

中國宏觀經濟論壇

宏观经济月度数据分析报告

(2018年1月) (总第20期)

主办单位： 中国人民大学国家发展与战略研究院
 中国人民大学经济学院
 中国诚信信用管理股份有限公司

二〇一八年一月

经济增速缓中趋稳，监管趋严缓释宏观风险

中国宏观经济论坛月度数据分析（2017年12月）¹

闫衍、袁海霞、王秋凤

摘要：在全球经济复苏、国内供给侧结构性改革持续推进的背景下，2017年中国经济延续稳中向好态势，GDP增长连续8个季度稳定在6.7-6.9%的中高速增长区间，多项经济指标向好，全年经济实现平稳收官。展望2018年，去杠杆和环保力度的进一步趋严将对经济增长尤其是投资造成一定压力，消费虽然稳健但难以大幅上行，出口改善幅度能否持续仍面临不确定性。2018年经济或将小幅放缓但韧性犹存，预计全年GDP同比增长6.7%，延续缓中趋稳走势。同时，在经济缓中趋稳，监管全面趋严下，宏观风险有所缓释，资金“脱实向虚”有所改善，金融杠杆持续去化，银行资产无序扩张态势得到一定程度遏制，宏观杠杆率边际改善，资本流出压力减轻。但是，鉴于当前仍处于经济调整期，投资下行压力、通胀预期升温、M2与社融走势分化态势下实体经济融资成本仍然是2018年值得关注的热点。建议新的一年通过采取提振民间投资、持续推进减税降费、加大直接融资力度、加强监管协调等政策，提高经济韧性，进一步防范宏观风险。

一、中国经济进入缓中趋稳的新阶段

在全球经济复苏、国内供给侧改革持续推进的背景下，2017年中国经济延续了2016年下半年以来的稳中向好态势，GDP增长连续8个季度稳定在6.7-6.9%的中高速增长区间，从快速衰退期进入缓中趋稳的平稳增长期，基本验证了我们年初“全年前高后稳”判断。2018年投资下行压力将进一步凸显，消费受居民部门杠杆率攀升的约束难以大幅上行；2017年下半年以来人民币汇率走强，人民币相对于周边货币升值给出口增长带来不确定性，2018年经济或将小幅放缓，但总体延续缓中趋稳走势。

表1 2017年四季度中国宏观经济核心指标一览表

核心指标	2015	2016	2017年（累计）				相比同期
		4季度	1季度	2季度	3季度	4季度	
GDP同比（%）	6.9	6.7	6.9	6.9	6.9	6.9	↑
工业增加值同比（%）	6.1	6.0	6.8	6.9	6.7	6.6	↑
固定资产投资（%）	10.0	8.1	9.2	8.6	7.5	7.2	↓
全社会消费品零售额（%）	10.7	10.4	10.0	10.4	10.4	10.2	↓

¹ 中国人民大学国家发展与战略研究院中国宏观经济报告与预测课题组

出口同比 (%)	-1.8	-2.0	14.8	15.0	12.4	10.8	↑
进口同比	-13.2	0.6	31.1	25.7	22.3	18.7	↑
贸易顺差 (亿元)	36865	33473	4549	12782	20331	28716	↓
M2 同比 (%)	13.3	11.3	10.6	9.4	9.2	8.2	↓
社会融资规模 (亿元)	152936	175226	70100	112400	157600	195400	↑
CPI (%)	1.4	2.0	1.4	1.4	1.5	1.6	↓
PPI (%)	-5.2	-1.4	7.4	6.6	6.5	6.3	↑

(注：↓、↑、↔分别表示与2016年相比，2017年4季度指标出现下降、上升或持平)

(一) GDP 增长超预期，经济结构继续优化

GDP 增速超出市场预期。2017 年全年，实际 GDP 同比增长 6.9%，较 2016 年提升 0.2 个百分点，超出此前预期。分季度来看，前两个季度分别同比增长 6.9%，后两个季度分别同比增长 6.8%，如我们年初预期“前高后稳”。名义 GDP 同比增速虽然自一季度以来持续小幅回落，但始终维持在 11% 以上的较高位区间。反映供求水平的 GDP 平减指数为 3.98%，较年初有所回落，但显著高于上年，维持在新常态以来的较高水平。



图 1 2017 实际 GDP 平稳增长，名义 GDP 维持在新常态以来较高水平

产业结构和需求结构持续优化。从产业结构来看，第三产业增速持续快于第一、二产业，对年度经济增长的贡献率首次达到 60%。第一、二、三产业分别同比增长 3.9%、6.1%、8%，除第二产业较上年回落 0.2 个百分点外，第一、三产业分别较上年加快 0.6、0.3 个百分点。第三产业对经济增长的贡献率为 60%，高于第二产业 24.8 个百分点，这是第三产业对年度经济增长的贡献率首次超过 60%。从需求结构来看，最终消费支出对经济增长虽然低于 2016 年，但依然保持在 58.8% 的较高水平。

表 2 三次产业、三大需求对经济增长的贡献率和对 GDP 累计同比的拉动 (%)

	GDP 累计同比贡献率						对 GDP 累计同比的拉动					
	第一产业	第二产业	第三产业	最终消费	资本形成	净出口	第一产业	第二产业	第三产业	最终消费	资本形成	净出口
2016-03	2.20	35.50	62.20	75.0	36.5	-11.5	0.10	2.40	4.2	5.0	2.4	-0.8
2016-06	2.90	37.90	59.20	73.4	37.0	-10.4	0.20	2.50	4.0	4.9	2.5	-0.7
2016-09	4.00	37.50	58.50	71.0	36.8	-7.8	0.30	2.50	3.9	4.8	2.5	-0.5
2016-12	4.40	37.20	58.40	64.6	42.2	-6.8	0.30	2.50	3.9	4.3	2.8	-0.5
2017-03	2.20	36.10	61.70	77.2	18.6	4.2	0.20	2.40	4.3	5.3	1.3	0.3
2017-06	3.10	37.80	59.10	63.4	32.7	3.9	0.20	2.60	4.1	4.4	2.3	0.3
2017-09	4.00	37.20	58.8	64.50	32.80	2.7	0.30	2.50	4.0	4.50	2.30	0.2
2017-12	4.80	35.20	60.0	58.80			0.30	2.40	4.1	4.10		

(二) 从需求侧来看，投资、消费、进出口走势延续分化态势

1. 2017 年投资缓中趋稳，2018 年下行压力加大

固定资产投资缓中趋稳。2017 年固定资产投资自 3 月份达到 9.2% 的年内高点后，此后平缓回落，但回落幅度有限，呈缓中趋稳态势，全年同比增长 7.2%，较上年回落 0.9 个百分点。分三大类来看，房地产调控之下二季度后房地产投资波动回落，但受三四线城市库存去化效果显现及土地购置费用高位运行支撑，房地产投资仍保持了一定韧性，全年同比增长 7%；制造业投资在内外需回暖、企业利润改善的背景下也较去年有所回暖，同比增长 4.8%，较上年加快 0.6 个百分点，但总体来看制造业投资仍较为疲弱；基础设施投资依然保持了 14.93% 的较高速增长。

2018 年投资增长下行压力将大于去年，预计全年增速为 6%。基建投资将成为拖累固定资产投资增速的重要影响因素。一方面，地方政府债务监管趋严，广义财政支出大概率放缓；另一方面，地方 GDP 和财政收入“挤水分”导致一些基建投资项目将被叫停。考虑到基建投资在固定资产投资中约 20% 的占比，基建投资的回落将对投资增长产生较大的压力；此外，调控之下房地产投资继续回落，环保趋严下制造业投资维持当前弱增长态势，民间投资提振依然面临体制机制等多重掣肘，国有企业债务约束导致国有企业投资动力降温，这都进一步加大 2018 年固定资产投资下行的压力。

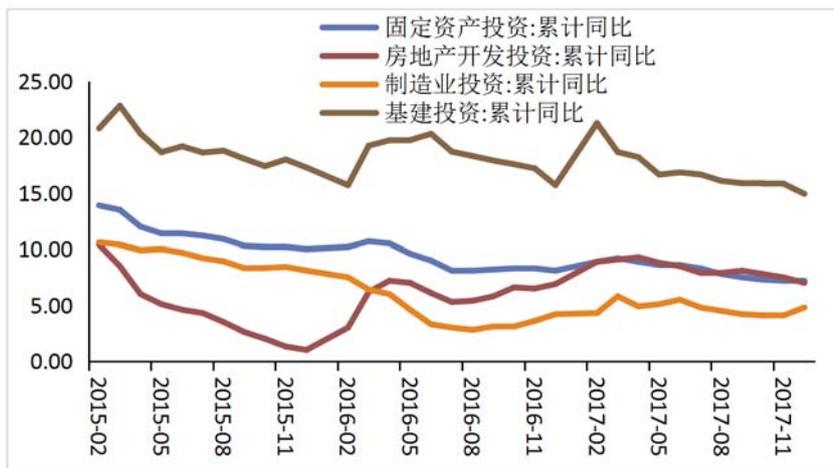


图2 固定资产投资缓步下行

2. 居民部门杠杆率攀升背景下消费再上台阶难度较大

消费稳健增长，消费结构持续升级。2017年以来，除2月份因为春节等季节性因素以及高基数导致消费累计增速出现9.5%的低位外，其余各月社会消费品零售总额累计同比增速均保持在10%-10.4%区间，全年同比增长10.2%，较上年小幅回落0.2个百分点，总体延续了2016年以来的平稳增长态势，前几年阶梯式下滑态势得以改善。消费结构升级持续，在汽车、建筑装潢类消费持续放缓背景下，化妆品类、金银珠宝类、体育娱乐用品类等类别产品零售额同比增速出现明显回暖，女性消费、娱乐类消费显示出较强增长动力。

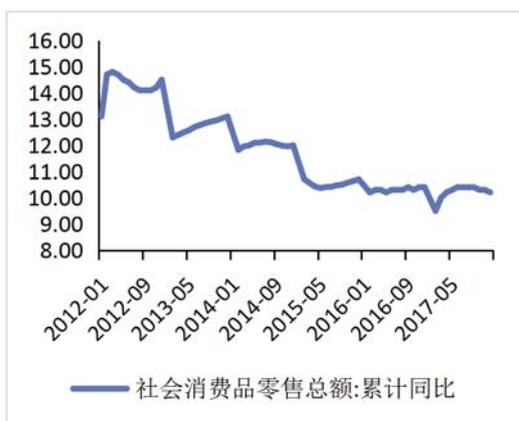


图3 消费稳健增长



图4 女性消费、娱乐类消费增长较快

居民杠杆率攀升制约消费继续上行，预计将保持10%左右的平稳增长。根据央行问卷调查，2017年四季度末居民消费意愿仍维持在26%以上的2010年以来相对高位，同时消费升级持续将对消费稳健增长形成支撑。但值得关注的是，近两年来房地产价格快速上涨，居民贷款买房热情高涨，同时网贷、现金贷等互联网金融创新也降低了居民贷款的门槛，导致我国居民杠杆率出现逆势攀升。截至2017年上半年末，我国居民部门杠杆率为53%，较2016年底上行3个百分点。

从国际比较来看，当前我国居民杠杆率远超新兴经济体居民部门总体杠杆率（37%）。金砖五国中，截至 2017 年上半年末俄罗斯、巴西、印度、南非居民部门杠杆率分别为 15.5%、22.1%、10.7%、34.3%，均远低于中国居民部门杠杆率。居民部门杠杆率的攀升将制约居民消费能力，消费继续大幅上行难度较大。

3. 进出口增幅由负转正，但改善幅度能否持续仍存在不确定性

2017 年以来，全球经济有所复苏，全球贸易由超调出现一定幅度的回调，中国进口和出口双双实现了较大幅度的正增长。全年以美元计价的出口累计同比增长 7.9%，进口累计同比增长 15.9%，分别较去年全年加快 15.63、21.34 个百分点，且进口增速显著高于出口增速，经常项目下收支趋于平衡。但是，2017 年我国出口的改善在一定程度上得益于人民币汇率在 2016 年总体呈贬值趋势，人民币相对于周边货币贬值，带动中国出口商品价格竞争力有所提高。但 2017 年下半年以来，人民币汇率出现较大幅度的升值，这在降低资本流出压力风险的同时也会导致出口商品价格竞争力的降低，2018 年出口改善幅度能否延续仍存在不确定性。

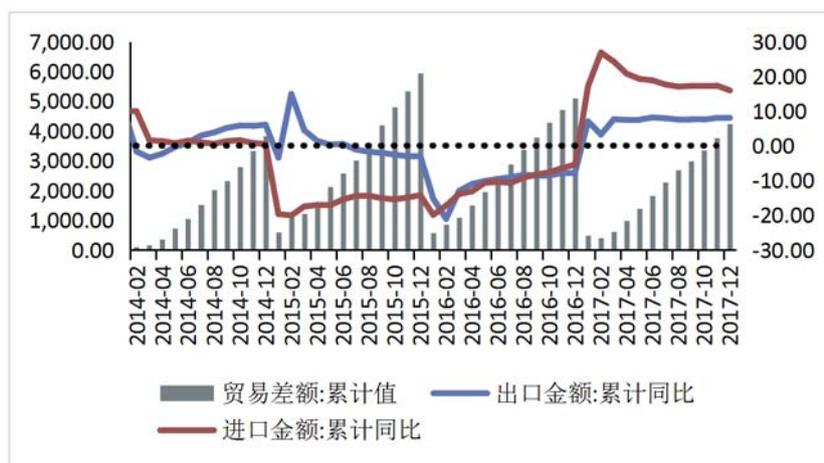


图 5 进口、出口均较 2016 年有明显改善

（二）从供给面来看，工业虽有回暖但后续下行压力仍存

2017 年以来，产能去化、环保限产支撑 PPI 高位运行，工业品价格回升带动工业企业利润出现大幅改善，企业生产积极性提高，工业生产出现回暖走势，规模以上工业增加值和制造业增加值均出现了不同程度的反弹。2017 年工业增加值同比增长 6.6%，其中制造业同比增长 7.2%，分别较上年加快 0.6、0.4 个百分点。但是，2018 年随着产能去化力度边际减弱，PPI 大概率出现回落，叠加融资成本上升，企业利润改善幅度将有所收窄，将导致企业扩大生产意愿回落，从而给工业增加值带来回落压力。但总体来看，2018 年 PPI 依然在相对较高水平运行，工业生产下行幅度仍然有限，预计不会再次重现 2015-2016 年的萧条状态，

增速进入相对稳定期。

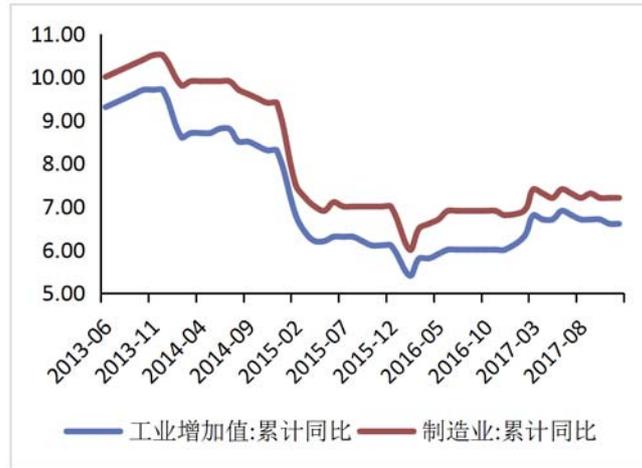


图6 工业生产有所回暖

(四) 核心CPI回升，工业品结束通缩行情，通胀预期升温

2017年CPI基本维持在“1”时代。CPI除1月份受季节性因素影响达到2.55%的高点外，其余各月总体保持平稳增长，全年CPI同比增长1.6%，较上年回落0.4个百分点。CPI保持较低位运行主要是受食品价格尤其是蔬菜和猪肉类价格持续下滑的拖累，在医改推进、消费升级、油价回升的情况下，非食品项依然保持了较快增速。

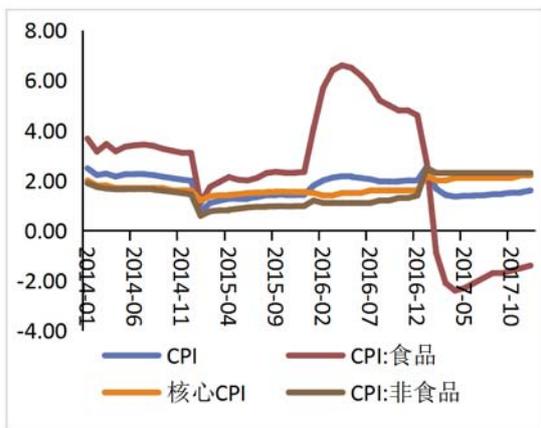


图7 CPI总体处于“1”时代

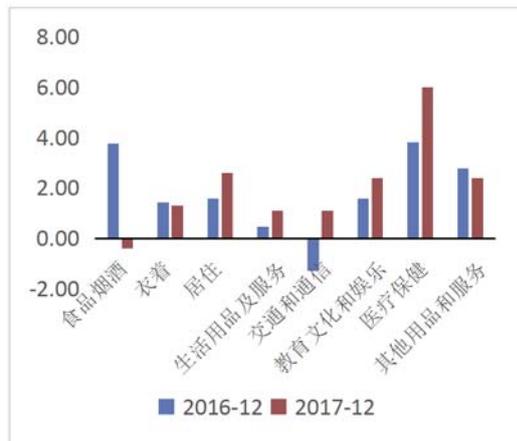


图8 医改推动下医疗保健涨幅领跑八大类

去产能和环保趋严支撑PPI高位运行，持续近五年的工业品通缩行情结束。去产能和环保趋严背景下，煤炭、钢铁、有色金属、石油等主要工业品供给有所收缩，供需矛盾凸显导致其价格出现较大幅度回升，带动PPI结束了2012年3月以来的通缩状态，出现大幅上扬。虽然下半年以来随着主要工业品价格涨势趋缓PPI有所回落，但依然保持在6%以上。同时，受“煤飞色舞”影响，PPIRM高位运行，与PPI剪刀差持续处于1.5%-2.2%的宽幅区间。PPI与PPIRM剪刀差

持续处于高位，挤压了中下游企业利润空间，使中下游企业利润持续向上游转移重要影响因素之一。

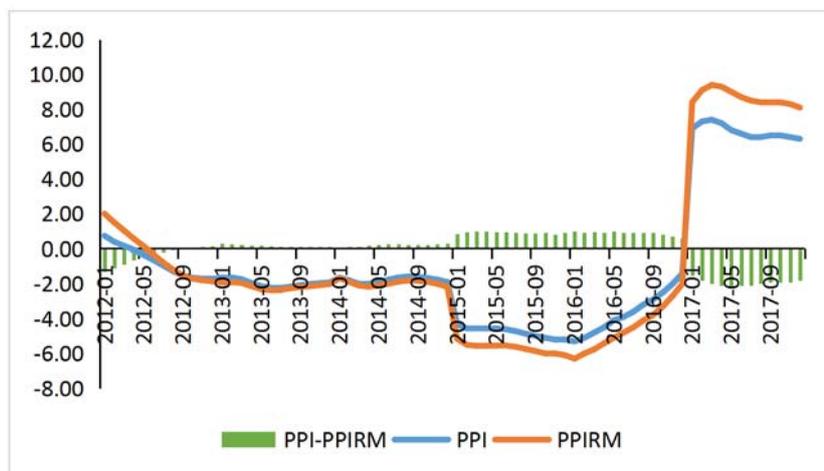


图9 PPIRM、PPI 持续高位运行，剪刀差持续处于高位

2018年CPI将重回“2”时代，但通胀仍可控。从PPI来看，环保高压下主要工业品的供需矛盾依然存在，将成为支撑PPI的主要因素，但考虑到去产能力度边际减弱和2017年基数的影响，PPI涨幅或将弱于2017年，预计全年上涨4%左右；从CPI来看，食品项价格回暖，石油价格高位运行，长时间高位运行的PPI持续对CPI形成传导，CPI中枢将继续上移，但由于食品项价格回暖幅度和石油价格上涨幅度都“有顶”，CPI涨幅依然可控，预计2018年CPI涨幅为2.3%-2.5%。

（五）企业盈利大幅改善，后续面临放缓压力

企业盈利大幅改善，利润持续由中下游向上游转移。2017年以来，受供给侧结构性改革和环保趋严影响，供需态势得到一定程度地扭转，企业盈利出现大幅改善。1—11月份，企业利润同比增长21.9%，较去年同期加快12.5个百分点。但是，利润改善程度在处于生产链不同环节的企业之间分化明显，产能快速去化导致上游行业利润出现数百倍的高速增长。相对而言，中下游行业市场化程度较高，行政性的产能去化指令对其产能约束有限，供过于求态势依然存在，上游行业利润增长始终远远快于中下游行业，中下游行业利润向上游转移的态势非常明显。



图10 工业企业营收改善幅度明显好于2015年

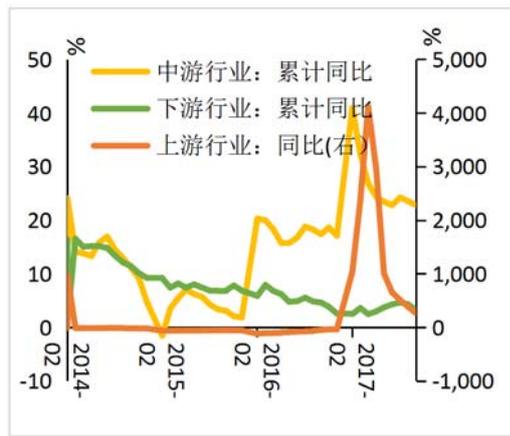


图11 上中下企业利润走势分化明显

2018年PPI涨幅收窄，带动企业利润尤其是上游企业利润增长进一步放缓。由于本轮企业利润的改善尤其是上游企业利润的改善主要是由石油、钢铁、有色金属、化工原料等主要工业品供给收缩价格上涨所带动，后续PPI的回落或将带动企业利润增长尤其是上游企业利润增长进一步放缓。

（六）小结

2017年12月8日中央政治局会议将“防范化解重大风险”列入“三大攻坚战”之一，提出“要使宏观杠杆率得到有效控制，金融服务实体经济能力增强，防范风险工作取得积极成效”，年末中央经济工作会议强调“重点是防控金融风险……促进形成金融与实体经济、金融与房地产、金融体系内部的良性循环，做好重点领域风险防范和处置，防风险依然是2018年经济工作的重要内容。在防风险基调下，稳增长政策将有所回调，去杠杆和环保力度的进一步趋严将对经济增长尤其是投资造成一定压力，消费虽然稳健但难以大幅上行，出口增长仍面临不确定性，2018经济下行压力或将大于2017年。预计全年GDP同比增长6.7%，考虑到基数效应的影响，全年低点或在二季度，总体呈现前低后稳走势。

二、经济增速趋稳下监管趋严缓释宏观风险

2017年是强监管的一年。针对宏观经济运行中存在的影子银行快速扩张、债务风险突出和房地产结构性泡沫等问题，相关部门出台了一系列监管政策，以缓释金融系统性风险。一方面，央行进一步完善“货币政策+宏观审慎政策”的双支柱调控框架，降低基础货币投放力度，多次提高MLF、SLF、OMO等政策利率，抬高金融机构负债端成本，先后将表外理财、同业存单纳入MPA考核，抑制银行资产规模过快膨胀。另一方面，银证保等部门持续出台文件，以金融去杠杆、改善资金“脱实向虚”为重点加强监管。其中，银监会3月底、4月初发布的一系列文件，既包括宏观的监管方向（如整治市场乱象、风险防控、弥补监管短板），又有具体的专项治理检查要点，其力度之大、节奏之密一度超出市场预期。金融

监管协调有所加强，金融稳定发展委员会正式成立，资管新规征求意见稿的发布为资管行业提供了“超级监管框架”，金融监管从机构监管向行为监管与机构监管并重转变。同时，针对地方政府债务风险的监管“开前门、堵后门”并举，财政部由财政部牵头其他相关部委相继出台了 50 号文、87 号文、92 号文，规范地方政府的融资行为，加强地方政府债务管理，厘清地方政府和地方融资平台公司债务的关系，规范 PPP 项目融资，并相继推出土地储备专项债、收费公路专项债券和项目收益专项债券，拓展地方政府融资的规范化渠道。此外，为遏制房地产市场结构性泡沫，房地产调控政策持续出台，房地产融资持续收紧。最后，在面临资本流出压力背景下，对跨境资本流动的管理有所加强，并在人民币计价中引入逆周期因子进行调节。在一系列强监管措施的影响下，金融系统性风险得到一定缓释。

（一）资金脱实向虚改善，金融杠杆有所去化

M2 与 M1 剪刀差收窄，资金“脱实向虚”改善。自 2015 年 10 月 M1 与 M2 剪刀差转正以来，2016 年我国金融层面最显著的特征就是，M1 增速偏高，M2 增速较低，二者剪刀差持续处于高位。这主要是因为经济底部运行时期，实体经济收益率下行，在资产价格快速上涨、利率维持低位的背景下，企业持币待投，存款活期化，M1 增速持续偏高。但 2017 年以来，M1 与 M2 剪刀差持续收窄。这表明非金融企业正在将更多的期限较短的活期存款向期限较长的准货币转化，前期企业持币观望、投资意愿不强、资金过度“脱实向虚”的现象正在得到纾解，这从“实”和“虚”两方面都可以得到印证：一方面，2017 年以来经济增长呈现改善态势；另一方面，房地产贷款余额同比增速持续下滑，从上年末的 27% 回落至 2017 年三季度末的 22.8%，资金过度涌入房地产等领域的现象有所抑制。

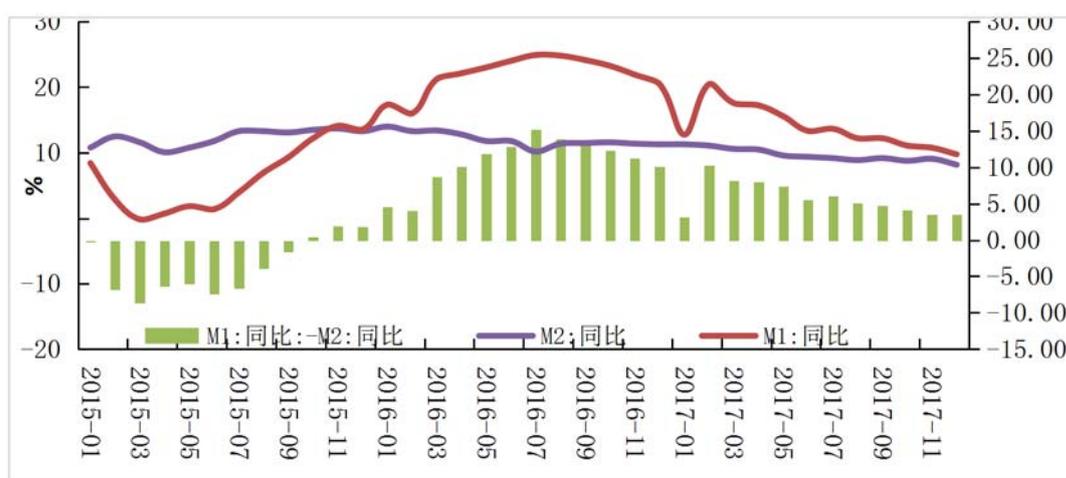


图 12 M2 与 M1 剪刀差持续收窄

M2 与社融走势分化，金融杠杆有所去化。分化从历史上看，社会融资规模与 M2 走势基本一致，但从 2016 年 10 月份开始社融与 M2 增速开始出现背离，2017

年差距进一步扩大，今年8月份和10月份二者剪刀差一度达到4.2个百分点的历史高点。M2与社融走势背离，反映了监管趋严下银行逐步回收通过资管计划等投向非银机构的资金，资金在金融体系的内部往来减少，导致M2增速下降，但实体经济融资依然得到了一定保障，因此社融规模增长相对平稳。

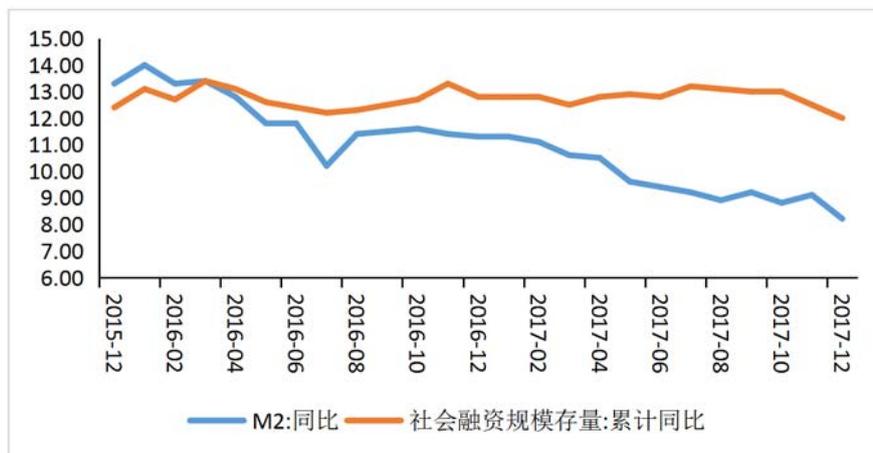


图 13 M2 与社融走势分化

（二）银行业表内外资产扩张放缓，不同所有制银行资产质量走势分化

近年来，商业银行通过发行理财产品和同业存单进行主动负债，再通过与信托、券商、基金、保险等机构合作开展通道业务和委外业务进行资产扩张，商业银行资产负债规模保持了较快的扩张速度，2015、2016 年银行业金融机构资产、负债同比增速均保持在 15% 以上²。随着金融去杠杆的持续推进，宏观审慎监管框架的不断完善，银行业资产规模无序扩张的态势有所改善。自 2016 年 10 月起银行总资产、总负债规模月同比增速由升转降。2017 年以来资产、负债规模延续下行态势，截至 10 月底总资产、总负债规模同比增速已经回落至 10%，此前受益于同业负债扩张的股份行、中小型银行增速下滑更为明显，股份行增速近 10 年来首次回落至大行增速之下。表外理财方面，在监管趋严下，表外理财增速从 2016 年近 50% 的增速滑落到了个位数水平（截至 2017 年 6 月底）。

² 2015 年银行业金融机构总资产、总负债分别同比增长 15.67%、15.07%；2016 年银行业金融机构总资产、总负债同比增速进一步加快，分别同比增长 16.51%、16.66%。



图 14 不同类型银行资产增速回落



图 15 理财产品增速回落至个位数

国有行资产质量有所改善，但农商行资产质量持续恶化。截至 2017 年三季度末，商业银行不良贷款余额 1.67 万亿元，较上半年小幅增加 346 亿元，同比增长 11.81%，回落 11.42 个百分点；商业银行不良率为 1.74%，自 2016 年四季度以来连续四个季度保持在 1.74%，较去年同期小幅回落 0.2 个百分点，商业银行总体不良率缓中趋稳。但是，不同类型的银行业金融机构资产质量表现分化，国有行和外资行不良率持续回落，城商行小幅上行，尤为值得关注的是，农商行不良率持续攀升，截至 2017 三季度末，城商行不良率达到 2.95%，是 2009 年四季度以来的最高位，较去年同期回升 0.21 个百分点，较今年上半年回升 0.14 个百分点。考虑到城商行、农商行经营风格相对较为激进，风控能力较弱，相对于国有行风险敞口较大，未来仍需高度关注经济下行压力下，城商行、农商行尤其是农商行资产质量恶化的风险。

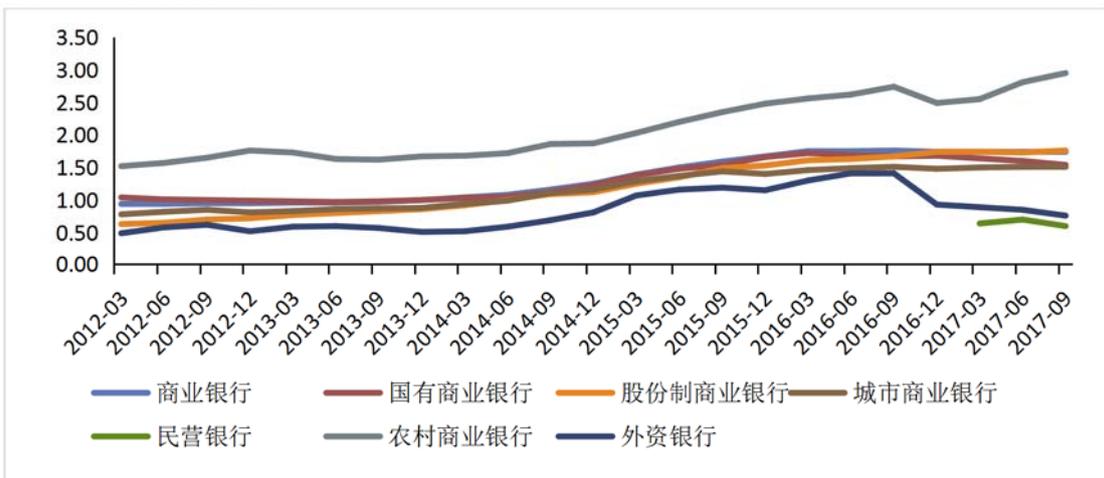


图 16 商业银行总体不良率缓中趋稳，不同所有制银行不良率走势分化

（三）经济企稳、强监管背景下宏观杠杆率边际改善

2017 年以来，在一系列强监管、去杠杆措施的制约下，我国总体杠杆率增长边际放缓。根据中诚信国际的测算，截至 2017 年 6 月底，我国总体杠杆率为

268%，较 2016 年末仅增长了 1 个百分点，而 2016 年较 2015 年提升了 12.4 个百分点，宏观杠杆率的增长边际放缓。分结构来看，2017 年以来，对地方政府债务监管趋严，政府部门杠杆率较 2016 年底回落 1 个百分点至 49%；在企业利润改善、资产价值重估等有利因素作用下，尽管面临债务规模刚性压力，非金融企业部门杠杆率仍比上年底下降了 0.1 个百分点至 166.8%，呈现趋稳特征，但值得关注的是居民部门杠杆率出现攀升，截至 6 月底达到 53%，较 2016 年底攀升 3 个百分点。



图 17 宏观杠杆率边际改善，不同部门杠杆率走势分化

（四）人民币汇率波动上行，跨境资本流动改善，资本流出压力减轻

2017 年尽管面临美联储多次加息、美国税改等事件冲击，但国内经济基本面回暖、贸易顺差保持较高水平，为人民币汇率提供了支撑，防风险背景下货币政策边际收紧，监管政策频频出台带动市场利率波动上行，中美利差也呈现波动上行态势，同时跨境资本流出管理也有所加强。多重因素作用下，人民币汇率呈现波动上行态势。尤其是 5 月末外汇交易中心公布人民币对美元汇率中间价引入逆周期因子后，人民币对美元出现较为明显的上涨，市场对人民币的贬值预期出现明显扭转。在人民币走强、跨境资本流出管理加强背景下，外汇储备在 1 月份跌破 3 万亿美元之后止跌回升，外汇占款环比在 9 月份由负转正，资本流出压力较 2016 年明显减轻。

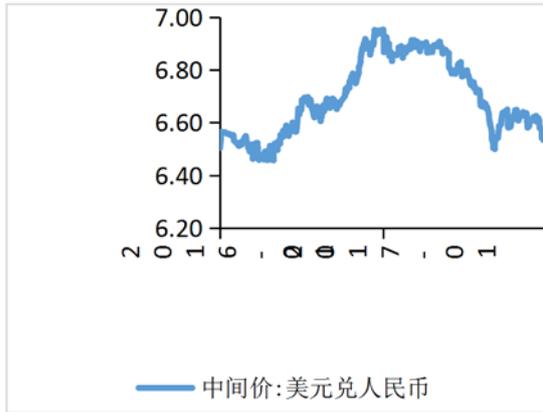


图 18 2017 年人民币汇率波动走强

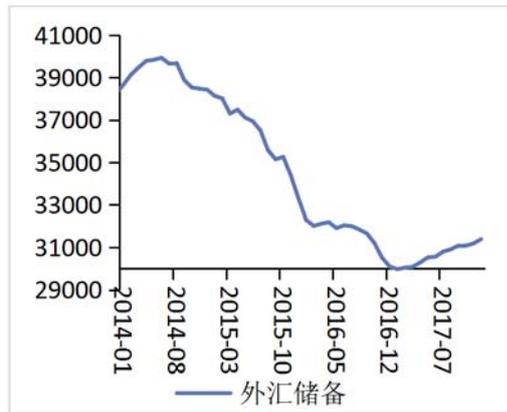


图 19 外汇储备止跌回升

三、经济新阶段关注投资下行压力、通胀预期、M2 与社融的背离

(一) 多重制约下投资下行压力凸显

基础设施建设投资“托而不举”。2017 年以来，财政部等有关部门持续出台文件，加强对地方政府举债的管理和规范，监管压力加大背景下地方政府基建投资动力得到一定程度的制约，同时受地方 GDP、财政收入“挤水分”影响，一些基建投资项目将被叫停。基建投资的压力已经在 2017 年尤其是 2017 年下半年以来得以显现，截至 2017 年 10 月底，发改委全年核准项目 44 个，较去年底回落 37 个，明显低于近五年来同期。2018 年基建投资增长的压力将进一步显现。但是，从投资结构看，在扶贫攻坚、环保治理等“补短板”效应凸显下，基础设施领域中的生态保护和环境治理、公共设施管理、道路运输业、水利管理业等领域仍将保持快速增长，基础设施建设仍有一定支撑，或将继续保持两位数增长

调控之下房地产仍面临持续的下行压力但幅度有限。2017 年以来，在各地持续出台房地产调控措施背景下，商品房销售面积和销售额增速持续回落，10 月份以来商品房销售面积同比增速已经回落至 10% 以下，房屋新开工面积同比增速下半年以来也始终在个位数徘徊，明年房地产调控下销售回落对房地产投资的影响将进一步显现，但考虑到棚改货币化、租赁房建设等对房地产投资形成支撑，房地产投资下行幅度依然有限，预计全年增幅在 4.5%—5% 左右。

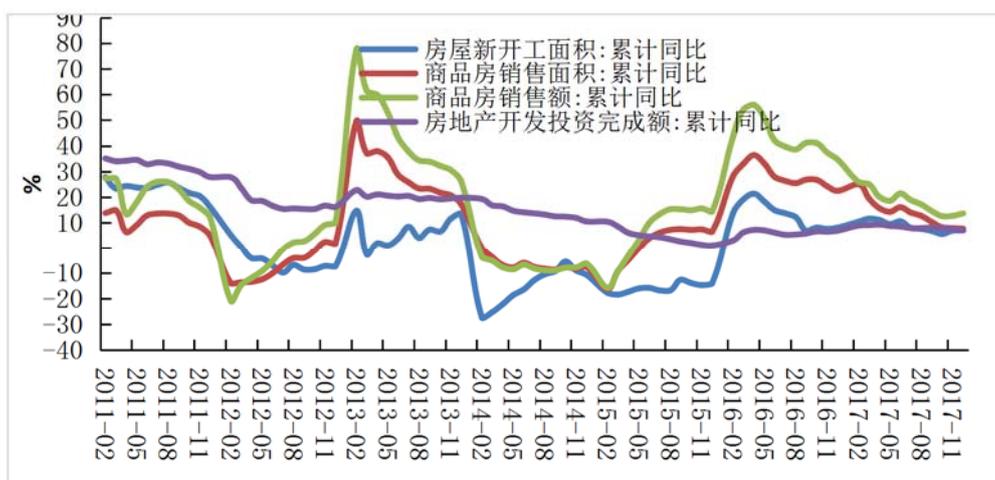


图 20 商品房销售面积和销售额增速回落，新开工面积低速增长，房地产投资面临下行压力

制造业投资延续小幅改善态势。2017 年，在去产能、环保限产背景下，煤炭、钢铁、石油、有色金属等主要原材料价格上涨，受此影响，上游行业利润得到明显改善；但下游行业市场化程度较高，行政性去产能和限产指令对下游行业供给的影响较小，同时最终消费需求虽然稳健但并未出现大幅提振，因此利润改善幅度并不如上游明显。但是，重资产的上游行业面临环保限产压力产能难以提升，中下游行业利润改善有限，同时由于其轻资产属性，虽然环保压力较小，但对制造业投资的贡献相对有限。在此情况下，尽管 2017 年企业利润大幅改善，但制造业投资并未出现大幅提速。2018 年上游制造业投资除环保限产之外还面临利润回落的压力，中下游企业利润虽可能继续小幅改善但对制造业投资贡献依然有限，预计制造业投资仍将延续 2017 年以来的小幅改善态势。

宏观去杠杆加大国有投资下行压力，民间投资面临环保加压挑战。一方面，当前非金融企业部门杠杆率尤其是国有企业部门杠杆率过高，宏观去杠杆背景下，国有企业举债难度加大，国有企业投资面临的资金来源约束加大，国企投资将减速；另一方面，从 2017 年以来的情况看，中小企业尤其环保“限产”所涉及的煤炭、钢铁、化工等领域，中小企业和民营企业技术水平相对较低，往往是“限产”、淘汰落后产能的主要实施对象，同时中小企业和民营企业实力相对较弱，环保设备更新成本对它们来说压力更大，此外环保压力下主要工业品“量缩价升”对以中小企业和民营企业为主的中下游行业企业利润空间形成挤压——总而言之，环保趋严对中小企业、民营企业的影响更为显著。因此，环保压力的加大有可能进一步加大对当前处于低迷状态的民间投资形成挤出，加大民间投资提振的难度。

（二）通胀预期升温，全年前高后低，无需担忧高通胀风险

环保趋严对 PPI 形成支撑，PPI 虽有回落但仍保持相对高位运行，全年前高

后低。2017年下半年以来，PPI总体依然保持了较为高位运行的态势，在一定程度上超出市场预期，这与环保限产力度加大，主要工业品价格高位运行密切相关。按照2017年末中央经济工作会议精神，“污染防治”是必须坚决打好的三大攻坚战，在未来三年都将是政策重心。2018年环保力度或将继续保持高压态势，环保约束下主要工业品供给端仍面临压力，供需矛盾依然存在，主要工业品价格仍有望保持高位运行态势，这将对PPI形成支撑。但是，由于去产能力度边际减弱和2017年高基数的影响，PPI总体走势将低于2017年。考虑到2018年下半年翘尾因素影响回落较大，同时采暖季环保限产政策在2017年基础上进一步大幅加压的难度较大，下半年尤其是四季度PPI回落压力或将大于上半年，全年呈现前高后低走势。

多重因素带动CPI中枢将有所上移，但无高通胀之忧。2018年CPI仍面临一定的上行压力：1) 2017年CPI增速偏低主要是受食品项价格大幅下降尤其是肉蛋价格大幅下降的拖累，受“猪周期”、环保压力加大等因素影响，2018年猪肉供过于求矛盾小幅缓解，价格下跌幅度减缓，从而带动CPI上行；2) 油价对CPI篮子当中的诸多品种有较为明显的影响，在国内、海外需求回暖，OPEC减产协议继续的背景下，2018年油价高位震荡的可能性较大，从而加大CPI上涨的压力；3) PPI长时间高位运行，对CPI的传导将有所加强；4) 2017年基数偏低将拉高2018年同比增速。但是，虽然CPI中枢将有所上移，但并无需担心高通胀风险：一方面，预计2018年生猪自繁自养盈利值仍能基本在盈亏线之上，养殖户因价格难以覆盖成本而大幅减产的可能性较小，虽然环保压力下小猪场可能面临减产停产压力，但大型养猪场的发展将在一定程度上弥补因环保而带来的产能缺口，因此猪肉价格虽然降幅收窄，但大幅上涨的可能性依然较小；另一方面，2018年国际原油供需仍有望保持边际平衡状态，且美国页岩油有增产可能，在不出现大的地缘政治风险的前提下，油价上涨“依然有顶”，因此CPI上行空间和幅度依然受到多重限制。预计2018年CPI涨幅约为2.3%—2.5%。从月度走势来看，OPEC直到6月才会正式进行退出减产协议的讨论，在此之前油价很难大幅走低，同时上半年翘尾因素总体保持在较高位，这将支撑CPI在较高位运行；下半年随着翘尾因素影响减弱，尤其是如果OPEC增产备忘录如预期达成，油价或将出现调整，从而减轻我国由于油价导致的输入性通胀的压力，CPI将出现回落走势。与PPI类似，全年CPI走势将前高后低，全年CPI高点或在年中。

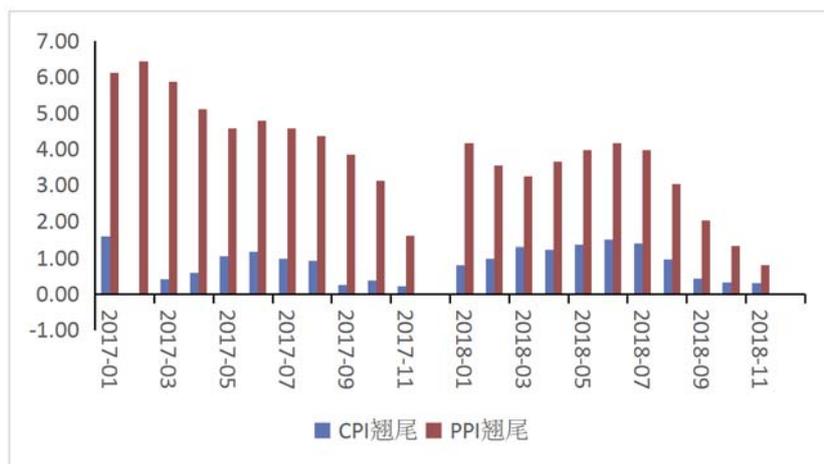


图 21 2018 年 CPI、PPI 翘尾走势

（三）M2 与社融分化态势仍将持续，实体经济融资面临压力

2017 年 M2 大幅偏离预期目标，M2 增速目标约束软化。M2 与社会融资规模走势分化是 2017 年金融数据的一个重要特征，全年社会融资规模存量累计同比增长 12%，恰好与 2017 年初所制定的社会融资规模目标增速相符；但相比之下，M2 增长大幅偏离了 12% 的预期目标。这显示在金融创新持续发展、金融去杠杆背景下，监管层对于 M2 的关注度有所降低，未来更需要密切关注社会融资规模增速目标。



图 22 M2 同比走势

金融创新与金融去杠杆共同导致 M2 与社融走势分化。M2 与社融走势分化主要是两方面原因导致：其一，理财、基金、信托、资管、互联网金融等金融创新产品发展迅速，但这一部分资金并未计入 M2，从而导致整个经济体系中的货币量存在一定程度的低估；其二，M2 与社融统计口径有所不同，社融主要反映的是整个金融体系的资产方，M2 反映的是主要统计的金融机构的负债方，二者走势的持续分化，反映了金融去杠杆背景下金融机构行为的调整。就负债端而言，

主要体现在非银行业金融机构存款的回落。2017年下半年以来，非银金融机构存款累计值结束了近两年来的持续攀升，呈波动回落态势；从资产端而言，主要体现在银行投放非银资金中未投向实体经济部分有所收缩。**M2 低位运行或成常态**。虽然2017年12月非银金融机构存款大幅下降的情况下M2回落至8.2%的历史低位，但随着新一年信贷季节性回升带动企业存款增加，同时随着表外融资再监管趋严下继续向表内转移，M2在2018年初或将有所回升。但从经济基本面的来看，2018年经济增长虽有下行压力但无失速之忧，“增长放缓—货币政策放松”的逻辑有所弱化，金融防风险、去杠杆仍将持续，同时考虑到需要应对美联储加息和特朗普减税对中国的资本流出带来的压力，货币政策仍将延续稳健中性，同时严监管下影子银行的货币创造活动减少，因此2018年M2增速难以大幅度提升，个位数运行或成常态。

社融增速小幅放缓，实体经济融资面临量收价升压力。2017年12月政治局会议提出“防范化解重大风险要使宏观杠杆率得到有效控制……”，考虑到2018年名义GDP增速可能较2017年出现下调，为控制宏观杠杆率，社会融资规模增速或将小幅低于2017年，这将加大实体经济获取融资的难度。同时货币政策稳健中性和强监管基调未变，市场利率仍面临上行压力；尤为值得一提的是，资管新规正式实施将对非标债权形成进一步冲击，非标债权融资萎缩导致更多融资需求转向表内，信贷供需紧张程度进一步加剧，有可能推动贷款利率进一步攀升，实体经济融资面临成本进一步上升压力，将对企业盈利的改善形成持续挤压。不过，为防止企业债务循环难以为继，保持较为稳定的社融增速仍有必要，因此社融仍将保持快于M2的增速，社融与M2分化态势仍将持续。

四、政策建议

（一）进一步破解制约民间投资的体制机制障碍，抓好政策落实

中共十九大报告提出，全面实施市场准入负面清单制度，清理废除妨碍统一市场和公平竞争的各种规定和做法，支持民营企业发展，激发各类市场主体活力。《关于营造企业家健康成长环境弘扬优秀企业家精神更好发挥企业家作用的意见》等文件的颁布也对提振企业家信心、稳定民间投资起到了一定作用。但当前民间投资增长仍面临着不少困难和障碍，部分鼓励民间投资的政策尚未落实到位，营商环境有待进一步改善，一些垄断行业市场开放度不够，融资难、融资贵问题仍然存在，民间投资活力不强的局面尚未根本改观。2018年仍需进一步破除制约民间投资的体制机制障碍。一方面，进一步健全和完善鼓励民间投资的法律法规和制度，加强对民营企业财产权、知识产权的保护，打破民企投资的制度藩篱；另一方面，强化已有政策措施的落实与监督，减少优惠政策落实的程序，加大督

查问责的力度，确保保障民营企业发展的各项制度落到实处。此外，拓宽向民间资本开放的投资领域，尤其是在当前制造业不少细分行业产能过剩问题较为突出情况下，亟待加大服务业领域向民间投资的开放。

（二）继续做好减税降费工作，对冲利率上行给实体经济运行带来的压力

减税降费是在利率易上难下背景下降低企业负担的重要选择。2017年，在货币政策边际趋紧、金融监管趋严背景下，市场利率波动上行，工业企业财务费用和利息支出同比增速较2016年由负转正且处于逐月攀升态势。2018年货币政策稳健中性和强监管基调未变，市场利率仍面临上行压力。尤为值得一提的是，2018年金融强监管继续，资管新规正式实施将对非标融资形成进一步冲击，非标债权融资萎缩导致更多融资需求转向表内，信贷供需紧张程度进一步加剧，有可能推动贷款利率进一步攀升。强监管下实体经济融资成本上升，将对企业盈利的改善形成持续挤压。而企业利润持续维持低位，实体经济投资回报率偏低，不利于资金“脱实向虚”的继续改善。在此背景下，要保障实体经济的平稳健康发展，各级政府加大收费清理和降费力度，通过大力度降低企业成本，支持实体经济发展，以形成经济发展的持续内生动力。同时，财政支出仍需提高效率，打破财政支出存量固化格局，调整优化支出结构，在一定程度上扩大减税空间。

（三）改善融资结构，加强国企债务约束，化解高杠杆风险

从国资委公布的国有企业资产负债率来看，中央国有企业资产负债率持续高位运行，地方国有企业上半年虽有回落但下半年再现抬升态势。要化解非金融企业领域存在的高杠杆风险，改善当前我国仍以银行信贷等间接融资方式为主的融资结构已成当务之急。当前我国非金融企业股票融资占社会融资规模比重依然处于不足5%的偏低水平，未来仍需进一步加大直接融资尤其是股权融资力度，推动企业杠杆率的边际改善。对国有企业而言，仍需进一步深化国有企业改革，强化对国企的预算约束，严格国企信贷约束和项目审查，强化国企预算硬约束；此外，持续推进混改、股权多元化、债转股及国有资产证券化，化解国有企业高杠杆风险。

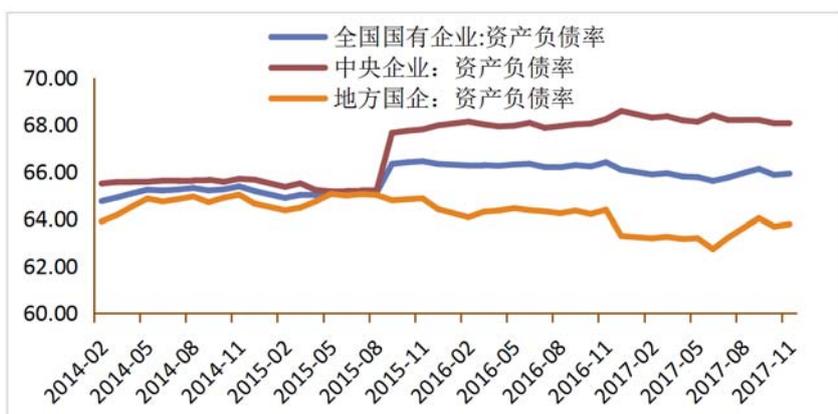


图 23 国有企业资产负债率高位运行

（四）加强监管协调，防范金融周期下行期的系统性风险

随着宏观经济趋稳和风险的不断积聚，宏观调控重心自 2016 年下半年以来转向“防风险”，货币政策从“稳健但实际偏宽松”转向稳健中性，金融监管持续趋严，我国金融周期进入下行期。加强金融监管，有利于遏制影子信贷和金融杠杆的快速扩张，改善货币政策传导机制，降低金融系统的中长期风险。但是，在当前我国分业监管模式下，监管机构不协调反而有可能导致风险的超预期释放。2017 年二季度，监管政策趋向竞争性监管，银证保密集出台文件，放大了监管影响，对市场构成了一定冲击。因此，2018 年仍需继续加强监管协调，强化金融稳定发展委员会的日常协调功能，加强金融领域的统筹监管。同时，在强监管同时仍需关注监管政策对实体经济的影响，如在应对影子银行等问题上，如果监管政策过于行政化，将金融去杠杆简单的处理为将资金由表外转向表内，将有可能对中小企业、民营企业、创新企业融资形成一定挤出。因为在金融抑制的情况下，中小企业、民营企业、创新企业获得资金的一个重要渠道就是与银行的表外资产有关，因而在规范银行业务进行并表的同时，还需要关注和解决这三类企业的融资难问题。此外，还需关注重点行业、重点区域信用风险的暴露有可能给市场带来的负面影响。以房地产市场为例，未来三年将迎来企业还本付息的高峰期，如果只是一味收紧房地产融资，反而有可能引发房地产企业信用风险的过快释放。如果各类风险加速相互传导，一方面加大了经济下行压力，另一方面也导致系统性风险发生概率上升。

