

重新构建“稳增长”与“防风险”双底线下的宏观调控体系

根据模型预测，2016年经济增长为6.7%，CPI增长2%左右

中国人民大学经济研究所联席所长 毛振华

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月份当月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，三季度土地购置、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“明斯基”时点。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一些困境，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。笔者认为，这些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 109%,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。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问题。

聚焦宏观调控体系,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。