### 《国际金融报》| 田国强：结构性失衡致中国经济持续下行

## 结构性失衡致中国经济持续下行

来源：国际金融报  2016年12月26日 作者：田国强

当前中国经济正处于L型探底阶段，经济增长率从原来的两位数一路跌至2016年前三季度的6.7%，在旧增长方式后继乏力、新增长方式尚未建立的关键转型时期，内部和外部一系列新的不确定因素叠加，使得中国经济虽有回稳态势，但基础并不牢固，下滑的压力依然存在，给成功实现2020年国内生产总值和城乡居民人均收入比2010年翻一番的目标和跨越“中等收入陷阱”带来挑战。

近年来中国经济持续下行，有经济潜在增长率下降的影响，但更重要的原因在于三个结构性失衡，即经济结构的失衡、体制结构的失衡和治理结构的失衡。其中，经济结构的失衡是表象，表现为从要素驱动向效率驱动、创新驱动的转型滞后，深层次的原因在于体制结构上的“重政府轻市场、重国富轻民富、重发展轻服务”和治理结构上的“中央决议和地方/部门执行落差”。

从2016年的宏观数据来看，在一系列“稳增长”强力政策（许多是治标不治本，副作用不可低估）的刺激下，全年总体经济有回稳态势，但基础并不牢固，表现在消费增速减缓，对外贸易回暖趋势尚不明确，固定资产投资增速仍在低位；人民币贬值压力加大，外商撤资与资本外逃风险依然存在；用工成本持续上升，劳动力市场用工需求疲弱；银行不良贷款比例上升压力仍存在。

**有效内需不足**

2016年年初以来，社会消费品零售总额名义和实际同比增速均有所下滑。究其原因，尽管有基数变大使得增速减缓的原因，但同时也反映出内需的不足。

而房地产销售的火爆对消费也有一定的挤出效应。房价的上升使得拥有住房家庭财富上升，对消费有一定的积极促进作用，但根据**上海财经大学高等研究院“中国宏观经济形势分析与预测”课题组**的计量分析，短期内也有一定的挤出效应。房价的迅速上升使得住房投资回报率升高、住房资产升值加快，人们更愿意把资金用于住房购买从而降低当前的消费，影响弹性约为-0.05。同时，房地产火爆可能加大社会的分配不公，财富向有房阶层快速转移，给中低收入阶层带来较大的经济压力，特别对于未购房者，可能为了买房，更要省吃俭用，对消费亦形成一定的拖累。

根据课题组的计算，前三季度，房地产相关消费产业使得消费上升约0.91个百分点，但总体服务业增速依然较2015年略有下降。

另一方面，从外部国际环境来看，迅速发展的“海淘”和“海代”等海外购物对国内消费市场形成越来越大的影响。

由此，国内外双重因素导致社会消费品零售总额增速放缓，这也进一步反映出国内消费总体呈现出有效需求的不足，需加快供给侧的改革。

**资本外逃风险**

近期人民币贬值压力依然存在，但综观各方面，市场对于贬值的恐慌情绪已较汇改初期大幅下降（在岸与离岸的汇差从2016年1月的1400点缩小至如今二者基本持平），加上目前有一定程度的有效资本管制，人民币贬值幅度与步伐在短期之内仍然可控。因此，近期这波贬值与年初的贬值势头有十分不同的性质。

回顾2015年8月11日汇改以来，汇率四次比较大的变动都是趁着全球大事件发生的外部环境之下快速释放贬值压力，减低炒作卖空的风险，而最近的一次则是从特朗普当选以来。课题组认为，有鉴于美国的新政治情势，央行将在2017年1月20日美国新任总统就职前大幅度释放人民币贬值压力，而于之后升值，作为中美关系新篇章中重要的一环。因此2016年底的强劲贬值压力将在2017年初获得小幅改善，课题组预估CNY/USD 2017年会贬至7.2（2016年11月份收盘价最大贬值程度曾达到6.92，收盘价平均为6.85，利用11月一年期人民币无本金交割远期外汇交易价格所隐含的平均贬值幅度2.8%预估推算）。而经课题组估算，外汇储备近期下跌并非由热钱流出引起，9月至11月因游资引起的资本流出幅度基本持平，皆远低于2016年1月所面临的历史最高。

然而，中国居民每年有5万美元的汇兑额度，保守估计只需5%的人口（大约为北京、上海、深圳的7000万人口）拥有汇兑5万美元的财富能力，就极有可能将外汇储备快速耗尽。此外，近期也将需要关注由于外商投资撤资所导致的资本外流。

课题组以房价泡沫化探讨中长期人民币兑美元汇率的均衡水平将落在什么区间。自2014年以来，中美两国的房价均处于上升通道，但是中国的上涨速度明显快于美国。课题组计算得出，截至2016年10月，中国较美国房价多涨11.88%。假设中美两国间资本完全自由流动，如果要保持中美有效汇率不变，以2015年人民币兑美元的平均汇率终值为基础，并考虑两国利差以及利用OECD（经合组织）提供中美两国对GDP和私人消费的购卖力平价数据，可以得出三组人民币兑美元均衡汇率估计的上下限：（6.84，7.01），（7.28，7.45），（7.45，7.61），显示人民币目前离均衡汇率不远，但仍然在中长期承压。

**投资结构扭曲**

2016年年末，地方政府一般债务余额限额和专项债务余额限额共计17.2万亿元，超过地方财政预算总收入2.68万亿元。据课题组估算，地方债务规模较大的省份主要包括山东、江苏、浙江、广东等东部经济大省，债务率超过100%的则包括贵州、青海、云南、内蒙古、辽宁、湖南等省份，以西部居多。可见各省份间债务结构和规模均存在巨大差异，如果分城市看，债务结构差异更大。从城投债看，截至12月上旬，债务余额占财政收入比重超过100%的省份（包括直辖市）已经超过10个，青海、重庆，湖南、贵州等中西部省份的比重较高，天津、江苏也超过了150%。

如果考虑金融部门的融资平台债务会转嫁到政府部门，政府部门的债务率达57%，这样宽口径的政府债务率仍然低于欧盟60%的警戒线水平，相比日本、美国100%-200%的高债务水平似乎还有很大安全空间。但是，课题组认为，由于我国地方政府债务情况不够透明、政府负债所产生的投资效率低下，投资方向还往往与民间投资重叠，从而存在对民间投资相当大的挤出效应，盲目扩大政府部门的负债风险很大。大量政府债券进入金融市场不仅将迅速推高政府债务利息成本，还将挤占流动性并扭曲社会投资。

我国债务比例最大的部分是非金融企业部门债务。课题组估算，截至2016年底，仅国有和国有控股企业的债务占GDP的比率就将高达121%。目前我国企业部门平均资产负债率为60.5%，这一数字并不算高，但企业债务风险正在迅速积累。发债企业中，近两年平均资产负债率超过100%的企业有9家，占发债企业总数的0.2%。超过80%的达到597家，占发债企业总数的12.3%。超过70%的企业则达到1298家，占比达到26.7%。2016年，企业债务违约报告数量大幅增加，超过2014年和2015年的总和。企业违约风险主要体现在投资结构扭曲，大量资金投向以房地产为代表的非生产性投资和虚拟投资。

在宏观高杠杆难以消除的大背景下，企业投资结构扭曲导致相对稀缺的金融资源被十分低效率地配置，不仅遏制经济潜在增长率的释放，还隐藏着巨大的金融风险，需要及早防范。目前市场化债转股政策正在逐步试点推进，以降低企业杠杆率和债务负担，推动改组改制，但需要警惕经营效率落后的“僵尸企业”借助这一政策转嫁债务风险。

作者田国强系上海财经大学高等研究院“中国宏观经济形势分析与预测”课题组负责人，由本报记者赵怡雯根据其最新发布的《中国宏观经济形势分析与预测年度报告（2016-2017）》整理而成。