

摆脱“通缩”压力的中国宏观经济

——中国宏观经济论坛月度数据分析报告（2017年2月）^①

刘晓光

摘要：2017年开局中国经济呈现出一个最新特征：价格完成“U型”回升。无论是CPI、PPI、进出口价格，还是综合性的GDP平减指数，都呈现出完美的“U型”走势。当前价格走势对中国经济意味着什么？本报告从以下四个方面进行了系统分析：一是价格“U型”回升背后反映了什么？二是价格“U型”回升对2017年中国经济运行有什么影响？三是价格“U型”回升有哪些需要特别关注的风险？四是当前价格走势与经济运行和结构调整间有什么一般性的规律？在此基础上，本报告对2017年中国经济形势进行了展望。预计2017年中国经济形势稳中向好，GDP增速有望达到6.5-7%，CPI涨幅为2.5-3%。

一、 2017年开局价格完成“U型”回升

首先，从消费领域来看，CPI呈现出明显的“U型”回升，且基本可以排除春节因素主导的可能。2017年1月份，中国居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.5%，比2016年全年涨幅继续提升0.5个百分点，而此前2016年CPI同比上涨2.0%，已经比2015年涨幅扩大了0.6个百分点。从一个更长的视角来看，从2014年1月份至2017年1月份，各层级的CPI均呈现出一个明显的“U型”走势。

进一步分析发现，1月份CPI的强劲反弹，基本可以排除春节假期因素主导的可能，而是属于由经济基本面驱动的趋势性变化。1月份食品CPI同比仅上涨2.7%，剔除食品的CPI同比上涨2.5%，剔除食品和能源的核心CPI同比上涨2.2%，即各层级CPI均比2016年有明显的上升。同时，如表1所示，2017年的春节日期及前两年基数效应与2014年高度相仿，对比可见，2014年CPI涨幅同样为2.5%，但是食品CPI同比上涨达3.7%，剔除食品的CPI同比仅上涨1.9%，剔除食品和能源的核心CPI同比也仅上涨2.0%。此外，2016年春节（2月份）食品CPI达到7.3%，总体CPI才仅有2.3%。这些对比充分说明，相比以往年份，2017年1月份CPI上涨受春节因素的影响较小，基本可以排除由春节因素主导的可能。

可见，1月份CPI的大幅回升属于由经济基本面驱动的趋势性变化，受春节因素的影响较小。相反，由于2016年春节在2月份，食品CPI有较强的基数效

^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、刘元春、杨瑞龙。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，欢迎讨论和批评意见。

应，这会导致 2017 年 2 月份食品 CPI 可能会产生明显的回落，但这反而是暂时性的波动，不宜过度解读，CPI 将于后续月份再度回升。

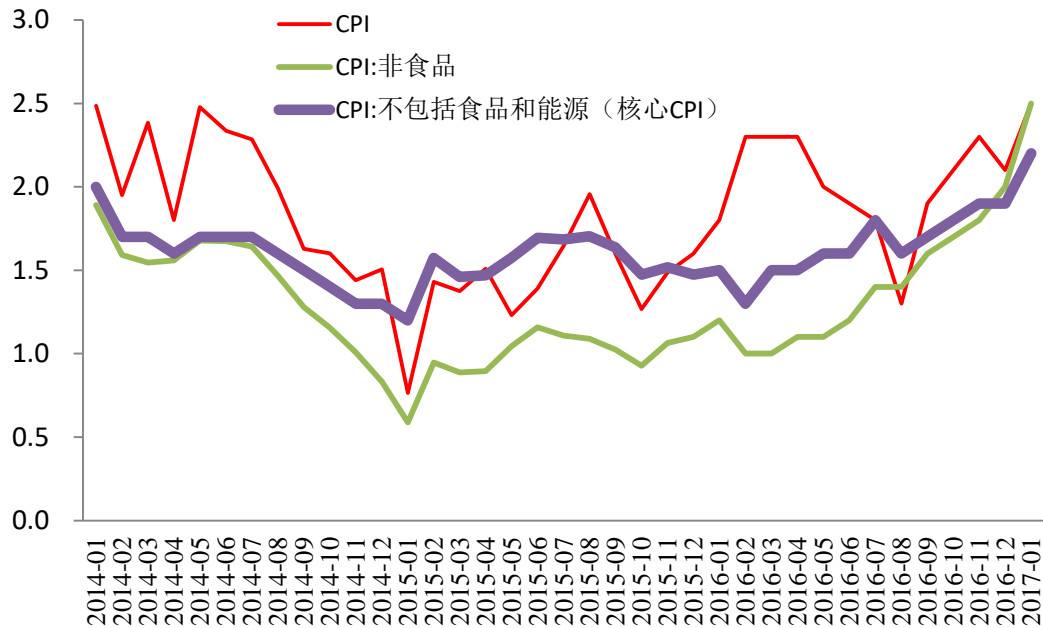


图 1 中国各层级 CPI 走势 (当月同比, %)

表 1 历年 1 月份 CPI 上涨春节性因素贡献比较

年份	春节日期	1 月份各层级 CPI			
		CPI	食品 CPI	非食品 CPI	核心 CPI
2012	2 月 23 日	4.5	10.5	1.8	/
2013	2 月 10 日	2.0	2.9	1.6	1.5
2014	1 月 31 日	2.5	3.7	1.9	2.0
2015	2 月 19 日	0.8	1.1	0.6	1.2
2016	2 月 08 日	1.8	4.1	1.2	1.5
2017	1 月 28 日	2.5	2.7	2.5	2.2

资料来源：作者整理。

其次，从生产领域来看，PPI 完成“U 型”回升的态势更为明显。2017 年 1 月份，中国工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨 6.9%，相比 2016 年全年 1.4% 的跌幅，急剧提升 8.3 个百分点；其中生产资料 PPI 涨幅更大，达到 9.1%。事实上，自 2016 年 9 月份起，PPI 同比已经由负转正，2016 年全年跌幅比 2015 年收窄 3.8 个百分点。从更长期的视角看，从 2011 年 1 月份至 2017 年 1 月份，无论是 PPI 同比指标，还是 PPI 绝对水平，都呈现出一个非常明显的“U 型”走势。

当前 PPI 绝对水平已经恢复到 2012 年年中时期，即 PPI 开始下滑的时点。这说明从价格水平来看，中国经济正在快速摆脱通货紧缩的压力。

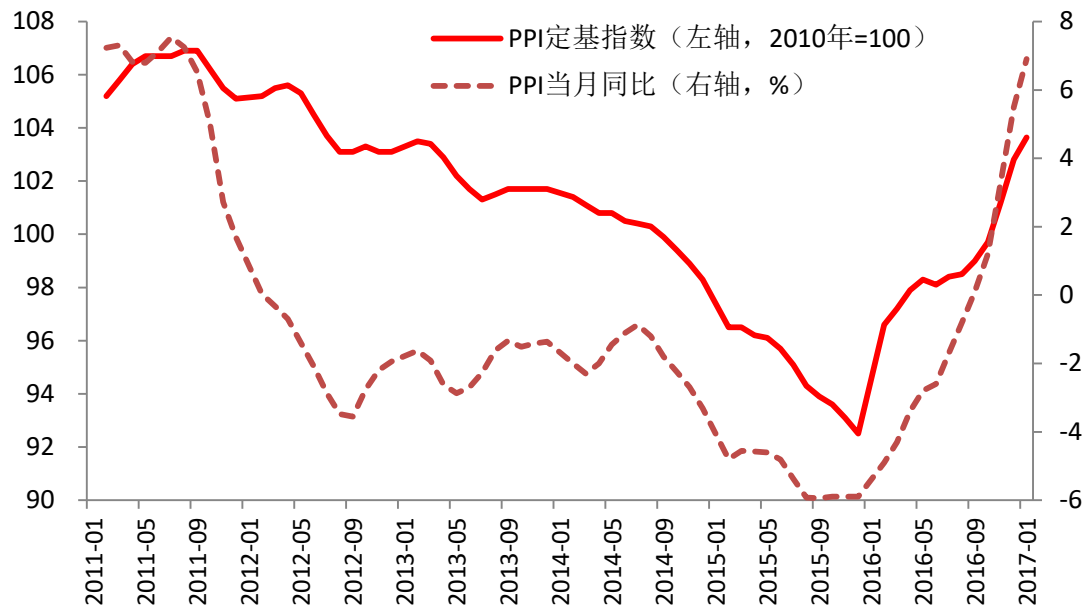


图 2 中国 PPI 走势

再次，从进出口贸易来看，进出口价格指数同样呈现出“U 型”走势。自 2016 年下半年以来，中国出口价格指数和进口价格指数开始出现企稳回升的态势，反映了贸易形势回暖，尤其是进口价格指数回升态势比较明显。从更长时段来看，同 CPI 和 PPI 走势类似，进口价格指数也呈现出一个典型的“U 型”走势。

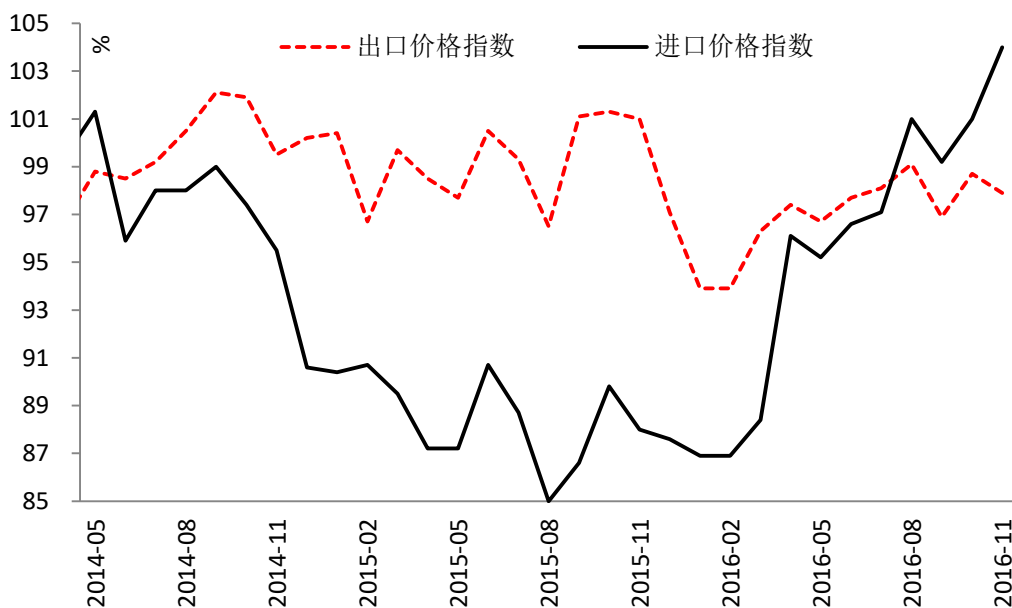


图 3 中国进出口价格指数走势（上年同月=100）

最后，综合来看，GDP平减指数表现出强劲的“U型”回升态势。2016年4季度，GDP平减指数达到2.9%，不仅实现由负转正和U型反弹，而且涨幅已经超过2013年4季度。按照2017年1月份的CPI和PPI走势，2017年1季度的GDP平减指数很可能会达到2012年初的水平，这将意味着中国经济本轮长周期调整将进入一个新的阶段。

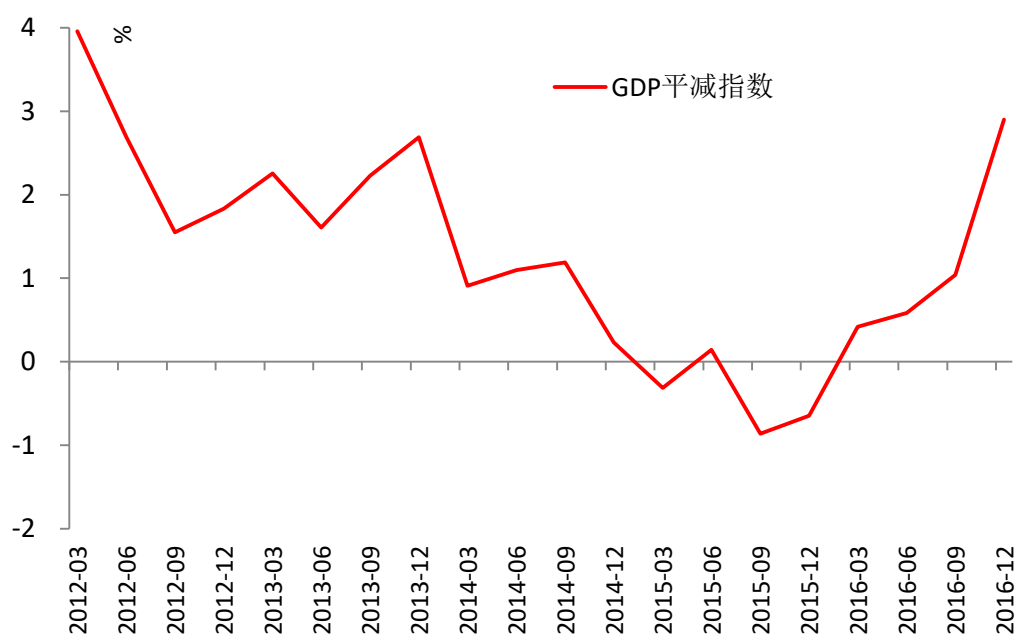


图4 中国GDP平减指数走势（当季同比）

综上所述，无论是CPI、PPI、进口价格，还是综合性的GDP平减指数，都呈现出完美的“U型”走势。那么，当前价格走势究竟对中国经济意味着什么？本报告将从以下四个方面进行系统分析：第一，当前价格走势背后反映了什么？第二，对2017年中国经济运行会产生什么影响？第三，其中有哪些需要特别关注的风险点？第四，更一般性地，当前价格走势与经济运行间有什么规律可循？在回答这些问题的基础上，本报告将对2017年中国经济形势进行展望。

二、当前价格“U型”回升反映了经济基本面的重要变化

（一）2017年开局中国经济持续升温

当前物价回升首先反映了中国经济的回暖，包括制造业企稳回升。2017年1月份，中国官方制造业PMI为51.3%，服务业PMI为53.5%，民间财新中国PMI达到51.0%，均高于50%的荣枯分界线。事实上，自2016年下半年以来，官方制造业PMI和财新中国PMI指数持续运行在50%以上的景气区间，非制造业商务活动指数持续运行在53%以上的景气区间，而且都呈现出持续上升的趋势。

从一个更长的视角来看，从2014年1月份至2017年1月份，无论是制造业PMI指数，还是服务业PMI以及财新中国PMI指数，都呈现出一个比较明显的“U型”走势。这些变化说明制造业和非制造的景气程度均有所改善，2017年将保持稳中有升的基本态势。

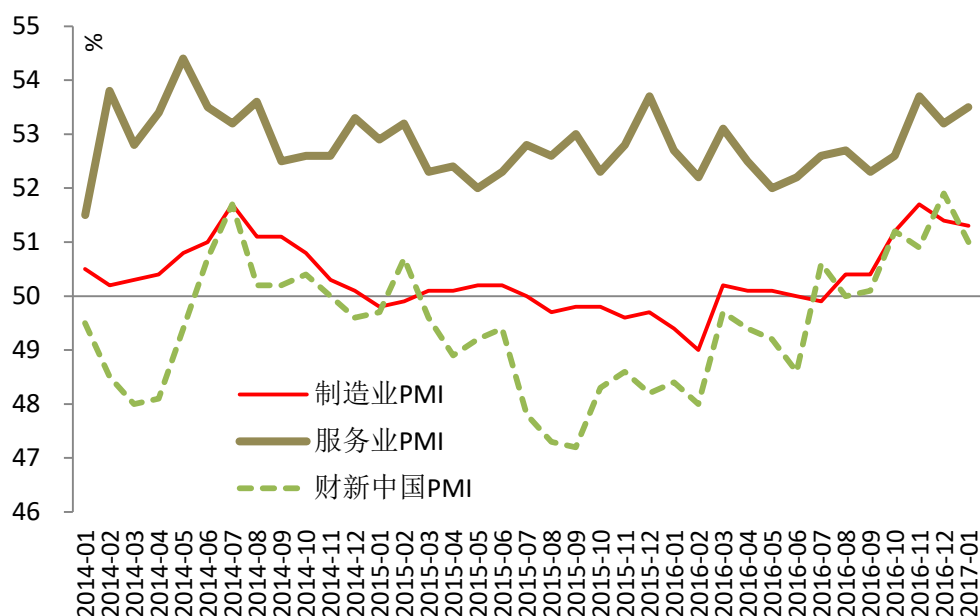


图5 中国 PMI 指标走势

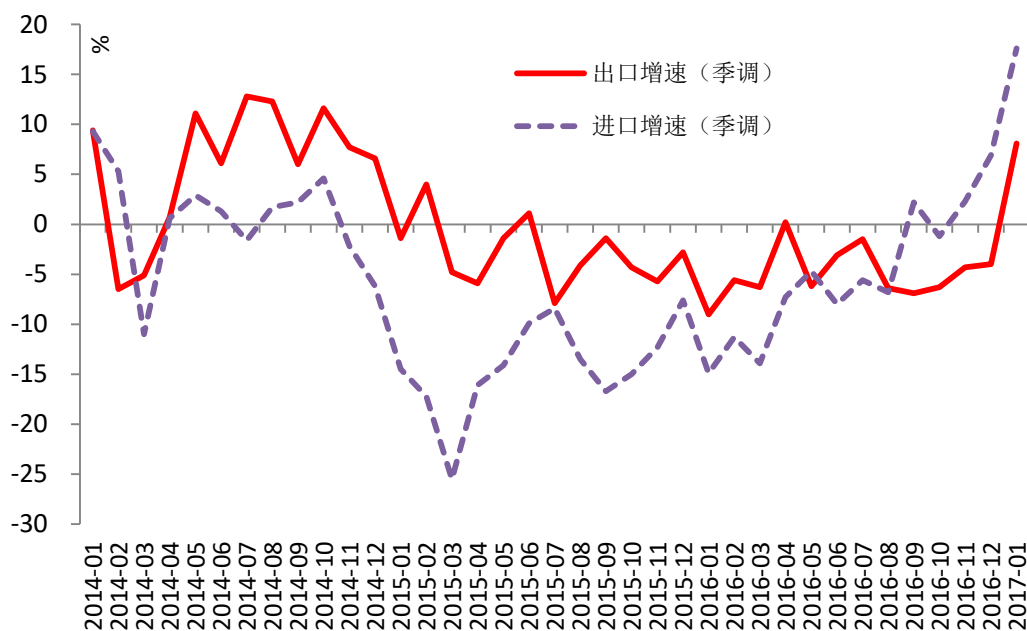


图6 中国进出口形势 (美元计价, 当月同比)

价格回升也反映了中国对外贸易的回暖，尤其是进口需求较快回升。2017年1月份，中国进出口总值达到2.18万亿元人民币，同比增长19.6%；其中，出口1.27万亿元，增长15.9%；进口0.91万亿元，增长25.2%，均实现两位数增长。考虑到人民币贬值因素，以美元计价，上述增速也分别达到11.8%、8.1%和17.6%，显著逆转了去年的负增长6.8%、7.7%、5.5%，并实现513.5亿美元的贸易顺差。

价格回升更反映了市场供需结构的相对变化。其中一个表现就是居民消费性支出增速相对于收入增速的提高。2016年城镇居民人均消费性支出增速高于城镇居民人均可支配收入增速，“收入增速-支出增速”缺口达到一个新低点。近十几年的经验表明，当支出增速相对收入增速的缺口缩小，物价涨幅就会趋于扩大。

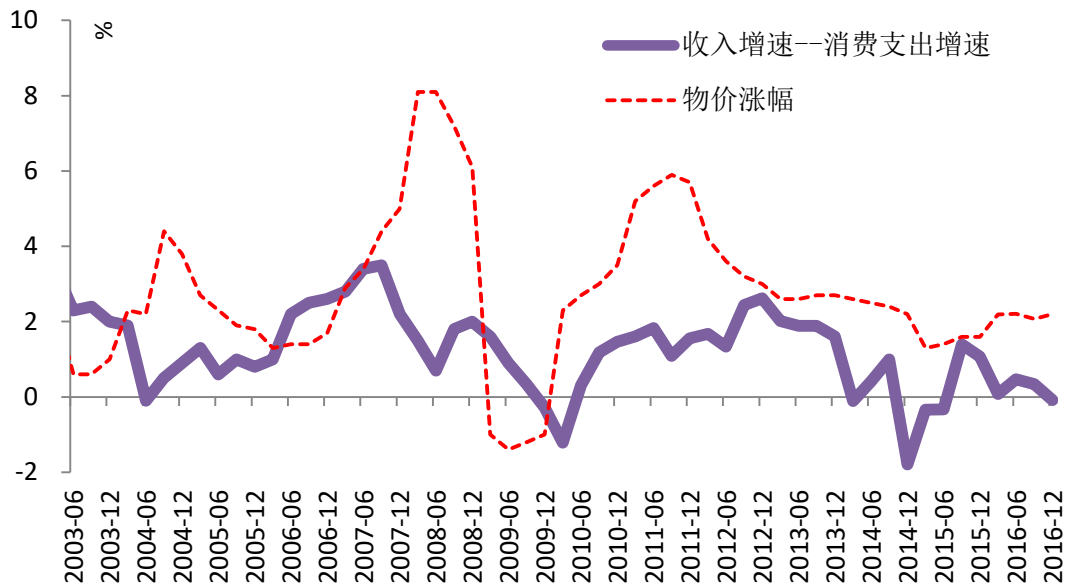


图7 中国消费支出相对收入增速与物价上涨关系

(二) 2016年中国经济运行企稳回升

更为基础性的，当前价格走势反映了2016年中国经济企稳回升态势的延续。2016年是“十三五”规划的开局之年，也是供给侧结构性改革的攻坚之年。面对复杂的国内外经济形势，在积极的财政政策、适应性的货币政策和房地产政策的作用下，中国经济在持续筑底中企稳回升，呈现出诸多亮点。

第一，中国经济增速重回世界第一。2016年中国GDP规模达到74.4万亿元，实际GDP增长6.7%，4季度增长6.8%，经济增速重新回到全球第一，充分展示了中国经济的韧性。同时，名义GDP增速出现强劲反弹，并呈现出逐季加速上扬的态势，全年名义GDP增长8.0%，4季度增速达到9.6%。

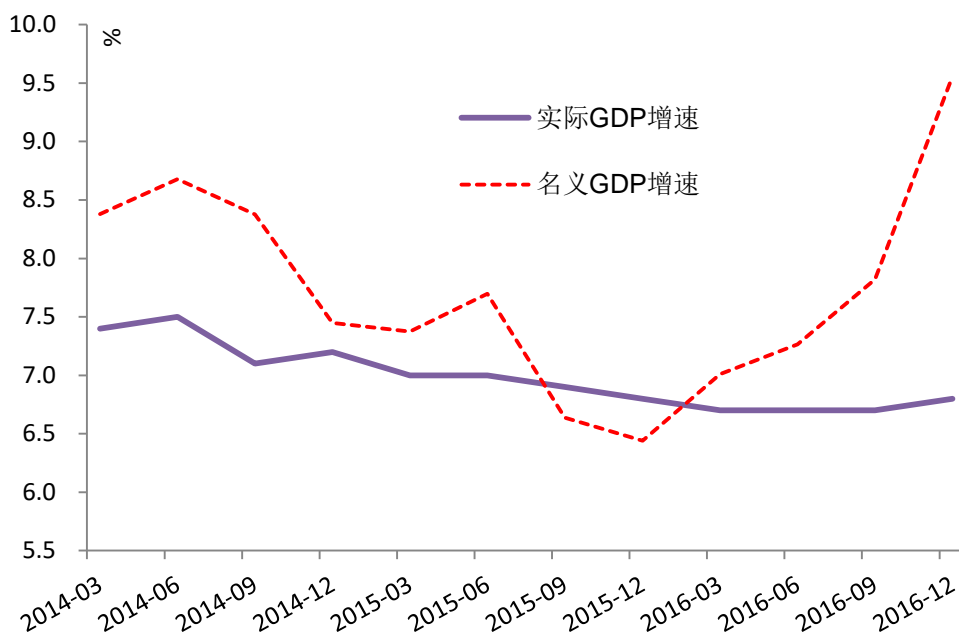


图8 中国GDP增速变化趋势

第二，中国经济结构转型取得显著成效。在需求结构上，中国经济对投资和外需的依赖度不断下降。2016年前三季度，消费对GDP增长的贡献率达到71%，高于历年同期水平；相比之下，投资贡献率下降到36.8%，净出口对GDP增长为负贡献7.8%。**在产业结构上，中国经济对第二产业的依赖度下降，产业转型升级效果明显。**2016年第三产业对GDP增长的贡献率达到58.4%，比2015年提高4.7个百分点，为历史最高水平；相比之下，第二产业对GDP增长的贡献率下降到37.2%，其中工业的贡献率下降到30.7%。

第三，产业新增长点交替涌现。2016年其他服务业增加值增长9.3%，达到15.3万亿元，成为九大一级细分行业中规模仅次于工业的第二大行业，尤其是4季度同比实现两位数增长，增速达到10.6%。4季度，交通运输、仓储和邮政业同比增长也达到9.9%。此外，2016年规模以上文化及相关产业实现营业收入8.03万亿元，比上年增长7.5%，增速加快0.6个百分点。

第四，就业形势稳中向好，农民工增速首次回升。2016年全国城镇新增就业1314万人，城镇失业人员再就业554万人，就业困难人员实现就业169万人，超额完成全年目标任务。2016年农民工增加424万人，增长1.5%，增速比2015年提高0.2个百分点，是自**2010年以来首次出现增速回升**。在GDP持续回落的过程中，中国的就业状况并未恶化，甚至有所改善，既反映了经济结构调整取得阶段性成效，也反映了中国经济整体回暖。

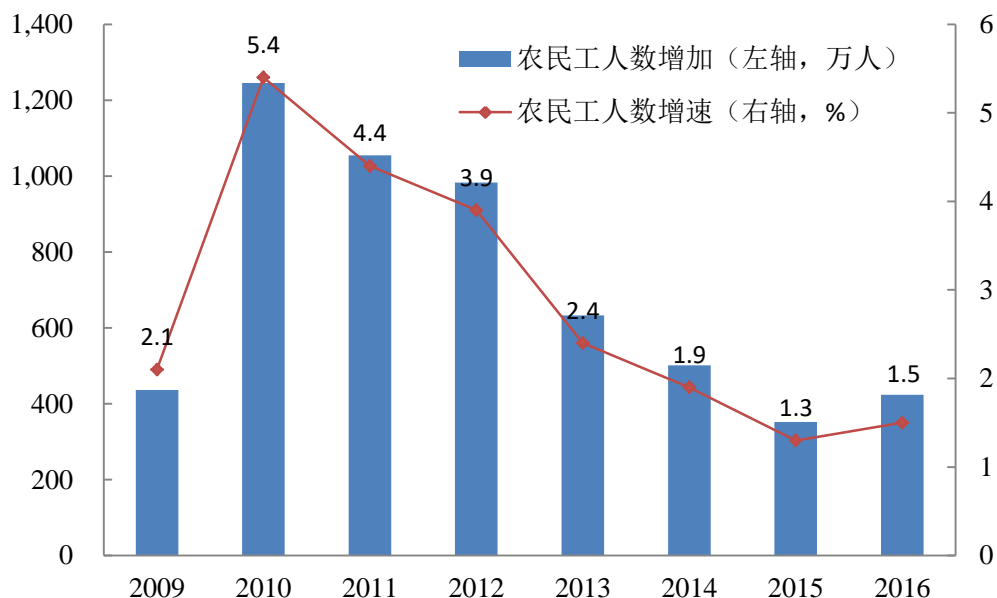


图9 中国农民工数量增长趋势

第五，企业绩效大幅改善。从微观主体绩效来看，各项指标大幅改善。2016年规模以上工业企业主营业务收入和利润总额分别比2015年增长4.9%和8.5%，亏损企业亏损总额比2015年下降9.2%，企业存货比上年增长5.5%，资产负债率从2015年的56.2%下降到55.8%。这些数据显示，微观经济主体运营绩效大幅改善，经济回暖的微观基础逐步筑实。

第六，市场主体信心回升。一系列经济指标的回升、供给侧结构性改革的有序推进，使得企业家信心指数、居民未来收入信心指数、银行家宏观经济信心指数等各类市场主体的信心指标发生积极变化。这说明无论是实体经济层面还是金融层面，各界人士开始对于中国经济的触底反弹和增长前景寄予厚望。

第七，供给侧结构性改革取得实质进展。2016年“三去一降一补”有了实质性推进，并且初见成效。**在去产能方面**，2016年钢铁去产能目标4500万吨、煤炭去产能目标2.5亿吨，均提前超额完成任务；对于去产能所涉及到的钢铁行业18万职工、煤炭行业62万职工，重新安置接近70万；企业效益出现明显改善，2016年钢铁行业利润总额扭亏为盈，黑色金属冶炼和压延加工业利润总额增长2.3倍，煤炭开采和洗选业的利润总额增长2.2倍。**在去库存方面**，2016年商品房待售面积比2015年下降3.2%，尤其是住宅待售面积比2015年下降11%，库存水平已经低于2014年。**在去杠杆方面**，市场化债转股和企业兼并重组有序推进，2016年企业资产负债率为55.8%，比2015年下降0.4个百分点。**在降成本方面**，实体经济的成本持续下降，2016年工业企业每百元主营业务收入中的成本为85.52元，比2015年下降0.16元。**在补短板方面**，精准扶贫、自主创新等重点领域的补短板工作也取得了积极成效。

三、 价格“U型”回升对 2017 年中国经济运行的影响

当前价格变化既反映了一定的趋势性的变化和前瞻性的信号，同时也会对下一阶段经济运行与结构调整产生重要的影响。

价格实现“U型”回升对中国经济的最大影响，是使中国经济摆脱“通货紧缩”的压力。特别是 PPI 同比由负转正，使工业摆脱了持续 50 多月的低迷状态，而发生了本质性变化。综合来看，2016 年 GDP 平减指数转正，标志着中国经济正在摆脱通缩压力，短期供求状况得到全面改善，步入一个新的平衡状态。

首先，价格回升减轻了“债务-通缩”压力。过去几年，生产领域的通货紧缩与高债务叠加产生的内生性紧缩效应，一直困扰着中国经济运行和政策走向。2017 年随着物价的全面回升，意味着实际利率的持续快速下降，使得企业实际借贷成本降低，这有助于减轻企业债务压力。

其次，价格回升将带动企业绩效改善。从历史经验来看，随着价格回升，特别是 PPI 的回升，企业利润指标会出现明显改善。图 10 显示，工业企业利润总额增速与 PPI 同比变化呈现高度相关性。自 2016 年以来，PPI 出现持续回升的态势，工业企业利润总额增速也随后出现明显的回升。预计 2017 年价格的回升，将进一步带来企业利润增长和绩效改善。同时，随着 CPI 和 PPI 的相对变化，“CPI-PPI”差值由正转负，预示着工业企业的实际收益回升。这些变化将对企业下一步扩大投资经营活动产生积极影响。

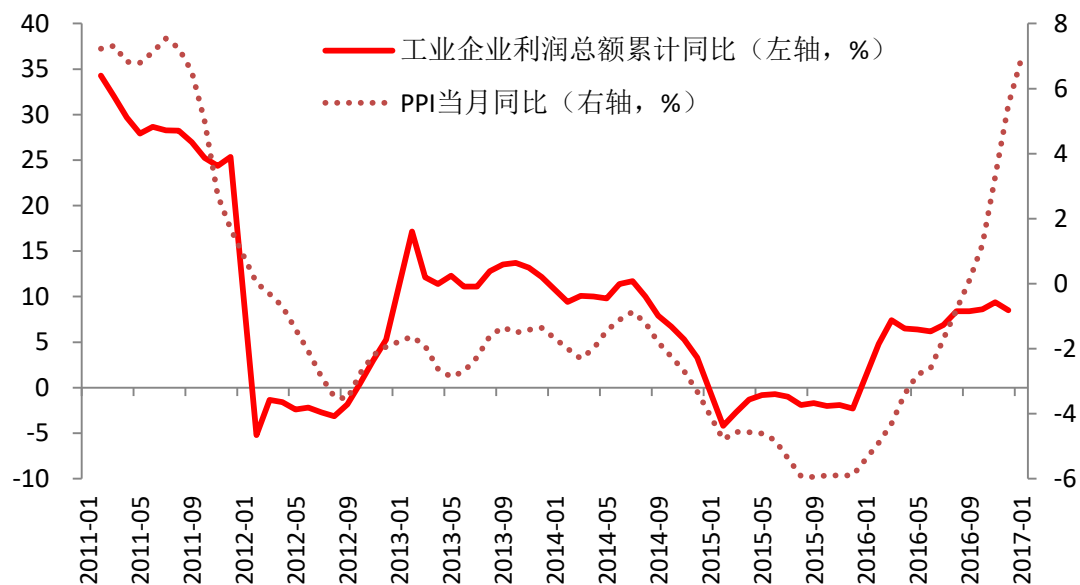


图 10 中国 PPI 和工业企业利润走势

再次，价格回升将带动企业投资增加。随着价格回升带来企业绩效改善，企业投资会相应地增加。图 11 显示，工业企业存货增速与 PPI 同比变化呈现高度相关性。从图 11 可以明显看到，PPI 拐点的出现一般会提前库存投资的拐点 3-6

个月。在近期调整中，PPI 先于 2015 年底出现拐点，成功带动存货投资于 2016 年年中出现拐点。预计 2017 年价格的回升将引起存货投资进一步增长，并最终拉动总投资增长。

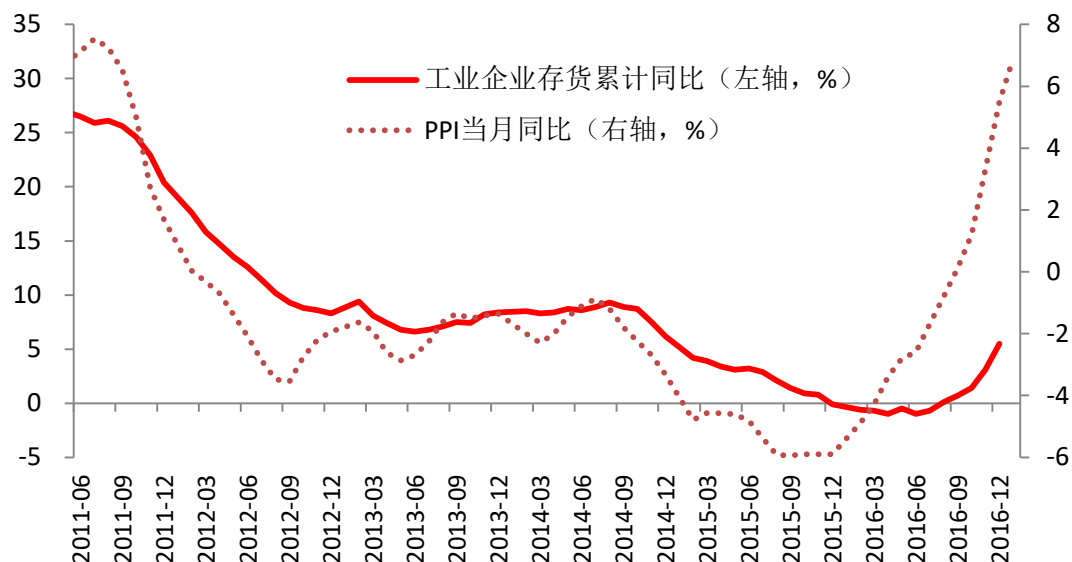


图 11 中国 PPI 和工业企业库存走势

再次，CPI 价格回升可能意味着居民生活成本的相对提高。2017 年与居民生活息息相关的生活品会稳中有升，但不会波动太大，部分上涨源于基数效应，实际物价仍将维持基本的平稳。因为中国总体产能过剩、需求不足的状态还会延续，国际价格水平也都处于相对较低的位置，因而不必过于担心通胀。总体来看，2017 年在医疗保健、其他用品和服务、教育文化和娱乐等服务类产品方面，价格上涨较为明显，对居民生活影响较大。

表 2 2017 年物价上涨对居民生活的影响方面

分类\时期	2017 年 1 月份同比	2017 年 1 月份环比	2016 年累计涨幅
医疗保健	5.0	0.6	3.8
其他用品和服务	4.8	1.5	2.8
教育文化和娱乐	3.3	1.6	1.6
食品烟酒	2.5	1.7	3.8
交通和通信	2.3	1.4	-1.3
居住	2.3	0.3	1.6
衣着	1.1	-0.4	1.4
生活用品及服务	0.6	0.3	0.5

最后，价格回升释放了货币政策在防范资产泡沫和应对汇率贬值方面的操作空间。在“债务-通缩效应”尚未化解阶段，货币政策既不能过度宽松，也不

能过于稳健。因而在面对资产泡沫和汇率贬值时，囿于“通缩”压力尚未解除，2016 年货币政策从紧的空间有限。随着当前物价的回升和“通缩”压力逐步解除，2017 年货币政策从紧的可能性增大。事实上，尽管目前货币政策总体定位是稳健中性，既不刺激也不收缩，保证流动性相对稳定，但从近日央行发布的 2016 年第 4 季度中国货币政策执行报告可见，2017 年货币政策将把防控金融风险放到更加重要的位置，在一季度将表外理财业务纳入宏观审慎评估，保持货币金融环境的稳健和中性适度，实现货币信贷和社会融资规模适度增长。从现有数据看，2016 年 4 季度金融机构贷款利率较 3 季度微升 5 个基点至 5.27%，其中票据利率上升 85 个基点至 3.9%，结束了持续两年的下行走势。这可能意味着，2017 年的货币政策将比 2016 年偏紧，因而会对下一步物价走势产生一定的下行压力。

四、 价格“U 型”回升对 2017 年中国经济运行的核心风险

2017 年价格走势对中国经济运行有两个核心风险点。第一个风险点在于，“成本推动型”通货膨胀压力抬头，尤其是“输入型通胀”可能会对经济产生不利影响。2017 年物价变化，特别是 PPI 变化中，有一部分是 2016 年的基数效应，相比之下，2017 年真正需要关注的是“成本推动型”的通货膨胀部分，包括“输入型通胀”和“环保型通胀”两类，前者需要积极应对，后者需要合理安排。在增长乏力的情况下，成本推动型通胀上升过快将对经济产生及其不利的影响，尤其是大宗商品价格上涨会造成企业利润转移，带来潜在的风险问题。

首先，2016 年钢铁、煤炭等大宗商品价格触底反弹，这些变化将在 2017 年以推高生产成本的方式抬高通胀水平，削弱可贸易品的竞争力。相比 2016 年，2017 年大宗商品价格水平有明显回升，这一因素推动的物价回升将对企业生产成本产生压力。

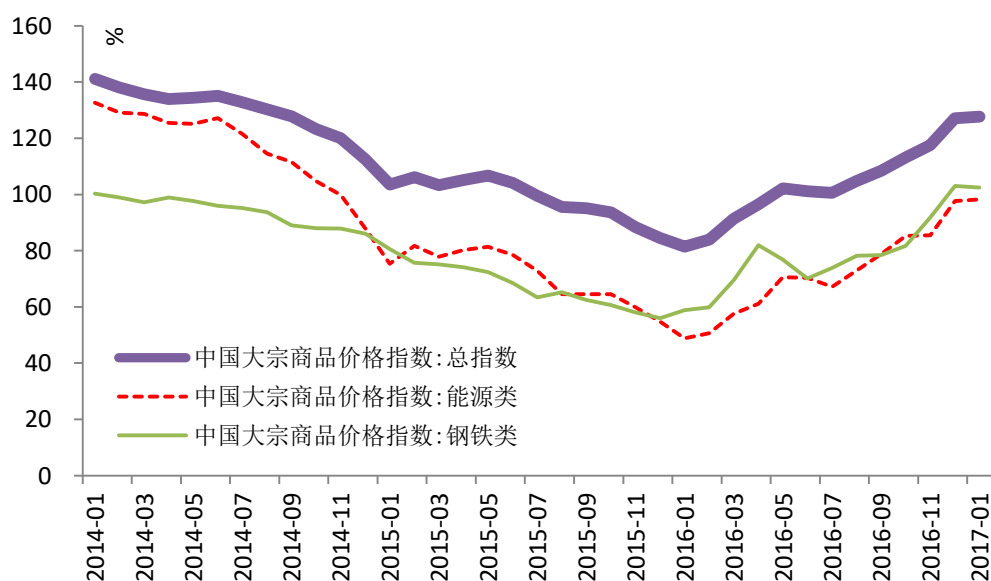


图 12 中国大宗商品价格走势

同时，值得注意的是，相比钢铁、煤炭价格上涨由国内因素所主导，2017年石化价格上涨更多地是源于国际原油价格上涨带来的“输入型通胀”。2017年年初，国际原油价格已回升到53美元/桶，比2016年年初上涨了67%。因此，2017年中国企业将面临更高的生产成本，家庭将面临更高的交通运输成本，并且这种成本的上升并非直接由于国内需求的回升，而属于典型的“输入型通胀”。

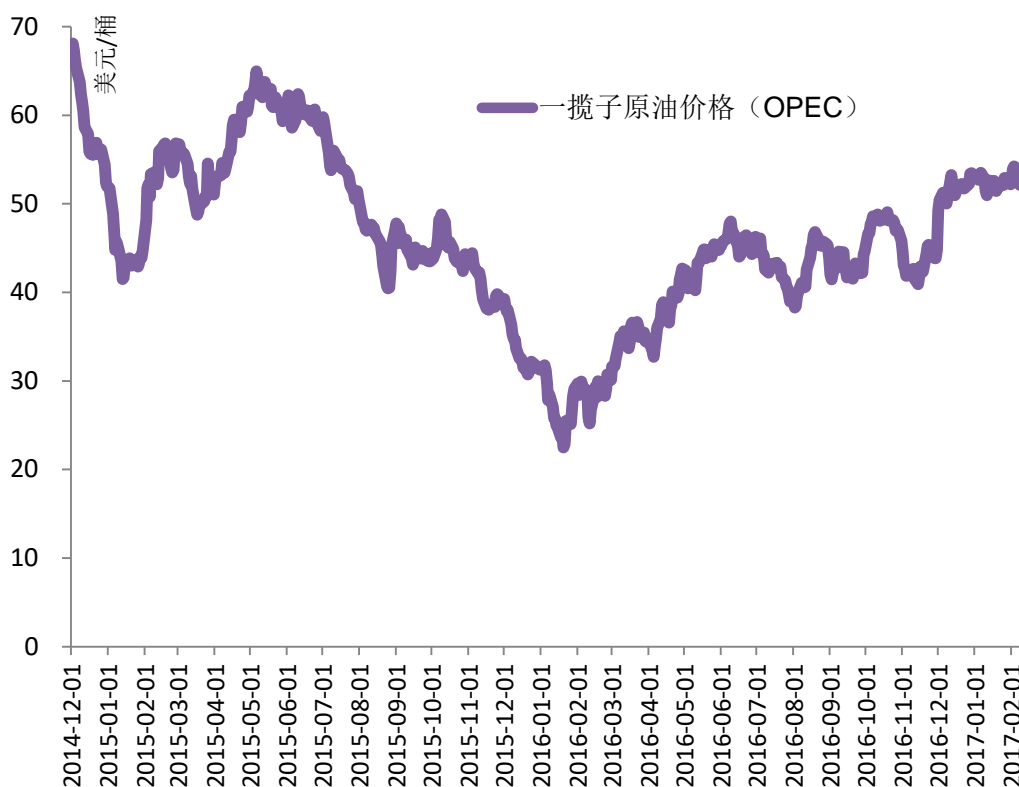


图 13 国际原油价格走势 (美元/桶)

其次，PPI 主导价格结构的变化，加上与 CPI 位势互换，可能会导致 2017 年 PPI 向 CPI 的传导加速。2016 年 PPI 价格回升主要由钢铁、煤炭价格剧烈反弹驱动，但是 2017 年 1 月份，石化系列价格上涨成为主力。图 14 报告了 2017 年 1 月份各行业 PPI 环比涨幅，上涨幅度最大的前三个行业均为石化相关产业，特别是石油和天然气开采业的环比涨幅达到 10.4%，而黑色系的 PPI 上涨已经明显放缓。相比煤炭，石油作为中间产品涉及到的下游行业更多，因而油价上涨通过 PPI 向 CPI 传导的渠道更广。再考虑到 2017 年 PPI 全面超过 CPI，PPI 向 CPI 的传导会明显加速。

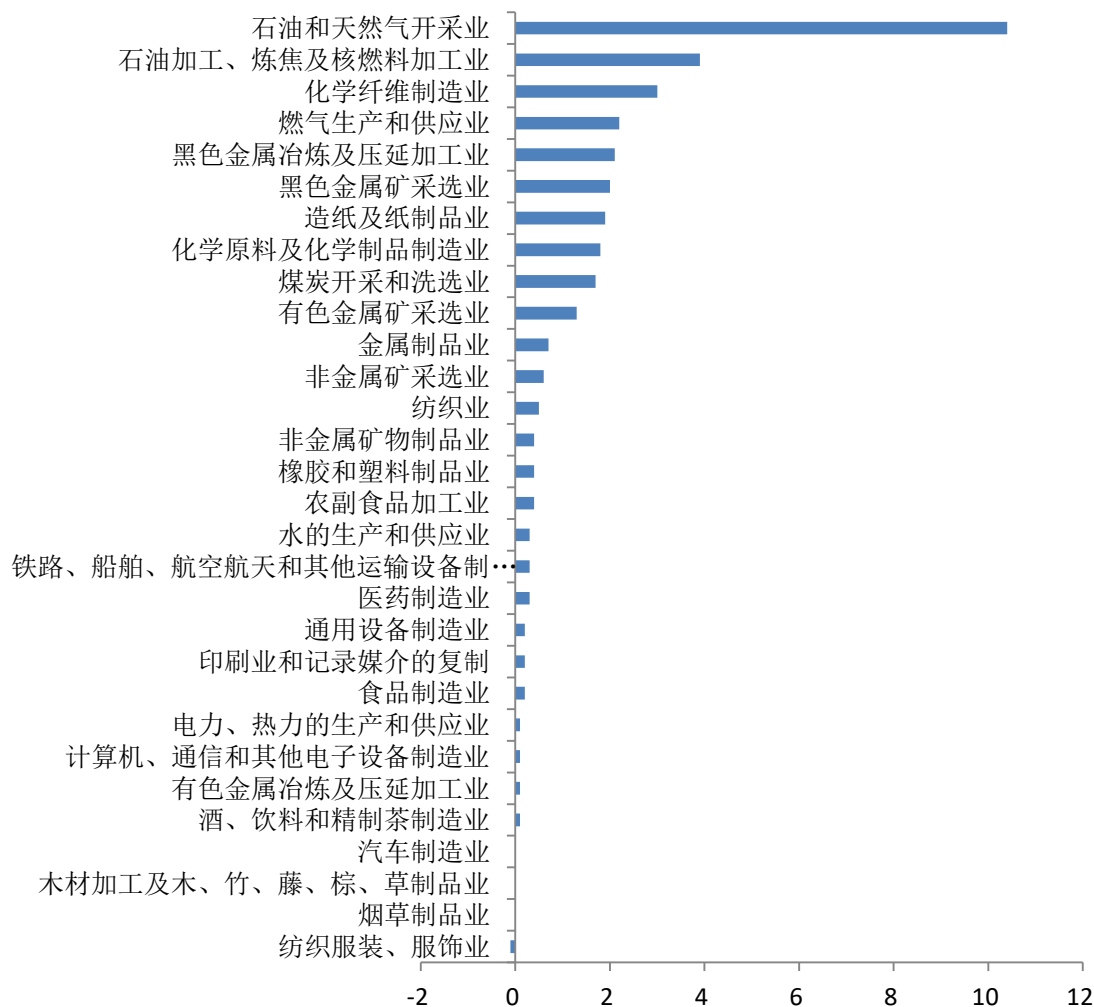


图 14 2017 年 1 月份分行业 PPI 环比涨幅（当月环比，%）

最后，随着价格上升进一步传导，CPI 涨幅扩大和生活成本的提高，工人名义工资要求更大幅度上涨，将反过来增加企业劳动力成本，抬高企业生产成本。2016 年房价出现大幅上涨，也将在 2017 年以推高生活成本和生产成本的方式抬高通胀水平。2 月份最新租房数据表明，2017 年很多城市的租房成本可能要比 2016 年上涨幅度超过 10%。同时，2017 年对环境污染的治理也必将增加企业治理成本，在形成价格上升压力的同时降低企业产品的竞争力。此外，伴随潜在增速的下降，刺激政策对于经济增长的拉动效率下降，而通过“挤出效应”增加企业资金费用等成本，并拉动价格上升。

第二个风险点在于，当前物价上涨不均衡，特别是工业部门内部行业分化较为严重，一些行业可能会面临高成本和低价格的双重挤压。图 15 报告了 1 月份各行业 PPI 同比涨幅，可见当前 PPI 上涨在行业间分布并不均衡，主要由石化系、黑色系和有色系的价格上涨所推动，很多其他行业的涨幅并不明显，甚至有些行业价格还在下跌。随着 2017 年 PPI 向 CPI 和工资传导，这些产品价格没有

相应回升的行业，将面临高成本与低价格的双向挤压，陷入更严重的经营困境。

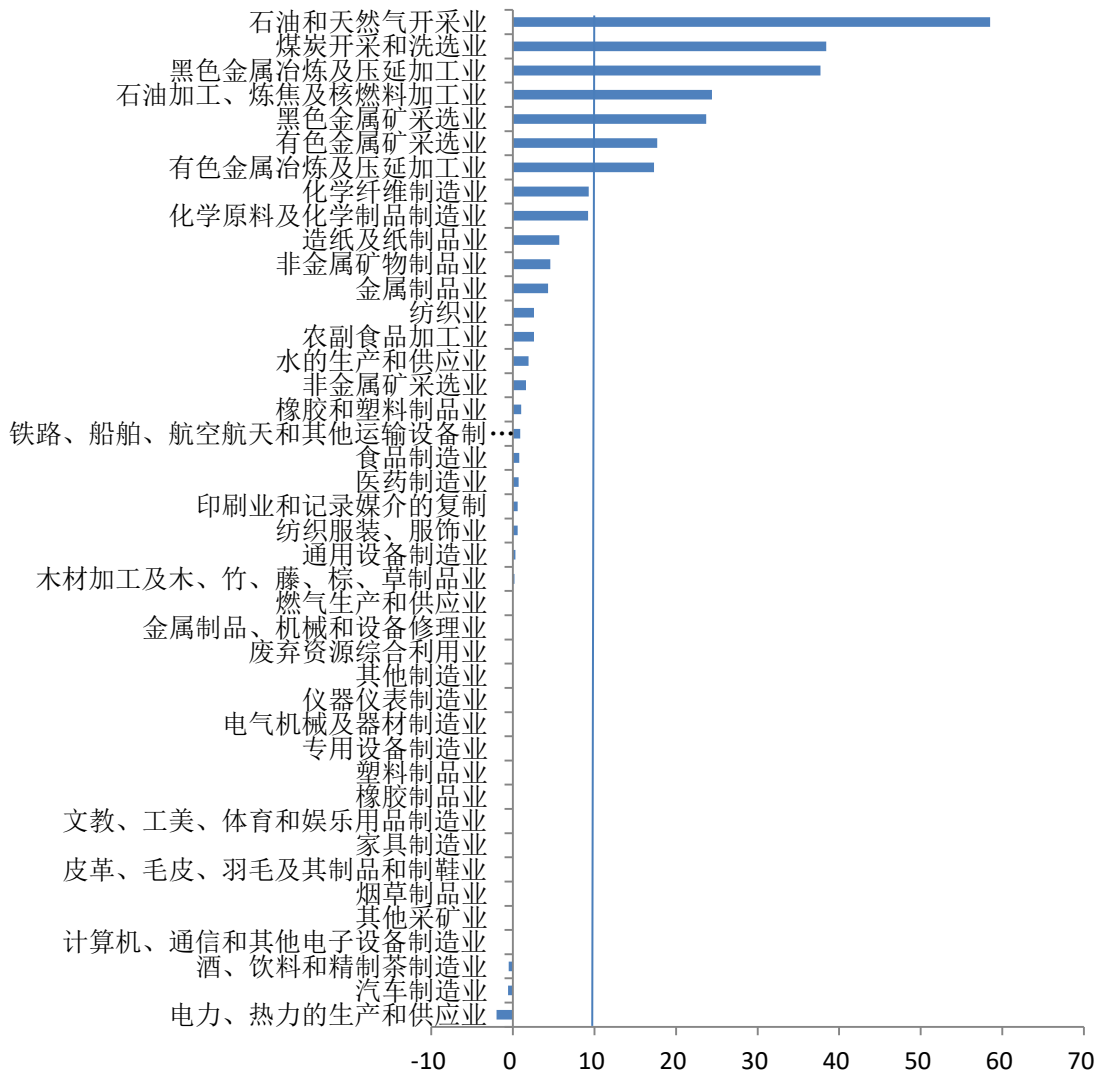


图 15 2017 年 1 月份分行业 PPI 同比涨幅（当月同比，%）

五、价格走势与中国经济运行和结构调整的一般性规律

为了更清楚地揭示其中的变化规律，以及运用这条规律来预测未来的趋势，刘元春教授提出价格周期调整“六阶段”理论。通过对比价格调整的六个阶段，我们发现，当前价格调整已经处在第四阶段向第五阶段的转变期，说明中国经济筑底已经取得实质性胜利，即将步入一个新的结点期。

所谓价格周期调整“六阶段”理论，是指价格调整周期需要完成六个阶段：第一阶段是危机冲击阶段，会出现价格的下滑；第二阶段是“现金为王”，企业过度地去库存，从而产生价格超调。^② 由于商品价格严重超调，导致大量的原材料、制成品的价格超调之后低于它的可变成本价，使得企业绝对亏损经营；第三

^②本轮周期中出现了各种各样的超调，包括投资超调、贸易超调、汇率超调、商品超调等。

阶段，亏损带来供应者挤出和供给减少（在本轮周期调整中，供给减少也可能同时源于去产能），导致价格出现回调；然后，进入到第四阶段，在预期稳定的前提下，危机基本结束，同时救助政策也刺激了总需求，这样就导致价格回调到可变成本，即能够覆盖可变成本，企业虽然不盈利，还亏损一些，但是能够运转，是在既定需求下的低水平平衡；第五阶段是经过进一步地调整，价格调整到基本可以弥补总成本，企业实现正常库存和正常运行，迎来盈利大反转的时点；最后，价格进一步回升，进入第六阶段——微利时代，也就是全面复苏时代。

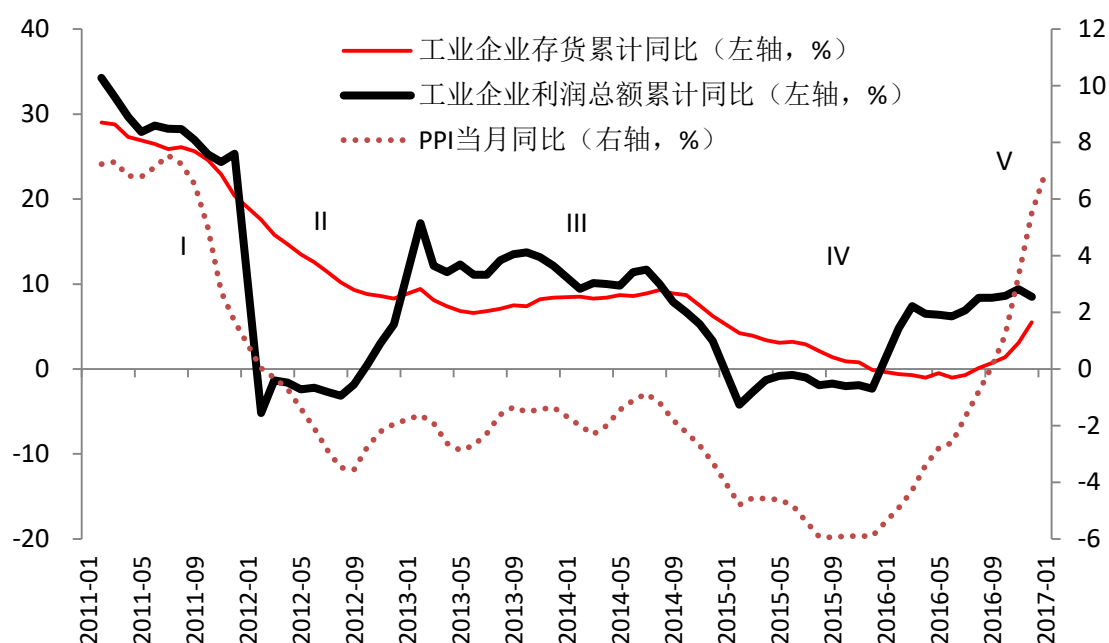


图 16 中国价格调整的六个阶段进展情况

通过对比价格调整的六个阶段，我们发现，中国经济目前正处在第四阶段向第五阶段的转变期，也就是说处于盈亏临界点阶段（如图 16 所示）。具体来看，2011 年下半年，受到总需求回落和价格下滑冲击，中国经济进入周期调整第 I 阶段；2012 年，中国经济进入周期调整第 II 阶段，企业过度地去库存，并产生价格超调，价格低于可变成本价，使得企业绝对亏损经营；2013-2014 年进入第 III 阶段，亏损带来供应者的挤出和供给的减少，导致价格出现一些回调，企业利润出现一些恢复；2015-2016 年进入第 IV 阶段，随着预期逐渐稳定，危机基本结束，同时宏观调控政策逐渐发力，价格回调到可变成本时期，能够覆盖可变成本，虽然还未实现全面盈利，但是能够正常运转，达到一个低水平的平衡；2016 年末-至今，进入第 V 阶段，价格调整到基本可以补偿总成本，企业开始补库存，实现正常运行，进入盈利大反转的时点。当前价格的回升调整，说明中国经济筑底已经取得实质性胜利，基本完成第 IV 阶段向第 V 阶段的转变，下一步将进入第 VI 阶段，实现全面复苏。

六、 2017 年中国经济形势展望

2017 年中国经济的良好开局，进一步强化了 2016 年经济运行中已经出现的亮点和趋势，使我们对 2017 年全年经济形势有了更多的期待（如表 3 所示）。同时，2017 年也是中国实施“十三五”规划细则落地的重要一年，供给侧结构性改革的全面深化之年。随着积极财政政策发力、改革攻坚力度的加大、新的制度红利不断释放，中国经济增长形势将持续向好。预期 2017 年中国经济总体格局稳中求进，经济形势稳中向好。预计全年 GDP 增速为 6.5-7%，CPI 涨幅为 2.5-3%。

表 3 2017 年中国物价与经济局势一览表

核心方面	2016 年经济运行九大亮点	对未来经济走势的主要启示	2017 年开局形势	2017 年展望
1 增长	经济增速重回世界第一	经济形势全面改善	开局利好	总体格局： 稳中求进； 经济形势： 稳中向好； GDP 增速： 6.5-7%； CPI 涨幅： 2.5-3%。
2 物价	物价走出通货紧缩区间	“债务-通缩”压力减轻	开局强化	
3 结构	结构转型取得显著成效	外部依赖下降，韧性增强+1	开局利好	
4 产业	产业发展成为新增长点	增长动力增强，韧性增强+2	预期向好	
5 就业	就业形势稳中向好	改革压力减轻，韧性增强+3	预期平稳	
6 绩效	企业绩效大幅改善	投资动力增强，韧性增强+4	开局利好	
7 国际	国际收支基本平稳	外部风险趋稳，韧性增强+5	开局强化	
8 信心	市场主体信心全面回升	内生动力回升，韧性增强+6	开局强化	
9 改革	供给侧结构性改革实质进展	改革红利不断释放	开局强化	

资料来源：作者整理。

第一，经过 2016 年的稳增长，2017 年中国经济有稳定的基础。在宏观层面，经济增速领跑全球；在微观层面，企业绩效明显改善，特别是制造业企业利润总额增长 12.3%。目前供求关系改善，先行参数反弹强劲，1 月份制造业采购经理指数（51.3%）和非制造业商务活动指数（54.6%）均处于扩张区间，一些新动能和新业态表现好于预期。

第二，中国经济的韧性，使国内外投资者信心大增。根据国际货币基金组织 1 月份发布的最新一期《世界经济展望》报告，2016 年中国经济增速重回世界第一，对全球增长的贡献达到 30%，超过发达国家之和，让全球投资者看到了中国经济的韧性。同时，IMF 将中国 2017 年经济增速预期也大幅上调了 0.3 个百分点至 6.5%，并称中国是世界经济发展的主要驱动力。

第三，结构转型的成效显著，韧性进一步增强。2016 年中国经济增长对投资和外需的依赖度下降，特别是经常账户顺差占 GDP 比重已经下降到 2% 以下，2017 年面对外部不确定性，中国经济增长的脆弱性下降，而韧性进一步增强。而且从 2017 年开局来看，相比过去两年贸易持续收缩的趋势，2017 年 1 月份的进出口形势有了明显的好转。

第四，一系列中长期规划的出台有助于稳定投资者预期和信心。国务院日前先后印发《国家人口发展规划（2016-2030年）》和《全国国土规划纲要（2016-2030年）》，明确了今后相当长一段时期内，中国人口发展和土地资源开发利用的方向性、总体性的统筹部署。这些中长期发展规划的出台，不仅对未来经济建设起到基础性引导作用，同时当前也有利于稳定投资者预期和投资信心，打破自去年年初以来民间投资增速持续下滑的局面。

第五，2017年中国CPI通胀温和回升，“债务-通缩”压力减轻。由于基数效应，2017年CPI、PPI不会出现明显回落。PPI上扬程度取决于去库存、去产能的进展，也取决于国际大宗商品价格，预计呈现“前高后缓”的态势。CPI也会有所提升，但不会太高，大致3%左右。总体而言，过去几年一直困扰中国经济的“债务-通缩”压力将有所减轻，同时通胀压力又尚未形成，从而也为2017年中国经济运行预留了宝贵的政策空间。

第六，2017年经济工作将稳中求进上升为方法论，一些重要改革将会取得突破。2017年中国经济触底企稳态势明显，“稳”的任务较前几年压力有所缓解；2017年“进”的范围、深度、工具都会做出升级和调整，特别是供给侧结构性改革从“三去一降一补”扩大到四个方面。可以预期，2017年一些重要的基础性改革将会取得突破。首先是供给侧结构性改革将在2017年取得明显收效和“质”的变化。同时，一些基础性的改革也会破题，包括国有企业改革、金融改革、财税体制改革以及在社会保障和收入分配体系领域的改革。只要坚持深化改革，中国经济将会进入一个新的阶段，最终实现全面起飞。

2017年中国经济运行仍然面临一些突出矛盾和挑战，要有正确的认识和积极的预案。首先，要继续关注和应对债务问题。尽管“债务-通缩”的压力减轻，但债务水平仍然偏高。债务的可持续性会影响2017年增长态势，影响新旧动力转换速度，也会影响国民资产质量。如何控制风险、防止资产价格泡沫漫延、降低企业债务率，都是2017年需要重点关注的问题。

其次，在全面推进供给侧结构性改革中，要处理好稳定和改革的关系，特别是要处理好房地产短期平稳和构建长效机制的冲突问题。2016年经济增长对房地产业的依赖程度有所回升，房地产业增长8.6%，对GDP增长的贡献率从2015年的2.7%上升到7.8%。在2017年房地产回归居住功能过程中，房地产调控能否取得预期效果，事关全局。

再次，供给侧结构性改革要以振兴实体经济为落脚点，需要很多具体的举措和很好的“抓手”。一方面强化金融监管，防止资金“脱实向虚”；另一方面扭转实体经济收益率下降的现实。

最后，全球经济增长依然乏力，外部不确定性加大，中国资本外流风险犹存。美国新任总统特朗普的“新政”、美联储加息、英国“脱欧”等，都将给2017年中

国总体战略的实施带来很大的不确定性。尤其值得注意的是，2017 年中国的资本外流问题。去年中国经常账户下的国际收支基本平稳，在全球复苏形势疲软和贸易下滑的情况下，中国经常账户仍保持顺差 2104 亿美元，尤其是货物贸易顺差 4852 亿美元，显示我国制造业企业仍具有较强的国际竞争力。但是，在资本和金融账户（不含储备资产）方面，中国出现了较大逆差，2016 年非储备性质的金融账户逆差 4903 亿美元。与此同时，2016 年中国储备资产减少了 4436 亿美元，外汇储备余额已经跌破 3 万亿美元关口。尽管中国目前仍有足够的空间应对常规的国际收支波动，但这种变化趋势和储备资产下降速度值得高度重视。