

时间：2017年6月17日上午

地点：中国人民大学

主题：反弹、分化与周期转换中的中国宏观经济

第一单元

中国宏观经济报告（2017年中期）发布会

主持人：杨瑞龙 中国人民大学经济研究所联席所长

致辞：刘伟 中国人民大学校长、国家发展与战略研究院院长

报告人：刘凤良 中国人民大学研究生院常务副院长、国家发展与战略研究院研究员

主报告演讲：**反弹、分化与周期转换中的中国宏观经济**

研讨会第二单元**中国宏观经济形势**

主持人：

闫衍 中诚信国际信用评级有限公司董事长、中国人民大学经济研究所联席副所长

嘉宾：

王一鸣 国务院发展研究中心副主任

徐忠 中国人民银行研究局局长

曹远征 中银国际研究公司董事长、中国人民大学国家发展与战略研究院高级研究员

高培勇 中国社会科学院学部委员、经济研究所所长

刘元春 中国人民大学副校长、国家发展与战略研究院执行院长

每日免费获取报告

- 1、每日微信群内分享**5+**最新重磅报告；
- 2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；
- 3、每周分享**经济学人**
- 4、每月汇总**500+**份当月重磅报告
(增值服务)

扫一扫二维码

关注公众号

回复：**研究报告**

加入“起点财经”微信群。



主持人（杨瑞龙）：尊敬的各位领导和嘉宾，尊敬的来自学术界和新闻界的朋友们，各位老师各位同学早上好！由中国人民大学国家发展与战略研究院中国人民大学经济学院中国诚信信用管理股份有限公司联合主办的中国宏观经济论坛 2017 年中期现在开始，欢迎各位领导嘉宾老师同学和记者朋友们！今天这个论坛是我们第 11 届，接下来允许我介绍一下各位领导和嘉宾：中国人民大学校长中国国家发展与战略研究院刘伟教授、中国人民大学一级教授胡乃武先生、中国社会科学院研究委员高培勇教授、中国人民银行研究局局长徐忠、中银国际研究公司董事长中国人民大学国家发展与战略研究院高级研究院曹远征教授、中国人民大学副校长、国家发展与战略研究院执行院长刘元春校长、中诚信国际信用评级有限公司董事长闫衍博士、中国人民大学刘凤良教授、中国人民大学经济学院副院长王纪平教授。下面请大家用热烈的掌声欢迎中国人民大学校长、国家发展与战略研究院院长刘伟教授为本论坛致词！

刘伟：尊敬的胡乃武先生，各位老师同学大家早上好，非常感谢大家来参加我们这个中国宏观经济论坛的学术研讨活动。在这里我代表学校和国家发展研究院对各位的到来表示热烈的欢迎，对大家和我们一起分享我们的讨论成果表示衷心的感谢。他们给我写了一个很学术的稿子，后来我实在不好意思拿来念，我还是想典型的做一个致词，对大家表示欢迎对论坛提出期望。一个中国的问题非常的吸引人，包括经济增长和经济发展问题，但是对这些问题研究要有一个长期性，

我们知道吸引人的问题一旦它的问题频频发生，会使人关注的焦点和热点不断的转换，人们发现目不暇接，这不是一个真正的研究。尽管我们的热点问题需要研究的问题变幻莫测，不断的新生出理论的热点，但是真正能解决问题的还是需要长期性的关注。因此特别是在中国人民大学，我们要倡导一种长期坚守式的一种研究，我们面对的是非常现实的而且不断变化的并且生动的中国经济和世界大格局的变化，但是我们的研究我想还是要有一个持之以恒的态度。所以杨瑞龙教授已经讲了人民大学的论坛已经 11 年，举行这个论坛讲的是 42 期，这 11 年 42 期一个问题如果没有研究十年以上而且是持之以恒的研究恐怕说不出让人家尊重的话，所以大家参加这个论坛至少 11 年以上，42 期了，一会儿我们的刘凤良老师给人家做报告他们的话是能够让人家尊重的。所以一个体会，我们研究热闹的问题恐怕要有一个长期具体研究的态度，这个论坛本身这一点还是很有体现。

第二点我想研究要有它的深入性，也就是在对问题理解的准确性和理论分析的逻辑的严密性，我们可以读到很多的文章语不惊人死不休，引起人们的关注，但是是否适合中国的实际那另当别论，它要一语惊人，我们说这种一语惊人也好，我们认为严肃的研究出发点不应该是这样的，要有对问题的深切的体会，准确的把握，深入的分析，上升到理论逻辑层面一个严密的结构完整的逻辑，提高它的说服力而不是吸引眼球的吸引力。中国人民大学国家发展与战略研究院开展对国家宏观经济的问题我们要有这种建设性的态度，强调它的逻辑严密性，强调它的学理的完整性，强调它对问题理解的准确性，所以我们

的研究要有一定的深入性。包括思想的深入，包括对现实问题的把握深入，我们的论坛在这方面有追求的，这是我想讲的第二点。

第三点我们作为中国宏观经济的研究，要有它的系统性，作为一种大学和基础的研究有长远性研究，这样的工作要求它的研究有一定的系统性，而不是就某一个时段的宏观经济政策的变化，而是要从整个大格局出发，整个系统出发，把问题联系成一个历史的整体，在这个过程中把握中国宏观经济运行和增长当中的某一个节点和现象，对于节点这种现象本身理解的这种全面性，可能更好的体现。我们的今天的题目好像是时间节点：“反弹、分化与中国转换中的中国宏观经济”，好像时点性很强，但是我们把它放在中国经济发展的历史当中和世界格局的比较当中考虑中国经济时点上的特点，这样对特点的把握会更深入一些。这对中国宏观经济的讨论我们强调了这么几点：首先研究的长期性，再有就是研究的系统性，另外还有就是要强调研究的深入性。体现一个高等院校作为国家智库，我们中国人民大学国家发展与战略研究院也是 25 个国家级智库之一，它开展政策性现实性问题的研究有特点，这种特点与我们的学科建设队伍建设与我们的学校的教学工作能更好的契合，这种契合和支撑当中使我们的智库研究有本身的特点。

各个单位都有智库，高培勇教授是我们中国社会科学院的学部委员，他们本身也是国家智库，中国社会科学院就是第一批国家级智库的单位，我们还有一些部委，像国务院发展研究中心等等部委本身也在做智库研究。但是各自有各自的特点，我们大学的特点更多的政策

智库式的研究要和大学的学科建设，和基础研究和我们的教育本身要有更好的结合，这样相互促进当中才有它的特点和可持续性。一会儿我们的团队会展示他们关于中国宏观经济研究成果，在此之前我想把这个特点三个方面的追求做一个简单的介绍，希望大家给予建设性的讨论和严肃的学术的批评指正，谢谢大家！

主持人：非常感谢刘校长的致词，一个受人尊敬的研究应该具有深入性的研究，系统性的研究还有宏观性的研究，这是对我们的期待。我们一定按照这三个要求把我们的中国宏观经济论坛办的更好，谢谢刘校长的致词。接下来我们请中国人民大学研究生院常务副院长刘凤良代表课题组发布报告，他的题目是《反弹、分化与周期转换中的中国宏观经济》！

刘凤良：各位老师各位同学，上午好！刚才刘校长把我们论坛的整体情况给我们做了一个说明，对我提出了一些期望。事实上从十几年以前我们就开始这项工作，我个人一直参与，但是站在讲台上机会很多，但是做一个中期和全年度的报告确实第一次。原因就是需要一个积累的过程，所以我们论坛特点就是在半年度和全年度的时候对中国宏观经济的运行做一个整体的分析，本期事实上我们又站在了一个十字路口，大家知道去年4季度以来中国的宏观经济走向了反弹的道路。每当这时候大家有一种感觉：一旦经济有复苏迹象的时候，大家希望有一个新的周期呈现在我们面前。特别一季度数据出来各个层面

不同的观点相继出现，有悲观的有乐观的，乐观派就说我们迎来了一个新的周期。在这样一个背景下如何判断中国宏观经济的走势，如何对现在所存在的问题做出一个诊断，我们是否迎来一个新的经济周期。特别是我们面临十九大，政治上的周期性的推动和我们的现实经济因素叠加，我们周期或许下半年就会来临？真的是这样吗？我们试图想做一个研究工作，我们沿着这样的思路讨论我们的问题。

事实上我们的观点，我想简要的报告一下。我们试图在总结今年上半年宏观经济特征基础上去讨论我们本次经济的反弹动力何在？导致的原因何在？我们说中国经济的复苏动力来自于政策推动和国际周期的反弹。当前经济还没有进入一个新的周期，仅仅依靠出口带动经济周期似乎不太可能，在未来的道路上，我们或许还要坚持走改革的道路。重要的是，我们对改革的内容本身讨论已经比较充分了，我们这里想强调的是改革的内容重要，引领改革的模式更加重要，我们要在推动改革的模式上下工夫。

我们上半年的经济可以由反弹与分化概括，反弹在以供给侧改革为核心的宏观政策的推动下，加上世界经济周期处于反弹复苏的阶段，我们 2016 年下半年以来的企稳态势得以保存，多项宏观经济指标趋于改善，尤其是民营经济增速连续 5 个季度是回升的，所以总体的宏观形势是具有一个良好的开局。但是在良好开局的背后，我们要注意到各种分化的指标显现出来，特别是价格指数快速的修复，但是实际的变量的增速非常的有限，这与历史上出现的经济周期截然不同。第二方面经济反弹的增长动力来自于国内的宏观经济政策和世界经济复

苏拉动的双向叠加，下半年这个国际的因素可以说还将获得较强的支撑，因此中国宏观经济在底步趋稳是一个基本的判断。我们注意到名义的水平在上升，但是实际的变量的反应速度在持续不像历史上出现的那样令人振奋，在外需的拉动下大家对世界经济复苏前景的预期看好，中国在出口拉动下，大趋势将向好。我们注意到，发达国家在 1 季度消费数据在下降，但是投资数据在上升，我们作为一个出口投资品的大国未来投资品的出口在下半年可能有所保障。从长期来看，具有不利的因素也有向好的国际因素，长期来讲我们的国家经济增长速度下滑，国际投资的拉动短期发挥作用，但是不可能像 03 到 08 年之间产生一个总体的效果。我们短期是经济的传导不畅，长期是生产力的下滑。这是与现在偏紧的宏观经济政策，加上传统动能的削减与新周期之间的孕育还有一个时滞，我们的宏观经济运行还存在很大的风险。

高杠杆是一个问题，第二个就是资金的脱实就虚，第三个就是准财政模式并没有产生应有的成熟效应。第四个就是各类改革的红利在削弱，特别是地方政府新常态下感觉无所适从。第五对外贸易的空间收窄了技术进步的可能性，最终导致生产力下滑，国际竞争力逐渐的失去我们的优势。我们要通过新一轮的改革解决我们的经济传导问题。解决传导性的问题要激活国内的经济提升生产力，在长期中推进以供给侧改革为核心的新改革，这个新改革事实上主要是一个中心两个支柱，中心当然是明确的重塑政商之间的关系，两个支柱是以财税调整为代表，重新建立央企之间的关系，另外一个支柱是以混合所有制为

突破，进一步的推进国企改革，这是第四个方面。第五个方面，我们强调改革很重要，但是推进改革的模式更加重要。本轮的改革是在新常态下进行的，需要避免以 GDP 排名为模式的推进方式，这对改革的主导者将从地方转向中央，如何考察地方的执行力，我们需要从中央层面上对地方执行力进行深度的考核。光考核不行还有一个协调问题，还要实现本轮改革的集权化。这是我们简要的概括了一下我们的思想！

下面我就具体的方面向大家做一个深入的讨论。首先是我们对今年下半年经济走势的一个基本判断和预测。我们知道如前面提到的那样上半年的中国的经济特点是反弹与分化，反弹中呈现了结构性的优化，反弹中蕴含着风险，国内以供给侧改革为核心的各种政策效益相继呈现，上半年中国宏观经济的运行态势延续了去年下半年以来的企稳向好，无论是 GDP，名义价格，三大产业的增加值和利润指标都呈现出稳步向好的特征。2016 年回暖中的价格指数得到快速的修复，实际变量增长不明显，2016 年名义 GDP 快速的反弹，累计的同比增速达到了 8%，2017 年 1 季度上升到 11.8%，但是实际 GDP 增速恢复有限，2016 年维持在 6.7%的水平上，2017 年一季度小幅度反弹到了 6.9%。一定程度上表明我们名义的价格水平提高，对实际 GDP 的传导与我们的中国经济周期相比存在着一个宏观传导不畅的问题。在国内这样一个传导不畅的背景下，世界经济周期给我们带来了一定的机会，刚才我们说过事实上各个主要的国际上的研究机构都相继的调高了世界经济的预期。在这样的大背景下，加上今年一季度美国为代表的主要的发达国它的投资的增速普遍反弹，所以未来的世界经济对我们中国经

济的支撑力还是比较强的。综合上面的讨论，我们注意到下半年支撑宏观经济的技术指标来看，基建投资的扩张随着投资收益率的下降必然会萎缩，这里的数据已经所体现。另外消费保持平稳，但是私人部门的投资要想弥补基建投资的下滑，其实是存在变数的。

这样的一个前景下，我们判断本轮中国经济走向了第二个非 W 走型的上升区域，并且延续了今年是保持前高后稳这样一个态势，依据我们人大经济研究所宏观经济模型我们做了一个预测，在现有的政策框架保持不变的情况下，我们假定财政赤字率 3%，汇率 7%的水平上，大致的结果我们做了一个预测，这个预测结果就是这个表里面呈现出来的。在国际经济复苏和国内政策叠加的情况下，2017 年 GDP 实际增速 6.8，全年 6.7%，与去年保持持平，价格效应比较明显。名义 GDP2017 年预计达到 10.2%左右，比去年上升两个百分点。三大产业基本保持企稳的态势，特别是第二产业预计上半年工业增加值达到 6.7%，全年 6.6%，比去年回升 0.6 个百分点，第三产业的增速会在波动中有所回落，预计上半年的增速是 7.6%，预计全年增速 7.5%，较去年回落 0.3 个百分点，三大需求走势相对平稳，消费需求在平稳中略有回落，出口改善明显基建、房地产共同带动我国固定资产的投资增速回升，预计会到 7.9%，比去年回升一个百分点，消费还是保持相对稳定的状态，预计上半年零售总额的增速会到 10.2%，实际增速 9%左右比去年略微下降。在世界复苏的背景下，我们的进出口呈现前高后稳的态势，2017 年上半年以美元计价的增速 8.5%，全年 8.7%左右，上半年进口的增速会略微高一点，18%，预计全年维持 16%左右。从深层次来看 CPI 和 PPI

分化，反映了我们的新一轮经济的景气基础并不是很牢固，有可能存在夭折的风险，预计 2017 年 CPI 增速 2%，预计 2017 年全年的 PPI 涨幅到 5.6%，总体 2017 年的价格水平还是出现一个改善的。尤其是 GDP 平滑指数有所回升，为我们未来提供一定的操作空间。最后一个就是货币，受抑制房价和降杠杆的政策影响，2017 年货币政策基调是所谓的中性，从这个角度来讲，加上我们宏观的审慎监管，货币的收缩率会加强，收缩的压力广义货币供给量 M2 与全社会的融资增速之间的分化持续的存在，预计 M2 的增速全年 11%，社会融资的总额的增速会到 12.5%，大体来说这是我们对下半年一个基本的预测。

我们对整体宏观经济的看法是我们着重分析的重点。前面我们已经就我们的核心观点跟大家进行了表述，接下来我将从 2017 年中国宏观经济形势形成的原因给大家进行报告。在这面我们有几个方面的内容：第一上半年中国经济在增长中稳中向好，宏观经济表现的说明大家都比较清楚，第二我想说中国的经济运行过程中分化严重，力图通过说明分化揭示风险；第三我想说宏观的问题或者分化揭示的风险点在哪里，最后做一个小结，大概是这样的一个思路。刚才我们做宏观预测的时候已经做了说明，宏观向好第一个指标就是 GDP 增长稳重有升，名义 GDP 的增速更快，图形中体现出这样一个趋势。名义 GDP11.8% 的增速已经创了 2012 年以来的新高，从供给层面来讲各个产业平稳增长，1-4 月份的工业增加值同比增速 6.7%，工业部门的三大门类制造业同比增长了 6.3%，电力、热力、燃气水增长同比增长 8.6%，呈现了回升的态势。从社会发电量上呈现的 U 型的反转，我们的用电量开

始回升，这个指标作为重要的宏观参数具有代表性。第三方面，从总需求来讲，消费保持平稳，投资稳步的回升，贸易恢复增长。1-5 月份我们社会消费零售额的同比名义增速 10.3%，比一季度回升 0.3 个百分点，3、4、5 三月份出现了明显的回升，扣除价格因素也保持稳定的态势。民间投资和房地产投资增长加快带动固定资产投资反弹，这是三个指标的表现趋势。贸易出口出现了改善，进口和出口双双恢复增长，1-4 月份出口累计增速分别达到 20.8%和 8.1%，较去年有明显的改善。大家知道本轮的经济调整是世界经济增长乏力导致了中国贸易的回落，这两年的调整特别是 2016 年 2 季度以来中国进出口的增速跌幅显著的减少，2017 年实现了正的增长。第四个改善方向就是企业的盈利，市场主体信心回升，微观层面上得到了改善，受到需求的拉动。供给侧的改革使企业以及上年的利润流转，加上去年的基数比较小，这四个方面的作用下，我们的一季度规模以上工业企业实现的利润达到了 1.7 万亿，同比增速是 28.3%。这样一个趋势表明我们企业的盈利已经得到改善。反映出来另外一个指标就是亏损的企业数和亏损额都在显著的下降。各类的微观的主体信心指数回升，特别是企业家的信心指数回升比较快。

第五是政府的财政收入和基金收入增速继续回升，财政状况明显的改善，公共财政的压力在减轻，同时房地产复苏使税收收入和基金收入恶化的趋势得到缓解。2017 年 1-4 月份公共财政收入累计增长 11.8%，比去年提高 3.2 个百分点，政府性的基金收入累计同比增长 32.7%，比去年同期大幅度的上升，两者合计导致财政收入增长 15%多。

新公布的 1-5 月的数据相比 1 季度公共财政收入有所回落，但是也是一个很不错的结果。第六个指标，各类的经济指数指标和经济景气指数与先行指标显示经济回稳向好。PPI 的指数持续维持在 50%以上，一定程度上说明我们行为主体对经济有一种看法和预期，稳中向好的特征中结构有所优化，我们的经济 GDP 占比角度中国经济由工业主导向服务业主导加快转变，2017 年一季度三次产业的比重 48%、38.7%和 56.5%，第三产业对经济增长的贡献保持了比较高的水平。产业内部出现了可喜变化，新兴行业的增长持续高于传统的行业，受供给侧改革的影响，去年曾经出现业绩短暂改善的煤炭的行业今年增加值有所萎缩，高端装备制造业的增长速度比较快，另外一个优化是需求结构的优化，最终消费的支出对增长的贡献进一步的上升。从网上商品的购物情况来看，网上商品和零售额 1-4 月累计 3.2%，实物商品网上零售额达到 25.9%，均超过了社会商品零售额，这都体现了消费增速在上升。看到一些基本的趋势的简单说明，我们想其实在未来走势上有所犹豫，不能断言中国经济转向了一个新的经济周期开始，原因是这个优化的过程中存在着若干个分化。最典型的分化表现为价量分离，总需求的全面的复兴引领实体经济的增长还需要有一个过程。这个进程中实际的增速比较有限，从历史上来看，大家看一下这个图，就不难发现，其实名义 GDP 的增速对实体经济的拉动作用比较明显，换句话说，一旦出现了名义价格的水平上升必然拉动实际经济的上升，从这个图形的尾端可以发现，我们名义的上升速度很快，但没有很好的拉动实际经济的上升。这是宏观判断需要关注的一个点，一旦出现了差

距持续的放大，存在另外一个风险就是它可能转而向下，可能导致实体经济向下运行，也就是说存在着短期见顶的可能性。从投资和消费的角度来讲也有这样一个现象，2016 年名义固定资产投资稳中回升，但是实际的固定资产的增长处于象形的区间，2016 年增速 17.8%，2017 年下降到 4.5%，应该说它是一个下降的通道之中，社会零售额名义值与实体值也持续的保持分化，实际累计的同比持续低于名义值，也表明价格的上行并没有代表总需求相应的提高，这是第一个我们关注到的是价量分离。

第二个从各类价格指数来讲，总体来讲是 CPI 和 PPI 的走势持续的分化。受到春节因素油价上调的因素 1 月份的 CPI 回升到 2.6% 的高位，之后随着春节因素、天气转暖、蔬菜价格下降，猪肉价格因素影响，2 月份 CPI 价格同比回落 1%，但是核心 CPI 一直运行在 2% 左右，从 PPI 来讲，供给侧结构性改革以及大宗商品价格的波动导致 PPI 高位运行，CPI 和 PPI 的分化总体反映出目前价格水平积极的变化，事实上主要来自于供给侧结构性改革，而中国经济总需求全面转暖还不是一个拐点。从 PPI 内部来看生产资料与生活资料的分化，生产资料大幅度的上升，生活资料基本稳定，从生产资料内部来讲采掘工业上升，加工工业的价格保持稳定，工业原材料，工业的供给指数与 PPI 的变动高度的一致，说明这些上涨比较高。一定程度上 PPI 内部原材料生产资料生活资料价格的分化反映出 PPI 的变化主要是原材料的价格上升导致的，表明供给侧改革效果并没有完成全行业的传导，甚至有可能对中下游的行业形成一个上压下堵的局面。CPI 内部消费品与

食品同步，CPI 消费品价格指数与 PPI 生活资料的价格指数变化基本一致，所以上述的过程从这张图可以简单的反映出来，这是一个价格变化的传导机制图。在第一部分表明为生产资料 PPI 与生活资料一高一低，表明 PPI 的上涨主要来源于供给侧的上游，生产资料的上涨难以传导到生活资料，一定程度上表明我们的总需求不足，供给侧上游价格的上升和下游的传导受制于供给需求侧。第三张图表明消费品与食品价格双降，PPI 难以对 CPI 产生传导，需求侧一定程度上反映了我们的消费在转型。这是国内的情况，从国外来讲，我们的价格传导是相对顺畅的，中国价格的变化与国际价格的变化保持高度的一致，这一点也可以通过进出口贸易渠道显现出来，这里可以反映出我们的价格比较迅速。价格变动也反映了国内市场供需结构的变化，居民支出的增速与收益增速之间的出现缺口反弹，这可能会受消费的下降的影响而收缩，这是第二个分化。

第三个，我们注意到行业复苏和利润出现分化，供给侧改革的推动下 2017 年 1 季度工业的大幅度的改善，规模以上的工业利润的同比增速 28.3%，各个细分行业黑金属、有色、石油上游的行业增速都靠前，中下游的增速改善不大，我们的增长 22%左右，比黑金属 36%低很多，规模以上的工业企业中超过一半的利润增量来自于采矿、黑色金属有色金属，这些受到供给侧改革影响比较大的相关行业。所以从这个角度来讲，当前的改善很大程度上是受到大宗商品上升和我们去产能的驱动。这张图反映了各个行业 PPI 的变化情况，这个同比的改善相当不平衡的，有一些甚至出现了行业内价格的下跌。这个图体

现了各个行业利润增长的情况，很显然行业的利润呈现了一个明显的分化，利润的上涨主要来源于石化、黑色系和有色系，有一些行业中下游受市场结构和需求的影响很大，产品的价格没有提升，反而面临着高额生产成本和低的出厂价格的双重的挤压，经营陷入了比较严重的困境。这是第三个我们注意到的分化。

第四个是企业盈利主体分化，具体来说国有及国有控股企业的利润增长 71%，私营企业的利润增长 16%，从收入角度来讲，国有及控股的企业利润快速回升 6.6%，私营企业利润率下滑到 6% 以下，营业收入国有企业的增长 18%，私营企业的增长只是 13%，无论是增量利润率还是营业收入主体分化比较明显。第五个是景气指数走势分化，主要三个方面：一个企业规模类型分化，大企业处于扩张，中小企业处于扩张与收缩的边缘，这是一个比较典型的特征。企业与企业在手定单与库存的景气出现分化，企业库存的 PMI 指数得到改善，但是在手定单的景气指数出现一定程度的分化，企业的库存周期已经从主动的补库存到被动的补库阶段。第六个先行指标与一致指标之间的存在分化，区域增长和发展分化，轮番塌陷风险仍在。从城市层面上分化更是不均，城市存在的财政收入的增长，因为经济的增速的原因，分化也和增速保持一致之。我们注意到这个过程中产业的调整出现了一些分化，一方面表现为中部向西部的调整，另外区域内出现了发达地区向欠发达地区的转化，一定程度上为未来经济转变提供一定的上升空间。

以上几个方面表现我们的经济运行呈现稳中向好的特征，但是指标的分化蕴含着我们在新周期转换的过程中存在着风险，哪些因素导

致的我们现在的宏观走势还是这样纠结呢？这是我第三个方面想说明的问题，就是当前中国宏观经济走势的动因。刚才在概述的我已经做了说明：第一个供给侧结构性改革与稳增长的宏观政策在供需两端共同发力拉动中国经济的上行，但是宏观传导不畅使得上下游高度的分化，使宏观经济出现分化特征。外需在这个过程中对经济复苏起到了重要的作用，我们借助外需的力量有望下半年经济走向平稳，这是我们对宏观走势动因的一个简要的概括，供给侧结构性改革的稳增长是我们的复生动因之一，2016年财政和货币政策的发力点主要体现在基建投资和房地产，固定资产的投资稳步的上升，固定资产的上升直接从需求侧拉动了钢铁水泥等原材料行业的上升，随着基建投资的扩张，基建行业的内部出现某种程度的分化。1-4月份水利、环境和公共设施的固定资产投资高速增长，增速高达27.5%，交通仓储、邮政固定资产的投资也有16.7%，电力、热力燃气和水供应投资增速下滑到1.2%，原因和我们刚才提到的该行业的投资已经趋于饱和投资回报率下降有关系。这是电力、热力燃气等行业的回报情况，很显然这个回报和刚才的投资下滑是相一致的。

房地产开发一直起到了托底的作用，现在看来具有一定的持续性，房地产开发完成额稳步的回升，1-3月份累计增速达到14.7%，这样的增速对我们的经济拉动作用非常的明显。上半年房地产市场运行总体平稳，销售和 investment 走势强于预期，对GDP增长的贡献达到了历史最高水平。事实上房地产2016年一季度开始已经连续5个季度有这样的抢眼的表现了。正是因为基础设施投资和房地产投资，保证了我们宏

观经济的走强，特别是上游行业的强力复苏。分化的原因其实更多的是源于我们总需求传导机制的失灵，上下游行业出现分化，2011年以来PPI的上升对固定资产的投资拉动越来越弱，供给端价格的上升与投资开始脱钩，所以我们发现投资增速处于一个下行区间。这个图是我们把经济周期中的固定资产的投资的周期线做了一个分解画出一个图形，它显示固定资产的投资对周期性的影响开始减弱，过去我们的传统方式价格上升企业利润开始上升，企业利润上升企业的资产负债表还是修复，加上我们信贷扩张，就拉动投资，之后推动经济上行，现在是上面是对的，价格上升了利润增加，但是往后这一段没有延续下去。一定程度上就表明这个环节中出现了一个传导机制中阻碍传导的原因，我们分别对两个阶段以08年危机前后投资周期线与PPI周期线存在的关系做了一个分解，显示两者之间存在着很大的差异，在危机以前第二产业以外的投资周期项与PPI周期存在着明显的相关，危机之后进入新常态，PPI周期线与第二产业投资线不存在任何的相关，说明他们两者在削弱。

第三个方面是外需对中国经济的复苏影响在加大，在国内总需求传导不畅的情况下外需对中国的经济影响日益明显，随着主要贸易伙伴的经济复苏加上人民币温和的贬值，我们进出口的形势明显的向好，体现了我们进出口的一个基本的向好态势。IMF最近预测2017年全球的增速会达到3.4%，对世界经济的预期做了一个上调。所以一定程度上说明主要发达国家它的复苏步伐有所加快，从月度走势来讲，主要的贸易伙伴经济复苏明显，对外需的改善创造了条件，所以我们的出

口增速由负变正，保持较高的增速水平。世界经济的复苏，也开始从国内的消费转向投资，各国的主要的国家的投资增速出现的明显的回升，特别是 2017 年以后，美国国内的同比一季度投资增长 2.9%，欧盟的投资也出现了大幅度的回升，1 季度欧盟 27 个国家固定资产形成总额同比增速达到 5.4%，这将会对我们未来带来好处。我们把中国经济的波动分解为国际的因素，国外因素和国内冲击，国外因素是国外的长期影响，两者合在一起泛称为国际影响，利用包括中国和 G7 国家的数据系表明，危机前国际因素对国家周期的影响较弱，国内冲击持续性更强，危机之后我们发现国际的影响变得越来越强，利用新的数据，把新兴国家的数据加入同样的框架得到和上面相同的结论：国际的因素的影响在危机之后逐渐的加强。从另外一个指标也可以看出出口价格指数的周期项一直维持着对制造业投资的增向推动作用。

概括一下造成分化的一个原因：拉动使得总体向好，传导失灵使得分化严重，国际因素的复苏推动了中国经济的复苏和下半年的企稳。短期来讲经济最难把握的是什么？有两个方面：第一就是金融风险的释放和金融监管之间的平衡，第二就是政策性的空间收窄我们民间投资复苏不稳，固定资产的投资面临着下行风险，一个是金融一个是投资。我们知道近几年我们低利率的环境使得金融机构表外扩张非常的明显，负债率不断的攀升，杠杆率攀升，资金流向实体经济的链条不断的拉长，市场上机构终端金融风险不断加剧，尤其以资管、理财产品快速的扩张，造成高杠杆、久期加剧，我们的政府决策部门把控制金融风险当做一个重要的方面。这样的一个背景下，我们两会相继出

台了宏观经济政策，加强金融风险的管控，最著名的就是“三三四”这样的措施相继出台，一定程度上对金融风险起到了管控的作用，降低了金融系统内长期的风险。但是我们想说，随着金融监管的加强，一定程度上必然助推利率中枢上移，实体经济的融资成本将会提高，需要注意到金融监管的节奏应该与实际情况相适应，避免操作不当，这样的一种操作不当可能使实体和信用风险在短期内急剧爆发。这是我们的需要关注的第一个风险点。

第二就是政策性空间收窄，我们的固定资产投资有下滑的危险，前面说过，宏观政策趋紧是基本的环境，投资环境回落将给未来的经济增加较多的不确定性，固定资产投资中房地产开发受到调控的影响，很难继续的进一步的增加，作为主力军事实上是基建设施、下半年它仍然是稳定的主力。但是我们也注意到从资金来源的角度来讲，出现了下滑，资金来源有可能成为抑制固定资产增长一个重要的原因。从基建内部来看，它的内部依然是分化，有一些利润率的下降使得投资必要性受到置疑，因为这样的一些原因我们认为固定资产下半年的回落可能是一个大概率的事件。房地产在稳增长中，在今年的上半年已经建立，一系列的核心指标，也显示出它的力度或许在下半年不可能再去上升，新一轮的政策调控下房地产稳增长的作用值得关注，可能影响到未来的经济走势。

第三个方面就是民间投资，特别是第三产业的投资出现了回升，但是第二产业民间投资增速3.6%，比2016年全年的增速微升了0.6%，意味着我们对未来的民间投资的增速持谨慎态度，这也决定了我们全

面的投资形势不容乐观。综合来讲，我们说中国宏观经济的运行这两大风险足以引起我们的关注，这两个方面的因素，第一个长期生产率下滑问题，导致潜在增速下滑，如果没有全面的生产率的上升，企业盈利就必然受到限制，更多的周期性表现为库存的周期，全面的扩充生产能力最终还是依赖生产率。从 PPI 见顶和库存周期越来越弱也验证了我们刚才所说的观点。我想着重说第二个方面，是外需诱导了增长模式的重启，固有的结构失衡强化，我们看到世界经济复苏的时候，我们有一个很简单的想法，那就是我们坐等世界周期的拉动，我们走过这样一段日子比如 03-08 年，我们依靠外需使得经济快速的回稳，实现了一段令人兴奋的阶段。我们又面临这样的环境的时候是否再去走这样的路？从三个方面简单说一下，首先结构性的矛盾可能因为外需的诱导强化，一个是消费驱动的增长，增长驱动力的源泉，我们希望消费增长驱动，第二是国际收支的平衡，第三外需导向的生产模式，我们的消费增速持续的放缓，我们想扭转希望消费增速超过投资增速，维持消费引导性的增长。因为消费增长放缓，经济增长有可能出现放缓甚至逆转，我们新一轮的房地产周期中，房贷中更多是个人贷款，一定程度上有可能使我们对未来的居民收入的预期下降，导致日常消费造成一定程度影响。经常账户顺差贸易缩小的情况下，服务贸易逆差扩大，如果叠加上资本的外流，可能加剧国际收支平衡的压力。服务贸易的占比是不断的提高，在服务贸易的进口角度来讲，我们国家的总进口中，服务贸易的进口比重已经超过 20%，并且有上升势头。这导致我们的服务贸易逆差不断的扩大，这样的贸易逆差使

得我们的顺差格局受到冲击，使得国际收支平衡压力扩大。

在世界新周期逐步启动和国内消费升级的过程中原有产品的结构出口扩张有可能导致传统的结构失衡重现。2017 年以来主要发达国家经济在复苏，对美国欧盟韩国传统国家的出口，这是我们出口的主力，大家注意到原油、焦炭、集装箱等，这些是资源消耗环境污染比较高的一些产品，这样一种出口结构和国别结构的改善没有因为世界经济的复苏而得到改善。所以从这个角度来讲，我们的国际复苏对我们结构的影响并不完全是正向的。这样我们对整体走势的判断可以简单的概括一下，正向的角度来讲，我们供给侧结构性改革推动了经济的上行，负向的影响是传导失灵生产率下降。主要的变数是金融风险的释放和投资下滑。

第三部分我想简单的说明一下，新形势下中国的道路选择：新改革中实现周期转换。我想问第一个问题，世界“新周期”能否支撑中国周期的转换？简单的来说世界经济新周期有很多的特征不足以支撑我们宏观经济的未来，第一世界增长持续的分化，欧亚增长快，中东北非增长没有那么快，第二国际贸易，好的时候走势更好，跌的时候也跌，但是在近期来讲，我们注意到它的超调在继续，黑色的图线表明我们国际贸易的趋势在世界产出趋势之下，第三个中心国家的外部失衡在均衡化过程中走向调整。08 年之后美国经常性账户赤字占 GDP 比重下降，这一定程度是市场作用的影响，但是近几年的失衡的比重并没有加剧，相反还是维持在 1.9% 左右，这样的一个数值使得我们说依靠美国的结构调整引领未来的中国经济的增长是有风险的。第四个

宏观经济不确定性持续的增加，大家知道政治上包括英国的脱欧、特朗普的当选，法国虽然马克龙当选，但是欧盟的不稳定性也在加剧，宏观的不确定性也在加剧。美国朝着紧的方面走，其他国家的经济并没有和美国同步，这使得跟随国家和美国的经济政策采取了不完全一致的政策，也加剧了政治上政策的不一致。所以我们认为本轮世界经济周期对中国经济的中长期增长是有限的，所以给我们带来的空间也比较小。第二从一定程度来讲美国的复苏对我们国家起到了正向拉动，但是美国从负的方面讨论，对我们国家的影响也没有想象那么大，其实美国它的国内的比较优势仍然是服务贸易，除非它放弃比较优势，对我们影响就会变大，如果不采取这样的极端政策美国对我们的积极影响还是存在的，但是想再现美国经济失衡时候的状态难以为继。这样的背景下就需要我们另外一个渠道提升国际经济的影响能力，就是ODI和FDI，尤其是危机之后表现的更为明显。从这个角度来讲，我们的外贸或许更多的应该朝着这个方向扩充。这是国际的判断来讲的。

国内来讲，我们面临的结构性的问题更明显：第一是宏观传导不畅，具体来讲就是资产负债表的修复，第二资金脱实就虚，第三国企的挤出效应。我们的宏观传导不畅，造成了宏观的运行出现的高度的分化，在这个过程中，其实我们可以注意到高杠杆利率下，当这些行业价格上升的拉动下获得的利润，首先需要修复资产负债表的，资产负债表又遇到了去杠杆的政策，从而使得资产负债表修复比原本要长，使得银行对这些企业的看法评级不足，使信贷受到影响，最终导致不能通过它的上游的价格上升来扩大投资，影响整个实体经济的发展。

所以去杠杆是一个双刃剑，一方面有利于解决风险问题，另外一方面也一定程度上抑制了投资的传导。第二就是房地产，因为我们投放了大量的资金在虚拟经济中循环，冲击股市和房市，特别是 2016 年以来对房市的影响导致大量的资金转向地产，使得资源的配制再次扭曲。第三就是国有企业，在中国政策的执行通过中央投资完成，但是中央投资有一种渠道就是通过国企的投资，国企的地位和其他企业不一样，某些行业具有垄断特征，我们发现国企的在东部和西部有明显的差异，在经济发达地区国企的投资有一定的挤出效应，东部企业可以和私人企业进行融合带动整体的投资，但是西部这种融合比较弱，更多的资金来源是银行贷款，又受到银行贷款总额的限制，从而使得私人信贷的总额受到影响。国企的这种投资方式一定程度上没有达到政府投资乘数效应，2016 年房地产火热的过程中大量的资金转向了房地产，助推了价格扭曲。第四个就是长期生产率，生产率以前是靠资本、人口红利，更多的来自于改革，现在这样一种改革模式下，新的增长环境下，原来的改革模式发生一些变化，现在的改革更多的是需要自上而下的改革，原因是什么？是因为地方的利益和国家的整体利益出现冲突，这样的情况下要想激发地方政府活力原有的模式已经不好了，使得长期生产率有改革红利的丧失。第六个方面是技术模仿，这一直是我们技术水平提高的手段，随着我们出口品上对其他国家的替代，基本趋于完成这个空间越来越窄，未来我们的技术模仿存在着制约，现在的技术需要从模仿转向创新，这样一种模式力的下降导致生产率下降，生产率下降一定程度上遇到工资上升的叠加，使得企业成本上升

影响竞争力，由此导致我们的经济发展受损。

基于这样的考虑，我们建议新改革要实现周期转换必须关注新的重点和新的模式转换，新改革核心的关注点一个中心重塑政商关系，明晰政府和市场的边界，两个支柱分别是以财税改革为代表明确央地责任，以混合所有制改变国企。这样的话题我们更多的已经讨论过，关于新型的政企关系界定市场和政府的各自的边界，市场要把更多的空间留给企业，让企业在创新中主导作用，另外政府的职能要有有所改变，现在应该更多的提供社会风险分摊，为创新提供更多的空间，从财政体制来讲，简单的来说是一定程度上调整支出结构，保证在基础设施以外某些公共支出、民生支出的支出范围，提高社会保险的覆盖面，为大家的试错空间提供更多的余地。从收入的层面来讲，现在的收入再想扩大比较困难，应该更多的关注清理现在的优惠政策，朝着统一的市场方向发展，加大个人的收入的征税特别是资本的征税，将更多的包含碳产品的税率提高。第三方面完善央地关系，现阶段地方政府激励缺位，借助于央地财权事权的划分进一步的界定央企关系，把转移支付偏多偏快的趋势扭转，建立地方举债的风险评估和约束机制，第三个是把央地财权和事权相一致。第三大方面就是混合所有制改革，我不再多赘述了。

新改革要避免在借助 GDP 排名之类的激励，新的常态下，我们要求地方政府的目标不再单一，多目标使得地方与地方之间出现差异，使得我们原有的改革模式发生变化，这样的情况下，地方政府要按照自己的禀赋特征有自己的发展目标。第二每个地方不一样，怎么考核？

这个主动权就由地方政府提升到中央政府，建立主导权的转移。第三个既然要转移就要有考核，考核更大程度上关注地方政府执行力的考核，需要明确主体责任，说的具体一点是地方政府和中央政府的一个契约。最后一个方面要加强深改小组的日常协调，避免政府间的管理竞赛。我们以服务实体适当的放松宏观环境，塑造政府与企业，中央政府和地方的管理模式，好，谢谢大家！

第二单位，中国宏观经济形势研讨会

主持人（闫衍）：尊敬的各位嘉宾同学们上午好！下面这个环节由我主持，刚才刘凤良报告当中提到中国经济复苏的特征是名义变量和可持续变量指标，从刚才的数据当中我们看到名义变量的增长和实际变量之间有一个剪刀差，为什么出现这样的情况？主要是我们在中国经济周期转换过程中，债务的积累和高杠杆率和经济传导不畅造成的。我们知道过去的各个宏观经济的运行当中，经济周期的波动中投资和债务驱动的模式导致中国的企业积累了大量的债务，债务的积累在经济回升当中企业利润的改善现金流的改善，首先要解决在这样债务规模以及本期偿还的问题，资产负债表并没有得到实质的恢复。我们知道投资没有得到明显的改善，未来经济也会面临下行的问题，当价格水平回落，利润收缩的情况下，可能会对经济的名义变量产生影响，因此这一轮高债务的压力是企业不能快速启动的很重要的原因。下面请各位嘉宾发表他们关于报告的一些看法以及对中国经济的观点，

首先有请中国人民银行研究局的局长徐忠博士发表演讲！

徐忠：很高兴参加中国宏观经济论坛，今天杨教授介绍了宏观经济论坛已经 11 年了，能坚持到现在非常不容易，我听下来感觉中国宏观经济报告跟券商的报告有很大的差别，它更多的从中长期的角度来看短期的宏观经济的情况。可能大家更想听高老师曹老师的研究，我就节省一下时间，我就讲两个观点：第一目前的量价分化以及价格指标之间的分化背后是什么？你的 PPI 上来了，但是没有传导到 CPI，你 PPI 上来了投资没有跟上去，说明现在企业家的信心，企业家是推动经济周期核心的动力，企业家判断你现在并没有进入新的周期所以不会增加投资。这是一个很正常的现象！我们怎么看中国什么时候才能进入一个新的周期呢？你的拐点怎么看？这可能是大家关心的问题。DIS 有一篇文章，如果高杠杆率、生产率下降，宏观经济政策的空间是缩小的。大家知道中国的目前情况下，你现在的增长从刚才的报告当中也看到，我们从以前的人口红利，外部环境等，外来的改革红利已经消失了，新的经济增长动力来源于哪里？我前一段时间发表文章就讲的市场周期与经济增长动力改革，现在全要素生产率已经下降了，你仍然要保持过高的增长，只有刺激，只有地方政府加杠杆，只有货币宽松，只有产生更多的泡沫，老百姓的财富能力下降。我们尊敬的胡教授在这里，我想讲什么东西？我们误读了凯恩斯的政策，凯恩斯的政策只有在危机的时候，应该是一个短期的政策，而我们现在把这种刺激性的政策长期化，没有像哈耶克讲的让市场机制发挥决定性的

作用。那些高杠杆的、那些僵尸企业为什么出不去？你没有一个市场出清的过程，你增长靠这种刺激问题永远解决不了，这是我讲的第一个问题。

第二个问题跟第一个问题也有关系，第二我们要重视中央跟地方的财务管理对经济波动的影响。大家都知道，中国这样一个大国，我们原来靠出口对中国经济增长是正的，现在已经变成负的或者零，我们消费增长贡献率逐步的上升，但是投资的贡献远远高于消费，投资的增速对增长波动的影响反而增强了。投资机构，随着制造业投资的持续下降，与央地关系十分明显的基建房地产投资已经成为经济波动的决定性因素。我们更多的还是依靠房地产和基建，这跟地方政府的财政直接关系，所以央地财政关系对经济波动的影响是十分明显的。在这个时点上讲这个问题因为我看了两个文件：2017年5月财政部发布了《关于进一步的规范地方政府举债融资行为的规定》，第二《坚决制止地方政府违法违规融资性的行为》，对政府投资基金，PPP、政府购买服务违法违规融资行为进行全覆盖，地方政府去杠杆以及规范融资行为这样的两个文件影响不可低估，它实际上确定了短期经济周期经济增长的决定性的因素。最早我们的改革就是联产承包责任制，中国的改革地区差距这么大，我们怎么从原来的计划经济走向市场经济需要发挥地方政府的积极性和创造力？包括这个过程中政府应该怎么做也需要各个地方试点探索，探索出一套好的经验和路子在全国推广。

我们回顾历史可以看到，到了1991年的时候，由于苏联解体，当

时提出来地方政府占中央财政收入的比重下降，是苏联解体的原因，我们后来搞了分税制的改革，它是财政分权，提过两个比重，税的大头划给中央然后通过转移支付，95年的《预算法》地方不能发行地方政府债权，限制它的举债权，它的财政能力被大幅度的削弱，中央的财政能力得到加强。分税制改革里面土地财政收入留给地方，后来04年土地招拍挂制度，以经营财政为名对土地财政的依赖扩大了，08年以土地财政为杠杆的试点，地方成立融资平台在预算外举债，地方政府在加杠杆。2014年我们出台了43号文，就是说地方政府原来的债务我是认了，但是其他的要融资发债，然后经济下滑了，我们又放松了这个条件，地方政府通过政府引导基金，PPP专项基金又在加杠杆，带来了这一轮的经济的增长率。我们后来又出台50号文以及87号文，这就出现“一放就乱一管就死”，这跟我们财政政策的出台有很大的关系。这个问题必须要考虑的。这个政策还有一个问题就是说，你的这种财政收集集中了，在IMF他提出一个“准财政”的概念，实际上就是财政问题可能金融化，一个它对经济政策有影响，第二他可能使得财政风险金融化。原来是地方政府的债权现在变成没有任何的抵押的债，究竟是你的水平问题？还是其他的原因，对市场的潜在的影响大家应该重视。

第三个它这种“一刀切”的政策，中国的政策不能一刀切，怎么让制度有弹性，反映各个地方的经济水平，有的地方债务风险明显的应该限制，但是有的地方有一定的加杠杆的空间，而且它有这样的能力做一些事情。这样的一刀切是有问题的，在整个的过程中，稳增长

和去杠杆动态平衡必须保证中央和地方的关系，我们要淡化 GDP 的目标，同时要建立一套机制防止地方政府乱作为，我们要建立一级税收权一级举债权，地方政府的财政要独立，要放松中央政府对债务额度的行政因素，彻底打开地方政府规范融资的正门。另外我们要避免一放就乱，你要完善治理体系提高债务信息的透明度，要发挥地方人大的作用，由地方人大决定，对地方政府预算管理形成约束，所谓的政府破产仅仅是财政破产，而不是政府职能的破产，地方政府的破坏对政府的约束而不是对居民的惩罚。同时我们要借鉴财政联邦式加快理顺中央与地方的财政制度，具体的我不讲了，只有在完善中央跟地方的财政关系，给予地方政府的税政权，提高地方政府的收入支出的匹配度，才能避免一收就死一放就乱，才能解决地方政府金融和财政的交叉匹配。我的发言就到这里！

主持人：感谢徐局长，下面有请中银国际研究公司的董事长，中国人民大学国家发展与战略研究院高级研究员曹远征教授发表演讲！

曹远征：谢谢，再次回到母校参加宏观经济论坛！我们看到的杠杆问题包括去杠杆问题，第一为什么去杠杆？第二去什么样的杠杆？第三怎么样去杠杆？第一为什么去杠杆？去杠杆问题讨论已久，特别是金融危机以后，因为金融危机就是快速的去杠杆，包括 IMF 以及金融理事会以巴塞尔协议都对杠杆有严格的控制。中国经济在危机以后，采取了积极的刺激，杠杆高度的升高，2014 年末提出了供给侧改革，

展开了第一步就是“三去一降一补”那个政策提出到今年已经三年了，为什么今年杠杆才开始去？这跟中国宏观经济的变化高度相关，在去杠杆和去产能三去一降一补提出的时候，我们知道快速的去产能可能带来经济的衰退，如果快速的去杠杆可能导致风险的快速的暴露，去年的报告当中宏观经济政策讨论的问题是如何化解这个问题，债务通缩性经济就是这样的。我们知道中国的产能过剩都是高杠杆，集中在煤炭、钢铁行业当中。那时候如果打破这种循环，创造一个宏观调控稳定的环境非常的重要，货币政策那时候相对的宽松，希望经济稳步增长。去年开始中国经济开始恢复增长，我们可以看到连续 5 个季度增长说明中国的宏观经济基本稳定，它为去杠杆创造的条件，这是导致今年讨论去杠杆问题的一个背景。

宏观经济为去杠杆创造了条件，一个是 PPI，54 个月以后由负转正，PPI 转正经济表现上利润增长，现金流的增长，如果企业的利润是上升的，意味着企业的还款的能力提升杠杆有可能降，中国的资产负债表去年的杠杆下降一个百分点，银行的资产负债表去年的不良资产率环比开始下降，人们现在有机会有条件可以安排去杠杆。今年不仅仅是宏观经济政策特别是货币政策中性化，特别是监管开始加强。我们 90 年代中国国有企业出现了严重的三角债问题，那时候也是去杠杆，主要是去企业的杠杆，企业的负债很高，增资减债，企业没有经营能力，光增资减债也减不下来，特别是当时的纺织工业，国务院做出决定把纺织机毁掉以后才能给企业进行贷款，通过这个举措以后重要的纺织城市比如说上海武汉西安都没有纺织业了，纺织业在新的

地方崛起。这一次是金融业去杠杆，过去的杠杆指企业的贷款增长很多，企业无力还本付息，这一轮企业可能有投资意愿，一方面是融资难融资贵，另外一方面金融的杠杆率高企。你观察一下杠杆对 GDP 的比重，你会看到 M2 与 GDP 的比重，本世纪初到 2007 年中国的 M2 与杠杆的比重是下降的，08 年起来的最重要的表现是金融，它发展同业存单，小的金融机构通过吸收同业存款进行理财产品以及信托。上一轮是贷款这一轮是同业，同业的存单和同业的吸收的存款委托给其他的三方机构，这个三方机构就是影子银行，所以影子银行从一个意义来讲就是不受监管的业务，现在要纳入进来，那就要自查。月末各个金融机构要进行自查，银监会保监会对其进行审查并有了几不准，这些都成为这一轮去杠杆最重要的举措，是由监管加强出现了很多新的现象。一旦监管加强以后，特别是央行整体杠杆率 MPI 一定要获取流动性，越是短端利率就越会上升，意味着央行加息，是流动性短缺造成的。这一轮的去杠杆是金融去杠杆，这是我说的第二个问题。

第三个，怎么展开去杠杆的过程？宏观报告也提到了，需要去杠杆。其实杠杆率能否持续不在金融，而在社会经济，实体经济的利润增长，实体经济的现金流可以覆盖利息杠杆就可以维持，我同意报告中对国有企业的改革，在宏观经济稳定的情况下应该适时推进加快推进，改善它的治理机制，改善它的经营效果，对控制杠杆有非常重要的作用。同时，财税体制的改革也非常的重要，理财产品当中很重要的投向是投降地方政府融资平台当中的 PPP 以及名股实债项目，地方政府债务问题不是财政问题而是金融问题。我们看到报告说长期当中

最重要的问题是 DFP 全要素生产率下降，技术进步的动力下降，需要有一个弹性的有活力的体制创新，这样才能提升经济增长的效率和企业的利润，这是基础的条件。如果这个基础条件，要做推进改革就变得非常的重要。我们说短期的宏观政策是提供一个环节，我建议宏观经济政策要做一个适度的调整，尤其是央行的货币政策，货币政策不应该再过分紧，我们要重新探讨央行的功能。大家经常讲货币政策，这是 30 年代大跃进凯恩斯政策出现之后才出现的，我想问在总需求管理政策央行那时候就存在，那时候央行干什么？很简单它是最后贷款人金融稳定性。宏观经济趋于稳定货币政策必须再宽松，但是去杠杆的情况下，央行的另外一个责任是加大金融稳定性。我们知道金融稳定的手段和货币政策的手段几乎是一个手段，当金融不稳定表现最重要的就是流动性过紧，央行作为最后贷款人的时候要控制风险，要维持金融稳定作用。如果杠杆率升高对实体经济的不稳定就会有影响，央行要关注市场的变化，要在去杠杆不产生新的金融风险，使今后的改革顺利进行的一个重要的条件。我建议我们可以重新讨论一下央行的定位和功能而不是在于宽泛的货币政策。特别是这次 MPA 审慎管理工具，我希望下一次报告当中看到对央行作用的新描述和央行功能的新解释，谢谢大家！

主持人：感谢曹老师，下面有请中国社会科学院学部委员、经济研究所所长高培勇教授发表演讲！

高培勇：大家上午好，刚才刘凤良教授以反弹分化和周期转换这

三个关键词为我们描述了中国宏观经济发展比较乐观情况，很多见解切中实际。我想谈两点看法，一个看法我觉得当前我们要试图用一种新的思维理解和分析中国经济的形势和中国经济的政策。为什么提出这样一个问题？我们注意到刘凤良教授做的分析引用了很多数据基本上都发生在 2014 年到 2017 年时间段，注意到 2014 年国家经济工作会议提出我们进入了经济发展的新常态，注意到 2015 年的中国经济工作会议提出要实施供给侧的结构性改革，2016 年末中国经济工作会议提出进一步的深化供给侧结构性改革，我觉得两件事情特别的凸显：所处背景发生变化，我们背景是经济发展的新常态而不是旧常态，我们实施的宏观经济政策框架是供给侧的结构性改革，而不是以往的以需求管理为主的那样的经济政策的框架。我们对形势的分析对政策的解读，显然必须步入新的话语体系当中，按照这样的语境来做解释，恐怕才更符合实际。大家都会看到尽管我们总说经济新常态下布局宏观经济政策，尽管我们说实施的供给侧结构性改革，但是把很多政策放到眼前的时候换一种背景换一种话语体系依然很大程度上成立。所以经济理论工作者特别是担负智库功能的分析成果，要有意识的引领这样的一种趋向。对很多事情如果说换一种表达方法，换一种理解可能看的更清楚一点，比如说刚才徐忠局长讲的很多财政方面的事情。我比较熟悉财政领域，对财政领域今年政策的安排，要试图用这种新的理念理解它的时候会看到和以往不同的东西，比如说财政政策，我们总在财政政策前面加上“积极”二字，那是 1998 年在东南亚金融危机时候所用的一种策略，谈到积极财政政策我们理解为扩张，2015 年

积极财政政策要加力增效，我们理解就是要进一步的加大扩张政策，2016 年经济工作会议提出积极财政政策要更加有利，今年提出积极财政政策要更加积极有效，如果延续 1998 年的理解放到今天，在座的很多不管是专长于宏观经济政策分析还是做其他经济分析的研究，我们都会认为今天的财政政策扩张是不够的，实质上如果换一种解读方式，可能就比较恰当的理解它背后的这种政策含义。

第一个数字今年财政赤字 23800 亿，这是标识财政政策是否扩张时候一个最重要的数字，23800 该怎么理解？这不是以往的财政收支平衡的结果，而是根据 GDP 倒算出来的。什么是财政赤字？就是一方面收入一方面支出在一起相差出来一个结果，或者有意识的加大财政赤字扩张加大经济发展的也是一个结果，今年不是这样的。这个数字怎么来的？首先它在 2016 年 GDP4.4 万亿基础上加了一个 6% 的预计的经济增长速度算出 2017 年 GDP 预期规模是 79.4 万亿，用 79.4 万亿 \times 3% 大概就是 23800 亿。为什么会是这样的？这就是稳增长和防风险是兼容的一种政策考虑，显然是相匹配的。我们要守住 3% 的底线，欧盟有一个指标赤字占 GDP 的比重不宜超过 3%，很多人说它自己也没有坚守，很多国家已经超过这个数字，我们没有必要拿 3% 当一个指标，但是在中国来讲使用 3% 这个比率我们就当做一个心理防线来守，每年讲到中国有没有财政风险有没有金融风险和经济风险，我们部长解释的时候总是说我们的财政赤字没有超过 3%，如果超过 3% 对中国经济有什么样的影响？对中国人对中国经济的预期是什么样的影响就可以知道。它要守 3%，这是 23800。接下来你又看到另外一个数字是 2000

亿，23800 亿相对于去年增加了 20000 亿，财政扩张不扩张它的标识不是有没有赤字，而是今年的赤字比去年的赤字增加了 2000 亿。怎么保证稳增长的需求？你注意到 2000 亿相关的数字还有一个 8000 亿，是地方政府债券，实际上是地方政府基金表达的地方政府债券，去年 4000 亿，今年 8000 亿，你又能理解出 2000 亿赤字又附加了一个 8000 亿地方政府基金财政预算，你能体会到守住 3% 的防线又兼顾了扩张的需求，这就有了一个名义赤字和实际赤字的之别。还有一个数字 5500 亿，是今年减税降费总规模，3500 亿减税，2000 亿的减费，什么东西支撑这 5500？去年财政赤字增量 5600，去年的减税降费规模是 57600，这两个数字大体对应着。减税降费都是通过增发国债增列赤字的，今年财政赤字增加 2000 亿，减税降费规模就是 5500，这两者的规模从哪里走的？就是试图减少一部分的政府支出，有三句话：第一要压缩政府的一般性支出，第二不允许增加三公性质的政府支出，第三压缩非重点的预算项目。把这些所有的数字放在一起实际财政政策的安排是主动的有意识的往经济新常态上去靠拢，往供给侧结构性改革主线逼近，因而绝对不能用“更加积极有效”的字眼衍生成是不是更加扩张进一步的加大扩张力度的理解和解释。它用的是“稳健中性”的表达词，这其实也有一系列的政策含义。我们用新的话语体系来解读这是必要的，在此基础上更重要的是引领中国的宏观经济决策，中国宏观经济走势朝着中国经济发展新常态朝着供给侧结构性改革目标转换。这里所说的周期转换是有这样的一种深层次的政策含义，这是我想说一个看法。

第二个看法当前宏观经济领域，最重要的一项工作是对中国的宏观经济实践做出创新性理论改革。我们都注意到最近一段时间党和国家对哲学社会科学给予的重视是前所未有的，这是重视度最高的一个时期。何以如此强烈的重视？你从需求角度讲就是我们站在一个新的历史起点上，我们面对经济社会发展形势异常复杂，党和国家对哲学社会科学的研究成果日趋强烈，这是一种解释。但是经济学总是从需求和供给两个角度分析，换一个角度站在供给的角度，说明我们严重的供给并不能匹配需求，也就是说供给侧是有问题的，具体表现在需求上，深刻的根源是在经济研究的供给当中。我们搞经济学教学和研究的老师和纯研究工作从业者没有闲着我们都很累，我们投入很多的力量下很多的工夫怎么说供给和需求之间出现问题？最重要可能是一个货不对路的问。比如说做智库研究，我在社科院改进财经战略研究的时候是 2011 年，到今天智库研究也是瞄准了满足党和国家的经济决策的需求而建的。中国人民大学国家发展与战略研究院作为 25 家试点单位之一也做了很多这样的事情，但是现在看起来，前一段时间我们说不知智库为何物者做不了智库研究，全国智库加起来现在有 6000 多家，很多人把出点子上奏折就当做是智库了。这个智库研究需要学术支撑需要理论支撑的“不知学术为何物者做不好智库”。我特别赞成刘伟教授讲的长期性、深入性、系统性，这些说起来都是对学术支撑理论支撑的表达，其实党和国家有关经济理论的需求角度来看，大量的都可以归结于理论方面的需求，而不是现实问题的研究需求，我们讲现实问题分析的时候，我们再做的深刻也比不上直接在第一线

的政府管理者，讲对经济形势变化的敏感性，我们肯定不如整天盯着数字和屏幕的政策分析员。但是实际上党和国家对宏观经济领域的研究需求更多的都体现在理论需求上，比如说供给侧改革，2015年提出我们到今天还许多见到有关供给侧结构性改革系统性的理论概况，我们的宏观分析大多还用的是建立在需求管理基础上的数据分析方法，分析理念。当我们无法提出这套理论体系的时候你怎么指望老百姓能够理解，决策层能把决策落脚点真正落在供给侧，落在结构上落在结构的推进上。

今天刘凤良报告当中讲的税制改革问题，要变中国的税制结构减少间接税增加直接税，但是从2013年11月到现在，所有的税制改革都发生在间接税的减少上，但是我们希望看到的重点直接税的改革没有启动的迹象。大家可能理解是否政府的相关部门不作为？税务部门怎么不真正的搞改革呢？其实不是，哪个部门都要有作为的，那么多的研究就没有方案，都有，但就是推不动，就是社会上没有形成共识，这种情况下你勉强推动一定会引起非要的那种反弹。你试着做一下理解，比如去年和今年营改增，去年1月决定营改增5月实施，今年又说营改增7月1号开始，税率发生重要的变化，这都没有问题，大家觉得正常。如果换一种研究对象，个人所得税，就是把3500块钱起征点降低50块钱试试，3450，我相信没有等消息发布一下子就会搅动，为什么？这就是人们对当前的税制改革的方向没有形成高度共识，为什么不知道？就是因为理论研究没有把这件事情跟大家讲清楚，或者没有把理论研究提升到跟大家讲清楚的程度，这是一个很重要的事情。

还有地方政府的债务问题，杠杆高不是央行的问题，实际上是地方政府问题，曹远征讲那不是金融问题而是财政问题，谁不知道地方债务高是中央和地方的关系没有理顺呢？大家都知道，但是围绕中央和地方关系之间的改革到今天还不如税制改革走的顺畅，到现在就两个成果：一个收入划分增值税五五划分，但是增加了一个注解两到三年的缓冲期。第二事权和支出责任的划分，去年加了一个财政事权财政支出，这也是一个共识没有达到的结果。作为我们这样一个专职做经济学教学和理论工作者来讲，我们可能今后的宏观经济的政策分析和宏观经济形势研究方向有必要把重点做一些转换，从现实问题延伸到理论问题。希望我们为此共同努力！谢谢大家！

主持人：感谢高培勇老师，下面有请今天最后一位嘉宾中国人民大学副校长、国家发展与战略研究院执行院长刘元春教授发表演讲！

刘元春：感谢主持人，前面三位嘉宾从金融和财政的角度对当前的问题进行了分析，我们的报告也从分化、反弹和周期转换的角度，这个角度是一个中期的角度，几位嘉宾的角度更短期一点。所以我想最后一位发言人把这个镜头拉的更长一点，从更远的角度看看中国经济。我们在十字路口的时候总要东看看西望望，我们在曲折不平的道路我们总盯着自己的脚尖走路肯定有问题。我们辩论的现在到底是一个新周期还是旧周期？我们是周期的起点还是周期的进程当中，我们是新周期的上升阶段还是在旧周期的盘整阶段？实际上是目前整个政策界、社会界关注的核心。

我要讲的第一个观点就是我们讨论的周期都不在一个界面上，最后导致我们所有的老百姓听的稀里糊涂，不知道专家谈什么。有人谈库存周期，说 PPI 见顶下行，库存可能拉不起两大马车；还有人谈的我们民间投资反转了，企业家对未来的信心高涨我们愿意投资，我们的经济也起来了；有人讲实体经济有所改善，但是金融周期远没有到顶，脑袋转过来屁股没有转过来怎么能说到了一个阶段？这些观点可能都有正确性，但是谈的不是一回事，原因是什么？我们看中期一般从供给的角度，周期的角度来进行观测，短期基本上从需求的角度更多一些。对中长期的周期角度来讲，我们发现实际上周期有很多种，最大的周期我们国际政治里面谈到的叫“超级霸权周期”一百年一个轮回，经济学里面最长的周期 50 年左右一个轮回，然后是我们讲的房地产周期，然后是我们激情周期，把我们市面上和一些媒体经济学家讨论的放在一起，就会发现他们只是看了其中某一个周期的假想。第一个我们要看的就是全球周期，全球周期是不是转过来？从我们技术创新周期来讲，我们很明显的看到我们处于前一轮技术革命与新一轮技术革命的过渡阶段，核心指标就是全球技术专利的增长速度，在近十年里面急剧的下降，我们看到技术对经济的支撑作用，生产力对生产关系的革命性的作用好像没有到来。虽然我们看到市面上的书都在给我们贯彻新的产业革命新的技术革命已经到来，但是这些图书我们经常想到在 70 年代末期大家知道有世界经济危机，能源危机，因此大家马上会谈因为有能源危机我们有能源技术革命，但是呼唤了十多年，特别是里根当政的 8 年时期经济处于低迷的时期，里根对内是自

由化，对外是一种保护主义，对日本的强烈的打压，跟特朗普的做法有一点相似。但是最后看到技术有没有在能源领域得到突破？而是在 IT 技术领域得到突破。经济学有一个大牛索罗，当时他在 80 年代预测计算机对世界没有任何的用处，因为按照它的测算计算机对 80 年代的增长是负效用，90 年代兴起计算机成为新一轮技术革命的核心。我们经济学家老想预测技术革命，历史上所有的预测都破产了，包括大家索罗模型，让它最掉价的就是这一次预测。目前我们通过宏观参数分析的我们处于一个新技术和旧技术的平衡期，贸易的复苏金融的超调，世界经济的增速，世界贸易的增速，世界投资的增速，也不可能回到我们在 90 年代到新世纪这 20 年的状态，这是我们讲的世界的技术状态决定了我们很大程度上都是处于这样一个平衡的过渡阶段。

第二个周期房地产，全世界面临的危机里面第一个是技术因素，第二个因素人口因素，全球人口老龄化，中国尤其特殊，第三是财富分配两极化，我们分析很多问题的時候，我们有没有解决这样的问题？有没有解决人口老龄化的问题，有没有解决技术创新的问题，如果没有解决，我们希望这种大周期的调整恐怕很难到来。虽然大宗商品的周期已经缓过来了，金融的状况已经摆脱 08 年到 2013 年大动荡的时期。现在世界经济的增速在下降，是否意味着中国的技术创新就没有空间了？答案是否定的，我们研究了其他的参数，发现一个问题，大国赶超往往都是在大周期过渡阶段赶超的效应最明显，因为在这样的一个阶段里面落后国家的这种技术赶超和学习效应能够急剧增长，这些年中国技术的进步空间有没有？第一技术升级，第二在投资品的升

级反映强烈，第三我们为技术创新产业升级准备了强大的后备军，一个标志性的节点就是我们农民工的工资开始与大学生的工资在拉平了，这意味着我们农民工从农村到城市的释放的人口红利，第二次是人口红利是广大的大学生一年毕业 770 多万，他们要加入到我们的后备军的红利里面，要跟农民工一起争饭碗吃，对应的产业就是中高端制造，从去年公布的农民工工资 3016 块钱和今年我们公布的大学生的平均起薪工资 4000 多非常的接近。因此我们看到中国目前的增长和分化里面最为严重的增长级一个深圳，另外一个为西南部，像重庆出口的集散地它的效应已经出来了，我们总结这两个地方增加级的出现很重要的是要抓住现在中国赶超超级赶超的这样一个一种新效应。如果抓不住我们很难前行，虽然世界处于技术创新的低谷期，但是中国恰恰处于一个技术赶超，技术学习的加速期因为世界市场都不行了，中国的这样一种国情这样一种赶超性的举国体制有它的效应。

第二个我们看到我们的朱格拉周期要为下一轮的经济复苏进行投资，愿意为下一轮的高涨进行投资，我们为它投资的利润基础来自于什么？我们要分析。目前很多人对未来很迷茫的一点就是看不到未来的利润来源，我们认为这种利润来源是来源于消费升级，来源于我们在全球市场上这种人工阶梯的往上移，从劳动密集型产品往上移动产生的效应，它一定比前一轮效应更强大的效应，原因是我们的技术功能太多了，我们这样一种规模化经济范围化经济显现的大国经济的动能很强大。如果从这个角度来讲，我们认为目前在开启朱格拉周期的前提已经存在，我们报告里面名义 GDP 上涨很快，实际 GDP 徘徊不前，

这里面有一些深层次的原因，当一个国家技术进步比较快的时候制成品的价格是下降的，中国的 ITC 综合价格指数一直下降，原因是我们的 IT 技术进步太快，我们的市场需求没有下降，是一直上升的。也就是说我们的基建产品，我们的 ITC 出口和国内的销售都是按照两位数的增长，但是它的价格为什么下降？原因跟技术进步有密切的关联。我们看到目前中国的技术赶超的时点已经到来，于此匹配的是需求端的到来，还有一个产业后备军已经在这里呆了很长时间。这三种因素叠加起来我们认为新周期开启有强劲的基础，但是为什么没有开启？这里有三道坎：第一就是我们的金融整顿和房地产治理，否则我们脱实向虚，储蓄转化为投资的效率大大降低，第二道坎是国有企业的改革，这也是我们面临的一个很大的问题，第三就是政府改革，如果按照现有的模式进行简单加速地方投资，按照工业化的模式迎接下一轮的增长，我们很难实现新周期升级和发展。另外新周期的升级增长需要的是服务型的政府，需要政府能打破管制，释放投资的空间，真正的在第三产业的领域为我们的民营企业为所有的经营主体放开，目前我们的政府目标和它的行动是扭曲的，中央的目标与地方的目标是扭曲的，如果政府无法把扭曲的格局纠正过来，那我们要迎接大的新的周期很难，要想在超级赶超效应中创造我们下一轮周期的升级也很困难，我的观点就是我们的基础是有的，但是还有三道坎要过，我们可以预期十九大之后我们经济增长的状况在真正的大改革全面开启之后会走的更好，谢谢大家！

主持人：我们 2017 年中国宏观经济论坛到此结束，感谢各位嘉宾的精彩演讲和分享的观点，谢谢各位同学，今天会议到此结束！