

经济金融运行特征与态势

费兆奇 刘 康

全球经济形势

2015年,全球经济依然处于金融危机之后的深度调整期,主要体现在以下几个方面。

第一,全球经济潜在增长率仍然处于较低水平。金融危机对生产资本投资、潜在就业、全要素生产率以及行业资源再分配等方面造成了不同程度的冲击,这些因素仍在影响着全球的潜在产出;全球老龄化程度不断加快,严重制约了潜在增长率的上升。同时,危机后全球的资本—投资比例不断下降,全球的资本积累受到制约。为此,多数国家开始进行经济转型,产业优化升级,更加重视科技应用,科技对生产的影响不断加强。

第二,全球经济实际增速低于潜在增长率的现状或将延续。随着各国经济结构调整,以互联网、大数据等为基础的新兴产业逐渐替代传统产业。这种替代有利于全球可持续增长,但对投资的需求远远弱于传统产业。从消费需求来看,全球贫富差距扩大,总体需求倾向下降,消费需求不足。为了刺激需求和实际产出,宽松的货币政策和积极的财政政策大行其道,但从全球经济杠杆的压力来看,高杠杆面临着越来越多的风险和约束。

第三,全球经济增长的不平衡现象加剧。其中,美国经济的修复能力最强,失业率稳步下降,但受劳动参与率持续下降和通胀水平逼近零值的影响,美联储加息的步伐一再延后。欧元区和日本经济有所好转,但持续增长的动能不足。考虑到乌克兰地缘政治对欧洲构成较大不确定性影响,财政联盟等应对欧



债危机的深层次措施未见实质性进展,贸易政策、税收政策甚至信贷政策等经济刺激手段无法在欧元区范围内统一协调,欧元区经济真正摆脱危机影响、走向复苏尚待时日。新兴市场经济增长动能强弱不一,其未来经济增长可能出现分化。与此相反,巴西和俄罗斯面临经济滞胀,近乎零增长和高通胀并存,主要是货币和财政紧缩、投资和消费不振、基础设施瓶颈制约、外需减弱以及大宗商品价格暴跌等因素导致。

中国经济运行的主要特征

2015年,中国经济正处于新旧产业和发展动能转换的接续关键期,中央政府统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险,促进经济持续健康发展。经济发展主要指标处于合理区间和

预期目标之内,且有部分指标呈现出不断优化的趋势。2015年GDP增长6.9%,与政府年初设定的目标值7%基本持平。中国经济呈现出总体平稳、稳中有进、稳中有好的发展态势。

然而,转型期的中国经济仍然面临着诸多挑战,最为突出的问题有两个。

一是宏观经济下行压力不断加大。在资本形成方面,虽然基础设施投资自2013年以来保持了较快增长,但全社会固定资产投资增速受制造业和房地产投资快速下滑的影响,在近些年不断下台阶,2015年仍处于探底的过程。在消费需求方面,社会消费品零售总额增长率在2015年前三季度为10.5%。尽管消费增长乏力,但由于投资增速在近些年快速下降,消费对经济增长水平的稳定性更强。在国际贸易方面,2015年前三季度的贸易顺差实现4240.92亿美元,刷新危

机以来的最高纪录。真实的贸易情况并没有顺差数据这般华丽:受国内需求低迷和大宗商品价格疲软等因素的影响,出口下滑,同时进口更是深陷衰退,这种衰退型贸易顺差需要引起当局的重视;同时也说明净出口在短期内难以支撑起中国经济保持中高速增长的重任。

二是通缩和高杠杆并存。2015年全年CPI同比上涨1.4%,涨幅创下近六年来新低;PPI同比下降5.2%,其中12月末为-5.9%,也是连续第46个月同比下降。更需引起注意的是,2015年以来GDP平减指数也转为负值。通缩风险加剧的原因是多方面的,主要包括中国内部和外部需求低迷、国内相关产能过剩、国际大宗商品价格低迷等。通缩不仅会推高实际利率、推升银行坏账率,而且会加剧企业、政府乃至宏观经济的债务负担。就宏观政策而言,防通缩既要货币政策发力,以拉动有效需求的恢复;也要财政政策更加积极,引导企业投资和居民消费。然而,中国现阶段又同时面临着“高杠杆”等系统性金融风险的压力。从2009年为应对国际金融危机而采取大力度刺激政策至今,其所付出的代价是中国全社会杠杆率大幅上升。根据中国社会科学院“中国国家资产负债表研究”课题组的估算,中国全社会杠杆率从2008年的170%快速上升至2014年的235.7%。虽然从全球看,中国的总杠杆率尚在可控范围,但非金融企业杠杆率从2008年的98%提高到2014年的149.1%,在主要经济体中处于最高水平。持续抬高的杠杆水平面临着越来越多的风险和约束,从中国以往的操作实践看,通常会通过偏紧的宏观政策限制杠杆水平。但通缩和高杠杆现象的共存,加剧了我国宏观政策调控的难度。

2015年中国金融运行态势

货币供应量与基础货币增长率继续下行。新一届政府上台后逐步放弃了高信贷、高货币投放的经济刺激政策,用

“盘活存量,用好增量”的方式来满足流动性。货币增长率进入下降通道,M2增速逐步向经济增长率靠拢,截至2015年6月,M2增长率下降到11.8%。但随着中国经济下行压力的不断加大,人民银行通过连续的降准、降息和再贷款等货币政策操作,增强了向市场投放流动性的力度,使得M2增长率自第三季度出现了企稳,10月末为13.5%,12月末仍保持在13.3%的高位。中国基础货币的增长率从2011年9月的32.8%开始下降,并在2015年10月首次出现负增长后,12月份恢复到4.9%,余额为6.32万亿元。外汇占款下降是基础货币近年来下降的主要原因,金融机构外汇占款余额在2015年3月首次进入负增长状态,12月份降至26.6万亿元。

名义贷款利率持续下行,但实际利率高位运行。自2011年以来,我国全部贷款加权利率从过去的上行态势开始转变为缓慢下行,其加权平均利率从2011年9月份的8.06%下降至2015年9月末的5.70%。然而,由于通胀率低位运行,贷款的实际利率(贷款名义利率与CPI之差)虽然在2015年以来稳步下降,但仍然高于2010年和2011年的同期水平。

信贷资产质量劣变加速。2011年第四季度以来,商业银行不良贷款余额持续反弹,不良贷款率总体呈现明显的上升趋势。商业银行信贷资产质量劣变加速,突出表现为不良贷款余额和不良贷款率双升。关注类贷款和次级类贷款增量偏大,下行压力较大。从机构分布看,大型商业银行是不良贷款余额的主要来源,但农村商业银行不良贷款率最高。从行业分布看,不良贷款仍主要集中在制造业、批发零售业。从地域分布看,主要集中在长三角、珠三角、环渤海区域,但有向中西部蔓延的趋势。资产质量劣变的原因主要包括:实体经济下行压力加大,导致信贷风险扩散;贸易融资风险案件频发,推高不良贷款;外部市场不景气,外需疲软;商业银行做实五级分类,主动真实暴露风险;受

制于法律和市场环境,不良贷款处置较为滞后。

社会融资规模持续下降。从增量看,2015年以来,社会融资规模同比增长率延续了2014年的下降态势,2015年社会融资规模增量为15.41万亿元,比上年少4675亿元。从存量看,预期社会融资规模存量增速在未来一段时期将延续前几年总体下降的趋势。其中,人民币贷款与社会融资规模总量的变化趋势基本一致,未来仍将呈现总体下降的趋势。2014年以来,受信托贷款监管趋严影响,且频频出现兑付风险,信托贷款新增规模大幅减少,部分表外业务绕道委托贷款,委托贷款快速增长。债券市场在规范发展的道路上稳步前进,企业债券规模也将继续扩大。

股票市场大幅波动。2014年至2015年上半年,中国股票市场行情整体上涨,市场活跃度快速提升。但6月12日之后,市场开始向下调整,在20多天的时间里上证指数和创业板指数分别下跌超过30%和40%,甚至出现千股跌停的局面。本轮股票市场下跌的主要原因包括:第一,监管机构和媒体不断强化信用背书,瓦解了投资者的风险意识,市场普遍认为中国将步入新一轮降准降息周期;第二,跌停板制度一定程度上起到了变相鼓励配资活动尤其是场外配资的负面激励效应,导致很多配资方忽略了跌停板后流动性枯竭的风险;第三,资本市场监管制度不健全,如未能及早对“两融”和场外配资进行逆周期调控,执法迟缓且缺乏力度等。

政府债膨胀,企业债萎缩。2015年以来,中国债券发行量显著提高,2015年债券发行量达22.3万亿元,比上年同期增长87.5%。但这一增长主要源于地方政府债券,其发行量从2014年的4000亿元飙升至2015年12月的3.80万亿元,增长幅度高达850%。与此相对应的是,其他部分债券的发行量出现了不同程度的降低,其中企业债降幅较大。地方政府债发行量的快速上升主要源于地方政府的

债务置换，而企业债发行量的下降主要源于宏观经济下行压力较大，企业的投融资意愿较为低迷。

外汇储备延续下降趋势。2014年下半年以来，中国外汇储备结束了长达15年的快速增长态势，转而进入下降通道。进入2015年之后，外汇储备下降的趋势并没有改变，在12月末为3.33万亿美元，环比降低1079亿美元。外汇储备下降的主要原因：一是国际收支实际交易调整、美国加息预期等促使资金外流增加；二是受制于人民币贬值的预期，加之我国推行的“意愿结汇”政策，居民及企业持有外汇的意愿明显增强。

人民币兑美元的贬值压力犹存，但人民币有效汇率保持坚挺。2015年以来，人民币兑美元的即期汇率和离岸汇率相对于中间价，折价显著且持续，说明人民币兑美元汇率的市场贬值压力很大。为此，2015年8月中国人民银行对于人民币中间价的调整是对市场汇率点差的一次性调整，中间价报价机制及人民币汇率点差的调整属于中国汇率市场化改革中的重要环节。在随后的2个月，人民币兑美元汇率继续保持了较为稳定的走势，即期汇率出现了小幅回升，与离岸汇率的缺口也在不断缩小。但进入11月之后，随着美元加息预期的强化和中国国内宏观数据的疲弱，人民币再次呈现出对美元的贬值趋势，且在岸和离岸汇差不断扩大。但另一方面，人民币的名义有效汇率和实际有效汇率依旧坚挺，并保持持续上升的趋势，截至2015年12月末，人民币名义有效汇率和实际有效汇率分别比上年同期升值3.66%和3.93%。

2016年总体趋势及展望

“十三五”规划建议将“确保如期实现全面建成小康社会”作为未来五年发展的首要目标，并强调规划必须紧紧围绕实现这个目标来制定，即实现国内生产总值和城乡居民人均收入比2010年

翻一番。为此，从经济增长的角度看，2016年至2020年中国经济年均增长的政策底线是6.5%。作为“十三五”规划的开局之年，2016年应如何起步显得至关重要。从中国经济发展的环境看，国际方面，全球经济实际增速低于潜在增速的现状还将延续，这决定了宽松的宏观政策依然是多数国家的首选；美元走强及加息预期将影响各国的经济和金融形势；主要经济体货币政策的分化将加剧国际资本的流动；“跨太平洋战略经济伙伴协定”（TPP）将对中国的国际贸易产生潜在压力；国际大宗商品价格的持续下跌将加剧中国的通缩风险。国内方面，制造业投资的疲弱态势较难改变；房地产行业总体上仍处于“去库存”阶段，投资增速的下行压力依旧存在；衰退型的贸易顺差难以持续。总体上看，中国经济的下行压力不断加大。从好的方面来看，中央政府已经找到“十三五”期间推动经济持续增长的政策抓手：通过长江经济带、京津冀经济带、“一带一路”等国家战略的实施，带动区域经济协调发展，推进以人为本的新型城镇化，进而形成新的经济增长极。为此，如何为中国经济的新旧产业和发展动能转换营造一个稳定的增长环境，成为2016年中国宏观政策的重要课题。

首先，不宜将6.5%的政策底线等同于2016年的增长目标。经济增长有其自身的惯性，中国经济增速在2010年至2015年持续下行，如果2016年的经济增长为6.5%，那么，“十三五”期间6.5%的平均增速将难以得到保证。国际金融危机以来，中国经济增速由2007年的14.2%降至2015年6.9%的水平，跌幅接近一半，进入了与潜在增长率基本一致的稳定期。为此，将2016年的增长目标设定为7%是比较适中的。

其次，宏观调控需明确扩张性立场，扭转经济下行预期，防范通缩风险。中国经济在“十二五”时期成功实现了增速换挡，但不能将“增速换挡”片面

理解为经济增速的一路下行。中国经济增速如果在“十三五”时期继续沿着下降通道运行，将会形成一条长达十余年的下行轨迹。强化经济下行预期，对于稳定经济是十分不利的。此外，中国经济在2016年面临的主要风险是通缩，根据“金融加速”原理，通缩问题难以靠市场力量进行修复，必须依靠宏观调控的有效介入。从中国近些年的宏观调控看，“微刺激”的效果越来越差，经济增速的“下限保卫战”越来越吃力。如果经济增速长期处于下行通道，如果问题在短期内集中表现为总需求不足，那么，宏观调控就该采取扩张性政策（包括扩张性的财政政策和宽松的货币政策），并及时出手。

再次，在扩张性政策的预期下，2016年货币政策调控可能会出台一些强有力的刺激措施，包括M2预期增长率、新增贷款规模增长率均可能突破20%。在外汇占款持续下降的背景下，人民银行应通过多次降准来缓解商业银行等金融机构的流动性压力。虽然中国的基准利率在2015年9月末已低于CPI，但考虑到GDP平减指数和PPI均为负值，实际利率依然偏高，如果中国的价格指数下行超预期，降息的可能性仍然存在。另外，人民银行仍将频繁、大幅度地通过资产负债表中的资产方操作（SLF、MLF、PSL、信贷资产质押再贷款等方式）向市场注入流动性，同时合理引导资金流向。

最后，进一步推动金融体系的市场化改革进程，包括：加快培育市场基准利率和收益率曲线；提高运用市场化手段调控市场利率的能力；完善和加强货币政策的预期管理机制；完善人民币汇率市场化的形成机制；等等。

作者单位：中国社会科学院金融研究所；
中国工商银行战略管理与投资者关系部

（责任编辑 赵雪芳）