宏观经济底部反弹迹象全面显现、经济增长的平衡问题需要关注

中国宏观经济论坛月度报告（2017 年 4 月）[1]

于春海

摘要：2017 年 1 季度，我国宏观经济运行态势良好。综合 GDP 增速及其背后的供给和需求力量的变化情况，工业企业利润的增长态势，以及价格指数和景气指数的变化轨迹，都可以认为我国宏观经济触底反弹的迹象已经全面显露。在宏观经济全面触底反弹之际，我们还需要关注已经出现或可能要出现的一些失衡问题。包括：1）固定投资增速超过消费增速可能带来的需求结构失衡问题；2）在原有产品结构下的出口扩张可能不利于国内结构调整过程；3）服务贸易逆差的持续增长可能会导致经常项目的趋势性恶化，对国内服务业的发展形成威胁；4）伴随外汇储备下降的是我国对外资产结构的变化，私人部门直接暴露在国际金融冲击之下。对此，首先需要从金融体系、行业准入和市场秩序多个维度采取措施，激发市场导向的民间投资。其次，从需要从多个角度共同发力来推动居民消费的增长，包括促进就业和收入增长、完善社会保障体系以及增加高品质的产品与服务供给。第三，通过强化环保标准、劳工标准和知识产权保护等，使其出口行业的社会成本显性化，同时要清理不必要的出口促进手段，进而抑制原有结构下出口快速扩张对国内供给结构调整的不利冲击。第四，大力发展具有跨国配置金融资产能力的专业金融机构，缓解国际金融风险对国内居民特别是家庭的直接冲击。

一、我国宏观经济底部反弹迹象全面显露

1、GDP 增速触底反弹、GDP 平减指数强劲回升

2017 年 1 季度，我国宏观经济运行态势良好，稳中向好的趋势明显，底部反弹的迹象全面显露。1 季度 GDP 实际增长 6.9%，较 2016 年同期提高了 0.2 个百分点，较 2016 年全年也提高了 0.2 个百分点。分产业看，1 季度第二产业实际增加值同比增长 6.4%，第三产业增长 7.7%。从动态变化看，第二产业增速较去年同期和去年全年分别提高 0.5 和 0.3 个百分点。规模以上工业增加值同比实际增长 6.8%，增速去年同期加快 1 个百分点，比去年全年加快 0.8 个百分点。而第三产业增速较去年同期和全年分别提高和下降 0.1 个百分点。

[1] 本报告为中国人民大学“中国宏观经济论坛”团队集体研究成果。本报告数据来自国家统计局、Wind 数据库以及中经网数据库。

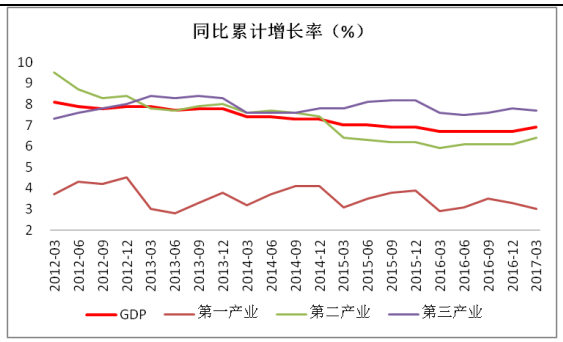


图 1 GDP 实际增速：整体及分产业

2017 年 1 季度，我国 GDP 平减指数为 4.6%，这是 2012 年以来的最大涨幅。较 2016 年提高了 1.7 个百分点，较 2016 年同期提高了 4.2 个百分点。分产业看，第二产业评价指数最高，为 7.3%，较去年全年提高了 3.9 个百分点，较去年同期提高了 11.9 个百分点；第三产业的评价指数为 3.6%，较去年小幅提升；第一产业的平减指数依然为负，并且继续维持过去的下行趋势。这意味着我国经济在整体上已经摆脱衰退风险，可能已经进入长周期的上升阶段。

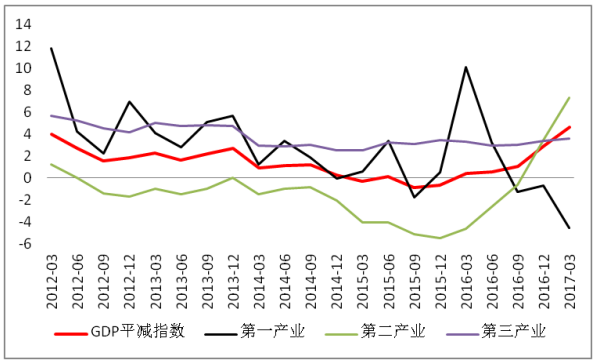


图 2 GDP 平减指数：整体及分产业

2、产业结构持续优化、服务业和高端制造业的贡献提升

在 GDP 稳中向好的同时，产业结构持续优化。2017 年 1 季度，第三产业累计增加值占 GDP 比重为 56.5%，比第二产业占比高 17.7 个百分点。虽然与 2016 年 1 季度相比，三产占比下降了 0.1 个百分点，二产占比提高了 0.8 个百分点，但是并没有改变第三产业占比提升和第二产业占比下降的趋势。

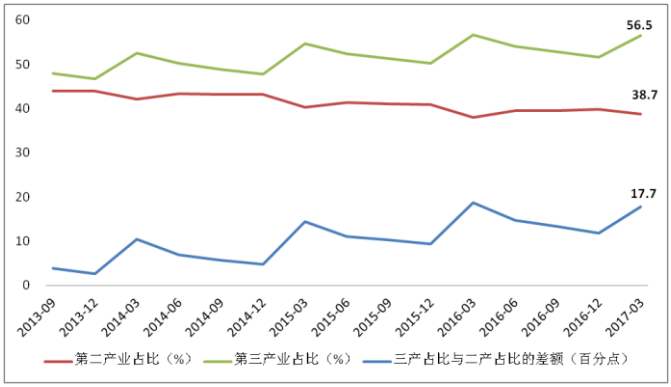


图 3 产业结构变化

沿着第二产业比重下降和第三产业比重上升的方向，产业结构调整对我国经济增长的积极作用已经显露。对比第二产业和第三产业的增长情况，可以看出第三产业的路径相对平稳、波动性较小。这对于稳定我国 GDP 增速有积极作用。而且在这样的结构调整过程中，在第三产业保持相对较高的增长速度的同时，第三产业的比重不断提高，两者结合在一起能够提高第三产业增长对整体经济增长的拉动作用。与 2016 年同期相比，第二产业增速提高了 0.5 个百分点，但是对 GDP 增长的拉动率却没有提高；第三产业增提高了 0.1 个百分点，对 GDP 的劳动率也提高了 0.1 个百分点。只要能保持这样的趋势，随着第三产业拉动效应的不断提升，即便第二产业和第三产业各自的增速没有提高，整体经济的增速也能够实现稳中向上。

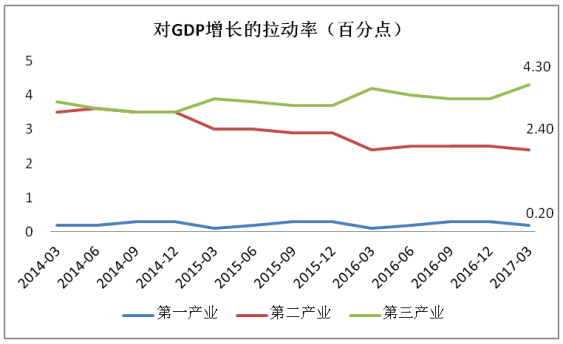


图 4 不同产业对 GDP 增长的拉动作用

制造业结构不断优化。2017 年 1 季度，制造业增加值同比增速 7.4%，是 2015 年 1 季度以来的最高增速。在制造业内部的主要行业中，增速高于制造业整体增速的行业有：医药、通用设备、专用设备、汽车、计算机、通信和其他电子设备。制造业内部行业结构优化的趋势非常明显高端制造业的比重不断上升。

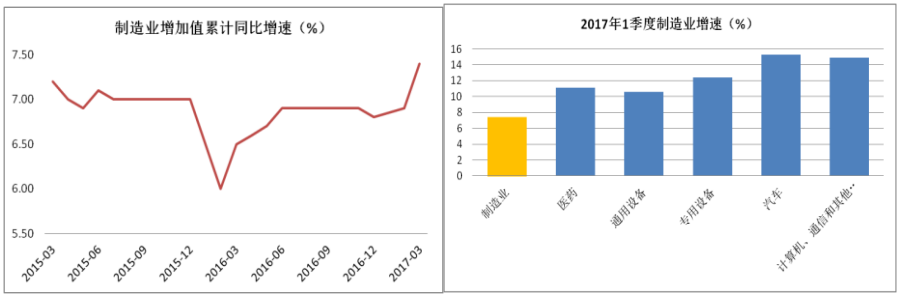


图 5 制造业增长情况

3、需求结构继续改善、消费对拉动作用提升

2017 年 1 季度，资本形成对 GDP 增长的影响较去年同期下降了近一半，贡献率下降 18 个百分点，拉动率下降 1.2 个百分点。在收入增长、消费升级和消费模式与业务创新的共同作用下，最终消费对经济增长的贡献达到 77.2%，拉动经济增长 5.3 个百分点。在一定程度上扭转了 2016 年以来所出现的消费贡献不断下降的趋势。但是最终消费的贡献率和拉动率较去年同期都有所下降。净出口的影响显著上升，对 GDP 增长的贡献率和拉动率都有负转正，较去年同期分别

提高了 24.5 个百分点和 1.7 个百分点。

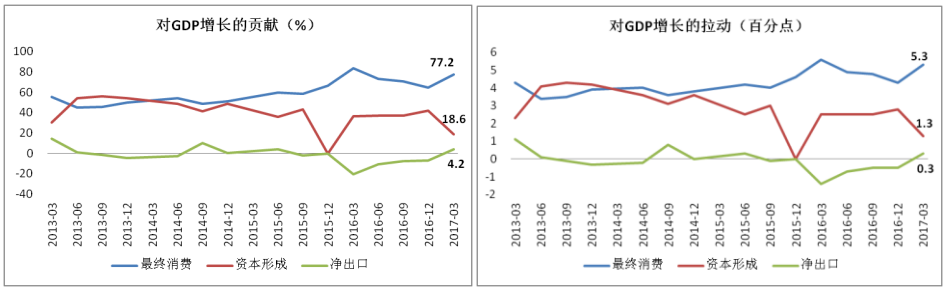


图 6 三大需求对 GDP 增长的贡献和拉动

从消费与投资的增长速度对比来看，1 季度社会消费品零售总额同比增长 10%，依然比固定投资增速高 0.8 个百分点。虽然社会消费品零售总额的增速仍在延续不断下滑的趋势，但是结构中呈现诸多积极的变化。首先是乡村消费品零售总额的增速提升较为明显，拉大了与城镇的差距。其次，新的消费模式和业态继续保持高速增长，1 季度网上商品和服务零售总额的同比增速为 32.1%，比全社会消费品零售总额的增速高出 19.7 个百分点。网上商品和服务零售的增速扭转了下滑趋势，较去年同期提高了 4.3 个百分点，较去年全年提高了 5.9 个百分点。网上商品和服务零售占全社会消费品零售的比重持续提高，2017 年 1 季度为 16.37%，较 2016 年同期提高 3.2 个百分点，较 2016 年全年提高 0.9 个百分点。

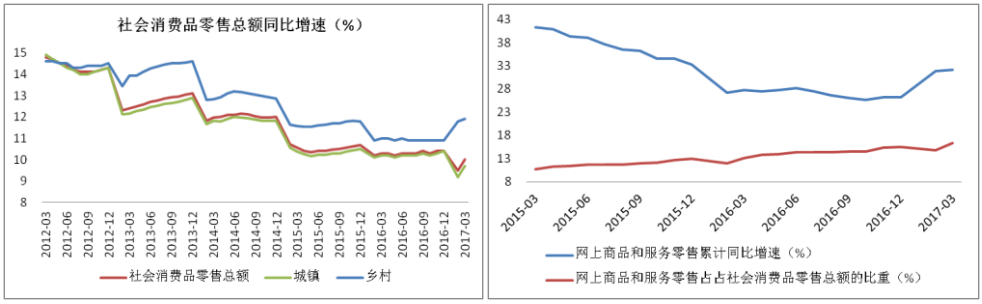


图 7 消费结构的变化

4、在基建投资和民间投资增长的带动下，全社会固定资产投资增速稳步提升

2017 年 3 月，全社会固定投资增速继续提升。1-3 月累计同比增速为 9.2%，较 1-2 月提高了 0.3 个百分点。虽然相比于 2016 年同期下降了 1.5 个百分点，但是较 2016 年全年提高了 1.1 个百分点。这意味着，我国固定投资增速在扭转 2016 年的下降趋势后实现了稳步提升。

房地产开发投资增速的不断提高是稳定和扭转全社会固定投资增长颓势的重要力量。1-3 月，房地产开发投资累计增长 9.1%，较 1-2 月提高了 0.2 个百分点，较 2016 年同期提高了 2.9 个百分点，较 2016 年全年提高了 2.2 个百分点。房地产投资增速相较于去年的反弹幅度明显超过全部固定投资。考虑到房地产固定投资占全社会固定投资的比重已经超过了 20%，房地产投资增速的反弹是扭转全社会固定投资增速下滑的关键力量之一。

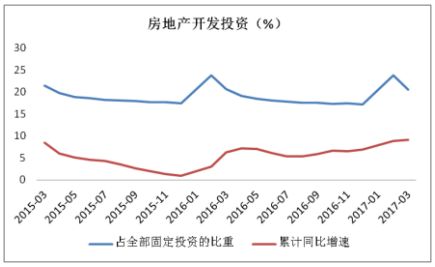


图 8 房地产开发投资的增长

基建投资的增长特别是第三产业基建投资增长，是带动全社会固定投资增长的主要力量。1-3 月基建投资累计增速为 18.7%，较 2016 年同期下降 0.6 个百分点，较 2016 年全年提高 3 个百分点。基建投资的增速开始回落，较 1-2 月下降 2.6 个百分点。但是必须注意到，基建投资增速依然比全社会固定投资增速高出 9.5 个百分点。考虑到基建投资在全部固定投资中占比超过了 25%，可以认为基建投资的快速增长是推动全部固定投资增长的最重要力量。

第三产业基建投资的增长和贡献尤为迅速，1-3 月累计增长 23.5%。虽然较 1-2 月下降了 3.8 个百分点，但是与 2016 年相比依然有大幅提升，较 2016 年同期提高 3.9 个百分点，较 2016 年全年提高 6.1 个百分点。这不仅是扭转去年固定投资增速下滑趋势的主要力量，也是推动全部固定投资继续维持较快增速的主要力量。1-3 月，第三产业固定投资占全部固定投资的比重为 20.3%，其增速比全部固定投资增速高 14.3 个百分点。

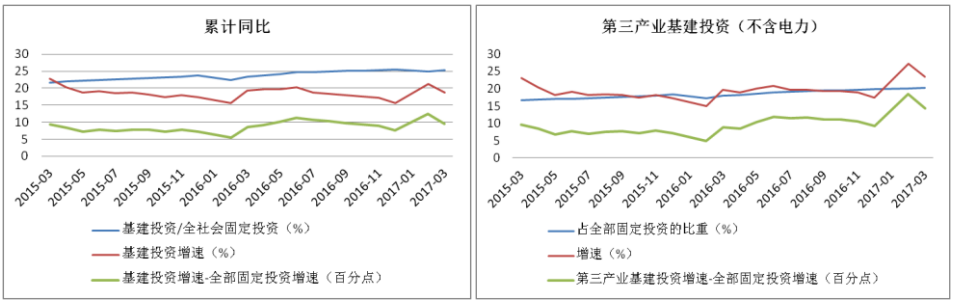


图 9 基建投资份额与增长情况

民间固定投资增速明显回升，扭转了 2016 年增速不断下滑的趋势。2017 年 1-3 月，民间固定投资增速为 7.7%，较 1-2 月提高 1 个百分点，较 2016 年同期提高 2 个百分点，较 2016 年全年提高 4.5 个百分点。这主要来自第三产业民间固定投资增速的大幅提升。1-3 月，第三产业民间固定投资增速为 9.8%，较 2016 年同期提高 6.1 个百分点，较 2016 年全年提高 7.8 个百分点。

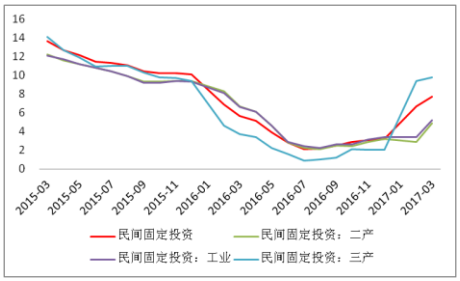


图 10 民间投资的增长情况

民间固定投资增长速度依然明显低于全部固定投资的增长速度，但是两者之间的差距不断缩小。2017 年 1-3 月，民间固定投资增速比全社会固定投资低 1.5 个百分点，较 1-2 月低 2.2 个百分点，较 2016 年全年低 4.9 个百分点，较 2016 年同期低 5 个百分点。

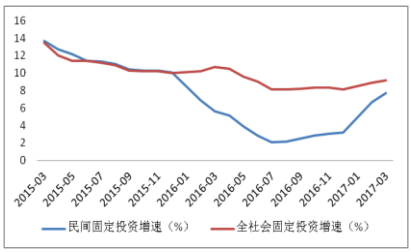


图 11 民间投资与去不投资的比较

民间投资增长中呈现的另一个积极变化是，在高端制造业、公共设施和公共服务等行业的投资增速明显高于其他行业。1-3 月，电气机械和器材制造业 9.5%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 26.8%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 13.4，水利、环境和公共设施管理业增长 30.1%，卫生和社会工作增长 34.2%。

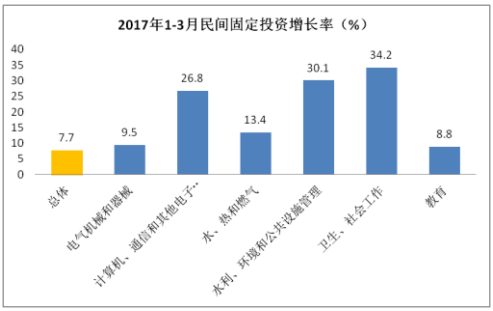


图 12 主要工业行业的民间固定投资

5、国内外需求环境的改善扭转了我国对外贸易的下滑趋势

随着外部市场条件的改善，出口扭转了 2015 年以来的快速下滑趋势。2017 年 1-3 月，以美元计的产品出口额同比增长 8.2%，较 1-2 月提高 4.2 个百分点，较 2016 年同期提高了 21.2 个百分点。在进口方面，随着大宗商品价格涨幅趋缓，加之基数的明显提高，进口数量和价格的增长速度双双下降，导致 3 月进口增速较 2 月出现大幅回落。1-3 月，产品进口金额累计增长 24%，较 1-2 月下降 2.4 个百分点，较去年同期上升 37.9 个百分点。出口增速的提高和进口增速的下降，

共同推动了贸易收支的显著改善。产品贸易顺差从 1-2 月的 421.3 亿美元增至 1-3 月的 656.1 亿美元。但是与去年同期相比，产品贸易顺差大幅下降 442.1 亿美元。

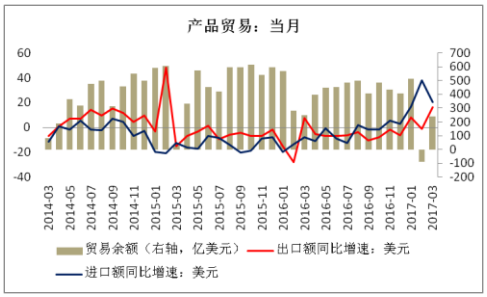


图 13 对外贸易的增长情况

进入 2017 年，欧美等主要发达贸易伙伴国的经济增长速度的提高，带动了我国主要出口市场规模的扩张，推动我国出口增速的提高。1-3 月，我国对美国出口累计增长 10%，对欧盟出口累计增长 7.4%，对韩国出口累计增长 17.4%。对这些传统出口市场的出口增长成为带动我国总出口增长的主要动力。

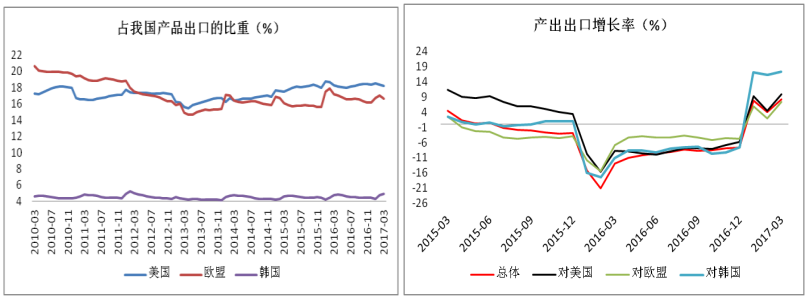


图 14 对主要市场的出口增长情况

随着出口基数的提升、出口价格上涨的边际贡献的下降以及春节扰动的消退，3 月份如此高速的出口增长在未来是难以持续的，出口增长速度将会向下调整。但是，欧美主要贸易伙伴经济景气的扩张和需求的提升，为我国外部需求环境的持续改善奠定了较为坚实的基础。因此，我国产品出口在未来一段时间内有望维持相对较高的增长速度。

我国国内工业生产扩张和基建投资的大规模扩张，会导致对大宗商品进口需求的增加；去产能的推进和环保标准的强化，也会增加进口需求；在全球经济整体回暖的背景下，大宗商品价格仍有上升空间。这些因素都会支撑我国进口在很长一段时间内维持较高的增长速度。

6、外汇储备降幅收窄，下行压力得到缓解

2017 年 3 月，我国官方外汇储备增加 40 亿美元，达到 30091 亿美元。1-3 月，外汇储备累计减少 14.3 亿美元，是 2014 年下半年以来的最小季度降幅。3 月份，国内宏观经济的触底反弹，监管层面加强对资本外流的管制，人民币汇率企稳，这些因素都有助于缓解资本外流压力，进而抑制官方外汇储备的下降趋势。

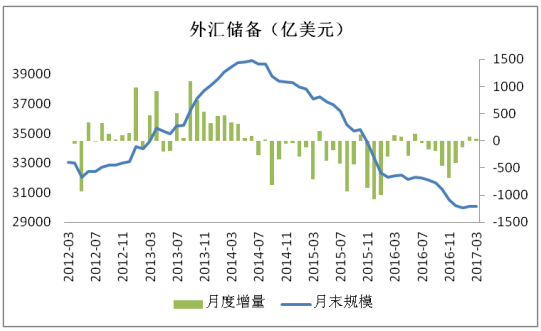


图 15 外汇储备及其变化情况

官方外汇储备存量的变化，是私人部门国际收支与存量估值效应共同作用的结果。2015 年，我国私人部门国际收支逆差 3423 亿美元，存量估值效应为-1703 亿美元，两者相互叠加，使得我国官方外汇储备大幅下降 5127 亿美元。2016 年，虽然私人部门国际收支逆差规模进一步扩大，达到 4487 亿美元。但存量估值效应有负转正，达到 1288 亿美元。两者相抵后，官方外汇储备存量下降 3198 亿美元。

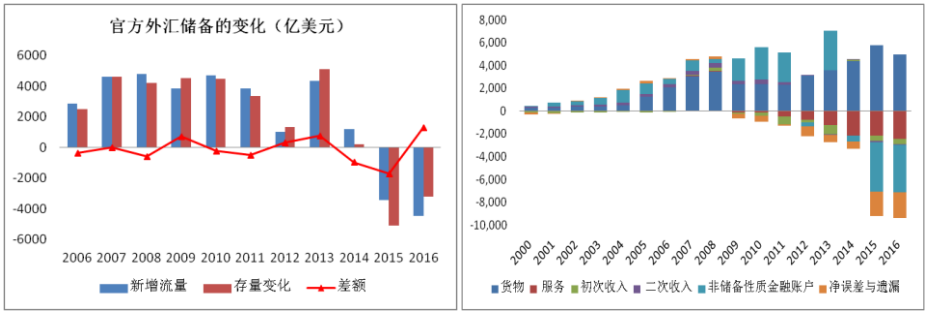


图 16 外汇储备存量变化的分解

在 2016 年全年的私人部门国际收支中，除了货物贸易处于顺差状况，其他所有类别都处于逆差状况。基于宏观团队之前的研究成果，我国经常项目顺差的下降可能会是长期的趋势。随着我国对外直接投资的迅猛扩张，对外投资逆差可能会进一步扩大。随着我国金融市场发展程度和开放程度的提高，以及人民币汇率逐步稳定和货币政策的可能调整趋势，证券投资和其他投资状况可能得到边际意义上的改善，但是，大规模改善的可能性不大。因此，在未来一段时间内，我国私人部门国际收支可能出现改善，但是总体还将处于逆差状况。这意味着，在增量意义上，我国官方外汇储备还将有下降的压力。

在官方外汇储备存量的估值效应方面。外币资产价格的上升能够带来正的估值效应，美元相对于其他主要国际货币的升值会带来负的估值效应。受制于数据额可获得性，我们对此尚难以做出详细分析。2016 年美元的升值步伐放缓，欧元和日元等国际货币从贬值转变为升值，这使得外汇资产币种结构带来的估值效应由负转正。在资产价格上，2016 年国际金融市场价格上涨，特别是美元资产价格的迅速上升，对我国外汇储备存量也产生了正的估值效应。在未来一段时间内，主要发达国家经济形势的好转，能够有力支撑我国外汇储备的价值；特朗普

关于“美元太强”的言论，预示美国政府可能在一段时间内修正“强势美元”政策，这也能够抑制美元的升值幅度。因此，国际金融市场上资产价格的上升和美元升值态势的扭转，都能够给我国官方外汇储备带来正的估值效应，进而缓解我国官方外汇储备下降的压力。

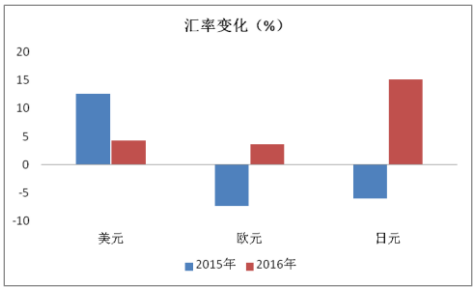


图 17 主要国际货币的有效汇率变化

7、物价进入上行通道、宏观经济摆脱通缩压力

2017 年 3 月，CPI 同比增长 0.9%，比 2 月上升 0.1 个百分点，比 2016 年 3 月回落 1.4 个百分点。3 月份 CPI 增速的回落主要是由于食品价格的快速下降。3 月份，食品类 CPI 增速-4.4%，较 2016 年 3 月回落 12 个百分点。非食品 CPI 同比增长 2.3%，增速较 2016 年 3 月提高了 1.3 个百分点；核心 CPI 同比增速为 2%，较 2016 年 3 月提高了 0.5 个百分点；服务类 CPI 同比增速为 2.7%，较 2016 年 3 月提高了 0.8 个百分点。食品价格的大幅下降主要源于春节后效应、气候变化和去年同期的基数效应。随着这些影响的逐步消退，食品价格应该会恢复增长。非食品类受服务价格持续回升的影响日益显著。所以，3 月份 CPI 增速的同比回落不应引起价格增速重回“1”时代的担忧。

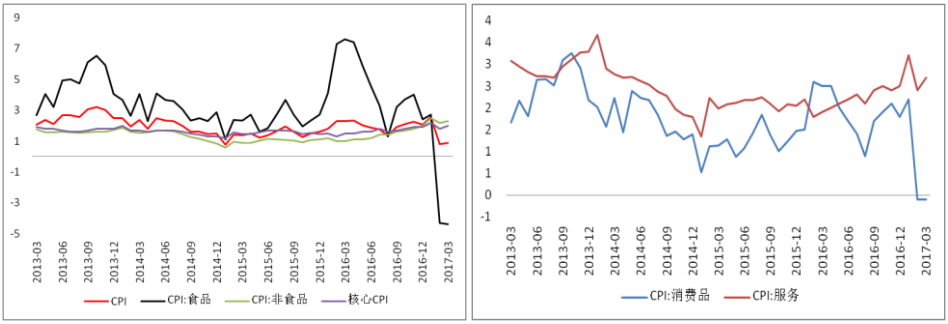


图 18 消费价格的变化

3 月份 PPI 同比增长 7.6%，比 2 月份下降 0.2 个百分点，比 2016 年 3 月高 11.9 个百分点。其中，生产资料 PPI 增速为 10.1%，比 2 月份下降 0.3 个百分点，比 2016 年 3 月份提高 15.9 个百分点；生活资料 PPI 增速为 0.7%，较 2 月份下降 0.1 个百分点，比 2016 年 3 月份提高 0.9 个百分点。生产资料价格的上升是拉动 PPI 增长的主要力量，拉动 PPI 上涨约 7.4 个百分点。在生产资料中，采掘业价格同比 33.7%，原材料工业价格上涨 14.9%，加工工业价格上涨 6.5%。从分类 PPI 同比增速来看，冶金工业、煤炭与炼焦工业、石油工业和化学工业是拉动整体 PPI 的主要力量。2 月份的增速分别为 26.7%、44.9%和 30.5%，同比分别提高 39.3、

63 和 47.8 个百分点。在 3 月的 PPI 同比增长中，翘尾因素贡献 5.8 个百分点，新涨价因素的贡献只有 1.8 个百分点。生产资料中的采掘工业、原材料和加工工业的价格涨幅均环比下降。这显示出 PPI 已经开始高位回落的趋势。

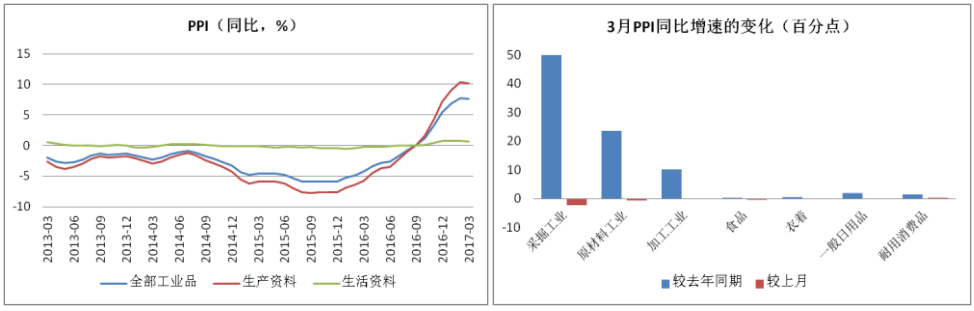


图 19 工业产品出厂价格的变化情况

工业生产者购进价格指数 PPIRM 同比增速为 10%，较上月提高 0.1 个百分点，较 2016 年 3 月高 15.2 个百分点。同比增长较快的是燃料及动力类、黑色金属材料类、有色金属材料类和化工原料类，增速分别为 19%、21.8%、16.1%和 10%，同比分别提高 29.4、32、23.3 和 14.3 个百分点。无论是总体指数还是分类指数，PPIRM 的同比增速并未出现明显的回落趋势。整体 PPIRM 的同比增速依然维持环比提高的趋势。分类别看，除了有色金属材料、化工原料和农副产品，其他产品价格的同比增速也都维持环比提高的态势。但是，环比提高的幅度已经明显放缓。这在一定程度上预示着 PPIRM 已趋见顶。

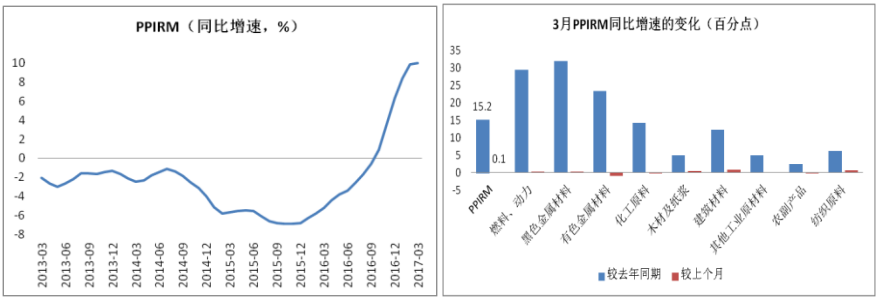


图 20 工业生产购进价格的变化情况

无论 PPI 的上升还是 PPIRM 的上升，主要集中在煤炭、钢铁、有色金属和石化等产品上。在其背后的力量主要是三块。一是国内去产能工作的全面推进，导致供给的下降。二是国内房地产建设和基建投资的扩张，导致需求上升。三是国际需求环境的改善，导致大宗产品价格上升。

未来一段时间内，国内去产能工作推进和基建投资扩张，主要发达经济体和新兴经济体宏观经济景气回升，依然会对大宗产品价格形成有力支撑，进而支撑我国工业生产领域上游和中游的几个回升。用工成本上升及其带来的服务价格上升，也会是一个较长期的变化趋势。这会支撑我国服务类消费价格指数的回升。进一步考虑到食品类消费价格的逐步回升，我国总体消费价格可能会摆脱目前的地位徘徊状态。还需要关注的是，工业生产领域内部不同价格指数之间，消费领

域内部不同价格指数之间，以及这两大类价格指数之间，动态变化趋势的分化预示着我国经济微观运行机制发生了某种深层面变化。

8、工业企业利润迅速增长、不同企业之间的分化加剧

规模以上工业企业主要经济指标明显改善。2017 年 1-2 月，主营业务收入的同比增速为 13.7%，较 2016 年全年提高了 8.8 个百分点，较 2016 年同期提高了 12.7 个百分点；利润总额的同比增速为 31.5%，较 2016 年全年提高了 23 个百分点，较 2016 年同期提高了 26.7 个百分点；亏损企业的亏损额同比下降 24.6%，亏损企业家数同比下降了 5.9%，较 2016 年全年和同期都有大幅改善。

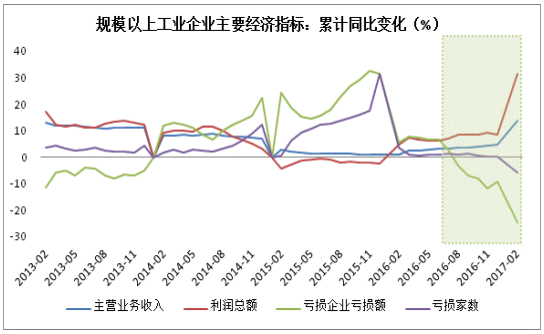


图 21 工业企业经营状况的变化

工业企业生产增速的提高和利润指标的改善，在不同企业类型和不同行业中的分布并不均匀。就增加值的增速提高而言，国有及国有控股企业以及外商及港澳台投资企业的增加值增速明显提高；股份制企业和私营企业的增加值虽保持较快增长，但增速较 2016 年明显下降。在利润增长方面，国有及国有控股企业的利润增速高达 100.2%，远远超过其他企业。

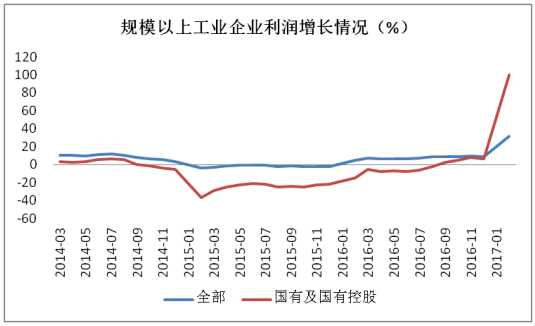


图 22 国有及国有控股工业企业的利润增长情况

分行业看，黑色金属冶炼和压延加工业、石油加工、炼焦和核燃料加工业、有色金属冶炼和压延加工业、化学纤维制造业、水的生产和供应业、黑色金属矿采选业、造纸及纸制品业、有色金属矿采选业、化学原料和化学制品制造业等行业利润大幅增加，增速明显高于 31.5%。其他行业利润总额的增速都明显低于 31.5%。部分产能过剩行业恢复增长，焦炭、钢铁、煤电、氧化铝和平板玻璃等的产量恢复较快的增长速度。在工业整体指标改善的背后，这些因素和变化都存在一定的隐忧。

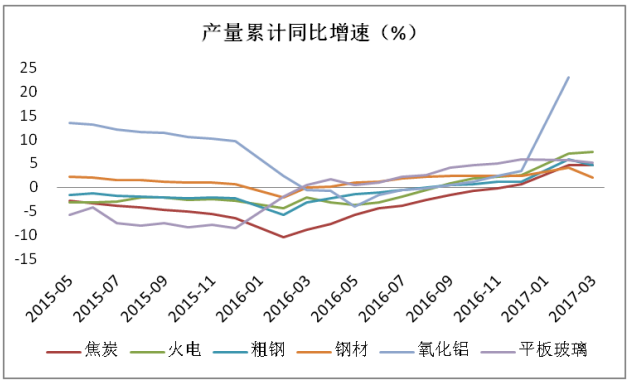


图 23 几种主要工业产品产量增长率

9、景气指数维持在扩张区间并继续攀升

2016 年 1 季度，PMI 在延续 2016 年下半年扩张态势的基础上进一步回升，这预示着整体经济继续向好的态势。生产和需求的继续回升带动了制造业平稳扩张。3 月份，官方制造业 PMI 为 51.8，较 2 月上升了 0.2 个点，创 2012 年 5 月以来的最高水平。服务业总体平稳，3 月的 PMI 为 54.2，较 2 月上涨 1 个点，创 2014 年 6 月以来的最高水平。随着基建投资的加快，建筑业 PMI 继续保持在高位景气区间。3 月建筑业 PMI 为 60.5，较 2 月上涨 0.2。

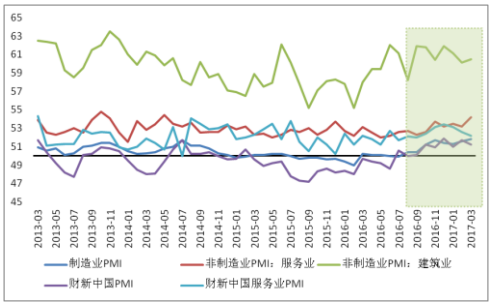


图 24 景气指数的变化

3 月份一般是工业旺季，PMI 一般都是上升的。过去 12 年中 3 月 PMI 的环比平均增幅为 2.2，过去 5 年中 3 月 PMI 环比平均增幅为 0.9。所以，当前制造业景气虽然继续回升，但是并没有超出工业旺季本身的表现。

在大型、中型和小型制造企业的对比中，1）大型企业延续了 2016 年以来的景气扩张势头，中型企业景气扩张的持续性也越来越明显，小型企业依然处于景气收缩区域；2）从环比变化看，小企业景气改善更加明显，增幅达到 2.2 点。中小型制造企业虽已呈现改善的迹象，但是尚未实现稳定的扩张趋势。

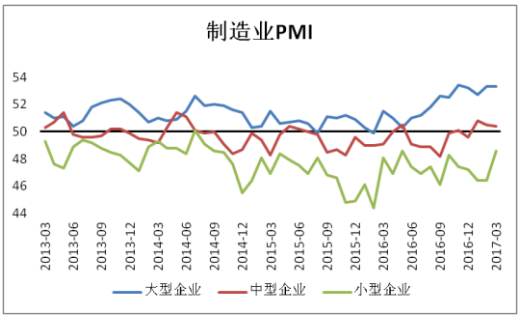


图 25 分企业规模的制造业 PMI

虽然整体经济较为稳定地处于景气扩张区间，但是就业情况并不理想。制造业就业和服务业就业基本还处于收缩区间。制造业就业指数多年以来首回扩张区间，在 2016 年 3 为 50%。延续我国宏观经济调控的一般逻辑，稳增长的目的在很大程度上是服务于就业目标。因此，就业的稳定意味着宏观经济政策层面稳增长的压力下降，这为政策重心进一步转向防风险创造了条件。

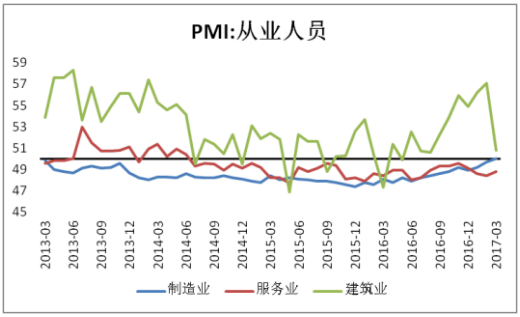


图 26 就业指数

但是也必须看到其中的风险。服务业的就业指数依然处于明显的收缩区间，也没有出现明显的改善迹象。建筑业就业虽然处于扩张区间，但是 3 月环比降幅达到 6.3 个点。从历史情况看，建筑业就业一般在 2 月或 3 月均会明显下降，但是很少有如此大的降幅。这已经超出了季节性因素和春节效应能够解释的范围。

在新出口订单指数上，非制造业和大型制造企业均处于扩张区间；中型和小型制造业企业仍然处于紧缩区间，但是改善迹象较为明显。外需的改善为我国整体经济持续向好提供了动力。然而需要关注出口订单景气扩张或改善背后的风险。2016 年以来，全球经济特别是发达经济体的经济复苏趋势日益明显。外部市场的恢复有助于我国出口的增长。但是，逆全球化和贸易保护主义的抬头，使得我国制造业和非制造业企业的出口增长前景面临很大的不确定性，必须关注新出口订单指数的逆转或重回收缩区间的风险。

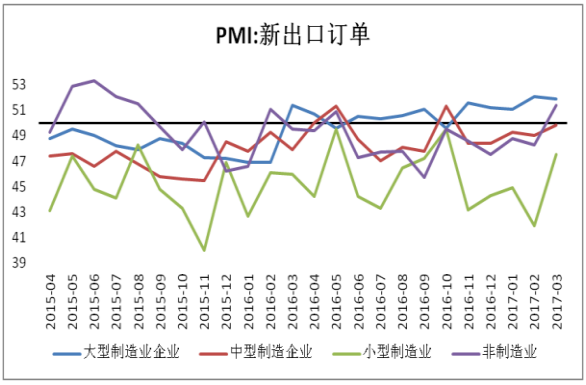


图 27 出口订单指数

二、需要关注宏观经济反弹进程中的失衡问题

面对当前宏观经济的良好运行态势强劲的反弹迹象，不能掩盖和忽略其背后可能重新积累的诸多不平衡问题。

1、固定投资增速超过消费增速可能带来的需求结构失衡问题

总需求结构再平衡的第一个维度是从投资向消费的转变。2000 年以后，我国在出口导向型的重工业化进程中实现了高速增长，这也导致我国总需求结构失衡状况不断加剧，表现为资本形成和净出口在总需求中的占比不断提升。2007-08 全球金融危机以后，在外部需求环境变化和国内结构调整的共同影响下，饱受诟病的需求结构失衡状态得以改善。最终需求占比不断提高，资本形成和净出口的占比不断下降。在 GDP 增长中，最终需求的贡献显著提升，资本形成的贡献不断下降，净出口的贡献转为负值。与此相对应的是，过去几年中我国固定投资增速与社会消费品零售总额增速的对比状况发生了逆转。社会消费品零售总额增速与全社会固定投资增速之间的差距不断缩小。2015 年，社会消费品零售增速超过固定投资增速，并且差距逐渐扩大。

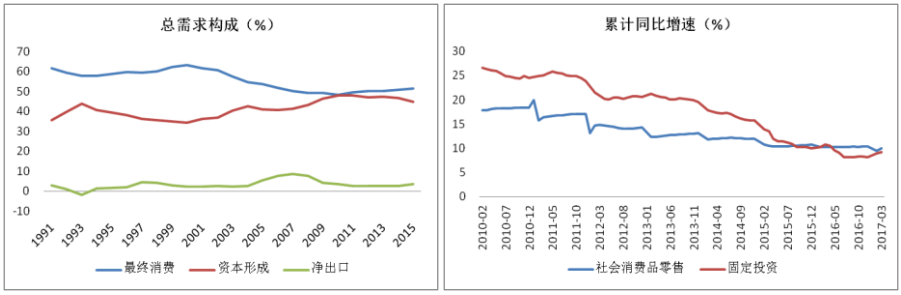


图 28 总需求结构及其变化

这种状况在 2016 年开始发生了变化。在 2016 年固定投资和社会消费品零售总额的增速对比中，虽然后者仍然高于前者，但是两者的差距不再扩大。在消费增速继续下降的同时，固定投资增速明显提高。固定投资增速呈现向上超越消费增速的苗头。在此背景下，最终需求对 GDP 增长的贡献率逐季下降，从 1 季度的 83.7%降至 4 季度的 64.6%；资本形成的贡献不断提高，从 1 季度的 36.6%上升至 4 季度的 42.2%。虽然 2017 年 1 季度最终消费对 GDP 增长的贡献明显提升，但是考虑到未来一段时间内很可能出现的大规模基建投资计划，这会进一步推动

我国固定投资增速的显著提高。一旦投资增速与消费增速的对比关系发生逆转，我国总需求结构可能会重新陷于失衡状况。

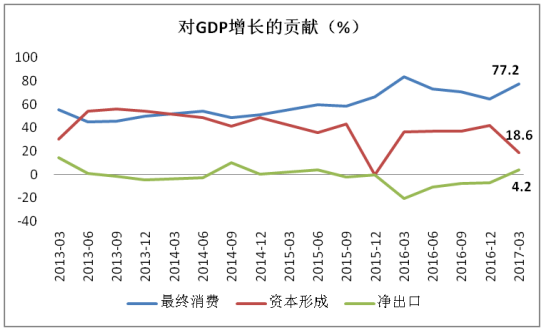


图 29 不同需求成分对 GDP 增长的贡献

2、在原有产品结构下的出口扩张可能不利于国内结构调整过程

国际市场规模扩张和我国所占份额增长是推动我国出口增长的两个基本力量。危机以来，经济形势的低迷使得国际市场规模扩张速度急剧下降，这使得我国的出口增长愈发依靠我国在国际市场上所占份额的增长。随着我国在发达市场上替代原有供给者的过程趋于完成，所占市场份额的增长速度急剧下降，出口增长的传统动力丧失。新市场开拓战略对我国出口增长动力只能带来一定程度上的边际贡献，尚不能弥补因为发达市场上替代过程趋于完成所带来的动力衰减。这导致我国出口增速的趋势性下滑。

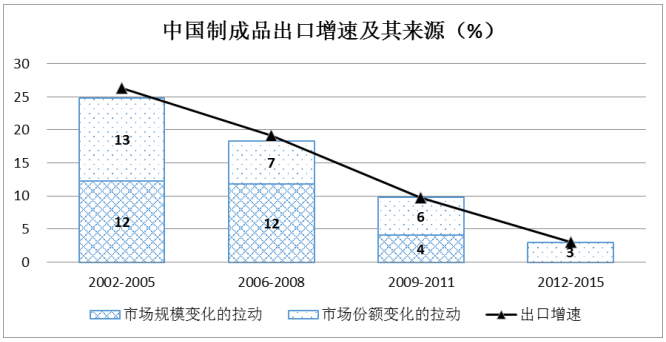


图 30 我国制成品出口的增长速度及其来源（%）

进入 2017 年，欧美等主要发达贸易伙伴国的经济增长速度的提高，带动了我国主要出口市场规模的扩张，推动我国出口增速的提高。1-3 月，我国对美国出口累计增长 10%，对欧盟出口累计增长 7.4%，对韩国出口累计增长 17.4%。对这些传统出口市场的出口增长成为带动我国总出口增长的主要动力。在主要出口产品中，原油、焦炭、集装箱、家用电器、成品油、钢铁、铝材、电线电缆、箱包、鞋帽和玩具的增速远远高于整体出口的增速。因此，我国当前所实现出口增长主要还是在原有产品结构和地理结构下的数量扩张，出口的产品结构和国别结构的改善并不明显。

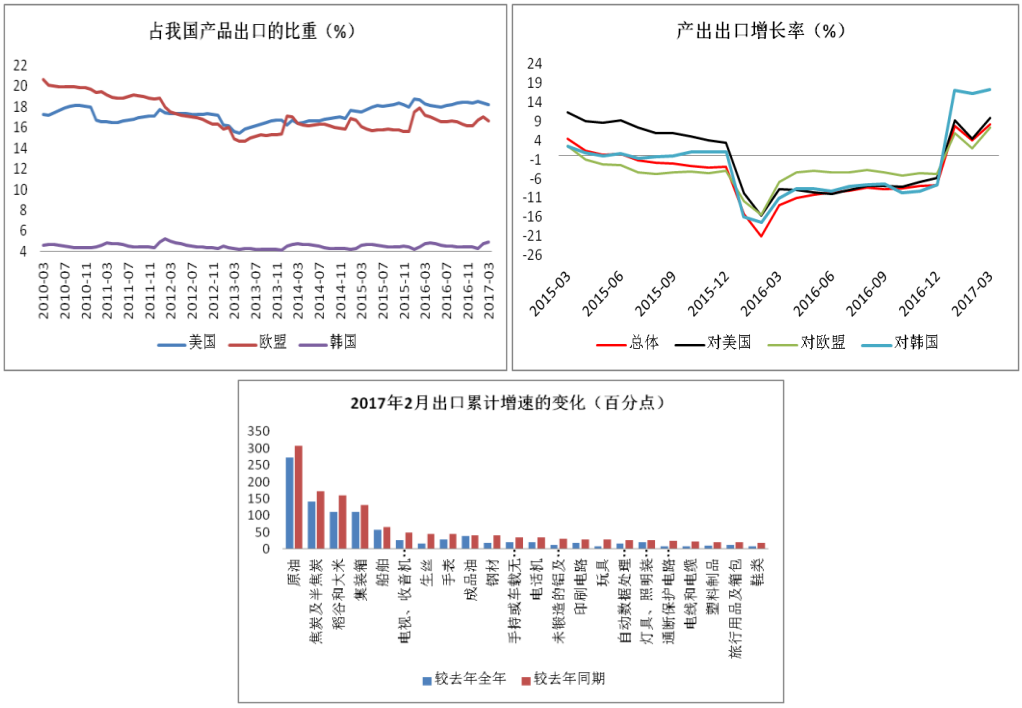


图 31 我国的出口增长情况

“一带一路”共建国家是未来一段时期内我国新市场开拓的主要方向。但是自“一带一路”倡议提出以来，我国对“一带一路”共建国家的出口增长并不明显。2013 年以来，“一带一路”共建国家占我国产品出口的比重从25%上升至28%。但如果把东盟国家除外，其他沿线国家在我国出口中的占比基本没有变化。而对东盟国家的出口增长，更多地是缘于我国与东盟之间的经贸合作的深化，特别是我国与东盟自贸区的建设和深化。因此，就目前来说，“一带一路”倡议对我国出口增长的推动效应还没有充分发挥。

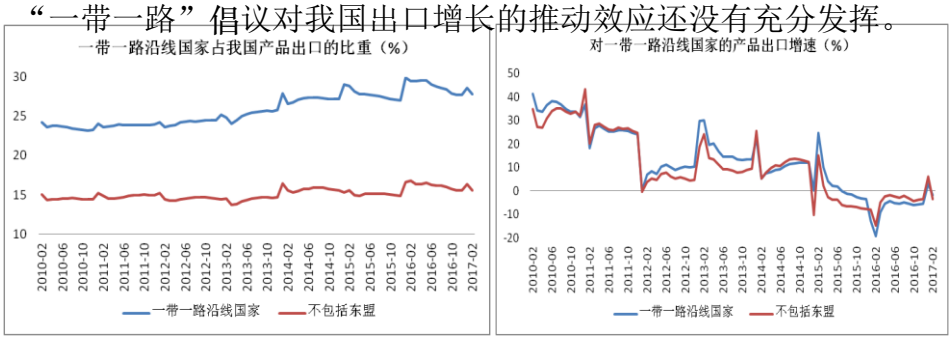


图 32 对“一带一路”沿线国家的出口增长情况

根据宏观团队以前的研究成果，基于我国比较优势的变化、国内贸易品-非贸易品供给结构调整趋势、国际市场上替代过程的逆转以及国际贸易政策环境的恶化，现有模式和结构下的产品出口高增长在长期中是难以持续的。但是，如果欧美主要发达经济体在未来一段时间内能够延续当前的增长或复苏态势，将对我国的出口增长提供有力支撑。进一步考虑国际贸易政策环境。中美首脑会议后，中美之间爆发大规模贸易摩擦的可能性显著降低。中美“百日计划”不仅直接影响中美双边贸易的政策环境，还可能对其他主要贸易伙伴特别是欧盟产生示范效

应。这有助于降低我国与发达市场之间的贸易成本和政策不确定性。

即将召开的“一带一路”国际合作高峰论坛，必然会推动我国与沿线国家开展经贸合作的市场基础设施和政策环境的显著改善，这将对我国与沿线国家之间的贸易增长产生强有力的推动作用。既有主要贸易伙伴市场需求的提升，“一带一路”共建国家新市场的开拓，国际贸易政策环境的改善，所有这些因素都有助于我国在未来一段时间内维持产品出口的中高速增长。

对“一带一路”共建国家市场的开拓，自然有助于推动我国出口增速的提高。但是，这种推动作用主要还是在原有的出口产品结构下实现。也就是说，是在原有产品结构的出口增速提高。在进口快速增长和服务贸易持续逆差的情况下，产品出口的中高速增长应该不会导致净出口在我国总需求结构中占比的提高。也就是说，这不会加剧我国总需求结构的失衡问题。但是这可能会对国内供给侧结构性改革进程产生冲击。结构调整注定是一个痛苦且缓慢的过程。过去两年中，在外需萎缩、国内成本上升和政策推动下，结构调整过程的成效较为显著。随着发达市场需求状况的改善和新市场的扩张，很多产能过程行业的产能过剩状况会因此得以缓解，这在一定程度上会抵消供给侧结构性改革的影响。因为很多产能过程行业的问题不只是产生过剩问题，还包括环境污染和资源消耗严重等问题。其调整进程的延缓在长期中会带来更大的经济和社会成本。

这会加剧我国供给结构的失衡状况。近年来，我国供给结构调整的基本方向是从贸易品部门向非贸易品部门的转变，指向的是我国产业结构失衡问题。从 GDP 的三次产业构成来看，就是要提高服务业占比。近年来，我国第三产业增速持续高于第二产业增速，由此导致第二产业占比的下降和第三产业占比的上升。2016 年，第三产业占比 51.6%，较 2007 年提高了 8.8 个百分点；第二产业占比 39.8%，较 2007 年下降了 7.1 个百分点；第二产业中的工业占比为 33.3%，较 2007 年下降 8 个百分点。

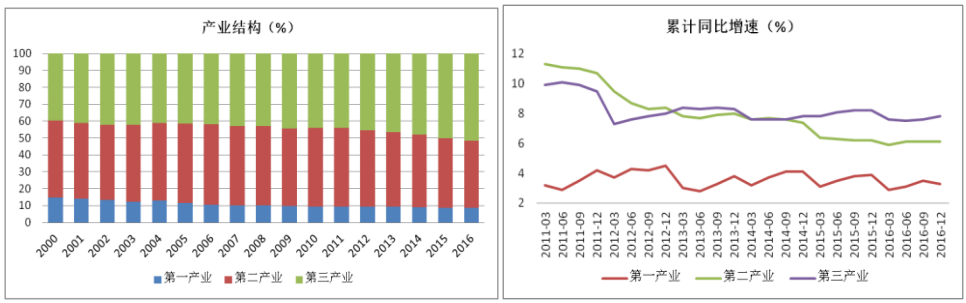


图 33 我国的产业结构

笼统地说，在我国国内总供给和总需求的结构对比中，贸易品处于相对过剩状态，非贸易品处于相对不足状态。产业结构从工业向服务业的转变虽然是一种积极变化，但是如果结合细分行业的变化情况，上述变化可能是存在问题的。从细分行业的情况看，第三产业占比上升主要来自批发零售、金融和房地产。2016 年，这三个行业占整个第三产业增加值的比重为 47.2%。2007 年至 2016 年，第

三产业占比提高了 8 个百分点，这三个行业贡献了其中的 6 个百分点。

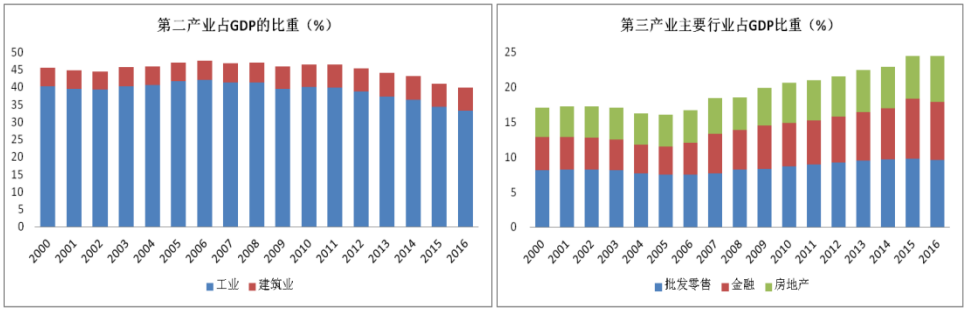


图 34 第二产业和第三产业的构成

宏观团队近年来的研究表明，我国非贸易品供给的相对不足主要体现在医疗、教育和社会保障等公共服务上。目前所观察到的产业结构变化和服务内部结构变动，并不符合解决这一问题的要求。而且，在实体经济相对低迷的时期，在资金脱实就虚的推动下，金融行业和房地产行业的过快膨胀，这会进一步引发加剧资金脱实就虚的趋势和实体经济的低迷状态，可能形成一个恶性循环。

3、服务贸易逆差的持续增长可能会导致经常项目的趋势性恶化，这不利于国内服务业发展。

2017 年 1 季度，我国实现产品贸易顺差 656 亿美元。这是 2014 年 2 季度以来的最小顺差规模。从贸易顺差的变化趋势来看，我国已经逐步走出 2014 年以来的“衰退式顺差增长”状态。

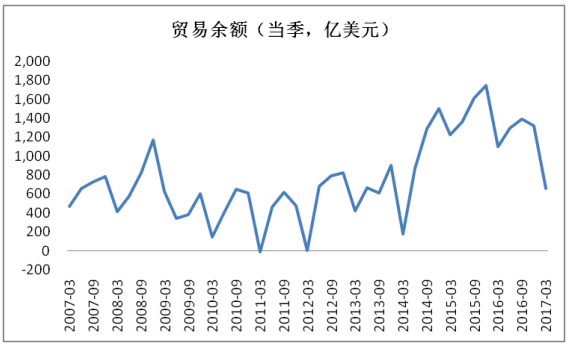


图 35 产品贸易余额的变化

这里还并没有考虑服务贸易的情况。实际上，在我国的对外贸易中，服务贸易占比不断提高。特别是服务贸易进口，在我国总进口中的比重已经超过 20%，并继续维持较快的提升势头。过去几年中，我国的服务进口增速持续高于服务出口增速，导致服务贸易逆差不断扩大。其中尤为明显的是旅游服务逆差规模急剧扩大，当前我国服务贸易逆差的 80%左右是来自旅游服务。

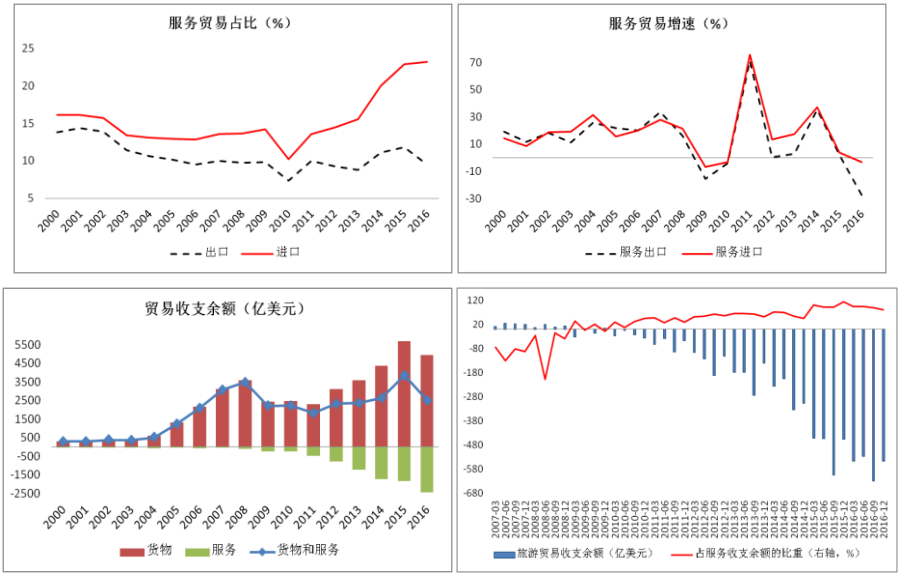


图 36 服务贸易及其占比

在未来一段时间内，我国服务业的国际竞争力在短期中难以有效提高，对旅游、购物、教育和高端医疗等进口需求旺盛，加之服务市场开放程度的提高，这将会导致我国的服务贸易在未来很长时间内维持不断扩大的逆差状况。从基本趋势来看，我国服务贸易收支在较长一段时间内还会延续 2008 年以来的逆差规模不断扩张的趋势。因此，在考虑到服务贸易以后，我国的整体贸易收支可能会转变为逆差状态。

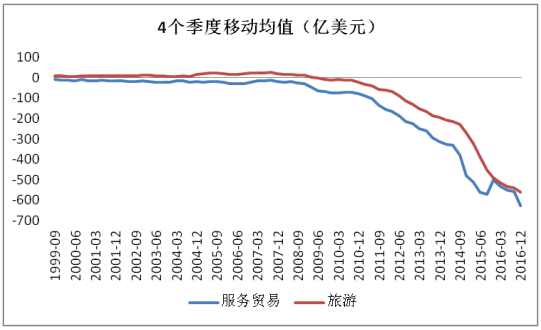


图 37 旅游服务逆差的变化

4、对外资产结构变化改变了国际金融冲击向我国的传导机制，私人部门直接暴露在国际金融冲击之下。

对于官方外汇储备下降及其影响问题，我们还需要结合国家整体对外资产的结构变化来分析。2016 年底，我国对外总资产 64666 亿美元，比 2015 年增加 3107 亿美元。其中，官方储备资产 30978 亿美元，比 2015 年下降 3083 亿美元；私人对外资产 33687 亿美元，比 2015 年增加 6190 亿美元。对外负债 46660 亿美元，比 2015 年增加了 1830 亿美元。对外净资产 18005 亿美元，比 2015 年增加 1277 亿美元。

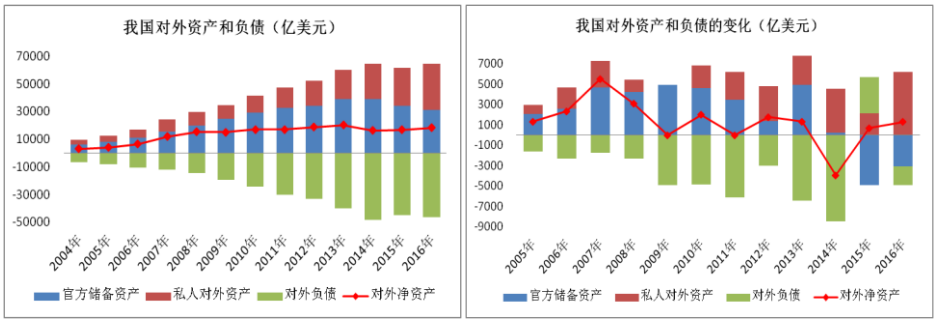


图 38 我国对外资产和负债的变化

从 2015 年开始，我国按照《国际收支和国际投资头寸手册》第六版的标准编制国际投资头寸表，并对 2014 年底的数据进行了追溯调整，对 2014 年以前的数据没有进行调整。所以，2014 年之前和之后的数据不能进行直接比较，我们只分析 2014 年以后的变化情况。2015 年，人民币贬值预期、美元加息预期、国内经济紧缩和国内证券市场动荡等因素结合在一起，外国对我国的新增直接投资和证券投资规模大幅下降，同时国内企业大规模提前偿还对外债务，由此导致我国对外债务存量下降 3525 亿美元，这意味着外资的流出。2016 年，直接投资项下外资流入恢复增长，其他投资项下外资从流出转变为流入，导致我国对外债务存量增加 1830 亿美元，这意味着外资流入。

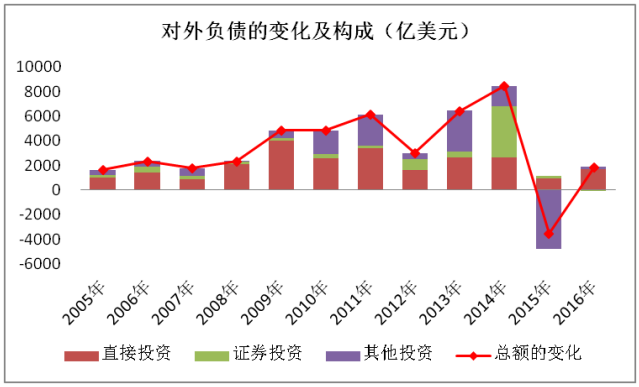


图 39 我国对外负债的构成

在不考虑估值效应的情况下，经常项目收支余额和外资流入规模共同决定了对外资产存量的变化。2015 年，外资由过去的流入状态转变为流出状态，并且流出规模大于经常项目顺差规模，这导致我国对外资产下降。2016 年，经常项目继续处于顺差状态，外资恢复流入，两者共同推动我国对外资产的增加。对外资产的持有者包括官方部门和私人部门，这是获得外汇以后的两个基本的对外投资主体。随着我国资本账户开放程度的不断提高，私人部门对外投资不断增加，这导致私人对外资产存量的持续增长。当经常项目顺差和外资流入遇到增长瓶颈时，私人部门对外投资的迅速增长意味着我国对外资产的主体结构发生变化，官方部门所占份额持续下降，私人部门所占份额持续上升。不仅如此，一旦私人对外投资增长过快，或者总对外资产规模增长过慢，就可能在私人对外资产规模绝对增加的同时，官方对外资产规模的绝对下降，即官方外汇储备的减少。

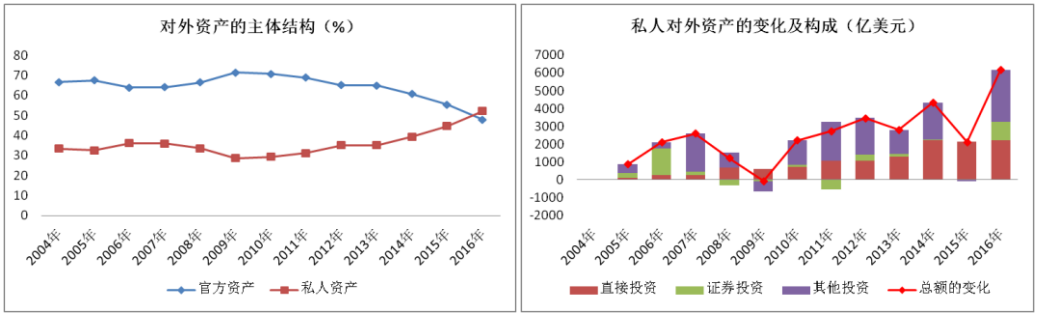


图 40 我国对外资产的主体结构

经常项目顺差和外资流入推动了我国对外总资产和对外净资产继续扩张。在此背景下，对于官方外汇储备的减少，必须置于对外总资产结构变化中进行分析。2009 年以来，私人部门占对外总资产的份额持续上升，2016 年达到了 52%。这种结构调整是我国近年来不断提高金融开放程度的必然结果。在我国的金融开放进程中，负债方的开放先于资产方的开放。在早期的开放进程中，允许外资通过直接投资、银行信贷和证券投资等形式流入我国，但严格限制国内私人部门的对外直接投资、证券投资和其他投资。近年来金融开放程度的提高主要表现为放松对国内私人部门对外投资的限制。私人部门对外资产规模的扩张和占比的提高是其必然结果。

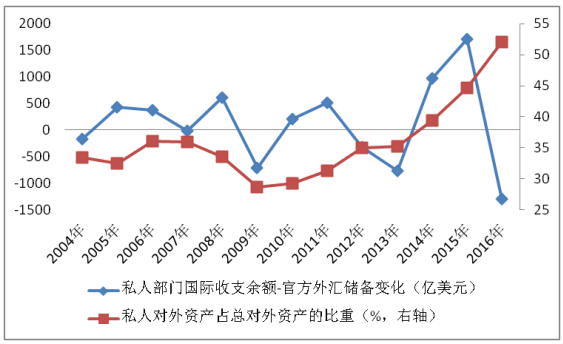


图 41 国际收支余额、私人对外资产和官方对外资产

在对外资产和对外净资产持续增长的背景下，官方储备资产下降不是总量变化问题，而是结构变化问题。由此带来的影响和冲击是多方面的。首先，有利于改善货币当局资产负债表的币种结构失衡问题，及其对货币总量和利率调控空间的制约，进而提高货币政策的独立性。其次，改变了国际金融风险和跨境资本流动冲击向国内的传导渠道，私人部门全方位暴露于国际金融冲击之下。过去，国际金融冲击直接作用于官方部门资产负债表的资产方和私人部门资产负债表的负债方；现在，国际金融冲击同时作用私人部门资产负债表的资产方和负债方。第三，随着对外资产的运作主体从官方部门转向私人部门，应对国际金融冲击的职责从官方部门转向私人部门，这对官方部门和私人部门都提出了新的挑战。这既考验官方部门利用价格机制引导私人部门行为的能力，也考验私人部门利用市场化手段管理国外资产组合以及应对和管理国际金融风险的专业能力。

三、几点建议

1、激发市场导向的民间投资。

当前固定投资增长的主要力量来自基建投资的增长，市场导向的民间投资增长尚未完全恢复。解相对而言，在民间主体的投资决策中，受融资条件和成本因素的约束较强，也会更多地考虑未来产出的市场实现问题。对此，首先要解决金融体系中存在的问题，加快国内金融体系的改革进程，支持符合条件的民营企业发起设立民营银行、金融租赁公司、消费金融公司等新型金融业态，适当降低民营资本发起和参与组建小额贷款公司、融资性担保公司、融资租赁公司等地方金融组织的门槛，从而为民间主体的投资行为提供更好的融资环境。其次，进一步放宽民间投资的市场准入限制，大力规范行业准入的经营和竞争秩序。在收入增长和消费转型的过程中，我国在医疗、教育、旅游、社会保障和社会公共服务等方面处于严重的供给不足状态。这意味着，在这些产业的投资行为具有非常有利的市场实现条件，所面临的约束主要是行业准入约束以及资金和其他成本约束。在加快推进金融改革的同时，进一步放松这些行业的准入限制，治理和规范行业经营和竞争秩序，可以有效激发民间投资的增长。第三，进一步加大政策层面降成本的力度，减税降费，切实减轻民营经济负担，降低民营企业各方面的成本。

2、扭转居民消费增长的颓势。

消费增长收支收入水平、消费倾向和消费品的供给状况。在增加居民就业机会和收入以及促进消费的转型升级的同时，需要进一步完善包括养老保障、医疗保障、失业保障在内的社会保障体系，减少居民面临的不确定性，提高居民消费倾向。控制房价，消除房价过快上涨对居民购买能力和消费能力的削弱。规范旅游、教育、医疗及相关服务市场的秩序，改进产品的质量标准和安全标准等，增加高质量、高品质的产品和服务供给。由此从多个角度共同发力，推动居民消费的增长。

3、抑制原有结构下出口快速扩张对国内供给结构调整的不利冲击。

过去几年中，成本上升、政策优惠减少和外部需求环境恶化，是导致我国出口下滑的主要因素。由此也为国内供给结构调整带来了压力和动力。未来一段时间内，随着欧美发达贸易伙伴经济增速的提高和需求的扩张，加之“一带一路”共建国家新市场的开拓，我国出口的外需环境将会持续改善。在此背景下，原先面临产能过剩问题而不得不淘汰的行业或企业，在外部市场环境改善的影响下，可能会再次扩张。对此，政策层面需要有适当的应对。当然，要做的并不必然是强制淘汰，而是成本-收益关系的调整。通过强化环保标准、劳工标准和知识产权保护等，使其社会成本显性化。同时要调整贸易政策，特别是清理不必要的出口促进手段。

4、大力发展具有跨国配置金融资产能力的专业金融机构，缓解国际金融风险对国内居民特别是家庭的直接冲击。

在当前及未来一段时间内，我国官方外汇储备规模的下降，主要并不是资本外流问题，而是对外资产的持有人从官方部门向私人部门的转移。由此改变了国

际金融冲击向我国的传导机制。在此背景下，官方部门直接介入国际金融资产交易或直接利用数量限制措施，影响跨境资本流动和国际金融冲击的传染，效果将会明显下降。面对这一挑战，需要大力发展国内金融市场，特别是结构完备、高效和稳定的债券市场。更为重要的是国内金融中介机构的发展，让国内专业化的金融中介机构在居民海外资产配置行为充当主体。发挥金融中介机构在管理、对冲、分散和交易金融风险等方面的专业化和规模化优势。