#### 2019：深化改革开放应对内外部复杂局面

来源：《中国经济时报》2019年1月15日

<http://jjsb.cet.com.cn/show_505849.html>

**作者：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（执笔：田国强，上海财经大学经济学院院长、高等研究院院长；黄晓东，上海财经大学高等研究院常务副院长；宫健，上海财经大学高等研究院博士后）**

展望2019年，中国经济仍将展现增长韧性，课题组预计全年实际同比增速约为6.4%，与2018年的年度增速预测值6.6%相比略有下降。2019年1—4季度的预期增长率分别为6.3%、6.4%、6.5%和6.5%，在此基础上全年GDP实际增速为6.4%，经校正后的实际增速为6.1%左右（见表）。



**经济政策制定需要重点关注的环节**

**（一）家庭债务负担加重、结构分化，抑制居民消费增长**

课题组自从2017年中期报告开始，就已针对家庭债务累积的风险提出预警。在2018年中期报告中，分省数据也支持了家庭负债率提升对消费的挤出。回顾2018年，受房地产市场降温的影响，居民中长期债务新增额较2017年有所下降，并且从长期来看，长期债务占新增贷款总额的比例也呈下降趋势：11月居民户新增人民币中长期贷款4391亿元，虽然比上年同期规模扩大200多亿元，但仍比年初降低了近1500亿元；截至11月的累积新增额也比上年同期减少3000多亿元。与中长期贷款新增额的平稳下降不同，除了部分月份（4月与7月）出现短暂回调外，居民短期贷款新增额一直呈现上升趋势，2018年11月，居民户当月新增人民币短期贷款2169亿元，累计新增2.25万亿元，比上年同期增加4400多亿元，累计新增额已经接近中长期贷款新增额的近一半，并呈现继续增长态势。

另外，主导长期债务增长的是消费贷款的增加。由于中长期贷款中的消费贷款更多是住房抵押贷款，故而可判断出，从2016年初开始，伴随着房地产市场的升温，家庭部门在3年间积累了超过20万亿元的房贷，导致大量家庭的财富与房产绑定。目前的制度下，我国房地产市场尚不支持房屋净值贷款，因此房产的资本效应难以得到有效体现。这就造成房价上升时，家庭不能利用房屋增值部分获取抵押贷款，但新增房贷产生的还款流却在侵蚀家庭的资产，自然就会挤出家庭的消费。放大到宏观层面，家庭债务对流动性的侵蚀、对总需求的挤出，恐怕将成为未来棘手的结构性问题（见图1）。



除了债务规模整体攀升外，家庭债务积累速度的区域差异化程度也是提高的。截止到2018年11月，已经有11个省份超过全国66.5%的平均水平，更有9个省份的杠杆率超过70%。同课题组的前几次报告相比，2018年虽然北京、新疆、河北以及辽宁等省份和自治区的杠杆率有所降低，但大部分省区市的杠杆率均出现不同程度提高：同上年第三季度相比，江苏的杠杆率提高了17%，浙江提高了13%，海南也提高了近10%；同2018年第一季度相比，更是有多个省份的杠杆率升幅超过5个百分点（见图2）。在家庭债务增速放缓的情况下，家庭杠杆率的提高也说明家庭储蓄的增速还要低于债务的增速。在劳动力市场可能面临震荡的情况下，中国家庭储蓄的降低会使得家庭抵御并度过不确定风险期的能力大大减弱。



**（二）僵尸企业拖累经济增长**

自2015年第四季度“供给侧结构性改革”与“三去一降一补”提出以来，我国非金融部门的杠杆率一度稳步下降。然而，2018年起，杠杆率又出现反弹。至二季度末，非金融部门的总负债率（总债务余额与GDP比值）为205.5%，较2017年第四季度升高了10.2个百分点；非金融企业部门的债务总额为134.3万亿元，总债务率为155.1%，较2017年第四季度升高了8.2个百分点。

课题组针对高输入、低产出的负债企业——“僵尸企业”——进行分析后发现，“僵尸企业”占据的资源增加会带来失业率的上涨，进而导致GDP增速下降。模型回归结果显示，平均而言，“僵尸企业”占据的资源每升高1个百分点，意味着GDP增速下降0.06个百分点，按2017年末我国GDP总量82.7万亿元的规模换算，当年GDP将下降约5万亿元，仅略低于浙江省2017年的GDP总量。

课题组认为，造成这一负面影响的主要原因是“僵尸企业”造成的资源错配。分区域来看，在中部和东北等经济欠发达区域，“僵尸企业”占据资源越多的省份，劳动参与率越低。“僵尸企业”还会对区域协调发展造成扭曲：在中部和东北地区，“僵尸企业”占据资源更多的省份，人口流出更加严重；在东部地区，“僵尸企业”占据资源更多的省份，人口流入数量更少。

**（三）“去杠杆”与“控风险”对金融系统稳定性构成挑战**

自2018年2月，M1与M2增速之间持续28个月的剪刀差已完全消失，而且双双走低的M2与M1增速之间的差距正持续扩大。M2增长放缓也影响了社会融资，使得2018年新增社会融资总量大幅下降。最新口径下，社会融资规模存量为199.3万亿元，同比增长9.9%，而可比口径下，社会融资规模存量的增速则下降到了8.5%，为2014年以来的最低水平。

商业银行方面，2017年以来的金融系统去杠杆和强监管的效应仍在持续，对我国金融系统的稳定运行带来挑战，其间银行不良贷款比例再次上升，债券市场违约事件剧增，股票市场萎靡难振。课题组经分析发现，商业银行受到个体性冲击时，工、农、中、建四大国有银行的风险溢出率已超过30%，继续维持在历次评估峰值；受到系统性冲击时，五大国有商业银行抗击系统性风险的能力虽然依然强于其他银行，但优势正在缩小。

课题组通过匹配2007—2017年151家中国商业银行年度数据和经济政策不确定性指数数据，分析了经济政策不确定性对银行风险承担的影响和作用渠道。研究结果表明，政策不确定性增加将显著提高银行风险承担水平，并且国有商业银行和股份制商业银行对不确定性的反应比较平淡，城市和农村商业银行的反应较为强烈。课题组还发现，政策不确定性提升将显著降低银行利息收入，进而刺激银行主动承担风险业务，不利于金融系统稳定。

**（四）汇率“保7”压力尚未消弭，贸易摩擦前景未定**

2018年以来，外汇储备从年初的3.16万亿美元降至11月份的3.06万亿美元，缩减规模达千亿美元。人民币汇率中间价从4月初的6.28贬至11月底6.95，连续7个月下降，其变动幅度和波动率均为“8·11”汇改之后最大的一年。然而，随着G20峰会上中美贸易摩擦的缓和，人民币汇率反弹至6.9以内并维持至年末。另一方面，2018年2月，随着我国跨境资本流动趋于平衡，中国前期采取的宏观审慎政策全部恢复中性，透露出央行希望人民币/美元汇率和跨境资本流动双向波动。然而，随着美元指数4月中旬后重新走强，人民币再度趋向贬值，加大了资本外流的风险。为了缓解人民币贬值压力，中国人民银行通过舆论引导、调整远期售汇外汇风险准备金率、重启逆周期因子、在香港发行央行票据等手段，适度对冲贬值方向的顺周期情绪，调节离岸人民币市场流动性，稳定市场预期，以保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

课题组判断，2019年中美两国在贸易、投资、科技与知识产权方面的分歧与争端仍然存在，贸易摩擦大概率会持续，且重点将向上述方面分散。外部环境的诸多变化也可能影响贸易摩擦的走向。首先，全球经济复苏停滞，增速预期下调，外部需求降低：发达经济体中，美、欧、日、韩等国家或地区2018年经济表现不尽如人意；新兴经济体受中美贸易摩擦影响，整体增速相比2017年同期有所下降。其次，课题组利用收益率曲线斜率和剩余债券溢价等金融指标测得美国未来12个月发生衰退的可能性在0.2和0.4之间。衰退一旦实际发生，一方面将通过影响外需拖累我国进出口，进一步恶化可能出现的贸易逆差；另一方面将通过影响美元指数影响汇率，或对人民币的贬值形成对冲。最后，部分劳动密集型制造业向东南亚地区转移，致使局部地区出口也面临萎缩，危及企业生存和当地的就业稳定。

**以中长期结构性改革推动经济高质量发展**

高质量发展是应对内外部复杂局面的一把总钥匙，要从解决新时代社会经济主要矛盾和经济发展中所面临的深层次问题的角度出发，来正确认识和准确把握高质量发展的内在要求。

立足中国自身来看，民营经济是推动高质量发展的重要主体，无论是实现效率驱动、创新驱动发展，满足人民美好生活需要，还是构建现代化经济体系，都离不开一个共同的前提就是民营经济的大发展。在改革开放以来中国经济的大发展中，民营经济对中国经济的贡献无论在产值还是就业方面都是巨大的，对改善人民生活水平起到了重要作用。同时，一个现代化的市场经济体系应该是所有制中立、竞争中性的，在这一体系之下的技术创新由于风险大的原因，也基本要靠民企，因此应充分发挥好民企在中国从要素驱动向效率驱动乃至创新驱动转型中的重要作用，让市场在资源配置中发挥决定性作用，更好发挥政府的作用。

当前，除了国际贸易摩擦所带来的外部不确定性和风险因素之外，我国民营经济发展也正面临一些内部政策瓶颈、体制障碍，处于负重前行状态，导致中国经济整体的内在活力严重不足，民间投资增速从2012年初的30.9%历史高点降至目前的个位数增幅。对于这一发展困局不能仅停留在要改的层面，还要明确怎么改、谁去改，这需要短期货币、财政政策调整与中长期结构性体制改革双管齐下加以突破，尤其是需要对金融体制、财政体制以及地方政府官员考核晋升体系进行结构性改革，促进金融部门和实体经济良性循环，提高金融运行和信贷配置效率，打破民企融资难和地方债务高企关联困境，促进中央政府与地方政府激励相容，营造为促进民营经济发展而竞争的良性局面。只有这样，市场化改革和经济全球化开放才能真正走向深入。

**第一，加强政策协调，促进财政政策与货币政策有效配合，解决民营企业税费负担重和融资贵的问题。**首先，积极的财政政策要真正积极起来，但是不能依靠类似2008年那样的大规模经济刺激，那样的财政支出规模不可持续，也非常低效，会带来大量的过剩产能和高企债务。这样，财政支出的重心应从基础设施投资逐渐转向引导支持创新和人力资本提升，转向弥补社会政策和民生的短板，为下一步经济增长储备强劲动能。并且，应注重以收入端的实质性减税代替扩大政府支出的传统手段，让企业尤其是民营中小企业以及广大居民切实减轻税收负担，激发微观经济主体的活力，刺激投资和消费需求的可持续增长，构筑强大的国内市场。

与此同时，货币政策要松紧适度，“去杠杆”应逐步转向“稳杠杆”，同时，中国的货币供应量增速与GDP增速正逐渐脱节，利率对经济增长的影响则显著上升。当前防风险的结构性任务，也与以前防通胀的数量性目标有所不同。因此，货币政策框架应该随之从数量型的调控货币供给转向价格型的利率调整，实行面向中小民营企业的定向降息或全面降息，降低实体经济融资成本。欧美国家在这一轮经济复苏过程中，一个很重要的政策手段就是采用了零利率或低利率，而在中国资本回报率已经从2008年的10%左右降到3%左右的情况下，中国的利率水平依然维持在一个较高水平，这显然不利于中国企业在经济增长下行区间的良性发展。

**第二，深化金融体制改革，促进金融部门和实体经济良性循环，打破民企融资难和地方债务高企关联困境。**近年来，我国民企融资难、融资贵以及地方债务高企等诸多经济问题集中出现，表明当前经济问题的关联性日趋紧密，对其成因的探究也不应机械地拘泥于某一经济部门或环节，而应注重各问题之间的动态联动机制。

金融运行效率下降会推高金融系统自身的融资成本，导致民营企业融资贵和实体经济产出的下降；而在我国当前的财政分权制度和以经济增长为标准的政绩考核体制下，地方政府会通过举债融资的方式增加对经济体的补贴力度。数值模拟表明，金融运行效率下降1%导致地方债务规模增加2.01%，并且金融体系的信贷配置效率下降会使得信贷资源错配加剧，导致民营企业融资难和资本的回报率及其效率的下降，从而进一步加剧金融运行效率对地方债务的影响。

反事实分析显示，由金融运行低效率导致的经济下行，依靠“债务驱动”发展的治理模式是不可行的；增加“债务驱动”的力度短期内可以在一定程度上缓释经济下行压力；但是从长期来看，“债务驱动”发展的方式无异于饮鸩止渴，会加剧金融运行效率下降，造成经济状况进一步恶化。福利分析则表明，金融运行效率下降1%造成整个经济体的福利损失为0.52%，并且信贷配置效率越低，金融运行效率下降造成的福利损失越大。因此，需要通过深化金融体制改革，破除问题背后的制度性根源，以市场化为导向提升金融运行效率和信贷配置效率，才是解决融资难以及地方债务问题的治本之道。当然，地方债务问题也跟后面要提及的财政体制结构性问题相关。

**第三，深化财政体制改革，促进中央政府与地方政府激励相容，营造为促进民营经济发展而竞争的良性局面。**财政是国家治理的基础。分税制改革后，财权上移、中央财政收入占比提升成为我国政府间财政关系的一个明显特点，这也是1994年这场改革主导者的初衷之一。从大的趋势来看，这与我国推进政府职能转变背景下实现基本公共服务均等化的要求是相适应的，与各国强调中央税权约束地方税权的税权治理共性也是一致的。但是，这也带来一个问题就是地方财权压缩而支出责任却不断增加。面对自上而下不断累加的任务和指标，地方政府只能靠大搞土地财政和增加收费项目，来填补缺口，偏离了现代公共财政的发展轨道。所以，财税体制改革不能仅仅是分钱了事，必须触及更深层次的事权和财权的结构性再分配，不能将地方事权压得过重而财权统得过死。从而，一方面要对中央和地方的事权和支出责任划分作出科学合理的法律性制度安排，另一方面要赋予地方一定的相对独立税权。

**同时，也要进一步优化地方政府官员考核晋升体系，激励引导地方从债务驱动发展模式转向民企驱动发展模式。**对于中国现有政府治理框架而言，一个激励相容的治理体系应该能够发挥好中央与地方的两个积极性，以使中央和地方在求解各自目标函数的过程中实现社会经济整体福利的改进，而民营经济的发展则是中央和地方的一个共同目标。在2018年11月1日召开的民营经济座谈会上，中央对我国民营经济的重要地位和作用给予了充分肯定，对当前民营经济发展遇到的困难和问题也给出了基本判断，提出要大力支持民营企业发展壮大。这一会议召开之后，各省区市陆续出台了关于促进民营经济健康发展的各类政策意见，形成了一种为促进民营经济发展而竞争的良性局面。这是一个值得肯定的趋势，但关键是政策要落地，否则民营经济所遇到的困难和问题得不到真正解决，那样中国经济增长的内生动力将会被严重削弱。