

## 研究报告

2017 年第 107 期

2017.10.13

执笔人：杨荥

邮箱：yangxing@icbc.com.cn

## 中国经济增长“新周期”辨析

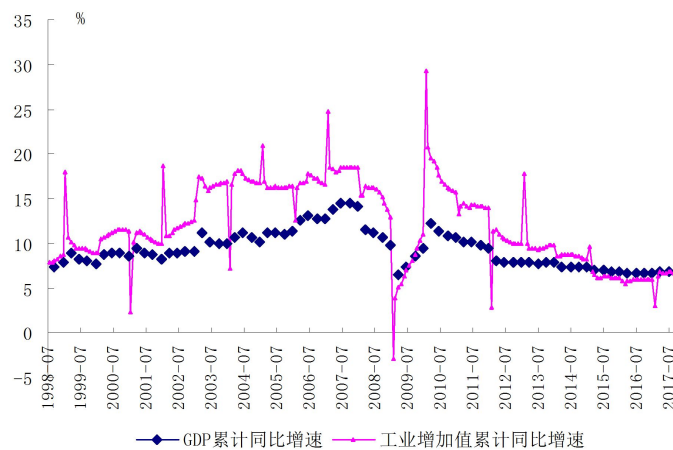
## 要点

- 中国经济增速从 2012 年起处于逐年下降态势。但 2016 年下半年出现弱复苏，2017 年上半年 GDP 增长 6.9%，为 2015 年四季度以来的最快增速。随着 GDP 增速的走稳，关于中国经济是否进入“新周期”的辩论日益激烈。
- 本文认为，第一，不能简单地把国外的“周期理论”套用在当前中国经济的发展阶段判断上；第二，“新周期”需要有更明确、清晰的界定，否则会带来混乱。从长期来看，中国经济增速放缓具有深刻的经济社会背景，与国际经济新平庸、劳动力供给下降、人工成本快速上涨、能源资源生态约束不断增强密不可分，符合经济发展规律。从短期来看，中国经济仍处于结构调整的过关期，但不排除“L”型增长过程中的“W”型波动。
- 不过，新动能的快速发展虽然可以部分抵消经济结构调整、传统产能减弱给经济增长带来的影响，但尚不足以使经济呈“V”反弹，全面开启经济增长“新周期”。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

## 中国经济增长“新周期”辨析

中国经济增速从 2012 年起处于逐年下降态势。但 2016 年下半年出现弱复苏，2017 年上半年 GDP 增长 6.9%，为 2015 年四季度以来的最快增速。随着 GDP 增速的走稳，关于中国经济是否进入“新周期”的辩论日益激烈。一些较为激进的人士认为，中国经济已走完增速换挡期，正站在“新周期”的起点上，未来将重回高速增长的轨道，其主要理由在于供给出清和需求复苏；一些高层智囊则表示，中国经济在过去 7 年中由高速增长转向中速增长，未来可能还会有所下降，“L”型探底仍将持续。那么，关于“新周期”这个话题，究竟应该如何定义和认识？如何依据中国经济基本面，来看待中国经济发展趋势？本文拟对此进行探析。



数据来源：WIND 数据库

图 1 中国 GDP 及工业增加值累计同比增速

### 一、关于“新周期”的定义及理解



1939年，经济学家熊彼特在《经济周期》一书提出，资本主义经济发展过程中同时存在着三种经济周期，即50年左右的康德拉季耶夫周期，10年左右的朱格拉周期和3年左右的基钦周期。同时期，库兹涅兹通过对1930年之前美国经济数据的系统整理，发现了一个约20年左右的周期波动特征。后人将两者整合，发展出“四周期嵌套理论”。

有关经济周期的文献非常繁杂，但目前西方主流经济学家认为，即使在1929-1933年的大萧条之前，经济波动的周期规律性也是有限的。比如1930年以前美国经济波动的周期性较为明显，大约是18年一个周期，但这一定程度上是美国移民政策变化的结果。二战以后，美国经济中服务业的比例大幅上升，而服务业的周期波动性远比工业要低，因此二战后美国经济波动发生的时间间隔随机性更强，也不能再简单套用一战前的经济周期波动规律来分析了。当前，主流经济学对经济周期的研究已经转向经济波动的内生机制上来，尤其是需求在短期内对经济波动的影响。

梳理当前国内关于“新周期”的辩论，可将观点大致分为两类：

**第一类是当前是否产生了新的周期形态。**如国家统计局长邱晓华就提出“新周期不同于旧周期，它是由非理性增长转到理性增长的。这个周期更多是以提质增效、美化环境、增进民众福祉为重点的新周期，不同于以往以高投入、高消耗、高污染、高债务、追求高增长的时期”。而持相反观点的有清华大学白崇恩教授，他认为，当前的经济增长方式动力没有大的变化，还主要靠投资拉动，尤其是基础设施投资，对效率的考虑不够充分；民间投资尽管增速上升较多，但很大一部分的可持续性和效率并不乐观。

**第二类是究竟处于周期的什么阶段。**如原国家发展研究中心副主任刘世锦就指出，“中国经济仍在‘L’增长的平台期，但终端需求已经趋于稳定，一是它脱离了过去长达七年的下行轨道，会逐步稳定并进入L型的底部；二是经济波动幅度会比以前明显收窄，进入稳定增长期”。而某券商团队则认为，中国经济将重返高速增长阶段，当前处于新周期的起点：“第一，新周期需求的复苏是超预期的；第二是供给的出清；第三是新政治周期的开始”。但最近的

观点已经收敛到“产能周期”，即“新周期不是 U 型的复苏，而是经济 L 型下的供给出清；新周期的核心是从产能过剩到供给出清、行业集中度提升，行业龙头资产负债表修复为新产能周期蓄积力量”。

本文认为，第一，不能简单地把国外的“周期理论”套用在当前中国经济的发展阶段判断上。中国经济由高速增长逐步进入中高速增长，是受全球经济进入衰退阶段、中国人口红利减退、生产要素成本上升、自然资源和生态环境约束等因素共同作用的，是中长期不可逆的大势。对这样的变化，无论是哪一种传统周期理论都不能给出解释，因为这是一种增长平台的转换，或者是增长阶段的转换。这种现象是后发追赶型经济体特有的，与发达国家曾经出现过的周期现象不是一回事。

第二，“新周期”需要有更明确、清晰的界定，否则会带来混乱。有人把新周期理解为与过去七年回落相对应的大幅反弹，认为触底以后经济增速会明显回升，甚至重返高增长轨道。这种看法实际上仍然是把过去七年的回落看成是经济周期波动，在逻辑上和现实中都得不到支持。如果某个时候真的出现了高速的增长，也是不可持续的，将会引起大起大落。在高速增长惯性依然存在的情况下，把新周期看成高增长的回归，在预期和政策上都可能带来负面影响。

## 二、从长期来看，中国经济“L”型增长仍将持续

根据经济发展规律，当一国进入工业化后期之后，经济增长的主导产业将转向高技术制造业和现代服务业，同时经济增速将会逐步放缓。2017 年上半年，中国服务业增加值占 GDP 比重为 54.1%，比第二产业高出 14 个百分点，服务业增长成为经济转型升级的主要支撑，中国正在步入工业化后期，部分发达地区已经进入后工业化时期。由于服务业的资本边际产出和劳动生产率总体上低于制造业，服务业比重上升会降低经济增速。据测算，“十三五”（2016-2020 年）时期中国经济的增长潜在率平均为 6.2%。

事实上，2017 年上半年中国 GDP 增长 6.9%，虽然是 2015 年四季度以来的最快增速，但依然明显低于 1978 年至 2011 年 9.9% 的年均增速。除了经济增速



之外，其他一些主要的经济指标也明显低于历史水平。1-8月，全国规模以上工业增加值同比实际增长6.7%，远低于2002-2012年两位数以上平均增速。固定资产投资累计增速为7.8%，也远低于2015年以前两位数以上平均增速。其中，制造业投资和房地产投资分别仅为4.5%和5.1%，仍处于历史较低水平。

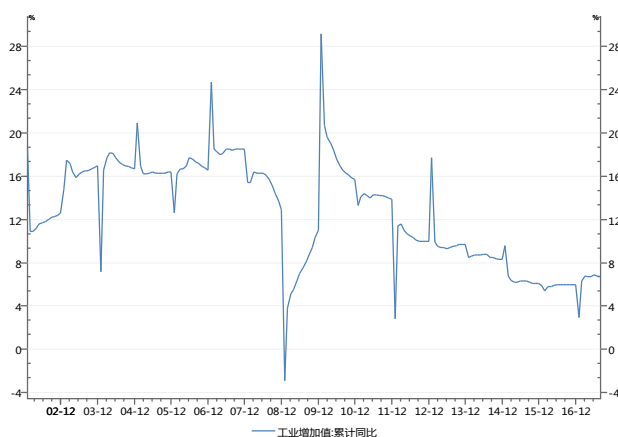


图2 规模以上工业增加值累计增速

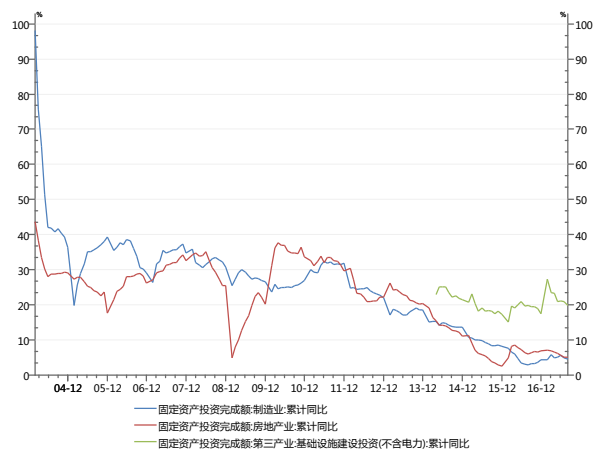


图3 制造业、房地产、基建三大投资增速

我们判断，中长期来看，中国经济“L”型增长仍将持续。经济增速放缓具有深刻的经济社会背景，与国际经济新平庸、劳动力供给下降、人工成本快速上涨、能源资源生态约束不断增强密不可分，符合经济发展规律。主要依据如下：

一是2017年以来世界主要经济体同步呈现复苏格局，但主要是靠发达国家宽松货币政策与新兴市场国家的加杠杆行为作为支撑。当前欧美的经济复苏并未恢复到金融危机前的水平，日本和新兴市场国家还面临着高杠杆率与货币政策、财政政策扩张相互掣肘的问题。就增长动力来看，当前全球经济仍处于以信息技术广泛应用为代表的第五次科技革命周期的下行阶段，而以生命科学、信息科学、纳米科学、仿生工程和机器人学为代表的第六次技术革命仍需较长培育阶段。

二是中国人口老龄化进程加速推进，劳动力红利出现衰减。2012年以来，我国15-59岁劳动年龄人口数量持续下降，至2016年分别净减少345万、244

万、371 万、487 万和 349 万人。即使二胎政策放开，2020 年前人口总和生育率将继续稳定在 1.8 左右，低于 2.1 的更替水平，预计“十三五”后三年我国还将累计减少劳动年龄人口近 900 万人。与此同时，农村剩余劳动力向城镇和非农产业转移的速度也在放缓，2015 年农民工总量较 2014 年仅增长 1.3%，2016 年略有反弹至 1.5%。人口严重少子化叠加快速老龄化，可能会带来劳动力供给不足、内需不振、创新能力减弱及财政养老压力增大等问题。

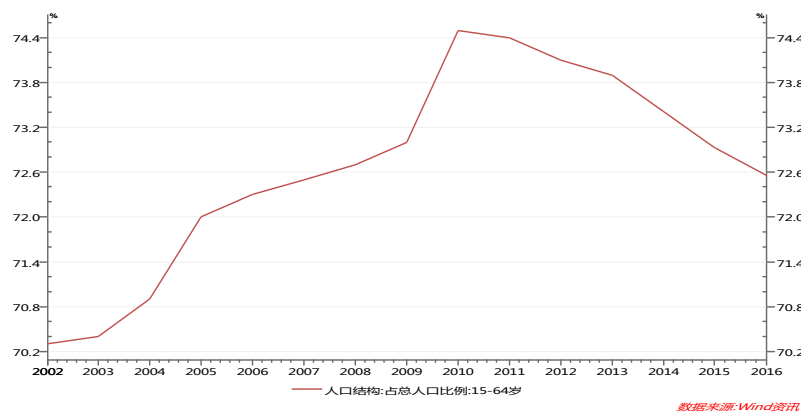


图 4 中国劳动力占总人口比重自 2012 年之后逐年下降

三是土地、劳动力等生产要素成本上升，对外开放难度增大。统计数据显示，中国单位就业人员平均工资近十年的年均增速为 13.5%，不仅显著快于欧日美等发达经济体，而且快于南非、巴西等发展中国家。同时，随着我国城镇化快速推进以及房地产市场的高速发展，房价与地价相互拉抬，土地价格不断上涨，企业用地成本明显提高。近十年我国土地出让价格年均上涨 8.1%，商品房年均售价累计上涨超过 200%。一方面，国内生产要素成本不断攀升，以及高达 35% 左右的宏观税负水平；另一方面，发达国家实施“再工业化”战略，东南亚一些发展中国家加大引资优惠力度，促使部分企业向境外转移，我国对外开放的传统优势难以持续。

四是生态环境、能源资源的约束不断增强。我国资源总量大、种类全，但人均少，质量总体不高，主要资源人均占有量远低于世界平均水平。近十年间，我国矿产资源对外依存度不断提高，石油、铁矿石、铜、铝、钾盐等大宗矿产



资源的国内保障程度不足 50%。同时，我国资源利用方式较为粗放，资源综合利用率只有 35% 左右，单位 GDP 用水量和能耗分别是世界平均水平的 3.3 倍和 2.5 倍，相应带来了我国水资源短缺、环境污染严重、生态环境恶化等重大问题，出现大范围重污染灰霾天气，土地荒漠化率达 27.2%，地下水水质为较差和极差的占比分别为 45.4% 和 14.7%。这些都意味着长期以来的高碳发展模式已经难以为继。

综上，从长远来看，适度提高对 GDP 增速放缓的容忍度，加大经济转型和结构调整力度，主动推动经济发展方式从规模速度型向质量效率型转变，已经成为全社会的共识。因此，我国经济增速换挡，既有国内外环境变化导致需求萎缩的原因，也有中国宏观政策主动调控的因素，更是由中国经济发展模式转型的内在逻辑决定的。

### 三、从短期来看，中国经济仍处于结构调整的过关期，但不排除“L”型增长过程中的“W”型波动

#### （一）新动能快速崛起，经济韧性明显增强

伴随着工业化进程和供给侧结构性改革的推进，2017 年上半年中国经济虽然只增长了 6.9%，但其增长的“含金量”更高。有专家测算，新动能对我国经济的支撑力已达 30%，以分享经济、平台经济、高新技术为代表的新动能，激活了消费，支撑了新增就业，促进了传统产业的升级。中国经济正从新旧动能转换的胶着期，步入新动能加速扩张的关键期。新动能将逐步改变我国的经济增长动力格局。

首先，新动能将重塑经济生态系统。一方面，产业内部结构调整加快，以战略性新兴产业、新兴服务业等为主体的新经济呈现快速发展势头，并在整个经济结构中所占比重越来越大。2017 年 1-8 月，高技术制造业和装备制造业增加值同比分别增长 13.0% 和 11.4%，分别快于规模以上工业 6.3 和 4.7 个百分点，占规模以上工业增加值的比重分别达到 12.3% 和 32.2%。另一方面，产业跨界融合互动加速推进，以互联网、物联网、宽带移动通信、云计算、大数据等为代

表的新技术，正快速向装备制造、建筑家居、交通物流、商业金融、生物健康、节能环保、传统农业、消费电子、文化教育、生活服务等领域广泛渗透，新经济思维正在改变着各行各业生产组织方式、要素配置方式、产品形态和商业服务模式，推进各行业信息化、数据智能化、平台生态化发展，从而形成新的产业生态系统。1-8 月份，全国实物商品网上零售额 32101 亿元，同比增长 29.2%，增速比社会消费品零售总额快 18.8 个百分点；非实物商品网上零售额增长 52.9%，快递业务量增长 30.2%。

**其次，新动能将改变经济运行机制。**伴随着新经济的发展壮大，新技术的广泛应用，新产业、新业态、新模式的迅速崛起，分享经济、粉丝经济、个性经济等的快速发展，传统“生产什么、为谁生产、怎么生产、由谁生产”等基础性问题将被重新定义，从而推动产业构架重构，形成新的产业链、价值链、创新链、服务链、资金链，助推经济驶入新的发展阶段。经济新主体大量增加，2017 年 1-8 月，全国新登记企业 399 万户，同比增长 12%，日均新登记企业 1.64 万户；在 2016 年新增就业中，新动能贡献率达到 70%，全国参与分享经济活动的人数超过 6 亿人。

**第三，新动能将有助于破解社会发展难题。**当前，我国面临稳增长、调结构、防风险、惠民生等多重挑战。发展新动能有助于提高居民收入、扩大就业。从收入水平提升能力来看，新动能领域主要包括资本密集型和技术密集型产业，其收入水平相对较高；从吸纳就业能力来看，随着传统经济领域的时空界限不断突破、虚实空间逐渐打通，就业时间、空间界限的打破，新动能创造就业岗位的能力明显强于传统经济。2017 年 1-8 月，全国城镇新增就业 974 万人，同比增加 26 万人，完成全年目标任务的 88.5%。2017 年上半年，居民人均可支配收入实际增长 7.3%，比同期的经济增速快出了 0.4 个百分点。

**第四，新动能将有利于区域协调均衡发展。**新常态以前，东部地区更多聚集经济发展，中西部地区更多承担能源、资源、原材料等基础支撑任务。新常态以后，在“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带三大战略的实施过程中，西部地区既积极承接东部地区的产能转移，同时大力发展信息技术、



能源深加工、现代装备制造、大数据等新动能、新业态，重庆、贵州、成都、西安等发展模式在中西部崛起，为全国经济增长注入新动力。2017年上半年31省市GDP增速前十位中，除了福建省之外，其它均为中西部地区。区域协调发展将有利于更大范围内促进要素流动，优化资源配置和产业布局，释放微观经济主体的活力。

表1 2017年31省市上半年GDP增速排名及各项数据对比

排名	省份	2017年上半年 GDP 增速(%)	2017年上半年 GDP 总量(亿元)	排名	省份	2017年上半年 GDP 增速(%)	2017年上半年 GDP 总量(亿元)
1	西藏	10.8	555.4	17	湖南	7.6	15275.5
2	重庆	10.5	9143.6	18	海南	7.5	2198.2
3	贵州	10.4	5732.4	19	江苏	7.2	40821.2
4	云南	9.5	6447.8	20	新疆	7.2	4363.0
5	江西	9.0	8961.2	21	广西	7.2	8179.8
6	宁夏	8.6	1397.6	22	天津	6.9	9386.9
7	安徽	8.5	12645.4	23	上海	6.9	13908.6
8	福建	8.3	13289.8	24	山西	6.9	6577.9
9	四川	8.2	16080.3	25	北京	6.8	12406.8
10	陕西	8.2	9581.1	26	河北	6.8	16404.9
11	河南	8.2	20307.7	27	内蒙古	6.6	8465.7
12	浙江	8.0	23383.0	28	吉林	6.5	6124.2
13	湖北	7.8	15871.4	29	黑龙江	6.3	6108.0
14	广东	7.8	41957.8	30	甘肃	5.0	2993.0
15	山东	7.7	35017.4	31	辽宁	2.1	10296.8
16	青海	7.6	1204.3				

(二) 新动能的快速发展虽然可以部分抵消经济结构调整、传统产能减弱给经济增长带来的影响，但尚不足以使经济呈“V”反弹，全面开启经济增长“新周期”。

“新周期”应该是一个新动能取代旧动能、产业结构中新产业起到支柱作用、经济增速持续回升的经济增长周期。目前中国经济发展中，实体经济结构性失衡、金融与实体经济失衡、房地产和实体经济失衡的问题仍较突出，国内长期积累的供给质量不高、内需仍较疲弱等深层次矛盾尚未得到有效解决。

一是新兴需求难以对冲传统需求的衰减。传统经济发展模式仍需转变，投资增长缺乏后劲，房地产开发投资增速持续回落，制造业投资空间明显收窄，民间资本不愿投、不敢投、不能投的问题仍较突出。在投资需求放缓的同时，消费需求和出口需求虽然潜力较大（2017年1-8月社会消费品零售总额同比增长10.4%；1-8月货物进出口总额同比增长17.1%），但其释放短期内难以完全对冲传统需求的衰减。

二是科技创新能力尚不足以对冲传统要素资源的弱化。虽然近年来我国科技创新能力快速提升，但总体上与世界先进水平还有明显差距。技术、资本、人才等要素向新兴产业领域集聚依然不够，国内集成电路市场自给率不足20%，国产品牌工业机器人市场占有率仅为30%。2015年我国研发投入占GDP的比重为2.1%，规划到2020年研发经费投入强度达2.5%，而欧洲一些国家的研发投入占GDP比重一般为3%-3.5%。

三是产能过剩行业、房地产市场、地方政府性债务、金融等领域“灰犀牛”风险隐患依然存在。供给侧结构性改革仍处于胶着状态，煤炭、钢铁价格处于较高水平，部分企业去产能意愿下降，处置“僵尸企业”成为去产能工作的牛鼻子。房地产市场结构性问题突出，一线和部分二线热点城市住房价格反弹的预期仍然存在，三四线城市房地产市场分化明显；一些地方政府存量债务较重，少数市县债务率已超过国际警戒线；一些金融机构非法集资、乱办金融、存在兑付风险。

#### 四、关于下一阶段经济走势的判断

展望下一阶段，需求能否明显好转仍是判断经济能否持续复苏的关键。目前来看，受房地产调控政策、去产能和环保政策趋严、融资环境趋紧等因素影响，四季度需求面会弱于上半年，企业经营压力将有所增大。财新9月综合PMI数据（包括制造业和服务业）已从8月份的52.4%降至51.4%，为本季度最低，显示第三季度末，中国整体经济活动的扩张势头减弱。而财新9月份服务业（PMI）数据仅为50.6%，环比跌2.1%，增速为21个月（2015年12月）以来最低。初



步预计 2017 年三季度 GDP 增速 6.8%左右，四季度 GDP 增速 6.7%左右，2017 年全年经济增长 6.8%左右。

不过，预计十九大之后将开启中国改革新时代，并为后续持续健康发展奠定良好基础。从国企改革来看，按照《中央企业公司制改制工作实施方案》，2017 年年底前尚未改制的 69 户央企将全部改制为有限责任公司或股份有限公司，国资委监管的大型央企将加快调整重组步伐；稳妥推进装备制造、煤炭、电力、通信、化工等领域央企重组整合，以重组整合为契机深化内部改革和机制创新。从去过剩产能来看，要推进“僵尸企业”处置和亏损企业治理，健全企业退出机制，积极推动市场化、法治化债转股。继续压减管理层级和法人户数推动瘦身健体、提质增效，提高主业核心竞争力，多渠道筹措资金处置央企历史遗留问题。从财税、户籍、土地制度改革来看，加快推进财政事权和支出责任划分改革，落实和完善全面推开营改增政策。深化户籍制度改革，细化和落实“人地钱挂钩”政策，着力推进农业转移人口市民化。推进农村土地征收、集体经营性建设用地入市、宅基地制度改革，允许农村集体经营性建设用地出让、租赁、入股，实行与国有土地同等入市、同权同价；缩小征地范围，规范征地程序，完善对被征地农民合理、规范、多元保障机制；保障农户宅基地用益物权，改革完善农村宅基地制度。

总的来看，今年以来关于“新周期”之争，其核心就是对当前中国经济怎么看和以及下一步中国经济怎么走的判断。7 月 24 日召开的中央政治局会议指出，在充分肯定成绩的同时，经济运行中还存在不少矛盾和问题，要站在经济长周期和结构优化升级的角度，把握经济发展阶段性变化，保持头脑清醒和战略定力。由此可见，会议强调的是“经济长周期”、“经济发展阶段性特征”。也就是说，当前中国经济仍是阶段性企稳的状态。未来一段时期，中国经济仍将会在 6%-7%之间波动。