



执笔人：黄益平、王戴黎

旧经济、新经济与增长趋缓

要点：

- 全球经济增长速度可能在第四季度出现小幅回升，但经济活动依然疲软、下行风险仍然存在。美国经济复苏应该可以持续，欧元区的潜在生产率可能进一步减缓，而日本经济再次陷入通缩的风险仍然很高。美联储在今年4季度、明年1季度之间加息的可能性已经显著提高，除此之外，新兴市场国家的经济前景则面临结构改革滞后、大宗商品价格走弱两大因素的影响。
- 我们预计今年4季度中国的GDP增长率保持在6.9%，但明年将下降到6.6%。目前官方公布的经济数据大多为同比增长指标，很难准确反映经济活动的最新态势。我们构建了一套新的、经过季调的最近三个月对前三个月的环比增长指标。该指标反映近期房地产景气指数、工业生产、社会零售总额和进出口等的环比增速都出现了一定的回升，表明经济活动有所稳定。
- 但这不会改变经济增长持续下行的压力。这一轮增长减速的背后有周期性因素，但更重要的是结构性因素，即随着经济发展水平的提高，增长潜力回落。夹在两者中间的是产业升级的挑战，过去以劳动密集型制造业和投资品制造业为主的旧经济已经失去了活力。但以高技术、高附加值制造业和服务业为代表的新经济尚在形成过程中。这意味着短期内任何触底回升都可能是暂时的。
- 据此，我们提出四条政策建议：一、建立新的宏观调控体系，从追求增长的“点目标”转向区间调控。经济转型期间的一个重要特征是经济增长的“合理速度”并不稳定，因此政府应该考虑落实“区间调控”的框架，经济增长速度的上限由通货膨胀界定，而下限则由失业率界定。另外应该考虑简化宏观调控的政策目标，多重目标等于没有目标，特别要明确宏观的归宏观、结构的归结构。
- 二、积极支持创新、创业，推动产业升级。但制定产业政策一定要坚持政府的归政府、市场的归市场的原则。政府应该创造良好的基础条件并鼓励公平的市场竞争，包括投资教育、培训和基础研究，保护知识产权等。过去政府划定优先支持产业的做法，效果并不好，很多领域短期内出现了过热、过剩，现在各级政府运动式地支持创新，成效如何也值得密切观察。
- 三、大力推进国有企业的市场化改革，真正实现公平竞争，僵尸企业应该及时退出。国企改革已经成为经济转型能够成功、中高速增长能否持续的的决定性变量。过去两年来，国企改革的措施很多，实质性的推进速度比较慢，总体方向也不是特别清晰。这给金融市场化造成巨大的潜在风险，创新、创业面临很多障碍，在一些国企主导的地区，民营企业发展更是举步维艰。



- 四、经济增长减速必然意味着金融风险上升，防风险应该成为当前经济政策的一个重点。银行不良贷款被严重低估，股市、汇市波动，不但影响了国内经济，也对国际市场造成了一定的冲击。今后金融决策需要考虑国内、国际市场的反应，监管的重点应该是市场规则，而不是资产价格，尤其不应为追求短期的经济增长而牺牲长期的金融稳定，应该尽快打破刚性兑付，同时加强各监管部门之间的协调。

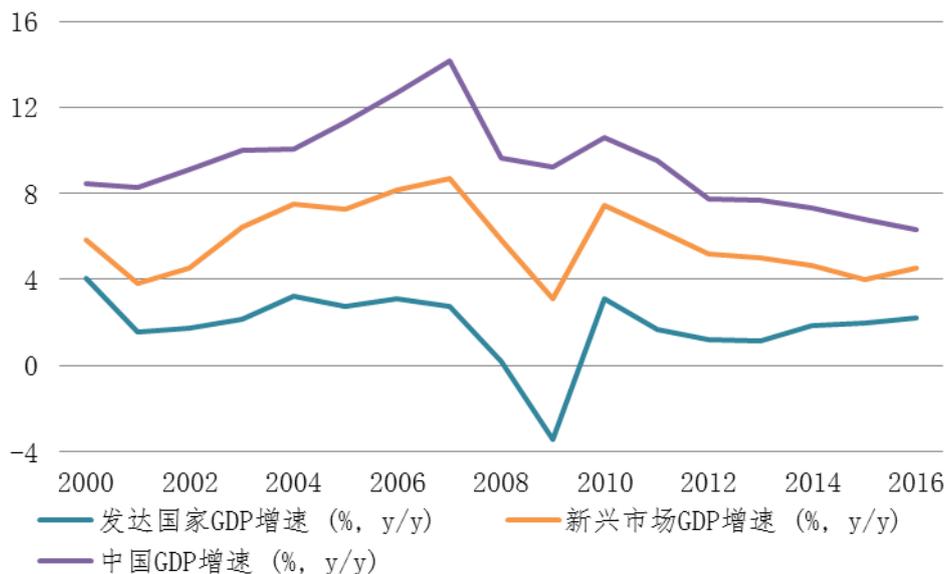


一、全球经济缓慢复苏，下行风险有所提高

受益于低油价及美国经济复苏，全球经济增速料将在第四季度小幅上升。下行风险仍然存在，主要缘于美联储推迟加息造成政策不确定性驱使资本不断流出新兴市场。全球贸易增长仍然疲软，IMF的DOT数据库显示2015年5月全球贸易增长同比仅为-13.6%，为2010年9月以来新低。世界银行在2015年10月发布的《东亚经济展望》中指出，由于后危机时代政府部门（而非私人可贸易品部门）需求扩张、大宗商品价格下行、全球化生产产业链进一步深化，未来全球贸易或将维持低位增长。

发达国家与新兴市场国家面临不同的困境。发达国家短期经济增长有所复苏，然而人口老龄化带来的风险投资厌恶及后危机时期流动性过度宽松仍是长期增长潜在的重要隐患。新兴市场国家则面临结构改革滞后、大宗商品价格走弱及政策不确定的三重影响，短期经济增长或将进一步下行。IMF在2015年10月发布的《全球经济展望》中将2016年发达国家经济增速由2015年的2%提到至2.2%，为2010年以来最高；发展中国家增速则将由2015年的4%提高至4.5%，为2009年以来的次低。（图1）

图1、《全球经济展望》预测全球经济将缓慢复苏（2000年-2016年）



资料来源：IMF WEO, 2015年10月

欧美经济复苏，日本难逃通缩

随着劳动力市场的复苏及前期能源开采部门固定资产投资增速触底反弹，美国经济有望在下半年进一步复苏。低油价对美国经济的冲击体现在短期对页岩气生产厂商投资及利润的打击。在经过近9个月调整后，少数生产成本较高、经营效率较低的生产厂商已经退出市场。另一方面，随着油价持续维持在低位，消费者开支料将延续第二季度的反弹，房地产市场继续温和复苏，或可带动建筑投资增速。



就美国经济而言，下行风险主要体现在劳动力市场复苏势头可能将较之前一年有所趋缓，最新公布的9月非农就业报告和近期劳动参与率的不断下降足以体现这一风险。随着避险资本回流美国推高美元，强势美元和低油价造成的低位通胀也将是未来制约美联储加息以实现货币政策正常化的重要因素。

需要注意的是，美联储加息并非只是加剧金融市场波动的负面行为，其更深一层意义在于美联储认为经济复苏已经达到可以承受更高利率以换取更大政策自由度的阶段。对于美国主要贸易伙伴（如中国）而言，美联储加息背后蕴涵的出口需求提振或能够抵消加息造成的不利影响。

希腊与债权人在7月达成的第三轮救助协议降低了欧元区短期内面临的分裂风险。自欧洲央行于2015年3月推行量化宽松政策以来，欧元相对一篮子货币的实际汇率持续走软。欧元区成员国长期国债利率下行，金融体系流动性有了明显改善。在低油价及合意的融资环境双重影响下，欧元区10月综合PMI小幅下行至53.9，新订单与库存指数则由1.036微升至1.038。分国家看，德国及西班牙近期复苏势头明显，法国及意大利等增长亦有所企稳。

欧元区面临的下行风险来自经济和政治两方面。一方面，人口老龄化及过于僵化的劳动力市场对资本投入的抑制意味着欧元区的潜在生产率将进一步减缓。缺少统一的财政调节措施则使得欧央行的货币宽松成为事实上唯一的反周期政策。另一方面，泛欧范围内对结构调整及统一欧洲观念的质疑不断升温。希腊选民在四年里的第四次大选中将选票投给了齐普拉斯（Tsipras），然而执政党 Syriza 是否能够承托重负，实现经济复苏、弥合与债权人之间业已形成的矛盾仍然是一个未知数。新近结束的西班牙加泰罗尼亚地区公投反映分裂势力已经从幕后走向了前台。欧元区对待中东地区难民涌入的举措也可能加深区内政府与公众的矛盾。

日本首相安倍晋三在9月连任当选自民党党首后宣布，“安倍经济学”已经取得阶段性成功，下一步的目标将是力争在“2020年实现名义GDP突破600万亿日元”（即年均名义增长3.7%）。然而从各项经济指标的表现来看，“安倍经济学”取得的成果并非如安倍所言理想。8月日本全国核心CPI（去除食品）同比负增长0.1%，为2013年4月日本央行实行量化及质化宽松（QQE）以来首次。日本央行公布的去除食品及能源的核心CPI在8月同比上升0.8%，距离日本央行提出的在2016财年上半年（即2016年9月）左右实现2%通胀的目标仍然有相当大的差距。

经济增长数据表现同样不佳。多项经济指标如零售消费、工业增加值及机械订单等增速缓慢。IMF在2015年10月的全球展望中指出，日本央行QQE造成的日元贬值并没有带动出口的复苏，其原因包括“日本企业在全世界市场采取的价格盯住（price to market）策略降低了汇率对出口价格的传导、日本企业更偏好在国外投资以及日本在全球产业链的核心地位削弱了汇率贬值对出口的刺激作用”。日本央行10月1日公布的《短观经济调查》（Tankan）表明企业对第四季度的经济展望较第三季度有明显下滑。除去上述短期经济疲软，日本在中长期还面临过高政府债务（与GDP之比达到240%）及人口老龄化（当前25%的人口年龄超过65岁）等问题。对于日本经济而言，再次陷入通缩陷阱的可能性仍然很高。



新兴市场三大难题

新兴市场国家面临结构性改革滞后、大宗商品价格走弱及政策不确定的三重影响。印度经济在第二季度实现了7%的增长，8月CPI下行到3.7%，为10年来第二低。受益于低油价，印度经常账户逆差得到一定程度的改善。不过备受关注的供给面改革（如农地改革、劳动法修改及商品服务税改革）并没有实现预期的突破。与之相似的，印度尼西亚总统维多多在2014年10月上任伊始力排众议推动燃油税改革之后再无新的举动。马来西亚和土耳其政局动荡，改革基本停滞。前者现任首相纳吉布卷入7亿美元贪污丑闻，后者执政的正义与发展党则于6月来在大选中失去多数党地位，为13年来首次。

由于中国经济放缓及全球供给过剩，大宗商品市场进入集体低迷的“冰河期”。彭博大宗商品指数在2015年前八个月下跌了17%，一度跌至1999年以来新低。布伦特（Brent）原油价格从2014年6月的111美元/桶高点跌落50美元/桶。根据IMF2015年1月《区域经济报告》（REO）测算，主要OPEC国家能够在年均油价下跌至50美元/桶实现财政收支平衡的国家仅有科威特；而能够首先外部账户平衡的国家则是科威特、伊朗和阿联酋。彭博工业金属价格自去年高位下跌超过一半。9月铜矿石及铝矿石三月期货价格分别从2014年高位下跌22%和18%。

受此影响，曾经与中国和印度并称为“金砖四国”的俄罗斯和巴西经济增长陷入巨大挫折。前者以出口石油作为弥补财政及外部逆差的重要来源。在油价大跌的背景下，俄罗斯中央银行一度将基准利率上调至18%以缓解资本外流的压力，因此对本国消费与投资造成了很大的负面冲击。巴西的情况同样复杂，总统罗塞夫自2011年上任以来大力推行宽松的财政刺激计划、提高居民福利，对于落后的基础设施却并不加以重视。随着铁矿石和农产品出口增速的下滑，巴西2014年出现了十年来首次财政赤字。巴西国家石油公司（Petrobras）贪腐丑闻的爆发则严重影响了选民对总统及执政党的信任。在经济增速大幅放缓、政治危机发酵的背景下，国际评级公司标普及穆迪先后调降了对巴西的主权信用评级至接近垃圾级。

新兴市场国家面临的第三重挑战来自于美联储货币政策的不确定性。新兴市场国家在2013年美联储宣布退出量化宽松政策时经历了十分明显的资本外流（即taper tantrum）。彼时印度、印度尼西亚、巴西、南非和土耳其由于经济增长疲软、通胀高企及经常账户逆差，其货币相对美元出现了显著波动，故被并称为“脆弱五国”。如今印度和印度尼西亚经济形势较两年前稍好，不过相对开放的资本账户及在经济上行时期大量吸引的证券投资资本仍然使其对美联储的加息时点颇为敏感。巴西和南非受大宗商品价格下跌拖累，资本外流将对其经济造成十分明显的打击。相比之下，波兰、匈牙利等中东欧国家受益于欧央行的量化宽松及西欧发达国家资本的直接投资，受到美联储货币政策不确定的影响相对较低。

二、中国经济短期表现不稳定

2015年第三季度中国GDP同比增长6.9%，略低于上半年的7%。分项指标同比数据走势差别很大：基础设施增速仍然稳健，房地产及制造业投资则有所放缓；出口增速萎缩幅度有所收窄，工业生产仍然保持疲软；消费继续保持相对稳健态势，CPI和PPI之间的背离仍然持续。

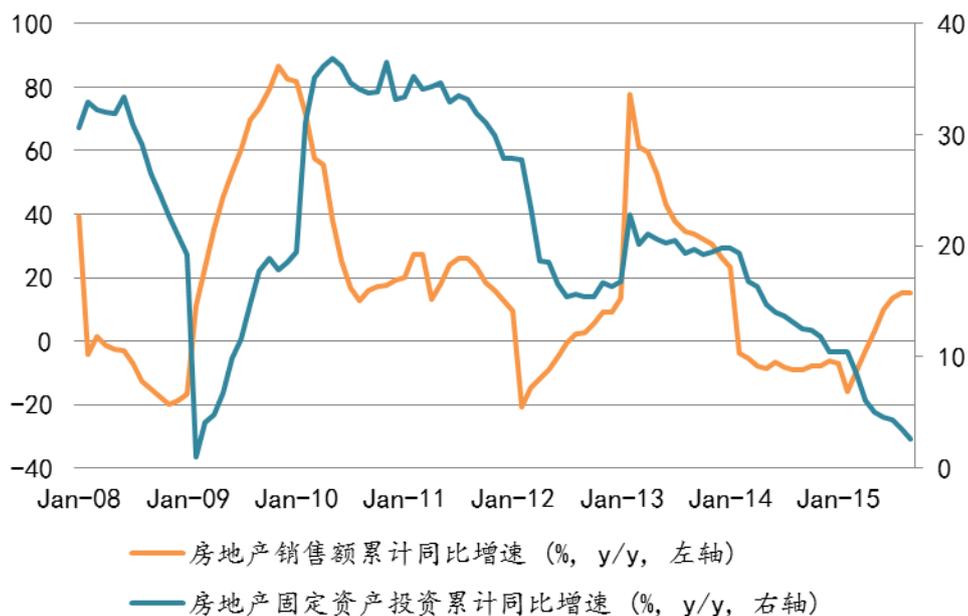


投资增速放缓，三驾马车分化

2015 年前三季度固定资产投资同比增速由 10.8% 下降到 10.3%。投资“三驾马车”中，基建投资仍然是支持投资增长的主要动力。1-9 月基建投资累计增速录得 18.1%，较过去 5 年平均 16.5% 高出 1.6 个百分点。全国人大及国务院于 8 月 27 日批准扩大地方政府置换债券额度至 3.2 万亿，以缓解地方政府由于新预算法实施造成的融资压力。国务院常务会议 9 月 1 日决定将港口等投资最低资本金比例要求由 30% 降为 25%，铁路、公路、城市轨道交通项目由 25% 降为 20%，以支持基础设施投资建设。总的来说，基建投资有望在第四季度继续维持较高的增长趋势。

受开发商积压库存影响，房地产投资仍然疲软。1-9 月房地产投资增速由 3.5% 下降到 2.6%，为 2009 年 2 月以来新低。另一方面，随着限购令和房贷最高比例的逐渐松绑，房地产价格及销售增速近期有所反弹。9 月百城单位面积房价上升到 10817 元，为 2014 年 7 月以来新高。1-8 月房地产销售累计增速由前月的 13.4% 上升到 15.3%，为 2014 年 1 月以来最快。利用 2008 年 1 月至 2015 年 8 月间的样本，我们发现当期房地产投资增速与房地产销售增速间的相关系数为 0.09，而前者与七个月滞后的房地产销售增速间的相关系数为 0.64。考虑到房地产销售增速在 2015 年 2 月达到同比增长的低谷(-16.7%)，房地产投资增速有望在四季度企稳。(图 2)

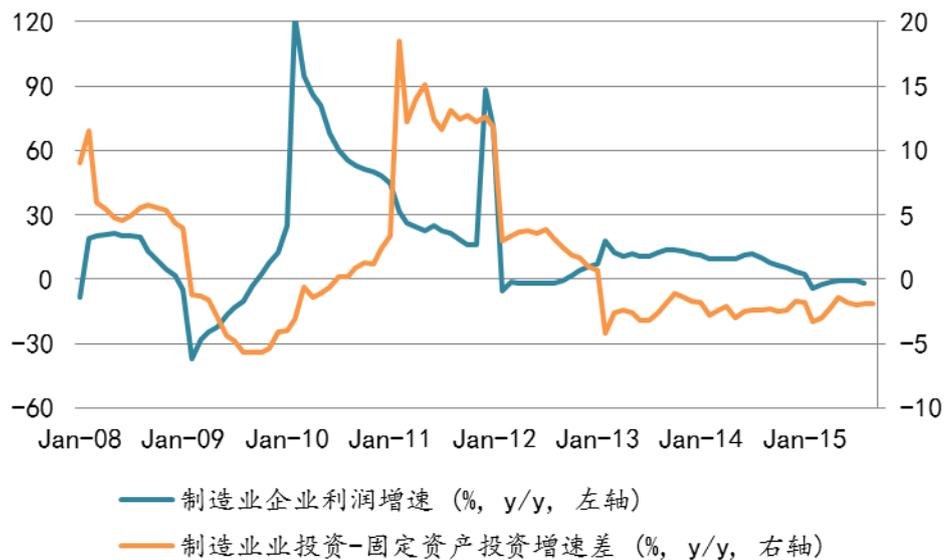
图 2、房地产销售额增速是房地产投资增速的领先指标 (2008 年 1 月 - 2015 年 9 月)



资料来源: Haver Analytics



图 3、制造业企业利润增速是制造业投资增速的领先指标（2008 年 1 月 - 2015 年 9 月）



资料来源: Haver Analytics

制造业投资增速在 9 月进一步放缓, 主要受到企业产能过剩拖累。分行业看, 钢铁制造、化工产品、塑料制品等行业投资增速进一步下滑; 通用设备制造、电力机械设备制造及汽车生产等行业投资增速则有所企稳。我们计算了 2008 年 1 月至 2015 年 8 月间制造业企业利润与制造业投资和整体固定资产投资增速差之间的相关系数, 发现当期制造业投资增速差与制造业企业利润增速间的相关系数为 0.2, 而前者与七个月滞后的制造业企业利润增速间的相关系数为 0.57。这里采用增速差而非制造业投资增速作为分析对象可以剔除宏观因素对制造业造成的系统性影响。(图 3) 我们注意到 2015 年 8 月制造业企业利润同比放缓-1.9%, 为 5 个月最低; 私有企业利润同比增长 7.3%, 为 7 个月最高。综上所述, 四季度制造业投资可能出现行业间分化: 国有企业聚集的产能过剩行业投资增速将进一步放缓, 私有企业投资增速则有望低位走稳。

工业生产疲软, 出口前景未卜

受产能过剩及外部需求疲软影响, 9 月工业增加值同比增长 5.7%, 不及 8 月的 6.1%。包括信贷增长、铁路运输及发电量的克强指数在 8 月小幅上升到 1.6, 相比过去 5 年平均的 9.1 相去甚远。随着发电量数据在 9 月的进一步下滑, 尽管信贷增长仍然稳健, 克强指数预期将在 9 月下探。

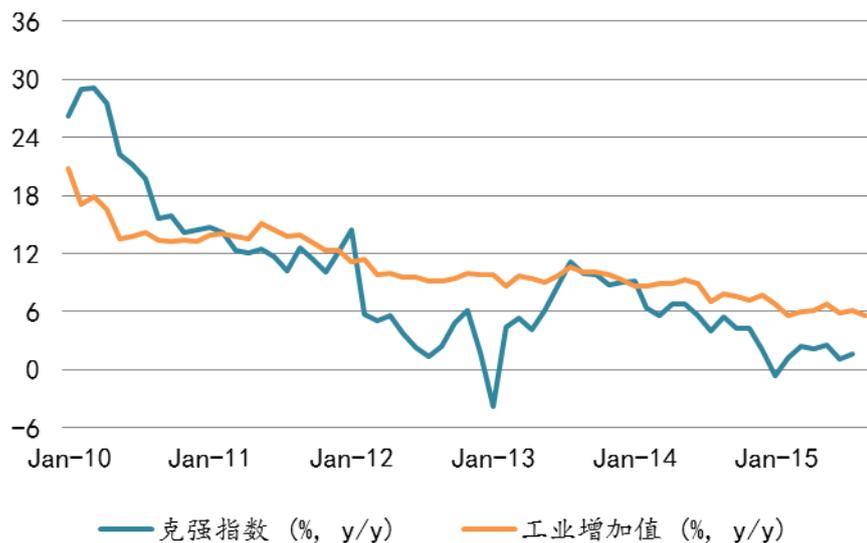
9 月出口同比萎缩 3.7%, 好于市场预期的萎缩 6%。出口增速的下行主要源于全球贸易萎缩及人民币趋势性走强。在 8 月中旬人民币兑美元一次性贬值近 3% 后, 加工贸易同比增速从 8 月的-7.5% 反弹到 9 月的 11%; 一般贸易增速则从-4.1% 上升到 2.1%。

长期看来, 人民币贬值并非提振出口的有效手段。首先, 货币贬值对一般贸易的促进作用并不明显。随着中国逐渐融入全球产业链, 一般贸易在出口金额的占比由 10 年前的近 50% 上升到当前的 65% 左右。其次, 货币贬值可能诱发周边新兴市场国家的竞争性贬值, 从而在实际汇率的层面削弱贬值带来的正面影响。第三, 中国出口疲软并非意



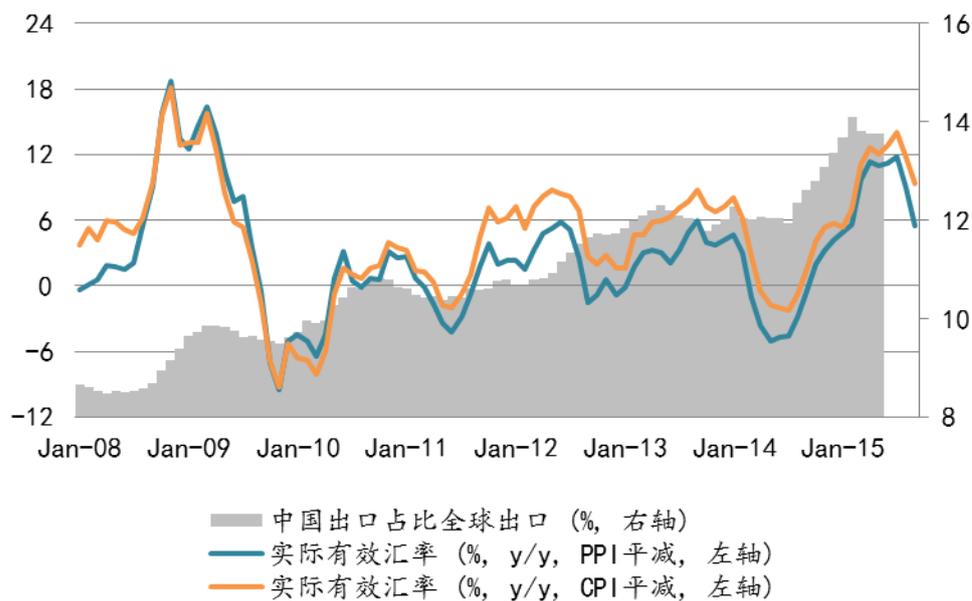
意味着企业竞争力下行。从 IMF 的 DOT 数据库可以看到，尽管近年来人民币实际汇率持续升值，中国出口占比全球出口的份额仍然不断增加。现在值得观察的是，随着全球经济的温和复苏，中国出口增速是否有望延续此前的反弹趋势？

图 4、工业增加值及克强指数放缓（2010 年 1 月 - 2015 年 9 月）



资料来源: Haver Analytics

图 5、实际汇率升值；中国出口占比全球出口上升（2009 年 1 月 - 2015 年 9 月）





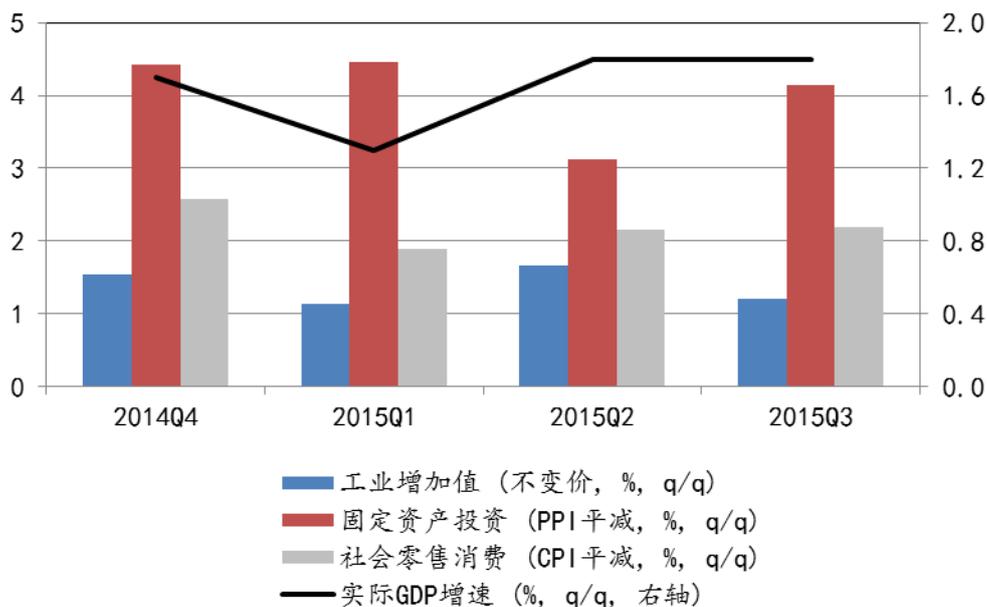
资料来源: Haver Analytics

固定资产投资环比增速相对稳健

在同比数据之外,国家统计局修订了季度经济指标环比增速。正如国家统计局新闻发言人盛来运在10月20日召开的记者会上指出,环比季度数据的公布是中国统计的一大进步——这标志着中国由原来的数据发布通用系统(GDDS)正式过渡到IMF要求的特殊标准(SDDS)。根据修订后的环比数据,GDP增速在2015年前三个季度分别录得1.3%、1.8%和1.8%。

国家统计局同时公布了自2014年9月至2015年9月间季节调整后不变价工业增加值、名义固定资产投资与名义社会零售消费的环比增长数据。我们利用PPI和CPI分别对名义固定资产投资和名义社会零售消费进行平减,发现平减后的实际固定资产投资较二季度有所提速——而非同比指标反映的下行(图6)。我们认为,固定资产投资环比提速或反映了前期稳增长政策开始发力。

图6、环比数据反映固定资产投资在三季度有所提速



资料来源: 国家统计局

CPI 与 PPI 背离

在欧元区及日本等经济体,尽管陷入了通缩,但是CPI和PPI的走势基本一致(表1)。2015年9月中国CPI同比增长1.6%,PPI则连续第45个月录得负值,同比萎缩5.9%。从图7可以看到,中国CPI和PPI自2011年至今已出现近4年的背离。即使在最近两



次金融危机中（1997-98 亚洲金融危机；2008-09 全球金融危机），两项物价指数间的背离持续时间也不及当前明显（图 7）。

我们判断有如下三点原因导致 CPI 和 PPI 之间出现长时间的背离。首先，CPI 和 PPI 度量的篮子不尽相同。根据国家统计局 2011 年的最新定义，CPI 篮子中食品权重约占 30%，居住服务权重占比约为 20%，其他各项如娱乐教育文化用品、交通通讯、衣着及医疗保健用品等消费品权重为 50%。相比之下，PPI 篮子更多度量的是工业产品价格，并不包括服务价格。理论上工业产品和消费品及服务价格间存在一定的传导联系。不过随着近期能源、铁矿石等大宗商品原料价格不断走低，PPI 相对 CPI 出现了更为明显的下行。

其次，消费品及服务最终价格（CPI）由工业产品的购入价格（PPI）及消费品及服务生产过程所支付劳动工资共同决定。换言之，倘若消费品及服务生产部门劳动工资上升幅度不同于工业产品生产部门劳动工资上升幅度，两者之间会出现背离。由于缺少行业细分的准确数据，我们采用《国民经济行业分类代码表》中十四个大类行业的工资数据进行比较。我们注意到自 2011 年开始，上游采矿业的工资增速明显较下游房地产行业及零售销售行业工资增速放缓，而后两者与 CPI 中服务价格的增长密切相关（图 8）。我们没有采用制造业工资数据，因为细分数据不足以判断该制造业行业产出是应记录于 CPI 抑或是 PPI 中。



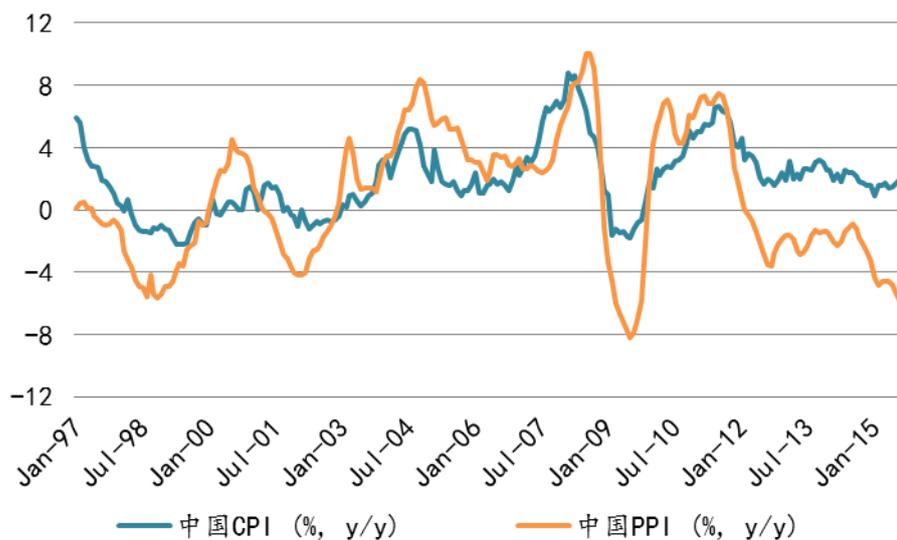
表 1, 欧元区、日本及中国 CPI 与 PPI 走势

(% , y/y)	欧元区		日本		中国	
	PPI	CPI	PPI	CPI	PPI	CPI
30 月前	2.55	2.55	0.60	0.20	-1.90	2.00
24 月前	0.19	1.65	2.10 ¹	-0.40	-1.60	2.53
18 月前	-1.09	1.01	1.20	-0.20	-2.30	2.32
12 月前	-1.72	0.61	-1.20	0.40	-1.20	2.11
6 月前	-1.18	0.27	-1.00	-0.40	-4.60	1.60
事件发生时	-1.40	-0.10	0.90	-0.70	-5.90	1.60
备注	事件: 欧央行 QE 2015 年 3 月		事件: 日本央行 QQE 2013 年 4 月		2015 年 9 月	

资料来源: Haver Analytics

注 1: 2011 年 3 月日本关东地区地震严重影响了工业生产, 提高了 PPI

图 7、中国 CPI 与 PPI 背离 (1997 年 1 月- 2015 年 9 月)



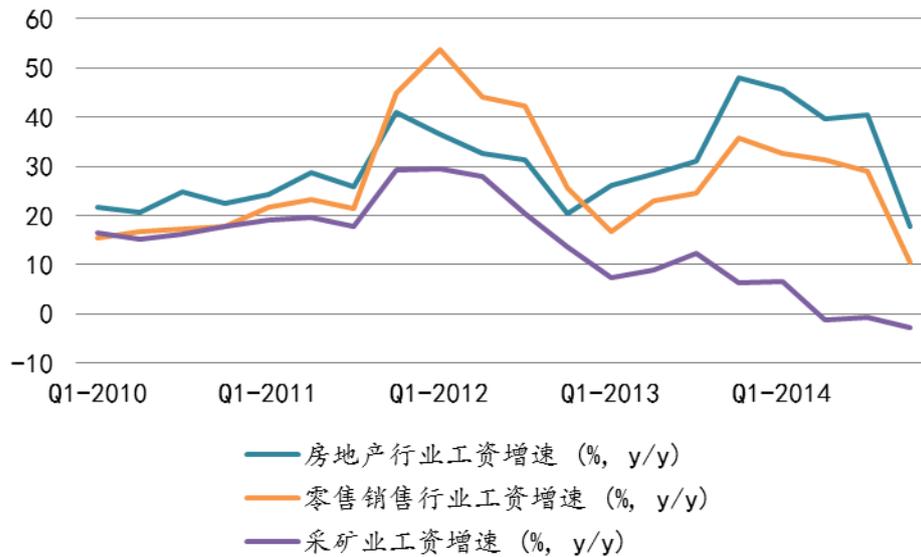
资料来源: Haver Analytics

第三, 尽管在某些领域中国仍然需要进口国外的原材料, 部分中国生产商因为其雄厚的生产能力成为国际市场的实际定价者 (例如钢铁制品行业)。与之相对应的是, 这类生产厂商由于国内激烈的市场竞争, 其定价能力并不如出口产品明显。在这样的背景下, 一旦面临生产过剩、国内产品价格下跌, 生产厂商首先考虑的并非减产, 而是利用其国际市场的影响力, 以低价出口过剩产能的形式维持国内市场的销售及份额。

我们观察到在 2011 年以来, 随着钢铁产业产能逐渐累积, 在岸与离岸市场钢材价格的溢价逐渐收敛, 即反映了上述提及的过剩产能出口的趋势。鉴于 CPI 篮子主要度量的是国内生产消费品及服务价格, 而 PPI 篮子则包括了国内生产工业产品价格和出口国外的工业产品价格, 两者之间可能因为出口价格的变化而形成长期背离。

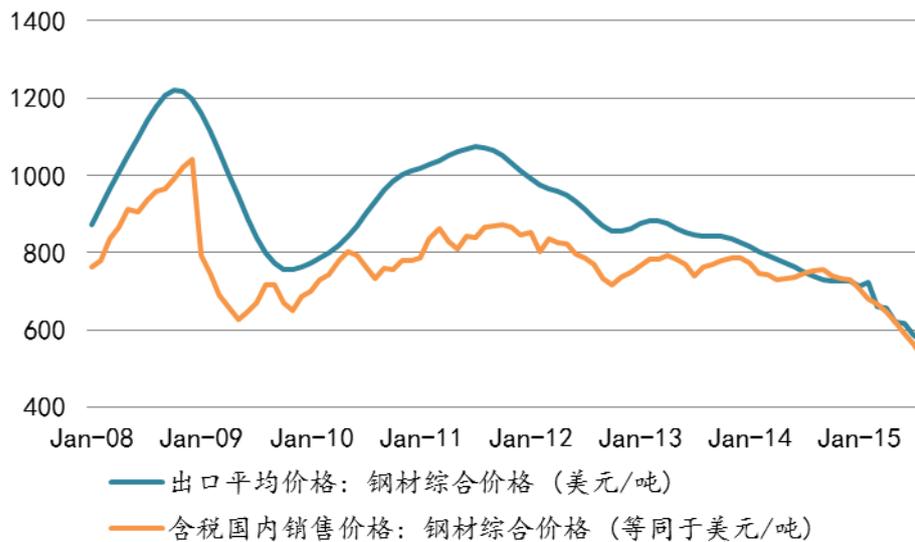


图 8、下游产业工资增速快于上游采矿业工资增速（2010 年 1 季度-2014 年 4 季度）



资料来源: Haver Analytics

图 9、在岸钢材价格与离岸钢材价格收敛（2008 年 1 月 - 2015 年 8 月）



资料来源: Haver Analytics

制造业 PMI 跨国研究：荣枯分界线在何处

作为工业生产的重要领先指标，制造业 PMI 走势受到市场与政策制定者的广泛关注。从定义上看，50 点是 PMI 指数的一个重要分界线，即被访企业对未来预期持乐观态度的比例等同于持悲观态度的比例。中国官方制造业 PMI 在 2015 年 8 月和 9 月分别录得 49.7 与 49.8，财新制造业 PMI 自 2015 年 3 月触及 49.6 滞后，连续 7 个月低于 50。以此推之，很多分析研究认为中国经济陷入了增长困境。



我们认为，在中国这样一个工业生产快速增长的经济体，PMI 的走势或许不同于上述传统范畴的定义。一个很关键的因素在于了解被访者对未来预期的判断是基于增长、还是增长的快慢。例如，一家制造业生产企业在过去 5 年平均利润增速为 10%。当其预期未来利润增速将减速至 8% 时，其在 PMI 调查中将表达悲观的预期，尽管 8% 的增速本身不等同于企业利润负增长。

区分增速放缓（如上述例子）和负增长对评估中国经济基本面有很重要的意义。当前对中国经济最主要的担忧并非增速放缓。事实上，政策制定者在 2014 年中央经济工作会议提出中高速增长“新常态”概念之时已经认识到了中国经济长期超高速增长的不可持续性。随着 2015 年 7 月股票市场巨震、8 月人民币汇率大幅向下调整，外界对中国经济的担忧集中于评估政策制定者是否有能力同过去一般以政策刺激和结构改革相结合的方式，避免增速下降过于迅速。如果 PMI 指向经济减速，而非经济负增长，那么对中国经济“硬着陆”的担忧就显得不再必要。

我们构建了包括中国、澳大利亚、印度尼西亚、印度、日本、韩国、新加坡、台湾和美国等 9 个亚太地区主要经济体的样本，采用一个简单的二元回归模型判断各国 PMI 的荣枯分解线——即对应工业生产增速为 0 时的 PMI 指数（对应扩张与收缩）。进一步地，我们利用相似的模型框架估计了对应工业生产增速不变时的 PMI 指数（对应扩张的快慢）。鉴于数据可比性，我们统一采用 Markit PMI 进行衡量。

从表 2 可以看到，在除中国外的其他亚太主要经济体，PMI 对应的环比和同比工业生产荣枯分界线接近 50 点。中国 PMI 对应的工业生产同比增速的荣枯分界线为 51.1，然而其对应的环比和同比工业生产荣枯分界线对应的别为 33.2 和 37.6。这意味着当前 47.2 的 PMI 读数对应了工业生产减速（与 51.1 比较），而非工业生产收缩（37.6）。

表 2，亚太主要经济体工业生产与 PMI 关系（2009 年 1 月-2015 年 8 月）

国家/地区	工业生产 (%, m/m)	工业生产 (%, y/y)	工业生产 (%, 同比增速变化)	最新 PMI 读数
中国	33.2	37.6	51.1	47.2
澳大利亚	49.4	49.2	50.8	52.1
印度尼西亚	52.6	50.3	52.7	47.4
印度	51.1	50.1	55.7	51.2
日本	50.3	50.4	50.8	51.0
韩国	47.9	46.2	48.1	49.2
新加坡	47.6	47.4	49.2	48.6
台湾	50.4	48.2	52.1	46.9
美国	49.4	47.1	53.7	53.1

资料来源: Haver Analytics

三、季度年化移动平均：一个度量增长的新指标

中国统计数据长期采用的同比增长指标在识别经济周期方面存在如下几点不足。首先，中国传统节日每年的公历时间不尽相同（春节在 1 月或 2 月，中秋节在 9 月或 10 月）。相应的，同比增长数据受月份间不同工作日长度影响，反映的增长趋势并不准确。其次，同比增长数会被一次性事件所影响。一个例子是 2014 年 11 月北京 APEC 峰会前对京津冀地区钢厂实施限产，导致工业生产数据受到扭曲。第三，同比增长数据采用 12



个月前 ($t-12$) 及当月 (t) 经济指标计算得到。换言之, 发生在 $t-11$ 至 $t-1$ 间的趋势变动无法反映在同比增长指标中。

针对上述同比增长指标存在的不足, 我们构建了一个季度年化移动平均指标 (以下简称新指标) 以期更好的度量经济趋势的变化。这一新指标的构建方法如下:

1) 针对上述同比指标第一点不足, 我们利用美国经济数据调查局的“Genhol”模型, 采用 X-13ARIMA-SEATS 方法控制了春节和中秋节对工作日长度及经济指标表现的影响。

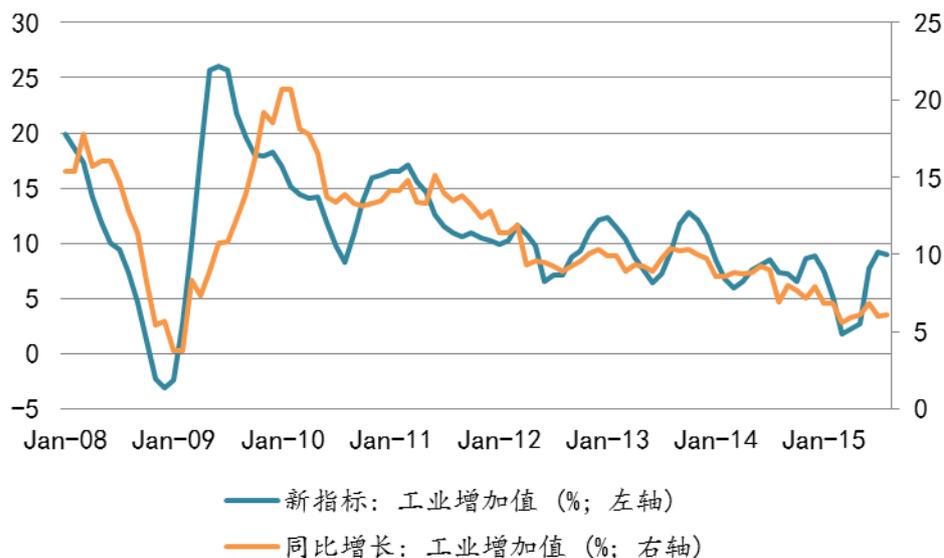
2) 我们计算了上述季节调整后经济指标的三个月移动平均, 以此减轻短期月度数据中经济波动造成的噪声影响。

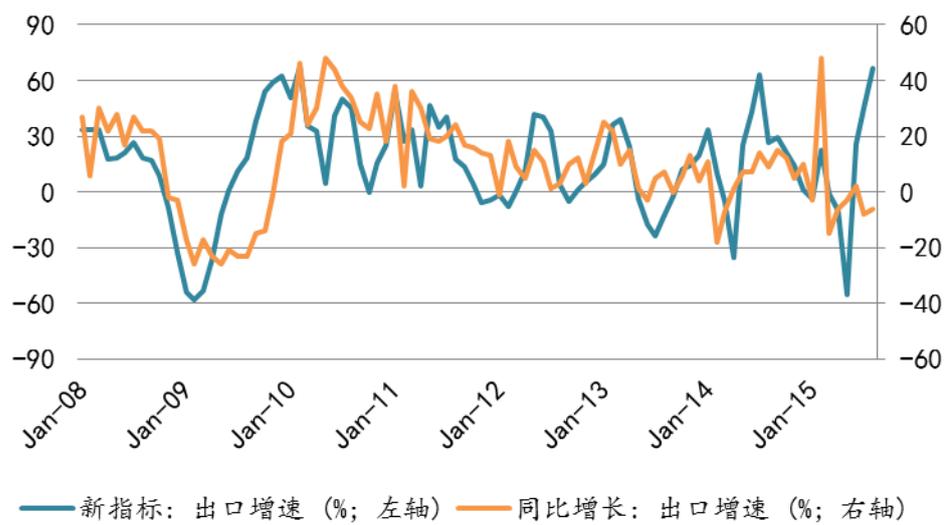
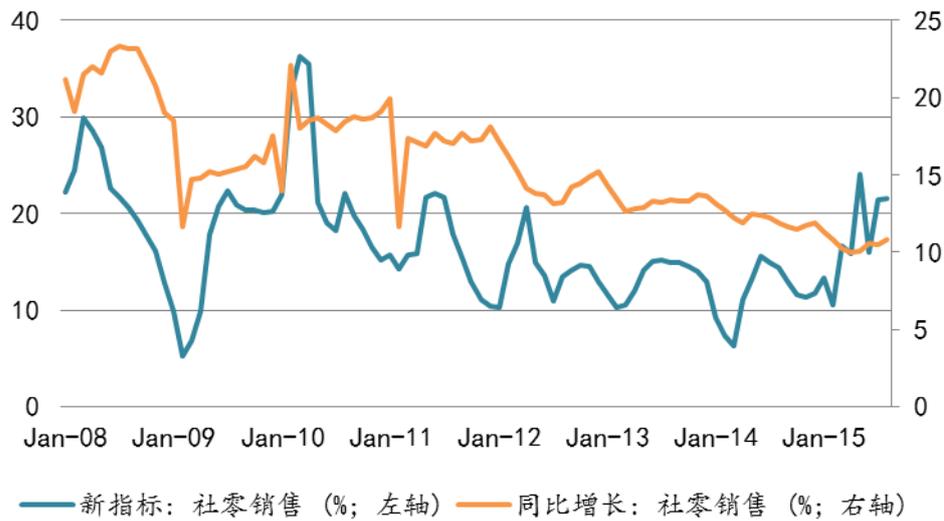
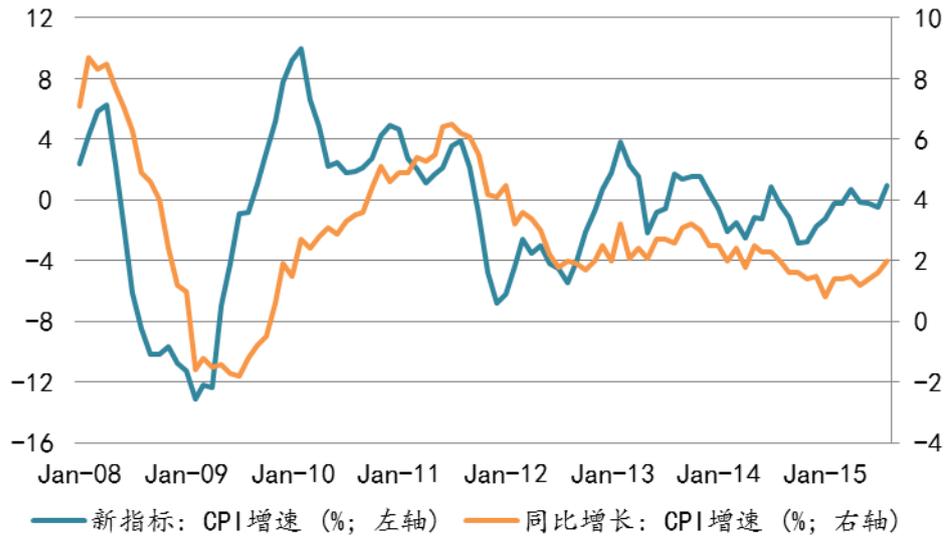
3) 利用上述移动平均数据, 我们计算了最近三个月 ($t-2$ 、 $t-1$ 、 t) 相对 (不重复) 的前三个月 ($t-5$ 、 $t-4$ 、 $t-3$) 经济数据的年化增长率, 将其定义为新指标。

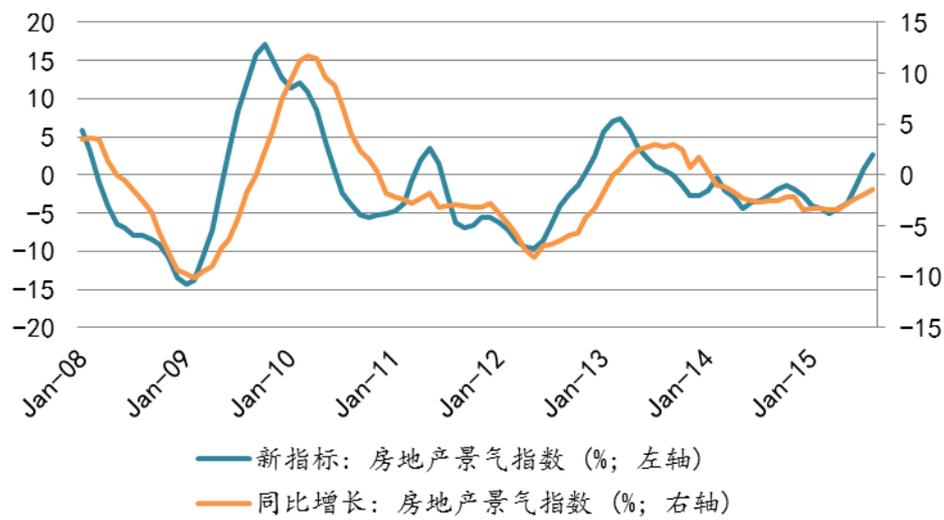
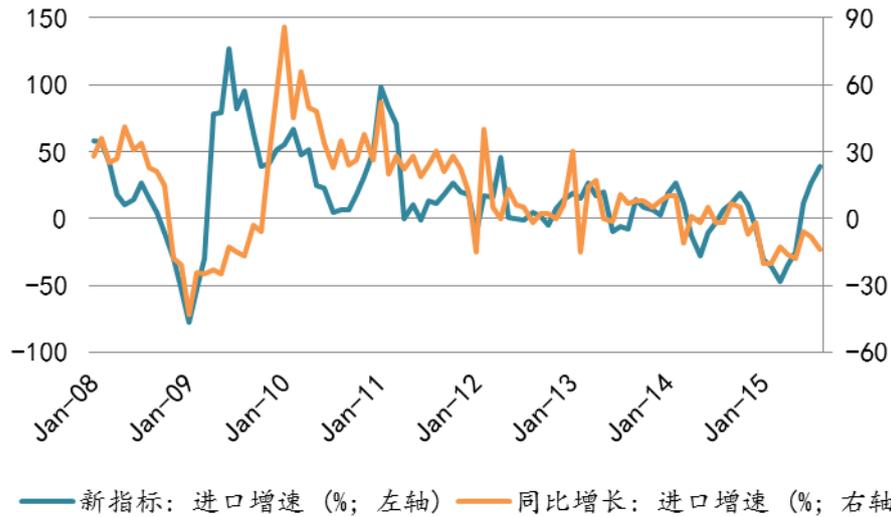
可以看到, 新指标相比同比增长指标的主要优势在于利用了最近 6 个月的经济数据 (即从 $t-5$ 到 t) 以克服前述同比经济指标存在的第三点不足。此外, 新指标受到一次性事件影响的可能性较低, 因为 $t-11$ 到 $t-6$ 期间的数据并不会影响新指标 (但是会影响同比指标); 即使一次性事件发生在 $t-5$ 到 t 期间, 新指标也能够相比同比指标更快的去除其影响 (最长 6 个月, 同比指标最长需要 12 个月)。如此, 新指标在一定程度上克服了同比经济指标存在的第二点不足。

如果这个指标较好地反映了最新态势, 那么也许经济活动并不像同比指标所显示的那么不稳定或者疲软, 最近几个月, 房地产景气指数、工业增加值、CPI、零售销售及进出口都出现一定程度的回升。值得指出的是, 这个新的指标并不适用于所有的月度经济数据。例如, 因为无法确定应该先季节调整再逆推月度数据还是先逆推月度数据再季节调整, 以累计增长进行统计的经济数据 (如固定资产投资) 难以进行季节调整。其次, 由于三个月移动平均可能仍然无法消除数据中存在的噪音对于在实际中波动较大、趋势性较弱的指标 (如进出口), 新指标相对同比增长指标的优势并不明显。最后, 尽管上述相关系数分析表明新指标在一定程度上领先同比增长指标, 这一预测并没有考虑到宏观基本面的影响。

图 10、新指标与同比增长指标的比较







资料来源: Haver Analytics

资料来源: Haver Analytics



四、产业结构升级的长期性挑战

短期中国经济在刺激政策频出的情况下有所企稳。不过长期看来，结构性问题仍将是制约经济可持续增长的重要因素。我们从两方面讨论当前结构转型所面临的挑战——从工业向服务业的转型以及工业部门内部的结构升级。

工业向服务业转型

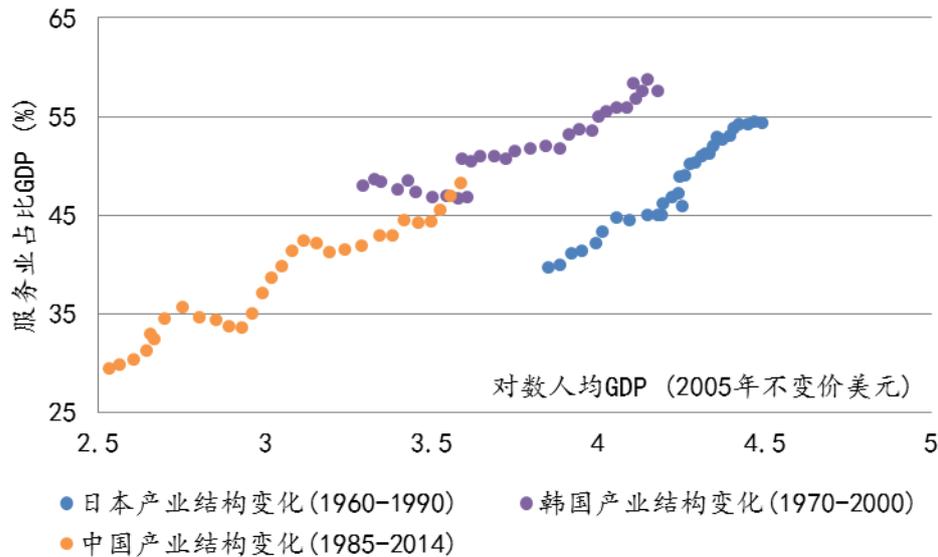
从 GDP 总量而论，中国在 2014 年已是世界第二大经济体。在边际收益递减法则的作用下，中国经济增速未来不可避免将有所减缓。由于同等经济增速下服务业部门较工业部门能够创造更多的就业岗位，实现从工业为主向服务业为主的经济转型至关重要。

从国别比较的角度来看，日本在 70 年代以及韩国在 80 年代都曾经历了工业向服务业的转型。日本在 1949 年改组通商产业省（MITI）后大力鼓励工业、发展出口导向型经济。在 1955 至 1970 年间，日本经济快速发展，年均 GDP 增速达到两位数。至 70 年代初期，日本人均 GDP 已超过 4000 美元，工业化进程基本完成。随着重工业发展对环境造成的污染日益突出、石油危机的爆发进一步压缩了工业企业的利润空间，日本经济结构从 70 年代中期开始向高技术工业及服务业转型。服务业占比 GDP 的份额也随之不断提升。

韩国在 1960 年代通过大规模国有化及发展出口外向型经济实现了从贫困到资本积累的第一步跨越。进入 70 年代后，为了应对其他新兴经济体对韩国出口的冲击，韩国政府挑选了实力雄厚的一些财阀（Chaebol），对其提供优惠的金融支持和信用担保，并以此为基础发展重工业。至 70 年代末，韩国经济已实现了从劳动密集型向资本密集型发展模式的转型。进入 80 年代后，韩国面临工资成本上升、产品竞争力下降等工业化末期常见的问题。在经济向服务业转型的过程中，韩国政府保持了对大财阀的紧密控制，同时大力发展教育、医疗服务等服务业。

中国的产业结构发展基本延续了日韩两国的模式，即首先经历了由第一产业向工业的转移，当下则面临由工业向服务业的转移。从服务业占比 GDP 相对人均收入水平来看，中国当前与日本 70 年代及韩国 80 年代的差距并不明显。2014 年服务业占比 GDP 的比重已经达到 48.2%，超过工业占比的 42.6%（图 11）。

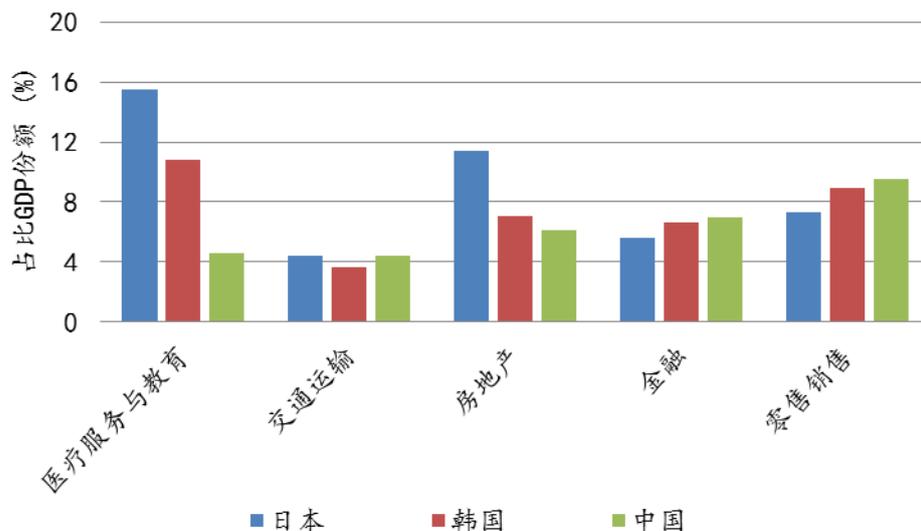
图 11、中国服务业相对人均收入发展水平与日韩类似



资料来源: Haver Analytics

另一方面,以当前日韩服务业发展为标准,中国服务业发展主要依靠传统的零售销售与交通运输;近几年资产市场火爆带动金融与房地产服务业在GDP中贡献上升。相比之下,日韩等国服务业发展集中在高价值的医疗教育服务、房地产及金融服务等现代服务业。这一比较意味着中国工业向服务业转型仍然面临诸多挑战(图12)。

图12、中国现代服务业发展不及日韩水平(2013年)



资料来源: Haver Analytics

工业部门结构升级

国务院2015年5月公布了《中国制造2025》规划,又称为中国版的工业4.0。该规划提出在未来10年实现制造业“由大变强的战略任务”。在这一目标下,过去经济增长依赖的资本密集型行业增速将进一步放缓。高技术及高附加值行业则将迎来新的增长空间。

我们利用2010年《中国投入产出表》测算工业部门结构升级对部分产能过剩行业



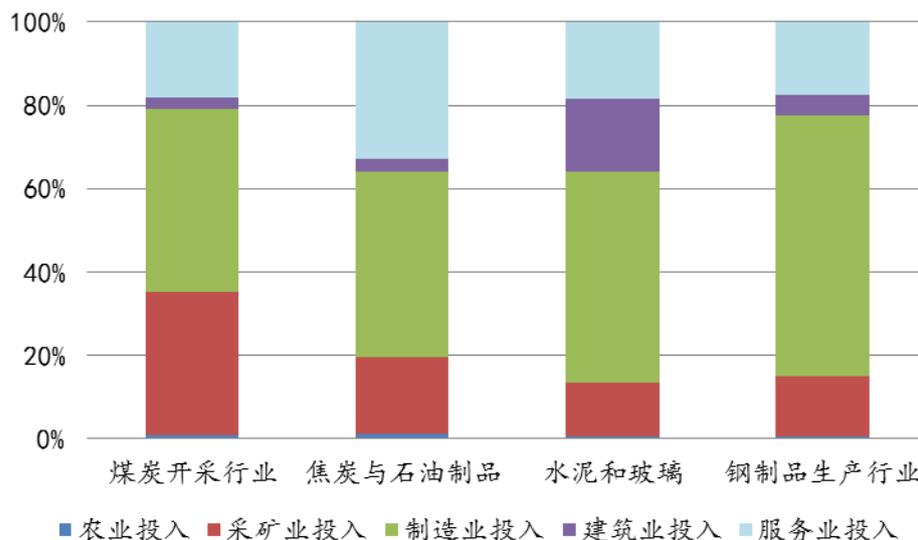
的影响。一般认为，产能过剩行业的出现源于 2008 年全球金融危机时期推出的四万亿投资计划。由于数据可得性，我们的分析主要包括煤炭开采行业、焦炭和石油制品行业、塑料与玻璃生产行业以及钢制品生产行业。利用投入产出表可以发现，所有四个行业的产出主要为制造业及建筑业所用（图 13）。

上述四大行业产出为下游行业作为投入品购入的比例可以理解为各行业相对下游行业增速的风险敞口。换言之，随着产业结构由工业向服务业转型的背景下，上述产能过剩行业将受到显著的负面影响。由于投入产出表信息的缺失，我们近似估计了 2020 年上述四大行业的增速相对 2014 年增速的变化。

四大行业增速受到两方面因素的共同影响：即整体的宏观经济减速以及行业特有的对产业转型留有的风险敞口。假设未来 5 年间 GDP 增速由 2014 年的 7.3% 下降至 6%（平均增速约为 6.5%）。与此同时，工业向服务业转型的速度与 2010-2014 年的平均速度相同（服务业占比 GDP 份额平均每年约增长 1 个百分点）。在这些假设下，我们发现上述产能过剩行业的预测潜在增长率将在 2014 年的基础上下滑近一半（图 14）。这一下滑速率的量化影响与 2010 年至 2014 年间上述行业经历的周期性下行幅度基本相同。

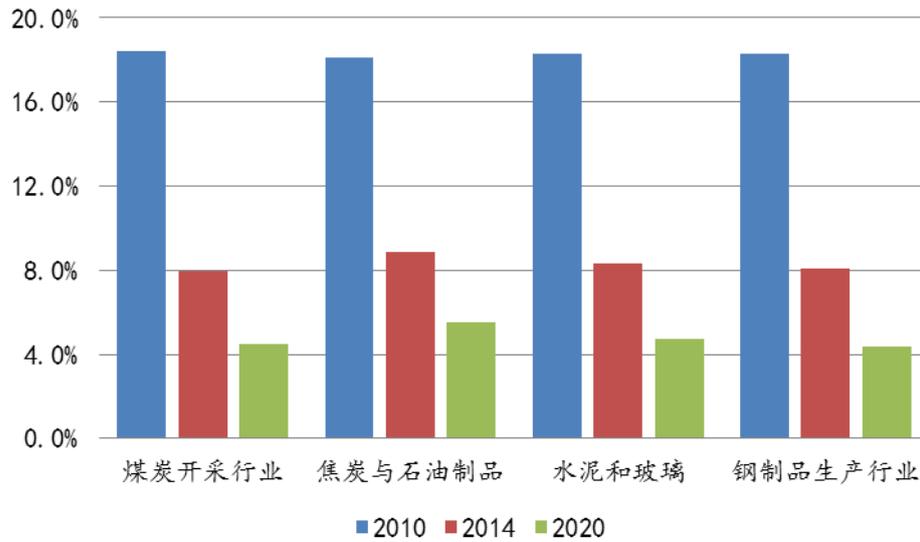
政策制定者需要考虑有效推动产业结构由工业向服务业转型的政策，同时应对产能过剩行业潜增长率进一步下滑带来的失业及企业破产等问题进行处置。

图 13、产能过剩行业产出主要用于制造业生产



资料来源: Haver Analytics、中国投入产出协会

图 14、产能过剩行业预测潜在增长率（2014-2020 年）



资料来源: Haver Analytics、中国投入产出协会

注1: 由于缺少年度投入产出表信息, 这里的估计存在一定的误差。我们以“潜在增长率”而非“实际产出增长率”作为预测的对象



五、形势判断与政策建议

我们对经济形势的判断可以归纳为如下几个方面。第一，全球经济增长前景在今年4季度甚至明年可能出现小幅改善，但下行风险依然非常显著，而且可能会出现分化的局面。在发达国家，美国和欧洲都有可能出现一定程度的复苏，日本则面临再度陷入通货紧缩的风险。在新兴市场经济国家，印度和中国的经济表现相对突出，巴西、南非和俄罗斯等的经济活动则十分疲软。未来世界经济需要面对三大不确定性因素：一是美联储加息的时间表，美国利率上升会加剧跨境资本流动，可能危及部分经常项目出现逆差、海外债务规模大已经资本市场开放度高的新兴市场国家的金融稳定。二是大宗商品价格进一步下行，这对于许多大宗商品出口国的经济增长与国际收支来说，无异于雪上加霜。三是各国举步不前的结构性改革。

第二，我们预期中国GDP增长率在4季度保持在6.9%的水平，但明年则可能进一步下降到6.6%。中国统计局公布的大部分月度数据都是同比增长率，这些指标表明目前的经济态势不是很确定，有的上升、有的平稳、有的下降。同比指标的最大问题是无法提供短期经济走势的准确度量。为了克服这个不足，我们构造了一组经过季节调整后最近三个月对之前三个月的环比增长指标。这组新的指标包括房地产景气指数、工业生产、社会零售总额、CPI和进出口，它们所揭示的信息却惊人地一致：最近几个月经济活动确实有稳定的趋势。而导致近期经济态势趋稳的原因，既可能是出口市场的改善，也可能是政府的基础设施投资的力度提高，或者两者兼而有之。但我们认为这样的短期趋稳的发展势头很难持续。

第三，当前中国经济增长主要矛盾是旧经济与新经济之间的交替斗争。一方面，过去支持中国经济增长的以劳动密集型制造业和投资品制造业为代表的旧经济正在快速地丧失活力，另一方面，以高附加值、高技术制造业和服务业为代表的新经济正在逐步形成，但尚未成为气候。实际上这就是典型的“中等收入陷阱”的挑战加上经济增长模式的转型，新、旧经济的更替或者产业升级，意味着近期内经济增长的任何“触底回升”都可能是临时性的、难以持续的。真正的触底回升有待于成规模的、有竞争力的新经济的形成，取代老经济成为经济增长的推动力量。而这又取决于政府对创新和产业升级的有效支持，以及市场化改革的进一步推进，特别是改革国有企业并且保障僵尸企业的退出。否则，资源不能有效利用，民企无法健康发展，金融风险将会快速累积，创新也就无从谈起。

据此，我们提出四条政策建议。

一、建立新的宏观调控体系，从追求增长的“点目标”转向区间调控。经济转型期间的一个重要特征是经济增长的“合理速度”并不稳定，因此政府应该考虑落实“区间调控”的框架，经济增长速度的上限由通货膨胀界定，而下限则由失业率界定。另外应该考虑简化宏观调控的政策目标，多重目标等于没有目标，特别要明确宏观的归宏观、结构的归结构。

二、积极支持创新、创业，推动产业升级。但制定产业政策一定要坚持政府的归政府、市场的归市场的原则。政府应该创造良好的基础条件并鼓励公平的市场竞争，包括投资教育、培训和基础研究，保护知识产权等。过去政府划定优先支持产业的做法，效果并不好，很多领域短期内出现了过热、过剩，现在各级政府运动式地支持创新，成效如何也值得密切观察。



三、大力推进国有企业的市场化改革，真正实现公平竞争，僵尸企业应该及时退出。国企改革已经成为经济转型能够成功、中高速增长能否持续的的决定性变量。过去两年来，国企改革的措施很多，实质性的推进速度比较慢，总体方向也不是特别清晰。这给金融市场化造成巨大的潜在风险，创新、创业面临很多障碍，在一些国企主导的地区，民营企业发展更是举步维艰。

四、经济增长减速必然意味着金融风险上升，防风险应该成为当前经济政策的一个重点。银行不良贷款被严重低估，股市、汇市波动，不但影响了国内经济，也对国际市场造成了一定的冲击。今后金融决策需要考虑国内、国际市场的反应，监管的重点应该是市场规则，而不是资产价格，尤其不应为追求短期的经济增长而牺牲长期的金融稳定，应该尽快打破刚性兑付，同时加强各监管部门之间的协调。