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）[①]

刘晓光

摘要：2016 年 3 季度，各项宏观经济指标显示，中国经济增长企稳态势延续，呈现出九大底部特征。这可能预示着中国经济已经或即将跨越“L 型”拐点，经济运行面临的核心问题也将发生重大转变：从经济增速持续下行引发潜在金融风险上升，转变为前期稳增长过程中不断累积的各类金融风险反过来牵制经济增长。特别是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，叠加国际市场动荡带来外部冲击和资本外流，成为触发流动性危机和经济动荡的最大不确定因素。面对最新形势变化，宏观政策的首要目标应该由“稳增长”过渡为“防风险”，即守住不发生系统性、区域性金融风险的底线；同时供给侧结构性改革应更加突出“结构性”，实现精准发力。

一、中国经济延续企稳态势，周期性底部已经显现

2016 年 3 季度数据显示，中国宏观经济呈现九大企稳特征，周期性底部已经显现。沿着“权威人士”关于中国经济“L 型”走势的判断，中国经济可能已经或即将跨越“L 型”拐点，进入“—”阶段。沿着我们更早关于中国经济“不对称 W 型”走势的判断，中国经济正在高风险压力下加速筑底，迎接中高速稳态增长的曙光。

表 1 2016 年三季度中国宏观经济核心指标一览表

核心指标	2014	2015（累计）				2016（累计）			最新变化
		1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	1 季度	2 季度	3 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	↔
工业增加值增长率(%)	8.3	6.4	6.3	6.2	6.1	5.8	6.0	6.0	↔
2. 固定资产投资完成额（亿元）	502005	77511	237132	394531	551590	85843	258360	426906	↑
（名义增长率，%）	15.7	13.5	11.4	10.3	10.0	10.7	9.0	8.2	↓
社会消费品零售总额（亿元）	271896	70715	141577	216080	300931	78024	156138	238482	↑
（名义增长率，%）	12.0	10.6	10.4	10.5	10.7	10.3	10.3	10.4	↑
3. 出口（亿元）	143912	31493	65722	102365	141357	30123	64027	100585	↑
（增长率，%）	4.9	4.9	0.9	-1.8	-1.8	-4.2	-2.1	-1.6	↑
进口（亿元）	120423	23940	49594	76334	104492	22021	47307	74733	↑
（增长率，%）	-0.6	-17.3	-15.5	-15.1	-13.2	-8.2	-4.7	-2.3	↑

[①] 本报告为中国人民大学“中国宏观经济论坛”团队集体研究成果，执笔人为刘晓光。本报告基础数据来自中国宏观经济论坛、国家统计局、Wind 数据库以及 Bloomberg 数据库。本报告为初步研究成果，欢迎建设性讨论和批评意见。

贸易顺差（亿元）	23489	7553	16128	26031	36865	8102	16720	25852	↑
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	↓
社会融资规模（亿元）	164571	46071	88068	119408	154086	65859	97539	134700	↑
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	↑
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	↑
6. 公共财政收入（亿元）	140350	36407	79600	114412	152217	38896	85514	121400	↑
（增长率，%）	8.6	3.9	6.6	7.6	8.4	6.5	7.1	5.9	↓

注：↓、↑、↔分别表示与 2016 年上半年相比，3 季度指标出现下降、上升或持平。

1、实际 GDP 增速企稳，名义 GDP 增速触底反弹。

2016 年 3 季度，实际 GDP 增速为 6.7%，连续 3 个季度增速持平，结束了近年来持续下滑的趋势。名义 GDP 增速达到 7.8%，连续 4 个季度回升，完成了触底反弹。同时，名义 GDP 增速连续 3 个季度显著超过实际 GDP 增速，意味着以 GDP 平减指数衡量的总体价格水平全面转正，通货紧缩压力大为减轻，经济增长的获得感增强。

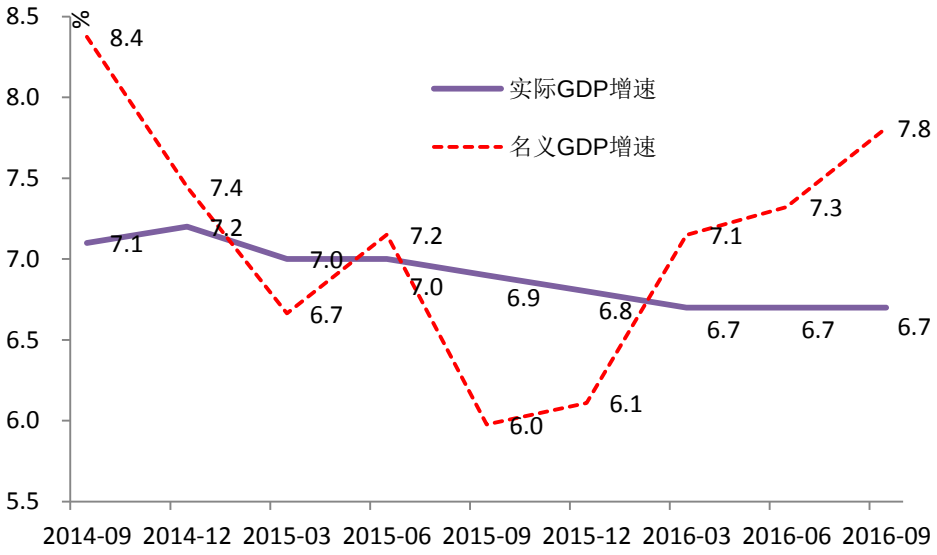


图 1　中国 GDP 增长变化趋势

2、从总需求来看，消费和投资增速双双企稳，内需较为强劲。

2016 年 1-9 月份，社会消费品零售总额同比名义增长 10.4%，增速比上半年回升 0.1 个百分点；9 月份消费同比名义增长 10.7%，比 8 月份回升 0.1 个百分点。扣除价格因素，1-9 月份消费实际增长 9.8%，比上半年增速回升 0.1 个百分点。

同时，自 8 月份起，固定资产投资增速下滑的趋势得到扭转，特别是民间固定资产投资，结束了自今年初以来增速持续快速下滑的趋势，实现企稳回升；同时，房地产投资增速也再度出现回升。具体地，2016 年 1-9 月，固定资产投资增

速为 8.2%，比 1-8 月回升 0.1 个百分点，9 月当月投资增长 9.0%。1-9 月份，民间固定资产投资增速为 2.5%，比 1-8 月回升 0.4 个百分点；房地产投资增速为 5.8%，比 1-8 月份回升 0.4 个百分点。民间投资和房地产投资双双企稳，说明固定资产投资中两个最大不确定性因素消除，短期内经济下行的压力大为减轻。

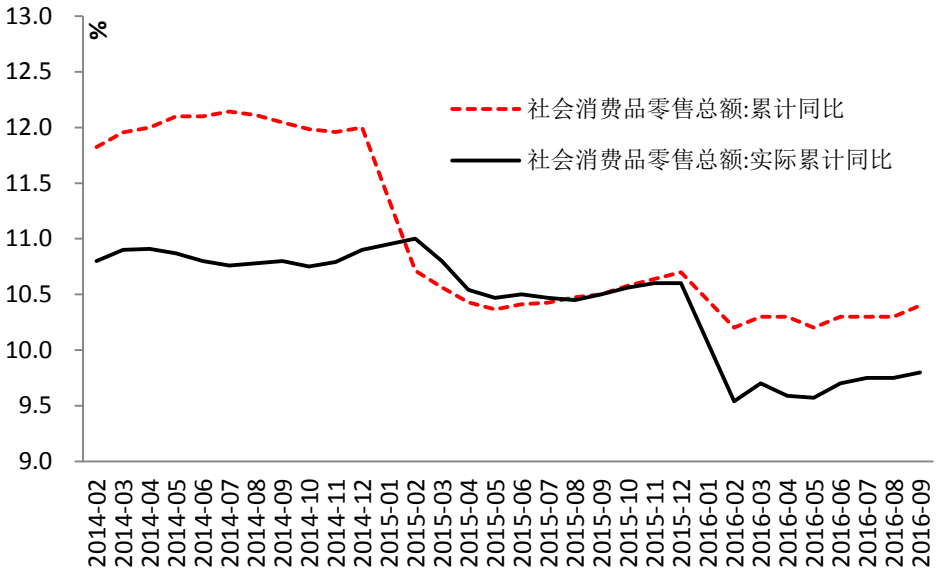


图 2　中国消费增长变化趋势

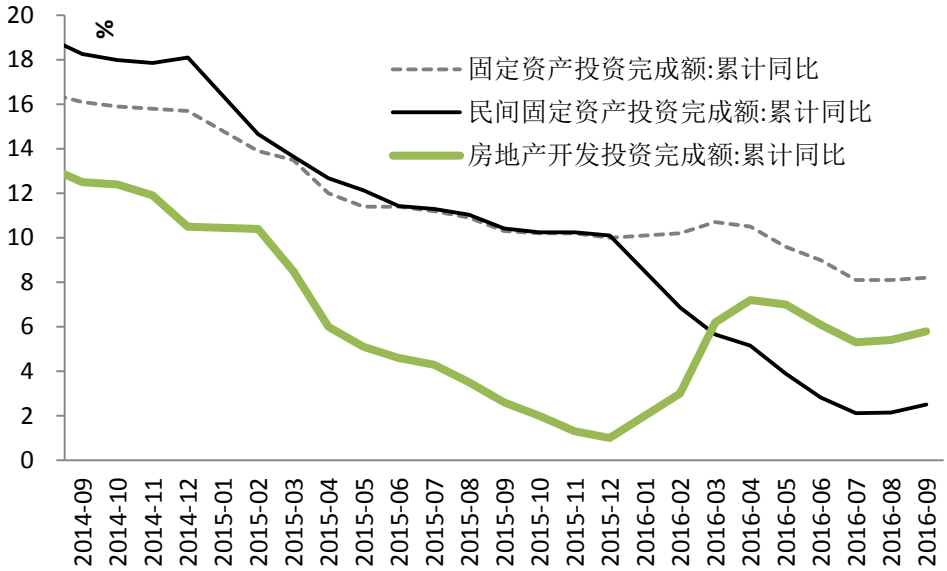


图 3　中国投资增长变化趋势

3、从供给面来看，各产业平稳增长，经济回暖特征明显。

首先，各产业平稳增长。2016 年 1-9 月份，第一产业增加值 40666 亿元，同比增长 3.5%，比上半年增速提高 0.4 个百分点；第二产业增加值 209415 亿元，同比增长 6.1%，与上半年持平；第三产业增加值 279890 亿元，同比增长 7.6%，比上半年增速提升 0.1 个百分点。从细分产业看，金融业、房地产业以及建筑业

增速小幅回落，批发和零售业、交通运输、仓储和邮政业以及工业增速小幅回升。

其次，工业增长稳中有升。1-9 月份，工业增加值累计增速保持在 6.0%，制造业增加值增速保持在 6.9%，增速均与上半年基本持平。其中，3 季度工业增长 6.1%，比上半年增速回升 0.1 个百分点。在去产能的背景下，取得这一增速实属不易。9 月份原煤产量同比下降 12.3%，原油产量同比下降 9.8%；前 3 季度，采矿业增加值同比下降 0.4%。

最后，从全社会发电量和用电量指标来看，经济回暖特征明显。1-9 月份，发电量同比增长 3.4%，全社会用电量同比增长 4.5%，两者增速相比上半年的 1%和 2.7%，以及 2015 年的-0.2%和 0.5%，均有明显触底回升特征，尤其是 3 季度增速大幅回升，已经回到甚至超过 2014 年水平，实现了“U 型”反弹。

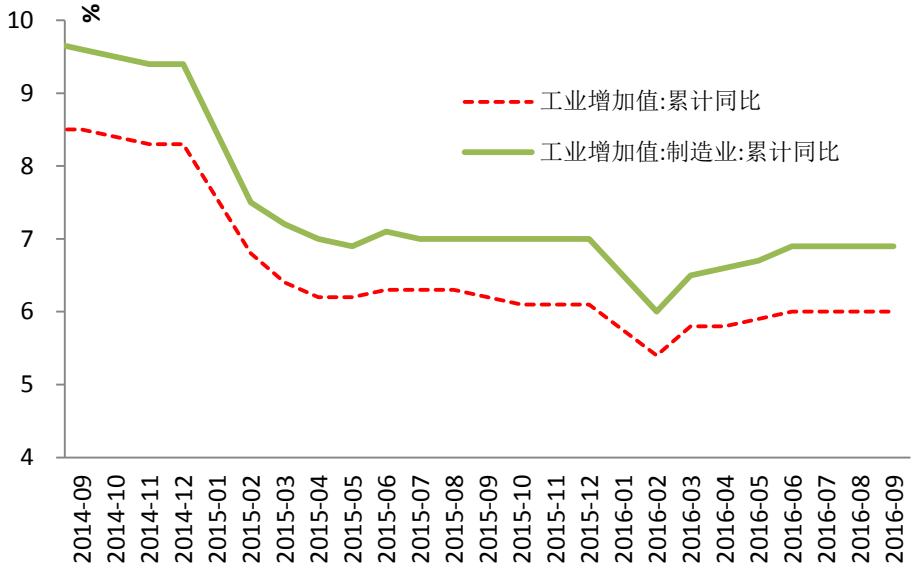


图 4　中国工业增长变化趋势

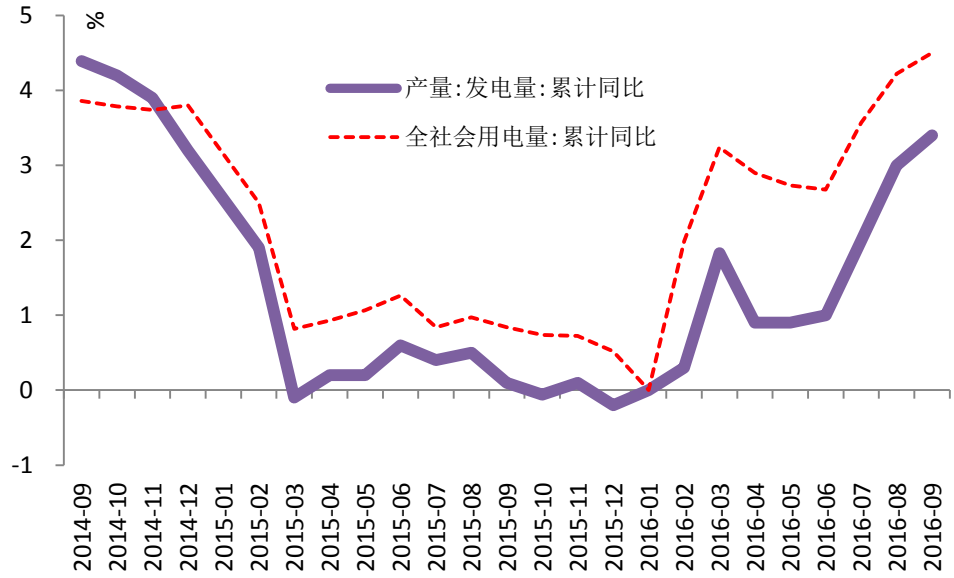


图 5　中国发电量和用电量增长变化趋势

4、企业效益出现持续改善，是宏观经济回暖的微观基础。

首先，工业企业主营业务收入和利润总额增速持续提高。2016 年 1-8 月，工业企业主营业务收入累计同比增长 3.6%，高于上半年增速 0.5 个百分点，比去年同期 1.2%的增速有明显的提高；企业利润总额累计同比增长 8.4%，高于上半年增速 2.2 个百分点，相比去年同期负增长 1.7%，有显著的提高。

其次，工业企业亏损企业数量和亏损额显著下降。1-8 月份亏损企业数量增速下降至 1.1%，相比 2015 年 31.3%的增速有明显回落；同时，亏损企业亏损额实现了负增长 3.1%，即亏损额由增加转为减少。

同时，中国人民银行的企业家问卷调查也显示，企业盈利指数从 1 季度 47.2%的低点，连续两季度回升至 3 季度的 54.7%，为 2015 年以来的最高点。这些变化标志着微观主体收益开始回升，为下一步投资企稳回升奠定了基础。

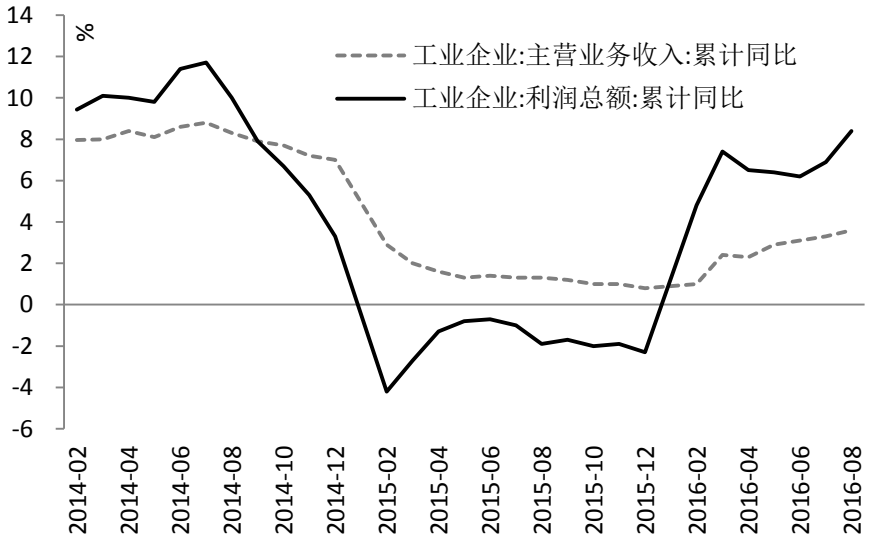


图 6　中国企业收入和利润增长变化趋势

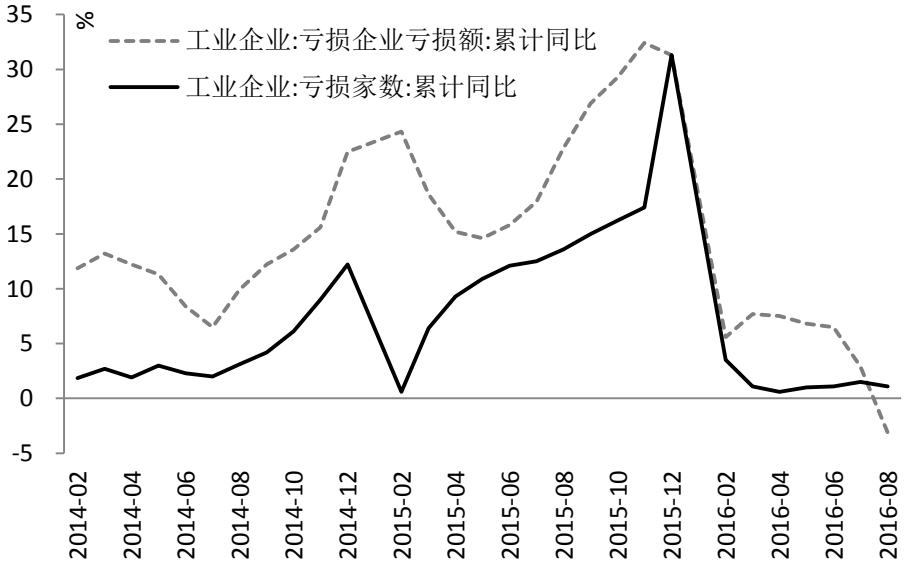


图 7　中国亏损企业亏损情况变化趋势

5、就业稳定向好，新增就业完成年度目标，调查失业率下降。

2016年前三季度，中国城镇新增就业人数达到1067万人，已经提前完成1000万人的年度目标。9月份，31个大城市城镇调查失业率低于5%，为近年来的首次。同时，得益于2季度和3季度招聘需求人数的持续增长，中国就业市场景气指数从1季度1.71的低点，回升至3季度的2.22。上述三方面指标充分反映了就业市场的积极变化，说明中国经济开始回暖。

6、价格指数回升，核心CPI中枢上移，PPI由负转正。

从价格指数来看，9月份CPI为1.9%，比8月份回升0.6个百分点，同时也高于近两年1.6%的平均水平；非食品CPI为1.6%，比8月份回升0.2个百分点，高于近两年1.1%的平均水平；核心CPI为1.7%，比8月份回升0.1个百分点，同时高于近两年1.5%的平均水平。分季度来看，相比1季度和2季度，3季度非食品CPI和核心CPI有明显的中枢上移趋势。

更为重要的是，PPI跌幅持续缩小，9月份实现了正增长0.1%。尤其是9月下旬，国家统计局对24个省区市流通领域9大类50种重要生产资料市场价格的监测显示，与9月中旬相比，28种产品价格上涨，3种持平，特别是有色金属、煤炭、非金属建材等大类出现全面上涨。

值得注意的是，随着CPI和PPI的相对变化，“CPI-PPI缺口”进一步缩小，9月份下降到1.8个百分点，为近年来的新低，这预示着工业企业的实际收益回升，将对企业下一步扩大投资经营活动产生积极效应。

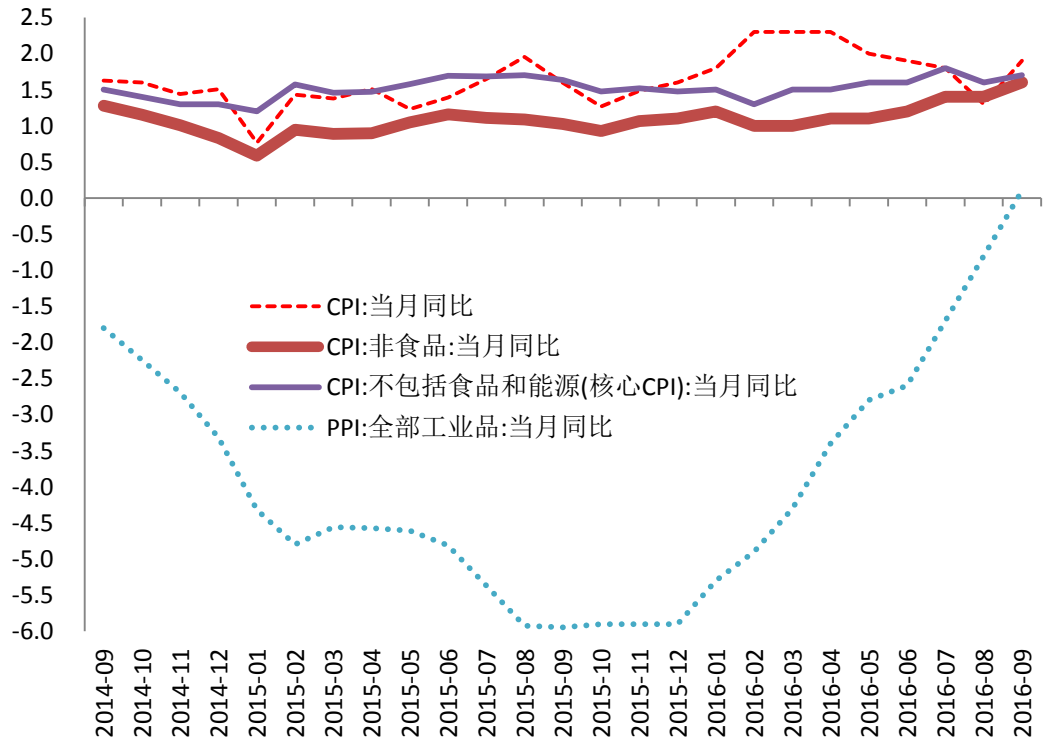


图8　中国价格水平变化趋势

7、景气指数和信心指数回升。

9 月份，中国官方制造业 PMI 为 50.4%，非制造业商务活动指数为 53.7%，民间财新中国 PMI 达到 50.1%，均高于 50%的荣枯分界线。事实上，自今年 1 季度以来，官方制造业 PMI 指数持续运行在 50%以上的景气区间，非制造业商务活动指数也持续在 53%以上的景气区间运行，并于近期出现小幅提升；同时，民间的财新中国 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，后期将保持稳中有升的基本态势。

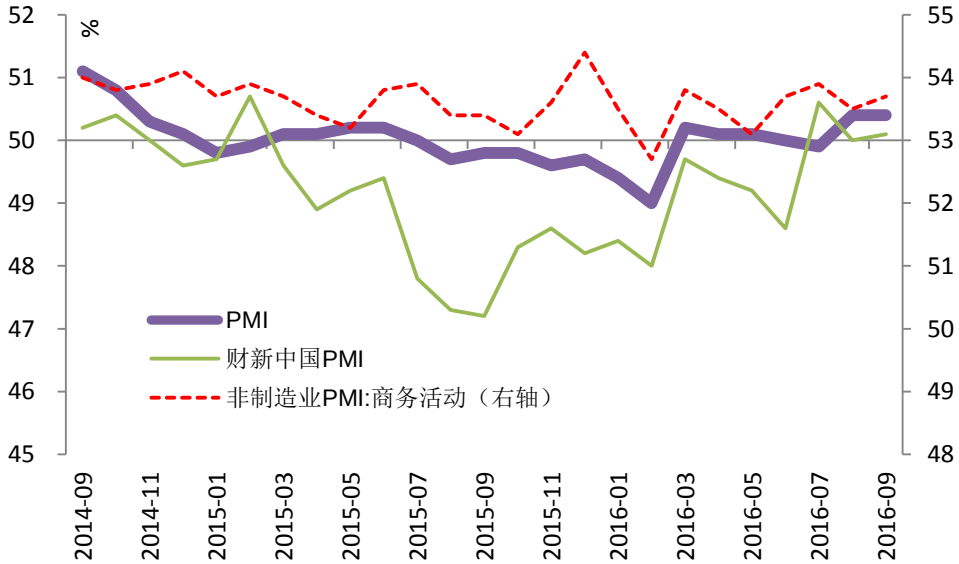


图 9　中国 PMI 指标变化趋势

与此同时，微观主体信心指数已经触底反弹，反映经济呈现向好的趋势。根据中国人民银行城镇储户问卷调查、企业家问卷调查以及银行家问卷调查，无论是居民未来收入信心指数、企业家信心指数还是银行家宏观经济信心指数，都已经触底反弹，尤其是市场反应更为灵敏的银行家宏观经济信心指数和企业家信心指数率先实现企稳回升，说明微观主体对宏观经济的信心有了明显的改善。从上述各指数一些主要的细分指标看，居民未来就业预期指数和消费意愿比例、银行贷款审批指数和盈利指数、以及企业家经营景气指数和盈利指数等，均在今年 1 季度触底后连续两个季度回升，预示着中国经济逐步回暖的信号。

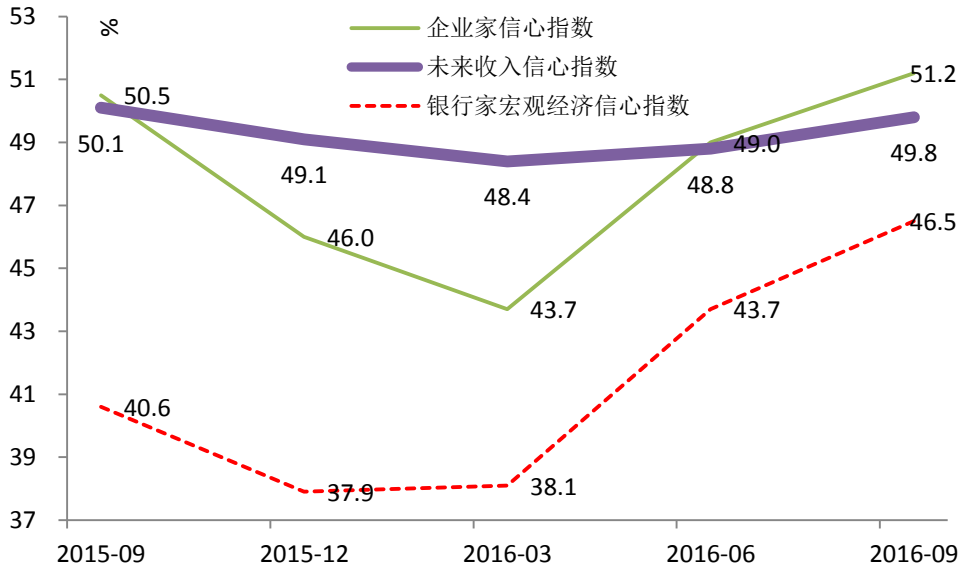


图 10　中国经济微观主体信心指数变化趋势

8、贸易出现改善，进口和出口跌幅双双收窄。

近年来，世界经济增长乏力，导致全球贸易增速显著回落，对我国进出口增长也造成了下行压力。根据 IMF 在 10 月份发布的最新研究，四分之三的贸易增速回落可归结于全球总需求疲软，尤其是投资增长放缓，再加上贸易保护主义重新抬头及相关的全球价值链收缩，全球贸易发展出现明显的下滑。在这种背景下，中国出口和进口均出现了持续的负增长，但经过一年多的调整，自今年 2 季度以来，中国进出口增速的跌幅显著缩小，尤其是 3 季度实现正增长。同时，由于出口增速依然高于进口增速，中国继续保持了较大规模的贸易顺差。今年前三季度，中国货物贸易出口 10.1 万亿元，进口 7.5 万亿元，实现贸易顺差 2.6 万亿元，同比扩大 0.6%，对经济增长仍有可观的正向贡献。

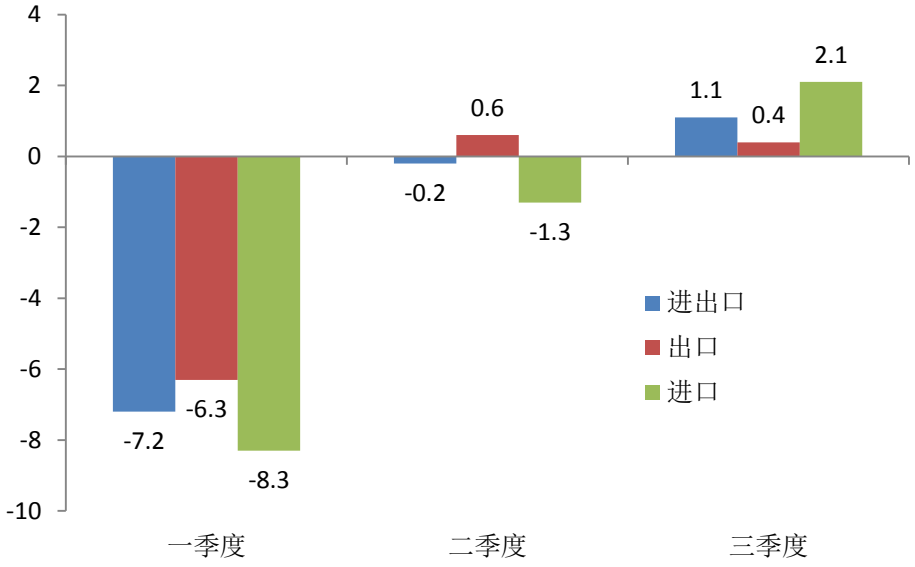


图 11 中国进出口贸易增长变化趋势

同时，应该积极看待近期中国进口的快速增长，尤其是三季度进口增速超过出口，背后反映了中国利用贸易条件改善和大宗商品价格低位运行有利时机，大幅增加对铁矿石、原油、煤、铜等商品进口，这对中国长期发展有战略意义。

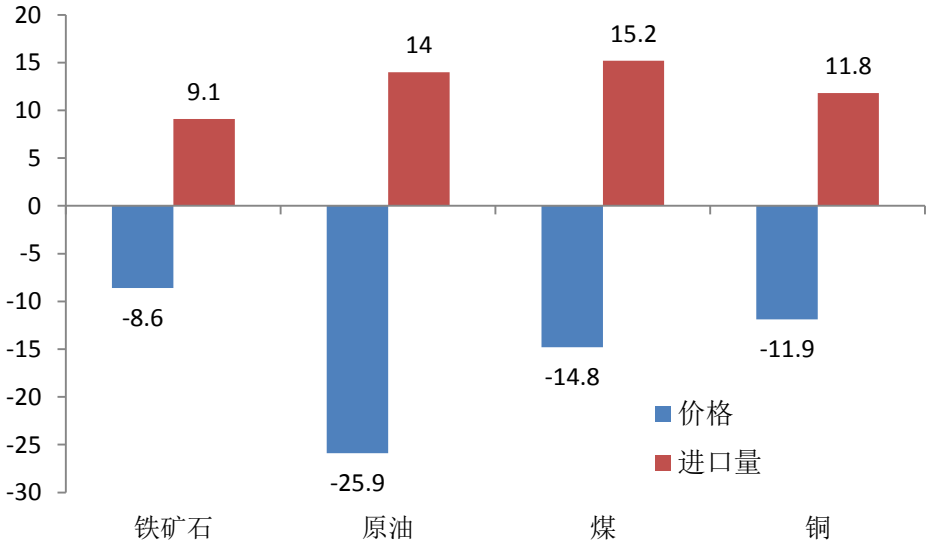


图 12　2016 年前三季度中国大宗商品进口价格和进口量增长

9、各项改革举措加速推进，有助于稳定市场主体信心、防范潜在金融风险、激发市场活力以及提高经济运行效率。

9 月份以来，政府密集出台了一系列重大改革举措，有望进一步改善经济运行情况。这些举措包括：（1）9 月底以来，全国主要一二线城市密集出台了一系列房地产调控政策。这些举措有利于控制房价和防范资产泡沫风险。（2）国务院办公厅印发了《推动 1 亿非户籍人口在城市落户方案》，提出了推进 1 亿非户籍人口在城市落户的具体举措。这项改革举措旨在促进有能力在城镇稳定就业和生活的农业转移人口举家进城落户，有利于扩大内需，也有助于三四线城市房地产去库存。（3）国务院印发了《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》。这项举措有助于降低企业债务水平和杠杆率，同时也有望通过优化企业经营管理机制和减轻企业负担，提高企业经营效率和扩大企业投资。国家发改委发言人表示，债转股新政可以使企业资产负债率普遍下降 10 到 20 个百分点，大幅降低企业财务费用。（4）中央深改组第 27 次会议审议通过了《关于完善产权保护制度依法保护产权的意见》。这项方案有助于加强产权保护以及稳定民营企业家投资信心。总之，近期出台的一系列重大政策举措和改革方案，将有助于稳定市场主体信心和防范潜在金融风险，同时有助于扩大消费和投资需求，进一步巩固经济回暖趋势。

二、各类金融风险加速上扬，经济平稳运行受到考验

2016 年中国宏观经济企稳在一定程度上是建立在稳增长过程中各类金融风险不断累积的基础之上，其可持续性取决于这些风险能否得到有效控制和有序释放。在未来一段时期内，主要有以下五个方面的风险可能会影响中国宏观经济的平稳运行。

1、外部风险和国际市场冲击。

今明两年全球经济很可能继续毫无起色甚至恶化，英国脱欧问题、欧洲移民问题、美国大选、地缘战争问题等可能会进一步升级，贸易保护主义、民族主义、民粹主义可能会进一步抬头，发达国家之间货币政策的不同步、不协调问题更加突出，新兴市场经济体国际资本流动风险加剧，大宗商品出口国财政压力达到承受极限。这些外部风险所引发的不稳定因素和市场动荡，很可能会给中国带来不利的冲击，使得中国外需更加乏力，拖累经济平稳增长。短期来看，在全球经济贸易低迷中，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。在这种情况下，中国经济实现强劲增长的难度加大。具体来看：

首先，全球经济增长前景暗淡，总需求疲软，贸易收缩。在全球经济增长“大停滞”的大背景下，联合国、世界银行和国际货币基金组织纷纷下调了 2016 和 2017 年的全球经济增长预期，并一致认为 2016 年的经济增长形势不会好于 2015 年。联合国 5 月份发布的《2016 年世界经济形势与展望》报告指出，2016 年全球经济活动未见起色，预计增速仅为 2.4%，与 2015 年持平，比 2015 年 12 月发布的预测下调了 0.5 个百分点。世界银行 6 月份发布的《全球经济展望》对 2016 年全球经济增速的预测也仅为 2.4%，相比 2015 年增速没有任何改善，比 1 月份的预测下调 0.5 个百分点。该机构同时下调了 2017 和 2018 年的全球增长预测值 0.3 和 0.1 个百分点。国际货币基金组织 10 月份刚刚发布的《世界经济展望》中也下调了其 4 月份关于 2016 和 2017 年的增长预期 0.1 个百分点，预测 2016 年全球经济增速仅为 3.1%，低于 2015 年的增长水平。根据上述报告，发达经济体总需求的持续疲软将继续拖累全球经济增长，大宗商品价格低落加剧了大宗商品出口国的财政困难和经常账户失衡，而许多发展中国家面临的政治形势挑战和资金外流也加剧了经济前景的负面影响，部分新兴市场国家（如巴西和俄罗斯等国）出现持续的经济衰退，并将产生显著的负面溢出效应。综上分析，今明两年全球经济形势不会出现明显的转机，增速还将继续低于危机前的水平。

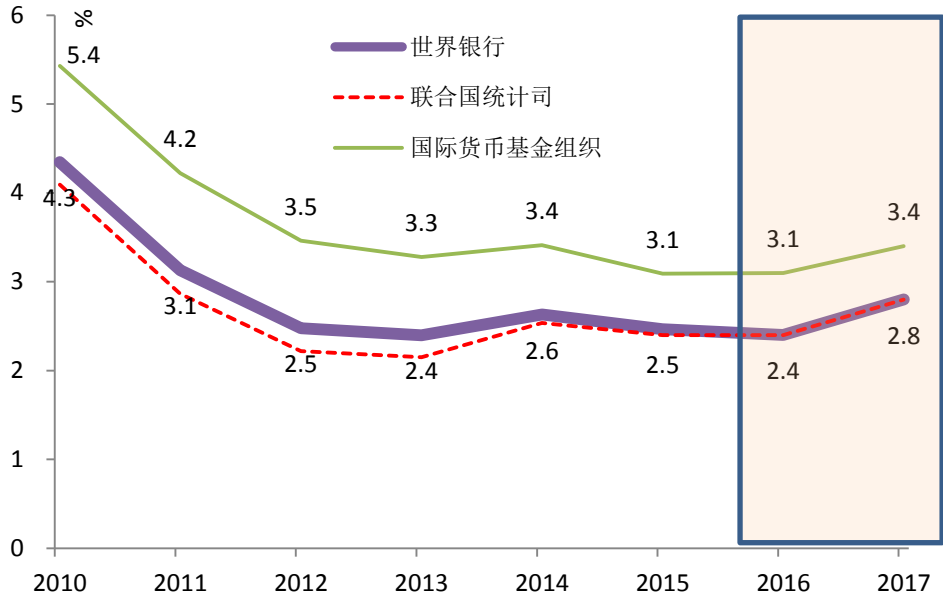


图 13　全球经济增长放缓趋势

其次，在经历了长达八年的宽松货币政策后，全球资产泡沫风险全面上扬。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。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。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。同时，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等因素，2-3 季度全球资本开始向新兴经济体净流入，同时也大幅度对冲了人民币贬值和资本外逃的压力，但是这些因素很可能在年底到明年出现大的变化，特别是 12 月美联储加息概率大幅度上升，全球资本流动很可能在年底和明年初出现较大的逆转。

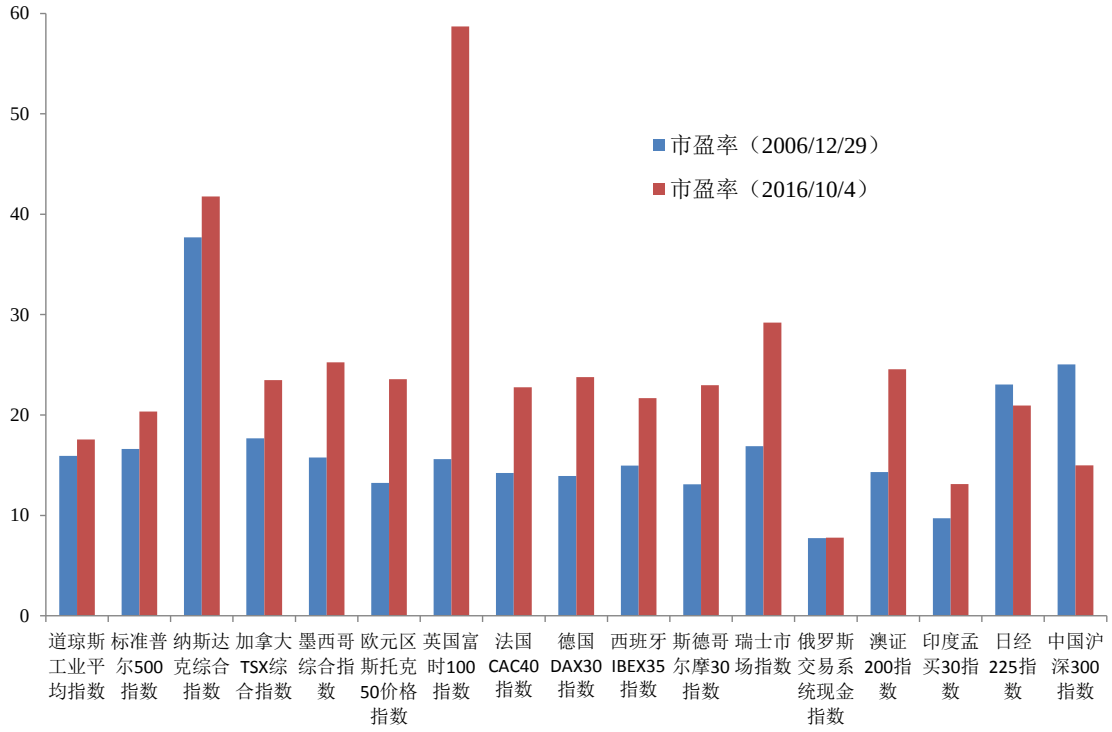


图 14　全球股市市盈率变化趋势

最后，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。2016 年中国经济持续经历了人民币贬值、外汇储备下降、对外投资大幅增长等一系列现象。随着人民币正式加入 SDR，汇率贬值和资本外逃的压力有所减缓，但伴随着外汇储备继续下降，人民币贬值的压力再度上扬，即期汇率和远期汇率双双上升，逼近 6.8 和 7.0。虽然目前国际金融市场相对稳定，但是很多风险已经开始酝酿，在未来一年内可能进入集中爆发期。根据国际资本短周期调整规律以及近期世界各国经济政策调整的动向，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。

外部冲击叠加内部的应对失误，可能会带来更大的风险挑战。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出与流入缺口不仅由负转正，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。结果导致中国直接投资流出与流入的缺口不仅由负转正，而且缺口不断扩大，1-9 月份累计达到 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。

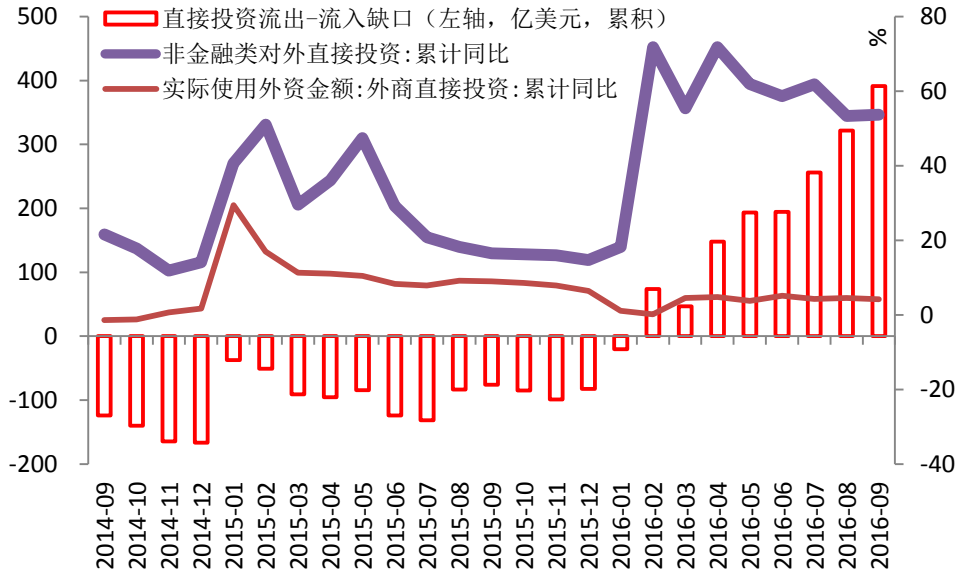


图 15　中国对外直接投资（ODI）与外商直接投资（FDI）变化趋势图

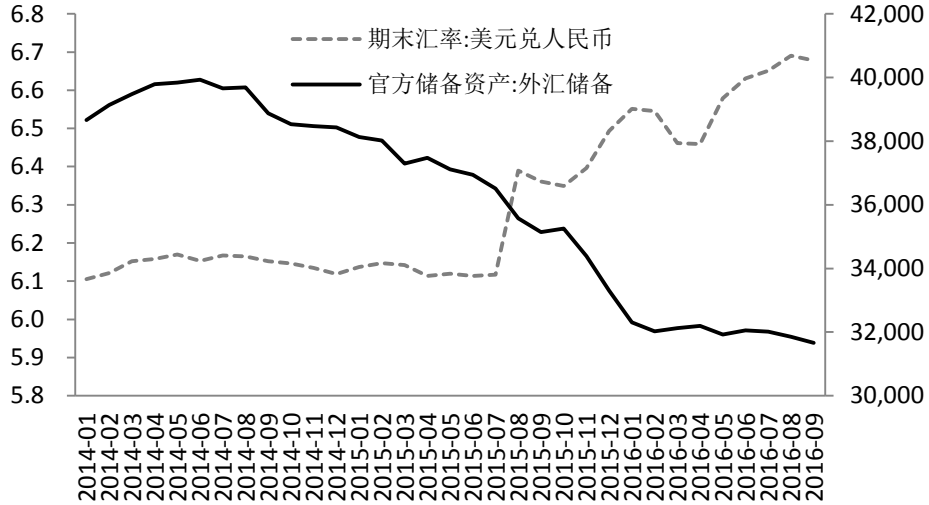


图 16　中国外汇储备和人民币汇率变动趋势

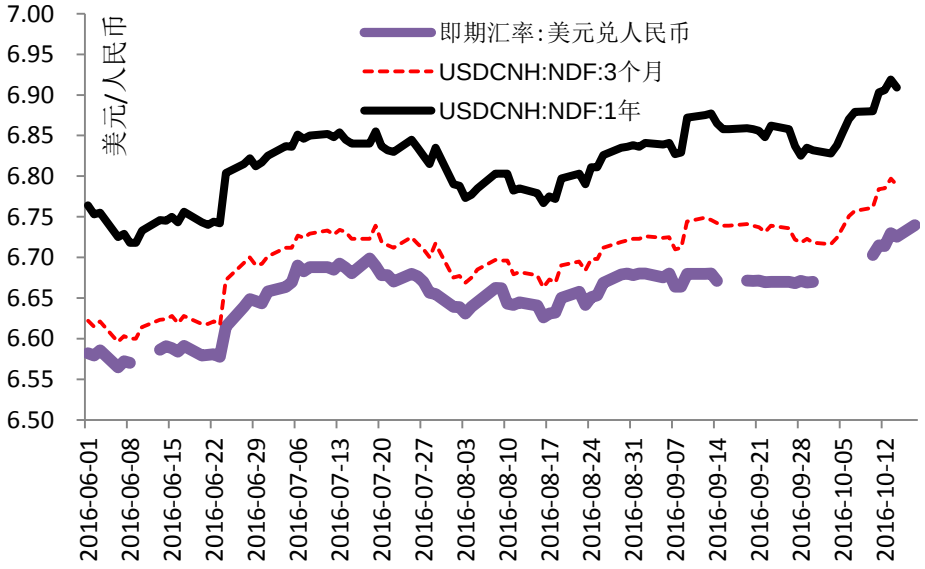


图 17　近期人民币再度出现贬值趋势

2、国内债务紧缩风险。

近年来，中国一直处于债务周期的下行周期，即债务水平与经济增长形成负反馈机制，不仅弱化了中国经济的内生增长动力，而且存在债务违约引发流动性危机的风险。9 月 17 日，国际清算银行（BIS）发布报告称，中国银行业的压力预警指标已经升至纪录最高水平。

首先，总体杠杆率上升的紧缩风险。2016 年采取的一系列“去杠杆”举措取得一定的成效，但是由于债务的自动攀升机制，中国总体债务率（总债务/GDP）预计从 2015 年的 252%上升到 261%，上升 9 个百分点。这种总体债务快速上升的局面已经改变了中国“债务-投资”增长模式的运行机制，使企业步入到“借新还旧”→“借新还息”→“资产负债表恶化”的困境之中。预计 2016 年企业还息的规模将高达 GDP 的 11%，还本付息的规模将高达社会融资总额的 60%。

其次，债券市场泡沫和密集违约的风险。2016 年前 3 个季度，流动性宽松叠加“资产荒”进一步蔓延，市场投资在短期化的同时大规模进入债券市场和房地产市场，导致短期国债和地方债价格飙升、债券规模快速攀升。截止 8 月末，新发债券规模超过 25 万亿元，已经超过 2015 年全年的发行量，债券市场存量接近 80 万亿。债券融资规模的急剧扩大，导致债券违约的风险大幅度上升。截止目前，债券市场累计有 71 只债券发生违约，违约金额超过 300 亿元，其中 2016 年有 41 只债券发生违约，违约金额超过 200 亿元，相当于去年全年违约金额的 2 倍多。

最后，债务到期规模加速增长的风险。展望未来几个季度，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，未来违约事件或将加速发生。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，引发系统性的金融震荡。因此，需要在今年底和明年初高度关注债券市场运行的连续性和资金链的平稳性。

3、房地产市场风险。

2016 年房地产市场走势总体好于预期，“去库存”取得一定成效，投资等关键指标发生逆转，对投资和 GDP 的拉动效应增强。但在房地产复苏过程中，出现了几个层面的风险，不仅可能会使得房地产复苏难以持续，而且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。

首先，房地产泡沫化风险。2016 年在各类宽松政策的作用下，房地产去库存取得一些收效，但是由于没有在库存分化的情况下“因城施策”，部分一二线出现房价上涨过快的现象，导致市场恐慌和社会投机情绪高涨，“地王”频现，大量信贷资金流向了房地产市场，一二线城市房价出现暴涨。8 月份，一线城市

房价同比上涨 30.5%，二线城市房价同比上涨 13.7%，并有进一步上涨的趋势，达到近五年来的最高水平。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，这不仅加剧了资产泡沫，也同时打压了市场自住房需求和普通大众通过奋斗成为“中产阶级”的梦想。从长远来看，房价过快上涨产生的成本挤出效应，将阻碍发达地区创新和产业转型，削弱经济增长动力。

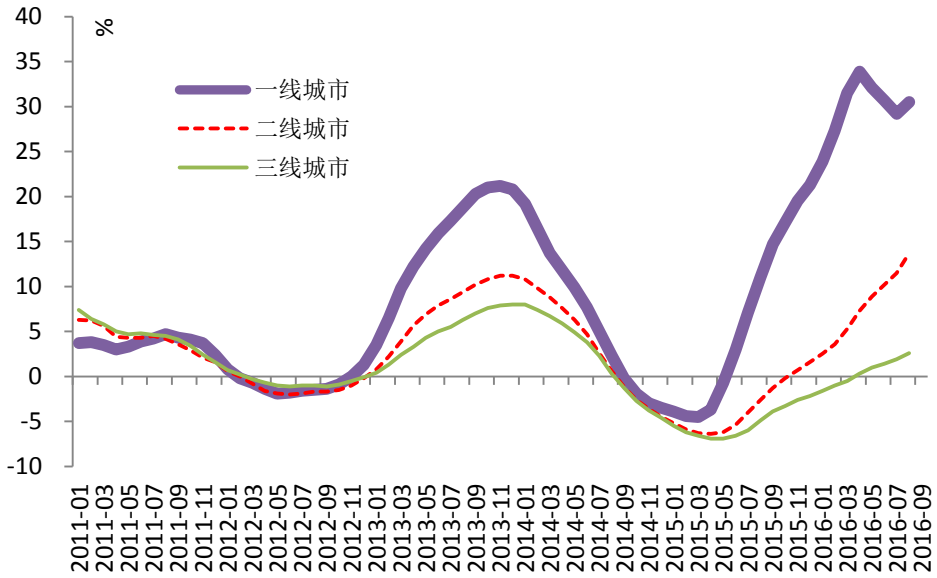


图 18 中国房价同比上涨变化趋势

其次，房地产杠杆率上升。尽管房地产市场的整体杠杆率不高，但是杠杆结构分布不均匀，边际杠杆率在持续快速上升。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。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，届时一些目前在银行看来风险较低而不断激增的住房抵押贷款，将面临较大的违约风险。

第三，房地产市场分化风险。相比一二线城市的房价暴涨，三线城市房价仅上涨 1.9%，与 CPI 基本持平，表明在房地产去库存过程中，市场分化风险加大。房地产市场分化主要表现在两个方面：一是当前房地产的库存减少主要是住宅商品房，而非住宅商品房库存还在持续攀升，8 月份库存水平达到 2.83 亿平方米，比去年底增长了 6.5%，比去年同期增长了 20.7%。二是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基本没有变化，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，成为影响复苏走势的不利因素：大量房地产企业将重新布局开发战略，加速各类资金向一、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。

第四，房地产复苏弱化的风险。从稳增长的角度看，在本轮复苏中，房地产销售回暖向投资回暖的传导机制发生变异，导致复苏不够强劲，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，投资企稳回升，但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%。

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。

最后，新一轮房地产调控政策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。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。

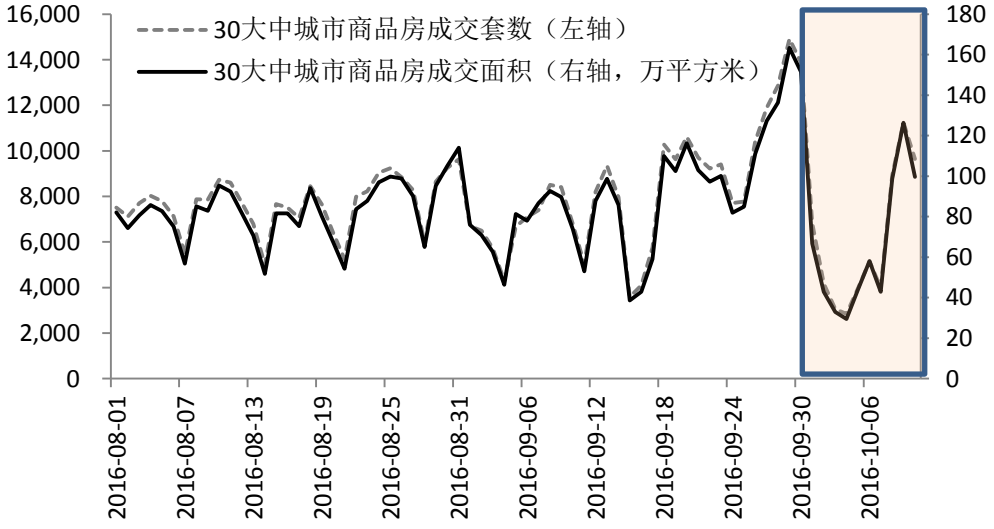


图 19　新一轮房地产调控政策对市场交易的短期影响

4、不同规模企业出现分化，兼并重组可能异化成“大鱼吃小鱼”。

首先，不同规模企业的 PMI 指数出现严重分化。2016 年下半年以来，大型企业 PMI 指数在 50%的荣枯线以上稳步上升，9 月份达到 52.6%；然而，中小型企业 PMI 指数则在 50%的荣枯线以下持续下滑，9 月份中型企业和小型企业 PMI 指数分别下滑至 48.2%和 46.1%。

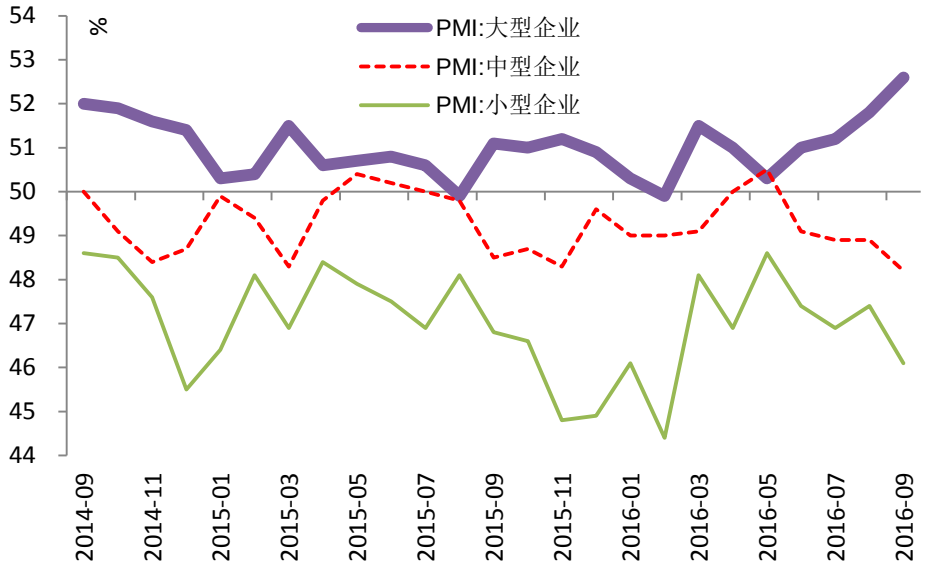


图 20　不同规模企业 PMI 指数分化趋势

其次，不同规模企业贷款需求指数出现分化。根据中国人民银行银行家问卷调查，在经济下行的背景下，企业贷款需求指数均出现一定程度的下降。然而，相比大型企业，小型企业的贷款需求下降幅度最大，自 2014 年 3 季度以来已累积下降 15 个百分点。今年 3 季度，大型企业贷款需求指数已经企稳，然而小型企业贷款需求还在持续下滑。

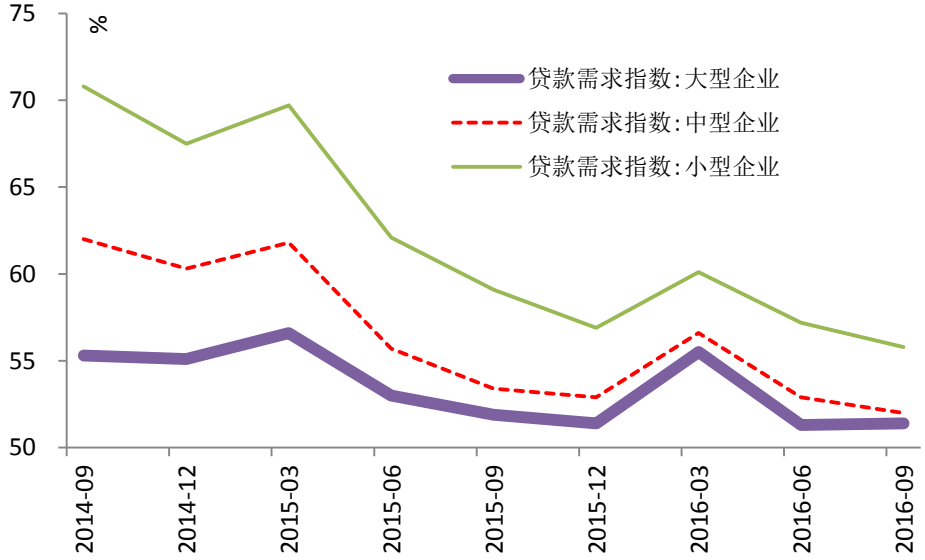


图 21　不同规模企业贷款需求分化趋势

5、资金“脱实向虚”的风险。

资金“脱实向虚”导致金融资源难以服务实体经济，其结果不仅使金融领域的泡沫加剧，也使得实体经济的资金进一步收紧，资源配置效率进一步弱化，加剧总体经济下行压力，同时也会改变社会的价值观，使人民在“萧条”与“泡沫”并存的环境中丧失艰苦奋斗的精神，使得经济社会进步的动力全面弱化。2016年中国经济“脱实向虚”的情况进一步加剧，体现在以下几个方面：

首先，企业存款活期化，表现为 M1 与 M2 增速的剪刀差进一步扩大。2016年 9 月份，M1 同比增长 24.7%，M2 同比增长 11.5%，两者相差 13.2 个百分点。M1 和 M2 增速“剪刀差”持续扩大是 2016 年出现的一个新现象，即“存款活期化”，这在很大程度上从货币供给的角度反映了资金“脱实向虚”情况的恶化。这不仅标志着企业短期投机的倾向加重，同时也标志着中国经济可能处于“流动性偏好陷阱”的边缘。

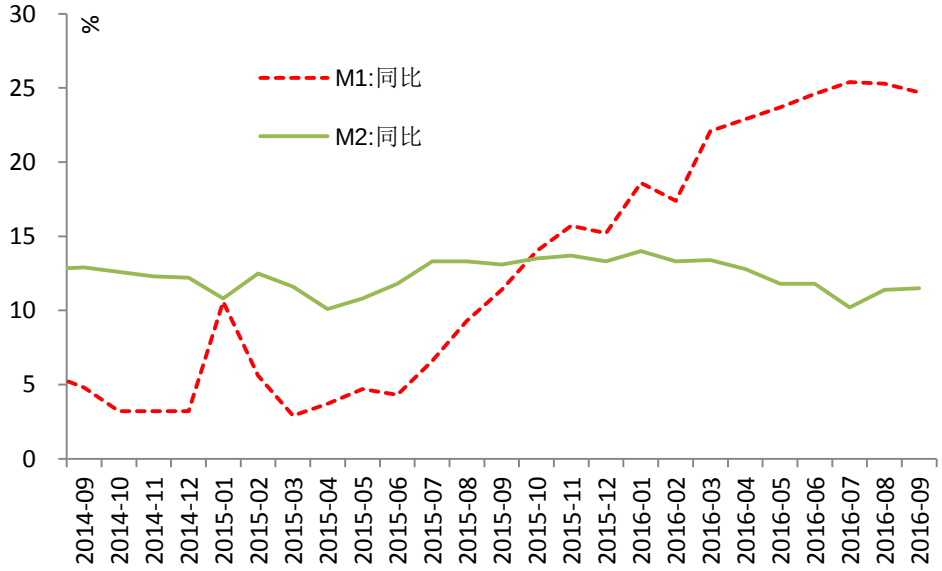


图 22　中国货币供应量增速变化趋势图

其次，大量高负债国有企业大规模进军土地市场、海外并购市场和金融投资市场。在对“僵尸企业”和高债务企业的整治过程中，大量高负债的国有企业通过各种融资渠道获得资金，大举进入三大领域进行套利：一是大规模进入土地市场和房地产市场，促生大量的“地王”出现，也间接促进一二线房地产价格全面飙升，出现大面积的泡沫；二是大量进入海外并购市场；三是大量进入金融投资领域，进行金融套利活动，企业非主营业务收益和投资性收益大幅度上升。

再次，大量信贷资金流向房地产市场。伴随着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。从另外一个指标看，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%，也高于历年同期的水平。

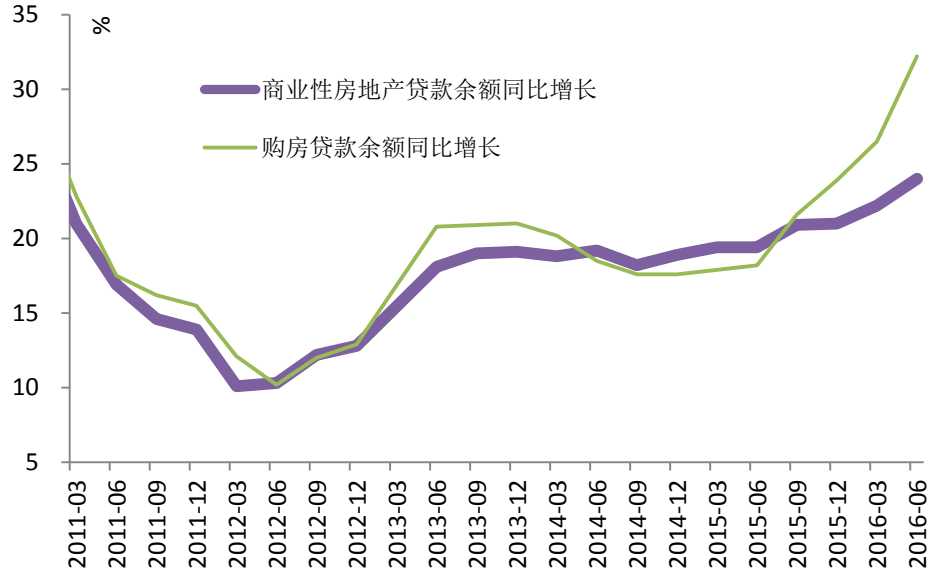


图 23　中国房地产贷款增长变化趋势

最后，资金脱实向虚和资本外流的风险，也给货币政策调控带来了困难。自 2015 年以来，伴随着中国基础货币增速的持续大幅下滑甚至绝对下降，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。

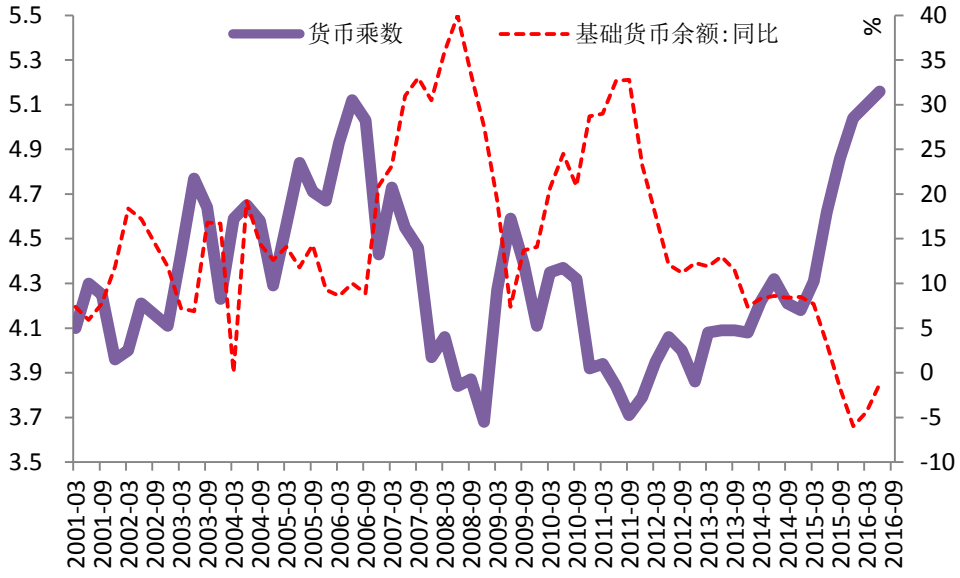


图 24　中国基础货币供应量增速和货币乘数变化趋势图

三、针对新形势变化的几点政策建议

如果中国宏观经济跨越“L 型”拐点，将意味着经济运行所面临的核心问题发生重大转变，即从经济增速持续下行引发潜在金融风险上升，转变为前期稳增长过程中不断累积的各类金融风险反过来可能牵制经济增长。面对新的形势变化，我们提出如下政策建议。

第一，宏观政策目标要做出相应的调整。跨越“L 型”拐点后，宏观政策的首要目标应该由“稳增长”过渡为“防风险”，即守住不发生系统性、区域性金融风险的底线。必须从战略上认识到目前各类风险并没有得到有效化解，反而在短期稳增长政策和零碎化改革的作用下不断积累和上扬。中国金融风险在“脱实向虚”的推动下已经到了一个较为严重的水平，“控风险”的目标在未来一年之中应当放在更为突出的地位。对于当前各种已经暴露的风险以及未来可能出现的各种风险苗头，必须前瞻性采取各种预防措施，不仅要在短期政策上做到预调和微调，更为重要的是在供给侧结构性改革上下文章，从制度层面消除各类风险产生的微观基础和宏观传递路径。

第二，稳增长的方式要进行调整。稳增长的核心在短期是稳投资，在中期是稳消费。单纯依靠政府投资和国有企业投资难以从根本上解决经济存在下行压力的根源，应当根据各种制度和体制的改革，将稳投资的核心放在稳定民间投资之上。因此，短期“稳投资信心”十分重要。同时，积极财政政策应当要有中期定位，不仅要从基础设施方面着力，从供给短板上着力，更需要从社会建设和民生工程上着力，稳定居民的消费信心。

第三，强化宏观审慎监管体系。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，为年底国际资本市场逆转带来的冲击做好预案。

第四，调整脱实向虚的治理思路。必须明确治理“脱实向虚”不能单纯依靠货币政策，核心在于采取系列政策举措缩小实体经济与虚拟经济投资收益的缺口。不仅需要在强监管的基础上控制流动性的泛滥，同时还必须依靠供给侧结构性改革来提升实体经济的配置效率，以及差别化税收政策，改变虚拟经济与实体经济之间的收益比值。

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。房地产市场调控势在必行，但未来两三个季度，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。因此，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。

第六，全面实施供给侧结构性改革是化解各种风险的基本药方。首先，供给侧结构性改革要更加突出结构性。去杠杆要充分考虑杠杆的两面性，优质资产可能还要加杠杆；去库存应该充分考虑到房地产市场的分化，一二线城市可能还要补库存；去产能应理解为市场化去产能，避免行政性去产能引发市场反扑；降成本应该从财税着力降成本；补短板应理解为补齐民生短板，完成政府从投资职能向民生职能转变。同时，供给侧结构性改革不能简单局限于“五大攻坚战”，更为重要的是强化改革的行政实施途径的构建，通过行政权力的重构改变行政权力过度分散化和碎片化的格局。最后，具有牵引性的基础性改革工程要全面启动，利用基础性改革的全面推进，来稳定改革的信心和改革的方向。