

## 2016 年全球经济与中国经济风险前瞻\*

进入 2016 年以来，世界经济和中国经济似乎进入了黑天鹅事件频发的特别阶段。全球经济增长仍然低迷，大致处于二战以来的长期平均增速。全球资本市场遭遇 20 世纪 70 年代以来的最糟糕开局。以石油为代表的大宗商品看起来也一蹶不振。全球安全、增长、贸易和投资的局面似乎都不甚明朗。同时，中国经济既继续承受转型之痛，同时 A 股表现也很脆弱。中国的产能去化和汇率波动引起全球关注的目光。2016 年究竟怎么了？还会有多少全球和中国经济的黑天鹅事件呢？

主持：钟 伟 博士，《中国外汇》副主编

嘉宾：张 明 博士，社科院世经政所研究员

问题 1：在 2015 年底美联储加息之后，市场通常预期美国经济仍相对强势，美元指数也将持续走强，美联储在 2016 年加息 2—4 次。全球经济不至于因加息而面临二次衰退和二次量宽的威胁。2016 年全球经济的开局似乎有些不寻常，人们开始担心全球和美国经济增长的表现甚至不如 2015 年，美元并未迅速走强，对美联储持续加息

---

\* 本文即将发表于《中国外汇》。

的预期也显著降温。在两位看来，2016 年全球经济，美国经济和美元走势面临怎样的不确定性？

张明：2016 年美国经济的复苏态势可能没有之前市场预测的那样强。第一，在长期零利率与持续量化宽松之下，美国金融机构有大量的风险承担（risk-taking）行为，也即通过放大杠杆去寻求高收益资产，随着美联储开始加息，新的去杠杆可能产生新的金融不稳定；第二，尽管失业率已经显著下降，但美国的劳动参与率依然处于低位，贫富差距非但没有缩小，反而有所拉大，这意味着美国消费增长具有不确定性；第三，美元有效汇率过于强劲，将会继续对美国进出口部门产生影响，美国的贸易逆差可能扩大，这也将导致美国经济增速放缓。如果美国经济复苏态势放缓，那么美联储加息的节奏可能弱于市场预期，而这又将导致美元走势向下调整。我认为 2016 年美联储加息最多两次，2016 年美国有效汇率继续升值的空间不大。

而如果美国经济增长不再强劲，全球经济增长将不会有太大的亮点。全球经济可能依然面临长期性停滞的威胁。美国经济复苏乏力、中国经济继续下行、大宗商品持续疲软，可谓是全球经济面临的三大风险。

问题 2：在 2015 年底，随着美联储的加息，人们对欧美核心通胀上升的担心甚于通缩加剧；对美债的担心甚于美股；对新兴经济体资本外逃的担心甚于欧日。但戏剧性的是，2016 年全球资本市场出现了普遍下跌，美股也不例外。同时美债市场表现则抢眼得多，随着原油价格徘徊在 30 美元/桶，人们对全球通缩的忧虑情绪所有上升。为什么全球量宽之后，我们仍然迎来了无通胀时代？仍然处于风险厌恶情绪不断强化？全球资产价格趋势如何？

张明：尽管全球发达国家央行都在进行量化宽松，但是一方面名义利率面临零利率下限（Zero Lower Bound），另一方面全球通胀率普遍较低，这意味着全球实际利率降不下来。全球实际利率偏高导致全球投资低于全球储蓄，全球产出缺口持续为负，这也是为何通货膨胀率起不来的核心原因。在全球经济乏善可陈的背景下，经济复苏的分布又是苦乐不均的，美联储步入加息周期因此也会持续对全球金融市场产生冲击。对全球经济复苏缺乏信息，再加上对美联储持续加息的预期，导致全球投资者风险偏好程度下降、风险厌恶程度上升。在 2014 年、2015 年两年，全球资产已经表现出风

险资产向下、避险资产向上的运动特征。我认为，这一特征很可能在 2016 年持续。

问题 3：中国经济在 2016 年的开局似乎也颇不顺利，人们开始担心处置产能过剩时的失业问题，担心债务问题尤其是信用债违约问题，担心楼市库存去化放缓问题，并最终汇聚为对中国经济增长转型的担忧。在两位看来，2016 年中国经济增长中，最应关注的风险点有哪些？

张明：我目前最担心的是，中国政府目前似乎把政策重点放在了供给侧改革。供给侧改革对于提振中国经济的中长期基本面而言是不可或缺的。但如果供给侧改革通常是不利于短期经济增长的，例如去产能、去库存、去杠杆都可能导致经济增长进一步减速。但如果不能遏制短期的经济下行态势，一旦经济增长过慢，供给侧改革是难以推进的。因此，我认为，2016 年中国政府必须通过扩张性财政货币政策来进行短期需求管理，避免经济过度下行。为了给扩张性财政货币政策打开空间，我们必须让人民币汇率机制在更大程度上由市场决定。这意味着，在央行严守底线的前提下，不排除人民币兑美元汇率的一次性向下调整。

除了忽视短期需求管理的风险外，我认为 2016 年还应关注的风险包括：第一，二、三、四线城市房地产市场继续下行给经济增长、财政收入与银行资产负债表造成的冲击；第二，集中去库存与去产能可能导致的经济增速严重放缓与失业率骤然上升；第三，汇率政策管理不当，导致人民币贬值预期与短期资本外流相互强化等。

问题 4：中国 A 股在 2016 年的深幅剧烈下跌引人关注，A 股和外部股市相互振荡下挫。是什么因素触发了 A 股的下挫？是估值泡沫？是人民币汇率的波动？是监管层预案不足？是中国实体经济表现不够稳健还是流动性仍不够充沛？究竟是什么导致了 A 股投资者的信心缺失和避险情绪？

张明：2016 年年初 A 股市场的猛烈下挫，的确有些出人意料。事后来看，我觉得两个原因最为重要。第一个原因是人民币贬值预期与资产价格向下调整之间的相互作用。在 2016 年初，一方面中国家庭获得了新的换汇额度，另一方面央行似乎开始容忍较大幅度的中间价下调，这导致市场贬值预期加强，而贬值预期加强可能造成国内资产价格下调。第二个原因是非常不成熟的熔断机制的出台。对于中国股市这种股票

齐涨齐跌现象显著、指数波幅明显高于发达国家的市场，将熔断限额定在 5%与 7%是明显欠妥的。可以说，熔断机制的出台非但没有能够抑制股市波动，反而成为股市波动的新扰动因素。这反过来也又降低了监管部门的声誉，将进一步打压了市场对于中国股市与人民币汇率的信心。此外，对于中国经济增长前景与企业盈利前景的忧虑，也是 A 股投资者信心下降与避险情绪上升的重要原因。

问题 5：次贷危机以来，人们迟迟没有迎来显著复苏和丰富创新，两位估计全球经济何时能走过经济周期的底部？走出底部时可能需要何种标志性的经济事件？2011 年以来，中国迟迟未能摆脱经济增速持续下行和通缩加剧的困扰，两位估计中国经济何时走过最艰难时刻？走过尖锋时刻的中国经济可能需要怎样的关键改革？

张明：很难判断全球经济何时能够走出底部，因为目前很难看到全球经济的亮点所在。正如美国经济学家 Lawrence Summers 所担心的，目前全球经济正处于新一轮技术革命之前的漫漫长夜，旧的增长动力在慢慢消减，新的增长动力却迟迟没有到来。长期性停滞的阴影可能持续笼罩着全球经济。我个人认为，全球经济能否走出底部，关键还是看全球经济的三大巨头（美国、欧元区与中国）的经济何时能够真正完成调整。如前所述，目前中国经济到了非常困难的时候，我们既需要实施保增长的短期需求管理政策，又需要实施调结构的中长期供给侧改革，还需要应对不断涌现出来的金融风险。对于中国经济而言，如下改革是至关重要的：第一，是否能够真正卓有成效地推动混合所有制改革，真正向民间资本开放若干服务业部门？第二，是否能够尽快推动国内各种要素价格的市场化？第三，是否能够通过土地改革、户籍制度与公共服务均等化改革来推动农民工进城，并消化当前非常庞大的商品房库存？第四，是否能够在不引爆金融危机的前提下，妥善化解各种长期积累起来的金融风险，并避免大量僵尸企业与僵尸银行的产生？如果中国经济能够在未来两三年间走过最艰难的时刻，我将深感欣慰。

（笔者为中国社科院世经政所国际投资室主任、研究员）

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。