大量高流动性的活期存款后，从资产角度看，换汇的成本大幅度降低了，企业就随时有可能在人民币汇率出现波动时期进行换汇。从而，在较长时期内，企业持有的活期存款成为我们头顶上的达摩克利斯之剑，威胁着汇率稳定。

第三，看似充裕的短期流动性在行业间分配不均，行业聚集加大了部分行业可能出现资金链断裂的风险。今年 M1 增速较快，看起来我国的流动性状况良好。

但是，总量良好的背后是结构性矛盾。从企业角度看，活期存款的主要来源是外部的信贷和收到的货款。2016 年主要的增长模式是基础设施投资和房地产拉动，这两类行业的企业资金充裕，但是其他行业资金变紧。企业获得的贷款主要集中在基础设施建设领域。一个主要的渠道是通过国开行的开放贷款，给企业提供资金，进行基础设施建设。由于基础设施建设领域以国企为主，民营企业并没有在这之中获得很大收益，导致民营企业反而感觉今年资金链更加紧张，存在着很大的断裂可能性。同时，房地产企业也在 2016 年获利颇多，随着一二线城市房地产市场量价齐升，企业的现金流持续盖上，活期存款上升。但是，基建和房地产相关行业外，其他行业并没有受到 2016 年持续流动性扩张的好处，导致资金压力较大。

这种行业性的资金压力大也和政府手里面财政存款集聚有关系。这部分钱不能花出去，企业就不能获利，从而就难以改变因为前些年积累的高杠杆产生的较大资金压力，资金链风险加大。

第四，更为重要的是货币增速结构性剪刀差带来的宏观风险有可能与改革相互作用形成负循环，使得剪刀差进一步放大，风险进一步上升。如前所述，M1 和 M2 增速剪刀差的加大蕴含着较大的流动性风险，这会对宏观经济稳定产生影响，在这种环境中，改革可能被迫放缓步伐。随着改革步伐放缓，新旧动能转换会更加缓慢，地方政府和企业会积累更多的存款，货币增速剪刀差加剧。这就进一步产生流动性风险，从而拖累改革，形成负循环，加剧问题的严重性。

三、未来货币政策定位与执行

由于货币供给结构性增速分化背后的深层次原因是结构性改革落地较慢，新旧动能转换不足导致的，要根本解决这个问题，降低风险，提升货币政策的效力，还需要加快改革。拖延改革有可能酿成流动性风险与改革的负循环，使得经济陷入更大的困境。首先，建立与市场相容的地方政府激励体制，加快财政资金周转。当前地方政府旧的激励机制失效，新的激励机制还有没构建，需要借助财权和事权改革，加快推进构建地方政府与市场创新相一致的激励机制，发挥地方政府活力。其次，通过新动能提供企业投资机会，促使企业投资。企业持有大量资金部分是通过今年基建加房地产的模式得到的，这种旧模式不改变，资金的积累还会加剧。同时，由于新动能不足，企业投资机会有限，也只能积累资金。为了能够提高资金周转效率，需要加快新动能的培育。货币政策需要在加快推进改革的大方向下进行

定位。

第一，未来还需要维持适度的流动性供给增速。虽然货币供给结构性增速分化有着较大的风险，但是，不能因为有风险就降低流动性供给。降低流动性供给反而会加大风险。一方面，流动性供给下降会拖累经济增长，这会增加企业的风险感知，现金为王，进一步增加活期存款积累，放大增速剪刀差。另一方面，由于行业间资金不均，贸然降低流动性供给会导致部分行业的资金链压力加大，产生破裂风险，对经济有较大危害。当然，维持流动性供给也不是无节制放水。但是，这也不意味着我们需要进一步扩大信贷供给。首先，由于以往的历次经济刺激以财政和货币手段加大资源投资，特别是信贷投入，使得微观经济主体积累了很高的杠杆，这在经济增速下降的状态下，蕴含了大量的金融风险，继续进行大规模需求刺激会提高杠杆而导致泡沫的进一步聚集，经济危机风险加大。其次，当前经济流动性偏好上升。当信贷进入经济当事人的口袋后，资金会进入流动性更强的金融，而不是进入长时间投资的实体经济，货币灌溉并不能起到很好的刺激作用。现在存在的企业流动性陷阱和地方政府积累资金在放水条件下也不会改变，大放水会加大 M1 和 M2 增速之差，提升风险。这就要求在未来流动性供给政策加大微调、预调，在松紧之间维持适度平衡。

第二，加强对公司业务的国际资本流动监管。由于企业活期存款存在着较大的跨境流动，从而冲击人民币汇率的风险，这就要求我们要对企业跨境资本流动进行较为严格的监管，从而维持人民币汇率基本稳定，为改革创造良好的外部环境。

第三，加快金融机构改革，放松企业的外部融资约束。我国当前金融领域存在较多问题，例如监管体制不健全、系统性风险抵御能力较差等。但是，最为关键的是金融的基本职能，融资，并不能适应新的发展模式。从图 4 中可以明显看出，在固定资产投资中，企业自筹等比重持续上升。这里面的一个原因是国家财政支持下降，财政更多从直接投资转向公共产品供给。但是，财政占比下降的时期，贷款比重上升，部分财政职能由国有银行来弥补。随着金融深化，贷款所占比重也下降了。企业自筹部分的持续上升反映出来企业的融资约束上升，企业投资非常需要依赖自身的利润积累。

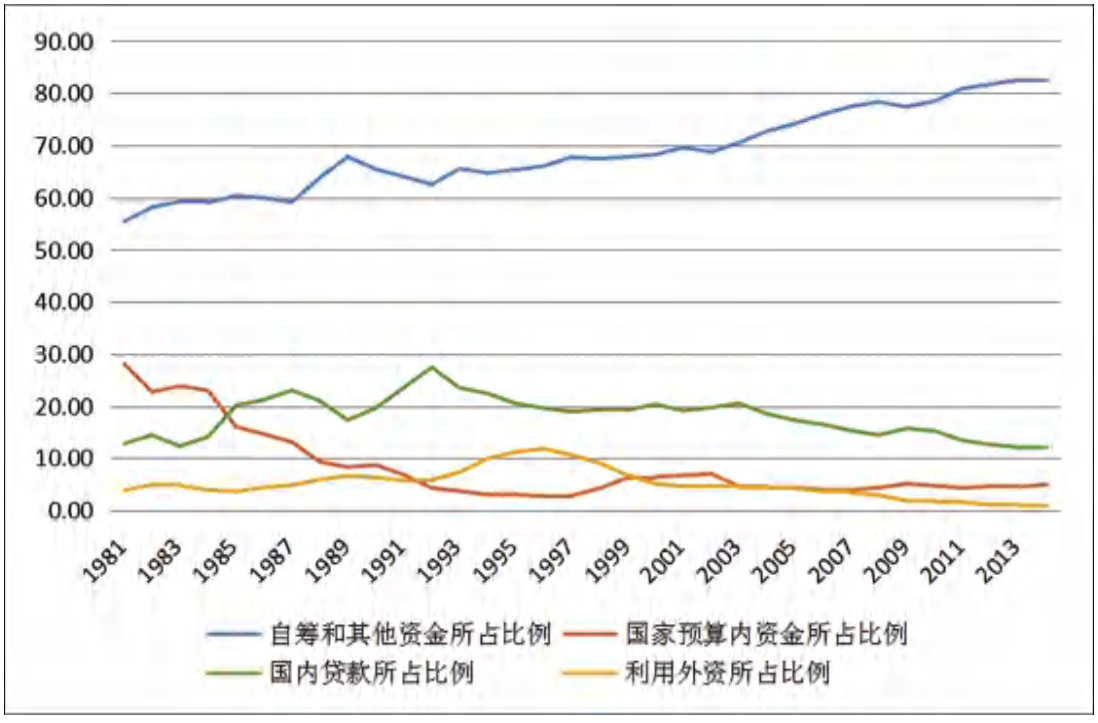


图 4　固定资产投资资金来源

数据来源：Wind 资讯

这种融资模式对于我国曾经处于模仿赶超时代还可以容忍。但是，因为在经济新常态下需要进行有着极大的不确定性的创新，是资金密集型的活动。如果仅仅依靠企业自身融资，对于创新就有这极大地制约。因此，为了适应新的发展模式，需要进一步降低企业融资约束。这需要进一步推动金融机构改革，推动金融对各类主体的帮助作用。

分报告五

中国的产业政策:站在何处?走向何方?

张　杰

摘要:通过长期的实地调研和观察,本文针对中国各级政府制定和实施产业政策的典型特征进行归纳,发现中国各级政府现行的产业政策表现为:是政府和市场各自功能边界定义不清和认识混乱的直接产物;是中国当前独特的行政体制和官员晋升体制的产物;在很大程度上是受到各级政府官员专业能力和执行能力的根本性制约;是与政府相关行政机构官员利用产业政策中所掌控的政府财政项目审批和财政资金运用权力,来实现自身寻租活动和腐败机会的机会与空间紧密相关。这就导致了中国各级政府现行的产业政策,与经济结构转型升级的战略目标发生了根本性背离;与落实创新驱动的国家战略发展目标发生了根本性背离;与"制造业立国"、"工业强国"的国家战略目标发生了根本性的背离甚至负向扭曲效应;与构建中国特色市场化经济体制的总体发展战略任务发生了相当程度上的背离。据此逻辑分析,提出了中国产业政策今后调整与改革的根本性取向。

关键词:中国产业政策　典型特征　多重背离与扭曲　改革取向

一、中国现有的产业政策站在何处:四大典型特征

最近,对中国现阶段究竟是否需要制定产业政策以及到底需要制定什么样的产业政策,引发了学者们的激烈争论,也引发了更多的思考。然而,依据笔者长期的实地调研、观察和思考,要回答中国今后究竟是否需要制定产业政策,中国的产业政策是否具有转型升级的必要性以及转型方向等这些重大问题,首要的是,既有必要搞清楚中国当前各级政府制定各种产业政策的核心目的以及政策制定其中的内在逻辑,更有必要弄清楚中国各级政府行政机构以及相关官员是如何理解和运用这些产业政策的行为和动机逻辑,事实上,全面审视和认清中国情景下当前产业政策的运用状况以及实施效果,要比仅仅纠结于是否有必要制定产业政策的争论更为重要。

换而言之,正确和深入理解中国当前产业政策的实施和运行所依赖的各种制度环境和体制环境,或者从产业政策制定的内在逻辑和产业政策在各级政府层面运行的制度和体制环境相互嵌入、相互影响、相互作用的融合视角,来重新理解中国产业政策的成败,要比仅仅停留在理论层面上探讨或争论中国产业政策制定的必要性和科学性,要更具有现实意义和研究价值。中国的产业政策究竟站在何处?其典型特征以及内在逻辑究竟如何?在我们看来,可从以下四个层面来加以理解:

1、中国当前的产业政策本质上是政府和市场各自功能边界定义不清和认识混乱的直接产物,主要的实施逻辑是通过对关键要素分配权的掌控权,对企业关键要素成本实施直接干预,通过对企业生产成本的多重扭曲,帮助企业规模快速扩张的能力以及获得制度性的低成本出口竞争优势。因此,中国各级政府相当部分产业政策的制定逻辑,是与市场经济所要求的公平竞争原则相背离的。

在中国现阶段的经济发展进程中,始终面临的一个认知困局是,依据经济发展的阶段性特征和关键的短板,如何定义好政府这只“看得见的手”和市场这只“肯不见的手”在推动经济增长中的功能边界,把握好二者之间的平衡关系[1]。然而,大量的客观事实表明,中国各级政府在制定和出台各种产业政策的时候,本身并不是为营造公平的市场竞争环境作为逻辑起点的,而是以在短期内尽可能促进 GDP 的规模扩张为逻辑起点的。在以短期内刺激 GDP 快速扩张为中心的发展思维推动下,中国各级政府所偏好的产业政策以及对产业政策的理解和运用是,既不考虑当地的资源和要素禀赋条件以及企业在当地发展是否具有根植性,也不关注政府是

否具有甄别和筛选未来具有高度不确定性产业的基础能力，主要就是依靠从中央到地方、地方服从中央的层级式的产业发展规划及各种产业发展目录指南，积极利用各种优惠政策或者直接运用财政奖励资金的“一揽子”式的招商引资，大量使用对当地产能扩张快、上交利税多的大企业实施“锦上添花”式而非“雪中送炭”式的财政资金直接奖励和税收优惠等扶持政策，通过扭曲要素市场、压低企业生产所需的关键要素价格，来创造企业在地区生产的相对低成本竞争优势。再迅速利用国外对低端制造业产品的巨大市场空间以及全球价值链重新布局所蕴含的出口发展机会，在短期之内迅速发展成为全球低端产品的“世界工厂”。因此，在中国各级政府这种运用产业政策的固定思维和既定模式之下，必然会造成和加剧产业政策与市场运行所需的公平竞争机制之间的冲突和矛盾，导致中国的产业政策整体上仍然带有非市场化乃至计划经济的深刻印记，从而造成中国当前的经济发展进程中呈现出 GDP 规模快速扩张，而市场化改革进程停滞甚至倒退的双重背离的典型现象。很显然，这种所谓的具有中国特色的发展模式，是与市场经济所要求的公平竞争原则相背离的，未必具有可持续性。

2、中国当前各级政府产业政策，在相当程度上是中国当前独特的行政体制和官员晋升体制的产物，各级政府产业政策的制定目的、实施路径和运行效果，在很大程度上是由中国当前独特的行政体制和官员晋升体制所决定的。毫不夸张地讲，中国当前产业政策的制定和实施，根本上是以满足地方政府一把手官员在短期内实现 GDP 快速增长的任务为中心。其既具有权威命令性、执行层级性、简单操作性的典型特征，而且，随着地方政府一把手官员的变更和升迁，也具有政策不可持续和政策思路易变的典型特征。

事实上，任何一个国家的产业政策从制定到实施，均是内嵌于本国内在的制度体系、行政体系以及官僚运行体制之中，不可能脱离这些体系而孤立存在。基于如此的事实，要深入理解中国产业政策制定和运行的内在逻辑，就不能脱离对中国当前独特的行政体制和官员晋升体制的密切关注。中国的现实恰恰验证了这种逻辑，客观来看，中国当前各级政府产业政策的制定目的、实施路径和运行效果，在很大程度上是受到中国当前独特的行政体制和官员晋升体制的内在影响和制约。这具体表现在：一方面，无论是中央出台的各种发展战略规划，还是地方所制定的总体和专项发展规划，对于中国的各级政府特别是地方政府的具体落实动机来说，均必须直接体现在在当地一把手官员的任期内，能否通过招商引资到大项目、国有企业或外资企业项目，在短期内创造出当地的 GDP 增长。之所以有如此的表现逻

辑，是因为中国现有的对上负责的官僚行政体系、以 GDP 增长为核心的官员晋升考核和提拔竞争机制以及地方行政权力体系中“一把手说了算”的权威集中性治理体系，必然会激励或催生出中国各级政府官员在制定和运用产业政策过程中产生如此的内在逻辑和行为动机；另一方面，紧密围绕地区 GDP 短期快速增长任务和目的的产业政策，能否在中国各地区中得以顺利地实施与运行，这内在地与中国的产业政策是否具有权威命令性、执行层级性、简单操作性特征密切相关。也就是说，这些产业政策在执行和实施中，必须具有从上级到下级的层层分解和落实的基本特征，必须具有可量化、可核算、可统计、可比较的内在特征（比如，招商的项目数量，引资的具体数额），还必须与地方政府官员的低端的、简单的、直线性的执行和项目操作能力相匹配。因此，这种情形之下，中国当前的产业政策体系与粗放型经济发展模式形成了相互内嵌、相互锁定的特定模式，使得中国经济在很大程度上进入了一种被低端化锁定的发展路径之中，使得中国当前的产业政策成为阻碍中国经济结构转型升级以及经济新旧动力转换进程中，最为突出的因素。而且，由于中国各级政府特别是地方政府随着地方政府一把手官员的变更和升迁，新任的地方一把手官员为了任期内 GDP 增长的新机会新空间，必然会实施新的产业发展目标，这就使得中国多数地方政府的产业规划和产业政策并不具有可持续性，导致以实现经济增长质量提升和自主创新能力提升为主的长期化产业政策，根本就没有立足的余地与空间。

3、中国当前产业政策的运行，在很大程度上是受到各级政府官员专业能力和执行能力的根本性制约。即便顶层设计科学、出发点合理以及具体实施路径设计很好的产业政策，在中国当前各级政府官员滞后的专业能力以及落后的执行能力的阻碍作用以及扭曲效应下，也会发生较大程度的变异和失效。因此，不可忽略的是，中国现行行政体制下各级政府官员的行政权力架构和政策执行能力，已经成为导致产业政策能否顺利运行的重要的制约性因素。

要正确理解中国的产业政策，还必须高度关注的是，中国当前产业政策的运行，在很大程度上是受到各级政府官员的行政架构、行政能力和执行能力等这些因素的根本性制约。如果忽略这些因素的影响效应的话，就无法对中国产业政策的制定和运行有全面且正确的认识。事实上，中国当前地方政府的行政权力架构，主要呈现两个重要特征，一是“对上负责”和“一把手全面负责”的权利架构，二是地方政府行政权力的条块化和部门利益至上化的执行体系。“对上负责”和“一把手全面负责”的地方政府行政权力架构，正如我们以上部分的分析，这必然会导致产业

政策被动地围绕GDP短期增长的典型事实的发生，而地方政府行政权力的条块化以及部门利益至上化的行政权力执行体制，造成了即便顶层设计和实施路径设计均是完美的产业政策，在中国当前地方政府行政权力条块化和部门利益至上化的行政权力执行体系的扭曲作用下，在各级政府官员直线型、简单的、滞后的行政能力和执行能力的阻碍效应下，也会发生较大程度的变异和失效现象。一方面，中国地方政府的各行政机构之间，存在行政权力按照部门边界条块化分割的典型现象，这必然会导致地方政府的相关行政机构只对上级或地方一把手官员的命令负责，导致地方行政机构官员必须以维护本部门的行政权力边界为主要目的，导致地方行政机构官员对行政权力带来的部门利益负责，这种情形之下，对于那些需要多部门配合和协调的复杂的、高端性的产业政策，就会与这些条块分割的行政部门的执行能力存在不相兼容性，导致中国产业政策的低端化，以及高端产业政策的失效；另一方面，更为突出的问题是，中国各级政府的相关行政机构的官员和科员，由于他们自身的专业知识、专业素养和专业能力以及掌握企业信息的能力，往往与需要执行的复杂性产业政策所需的专业知识和专业能力是滞后的，或不相匹配的，这就会导致各级政府的相关行政官员，多数只是以财政资金奖励或补贴等简单的方式来实施产业政策。更为致命的是，由于相关行政部门的条块化分割，造成执行产业政策相关环节的巨量工作，往往由几个人组成的行政科室部门来承担和执行，导致有限的人手根本无法有效实施产业政策事前的科学甄别（解决逆向选择问题）、事中的监管纠错、事后的绩效评测和风险监管（解决道德风险问题），从而导致产业政策的实施效果出现很大程度的失效甚至扭曲。

4、当前中国当前各级政府产业政策的制定和实施逻辑，客观上是与政府相关行政机构官员利用产业政策中所掌控的政府财政项目审批和财政资金运用权力，来实现自身寻租活动和腐败机会的机会与空间紧密相关的。事实表明，监管和问责机制缺失下的寻租和腐败行为，在很大程度上已经成为影响中国产业政策制定、运行效率和实施效果各个环节的不可忽略的重要因素。

仍然需要高度关注的是，如果将中国产业政策的驱动力，仅仅归结为地方官员对GDP增长目标的渴望，显然还是不能够全面且有效地理解和分析中国产业政策的制定逻辑、其中的运行机理以及最终的实施效果。在中国各级政府制定和实施产业政策过程中，无论是从产业扶持目录的制定、投资项目审批权，还是到各级政府的相关行政机构对具体企业的筛选和甄别、以及针对产业政策的落实各级政府所设计的各种类型奖励和补贴财政资金分配权的各个环节来看，一方面，始终存在

的困局是在制定产业政策过程中，政府能否代替市场有效甄别和筛选产业以及具体的企业，另一方面，各级政府相关行政机构的官员和科员在执行这些产业政策的进程中，普遍存在利用对具体企业的筛选和甄别权以及奖励和补贴财政资金的分配权，进行合谋和寻租的活动。在针对产业政策的监管失灵以及监管专业能力滞后的情形下，中国各级政府的相关行政机构以及相关执行科室官员，将运用于产业政策中的巨额奖励和补贴财政资金，当作自己个人和单位部门的“唐僧肉”或“提款机”，作为用于弥补自身工作付出和收入落差之间的心理不平衡和收入不平衡的重要渠道。即便在中国实施了财政预算体制改革以及引入第三方评价和审计专业机构的情形下，也无法有效遏制各级政府官员在实施产业政策中的寻租和腐败空间。更为隐秘的做法是，与第三方机构进行勾结和合谋，通过第三方机构来实施产业政策中的寻租和腐败活动，很显然，第三方机构的参与会加大产业政策中寻租和腐败活动的监管和检查难度。客观事实是，无论是在发达地区还是发展中地区，中国情形下这种通过产业政策来实现官员的寻租和腐败活动的现象均普遍存在。2016年新能源汽车骗取中央财政资金补贴的重大案件的暴露，只是揭开了这个领域所掩藏的寻租和腐败现象的“冰山一角”。因此，中国的产业政策就不可能激励出真正专注于打造自主创新能力的企业、也不可能激励出具有真正全球竞争力的高新技术企业或战略性新兴产业企业，更不可能激励出公平竞争的市场环境以及市场运行所需的法治精神，相反，其会抑制中国企业家通过创新投入来谋求企业可持续发展的内在动力，固化中国经济发展中寻租腐败活动空间以及官商勾结体制，削弱政府的产业或创新扶持政策的实施效果，严重弱化政府有限财政资金的市场配置效率，破坏市场经济运行最为关键的基础——公平竞争机制。这种情形之下，中国各级政府特别是地方政府官员，必然会偏好于制定那些隐含着寻租和腐败机会的产业政策，在执行和落实中央或上级机构的产业政策过程中也会因为寻租和腐败行为，导致既有产业政策实施效果发生较大程度的扭曲乃至失效。

二、中国当前的产业政策与经济发展目标发生了多重的背离和扭曲效应

通过以上的分析，我们初步揭示了中国情景下各级政府在制定和实施产业政策过程中的典型行为特征以及其中的内在逻辑。由此可以看出的一个基本事实是，中国旧有的产业政策的制定和实施，既是中国市场和政府功能定义不清的产

物，也是中国当前政府行政权力架构体系的产物，同时，既受到各级政府官员专业能力和执行能力的根本性制约，也受到监管和问责机制缺失下的产业政策实施过程中普遍寻租和腐败行为发生所带来的扭曲效应和政策失效现象。在如此的现实情形之下，最为关键的是，中国当前的产业政策与经济发展目标发生了多重的背离和扭曲效应，对中国的经济结构转型升级以及经济新动力新动能的构建，产生了不可忽略的负面效应乃至阻碍效应。这些突出的背离与扭曲现象，具体可归纳在以下四个方面：

1、当前的产业政策从制定到实施各个环节的内在逻辑，与中国经济已经进入新常态特定阶段中迫切需要经济结构转型升级的战略目标发生了根本性背离。我们以上的分析表明，中国当前各级政府所实施的产业政策，其本质目标仍然是停留在运用财政资金直接补贴或奖励企业，通过政府在短期内对要素价格的控制和干预权力来扭曲和降低企业生产成本，促使企业获得规模快速扩张能力以及通过规模经济获得低成本的出口竞争能力，从而在短期内实现促进 GDP 增长的地区发展目标。这种以打造低成本出口优势为导向、鼓励粗放型经济发展模式的产业政策思路，与中国处于较低层次的经济起飞阶段中特定的要素禀赋优势以及技术创新能力相对滞后的客观现实是相符合的。中国各级政府制定和实施的产业政策中所隐含的生产性补贴的低成本优势，可以缓解和弥补微观企业因为要素市场发展滞后导致的要素价格扭曲所产生的市场摩擦和市场失灵，也可以帮助实体企业克服和降低由于市场机制发育滞后所导致的高昂制度性交易成本。同时，产业政策在地方政府、各级官员、企业家和当地民众之间形成了一个激励相容的利益共同体，具体是，政府获得 GDP 增长和税收收入、地方一把手官员获得升迁机会以及寻租机会、相关行政部门官员和科员获得寻租机会，企业家获得企业发展和盈利机会，而地区民众获得工作就业机会以及土地拆迁赚钱机会。因此，中国经济的起飞阶段，这种产业政策是具有促进经济发展的效率特征的，然而，在中国经济进入新常态的特定发展阶段后，原有的各种低成本要素禀赋优势发生了根本性的逆转，既有的全球一体化趋势也发生了停滞乃至逆转的苗头，这迫切需要中国的经济发展模式，从低成本要素依赖型、粗放型的增长模式向高端要素创造型、集约型的增长模式转变，这对中国既有的产业政策的调整乃至转型升级产生了倒逼型的内生性需求。但是，在所面临的对市场和政府功能边界的认识难以超越固有计划经济思维的前提下，在政府行政权力架构体系已经发生路径依赖而难以调整的条件下，在经济活动高度依赖官商勾结体制难以短期内加以破解和改革的限制下，在产业政策

运行中普遍存在的寻租和腐败行为所产生的利益集团阻碍改革的制约下，中国的产业政策很难随着经济发展方式的转变、经济结构的转型升级以及经济新动力的转换的内在要求，相应地发生调整和转变。换而言之，中国现行的产业政策已经呈现出与经济进入新常态特定发展阶段所需的经济结构全面的转型升级基本任务，发生了不相兼容甚至相互冲突的典型现象，而且，中国现有经济体制和行政体制中广泛存在的机制性、体制性因素，在相当程度上阻碍了中国产业政策的转型升级。即便中国的产业政策在某些方面某些地区出现了一定程度的调整和改革尝试，中国现有的官员执行能力以及官商勾结导致的寻租腐败活动，也会使得这些改革政策的效果大打折扣。

2、当前中国各级政府所运用的产业政策，与落实创新驱动的国家战略发展目标发生了根本性背离。当前，无论是从促使中国经济发展模式的转变，还是加快经济结构转型升级以及促使经济新动力加速形成的战略改革任务来看，基本的立足点就是要加快落实创新驱动的国家发展战略，提升制造业为主的实体经济部门的自主创新能力。可是，当前中国各级政府所采用和运用的产业政策的基本特征来看，与落实创新驱动的国家战略发展目标发生了根本性背离。首先，中国各级政府为了积极响应中央制定的创新驱动发展战略，广泛运用政府财政资金，以创新补贴、奖励或贷款优惠等形式的产业创新扶持政策，来激励微观企业创新能力的提升。然而，这种简单地运用政府财政资金来补贴和激励企业创新研发活动的行为，既没有将有限的财政资金精确地运用到破除制约企业或行业创新能力提升的原始创新、基础创新能力或弥补共性关键技术短板方面，也没有运用到培育企业或行业创新能力提升所需的创新人才或构建具有国际竞争力的现代产业创新技术体系、发展引领产业变革的颠覆性技术、打造区域创新价值链体系方面，更没有运用到破除束缚创新成果在产业化推进方面所面临的诸多机制性、体制性障碍，相反，其却在很大程度上刺激了掌握政府创新补贴奖励政策权力的官员和企业之间的合谋行为，激励微观企业通过制造具有虚假性质的创新研发活动或不具有真实产业运用价值的专利，来套取或骗取国家创新补贴资金或优惠政策[2]。而且，对于那些即便没有骗取国家创新补贴财政资金的企业的政府创新扶持资金的使用情况来看，一方面，大量的创新财政资金投入被运用到企业生产经营相关的活动中，而真正用于创新研发活动的不多；运用到购买机器设备硬件的较多，而用于创新人才培养以及创新专业技能培育方面的较少；运用于购买国外创新技术的较少，而致力于自主创新能力提升的较少；运用于国有企业的较多，而针对民营企业的较少；另一方面，政

府的创新补贴资金对企业自身私人性质研发投入造成了显著的挤占效应，造成了企业的创新研发活动对政府财政资金的依赖症，削弱了企业运用自身资金进行创新研发投入的内生动力。这些扭曲行为均会降低创新资源的配置效率，导致了中国当前以政府财政资金的补贴奖励为主要类型的创新产业政策的失效。其次，知识产权执行机制的缺位以及专利制度的落后，极大地抑制了中国创新动力的提升。中国虽然已经制订了一系列知识产权保护法律法规，然而，在地方政府仍然存在地方保护主义、地方法院系统对知识产权保护执法的不重视、执法能力的不到位、以及腐败活动对知识产权执法公平性干扰等多重因素的影响下，事实上造成了这些知识产权法律法规的执行机制的严重缺位。知识产权执行机制的普遍缺位，造成中国企业之间对创新的模仿和剽窃行为的盛行，造成创新企业的前期巨额研发投入根本无法获得正常的弥补和回报，这从根本上对中国企业的创新研发活动造成了严重的抑制效应，导致了中国企业“囚徒困境”式的对创新模仿和剽窃行为的依赖机制。而且，中国当前专利制度的设计与实施路径，也已经严重滞后于国家对创新推动经济转型升级重要作用的现实需求。虽然，中国这几年发明专利以及三种类型专利的申请数量已经居于世界第一，但是，在中国各级政府将国家创新战略的运用，仅仅理解为使用专利资助奖励政策以及创新资金补贴政策的双重扭曲效应的负向激励作用下，中国专利数量的快速增长中存在明显的“专利泡沫”或“创新假象”现象，集中表现为政府的专利资助奖励政策，造成了大量专利质量低下以及不具有产业运用价值专利的产生，导致专利数量的快速增长既无法对中国的经济增长形成有效的支撑作用，也不能对中国制造业为主的实体经济的转型升级形成有效的促进作用（张杰，2016）。

3、当前中国各级政府所运用的产业政策，在很大程度上与“制造业立国”、“工业强国”的国家战略目标发生了根本性的背离甚至负向扭曲效应。制造业为主的实体经济部门对中国经济可持续增长所具有的尤为重要的基础性作用，我们对之的认识已经达到一个全新的高度，在《中国制造 2025》规划中将之明确定位为“立国之本、兴国之器、强国之基”。然而，从中国各级政府当前针对做强做大制造业所运用的各种产业政策的内涵和特征来看，不仅没有壮大和提升中国的制造业部门的可持续发展能力和国际竞争力，相反，与制造业立国的国家战略目标在很大程度上发生了根本性的背离甚至负向扭曲效应，在诸多方面对中国制造业可持续发展能力的提升，造成了不可忽略的负面影响。即便产业政策的总体设计目标合理科学，但是，一旦涉及到中国各级政府落实中央制定产业政策的具体执行行为，却与

做强做大中国制造业的总体目标发生了不兼容现象。具体表现在：各级政府在落实中央制定的针对做强做大制造业的产业政策中，不是将有限的财政资金运用到长期制约本地区制造业或产业集群可持续发展中的关键共性技术平台、关键核心技术、关键零配件或高端生产装备等短板的突破与解决方面，也不是将有限的政府资金运用到制造业产品质量的提升、生产效率的提升、技术专业人才体系、区域内精益制造生态体系的构建以及区域创新价值链体系的打造方面，而是将有限的财政资金运用到发展所谓的高新技术企业、战略性新兴产业方面，或者发展所谓的高端生产性服务业，比如金融业、物流业，完全不顾本地产业发展的要素资源禀赋条件和经济发展阶段特征，也不理会本地区是否具有发展高新技术产业或战略性新兴产业的基础条件，而是一窝蜂的利用各种产业优惠政策来竞争有限的高新技术产业或战略性新兴产业，最终造成产业的地区同构化和过度竞争化，造成产业无法具有根植性和拥有天然的可持续发展能力，造成产业政策中大量的逆向选择和道德风险行为的发生，最终导致制造业可持续发展能力的弱化以及产业政策的泡沫化现象。最为有力的一个例证是，2001 年中国装备制造业、战略新兴产业和传统制造业的劳动生产率分别为 1.1533（万美元/人）、1.2143 和 1.0589，而同期美国的装备制造业、战略新兴产业和传统制造业的劳动生产率分别为 8.7083、23.1235 和 10.2910，而到 2014 年，中国装备制造业、战略新兴产业和传统制造业的劳动生产率分别为 2.9694、3.3744 和 2.5176，而同期美国制造业三个部门中劳动生产率分别为 12.3906、37.2313 和 14.6102①。以上数据表明，一方面，从 2001 到 2014 年中国装备制造业、战略新兴产业和传统制造业三个部门的劳动生产率差异不大，而且三者之间的差距呈现先缩小、后扩大、再缩小在的趋势，这样的事实就说明，中国的装备制造业和战略新兴产业的生产效率，相比传统制造业并未呈现出相当显著的差异，由此表明中国的装备制造业和战略新兴产业可能未必是名副其实的资本密集型产业或高效率产业，或者只是处于装备制造业和战略新兴产业中的低端劳动密集型环节，这种情景之下，中国各级政府针对战略新兴产业和装备制造业的产业政策就未必有效；另一方面，虽然从 2001 到 2014 年中国装备制造业、战略新兴产业和传统制造业这三个部门的劳动生产率得到较快增长，但是与美国这三个制造业部门的劳动生产率的绝对差距并未缩小，相反却在扩大，特别是在战略新兴产业和传统制造业部门的差距尤为明显。这就说明，中国的产业政策并没有导致装备制造业、战略新兴产业和传统制造业，真正实现生产效率和竞争效率对发达国家的追赶效应。



图 1　美国装备制造业、战略新兴产业和传统制造业的劳动生产率变化趋势
(劳动生产率以 2010 年美元不变价计算)



图 2　中国装备制造业、战略新兴产业和传统制造业的劳动生产率变化趋势
(劳动生产率以 2010 年美元不变价计算)

4、当前中国各级政府所运用的产业政策,与构建中国特色市场化经济体制的总体发展战略任务发生了相当程度上的背离。这具体表现在:首先,正如我们前文所分析的,中国当前的产业政策,整体上呈现出的是一种生产性补贴特征,这种来源于政府财政资金对生产竞争部门而非公共服务部门或具有公共产品性质企业部

门的生产性补贴，既是违反市场经济的公平竞争基本原则，也是违背 WTO 的基本规定和原则的。其次，我们的调研和观察发现，中国的产业政策的具体实施中具有国有企业偏向的特征，换而言之，就是中国各级政府在制定特别是落实中央或上级政府制定的产业政策时，会优先针对国有性质企业特别是中央所属的国有企业实施各种产业优惠政策以及巨额财政资金补贴。导致这种现象普遍发生的原因可能在于，一方面，各级政府将政府财政资金优先提供给国有企业，可以减少由于产业政策实施效果较差所带来的责任问责问题；另一方面，国有企业和地方政府官员之间可能更容易通过建立各种利益输送通道，来合谋产业政策中的寻租和腐败利益，比如，通过安置官员相关人员在国有企业的高收入岗位。在这种情形之下，中国各级政府在制定和运用产业政策中的非市场化行为逻辑以及国有偏向行为，既对中国的市场公平竞争机制造成了直接性的干预，也通过强化国有企业的行政垄断地位以及“国进民退”效应，扰乱了市场公平竞争机制的发挥，扭曲了市场对资源配置的决定性作用。十四大正式宣布“我国经济体制改革的目标是建立社会主义市场经济体制”，“要使市场在社会主义国家宏观调控下对资源配置起基础性作用”，十八大三中全会再次明确“市场决定资源配置是市场经济一般规律”。因此，如何通过改革来积极探寻与社会主义市场经济全面相兼容的产业政策，是今后中国所面临的重点改革任务之一。

三、中国的产业政策应该走向何处：产业政策重构的根本取向

当前针对“中国的产业政策究竟有没有效果？中国究竟需不需要产业政策？”的争论，可能只是“一个硬币”的两面问题，仅仅停留在是与非层面的讨论可能意义不大，而应该一切从中国的现实国情出发，从中国经济发展的不同阶段出发。在中国经济的起飞阶段，由于市场竞争机制的不完善所产生的各种市场摩擦和信息不对称困局，所导致的微观企业制度性交易成本过高搜寻成本过高以及关键要素成本过高的发展难题，以及金融发展滞后和金融压制体系所导致的高融资成本，生产成本补贴性导向的产业政策，实质上在相当程度上是对由于这些市场发育缺陷和市场发展滞后对微观企业发展能力阻碍的一种补偿机制，帮助微观企业克服各种高成本困局，增强企业家创业和推动企业成长的信心和政策预期。总体来看，在中国经济的起飞阶段，这些产业政策的总体效果是利大于弊，在中国现实发展制约条件下具有一定的合理性。然而，随着中国经济发展对市场经济的内在需求进入到

一个高水平阶段，随着中国由要素粗放型投入扩张的发展阶段进入以创新驱动为核心的特定发展阶段，中国当前各级政府制定和实施的产业政策的负面效应凸显出来。生产性补贴导向的产业政策，已经成为干预市场公平竞争机制和弱化市场配置资源机制的最为突出的负面因素之一；以“保增长”、“稳增长”、“促增长”形态的促进短期 GDP 增长为导向的产业政策，已经与迫切需要实施创新驱动发展战略、经济结构转型升级以及经济新动力加快形成的国家总体发展目标，发生了多个层面的背离与扭曲；蕴含大量寻租腐败机会的、体现官商勾结体制的产业政策，已经与提升企业自主创新能力、做强做大制造业以及构建法治国家体系的既定发展目标，发生了很大程度的背离与扭曲。

基于如此的诸多现实，对于当前的中国而言，不是不需要产业政策，也不是要彻底放弃产业政策的问题，而是在中国经济进入“新常态”的特定发展阶段中，面对需要什么样的产业政策，面临产业政策转型升级的取向和根本性重构的难题。

首先，将偏重于“保增长”、“稳增长”的产业政策，调整转变为注重“扩民生”、“增收入”领域。将产业政策的调整方向转向为弥补既有的市场失灵和市场缺陷领域，着重运用于纠正市场改革滞后以及市场运行机制的不完善，弥补对微观企业生产成本和竞争优势造成的扭曲效应。中国虽然经历了多轮的市场化改革以及推进构建社会主义市场经济的基本任务，但是，迄今为止，在以产业政策为主的各种政府干预行为下，市场化进程和市场化改革取得了相当程度的进步，却与构建完善的、高层次、高标准市场经济的内在要求还存在相当差距，中国市场经济的正常运行还受到政府不合理的诸多干预和控制。这就给中国产业政策的转型升级带来了极大的压力和挑战，一方面，在中国经济当前处于持续下行、传统制造业出口优势加速下滑以及力保 GDP 年均增速 6.5％以实现 2020 年全面小康的既定国家战略的多重压力的情形下，产业政策的转型升级需要过渡期以及经历阵痛。在新的市场竞争和市场环境体系还未构建形成以及新的产业政策还未有效制定和落实的特定阶段，突然取消各种不合理的产业政策，可能会导致大量企业短时期内竞争力的急剧衰弱以及集中性停产、倒逼、破产现象的发生，从而诱发中国当前的局部性或系统性金融风险。由此产生的一个改革困局是，以“保增长”、“稳增长”、“促增长”目标为导向的产业政策，在很大程度上成为导致中国当前市场竞争机制的扭曲以及经济发展动力弱化的重要动因。然而，经济持续下行压力，又导致各级政府产生利用常用的产业政策来实施“保增长”、“稳增长”的强烈激励动机，这就产生了一个短期和长期经济发展目标相互冲突和权衡取舍的改革策略难题；另一方面，中国经

济可持续增长的压力以及加快经济新旧动力的转换，又倒逼着对中国必须对现行的产业政策做全面的调整和转型升级，应加快取消所有违背市场公平竞争机制的生产性补贴为主的产业政策，将产业政策的调整方向转变为“扩民生”、“增收入”领域以及弥补既有的市场失灵和市场缺陷领域，通过适当的产业政策来纠正和弥补市场改革滞后以及市场运行机制的不完善，对微观企业生产成本和竞争优势造成的扭曲效应。

其次，在中国经济全面进入实施创新驱动的发展阶段后，无论是从传统制造业的转型升级、还是从高新技术产业和战略性新兴产业的发展壮大角度来看，中国的产业政策必须紧紧围绕全面提升微观企业的自主创新能力和在全面领域加快落实创新驱动发展这个国家战略。从制约中国微观企业自主创新能力提升的关键因素来看，既有基础创新、原始创新能力不足的因素，也有关键共性技术、关键零配件、关键材料研发生产能力以及关键领域核心技术方面的不足；既面临创新型人才体系的不足以及科技创新人才激励机制的缺失，也面临创新成果产业化的机制性、体制性制度因素的障碍和制约；既面临打造区域创新高地、建设带动性强的创新型省市和区域创新中心的重点任务，也面临推动跨区域协同创新体系和构建区域创新价值链体系的战略发展任务。要真正落实和推进这些创新驱动发展战略的实施，对于那些具有外部性和技术溢出效应的公共产品性质的原始创新、基础创新以及关键共性技术和关键领域核心技术等领域，迫切需要中国各级政府采取针对创新激励机制为导向的产业政策和积极运用政府财政资金来加以全面解决。对于那些制约科技创新人才激励体制、创新成果产业化以及产学研一体化的机制性、体制性的障碍因素，既抓紧通过制度改革和体制机制创新来消除这些机制性、体制性的障碍因素，同时，也可考虑采取适宜的产业政策来纠正和弥补这些机制性、体制性障碍因素对微观企业的扭曲效应。对于那些打造区域创新高地、区域创新中心以及推动跨区域协同创新体系和区域创新价值链体系的重点任务，积极采取从中央到地方的一致性、系统性产业政策来加以全年协同统筹。同时，通过适当的产业政策的创新体制，来加快深化科技与金融结合机制。因此，总体来看，中国的产业政策的调整和转型升级方向，必然是由以直接运用政府财政资金的生产性补贴导向，彻底转向以有效激励微观企业的自主创新能力提升以及弥补市场失灵和克服制度性交易成本为导向。

最后，中国产业政策的全面转型升级以及根本性的重构，需要针对中国各级政府行政权力体系以及官员执行能力的彻底改革来加以全面配合，否则，即便顶层设

计思路再合理、再科学的产业政策，在中国各级政府的具体落实和实施过程中也会发生种种的扭曲和变异行为，导致中国产业政策的全面失效乃至失败。首先，制约中国产业政策制定和实施效果的关键因素之一，就是地方各级政府相关行政机构官员自身的专业能力和执行能力。很显然，在既有的中国行政权力体系具有路径依赖特征以及庞大的官员队伍难以短期内退出和淘汰的双重制约下，官员自身的专业能力和执行能力，很难随着产业政策的迅速调整和变化而发生相应的转变，必然存在突出的滞后性和自身利益固化特征。在我们看来，这才是当前对中国产业政策的全面调整和转型升级造成阻碍效应的最为突出的因素，对此问题不加以高度关注的话，中国产业政策的调整和转型升级，必将会面临巨大的人为阻力，也会造成产业政策的执行过程中“不作为”行为和“怠政、懒政”现象的普遍发生，进而造成产业政策实施效果的扭曲性；其次，针对中国现有的产业政策，从中央到地方均做了一定范围内的改革，比如，在产业政策的制定和实施中的事前和事后环节全面引入第三方专业审计机构和专家评审制度，强化政策实施的全面预算管理制度以及事后绩效考评制度。但是，我们长期的实地调研和观察表明，从这些改革措施的实施效果来看，由于监管机制的局限性以及官商利益合谋渠道的隐秘性以及即时变化性，并没有有效遏制住产业政策中大量的寻租和腐败机会，并没有促进政府财政资金配置效率的提升和产业政策的有效性。在这种现实状况之下，中国现行的产业政策的调整方向，恐怕就不能再沿袭以往由各级政府行政机构官员来直接承担产业政策和使用财政资金的老路了，必须开创由政府、市场以及第三方专业机构、专业人士来协同合作的新型产业政策运行架构。具体来看，政府主导产业投资方向的政策依据以及承担最终的监管功能，而产业政策的具体运行和审计工作则交付市场、专业机构和专业人士来完成，真正建立市场这只“看不见的手”和政府这只“看得见的手”在推进创新驱动发展国家战略中的有机平衡体制。

注释：

① 美国数据来源于美国经济分析局；中国数据来源于国家统计局以及历年《中国统计年鉴》。

参考文献

[1]张杰、金岳,“高债务－高税负－通缩”背景下中国实体经济的发展困局及破解思路,江苏社会科学,2016(1)。

[2]张杰、陈志远、杨连星、新夫,中国创新补贴政策的绩效评估:理论与证据,经济研究,2015(10)。

分报告六

房地产市场分析与展望（2016－2017）
——复苏企稳与风险上扬

刘晓光

摘要：2016年房地产市场走势总体好于预期，“去库存”取得一定成效，房地产销售和投资等关键指标发生逆转，对经济增长的拉动效应明显增强。然而，深入分析本轮房地产市场复苏走势，特别是局部房价暴涨引发的资产泡沫和杠杆变化，我们认为，仍需要重点关注房地产市场面临的三个层面的风险，以及以“9.30新政”为代表的新一轮调控政策对未来房地产市场走势的影响。具体来说，在本轮房地产复苏过程中，存在三个层面的系统性风险：第一，从稳增长的角度看，房地产复苏总体不够强劲，而且已经暴露了再度疲软的风险；第二，从控风险的角度看，在复苏过程中，市场分化和资产泡沫问题严重，复苏夭折的风险上扬；第三，从促转型的角度看，房地产市场复苏加剧了资金脱离生产领域实体经济的程度，可能会阻碍创新和产业转型，削弱经济增长动力。同时，新一轮房地产调控政策效果具有不确定性。因此，我们认为，未来房地产调控政策的定位要更加明确、目标要更有系统性、手段要更具针对性，并提出五点具体建议：第一，增加一二线城市土地供应和投资力度；第二，加快三四线城市户籍制度改革和新型城镇化配套基础设施建设；第三，缩小实体经济与房地产投资收益缺口；第四，落实《纲要》有关房地产调控的主要任务和具体措施；第五，谨防新一轮调控政策偏差导致房地产市场出现极端变化。

关键词：房地产　去库存　资产泡沫　调控政策

一、2016 年房地产市场形势总体好于预期

(一)房地产市场复苏形势

房地产市场复苏问题是中国宏观经济运行的核心问题。在相对宽松的房地产政策和货币政策的刺激作用下,2016 年房地产市场走势总体好于预期,尤其是房地产投资等关键指标发生了逆转。

第一,2016 年房地产市场复苏得到了进一步巩固,对投资和 GDP 的拉动效应增强。2016 年 1—9 月份,商品房销售面积累计同比增长 26.9%,高于去年同期增速 19.4 个百分点,其中住宅销售增长 27.1%,高于去年同期增速 18.9 个百分点,对 GDP 和税收的拉动效应明显增强。1—9 月份,房地产开发投资完成额累计同比增长 5.8%,高于去年同期增速 3.2 个百分点,其中住宅投资增长 5.1%,高于去年同期增速 3.4 个百分点,逆转了去年持续下行的走势,对固定资产投资的拖累效应减弱。1—9 月份房屋新开工面积累计同比增长 6.8%,结束了连续两年的负增长,相比去年同期增速提升 19.4 个百分点,其中住宅新开工增长 6.7%,相比去年同期增速提升 20.2 个百分点,对房地产投资走势的带动效应显著增强。

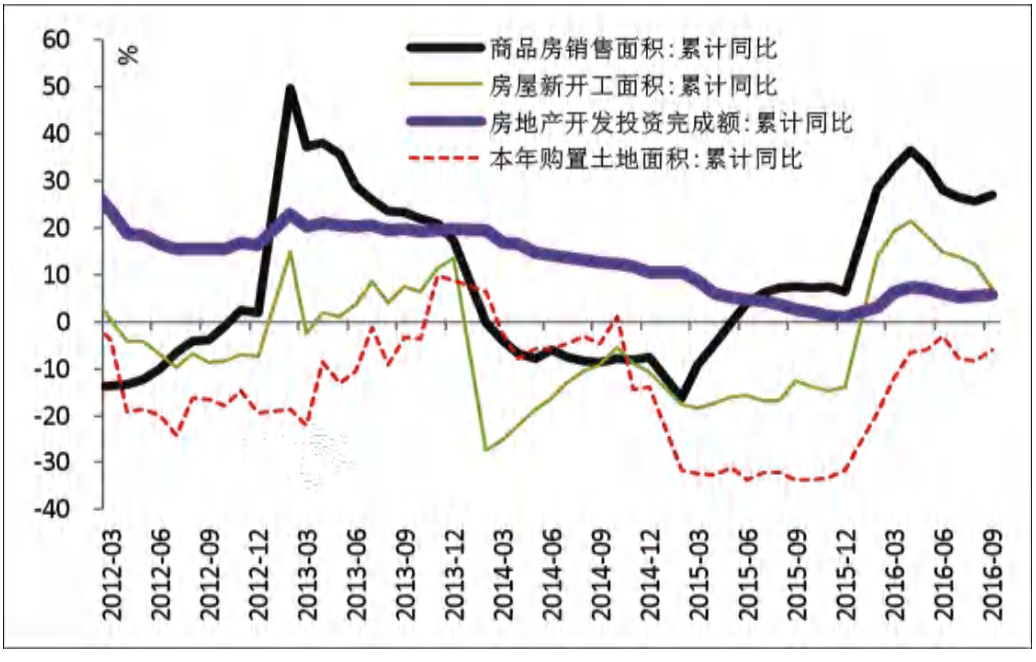


图 1　中国房地产市场复苏走势

第二，2016 年房地产“去库存”也取得了一定的成效。商品房待售面积绝对水平在今年 1 季度已经达到峰值 7.4 亿平方米，住宅达到峰值 4.7 亿平方米，此后开始不断下降，9 月份相比峰值分别减少 4319 万和 5268 万平方米，相比 2015 年年底分别减少 2241 万和 3881 万平方米。特别是住宅自 8 月份起同比出现负增长 0.7%，9 月份同比负增长 2.6%，即目前库存水平已经低于 2015 年同期水平。同时由于销售回升，库存销售比指标也出现持续下降。9 月份，商品房去化周期下降到 6.0 个月，商品住宅去化周期下降到 4.0 个月。

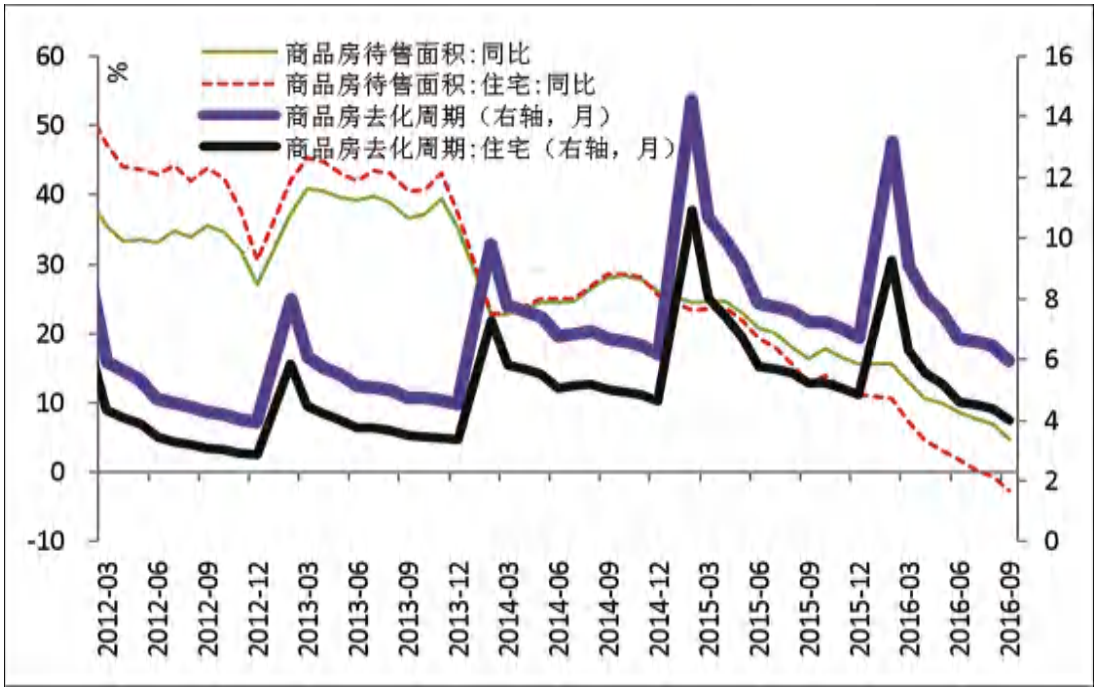


图 2　中国房地产市场去库存形势

第三，2016 年房地产开发企业承受的资金压力也大为减轻。商品房销售的高速增长大幅增加了房地产开发企业的收入，1－9 月份商品房销售额累计同比增长 41.3%，比去年同期增速大幅提高 26.0 个百分点。从另一个指标看，1－9 月份房地产开发资金来源合计累计同比增长 15.5%，相比 2014 和 2015 年连续两年的零增长甚至负增长，也有了明显的改善。分类来看，1－9 月份国内贷款和自筹资金增速分别为 1.2%和 0.8%，增速较低，但相对 2015 年的负增长 4.8%和 2.7%，有了明显的改善。同时，其他资金来源同比增长高达 35.6%，比 2015 年 12.0%的增速，有大幅的提高。

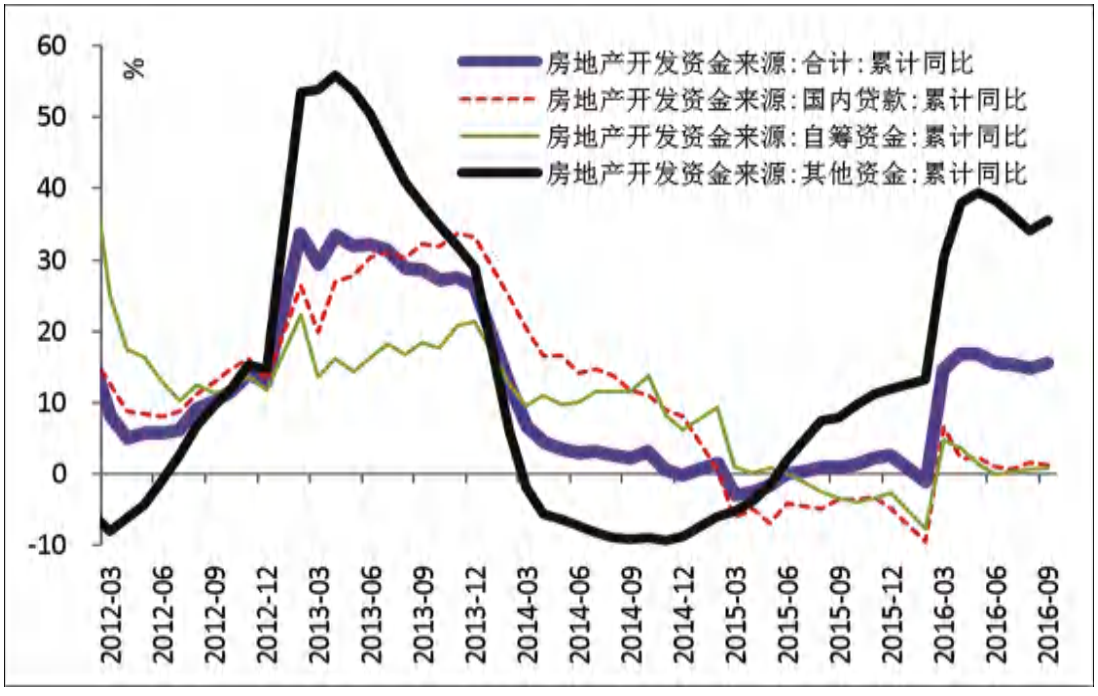


图 3　中国房地产开发资金来源变化趋势

(二)房价走势及原因分析

2016 年以来,中国房价迎来新一轮较快增长。9 月份,70 个大中城市新建住宅价格指数同比上涨 9.0%,且增速还有进一步上升的趋势。尤其是一二线城市,房价出现暴涨,上涨幅度达到最近 5 年来的最高水平。9 月份,一线城市房价同比上涨 31.9%,二线城市房价同比上涨 16.8%,并有进一步上涨的趋势,涨幅为近五年来的最高水平。相比之下,三线城市房价同比小幅上涨 3.8%。

一、二线城市房价出现暴涨的原因主要是房地产调控没有因城施策,在原本库存水平不高的情况下,在全国“去库存”的大背景下也实施了宽松的房地产刺激政策,同时在“稳增长”背景下货币政策较为宽松,加上“资产荒”背景下的货币“脱实向虚”以及房地产市场分化形成的虹吸效应,大量资金流向一二线城市的房地产市场,引起房价暴涨。具体地,可归结于几个方面:

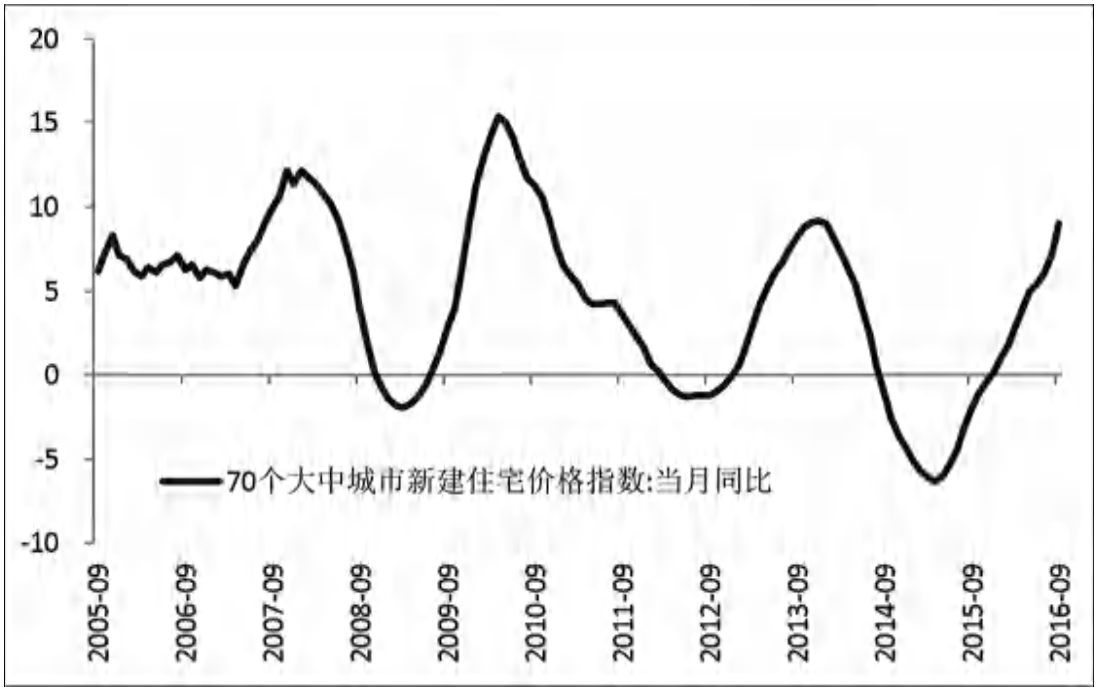


图 4　中国房价同比上涨变化趋势

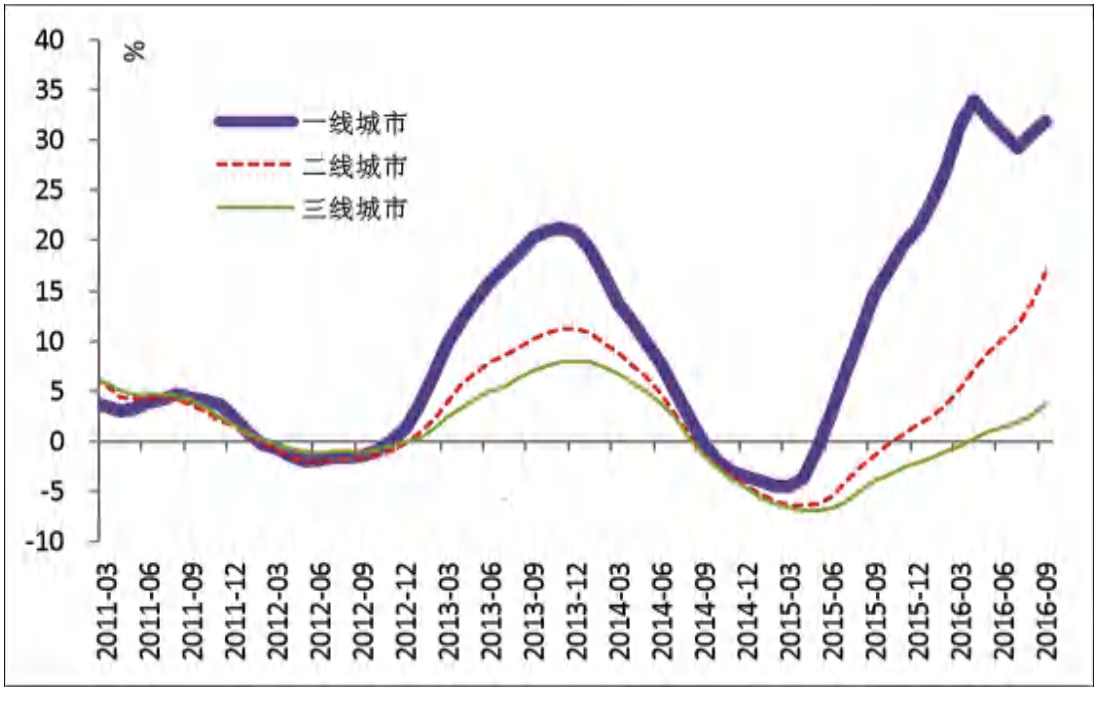


图 5　中国不同层级城市房价同比上涨变化趋势图

第一,在“去库存”背景下的房地产刺激政策。自 2014 年年初开始,房地产市

场表现出现明显的疲软态势。数据显示，2014 年房地产销售量和价格都出现了全国性的收缩，同时房地产新开工和投资增速也出现大幅下滑。不同于以往房地产周期多是由于担心房价过高和市场过热而进行的紧缩性调控政策导致，本次市场疲软没有受到紧缩性房地产调控政策的直接干预，而主要是由于市场库存水平过高造成的，要素扭曲使中国房地产市场出现普遍性的价格借位和过度建设，积累了巨量库存，这与以往周期有很大不同。为了促进房地产市场复苏，加速房地产市场“去库存”，政府实施了一系列房地产宽松政策。自 2015 年 4 月份以来，受房地产“3·30 新政”[①] 和“4·20 降准”[②]等政策影响，房地产销售量和房价持续回升，个别一线城市（如深圳）出现销售火爆的态势，房地产市场似乎要迎来新一轮复苏。然而由于本轮房地产市场复苏受政策影响明显，能否持续尚待观察。事实上，在 2014 年“9·30 新政”之后，随着购房限制的放宽和抵押贷款条件的放松，一线城市也一度出现某种企稳迹象，销售量出现小幅上升，价格环比指标从当年 10 月起止跌回升。[③]

第二，在“稳增长”背景下的货币宽松政策。在宏观经济稳增长背景下，中国货币政策总体较为宽松，为房地产市场的复苏和房价上涨提供了充足的信贷资金保障。贷款基础利率从 2014 年 9 月的 5.76%逐步下调到 2015 年 11 月的 4.3%，带动个人住房公积金贷款利率从 4.5%下降到 3.25%，金融机构人民币贷款加权平均利率从 6.96%下降到 4.55%。一年内贷款利率下降幅度接近 1.5 个百分点，刺激

---

① 2015 年 3 月 30 日，中国人民银行、住建部、银监会联合发布《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，将二套房贷款最低首付比例由 60%下调为 40%。新政规定，对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购二套房，最低首付款比例调整为不低于 40%；使用住房公积金贷款购买首套普通自住房，最低首付 20%；拥有一套住房并已结清贷款的家庭，再次申请住房公积金购房，最低首付 30%。与此同时，财政部和国家税务总局联合发布消息，将个人住房转让免征营业税的期限由购房超过 5 年（含 5 年）下调为超过 2 年（含 2 年）。新政规定，个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的非普通住房对外销售的，按照其销售收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的普通住房对外销售的，免征营业税。

② 2015 年 4 月 19 日，中国人民银行决定自次日起下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点，并有针对性地实施定向降准，例如对中国农业发展银行额外降低人民币存款准备金率 2 个百分点。这是央行 2015 年第二次全面下调存款准备金率。此前，2015 年 2 月 4 日，中国人民银行决定自次日起下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并有针对性地实施定向降准，例如对中国农业发展银行额外降低人民币存款准备金率 4 个百分点，成为央行两年来首次全面下调存款准备金率。

③ 2014 年 9 月 30 日，央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，放松了与自住房需求密切相关的房贷政策，并鼓励银行通过发行 MBS 和期限较长的专项金融债券等筹集资金以增加贷款投放，增强金融机构个人住房贷款投放能力，支持房地产开发企业的合理融资需求等。例如，对拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房，银行业金融机构执行首套房贷款政策，有多套房在非限购城市结清贷款也可以发放贷款。

了房地产市场的投资和投机需求，加速了房价的上涨。

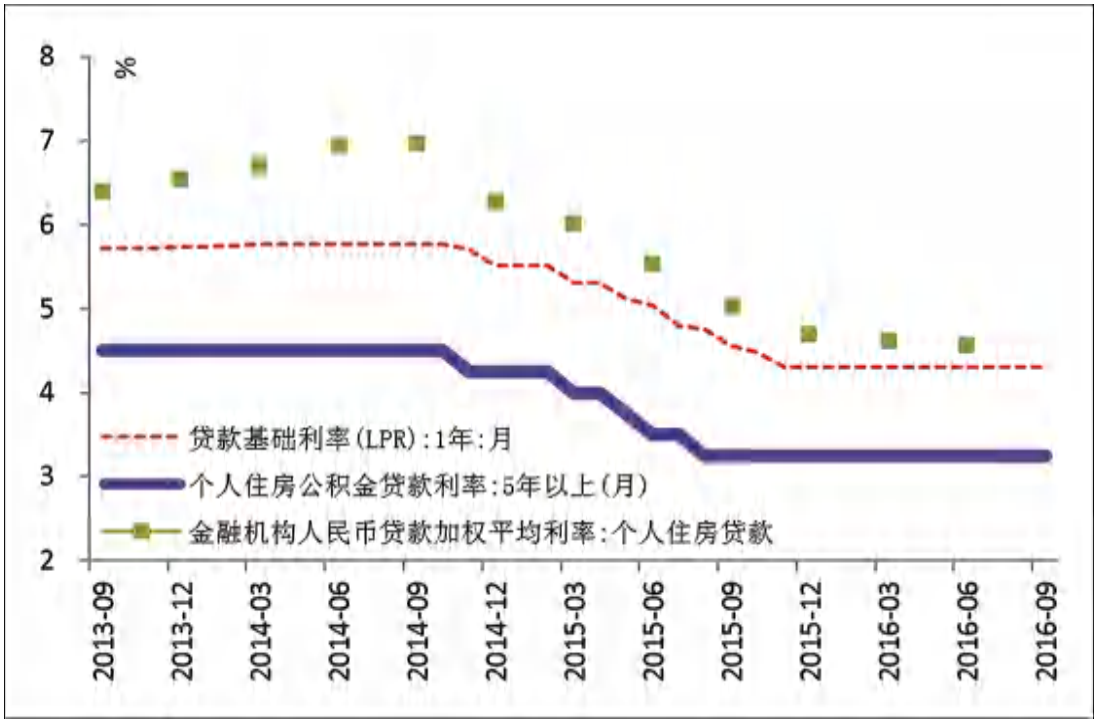


图 6　中国贷款和房贷基准利率变化趋势

第三，在“资产荒”背景下的货币“脱实向虚”。在市场情绪总体低迷的状态下，2015 年中国股市经历了泡沫加速形成、泡沫突然破灭、泡沫痛苦消化的全过程，对宏观经济产生了一定的冲击和持续的影响。在股市泡沫加速形成阶段，加剧了生产领域收益与金融收益的背离，导致生产领域的萧条与金融市场泡沫的并存。股市泡沫的突然破灭给实体经济造成进一步的冲击。随着股市泡沫的破灭，利用大腾挪来实施“宏观去杆杠”，以及利用股市繁荣来对冲生产领域的低迷的计划宣告失败，股市在短期的快速回落所带来的宏观冲击超过了以往的水平，对宏观经济带来了进一步的不利影响。微观主体在在盈利预期下降和亏损面扩大、“通货紧缩—高债务效应”的双重挤压下，行为发生整体性变异，诱致中国经济出现加速性收缩，导致 2016 年经济触底的深度加剧、周期延长。因此，受一系列宽松政策影响，房地产销售出现明显的回暖迹象。特别是股票市场泡沫突然破灭，政策出台一系列宽松政策救市，造成了较为充裕的流动性，股市繁荣期间筹集的巨额投机资金开始在楼市寻找新的投资品，大量投机资金进入一线城市房地产市场，新的泡沫开始在楼市酝酿。事实上，不仅房地产市场，债券市场也出现了较为明显的泡沫，公司债的

发行更是出现“井喷式增长”，且发行利率屡创新低。

因此，可以看到，伴随着房地产市场的复苏，资金“脱实向虚”的情况在2016年不仅没有减轻，反而进一步恶化。2016年出现的一个新现象就是M1和M2增速“剪刀差”持续扩大，即“存款活期化”，这在很大程度上是从货币供给的角度反映了资金“脱实向虚”情况的恶化。反过来看，2016年1—9月，房地产开发投资资金来源与社会融资总额的比值达到78%，高于历年同期的水平。2016年商业性房地产贷款余额激增，金融机构新增贷款中近一半流向了房地产。由于房地产销售的火爆，2016年上半年商业性房地产贷款余额激增至23.9万亿元，比去年同期增长了24%。这意味着，2016年上半年商业性房地产贷款至少新增2.9万亿，比2015年同期高出53%，比2014年同期高出81%。特别是购房贷款，余额激增至15.4万亿元，比去年同期增长了32.2%，增速大幅提升了14个百分点。这意味着，2016年上半年购房贷款至少新增2.3万亿，是2015年同期的2.1倍，2014年同期的2.6倍，接近2015年全年的水平，超过2014年全年水平44%。因此，在2016年上半年新增人民币贷款7.5万亿中，有至少2.3万亿投向了购房贷款，占新增人民币贷款的31%，加上1.1万亿投向房地产开发企业的贷款，合计至少有46%的贷款投向了房地产市场。可见，加剧资金“脱实向虚”是本轮房地产复苏的又一重要风险，可能会加剧总体经济下行压力。

第四，在库存分化背景下形成的“虹吸效应”。分化中复苏本是一种常态，但与前几轮房地产复苏相比，本轮复苏分化的程度大大超越以往。一方面，以深圳、北京为首的一线城市出现销售火爆的局面；另一方面，三四线城市出现持续加速性的下滑。一方面，大型房地产商在全国布局调整中业绩出现全面改善；另一方面，固化在三四线城市的小房地产商业绩出现加速性恶化。这主要由供给和需求两方面因素所导致。在供给方面，房地产库存在城市间分布极度不均衡，造成各地房地产市场对“新政”的反应迥异。近几年来，一二线城市库存水平大体保持了稳定，局部地区供不应求，然而，三四线城市普遍存在严重的供给过剩，库存水平急剧攀升。其次，由于中小房企不像大型房企那样容易从银行获得贷款，近年整顿“影子银行”和信托业务对中小房企资金的冲击更为严重，面临严峻的资金压力和流动性风险。在需求方面，随着户籍制度放开和城市化质量的提高，人口进一步向大中城市集中，很多投资性和改善性住房需求向一二线城市转移，三四线城市房地产库存压力进一步加剧。其次，一二线城市购房主体为中高收入阶层，在市场不确定性加大的情况下，进一步向一线城市配置资产来规避风险；而三四线城市购房主体为农民工，就业和工资增长受近年宏观经济下行冲击很大，购房需求受到严重影响。脆弱复苏

中市场分化加剧，诱发了较为强劲的虹吸效应：第一，大量房地产企业重新布局开发战略，加速各类开发性资金向一二线城市集聚。第二，三四线城市房地产市场进一步萧条，而不是在一二线复苏的带动下出现跟随性复苏。第三，大型房地产商在全国布局调整中出现业绩改善，而小房地产开发企业将出现倒闭潮，部分县级财政的困难进一步加剧，从而引发局部的资金风险和社会问题。第四，在资金链紧张、企业债务率高企的状况下，局部资金链断裂或金融风险显化可能引发全局性的问题。

（三）房地产市场是否存在泡沫

从房价收入比指标的绝对水平看，中国房地产市场存在较为严重的泡沫，尤其是一线城市房价相对于收入水平严重偏高。从历史比较看，中国房价收入比呈现波动上升的趋势，2010 年达到一个高峰，此后出现缓慢下降，但近年来，随着房价出现新一轮上涨而收入增速放缓，房价收入比再次出现较大幅度上升。目前一线城市房价收入比已经超过 20 倍，35 个大中城市中有 32 个城市超过 3～6 倍的合理区间上限，剩余 3 个城市也接近 6 倍上限。这说明，中国房地产市场存在较为普遍的资产泡沫。从国际城市比较看，中国房价收入比指标居全球之首，房价指标名列前茅，同样预示着存在较为严重的泡沫。

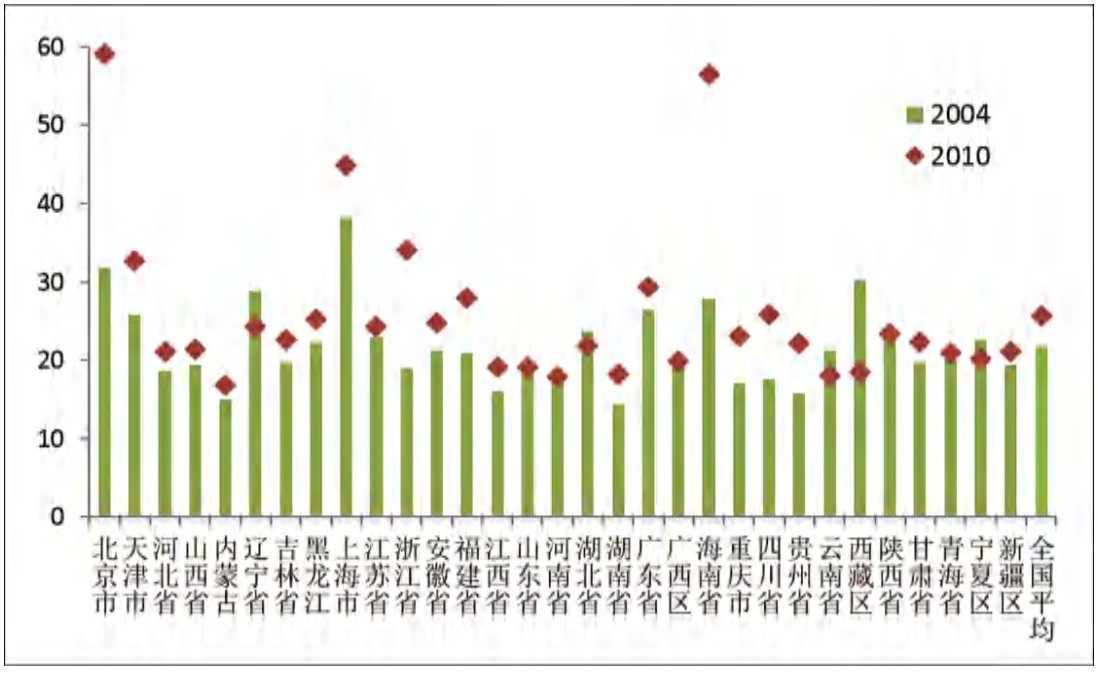


图 7　中国各省房价收入比（百平米房价/城镇居民年人均可支配收入）

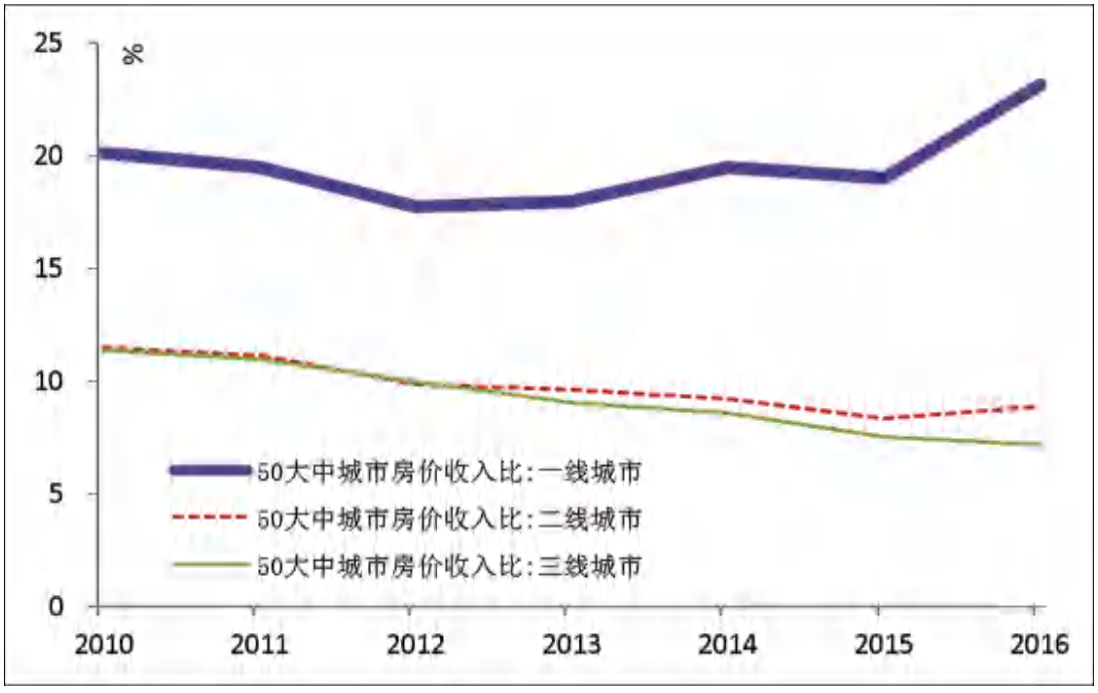


图 8　中国房价收入比(房屋总价与居民家庭年收入的比值)



图 9　全国 35 个大中城市房价收入比(房屋总价与居民家庭年收入的比值)[①]

① 原始数据参见易居房地产研究院日前发布的《全国 35 个大中城市房价收入比排行榜》。

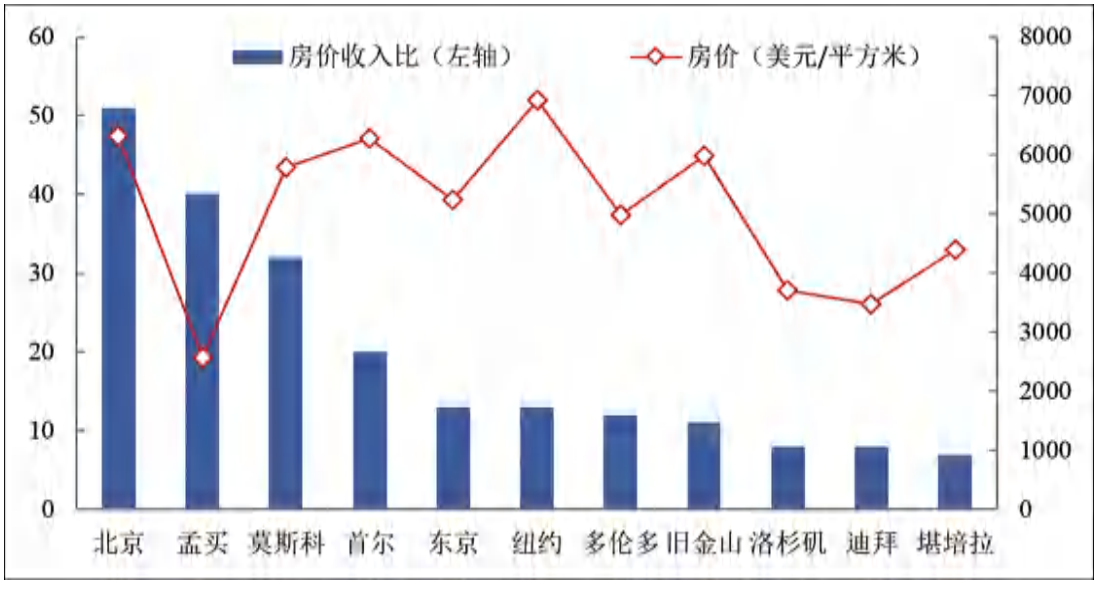


图 10　世界部分城市房价对比(90 平方米房价/人均年收入,2013 年底数据)

(四)房地产市场杠杆水平变化

一二线城市房价的过快上涨在加剧资产泡沫的同时,产生的市场恐慌情绪和房价上涨预期也推高了购房杠杆率。自去年以来,通过首付贷、信用贷和房抵贷等种种手段突破首付比例要求,暗地里加杠杆的交易规模显著上升。因此,尽管房地产市场的整体杠杆率不高,但是边际杠杆率在加速上升,大大降低了房地产市场抵御房价下跌的能力。据测算,本轮房地产市场复苏中,尽管房地产开发商的杠杆率可能有所下降,但居民购房杠杆率大幅攀升,2016 年居民购房边际杠杆率高达 50%,与美国次贷危机前的最高水平相当。

从房地产相关债务的过快增长中也可以推断杠杆率的上升变化。2016 年商业性房地产贷款大幅增长,贷款余额同比增速持续上扬,主要来自购房贷款余额的高速增长。数据显示,2016 年上半年,商业性房地产贷款余额同比增长 24%,比去年同期增速提高 5 个百分点,比社会融资余额同比增速高出近 1 倍。其中,购房贷款余额同比增速高达 32.2%,比去年同期增速大幅提高 14 个百分点,是社会融资余额增速的 2.6 倍。可见,房地产市场杠杆率有显著的提高。

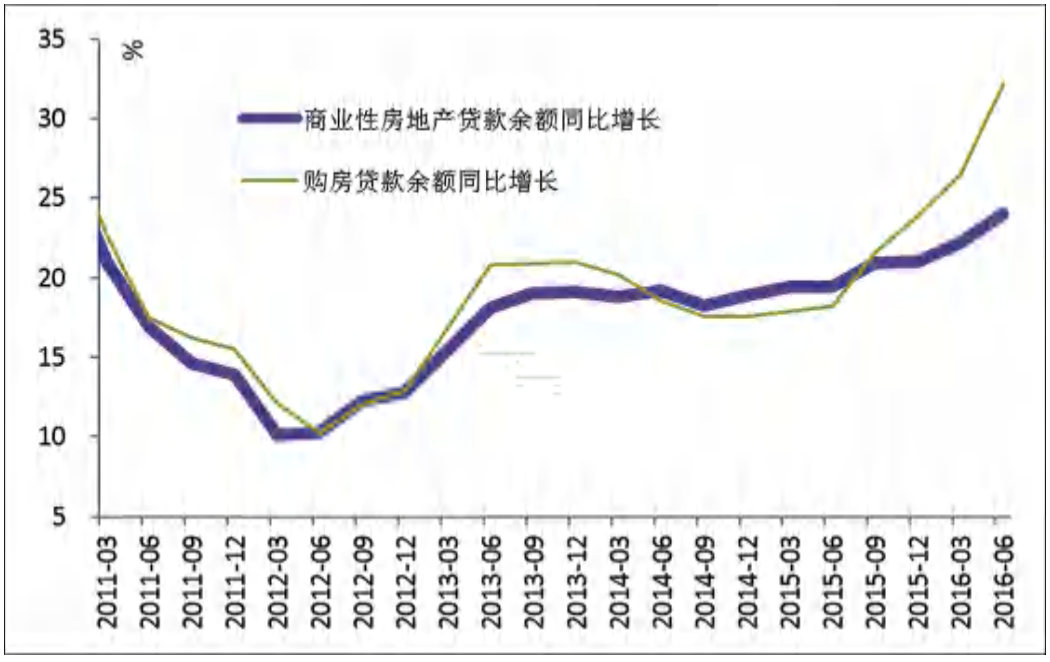


图 11　中国房地产贷款增长变化趋势

从绝对规模来看，商业性房地产贷款和购房贷款余额增幅都达到历史最高水平。2016 年上半年，商业性房地产贷款余额累计增幅达到 2.9 万亿元，比 2015 年同期高出 1 万亿元；其中，购房贷款余额累积增幅达到 2.3 万亿元，比 2015 年同期高出 1.2 万亿元。债务规模的持续高速增长，意味着房地产市场的杠杆率在不断上升。

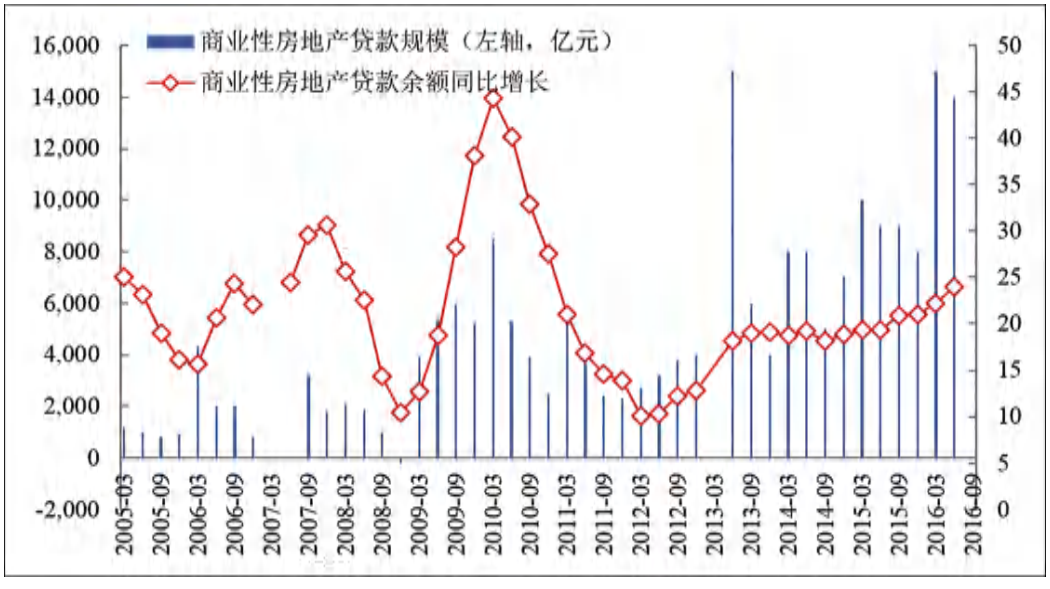


图 12　中国商业性房地产贷款增长变化趋势



图 13　中国购房贷款余额增长变化趋势



图 14　中国房地产开发贷款余额增长变化趋势

相比之下，房地产开发商杠杆率出现新的变化。首先，从房地产开发资金来源看，2016 年 1—9 月份，房地产开发国内贷款增速仅为 1.2%，各项应付款增速仅 7.

3%，增速均处于较低水平。其次，2016 年上半年，房地产开发贷款余额同比增长 10%，比去年同期增速下降了 15 个百分点，低于全社会融资余额同比增速。2016 年 2 季度，房地产开发贷款余额仅比 1 季度增长 1000 亿元，属于历史较低水平。然而，房地产开发其他资金来源同比激增 35.6%，比 2015 年 12.0%的增速有显著的提高。这其中包括房地产开发企业发行的债券融资，其本质上与贷款融资性质相同，都体现为债务的增长。另外，2016 年房地产土地市场出现了一轮“地王”热潮，很多企业特别是央企举债竞得地王，杠杆率大幅攀升。

（五）房地产“地王”热潮及其成因和风险

2016 年中国一、二线城市土地市场持续升温，出现“地王”热潮，并呈现三大特点：

第一，地王的数量多、级别高。仅上半年，高总价、高单价、高溢价的“三高”地块已多达 119 宗，数量上已经远远超过 2013 年全年 60 宗“地王”的记录。不仅如此，本轮地王的溢价率更高，至少有 52 宗地块溢价率在 100%以上，最高达到 400%。具体地，6 月 8 日，龙光地产以总价 140.6 亿元竞得深圳光明新区地块，溢价率达 159.8%；6 月 2 日，电建金茂以总价 83 亿元、单价 5.7 万元竞得深圳龙华新区地块；6 月 1 日，信达以 58.1 亿元竞得上海某地块，溢价率超过 303%；5 月 27 日，信达地产以 123 亿夺下杭州奥体中心地块，溢价率为 96%，创造杭州总价地王；5 月 13 日，南京建邺地块刷新南京单价地王；5 月 11 日，上海 3 宗地块溢价率均超过 100%，刷新区域楼面价记录；5 月 5 日，北京昌平 3 宗地块均刷新区域记录；1—4 月南京出现 7 个“地王”；4 月上旬苏州刷新 3 个区的“地王”纪录；4 月底合肥出让 6 宗地块，超过 110 亿元；4 月底，厦门产生总价和单价双料“地王”；3 月份融创中国以 27.5 亿元竞得合肥某地块，溢价率高达 400%。

第二，“地王”的创造者主要为央企，包括一些在本轮供给侧结构性改革中重点“改革”的对象。数据显示，截止 5 月 31 日，全国土地市场上成交总价超过 15 亿元地块达 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%。这一现象也与央企的资产负债表的急剧扩张一致。[①]

---

① 统计数据显示，2016 年上半年，央企资产累计同比增长 18.3%，相比 2015 年同期的 9.6%，大幅提高了 8.7 个百分点；央企负债累计同比增长 23.6%，相比 2015 年同期的 8.8%，大幅提高了 14.8 个百分点。不过，这里可能有央企资产负债统计口径调整的因素。

第三，“地王”创造者的拿地规模与其历史经营规模不成比例。在22家活跃的房地产央企里面，2015年销售额达到500亿的只有中海、保利、华润、招蛇，剩下的大都是200亿以下，很多不足100亿。例如，2002年进入地产行业的信达，2015年销售额才刚达到100亿元，但1年买地王花了350亿；电建2007年进入地产，2015年销售额202亿，今年也已经创造了多个地王纪录。

表1　　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
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

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
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

本轮“地王热潮”产生的原因可能以下三点：第一，土地供需失衡，是造成地王热潮的基本面原因。一方面，随着房地产市场销售火爆局面的延续和“去库存”取得初步成效，房地产销售前景的预期改善，房企开始新一轮“补库存”，土地需求旺盛；另一方面，一、二线城市土地供应总体紧张，特别是“十三五”期间逐渐压缩土地供应、严控特大城市和大城市的建设用地规模的政策，导致一、二线城市土地供应严重不足，加剧了供需失衡。第二，在“国企改革”，特别是房地产业“兼并重组”大幕推开的政策背景下，地产央企做大“资产负债表”的需求空前膨胀，加剧了土地市场的供需失衡，是本轮地王热潮爆发的直接原因。2016年是房地产央企兼并重组之年，特别是要求退出房地产业务的央企，目前在土地市场上拿地最为活跃和“不顾一切”。第三，信贷市场扭曲，房地产央企较为容易和低成本地拿到信贷资金，是造成地王热潮的支撑性因素。央企利用有利的融资渠道和低廉的融资成本，在房地产市场疯狂拿地，然后以合作形式开发经营。

考虑到上述三个特点，以及本轮“地王热潮”发生的背景，即房地产“去库存”的“攻坚战”刚刚打响、全国楼市还在持续分化和调整，“地王”频发并不断刷新纪录，蕴藏着巨大的风险。第一，“地王”抬高了房企拿地成本，很多地块的成本价已经远高于周边的市场价，未来需要有更高的房价支撑才能持续维持开发经营。据一些研究机构估计，按照目前地价超过房价的趋势，未来两年房价上涨100%以上，这些地王才能入市，特别是6月份以来，房企拼抢“地王”的现象开始从国企蔓延到民企，土地竞争会越来越激烈，企业运营难度也会不断加大。第二，很多房企举债拿地，在创造“地王”的同时，也留下了巨额的债务，造成资产负债率大幅攀升，很可能

产生新一轮债务危机和流动性危机。[①]以一年中创造 7 块地王纪录的信达地产为例，根据该公司财报，截至 2015 年底，信达地产的资产负债率已高达 83%，比 2014 年末的 78%提高了 5 个百分点，2016 年一季度又进一步攀升至 84%，已经远远突破国企 80%的红线。截至 2014 年底，信达地产融资余额为 202 亿元，加权平均融资成本为 9.15%；截至 2015 年底，信达地产的融资余额逾 326 亿元，整体融资成本为 8.07%。第三，地王热潮将进一步引导信贷资金流入房地产行业，对实体经济信贷资金形成“抽血效应”，抬高实体经济的融资成本，并加剧实体经济的融资困难。

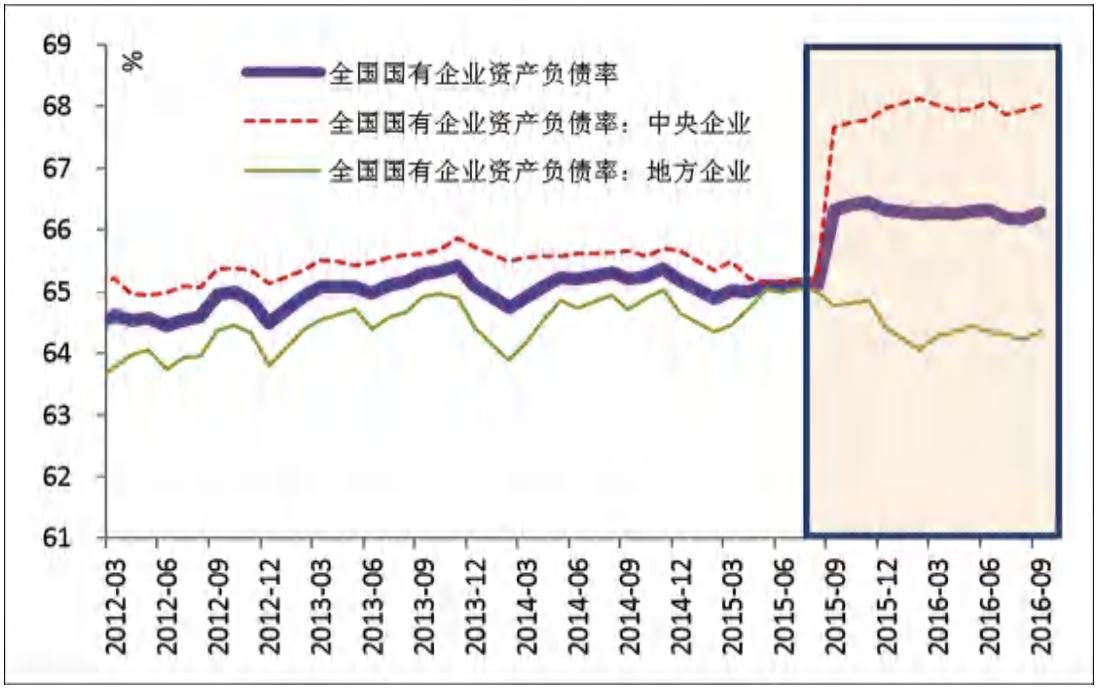


图 15　中国国有企业资产负债率变化趋势

二、2017 年房地产市场展望

展望 2017 年房地产市场走势，需要重点关注房地产复苏面临的三个层面的风险以及以“9.30 新政”为代表的新一轮房地产紧缩性调控政策对房地产市场短期走势的影响。

（一）房地产复苏面临三个层面的风险

① 2016 年上半年，央企资产负债率达到 68.1%，比 2015 年同期大幅提高了 2.9 个百分点。不过，这里可能有央企资产负债统计口径调整的因素。

第一，从稳增长的角度看，房地产销售回暖向投资回暖的传导机制发生变异，复苏不够强劲，可能给投资和经济增长造成一定的拖累效应。

细观2016年房地产市场走势变化，特别是在4月份达到局部高点后出现的明显下滑，已经暴露了总体复苏不够强劲的风险。2016年房地产投资和新开工增速在4月份达到了局部最高点，累计增速分别为7.2%和21.4%，随后开始下滑，7月份累计增速比4月份下滑了1.9和7.7个百分点。9月份，房地产投资企稳，但累计同比也仅增长5.8%，低于全社会固定资产投资增速，而且新开工面积累计增速继续下滑至6.8%。此外，在本轮复苏中，土地购置面积尽管跌幅不断缩小，但始终没有实现正增长，累计跌幅在6月份达到最小(3%)后，7月份又再度扩大(7.8%)，9月份收窄为6.1%。

本轮复苏中，房地产投资乏力的主要原因是，在市场分化的情况下，房地产销售向投资转化的传导机制发生了变异。具体说来，尽管一二线城市房地产销售火爆，但由于城市土地供应等条件限制，不能充分转化为房地产投资增长，而三四线城市库存压力巨大，房地产投资难以为继。因而，总体上表现为房地产投资乏力。如果上述趋势持续下去，全年来看，房地产业将难以实现对投资和经济增长的拉动效应，而很可能再次产生较强的拖累效应。

同时，我们也需要关注新一轮房地产调控政策的影响变化。9月30日以来，全国主要一二线城市密集出台了新一轮紧缩性调控政策。这些举措有利于控制房价和防范资产泡沫风险，但短期内也会对房地产销售和投资产生一定的影响。截至10月10日，商品房日均销售套数已经从8月份的7691套和9月份的8345套下降到10月份的5985套，日均销售面积从8月份的82.9万平方米套和9月份的90.3万平方米下降到10月份的64.2万平方米。

第二，从市场自身风险的角度看，在复苏过程中，市场分化和资产泡沫问题更加严重，复苏夭折的风险上扬，甚至可能诱发新一轮危机。

首先，在房地产去库存过程中，市场分化风险加大。8月份一线城市房价同比上涨30.5%，二线城市房价上涨13.7%，远高于CPI涨幅，而三线城市房价仅上涨2.6%，与CPI基本持平。市场分化主要由供给和需求两方面因素所导致。在供给方面，房地产库存在城市间分布极度不均衡，一二线城市库存水平较低，而三四线城市普遍存在严重的供给过剩，造成各地房地产市场对前一轮宽松政策的反应迥异。在需求方面，随着户籍制度放开和城市化质量的提高，人口进一步向大中城市集中，很多投资性和改善性住房需求向一二线城市转移，特别是随着市场不确定性加大，房产投资者进一步向一二线城市配置资产来规避风险，加剧市场分化风险。

因此，当前房地产的库存减少主要是一二线城市，三四线城市的房地产库存没

有显著下降，而库存压力最大的地方恰恰是三四线城市。2016 年 1—7 月，全国库存水平比 2015 年底累计减少约 471 万平方米，而十大城市库存水平累计减少约 1509 万平方米，说明十大城市以外的其他城市库存水平反而增加了 1038 万平方米。分化中复苏本是一种常态，但与前几轮房地产复苏相比，本轮复苏分化的程度和速度大大超越以往，可能诱发强劲的“虹吸效应”，即各类资金加速向一二线城市集聚，三四线城市房地产市场将进一步萧条，而不是出现跟随性复苏，部分市县财政困难将进一步加剧。

其次，一二线城市房价过快上涨加剧了市场恐慌和房价上涨预期，形成严重的资产泡沫，也推高了购房杠杆率。在宏观经济和预期收入增速持续下行的背景下，房价大幅上涨，预示着房价收入比急剧攀升，这不仅打压了市场自住房需求，也打压了普通大众通过奋斗成为“中产阶级”的梦想。更重要的是，尽管房地产市场的整体杠杆率不高，但是边际杠杆率在加速上升。自去年以来，通过首付贷、信用贷和房抵贷等种种手段突破首付比例要求，暗地里加杠杆的交易规模显著上升，大大降低了房地产市场抵御房价下跌的能力。据测算，本轮房地产市场复苏中，尽管房地产开发商的杠杆率可能没有显著变化，但居民购房杠杆率大幅攀升，2016 年居民购房边际杠杆率高达 50%，与美国次贷危机前的最高水平相当。2016 年商业性房地产贷款余额大幅增长，主要来自购房贷款余额的高速增长。数据显示，2016 年上半年，商业性房地产贷款余额同比增长 24%，比社会融资余额增速高出近 1 倍。其中，购房贷款余额同比增速高达 32.2%，是社会融资余额增速的 2.6 倍。一旦房价上涨不可持续而出现下跌时，这些边际杠杆率最高的房产交易就会首先暴露风险，由银行拍卖处置资产，进而加剧市场恐慌，引起市场抛售，届时那些目前在银行看来风险较低而不断激增的住房抵押贷款，将面临巨大的违约风险。

第三，从与实体经济关系的角度看，房地产市场复苏加剧了资金脱离生产领域实体经济的程度，可能会阻碍创新和产业转型，削弱经济增长动力。

伴随着房地产市场的复苏，资金脱离生产领域实体经济的情况在 2016 年不仅没有减轻，反而进一步恶化。2016 年出现的一个新现象就是 M1 和 M2 增速“剪刀差”持续扩大，即“存款活期化”，这在很大程度上反映了资金“脱实向虚”情况的恶化。究其根源，一个重要因素就是房地产市场交易的火爆。2016 年商业性房地产贷款余额激增，金融机构新增贷款中近一半流向了房地产。2016 年上半年商业性房地产贷款余额激增至 23.9 万亿元，比去年同期增长了 24%。这意味着，2016 年上半年商业性房地产贷款至少新增 2.9 万亿，比 2015 年同期高出 53%。特别是购房贷款，余额激增至 15.4 万亿元，比去年同期增长了 32.2%，增速大幅提升了 14 个百分点。这意味着，2016 年上半年购房贷款至少新增 2.3 万亿，是 2015 年同期的

2.1倍，接近2015年全年的水平。因此，在2016年上半年新增人民币贷款7.5万亿中，有至少2.3万亿投向了购房贷款，占新增人民币贷款的31%，加上1.1万亿投向房地产开发企业的贷款，合计至少有46%的贷款投向了房地产市场。从另一个指标看，2016年1－7月，房地产开发投资资金来源与社会融资总额的比值达到78%，高于历年同期的水平，预计年底将达到85%。

（二）新一轮房地产调控政策对房地产走势的影响

同时，我们需要关注新一轮房地产调控政策对房地产市场短期走势的影响以及总体效果的不确定性。9月30日以来，全国主要一二线城市密集出台了新一轮紧缩性调控政策。这些举措有利于控制房价和防范资产泡沫风险，但短期内也会对房地产销售和投资产生一定的影响。

2016年9月30日，北京、天津、苏州三地同时出台从紧的房地产调控政策，即2016年“9.30新政”。三个城市具有代表性，北京作为一线城市代表，天津作为具有一定特殊性的二线城市代表、[①]苏州作为房价涨速最快的二三线城市代表。同时，三个城市出台的调控政策具有明显的差异，北京是增加土地供应和差别化信贷政策，[②]天津是区域化限购政策，[③]苏州则是主要是限价政策。[④]北京、天津、苏州三地同时出台房地产调控政策，说明房地产调控政策方向发生转变，透露了国家开始收

---

① 可能受到北京调控政策的溢出效应。

② 北京市出台楼市调控新政的重点，主要是购买首套普通自住房的首付款比例不低于35%，对拥有1套住房的居民家庭，为改善居住条件再次申请商业性个人住房贷款购买普通自住房的，无论有无贷款记录，首付款比例均不低于50%；购买非普通自住房的，首付款比例不低于70%。其中，非普通住宅认定的三个标准为：一、住宅小区建筑容积率在1.0以下（不含1.0）；二、单套建筑面积在144平方米以上（不含144平方米）；三、实际成交价格高于同级别土地住房平均交易价格1.2倍。

③ 天津市政府下发了《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的实施意见》（以下简称《实施意见》），并将于10月1日起实施。《实施意见》规定，天津市将实施区域性住房限购，强化差别化住房信贷政策。即在本市拥有1套及以上住房的非本市户籍居民家庭，暂停在市内六区和武清区范围内再次购买住房，包括新建商品住房和二手住房。对在市内六区和武清区范围内购买首套住房的非本市户籍居民家庭，申请商业贷款首付比例不低于40%。

④ 苏州物价局称将加强对新建商品住房价格监管，规范房地产价格行为。对于以下五种情况，苏州住建部门将暂缓核发预售许可证：1、申报价格明显高于开发建设成本及行业合理利润或周边同类型楼盘价格；2、完成价格申报后超过规定期限未向住建部门申请录入商品房销售网上管理系统；3、出现社会集中反映的价格问题的；4、价格违法行为轻微，依法可以不予以行政处罚的；5、价格主管部门认为有必要提醒告诫的其他情形。同时，苏州对于捏造、散布涨价信息，伪造鼓吹交易数据制造“恐慌”氛围，以及捂盘惜售、变相囤积房源、“饥饿营销”等恶意炒作、哄抬房价、扰乱市场价格秩序的行为，将按照有关法律法规进行处罚，必要时予以公开曝光，并建议由国土部门强化对其参与土拍资格审查，提高其参与土地竞买条件。

紧楼市调控政策的明确信号;实施具有差异化的调控政策,[①]反映了以及在此过程中各地贯彻房地产市场分类调控、因城施策的管理要求。因此,房地产调控政策很快得到了更多城市的响应。10 月 1 日,成都、郑州出台从紧的房地产调控政策。成都市对部分区域实行限购政策,同一身份自然人、法人只能新购买 1 套商品住房。[②]郑州则对部分区域对拥有 2 套及以上住房的本市户籍居民家庭和拥有 1 套及以上住房的非本市户籍居民家庭,限购 180 平方米以下的住房。10 月 2 日,合肥、济南、无锡宣布实施限购限贷政策。包括 9 月底已经宣布实施限购限贷政策的南京、杭州、厦门等城市,本轮房地产调控已有 20 个城市推出了限购、限贷或增加土地供应等调控政策。[③]

本轮房地产调控政策的实施主体主要是 2016 年房价上涨过快的城市,结合自身情况采取的限制性措施,反映了中央政府房地产调控要“因城施策”的要求,具体措施包括三个方面:第一,在限购方面,主要是针对外地户籍购房需求。例如,南京、合肥等地由于房价涨幅最大,限购政策升级也更为严格,天津、杭州也严格限制外地户籍购房需求。相比之下,郑州、厦门等地对大户型住房并未实施限购,而成都、无锡没有采取本地、外地户籍人口的差别性政策。第二,在限贷方面,主要是针对二套房首付比例调整。房价涨幅较大的二线城市二套房首付比例已基本上调至 50%,三线城市上调至 40%。相比之下,大多数城市未调整首套房首付,北京和济南由于限购空间较小,上调了首套房首付比例,天津对外地户籍购房需求上调了首付比例。第三,在土地供应方面,部分城市如南京、合肥、北京、郑州、无锡、苏州等,采取了增加土地供应的调控措施。相比之下,其他城市多采用了提高土地出让保证金比例、缩短缴款期限、设置土地出让最高限价以及申报商品房价格等调控举措。

---

① 北京的政策着力点在新房供应结构调整和贷款首付比例的差异化上,没有针对非户籍家庭的内容,没有区域差异;而天津的政策主要针对非户籍家庭进行了限购,提高了首付比例,区域限定在了市内六区和武清区。苏州“9.30 新政”则主要是“限价”政策。

② 据成都市人民政府办公厅官网消息,为保持成都房地产市场平稳健康发展,《关于促进我市房地产市场平稳健康发展的若干措施》中明确,部分区域实行住房限购,同一身份自然人、法人只能新购买 1 套商品住房。措施中提出,成都高新区、成都天府新区、锦江区、青羊区、金牛区、武侯区、成华区、龙泉驿区、新都区、温江区、双流区、郫县范围内实行住房限购,同一身份自然人、法人只能新购买 1 套商品住房(法人单位经审查确属用自有资金购买商品住房且用于职工自住的除外)。严格执行住房限购地区信贷政策,购买二套房商业性个人住房贷款首付款比例不低于 40%。此外,开发企业应在取得商品住房预售许可、现售备案后 10 日内一次性向社会公开全部可售房源,按规定在销售现场显著位置设置商品房销售信息公示系统,及时反映房源销售状态,按一房一价、明码标价对外销售。

③ 9 月 30 日至 10 月 7 日,已宣布实施房地产调控政策的城市包括:南京、合肥、北京、郑州、厦门、杭州、无锡、武汉、济南、天津、苏州、福州、成都、南宁、广州、深圳、佛山、东莞、珠海、惠州。

表 2　　部分城市密集出台房地产调控政策

城市	2—8 月房价涨幅	政策发布时间	限购	限贷		土地供应
				首套首付	二套及以上首付	
南京	43.95%	9.25/9.26/9.27	本地户籍:2 套 外地户籍:1 套	25%不变	35%(贷款未清); 50%(贷款未清)	增加 500 公顷
合肥	38.25%	10.2	本地户籍:2 套 外地户籍:1 套(缴纳 1 年社保)	25%—>30%	40%(贷款未清); 50%(贷款未清);暂停发放(两套及以上)	增加 5000亩
北京	26.69%	9.30	原有限购政策	35%(普通自住房); 40%(非普通自住房)	50%(普通自住房); 70%(非普通自住房)	增加一批用地
郑州	17.88%	9.14/10.1	本地户籍:2 套 外地户籍:1 套(180 平米以上不受限)			增加 6090亩
厦门	16.74%	8.31	本地户籍:2 套 外地户籍:1 套(144 平米以上不受限)			
无锡	16.05%	10.2	不得向同一买受人出售多套; 外地户籍:1 套	20%不变	30%—>40%; 30%(公积金贷款)	增加 100 公顷
武汉	14.19%	8.31			40%(已有 1 套/2 套以上全部结清或仅 1 套未结清)	
济南	13.92%	9.28/10.2	本地户籍:3 套 外地户籍:1 套	20%—>30%	30%—>40%	

续表

城市	2—8月房价涨幅	政策发布时间	限购	限贷		土地供应
				首套首付	二套及以上首付	
天津	13.73%	9.30	外地户籍:1套	40%(外地户籍)		
苏州	11.47%	8.11/9.30		20%不变	40%—>50%(一套,未结清);不发放(2套及以上)	增加18%
杭州		9.19/9.27/9.28	外地户籍:1套		30%—>50%(已有一套,未结清);40%—>50%不发放(公积金贷款,已有一套,未结清)	
福州	9.24%	9.28				增加20%
成都		10.1	同一身份自然人、法人只能新购1套		40%	

在去库存的背景下,一二线城市房价出现暴涨,说明不同城市的库存压力不同,为去库存而实施的全面宽松的房地产调控政策基本失效,因城施策、甚至一城一策的房地产调控政策将成为未来市场调控的主要方向。本轮调控可能希望达到三个目标或坚持三条基本原则:一是房价不能继续暴涨导致资产泡沫;二是杠杆不能过高导致债务风险;三是投资不能下滑导致经济增长失速。在这三条基本原则指引下,各城推出符合各自实际情况的房地产调控政策。这也意味着近日常委会提出的资产去泡沫开始进入实质性实施阶段。

本轮房地产调控政策表明全面宽松的房地产政策发生了变化,这有助于降低短期购房需求,缓和购房恐慌情绪,因而有助于平抑房价上涨势头和防范资产泡沫风险,但短期内也会对房地产销售和投资产生一定的影响。9月30日以来,房地产销售已经出现了明显的下降趋势,30大中城市商品房成交套数和成交面积均显著下降。截至10月27日,商品房日均销售套数从8月份的7691套和9月份的8345套,下降到10月份的6921套,日均销售面积从8月份的82.9万平方米套和9

月份的 90.3 万平方米，下降到 10 月份的 72.2 万平方米。特别是一线城市和二线城市商品房成交量下降速度更大，房地产过热的局面得到了全面控制。同时，从紧的限贷政策也有助于降低房地产市场杠杆率的过快上涨，降低资产泡沫和信贷违约风险。但是，在房地产供给面，由于只有部分城市采取了增加土地供应的措施，因而本轮调控短期内可能不利于稳定投资和经济增长。同时，由于它没有真正解决房价上涨的根源，因而从中长期来看，可能也无法真正控制房价上涨。如前所述，一、二线城市房价出现暴涨的原因可归结于四个方面：第一，在“去库存”背景下的房地产刺激政策；第二，在“稳增长”背景下的货币宽松政策；第三，在“资产荒”背景下的货币“脱实向虚”；第四，在库存分化背景下形成的“虹吸效应”。本轮房地产调控政策并没有实质性地解决上述问题，政策实施的效力可能只是暂时性的。

需要指出的是，房地产市场调控势在必行，但在未来两三个季度，政策偏差可能会导致两种极端效果：一是因城施策的举措没有得到地方政府的支持而陷入做表面文章的困境之中，房地产调控失败；二是中央采取更具强制性的行政性举措，采取更为严厉的限价与限购措施，导致房地产销售和投资等参数出现断崖式变化，从而引发宏观经济投资和增长出现增速破底的风险。

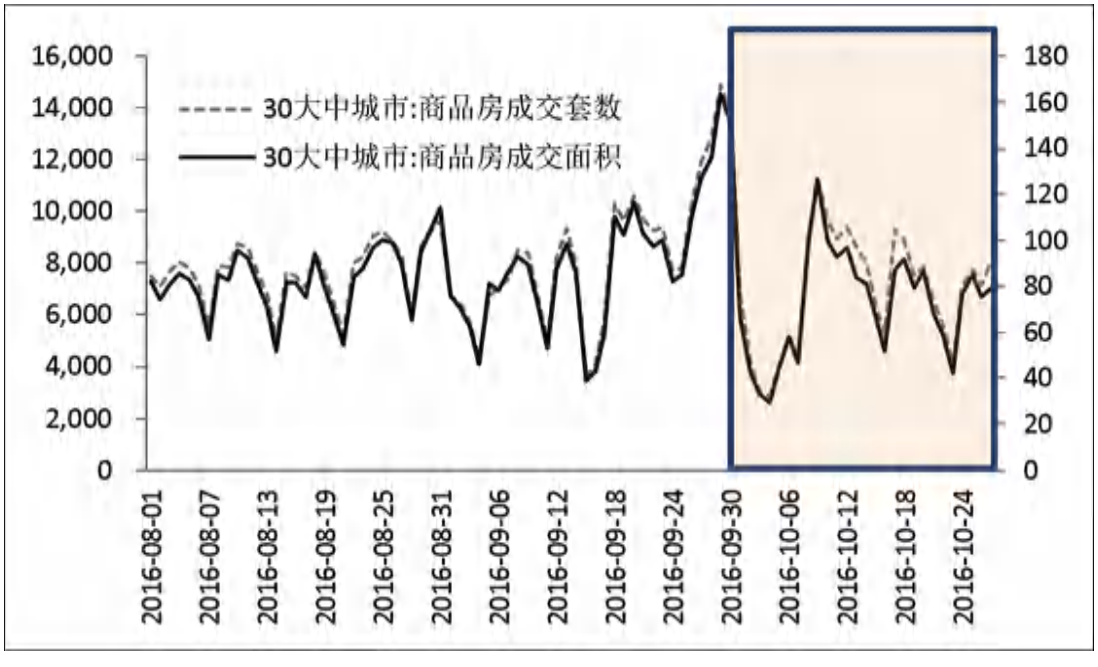


图 16　新一轮房地产调控政策实施后房地产销售走势

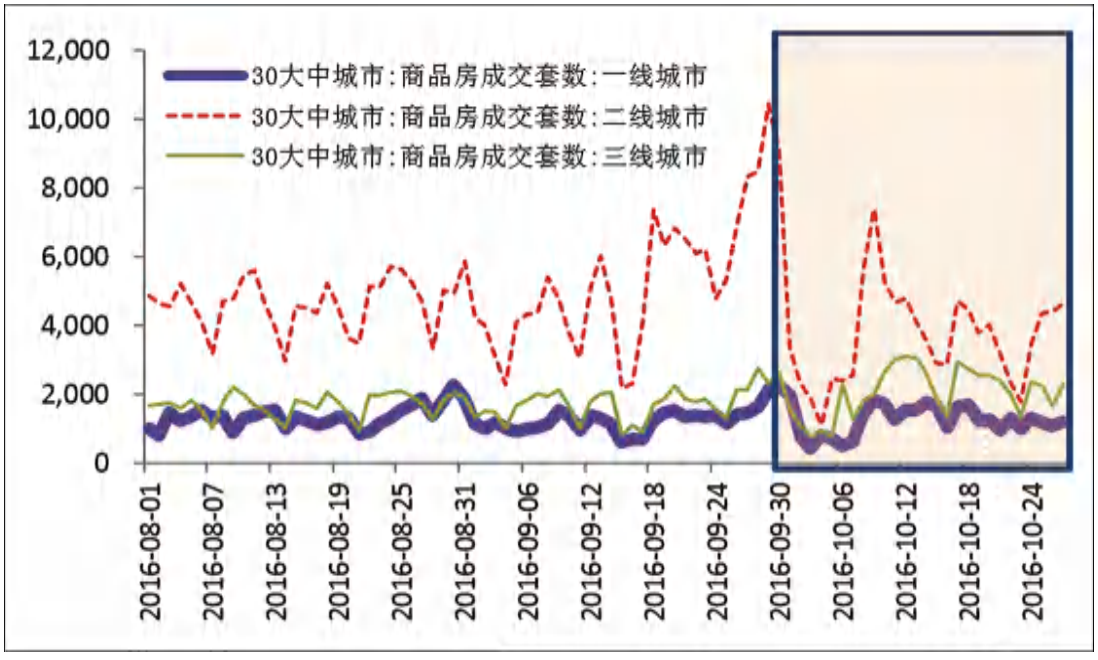


图 17　新一轮房地产调控政策实施后不同层级城市房地产销售走势

三、应对房地产风险的若干政策建议

针对房地产市场三个层面的风险，房地产调控政策的定位要更加明确、目标要更有系统性、手段要更具针对性。本轮房地产市场复苏过程和影响要比预想中曲折和复杂，由于存在三个层次的风险，对投资、增长和财政会产生多重影响。厘清解决三个层次风险的优先顺序，有助于我们更加明确房地产政策定位，避免模糊不清所带来的不确定性进一步加剧市场风险。统筹三个层次风险的关系，有助于我们把握调控目标的系统性，避免顾此失彼。改变简单宽松的政策导向，针对不同区域和不同类型房地产企业进行分类治理，有助于加强调控手段的针对性，防范市场分化进一步加剧，诱发新的变异。综合以上考虑，我们提出如下具体建议：

第一，增加一二线城市土地供应和投资力度。一二线城市房价暴涨说明这些城市房地产市场供给相对需求严重不足。因此，一二线城市房地产政策的定位是，通过增加一二线城市土地供应和投资力度，为供给侧结构性改革和实现动力转换提供宝贵的“窗口期”。在第一个层次风险防范方面，它能够加快房地产销售向投资的转化，提升房地产投资总体增速，避免固定资产投资下调过于剧烈而陷入紧缩链条；在第二个层次风险防范方面，它能够合理引导房价预期，抑制一线城市房价

过快上涨，防止形成新的资产泡沫；在第三个层次风险防范方面，它能够避免资金加速脱离实体经济，弱化市场复苏对宏观经济的提振作用。同时，在钢铁、水泥、玻璃等产能过剩的背景下，增加一线城市房地产投资还有助于消化这些行业的过剩产能，利于实现去产能背后所希望达到的最终目标。

第二，加快三四线城市户籍制度改革和新型城镇化配套基础设施建设。对于三四线城市而言，房地产政策的定位是在需求导向下加快去库存。通过加快推进户籍制度改革和新型城镇化的配套基础设施建设，在第一个层次风险防范方面，能够提高经济活力和投资增速，避免投资和经济过度下滑带来的冲击；在第二个层次风险防范方面，能够增加三四线城市人口增长和潜在住房需求，提高三四线城市房地产价值，有效刺激房地产市场需求，加快去库存进程，增强复苏的强度；在第三个层次风险防范方面，尽快消化库存是中小房地产商快速回笼资金、降低财务费用与化解金融风险的重要抓手，同时也是保障投资回归可持续增长轨道的必要前提。

第三，采取系列政策举措缩小实体经济与房地产投资收益的缺口。让资金回归实体经济要有新思路，不能简单依靠过度的、行政化的宽松货币政策，否则反而可能成为资金“脱实向虚”的推手。例如目前大规模地向国有企业定向输血，反而导致国有企业的行为出现变异，大量资金通过各种途径流向房地产市场，成为“地王”泡沫的创造者。引导资金回归实体的核心是利用多种政策组合，从根本上改变日益下滑的实体投资与房产投资收益率的比值。因此，一方面要通过降低成本和提高创新来提升实体经济的预期投资收益率，另一方面要通过强化监管和规范市场来降低房地产领域的投资与投机收益率。在这方面，税收政策是改变两大领域收益对比的最佳的政策工具，适度提升房地产投资所得税、同时降低实体经济投资税负，可以起到较好的资源引导作用。

第四，落实《法治政府建设实施纲要（2015－2020年）》有关房地产调控的主要任务和具体措施。《纲要》不仅指出要根据房地产市场分化的实际，坚持分类调控，因城施策，更提出要建立全国房地产库存和交易监测平台，形成常态化房地产市场监测机制。这对于实施住宅用地分类供应管理，完善和落实差别化的税收和信贷政策具有重要的意义。同时，一方面要通过如改进住房公积金使用和监管机制，支持居民合理住房消费；另一方面，要严控首付比例限制，打击利用首付贷、信用贷和房抵贷等加高杠杆的做法，控制边际杠杆率上升。

第五，谨防新一轮调控政策偏差导致房地产市场出现极端变化。为避免政策偏差可能会导致的两种极端效果，即“无效调整”和“过度调整”，本轮房地产市场调

控要加强政策的沟通协调，找到“控风险”与“稳增长”的契合点，找到中央与地方政府利益契合的操作工具，谨防调控政策偏差导致极端变化。在切实推进因城实策中，增加一二线城市土地供应和投资力度，加快三四线城市户籍制度改革和新型城镇化配套设施建设。

分报告七

宏观因子、投资者行为与中国股债收益相关性研究

李　勇　钱智俊

摘要：本文基于宏观因子，运用 DCC－MGARCH 模型和分位数回归模型，计算了中国股债市场收益率的动态条件相关系数，进而研究了中国股债收益相关性的时变机制。本文发现，由于特殊的债券投资者结构，“避险行为”理论在中国市场并不适用。基准利率、经济增速和自相关性是中国股债收益相关系数条件均值的主要影响因素。并且，中国股债收益相关系数的条件分布也具有时变性，其尾部风险受基准利率和自相关性的显著影响。这些研究结果解释了中国股债收益相关性独特的波动路径，并为管理股债资产组合的相关性风险提供了分析工具。基于实证分析，文末，对于金融监管，本文给出了相应的政策性建议。

关键词：股债收益相关性　宏观因子　投资者行为

一、前言

随着2013年一系列政策红利的释放，银行、基金、保险、信托、券商、私募等六大类机构纷纷进军资产管理业务，中国金融市场步入“大资管时代”。2013年至2015年，中国资产管理总规模由40万亿人民币跃升至93万亿人民币。据预计，2015年后，中国资产管理规模将保持13%的年均复合增长率，并将于2020年攀升至174万亿[①]。随着规模的高速增长，资产管理行业在国民经济中的作用也愈加重要。

中国资管行业的迅速发展对学术研究提出了新的要求。资产管理的核心是资产配置，资产配置的关键要素是资产收益率、波动率与收益相关性。作为中国金融市场最基本的两种资产，股票和债券在资产配置中具有支柱地位。在中国资管行业的勃发之际，理清有关中国股票和债券市场收益相关性的诸多问题，不仅有助于优化中国市场的资产配置效率，也能为跨市场的金融风险监管提供决策依据。这对于发展中国资产管理行业、深化金融市场创新、降低金融市场风险都具有重要的实际意义。

中国股市和债市的收益相关性为何发生时变？基于中国特殊的市场结构，本文通过理论探讨和实证研究，分析了中国股债收益相关性的时变特征，检验了主流理论在中国市场的适用性，从而研究了中国股债收益相关系数条件均值和条件分布的影响因素。本文的研究结果证明了宏观因子和自相关性对股债收益相关系数的影响结果和作用机制，从而为中国金融市场的资产配置和风险监管提供了新的分析工具。

二、文献综述：股债相关性的时变原因

现代资产组合理论认为，收益率、波动率和资产收益率相关系数是理解和进行资产配置的关键要素（Markowitz，1952）。不同于另外两大要素，传统观念一般认为资产收益率相关系数非常稳定。但是，2000年后的大量国外研究表明，股票资产和债券资产的收益率相关性会随着时间变化发生剧烈波动，并且会在正、负值之间频繁转换（Gulko，2002；Ilmanen，2003；Campbell et al.，2009等）。根据现代

① 数据引自光大银行发布的研究报告《中国资产管理市场2015》

资产组理论，当真实的资产收益相关系数大幅偏离原先水平时，资产组合的配置方向将会随之出现偏误。如果不能理清股债收益相关系数的时变原因，广为应用的股债资产组合将无法实现最优化。针对股债收益相关性的时变现象，现有文献提出了诸多理论解释。其中，“避险行为”理论和“宏观因子驱动”理论最为主流，得到了实证研究的广泛支持。

“避险行为”理论由 Connolly et al.(2005；2007)首次提出。该理论认为，当出现金融危机时，股票市场风险会大幅上升。为了规避风险，投资者会将资金从股票市场转移至债券市场。由于这一避险行为导致的资金转移，债券市场的需求量和交易价格将上升，而股票市场的需求量和交易价格将下降。受此影响，股票和债券市场的收益相关性将减弱，甚至出现负相关性。因此，根据“避险行为”理论，股票市场风险对股债相关性具有负向影响。基于发达资本市场的大量实证研究支持了“避险行为”理论，并且该理论被认为合理解释了美国市场 2000 年以来股债收益的长期负相关现象(Kim et al.，2006；Anderson et al.，2008；Aslanidis & Christiansen，2012)。

另一方面，“宏观因子驱动”理论则指出，由于股票和债券的资产性质不同，各种宏观因子会驱动股票和债券价格同向变化或反向变化，从而增强或削弱两资产收益的相关性(Wainscott，1990；Andersen et al.，2007；d’Addona & Kind，2006；Baele et al.，2010)。一般而言，股票和债券的价格可以视为资产预期现金流的折现值。因此，通过改变预期现金流和折现率，宏观因子能够分别产生两种作用。第一，“现金流效应”。债券产生的预期现金流(利息和本金)是固定的，不受未来外界变量的影响。相反，股票产生的预期现金流(股息)是波动的，随着未来经济形势等因素发生变化。当股票的预期现金流发生变化，股票价格会随之改变，债券则几乎不受影响，从而导致债券价格和股票价格发生反向联动。基于“现金流效应”，经济增速、通胀率等宏观因子的上升能够提高股债收益的相关性。第二，“折现率效应”。股票和债券折现率的构成虽有不同，但均包含无风险利率。当无风险利率上升时，股票和债券的折现率会同时增加，带动两者价格同向变化，从而增强股债收益相关性。基于“折现率效应”，基准利率、通胀率、流动性、风险厌恶等宏观因子可以通过提升无风险利率，对股债收益相关性产生正向影响。

随着中国资本市场的迅速发展，近年来也有国内学者研究了中国股债收益相关性的时变特征和时变原因。曾志坚和江州(2007)计算了我国股债收益率的月度 Pearson 相关系数，发现这一相关系数存在时变性，长期在－0.3～0.3 之间波动。

Li 和 Zou(2008)发现,由于宏观经济政策的影响,2004－2005 年中国股债收益相关性出现了结构性变化;并且,坏消息对股债收益相关性的影响大于好消息带来的影响,具有不对称性。袁超、张兵和汪慧建(2008)的研究也表明,在经历连续的紧缩政策后,中国股债收益相关性在 2004－2005 年出现了由正转负的显著变化。袁晨、傅强(2010)认为,股市危机时期中国股债两市间存在投资转移,并且显著地负向减少了股债收益的相关系数。郑振龙、陈志英(2011)以及郑振龙、杨伟(2012)的研究显示,通货膨胀率和股票市场的不确定性是影响中国股债收益相关性的主要因素。

从现有文献看,对于中国股债收益相关性的研究尚存在三方面的不足。第一,对"避险行为"理论的探讨未能考虑中国特殊的市场结构。现有研究表明,"避险行为"理论对美国市场具有较高的解释力。但是,美国债券市场的投资者以基金、保险公司和家庭为主,而中国债券市场的投资者则以商业银行为主。不同的投资者结构可能引致不同的投资者行为。因此,"避险行为"理论在中国市场的适用性值得质疑,不宜直接套用于中国市场的研究。第二,对"现金流效应"的研究未能找到合理的微观基础。虽然大量实证研究证明,宏观因子能够改变预期现金流,从而改变股债收益相关性,但是尚未有研究从微观视角出发,讨论宏观因子通过何种路径改变了预期现金流。而这一路径对分析中国股债收益相关性的变动时点和变动方式具有重要意义。第三,未对中国股债收益相关性的条件分布进行研究。为了对资产组合的风险进行管理,不仅需要分析股债收益相关性的均值水平,更需要了解相关性的极端值会以何种概率出现在哪些区域。因此,在当前研究的基础上,需要进一步分析中国股债相关性条件分布的时变特征和时变原因。在以下章节中,本文将从这三方面出发,采用理论分析和实证检验对相关问题进行深入探讨,从而对现有研究做出有益的拓展。

三、模型研究:中国股债相关性的测算与分析

(一)中国股债收益动态条件相关系数的测算

为了准确刻画股债收益相关性的时变特征,国外经典文献(Connolly et al.,2005 等)普遍采用股指期货和国债期货的高频数据对股债收益相关系数进行计算。但是,这一方法在中国市场并不可行。中国股指期货交易始于 2010 年,而国

债期货交易重启于2013年，因此其样本量不足以覆盖中国资本市场的主要发展时期。

由于这一原因，我们转而采用DCC－MGARCH模型计算中国股债收益的动态条件相关系数。DCC－MGARCH模型由Engle & Sheppard(2001)首次提出。不同于Bollerslev et al.(1988)构建的MGARCH模型，DCC－MGARCH模型将条件方差协方差矩阵分解为条件相关系数矩阵和条件标准差的对角矩阵，进而允许条件相关系数矩阵发生时变。基于中国市场的现实，本文将股债收益率的均值方程设定为AR(1)形式，将波动率方程设定为GARCH(1,1)形式。那么，DCC－MGARCH模型的具体形式为：

$r_t = C + \beta r'_{t-1} + a_t$

$a_t = H_t^{1/2} Z_t$

$H_t = D_t R_t D_t$

其中，D_t 的形式为：

$$D_t = \begin{bmatrix} \sqrt{h_{1t}} & \\ 0 & 0 \\ & \sqrt{h_{2t}} \end{bmatrix}$$

$h_{it} = y_{i0} + y_{i1} a_{i,t-1}^2 + \varphi_{i1} h_{i,t-1}, i = 1, 2.$

在上述等式中，C，r_t 和 a_t 都是 2×1 向量，依次代表了常数项、t 时期股票和债券的对数收益率、t 时期资产价格的新息。$E[a_t]=0$，$Cov[a_t]=H_t$。H_t，D_t 和 R_t 都是 2×2 矩阵，依次代表了条件方差协方差矩阵、a_t 的条件标准差对角矩阵、GARCH(1, 1)模型的标准差。Z_t 是 2×1 向量，代表独立同分布的误差项，$E=[Z_t]=0$，$E[Z_t Z_t^T]=I$ 。

R_t 是 a_t 的条件相关系数矩阵，该矩阵可以被分解为：

$R_t = O_t^{*-1} Q_t Q_t^{*-1}$

$Q_t = (1-\kappa-\lambda)\overline{Q} + \kappa \epsilon_{t-1} \epsilon_{t-1}^T + \lambda Q_{t-1}$

ϵ_t 是标准化的残差项，其无条件方差协方差矩阵为 $\overline{Q}$。Q_t^* 为对角矩阵，其元素为矩阵 Q_t 的相应对角线元素的平方根。

我们假设 Z_t 服从多元t分布而非多元正态分布。因此，以上DCC－MGARCH模型的参数估计可通过最大化如下对数似然函数获得：

$$\Lambda = \sum_{t=1}^{T} \left(ln\left[\Gamma\left(\frac{\upsilon+2}{2}\right)\right] - ln\left[\Gamma\left(\frac{\upsilon}{2}\right)\right] - ln[\pi(\upsilon-2)] - \frac{1}{2} ln[|H_t|] - \frac{\upsilon+2}{2} ln\left[1 + \frac{a_t^T H_t^{-1} a_t}{2}\right] \right)$$

(二)中国股债收益相关系数的多因子模型

本文构建一系列多因子模型,以分析中国股债收益相关系数条件均值的时变原因。模型的构建需满足如下研究目的:

首先,本文尝试检验"避险行为"理论在中国市场是否成立。中美两国的债券市场投资者结构存在巨大差异。美国债券市场的投资者以非银行机构为主,而中国债券市场则以商业银行为主。2002—2014年期间,商业银行占据了中国债券市场持券量的67.1%和交易量的68.4%。[①] 因此,商业银行对中国债券市场的价格水平具有决定性影响。从两个方面出发,商业银行的行为并不支持"避险行为"理论。第一,受法律限制[②],中国商业银行并不能直接投资于股票市场。因此,在金融危机中,商业银行并不需要将资金从股市转移至债市。第二,商业银行持有债券的主要目的之一在于管理流动性。当发生金融危机时,为了获得流动性,商业银行可能会大量抛售债券。而这一行为与"避险行为"理论恰好相反。因此,在商业银行行为的主导下,即使有部分债券市场投资者(例如,家庭、基金等)进行了避险操作,也不足以显著影响股市和债券价格的相对运动。据此,我们可以推测:在中国市场,"避险行为"理论并不成立,股票市场波动率(LMSVt)对股债收益相关系数(MFCt)无显著的负向影响。

其次,本文尝试理清宏观因子对中国股债收益相关性的作用机制。根据现有文献,经济提速或温和通胀将改变股票的预期现金流,产生"现金流效应",从而削弱股债收益的相关性。基准利率或通胀率的上升则会同时提高股票和债券的折现率,产生"折现率效应",从而增强股债收益的相关性。需要注意的是,因为通胀率与这两个效应同时相关,其产生的总作用在中国市场可能并不显著。因此,为了检验"现金流效应"和"折现率效应",我们在模型中引入了宏观因子:经济增速(ECG_t),基准利率(R_t)和通胀率(INF_t)。

最后,如果经济增长引发的"现金流效应"在中国市场的确存在,那么就有必要进一步研究这一效应在微观层面如何发生。目前,尚未有文献对此进行探讨。根据中国市场的实践经验,本文提出,存在两条可能的作用路径:"新闻路径"和"财报路径"。"新闻路径"假设,中国投资者们根据关于经济增速的新闻直接调整对现金流的预期。一旦中国国家统计局公布上月的经济增速数据(例如,工业增加值增速),预期现金流就会做出相应调整,并产生"现金流效应"。因此,股债收益相关性

① 根据中央国债登记结算公司的统计数据报告计算得出。

② 这里指《中华人民共和国证券法》和《中华人民共和国商业银行法》。

应当受到滞后1月的经济增速(ECGt－1)影响。相反,“财报路径”假设,股票的预期现金流是根据公司财报(年报、半年报等)进行调整的。投资者对经济增速的新闻不做反应,而是待至相应的利润变化在财报中被披露出来,再改变预期现金流。在中国股票市场的财报制度下,这一信息披露一般滞后3－4个月。因此,股债收益相关性应当受到滞后4个月的经济增速(ECGt－4)影响。本文将在实证模型中对这两个路径进行检验。

此外,基于两点原因,我们在多因子模型中引入了股债收益相关系数的第1、2阶滞后项。第一,前沿文献(Aslanidis & Christiansen, 2014等)观察到,股债收益相关系数具有显著的自相关性。第二,我们认为,这些滞后项能够作为代理变量,反映出其他未被考虑的影响因素。这将使模型更将全面并更具解释力。为了检验以上的诸多假设,我们设定多因子模型如下:

模型1:$MFC_t = C + \beta_1 LMSV_{t-1} + \mu_t$

模型2:$MFC_t = C + \beta_1 LMSV_{t-1} + \beta_2 MFC_{t-1} + \beta_3 MFC_{t-1} + \beta_4 R_{t-1} + \mu_t$

模型3:$MFC_t = C + \beta_1 LMSV_{t-1} + \beta_2 MFC_{t-1} + \beta_3 MFC_{t-2} + \beta_4 R_{t-1} + \beta_5 ECG_{t-4} + \beta_6 INF_{t-1} + \mu_t$

模型4:$MFC_t = C + \beta_1 LMSV_{t-1} + \beta_2 MFC_{t-1} + \beta_3 MFC_{t-2} + \beta_4 R_{t-1} + \beta_5 ECG_{t-1} + \beta_6 INF_{t-1} + \mu_t$

其中,通过比较模型1和模型2,可以检验“避险行为”理论是否在中国市场成立。模型3用以考察相关系数滞后项和宏观因子的作用。模型3和模型4的对比用以检验“财报路径”和“新闻路经”的有效性。以上模型均采用OLS法进行参数估计。

(三)中国股债收益相关系数的分位数回归模型

本文采用Koenker & Bassett(1978)提出的分位数回归模型,进一步研究股债收益相关系数的条件分布。这一拓展在两个方面具有重要意义。首先,对于股债资产组合而言,股债收益相关系数是一个基础性的参数。一旦该参数大幅偏离预期值(条件均值),就会产生巨大的尾部风险,造成资产组合的严重损失。因此,需要了解中国股债相关系数的尾部(极端值)如何发生时变。其次,现有文献显示,宏观因子对股债收益相关性的作用可能是非线性的。在分位数回归模型中,变量系数能够随着分位数的不同而发生变化。这将检验并刻画出宏观因子的非线性作用。

为了将自相关性的作用与宏观因子的作用区别开,本文构建了两组不同的分位数回归模型:

模型 5：$MFC_t^\tau = C^\tau + \beta_t^\tau MFC_{t-1}^\tau + \beta_2^t MFC_{t-2}^\tau + \mu_t^\tau$

模型 6：$MFC_t^\tau = C^\tau + \beta_1^\tau MFC_{t-1}^\tau + \beta_2^\tau MFC_{t-2}^\tau + \beta_3^\tau LMSV_{t-1}^\tau + \beta_4^\tau R_{t-1}^\tau + \beta_5^\tau ECG_{t-4}^\tau + \beta_6^\tau INF_{t-1}^\tau + \mu_t^\tau$

τ 表明为第 τ 分位的回归方程。为了刻画股债收益相关系数的条件分布，我们设定 $\tau=\{0.2,0.4,0.5,0.6,0.8\}$。其中，分位 0.2 对应绝对值最大的负相关系数，分位 0.8 代表绝对值最大的正相关系数。对于不同分位的回归方程，其变量系数允许发生变化，并且误差项允许服从不同的分布。

根据 Koenker & Bassett(1978)的研究，本文采用最小绝对离差和估计法对分位数回归模型进行估计。因此，模型 5 和模型 6 的参数估计可以通过最小化以下等式获得：

$$Q=\sum_{t;\mu_t^\tau<0}^{T}(1-\tau)|\mu_t^\tau|+\sum_{t;\mu_t^\tau\geq 0}^{T}\tau|\mu_t^\tau|$$

在实证研究中，本文采用线性规划技术来计算以上的最小绝对离差和估计值。参数的方差协方差矩阵采用残差自举法获得。

四、实证检验：宏观因子驱动中国股债相关性时变

(一)变量选取和数据来源

根据上述模型，本文对各项变量的设定如下：

股票市场收益率(SRt)。本文采用中信标普综合指数反映中国 A 股市场整体行情，并以其对数收益率衡量股票市场收益。相比于其他指数(沪深 300 等)，中信标普综合指数的样本期更长，更适用于分位数回归模型。

债券市场收益率(BRt)。目前中国债券市场分割为银行间市场和交易所市场，证券交易所发布的债券指数难以覆盖全体市场。因此，本文采用中信标普全债指数[①]反映中国债券市场整体行情，并以其对数收益率衡量债券市场收益。

基准利率(R_t)，采用银行间市场七天回购移动平均利率来衡量。

通货膨胀率(INF_t)。根据现有文献，CPI 数据往往是非平稳的。因此，本文采用中国月度环比 CPI 的对数差分衡量通货膨胀率

① 中信标普全债指数是第一个覆盖中国全部债券市场的指数，涵盖了国债、央票、政策性银行债券以及其它在中国交易所市场和银行间市场交易的债券。

经济增速(ECG_t),采用每月工业增加值的同比增速来衡量经济增长速度。

股票市场风险($LMSV_t$),采用股票市场收益率的月度波动率衡量股票市场风险。

股债收益相关系数(MFC_t)。通过 DCC－MGARCH 模型,本文计算出中国股债收益动态条件相关系数的月度均值(MC_t),并对其进行 Fisher 变换[①]后作为股债收益相关系数(MFC_t)。

本文的原始数据搜集于 RESSET 金融研究数据库、国泰安经济金融研究数据库和中经网统计数据库。样本期间为 2002.5.8－2014.12.31,有 3075 个日频观察值和 152 个月频观察值。表 1 显示了这些变量的描述性统计和性质检验结果。其中,SRt 和 BRt 的时序是稳定的,具有显著的自相关性和 ARCH 效应,且不服从正态分布。这些性质都与本文对 DCC－MGARCH 模型的设定相符合。MFCt 呈现出显著的自相关性,表明在模型中引入 MFCt 的滞后项是合理的。此外,其余各变量的时序均为稳定,也支持了对多因子模型和分位数回归模型的设定。

表 1　　变量描述性统计和性质检验

变量	均值	标准差	Jarque－Bera 统计量	ADF 值	Ljung－Box (10) Q 统计量	ARCH (10) LM 统计量
SR_t	0.00013	0.00089	376631.90	－53.64＊＊＊	33.58＊＊＊	92.85＊＊＊
BR_t	0.00033	0.01701	1466.74	－16.30＊＊＊	507.65＊＊＊	30.93＊＊＊
MFC_t	0.10862	0.13509	2.27	－4.42＊＊＊	262.00＊＊＊	
R_t	2.71069	1.17396	32.13＊＊＊	－3.90＊＊＊		
INF_t	0.00002	0.00314	98.26＊＊＊	－9.79＊＊＊		
ECG_t	13.72118	4.43495	10.51＊＊＊	－3.69＊＊		
$LMSV_t$	－3.61898	0.25686	11.21＊＊＊	－2.78＊		

注:＊,＊＊,＊＊＊分别表示统计量在 10%、5%、1%的置信水平上显著。

(二)中国股债收益相关系数的时变性

表 2 显示了本文 DCC－MGARCH(1,1)模型的最大似然估计结果。其中,和

① 因为 $MC_t \in [-1,1]$,并不适用于多因子模型和分位数回归模型,因此需进行 *Fisher* 变换。该变换的公式为:$MFC_t = \frac{1}{2} ln(\frac{1+MC_t}{1-MC_t})$,可得 $MFC_t \in (-\infty, \infty)$

均在1%的置信水平下显著，表明中国股市收益率和债市收益率均具有很强的自相关性。显著为正的、、和则表明中国股市收益率和债市收益率存在ARCH效应和GARCH效应。并且，它们的正向符号表明存在波动聚类效应，即较大的波动率后也会出现较大的波动率。这些发现都与上文的Ljung－Box统计量和ARCH检验相一致。因为κ和λ均显著，该模型能够刻画中国股债收益相关系数的时变。根据以上结果，这一模型已控制了股债收益时间序列的自相关性和波动聚类效应。因此，由该模型计算出的动态条件相关系数能够更准确地衡量中国股债收益相关性的真实变化。

表2　　DCC－MGARCH（1,1）模型的估计结果

参数	估计值	标准误差	p值
	0.00057	0.00024	0.02
	0.00010	0.00001	0.00
	0.04536	0.01712	0.01
	0.31662	0.01922	0.00
	3.53E－06	1.22E－06	0.00
	3.86E－08	6.78E－09	0.00
	0.07008	0.01174	0.00
	0.31904	0.04159	0.00
	0.93033	0.01145	0.00
	0.64556	0.03625	0.00
	0.02068	0.00763	0.01
	0.97365	0.01358	0.00

注：对于C_i、β_i、γ_{i0}、γ_{i1}和φ_{i1}，i＝1代表关于股票收益率的方程，而i＝2代表关于债券收益率的方程。

通过以上的DCC－MGARCH（1，1）模型，本文计算了日频的动态条件相关系数，并以其月度均值水平（MFCt）衡量中国股债收益相关性的月度水平。在图1中，样本期内中国股债收益相关系数的波动路径显示出两个重要特征。第一，中国股债收益相关性的波动幅度较大且符号转换较为频繁。在样本期内，MFCt的最大值为0.436，最小值为－0.283，MFCt的符号出现了23次正负变换。这一剧烈的

时变性与美国市场类似，对中国市场的资产组合增加了新的风险。根据现代资产组合理论，随着资产相关性发生突变，原有的资产组合将不再最优化。如果相关性的符号发生转变，则资产配置的方向将完全错误。因此，需要分析并预测中国股债收益相关性的条件均值与条件分布。第二，中国股债收益相关系数主要处于正向水平，并且具有上升趋势。样本期内，MFCt 的均值和中位数分别为 0.109 和 0.096。自 2013 年以来，MFCt 的波动路径明显上行。这一特征与基于美国、欧洲等发达资本市场的实证研究不同。大量的研究（Kim et al.，2006；Baur，2009 等）显示，在这些发达资本市场，股债收益相关性呈现明显的下行趋势。波动路径的差异也表明，中国股债收益相关性的影响因素可能有别于发达资本市场。因此，本文将在以下章节对此进行深入探讨。

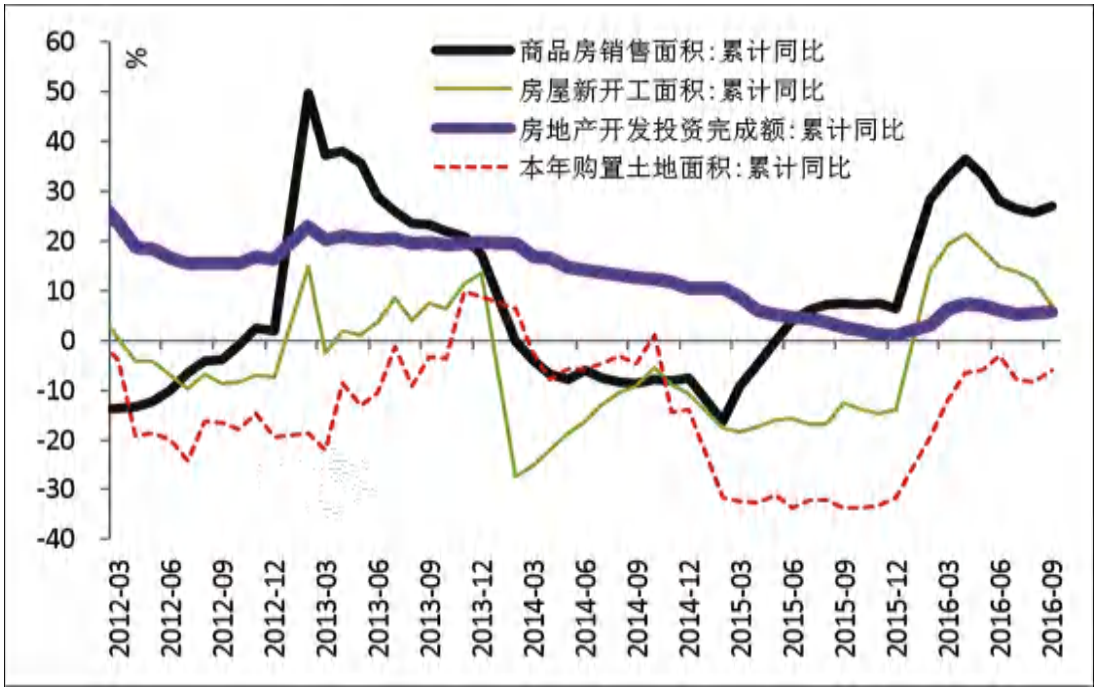


图 1　中国股债收益动态条件相关系数

（三）中国股债收益相关系数条件均值的影响因素

本文采用 OLS 法对模型 1—4 进行参数估计，模型回归结果如表 3 所示。根据这一结果，本文可以得到以下结论：

表 3　　多因子模型参数估计结果

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
C	−0.189 (0.154)	−0.108 (0.079)	−0.016 (0.085)	−0.065 (0.087)
MFC_{t-1}		0.983＊＊＊ (0.081)	0.972＊＊＊ (0.082)	0.991＊＊＊ (0.082)
MFC_{t-2}		−0.317＊＊＊ (0.079)	−0.302＊＊＊ (0.078)	−0.318＊＊＊ (0.080)
$LMSV_{t-1}$	−0.082＊ (0.042)	−0.024 (0.022)	−0.012 (0.022)	−0.020 (0.022)
R_{t-1}		0.022＊＊＊ (0.006)	0.019＊＊＊ (0.006)	0.019＊＊＊ (0.007)
ECG_{t-4}			−0.003＊＊ (0.001)	
ECG_{t-1}				−0.001 (0.002)
INF_{t-1}			0.012 (0.023)	0.004617 (0.024981)
调整 R^2	0.018	0.751	0.753	0.751

注：(1)括号中为标准差。(2)＊，＊＊，＊＊＊分别表示统计量在 10%、5%、1%的置信水平上显著。

首先，中国股债收益相关系数的时变主要由序列相关性、基准利率和经济增速共同驱动。在主回归模型(模型 3)中，MFCt－1 和 MFCt－2 的系数均在 1%的置信水平下显著。这表明中国股债收益相关系数的月频序列存在 AR(2)效应。其中，MFCt－1 的系数符号为正，MFCt－2 的系数符号为负，说明中国股债收益相关系数的变化在短期内存在惯性，但在一定时期后会出现反转，向均值进行回归。在宏观因子中，Rt－1 的系数在 1%的置信水平下显著为正。说明利率的上升会增强股债收益率的相关性，这与“折现率效应”的理论相一致。ECGt－4 的系数在 5%的置信水平下显著为负。这说明当经济加速增长、企业盈利改善时，股票收益的变

动将更多地偏离债券收益的变动，股债收益的相关性变弱。这与“现金流效应”的理论相一致。在模型3和模型4中，INFt－1的系数均未能通过显著性检验，说明通胀水平并不显著影响中国股债收益的相关性。此外，通过比较模型1、模型2和模型3的调整R2，可以发现MFCt－1、MFCt－2和Rt－1的加入大幅提高了模型的解释力，而ECGt－4增加的解释力较小。因此，相对于经济增长速度，序列自相关性和基准利率对中国股债收益相关系数的作用更为主要。

其次，“避险行为”对中国股债收益相关系数的影响并不显著。在模型1中，股票市场风险LMSVt－1的系数在10％的置信水平下具有微弱的显著性。但是，在模型2和模型3引入了AR(2)效应和宏观因子后，LMSVt－1的系数不再显著。比较以上三组结果可知，在控制了自相关性和宏观因子的作用后，股票市场风险对中国股债收益相关系数的时变并无解释力。因此，“避险行为”理论对于中国股债市场并不成立。在实践中，很多中国市场的参与者基于直观但片面的观察，认为股票市场的波动降低了股债收益相关性(如模型1所示)。以上模型的结果对比也清楚地解释了这一“误解”何以产生。

最后，经济增长速度主要通过“财报路径”影响中国股债收益相关性。在模型3中，滞后4期经济增速ECGt－4的系数在5％的置信水平下显著。在模型4中，滞后1期经济增速ECGt－1的系数并不显著。这说明，虽然宏观经济消息反映了经济的景气情况和企业的盈利状况，但并不会直接改变投资者对未来现金流的预期。相反，投资者会等到上市公司公布财务报告(如年报、季报等)，并据此调整预期现金流，进而改变对股票的估值。在中国A股市场的信息披露制度下，这一过程往往需要数月的时间，大幅滞后于工业增加值增速及企业盈利的实际改变。因此，经济增长速度对股债收益相关性的影响具有更长的滞后期。

中国股债收益相关系数条件分布的影响因素

本文分位数回归模型的参数估计结果如表4所示。这一实证结果显示了中国股债收益相关系数条件分布的时变规律。首先，模型5和模型6中，MFC^{τ}_{t-1}、MFC^{τ}_{t-2}、R^{τ}_{t-1}和ECG^{τ}_{t-4}在大部分的分位数回归方程中显著。这表明，中国股债收益相关系数的条件分位数及条件分布也具有时变性，受序列自相关性和宏观因子的影响而发生迁移。因此，相关系数极端值出现的区域和概率是时变的。这进一步增强了分析和预测中国股债收益相关性尾部风险的必要性。其次，MFC^{τ}_{t-1}的系数皆为正值，MFC^{τ}_{t-2}的系数皆为负值，表明各分位数同样存在短期惯性和长期反转。R^{τ}_{t-1}的系数皆为正值，而ECG^{τ}_{t-4}的系数皆为负值，表明“折现率效应”和“现金流效应”对于

各分位数同样适用。基准利率的上升会引致相关系数的条件分布向右侧偏移，而经济增速的上升则使该分布向左侧偏移。最后，$LMSV_{t-1}^{\tau}$在各分位数的回归方程中均不显著。这再次证明了“避险行为”理论并不能解释中国股债收益相关性的时变。

此外，实证结果中还有两点值得特别关注。第一，ECG_{t-4}^{τ}的系数在中间分位(0.4，0.5，0.6)的回归方程中显著，在两侧分位(0.2，0.8)的回归方程中并不显著。这表明，经济增长速度对相关系数在中位数附近的温和波动具有解释力，但不能解释相关系数在两侧极端值区域的变动。因此，在分析和预测分布两端的尾部风险时，应更加关注自相关性和基准利率的作用。第二，通过比较模型5和模型6的调整R2可知，两模型对较低分位(0.2，0.4)的相关系数解释力接近。但是对于较高分位(0.5，0.6，0.8)的相关系数，模型6的解释力更强。这表明，加入宏观因子能够更好地解释中国股债相关系数如何在较高的正值区域变动。因此，当中国股债收益相关性处于较高水平时，应当更加关注宏观因子的作用。

表4　　分位数回归模型参数估计结果

分位数	0.2	0.4	0.5	0.6	0.8
模型5					
C^{τ}	−0.037＊＊＊	0.001	0.024＊＊	0.035＊＊＊	0.068＊＊＊
MFC_{t-1}^{τ}	1.116＊＊＊	1.013＊＊＊	1.090＊＊＊	1.017＊＊＊	1.094＊＊＊
MFC_{t-2}^{τ}	−0.335＊＊	−0.203＊	−0.270＊＊＊	−0.172＊	−0.235＊＊＊
调整R^2	0.433	0.475	0.483	0.499	0.496
模型6					
C^{τ}	0.015	0.082	0.033	0.010	−0.117
MFC_{t-1}^{τ}	1.063＊＊＊	0.942＊＊＊	0.979＊＊＊	1.050＊＊＊	0.955＊＊＊
MFC_{t-2}^{τ}	−0.401＊＊	−0.241＊＊	−0.250＊＊＊	−0.318＊＊＊	−0.247＊＊＊
$LMSV_{t-1}^{\tau}$	0.013	0.016	−0.001	−0.010	−0.051
R_{t-1}^{τ}	0.018＊＊	0.018＊	0.019＊＊	0.019＊＊＊	0.016＊＊
ECG_{t-4}^{τ}	−0.002	−0.004＊＊	−0.003＊＊	−0.003＊	−0.002
INF_{t-1}^{τ}	0.021	0.005	−0.002	0.029	0.017
调整R^2	0.432	0.485	0.520	0.520	0.523

注：＊，＊＊，＊＊＊分别表示统计量在10%、5%、1%的置信水平上显著。

五、结论与政策建议

本文采用DCC－MGARCH模型计算了中国股债收益的动态条件相关系数。以此为基础，本文结合中国特殊的市场结构，采用多因子模型和分位数回归模型，分析了股债相关系数条件均值和条件分布的时变特征与时变原因。本文的研究显示：

1. 中国股票市场和债券市场收益的相关性是时变的。样本期内，其相关系数既出现大幅波动，也出现频繁的正负转换。但与发达资本市场不同，中国股债收益相关性更多地处于正值水平，并在2013年后呈上升趋势。

2. 由于中国债券市场的投资者以商业银行为主，股票市场风险对股债收益相关性无显著作用，“避险行为”理论在中国市场并不成立。这一点与美国等发达资本市场截然不同。

3. 自相关性、基准利率和经济增速是中国股债收益相关系数条件均值的主要影响因素。受自相关性影响，中国股债收益相关系数短期存在惯性，而长期则出现反转。通过“折现率效应”，基准利率的上升会提升股债收益相关系数。通过“现金流效应”，经济增速的上升会降低股债收益相关系数。在微观层面上，经济增速的“现金流效应”主要通过“财报路径”而非“新闻路径”实现，因此有较长的滞后期。

4. 中国股债收益相关系数的条件分布也是时变的，同样受到自相关性、基准利率和经济增速的显著影响。从方向上看，基准利率的上升会导致相关系数的条件分布正向移动，而经济增速的上升则会导致该分布负向移动。从区域上看，经济增速仅能解释相关系数在中位数附近的温和波动，相关系数两侧极端值的时变主要由自相关性和基准利率驱动。

根据以上的研究结论，我们提出两方面的政策建议：

1.重视股债相关性时变的潜在风险。本文研究显示，中国股债收益相关系数的条件均值与条件分布都存在时变性。这一性质将带来两个层面的风险。首先，一旦相关系数偏离预期水平，资产配置就不再最优化，甚至会出现重大损失。其次，当条件分布发生时变，相关系数极端值的出现区域和出现概率也将发生变化。资管公司原定的风险管理措施可能无法与之匹配，从而造成新的风险。针对这两层风险，中国资产管理行业应当予以充分重视并对其进行合理应对，从而实现资产的保值升值，避免资产大幅损失而造成金融市场波动。

2. 灵活运用利率工具，减弱金融风险的跨市场传播。本文研究显示，当金融市场出现剧烈波动时，股债收益相关性具有上升趋势。受此影响，风险将迅速从股票市场传导至债券市场，并由此威胁商业银行系统，从而增大了发生系统性风险的概率。而基准利率的下调对于股债收益相关性具有显著的负向作用。因此，当上述风险传导发生时，监管部门应当灵活运用利率工具，降低基准利率，增加市场流动性，以降低股债收益相关性，阻断金融风险的跨市场传播。在中国经济“三期叠加”、全球市场黑天鹅事件频发的宏观背景下，这一举措有助于守住不发生系统性风险的底线，促进中国金融市场的稳定发展。

参考文献

[1]曾志坚，江洲. 关于我国股票市场与债券市场收益率联动性的实证研究[J]. 当代财经，2007 (9)：58－64.

[2]袁超，张兵，汪慧建. 债券市场与股票市场的动态相关性研究[J]. 金融研究，2008 (1)：63－75.

[3]袁晨，傅强. 我国金融市场间投资转移和市场传染的阶段时变特征——股票与债券，黄金间关联性的实证分析[J]. 系统工程，2010 (5)：1－7.

[4]郑振龙，陈志英. 中国股票市场和债券市场收益率动态相关性分析[J]. 当代财经，2011，2：45－53 .

[5]郑振龙，杨伟. 金融资产收益动态相关性：基于 DCC 多元变量 GARCH 模型的实证研究[J]. 当代财经，2012，7：006.

[6]Andersen T G，Bollerslev T，diebold F X，Vega C. Real－time Price Discovery in Stock，Bond and Foreign Exchange Markets[J]. Journal of International Economics，2007，73：251－277.

[7]Andersson M，Krylova E，V? h? maa S. Why Does the Correlation between Stock and Bond Returns Vary over Time? [J]. Applied Financial Economics，2008，18 (2)：139－151

[8]Aslanidis N，Christiansen C. Quantiles of the Realized Stock - bond Correlation and Links to the Macroeconomy[J]. Journal of Empirical Finance，2014，28：321－331.

[9]Aslanidis N，Christiansen C. Smooth Transition Patterns in the Realized Stock - bond Correlation[J]. Journal of Empirical Finance，2012，19(4)：454－464.

[10] Baele L，Bekaert G，Inghelbrecht K. The Determinants of Stock and Bond Return Comovements[J]. Review of Financial Studies，2010：hhq014.

[11] Baur D G，Lucey B M. Flights and contagion—An empirical analysis of stock - bond correlations[J]. Journal of Financial stability，2009，5(4)：339－352.

[12] Bollerslev T，Engle R F，Wooldridge J M. A Capital Asset Pricing Model with Time－varying Covariances[J]. The Journal of Political Economy，1988：116－131.

[13] Campbell J Y，Sunderam A，Viceira L M. Inflation Bets or Deflation Hedges? The Changing Risks of Nominal Bonds [R]. National Bureau of Economic Research，2009.

[14] Campbell J Y，Vuolteenaho T. Inflation Illusion and Stock Prices[R]. National Bu-

reau of Economic Research, 2004.

[15] Campbell J Y. The Econometrics of Financial Markets[M]. princeton University press, 1997.

[16] Connolly R A, Stivers C, Sun L. Commonality in the Time—Variation of Stock - stock and Stock - bond Return Comovements[J]. Journal of Financial Markets, 2007, 10(2): 192—218.

[17] Connolly R, Stivers C, Sun L. Stock Market Uncertainty and the Stock—bond Return Relation[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2005, 40(01): 161—194.

[18] d'Addona S, Kind A H. International Stock - bond Correlations in A Simple Affine Asset Pricing Model[J]. Journal of Banking & Finance, 2006, 30(10): 2747—2765.

[19] Engle R F, Sheppard K. Theoretical and Empirical Properties of Dynamic Conditional Correlation Multivariate GARCH [R]. National Bureau of Economic Research, 2001

[20] Gulko L. Decoupling[J]. The Journal of Portfolio Management, 2002, 28(3): 59—66.

[21] Ilmanen A. Stock—bond Correlations[J]. The Journal of Fixed Income, 2003, 13(2): 55—66.

[22] Kim S J, Moshirian F, Wu E. Evolution of International Stock and Bond Market Integration: Influence of the European Monetary Union[J]. Journal of Banking & Finance, 2006, 30(5): 1507—1534.

[23] Koenker R, Bassett Jr G. Regression Quantiles[J]. Econometrica: Journal of the Econometric Society, 1978: 33—50.

[24] Li X M, Zou L P. How Do Policy and Information Shocks Impact Co—movements of China's T—bond and Stock Markets? [J]. Journal of Banking & Finance, 2008, 32(3): 347—359.

[25] Markowitz H. Portfolio selection[J]. The Journal of Finance, 1952, 7(1): 77—91.

[26] Wainscott C B. The Stock—bond Correlation and Its Implications for Asset Allocation[J]. Financial Analysts Journal, 1990: 55—79.

分报告八

CDS重启的主要问题与前景展望

牛　楠　杜凌轩　余　璐

摘要：近年来，伴随宏观经济增速整体下行，中国债券市场在实现长足发展之后，规模增长累积的债务风险开始释放，信用违约事件逐年增加，面对不断加剧的国内外宏观债务风险，信用风险管理工具的使用势在必行。2016年，银行间市场交易商协会继2010年为填补信用风险衍生品市场空白，推出两款信用风险缓释工具(CRM)之后，又推出包括信用违约互换(CDS)在内的两款信用风险缓释工具。本文根据国际清算银行(BIS)全球信用违约互换数据，结合国内外CDS发展历程和业务规则，对CDS的市场表现进行分析和展望，本文认为市场结构单一、信用事件与参考实体债务定义过窄抑制市场供求，以及违约历史数据积累不足与定价方法尚未成熟增加交易成本，是当前CDS市场表现为低水平均衡的核心原因，如果得不到有效解决，信用衍生品市场可能无法客观和有效地反映信用风险状况，建议市场各方转变信用衍生品市场评价观念，正确认识信用衍生品的功能，通过“自下而上”的市场化改革，扩大交易商规模，减少业务规则限制，才能避免市场从短期低水平均衡落入长期低水平陷阱。

关键词：信用违约互换(Credit Default Swap，CDS)　信用衍生品　债务风险

一、繁荣背后:债务风险不断加剧、信用管理势在必行

2005年以来中国债券市场整体实现了大踏步、跨越式的高速发展,已经成为名副其实的全球第三大债券市场。截至2016年10月,新发行债券规模接近31万亿元,超过2015年全年发行总量33.8%,债券市场存量超过62万亿元,已经超过股票市场总市值,以当前债券市场规模增速推算,债券市场存量占GDP比重将超过87%,超过2015年水平17个百分点。然而,伴随着宏观经济增速整体下行,债券市场繁荣的背后,规模增大累积的风险也在不断释放。自2014年"11超日债"利息违约打破刚性兑付的神话以来,公募债违约风险加速暴露①,2016年违约债券只数和资金规模已经相当于2015年全年1.9倍和2.5倍,2014年以来,公募债市场累计30只债券发生实质违约,违约金额超过200亿元。与公募债市场一致,私募债市场暴露出来的违约事件也呈逐年加速上升趋势,公开渠道显示私募债违约事件已经累计达到42只,违约金额超过100亿元②。特别值得注意的是,私募债市场已经出现了资产证券化产品优先档违约,尽管违约规模相对较小、市场冲击有限,但也在某种程度上说明基础资产信用质量的恶化已经逐步向衍生金融产品传导。从违约主体性质上看,目前已发生债券实质性违约虽然以民营企业为主,但国有背景的企业违约数目开始增多,违约主体所处的行业也呈现出由周期性行业向非周期性行业、上游行业向中游行业的扩展趋势③。

如果把视角放宽还可以发现,债券市场信用违约增加只是当前宏观债务风险的一个缩影。国际清算银行(The Bank for International Settlements, BIS)数据显示,2016年第一季度中国债务总额(Total credit to the non-financial sector, core debt)接近170万亿人民币,约合27.2万亿美元,相当于全国GDP总额的254.9%,高于全球和G20国家平均水平30个百分点以上,为历史最高水平,其中,非金融企

① 公募债券违约:2014年仅有1只债券发生违约,违约规模不到1亿元人民币;而2015年违约债券只数进一步增长至10只,而违约规模则跃升至近60亿元;2016年以来,违约债券的只数较2015年大幅上升至19只,债券违约规模超过160亿元,相当于2015年全年违约规模的2.5倍。

② 私募债券违约:从2014年到2016年,私募债暴露出来的违约只数由6只上升到24只,违约规模由不到2亿元上升至超过80亿元。

③ 特别是广西有色、江苏舜船两家地方国企相继宣布破产,东特钢、川煤集团到期债券的陆续违约,地方国企刚性兑付也已经打破。除了煤炭、钢铁、机械、有色等产能过剩行业发生违约,其他诸如食品加工、医药、餐饮、房地产、光伏、农业行业等也均有涉及。

业部门的债务率已经达到169.1%，远高于世界平均水平(95.5%)、新兴市场国家平均水平(106.4%)和发达国家平均水平(89.4%)。从全球市场来看，由于多国债台高筑、生产力增长疲弱，各大央行政策效果不明显形成的多重风险，加强市场不稳定因素形成，国际清算银行已经多次特别警告全球央行，应警惕高债务等风险因素对全球经济的负面影响。因此，面对不断累积的国内外宏观债务风险，中国债券市场、实体经济乃至广大参与者掌握更多的、切实有效的信用风险管理工具势在必行。

二、首次试水：刚性兑付叠加规则限制

事实上，为了填补中国信用衍生产品市场的空白，银行间市场交易商协会曾于2010年发布《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》(下文简称“2010年业务指引”)，推出两款信用风险缓释工具(Credit Risk Mitigation，CRM)——信用风险缓释合约(Credit Risk Mitigation Agreement，CRMA)和信用风险缓释凭证(Credit Risk Mitigation Warrant，CRMW)，作为中国信用衍生品市场最初产品，CRMA和CRMW通常用来与国际市场最重要的衍生品工具信用违约互换(Credit Default Swap，CDS)比较。

(一)兼具风险保护与投机做空双重功能的CDS

信用违约互换(CDS)是目前全球交易最为广泛的场外(Over－The－Counter，OTC)信用衍生品，又称为信用违约掉期，是一种能够将参照资产(Reference Obligation)的信用风险从信用保护的买方(Protection Buyer)转移给信用保护卖方(Protection Seller)的金融合约。在信用违约互换交易中，违约互换购买者定期向违约互换出售者支付一定费用(CDS Spread/Premium)，而当参照实体(Reference Entity)一旦出现信用事件(Credit Event/Default)[①]，违约互换购买者将有权利将债券以面值递送给违约互换出售者，从而有效规避信用风险。信用保护卖方向买方所遭受损失进行的赔付是一种或有偿付，即当合约到期时，如果参照实体没有发

① 根据国际互换与衍生品协会(ISDA)信用违约互换的标准文件(2003)内容，违约事件包括破产(Bankruptcy)、拒付(Failure to pay)、重组(Debt Restructuring)、政府债务拒付或延缓支付(Moratorium)、债务提前(Obligation Acceleration)。但是，ISDA后期改革对信用事件含义作出过修正，此外，不同国家对CDS信用事件定义均存在差别。

生任何信用事件，则信用保护的卖方无需向买方进行任何资金支付，合约终止（图1）。

根据参考标的数量，CDS 可以分为单一名称 CDS（Single－named credit default swap）、一揽子 CDS（Multi－name credit default swap）。单一名称 CDS 只有一个参考标的，是信用衍生品的最早形式，由买方向卖方定期支付预先商定好的保费或者票息直至合约到期。一揽子 CDS 是指参考标的为一揽子债务组合，在国际金融危机之前，单一名称 CDS 更受到市场欢迎，2004 年单一名称 CDS 合约面值为 5.1 万亿美元，合约面值占全部 CDS 产品的 80%，随后一揽子 CDS 产品比重逐年提高，2007 年以后一揽子 CDS 合约面值比重一直保持在 40－45%之间。另外，CDS 指数（Credit default swap index）反映由多个单一实体信用风险合成的资产组合中，各个参考资产的 CDS 风险加权值总和随时间波动的情况。和一揽子信用违约互换相比，CDS 指数标准化程度更高，包含的参考资产数量更多，覆盖面也较广。

根据参考标的不同，CDS 还可以分为：主权 CDS（Sovereigns）、金融企业 CDS（Financial firms）、非金融企业 CDS（Non－financial firms）以及证券化 CDS（Securitised products and multiple sectors），证券化 CDS 主要包含 ABS、MBS 以及 Multiple Sectors 产品。

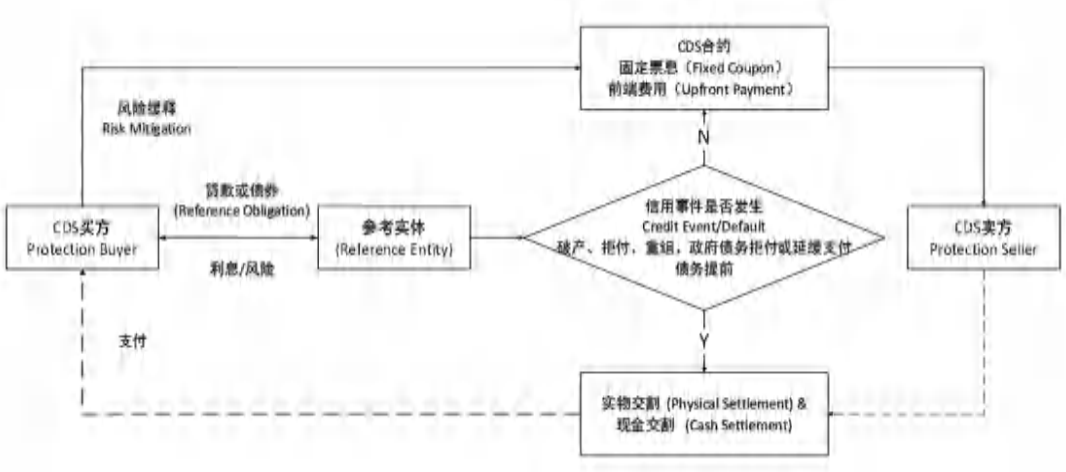


图 1　信用违约互换交易流程图

CDS 兼具风险保护与投机做空两种功能属性。对于信用保护买方而言，其持有债权资产的风险随着 CDS 的流通而转移，相当于通过支付一定的保护费用降低自身所承担的信用风险，CDS 发挥信用风险保护的功能。对于卖方而言，由于信用

事件是否发生并不确定，卖方在信用事件未发生的情况下，相当于以零成本获得保护费收入，但一旦信用事件发生，CDS 卖家将承受巨大损失，因此，CDS 作为买方的一种做空手段，也具有投机属性。由于 CDS 兼具信用保护以及投机做空的双重属性，其在金融市场中所起的作用也可能是缓释或放大信用风险。

（二）CDS 国际市场发展历程

信用违约互换的发展大致经历了从信用风险缓释功能为主向投机工具转变，又从投机工具逐步回归信用风险缓释功能的三个阶段。CDS 首次运用开始于 1994 年[①]，由于得到了市场参与者和监管当局的认可，以公司参考为实体的 CDS 产品很快就出现在美国的金融市场，1999 年国际互换与衍生品协会（The International Swaps and Derivatives Association，ISDA）首次推出可供信用衍生工具合约交易双方使用的标准化合约，规范了场外交易的秩序，发挥了风险缓释功能。

但是，美国在二十一世纪初期的宏观经济政策改变了 CDS 的发展方向。首先，“网络泡沫”刺破和“911”事件之后，宏观市场预冷，美联储为了刺激经济，开始实行宽松的货币政策，大幅度地降息。其次，降息带来美国房地产市场繁荣的同时，房地产中介和银行将房地产贷款打包成抵押支持债券（Mortgage－backed Securities，MBS），投资银行将 MBSs 打包成担保债务凭证（Collateralized Debt Obligation，CDO）及其衍生品（包括合成型 CDO、混合型 CDO、即 CDO 平方或者立方）投放到金融市场。为了转移二级市场上的信用风险，CDS 被 CDO 和 MBS 的投资人用于信用风险保护，另外一些投资人发现这个链条的风险，通过买入 CDS 对赌风险的爆发获得大量赔偿，由此 CDS 迎来了爆发式增长。2004－2007 年，CDS 未到期合约面值规模从 6.4 万亿美元增加到 58.2 万亿美元，合约面值年均增速达到 109%，CDS 占全球衍生品市场的比重由 2.5%提高到 10%（图 2），其中，证券化 CDS 合约规模年均增速达到 118.8%。由于 CDS 市场快速扩容，定价严重脱离参考资产价值、报价偏低而难以补偿潜在风险，高杠杆、高收益等特点使得越来越多的金融机构参与 CDS 交易，众多机构开始利用信用衍生品产品风险管理需要之外的功能进行投机活动，CDS 不再是单纯避险工具，CDS 的买家不再持有参考资产资质，大量合约无真实债务对应，CDS 裸

① 1994 年摩根大通通过与欧洲复兴开发银行达成协议，由摩根大通支付一定费用给欧洲复兴开发银行，欧洲复兴开发银行保证摩根大通给埃克森石油公司的贷款没有任何风险，这样，摩根大通不必计提资本储备金，并顺利地将贷款的信用风险予以转移欧洲复兴开发银行。摩根大通获得利息收入，转移了信用风险，又节省了资本金。同时，埃克森石油公司获得了贷款，欧洲复兴开发银行也获得了相应的保险收入。

交易(Naked CDS)数量大增,为金融危机埋下了伏笔。



图 2　全球未到期 CDS 合约面值规模 2004h2－2015h2

金融危机导致大规模的信用事件出现,CDS 卖方履行偿还义务的难度增大,大量投资机构纷纷破产,由于大量的市场参与者对冲为平仓的头寸逃避风险,CDS 交易量出现明显下降,2008 年底 CDS 合约面值就下滑到 41.9 万亿美元,到 2015 年 CDS 未到期合约面值已经下降到 12.3 万亿美元,年均下降速度为 17.7%。为了防范 CDS 过度投机带来的市场信用风险不断放大问题,各国加强了对 CDS 监管,具有重要意义的是国际互换与衍生品协会(ISDA)在 2009 年 3 月发布的"大爆炸"协定书(Big Bang Protocol),其他重要的改革措施包括加快推进中央对手方清算机制(CCP)和开展交易压缩(Trade Compression)、从法律(Dodd－Frank Act of 2010)和制度(FAS161 和 157 号准则)上增加市场透明度等。这些监管政策有力地推动 CDS 市场回归健康发展轨道。全球 CDS 市场不仅完成了参考实体、交易结构等多项转型,并实现由投机交易向风险管理功能的回归。

(三)CRM 首发国内市场表现

国内信用风险缓释工具的发展与 CDS 在国际市场的发展历程有明显差异。数据显示,截至 2016 年 9 月国内累计达成 46 笔 CRMA 交易,名义本金合计 39.4 亿元人民币,另外创设了共计 10 期 CRMW,名义本金合计 15.4 亿元人民币。其中 CRMA 在 2010、2011、2012 分别达成 23、10 和 13 笔合约交易,交易金额分别为 19.

9亿元、6.1亿元和13.4亿元，此后再也未达成新的交易，而已经创设的10期CRMW，其中8期均是在2010年年内创设，另外在2011年和2016年各创设一期。而同期，国际上买入CDS规模超过3.5万亿美元，与此同时，国内债务余额从2010年年末的75万亿人民币上涨到2016年一季度的175万亿人民币。可见，无论是与同期国际市场对比，还是与国内信用风险敞口相比，国内CRM市场规模都非常小。一方面，与国内债券市场“刚性兑付”的潜规则直接相关，另一方面监管政策限制也制约着信用衍生品市场的发展。

表1　　CRM累计交易情况统计(截至2016年9月)

年	CRMA 交易个数	CRMA 交易金额(亿元)	CRMW 创设数量(个)	CRMW名义 本金规模(亿元)
2010	23	19.9	8	6.9
2011	10	6.1	1	0.5
2012	13	13.4	0	0
2013	0	0	0	0
2014	0	0	0	0
2015	0	0	0	0
2016	0	0	1	8.0

资料来源：交易商协会以及张海云等《信用风险缓释工具：产品改造与缓释失效》

刚性兑付市场环境下，信用保护买卖双方交易动力不足。信用风险缓释工具从本质上而言就是对信用风险进行交易，从而使信用风险由信用保护买方转移至信用保护卖方。只有买卖双方对信用风险偏好不一致或承担能力不同的情况下，才会有市场交易需求。另一方面，即使存在信用保护的交易需求，如果信用风险难以准确定价，信用保护的买卖双方无法就相关信用风险的交易价格达成一致，则信用衍生品市场也很难发展起来。这意味着信用风险缓释工具的发展有赖于不同层次风险偏好的市场参与者以及对信用风险的有效定价。从CRM市场发展的背景来看，“11超日债”违约前，国内长期保持着“刚性兑付”的神话，即使债务人失去了偿债能力，也会有第三方为其债务进行兜底，在这样的市场环境下，投资者信用风险管理意识薄弱，也没有动力购买信用风险缓释工具来对所持有资产的信用风险敞口进行对冲，信用保护的需求不足。需要指出的是，这种“零违约”的市场环境在很大程度上是由参与各方“风险零容忍”的市场理

念导致，并不意味着市场本身没有信用风险[①]。债务人的违约风险不能够及时暴露出来，市场上的信用风险难以有效识别，更无法准确定价。同时，为了维持“刚性兑付”，无论是在信贷市场，还是债券融资市场，监管机构都有意设置了较高的门槛，这导致整个债务融资市场的信用层次较为集中在较高水平，这强化了“刚性兑付”信仰，反过来又进一步削弱了信用风险资产持有方对信用保护的交易需求，同时也不利于对信用风险进行定价。从已经创设的 CRMW 的定价来看，并没有体现出标的债务的等级越高，相应 CRMW 产品的定价越低的特点。

监管过于严格限制 CRM 市场发展。除了刚性兑付的市场环境不利于国内信用衍生品市场的发展外，早期监管机构对国内信用风险缓释工具运行机制设置诸多限制、监管过于严格，也在某种程度上阻碍了信用衍生品市场的发展。具体主要体现在以下几个方面：一是，在 2010 年业务指引中监管部门并未明确放开保险、信托、证券类机构深入参与 CRM 市场。事实上，当时只有中信证券和中金公司获得了核心交易商和凭证创设机构的资格。而由于证监会担心标的债券出现大规模违约，叫停了这两家券商参与此类衍生品的交易。从已有的产品来看，参与 CRMA 交易的只有少数银行和中债增进公司，而已经创设的 10 单 CRMW 除了 2016 年新创设的“16 中信建投 CRMW001”的创设机构为证券公司外，其余 9 单创设机构也仅限于银行及中债增进公司。参与者结构类型单一，导致整个市场的交易需求趋同，压抑了不同主体的风险管理需求。这也不利于信用衍生品市场交易活跃。同时，由于信用保护的交易大多发生在不同银行之间，实际上银行体系承担的信用风险并没有因为信用风险缓释工具的存在而减少，作为信用风险缓释工具最基本的风险缓释功能并没有很好地实现。二是，为了避免出现国外 CDS 交易结构过于复杂导致投机过度带来的金融风险，监管机构推出的两大信用风险缓释工具均采用指定标的债务的条款设计，即每项 CRM 仅保护一项标的债务，而在国际通行的 CDS 结构中，标的实体的任一债务发生违约，投资者均有权获得对手方提供的信用保护，因此，国内 CRM 产品能够提供的信用保护相对有限，客观上抑制了投资者对信用保护的需求。

三、本轮重启：从打破刚兑到低水平均衡

2014 年“11 超日债”利息违约打破刚性兑付的神话以来，公募债和私募债违约

① 实际上，从 2010 年年底开始市场陆续暴露出兑付危机事件，但最终或由担保公司代偿，或在政府主导下，由银行或承销商替企业偿付，或者通过财政拨款的形式偿还，避免了债项的实质性违约。

风险加速暴露，公募债违约债券数量和资金规模逐年增加，私募债市场已经出现了资产证券化产品优先档违约趋势，理论上讲，信用违约事件常态化预示着市场条件已经逐渐成熟，信用风险管理工具理应存在发展空间。因此，2016 年 9 月，中国银行间市场交易商协会发布《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》（下文简称，“2016 年业务规则”）和《中国场外信用衍生产品交易基本术语与适用规则（2016 年版）》，在信用风险缓释合约（CRMA）和信用风险缓释凭证（CRMW）的基础上，新增的信用违约互换（CDS）和信用联结票据（Credit－linked Note，CLN）两类信用风险缓释工具就更值得期待。2016 年 10 月 31 日，银行间市场 10 家机构开展了 15 笔信用违约互换交易[①]，名义本金总计 3 亿元。交易参考实体涉及石油天然气、电力、水务、煤炭、电信、食品、航空等行业，交易期限一年至两年不等。

CDS 市场尚处于低水平均衡。CDS 首批交易规模只有名义本金 3 亿元，这与 2010 年同为合约类产品 CRWA 交易规模基本持平，不难看出市场对 CDS 交易相当谨慎，如果考虑到信用违约常态化以及交易商协会推进信用衍生品发展的态度，如此低的交易量不免有些尴尬。尽管 CDS 作为新生事物，在国内债券市场尚未成熟，相关业务规则与国际标准存在差距（见附录）的情况下，不能抱有过高期待，而且 2016 年业务规则在交易工具、参与者门槛、交易自由度、发行流程等方面已经比 2010 年业务指引作出很多改进（见表 2 和图 3）[②]，但究其根本，报告仍然认为，本轮 CDS 重启尚未对信用衍生品市场作出实质性调整，市场结构单一、信用事件与参

① 交易机构：中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、浙商银行、上海银行、中债信用增进投资股份有限公司。

② （1）增加交易工具，新设 CDS 和 CLN 两种新产品，CDS 和 CLN 针对发行主体相关债务的信用风险，能覆盖的债券包括存续债券和未来新增债券，相比于原来的 CRM 只针对单一债务进行风险缓释，CDS 和 CLN 能够提供的信用保护范围更广。（2）降低参与者门槛。2016 年业务规则规定成为银行间市场交易商协会会员，并并将其信用风险缓释工具交易内部操作规程和风险管理制度送交易商协会备案就可以成为参与者，并没有像 2010 年业务指引明确规定注册资本。（3）交易自由度。2016 年业务规则规定核心交易商可以与所有参与者交易，一般交易商只能与核心交易商交易。2010 版指引则规定，核心交易商可与所有参与者进行信用风险缓释工具交易；其他交易商可与所有交易商进行出于自身需求的信用风险缓释工具交易，非交易商只能与核心交易商进行以套期保值为目的的信用风险缓释工具交易，一般交易商的交易自由度得到提升。（4）简化产品发行流程。对于 CRWW 和 CLN 等凭证类信用风险缓释工具，采取创设备案制度，取消专家会议制度，由创设机构自主创设产品，交易商协会对创设产品的信息披露进行形式审核后，由投资者自行认购并在二级市场交易流通。而在 2010 版指引下 CRMW 实行创设登记制度，是否接受信用风险缓释凭证创设登记由银行间市场金融衍生产品专家会议决定。可见，从政策层面来看，国内信用衍生品的设计也越来越接近国际上 CDS 产品。尽管新推出的“CLN”和“CDS”标的债务目前仍限定于在交易商协会注册发行的非金融债务融资工具，但新业务规则也指出了未来将根据市场发展需要逐步扩大债务种类范围。

考实体债务定义过窄抑制市场供求，以及违约历史数据积累不足与定价方法尚未成熟增加交易成本，是当前CDS市场表现为低水平均衡的核心原因。

表2　　2016年业务规则与2010年业务指引对比

	2016版业务规则	2010版业务指引
产品类型	针对单一债务的CRMA和CRMW以及针对发行主体的CLN及CDS	只有针对单一债务CRMA和CRMW
参与者门槛	• 成为交易商协会会员，并将其信用风险缓释工具交易内部操作规程和风险管理制度送交易商协会备案。 • 核心交易商包括金融机构、合格信用增进机构等；一般交易商包括非法人产品和其他非金融机构等	• 核心交易商的注册资本或净资本不少于40亿元；具有银行间债券市场或外汇市场做市商资格等 • 一般交易商的注册资本或净资本不少于8亿元
可交易范围	• 核心交易商可以与所有参与者交易 • 一般交易商只能与核心交易商交易。	• 核心交易商可与所有参与者进行信用风险缓释工具交易 • 其他交易商可与所有交易商进行出于自身需求的信用风险缓释工具交易 • 非交易商只能与核心交易商进行以套期保值为目的的信用风险缓释工具交易
凭证创设制度	• 创设备案制度 • 取消专家会议流程，凭证类产品由创设机构自主创设后，协会对产品的披露信息进行形式审核后，由投资者自行认购并在二级市场交易流通	• 创设登记制度 • 是否接受信用风险缓释凭证创设登记由银行间市场金融衍生品专家会议决定

资料来源：根据交易商协会网站相关资料整理

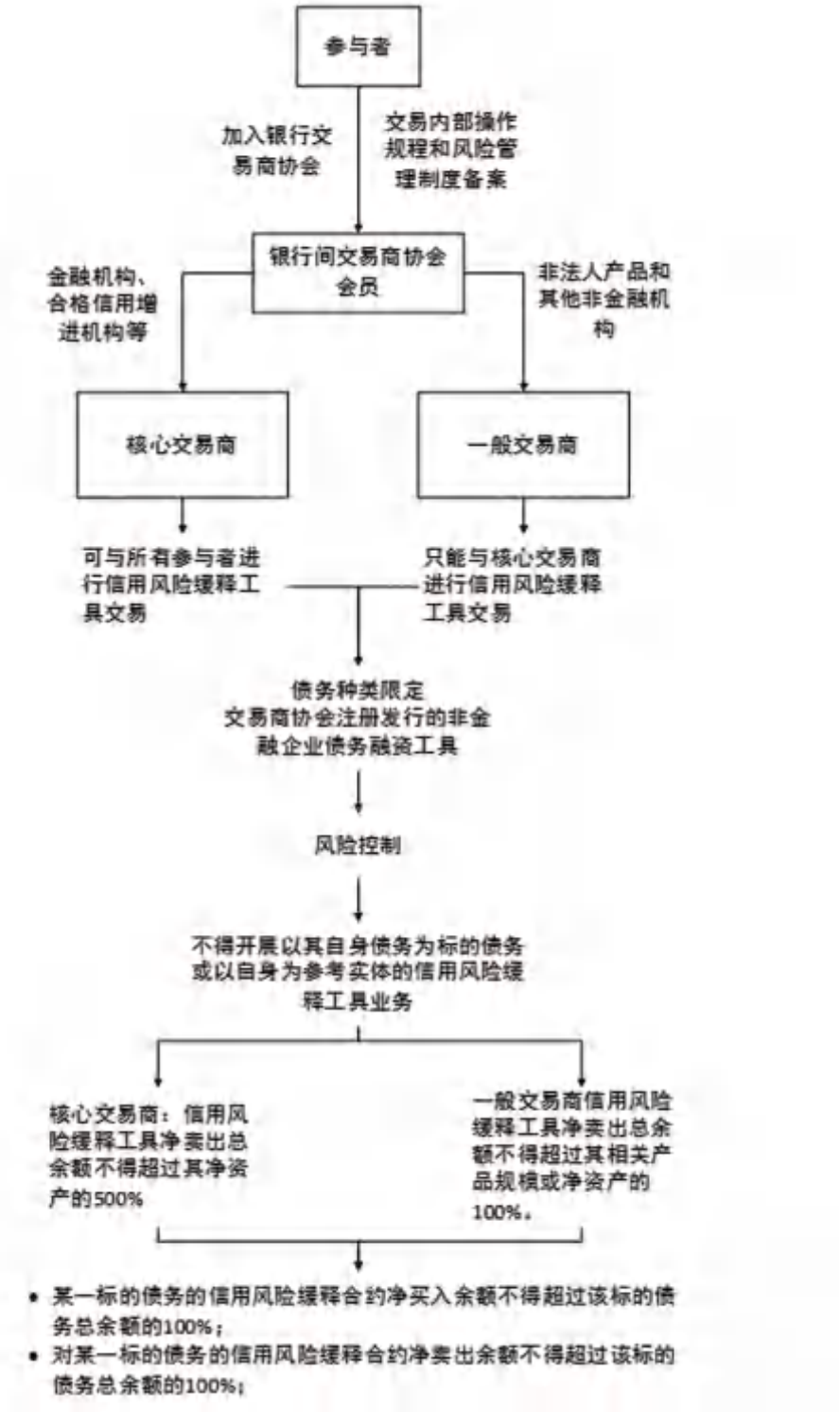


图 3　中国版合约类信用风险缓释工具创设流程与风险控制

(一)市场结构单一抑制 CDS 供给

全球 CDS 市场参与机构多元化趋势。目前,根据中国银行间市场交易商协会披露的信息,信用风险缓释工具核心交易商名单只有 14 家,其中商业银行占据 9 家,占比超过三分之二,一般交易商名单只有 2 家[①]。根据 2016 年业务规则,核心交易商应该是 CDS 市场最重要的参与者,但目前核心交易商是以信用保护买方为主的单边结构,这与全球市场趋势不符。全球 CDS 市场参与者主要包括申报交易商(Reporting dealers)、中央清算机构(Central Counterparties, CCPs)、商业银行、投资银行、保险公司、金融担保公司、SPV 特殊机构、对冲基金、投资公司、其他金融机构和非金融机构。在国际清算银行统计口径中,申报交易商是指参与到 BIS 三年一度市场调查中的做市商,截至 2016 年 6 月,国际清算银行申报交易商共有 74 家商业银行,基本上涵盖了国际上所有的大型银行。国际金融危机以前,申报交易商参与的交易规模就接近全球 CDS 市场 60%,2014 年以后该比例下降到 45%左右,除申报交易商以外,其他商业银行和投资银行参与交易的份额大约 5—6%左右,因此综合来看,商业银行依然是全球 CDS 最重要的参与者。此外,2010 年以来对冲基金开始越来越多地参与信用衍生产品交易,CDS 持有规模整体呈明显增加趋势,市场份额由国际金融危机以前不到 1%上升到目前的 6.5%左右,对冲基金是目前 CDS 市场增长最快速的参与者(图 4)。

CDS 市场各方交易偏好并不相同。商业银行是 CDS 的主要买方,因为商业银行承担较大的信贷风险,CDS 可以帮助商业银行转移信贷风险,降低风险资产权重,实现风险管理的目的,历史经验表明。商业银行通过 CDS 减少了许多损失。保险公司是 CDS 的主要卖方,以增加收入为主要目的,在 CDS 风险不大时,保险公司可以获得较为稳定的收益以保证公司的运营。投资银行和基金公司通过 CDS 进行投机交易和套利交易,不仅让公司获得大量利润,也让 CDS 市场更为活跃。

---

① 核心交易商:国家开发银行股份有限公司、中国工商银行股份有限公司、中国农业银行股份有限公司、中国银行股份有限公司、中国建设银行股份有限公司、交通银行股份有限公司、中国民生银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司、浙商银行股份有限公司、上海银行股份有限公司、中信证券股份有限公司、中国国际金融股份有限公司、中信建投证券股份有限公司、中债信用增进投资股份有限公司。 一般交易商:浙商基金管理有限公司浙商基金—上海银行绩优 1 号资产管理计划(非法人产品)、晋商信用增进投资股份有限公司

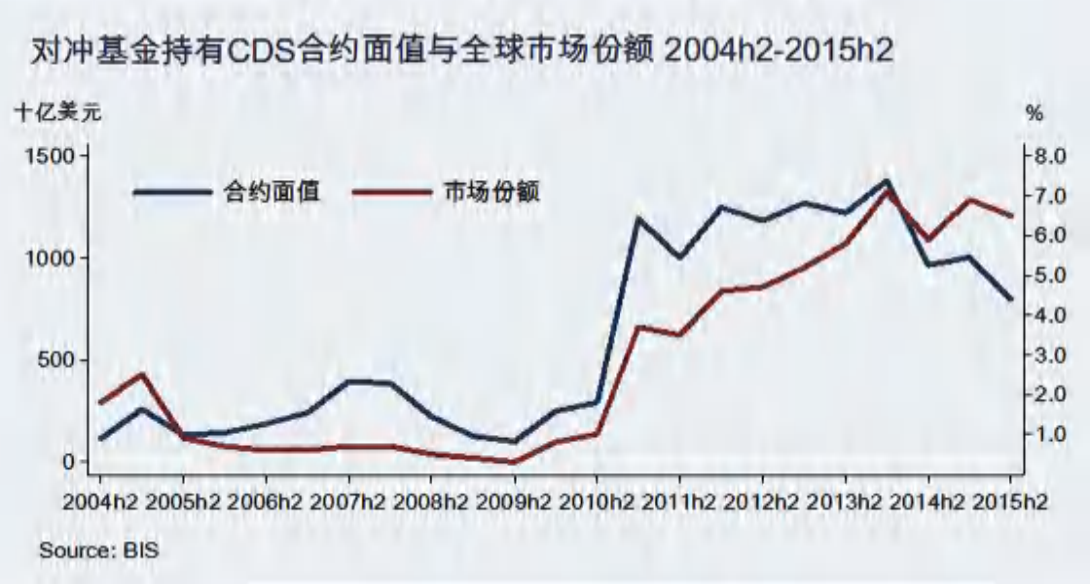


图 4　对冲基金持有 CDS 合约面值与全球市场份额 2004h2—2005h2

表 3　　全球 CDS 市场主要参与者及其交易方向和目的

主要机构	交易方向	交易目的
商业银行	主要买方	转移信贷风险、降低风险资产权重、提高资本充足率、风险管理
企业	主要买方	减少应收账款等债务关系带来的信用风险
保险公司、资产管理公司	主要卖方	风险管理、风险服务、投机
再保险、单一险种保险机构	主要卖方	制造信用多头、提供信用风险保护
投资银行、对冲基金	买方、卖方	投机交易、套利交易
财产险、寿险公司	买方、卖方	风险对冲、投机交易、债券替代品

资料来源：美国货币监理署（OCC）

信用风险缓释工具的发展有赖于不同层次风险偏好的市场参与者。多元化的参与主体使得 CDS 能够满足不同投资者的需求，达到参与主体多赢的局面，也是信用风险缓释工具存在的意义。如果参与主体限制过多，许多商业银行、保险公司和基金公司不能参与到 CDS 产品的交易中，必然导致 CDS 的发展受到极大妨碍，交易活跃度低。以目前 CDS 市场来看，把参与者区分成核心交易商与一般交易商

区，尤其是“核心交易商可与所有参与者进行信用风险缓释工具交易，一般交易商只能与核心交易商进行信用风险缓释工具交易”的规定，已经体现出对对一般交易商的限制。此外，虽然2016年业务指引规定，CDS参考实体“包括但不限于企业、公司、合伙、主权国家或国际多边机构”，但相信在短期内CDS参考实体不会有本质变化。而且，目前交易商协会已经放开了各个金融机构乃至相关金融产品参与CDS交易的限制，但由于国内不同金融机构还有各自的业务实施监管机构，这些金融机构要真正参与到CDS的交易中，也需要相应监管部门许可。

（二）信用事件与参考实体债务定义过窄抑制CDS需求

2016年《规则》所列明的信用事件并不包含政府介入、拒付及延期支付这两类。同时还就债务重组事件进行了特别规定，“当国家或地区的主管部门为了避免重大或系统性风险而安排债权人自愿达成债务重组协议时，不构成信用事件。”这与ISDA在2014年出台的业务规则（ISDA Credit Derivatives Definations）中将政府干预作为了信用事件有明显区别。

在CDS发展的初期，参考债务或是参考实体一般情况下是违约风险较低的债券。例如，第一单CDS合约的参考实体是世界上最重要的公司之一埃克森石油公司，是美国违约风险最低的公司之一。尽管CDS在之后的发展慢慢地涵盖了一些违约风险较高的公司，但违约风险低的大公司，例如通用汽车，仍在市场中占据重要地位，这说明CDS在发挥风险缓释作用时强调对违约风险低的债务的保护。当系统性风险出现时，诸多违约可能性极低的公司，如房地美、房利美、日本航空和通用汽车也发生了违约或是债务重组的现象，按照国际规则即使政府干预，这些CDS合约仍然有效，信用保护卖方需要赔付信用保护买方。事实上，之前提到的四家公司政府都曾进行干预，但有关这些公司的CDS仍然执行了拍卖程序，信用保护买方从信用保护卖方手中获得了赔付。

以目前中国市场而言，任何具有政府背景的央企出现信用问题都会造成社会、经济或金融系统出现重大或系统性风险，当央企出现违约或是其他信用风险事件时，政府干预的概率极高，并且很难出现无法达成债务重组协议的情况，一旦达成债务重组，根据目前的规则定义并不构成信用事件，信用保护买方也很可能在政府意志下达成债务重组的协议，无法得到CDS合约规定的全部利益，针对这种情况，信用保护买方几乎不需要购买央企为参考主体的CDS合约，客观降低了市场买方的需求。

同理，根据国际规则，CDS 参考实体受保护债务可以是支付义务、借入资金、债券、贷款等，然而 2016 年业务规则明确指出“参考实体为非金融企业时受保护的债务范围仅限于在交易商协会注册发行的非金融企业债务融资工具”，即超短融、短融、中票、PPN、资产支持票据等，而企业债、公司债或其他贷款等债务则不在保护范围，截至 2016 年 9 月，非金融企业债务存量规模只占上述债务工具和银行贷款总和的 7.7%，由此可见，目前的业务规则严重影响 CDS 潜在市场空间（见图 5）。

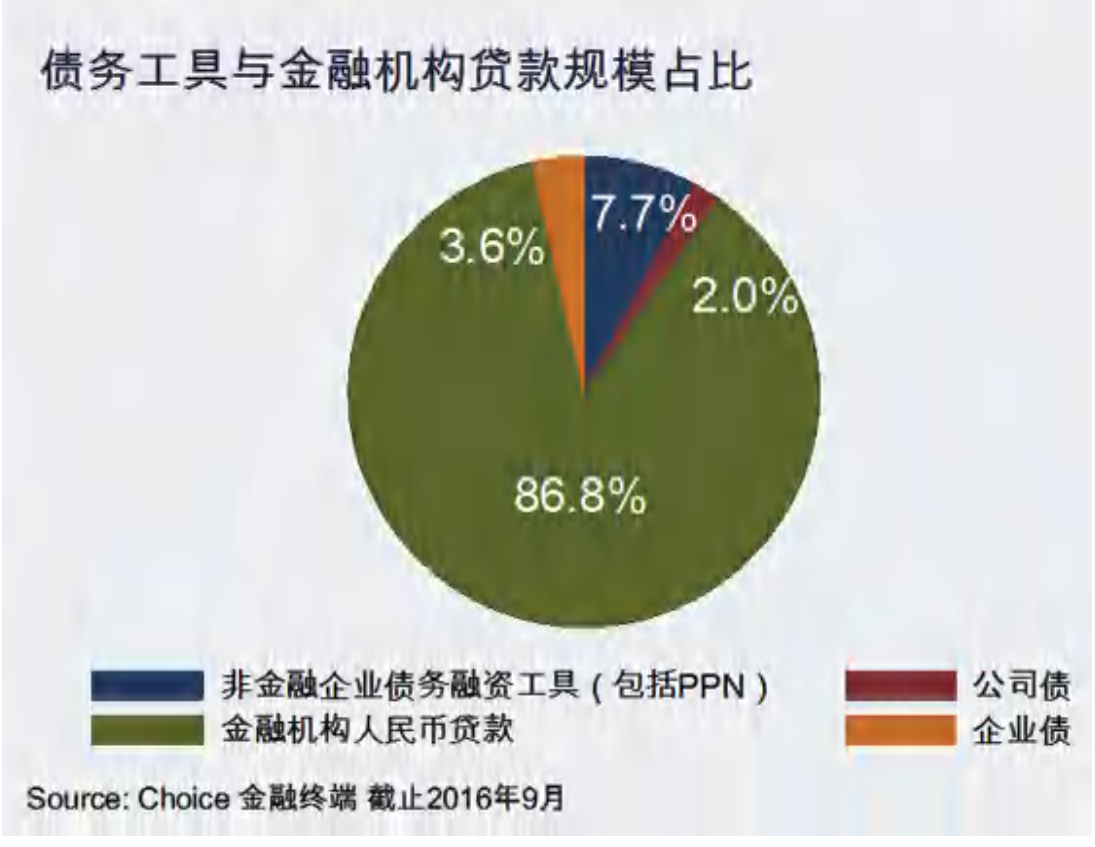


图 5　债务工具与金融机构贷款规模占比

（三）违约历史数据积累不足与定价方法尚未成熟增加 CDS 交易成本

金融的核心是资产定价，此前 CRM 产品定价主要采用的是信用差价法和二叉树法，这两种方法以信用债收益率曲线为基础，对于单一债务的信用衍生工具尚适用，但对于 CDS 参考实体为多种债务的有效性存在缺陷。理论上 CDS 的定价需要参考实体的违约率以及违约回收率，而由于我国债券市场打破刚兑时间不久，违约率和回收率等尚缺乏历史数据积累，因此国际上的定价模型在我国并不充分

适用。在成熟定价模型不适用的情况下，市场各方很难对定价方法形成统一的认识，交易很难推进。

CDS 首次交易期限一到两年不等，这体现出市场的谨慎心态，这种心态在国际市场发展历史中也可以得到显现。总体来说，一年至五年期的 CDS 产品一直占据全球 CDS 市场主体地位，2007 年一年至五年期 CDS 产品市场份额为 62%，2015 年该产品市场份额上升到 70%。金融危机以前，由于大量以投机为目的 CDS 交易存在，投资者偏好期限长、收益率高的 CDS 合约，五年以上产品市场份额超过 30%，一年及以下的 CDS 产品比重只有 5.8%，国际金融危机以后，随着投资风险意识加强，期限短、收益稳健的合约逐渐受到青睐，2015 年一年及以下期 CDS 产品比重已经上升到 21.9%，而五年以上产品比重下降到 6.7%，市场产品期限的结构性转变直接降低了整体市场风险。

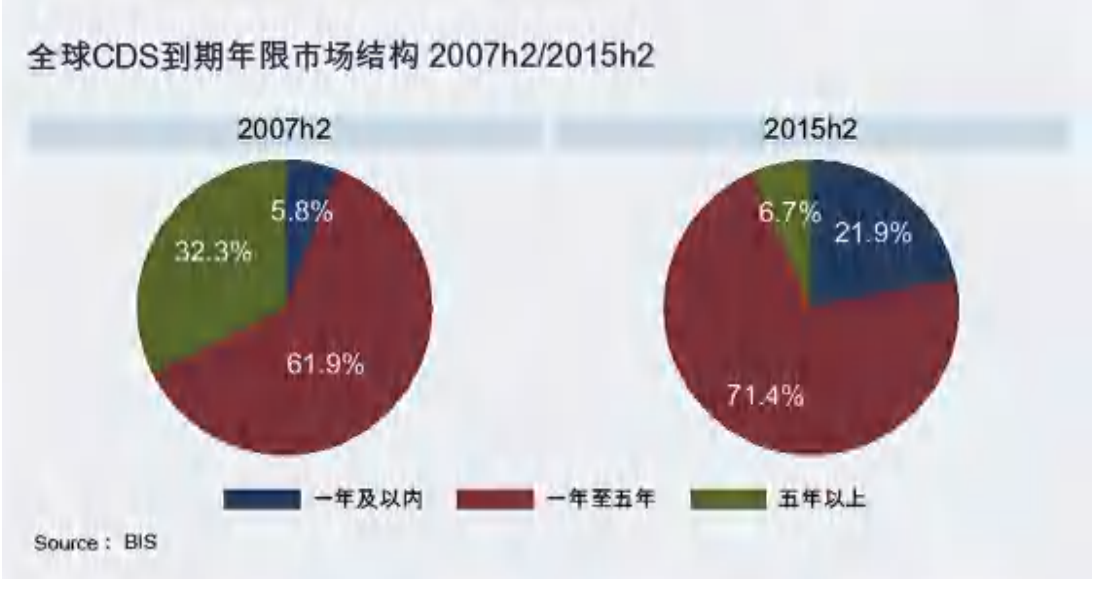


图 6　全球 CDS 到期年限市场结构 2007h2/2015h2

CDS 合约规模与评级分布、债券违约以及市场预期存在密切关系。首先，在国际金融危机前后，CDS 市场参考实体信用评级经历过一次结构性转变。国际金融危机之前，参考实体投资级别 CDS 合约面值为 4.6 万亿美元，全球市场份额 34.4%，其中参考实体为 AAA/AA 的 CDS 合约规模比重为 8.7%，投机级及以下评级 CDS 合约为 65.6%，未评级 CDS 合约面值高达 42%。金融危机以后，大量 CDS 买方破产，政府监管加强以及 CDS 标准化协议改进，CDS 参考实体评级状况明显好转，A/BBB 级别的比重显著提高，2015 年全球市场投资级别 CDS 比重已经提高到

65%，其中 A/BBB 级别比重达到 56%，为 2004 年以来最高水平，投机及以下级别 CDS 比重下降到 35%，全球 CDS 市场以中高评级参考实体为主的局面已经形成。

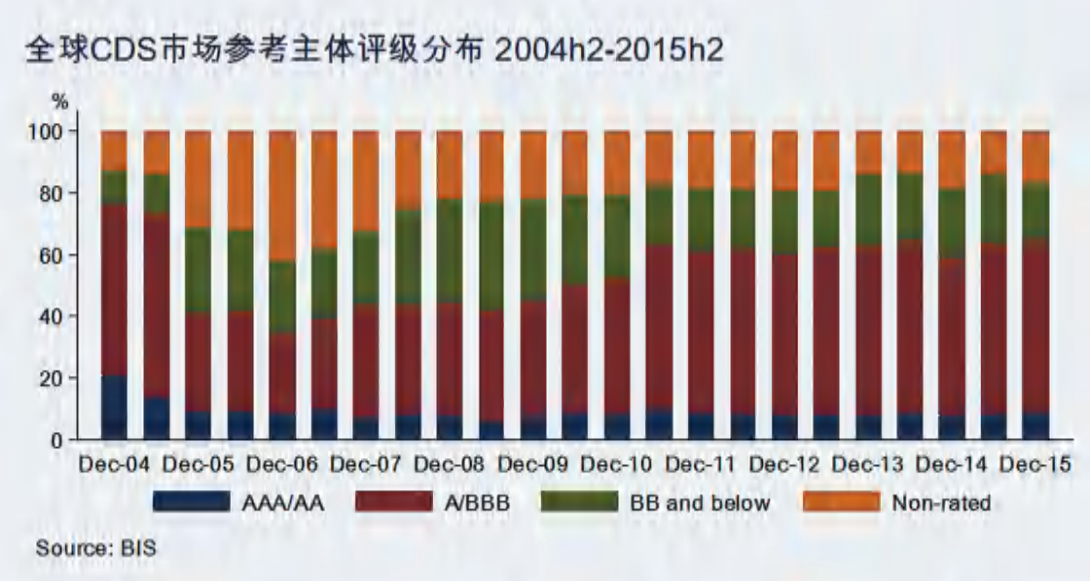


图 7　全球 CDS 市场参考主题评级分布 2004h2－2015h2

其次，在国际金融危机之前，由于 CDS 参考实体以投机级评级为主，市场预期未来违约率会有上升，存在盈利空间，所以在违约率处于较低水平时 CDS 合约面值仍然增加，BIS 和穆迪公司(Moody's Investors Service)违约率数据显示，2004－2007 年投机级企业债券违约率处于缓慢下行(违约率从 2.57%下降到 0.98%)，非金融企业 CDS 合约面值保持增加趋势，合约面值从 1.2 万亿美元增加到 5.6 万亿美元。2007－2009 年随着国际金融危机爆发，市场违约率陡然升高，CDS 交易大幅下滑，证券化 CDS 首当其冲，2007 年达到高位一年之后迅速下滑，非金融企业 CDS 也受到明显影响，但是 2009 年之后，随着违约率逐渐降低，信用水平较高的非金融企业 CDS 开始受到买方青睐，合约面值迅速由 2007 年的 5.6 万亿，增加到 2011 年的 11.3 万亿，并超过证券化 CDS 合约面值，成为全球 CDS 市场上的最大份额。

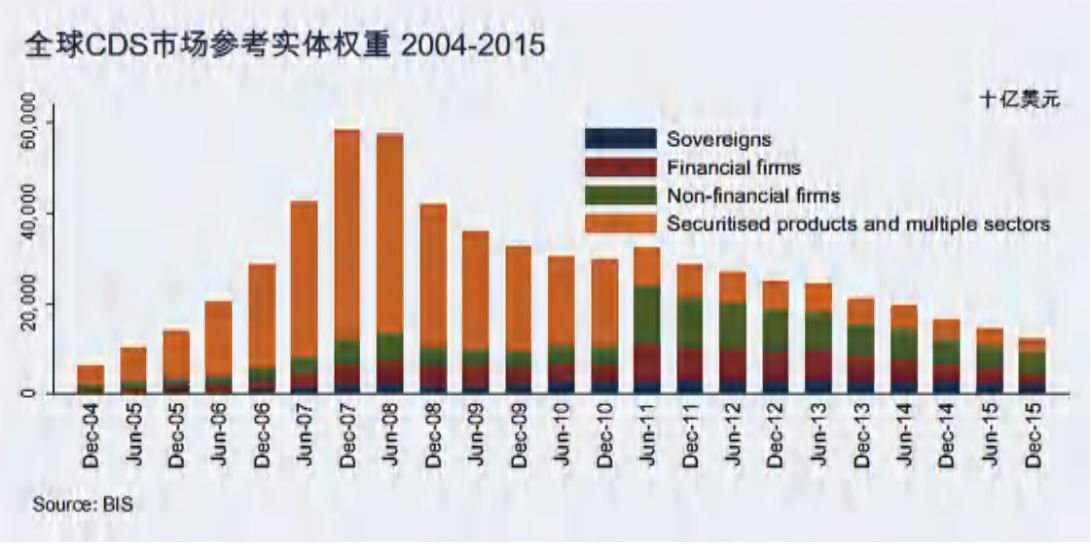


图 8　全球 CDS 市场参考实体规模权重 2004－2015[①]

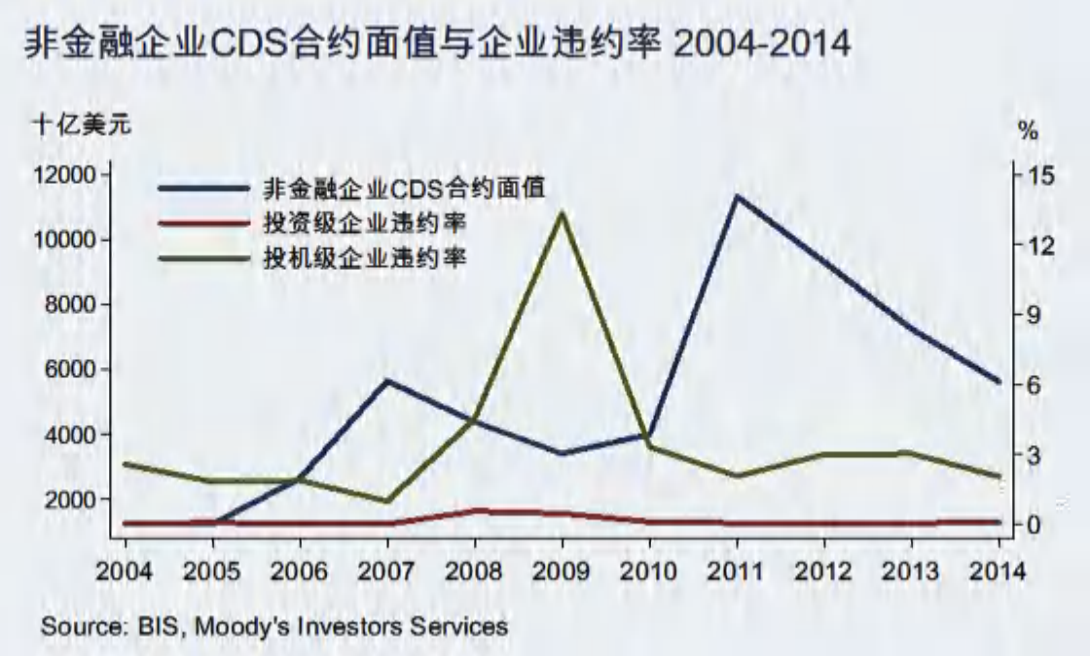


图 9　非金融企业 CDS 合约面值与企业违约率 2004－2014

① 2011 年之前证券化 CDS 合约规模为推算

四、前景展望：规则松绑下的潜在需求

尽管目前中国信用衍生品市场还处于起步阶段，业务规则、市场结构以及定价方法等均不完善，但只要中国债券市场能够保持快速、有序发展趋势，市场化程度逐步提高，信用风险缓释工具必然存在与债市风险规模相称的发展空间，基于此，报告预期业务规则、市场结构等都将向更加合理方向发展，短期内 CDS 主要承担信用风险缓释功能，未来债券市场潜在 CDS 合约需求总量预测如下：

参照系确定。债券市场乃至整个金融市场的发展和成熟程度，与本国市场环境、经济发展水平甚至法律体系关系密切。中国在法律制度（大陆法系而非英美法系）、市场开放程度、政府在经济发展过程的作用，对投资者的保护程度以及对银行的依赖程度，甚至文化传统都与欧美市场存在较大差异，与日本较为相似。尤其是债务结构方面，与英美市场债权融资占比较高不同，日本尤其依赖银行贷款，这一点与中国的情况较为相似。日本经历了 30 年快速发展后进入“失落的 10 年”，股市和房地产市场陷入低迷，多家银行和保险公司相继破产，中国经济快速发展 30 多年后进入新常态发展阶段，因此我们认为与欧美市场相比，日本 CDS 市场发展经验对中国更具有借鉴意义。



图 10　中日英美银行对私人非金融部门信贷负债率 1998—2015

CDS 合约规模与私人非金融部门债务关系。假设 CDS 本身完全发挥风险缓释功能，在一个非投机的 CDS 市场中，CDS 的合约规模应与债务总量呈正相关关系，由于国债和地方政府债违约的可能性极低，因此对 CDS 的需求较低，于是预测只考虑私人部门的债务量。日本 CDS 的规模在 2004 年前约为 450 亿美元，CDS 规模占私人非金融部门债务比种为 0.53%。日本 CDS 市场在 2004 年后经历了快速发展，国际金融危机期间全球 CDS 合约规模整体呈迅速下降趋势，日本的 CDS 规模在金融危机后仍然保持增长，直到“安倍经济学”指导日本经济后，CDS 的规模才逐渐下降，日本央行数据显示，CDS 规模与私人非金融部门债务的比略高于 6%，与非金融部门总债务相比约为 3%。随着监管逐步开放、人民币国际化进程加快等因素促进中国 CDS 市场进一步发展，CDS 合约规模/私人非金融部门债务的比重会逐渐向日本的水平靠拢，但相对而言，中国 CDS 的发展限制较大，CDS 合约规模/私人非金融部门债务的比重，应该远小于后“安倍经济学”时代的日本水平。

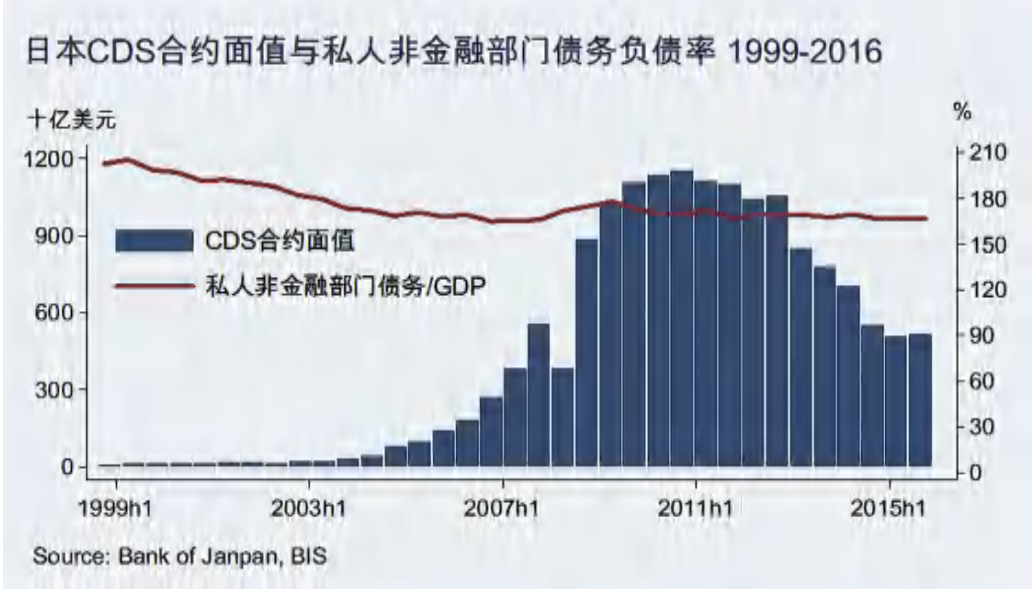


图 11　日本 CDS 合约面值与私人非金融部门负债率 1999－2016

CDS 潜在需求规模预测。2016 年 1 季度中国私人非金融部门的债务总量为 22.4 万亿美元，占 GDP 比重为 210%，考虑到中国会逐步改善债务问题，未来的债务将不会呈线性增长，假设 2020 年私人非金融部门债务 GDP 占比保持为 210%，预计 2020 年中国 GDP 规模接近在 15.6 万亿美元水平[①]，那么 2020 年的私人非金

① 十三五周期 GDP 年均增速按照 6.5%计算

融部门债务规模将达 32.7 万亿美元。按照以上方式计算，假设中日 CDS 市场具有相同的成长周期，报告认为中国 CDS 市场发展的初期，债券市场 CDS 潜在总量占当期私人非金融部门债务总额的比重应在 0.1%－0.2%之间，因此，报告预测在 2020 年左右，债券市场 CDS 潜在需求总量大约 320－650 亿美元之间，按照汇率 1：6.8 计算，债券市场 CDS 潜在需求总量大约 2100－4400 亿人民币。

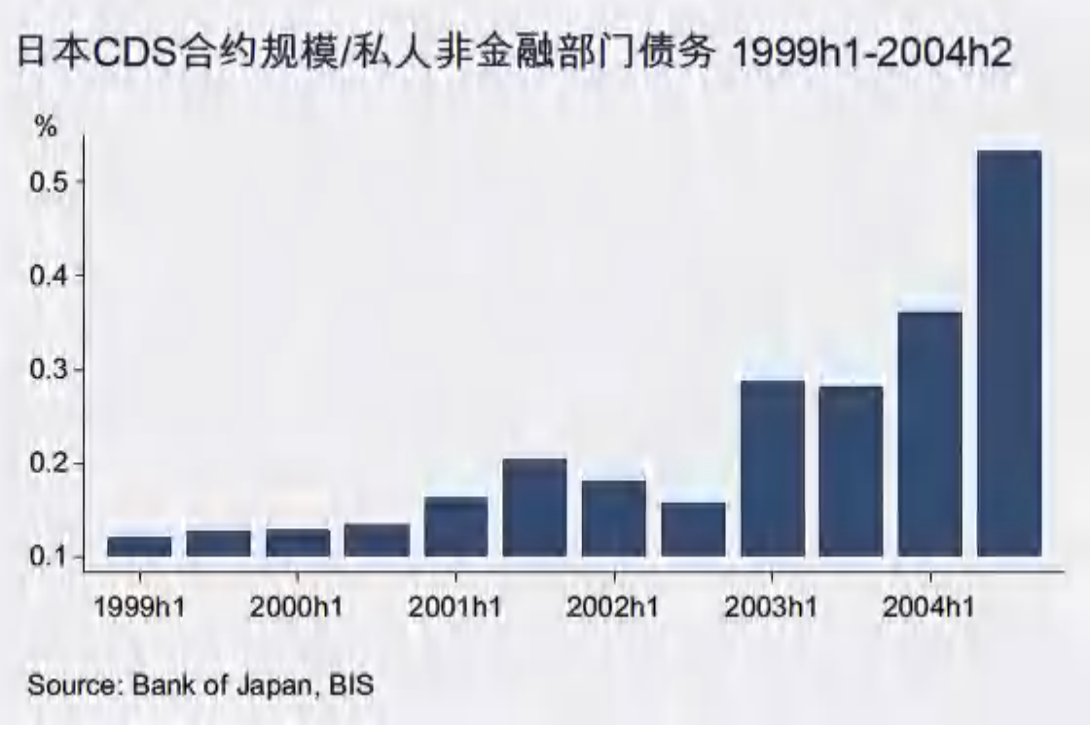


图 12　日本 CDS 合约规模/私人非金融部门债务 1999h2－2004h2

五、结语

面对不断累计的风险敞口，广大市场参与者急需掌握一种灵活有效的信用风险管理工具，通过市场化的手段转移和对冲风险。这既反映了投资者日益增强的信用风险管理需要，也是未来金融市场持续健康发展的必要条件。针对当前重启的信用衍生品市场，报告认为：

一、市场结构单一、信用事件与参考实体债务定义过窄抑制市场供求，以及违约历史数据积累不足与定价方法尚未成熟增加交易成本，是当前 CDS 市场表现为低水平均衡的核心原因。尽管债券市场刚性兑付已被打破，信用违约成为常态，发

展信用风险缓释工具的条件得到改善，但是，对比 2014 年业务指引和 2016 年业务规则可以发现，本轮 CDS 重启政策层面上态度依然非常谨慎，具体表现在对参与者的分类、交易的范围、参考实体保护的债券种类和信用风险合约买入、卖出规模等都作出详细规定。目前市场参与主体范围有限，CDS 交易偏好趋同，这种“供小于求”的市场结构客观上会抑制 CDS 供给。同时，信用事件和参考实体债务定义过窄，很大程度上排除了，潜在涉及重大或系统性风险的参考主体信用违约的可能，抑制了 CDS 需求，在市场供给和需求都受到抑制，违约数据积累不足，定价方法不完善交易成本增加的情况下，市场交易自然会表现出低水平均衡。

以上问题如果得不到有效解决，一方面市场债务风险逐渐释放，风向敞口存在，另一方面信用衍生品交易量和价格均不能有效反映信用风险状况，市场可能会从短期的低水平均衡滑向长期的低水平陷阱。

二、转变衍生品市场评价观念、正确认识信用衍生品功能。CDS 创立之初主要是承担风险缓释功能，合约规模发展平稳，国际金融危机之前投机交易泛滥，CDS 合约爆炸式增长，随着危机过后风险逐渐转移，各国监管加强，CDS 合约规模由当初历史高位迅速下滑，完成了以风险投机为主向风险缓释为主的功能回归。CDS 的发展历史证明，评价衍生品市场健康发展，不能单纯地把交易量和存量规模作为判断标准，衍生品市场流动性，以及能否客观、及时地反映金融市场风险、发挥风险缓释功能才更为重要。

信用衍生本身是中性工具，其对金融市场的影响关键在于，市场参与者如何理解和使用它们，实际上 CDS 并不能直接做空市场，而是投资者看空市场的表达工具。因此，没有必要因为 CDS 在国际市场的发展历史，过分解读信用衍生品的对冲功能。客观评价，信用衍生品对分散大型商业银行所承担的信用风险曾经一度起到至关重要的作用。另外，鉴于 2016 年业务规则的相关要求，CDS 在中国衍生品市场尚未完全发挥风险缓释功能，更不需要担心 CDS 造成违约风险扩散，做空市场的可能。

三、通过“自下而上”的市场化改革，扩大交易商规模，减少业务规则限制，推动 CDS 市场健康发展。CDS 的首次运用是，摩根大通银行为满足巴塞尔协议的要求，将贷款的风险转移，与欧洲复兴开发银行签订达成的协议，是典型的市场行为，由于市场效果不错，才得到市场参与者和监管当局的认可。CDS 早期发展历程体现出自下而上的特点，而目前中国信用衍生品发展则具有明显的官办色彩，这种“自上而下”的推动方式，难以真实反映市场风险状况，更不能有效激发参与方的参与需求，CDS 市场很难发展壮大。

因此，建议通过“自下而上”的市场手段，培育和引导 CDS 参与方、扩大交易商

范围，适度允许保险机构成为核心交易商；扩大一般交易商交易范围，适度允许一般交易商之间开展交易；减少业务规则限制，适度扩大参考主体的债务种类，逐渐允许企业债、公司债或其他贷款等债务逐步进入债务保护范围。

附　　录

（一）CDS 相关业务规则的发展

在金融危机前，国际市场普遍适用 ISDAD 发布的《2003 年 ISDA 信用衍生品定义》（2003 ISDA Credit Derivatives Definitions，简称“2003 年定义”）。在 2003 年定义中，ISDA 对 CDS 的具体内容、有效时间、交易双方、参考实体、结算方式、信用事件、合同格式等进行了规定。然而，该文件仍存在如下的问题：

（1）信用事件的概念不够完善，重大事件缺乏具有权威性的判断。2003 年定义中规定判断信用事件的权利在于交易双方，这导致不同个人/机构对于同一事件有不同的认定，会引发市场混乱。

（2）实物交割和现金交割的结算方式造成供需不平衡和市场价格扭曲的问题。实物结算需要信用保护买方向信用保护卖方交付可支付债券以获得信用保护卖方的支付；然而风险缓释工具不要求买方持有相应的可交付债务，买方可能会无债可交，为了获得合约金，买方需要在市场上购买可交付债务。市场上 CDS 的交易量远高于可支付债务的数量，短时间的大量需求会造成可支付债务的供需不平衡，扭曲了可支付债务的市场价值甚至还会造成信用买方无法从市场中获得可支付债务以完成实物交割。现金交割中，交易双方需要参考债务的最终价格来决定支付金额，而参考债务的价格并不统一，这会导致报价出现差异，不同交易的最终结算金额不一。

（3）在资产包交付方向上的概念缺失。在荷兰 SNS 银行陷入危机时，政府将其国有化并没收了所有的次级债和股权作为解决银行困难的方式。如果按照 2003 年的章程，因为市场上没有次级债，次级债的结算价格由优先债的拍卖价格决定；然而次级债的价值为零，而优先债的价值不为零，次级债所有者无法通过 CDS 获得足够多的补偿。

2005 年开始，国际市场上逐渐采用公开的拍卖结算机制以取代实物交割和现金交割的方式，在 2009 年发布补充文件之前，ISDA 组织过 25 次拍卖结算。2009

年，ISDA 陆续发布补充文件和协议书[①]，设立了决定委员会和拍卖结算制度，以解决金融危机爆发时凸显的信用事件判断和结算方式的问题。

附表 1　　2003 年定义的问题与 2009 年主要的改进措施

2003 年定义的问题	2009 年主要的改进措施
• 重大事件缺乏具有权威性的判断	设立决定委员会，判断包括但不限于信用事件和继承事件等重大事项，给市场提供指导性意见
• 实物交割和现金交割的结算方式导致市场价格扭曲。	引入拍卖结算机制，解决因现金结算时没有统一标准而实物交割引发可交付债务短缺导致的供需不平衡和市场价格扭曲的问题。

资料来源：交易商协会研究报告、ISDA 主协议，中诚信国际整理

发布 2009 年改进措施时，欧洲债务危机还未凸显，因此在信用事件和资产包交付方向上仍有缺失。ISDA 吸取欧债危机中有关 CDS 的教训，于 2014 年颁布《2014 年 ISDA 信用衍生品定义》(2014 ISDA Credit Derivatives Definitions，简称“2014 年定义”)。

附表 2　　2009 年文件的问题与 2014 年定义的改进措施

2009 年改进措施的缺失	2014 年定义的改进措施
信用事件定义范围狭窄	将政府干预正式列入信用事件。
资产包交付概念的缺失	引入资产包交付机制，债券可以在政府介入之后转入拍卖程序，解决债券真实价值和结算价格不匹配的问题。

资料来源：ISDA 协会文件，中诚信国际整理

将政府干预列入信用事件和资产包交付概念的使用可以让 CDS 的市场效率更高，也让主权信用事件能够反映国家真实的信用状况。ISDA 在完善标准协议文本的基础之上，还大力推动 CDS 票息标准化进程。在此之前，大多数单一名称 CDS 以年基准点的方式进行交易，而经过票息调整后，CDS 将按照固定票息和前

① 补充文件为：2009 ISDA Credit Derivatives Determinations Committees and Auction Settlement Supplement to the ISDA 2003 Credit Derivatives Definitions；协议为：“Big Bang Protocol”和“Small Bang Protocol”

端费用的方式进行交易。

(二)美国和欧洲监管规则对比

在ISDA做出改革的同时,各国政府相继推出自己的改革方案,并于2009年二十国集团峰会达成共识——各国最迟至2012年底,所有合适的标准化场外衍生合同通过中央对手方(Central Counter Party,CCP)清算。而非集中清算的合同有更高的资本要求。这项改革提高了市场透明度,降低了系统性风险。

风险缓释工具作为国际化的产品,各个发达经济体的业务规则基本相同。美国和欧洲作为最主要的CDS交易市场,适用的协议都是2014年定义,对中央清算、信息披露、拍卖结算和票息标准化的规定都有一致性。然而,不同地区针对CDS的规定也有一定程度上的差异。

附表3　　美国、欧洲在CDS业务规则上的差异

业务规则差异	美国	欧洲
票息标准化	100bp、500bp	25bp、100bp、500bp、1000bp
报告人	只需要交易一方提供报告。	交易双方都必须报告。
报告内容	只需要报告交易对手的基本信息。	在报告交易对手基本信息的基础上,需要报告估值信息。
对非本地区交易人的监管	只有指导意见。	有强制规定。
注册情况	分为“经销商”(dealer)和“主要参与者”(major participants),有监管上的不同。	没有监管上的差异。
银行和衍生品	禁止CDS经销商和一些CDS主要参与者接受FDIC(为存款提供保险、检查和监督金融机构以及接管倒闭机构,来维持美国金融体系的稳定性和公众信心)提供的存款保险,需要将CDS业务和商业银行业务进行分离。	不要求商业银行业务与衍生品业务分离。
自营交易	禁止银行在CDS上进行自营交易。	不限制。

2010年业务指引和2016年业务规则，都在不同程度上参考国际标准，不过在诸多细节上与现在的国际适用标准不同，反而更接近于早期的规则。

附表 4　　**国内外监管规则对比**

	国内	国际
交割方式	现金与实物交割。与2003年定义相同，适合早期的发展阶段。	拍卖结算
集中清算	与2003年定义相同，不强制集中清算机制。	引入集中清算机制。
信用事件定义	破产、支付违约、债务加速到期、债务潜在加速到期和债务重组，共五类。	破产、债务加速到期、债务潜在加速到期、支付违约、拒绝或延期支付、债务重组、政府干预，共七类。
信用保护费	没有任何具体要求	固定票息率
继承方式	根据参考实体的资产进行继承	根据参考实体的相关债务进行继承
注册情况	一般交易商和核心交易商	欧洲无类似规定，美国存在两种不同交易商
杠杆率要求	有严格限制	无严格限制

资料来源：ISDA规则、中诚信国际整理

参考文献

[1]Architzel, P., & Walker, P. (2014). Comparison of US and EU Regulation of the Swaps Market.? The Journal on the Law of Investment & Risk Management Products,? 34(8), 1—18.

[2]Acharya, V., Philippon, T., Richardson, M., & Roubini, N. (2009). The financial crisis of 2007 - 2009: Causes and remedies. Financial markets, institutions & instruments, 18(2), 89—137.

[3]Stulz, R. M. (2009). Credit default swaps and the credit crisis. Journal of Economic Perspectives, 24(1), 73—92.

[4]ISDA (2003), 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions. New York: ISDA Inc.

[5]ISDA (2009), 2009 ISDA Credit Derivatives Definitions. New York: ISDA Inc.

[6]ISDA (2009), 2009 ISDA Credit Derivatives Determinations Committees, Auction Settlement and Restructuring Supplement to the 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions (The "July 2009 Supplement"). New York: ISDA Inc.

[7]ISDA (2014), 2014 ISDA Credit Derivatives Definitions. New York: ISDA Inc.

[8]CRM 课题研究组(2012),信用风险缓释工具 CRM 参与主体多元化相关问题研究. 北京:中国银行间市场交易商协会

附录一　中国宏观经济形势与政策：2016－2017年

Appendix 1　China's Macroeconomic Situation and Policies：2016－2017

2016年，中国经济增长速度逐季稳定而结束2011年以来连续回落趋势，基本摆脱通货紧缩危险，但实际复苏进程停滞而形成新经济波谷。2017年，中国经济应该实行更加积极的财政政策和货币政策，通过适应性需求管理的反周期操作，重新启动和加速经济复苏进程，以及时实现中国经济周期从萧条到繁荣的形态转换。

依据附加实际总需求的中国总供给函数理论建构，中国经济复苏路径和经济增长趋势是预期依存和政策依存的。中国积极需求管理政策具有广阔的扩张性操作空间，能够与供给侧结构性改革相配合而支持乐观经济前景预期，实现中国经济景气的正常化和引领中国经济发展的新常态，以继续维持高水平均衡的中国经济发展高储蓄－高投资－高增长模式。

一、中国宏观经济指标预测

1978 年以来中国实际 GDP 增长速度以及 CPI 指数和 RPI 指数通货膨胀率的时间路径，如图 1 所示。中国经济经历 1991－2001 年间与 2002－2009 年间的完整波谷—波谷经济周期，从 2010 年起进入新一轮经济周期的扩张阶段。然而，中国经济扩张势能随着需求刺激政策的提前退出而迅速衰弱。在相对短暂的恢复性和补偿性高速增长后，实际 GDP 增长速度在 2011－2015 年间连续回落。

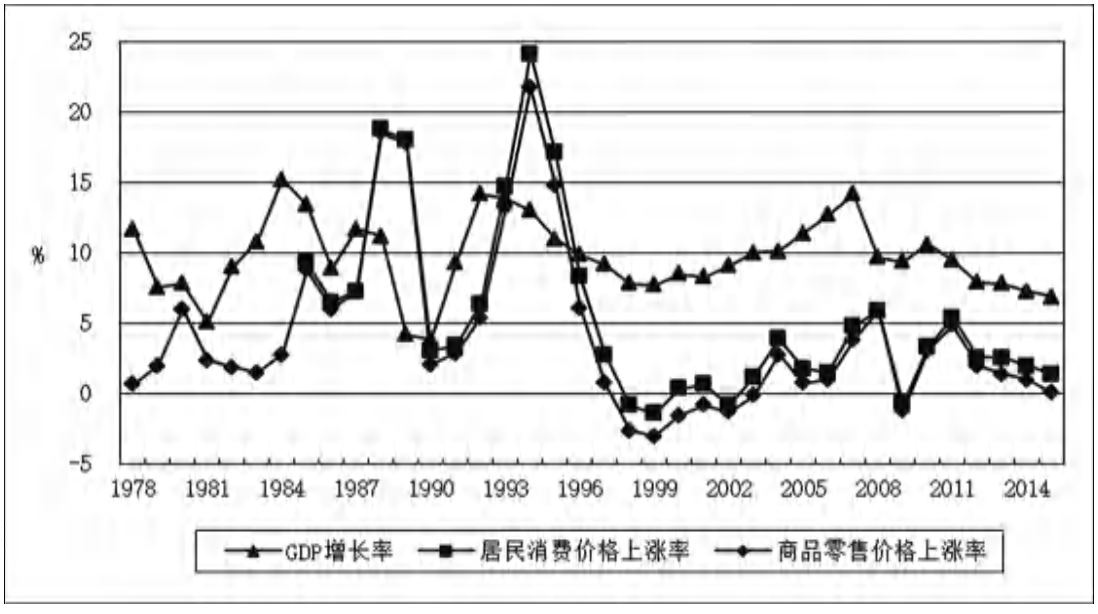


图 1　中国经济增长速度和通货膨胀率

2016 年，中国经济实行较为积极的财政政策和货币政策，保持货币信贷规模和基础设施投资的适度快速增长，以应对严重经济下行压力。实际 GDP 增长速度逐季稳定而结束长期减速趋势，基本摆脱通货紧缩危险。不过，总体经济景气延续 2015 年复苏停滞惯性，全年实际 GDP 增长速度略低于 2015 年，导致实际 GDP 与其潜在水平缺口进一步扩大而形成新经济波谷。2012 年以来，中国经济景气的复苏进程退步，随着国民收入紧缩缺口持续扩大而已经在 2015 年形成萧条状态。

2017 年，中国需求管理应该依据总体经济景气的正常化需要，实行更加积极的财政政策和货币政策，重新启动和加速经济复苏进程，以及时实现中国经济周期从萧条到繁荣的形态转换。在继续推进供给侧结构性改革的同时，通过适应性需

求管理的常规扩张操作，努力发挥国内需求与国外需求、投资需求与消费需求以及直接生产性投资需求与基础设施投资需求的全面拉动作用，使得实际 GDP 增长速度能够超过其潜在增长速度而有效弥合实际 GDP 与其潜在水平缺口。

依据中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型—CMAFM 模型，分年度预测 2016 年与 2017 年中国宏观经济指标，如表 1 所示。其中，主要宏观经济政策假设包括：(a)2017 年中央财政预算赤字为 16800 亿元；(b)2017 年人民币与美元平均兑换率为 6.6973:1。

表 1　　中国宏观经济指标

预测指标	2016 年	2017 年
1、国内生产总值(GDP)增长率(%)	6.70	6.54
其中：第一产业增加值	3.8	3.9
第二产业增加值	6.1	5.9
第三产业增加值	7.7	7.5
2、全社会固定资产投资总额(亿元)	615950	676930
社会消费品零售总额(亿元)	332230	366120
3、出口(亿美元)	20730	21290
进口(亿美元)	15600	16260
4、狭义货币供应(M1)增长率(%)	13.7	13.5
广义货币供应(M2)增长率(%)	12.4	11.8
5、居民消费价格指数(CPI)上涨率(%)	2.0	2.1
GDP 平减指数上涨率(%)	0.6	1.3

预测日期：2016 年 11 月

二、中国宏观经济形势分析

(一)国民收入周期的相位测度

中国总量生产函数 $Y = \Phi(t) \cdot K$，从而(中期)潜在国民收入 $Y_t^* = \prod_{i=1}^{k} \{(Y_{t-i} \cdot (1 + \delta)^i)^{w(i)}\}$。选取朱格拉周期时滞阶数 $k = 5$，分别在几何级数 $w(i)$

$= q^i$与余弦函数 $w(i) = \cos((i-1)\cdot(\pi/2k))$ 的分布概率情形下，使用 OLS 方法在 1978－2015 年间拟合中国实际 GDP 指数的对数线性方程 $\log Y_t = \sum_{i=1}^{k}\{w(i)\cdot(\log Y_{t-i} + i\cdot\log(1+\delta))\}$，如表 2 所示。

同时静态预测和动态预测 1983－2015 年间中国实际 GDP 指数而分情形建立中国潜在 GDP 指数时间序列，以计算 1983－2015 年间中国国民收入相对缺口指标 $(Y-Y^*)/Y^*$，如图 2 所示。中国经济景气的充分正常化应该依次通过分别以 $d(\Delta\ln Y)/dt = 0$、$d(\ln(Y/Y^*)/dt = 0$ 与 $\ln(Y/Y^*) = 0$ 标志的转折点 tp1、tp2 和 tp3，如图 3 所示。

表 2　　中国潜在国民收入形成方程

$\log Y_t = \sum_{i=1}^{5}\{w(i)\cdot(\log Y_{t-i} + i\cdot\log(1+\delta))\}$		
$w(i)$	q^i	$\cos((i-1)\cdot(\pi/2k))$
δ	0.099513 (28.85404)	0.099522 (31.92697)
R^2	0.998664	0.997990
SE	0.033495	0.041084

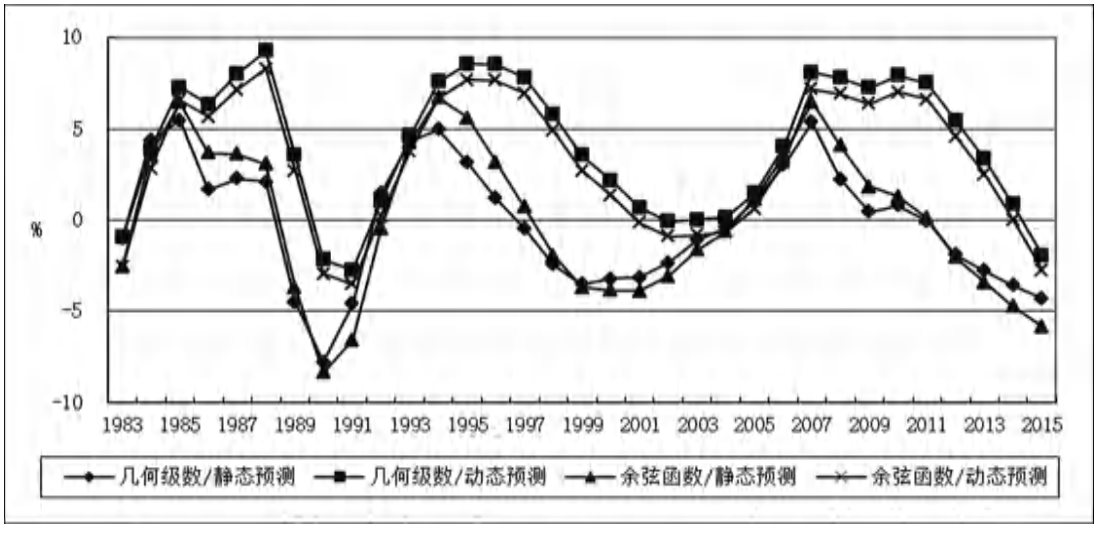


图 2　中国国民收入相对缺口

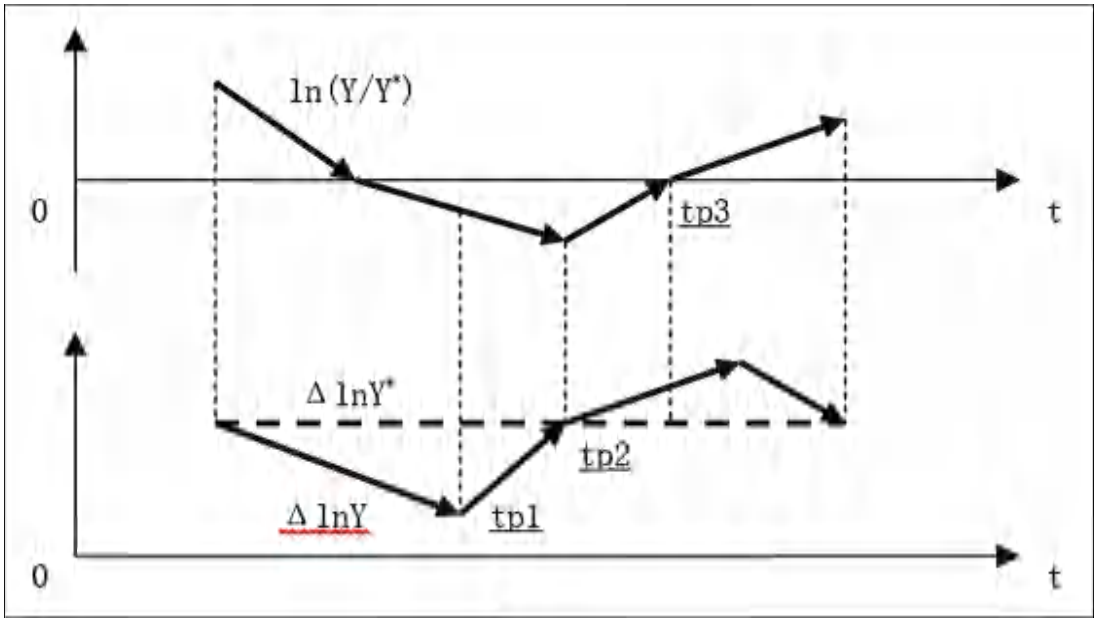


图 3　增长型经济周期复苏阶段

中国国民收入的自然增长率在几何级数权数情形下 $\delta = 9.9513\%$ 而在余弦函数权数情形下 $\delta = 9.9522\%$，未在 1983－2015 年间呈现统计显著的历时减缓趋势。然而，中国国民收入的通货紧缩缺口已经在 2015 年明显超过亚洲金融危机后波谷水平。总体经济景气在 2009 年初次触底后，在 2010－2011 年间从 tp2 向 tp3 前进，却从 2012 年起从 tp2 向 tp1 退步，最终二次触底而恶化经济萧条状态。

(二)附加总需求的总供给函数

传统总供给函数采取附加价格预期的结构形式 $Y^S = S(P/P^E) = f(P/P^E) \cdot Y^*$，通过适应性价格预期机制的相机选择，仅在短期内满足所谓需求创造自己供给的凯恩斯定理。中国总供给函数应该采取同时附加价格预期和实际总需求的通用理论结构 $Y^S = S(P/P^E, Y^D)$，即 $Y^S = f(P/P^E) \cdot Y^*$ 并且 $Y^* = \psi(Y^D)$，以体现实际总需求对潜在总供给的瞬时结构效应、中期滞后效应和长期储蓄效应，从而使得凯恩斯定理在全部时间维度成立。

(1)瞬时结构效应

假设潜在总供给 Y^M 的结构系数$[s_i]$以及实际总需求 Y^D 的结构系数$[d_i]$与国民收入弹性$[e_i]$。依据短边规则 $s_b/d_b = \min\{s_i/b_i\}$，识别潜在总供给的瓶颈部门 b 并且形成潜在有效总供给 $Y^E = (s_b/d_b) \cdot Y^M$，从而最大潜在总供给的有效供给比率 $Y^E/Y^M = s_b/d_b$。当 Y^D 按速率 σ 瞬时变化时，有效供给比率 Y^E/Y^M 按速率(1

$+\sigma \cdot e_b)/(1+\sigma)$ 瞬时变化，实际总需求因而具有瞬时影响潜在有效总供给的结构效应。特别是当 $e_b > 0$ 时，$dY^E/dY^d > 0$。

在正向瞬时结构效应情形下，总需求曲线从 AD 位置向右移动至 AD′位置，作为总供给曲线渐近线的潜在有效总供给相应从 YE 位置移动至 YE′位置，引导总供给曲线从 AS 位置向右移动至 AS′位置，如图 4 所示。随着总体均衡位置从交点 E 移动至交点 E′，国民收入增加而价格方向欠定。

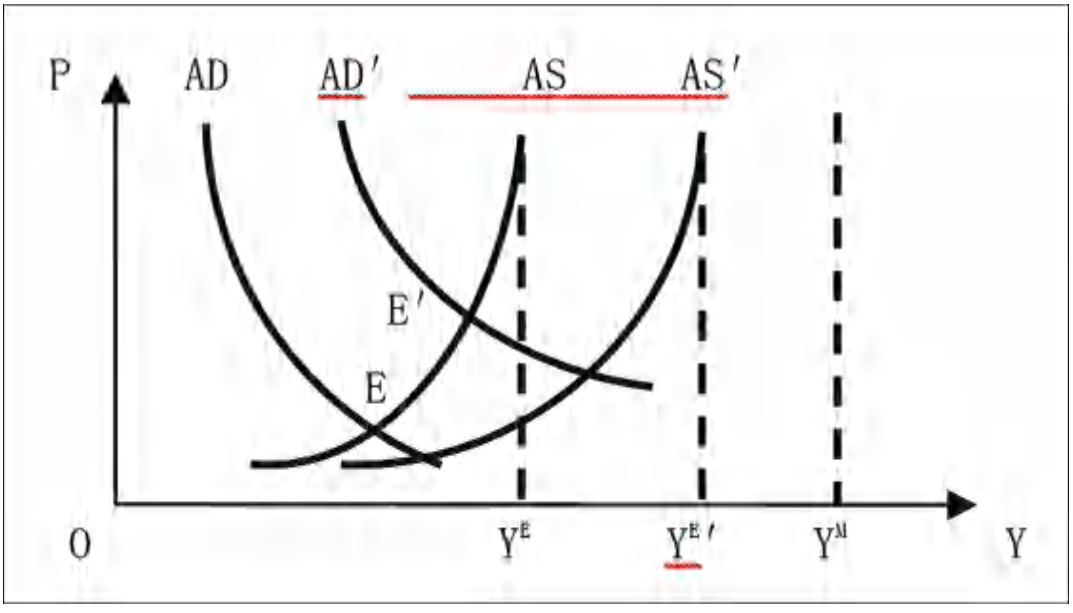


图 4　结构效应与潜在有效总供给

(2)中期滞后效应

对于总量生产函数 $Y = A \cdot K^{\alpha} \cdot L^{1-\alpha}$，二元结构条件下生存工资率 $\overline{w}$ 与技术水平 A 共同决定均衡资本－劳动比率 K/L，从而 $Y = A \cdot K \cdot ((\overline{w}/A)/(1-\alpha))^{(\alpha-1)/\alpha}$。定义时间函数 $\Phi(t) = A \cdot ((\overline{w}/A)/(1-\alpha))^{(\alpha-1)/\alpha} = (1-\alpha)^{(1-\alpha)/\alpha} \cdot (A/\overline{w}^{1-\alpha})^{1/\alpha}$，概括生存工资与技术参数的历时变化，从而总量生产函数采取准 AK 形式 $Y = \Phi(t) \cdot K$。假设资本生命周期 k、投资－储蓄函数 $I_t = s \cdot Y_t$、投资形成概率 w(i)与自然增长率 δ，$K_t = \int_{i=0}^{k} (I_{t-i} \cdot w(i))\, di$，从而 $Y_t = \prod_{i=1}^{k} \{(Y_{t-i} \cdot (1+\delta)^i)^{w(i)}\}$。

潜在国民收入的滞后分布过程 $Y_t^* = L[Y_t]$ 容纳实际国民收入的滞后效应，能够实现如图 5 所示的潜在总供给向实际总需求反的向软着陆。从时刻 t1 起，实际总需求持续扩张而向上拉动潜在国民收入，出现通货膨胀缺口。从时刻 t_2 起，实际总需求保持稳定而潜在国民收入继续上升，通货膨胀缺口缩小。至时刻 t_3，潜在

国民收入最终从水平 y′扩展至水平 y″，通货膨胀缺口消失。

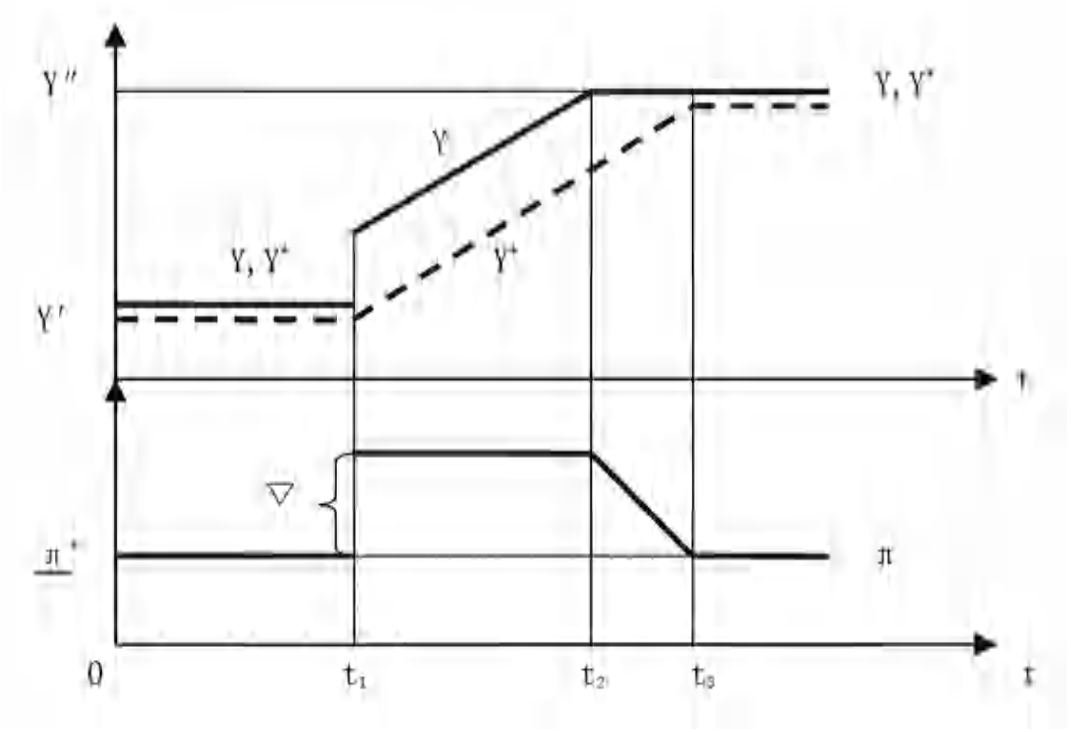


图 5　国民收入反向软着陆

(3)长期储蓄效应

假设生命周期包括年轻阶段与老年阶段，$N_t = N_t^Y + N_t^O$，$N_t^O = N_{t-1}^Y$；假设年轻人口按速度 ν 增长，$N_t^Y = N_{t-1}^Y \cdot (1+\nu)$；假设年轻人口的国民收入按速度 η 增长，$y_t = y_{t-1} \cdot (1+\eta)$，从而总国民收入 $Y_t = N_t^Y \cdot y_t$。年轻人口的最优消费决策遵循凯恩斯—拉姆齐规则 $(c_t/c_{t+1})^\gamma = (1+\theta)/(1+r)$。

$$\begin{cases} \max \{c_t^{1-\gamma}/(1-\gamma) + c_{t+1}^{1-\gamma}/((1-\gamma)\cdot(1+\theta))\} \\ \text{s.t. } y_t = c_t + c_{t+1}/(1+r) \end{cases}$$

在 $U(c) = \ln c$ 的经典简化情形下，$c_t = (1 - 1/(2+\theta)) \cdot y_t$，从而年轻人口的国民收入储蓄倾向 $s = 1/(2+\theta)$。t 时期总储蓄 $S_t = N_t^Y \cdot (s \cdot y_t) - N_{t-1}^O \cdot (s \cdot y_{t-1}) \cdot (1+r)$，从而总储蓄倾向 $S/Y = s \cdot (1 - (1+r)/((1+\nu)\cdot(1+\eta)))$，近似地 $S/Y = s \cdot (\nu+\eta-r)$。一方面，与传统生命周期模型一致，$s/\theta < 0$，$(S/Y)/\nu > 0$，低时间偏好和年轻人口结构有助于提高国民收入储蓄倾向。另一方面，$(S/Y)/(\eta - r) > 0$，高增长速度与低利率水平通过扩大差距$(\eta - r)$而提高国民收入储蓄倾向。即使人口老龄化至临界点 $\nu = 0$ 甚至 $\nu < 0$ 时，总储蓄也仍然存

在即 $S/Y > 0$。传统生命周期模型却预测当 $\nu = 0$ 时 $S/Y = 0$。

中国经济具有准 AK 模型的内生增长性质，国民收入增长速度 $\Delta Y/Y = \Phi \cdot (S/Y)$，正向依存于国民收入储蓄倾向；同时，中国国民收入储蓄倾向 $S/Y = s \cdot (\nu + \eta - r)$，正向依存于国民收入增长速度。这样，中国国民收入的增长速度与储蓄倾向间形成闭合的正反馈机制“$\Delta Y/Y \uparrow \rightarrow S/Y \uparrow \rightarrow \Delta Y/Y \uparrow$”，使得实际总需求正向决定潜在总供给增长速度，并且蕴含经济发展可能高水平均衡的高储蓄—高投资—高增长模式与可能低水平均衡的低储蓄—低投资—低增长模式。

（三）国民收入均衡的多重性质

依据中国总供给函数 $Y^S = f(P/P^E) \cdot \psi(Y^D)$，弥合国民收入缺口的均衡调整机制同时包含传统均值回归过程 $dY/dt = -\lambda \cdot (Y - Y^*)$ 和非传统趋势漂移过程 $dY^*/dt = \kappa \cdot (Y - Y^*)$。在实际经济复苏进程分别停止于图 2 转折点 tp1、tp2 与 tp3 的假设情形下，图 6 定性描述中国经济景气正常化过程及其未来经济增长趋势的可能轨迹Ⅰ、Ⅱ与Ⅲ。

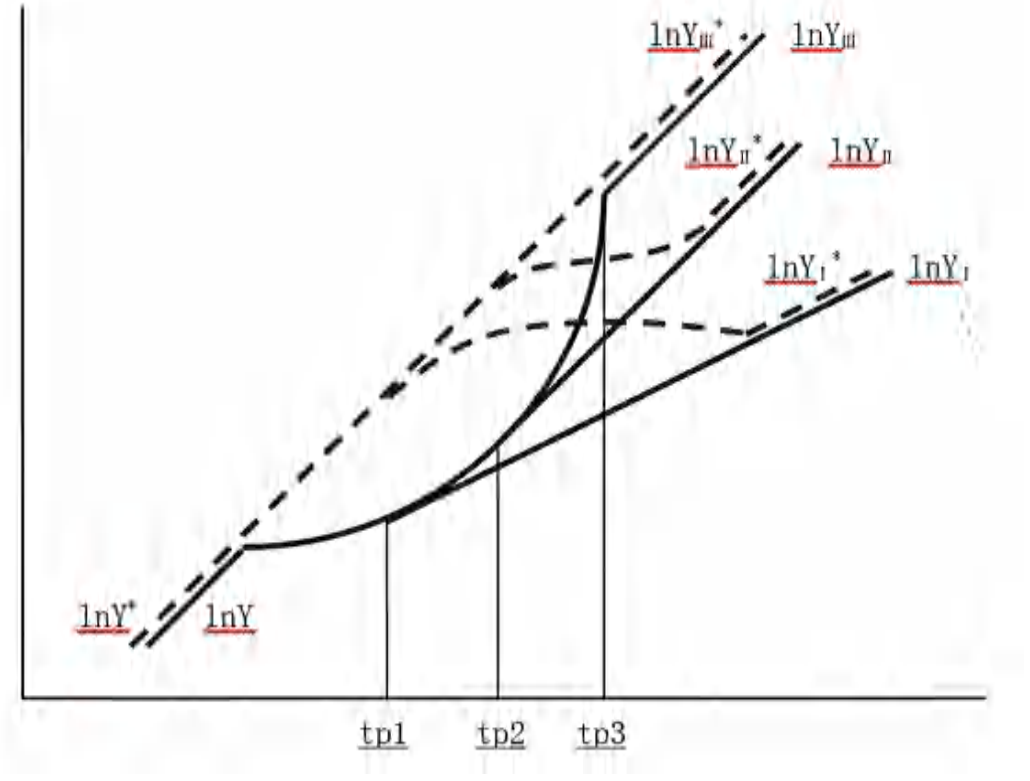


图 6　经济复苏进程与经济增长趋势

轨迹Ⅰ的实际国民收入增长速度在转折点 tp1 触底而保持稳定，轨迹Ⅱ的实际国民收入增长速度在转折点 tp2 回归衰退前潜在增长速度，而轨迹Ⅲ的实际国民收入水平在转折点 tp3 回归衰退前潜在水平的外插趋势。国民收入轨迹Ⅲ代表完全复苏和充分正常化的中国经济景气，不仅经济萧条的负面影响仅暂时存在，而且转折点 tp2 前低速增长产生的国民收入损失被转折点 tp2 与 tp3 间高速增长产生的国民收入增益完全补偿。当需求刺激政策在转折点 tp3 前提前退出时，经济萧条永久性而不是暂时性地改变国民收入时间趋势 $\ln Y(t) = C + t \cdot \delta$；其中，截距 C 向下漂移而形成轨迹Ⅱ，速度 δ 进一步向下漂移而形成轨迹Ⅰ。

中国经济均衡状态是需求管理政策取向和经济增长速度预期依存的，不仅短期内蕴含经济增长与价格稳定的政策目标互补性，而且能够和应该长期维持高储蓄－高投资－高增长的经济发展模式。虽然轨迹Ⅱ的国民收入缺口在转折点 tp2 后短时间内存在，轨迹Ⅰ的国民收入缺口在转折点 tp1 后短时间内甚至可能扩大，但是潜在国民收入受实际国民收入负面吸引而反向软着陆，将逐渐收敛直至完全弥合国民收入缺口，如图 5 所示。无论轨迹Ⅰ还是轨迹Ⅱ，其相对于轨迹Ⅲ的国民收入潜在损失均无法以国民收入缺口实际测度。因此，面临转折时期持续扩展而实时未知的潜在总供给能力，只有微撞（fine－tapping）而不是微调的积极需求管理程序，才能够探索潜在总供给前沿而避免低水平国民收入均衡陷阱。

三、中国宏观经济政策建议

（一）积极需求管理的扩张空间

中国积极财政政策应该继续采取增加政府投资支出和降低企业税收负担的政策组合，逐步取消地方财政预算年度平衡约束的内在反稳定器。中国财政体制调整和改革应该指向周期平衡的中央和地方财政预算制度以及亲增长（pro－growth）的政府支出和税收政策。中国经济高速增长的自然冲销能力，能够将国民收入的财政赤字比率和政府债务比率控制在财政健全范围内。欧洲中央银行对比次贷危机以来欧元区经济与美国经济的去杠杆差异，将美国经济的成功经验称赞为去杠杆化的宏观经济路线：大规模财政赤字支持经济复苏，避免滞后效应对经济增长潜力的永久损害，从而扩大增长速度与利率的绝对差距，最终降低而不是提高均衡政府债务比率。

广义货币政策框架下的中国稳健货币政策，应该机制化经济稳定目标及其对应货币供应和利率工具、金融稳定目标及其对应信贷结构工具这样的目标扩展和工具匹配，以防止去杠杆过程中错误使用紧缩性货币政策而导致债务—通货紧缩(debt—deflation)循环。在债务杠杆周期中，经济繁荣阶段和经济萧条阶段同样可以是高债务率的，乐观与悲观的市场情绪因而在相当程度上决定同一债务率的分别良性与恶性态势。

中国房地产业的过度超前发展必然透支居民收入和抑制消费需求，随着从重化工业向制造业的工业重心移动，其对重化工业化的需求拉动正面作用难以补偿对制造业的成本推动负面作用。吉布森悖论能够依据实物资本与虚拟资产相对收益的顺周期变换而预测住房价格的逆周期波动，中国住房价格的迅猛上涨正是发生2012—2013年间总体经济景气转折下行时期和2015—2016年间低速经济增长预期形成时期。随着中国经济景气和国际经济景气的正常化，从虚拟经济向实体经济以及从国内经济向国际经济的资本回流，可能破裂房地产泡沫。此外，在工资、利润、租金的收入序列中，租金的经济效率性和社会公平性最为底下。欧洲大陆和美国进步主义的单一税运动，曾经发起对租金收入的理论和道德批判而抵制租金对工资和利润的过度挤压。

改革开放前，中国经济发展虽然致力于建设相对完整的国民经济体系和的工业体系，但是实际遵循赫希曼定理的非平衡增长规律。中国基础产业经过1980年代以来的长期快速发展，已经与加工产业基本恢复平衡，甚至在经济萧条时期出现相对产能过剩，然而基础设施仍然滞后发展。基础设施投资是次贷危机以来国际通用的反危机需求管理措施。与发达国家相比，中国基础设施的投资机会众多而融资约束宽松，从而其刺激规模和乘数效应更加庞大和显著。在较为长远的经济发展过程中，基础设施可能依次经历相对滞后、基本平衡和适度超前的发展阶段，中国基础设施可能正处于从滞后发展向平衡发展转变的过渡时期而需要大规模投资，而偏低的长期均衡利率必然增进基础设施投资项目的会计盈利性和经济合理性。

(二)预期管理、周期分化与汇率趋势

供给侧结构性改革的需求紧缩效应，主要来源于存量资源再配置过程中的沉没成本和摩擦成本、体制改革过程中的就业和投资不确定性以及社会福利、公共服务和基础设施方面的政府支出削减。供给侧结构性改革能够增加有效供给而促进中国经济在十三五规划以及更长时期的中高速增长，其增长效应以及在此基础上

形成的乐观经济增长预期是对冲需求紧缩效应的基本力量，将通过收入预期途径来增加居民消费支出、引致企业投资支出和松弛政府预算约束。必须警惕对中国经济发展的马尔萨斯主义式人口解释和悲观预测，特别是以人口红利原因简单解释中国经济增长成就，而以人口老龄化趋势悲观预测中国经济增长前景。

依据托达罗模型，二元经济的城市工资率 W 与生存工资水平是通过城市失业率 u 动态平衡的，$W \cdot (1 - u) = \overline{w}$，并且 $cov(W, u) < 0$。经济萧条时期，即使全口径统计的城市失业率也可能相对稳定甚至有所下降，从而指示虚假稳定甚至繁荣的城市劳动力市场。大萧条的重要历史遗产就是社会保障体系的健全和完善，为以后发达国家黄金时代奠定坚实的经济和社会基础。面临经济萧条和失业，奥地利学派的清算主义政策自然要求削减工资水平，而凯恩斯主义的需求管理应该维持工资水平，以改善收入预期和扩大有效需求。工资率上升而人力资本投资增加，劳动生产率提高而单位劳动成本(ULC)下降，这样的工资率与劳动生产率循环促进机制应该是中国经济维护国内价格稳定、保持国际竞争能力和实现持续快速增长的重要供给侧条件，而长期廉价的劳动力可能成为中国经济发展的资源诅咒。

基于国际经济周期相位的国际货币政策取向，基于中国经济增长前景的人民币汇率购买力平价(PPP)趋势，以及包括汇率政策在内的中国宏观经济政策的因应作用，共同决定人民币汇率的波动性质和发展趋势。2014 年，美国经济稳健复苏而中国经济复苏停滞，中国经济发展向中速增长阶段转变的新常态认识被逐渐接受，人民币与美元汇率相应停止以前升值趋势；从 2015 年起，中国与美国经济复苏的快车道与慢车道角色完全转换，美国经济开始退出量化宽松(QE)货币政策，人民币与美元汇率相应呈现大幅度贬值倾向。2014 年和 2015 年的人民币汇率制度改革，只是更加敏感反映和自由释放人民币汇率的市场调整压力。

国际领先的美国经济复苏已经使得美国货币政策率先进入加息周期，而似乎由利率加息周期触发的人民币汇率贬值压力，主要来自其所指示的美国领先中国经济复苏以及美国优异中国经济增长这样分化的国际经济前景预期。欧洲中央银行成功探索负利率条件下的 QE 货币政策体系，欧元区经济处于严重萧条状态而将在未来相当长时期继续实行 QE 货币政策，其经济增长前景和利率政策调整仅可能施加轻微的人民币汇率贬值压力。同时，次贷危机以来，作为中性利率政策目标的自然利率已经大幅度下降，QE 货币政策退出时实际利率的加息空间和国际差异是相当有限的。动态 PPP 理论能够解释和预测，人民币实际汇率是随着中国经济成长而向 PPP 水平持续升值的。2015－2020 年间，在中国人均 GDP 增长速

度[6.0%,6.5%]假设下,动态 PPP 理论预测人民币实际汇率累计升值幅度[14.09%,17.55%]和年均升值速度[2.22%,2.73%]。

人民币汇率趋势以及中国经济发展前景是预期依存和政策依存的。与所谓宏观经济政策效应递减规律相反,需求管理的反危机政策失败主要来自其规模有限和提前推出的"小而不成(too small to succeed)"危险。扩张性需求管理促进强劲经济复苏而供给侧结构性改革促进快速经济增长,二者协调配合而支持乐观经济前景预期,实现中国经济景气的正常化和引领中国经济发展的新常态,以顺序完成中国经济的国民收入总量、人均国民收入、人均资本存量赶超过程。

附录二　中国宏观经济分析与预测模型—CMAFM 模型

Appendix 2　China's Macroeconomic Analysis and Forecasting Model (CMAFM)

中国宏观经济分析与预测模型—CMAFM 模型，设计和估计中国 IS－LM－AS 理论模型而建立面向需求管理的中国宏观经济计量年度模型。依据更新至 2015 年的基础数据库，单方程 OLS 估计 CMAFM 模型而形成 CMAFM 模型的 2016 年版本可计算结构方程体系，以进行 CMAFM 模型系统仿真能力的的历史模拟检验以及中国财政政策和货币政策的动态乘数分析。

一、CMAFM 模型的结构设计和变量体系

中国宏观经济分析与预测模型 China's Macroeconomic Analysis and Forecasting Model)—CMAFM 模型,其需求面与标准 IS－LM－AS 模型一致,如图 1 所示;其供给面由附加预期的菲利普斯曲线构成,并且依据对菲利普斯曲线的计量检验而相机选择通货膨胀预期机制。CMAFM 模型依次估计中国消费需求函数、固定资产投资需求函数、存货投资需求函数、净出口需求函数和货币需求函数而建立中国 IS－LM 模型,并且拟合附加预期的中国菲利浦斯曲线而建立卢卡斯函数形式的中国 AS 函数。同时,CMAFM 模型建立中国税收政和货币供应政策规则,以政府支出和狭义货币供应输入需求管理政策冲击。

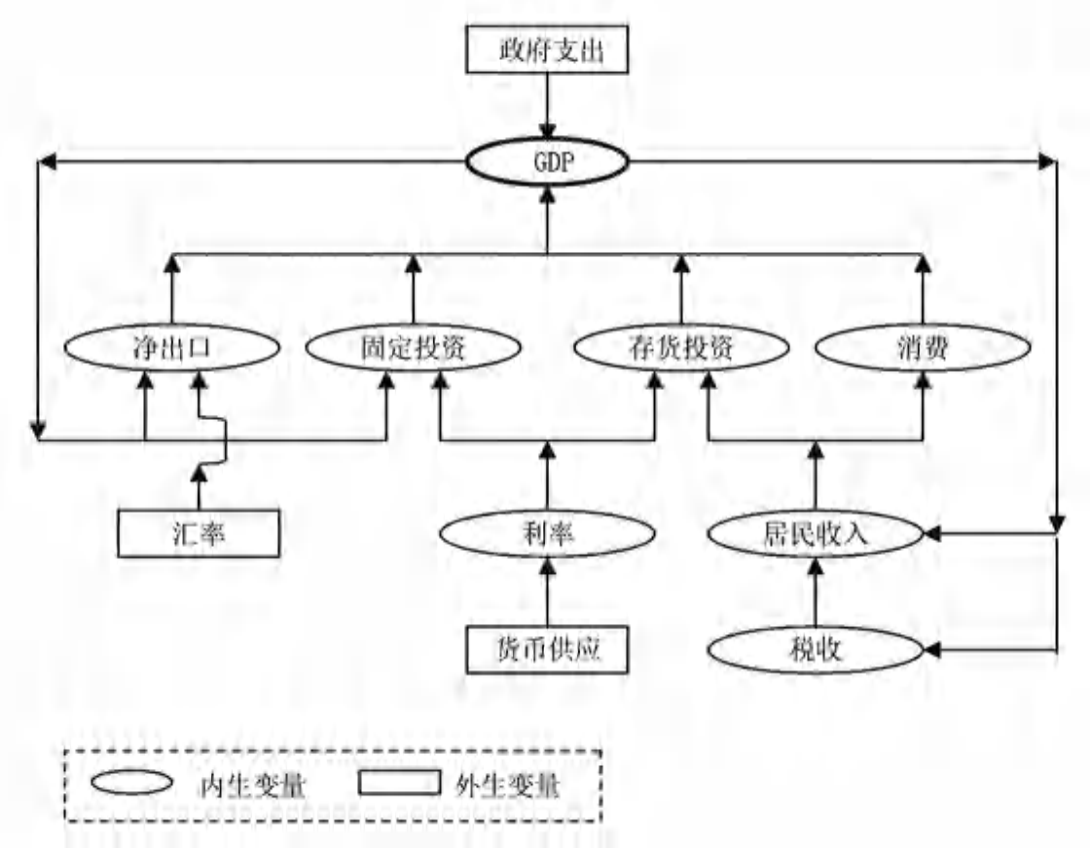


图 1　CMAFM 模型需求面

CMAFM 模型在表 1(a)的 SNA 体系原始变量基础上,定义表 1(b)的模型变

量，进而使用GDP平减指数缩减模型名义变量而核算相应模型真实变量，最终形成如表1(c)的直接输入模型变量体系。表1的基础数据来源，包括国家统计局《中国统计年鉴》(NBS)、国际货币基金组织“International Financial Statistics”(IFS)与世界贸易组织(WTO)统计数据“http://www.wto.org/statistics”。

表1(a)　　SNA体系原始变量

序号	变量	定义	单位	来源
1	BFCI	国家预算内固定资产投资	当年价格，亿元	NBS
2	GFCI	固定资本形成总额	当年价格，亿元	NBS
3	GOVC	政府消费	当年价格，亿元	NBS
4	GOVEX	国家财政支出	当年价格，亿元	NBS
5	GOVRE	国家财政收入	当年价格，亿元	NBS
6	INV	存货增加	当年价格，亿元	NBS
7	NEX	净出口	当年价格，亿元	NBS
8	NGDP	支出法国内生产总值	当年价格，亿元	NBS
9	PRIVC	居民消费	当年价格，亿元	NBS
10	SM1	狭义货币供应年末余额	当年价格，十亿元	IFS
11	SM2	广义货币供应年末余额	当年价格，十亿元	IFS
12	SSDRE	特别提款权年末兑换率	每特别提款权人民币元	IFS
13	USDE	美元平均兑换率	每美元人民币元	NBS
14	WME	世界商品出口总额	当年价格，百万美元	WTO
15	WMI	世界商品进口总额	当年价格，百万美元	WTO
16	Y	真实国内生产总值	可比价格，1978年 = 100	NBS

表 1(b)　　CMAFM 模型变量定义

序号	变量	定义	计算公式
1	FCI	固定投资	$FCI_t = GFCI_t - BFCI_t$
2	G	政府支出	$G_t = GOVC_t + BFCI_t$
3	GTX	政府综合收入	$GTX_t = GOVRE_t - (GOVEX_t - G_t)$
4	PDY	居民可支配收入	$PDY_t = GDP_t - GTX_t$
5	SDRE	特别提款权年均兑换率	$SDRE_t = (SSDRE_t + SSDRE_{t-1})/2$
6	WT	世界贸易总额	$WT_t = (WME_t + WMI_t)/100$
7	M1	狭义货币供应年均余额	$M1_t = ((SM1_t + SM1_{t-1})/2) \cdot 10$
8	M2	广义货币供应年均余额	$M2_t = ((SM2_t + SM2_{t-1})/2) \cdot 10$

表 1(c)　　CMAFM 模型变量体系

序号	变量	定义	计算公式	单位
1	P	价格指数	$P_t = (NGDP_t/Y_t)/(NGDP_{1981}/Y_{1981})$	1981 年 = 1.00
2	INFL	通货膨胀率	$INFL_t = (P_t/P_{t-1} - 1) \cdot 100$	%
3	YR	真实国民收入	$YR_t = NGDP_t/P_t$	1981 年价格，亿元
4	PDYR	真实居民可支配收入	$PDYR_t = PDY_t/P_t$	1981 年价格，亿元
5	GTXR	真实政府综合收入	$GTXR_t = GTX_t/P_t$	1981 年价格，亿元
6	PRIVCR	真实居民消费	$PRIVCR_t = PRIVC_t/P_t$	1981 年价格，亿元
7	FCIR	真实固定投资	$FCIR_t = FCI_t/P_t$	1981 年价格，亿元
8	INVR	真实存货投资	$INVR_t = INV_t/P_t$	1981 年价格，亿元
9	NEXR	真实净出口	$NEXR_t = NEX_t/P_t$	1981 年价格，亿元
10	GR	真实政府支出	$GR_t = G_t/P_t$	1981 年价格，亿元
11	M1R	真实 M1 货币供应	$M1R_t = M1_t/P_t$	1981 年价格，亿元
12	M2R	真实 M2 货币供应	$M2R_t = M2_t/P_t$	1981 年价格，亿元
13	R3	三年期人民币存款基准利率	$R3_t = \Sigma\{(R_{ti} \cdot \Delta t_{ti})/\Sigma(\Delta t_{ti})\}$	%

二、CMAFM 模型的单方程估计

使用 OLS 方法在 1981－2015 年间单方程估计 CMAFM 模型，取得 CMAFM 模型的 2016 年版本计量模型。定义离散型时间变量 T，1981 年 T = 1，2015 年 T = 35；定义制度转型虚拟变量 DUM^T，在 CPI 指数通货膨胀率第一峰值年度至第二峰值年度的 1988－1994 年间 $DUM^T = 1$，其他年度 $DUMT^T = 0$，以体现中国经济市场化转型的快速结构跃迁；定义次贷危机虚拟变量 DUM^C，从 2008 年起 $DUM^C = 1$，其他年度 $DUM^C = 0$，以反映 2008－2015 年间美国次贷危机对中国经济体系的严重外部冲击。

(1)居民可支配收入定义式：

$$PDYR_t = YR_t - GTXR_t$$

(2)居民消费需求函数：

$$\log PRIVCR_t = 0.294744 + 0.677412 \cdot \log PRIVCR_{t-1} + 0.277704 \cdot \log PDYR_t + [MA(1) = 0.401302]$$

(4.458043)(8.084845)　(3.808982)　(2.294292)

$R^2 = 0.999558$，adj $R^2 = 0.999515$，SE = 0.018802，DW = 1.786238。

(3)固定投资需求函数：

$$\log FCIR_t = -2.717181 - 0.011556 \cdot (R3_t - INFL_t) + 1.167192 \cdot \log YR_{t-1} + [MA(1) = 0.918910, MA(2) = 0.266537]$$

(－11.67011)(－3.231702)　(51.15738)　(8.913156)　(1.926569)

$R^2 = 0.997788$，adj $R^2 = 0.997493$，SE = 0.058505，DW = 1.937398。

(4)存货投资需求函数：

$$INVR_t/YR_t = 0.130790 + 0.635848 \cdot DUM^T + 0.471653 \cdot (INVR_{t-1}/YR_{t-1}) - 0.389687 \cdot DUM^T \cdot (INVR_{t-2}/YR_{t-2}) - 0.010553 \cdot \log YR_t - 0.062545 \cdot DUM^T \cdot \log YR_{t-1} - 0.003458 \cdot (R3_t - INFL_t) + 0.005095 \cdot DUM^T \cdot (R3_t - INFL_t) + [MA(1) = 0.208171, MA(2) = 0.961861]$$

(3.480603)(3.861229)　(5.029529)　(－2.416673)

(－3.025272)　(－3.556457)　(－10.12922)

(5.351889)　(4.157741)　(24.72874)

$R^2 = 0.948876$, adj $R^2 = 0.930471$, SE = 0.007876, DW = 1.713902。

(5)净出口需求函数：

$$NEXR_t/YR_t = -0.654568 + 0.513534 \cdot (NEXR_{t-1}/YR_{t-1}) - 0.251078 \cdot \log YR_t - 0.001240 \cdot DUM^C \cdot \log YR_t$$

(−7.295814)(5.260408)　(−2.531324)　(−1.930507)

$$+ 0.185016 \cdot \log YR_{t-1} - 0.091392 \cdot \log(SDRE_t/P_t) + 0.116955 \cdot \log(WT_t \cdot USDE_t/P_t)$$

(1.965755)　(−5.225861)　(6.349846)

$$+[MA(2) = -0.914355]$$

(−8.092269)

$R^2 = 0.893006$, adj $R^2 = 0.865266$, SE = 0.009804, DW = 1.964891。

(6)国民收入平衡方程：

$$YR_t = PRIVCR_t + FCIR_t + INVR_t + NEXR_t + GR_t$$

(7)货币需求函数：

$$R3_t - INFL_t = 3.437828 - 0.843866 \cdot \Delta INFL_t - 0.617223 \cdot INFL_{t-1} + 0.151215 \cdot INFL_{t-2} - 3.364045 \cdot \log(M2R_t/YR_t) + [MA(1) = 0.851014, MA(2) = 0.379427]$$

(6.660356)(−19.37247)　(−10.46035)　(3.503586)

(−4.908386)　(7.266133)　(2.912319)

$R^2 = 0.954982$, adj $R^2 = 0.945335$, SE = 0.840320, DW = 1.955567。

(8)菲利浦斯曲线：

$$\Delta INFL_t = -8.367096 - 66.62968 \cdot DUM^T - 0.833175 \cdot \Delta INFL_{t-1} - 0.830712 \cdot INFL_{t-2}$$

(−6.410351)(−2.021224)　(−9.147507)　(−11.37981)

$$+ 118.5402 \cdot \Delta \log YR_{t-1} + 7.825739 \cdot (DUM^T + DUM^C) \cdot \log YR_{t-1}$$

(8.049956)　(2.220472)

$$- 7.765529 \cdot DUM^c \cdot \log YR_{t-1} + [MA(2) = -0.979802]$$

(−2.204495)　(−3010.998)

$R^2 = 0.876446$, adj $R^2 = 0.844413$, SE = 1.561457, DW = 2.153824。

(9)税收制度方程：

$$GTXR_t/PDYR_t = 0.234691 - 0.006202 \cdot T + 0.000155 \cdot T^2 + 6.59E-05 \cdot DUMT \cdot T^2 - 2.06E-05 \cdot DUMC \cdot T^2$$

(16.72269)(－ 3.646079) (3.507986) (1.868633)　(－4.603524)

－ 0.001619 · DUM^T · $logYR_{t-1}$ ＋[MA(1) ＝ 1.714472，MA(2) ＝ 0.726479]

(－2.970037)　　(17.35487)　　(6.864149)

R^2＝ 0.933118，adj R^2＝ 0.915778，SE ＝ 0.006832，DW ＝ 1.636267。

(10)货币调整方程：

$log(M2R_t/YR_t)$ ＝0.031566 ＋ 0.979790 · $log(M2R_{t-1}/YR_{t-1})$ ＋ 0.667988 · $\Delta log(M1R_t/YR_t)$

(4.217234) (69.59327)　　(6.294595)

＋ [MA(1) ＝ 0.808090]

(8.430784)

R^2＝ 0.998094，adj R^2＝ 0.997909，SE ＝ 0.023060，DW ＝ 2.261297。

由 IS 曲线、LM 曲线、AS 函数和政策规则组成的 CMAFM 计量模型，其 2016 年版本不包含 AR 和 MA 过程的结构方程体系如表 2 所示，各结构系数均采取正估计值形式即 $C_{ij}>0$。CMAFM 计量模型是可计算的，在输入世界贸易规模和国际平均汇率的外部环境变量以及政府支出和狭义货币供应的内部政策变量后，有效进行内生变量的历史模拟和前景预测。

表 2　　**CMAFM 模型结构方程体系**

板块	结构方程
IS 曲线	(1)$PDYR_t$＝ YR_t－ $GTXR_t$
	(2)$logPRIVCR_t$＝ C_{10}＋ C_{11} · $logPRIVCR_{t-1}$＋ C_{12} · $logPDYR_t$
	(3)$logFCIR_t$＝ － C_{20}－ C_{21} ·($R3_t$－ $INFL_t$) ＋ C_{22} · $logYR_{t-1}$
	(4)$INVR_t/YR_t$＝C_{30}＋ C_{31} · DUM^T＋ C_{32} ·($INVR_{t-1}/YR_{t-1}$) － C_{33} · DUM^T ·($INVR_{t-2}/YR_{t-2}$) － C_{34} · $logYR_t$ － C_{35} · DUM^T · $logYR_{t-1}$－ C_{36} ·($R3_t$－ $INFL_t$) ＋ C_{37} · DUM^T ·($R3_t$－ $INFL_t$)
	(5)$NEXR_t/YR_t$＝－ C_{40}＋ C_{41} ·($NEXR_{t-1}/YR_{t-1}$) － C_{42} · $logYR_t$－ C_{43} · DUM^C · $logYR_t$＋ C_{44} · $logYR_{t-1}$ － C_{45} · $log(SDRE_t/P_t)$ ＋ C_{46} · $log(WT_t \cdot USDE_t/P_t)$
	(6)YR_t＝ $PRIVCR_t$＋ $FCIR_t$＋ $INVR_t$＋ $NEXR_t$＋ GR_t

续表

板块	结构方程
LM 曲线	(7)$R3_t - INFL_t = C_{50} - C_{51} \cdot \Delta INFL_t - C_{52} \cdot INFL_{t-1} - C_{53} \cdot INFL_{t-2} - C_{54} \cdot \log(M2R_t/YR_t)$
AS 函数	(8)$\Delta INFL_t = - C_{60} - C_{61} \cdot DUM^T - C_{62} \cdot \Delta INFL_{t-1} - C_{63} \cdot INFL_{t-2} + C_{64} \cdot \Delta \log YR_{t-1} + C_{65} \cdot (DUM^T + DUM^C) \cdot \log YR_{t-1} - C_{66} \cdot DUM^C \cdot \Delta \log YR_{t-1}$
政策规则	(9)$GTXR_t/PDYR_t = C_{70} - C_{71} \cdot T + C_{72} \cdot T^2 + C_{73} \cdot DUM^T \cdot T^2 - C_{74} \cdot DUM^C \cdot T^2 - C_{75} \cdot DUM^T \cdot \log YR_{t-1}$
	(10)$\log(M2R_t/YR_t) = C_{80} + C_{81} \cdot \log(M2R_{t-1}/YR_{t-1}) + C_{82} \cdot \Delta \log(M1R_t/YR_t)$

三、CMAFM 模型的历史模拟误差和动态乘数分析

在外生变量和内生变量的全部历史数据支持下，动态求解 CMAFM 模型的可计算结构方程体系而静态预测 1981－2015 年间内生变量的时间路径；在外生变量的全部历史数据和内生变量的 1981 年前历史数据支持下，动态求解 CMAFM 模型的可计算结构方程体系而动态预测 1981－2015 年间内生变量的时间路径，其主要内生变量的历史模拟误差如表 3 所示。

表 3　　CMAFM 模型历史模拟误差

预测变量	相对误差		绝对误差	
	平均值(%)	均方根(%)	平均值	均方根
静态模拟				
logYR	－0.012296	0.186543		
logPRIVCR	－0.002943	0.218884		
logFCIR	－0.004457	0.683608		

续表

预测变量	相对误差		绝对误差	
	平均值(%)	均方根(%)	平均值	均方根
INVR			−19.25590	329.5313
NEXR			−4.453727	459.0698
INFL			−0.086527	1.371444
R3			−0.015888	0.727887
动态模拟				
logYR	−0.060491	0.519404		
logPRIVCR	−0.033691	0.561491		
logFCIR	−0.045525	1.545894		
INVR			94.71382	950.5289
NEXR			−38.01990	949.5155
INFL			−0.031418	5.331619
R3			−0.006299	2.389115

在支出法 GDP 的 1981－2015 年间动态预测值基础上，CMAFM 模型分别动态模拟 1981－2015 年间中国国民收入对政府支出和狭义货币供应持久增加的冲击—响应过程，从而计算中国财政政策动态乘数 ΔlogYRt/ΔlogGR t－i 和货币政策动态乘数 ΔlogYRt/ΔlogM1Rt－i，其时间路径如图 2 所示。在 35 年动态模拟期内，政府支出动态乘数和狭义货币供应动态乘数均呈现稳定收敛趋势；其中，狭义货币供应动态乘数在震荡调整后未向零值收敛，能够蕴含非中性的长期货币政策需求管理效应。

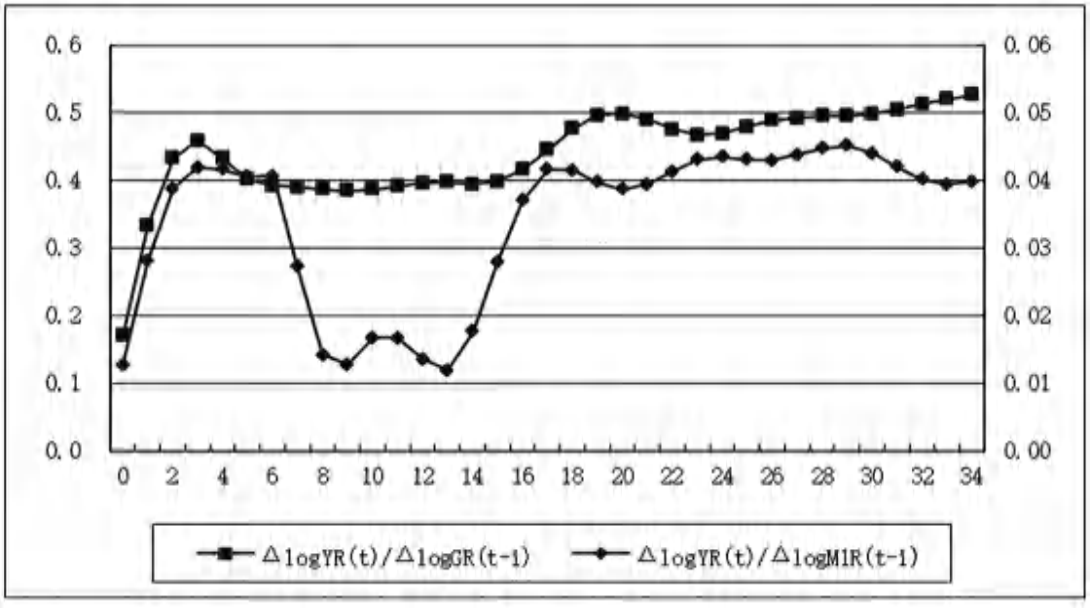


图 2　政府支出和货币供应动态乘数