



中国金融四十人论坛宏观经济分析小组
孙明春执笔

迈向“新常态”的路径与挑战

要点：

短期：稳增长难度不可低估

三季度实际 GDP 增长率再次回落，仅有 7.3%，为过去 5 年来最低，过去 12 年的次低（仅高于 2009 年 1 季度的水平），显示出实体经济的疲弱。尽管稳增长措施已陆续推出半年时间，但经济增长的下行趋势却难以逆转，主要源于投资增长下滑明显。这里既有周期性、暂时性因素，也受诸多中长期结构性因素的制约。随着前期推出的稳增长措施的累积效果不断增强，加上基数较低，四季度的 GDP 增长率应该有所回升，全年经济增长应该可以达到 7.4%。但是，由于各种特殊性与结构性因素的制约，也不能忽视稳增长措施的传导机制失灵、导致经济增长在近期出现一个短暂“硬着陆”的风险。展望 2015 年，国内外经济形势依然错综复杂，尤其是国内经济中的中长期结构性制约愈益明显，预计 GDP 增长率会进一步回落到 7.0% 左右。

中期：迈向新常态的路径并不平坦

我们认为，2014 年可能只是中国经济自 2008 年开始的长达 10 年左右的经济下降周期中的第 7 年。虽然 5-7% 的中速增长有可能成为“新常态”，但中国经济在从当前状态迈向这一“新常态”的路径很可能并不平坦。在本报告中，我们仅就迈向“新常态”过程中的投资增长路径做一些假设性的模拟分析，从中领略中国经济在今后几年可能面临的挑战。

我们的分析显示，无论在何种路径下，5-7% 左右的 GDP 增长率至少在今后 4-5 年内，似乎都不是中国经济的一个均衡点，或者至少不是一个稳定均衡。假如 6% 左右的经济增长率是我们中期（10 年左右）的潜在增长率的话，那么在到达这一均衡之前，中国经济似乎必须经历一个更大的波动，之后才能回归这一均衡（当然也有可能由于路径依赖的原因而无法回归到这一均衡点）。究其原因，主要是因为固定资产投资在巨额基数之上的两位数增长几乎到了无以为继的地步，它不但将很快超出现有金融体系的融资能力，而且也很难寻找到足够数量的、具有较好盈利能力的投资项目，导致投资增长与经济增长在今后 2-3 年内出现急



剧下滑，引发大面积的企业亏损与破产，并对就业、价格、税收、银行资产质量、国际收支、人民币汇率、资产价格、以及整个金融体系的稳定等产生影响。

政策含义：抓紧构建“防火墙”

虽然中国经济在迈向“新常态”的过程中很可能要经历较大波动，但只要政府应对得当、防止经济波动扩大到更广泛的社会层面、给企业“买来”更多时间以升级转型，经过大调整之后的中国经济应该会更健康、更具国际竞争力。这对中国经济在此之后的10-20年里达到一个可持续的中速增长的“新常态”是非常必要和有益的。因此，今后几年政策应对的关键是建立防火墙、防止经济波动扩散到社会与政治层面。

我们非常认同新一届政府所提出的“宏观稳住、微观放活、社会保底”的策略。具体来讲，就是要利用政府目前所掌控的经济资源、金融资源与政策资源，在今后几年里尽可能减缓经济增长下滑的速度，达到“宏观稳住”的目的。这一方面是为结构改革、升级转型、及“新经济”部门的发展壮大“买时间”，另一方面也是为完善和巩固社会保障网、构建经济稳定与社会稳定之间的“防火墙”赢得宝贵时间。这其中最紧迫的工作之一依然是通过金融业放松管制等改革举措为今后几年的巨额投资提供足够的融资、以及通过各种稳增长措施和提升对外开放层次来消化吸收国内传统行业存在的巨大过剩产能。

然而，“宏观稳住”不是目的，只是“买时间”的手段。我们要利用今后1-2年宏观经济相对稳定的宝贵时间窗口，抓紧落实“微观放活”的政策措施，继续大幅度放松各种不必要的管制措施，促进结构调整与升级转型，提升对外开放水平，尽可能地培育和发展“新经济”产业，鼓励和推动民营经济的成长，以便在传统行业和国有经济不得不调整之时，使“新经济”和民营部门能够对经济增长起到更大的承接和稳定作用。

根据我们对转轨路径的分析，“宏观稳住”的政策只是权宜之计，不可能持久。而“微观放活”的速度和效果如何，也存在很多变数。因此，存在一种风险，即在“微观放活”的效果尚不够强大之前，“宏观稳住”的能力已经大幅度削弱，此时经济的波动性会明显提升。为防止经济波动引起社会波动，必须抓紧构建、完善、夯实社会保障体系，从而在经济波动到来时，形成一个坚固的防火墙，防止经济波动扩散到社会层面。这正是“社会保底”的意义所在。

如果可以预见到，在迈向“新常态”过程中，较大幅度的经济调整难以避免，那么决策部门应该立即着手建立危机缓冲或止损机制(如成立存款保险公司等)，并采取一系列“排雷”措施，在转轨的过程中有序、有控制、有隔离地引爆一些“经济炸弹”，清除经济与金融体系中的一部分高风险因素，或将高风险因素通过制度安排分散在更久远的未来，避免各种风险因素在今后3-4年集中爆发。

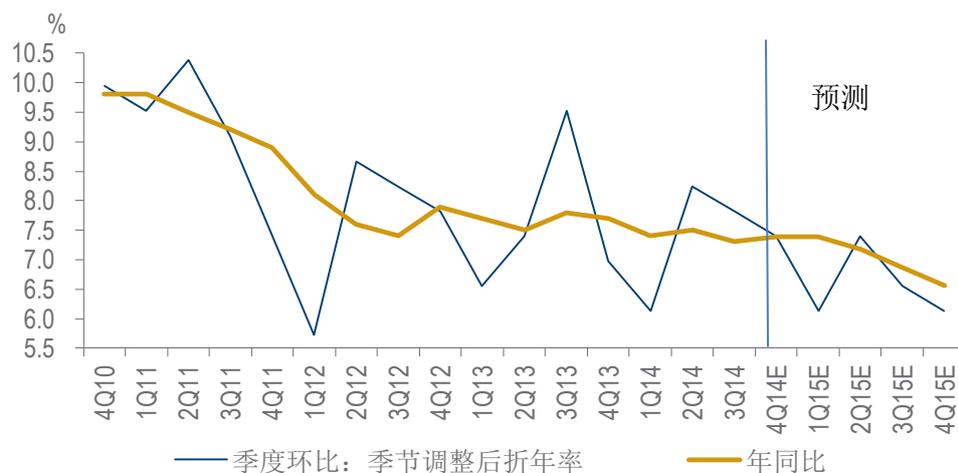


短期宏观经济形势分析

CF40 第二季度宏观经济报告预测：“二季度经济增长初露企稳迹象，但下行压力依然存在。靠‘微刺激’抬起来的增长难以持续，而且房地产市场状况恶化带来了新的不确定性因素。未来政府可能会继续推出稳增长的措施，令 GDP 增长速度在 7.5% 附近波动。”

目前看来这个判断基本准确。2014 年三季度，GDP 实际增长率再次回落，仅有 7.3% (见图 1)，为过去 5 年来最低，过去 12 年的次低（仅高于 2009 年 1 季度的水平）。尽管稳增长措施已陆续出台约半年，但经济增长的下行趋势却难以逆转，有些超出预期。

图 1：实际 GDP 增长率 (%)：年同比与季度环比



资料来源：国家统计局，博海资本。

从支出方面的数据看，前三季度经济增长疲弱的主要原因在于“三驾马车”同时减速，尤其是投资增长的下滑幅度远超预期。今年前三季度，消费（社会消费品零售总额）的实际增长率比去年全年低了 0.7 个百分点；出口数量的增长率（前 8 个月）比去年全年低了 6.4 个百分点，主要是因为年初的高基数及虚假出口的扰乱等原因导致 2-3 月份出现了负增长（5 月份以来出口数量已明显反弹）；而固定资产投资的增长则回落了 3.5 个百分点，仅有 16.1%，为 10 多年来的最低增速，而且目前尚无企稳的迹象。

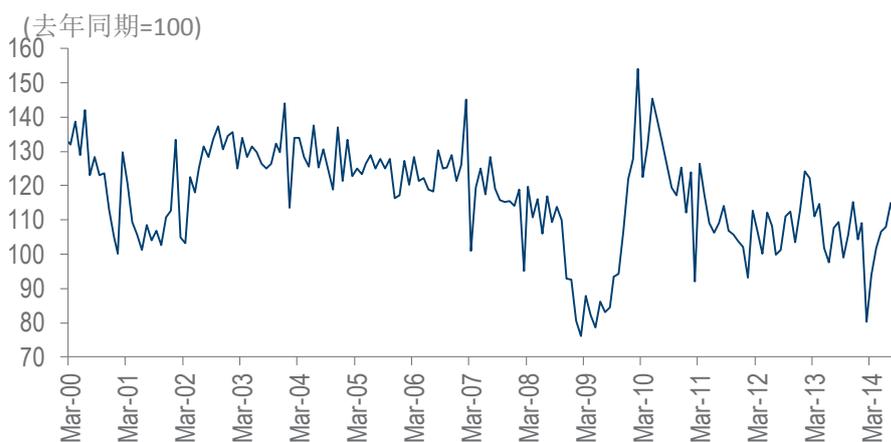
图 2：社会消费品零售总额增长率



资料来源：国家统计局，博海资本。

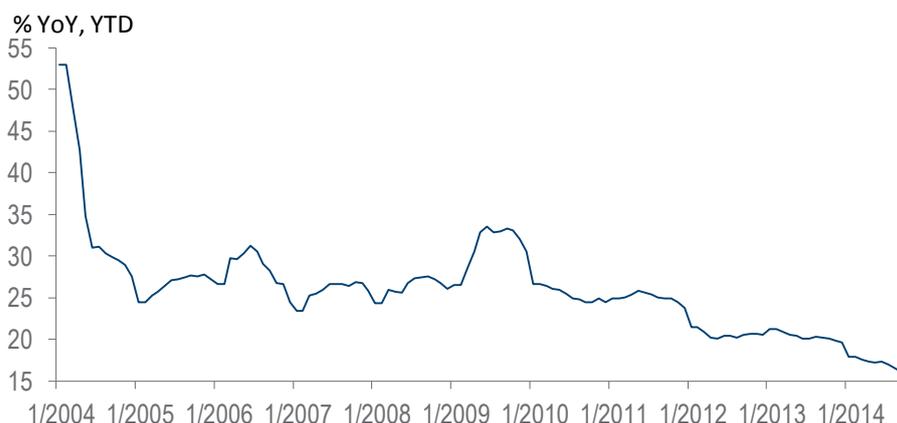


图 3：出口数量指数



资料来源：国家统计局，博海资本。

图 4：固定资产投资名义增长率



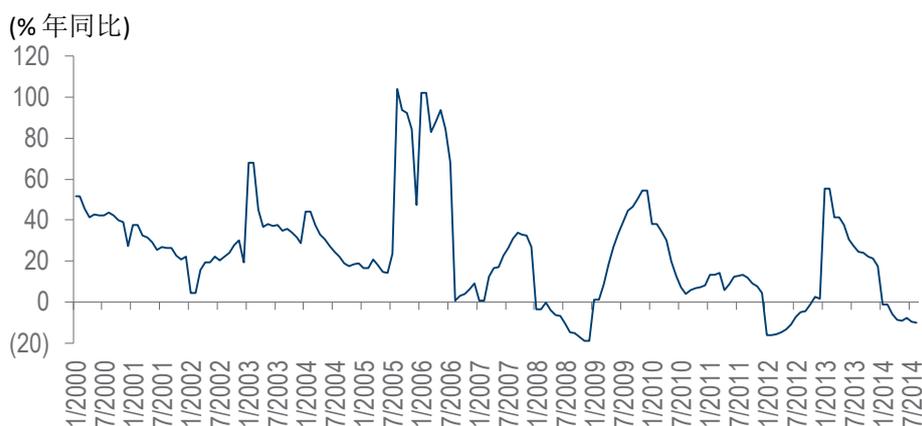
资料来源：国家统计局，博海资本。

鉴于投资占 GDP 的比例依然高达 48%，而且投资增速会通过就业和收入增长间接影响消费增速，因此投资增速下滑是当前“稳增长”措施效果不明显的最主要原因。投资增长的快速滑落，既有短期性、周期性的原因，也有中长期的结构性制约因素，令稳增长政策效力打折，陷入左右两难的境地。具体来讲，有以下几个原因。

一是房地产市场快速降温，房地产投资增速明显下滑。全国 70 个大中城市中，新房房价环比上涨的城市从去年年底的 65 个下降到今年 8 月份的 1 个。今年前 9 个月，商品房销售面积下降了 8.6%（年同比），是过去 15 年中的第三轮负增长（见图 5）。受销售低迷和现金回笼放缓的影响，房地产开发商的流动性和信心都有所下降，导致房地产投资增速从去年 12 月的 22% 骤降至今年 9 月的 8.6%（见图 6）。由于房地产投资占固定资产投资的四分之一，其增速的急剧下滑明显拖累了固定资产投资的增长。

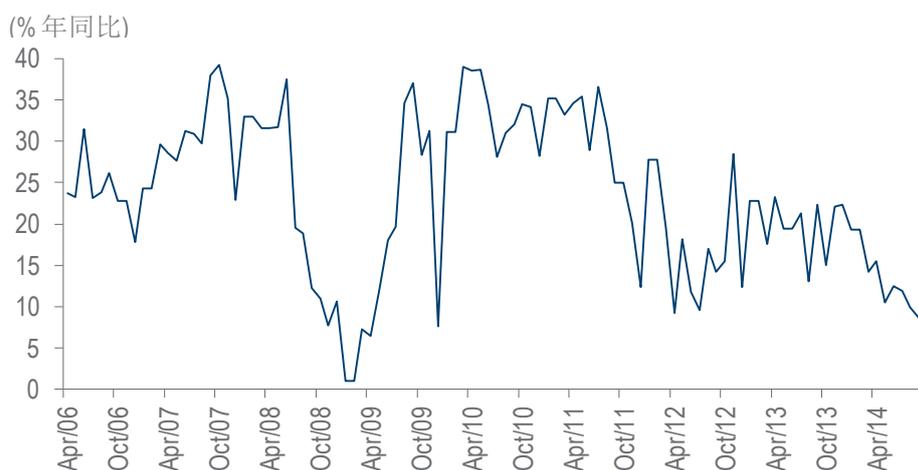


图 5：住宅房地产销售面积的增长率



资料来源：国家统计局，博海资本。

图 6：房地产月度投资额增长率



资料来源：国家统计局，博海资本。

房地产投资增速的下滑，既受短期房地产销售疲软的影响，也是房地产市场迈向“新常态”过程中的必然趋势。尽管我们认为当前中国的房地产市场并不存在绝对意义上的供应过剩，但如果新开工面积居高不下，房地产市场必将在 5 年左右出现严重过剩。

按照国家统计局的数据，在 2010-2013 年间的 4 年里，商品房新开工面积总和达到 73 亿平米，其中仅 2013 年当年的新开工面积即达到 20 亿平米。如果开发商继续以如此疯狂的速度上新项目，那么今后 5 年，新开工面积总和将超过 100 亿平米，远远超出今后 10 年新增的住房需求，也大于过去 15 年（1999-2013 年）商品房竣工面积的总和（88 亿平米）。果真如此，中国的房地产市场在 5 年后就会供大于求，届时房地产市场的大幅度调整也就在所难免。

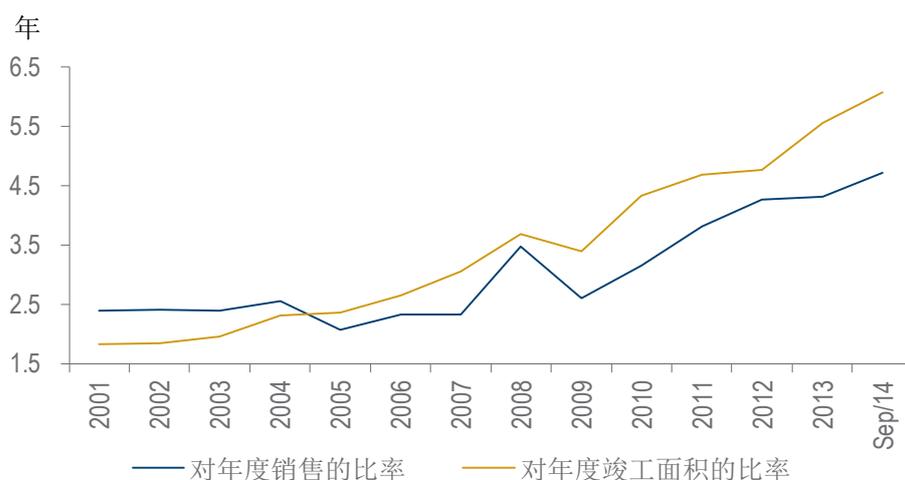
从这个意义上讲，今年前 9 个月出现的新开工面积的大幅度回落（-9%）其实是件好事！如果新开工面积在今后几年继续回落，这将大大降低 5 年后房地产市场出现供应过剩的风险。与此同时，由于在建面积很大（2014 年 9 月底约为 60 亿平方米），即便



新开工面积持续回落，只要开发商获得足够融资，房地产投资在今后 2-3 年里依然有可能维持 10%左右的增速，这对于防止固定资产投资增速的“硬着陆”可以起到一定的支撑作用。

以上分析表明，随着房地产市场从“旧常态”下的供不应求逐渐转变为“新常态”下的供需基本平衡、甚至供大于求，房地产投资增速必将出现趋势性回落，从过去 17 年年均 24%的投资增速下降到 10%左右、甚至更低的增速。这意味着，房地产作为中国投资的主要引擎之一的时代即将结束，这对今后几年的经济增长必将产生极大影响。

图 7：房地产在建未完工面积

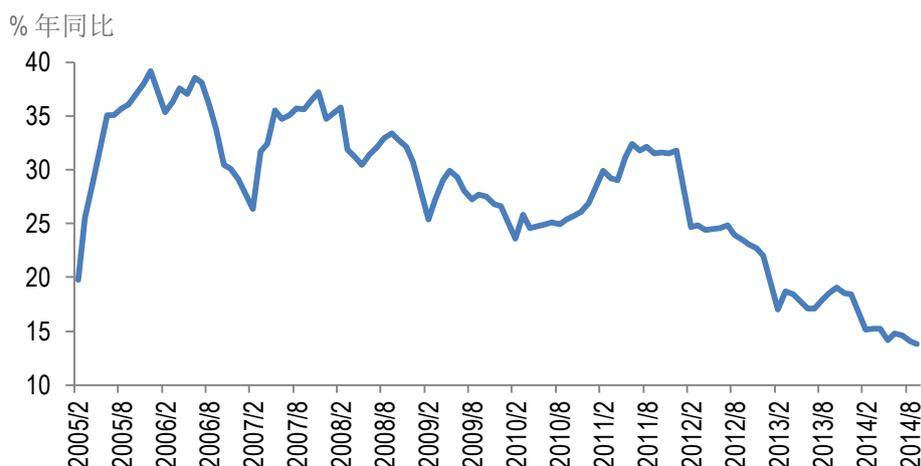


资料来源：国家统计局，博海资本。

投资增速快速下滑的第二个原因是制造业投资增速大幅回落。今年前三季度，制造业投资增速仅为 13.8%，比去年全年的 18.5%下降了 4.7 个百分点，同样是十多年来的最低水平（图 8）。这一方面是由于今年国内投资与消费需求增长乏力，导致对制造品的市场需求疲软，另一方面也反映了企业家对制造业的中长期前景缺乏信心。由于我国在制造业领域已存在普遍的产能过剩，在制造业寻找大量的可以获得较高回报率的投资项目越来越难。与此同时，随着劳动力成本的快速上升，我国劳动密集型制造业的全球竞争力正在快速下滑，这些行业的衰落几乎无法避免，产业外移的趋势很难逆转，因此在这些领域的投资下滑也是必然的。

虽然中国在中高端制造业的很多领域还有很大发展空间，还有很多投资机会，但这些机会更多是弥补和替换劳动密集型和产能过剩行业投资下降的缺口，估计在相当长一段时间内，它们很难从整体上令制造业投资增速出现趋势性回升。鉴于制造业投资占整个固定资产投资的三分之一，其增速的趋势性下滑会对固定资产投资的总体增速形成更大拖累。

图 8：制造业投资增长率



资料来源：国家统计局，博海资本。

今年前三季度投资增速下滑的第三个原因是地方政府与国企业的投资意愿和融资能力下降，导致“稳增长”措施的传导机制不再象以前那么通畅和灵敏。由于地方债务问题日益突出，银行等金融机构对地方政府的债务融资愈发谨慎、甚至苛刻，监管部门对于地方政府相关债务的监管和限制也逐渐收紧，使得地方政府投资项目的融资能力受到约束。与此同时，由于地方政府的债务雪球越滚越大，近年来融资成本也越来越高，使得地方政府每年还本付息的负担日益加重，很多地方甚至连还本付息的资金都难以筹集，更没能力为新的建设项目筹集资金。

毋庸讳言的是，随着地方政府官员的绩效考核方式和重点逐渐从“GDP 锦标赛”转向更为倾向于民生、环保等综合性指标，地方政府官员对于依靠投资拉动经济增长的积极性也有所下降；而防治污染、改善环境的诸多严厉治污措施则难免对某些类别的制造业投资产生负面影响。也毋庸讳言的是，去年以来的反腐风暴，也令一些地方政府官员产生了消极防御、明哲保身、“多一事不如少一事”的心理，也丧失了推动投资（包括从中谋取私利）的积极性。

上述现象同样存在于国有企业的高管之中。他们对于扩大投资的“冲动”也因此而有所收敛。与此同时，随着新一轮国企改革的展开和推进，一些国企高管由于对企业的未来发展前景及其个人的去留缺乏能见度，也倾向于采取等待观望的策略，推迟某些投资决策行为。而且，很多国企所在的行业都已存在比较严重的产能过剩，即便这些企业考虑扩大投资，也宁愿采取收购兼并的做法（而不是开展新的“绿地”投资），或者宁愿到海外投资。

虽然地方政府和国企业的投资冲动下降对于提升微观层面的投资效率是件好事，但客观上讲，这些变化会对近期的投资和经济增长产生负面影响，令中央政府稳增长措施的传导机制变得不再象以往那么灵敏和畅通。虽然这类“阵痛”必须承受，但我们也要正视因此而导致的稳增长难度加大的事实，及时在其他领域采取补救措施，防止宏观经济出现“硬着陆”。

小结。以上分析表明，今年前 3 季度中国经济增长和投资增长的疲弱，既有短期性、周期性的原因，也受到各种中长期结构性问题的制约，令稳增长政策左右两难。不过，



最近一年多以来，政府不断实施简政放权、放松管制的措施，有利于提高民间创业、投资的积极性和效率，这对经济增长的下滑可以起到一定的抗衡作用。另外，随着前期推出的稳增长措施的累积效果不断增强，加上基数较低，四季度的 GDP 增长率应该有所回升，全年经济增长应该可以达到 7.4%，基本实现年初制定的 7.5% 左右的增长目标。但是，由于上述各种短期与中长期因素的制约，也不能忽视稳增长措施的传导机制失灵、导致经济增长在近期出现一个小型“硬着陆”的风险。

展望 2015 年，由于国内外经济形势依然错综复杂，尤其是国内经济中的中长期结构性制约愈益明显，预计 GDP 增长率会进一步回落到 7.0% 左右，甚至更低。值得关注的是，美元强劲升值对新兴市场中某些对外部门比较薄弱的经济体可能会形成一定的压力，不排除出现一轮新兴市场的货币危机的可能性，并进而冲击中国乃至全球经济。而埃波拉疫情的演变路径也有可能成为今后一年全球经济中的“黑天鹅”。对此，宏观决策部门应提早做好预案，防止经济增速因为国内外各种因素而出现超预期的大幅度下滑。



迈向新常态的路径和影响

对于今明两年经济增速的进一步下滑，各界其实早已形成共识。但对于下滑的幅度和长度，大家却观点不一。有学者认为，我们目前所经历的经济增速放缓是中国经济的“新常态”；但也有学者认为，我们正处于经济增速转换期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期的叠加时期，是从一个“旧常态”到另一个“新常态”的过渡期，经济增速的放缓还未见底。

我们认为，2014年可能只是中国经济自2008年开始的长达10年之久（甚至更长）的经济下降周期中的第7年。虽然5-7%的中速增长有可能成为中国经济的“新常态”，但中国经济在从当前状态迈向这一“新常态”的路径很可能并不平坦，而是有可能出现剧烈的波动（或曰“跃迁”）。这主要是因为固定资产投资在巨额基数之上的两位数增长几乎到了无以为继的地步，它不但将很快超出现有金融体系的融资能力，而且也很难寻找到足够数量的、具有较好盈利能力的投资项目和标的，导致投资增长在今后2-3年内急剧下滑，引发大面积的企业亏损与破产，并对就业、税收、银行资产的质量、国际收支、人民币汇率、资产价格、以及整个金融体系的稳定等多方面产生负面影响。

在本报告中，我们试图拆解中国经济迈向“新常态”的一些可能路径，并着重分析这些路径对中国经济的各个层面可能产生的影响，提出相关的政策建议。

一、“新常态”的含义

对于中国经济的“新常态”，学界已有很多讨论。但对于“新常态”的具体涵义，目前还没有一个共识。我们不但有必要对“新常态”的内涵有一个大致的判断，还有必要对从当前状态走向“新常态”的路径和可能存在的风险有一个清醒的认识。

顾名思义，“常态”应该指通常存在的状态、一个相对比较稳定的状态，也可以说是均衡状态。如果形态不稳定、尚在快速变化的话，就不应该称作“常态”。虽然“新常态”所对应的英文名词是“new normal”，但这并不是一个严格定义的学术术语。用“增长经济学”（growth economics）的词汇，“常态”所对应的英语单词应该是Steady State，因此也可以称为“稳态”。因此，中国经济的“新常态”应该是指新的相对稳定的状态，包括经济体制、经济结构和经济增速。

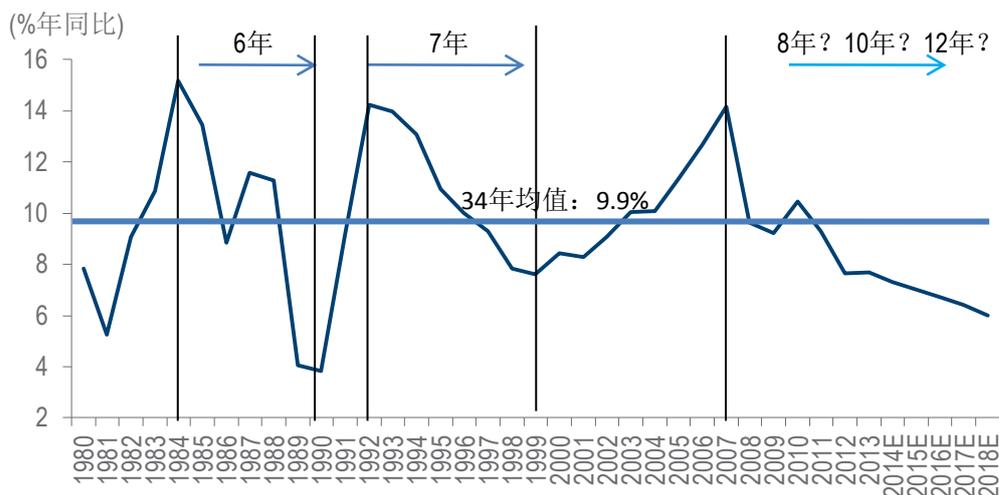
从体制角度来看，即便经历了过去三十多年的改革开放，中国当前的经济体制与我们想要达到的市场化、法制化、自由化、和开放度的目标还相去甚远。很多改革还处于试点阶段、尚未推广，很多制度也呈现出“四不象”的特征，一些重要的制度变迁虽然呼之欲出、却“犹抱琵琶半遮面”。所以目前的经济体制应该不是“新常态”，而只是向其过渡的中间状态。如果我们能够切实贯彻落实十八届三中全会推出的改革措施，可以肯定的是，“新常态”下的中国经济体制会与今天很不一样，其最大的区别应该是市场在资源配置中将起到决定性的作用。

从经济结构来看，众所周知，中国经济在投资与消费的比例、服务业占经济的比重、城镇化的水平、区域发展的平衡、金融体系的结构、资本市场的层次等很多领域都与发达经济体、甚至很多发展中经济体相去甚远，需要改进的地方还很多，相信在今后几年时间里，这些领域的变化还会非常大。另外，由于我们在很多传统行业存在严重的产能过剩，劳动密集型制造业也处于快速衰落的过程中，而新兴技术和新兴产业则异军突起，方兴未艾，“新经济”的崛起与“旧经济”的衰落对比明显。所以我们目前的经济结构应该也未达到“新常态”。



从经济增速来看，虽然经历了三轮的大起大落，但过去 10 年、20 年、乃至 30 年，中国都实现了 10% 左右的年均实际 GDP 增长率(图 9)，因此可以说“旧常态”下的经济增速(或曰潜在增长率)大概在 10% 左右。然而，对于“新常态”下的经济增速(潜在增长率)到底有多高，经济学界有很多争论，其范围从 5% 到 7%，很难形成共识。这主要是因为大家对于潜在增长率的测算有不同的方法、模型或假设。

图 9：中国年度 GDP 增长率



资料来源：国家统计局，博海资本。

二、 迈向“新常态”的路径

需要指出的是，当前学界所做的研究和讨论，大多是静态地分析和比较“新常态”与“旧常态”的区别、进而探讨“新常态”下的最佳政策组合或改革方向，而忽略了对迈向“新常态”的经济路径的研究。虽然我们无法肯定“新常态”下的潜在增长率是 5% 还是 7%，但我们担忧，从“旧常态”的 10% 向“新常态”的 5-7% 之间的过渡可能并非一个平滑渐进的路径，而是有可能充满了颠簸，甚至出现大幅度“跃迁”。如果经济增长率出现“跃迁”，很可能会产生超出经济层面的影响，对社会和政治体系产生冲击。因此，充分研究和理解迈向“新常态”的路径，对于政策制定者而言意义重大。

如果把中国经济体系看作一个动态系统 (dynamic system)，那么从“旧常态”迈向“新常态”的过程，可以视为从一个稳定均衡走向另一个稳定均衡的过程(区别于从非均衡走向均衡的过程)。这个过程的发生通常是由动态系统中的某些参数(parameter)——而不是变量(variable)——发生渐进性演变而引发的。系统工程学的研究成果显示，此类转换的过程往往不是平滑有序，而是充满了波动与跳跃。它们通常是由系统的“参数”这些“慢动力”(slow dynamics) 在经历长时间缓慢变化之后、达到某个临界点时，引发系统的均衡点出现瞬时的切换，导致系统的“变量”这些“快动力”(fast dynamics) 出现脉冲式的跃迁(或曰突变)。数学家用专门的“突变理论”(catastrophe theory) 来描述和理解这些动态系统的跃迁或“混乱”现象(chaos)的产生机制。这些理论也可以帮助理解经济与金融危机的形成与演变。

如果中国经济现在所处的状态不是“新常态”或“新稳态”，而是处在一个转型期，正经历从“旧常态”逐步转向“新常态”的过渡期，那么按照“突变理论”，在没有外



部控制 (control) 的情况下, 这个转型的过程有可能出现不稳定的“突变”, 这对整个经济与社会体制都可能形成破坏性冲击。从这个意义上讲, 中国政府当前所采取的“稳增长”与“调结构”并重的政策措施, 就是为了确保中国经济在从“旧常态”向“新常态”转换的过程中能有一个比较平稳的过渡, 避免发生急剧的跃迁, 减轻社会的阵痛 (甚至长痛), 因此是非常必要的!

三、 迈向“新常态”的投资增长路径及其影响

在本节中, 我们仅就中国经济在迈向“新常态”过程中的投资增长路径做一些假设性分析, 从中领略中国经济在今后几年可能面临的挑战, 并对相关的经济变量做一些趋势性预测。

众所周知, 中国经济在过去三十年高度依赖投资。尽管我们一直在强调“调结构”, 降低投资占 GDP 的比例, 增加消费占 GDP 的比例, 但实际情况却事与愿违, 投资在 GDP 中的比例从 1990 年的 35% 上升到 2013 年的 48%, 远远超过欧美日等发达国家。显然, 中国经济变得更加依赖投资。

历史数据也证实了这一点。根据国家统计局公布的数据, 1981-2013 年, 中国 GDP 的实际增长率与资本形成总额的名义增长率之间的相关系数达到 70%, 与全社会固定资产投资的名义增长率之间的相关系数则高达 78%。这表明, 要维持中国经济的平稳增长, 至少在今后相当长一段时间, 必须维持投资的稳健增长。

基于这一相关性假设, 可以大致测算出, 要维持“新常态”下 5-7% 的经济增长率, 每年需要实现的投资增长率。根据历史数据, 我们可以粗略地、保守地估计, 要保证 GDP 达到 5-7% 以上的实际增长率, 除非出现深度通货紧缩, 全社会固定资产投资的名义增长率应该至少要保持 8-14%, 甚至更高。作为参考与比较, 2013 年的 GDP 实际增长率为 7.7%, 当年的全社会固定资产投资名义增长率在 19.3%; 过去 30 年实际 GDP 年均增长率为 10.1%, 相对应全社会固定资产投资年均名义增长率为 22.3%。

以上述固定资产投资增长率与 GDP 增长率的关系为假设, 假定我们希望 GDP 实际增长率从 2013 年的 7.7% 以一种比较平滑的路径下降到 2018 年的 6%, 我们模拟出今后 5 年固定资产投资所需的最低的名义增长率、以及相对应的 GDP 与固定资产投资的总额的演变路径 (见表 1)。

根据这一路径, 今后 5 年全社会固定资产投资的总额将达到 329 万亿元人民币, 比过去 33 年 (1981-2013 年) 的投资总额 258 万亿元还要多。我们需要考察的是, 如此巨额的投资增长路径, 在现实中是否可行? 如果可行, 它会对中国经济的各个层面产生什么影响? 如果不可行, 它对中国经济又会产生怎样的冲击呢?



表 1：2014–2018 年的中国 GDP 与固定资产投资：一个假设路径

年份	实际 GDP 增长率 (%)	名义固定资产投资增长率 (%)	名义固定资产投资金额 (万亿元人民币)
2014	7.3	16	52
2015	7.0	14	59
2016	6.7	12	66
2017	6.4	10	73
2018	6.0	8	79

资料来源：博海资本。

可能路径一：巨额融资无法完成

如果按照表 1 所模拟的投资路径，要完成今后 5 年高达 329 万亿元人民币的固定资产投资，我们将要面临的第一个挑战就是：如何为其融资？

理论上讲，投资项目的资金来源主要有两大块，一是内部融资（或曰自筹资金），主要包括企业利润、固定资产折旧、资本金投入、和财政拨款，二是外部融资，包括贷款、发行债券、发行股票、商业信贷、以及其他各种融资工具。就中国过去这些年的经验和当前的经济与金融体制来看，企业利润、折旧和银行贷款是固定资产投资最主要的融资渠道（见图 10）。

图 10：固定资产投资、新增银行贷款、企业利润与固定资产折旧



注：企业税后利润为估计值，根据企业所得税总额与企业所得税税率计算得出；固定资产折旧也为估计值，根据国家统计局公布的年度资本形成总额计算出资本存量后，按照 10% 的直线折旧率提取。

资料来源：国家统计局，博海资本。

从图 10 展示的历史数据可以看出，2009 年以前，新增银行贷款、企业利润与固定资产折旧的总额，与固定资产投资的年度总额相差并不是特别大（在 2005–2009 年间每



年的缺口在 1.6-2.9 万亿元左右), 占固定资产投资总额的 7-19%, 因此通过其他渠道为固定资产投资所做的融资是相对有限、也比较稳定的。例如, 2009 年, 固定资产投资总额为 22.5 万亿元, 当年新增银行贷款为 10.5 万亿元(包括人民币与外币贷款), 企业利润估计值为 4.6 万亿元, 固定资产折旧估计值为 6 万亿元, 前者与后三者的差别仅为 1.6 万亿元。

然而, 从 2010 年开始, 这一缺口快速扩大。到 2013 年, 固定资产投资总额达到 44.7 万亿元, 当年新增银行贷款仅为 8.9 万亿元(包括人民币与外币贷款), 企业利润估计为 9.0 万亿元, 固定资产折旧估计值为 11 万亿元, 前者与后三者之和的差额达到 16 万亿元, 占固定资产投资总额的 35%。如此之大的融资缺口, 显然无法通过债券发行、股票发行等各种传统融资渠道来满足, 而这正是催生“影子银行”体系在过去几年快速增长的最主要原因。

令人担忧的是, 这一融资缺口在今后几年还会继续扩大。即便新增银行贷款从 2013 年的 8.9 万亿元翻倍、达到 2018 年的 18 万亿元, 企业利润可以达到 8-12% 年均增速(高于同期名义 GDP 增长率)、从 2013 年的 9 万亿元增加到 2018 年的 14.4 万亿元、固定资产折旧从 2013 年的 11 万亿元增加到 2018 年的 20 万亿元, 三者之和与 2018 年 79 万亿元的固定资产投资总额, 竟然还有 26 万亿元的差距。事实上, 根据我们的测算, 从 2015 年开始, 这个融资缺口每年都会超过 20 万亿元以上, 很难想象这么大的融资缺口可以通过财政拨款、债券融资、股票发行等传统融资渠道来弥补, 也很难想象“影子银行”体系可以快速扩大到可以填补上述缺口的规模。

因此, 我们认为, 有非常大的可能性, 中国的金融体系将无法为今后 5 年 329 万亿元的固定资产投资提供足够的融资。果真如此, 那么我们在表 1 中所模拟的投资增长路径和经济增长路径都无法实现。换句话说, 在 2018 年或之前的某一年, 中国的经济增长率就会下降到 6% 以下、甚至更低的水平。我们担忧, 这一路径无异于“硬着陆”, 会引起一连串的“多米诺骨牌”效应。

具体来讲, 企业盈利恶化将是“多米诺骨牌”中最直接和最关键的一环。我们的研究发现, 中国企业(尤其是国有工业企业)的利润率和利润增长率对经济增长率高度敏感, 因此经济增长率的些微下滑都有可能造成企业利润增长率(甚至利润绝对水平)的大幅度恶化(有关数据、成因及详尽分析, 请参阅《中国大型企业的盈利能力分析》, 《新金融评论》, 2013 年第 6 期)。概括来讲, 这源自中国企业薄利多销、以量取胜的粗放式商业模式, 企业利润增长受到产量(或销量)增长的严重影响, 这从中国工业增加值增长率与工业企业利润增长率的关系中也可窥一斑(见图 11)。

过去三年, GDP 增长率从 2011 年的 9.3% 降到 2012 年的 7.7%, 这 1.6 个百分点的下滑导致工业企业利润从 2011 年 25% 的增长急剧下滑到 2012 年的 5.3% (其中前 3 个季度为 -1.8%)。由于政府在 2012 年下半年出台“稳增长”措施, GDP 增长率在 2012 年 4 季度企稳回升, 2013 年得以维持在与 2012 年相同的 7.7%, 没有进一步下滑。而企业也通过减产能、减存货、减成本、调结构、增效益等多种举措, 逐渐适应了这一较低的增长水平, 使得工业企业利润在 2013 年实现了全年 12.2% 的增长。而从 2014 年前三个季度的情况看, GDP 增长率进一步下滑到 7.4%, 这 0.3 个百分点的下滑导致工业企业利润增长率下滑了 2.2 个百分点。事实上, 当工业增加值的年同比增长率从 7 月的 9.0% 下降到 8 月 6.9%, 工业企业的利润增长率则从 7 月的 15.4% 骤降到 8 月的 0.1%, 险些陷入负增长的区域。可想而知, 如果工业增加值的增长率进一步下滑, 企业利润将会陷入负增长的境地, 其中大批企业会陷入亏损。



图 11：中国工业增加值增长率与工业企业利润增长率的关系



资料来源：国家统计局，博海资本。

如果大批企业出现亏损，商业银行的坏账率势必上升，更多的信托产品将难以按期兑付，民间融资市场的债务链也会相继断裂，金融系统的风险会显著上升。同样，如果企业盈利下降或亏损增加，企业雇工的能力和愿望都会下降，就业增长势必放缓，税收增长则会下滑，而财政支出却因社会保障负担的增加而被动加大，这一增一减，势必带来财政状况的恶化。显然，这个“多米诺骨牌”的倒下将是一个危险的路径，它甚至有可能产生超出经济层面的冲击，因此必须及早制止。

可能路径二：巨额投资得以实现

如果我们可以采用一切可以使用的融资方法和工具，力保完成今后 5 年高达 329 万亿元人民币的固定资产投资，我们是否就可以平稳“着陆”、顺利抵达“新常态”呢？

答案也不乐观。因为虽然经济增长率可以实现平稳下滑，但经济体系中的其他变量可能会变得极为扭曲，并孕育更多的风险。

首先，我们要问，这 329 万亿元会投资到哪些领域？众所周知，由于过去多年的大量（过度）投资，中国在大多数传统制造业（如钢铁、水泥、纺织、服装、机械、玻璃等）都已形成了严重的产能过剩，近年来甚至在一些新兴制造业（如光伏多晶硅、风电设备等）也出现了类似问题。显然，继续把大量资金投入这些领域无异于饮鸩止渴。因此，我们应尽可能把这些资金投入更为前沿的新兴行业（如集成电路、3D 打印、环保设备、新材料、新能源汽车、机器人、生物制药等）之中，以达到产业升级和提升中国制造业国际竞争力的目的。然而，考虑到过去 33 年我们仅仅投资了 258 万亿元，就在大部分行业形成了如此普遍的产能过剩，如果今后 5 年内，我们再投资 329 万亿元，很难想象哪些行业（包括如今方兴未艾的新兴行业）还会不存在产能过剩？

其次，由于投资的边际收益递减，当如此巨额的固定资产投资在短短 5 年内完成以后，无论是老项目还是新项目的资本回报率都会大幅度降低。考虑到中国目前存在的大量过剩产能和过度竞争，绝大多数行业的资产回报率和资本回报率已经相当低，很多企业已经在亏损的边缘。因此，可以想象，当这 329 万亿元固定资产投资完成之后，企



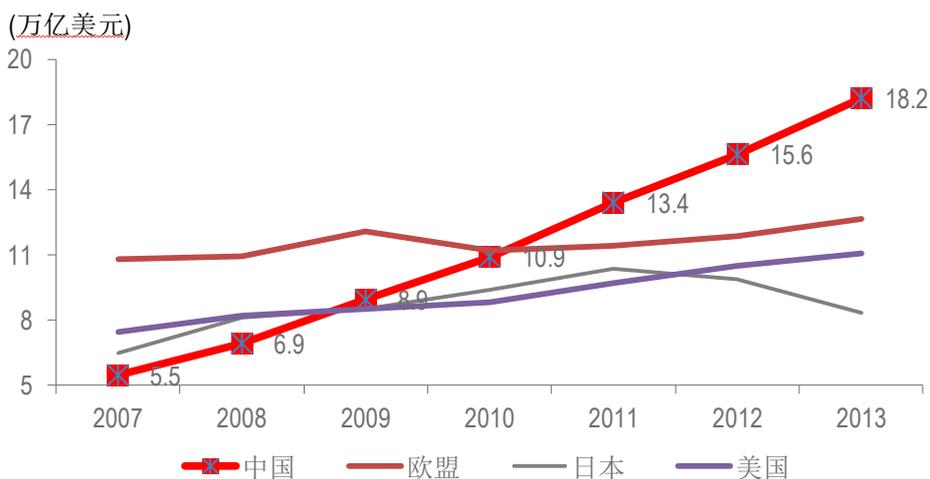
业的定价能力和盈利能力可能会变得更差，亏损面可能会更广。

第三，在目前的金融体系下，在短短 5 年内为固定资产投资筹集如此巨额的资金，即便不是不可能，也会因资金需求量过大而导致融资成本大幅度攀升。因此，“融资难”和“融资贵”的现象可能很难改观。让人担忧的是，在投资的边际收益递减的情况下，企业的融资成本却不断攀升，必然令投资项目的盈利能力更加恶化。

第四，如果这 329 万亿元的投资造成更大规模的产能过剩和更大面积的项目或企业亏损，金融机构的资产质量难免出现难以估量的恶化，孕育更大级别的金融风险。相对于“可能路径一”，在这个路径中，金融风险的暴露可能会更晚，但级别也可能更大。

第五，如果我们的金融体系在今后 5 年内可以为 329 万亿元的固定资产投资提供足够的融资（例如提供 200 万亿元以上的新增社会融资总量），中国的货币供应量将难免出现大幅度的增长。目前，我国的广义货币供应量 M2 已经达到 120 万亿元人民币，折合为 19 万亿美元。人民币已成为名副其实的世界第一大货币（图 12）。如果我们在 5 年内完成 329 万亿元的固定资产投资，保守的预测，到 2018 年，我们的 M2 会超过 200 万亿元。果真如此，这会对通货膨胀和资产价格产生何种影响？如果国内总体价格水平大幅度上升，这是否需要人民币汇率作相应的（大幅度）调整呢？

图 12：广义货币供应量 M2

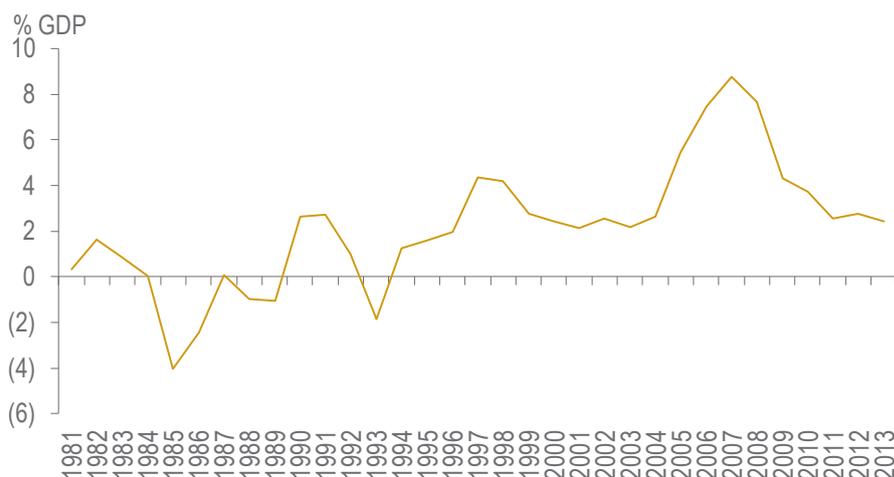


资料来源：CEIC，博海资本。

第六，从国民帐户的角度来分析，一国的经常帐户差额反映的是本国国内储蓄与投资的差额，即净储蓄率。中国的国内储蓄一向非常高，因此中国的经常帐户在过去 30 多年里的绝大部分时间都是顺差（图 13）。然而，在大部分投资过热的年份（如 1985-86 年，1988-89 年，1993 年），尽管当年国内储蓄率基本稳定（个别年份甚至有所上升），但依然出现了经常账户逆差。这表明，如果国内投资超出了国内储蓄，我们依然逃脱不了逆差的命运。



图 13: 经常帐户差额占 GDP 的比例



资料来源: CEIC, 博海资本。

不过,过去 10 年里,尽管我们也经历了两轮投资过热的周期(2004 年和 2009-10 年),但中国的经常账户却维持了顺差,这主要是因为这期间中国企业部门的盈利能力比较强,企业部门的储蓄率比较高。然而,自 2008 年以来,我们已经清楚地看到,中国的经常账户顺差无论是绝对金额、还是占 GDP 的比例都在明显下滑。这主要是因为企业部门的盈利能力下降,导致内部储蓄能力减弱,使得净储蓄率下降。如果今后 5 年我们要完成 329 万亿元的巨额投资、而企业的盈利能力还会进一步恶化、甚至出现大面积亏损的话,那么中国企业部门的内部储蓄率势必会继续下降,有可能导致净储蓄率出现比较持续和大幅度的负值,进而反映为经常账户逆差。如果经常账户出现持续性逆差,人民币升值的基础将不复存在。如果再考虑到今后 5 年人民币的广义货币供应量有可能翻倍(或接近翻倍)、资产价格、劳动力成本及整体的通货膨胀压力严峻的话,那么人民币出现较大幅度的贬值也是符合经济规律的。

可能路径三: 制度变迁导致投资意愿下降

在前面的两个可能路径中,我们实际上并没有假设任何制度变迁所导致的经济系统的参数变化,而是在假定制度安排不变的情况下,系统中的主要经济变量所发生的变化。在第三个可能路径中,我们简要探讨当前进行的改革举措对今后 5 年经济系统的一些“参数”的影响,并进而分析后者对经济增长路径的影响。

在“可能路径二”中,我们假设中国的金融体系可以为今后 5 年高达 319 万亿元的固定资产投资提供足够的融资,并假定企业部门和政府部门会利用这些融资工具来进行投资。然而,正如我们在本报告第一部门所提到的,由于对地方政府投融资体制的改革、对地方政府债务的金融监管与约束机制的日益完善、对地方政府官员政绩的考核标准的转变、对防治污染、保护环境的呼声和压力的日渐增强、以及反腐倡廉制度的日渐严格与规范化,都令地方政府及其官员对于利用投资来推动地方经济增长的积极性大打折扣。在这种大环境下,尤其是在国企改革的方式和路径尚不清晰的情况下,类似的激励机制变化在国有企业的高管中也有相似表现,使得地方政府和国企的投资意愿都可能出现明显降低。



事实上，在前述的第二种路径中，我们曾经提到，在产能过剩已经比较普遍的情况下，如果一方面投资项目的边际回报率递减，另一方面融资成本继续上升或居高不下，那么新的投资项目的盈利能力的确值得怀疑。对于私营企业来讲，即便金融系统可以提供足够的融资，企业家也不会愿意投资。如果今后几年我们的国企改革取得实质性的成功，企业的经营机制和经营效率得到质的改变，那么届时国有企业也不会投资那些无法盈利的项目。果真如此，那么我们所面临的最主要问题可能不是融资问题，而是投资意愿和投资需求问题。

在这一路径下，我们可能不会看到融资需求和融资成本的上升，相反，我们看到的可能是投资需求萎靡、融资成本下降、经济增长率快速下滑、失业增加、商业银行坏账上升、金融体系风险暴露、资产价格暴跌等。简单讲，这是一个通货紧缩的路径。一定程度上讲，今年的宏观经济形势似乎更符合这一路径。

小结：路径坎坷

前述的分析表明，无论在哪种路径下，6%左右的GDP增长率至少在今后5年内，似乎都不是中国经济的一个均衡点，或者至少不是一个稳定均衡。假如6%左右的经济增长率真是我们中期（10年左右）的潜在增长率的话，那么在到达这一均衡之前，我们的经济系统似乎必须经历一个更大的波动，之后才有可能回归到这一均衡（当然也有可能由于路径依赖的原因而无法回归到这一均衡点）。

在“路径一”的情况下，由于巨额融资需求得不到满足，导致融资成本飙升，经济增长快速下降（即“硬着陆”），企业大面积亏损或倒闭，就业形势恶化，资产价格泡沫爆破，银行体系坏账上升，投资者信心动摇，资本外逃导致人民币汇率贬值。

在“路径二”的情况下，巨额融资需求得以满足，投资意愿得以维持，经济增长“软着陆”，企业获得宝贵时间转型升级，就业形势稳定。但货币、信贷高速增长，“影子银行”体系继续膨胀，融资成本居高不下，产能过剩更为普遍和严重，资产价格上涨压力巨大，经常账户转为逆差，人民币汇率贬值压力增强。这一路径虽然可以拖延经济下滑的速度，但似乎埋下了更大的不稳定因素。

在“路径三”的情况下，由于各种改革措施初见成效，微观经济主体的经营效率提升，经营机制改善，但也导致投资意愿下降，融资和投资需求疲软，货币、信贷低速增长，无风险利率及民间融资成本都有所下降。产能过剩问题虽得到改善，但通货紧缩出现，经济增长同样出现“硬着陆”，导致企业大面积亏损或倒闭，就业形势恶化，资产价格下跌，银行体系坏账上升。



政策含义

按照我们前面的路径分析,无论选择哪条路径,中国经济似乎都难以避免较大颠簸。“路径二”虽然可以在今后几年内避免出现较大颠簸,但似乎又为之后的中国经济埋下了更大的不稳定因素。既然如此,这是否意味着宏观调控部门应该放弃“稳增长”政策、尽早让经济进行调整、“长痛不如短痛”呢?

可以想象,对上述路径的优劣的判断与取舍很难在经济学家之间以及政策制定者之间形成共识。这一方面是因为大家对于每条路径的成本与收益、风险与回报、以及潜在的超出经济层面的溢出效应有不同的估测和判断,另一方面也因为大家对代际之间(inter-generational)、不同社会群体和利益集团之间的成本与利益的再分配有不同的价值判断。这些因素使得大家对社会计划者(social planner)的目标方程(objective function)难以形成共识。

理论上讲,如果6%左右的经济增长率的确超出了中国经济的潜在增长率,政府的“稳增长”措施也只能买来一时、而不能买来持久的稳定。不过,在我们看来,即便买来3-4年的时间也很关键,因为这会多给企业3-4年的时间去升级转型,适应一个更低的经济增长率;也给“新经济”行业和服务业更多的时间去成长,增强它们吸纳就业和创造税收的能力。果真如此,即便经济增长率在3-4年后低于6%,届时企业也不至于出现大规模亏损,失业、金融与财政稳定的问题也不至于那么严重。这3-4年也给新一届政府更多的时间去推动户籍制度改革、建立失业救济制度、完善覆盖全社会的养老保障和健康保险等社会保障制度、建立存款保险公司等金融稳定机制、更深入持久地推动反腐倡廉和法制建设等。这些改革措施的落实将有助于在经济稳定与社会稳定之间建立一个“防火墙”,减轻经济波动对社会稳定的影响。

因此,我们非常认同新一届政府所提出的“宏观稳住、微观放活、社会保底”的策略。其核心就是要在今后几年尽可能防止经济增长过快下滑,实现一个相对比较平滑的增长减速的路径,从而利用宏观经济稳定的宝贵时间窗口来推动结构改革、建立“防火墙”,防止经济波动扩散到社会与政治层面。

一、宏观稳住

具体来讲,就是要利用政府目前所掌控的经济资源、金融资源与政策资源,在今后几年里尽可能减缓经济增长下滑的速度。这一方面是为结构改革、升级转型、及“新经济”部门的发展壮大“买时间”,另一方面也是为完善和巩固社会保障网、构建经济稳定与社会稳定之间的“防火墙”赢得宝贵时间。这其中最紧迫的工作之一依然是通过金融业放松管制等改革举措为今后几年的巨额投资提供足够的融资、以及通过各种稳增长措施和提升对外开放层次来消化吸收国内传统行业存在的巨大过剩产能。

为防止投资增长急剧下滑,就必须保证今后5年329万亿元的巨额固定资产投资的融资需求。从这个意义上讲,通过金融放松管制来拓展融资渠道、为巨额投资筹措足够资金也就成为当前的燃眉之急。令人欣慰的是,在过去一年里,一系列以“放松管制”(deregulation)为核心的经济与金融改革被陆续实施,尤其在金融自由化方面步伐迅速(如重启资产证券化、允许市政债、城投债的常规发行、改革新股发行制度、允许金融机构发行优先股、放宽资产管理的准入门槛和行业限制、降低民营银行的准入门槛、鼓励互联网金融的发展、鼓励融资租赁等)。这些措施将拓宽微观经济主体的融资渠道,缓解今后5年可能发生的融资难题。



与此同时,在过去半年多,中央政府推出了一系列把稳增长与调结构、促改革相结合的措施,尽量达到一箭双雕甚至一箭多雕的效果。例如,中央政府重启国家电网的升级与“西电东输”项目,大力推广新能源汽车项目,不但有利于稳定投资增长,而且有助于西部大开发,还有利于促进清洁能源等新兴产业的发展,减轻东部地区雾霾和污染的压力,实为一箭多雕;再如,中央领导今年频频出访,在全球范围内推销中国的高铁设备、核电设备等,并通过推动建立金砖银行、亚洲基础设施投资银行、兴建跨越欧亚大陆的高铁项目、重建“丝绸之路”和“海上丝绸之路”等举措来提升中国对外开放与合作的层次与水平,推动中国中高端制造品的出口,通过输出资本来输出国内过剩产能。这些举措都有利于“宏观稳住”。

当然,由于“稳增长”的关键是稳投资,而稳投资的关键之一是稳定房地产投资,因此,在房地产政策方面的调整是近期“宏观稳住”政策的关键一环。目前,绝大部分地方的房地产“限购”政策已经放松或者取消。但仅仅放松限购可能还不够,还需要进一步放松房地产相关的信贷政策,尤其是与首套房、改善性住房相关的有实需背景的住房抵押贷款、以及有利于开发商完成已开工项目的开发贷款等,切实让市场在资源配置中起决定性的作用。这对于稳定近期的房地产投资和增进低收入群体的福利都是必要的。

二、微观放活

然而,“宏观稳住”不是目的,只是为结构转型与产业升级“买时间”的手段。我们要利用“宏观稳住”的宝贵时间窗口,抓紧落实“微观放活”的政策措施,继续大幅度放松各种不必要的管制措施,促进结构调整与升级转型,提升对外开放水平,尽可能培育和发展“新经济”,鼓励和推动民营经济的成长,以便在传统行业和国有经济不得不调整之时,使“新经济”和民营部门能够对经济增长起到更大的承接和稳定作用。

目前,这些新经济元素在体量上尚无法与传统部门相提并论。但是,由于这些新经济元素类别多、分布广、市场需求巨大、成长速度惊人,因此它们确实有可能在几年后成为替代传统行业的新的投资标的和经济增长点。对这些行业的投资,不但能弥补传统行业投资的边际收益快速下滑的问题,也许还会催生出更多的新兴产业,进一步拉动科学技术与商业模式的创新,进一步改变人们的生活方式,从而形成一个正反馈。可以想象,只要宏观经济与社会环境稳定、市场准入与竞争机制不被扭曲,这些新经济元素在今后数年有可能加速成长。虽然这些新行业的兴起在短期内尚无法消除传统行业去产能所带来的剧痛,却有可能大大减轻后者给经济与社会带来的冲击。

三、社会保底

根据我们对转轨路径的分析,“宏观稳住”的政策只是权宜之计,不可能持久。而“微观放活”的速度和效果如何,也存在很多变数。因此,存在一种风险,即在“微观放活”的效果尚不够强大之前,“宏观稳住”的能力已经大幅度削弱,此时经济的波动性会明显提升。为防止经济波动引起社会波动,必须抓紧构建、完善、夯实社会保障体系,从而在经济波动到来时,形成一个坚固的防火墙,防止经济波动扩散到社会层面。这正是“社会保底”的意义所在。

例如,我们要抓紧建立涵盖所有类别就业人口的**失业救济制度**,进一步完善**覆盖全民的各项社会保障体制**(如基本健康保险、基本养老保险等),以便在出现大规模失业之时,失去工作的劳动者有稳定的收入预期和维持基本生活水平的能力。我们还要抓紧建立**存款保险公司**,以便在出现银行倒闭的情况,防止出现大规模的银行挤兑行为,



也给政府的救助成本封顶（因为在中国的现实情况下，没有存款保险公司意味着政府对银行所有的存款提供隐性担保）。

另外，如果我们可以预见到，在迈向“新常态”过程中，较大幅度的经济调整难以避免，那么决策部门应该立即着手建立危机缓冲或止损机制，采取一系列“排雷”措施，在转轨的过程中有序、有控制、有隔离地引爆一些“经济炸弹”，清除经济与金融体系中的一部分高风险因素，或将高风险因素通过制度安排分散在更久远的未来，避免各种风险因素在今后 3-4 年集中爆发。

例如，要积极拓展银行贷款之外的融资渠道，尽快降低经济发展对银行贷款的过度依赖，将银行体系所承担的过多风险分散到各种其他类别的更适合承担更大风险的融资模式中去（如风险投资、私募股权投资、股票、债券、融资租赁、小额贷款公司、典当行等等）；采取地方政府融资平台贷款“国债化”的措施，通过债务期限的延长和举债主体的改变来降低商业银行的坏账风险，解除这一“定时炸弹”在今后 3-4 年引爆的风险。形象地来讲，这些举措相当于把一个大炸弹（银行体系）尽早地拆解为多个小炸弹，并且采取措施争取这些小炸弹不同时爆炸、或者爆炸时不产生大规模的连锁反应。

总之，虽然中国经济在迈向“新常态”的过程中很可能要经历较大幅度的调整和波动，但只要政府应对得当、抓紧建立各类“防火墙”，防止经济波动扩大到更广泛的社会层面，经过调整之后的中国经济应该会更健康、更具国际竞争力。这对中国经济在此之后的 10-20 年里达到一个可持续的中速增长的“新常态”是非常必要和有益的。



免 责 声 明

本报告中的观点仅代表作者个人观点，不代表其所在单位或机构意见。论坛对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本报告的版权为北京四十人论坛顾问有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、上网或引用。