

中国宏观经济论坛月度数据分析报告（2016年5月）

——分化中徘徊的中国经济

于泽*

摘要：2016年1-4月，在政府基建投资和房地产开发投资的拉动下，我国各项总量宏观经济指标保持相对稳定。不过，经济增长动能在政府和市场间持续分化，表明增长基础还并不稳固。同时，政府主导下信贷加基建的增长动力会放大新常态中因为结构调整导致的合理的区域与行业发展差距，存在着较大的区域性风险。第一，在政府推动的基建投资大规模发力和房地产市场持续回暖的情况下，钢铁、有色、水泥等行业逐步复苏，拉动了经济，经济景气指数维持在扩张区域。与总量数据形成对比的是，市场流动性偏好上升、风险偏好下降，民间投资增速大幅度下滑，表明市场内生动能还不充分，增长动能偏向政府，与市场出现分化。动能分化会进一步加剧了区域与行业发展的分化，局部地区具有较高的风险。第二，在基建投资拉动下，PPI降幅持续收窄。但由于市场自发的需求力量还支撑不足，全面上涨还需时日。在“猪周期”等作用下，CPI维持较高水平。价格初步复苏对货币政策产生了限制，政策取向更为谨慎。第三，外汇储备维持温和回升，人民币币值较为稳定。虽然日渐清晰的人民币汇率决定模式发挥了稳定预期的作用，但是未来几个月美联储还是存在着较大的升息可能，人民币贬值的风险依然存在，跨境资本流动值得关注。第四，债券市场信用风险持续释放，致使融资难度和发行利率上升，在货币政策逐步收紧的环境下，企业融资难度变大，对经济复苏产生了一定的抑制作用。为此，在市场动能还没有启动之前，为了防止发生区域性风险，还需要财政政策维持积极力度，货币政策维持适度充分、透明的流动性供给，守住经济增长的下限。同时，以时间换空间，加快推进提升产品质量，推进供给侧结构性改革，释放内需，启动内生的市场增长动能。对国际资本流动保持高度重视，维持汇率在均衡水平相对稳定。

一、分化中波动的宏观经济

（一）政府推动基建投资和房地产回暖带动经济企稳，市场内生供给和需求动能不足

1. 信贷放松下基建投资和房地产投资推动固定资产投资，拉动经济波动中企稳

2016年1季度，我国GDP同比增长6.7%，为完成全年6.5%的目标奠定了基础。4月份，经济呈现了弱复苏中的波动态势。4月份全国规模以上工业增加值同比实际增长6%，增速较3月份回落0.8个百分点，与去年同期维持在同一水平（图1）。

从经济门类来看，制造业基本处在平稳态势，4月份增长6.9%，采矿与电力、热力、燃气及水生产和供应业波动导致了工业增加值的波动。这表明整体工业较为平稳，还是保持了底部特征，工业生产基本上在经济L型底部呈现震荡态势。

分行业来看，发电量和黑色金属冶炼和压延加工业等出现了产量的负增长，这表明我国经济在底部进行着结构调整，供给侧结构性改革初见成效。发电量的下降与高耗能的钢铁等行业的产量调整相吻合。

* 本报告为中国人民大学宏观经济论坛团队集体研究成果，执笔人为于泽。

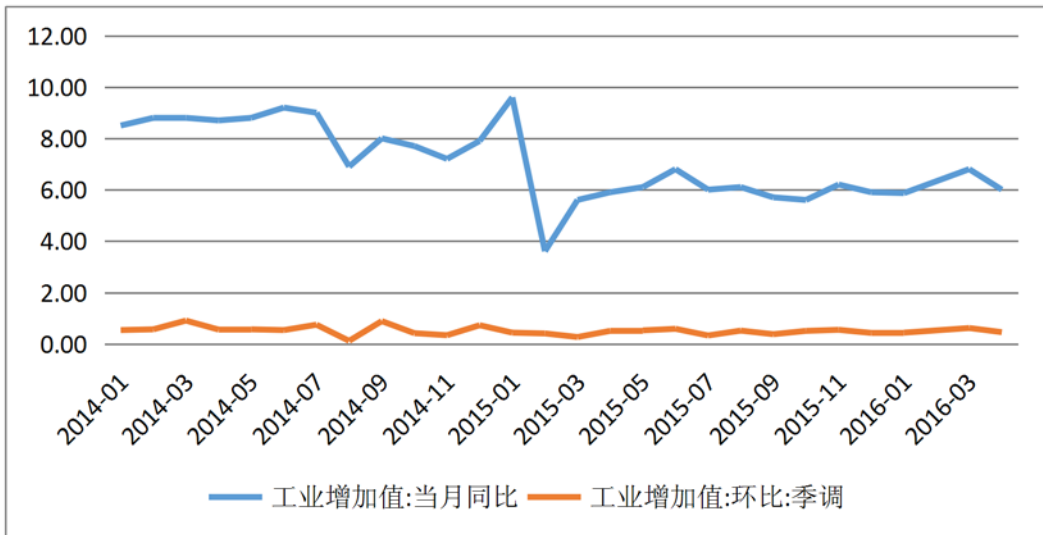


图 1 工业增加值 (%)

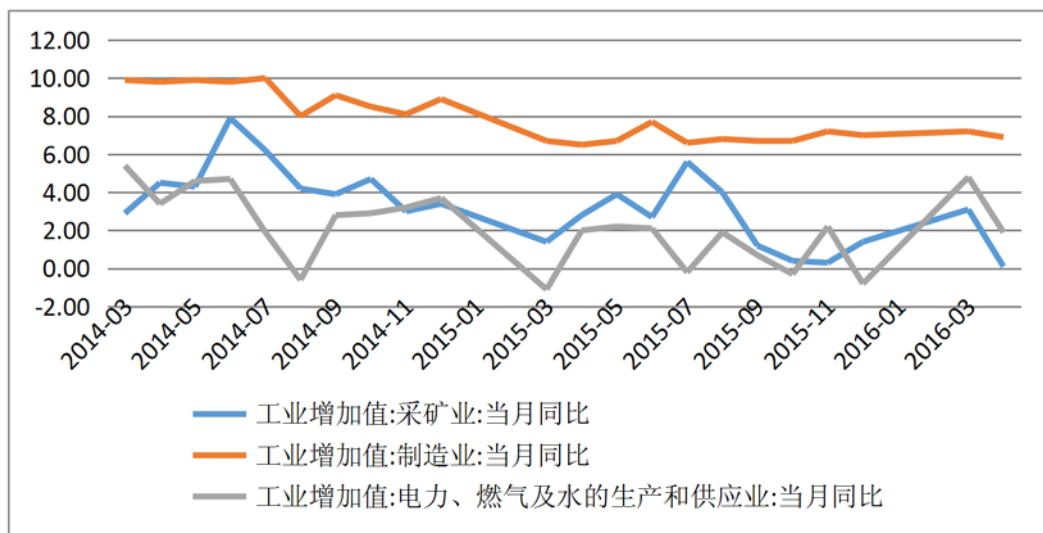


图 2 分门类工业增加值 (%)

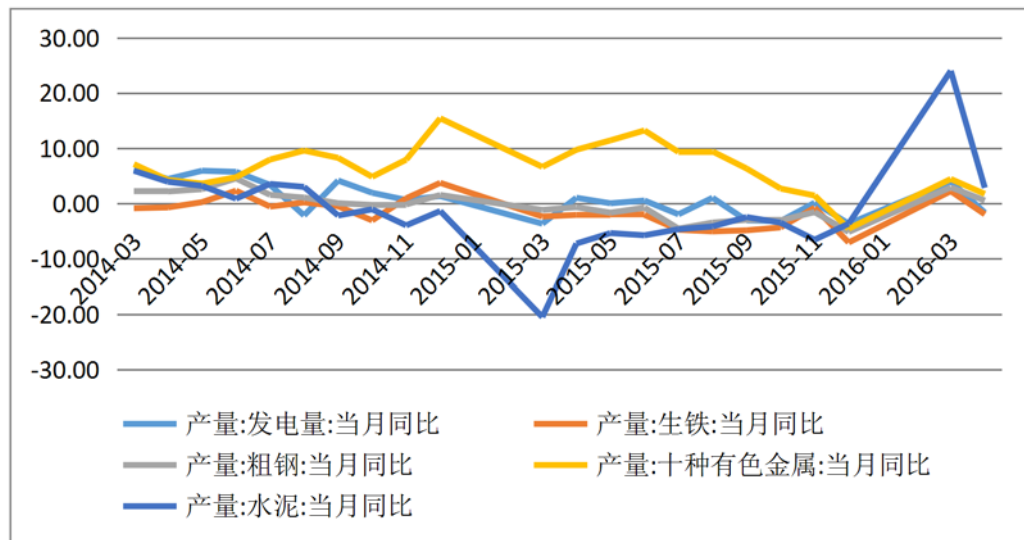


图 3 分行业产量 (%)

在制造业等底部波动的时期，经济景气指数维持在扩张区间，但也处在震荡中。2016年4月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为50.1%，比上月回落0.1个百分点，中国非制造业商务活动指数为53.5%，比上月回落0.3个百分点。这两个指数虽然还维持在扩张区间，但是震荡开始加剧。

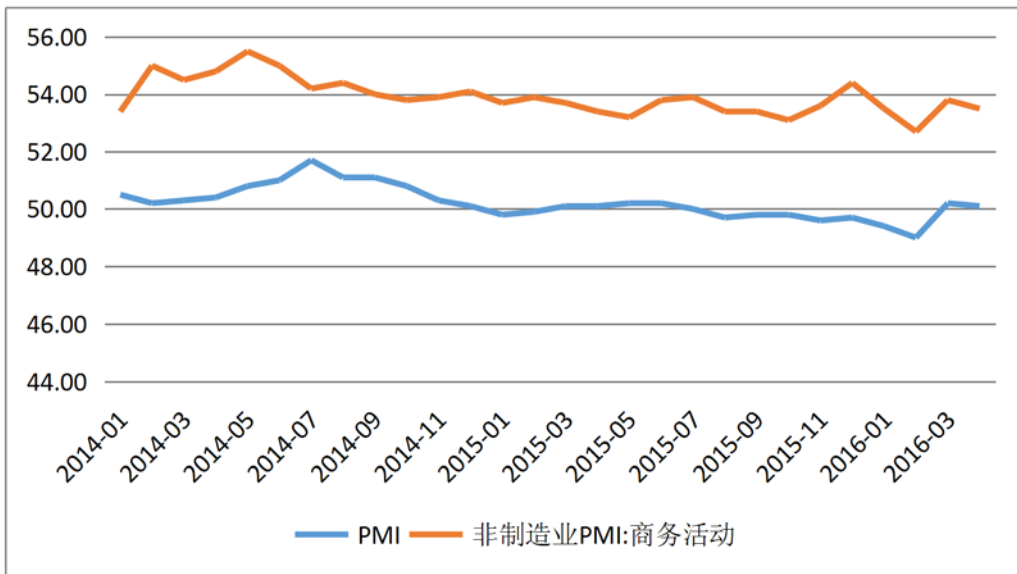


图4 景气指数 (%)

当前L型底部震荡经济的取得主要依靠了今年的高额信贷投入和固定资产投资。

今年以来，我国货币增速维持了相对较高水平。4月份M2增长12.8%，尤其值得注意的是M1同比增速快速上升，4月份为22.9%。这个时点是从2015年7月份开始。从M1的构成来看，这里面放映了股市救市中的大笔支出，这个数据如果在今年7月份之后能够稳定下来，就更多反映了救市因素，如果保持高速增长，更多反映了社会的流动性偏好上升，是非常值得我们警惕的。

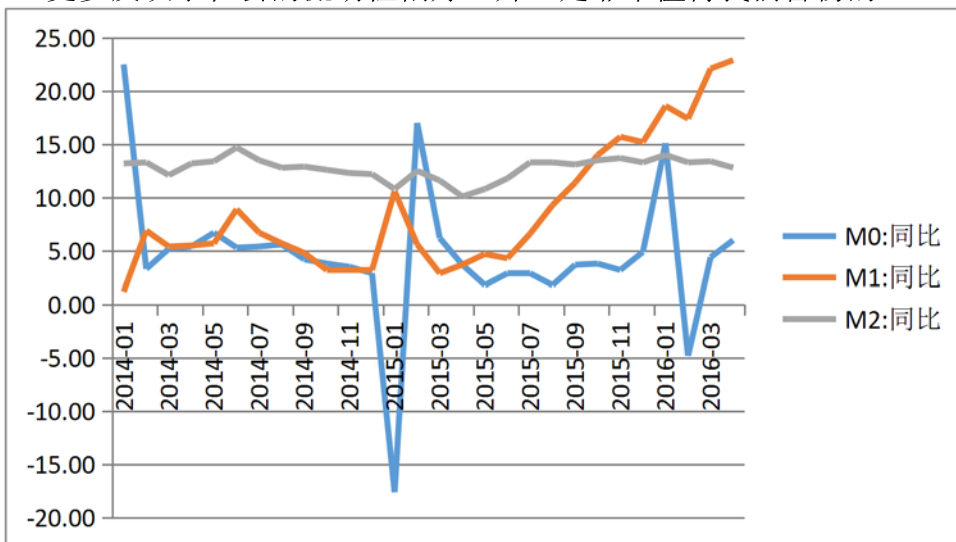


图5 货币增速 (%)

伴随着货币增长是社会融资总额的快速上升。在2016年以来，社会融资规模高速增长，1月份的新增人民币贷款超过2.5万亿，超过了2009年1月份的1.6万亿。

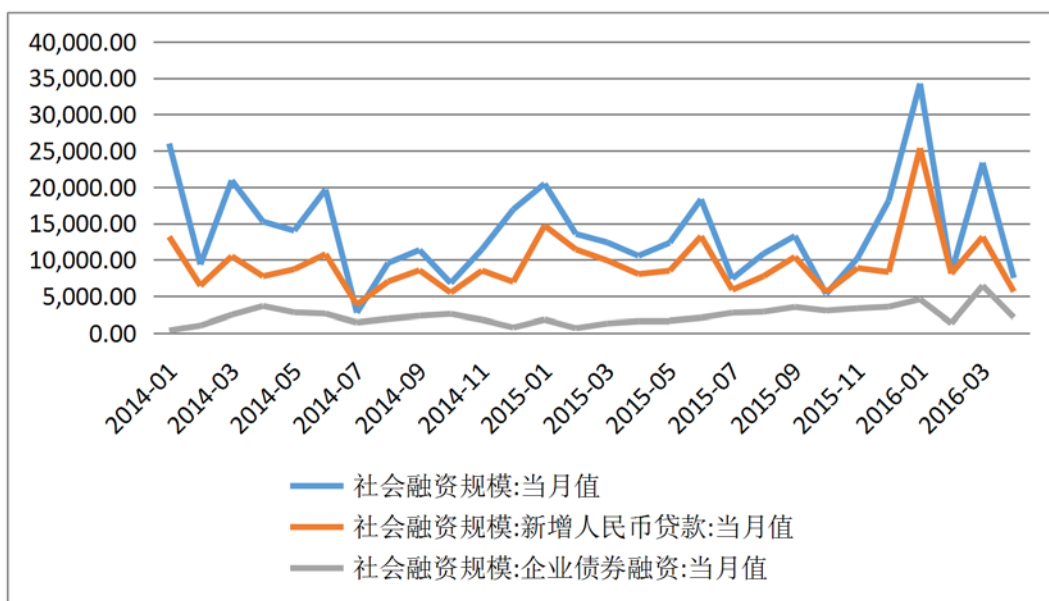


图6 社会融资规模 (亿元)

在大量的信贷中，通过PSL等形式，政策性银行获得了大量的贷款资金，通过注入水利工程、棚户区改造等项目，这些信贷通过第二财政等方式推动了固定资产投资。2016年1-4月份，同比名义增长10.5%，增速比1-3月份小幅回落0.2个百分点。从环比速度看，4月份固定资产投资（不含农户）增长0.72%。分行业来看，固定资产投资总量最大在第三产业。第三产业中，1-4增速为12.4%。基础设施投资（不含电力）24159亿元，同比增长19%，房地产开发投资25376亿元，同比名义增长7.2%，增速比1-3月份提高1个百分点，相比去年增速显著回升。

固定资产投资到位资金同比增长8.1%，增速比1-3月份加快1.7个百分点。其中，国家预算资金增长22.9%，增速加快6个百分点；国内贷款增长11.4%，增速回落2.5个百分点；自筹资金增长1.5%，1-3月份为下降0.2%；利用外资下降20.9%，降幅收窄4.7个百分点；其他资金增长37.5%，增速加快6.1个百分点。从中可以看出，国家主导成为了这轮固定资产投资的一个显著特征。

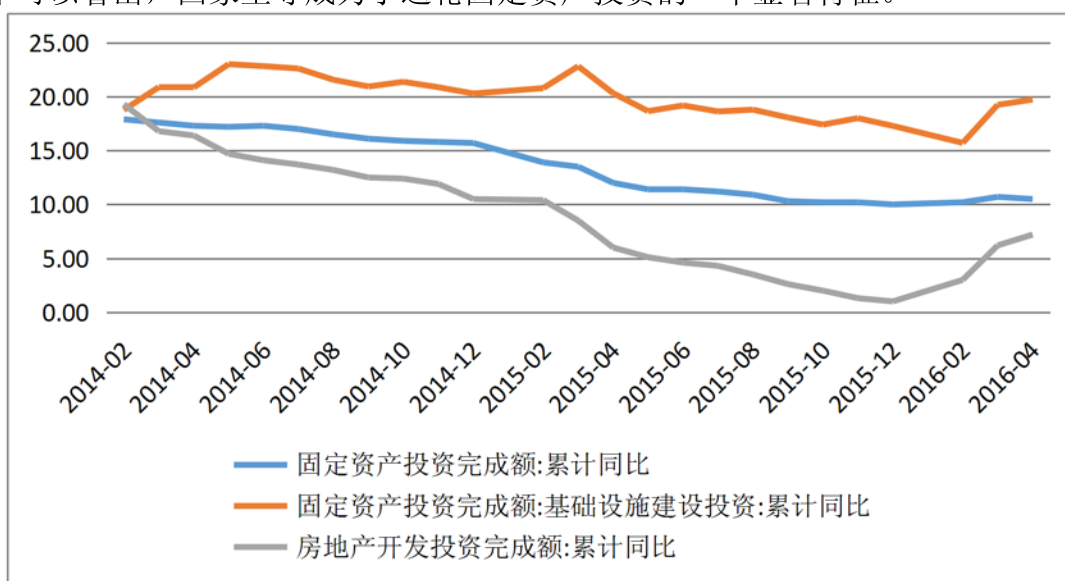


图7 固定资产投资 (%)

2. 市场内生动力还不充分，与总量数据底部波动特征产生较大分化

虽然在信贷加政府推动固定资产投资的作用下，我国经济出现了企稳特征，但是，这些力量更多是政府的拉动，市场自发的力量还不足，产生了较大的分化。

从短期库存来看，我国经济的内生动力还不充分，企业再库存行为较为薄弱。在 2016 年 4 月份构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数、供应商配送时间指数高于临界点，从业人员指数和原材料库存指数低于临界点。原材料库存指数长期低于 50 表明企业对未来生产信心依然不足。同时，非制造业新订单指数为 48.7%，比上月下降 2.1 个百分点，表明非制造业需求并不稳定，下行压力较大。

虽然固定资产投资大幅度上升，但是民间投资在今年出现了快速下滑。4 月份民间固定资产投资增速仅有 5.2%，只有去年同期水平的不到一半。今年的快速下滑主要是中部民间投资下降导致的。西部的民间投资早在 2014 年底就已经快速下降，现在底部徘徊，一直维持着较高增速的中部民间资本投资出现了快速下挫，直接拉低了全国民间固定资产投资。东北地区民间固定资产投资更是下降了 23.1%，降幅扩大 6 个百分点。从行业构成来看，民间固定资产投资主要集中在第二产业，与全国固定资产投资主要集中在第三产业的基础设施等形成了对比。政府推进基础设施建设还未能拉动民间资本，这对未来的增长产生了制约。

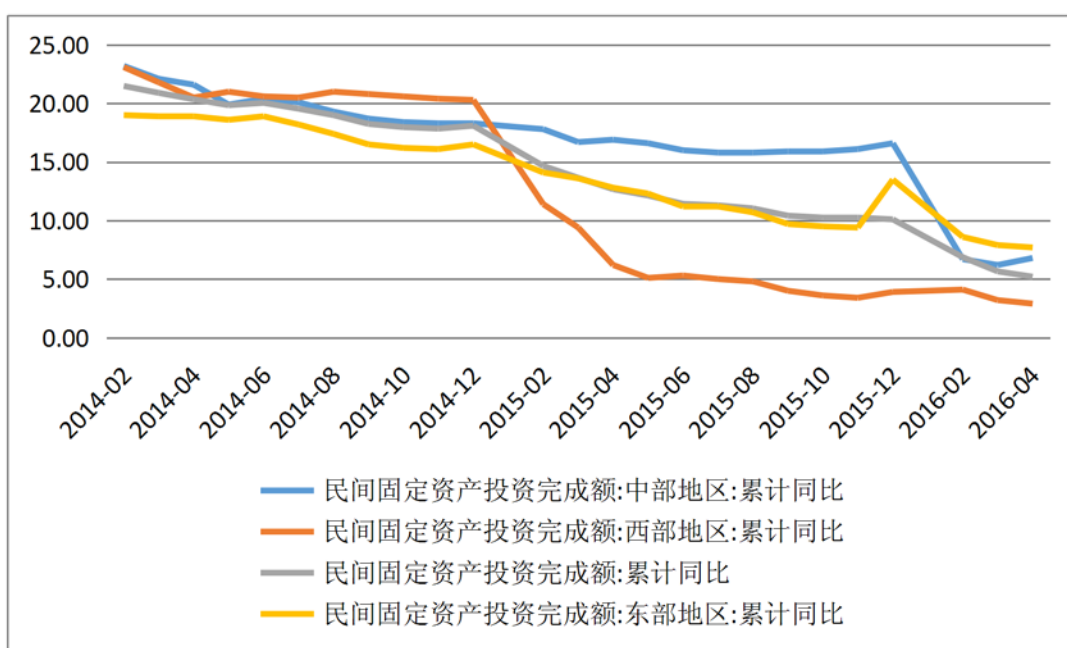


图 8 民间固定资本投资 (%)

4 月份社会消费品零售总额同比增长 10.1%，增速比一季度回调 0.2 个百分点，比上年同期高 0.1 个百分点，基本持平。同时，4 月份社会消费品零售总额环比增长为 0.8%，最近各月环比速度均持平。总体来看，消费还没有得以释放，未来构成增长新动能还有待考察。

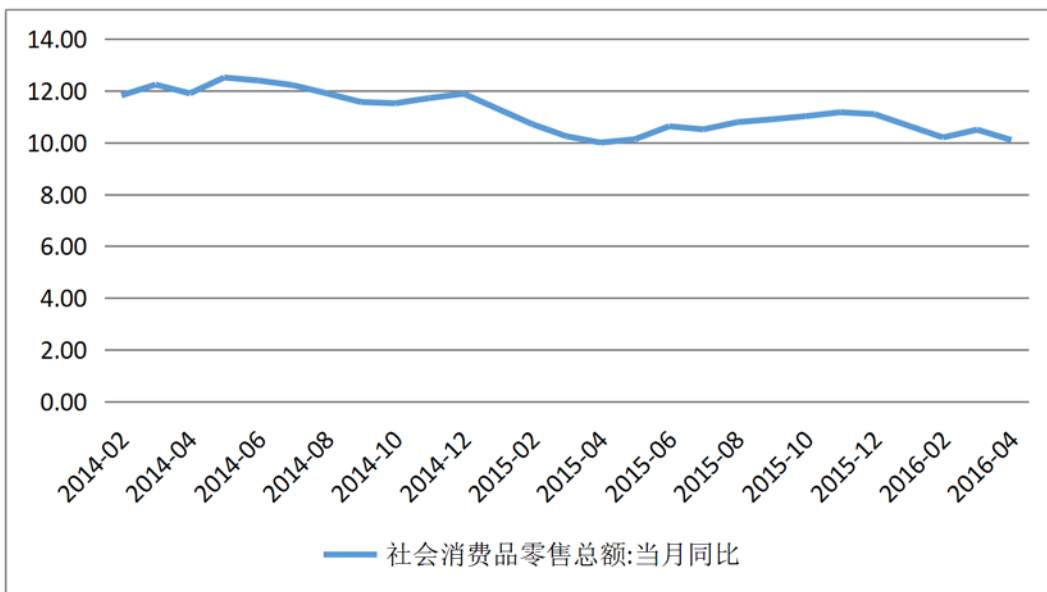


图9 社会零售品总额 (%)

进出口在经历了3月份的反弹之后，4月份重回负增长。实际上，在全球经济复苏缓慢的大环境下，出口并没有非常强的修正动力。我国出口增速来源一方面是欧美国家的增长，另一方面是对其他出口国的替代。在复苏缓慢的大背景下，随着劳动力成本上升等，我国出口优势在逐步丧失。在这双重因素作用下，未来出口还较难实现全面的复苏。

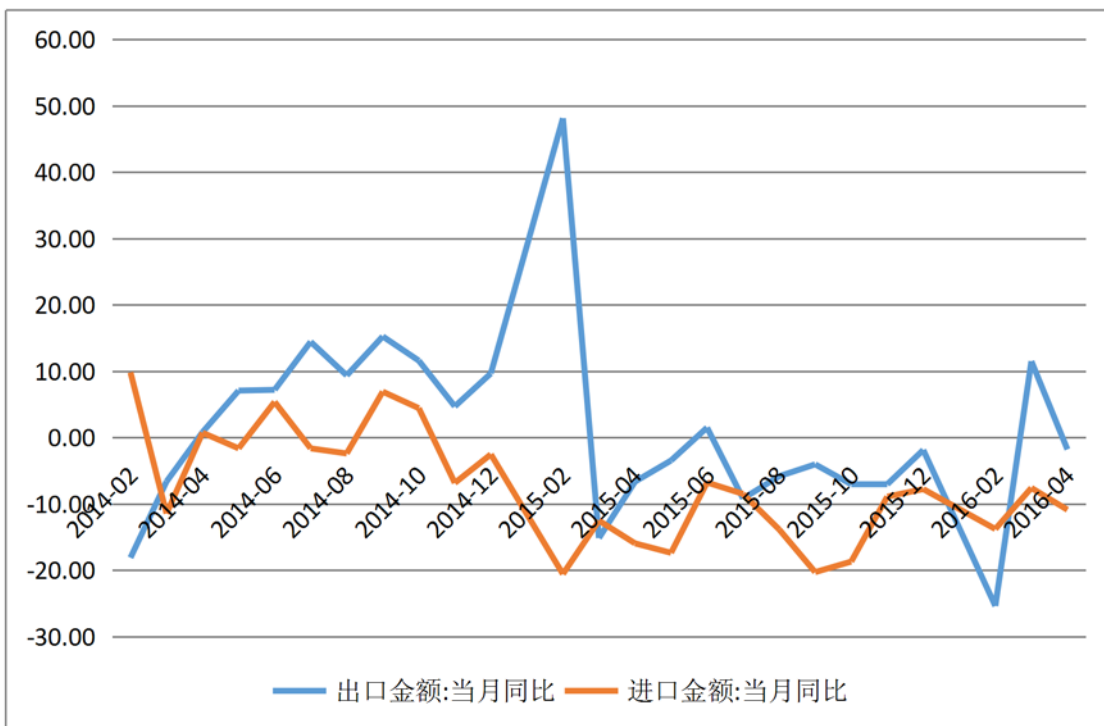


图10 进出口 (%)

(二) 价格水平持续回升

在信贷和基建投资拉动下，企业需求状况出现改善，加之结构调整中钢铁等行业产能下降，供需两方面的作用推动出工业生产者厂品价格指数和购进价格指数出现改善。2016年4月份，全国工业生产者出厂价格环比上涨0.7%，同比降

幅收窄到 3.4%。工业生产者购进价格环比上涨 0.6%，同比降幅收窄到 4.4%。从数据的走势来看，3 月份成为了一个转折点，PPI 环比由负转正。4 月份延续了升势，环比涨幅继续上升。这主要是因为 3 月份大量基础设施开工，提高了对工业品的需求，拉动了价格。

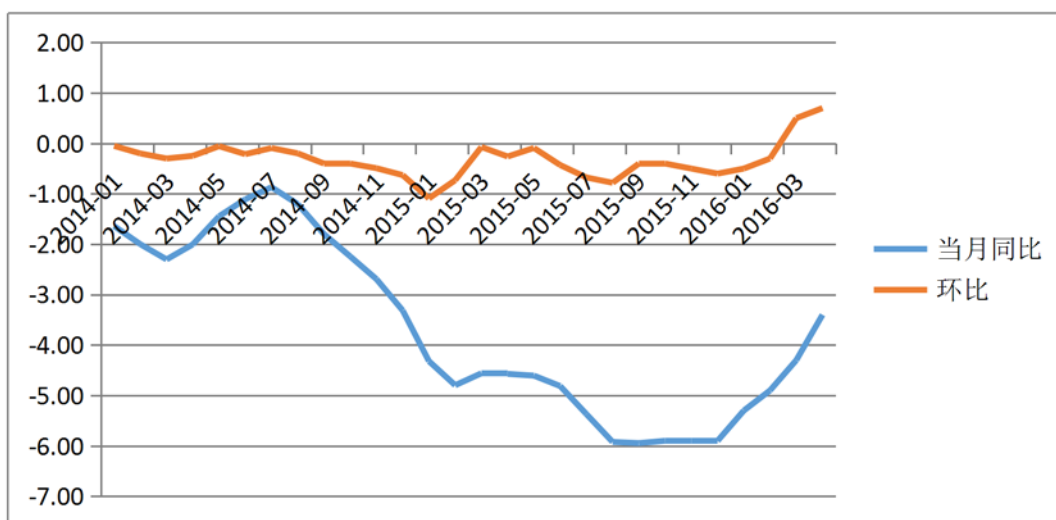


图 11 PPI 变化 (%)

因为经济改善主要动力是基础实施和房地产投资，这导致了在各个行业的 PPI 出现了较大的分化。与基建密切相关的钢铁、有色等价格迅速反弹。黑色金属冶炼和压延加工业 4 月份 PPI 同比降幅迅速缩窄到 2.4%，与之形成鲜明对比的是 1-4 月份平均跌幅为 12.2%。

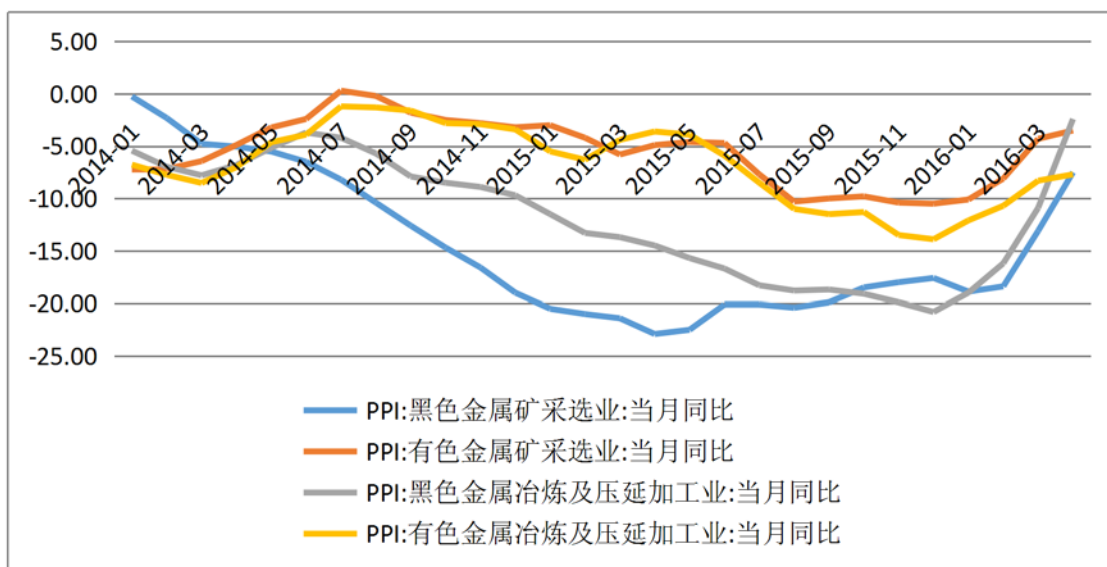


图 12 分行业 PPI (%)

工业生产者购进价格在大宗商品价格回升和经济弱复苏的作用下出现回升。2016 年 3 月份之后同样环比转正，4 月份延续了上涨态势。在这之中，主要的上涨来源是黑色金属材料，4 月份环比上涨了 2.7%。

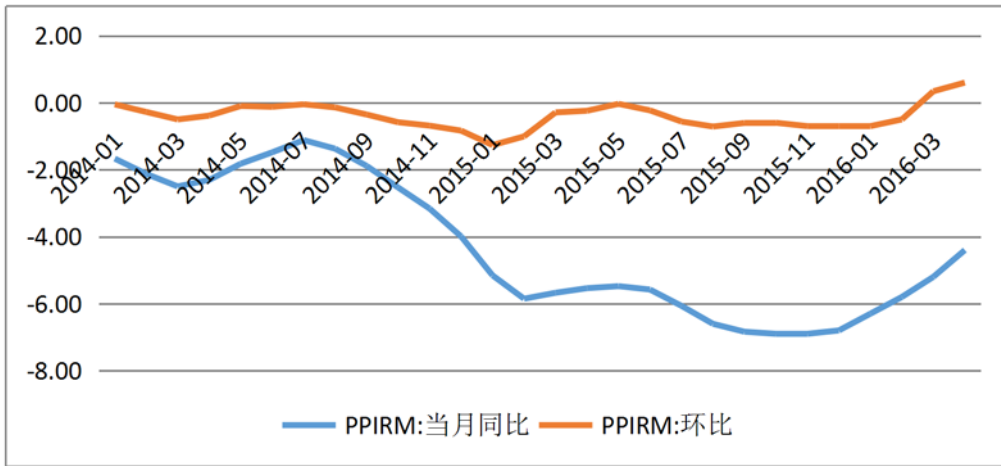


图 13 工业生产者购进价格 (%)

4 月份消费者价格延续了 3 月份的走势。消费者价格指数同比上涨了 2.3%，主要增长的动能在于鲜菜和猪肉。在 4 月份，鲜菜同比增长了 22.6%，猪肉同比增长了 33.5%。剔除了食品和能源之后的核心 CPI 保持在了较为稳定的水平。

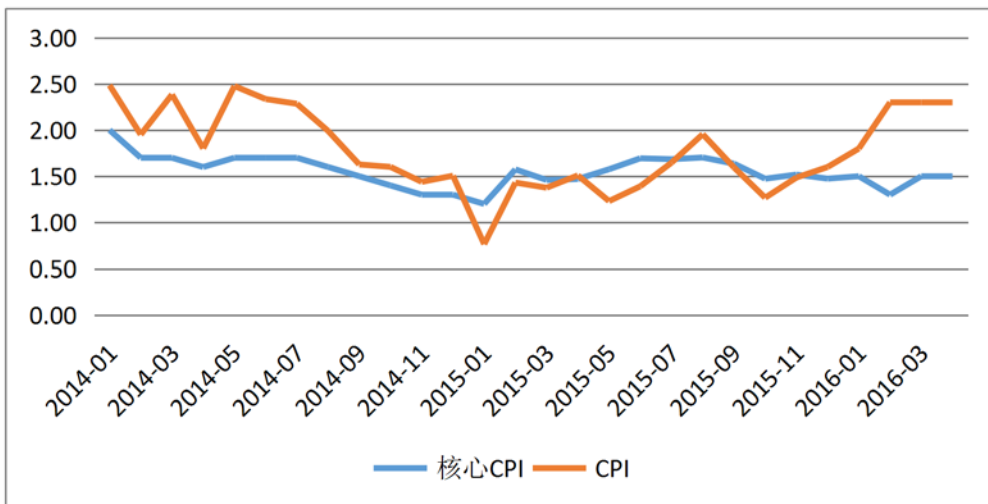


图 14 消费者价格指数 (%)

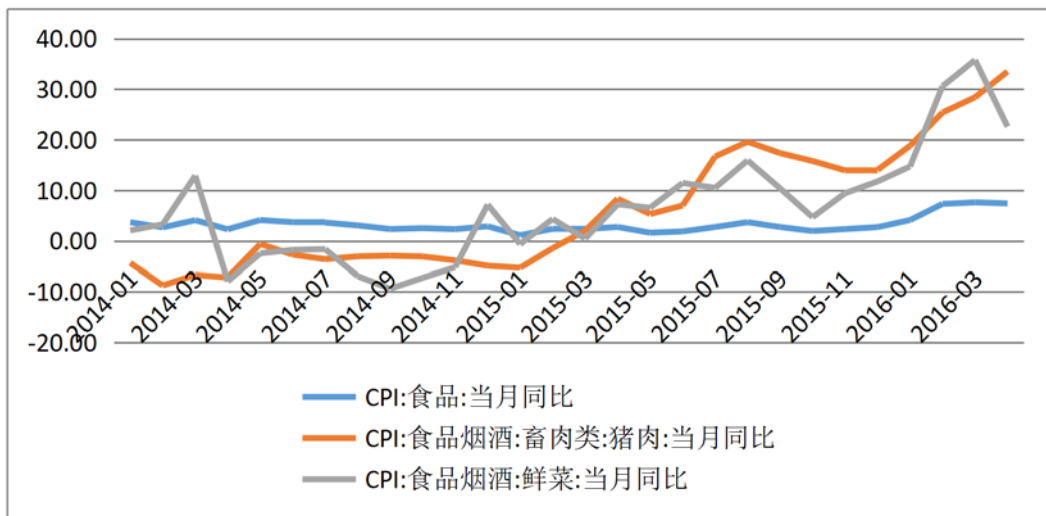


图 15 食品类消费者价格指数 (%)

总的来看，四月份价格水平延续了1季度的趋势，在基建投资和房地产投资的带动下，钢铁、有色等行业逐步复兴，价格中枢逐渐上升。在市场内生增长动力还不充分的时候，这种复苏并不具有全行业和持续性，主要是维持在与基建等投资密切的领域，非常依赖投资增长速度。因此，未来一段时间，PPI会维持温和收窄的态势，但是全面复苏还需要很长时间。因为PPI全行业复苏尚需时日，主要是钢铁等行业的复苏，这对消费品的冲击比较有限，从成本角度还不足以支撑快速的通货膨胀。因此，当前消费者价格的反弹主要还是在鲜菜和猪肉的支撑下。随着温度回升，蔬菜供应逐渐加大，价格水平会得到抑制。但是，猪肉价格的快速上涨开始于2015年12月，“猪周期”还在延续中，预计整个二季度CPI会维持在2%附近波动。价格水平维持在温和水平对货币政策产生了一定制约，未来货币政策在供给流动性的时候会更加谨慎，在稳健中出现实质性的偏紧。

（三）外储回升，汇率基本稳定，中期存在汇率风险

1至4月份，外汇储备维持温和回升，人民币币值较为稳定，日渐清晰的人民币汇率决定模式发挥了稳定预期的作用。2014年6月，我国官方外汇储备达到3.99万亿美元。此后，受经常账户和直接投资项目顺差减少等因素影响，官方储备量一路走低。2015年8月份汇改以后，人民币贬值通道打开，贬值预期强烈，外汇储备呈加速下降态势。2015年12月份单月外汇储备下降1079亿美元，人民币兑美元中间价最低跌至2016年1月7日的6.5939。此后，受美元贬值、以及中央银行调节汇率政策思路、采取盯住“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”同时采取措施限制资本外流等因素影响，人民币兑美元汇率中间价持续稳定在6.5左右，外汇储备趋于温和回升，3、4月份官方储备资金环比分别上升103和71亿美元。从目前的情况看，受益于美元弱势，人民币兑美元汇率预期基本稳定，人民币兑美元境内外汇差基本稳定在100个点左右，预计短期内不会再出现类似年初的大幅贬值加外储大幅降低的情形。

从中期来看，美元加息预期仍然存在。尽管从目前利率期货反映的情况来看，6月份美联储加息概率已经跌至10%以下，2016年12月份加息概率为50%，但美联储内部鸽派和鹰派争论持续存在。随着美国国内经济走势好转以及国际金融市场环境改善，加息概率将会再度回升，美元弱势状态可能会出现逆转。在这种情况下，资本外流将会上升，人民币兑美元汇率贬值压力将会上升。今年下半年乃至明年上半年，需关注美元加息、以及资本流动对于人民币汇率预期的影响。

长期来看，维持汇率稳定的压力仍在于国际收支表的平衡。从根本上说，近两年人民币贬值压力之所以存在关键在于国内经济不景气、以及出口的负增长和FDI的减少。尽管我国的进出口贸易仍维持较高的顺差，但很大程度上是由于进口降幅大于出口降幅导致，呈现衰退性顺差状态。从经济增长的角度来看，人民币具有内在贬值的动力。在这种情况下，应该在维持汇率预期稳定、不出现恐慌性资本外流的前提下，通过强调盯住一揽子货币等方式允许人民币在一定幅度内自由浮动、并略有贬值，实现价值重估，以提高境内货币政策调控的独立性和有效性，同时促进国际收支平衡。



图 16：人民币兑美元境内外汇差走势图

（四）信用风险持续释放

2016 年 1 至 4 月份，我国银行间市场资金面维持紧平衡状态，流动性供给存在间歇性、局部性和微调性特征，资金面在个别时点曾出现不同程度的结构性紧张状态。货币政策在保增长 VS 控通胀，保流动性 VS 控信贷两种目标之间蹒跚。流动性调剂更多地依赖于公开市场操作、MLF 等补充性调节工具，仅在 2 月份降低存款类金融机构准备金率 0.5 个百分点。从对市场的影响因素来看，除传统的春节假日、季末考核以及 4 月份企业集中缴税等因素外，两大政策因素对于货币市场资金面也构成了较大影响。一是关于 MPA 考核。MPA 全称 Macro Prudential Assessment 即宏观审慎评估体系，为中央银行在前期合意信贷规模、动态准备金调节等措施基础上，推出的对金融机构广义信贷、定价、资产质量等多维信息进行考核的政策体系。MPA 从 2016 年初开始实施，1 季度为 MPA 考核的第一个季度。在 MPA 考核体系下，中央银行从盯住狭义贷款转为盯住广义信贷，面向非银类机构的回购、证券投资等都纳入了考核范围。受此影响，3 月中下旬银行间市场利率出现较大幅度攀升，市场流动性尤其是非银类机构流动性明显偏紧。尽管后续央行表示暂缓对回购以及债券投资实行 MPA 考核，但政策后期是否还会反复仍有待观察。二是关于银行业营改增实施。按照财政部第一版要求，银行业要在 5 月 1 日后全面实施营改增。其中，贷款利息收入缴纳增值税，存款利息支出不得抵减。具体到货币市场和债券市场，1 年以内拆借免收增值税，回购缴纳增值税；国债免缴、政策性金融债和信用债等均需要缴纳增值税。政策出台后，市场一片哗然，有机构预计回购利率将较拆借利率上浮 20 个基点左右；政策性金融债和国债的理论利差将扩大 20 至 30 个基点。债券市场 5 年期国开债和国债之间的实际利差由年初的 30 个基点扩大至 4 月底的 60 个基点左右。直至 4 月 29 日，财政部出台打补丁政策，决定对金融机构买入返售、持有政策性金融债等免收增值税，二者之间利差才持续收窄。

在资金环境稳中偏紧的同时，债券市场违约事件爆发，信用类债券收益率总体先降后升。1 至 3 月份受资产配置需求推动，信用债收益率呈现下行态势。4 月份后，受宏观经济基本面改善、营改增政策推出以及信用事件频频爆发等因素影响，市场收益率开始迅速攀升，AA 级企业债收益率 4 月单月上升约 50 个基点。综合考虑各类影响因素，信用债违约事件对于市场打击最大。今年以来（截至 5 月 13 日），已有 28 只债券未及时兑付本金，信用评级降低等其他各类信用事件 754 起，刚性兑付进一步打破。4 月份中铁物资 168 亿债券暂停交易、以及河北宣化和海南交通两家城投公司意欲提前赎回债券等事件更是对债券市场环境构

成了恶劣影响，被市场斥为对契约精神的践踏。总体看，近期信用事件违约事件频发与银行不良贷款率上升趋势一致，是在影子银行等替代银行贷款过程中，银行系统信用风险上升在债券市场的体现。伴随实体经济走势疲弱，前些年发行的高息固定利率债券很多都面临被动违约或主动违约风险，而这将会导致融资难度进一步加大，信用利差有可能持续扩大，发行利率进一步上升。叠加货币政策逐步趋紧、流动性供给存在不确定性等因素，企业融资难度有可能会进一步加大，对经济复苏产生一定的抑制作用。

表 1：未及时兑付本金债券一览表

代码	名称	发生日期	发行人	担保人
1382028.IB	13 山水 MTN1	2016-1-21	山东山水水泥集团有 限公司	
011599252.IB	15 山水 SCP002	2016-2-14	山东山水水泥集团有 限公司	
041558012.IB	15 亚邦 CP001	2016-2-14	亚邦投资控股集团有 限公司	
1182040.IB	11 天威 MTN1	2016-2-24	保定天威集团有限公 司	
031490575.IB	14 云峰 PPN002	2016-2-29	上海云峰(集团)有限公 司	
031564052.IB	15 云峰 PPN003	2016-2-29	上海云峰(集团)有限公 司	
031490430.IB	14 云峰 PPN001	2016-2-29	上海云峰(集团)有限公 司	
031490678.IB	14 云峰 PPN003	2016-2-29	上海云峰(集团)有限公 司	
031565001.IB	15 云峰 PPN001	2016-2-29	上海云峰(集团)有限公	

			司	
031564128.IB	15 云峰 PPN005	2016-2-29	上海云峰(集团)有限公司	
041564012.IB	15 宏达 CP001	2016-3-8	淄博宏达矿业有限公司	
031390044.IB	13 桂有色 PPN001	2016-3-9	广西有色金属集团有限公司	
125089.SH	12 中成债	2016-3-10	中成新星油田工程技术服务有限公司	中海信达担保有限公司
118245.SZ	13 中联 01	2016-3-13	江苏中联物流股份有限公司	中海信达担保有限公司
041554011.IB	15 雨润 CP001	2016-3-17	南京雨润食品有限公司	
041556006.IB	15 东特钢 CP001	2016-3-28	东北特殊钢集团有限责任公司	
031390104.IB	13 天威 PPN001	2016-3-28	保定天威集团有限公司	
011598155.IB	15 东特钢 SCP001	2016-4-5	东北特殊钢集团有限责任公司	
041564019.IB	15 华昱 CP001	2016-4-6	中煤集团山西华昱能源有限公司	
1382158.IB	13 东特钢 MTN2	2016-4-12	东北特殊钢集团有限	

			责任公司	
1182127.IB	11 天威 MTN2	2016-4-21	保定天威集团有限公 司	
031390139.IB	13 桂有色 PPN002	2016-4-22	广西有色金属集团有 限公司	
122811.SH	11 蒙奈伦	2016-5-4	内蒙古奈伦集团股份 有限公司	
1180105.IB	11 蒙奈伦债	2016-5-4	内蒙古奈伦集团股份 有限公司	
041556016.IB	15 东特钢 CP002	2016-5-5	东北特殊钢集团有限 责任公司	
118092.SZ	12 泰亨债	2016-5-10	天津市泰亨气体有限 公司	天津海泰投资 担保有限责任 公司
1182159.IB	11 威利 MTN1	2016-5-12	保定天威英利新能源 有限公司	
1382228.IB	13 雨润 MTN1	2016-5-13	南京雨润食品有限公 司	

二、政策建议

1、继续实施积极的财政政策

积极财政政策带动的基建投资在 2016 年 1-4 月的经济增长中发挥了重要的作用。但是，政府投资的乘数效果并不明显，消费增长率维持在低位，民间投资增速急剧下滑。在外贸持续低迷，市场内生动力启动不足，新旧动能转换还需要时间的环境下，要维持一定的总需求，稳定经济增长，保持良好的就业态势，还需要在未来一段时间内维持积极的财政政策。

在保持积极态势的同时，财政政策的支出方向和方法需要更加以供给侧结构性改革为导向。在支出方向上，保证前期基建项目顺利进行的基础上，进一步加大各级政府对产能过剩产业分流职工的安置支出，抵消转岗等收入冲击对消费的影响。同时，加大财政对产业基金的支持，促进资金从虚入实。例如，加大政府财政出资结合民间资本构建各类产业基金，一方面扶持新技术和新业态来提升传统产业，发展新产业，促进结构调整，提升产品品质，另一方面通过帮助民间资本分担风险，提升民间投资的风险偏好，促进民间投资。产业基金由民间资本主导选项目，可以避免行政对市场发展的干扰，更好地发挥市场的资源配置作用，减少骗补等财政资金的浪费，提升财政支出对经济增长的边际效应。

2. 货币政策需要维持适度稳定、透明的流动性供给

在价格水平温和上升和调控思路转变的双重影响下，4月份货币政策明显偏紧，社会融资总额快速下降。在信贷加基建的传统增长模式稳定经济，市场内生动能不足的大环境下，信贷的快速收缩对于稳增长会产生一定的损害。但是，这也不意味着我们需要进一步扩大信贷供给。首先，由于以往的历次经济刺激以财政和货币手段加大资源投资，特别是信贷投入，使得微观经济主体积累了很高的杠杆，这在经济增速下降的状态下，蕴含了大量的金融风险，继续进行大规模需求刺激会提高杠杆而导致泡沫的进一步聚集，经济危机风险加大。其次，当前经济流动性偏好上升。当信贷进入经济当事人的口袋后，资金会进入流动性更强的金融，而不是进入长时间投资的实体经济，货币灌溉并不能起到很好的刺激作用。因此，未来需要保持适度稳定流动性供给，适度防止杠杆的反弹和累积，稳定保持现有基建等顺利开展，稳定经济。

在适度稳定供给流动性的时候，必须保证供给渠道的透明性。从银行间市场来看，4月份主要的流动性供给来源是中期借贷便利（MLF）。央行对金融机构提供3个月期的MLF3115亿，6个月期的MLF4035亿，共净投放2695亿。这种供给模式的问题是当MLF资金到期后，市场主体难以判断央行续作的力度，例如是扩张还是大幅收缩。这就导致了在到期日附近市场波动较大，推升利率。因此，央行的流动性供给需要增加透明性，引导市场主体进行长远规划，防止人为的短期流动性供给冲击。

3. 加快推进供给侧结构性改革

要启动内需，发挥市场的内生动力，关键还在供给侧结构性改革。当前经济内生动力不足的重要表现是消费持续下行和房地产投资下降。这两个问题实质上都是结构性问题，并不是简单扩大总需求就可以解决的，需要加快推进供给侧结构性改革来完成。

首先，一直困扰中国经济的居民消费需求不足，并非绝对意义上的需求不足，实质上表现为低水平产品上的有效需求不足：一方面是它是以中国产业结构的低级化为基础的；另一方面是它是在中国居民收入水平总体上升而收入差距有所扩大中形成的。以拉动内需为目的的积极财政政策之所以没有充分达到居民消费刺激目的，关键是没有考虑到不合理的产业结构对内需不足的影响，没有把握住内需不足的根本性所在是产品结构不合理，有效供给不足，无效供给过大。改革开放之初，因为收入水平较低，消费者关注的是有足够的商品来满足基本的消费需求。随着人均收入的提高，消费者开始更加关注商品的品质，从山寨货向正品靠拢，大量消费者为了购买放心的正品货大规模海淘。以量为导向的供给模式与消费者的商品品质要求脱节，无法激发更多的消费潜力，形成商品的结构过剩。伴随着居民生活水平呈现了跨越式上升，消费已经进入个性化时代。在从家电到

住房和汽车，我国居民实现了一波波的排浪式消费时期，需求管理可以很好地调节消费速度，从而稳定经济。但随着这些大规模需求的满足，个性化成为当前的主流，大规模的简单刺激需求已难以见到成效。可见，这种问题本质上是供给侧的问题，并非需求管理手段所能解决的，需要创新供给以创造新需求。

固定资产投资中重要的房地产投资持续下降，一个重要的原因是高库存。高库存是多年粗放式以量为导向的房地产发展模式导致的后果。实质上，高库存是一个结构性问题。这表现在三个方面，第一，城市常住人口的群体结构中，潜在购房需求最旺的群体，由于收入等原因，难以对住房形成有效需求。现在城市常住人口中潜在购房需求最大的群体是农民工，以及参加工作时间不长的城市新增就业人群。但现实中他们的有效需求受到了收入和养老等问题的极大制约。因此，虽然农民工是住房的潜在购买力，但是这股力量还有很多制约，难以形成有效需求。城市潜在购房群体的另一支主力军——参加工作时间不长的城市新增就业人群，也由于收入等原因，难以成为现实中住房的有效需求者。第二，房地产库存主要在三四线城市，而城镇化的未来趋势是特大城市群，这导致了房地产供给的区域错配。因为一二线城市土地较为稀缺，当前房地产投资更多向三四线城市集中。三四线及以下城市房地产投资占房地产总投资的比重从2010年的27%上升到了2014年的40%，这导致了库存在三四线城市的大幅度上涨。城市化最终可能是呈现一系列的大城市群。这意味着三四线城市人口聚集会较为缓慢，甚至可能会向一二线城市进一步聚集，产生人口净流出。但是，因为三四线城市已建成的房屋是不可移动的，这就导致了目前房地产供给和未来的房地产需求在地域上不匹配，即使我们刺激需求，刺激的最终结果是一二线城市房价高涨，三四线城市依然库存巨大。第三，房地产库存的新增主力是商业用房，这部分产品在新常态下需求有限，导致房地产供给的产品使用属性与现实需求错配。随着经济步入新常态，经济增速将会在较长时期维持中高速增长，对厂房等需求拉动放缓。同时，随着互联网办公、电子商务等商业模式崛起，传统商场、写字楼模式受到了巨大冲击，实体性质的商业用房需求受到了抑制。这导致商业用房在未来一段时间内都将呈现较为严峻的局面。

总的来看，我国房地产库存高企的主要原因是将房地产作为主导产业带来的全国性大干快上、跑马圈地、粗放式经营的结果。这种高库存已经远远超过了我国需求的承载量。同时，房地产市场当前主要受到需求结构、区域结构和商业用房性质结构等方面的制约，成为一个突出的结构性问题。面对结构性问题，我们需要的是调整资源投入，从过剩区域、产品结构向短缺区域和产品结构转移。因此，房地产去库存关键不在如何人为地提高各地购房需求，对结构性问题刺激总需求这只会造成泡沫，而是要切实让市场发挥作用，在该停建的地方就减缓甚至停止建设，通过资源重组，逐步化解三四线城市和商业用房的库存，从而内生性提高房地产投资，稳定增长。

4. 高度关注资本流动，维持汇率基本稳定

虽然人民币国际化是未来的大趋势，从而要求我们进一步放开资本管制，提高汇率的市场决定程度，加大汇率波动幅度。但是，在当前内生增长动力还不充分，需要利用供给侧结构性改革促进持续增长的大环境下，需要先考虑国内情况，不能盲目放开资本项目，扩大人民币汇率波动，致使资本大幅度外流，干扰国内经济和改革。

