

2017年中国经济增长的不确定性

2016 年前三个季度中国 GDP 同比增速均为 6.7%，这被很多学者认为是中国经济已经到达 L 型底部的证据。目前一些来自微观层面的数据，例如 PMI、PPI、工业企业利润率等指标均呈现出复苏迹象，这被一些分析人士解读为新一轮景气周期的开始。然而，笔者认为，2017 年中国经济增长面临的挑战可能高于 2016 年，2017 年要实现 6.5% 左右的增长，可能需要更强的逆周期宏观经济政策。

从支出法 GDP 的角度来看，消费、投资与进出口是中国经济短期增长的主要动力。但目前三驾马车的增长都面临着一些压力。

目前中国消费同比增速在 10% 左右，虽然高于 GDP 增速，但自 2012 年以来消费同比增速持续下滑的趋势并未发生根本性改变。消费增速较为低迷的最重要原因，是城乡居民可支配收入的同比增速，在 2012 年至今出现了显著下滑。城乡居民可支配收入增速的下滑，一方面源自中国经济增速的下滑，另一方面也源自一些就业吸纳能力较强的行业（例如出口与房地产开发）近年来的不景气。换言之，城乡居民收入增速是中国经济增速的滞后变量。因此，很难期望在 2017 年，消费增速能够明显上升。对保增长而言，消费的边际贡献会比较有限。

目前中国固定资产投资同比增速已经下滑至 8% 左右。在中国的固定资产投资中，制造业投资、房地产投资与基建投资各自占到三分之一、四分之一与五分之一左右，三者合计占到固定资产投资的 80%。目前制造业投资同比增速已经下滑至 3% 左右，在需求低迷、产能过剩的背景下，2017 年能够稳定在当前水平，就已经相当不错。在 2016 年，房地产投资增速的反弹对于经济增长做出了重要贡献，但随着今年国庆前后一系列调控措施的出台，预计 2017 年房地产投资增速将会再度回落。基建投资增速在 2016 年下半年发力明显，其也将在 2017 年扮演更加重要的角色。

我们也可以从所有制角度来看固定资产投资的增长。目前中国经济增长的一个重要问题，是民间投资增长乏力。在 2015 年之前的相当长时间里，中国民间企业投资增速都显著高于国有企业投资增速。然而，目前民间企业投资增速已经降至 3% 以下，远低于国有企业 20% 以上的投资增速。目前民间企业面临着融资成本高、劳动力成本高、税收负担高与市场需求低的“三高一低”格局。只要这种格局没有改变，2017 年的民间企业投资很难显著反弹。这意味着，国有企业投资依然会扮演重要的保增长角色。

2015 年与 2016 年，中国进出口行业表现惨淡。外部需求疲弱与人民币有效汇率高估，是过去影响中国出口增速的两个很重要因素。尽管 2016 年人民币实际有效汇率明显下行，但外部需求疲弱依然会影响出口增长。特朗普上台可能带来的贸易战，更是给中国出口增长蒙上了一层阴影。中国进口增长

则面临着内需疲弱与大宗商品价格低位盘整的双重压力。但随着人民币兑美元汇率的贬值以及大宗商品价格的反弹，2017 年中国进口增速的表现可能显著强于出口增速，这意味着中国的货物贸易顺差可能显著收窄。

综上所述，从支出法 GDP 的视角来看，在消费、投资与出口三驾马车中，2017 年消费增速可能依然保持在 10%左右，出口增速可能继续负增长，因此投资增速的表现至关重要。在三大投资中，制造业投资增速或许继续回落或者低位企稳，房地产投资增速可能显著下行，这意味着基建投资增速将变得至关重要。考虑到基建投资在中国主要是地方融资平台与国有企业来做的，这就意味着，地方融资平台与国有企业的融资将变得非常重要。进一步而言，2017 年，中国经济非常需要更具扩张性的财政政策。

中国政府的财政赤字与政府债务水平目前在主要新兴市场国家中已经不低，但显著低于主要发达国家的有关水平。因此，在面临经济周期性下行压力时，中国政府可以适当扩大财政赤字规模。预计 2017 年财政赤字占 GDP 比率可能达到 4%左右。但财政政策的进一步扩张面临两个掣肘因素，第一，如果把地方政府举债等因素考虑进来，2016 年中国的广义财政赤字已经不低；第二，中国财政历来秉持“以收定支”，这显著削弱了中国财政政策的逆周期性。

从保增长来看，中国央行应当实施更加宽松的货币政策。但目前有两个顾虑使得央行不能显著放松货币政策：一是货币政策进一步放松可能导致更大规模的短期资本外流与人民币贬值压力；二是货币政策进一步放松可能导致房地产或股市或商品期货市场出现资产价格泡沫。预期 2017 年中国货币政策依然会维持中性偏紧的格局，除非 2017 年上半年经济增长出现显著下滑。笔者预计 2017 年不会有降息，但可能有两次左右的降准。央行依然会频繁使用逆回购、SLF 与 MLF 来应对短期资本外流压力，向市场补充流动性以缓解银行间利率的显著上行。

最后，笔者试图提醒读者的是，2015 年股市火爆，使得金融业增加值对经济增长做出了显著贡献。2016 年房地产市场火爆，使得房地产与相关行业投资对经济增长做出了更加显著的贡献。如果 2017 年房地产市场下行、股市没有出现新一轮火爆行情，那么什么动力能够弥补 2015 年股市与 2016 年房市对经济增长的贡献呢？