

论文 NO. 2017 年 10

发表时间：2017 年 10 月 16 日

经济新周期，难言到来

郑联盛 武传德

摘要：9 月 14 日，国家统计局发布的数据显示，2017 年 1-8 月份我国固定资产投资同比增速为 7.8%，创出 2000 年以来的新低。究其原因，投资增速下降既有趋势性的因素，同时还有结构性的因素。

总体来看，固定资产投资仍是我国经济增长保持稳定的基础支撑，未来整体将呈现稳中趋缓的态势，且可能会出现较为显著的结构特征。

更值得注意的是，我国经济新周期尚未启动，新发展模式转型仍任重道远。

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》。

投资增速创新低，三产投资影响大

2017 年 1-8 月份我国固定资产投资同比增速为 7.8%，较 1-7 月份下滑了 0.5 个百分点，为 2000 年以来的最低水平。整体来看，固定资产投资呈现稳中趋缓的状态，并没有出现“断崖式”下跌，与我国经济“新常态”的经济格局基本相似，无需对数据创新低过分担忧。

从固定资产投资增速下滑的根源来看，主要有如下四个方面的原因。

首先，第三产业的投资增速下滑是固定资产投资增速下滑的主要根源。

其次，从投资主体来看，中央项目投资大幅度下滑是固定资产投资下降的一个重要诱因。

再次，民间投资增速偏低且有所下滑也是投资增速下滑的重要原因。

最后，全国金融工作会议后，国企、金融部门以及地方政府降杠杆压力增大，相关微观主体在投资领域可能处于观望状态，也是影响投资增速的因素。

从对经济增长的贡献来看，消费已经成为经济增长最重要的支撑，但经济增长的边际动力仍然是固定资产投资，我国以固定资产投资为增长动力的模式没有根本改变。消费超越投资成为第一大增长动力的根源在于固定资产投资增速的下跌，而不是居民消费的迅速崛起。

2017 年第二季度，消费对经济增长的贡献率虽仍高达 63.4%，但其对经济增长的贡献下降了 14.2 个百分点。国内经济增长的速度

及其稳定性仍然需要重点关注固定资产投资的增速及结构。

经济整体保持平稳，投资结构将发生变化

2017 年以来，在外部经济环境改善、稳增长政策、短周期企稳以及相关改革等的支撑下，我国经济延续稳中有进、稳中向好的发展态势，支撑经济保持中高速增长和迈向中高端水平的有利因素进一步增多，稳中向好的发展态势更加明显，上半年 GDP 同比增长 6.9%，宏观经济连续 8 个季度保持在 6.7%-6.9% 的运行区间。

在经济平稳运行的过程中，由于经济结构的相对变化，我国就业形势保持了较好态势，上半年新增就业人口 735 万人，完成年度目标的 66.8%，城镇调查失业率连续两个月保持在 5% 以下。

展望 2017 年第四季度，受益于世界经济温和复苏、国内政策利好和经济自我调整的动能，我国宏观经济整体将继续保持平稳运行状态，2017 年经济增长速度可能会超过 6.5%，宏观经济将呈现出一定的韧性以及较为显著的结构变化，但是，固定资产投资的走势及其结构显示新周期尚未开启，宏观经济政策的基本面基础没有发生实质性变化，财政政策与货币政策框架整体将保持稳定。

2017 年第四季度以及未来一年时间，固定资产投资增速可能会继续放缓，投资结构也可能会发生显著的变化。

一是房地产投资增速可能受政策因素影响被迫下降，虽降幅可能会比较缓慢，但房地产对经济增长的贡献会相应下降。

特别是，“十九大”召开及其对房地产市场发展、土地制度、财税制度等的相关改革举措可能使得房地产市场进入一个重大的改革阶段，房地产市场及其在国民经济中的功能可能被“再定位”，这会

直接影响到房地产行业的投资。

二是制造业部门因为“三去一降一补”将呈现补库存状况，从而相关投资会回暖，并持续到库存紧缺实质性缓解，但是，未来可持续发展的程度值得担忧。

2017年8月份，制造业PMI指数为51.7，连续13个月处于扩张区间。2017年1-8月制造业PMI显著高于2012-2016年的五年均值。不过，值得注意的是，这种因政策引致的去库存及库存偏紧是否能够启动自我循环的库存周期甚至是资本投资周期是有待观察的。

三是基础设施投资保持相对稳定，但是，增速可能有所下滑，同时基础设施投资的结构将从“硬件”偏向于“软件”。

2015年以来，地方金融控股公司、PPP项目公司、产业投资基金、政府购买公共服务平台、担保公司等新型平台继续从事地方政府融资的功能。这些新的融资方式对于地方经济发展起到了积极的作用，但是，部分新融资方式日益扭曲为地方政府举债的新渠道。

在稳健中性货币政策、宏观审慎管理框架和金融风险防控等多重政策约束下，2017年第四季度以及未来一段时间，地方融资新型平台的整治将会深入进行，严控增量、终身问责、倒查责任将使得地方政府融资陷入一段时间的低谷，这使得基础设施的建设受到重要约束，可能使得增速有所下滑。

另外，在基础设施投资结构方面，在硬件投资中，高铁、城市轨道交通、水利、环保等仍是热点；在软件投资中，民生和公共服务领域将是重要领域。

经济新周期，短期难言启动

我国经济是否已经从“新常态”转入了“新周期”，是否会进入一轮较为强劲的经济复苏？这个问题的判断对于2017年第四季度及其未来一段时间的经济增长、财政政策、货币政策以及内外经济互动都有实质性的影响。

笔者认为，新周期难言到来。新周期提出的根源在于两个方面：一是经济企稳、利润上涨、投资恢复，经济呈现自我修复的周期启动特征；二是技术赶超时点到来、后备产业到位以及相匹配的需求到来。

但是，从上述两个支撑的分析来看，可能较难得出新周期已经开启并将持续的结论。

一方面，经济自我修复的周期是一个短周期（库存周期或基钦周期），难以形成经济持续发展的动力支持，更多是一个经济波动的周期映像。

更进一步，从结构来看，本轮经济修复的可持续性有待观察：其一，大中型企业利润回暖较快，同比增速快于工业企业整体增速。其二，国有企业扭亏为盈，是企业利润整体回暖的关键因素。其三，上中游行业盈利回暖远好于下游行业，其中黑色加工、有色加工、化纤等行业盈利改善最大。

另一方面，目前，虽然我国经济在信息技术领域、战略新兴产业发展领域取得了重要的进展，在个别领域甚至成为全球引领者，但是，相对于规模巨大、结构刚性的宏观经济而言，这些技术应用、新兴产业等暂时难以成为新的主导产业或技术周期。

更值得注意的是，新周期开启需要要素以及相关机制的有力支持：一是技术，二是人口，三是制度安排特别是分配机制。从目前来看，我国在这三个领域中的优势并不明显，可能难以系统性地支撑新周期的启动。

新周期的开启受制于诸多条件，难以在短期内真正启动。真正具有新周期意义的是技术周期（康德拉季耶夫周期，40-50年）、库兹尼茨周期（人口或房地产周期，20年）以及朱格拉周期（资本投资周期或主导产业周期，8-10年）。一个经济体的运行一般都受技术周期、朱格拉周期以及短周期的影响，从而形成“三周期嵌套”。

我国此前经济的企稳及小幅回升，更多是库存周期及其政策调控的结果，而非是新资本投资、新主导产业甚至是人口或技术周期的实质启动。我国经济发展模式的转型取得了积极进展，但从固定资产投资增速及结构来看，经济发展模式对投资的依赖程度仍较为显著，经济转型仍任重道远。

因此，我国有待进行全面的体制机制改革，进一步放松经济发展的制度约束，方能启动真正的新周期。