



中国金融四十人论坛宏观经济分析小组
孙明春执笔

“宏观稳住”的难点和对策

要点：

“宏观稳住”的意义和成果

在“宏观稳住、微观放活、社会保底”的政策思路下，过去两年来，宏观经济决策部门通过稳增长、防风险等“宏观稳住”措施为调结构、促改革、惠民生赢得了宝贵的时间，令其能够在加速经济转型、完善社会保障、提升对外开放水平等方面取得一系列成绩。在没有采用大规模刺激政策的情况下，决策部门通过适时预调微调、创新定向调控工具、推动结构性改革等手段达到了“宏观稳住”的效果，实属不易。

“宏观稳住”的难点

然而，由于中国经济的体量越来越大，“宏观稳住”的难度越来越高。这从今年上半年的宏观经济形势中可窥一斑。尽管一系列稳增长措施已陆续推出一年多，但实际 GDP 增长率依然下降到六年来的新低（7.0%），而且根基并不稳定；虽然决策部门已采取诸如地方政府融资平台债务置换等措施尽可能化解潜在的金融风险，但存在于影子银行体系、多层次资本市场、乃至正规银行系统的各式各样的“地雷”依然有可能令人防不胜防。

我们认为，当前实现“宏观稳住”的主要难点有以下几方面：

- 一、 由于投资占 GDP 近一半，稳增长必须稳投资，而这需要巨额的资金支持，很可能超出我们现有金融体系的融资能力；
- 二、 由于房地产、制造业等行业已出现趋势性拐点或存在明显的产能过剩，企业盈利能力呈下降趋势。在传统行业里越来越难以发掘到具有盈利前景的投资机会，致使企业投资意愿下降，相关借贷需求萎缩，经济陷入通货紧缩和流动性陷阱的风险加大。在这种情况下，货币政策的传导机制不再灵敏，降息、降准乃至数量宽松政策对总需求的影响有可能事倍功半；



- 三、 由于“新常态”下各类经济主体的激励机制、制度约束和行为模式发生了变化，传统的稳增长政策（如地方政府主导的基建投资）的传导机制已不如以往那样畅通，令基础设施投资在“稳投资”中的作用有所减弱；
- 四、 企业盈利能力下降、现金流恶化导致金融机构资产质量压力增大，金融体系自身的稳健性下降，这不但削弱了它们给实体经济融资的能力和意愿，也令金融体系自身的风险上升；
- 五、 由于“宏观稳住”所需动用的资源量越来越大，成本越来越高，由此造成的新的效率损失和机制扭曲与“宏观稳住”的政策初衷也愈益背离，这令宏观决策当局进退两难。

“宏观稳住”的前景

在上述因素影响下，在今后 2-3 年里，“宏观稳住”的难度会急剧增大，宏观层面的波动性会明显提升。我们预测 2015 年实际 GDP 增长率会略低于 7%（6.8%）；估计 2016 年会进一步下滑到 6.5% 左右，甚至更低。受其影响，企业盈利会进一步下降，就业压力有可能上升，商业银行资产质量恶化的趋势应该不会有明显改善。房地产市场虽然出现了新一轮复苏，但其可持续性应该弱于以往几轮的上升周期。在企业盈利没有改善的背景下，资本市场的亢奋有可能带来资产价格的巨大波动。这些因素都会加大整个金融体系承受的内部与外部压力，进一步增加“宏观稳住”的难度。

政策建议

鉴于“宏观稳住”的难度越来越大、成本越来越高，我们建议决策部门有取有舍，有进有退，有的放矢，在确保不出现区域性和系统性危机的前提下，适当允许经济与金融体系在运行中承受更大的波动性，以最快的速度为整个系统释放压力。

具体来讲，建议宏观经济决策当局考虑以下措施。

- 一、 把财政政策作为“宏观稳住”的主要政策工具。由于当前经济有迈向通货紧缩和“流动性陷阱”的迹象，货币政策的传导机制不够畅通，减息、降准、乃至数量宽松政策对提振总需求（尤其是投资需求）的效果可能非常有限，因此必须着力发挥积极的财政政策的杠杆作用，撬动私营部门的投资与消费活动。如果形势需要，决策当局可以考虑大幅度减税、推出新一轮的消费补贴、及加大地方政府债务置换力度等措施，通过改善企业盈利、提振消费和投资意愿来缓解经济增长下滑和股市下跌的压力，也可以适度化解和释放金融



风险。

- 二、继续通过“微观放活”来协助“宏观稳住”。过去两年来，宏观决策当局通过简政放权、深化改革、提升对外开放水平、以及鼓励创业创新等措施来降低准入门槛和交易成本，释放民间投资和消费的潜力，缓解经济下行的压力，取得了稳增长和调结构一举两得的效果。我们认为应该坚持这一思路，不能因为短期的经济下滑压力增大或资本市场的波动而停止或延迟上述措施。具体来讲，我们建议尽快解除近期“救市”中采取的一些非常规措施（如尽快恢复 IPO、尽快解除有关机构和个人在股票减持方面的限制，等等）；尽快回到“三中全会”以来确定的既定改革路径上来（如将 IPO 的发行机制从审批制转为注册制；尽快宣布开通“深港通”；等等）。这些举措会消除公众对改革停滞甚至倒退的担忧，提振企业家和投资者的信心。
- 三、适当降低对“宏观稳住”的要求条件。鉴于“宏观稳住”的成本越来越高、难度越来越大，而政府在“社会保底”方面的能力越来越强，防止经济波动扩散到社会与政治层面的“防火墙”越来越坚固，我们认为，“宏观稳住”的必要性在下降，决策当局适度放松“宏观稳住”的条件也更趋成熟。具体来讲，可以考虑进一步降低经济增长目标、允许更多金融机构打破“刚性兑付”、允许更多企业破产倒闭、允许资产价格、汇率、利率等出现更大幅度的波动等等，尽早在局部领域或区域进行经济与金融风险的压力测试，以尽快、有序、有隔离地释放经济与金融体系内积累已久的风险与压力。以上措施虽然有可能增加经济与金融体系在短期的波动性，但经过上述调整后的中国经济会更健康、经济发展会更具可持续性；这样也可以节省宝贵的金融与社会资源，以待将来形势更迫切需要时使用。
- 四、防止把改革作为经济与市场波动的“替罪羊”。我们再次建议，应该在舆论层面上调整决策者、学术研究人员及公众对改革的预期，防止将来对“宏观稳住”的要求放松后、公众把改革作为经济与市场波动的“替罪羊”。我们再次强调，不管改革与否，由于风险长期积累和结构长期扭曲而产生的经济与市场调整都是不可避免的。低估“宏观稳住”的难度、高估政府“宏观稳住”的能力有可能是经济与市场波动到来时导致政府应对失当的最大风险。但遗憾的是，由于改革自身也是有风险的，届时舆论很有可能把改革作为经济与市场波动的“替罪羊”。果真如此，那么我们多年所做的各项改革与开放措施届时就很可能被全盘否定，进而出现体制倒退的现象。



引言

去年10月，在我们执笔的中国金融四十人论坛《2014年第三季度宏观政策报告》中，我们指出，“中国经济迈向‘新常态’的路径很可能并不平坦，主要是因为投资驱动经济增长已是强弩之末”。在文中讨论的迈向“新常态”的三种可能路径中，当时我们认为最可能成为现实的是一条近似于通货紧缩的路径。虽然中国经济目前还没有走上这一路径，但从过去三个季度中国经济发展的蛛丝马迹来看，我们似乎有更多的数据和证据来维持这一判断。

在那份报告的政策建议部分，我们强调，“如果经济颠簸难以避免，政府应该坚持‘宏观稳住、微观放活、社会托底’的政策思路，抓紧建立‘防火墙’，防止经济波动扩散到社会层面”。从过去三个季度的实际情况看，宏观决策部门在贯彻落实这一政策思路方面取得了很大进展。在没有采用大规模的货币、信贷、财政、投资等刺激政策的情况下，决策部门通过适时预调微调、创新定向调控工具、推动结构性改革等手段达到了“宏观稳住”的效果，实属不易。

然而，由于中国经济的体量越来越大，“宏观稳住”的难度越来越高，所需动用的资源量越来越大，由此产生的新的效率损失和结构扭曲与“宏观稳住”的政策初衷也越来越背离，这令宏观决策当局进退两难。另外，虽然决策部门已采取诸如地方政府融资平台债务置换等措施尽可能化解潜在的系统性金融风险，但存在于影子银行体系、各层次资本市场、乃至正规银行系统的各式各样的“地雷”依然有可能令人防不胜防。

在本报告中，我们将着力分析当前“宏观稳住”政策的主要难点，并在此基础上预测中国经济的短期和中期走势，提出相关的政策建议。

“宏观稳住”的意义和成果

我们认为，“宏观稳住、微观放活、社会托底”是新一届领导层对中国宏观政策的一个高屋建瓴的方针和指引。在当前中国经济迈向“新常态”的进程中，这一指引对于中国经济和社会的平稳转型具有重大意义。

在我们看来，“宏观稳住”主要包含两方面的意义。一是稳增长，即政府要利用目前所能动用的经济、金融与政策资源，尽可能减缓经济增长的下滑速度，防止出现“硬着陆”。二是防风险，即政府要通过调整制度安排或利用自身所掌握的资源来化解、释放或缓解隐藏于经济与金融体系之中的各类风险因素，建立危机缓冲或止损机制，有序、有控制、有隔离地引爆一些“经济炸弹”，或通过新的制度安排将高风险因素分散在更久远的未来，避免出现系统性或区域性经济与金融危机。

“微观放活”就是要通过简政放权、放松管制、深化改革、对外开放等措施来降低准入门槛和交易成本，释放民众创业与创新的能力，促进经济结构调整和企业转型升级，从而提升企业经营效率和核心竞争力，培育和发展新的经济增长极和国际竞争优势，使新兴产业和民营经济能够对中国经济增长起到更大的承接和推动作用。

“社会托底”就是要通过拓宽和夯实社会保障网、建立更加权威的法治社会体系、构建各类危机应急机制，来提升中国社会的稳定性和柔韧性，增强社会与政治体系抵御经济波动的能力。

就三者之间的关系来讲，“宏观稳住”不是目的，只是“买时间”的手段，是为“微



观放活”和“社会托底”来“买时间”。我们要利用宏观经济与金融体系相对稳定的这段宝贵时间，抓紧落实“微观放活”的政策措施，以便在传统行业不得不调整之时，使新兴行业能够对经济增长起到更大的支撑作用；我们也要利用宏观经济与金融体系相对稳定的这段宝贵时间，抓紧构建“社会托底”的法制与社会保障架构，因为存在一种风险：即在“微观放活”的效果尚不强大之前，“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上升。如果届时“社会托底”的各项任务已经基本完成，那么在经济波动到来时，“社会托底”的各项机制会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“社会托底”的意义所在。

过去两年，在“宏观稳住、微观放活、社会托底”的政策思路指引下，宏观经济决策部门通过稳增长、防风险等“宏观稳住”措施为调结构、促改革、惠民生赢得了宝贵的时间，令其能够在加速经济转型、完善社会保障、提升对外开放水平等方面取得一系列成绩。例如，决策当局抓住“宏观稳住”的有利时机，果断推出了利率市场化、人民币国际化、自贸区试点、存款保险制度、“大众创业、万众创新”、“互联网+”，“一带一路”、高铁外交、亚洲基础设施投资银行、丝路基金、金砖银行、沪港通、中港基金互认等一系列深化改革开放的措施。

从数字上看，今年上半年，第三产业增加值占国内生产总值的比重达到 49.5%，比去年同期提高 2.1 个百分点，高于第二产业 5.8 个百分点；同期最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 60.0%，比上年同期提高 5.7 个百分点。在居民消费中，全国网上零售额 1.6 万亿元，同比增长 39.1%，远远超过社会消费品零售总额 10.4% 的增速，显示了“互联网+”战略的威力及新兴商业模式的迅速崛起。单位国内生产总值能耗同比下降 5.9%，显示节能降耗也继续取得新进展。另外，在 2014 年的出口总额中，一般贸易的比重已经上升到 51%，而加工贸易的比重则下降到 38%，大大改变了 2010 年前中国出口中加工贸易占主导的局面。没有“宏观稳住”的大背景，我们在结构转型方面取得上述成绩和进展是很难想象的。

就“宏观稳住”而言，在没有采用大规模的货币、信贷、财政、投资等刺激政策的情况下，宏观决策部门通过适时预调微调、创新定向调控工具、及推动结构性改革等手段达到了“宏观稳住”的效果。例如，从货币与信贷增长来看（见图 1），过去一年，虽然宏观决策部门一直在陆续推出“稳增长”的措施，却没有走 2008-09 年“强刺激”的老路，没有大幅度放松货币与信贷政策，而是采取了相对中性、预调微调、定向调控的措施；从固定资产投资的新开工项目来看，也没有出现计划投资额“井喷式”的上涨，说明去年以来的“稳增长”政策确实是以“稳”为主，而没有“刺激”，尤其是没有通过大规模地新开大型基建项目来刺激投资增长（见图 2）。

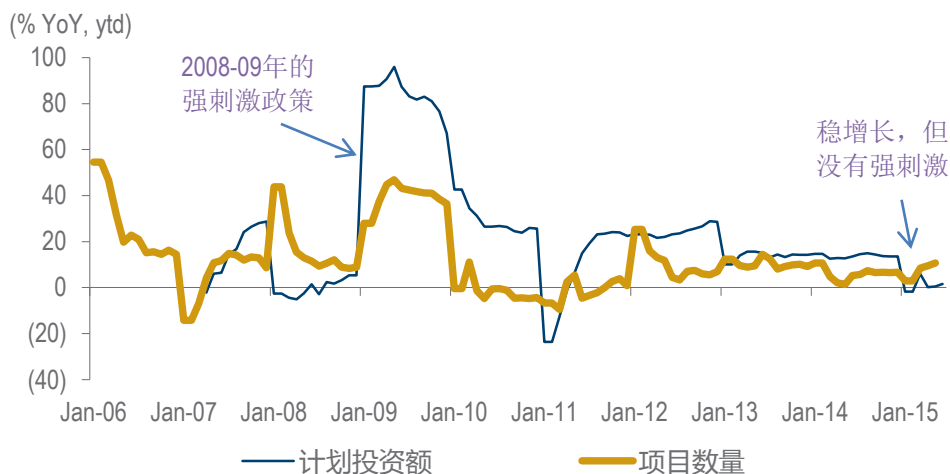
在这种背景下，中国经济增长能够在去年达到 7.4%、今年上半年达到 7.0%，实属不易。与此同时，除了资本市场出现了较大波动之外，无论是正规的金融体系还是影子银行体系都保持了相对平稳的态势，没有出现区域性或系统性的金融危机，房地产市场甚至出现了明显复苏，显示了“宏观稳住”的成效。



图 1：广义货币供应量（M2）与银行贷款余额年同比增长率（%）



图 2：固定资产投资新开工项目数量与计划投资额的年同比增长率（%）

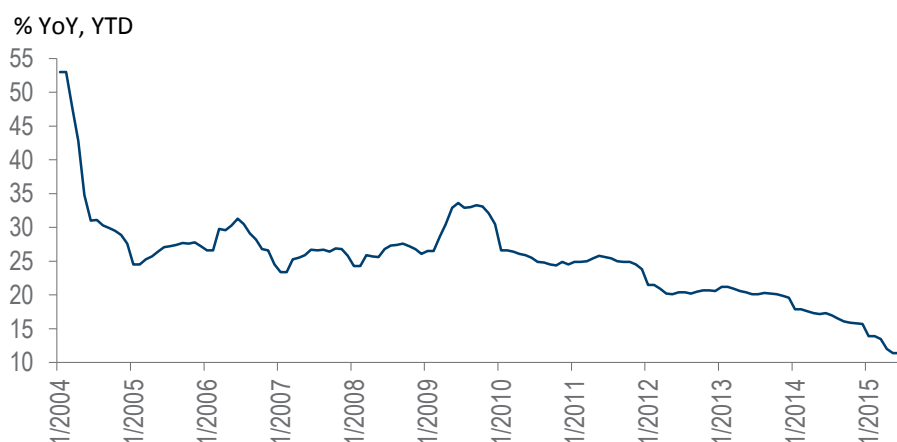




“宏观稳住”的难点

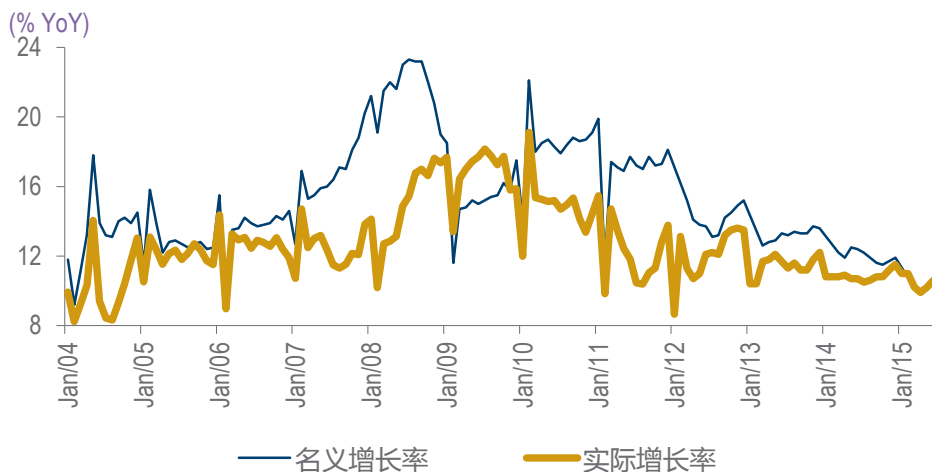
虽然宏观决策当局成功实现了“宏观稳住”，但由于中国经济的体量越来越大，“宏观稳住”的难度越来越高。这从今年上半年的经济形势中可窥一斑。尽管一系列稳增长措施已陆续推出一年多，但今年上半年的实际 GDP 增长率仍然降到 7.0%，为六年来最低；固定资产投资增长率似乎有加速下滑的趋势，降到 11.4%，为十多年来最低（见图 3）；消费（社会消费品零售总额）表现相对平稳，但其实际增长率也在回落，降到 10.5%，低于去年全年 10.8% 的平均增速（见图 4）；出口数量在剔除 2 月份的剧烈波动之后，其他几个月份都出现了年同比负增长的现象（见图 5）。

图 3：固定资产投资名义增长率



资料来源：国家统计局，博海资本。

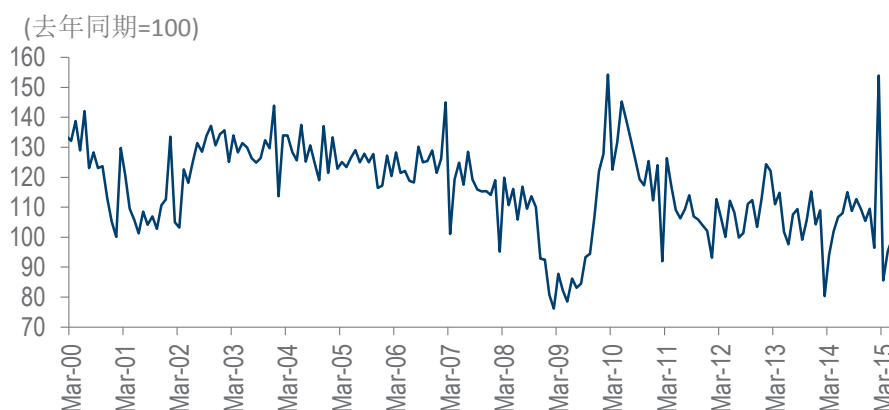
图 4：社会消费品零售总额增长率



资料来源：国家统计局，博海资本。



图 5：出口数量指数



资料来源：国家统计局，博海资本。

“宏观稳住”的难度之所以越来越大，很可能源于以下几个主要原因。

一、巨额投资有可能超出当前金融体系的融资能力

在《2014 年第三季度宏观政策报告》中，我们对此问题已做过详细论述。概括来说，鉴于投资占 GDP 的比例高达 46%，稳增长的关键依然是稳投资。然而，根据我们的测算，要在今后 5 年（2015-2019）维持中国经济 5-7% 的增长率，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至少要保持 4-12%，甚至更高（见表 1）。与之相对应，今后 5 年全社会固定资产投资的总额将达到 336 万亿元人民币，比过去 34 年（1981-2014 年）的投资总额 309 万亿元还要多。

表 1：2014-2018 年的中国 GDP 与固定资产投资：一个假设路径

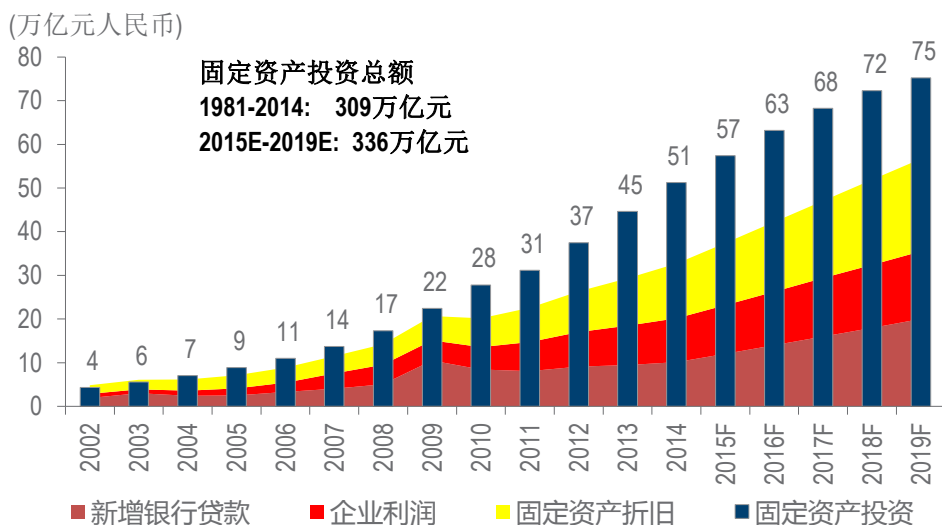
年份	实际 GDP 增长率 (%)	名义固定资产投资增长率 (%)	名义固定资产投资金额 (万亿元人民币)
2014	7.4	15.3	51
2015E	7.0	12	57
2016E	6.5	10	63
2017E	6.0	8	68
2018E	5.5	6	72
2019E	5.0	4	75

资料来源：国家统计局，博海资本。

如此巨额的固定资产投资将面临一个巨大挑战，即如何为其融资。根据我们的测算，在 2015-2019 年间，固定资产投资的三大主要资金来源（企业利润、固定资产折旧、和银行贷款）之和与表 1 中所列的固定资产投资总额的年度缺口平均在 20 万亿元左右（见图 6）。这么大的年度融资缺口，仅靠财政拨款、发行债券、发行股票或其他非主流的融资渠道，估计是有难度的。

实际上，从今年上半年的情况来看，固定资产投资到位资金同比仅增长 6.3%，远低于固定资产投资 11.4% 的增速（见图 7）。这在一定程度上表明（及预示），如果融资问题得不到很好解决，资金约束依然有可能成为制约下半年投资增长的一个重要因素。

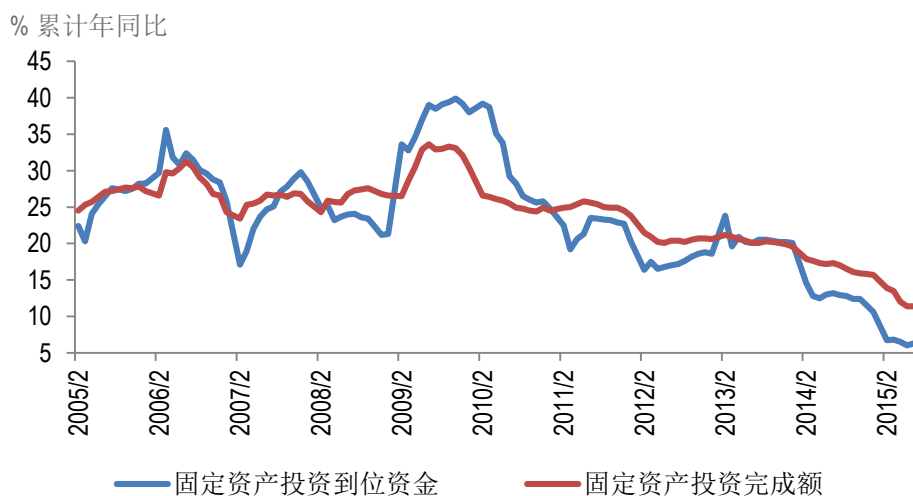
图 6：固定资产投资、新增银行贷款、企业利润与固定资产折旧



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。

图 7：固定资产投资到位资金同比增长率



资料来源：国家统计局，博海资本。



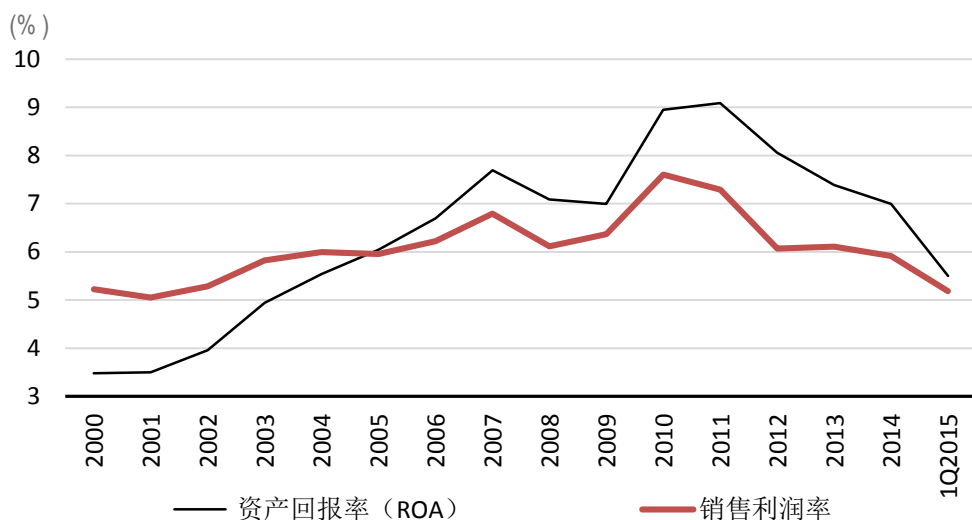
二、 盈利能力下降削弱了制造业企业的投资意愿

除了融资缺口以外，固定资产投资增速下降的另一个可能原因是实体经济中难以找到足够多的具有盈利能力的投资项目，导致企业投资意愿下降，相关借贷需求萎缩，经济陷入通货紧缩和流动性陷阱的风险加大。在这种情况下，货币政策的传导机制有可能不再灵敏，降息、降准乃至数量宽松政策对刺激投资的效果有可能大打折扣。

今年上半年，GDP 增长率从去年 3 季度的 7.3% 下降到 7.0%，而同期工业企业的利润增长率从 7.9% 下降到 -1.3%（即出现了利润绝对额的下降），显示出利润增长率对经济增长率高度敏感。如果这一现象继续保持，那么随着 GDP 增长率的进一步下滑，工业企业的盈利能力还会大幅度下降。

实际上，工业企业盈利能力的下降已成为近年的趋势。根据国家统计局的数据，规模以上工业企业的销售利润率在 2010 年见顶，达到 7.6%，而到今年 1 季度，这一指标已下降到 5.2%，回到 2002 年的水平；工业企业的资产回报率在 2011 年见顶，达到 9.1%，而今年 1 季度则降到 5.5%，回到 2004 年的水平（见图 8）。

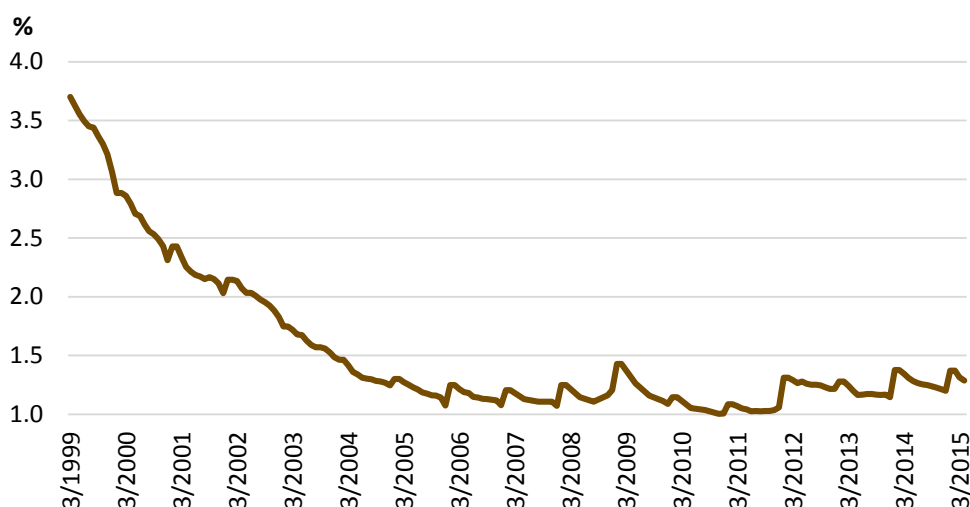
图 8：规模以上工业企业的销售利润率与资产回报率



资料来源：国家统计局，博海资本。

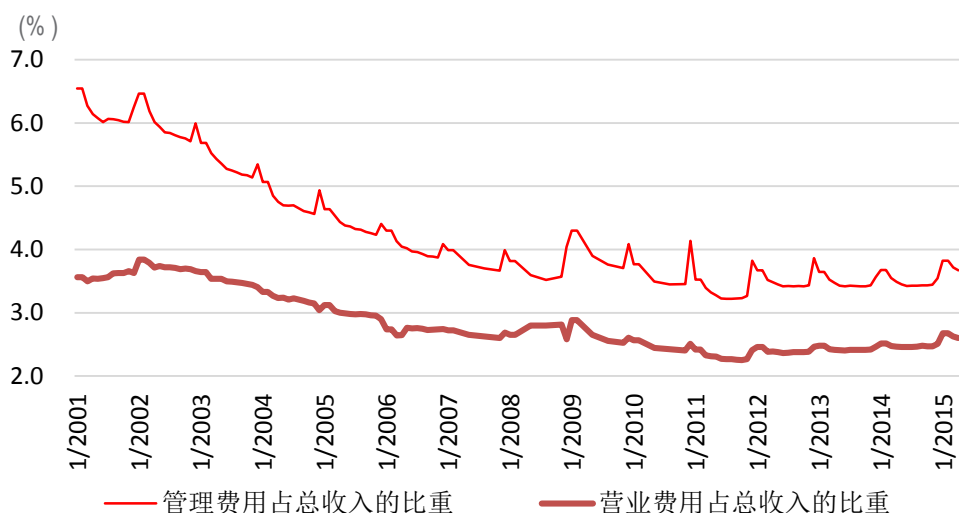
根据我们的分析，工业企业盈利能力下降的主要原因似乎并不是“融资贵”，因为财务费用（包含利息）占工业企业销售收入的比重不到 1.5%，而且自 2004 年以来就一直在 1.0%-1.5% 之间，最近几年并没有很大变动（见图 9）。这意味着，降息这一货币政策工具即便可以顺利传导到企业的实际融资成本这个层面，其对规模以上工业企业的盈利（以及投资意愿）的影响可能也非常有限。同样，管理费用和营业费用占工业企业销售收入的比重自 2008 年以来也都保持平稳（见图 10），应该也不是造成企业利润率下降的主因。

图 9：财务费用（含利息）占工业企业销售收入的比重



资料来源：国家统计局，博海资本。

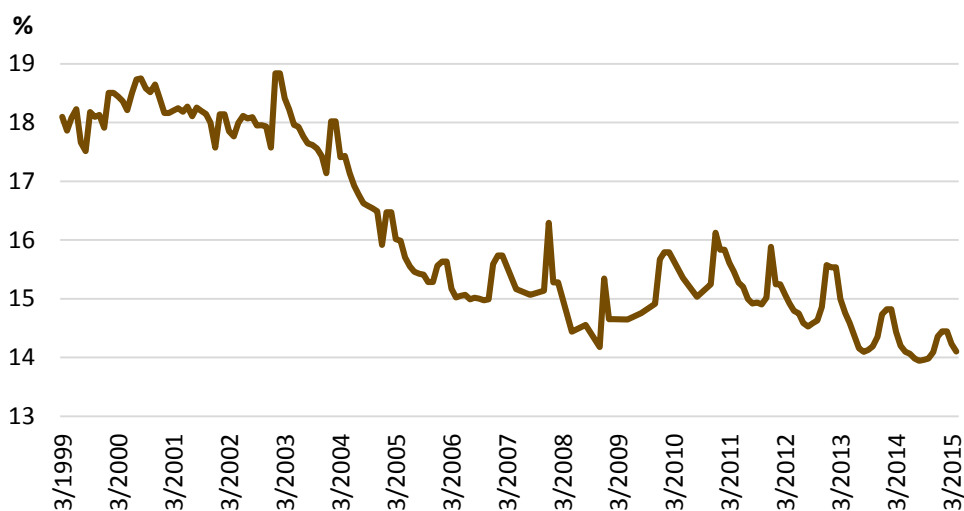
图 10：管理费用与营业费用占工业企业销售收入的比重



资料来源：国家统计局，博海资本。

我们认为，工业企业利润率下降的最主要原因是主营业务的毛利润率 (gross margin) 下降 (这里我们将毛利润定义为主营业务收入与主营业务成本的差额)。根据国家统计局公布的数据测算，我国规模以上工业企业的毛利润率已从 2000 年前后的 18% 左右下滑到目前的 14% 左右 (见图 11)。究其原因，很可能有以下三方面：(1) 产能过剩导致企业缺乏定价权，引发过度的价格竞争；(2) 劳动力成本的上升快于劳动生产率的上升，导致单位劳动力成本上升；(3) 近年产能扩张过快导致固定资产折旧摊销压力快速上升。

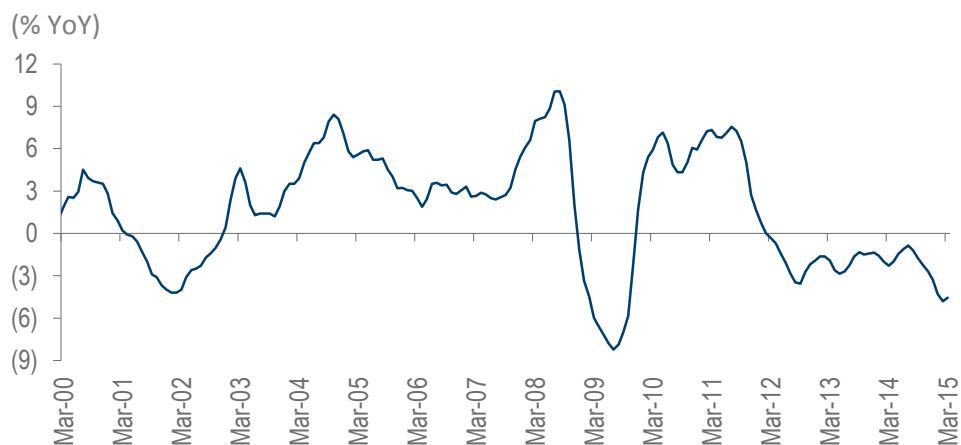
图 11：规模以上工业企业主营业务毛利润率



资料来源：国家统计局，博海资本。

(1) 产能过剩导致企业之间竞相压价、压低了毛利润率的现象，从这几年工业品出厂价格指数（PPI）的连年下降之中可窥一斑。自 2012 年 3 月以来，PPI 已经连续 40 个月出现了年同比的负增长（见图 12）。这其中虽然有全球大宗商品价格下跌的因素，但由于产能过剩的存在，位于产业链中下游的工业企业却不能把更低的原材料成本转化为更大的利润率，而是被迫下调产品出厂价格，把原材料成本下降的大部分好处都转让给了更下游的企业或最终消费者。

图 12：工业品出厂价格指数（PPI）



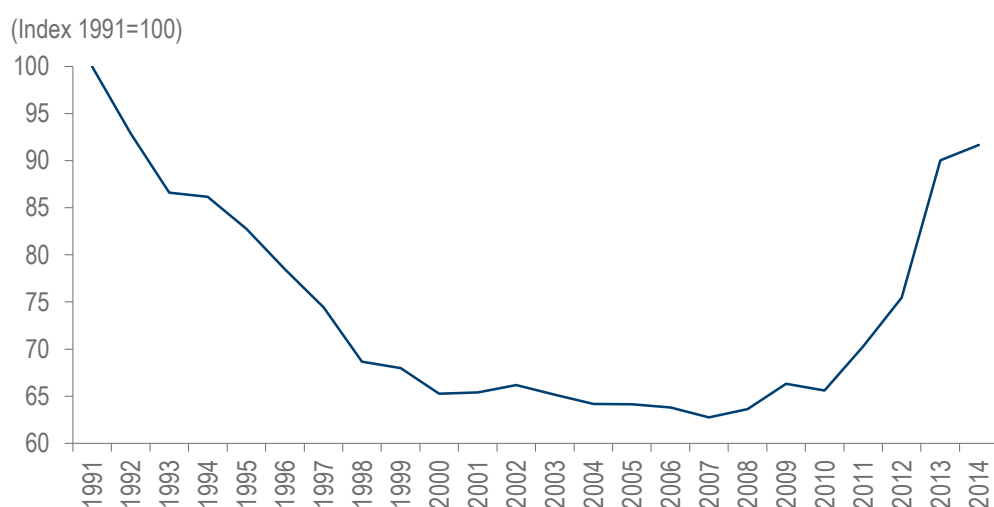
资料来源：国家统计局，博海资本。

(2) 由于缺乏足够高质量的企业层面的数据，我们无法对中国工业企业的单位劳动力成本做出准确衡量。作为一个近似，我们根据国家统计局公布的宏观层面的就业与工资数据，对中国非农行业的单位劳动力成本做了一个粗略的估算，结果显示，自 2008

年以来，这一指标出现了大幅度上涨（见图 13）。到 2014 年，这一指标已经回到了 1992 年的水平，说明中国非农就业部门在 1992-2007 年的 16 年间通过劳动生产效率改善超过劳动力成本上升所带来的竞争力的改善，已经在 2008-2014 年的 7 年里彻底丧失。当然，我们承认，由于数据质量的问题，我们的测算可能并不精确。但这一测算所透露的趋势应该包含了大量信息。

虽然从收入分配的角度来讲，近年来单位劳动力成本上升改变了以往工资上涨赶不上劳动生产率上涨的现象，对于改善劳动者福利、增强家庭部门的消费能力很有裨益，但毋庸讳言的是，这一现象也意味着企业竞争力的下降和盈利能力的恶化，降低了企业的投资意愿。

图 13：中国非农业部门的单位劳动力成本指数



资料来源：国家统计局，博海资本。

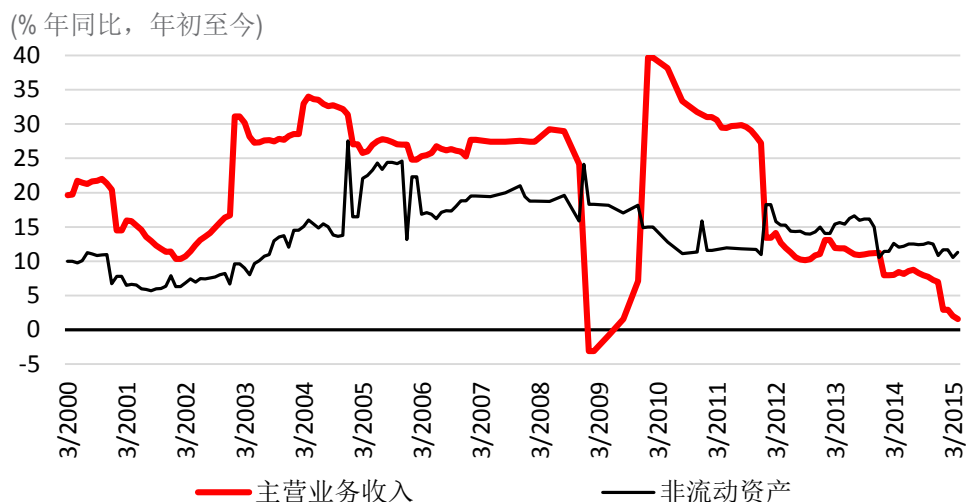
(3) 产能扩张过快导致固定资产折旧摊销压力快速上升，源自中国企业薄利多销、以量取胜的粗放式商业模式。由于产品同质化，企业必须依赖价格竞争来增加销售，占领市场。这导致企业毛利润率很低。在低毛利的情况下，企业为获得更大利润则必须扩大销售，而扩大销售则必须以扩张产能为支持。在这种模式下，企业根据自身对未来销售成长的预期和规划，不断扩充产能，导致企业在未来一段时间固定资产折旧的摊销成本不断上升。如果实际销售额的成长能够达到预期，其收入成长足以覆盖固定成本的快速增加；然而，一旦经济增速放缓超出预期，企业的销售收入增速也随之降低，而其固定资产折旧成本的上升却无法立即停顿，难以完全摊销，这必然对企业的利润产生压力。与此同时，由于大部分企业缺乏差异性产品和核心技术，在经济增速放缓时，为保持销售总额的成长目标，企业只能通过更激进的价格竞争来扩大销售或维持市场份额，这对于本已偏低的毛利润率来说无疑是雪上加霜。

从图 14 我们可以看出，在 2000-2008 年及 2010-2011 年间，中国工业企业主营业务收入的增长率都超过了企业非流动资产的增长率。这意味着，在这些时间段，企业销售收入的成长应该足以覆盖固定资产折旧成本的摊销，这期间企业的利润增长应该不会有太大压力。而图 15 的工业企业利润增长率的数据也确实证明如此（即这些年的利润增长率都是正数）。然而，在 2009 年及 2012 年以后，二者的关系发生了逆转，这意味



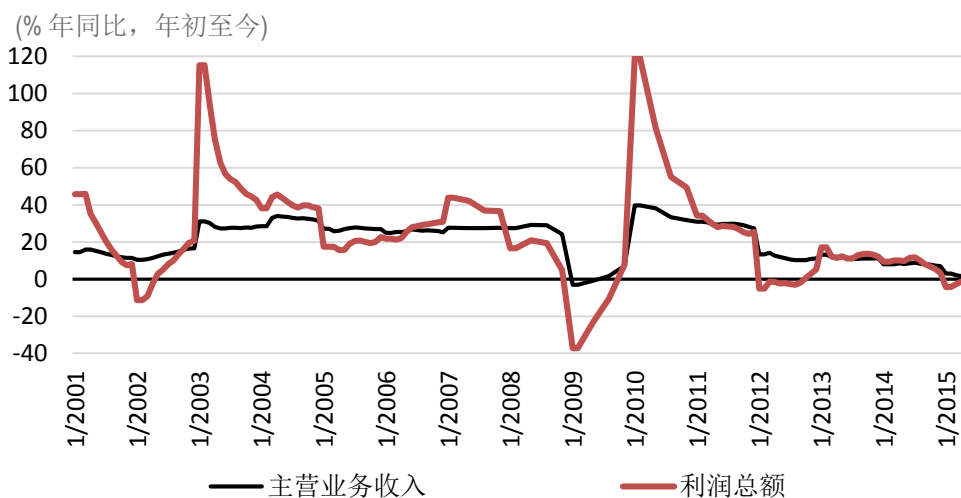
着企业收入的增长有可能无法完全覆盖固定资产折旧成本的摊销。图 15 显示，在 2009 年、2012 年和 2015 年，工业企业利润都出现了负增长，对我们前述的论点提供了支持。

图 14：中国工业主营业务收入与非流动资产的增长率



资料来源：国家统计局，博海资本。

图 15：中国工业企业主营业务收入与利润总额增长率



资料来源：国家统计局，博海资本。

值得注意的是，在 2013-14 年间，虽然企业主营业务收入的增长率低于企业非流动资产的增长率，但利润总额却保持了正增长。这反映了微观企业的调整与适应能力。只要收入增长不出现大幅度下跌，企业的确可以通过降低成本、调整投资计划等措施挖潜增效，防止盈利出现大幅度恶化。然而，如果收入增长出现“跳水式”下滑（如 2009 年、2012 年、2015 年），企业即便挖潜增效，也很难在短期内把各项成本摊销下调到足够低的水平，很难避免利润出现负增长。这一现象也在一定程度上表明了稳增长、防止经济在短期内“硬着陆”的“宏观稳住”政策（而不是刺激政策）的意义所在。

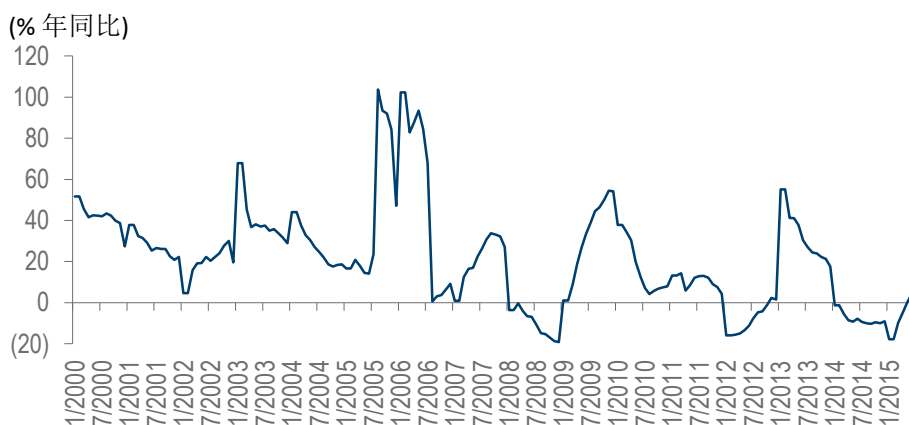


总之，由于经济增长下滑压力依然巨大，企业盈利依然步履维艰，相当一批企业一直在亏损边缘挣扎。这会影响到企业家对未来盈利前景的预期，降低他们的投资意愿，导致制造业投资增长乏力。

三、 房地产投资增长出现趋势性回落

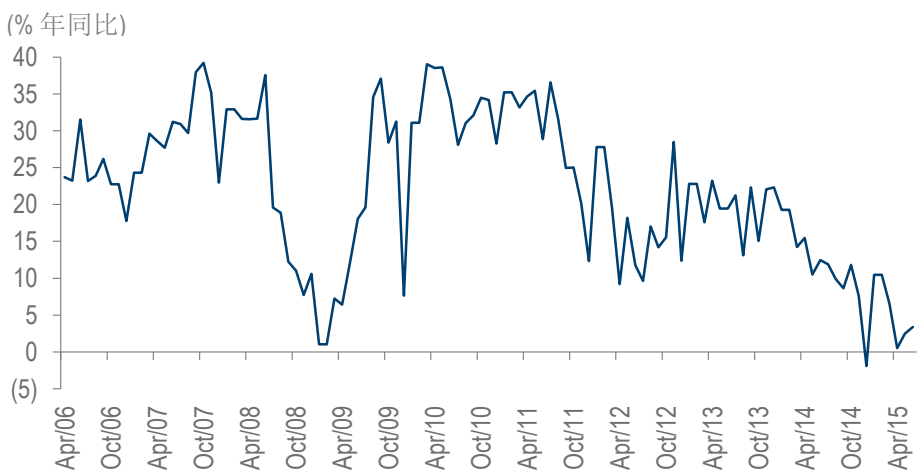
由于房地产投资占固定资产投资的 20% 左右，而且房地产行业的上下游产业链非常长，因此稳定房地产投资向来是“稳投资”政策中的重中之重。今年 3 月份房地产新政出台以后，房地产价格和销售在全国范围内出现一定回暖（图 16），但房地产投资却只有 4.6% 的低位增长（图 17）。

图 16：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 17：房地产月度投资额增长率



资料来源：国家统计局，博海资本。

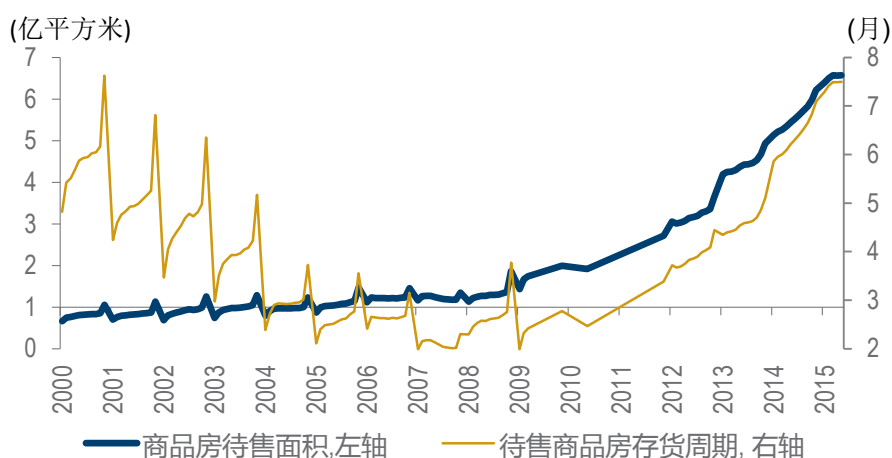
如果房地产价格与销售继续回暖，房地产投资是否会象以往那样重拾升势呢？我们认为有难度。这主要是因为中国的房地产市场已从过去 20 年的严重供不应求变为目前



的供需基本平衡。如果房地产新开工和投资继续保持高增长的话，房地产市场很可能在5-10年内出现供应过剩。在这一趋势判断下，房地产开发商对于买地及新开工项目都变得非常谨慎。

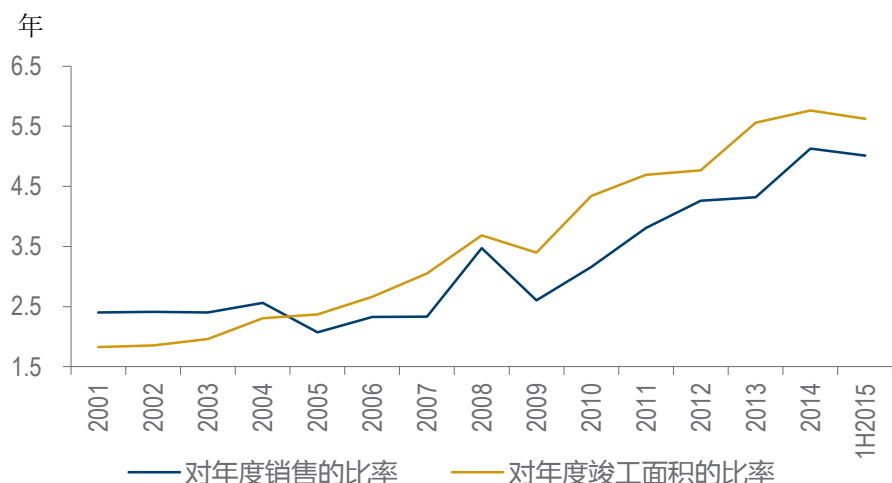
根据我们的测算，到2015年6月底，国内的商品房待售面积为6.6亿平方米，按今年上半年的实际销售面积来看，估计要7个月才能清空存货（图18）。与此同时，在建未完工的商品房面积为60亿平方米，相当于过去20年累计竣工面积的56%。以今年上半年的实际销售面积来计算，如果全部建完的话，这些商品房大约需要5年才能全部卖掉（图19）。更值得关注的是，商品房新开工面积还在以每年16亿平方米的速度进行（图20）。即便商品房新开工面积维持零增长，今后五年内就会新开工80亿平方米的商品房项目，接近过去20年累计竣工面积（105亿平方米）的80%。

图18：商品房待售面积



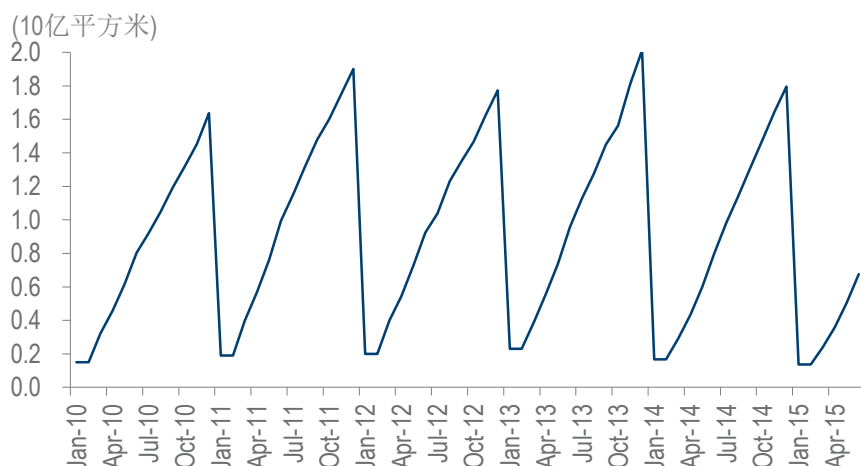
资料来源：国家统计局，博海资本。

图19：商品房在建未完工面积



资料来源：国家统计局，博海资本。

图 20：商品房新开工面积

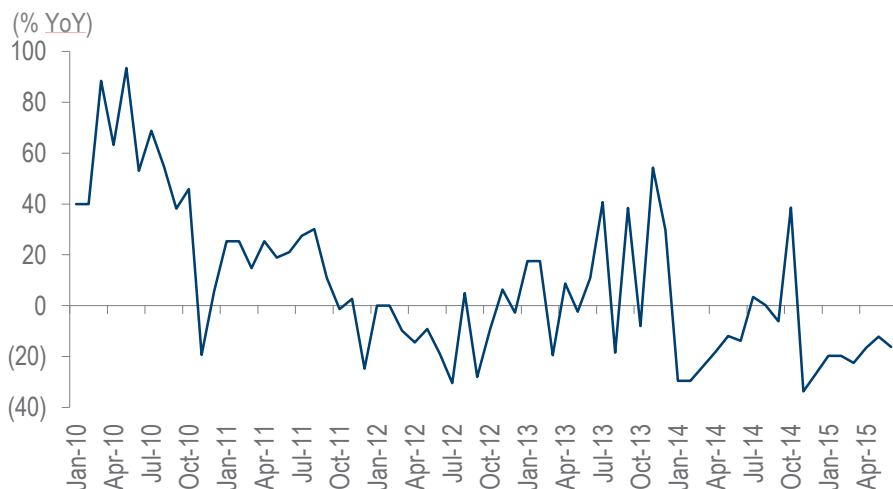


资料来源：国家统计局，博海资本。

以上分析表明，考虑到房地产市场的建成存货（待售面积）、在建存货（在建未完工面积）和未来新增加供应（新开工面积），今后 5-10 年时间里，将有大约 150 亿平方米的新商品房供应进入市场，比过去 20 年的实际供应（总竣工面积）还要高 40%。仅就其中的住宅地产而言，这些房产建成后可供 3-4 亿以上的城镇居民居住。而今后 10 年内我国新增城镇人口应该不会超过 2 亿人。因此，如果房地产新开工面积不出现负增长，5 年后中国的房地产市场很可能出现绝对意义上的供应过剩。换句话说，去年以来出现的商品房新开工面积和土地购置面积的负增长是合理的（见图 21、图 22）。

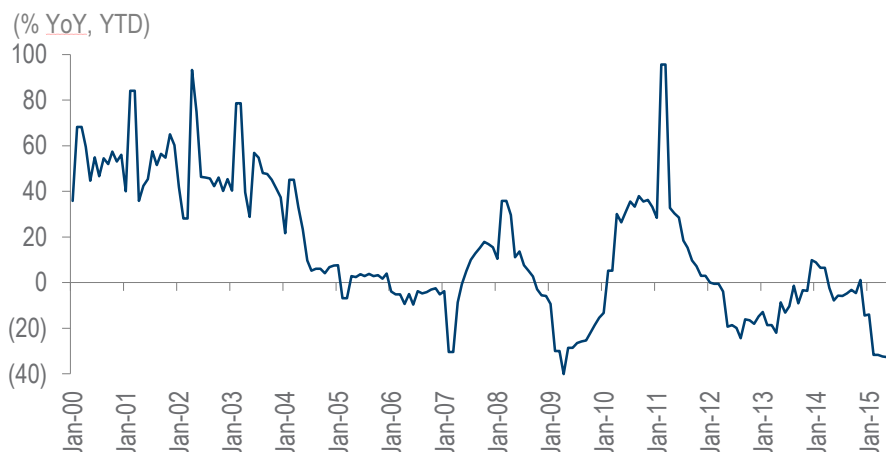
随着新开工面积和在建未完工面积的下降，房地产投资完成额的增速必将出现趋势性回落，甚至出现负增长。在这种情况下，房地产投资在今后几年将很难再成为“稳投资”的主要抓手。

图 21：商品房新开工面积增长率



资料来源：国家统计局，博海资本。

图 22：土地购置面积增长率

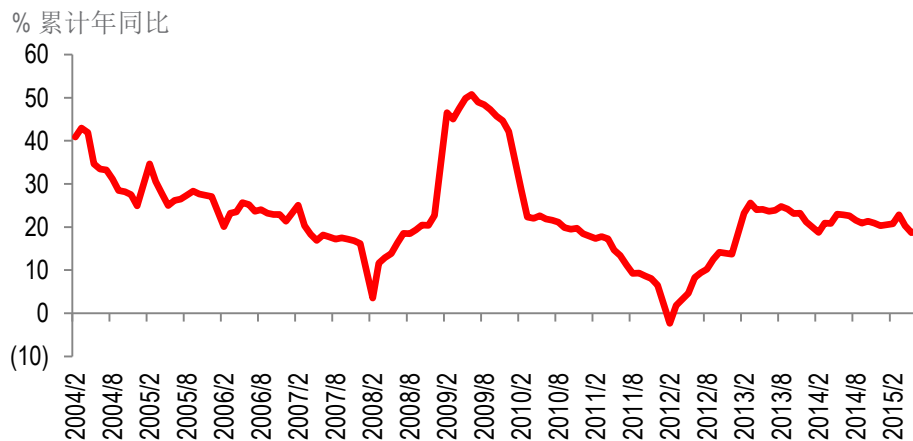


资料来源：国家统计局，博海资本。

四、激励机制转变弱化了基础设施投资的“刺激”功能

今年上半年，中央政府“稳增长”政策的一个重要抓手是基础设施投资，但这类投资的增长率仅维持在年同比 19%（见图 23）。尽管这明显超过房地产与制造业的投资增速，但与 2009 年“四万亿”刺激政策带来的大幅度反弹已不可同日而语。

图 23：基础设施投资增长率



资料来源：国家统计局，博海资本。

造成这一现象的原因可能是多方面的。最近几年，随着地方政府官员的政绩考核逐渐从“GDP 锦标赛”转向更倾向于民生、环保等综合性指标，令地方政府官员对于依靠投资拉动经济增长的积极性下降。与此同时，由于对地方政府债务的监管政策收紧、以及银行等金融机构加强对贷款风险的控制（如 43 号文、修改后的《预算法》等），地方政府在基建投资项目方面的融资能力也受到约束。这两方面的因素叠加，导致地方政府官员的激励机制和行为模式发生了明显变化，令传统的稳增长政策工具（如通过地方政府主导的基建投资来刺激投资）的传导机制不再象以往那样畅通。



另外，由于地方政府的债务雪球越滚越大，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，更没能力为新项目筹集资金。虽然今年以来，在政府有关部门的协调下，商业银行持有的地方政府融资平台贷款已经有 1-2 万亿元被置换为期限更长的地方政府债券，缓解了今年地方政府融资平台的还本付息压力，但这并没有触及新项目的融资问题。因此，融资问题依然是今年地方政府基建投资的一个重要约束。

虽然地方政府激励机制和行为模式的变化有助于提升微观层面的投资效率，防止出现过度投资或低效投资，但这对近期的投资和经济增长将产生负面影响。这些激励机制和传导机制的变化也成为当前稳增长的一个难点。

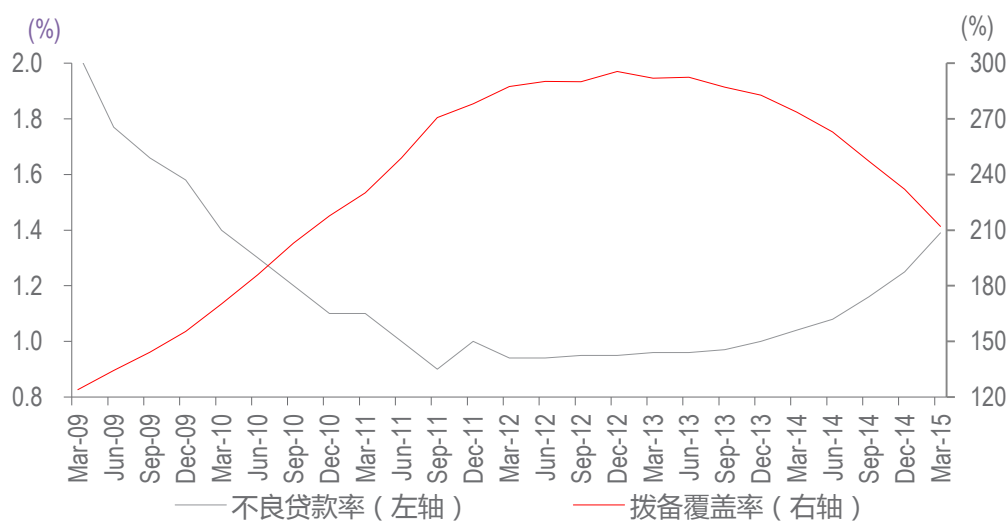
以上分析表明，由于产能过剩及行业趋势的变化，在传统行业里寻找具有盈利前景的投资机会越来越难。虽然新兴产业的盈利前景很好，但其体量依然较小，可以吸纳的投资规模有限。在这种形势下，商业银行等金融机构对贷款项目的风险控制和审批会越来越严。这种顺周期的商业行为虽然反映了金融机构愈益商业化、市场化的可喜转变，但客观上讲，也导致“逆周期”的货币政策的传导机制不再象以往那样灵敏。

五、 金融体系自身的稳健性下降增加了额外风险

制约“宏观稳住”政策落实的另一个掣肘之处是金融机构和金融体系自身的稳健性在下降。这不但削弱了金融系统给实体经济融资的意愿和能力，也增大了金融系统内部风险暴露的概率。

就银行系统而言，上一轮商业银行大面积股份制改革和上市距今已有 10 年左右。由于股改后大部分商业银行的资产负债表得到清理，股本得到充实，股改上市后中国银行业迎来了一个“黄金十年”，整个行业的资产规模大幅度上升，不良贷款额和不良贷款率出现了可喜的“双降”现象（见图 24）。

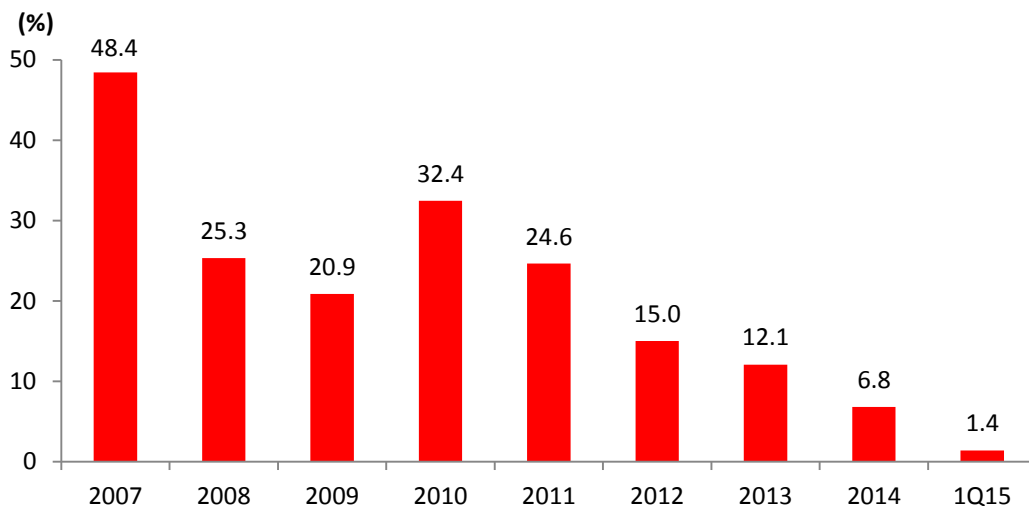
图 24：商业银行不良贷款率和拨备覆盖率



资料来源：国家统计局，博海资本。

然而，经历了过去 10 年左右的高增长，随着中国经济增速放缓和企业盈利能力下降，银行业的盈利增速也快速放缓。以四大行为例，其税后净利润增长率已经从 2007 年的 48% 下降到今年 1 季度的 1.4%，增速下降的趋势非常明显（见图 25）。值得注意的是，与此同时，商业银行的不良贷款率自 2012 年始已经终止了多年下降的势头，并于 2013 年底开始了明显上升的趋势（图 24）。更令人忧虑的是，同期银行的拨备覆盖率却出现了明显下降的趋势，从 2012 年底的 296% 下降到 2015 年 1 季度的 212%，下降了 84 个百分点（图 24）。试想，如果商业银行维持拨备覆盖率不变的话（即保持 296% 的高位），它们最近几个季度的利润增速是否还应该更低呢？

图 25：四大商业银行税后净利润增长率

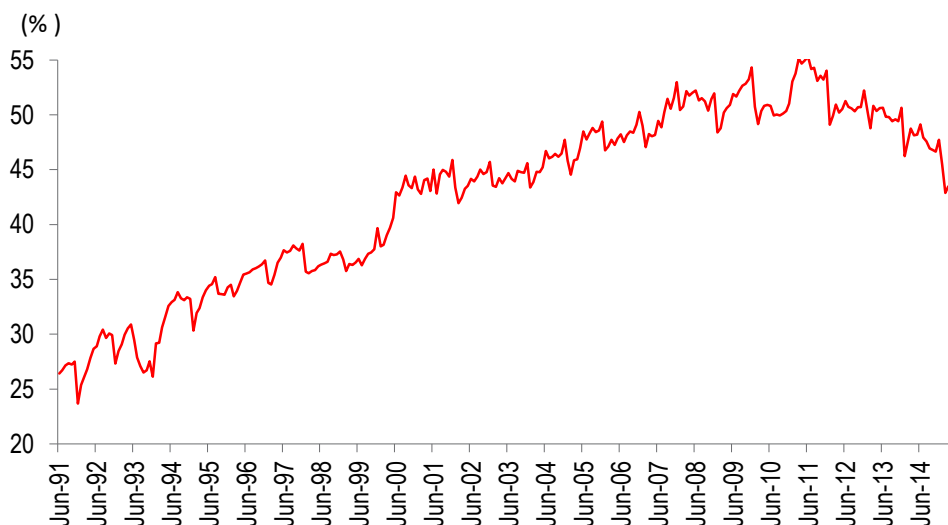


资料来源：国家统计局，博海资本。

商业银行坏账率的上升和利润增速的下降，其实只是其客户（即企业部门）经营状况恶化的一个反映。由于经济增速下降，企业盈利能力削弱，整个企业部门的现金流出现了明显恶化，这从企业存款余额与银行贷款余额的比率上可窥一斑（图 26）。由于银行贷款的绝大部分都转变成企业存款（然后再通过付工资、缴税等渠道转变为家庭储蓄存款或财政存款），理论上讲，如果企业现金流没有明显恶化的话，企业存款余额应该伴随着银行贷款余额的增加而相应增加。因此，观察企业存款余额与银行贷款余额的比率可以显示企业部门的现金流状况。如果这一比率上升，说明企业部门的现金流改善，否则说明现金流恶化。从图 26 可以看出，在 1991 年到 2011 年间的绝大部分时间，这一比率都是上升趋势，说明企业部门盈利能力增强，现金流改善（这与我们在规模以上工业企业的资产回报率与销售利润率等指标上得到的结论是一致的）。然而，从 2011 年下半年开始，这一比率出现了长达 3 年的下行，至今尚无反转的迹象。

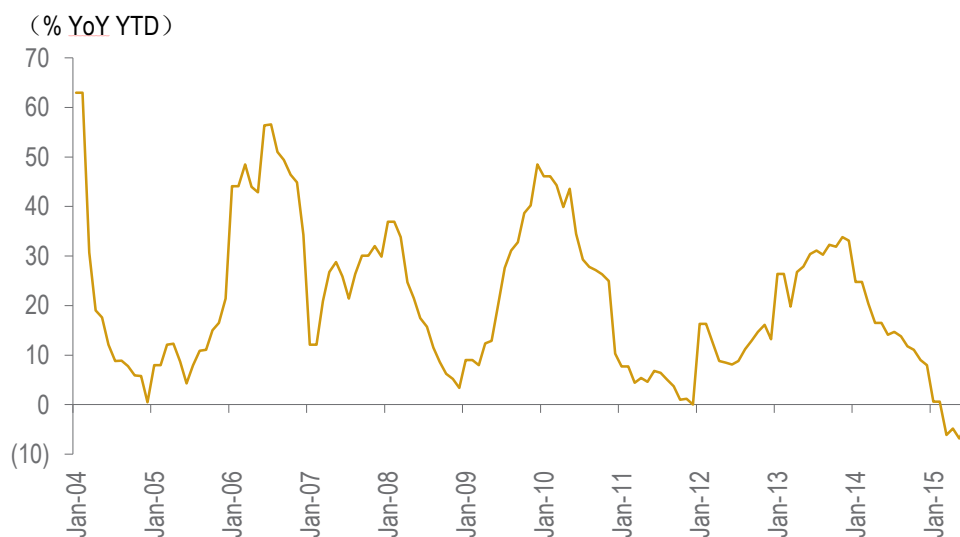
如果我们对企业部门整体现金流状况的判断是正确的话，那么商业银行得以生存和繁荣的微观企业基础正在被动摇。在这种情况下，商业银行自身对于向实体经济放贷也会变得非常谨慎，难免出现提高贷款风险标准等“惜贷”现象。这从近几年银行贷款增速放缓的现象中已经可以看出（见图 1），尤其是对高风险行业的贷款更为严格。例如，在房地产投资的资金来源中，国内贷款今年竟然出现了年同比下降的态势（见图 27）。显然，对实体经济形势的担忧和金融机构自身稳健性的下降已经影响到金融系统给实体经济融资的意愿和能力。

图 26：企业存款余额与银行贷款余额的比率



资料来源：国家统计局，博海资本。

图 27：房地产投资的资金来源：国内贷款

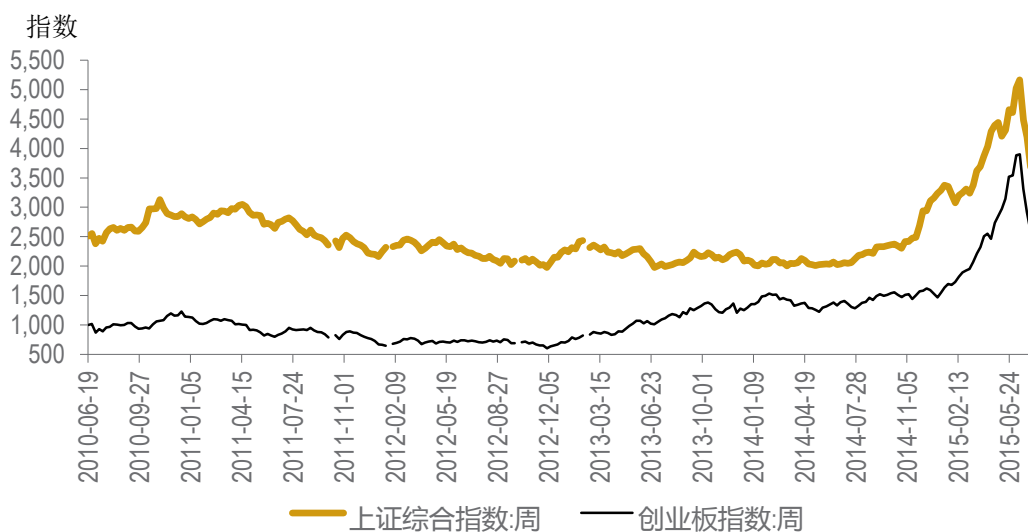


资料来源：国家统计局，博海资本。

鉴于银行体系难以向实体经济提供足够的融资，发展多层次的资本市场、发挥资本市场的融资功能也成为过去几年“宏观稳住”与“微观放活”兼顾的重要举措之一。在多种因素的影响和作用下，中国的股票市场自 2014 年下半年展开了一场波澜壮阔的上升行情，激发了国内外投资者对于投资 A 股的热情（见图 28）。股票二级市场的繁荣也令 IPO、增发、和减持成为股票市场反哺实体经济的重要途径。

然而，由于股票市场的上升行情与实体经济增速放缓、企业盈利恶化出现了背离，影响了上升行情的可持续性，也令很多人担忧资产价格泡沫的形成以及泡沫破裂后可能给实体经济及金融体系带来的冲击。

图 28：上证综指与创业板指数（每周收盘价）



资料来源：国家统计局，博海资本。

这一担忧在 6 月份成为现实。由于投资者在交易中使用了大量杠杆，股价的初始调整迅速引发了“多米诺骨牌”效应，在短短几周时间里导致了股价暴跌 35%，并且有触发系统性危机的可能性。在这种情况下，监管部门采用了诸如暂停 IPO、禁止大股东减持、要求国企上市公司大股东甚至高管、员工增持、对做空行为采取限制等一系列紧急“救市”措施，虽然成功稳住了市场，却也暂停了股票市场的融资功能和价格发现功能。

企业现金流的恶化、商业银行不良贷款的上升、以及股票市场的剧烈波动都表明，金融体系的稳健性正面临巨大的挑战。不但金融体系给实体经济提供融资的能力与实体经济所需的融资规模差距不断扩大，而且其自身的稳定性越来越有可能成为“宏观稳住”的难点和挑战。

六、“宏观稳住”的副作用越来越大

由于中国经济的体量越来越大，过去多年中国经济中所积累的各类扭曲和风险越来越多，经济主体的激励机制和宏观政策的传导机制也在发生变化，令“宏观稳住”的难度越来越高，所需动用的资源越来越大，成本越来越昂贵，由此产生的新的效率损失和结构扭曲与“宏观稳住”的政策初衷也越来越背离，这令宏观决策当局进退两难。

例如，如果决策当局为了稳增长而不得不稳投资，在今后 5 年内完成前文所述的 336 万亿元的固定资产投资，那么，在投资的边际收益递减的规律下，这些投资必将导致新、老项目的资本回报率大幅度降低。由于中国已存在严重的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相当低，很多企业已经在亏损的边缘。可以想象，当这 336 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会变得更差，亏损面会更广。如果把这一巨额投资主要投向“新经济”行业的话，那么 5 年之后，这些新兴行业的绝大部分也会出现产能过剩，甚至形成全球性的供应冲击。如果这 336 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，从而孕育更大级别的金融风险。

再如，在实体经济缺乏足够多具有盈利前景的投资机会的情况下，货币当局为稳增长



长而释放的流动性很可能通过各种渠道流向股票、房地产等市场，从而催生或加剧资产价格泡沫，加大未来“宏观稳住”的难度。例如，去年以来，为防止经济增长下滑过快，央行多次下调利率及存款准备金率。虽然这一系列措施有助于解决实体经济“融资难”、“融资贵”的问题，但也给投资者造成了货币政策进入放松周期的预期，提高了投资者参与股票市场的热情。这不但加剧了前期资本市场的亢奋度，令货币政策当局左右为难，也可能把大量资金从收益率较低的实体经济项目中吸引到股票市场来，反而有可能加剧实体经济“融资难”、“融资贵”的问题。

同样，在“防风险”的政策思路下，为避免股票市场暴跌引发系统性金融危机，监管部门采用的一系列紧急“救市”措施虽然成功稳住了市场，但毋庸讳言的是，其中的一些做法与政府当初推动建立多层次的资本市场、增强资本市场的融资功能和运作效率的初衷相悖，也背离了“让市场在资源配置中起决定性作用”的精神。与此同时，由于中国股票市场的散户参与者较多，过去几个月股票市场的暴涨暴跌所产生的“财富再分配”效应很可能与决策当局所期望的缩小收入差距的目标是相悖的；而“国家队集体护盘”的“救市”措施与国企改革、混合所有制改革、在竞争性行业实现“国退民进”的一系列改革思路似乎也不相符。总之，这些“防风险”措施的副作用值得重视。

由于吸取了 2008-09 年间大规模刺激政策副作用的教训，当前的“稳增长”政策并没有依赖大规模的投资刺激，而是采用了简政放权、释放民间投资热情和创新能力和推动“互联网+”与“制造业 2025”等“微观放活”的措施，起到了一箭双雕的效果。这些做法反映了决策者尽可能避免因“稳增长”而令经济产生更多扭曲或埋下更多隐患的思路和努力。然而，这其中的一些政策措施也不是完全没有副作用。例如，鼓励大众创业对于稳增长、调结构、降低近期的就业压力、以及提升中国经济未来的国际竞争力等都意义重大，但也应意识到，创业成功的概率在任何一个经济体都是相对较低的，而在一个创业热潮中，这一概率可能更低（因为同质、同类的产品与服务竞争会更激烈）。大部分初创企业的生存期往往很难超过 1-2 年。这意味着，在创业热潮退去之后，大部分创业者有可能又要回到无业状态，而他们多年积累的储蓄或财富则可能因为创业支出而出现较大幅度缩水，形成负面的财富效应，增大今后 1-2 年消费增长的难度。决策当局应该关注这一风险，提前做好相关的“社会保底”措施与预案。

最后，由于过去多年中国经济中所积累的各类扭曲和风险越来越多，决策部门所面临的各种风险约束也越来越多，可以周旋的余地越来越小。在“防风险”的过程中，虽然决策部门已采取诸如地方政府融资平台债务置换等措施尽可能化解潜在的系统性风险，但存在于影子银行体系、各层次的资本市场、乃至正规银行系统的各式各样的“地雷”依然有可能令人防不胜防。回顾 2009 年以来，宏观政策当局在“稳增长”、“防风险”的过程中，不得不在“加杠杆”与“减杠杆”之间来回周旋，中国经济“加杠杆”的主要支点先是商业银行（2009-10），然后转移到信托、担保、租赁、小额贷款等“影子银行体系”（2011-2013），再转移到多层次的资本市场（包括股票、债券、与股权市场）。经过过去几个月股票市场的大幅度波动及近期的“救市”之后，估计股票市场在今后一段时间将很难再承担“加杠杆”的角色，也许只有债券市场（尤其是国债和准国债市场）还能继续担此重任。这种“按了葫芦起了瓢”的现象还能维持多久值得深思。



“宏观稳住”的前景

根据上述分析，我们预测，2015年实际GDP增长率会略低于7%的目标（6.8%）；估计2016年会进一步下滑到6.5%左右，甚至更低。今后2-3年，“宏观稳住”的难度会急剧增大，宏观层面的波动性会明显提升。

今年上半年，虽然投资、消费、生产等诸多常用经济指标都出现了增长回落，但由于第三产业（尤其是金融服务业）受益于股票市场的繁荣而出现了加速增长，令GDP增长率得以成功“保7”。值得一提的是，由于上半年股票成交额同比增长5.4倍，占GDP总额9.3%的金融业增加值同比增长17.4%，为2009年三季度以来的最高值，成为各行业中的佼佼者（见表2）。

表2：2015年上半年GDP初步核算数据

	绝对额（亿元）	比上年同期增长（%）
GDP	296868	7.0
第一产业	20255	3.5
第二产业	129648	6.1
第三产业	146965	8.4
农林牧渔业	21002	3.6
工业	111500	6.0
建筑业	18796	7.0
批发和零售业	27123	6.1
交通运输、仓储和邮政业	14416	4.9
住宿和餐饮业	5111	5.4
金融业	27757	17.4
房地产业	19796	3.3
其他服务业	51368	8.9

注：1. 绝对额按现价计算，增长速度按不变价计算；

2. 三次产业分类依据国家统计局2012年制定的《三次产业划分规定》；

3. 行业分类采用《国民经济行业分类（GB/T 4754-2011）》。

资料来源：国家统计局，博海资本。

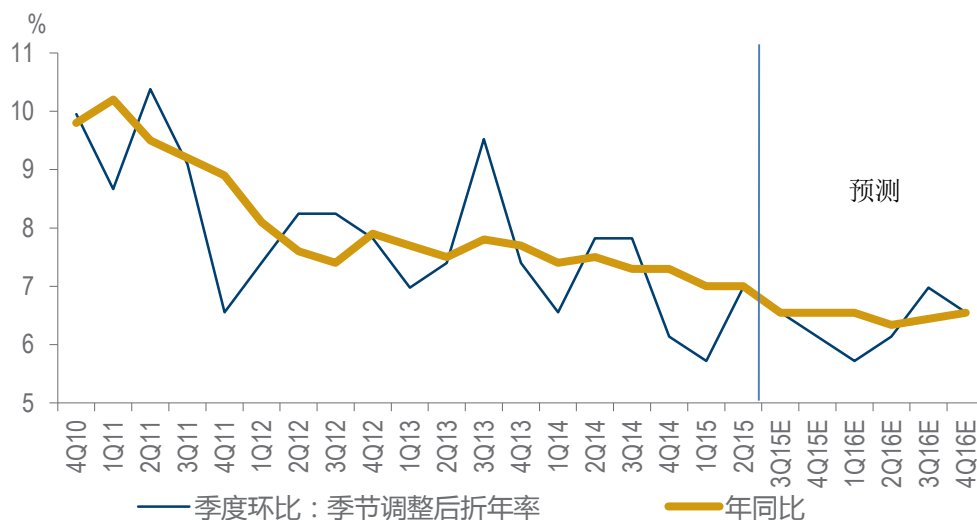
根据我们的测算，今年上半年，金融业为实际GDP增长率贡献了大约1.4个百分点，比去年同期的0.72个百分点几乎增加了一倍。考虑到去年下半年的基数较低，估计今年下半年金融业增加值仍将保持较高增长，不过其增速会比二季度有所回落。即便如此，估计下半年金融业为GDP增长的贡献仍可达到1个百分点。随着房地产市场的进一步回暖，估计房地产业增加值在下半年的增速也会进一步提升。再加上以互联网为代表的新兴服务业仍将保持快速发展，估计第三产业整体仍会保持8%以上的增长。在这种情况下，只要第二产业（工业和建筑业）增加值的增长率不出现大幅度下降，估计实际GDP增长率在今年下半年应可保持在6.5%左右，全年实现6.8%的增长，基本达到年初制定的7.0%的目标（图29）。

然而，随着基数逐渐提升以及股票市场逐渐理性化，预计明年上半年金融业增加值的增速会大幅回落，其对GDP增长率的贡献也将大幅下降。与此同时，根据固定资产投



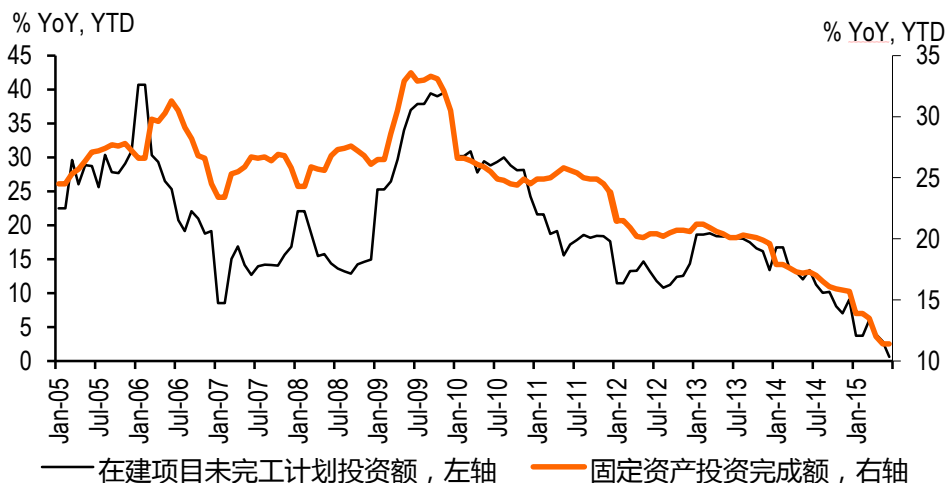
资在建项目未完工的计划投资额（截止今年 6 月底其年同比增速仅为 0.6%，为十多年来最低），我们预计固定资产投资的增速在 2016 年仍将进一步下滑，很可能降至 10% 以下（见图 30）。受其影响，第二产业（工业和建筑业）增加值的增速仍可能进一步回落。这意味着，2016 年的经济增长率很可能会下滑至 6.5% 左右，甚至更低（图 29）。届时“宏观稳住”的压力会更大。

图 29：实际 GDP 增长率：季度环比与年同比（%）



资料来源：国家统计局，博海资本。

图 30：固定资产投资在建项目未完工计划投资额与固定资产投资完成额增长率



资料来源：国家统计局，博海资本。

需要指出的是，虽然今明两年中国经济依然可以维持 6% 以上的增速，但由于经济增长的引擎发生了变化，经济中“冰火两重天”的现象会更加明显。金融业、新兴服务业、以及新兴制造业的繁荣并不能掩盖和缓解传统行业产能过剩、过度竞争、缺乏核心竞争力等问题与挑战。受经济增长持续下滑的影响，这些行业的企业盈利会进一步下降，



甚至出现大面积亏损，导致就业压力上升，商业银行资产质量恶化的趋势因此也很难有明显改善。在企业盈利没有改善的背景下，资本市场的亢奋有可能带来资产价格的巨大波动。这些因素都会加大整个金融体系承受的内部与外部压力，进一步增加“宏观稳住”的难度。

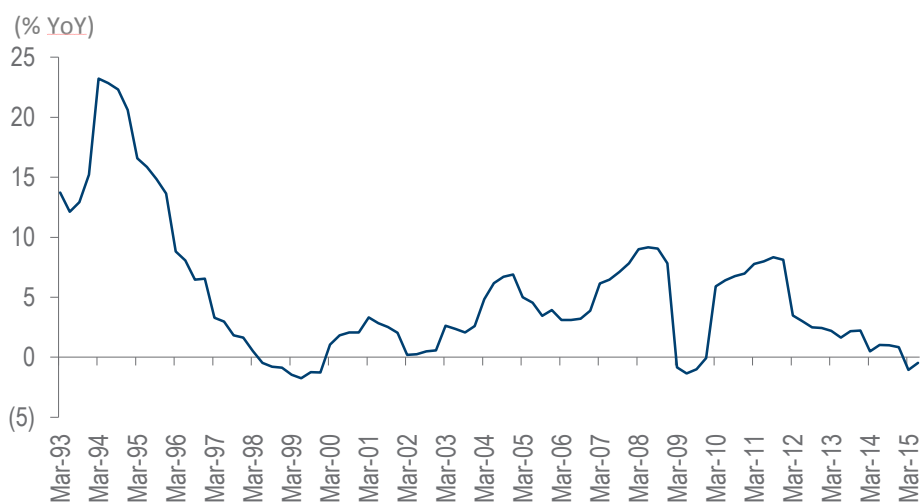
对于今后 3-5 年的经济增长前景，我们在《2014 年第三季度宏观政策报告》中曾分析判断，“无论在何种路径下，6%左右的 GDP 增长率至少在今后 5 年内，似乎都不是中国经济的一个均衡点，或者至少不是一个稳定均衡。假如 6%左右的经济增长率真是我们中期（10 年左右）的潜在增长率的话，那么在到达这一均衡之前，我们的经济系统似乎必须经历一个更大的波动，之后才有可能回归到这一均衡（当然也有可能由于路径依赖的原因而无法回归到这一均衡点）。”

具体来讲，在那份报告中，我们认为中国经济在接下来的 3-5 年中走上一条通货紧缩的路径（即“路径三”）。在这条路径下，“由于各项改革措施初见成效，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。”

一年之后，无论从实体经济、金融体系还是资本市场的表现来看，我们似乎有更多的数据和证据来维持这一判断。今年上半年，GDP 平减指数已经连续两个季度为负值，这是过去 20 多年来的第三次（见图 31）；而工业品出厂价格指数已经连续 40 个月出现负增长（见图 12），显示出通货紧缩的端倪；更让人担忧的是，企业的贷款意愿和贷款需求指数也急剧下降，达到 10 多年来的最低（见图 32）。

所有这些数据似乎都支持我们在一年前所做的关于通货紧缩路径的判断。果真如此，在今后 3-5 年中，“宏观稳住”有可能面临我们多年未遇的挑战和风险，宏观决策部门对此应该有清醒的认识和预案。

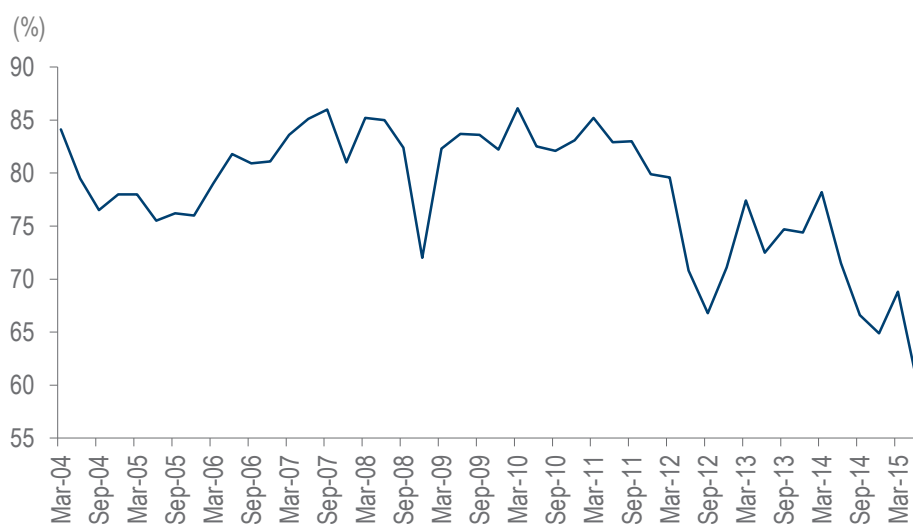
图 31：GDP 平减指数



资料来源：国家统计局，博海资本。



图 32：全国银行家调查问卷：贷款整体需求指数



资料来源：国家统计局，博海资本。



政策建议

在当前“宏观稳住”的难度越来越大、成本越来越高的情况下，我们建议宏观经济决策当局考虑以下政策措施。

一、把财政政策作为“宏观稳住”的主要政策工具

在“宏观稳住、微观放活、社会保底”的政策框架下，只要政策资源允许，决策当局依然要尽可能采取“逆周期”的宏观经济政策来稳增长，为调结构、促改革、惠民生、防风险来“买时间”。然而，如前文所述，由于当前经济有迈向通货紧缩和“流动性陷阱”的迹象，货币政策的传导机制不够畅通，减息、降准、乃至数量宽松政策对提振总需求（尤其是投资需求）的效果可能非常有限，因此必须着力发挥积极的财政政策的杠杆作用，撬动私营部门的投资与消费活动。就今年政府的预算开支来看，虽然财政赤字占 GDP 的比例略有上升，但依然只占 GDP 的不到 2.5%，并不能算特别积极。如果需要，财政赤字应该还有扩大的空间。

具体来讲，如果经济增长出现更大的“硬着陆”风险或者资本市场再次出现大剧烈波动，从“稳增长”和“防风险”的角度出发，可以考虑推出以下的财政政策：

1. **大幅度减税。**这是采用“供给学派”的思路，通过更低税率来改善企业盈利，增强企业投资意愿，拉动投资和经济增长。这两年，政府已采取一系列结构性减税及税制改革措施，有针对性地对某些行业或某些类别的企业进行扶持和减负，对稳增长和调结构起到了一箭双雕的作用。然而，由于这些政策的普及面不够，因此效力也有局限。

如果经济增长下滑压力进一步加大或者决策部门需要再次“救市”，可以考虑出台更全面、更积极的减税措施。具体来说，可以考虑把企业所得税、增值税和消费税这三大税种的平均税率下调 20%（如企业所得税从 25%降低到 20%）。根据笔者的测算，这个幅度的税率下调会减轻企业税负约 1.2 万亿元。对政府而言，这也意味着每年的财政收入会减少 1.2 万亿元，约占 GDP 的 2%。虽然这是一笔不小的税收损失，但考虑到更低税率对企业投资意愿的正面影响，短期的税收损失有可能会被中长期的经济复苏、盈利改善和税收提升而完全弥补、甚至超出。

对股票投资者而言，减税直接带来企业税后盈利的上升，令上市公司的净现值（net present value, NPV）提高，市盈率（P/E）下降，现金流改善，分红能力增加，从而使股票估值变的更有吸引力。与此同时，企业现金流状况的改善也会使银行体系的坏账风险下降；而银行自身的税负下降也会改善它们的税后利润，因此对股指影响最大的银行股的估值吸引力会明显提升。因此，从“救市”的角度来看，减税也可能达到一箭双雕的作用。

2. **推出新一轮的消费补贴计划。**与 2008 年底推出的汽车补贴、家电补贴、农资补贴类似，建议财政部会同国家有关部委研究推出新一轮的消费与农资补贴计划，以提振消费，增加农业部门的投资，稳定经济增长。汽车（尤其是新能源汽车）、家电等耐用消费品依然可以作为补贴的对象（因为这些产品有升级换代的需求），尤其是可以更多针对农村或城市低收入人口进行补贴。汽车与家电行业的上下游产业链相对比较长，对经济的拉动作用比较明显，同时也是股票市场上比较重要的两个行业，有很多上市公司。这



些政策应该也会起到一箭双雕的作用。

3. **进一步增大地方政府债务置换的力度，提早化解或释放金融风险。**过去几年，地方政府债务一直是困扰决策者和投资者的一个重要宏观风险。今年以来，在财政部及政府有关部门协调下，商业银行持有的地方政府融资平台贷款已经有 1-2 万亿元被置换为期限更长的地方政府债券，大大降低了银行在这些贷款上存在的期限错配风险，这对改善商业银行的资产质量意义重大，对缓解地方政府的偿债压力也有正面作用。笔者认为，对于地方政府既成事实的这些存量债务及潜在风险，中央有关部门应采取务实的态度，积极设法化解和解决。如果还需要做更多债务置换的话，笔者认为宜早不宜迟，尽可能提前把这类风险降低或分散到更久远的未来，从而改善银行的资产负债表，降低不确定性，提升银行进一步放贷的能力和意愿。这对短期的“稳增长”和“防风险”都意义重大。

二、 继续通过“微观放活”来协助“宏观稳住”

过去 2 年来，新一届政府通过简政放权、深化改革开放等放松管制的措施（如负面清单、混合所有制、PPP、自贸区、资本账户开放等）来降低准入门槛和交易成本，释放民间投资和消费的潜力，通过释放制度红利来创造新的需求，缓解经济下行的压力，达到了稳增长和调结构一举两得的效果。新一届政府还通过鼓励创新、推动产业升级转型等政策措施（如推进“互联网+”和“制造业 2025 规划”等）培育新经济增长极，既可拉动短期的经济增长，也可提升企业经营效率，增强中国企业的国际竞争力，为中国经济的中长期可持续发展奠定基础。另外，新一届政府还通过推进“一带一路”、人民币国际化等措施进一步提升对外开放水平，推动中国装备、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”。

我们认为，决策部门应该继续推动以上“微观放活”的措施，不能因为短期的经济下滑压力或资本市场的波动而停止或延迟上述措施。尤其是近期股票市场暴跌和“救市”之后，海内外投资者对中国改革和开放的决心和诚意产生了质疑。我们认为，宏观决策当局不但不应该停止或放慢改革开放的步伐，而是应该抓紧时间采取一系列补救措施，抓紧回到既定的改革开放的路径上，尽快恢复海内外投资者对中国改革开放政策的信心。

我们建议，尽快解除近期“救市”中采取的一些非常规措施（如尽快恢复 IPO、尽快解除有关机构和个人在股票减持方面的限制，等等），尽快回到“三中全会”以来确定的既定改革路径上来。具体来讲，建议尽快将 IPO 的发行机制从审批制转为注册制；尽快开通“深港通”；尽快全面放开 QFII 与 RQFII 额度；大幅度提升甚至完全放开“沪港通”与“深港通”的总额度与日均额度；放开“沪港通”与“深港通”中对个股购买的限制，允许跨境的投资者更全面自由地选择个股投资标的；尽快清除 MSCI 在 6 月份提出的把 A 股加入 MSCI 中国指数与新兴市场指数所遇到的所有其他技术障碍，争取在年内获得 MSCI 对纳入 A 股的更积极的响应；等等。这些举措会消除公众对改革停滞甚至倒退的担忧，提振企业家和投资者的信心。

三、 适当降低对“宏观稳住”的要求条件

鉴于“宏观稳住”的难度越来越大、成本越来越高，宏观政策当局实现这一目标的能力在快速下降。我们建议决策部门有取有舍，有进有退，有的放矢，在确保不出现区



域性和系统性经济与金融危机的前提下,适当允许经济与金融体系在运行中承受更大的波动性,以最快的速度为整个系统释放压力。

令人欣慰的是,随着经济结构的加速转型,一批新兴产业迅速崛起;新技术和新商业模式(如互联网+、新能源、新材料、人工智能技术等等)也快速渗透到一些传统行业之中,令这些行业得到改造和升级。这意味着,新兴行业与升级改造后的传统行业的体量在快速扩大,越来越有能力缓冲传统行业快速衰落对整体经济的冲击,增大了中国经济对更低经济增长率的承受力。

更重要的是,过去两年,在“宏观稳住”的前提下,决策部门在“社会保底”方面做了大量实质性的工作(如建立了存款保险制度、落实了计划生育政策的调整、推动了户籍制度的改革、加强了反腐倡廉的制度性建设、完善了社会保障制度、提出了建设“法治中国”的蓝图、等等),加固了防止经济波动扩散到社会与政治层面的“防火墙”,提升了中国社会的稳定性和柔韧性,增强了社会与政治体系抵御经济波动的能力。这些因素降低了“宏观稳住”的必要性,为决策当局适度放松对“宏观稳住”的要求奠定了更坚固的基础。

具体来讲,我们建议宏观决策当局可以考虑进一步降低经济增长目标(如在“十三五”规划中把实际GDP增长率目标下调至5%或6%)、允许更多金融机构打破“刚性兑付”、允许更多企业破产倒闭、允许资产价格、汇率、利率等出现更大幅度的波动等等,尽早局部领域或区域进行经济与金融风险的压力测试,以尽快、有序、有隔离地释放经济与金融体系内积累已久的风险与压力。

以上措施虽然有可能增加经济与金融体系在短期的波动性,但只有经历这样一场全方位、比较彻底的“市场出清”之后,中国经济才能浴火重生,成功完成经济转型。我们相信,经过调整之后的中国经济会更健康、更具国际竞争力,经济发展会更具可持续性。采取这些措施也可以节省宝贵的金融与社会资源,以待将来形势更迫切需要时使用。

四、防止把改革当作经济与市场波动的“替罪羊”

2013年10月,在我们撰写的中国金融40人论坛2013年第三季度宏观政策报告《与时间赛跑!中国经济的风险与对策》中,我们指出,由于多年积累的产能过剩和结构扭曲等问题,中国经济已累积了很多风险。无论改革与否,这些风险都需要以某种形式释放。很多改革开放的措施实际上会有助于此类风险的有序释放,从而推迟或减轻风险释放时对金融体系和社会的冲击。

在我们看来,低估“宏观稳住”的难度、高估政府“宏观稳住”的能力更有可能是经济与市场波动到来时导致政府应对失当的最大风险。但遗憾的是,由于改革自身也是有风险的,尤其是放松管制、金融自由化和加大对外开放肯定会增大经济发展的波动性和不确定性。因此,万一出现比较大幅度的经济与市场波动,届时舆论很有可能把改革作为经济与市场波动的“替罪羊”。

我们希望提醒大家的是,中国经济风险的释放不是新一轮经济与金融改革的产物,因此千万不能把改革当作经济与市场波动的“替罪羊”。之所以强调这个问题,“主要是因为我们担心,如果届时大家视改革为‘替罪羊’的话,那么我们这么多年所做的各项改革与开放措施届时就非常有可能被全盘否定,进而出现体制倒退的现象。果真如此,这对中国经济的中长期发展和中华民族的复兴都可能是难以估量的损失。”



我们再次建议，应该在舆论层面上调整决策者、学术研究人员及公众对改革的预期，防止将来对“宏观稳住”的要求放松后、公众把改革作为经济与市场波动的“替罪羊”。我们再次强调，改革不能避免经济与市场波动，而只可能通过“微观放活”和“社会保底”的各项措施来减轻它对金融体系和社会体系的冲击。经济与市场的波动虽然可能带来短期的痛苦，但只要我们有“社会保底”的支撑、只要经济与市场的波动不扩散到更广泛的社会与政治层面，经过改革、调整和转型之后的中国经济与资本市场会更健康、更具可持续发展的能力。



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。