

中国经济去年取得6.9%的增长，远比2014年的7.3%和2013年的7.7%来得低，也没有达到总理李克强的7%目标。今年的增长预计将会更低，大概介于6.5%至6.7%。自2011年，中国的经济增长便逐季放慢，现在更是进一步放缓。放缓的趋势也将持续下去。

去年，许多外国财经评论家对中国全年的经济增长率争议不休，但争议的幅度却不到一个百分点，即在6.5%至6.9%之间。其实，对中国这样大的经济体，实际差别不大。

以中国约11万亿美元的经济规模来看，6.5%已经是很强劲的增长。一年增添的国内生产总值（GDP），是印度尼西亚现在GDP的约80%或印度的约三分之一。

中国国家主席习近平很了解这些基本经济增长逻辑，因此乐意接受经济放缓为“新常态”。有别于其他国家领导人，他也明白，中国经济经历了超过30年的双位数增长，因为主要增长引擎无可避免地失去动力，增长放慢是必然的。

在2014年11月于北京举行的亚太经合组织峰会上发表演讲时，习近平公开表示中国经济放缓“其实没那么可怕”，市场的担忧是不必要的。他解释说：“2013年一年中国经济的增量就相当于1994年全年的GDP”。他明了GDP增长是以复利计算的。

很明显的，习近平不沉迷于高GDP增长。他关注的是，经济是否可以顺利进行必要的改革和宏观经济再平衡。其他领导人如总理李克强随即改弦易辙，在制定经济政策时，更重视GDP的素质和其他社会目标，不再执着于对GDP增长的盲目追求。

然而，从去年开始，和中国领导人所期望的相反，中国的整体增长展望不但没有改善，反而每况愈下。过去强有力的出口，从数年前的双位数增长，下滑到

经济纵横 黄朝翰

负增长。因为过度投资和产能过剩等不利因素，来自传统固定资产投资的增长，也从原来的20%下跌到约7%。

结果，工业生产去年一直下跌，完全没有稳定下来的迹象，财新制造业采购经理指数连续10个月下滑。12月的指数更导致上海证券交易所在今年的第一个交易日便遭遇重挫，全球股市也跟着暴跌。

中国很少同时面对这么多不利增长的严峻周期性和结构性逆风。其经济似乎有陷入螺旋式下滑，甚至通货紧缩的风险。事实上，去年的确出现了初期的反通胀迹象，消费价格指数和生产物价指数持续下滑。

珠江三角洲工厂倒闭的报道越来越多，钢铁等重工业“铁锈地带”预计也会出现大规模裁员。对此，习近平和李克强可能还不觉“可怕”，但对中国经济的现状，他们肯定要更为关注。

中国经济持续放缓的主要原因，不是因为正常的周期性波动削弱了传统经济引擎如出口和固定资产投资。这已经日益明显。也不是因为经济改革所造成的负面影响。

事实是，中国经济认真的开始了重组和再平衡，而一些关键的过渡期，在全球经济停滞不前的情况下同时出现：从外部需求增长到内部需求、从制造业到服务业、从投资和储蓄到消费，及从劳动力密集到技术密集行业。

更有力的政策干预

难怪去年中国人民银行六次降息和四次调低人民币存款准备金率，都无法扭转经济颓势。当经济增速放缓时，要取得增长就要付出更多努力。

因此，去年（12月18日）的年

2016年中国经济前景

度中央经济工作会议决定，采取一系列有力的干预措施，来处理生产过剩、产能过剩、住房供应过剩、僵尸国营企业及地方政府债务等问题。

中国媒体对新政策配套表示欢迎，认为这是一种以市场为根本的“供给侧改革”，因为配套包含了去除条例、削减税务和收费的措施，目的是提升长期生产率和效率。短期的刺激措施一般被视为凯恩斯学派的“需求管理”，而“供给侧改革”的目标则是按“大自由市场和小政府”的保守经济原则（一度被称为“里根经济学”），来改善长期经济基本面。习近平公开认同这带有右翼色彩的口号，似乎有点奇怪。

不论采取什么刺激措施，都不能让中国回到已过去的高增长时代，只能稳定或减缓增长减速的过程。刚通过的第十三个五年计划（2016年至2020年）的目标，是在接下来五年取得6.5%的平均增长率。这将足以让中国到2020年全面建成小康社会，也足以支持习近平的一带一路计划。

中国最近的低增长，是经济结构快速改变的结果。中国目前的经济结构，和超高增长时代已经大大不同。当时，伴随投资驱动增长的，还有信贷扩张、对能源的大量消费，和大量原材料进口所带来的蓬勃工业活动。随着中国经济增长日益依赖国内消费和服务业，这些都将一去不返。

因此，中国的GDP组成成分将有所不同。新的GDP不但将包括更多服务业活动，如新兴的文化和教育、娱乐、通讯、家庭与个人服务、时尚、环保和绿色服务等产业。这类服务多属于“非贸易”或“非出口”领域，很难正确地反映

在传统的GDP计算方式里。

当经济增长日益依赖消费时，中国经济增长的“福利成分”也会相应地增加，带来更多更高素质的GDP。然而，一个消费驱动的经济的增长率，无可避免的会比较低。这是因为服务业的生产率增长，一般低于制造业（因制造业更容易利用技术上的进步来增加生产率）。也就是说，中国未来的增长率将越来越低。

今年，至少有两个主要课题需要中国政府更为关注。中国必须应对严重的国内债务问题，截止去年中的总债务估计是GDP的250%，比2008年的180%高出许多。

一个繁荣的经济体债务累累并不罕见。中国的债务问题变得更迫切，经济放缓是部分原因。另外，房地产泡沫也让债务进一步恶化。

大多数海外专家学者认为，中国有庞大的外汇储备和高储蓄率，债务问题应该可以克服。中国大部分的债务的确是同地方政府和房地产市场相关，主要是耗费在商业发展的开销，不像欧洲一样是用来资助社会福利消费。

在某种意义上，中国的债务问题归根结底是改革的问题。最近的中央经济工作会议呼吁加大力度，通过债务重组和把债务转为政府债券，来减轻地方政府的负担。

最近，北京也为地方政府的总债务设定16万亿的上限，和宣布预防地方政府未来过度借贷的指导原则，即地方政府的借贷，不得超过其创造财富能力的100%。

过去30年来，中国经历了三次严重的债务危机。问题一次又一次地以债务重组化解，以便随后的经济增长可以制造足够的财富来消化未偿还债务。很明显的，中国可以再次克服目前的债务危机。

然而，庞大的债务对经济增长还是一种拖累。今年，中国决策者的挑战，是如何在不牺牲太多经济增长的情况下，安全的去杠杆化。这是一项棘手的任务。

维持人民币汇率稳定

维持人民币汇率的稳定是迫切问题，部分原因是人民币在今年及以后预计将贬值。自2005年7月和美元脱钩以来，人民币对美元升值几乎40%。由于中国经济增长前景持续疲软，加上区域主要货币又因为预计美联储将调高利率而大幅贬值，人民币已经被高估了。人民币的实际有效汇率，在去年头七个月升值11.2%，便反映了这事实。

去年8月11日，在上海股市过热时，中国央行出人意料地调整了人民币的汇率中间价，在三天内让人民币贬值4.4%。这突然的举措震撼国际金融市场，认为这是人民币长期贬值的信号，也加深国际对人民币稳定性的普遍关注。大批资金也因此撤离中国。

因为其庞大外汇储备（目前是约3.3万亿美元，2014年的高峰期是4.4万亿美元），中国央行最终把人民币稳定下来。到去年年底，人民币对美元共贬值约5.4%。

由于中国宏观经济的基本面持续疲弱，美元又预计会进一步走强，人民币将继续面对更大下跌压力。今年，一般的看法是人民币对美元将再贬值下去。事实上，人民币走弱，加上中国经济放缓，引发了全球股市在今年的首个交易日全面下滑。

在技术和政治上，要人民币一次过大幅贬值，直接转向自由浮动汇率是很困难的。人民币任何大幅贬值，都将冲击区域金融市场，导致更多竞争性贬值。

因此，中国央行今年最艰巨的挑战，是在人民币逐步贬值的情况下，进行金融市场改革。过去，中国成功地让人民币逐步升值。但今天，因为中国同全球经济的紧密贸易和金融联系，处理好人民币的逐步贬值，是更为复杂的问题。

货币经济学家和诺贝尔经济学奖得主蒙代尔（Robert Mundell）认为，一个国家不可能完全掌控紧密相关的三项货币政策：固定汇率、开放的资本账户和独立的货币政策，或所谓的“不可能的三位一体”（Impossible Trinity）。以往，中国却一直有能力这样做。

中国金融改革的主要挑战，是用什么方式开放这三方面，以便符合政府的三个主要目标：增长、稳定和国际化。人民币最近“入篮”，也带来在维持人民币合理汇率稳定性的同时，加速其国际化的压力。

中国政府不会轻易放弃对货币政策控制，可以运转的空间是逐步开放资本账户和人民币汇率的逐步市场化。

在汇率改革上，中国央行大概会让人民币进一步同美元脱钩，并以一篮子货币为参考，慢慢地让人民币自由浮动。最近，中国便推出这样的贸易加权指数。

至于资金管制，中国政府将继续严厉打击非法资金外逃，在进一步开放资本账户前先填补一些漏洞。中国政府最近在天津、深圳和福建，已允许人民币资本账户有限的自由兑换（限额1000万美元）。完全的资本账户开放将是一个漫长和渐进的过程。

接下来数月，对中国央行来说，在贬值的巨大压力下处理人民币汇率的稳定，将是巨大的挑战和最棘手的任务。

作者是新加坡国立大学
东亚研究所教授和学术顾问
叶琦保译