

论文 NO. 2017 年 4

发表时间：2017 年 4 月 15 日

## 转折、分化与动荡：2017 经济金融形势

殷剑峰 李德轩

摘要：经历了 2016 年全球危机以来的最低增速，2017 年的世界经济将呈现转折中分化并伴随着动荡的形势。文章就 2017 年世界经济金融与中国国内经济金融形势进行了阐述，并结合中央经济工作会议指出的重要内容，对中国宏观经济金融政策的应对提出了若干建议。

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

## 一、世界经济金融形势

关于 2017 年世界经济形势，第一个关键词就是“转折”。根据 IMF、世界银行和 OECD 等三大国际组织的预测，世界经济在 2016 年达到全球危机以来最低增速(3.1%)之后，将于 2017 年触底反弹，增速逐年提高。例如，IMF 预测 2017 年世界经济增速是 3.4%，2018 年进一步提高到 3.6%。由于人口规模和结构、全要素生产率等决定长期潜在产出水平因素的差异，以及从危机中修复速度的差异，在总体趋势向上转折之时，世界的分化现象也日益突出。

2017 年第二个更加重要的关键词是“分化”。分化现象首先表现在发达和发展中经济体之间。发达和发展中经济体的增速将分别由 2016 年的 1.6%和 4.1%，提高到 2017 年的 1.9%和 4.5%，后者增速在 2017 年将比前者快 2.6 个百分点，差距不断拉大。发达与发展中经济体的分化一方面在于人口规模和老龄化速度的差异。前者已经深受人口增长停滞、老龄化、甚至总人口规模萎缩的困扰，而后者却拥有庞大且年轻的人口。

2015 年中等收入国家和低收入国家人口分别为 54.8 亿和 6.4 亿，合计 61.2 亿人，远远高于发达国家 11.9 亿的人口规模，同时，中等收入国家与低收入国家劳动年龄人口比重还在上升，65 岁及以上年龄人口比重分别只有 6.9%和 3.4%，而发达国家劳动年龄人口已经开始减少，65 岁及以上年龄人口比重已经高达 17.2%。

在发达和发展中两类经济体内部，分化现象也日益明显，不过，分化的特点有很大差异。发达经济体中正在从此前的集体停滞变为更加分化：美国经济增速从 2016 年的 1.6%预期上调到 2017 年的 2.3%，高于发达经济体 2017 年的平均水平(1.9%)；相反，日本和欧元区主要经济体（德国、法国、意大利、西班牙）在 2017 年的增速预期都比 2016 年要低，并且，这些经济体的增速低于 2017 年发达经济体平均增速水平。发达经济体的分化首先源于影响经济长期潜

在产出水平的一些因素一例如人口结构，2015年，美国、日本、德国的老龄人口占比分别为15%、26%和21%，美国老龄化程度显著低于日德；同时，美国的总和生育率（每位育龄妇女生育子女数）为1.86，也大大高于日本的1.42和德国的1.39。其次，发达经济体的分化也与危机修复的速度有关。作为此次全球危机的发源地，美国已经率先从危机中走出来，其家庭资产负债表已经得到完全修复；而日本依然处于长期停滞的阴影中，欧元区则还面临南欧国家高失业和政治动荡问题。

相反，在新兴和发展中经济体中，分化现象开始收敛，即从此前的分化加剧演变为“齐头并进”。以金砖国家为例，2016年中国增速最高(6.7%)，印度其次(6.6%)，俄罗斯和巴西都是负增长，南非也仅有0.3%。2017年情况发生变化，预期印度，7.2%，中国6.5%(国内有机构预期中国6.6%)俄罗斯和巴西则摆脱了负增长状态，南非增速也调高。除了金砖国家之外，中亚、西亚、中欧和撒哈拉以南非洲国家的增速也将有望高于2016年水平。’

新兴和发展中经济体的“齐头并进”在很大程度上得益于中国经济的企稳：一方面，中国（当然还有美国）经济企稳使得原油和大宗商品价格回升，依赖能源大宗商品出口的国家（如俄罗斯和巴西）受益良多；另一方面，中国推动的“一带一路”政策正在通过投资、贸易带动了沿线欧亚非国家的经济增长。2016年1至11月，与“一带一路”沿线国家的贸易额已经占到我国贸易额的1/4，同期对传统贸易伙伴（欧盟、美国、东盟等）出口增速却不到2%。当然，在带动其他国家经济增长的同时，如何解决影响我国长期潜在产出水平的深层次因素，也是摆在我们面前的关键课题。例如，就人口问题而言，虽然我国老龄化水平(2015年9.6%)远远低于发达经济体，但老龄化的速度很快，总和生育率也只有1.56，甚至低于美国。

危机后中美始终为全球经济的火车头，两国经济对全球经济增长

的贡献超过 50%，其中，中国的贡献又大大高于美国。虽然在危机前后全球经济增长都依赖中美，但是，危机前真正的火车头是美国：美国消费增长带动中国的出口和制造业，中国制造业的增长和投资扩张再带动初级产品生产国的经济增长。危机后净出口对中国经济的贡献持续下降、甚至为负的贡献，中国经济已经从出口导向型转向更加依靠国内需求。

由于中国 GDP 相当于中国之后 12 个新兴经济体的总和，中国的内需带动了新兴经济体、甚至发达经济体的增长，并且，中国的对外投资也已经成为新兴和发展中经济扩张投资的关键因素。总而言之，中国变成了引领世界经济的真正的火车头。在中美两个火车头的带动下，全球经济复苏，全球能源和大宗商品价格开始反弹。继 2016 年大幅度上涨之后，IMF 预测 2017 年能源价格还将上涨近 20%，其他大宗商品价格上涨 2.1%，这直接拉动了全球和主要经济体 PPI 的上涨[!]。不过，由于复苏速度尚为温和，消费、投资等需求增长不够强劲，PPI 的上涨还没有完全传递到 CPI。2016 年全球 CPI 只有 3% 左右的涨幅，远低于近 30% 的初级产品价格涨幅。由于发达和新兴、发展中经济体的分化，CPI 在两类经济体中的涨幅也有所差异。发达经济体的 CPI 预期会稳定在 2% 以下，部分发达经济体甚至还有“非通胀和通缩压力，而新兴、发展中经济体的 CPI 将会高达 4.5%。随着经济复苏和再通胀，全球利率自 1980 年代下行的趋势正在逆转。不过，由于经济增长分化，在不同经济体中利率态势也有很大不同。以中美日德前四大经济体的中期国债收益率为例，中美利率已经自去年三季度后开始反弹，而日本和德国还是零利率和负利率。

“动荡”是 2017 年第三个关键词。转折中的分化预示着动荡将会持续。动荡首先源于风险——在经济学中，风险指的是概率分布已知的事件，通俗但不准确地说，就是知道可能发生什么。2017 年的最大风险有两个：其一，主要经济体的分化将会导致全球资金在区域间

重新配置；其二，全球资金在大类金融资产和商品间也会重新配置，从而导致资产价格逆转。这两种配置我们在 2016 年已经看到，例如，资金从滞缓的“老旧发达经济体”（欧洲和日本）、风险高的新兴经济体向美国的回流，从贵金属、固定收益证券向贱金属大宗商品、美国股市的回流。但是，美元指数已经处于高位，美股也达到历史最高水平，2017 年波动性会更大。

动荡还来自不确定性-在经济学中，“不确定性”是指概率分布未知的未来事件，通俗但不准确地 说，就是不知道会发生什么。2017 年最大的不确定性有两个：第一，特朗普，尤其是其会不会采取逆全球化政策；第二，脱欧。不过，特朗普看起来正在变得越来越“特靠谱”，而且，所谓的“逆全球化”被严重夸大了：危机后全球贸易额的快速下降源于能源大宗商品价格的快速下跌以及经济萎缩的结果，涤除价格因素，IMF 估计全球实际贸易额的下降有 3/4 是因为经济低迷、尤其是投资需求的下降，贸易保护的影响不到 1/4。相比较而言，现在看起来最大的动荡是欧元区局势。

## 二、国内经济金融形势

在全球经济转折分化的过程中，我国经济内部也在分化。首先，从供给侧的产业结构看，三产和二产正在分化，而各个产业内部好坏分化也非常明显。自 2012 年以来第三产业的增速就超过了 GDP 和第二产业增速，并稳定在 8%左右的水平，而第二产业增速持续下滑至 2014 年底，随后稳定在 6%左右的水平。增速的差异使得第三产业对 GDP 的贡献远超第二产业，2016 年对经济增长贡献率 60%，而第二产业贡献率跌到 40%以下。

第三产业的快速发展符合经济发展的规律：其一，从需求的角度看，广义恩格尔定律决定了随着经济发展，人们的需求将会从有形商品向无形服务转变，并且，对养老医疗教育等公共服务具有很高的需求收入弹性；其二，从供给的角度看，随着工业化进程的演进，

生产性服务业逐渐从制造业分离出来，实现专业化和规模化经营。

但是，在第三产业发展的过程中，我国的公共和生产性服务业依然不理想，在 GDP 中比重依然远低于工业和建筑业，个中原因主要在于十八届三中全会确定的“市场发挥决定性作用、更好发挥政府作用”的要求尚未很好落实。例如，科教文卫等现代服务业的改革任重道远，阻碍发展的官本位、事业单位体制需要彻底破除，而政府从热衷于介入经济活动的经济发展型政府向公共服务型政府的转变也是不尽人意。

另外，就二产而言，虽然增速持续慢于三产和 GDP，但是，二产内部的分化也非常明显：技术密集型的行业、如仪器仪表、医药制造、计算机通信设备等保持了两位数的增长，这些行业的投资回报率显著高于上游行业 and 传统制造行业。

从需求侧看，分化表现在最终消费支出的贡献持续上升，投资（资本形成总额）的贡献持续下降，而净出口的贡献甚至跌为负值。消费贡献的上升也符合经济发展的规律，毕竟经济发展、生产的目的在于消费。然而，我国的最终消费率在 2015 年只有 52%（尽管 2008 年以来一直在缓慢上升），与世界其他国家也只是略高于加蓬、利比里亚、卡塔尔、新加坡这些微小型经济体。

对我国最终消费率较低的现象有很多研究，其中一个重要共识是：居民部门“没钱”。从初次分配收入看我国居民部门收入占比自 1998 年以来就持续下降，收入份额上升的是政府和企业部门（主要是垄断性的国企）；从再分配后的可支配收入结构看，居民收入份额下降的态势依然没有改变[2]。所以，增加居民部门收入以提高消费率就要求政府部门减税费、强化再分配职能，同时打破垄断——这些都是经济改革的“深水区”。

另一方面，消费贡献的上升在一定程度上是“被上升”，也就是说，其他两架马车——投资和净出口下降过快。从投资看，固定资产投

资完成额累计增速自 2013 年以来急速下降到个位数，背后因素复杂，但在笔者看来，最关键的是信心。不过，去年 9 月份后，民间投资增速触底反弹，然反弹力度尚弱，我们需要切实呵护这种反弹。就出口而言，随着全球经济复苏态势的确立和“一带一路”政策绩效的显现，今年 1 月份出口增速高达 15%。

就区域经济而言，在全球危机前，我国东中西部经济呈现强者越强的不平衡发展态势。危机后，随着中西部崛起，东部企稳，区域经济间分化不协调的现象得到缓解。全球危机后，受危机影响较大的东部地区经济增速下滑较快，东部地区 GDP 占全国 GDP 的比重从 2008 年的 54% 下降到 2012 年的 51%，但此后企稳；中西部地区则保持了较高的增长速度，除少数受能源大宗商品价格下降影响较快的地区外，多数省份的增速都快于全国和东部地区，中部和西部 GDP 占全国比重分别从 2008 年的 19%、18% 上升到 2015 年的 20%。相比之下，东北地区经济继续探底，在全国 GDP 的份额由 2008 年的 8.5% 下降到 2015 年的 8%。从投资来看，中西部崛起更加明显。东部地区投资占全国投资比重从 2008 年的 46% 下降到 2015 年的 42%，而中部和西部地区则分别从 22% 和 21% 上升到 26% 和 25%。

与世界经济中发展中经济体相对发达经济体较快的增长一样，中西部地区相对于东部地区较快的增长也同工业化、城市化的差异有关。自改革开放以来，东部地区经历了 30 年的快速工业化进程，二产占 GDP 的比重一直保持在 50% 以上的份额。从 2009 年开始，东部地区二产占比跌破 50%，到 2016 年只有 42%。同时，东部地区三产份额持续上升，2013 年超过二产，2015 年超过 50%，2016 年达到 52%。东部地区二三产业的演化一方面反映了持续工业化后服务业发展的内在规律，另一方面也是东部地区制造业向中西部地区转移的结果。

与东部地区不同，在中部地区的产业结构中，二产份额长期徘徊在 40% 左右的水平，比东部地区低 10 个百分点。2008 年后中部地

区二产份额迅速上升并超过 50%，2012 年后，三产的增速超过二产，三产份额也开始提高。

从城市化水平看，以城镇人口占比看，东部和东北地区城镇人口占比都在 60%以上，而中部和西部仅仅为 40%左右；以户籍人口中非农就业人口比重看，中部地区都低于甚至大大低于全国平均水平——例如河南省仅为 22%多，比全国平均水平 37%低 15 个百分点。不过，在工业化和城市化推动中西部崛起的过程中，以增量资本产出比来衡量，中西部投资效率正在下滑。这意味着中西部地区在保持经济快速增长的同时，要切实提高经济发展的效率，从金融层面看，要警惕不良率从东部向中西部蔓延的态势。

在实体经济有分有合、结构调整之时，一个令人不安的现象是实体经济和虚拟经济的分化，突出表现为金融业的过度膨胀。从金融业增加值占 GDP 的份额看，我国这个指标在 2013 年超过美国，2014 年超过 7%，2015 和 2016 年连续两年保持超过 8%。在主要经济体中，我国金融业增加值仅仅低于英国北美国这样的公认的世界金融中心都要高。金融业增加值占比的高企反映的是金融业脱实向虚的事实，一个指标就是金融部门内部融资：去年已经超过 90 万亿，在全社会信用总量（债务融资规模）中已经高达 1/3。在金融业脱实向虚的背后是另外一种分化——货币和信用的分化。

不考虑金融部门内部融资，可以看到，非金融部门获得的信用总量（债务融资规模）自 2009 年以后就越来越脱离了广义货币 M2，目前已经是 M2 的 1.2 倍。与此同时，信贷与 M2 一直维持着传统的稳定关系。信用总量与广义货币的分化反映了 2009 年后我国非银行金融的发展和信贷信用扩张的事实：在 2008 年，信贷占到实体经济债务融资的 78%，而到 2016 年下降到不到 60%；替代信贷的是包括地方政府债、平台债在内的非金融债券、以信托、券商通道业务和保险公司债权融资计划为主的“影子银行”以及现在规模已经大大下

降的“银行的影子”（银行同业创造的净信用）。

金融业的膨胀以及金融内部非银行金融部门的快速发展，固然有各种因素，其中不乏合理因素，但是，其直接结果就是杠杆率的持续上升。从各国的比较看，我国杠杆率不算高，但非金融企业的杠杆显著高于其他主要经济体。我国企业部门的杠杆中，突出问题实际上是国企、地方融资平台的债务过高。从理论和实践看，杠杆率并无一个理想的标准，问题在于杠杆率的部门结构：如果负债集中在那些能够高效利用融资、劳动生产率和技术水平较高的部门，则杠杆率高能够促进经济增长；反之，即使杠杆率不高，但杠杆集中在低效的部门，则经济下滑自不待言，更严重的是风险加大、甚至发生危机。

### 三、宏观经济金融政策应对策略

转折中的分化和动荡意味着防风险是经济金融政策的第一要义。中央经济工作会议指出，2017年是供给侧结构性改革的深化年，稳是主基调，稳是大局。防控风险需要加快去杠杆。由于国企、地方融资平台的债务累积是杠杆率上升的主要原因，因此，深化国企混合所有制改革、加快政府职能转型不仅是供给侧结构性改革的必要，也是去杠杆的要求[4]。防控风险需要加强和改善金融监管。除了地方平台、房地产企业和国企的融资饥渴症与软预算约束之外，金融体系中非金融部门的发展和信贷信用扩张也是混业经营格局下金融机构规避管制、实施金融创新的结果。对于这种局面，应该加快建立以央行牵头的宏观审慎管理框架，改变分业监管的格局。

在货币财政政策方面，中央经济工作会议指出，财政政策要更加积极有效，货币政策要保持稳健中性。积极的财政政策有两种思路：其一是增支，即财政支出的规模扩大；其二是减税/费，即降低财政收入，更多地让利千企业和家庭[5]。

两种思路都会导致财政赤字的上升，但后者的效率更高，也更符

合供给侧结构性改革的要求，更符合 让市场发挥决定作用、更好发挥政府作用的根本方向。稳健中性的货币政策意味着“不松不紧”：金融过度膨胀、资产价格上涨过快要求货币政策不能放松，同时，经济复苏动力尚不稳定要求货币政策也不能从紧。

此外，由于当前金融体系已经发生深刻变化，货币和信用已经分离，这导致货币政策的调控效力下降，以货币供应量为中间目标的货币政策框架亟待改变。在存贷款基准利率尚未放开、货币政策利率传导渠道尚不通畅之时，可以在宏观审慎框架下更多地关注信用总量。

最后，要加快供给侧结构性改革，稳定民营企业家的信心。熊彼特的创新理论早就指出，企业家是创新、创业的主体，是推动经济发展的领头羊。在全球经济转折分化之际，哪个国家能够充分发挥本国企业家的积极性，能够吸引国外企业家来本国创业，哪个国家就将引领即将到来的下一轮全球经济上行周期。