

中国经济新常态：内涵与展望

回顾 2014 年，新常态（New Normal）无疑是中国经济学界与政策制订圈最热门的语汇之一。关于新常态的特征事实与政策涵义，甚至新常态这个词本身是否准确（例如有经济学家认为根本没有新常态，当前事实上处于“旧常态”，也即过去传统增长模式的转型期），都存在着广泛的讨论与争议。因此，在辞旧迎新之际，从国内与国际视野相结合的角度出发，来再度梳理新常态的内涵以及演进，对我们把握未来中国政府的宏观政策取向，具有相当重要的意义。

一谈到新常态，有心者马上就能想到“三期叠加”的概念。所谓三期叠加，是指当前中国经济正处于增长速度换挡期、结构调整阵痛期与前期刺激政策消化期。增长速度换挡，是指中国经济增速将由过去 30 年的 10% 左右下降至未来 10 年的 6-7% 左右。结构调整，是指中国经济增长模式将由过去投资与出口导向的粗放型增长模式转为由国内消费与投资平行驱动的集约式增长模式。前期刺激政策消化，是指 2008 年全球金融危机爆发以后，中国政府出台的扩张型宏观经济政策（4 万亿财政刺激以及银行信贷的高增长）产生了一系列副作用，包括制造业产能过剩、地方债务快速上升与部分城市的房地产泡沫，要消化这些副作用可谓耗时费力。不难看出，要应对增长速度换挡、结构调整与刺激政策副作用消化的其中之一，都不是一件易事，更何况当前中国经济面临的是三项任务的叠加。

更令人纠结的是，中国经济所面临的三期叠加，又是在全球经济增长低迷、甚至面临中长期停滞（Secular Stagnation）的外部环境中展开的。尽管自全球金融危机爆发以来已经六年有余，但全球经济仍然处于动荡与分化的过程中。目前全球地缘政治冲突不断，局部的冲突甚至有加剧之势。美联储步入新的加息周期将给国际金融市场与新兴市场国家带来不利冲击。当前不仅在发达国家与新兴市场之间，还是在发达国家与新兴市场各自的内部，都出现了不同国家之间经济增长率差距拉大的现象。全球经济的动荡与分化，一方面意味着中国出口面临的外部环境将会持续低迷，另一方面意味着中国可能面临短期资本大进大出的不利冲击。这样的外部环境，自然会加大中国政府应对国内经济问题的难度。

在笔者看来，中国经济新常态的提法至少具有如下内涵：

内涵之一，是经济增速面临趋势性下降。造成中国经济增速趋势性下降的因素包括：一是人口红利的消失。随着计划生育政策导致的人口老龄化的加剧，一方面劳动力的供给将会逐渐下降，另一方面中国的国民储蓄率将会下滑，从而难以支持高投资率，这将会造成资本积累速度的下降；二是作为持续经济增长的结果，中国国内各种要素价格显著上升，这无疑会削弱中国作为全球制造工厂的优势，从而使得出口导向的发展模式难以为继；三是制造业面临产能过剩、中西部新增基础设施面临利用率不足、部分城市出现房地产供给过剩，这三种过剩使得传统投资收益率下降，而服务业受到国企垄断与行政管制的掣肘，造成私人资本难以大规模进入。传统领域投资过剩、新的领域投资不足，这无疑也会拖累经济增长。

内涵之二，是各种金融风险陆续浮出水面。过去几十年，为了实施投资驱动的经济增长，中国政府有意维持了金融抑制的环境，也即政府人为压低资金价格，实施从居民部门到企业部门与政府部门的福利转移，进而通过固定资产投资来拉动经济增长。然而，长期金融抑制与高投资的结果，是各种金融风险的集聚。目前中国企业部门负债占 GDP 的比率已经超过 130%，这是全球主要大国中企业杠杆率最高的。中国商业银行体系的健康与否，在很大程度上取决于中国房地产市场的走向。自全球金融危机爆发之后，在宽松财政与货币政策的刺激下，中国地方政府债务快速攀升，目前部分地区已经出现违约征兆。随着利率市场化的推进以及中国资本账户的开放，上述潜在风险将会陆续浮出水面。例如，未来几年中国商业银行的不良贷款比率很可能显著上行，各种影子银行产品违约甚至商业银行自身倒闭的事件可能此起彼伏。一旦对金融风险显性化准备不足或应对适当，则有可能爆发区域性金融危机甚至系统性金融危机。

内涵之三，是结构调整虽然痛苦，但势在必行。如前所述，过去三十年中国经济的高速增长，在很大程度上取决于建立在金融抑制环境下投资驱动与出口导向的增长模式。这套模

式固然适合过去的中国，但随着中国经济的发展壮大以及国内要素成本的上升，旧的模式已经难以为继。然而，在旧体系下已经形成了势力庞大且盘根错节的既得利益集团，他们会千方百计阻挠旨在进行调节存量利益的结构性改革。例如，如何实现国民收入更好地在居民、企业与政府部门之间的分配？如何缓解居民内部的收入分配失衡？如何打破国有企业对若干高利润率服务业部门的垄断，真正对民营企业开放这些部门？如何确保“混合所有制”不成为新一轮国有资本鲸吞民营资本的借口？如何加快实现包括人民币利率与汇率在内的各种要素价格市场化？以上这些改革，每一项对中国经济的可持续增长而言都至关重要，然而遗憾的是，没有哪项改革是容易推动的，因为它们都涉及到对既得利益的调整，从而必然会招致来自既得利益集团的反对。如何大力推动结构性改革，将会考验新一届政府的勇气与智慧。

内涵之四，是再度出台全面、过度宽松的宏观经济政策的概率有望明显下降。众所周知，当前中国经济面临的很多问题，实则是 2008 年全球金融危机爆发之后，中国政府在宏观政策方面做出了过度反应，实施了过于宽松的财政货币政策所致。随着中国经济潜在增速的下降，如果中国政府再度采取过于宽松的财政货币政策，这不仅会导致结构性问题的恶化，而且可能造成更加剧烈的通货膨胀与资产价格泡沫。因此，中国政府实施宏观经济政策的思路亟待变化：与其从总量上实施宽松宏观政策，不如采取各种措施激发微观主体活力；与其放松财政货币政策从需求端发力，不如简政放权从供给端发力；与其实施相机抉择型嬗变宏观经济政策，不如通过提高央行等机构的独立性来在市场上建立稳定的政策预期。2014 年，中国政府尽可能地避免实施全面宽松的财政货币政策，相反实施了稳健的财政政策与定向宽松的货币政策，这充分地表明了政府试图实现宏观调控转型的态度。

展望 2015 年，在经济新常态的背景下，预计中国政府将会在以下几个领域进一步发力：**第一，加大实施结构调整的力度。**2014 年中国经济增速约在 7.3% 左右，2015 年有望进一步回落至 7%。如果没有结构性政策的实施，预计 2016 年中国经济将会有更大幅度的下滑。2015 年结构性改革的重点可能在金融领域，例如全国性存款保险公司的推出以及利率市场化改革的加速。此外，混合所有制改革也可能成为一个亮点；**第二，财政货币政策的宽松力度有望加大。**保增长与调结构未必是相互替代的，两者在一定程度上可能是相互促进的。如果增长速度回落过快，结构调整很可能会被推迟，而非加速。年底中央经济工作会议是指，财政政策要更有力度，货币政策要松紧适度。这意味着无论财政政策还是货币政策都将进一步发力。2015 年财政赤字占 GDP 比率有望进一步上升，市场也将看到进一步的全面降准与降息；**第三，中国政府将会更加重视预防与管理金融风险。**近期俄罗斯卢布暴跌与国内金融动荡，

给中国政府提供了一个生动的经验教训。预计中国政府将在 2015 年加大宏观审慎与微观审慎监管措施的实施力度，努力规范金融机构行为，一方面努力促成潜在金融风险显性化（例如允许部分影子银行产品或金融机构违约）以防范道德风险、改变刚性兑付格局、提高市场主体风险意识，另一方面又会把上述风险暴露可能造成的潜在冲击控制在一定范围内（全国性存款保险公司的成立就是题中之义）；**第四，预计中国政府在资本账户开放方面将会变得更加审慎。**这是因为，俄罗斯的近况充分说明了，如果一个国家主动放弃了资本账户管制这一有效工具，一旦出现大规模资本外流，它就不得不借助连续加息这一副作用极强的政策工具。在国际环境波诡云谲、国内金融风险不断上升的背景下，何苦要自毁长城呢？

IIS 简介：国际投资研究系列（International Investment Studies）是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的研究成果。该室的主要研究领域包括跨境直接投资、跨境间接投资、外汇储备投资、国家风险、国际收支平衡表与国际投资头寸表等。国际投资室的成员为张明、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰与王碧珺，定期参加国际投资室学术讨论和报告写作的成员还包括姚枝仲、高蓓、陈博、刘浩、黄瑞云与赵奇锋。我们的主要产品包括：中国跨境资本流动季度报告、中国对外投资季度报告、国家风险报告、工作论文与财经评论等。

责任条款：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投资研究室所有。未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表研究人员的个人看法，并不代表作者所在单位的观点。