

2017 年中国经济：上半场得分、下半场防守¹

2017 年中国经济将表现为前高后低，主要的风险点和下行压力将陆续登场。

党的 19 大召开在即，2017 年的中国经济矫健开局，延续了上一年的增长惯性。不过，展望 2017 年全年，中国经济仍可能面临以下挑战：其一，随着房地产投资增速的回落，基建投资能否独撑大局？其二，在特朗普冲击下，中国外贸会否遭遇寒冬，制造业投资会否再受冲击？其三，美联储的加息冲击，再加上 2017 年下半年德、法大选等带来的冲击，国际金融市场的振荡会对中国带来何种影响？其四，在国内经济增长相对稳定的同时，近年来股市、汇市、债市等相继出现动荡，资本市场暗流涌动。在这种环境下，如何理解近期的货币政策调整，这到底是货币政策的一个微妙变化，还是一个大周期的转折？

2016 年经济好于预期

如果回看刚刚过去的 2016 年，经济形势远好于事前预期。截至 2016 年末，本轮经济回暖已经持续了 5 个季度。尤其是 2016 年 4 季度，中国经济进一步释放出了多个积极信号：

其一，将制造业和非制造业 PMI 放在一起，计算综合 PMI 指数，目前这个指数是 2014 年 3 季度以来的最高水平。制造业 PMI、非制造业 PMI 均保持在强势水平，近期

¹ 本文已在 2017 年 2 月 8 日发表于《财经国家周刊》。

都维持在 3 年以来的最高值附近。此外，两个部门的加权 PMI 就业景气指数也几乎恢复了 50 的荣枯线。

其二，2016 年末，CPI 与 PPI 通胀率缺口首次出现逆转，从而结束了 2011 年 10 月以来 CPI 一直高于 PPI 的状况，这使得工业企业的债务—通缩恶性循环风险显著缓解。

其三，工业企业增加值稳中有升、工业企业利润显著改善。尤其是钢铁、水泥、货物周转量、发电量四大工业生产活动在 2016 年全面恢复正增长，甚至出现了持续扩张之势。

短期内回暖势头还存在惯性

由于以下原因，上述回暖势头在短期内还将进一步加强：

首先，2016 年的固定资产投资，尤其是房地产方面的新开工项目，将进一步延续到 2017 年。这部分经济活动的惯性，将是 2017 年上半年经济形势相对稳定的支撑因素之一。

其次，短期内存在产成品加库存的压力。一方面，2016 年末原材料库存指数达到年内最高点，而另一方面，产成品库存指数则降至 2009 年 10 月以来的最低点。这意味着企业对未来的市场需求较为乐观。接下来的短期内，产成品将可能进入到加库存阶段，从而在需求端进一步刺激短期的生产活动。

再次，2016 年 12 月的央行调查数据显示，消费者信心显著增强。消费者对未来就业的预期指数，已达到 3 年以来最接近临界值 50 的水平。同时，消费者对未来的收入信心指数劲升至 54.9。这不但是 2016 年初以来首次站到临界值 50 以上，而且也是 2013 年 2 季度以来的峰值。另外，消费意愿指数为 23.1，这也是 2009 年 2 季度以来的最高值。

2017 年下半年经济面临下行压力

当然，本轮回暖能持续多长时间，也有很大的疑问。正如本文在开篇提到的那些问题，2017 年的中国经济面临的风险和下行压力颇大。那么这些下行压力将在什么时间表现出来？答案是下半年。

其一，由于调控措施的陆续出台以及房价的逐渐稳定，房地产投资在去年下半年就已经开始出现降温，再经过一个开工周期的时滞，房地产投资给总体经济带来的拉动，在 2017 年下半年将逐渐减弱甚至消失。由于 2016 年的基期效应较高，2017 年下半年，房地产投资对宏观经济的贡献可能出现拖后腿的情况。

其二，特朗普冲击对中国的贸易影响有多大，至今仍然表现为各种不确定性。按照贸易政策的出台程序，这种不确定性将于 2017 年中明朗化，并于 2018 年逐渐落实。因此，2017 年中，这方面的预期将逐渐明确，并进一步影响到贸易部门上游行业的企业家信心、投资、就业等变量。世界银行近期的一个测算，为这方面的隐忧提供了数量上的参考：即使在保持现行国际贸易规则体系不变的情况下，WTO 成员国也有空间将关税提高至目前三倍的水平，这将导致全球贸易下降 10%。如果破坏现有的规则，则全球贸易将面临更大损失。

其三，2017 年 3 月美联储加息可能性较小，而 6 月则是美联储在年内第一个值得关注的加息窗口期。与此同时，2017 年进入大选更替时期的经济体，将占到全球 GDP 的 30%。其中的重头戏，德国、法国将在下半年相继进入选举期，在全球强权政治盛行的背景下，来自德国、法国的愤怒选民将选出什么样的领导人；此后，德国、法国在对待移民、对俄态度、对重债国的态度等事务上的分歧有可能激化，这是否会导致欧盟和欧元区的双核出现离隙；再加上美联储的加息，这种不确定性或将通过重债国如意大利这样的薄弱环节，对欧洲金融市场、甚至国际金融市场产生叠加冲击，对此笔者将另外撰文。

考虑到上述内外因素，2017 年中国经济将表现为前高后低，主要的风险点和下行压力将陆续登场。

基建或将独撑大局，但难度大

面对上述压力，国内投资当中房地产投资增速回落已经是趋势，出口市场不乐观也将拖累制造业投资增速，那么基建投资能否独撑大局？我们不妨做一个粗略的计算：

从 2016 年的数据来看，房地产投资全年增长 6.8%，高于 2015 年的 2.5%，成为经济回暖的动力之一。同时，基础设施在 2016 年增速为 15.7%，略低于 2015 年的 17.3%。现在假设，2016 年房地产投资增速保持在 2015 年的水平，那么 2016 年基础设施投资增速需要达到多高，才能保证总体投资增量不变呢？答案是 20%。

这个增速比 2016 年的实际增速 15.7% 高出了 4.3 个百分点。如果这样，2016 年的基础设施投资增速将是接近 3 年以来的最高值。而且，这个测算还没有考虑：由于 PPI 和资产价格上涨，新一年度相同投资金额带来的实物投入将会减少，以及 2017 年出口贸易比较确定将面临的负面冲击。如果考虑这些因素，2017 年基建投资独撑大局将面临更大压力。

更加棘手的是，从中长期角度来看，如何保证基础设施投资的效率。从 2005 年有数据以来，基础设施投资增速仅有一年的增速是个位数，也就是 2011 年，其主要原因还是由于 2010 年基数太高。因此，在多年以来较高的增速基础上，为了稳增长而进一步提高基建投资增速，一定要非常谨慎，同时更多关注项目的中长期效益和可持续性。

货币政策更加重视防控金融风险

除了财政政策的积极发力之外，货币政策的角色更值得关注。2016 年第三季度的政治局会议已强调要防范系统性金融风险，2016 年度中央经济工作会议也再次强调了这一点。近年来，中国宏观经济形势相对稳定、就业方面也没有大的问题。从可见的未来，稳中求进的“稳”，其压力将主要来自金融市场的系统性风险。

在央行的新年致辞中，周小川行长也强调，“人民银行将保持货币政策稳健中性，调节好货币闸门，维护流动性基本稳定；把防控金融风险放到更加重要的位置，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线”。从以下两个方面来看，央行把把防控金融风险放到更加重要的位置具有其必然性：

其一，趋势性原因。中国金融市场体量扩张趋势明显，如果缺乏有效的审慎管理，潜在的巨大波动在所难免。一方面，中国的金融市场体量不断扩张，股票、债券、信托、房地产等资产规模迅速上升，银行、保险、证券公司、基金公司等行业的资产规模也急剧扩张；而另一方面，近年来国内的金融市场风险事件频发，银行间市场、股票市场、外汇市场、债券市场都经历了一些波折。

其二，周期性背景。中国宏观经济连续多个季度表现尚可、甚至超预期，这也减少了货币政策在稳增长方面的压力。与此同时，2016 年度中央经济工作会议也开始淡化经济增长目标，这也使得货币政策能够更加集中注意力防控金融风险。

难言进入加息周期

那么一个相关的问题就来了：近期 MLF（中期借贷便利）、SLF（常规借贷便利）的利率上升，是否意味着中国已进入加息周期？笔者以为这种看法仍然存疑。

首先，近期央行对 MLF 和 SLF 的操作，这种政策工具属于公共市场操作，其本身具有微调、灵活的特点，这些灵活性表现在方向上、幅度上及其可逆性。而过去常用的货币政策，比如利率水平、存准率水平的调整则缺乏上述灵活性。目前，我们难以根据以灵活性为特征的政策工具，对货币政策的趋势性做出判断。

其次，当前的货币政策，以防控系统性金融风险为重点，以稳健中性为目标。这意味着：既不能让流动性泛滥，从而助长中长期的金融风险；同时也不能让流动性过紧，从而影响到短期内的金融系统稳定。尤其在一个不乏黑天鹅的全球金融市场当中，这时候所谓的货币稳健中性，就是考虑到、并且包含了冲击效果之后的中性。这样的货币政策，更多将体现为适应性、跟随性的调整，而绝非是不留余地的进入加息周期。

免责声明：

本报告为非成熟稿件，仅供内部讨论。版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所经济发展研究中心、国际经济与战略研究中心所有，未经本中心许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，我们保留法律追责权利。

联系邮箱：haobo.jin@hotmail.com