

民间投资增速严重下滑与宏观经济波动

刘树成

[摘要] 2016年初以来,民间投资增速严重下滑,成为中国经济走势分析中的一个焦点问题。本文首先就民间投资增速本身、民间投资增速与全国投资增速的比较、民间投资占全国投资的比重这三个方面,考察了民间投资增速严重下滑的状况。民间投资增速严重下滑,其原因是多方面的。本文指出,最关键的原因是投资的盈利预期不振、盈利前景迷茫。本文分析了企业盈利预期的四种类型:古典预期、外推预期、适应性预期和理性预期。本文的研究结论是,营造有利于形成企业盈利预期的宏观经济运行环境,是扭转民间投资增速严重下滑的充分必要条件。

[关键词] 民间投资; 经济波动; 市场预期; 宏观调控

[中图分类号]F124.1 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2016)11-0005-08

一、2016年初以来民间投资增速严重下滑状况

2016年初以来,中国民间固定资产投资增速(以下简称“民间投资增速”)出现了近几年来尚未有过的严重下滑局面(见图1中的虚线圈)。这是自国家统计局2012年正式发布民间投资统计数据以来,出现的三个意想不到的“首次”:一是首次出现民间投资增速断崖式的下滑;二是首次出现民间投资增速低于全国总体固定资产投资(不含农户)增速(以下简称“全国投资增速”)的情况;三是首次出现民间投资占全国投资的比重大幅度下降。民间投资增速的严重下滑成为当前与今后中国经济走势分析中大家特别关注的一个焦点问题。

就民间投资增速本身的情况看,2016年1—7月和1—8月,其累计同比名义增速均降至2.1%。这是有该项统计以来的最低点。回顾近几年情况,从图1可以看到,2011年,民间投资增速处于较高位势。在该年大部分月份里,其增速在34%—35%左右,最高点是2011年1—10月的35.1%。2012—2014年,在中国经济进入新常态、进入速度换挡期的大背景下,民间投资增速处于平缓下滑之中,但还处于18%以上。2015年,下滑略有加快,但也维持在10%以上。然而,进入2016年之后,其出现断崖式的急速下滑。2016年,从1—2月到1—9月,其各月份累计同比名义增速分别为6.9%、5.7%、5.2%、3.9%、2.8%、2.1%、2.1%和2.5%。以2016年1—7月民间投资累计同比名义增速2.1%来看,比2015年同期增速11.3%下滑了9.2个百分点;比2015年全年增速10.1%下滑了8个百分点;而比2011年1—10月的最高点35.1%,则下滑了33个百分点。

[收稿日期] 2016-08-29

[基金项目] 中国社会科学院创新工程学部委员创新岗位项目“中国经济走势跟踪分析与宏观调控法制化研究”。

[作者简介] 刘树成(1945—),男,河北武强人,中国社会科学院学部委员,经济研究所研究员。电子邮箱:lshch1945@163.com。

就民间投资增速与全国投资增速的比较看,2016年1—9月,全国投资累计同比名义增速为8.2%,民间投资增速比其低了5.7个百分点。从图1看到,在2011—2014年的4年中,民间投资增速均高于全国投资增速。民间投资与全国投资的增速之差最高时,为2011年1—12月累计。当时,民间投资增速为34.2%,全国投资增速为23.8%,高出10.4个百分点。在2015年的各月内,民间投资增速与全国投资增速较为接近或相等。进入2016年之后,民间投资增速均低于全国投资增速,即民间投资与全国投资的增速之差呈现负值。

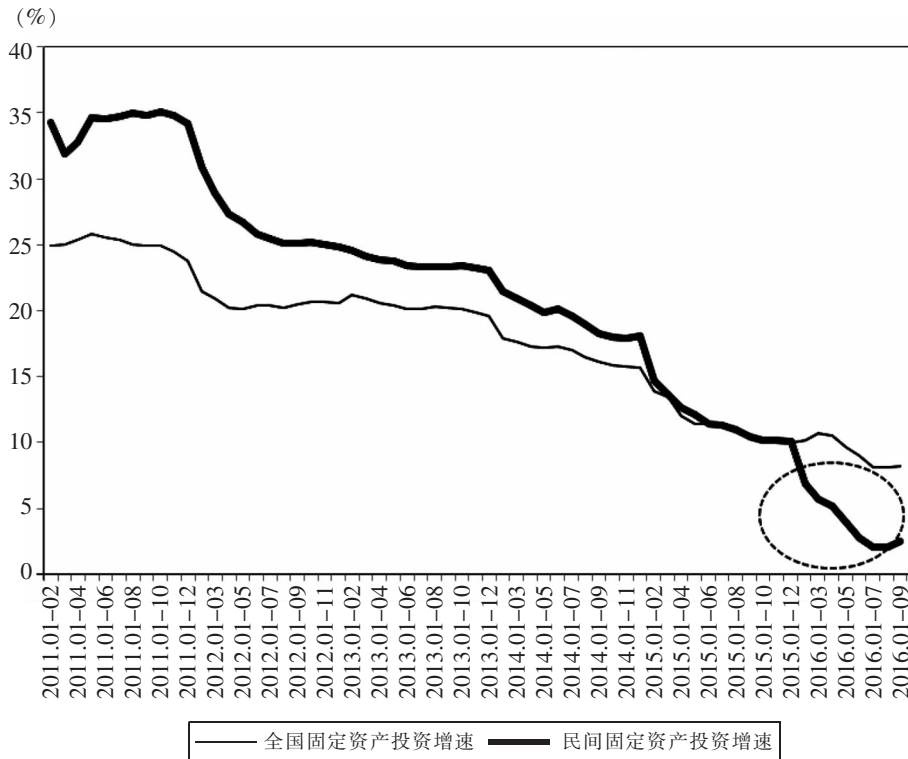


图1 2011年1—2月至2016年1—9月全国投资与民间投资月度累计同比名义增速

注:国家统计局于2012年正式发布民间投资统计数据,但在其发布的《2012年1—4月份民间固定资产投资主要情况》中,也发布了2011年各月累计的民间投资增速数据。所以,图1中的民间投资增速从2011年1—2月开始。

资料来源:国家统计局网站。

就民间投资占全国投资的比重看,2016年1—9月,该比重明显下降至61.4%。从图2看到,2012—2015年,民间投资占全国投资的比重呈上升趋势,由2012年内的最高点62.1%(1—6月累计),上升至2013年内的最高点63.9%(1—5月累计),又上升至2014年内的最高点65.1%(1—5月累计),继而,上升至2015年内的最高点65.4%(1—5月累计)。而2016年上半年该比重的最高点是1—4月的62.1%,比2015年的最高点下降了3.3个百分点。若以2016年1—9月该比重61.4%看,则比2015年的最高点下降了4个百分点。

二、民间投资增速严重下滑的最关键原因

2016年初以来,民间投资增速严重下滑,无疑,其原因是多方面的,但最关键的原因是什么呢?

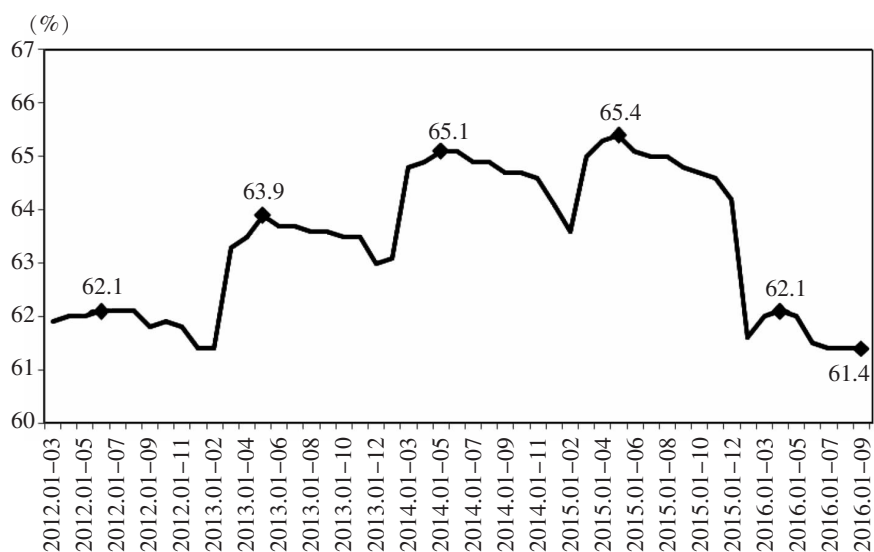


图2 2012年1—3月至2016年1—9月民间投资占全国投资的比重

资料来源:国家统计局网站。

2016年6月22日,国务院总理李克强主持召开国务院常务会议,听取民间投资政策落实专项督查工作汇报。从会议的报道看,找出四大突出问题:一是部分法规政策不配套、不协调、落实不到位;二是民营企业在市场准入、资源配置和政府服务等方面难以享受与国有企业同等待遇;三是融资难、融资贵,缴费负担重;四是一些干部不作为、不会为、乱作为,少数地方政府失信等。这些都严重影响了民间投资的健康发展^[1]。

本文认为,以上 these 问题是影响民间投资增速严重下滑的一些重要原因,但还不是最关键的原因。因为以上影响民间投资增速的问题都不是什么新问题,都是多年来一直存在的。而且,实际上,近年来政府已采取许多政策措施来解决这些问题。在存在同样的问题、且政策措施不断改善的情况下,为什么前几年民间投资增速还一直高于全国投资增速,而2016年以来民间投资增速却出现了如此剧烈的严重下滑呢?

民间投资是市场化比较强的一种经济活动。之所以说“市场化比较强”,是因为它有两大特点:一是民营企业自主决策、自负盈亏;二是以获取盈利为目的。如果没有盈利预期、盈利前景,民营企业是不会贸然投资的。2016年以来民间投资增速如此剧烈地严重下滑,最关键的原因就是随着近年来经济增速的回落,截至2015年,企业整体盈利呈现大幅下降或负增长局面,使2016年投资的盈利预期不振、盈利前景迷茫。以全国规模以上工业企业实现利润月度累计同比增速来考察,2015年各月均呈负增长(见图3中的虚线圈)。回顾近几年情况,从图3可以看到,2011年,工业企业利润增速处于25%—34%之间相对较高的位势。但2012年工业企业利润增速恶化,1—9月,连续负增长。2012年1—12月全年累计仅增长5.3%,比2011年全年的25.4%下降了20.1个百分点。2013—2014年上半年,工业企业利润出现11%左右的恢复性增长。本来看到一些希望,但好景不长。2014年下半年,利润增速又开始下滑。2015年全年,各月累计同比增速均为负增长,使盈利预期受到严重伤害,盈利前景再次迷茫。2016年以来各月利润增速虽有一些恢复性增长,但盈利预期已不再被看好。民间投资只好选择观望以避险。这是符合市场经济规律的。

盈利预期问题是民间投资增速严重下滑的最关键原因。在经济学研究中,按照预期的不同形成

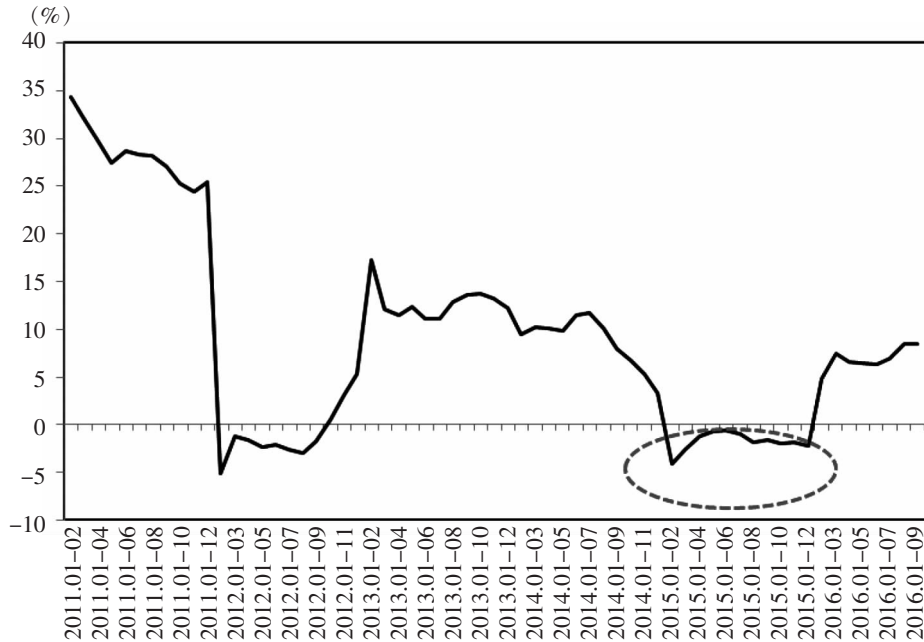


图3 2013年1—2月至2016年1—9月全国规模以上工业企业利润月度累计同比增速

资料来源：国家统计局网站。

机理，美国经济学家 Muth^①曾把预期归结为四类^[2]：古典预期 (Classical Expectation)，外推预期 (Extrapolative Expectation)，适应性预期 (Adaptive Expectation)，以及理性预期 (Rational Expectation)。

古典预期是指，对某一经济变量，其在现期对未来的预期值，等于其上一期的实际值。就企业盈利问题来说，以 Y 代表企业盈利水平，以 Y_t^e 代表在现期 t 对未来企业盈利的预期值，以 Y_{t-1} 代表上一期企业盈利的实际值，古典预期可写为：

$$Y_t^e = Y_{t-1} \tag{1}$$

式(1)表示，在现期对未来企业盈利的预期值(Y_t^e)，等于其上一期的实际值水平(Y_{t-1})。具体说，以2016年为现期(t)，2015年为上一期($t-1$)，在2016年对未来企业盈利的预期值(Y_{2016}^e)，等于其2015年的实际值水平(Y_{2015})。一般说来，企业盈利在2015年的实际值处于较低水平，按照古典预期，在2016年企业盈利的预期值也处于与2015年实际值同样的较低水平，表明2016年企业盈利预期是不被看好的。

外推预期是指，对某一经济变量，其在现期对未来的预期值，不仅依据其上一期的实际值水平，而且还取决于其上一期实际值对再上一期实际值的变动趋势。这样，以上(1)式可改写为：

$$Y_t^e = Y_{t-1} + \alpha(Y_{t-1} - Y_{t-2}) \tag{2}$$

式(2)表示，在现期对未来企业盈利的预期值(Y_t^e)，不仅以其上一期的实际值水平(Y_{t-1})为基础，而且还要考虑其上一期实际值对再上一期实际值的变化因素($Y_{t-1} - Y_{t-2}$)。 α 为预期系数。具体

① Muth 是美国理性预期理论的创始人之一，他最早提出“理性预期”概念。

说,在2016年对未来企业盈利的预期值(Y_{2016}^e)等于其2015年的实际值水平(Y_{2015})加上2015年实际值对2014年实际值的变动趋势($Y_{2015}-Y_{2014}$)。一般说来,企业盈利在2015年的实际值处于较低水平,而且企业盈利水平在2015年比2014年处于下降趋势,即2015年实际值对2014年实际值的变动趋势一项($Y_{2015}-Y_{2014}$)为负值。这样,按照外推预期,在2016年对未来企业盈利的预期值(Y_{2016}^e),等于2015年的实际值水平(Y_{2015})再减去2015年实际值对2014年实际值的变化量($Y_{2015}-Y_{2014}$)。因此,在2016年对未来企业盈利的预期值就小于其2015年的实际值水平,即 $Y_{2016}^e < Y_{2015}$,表明2016年企业盈利预期是较为悲观的。

适应性预期是指,对某一经济变量,其在现期对未来的预期值,不仅依据其上一期的预期值,而且还要根据其上一期实际值对其上一期预期值的偏离做出相应的调整。这样,以上(2)式可改写为:

$$Y_t^e = Y_{t-1}^e + \beta(Y_{t-1} - Y_{t-1}^e) \quad (3)$$

式(3)表示,在现期对未来企业盈利的预期值(Y_t^e),不仅以其上一期的预期值(Y_{t-1}^e)为基础,而且还要考虑其上一期实际值对其上一期预期值的偏离情况($Y_{t-1} - Y_{t-1}^e$)。 β 为比例系数。具体说,在2016年对未来企业盈利的预期值(Y_{2016}^e)等于其2015年时的预期值(Y_{2015}^e)加上2015年实际值对2015年时预期值的偏离误差($Y_{2015} - Y_{2015}^e$)。一般说来,企业盈利在2015年时的预期值不高,而且企业盈利在2015年的实际值水平低于其当年的预期值,即2015年实际值对2015年时预期值的偏离一项($Y_{2015} - Y_{2015}^e$)亦为负值。这样,按照适应性预期,在2016年对未来企业盈利的预期值(Y_{2016}^e),等于2015年的预期值(Y_{2015}^e)再减去2015年实际值对2015年时预期值的偏离量($Y_{2015} - Y_{2015}^e$)。因此,在2016年对未来企业盈利的预期值就小于其2015年时的预期值,即 $Y_{2016}^e < Y_{2015}^e$,同样表明2016年企业盈利预期也是不被看好的。

在以上三类预期的数理分析中,按照古典预期,在2016年对未来企业盈利的预期值,等于其2015年的实际值水平($Y_{2016}^e = Y_{2015}$);按照外推预期,在2016年对未来企业盈利的预期值,则小于其2015年的实际值水平($Y_{2016}^e < Y_{2015}$);而按照适应性预期,在2016年对未来企业盈利的预期值,小于其2015年时的预期值($Y_{2016}^e < Y_{2015}^e$)。这表明,按照以上三类预期,2016年企业盈利预期都是不乐观的。以上三类预期均是凭借过去的经验对未来做出预期,而没有充分利用一切可能的信息对未来进行预期。

理性预期是指:人们能够充分利用所得到的一切信息,对经济变量的未来值做出无偏的、合乎理性的预期。这里,“一切信息”包括:最新的数据资料,最适宜的经济理论和预测模型知识,对政府政策效应的把握等。假定人们一般是不会浪费信息的。“无偏”是指:在不考虑随机影响时,对未来的预期值总是与未来的实际值相吻合。当引入随机影响时,人们会认识到随机影响的存在,知道随机影响的概率分布,因此,人们的预测不会出现系统性误差,这样,某经济变量的未来实际值就可以用其当前的预期值来替代。理性预期的数学表达比较复杂,但其重要的特点是充分利用一切信息对未来进行预期。然而,在现实经济生活中,人们很难得到充分的信息,很难做出对未来无偏的、合乎理性的预期。就企业盈利问题来说,一些重要的信息就很难把握。比如,对政府将要采取的促进民间投资的政策,其内容如何、力度如何、效果如何,很难准确地预估。政府表示将要采取促进民间投资的

政策,但这还很难成为提振企业盈利预期的支撑。再如,对于中国宏观经济走势,现在流行的一种看法是,中国经济运行将呈 L 型走势,而且 L 型的后半部可能时间比较长,不是一两年就能过去的。这种信息对于提振企业盈利预期是很不利的。

在现实经济生活中,预期不是凭空形成的。一方面,预期不是一个单纯的心理因素,不能只靠口头鼓舞信心就能解决问题;另一方面,在实际生活中,人们一般也很难根据充分的信息做出理性预期,而更多的还是从刚刚经历过的、现实的情况出发,做出外推性或适应性预期。所以,要促进民间投资增长、扭转民间投资增速的严重下滑,就需要营造出有利于形成企业盈利预期的良好环境条件。

三、扭转民间投资增速下滑的充分必要条件

在市场化情况下,为民间投资增长营造良好的环境条件需要多方面努力,归纳起来,可包括四大环境条件:一是政策与制度环境条件。政府简政放权,放松对企业的微观管制,实行市场公平准入原则,实施税收优惠,降低企业成本负担,等等。二是资金环境条件。拓宽市场融资渠道,改进金融服务,降低融资成本,着力缓解融资难、融资贵问题,为民间投资提供适度宽松的信贷条件。三是法律环境条件。加强法制建设,强化市场监管,维护市场秩序,促进公平竞争,保证市场正常运行,保护知识产权等。四是宏观经济运行环境条件。营造有利于形成企业盈利预期的宏观经济运行环境。

在以上四个环境条件中,前三个是促进民间投资增长、扭转民间投资增速严重下滑的必要条件,但还不是充分条件。因为前三个条件主要是解决市场准入、市场融资、市场秩序等问题,但还不能直接形成企业盈利预期。以上第四个条件,即营造有利于形成企业盈利预期的宏观经济运行环境,则是促进民间投资增长、扭转民间投资增速严重下滑的充分必要条件。因为一般说来,要使市场形成盈利预期,就需要有良好的、向上运行的宏观经济环境。宏观经济运行的波动,在上升期和回落期具有不同的环境条件(笔者曾对此有所分析,参见刘树成^[3-5])。上升期是市场活跃期,在国民经济的各部门、各地区、各行业之间,以及在社会再生产的投资、产出、销售、收入、消费等各环节之间,具有向上作用的连锁扩散效应和累积放大效应,社会需求旺盛,经济增速回升,企业生产经营状况改善和良好,企业利润增速恢复和提高,从而有利于形成盈利预期和展现盈利前景。只有在这种宏观经济运行环境下,民间投资才会活跃起来。而回落期是调整期、消化期、淘汰期,这时在国民经济的各部门、各地区、各行业之间,以及在社会再生产的投资、产出、销售、收入、消费等各环节之间,则具有向下作用的连锁扩散效应和累积放大效应,社会需求低迷,经济增速疲弱,企业生产经营困难较多,企业利润增速普遍下降,从而市场上弥漫着悲观的盈利预期,盈利前景迷茫。在这种宏观经济运行环境下,民营企业一是没有意愿去投资,二是没有好项目去投资,三是没有钱去投资。

怎样营造良好的、向上运行的宏观经济环境?

从 2010 年第二季度至 2016 年第三季度,从总的趋势看,中国 GDP 季度同比增长率已经连续 26 个季度(跨了 7 个年度)回落(见图 4)。回顾 2008 年以来的情况,从图 4 可以看到,2008 年和 2009 年,在应对国际金融危机的冲击中,中国 GDP 季度同比增长率走出了“V”字形的先下降、后反转的轨迹。到 2010 年第一季度,GDP 增长率回升到 12.2% 的高峰。其后,从 2010 年第二季度至 2016 年第三季度降到 6.7%,从总的趋势看,出现了连续 26 个季度的回落。这反映了中国经济发展在进入新常态的过程中,经济增长由高速转向中高速的速度换挡情况。GDP 季度同比增长

率这 26 个季度的回落可以分为两个小阶段:第一个小阶段,是增速大幅下滑。从 2010 年第一季度的 12.2%,下降到 2012 年第三季度的 7.4%,回落了 4.8 个百分点。第二个小阶段,是增速平缓回落,并逐渐趋稳。从 2012 年第四季度的 8%,下降到 2016 年第一、二、三季度均为 6.7%,回落了 1.3 个百分点,降幅已明显收窄,并趋稳。这有利于营造良好的、向上运行的宏观经济环境。但是,在经济增长率已连续 26 个季度回落,且经济增长下行压力依然很大的情况下,要营造出良好的、向上运行的宏观经济环境,并不是容易的事情。这已经不是靠短期的宏观调控政策、不是靠临时的反周期对策、不是靠简单的放松银根等措施就能解决问题的。也就是说,这既不能靠“大水漫灌”解决,也不能靠“喷灌”、“滴灌”解决。“大水漫灌”,宏观调控力度过大,会造成大起大落的后遗症;而“喷灌”、“滴灌”,则宏观调控力度不足,难以带动经济增速的回升。这表明,要营造出良好的、向上运行的宏观经济环境,已经不是在短期宏观调控层面所能解决的,而必须从国家总体宏观经济管理和中长期经济发展的更高层面来解决,寻找对于经济增长具有中长期持久推动的力量(笔者曾对此有所分析,参见刘树成^[6,7])。

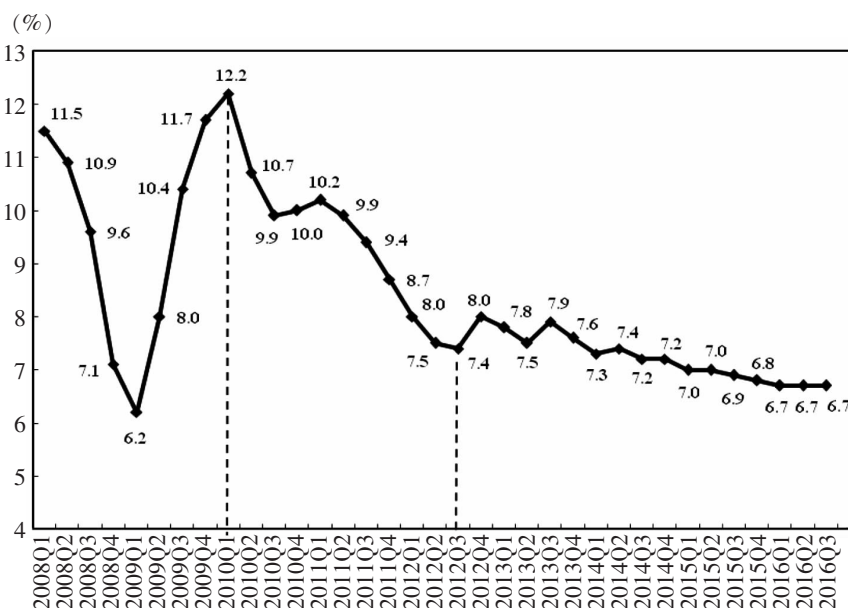


图 4 2008 年第一季度至 2016 年第三季度 GDP 季度同比增长率

资料来源:国家统计局网站。

2015 年 10 月,党的十八届五中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》和 2016 年 3 月十二届全国人大四次会议通过的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》,是党中央、国务院在经济发展进入新常态情况下,对未来经济发展做出的重大战略部署,阐明了国家战略意图,制定了经济社会发展宏伟目标、主要任务和重大举措。抓好“十三五”规划的全面落实,将会形成对我国经济增长具有中长期持久推动的力量。在全面落实“十三五”规划中,抓好 165 项重大工程项目的落实,进一步加大推进力度,对于形成经济增长的中长期持久推动力量具有重要意义。165 项重大工程项目涉及科技创新、结构升级、基础设施、生态环保、民生改善五大方面,充分体现了积极适应、把握、引领经济发展新常态,贯彻落实创新、协调、绿

色、开放、共享的新发展理念的要求。在全面落实“十三五”规划中,抓好经济发展在空间格局上的三大国家战略的落实,对于形成中国经济增长的中长期持久推动力量亦具有重大作用。作为“十三五”规划的重要内容,“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带这三大国家战略的布局和实施,标志着中国经济发展在空间格局上的重大创新和突破,将会充分利用和发挥我国经济的巨大韧性、潜力和回旋余地,既能释放出需求面的巨大潜力,又能释放出供给面的巨大潜力。同时,作为“十三五”规划的另一个重要内容,抓好《中国制造 2025》的贯彻落实,以提高制造业创新能力和基础能力为重点,推进信息技术与制造技术深度融合,促进制造业朝高端、智能、绿色、服务方向发展,培育制造业竞争新优势,抢占未来竞争制高点,也将凝聚起对中国经济增长具有中长期持久推动的力量。

营造有利于形成企业盈利预期的宏观经济运行环境,是促进民间投资增长、扭转民间投资增速严重下滑的充分必要条件。但是,这并不是说要重回过去两位数的高增长状态,而是要遵循经济波动客观规律,使经济增速在合理区间内有升有落,正常波动,健康推进,特别是借回升之势,营造出良好的、向上运行的宏观经济环境,这不仅有利于鼓励民间投资,扭转民间投资增速严重下滑的局面,而且有利于更好地实现稳增长与转方式、调结构、促升级的有机结合,推进供给侧结构性改革。

[参考文献]

- [1]本刊记者. 李克强主持召开国务院常务会议[N]. 人民日报, 2016-06-23.
- [2]Muth,J. Rational Expectation and the Theory of Price Movements[J]. *Econometrica*, 1961,29(3):315-335.
- [3]刘树成. 巩固和发展经济适度回升的良好态势[J]. *经济学动态*, 2013, (3):4-8.
- [4]刘树成. 构建中国经济发展新棋局[J]. *经济学动态*, 2014, (10):4-8.
- [5]刘树成. 防止经济增速一路下行[J]. *经济学动态*, 2015, (3):4-8.
- [6]刘树成. 改革宏观调控方式与把握合理区间中线[J]. *财贸经济*, 2014, (7):5-10.
- [7]刘树成. “十三五”时期我国宏观经济波动态势分析[J]. *宏观经济研究*, 2015, (8):3-7.

Private Investment Growth Falling Sharply and Macroeconomic Fluctuation

LIU Shu-cheng

(Institute of Economic CASS, Beijing 100021, China)

Abstract: Since the beginning of 2016, China's private investment growth has fallen sharply, which becomes a focus problem in the analysis of China's economic trends. This paper firstly inspects the serious decline in private investment growth from three aspects: private investment growth itself, comparison between private investment growth and total investment growth in fixed assets, the proportion of private investment in the total investment. The reason for private investment growth falling sharply is various. This paper points out that the key reason is pessimistic profit expectation and depressed profit prospects of investment. This paper analyzes the four types of enterprise profit expectations: classical expectation, extrapolative expectation, adaptive expectation, and rational expectation. The conclusion of this paper is that creation of macroeconomic environment conducive to the formation of enterprise profit expectation is a necessary and sufficient condition to reverse the decline in private investment growth.

Key Words: private investment; economic fluctuation; market expectation; macroeconomic control

JEL Classification: R42 E22 O11

[责任编辑:王燕梅]