

总体向好中隐忧显现 双重约束下短期承压

——中国宏观经济月度数据分析报告（2018 年一季度）*

刘晓光

中国人民大学国家发展与战略研究院

2018 年 4 月 19 日

* 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，执笔人为刘晓光。本报告基础数据来自中国宏观经济论坛、国家统计局、Wind 数据库以及 Bloomberg 数据库。本报告为初步研究成果，欢迎讨论和批评意见。

摘 要

2018 年一季度，中国经济平稳开局，呈现六大亮点。第一，实际 GDP 增速相对平稳，摆脱了快速下滑期；第二，投资内生动力增强，政策性因素回落；第三，价格信号平稳，四大缺口缩小；第四，微观基础稳固，中小企业经营状况改善；第五，宏观景气持续，市场主体信心回升；第六，经济结构持续优化，稳步迈向高质量发展。

2018 年开局总体向好中隐忧显现，短期宏观经济走势面临四方面不确定性。一是工业虽然摆脱萧条，但近期出现警示信号；二是投资总体企稳，但是低水平分化局面尚未扭转；三是外需对经济增长的贡献由正转负；四是消费持续下滑背后潜藏深层结构问题。以上四个因素将从供给和需求两方面影响短期经济走势，其中部分影响已经在 3 月份数据中有所体现，尽管一些信号指向还比较微弱，但发展势头值得高度关注。

展望 2018 年全年走势，中国宏观经济面临“双重约束”带来的下行压力。一是内部约束下，货币融资紧平衡，财政政策难发力。在“结构性去杠杆”的大背景下，广义财政政策与货币政策或形成“双紧”局面，给短期中国经济走势带来下行压力。二是外部约束下，前期外需的改善难以为继，外部金融冲击或将加大。一方面，世界经济复苏势头减弱，贸易摩擦升级，外部需求下滑；另一方面，全球资产泡沫同步化，国际金融风险加大。

基于上述分析，我们对于当前经济形势的基本判断是，总体向好中隐忧显现，双重约束下短期承压。据此，我们提出了六条政策建议。

一、经济开局平稳，呈现六大亮点

（一）实际 GDP 增速相对平稳，摆脱了快速下滑期

2018 年开局，中国宏观经济延续了 2017 年以来的企稳态势，一季度实际 GDP 增长 6.8%，比去年同期小幅回落 0.1 个百分点，与去年下半年持平，连续 9 个季度稳定在 6.7-6.9% 的中高速区间。分三次产业来看，第一产业增加值同比增长 3.2%，比去年同期提升 0.2 个百分点；第二产业增加值增长 6.3%，比去年同期回落 0.1 个百分点；第三产业增加值增长 7.5%，比去年同期回落 0.2 个百分点，回落的幅度最大。不过，3 月份服务业生产指数同比增长 8.3%，比 1-2 月份回升 0.3 个百分点。同时，由于 GDP 平减指数保持在 3.2% 的高位，一季度名义 GDP 增速为 10.2%，连续 5 个季度运行在 10% 以上。

一季度实际 GDP 增速和名义 GDP 增速的平稳变化，说明尽管中国经济增速换挡期没有结束，但已经从“快速下滑的低迷期”转向“稳中趋缓的调整期”，增速换挡的力量从“趋势性力量”与“周期性力量”的叠加，转向“政策性退出”与“趋势性力量”的叠加。

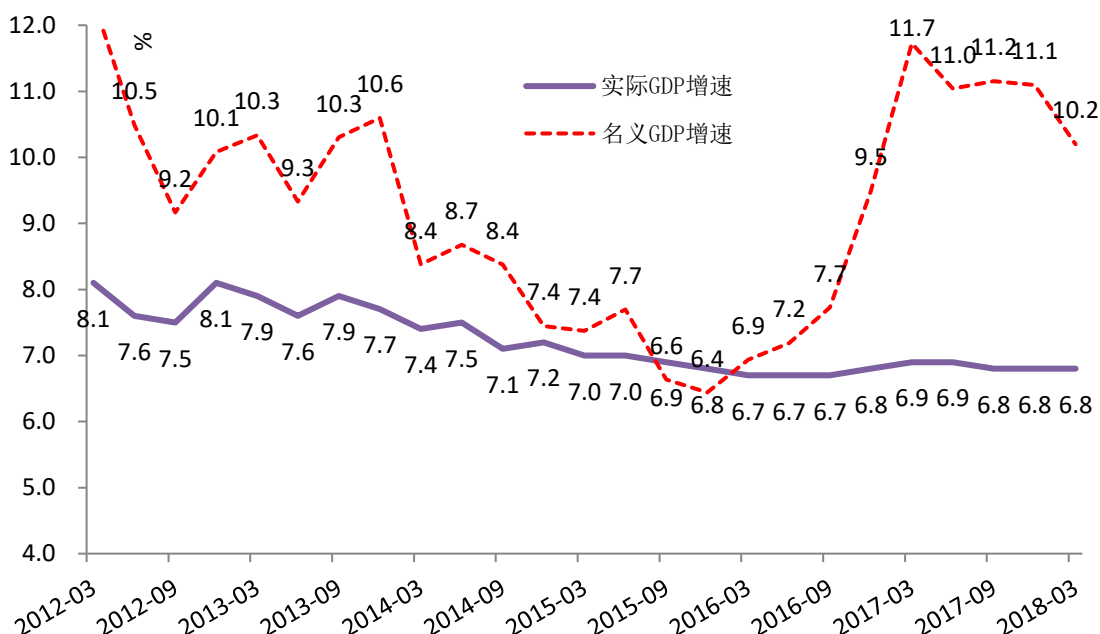


图 1：实际 GDP 增速进入平稳期

（二）投资内生动力增强，政策性因素回落

2018 年一季度，固定资产投资增速平稳，出现两大亮点。一是民间投资等市场性增长动力增强，而基建投资等政策性因素减弱。具体来看，2018 年一季度，固定资产投资增长 7.5%，比去年全年增速回升 0.3 个百分点。其中，民间固定资产投资增速达到 8.9%，比去年全年增速大幅回升 2.9 个百分点，比去年同期高点也提高 1.2 个百分点。同时，房地产投资增速达到 10.4%，比去年全年增速大幅回升 3.4 个百分点，比去年同期高点提高 1.3 个百分点。民间投资和房地产投资双双企稳，标志着短期内投资下行的压力大为减轻。

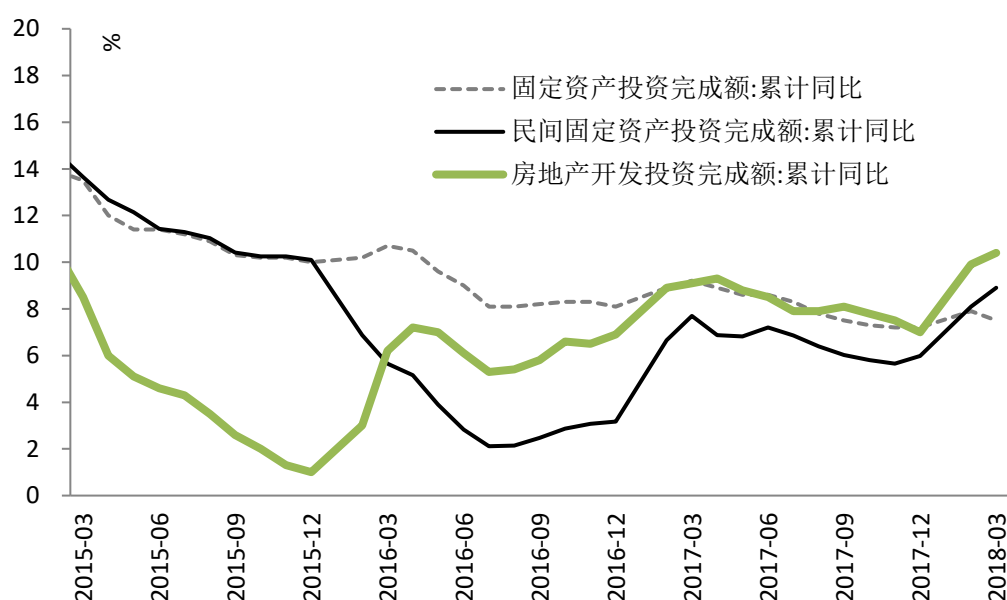


图 2 投资内生动力增强带动固定资产投资企稳

伴随市场内生动力的增强，2018 年一季度政策性因素逐渐退出，集中表现为基建投资增速大幅下降。一季度三大类基建投资增速全面下滑。其中，交通运输、仓储和邮政业固定资产投资同比增长 9.7%，水利、环境和公共设施管理业投资同比增长 13.8%，分别比 2017 年全年增速下滑 5.1 和 7.4 个百分点，更远低于去年同期增速；电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资同比增速由正转负，一季度负增长 8.9%，增速下滑 9.7 个百分点。不含电力的基础设施建设投资增长 13.0%，也比去年全年增速大幅下降 6.0 个百分点，比去年同期大幅下降 10.5 个百分点。由此可见，一季度基建投资等政策性因素的影响减弱，当前投资企稳主要得益于市场性力量的恢复。

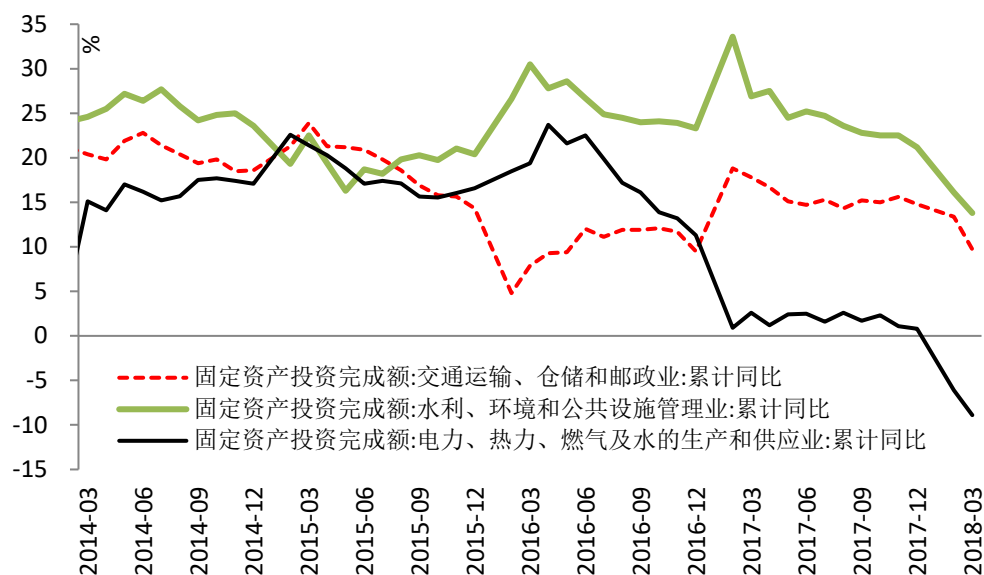


图 3 三大类基建投资增速全面下行

2018 年开局投资领域另一亮点是，剔除价格因素的实际投资增速由负转正。

尽管 2017 年中国宏观经济呈现弱复苏的态势，固定资产投资企稳回升，但是剔除价格因素，实际固定资产投资在 2017 年全年都处于下行区间，且呈现加速下滑的趋势，尤其是标志市场性增长动力的民间投资实际增速下滑更为明显，并首次出现负增长。2017 年 4 季度，实际固定资产投资负增长 1.0%，实际民间投资负增长 1.3%，实际房地产投资负增长 3.4%。这种局面在 2018 年一季度得到了扭转。具体来看，2018 年一季度实际固定资产投资增长 0.9%，实际民间投资增长 2.3%，实际房地产投资增长 3.7%，全面实现由负转正。

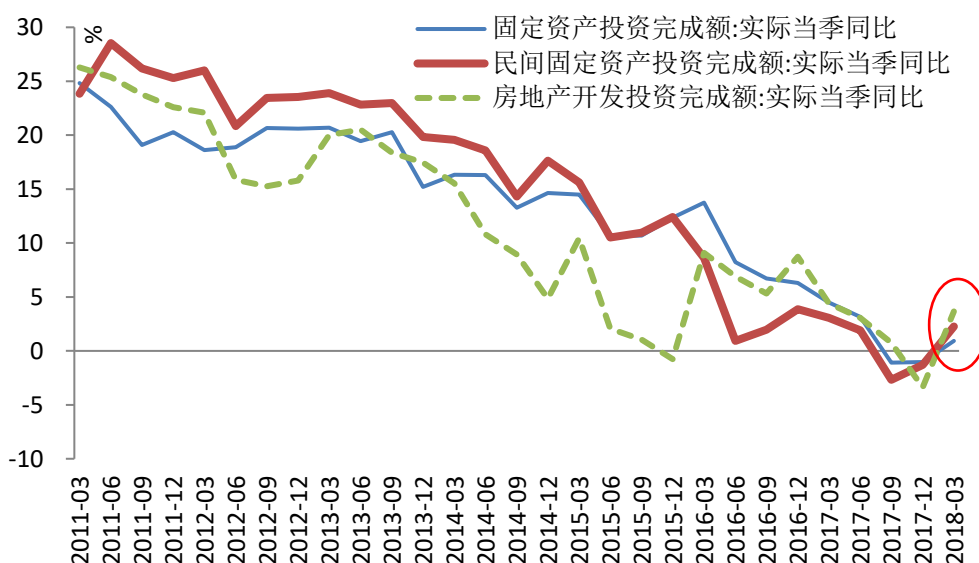


图 4 实际固定资产投资持续下滑的趋势初步扭转

（三）价格信号平稳，四大缺口缩小

2018 年开局，在延续去年基本走势的基础上，中国价格运行出现了新的变化特征：CPI 低位回升、PPI 高位回落，PPI-CPI 缺口缩小，物价形势走向常态化。作为宏观经济形势的指示器，当前物价水平变化反映了宏观经济运行状况的改善和货币政策的收紧。从经济基本面来看，总需求和总供给出现不同程度的改善，且总需求的改善幅度略超过总供给；从货币因素看，M2 和社会融资增速全面放缓，货币政策中性偏紧。

首先，一季度 CPI 低位回升，各子项缺口缩小。一季度，CPI、食品类 CPI、非食品 CPI、剔除食品和能源的核心 CPI、服务类 CPI，同比涨幅均在 2% 以上，分别增长 2.1%、2.0%、2.2%、2.1%、2.9%。相比 2017 年食品价格的持续下滑导致总体 CPI 放缓，2018 年食品价格出现正增长，拉升了 CPI 涨幅；同时，非食品 CPI 以及核心 CPI 增速总体上也延续了 2015 年初以来的回升趋势。

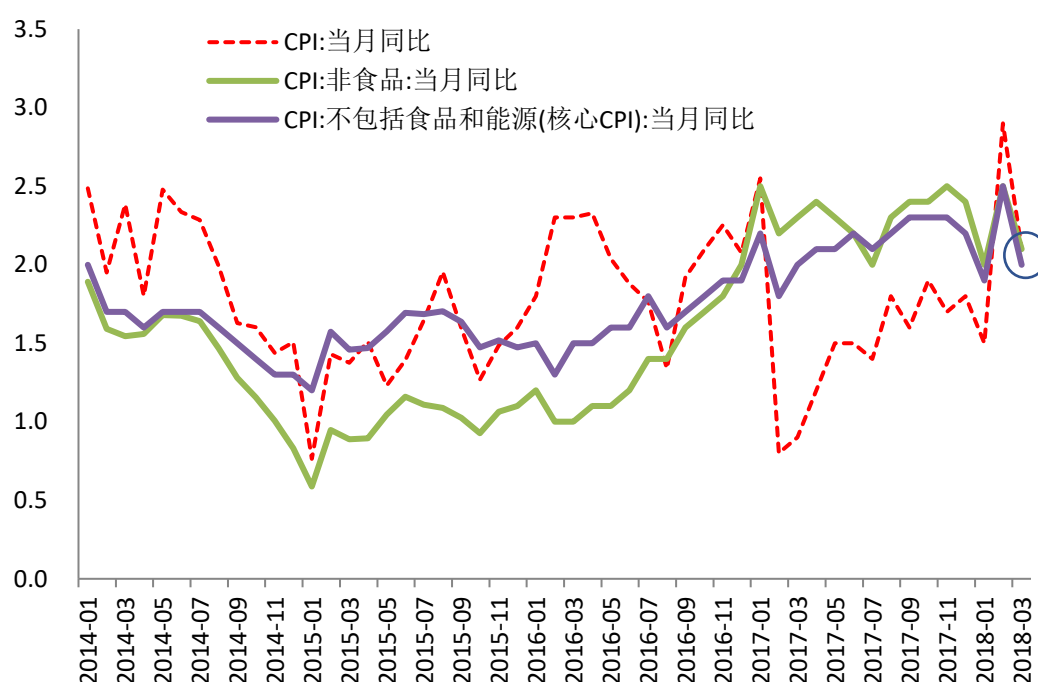


图 5 CPI、非食品 CPI 及核心 CPI 同步温和上涨

其次，PPI 高位回落，PPI-CPI 缺口缩小。自 2016 年 9 月工业生产者出厂价格指数 PPI 增速由负转正从而结束长达 54 个月的负增长后，PPI 在 2017 年出现持续大幅上涨，最高涨幅达到 7.8%，标志着工业部门摆脱了持续近 4 年的萧条期，但与 CPI 的缺口持续扩大，显示价格传导机制受阻。受基数效应等因素影响，

2017 年 10 月以来，PPI 涨幅开始高位回落，12 月 PPI 降至 4.9%，PPI-CPI 缺口缩小至 3.1 个百分点。2018 年 3 月份，PPI 涨幅继续回落至 3.1%，CPI 涨幅回升为 2.1%，PPI-CPI 缺口缩小至 1 个百分点。PPI-CPI 缺口缩小，标志着本轮工业复苏已经完成了从供给侧向需求侧的传导，对工业企业盈利改善和生产扩张的积极作用或已达到峰值。

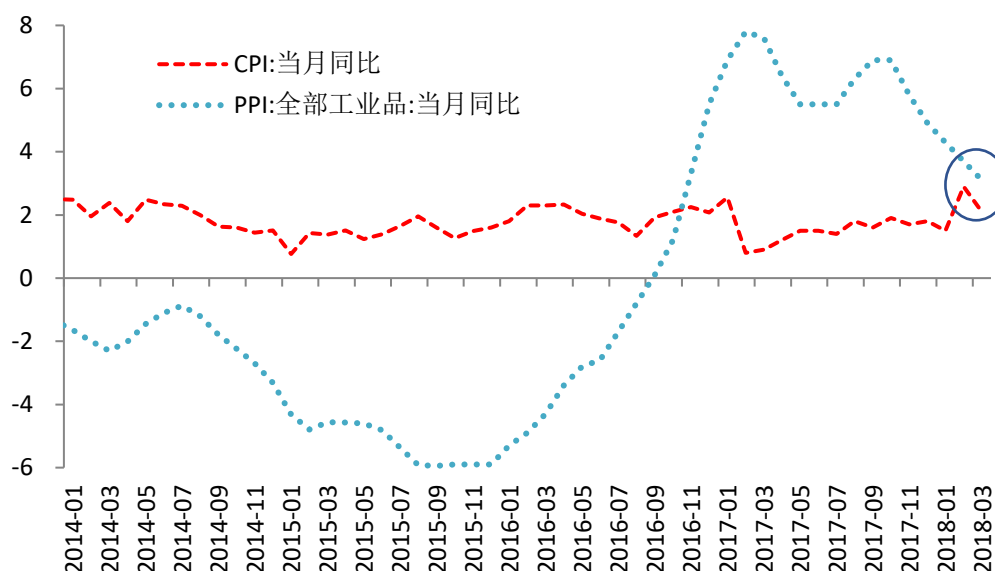


图 6 PPI 增速高位回落，与 CPI 缺口缩小

再次，服务-工业价格缩小。随着居民消费结构升级以及服务型经济的发展，服务类消费快速增长，服务价格上涨成为拉动 CPI 上涨的主要因素。在 PPI-CPI 缺口缩小的过程中，服务品与工业品价格缺口的缩小幅度更为明显。2018 年 3 月份，两者缺口缩小到 0.3 个百分点。

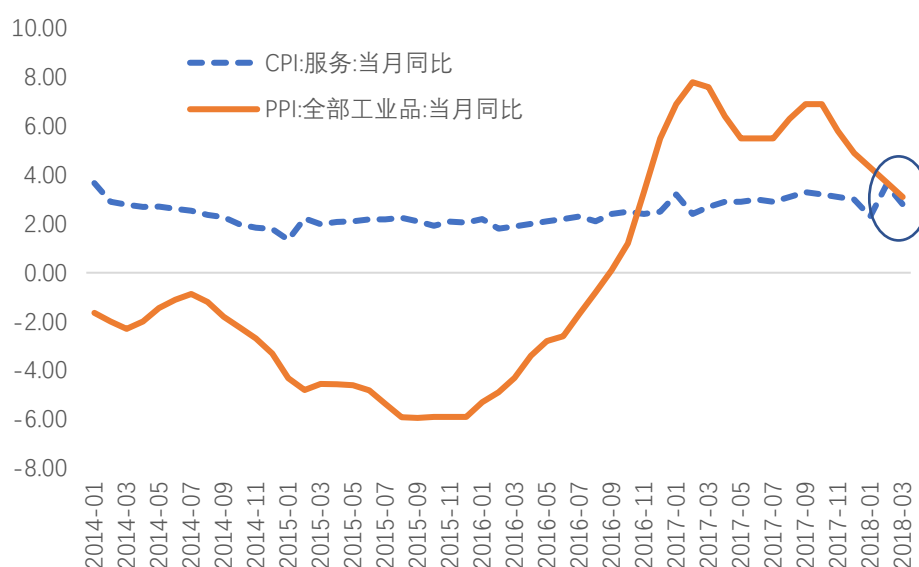


图 7 服务价格稳步上升与 PPI 高位回落接轨

最后，PPIRM 同期回落，与 PPI 缺口缩小。与 PPI 的回落趋势一致，工业企业原料、燃料、动力购进价格指数（PPIRM）涨幅也出现持续回落。2018 年 3 月，PPIRM 价格指数回落至 3.7%，与 PPI 的缺口缩小至 0.6 个百分点。结合 PPI-CPI 缺口缩小，PPIRM-PPI 缺口缩小标志着本轮工业行业复苏已经完成了全产业链传导，对工业企业盈利改善和生产扩张的积极作用已经穿透至整个行业。

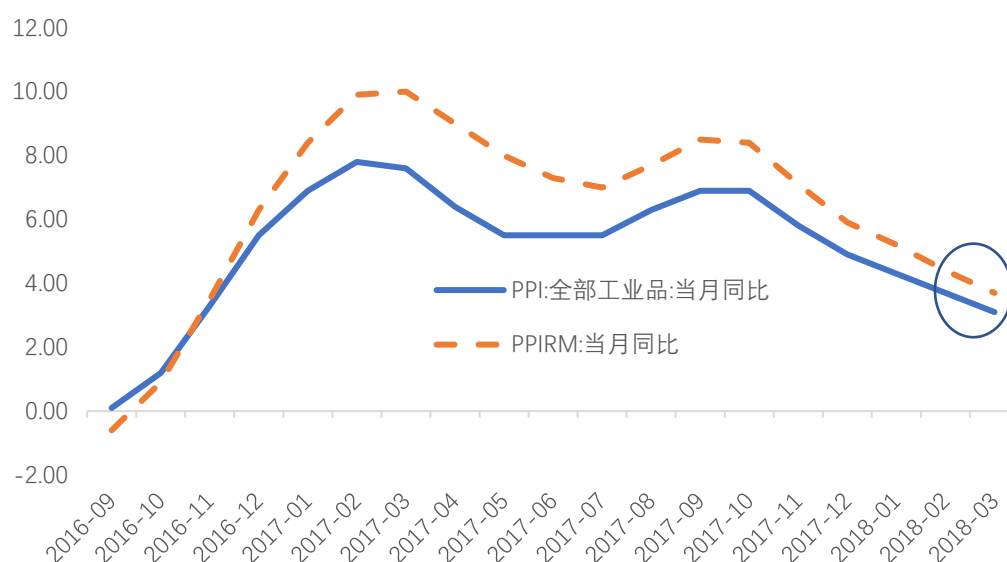


图 8 PPIRM 与 PPI 同步高位回落

对 2018 年中国物价形势的总体判断是，随着大宗商品价格的回升、生产成本的传导以及高基数效应，PPI 涨幅缩小，CPI 涨幅扩大，CPI 与 PPI 缺口缩小，物价形势走向常态化。价格运行中存在一定的上行趋势，但通胀压力不大。从中期角度看，未来成本推动型通胀压力可能来自环保力度加大、劳动工资上涨以及国际原油价格上涨，不排除贸易摩擦升级带来的局部产业生产成本上升。

（四）微观基础稳固，中小企业经营状况改善

2018 年一季度，在延续上年就业状况明显改善的基础上，就业市场保持稳定，居民收入较快增长。一季度全国城镇调查失业率和 31 个大城市城镇调查失业率均稳定在 5.0% 左右；其中，3 月份分别为 5.1% 和 4.9%，均比上年同期回落 0.1 个百分点。在就业稳定的情况下，居民收入继续保持较快增长。一季度全国居民人均可支配收入同比名义增长 8.8%，扣除价格因素实际增长 6.6%；其中，城镇居民人均可支配收入同比增长 8.0%，扣除价格因素实际增长 5.7%。居民收入较快增长保证了消费需求平稳和消费水平的转型升级。

不过，2018 年开局就业增长势头减弱。2018 年一季度，外出务工农村劳动力总量比上年同期增长 1.1%，低于去年同期增速 1.6 个百分点，低于去年全年增速 0.4 个百分点。1-2 月份，城镇新增就业人数 176 万人，同比下降 6.4%。

2018 年政府财政收入和基金收入增速继续回升，政府收入状况持续改善。在延续去年工业生产和贸易回升的作用下，公共财政收入压力减轻，同时由于房地产市场的景气，税收收入和基金收入持续快速增长。2018 年一季度，公共财政收入累计同比增长 13.6%，比去年全年增速提高 6.2 个百分点。1-2 月份，政府性基金收入累计同比增长 33.3%，延续了 2017 年高速增长趋势，带动政府收入同比增长 19.1%，比去年同期和全年增速分别提高 1.8 和 5.6 个百分点。

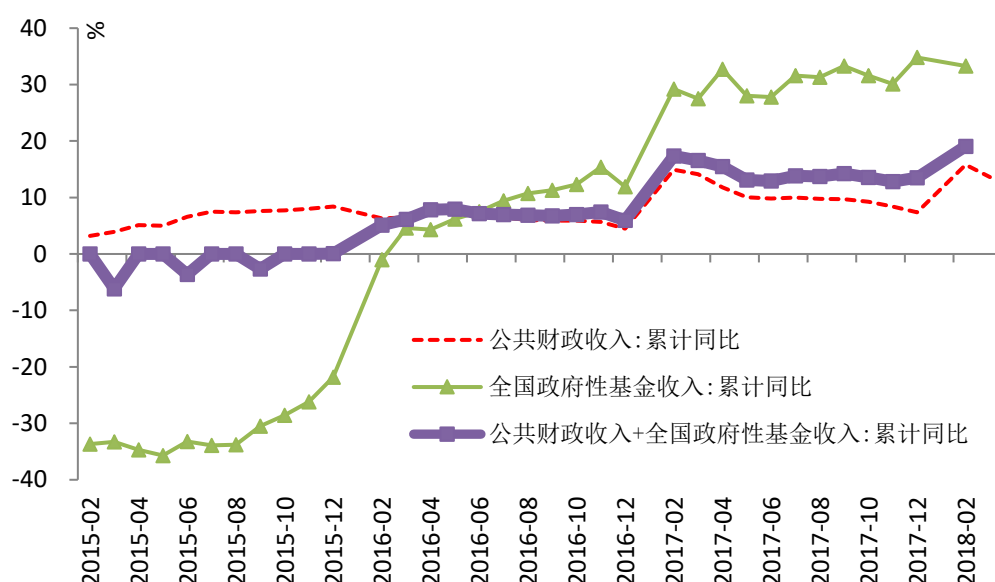


图 9 公共财政收入和政府性基金收入高速增长

2018 年一季度，中小企业生产经营状况显著改善。3 月份，中、小型企业 PMI 分别为 50.4%和 50.1%，首次与大型企业同时位于扩张区间，比 2 月份分别改善了 1.4 和 5.3 个百分点，显著高于大型企业改善幅度。同时，根据国家统计局对 5.3 万家服务业小微企业调查显示，一季度 83.9%的企业反映经营状况良好和平稳，比上年同期提高 1.6 个百分点，经营状况稳中向好。此外，根据中国人民银行的银行家问卷调查，大、中、小型企业的贷款需求指数均呈现回升的趋势，一季度分别为 61.1%、62.7%、66.3%，比去年同期分别回升 1.6、2.6、3.7 个百分点，以小型企业的需求指数最高且回升幅度最大。

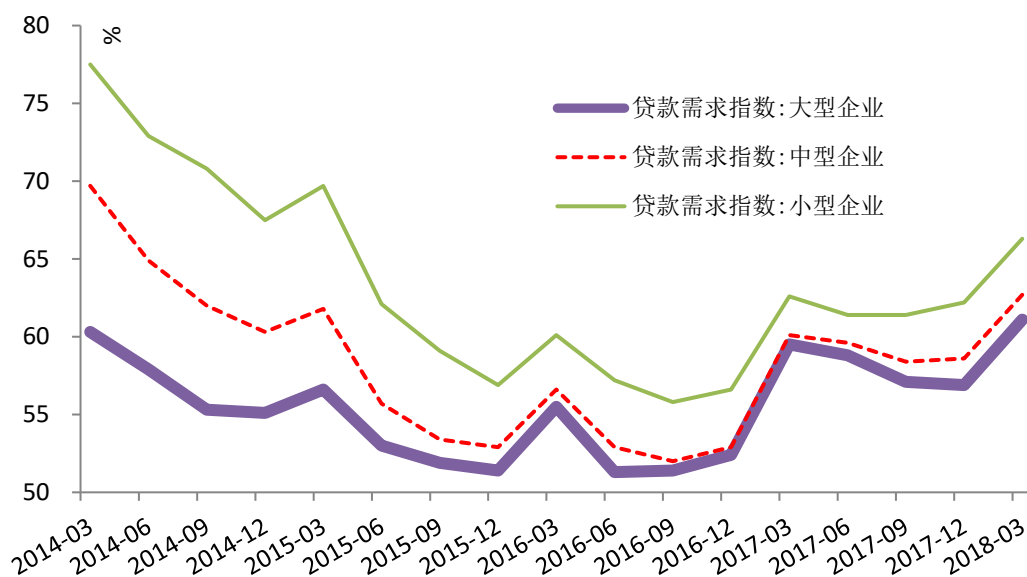


图 10 企业贷款需求回升

(五) 宏观景气持续，市场主体信心回升

2018 年一季度，各类宏观经济景气指数和先行指标显示经济运行稳中向好。首先，中国采购经理指数持续运行在荣枯线以上。2018 年 3 月份，中国制造业 PMI 为 51.5%，非制造业商务活动指数为 54.6%，民间财新中国 PMI 为 51.0%，持续高于 50% 的荣枯分界线，说明中国经济的景气程度持续改善，2018 年将保持总体平稳的基本态势。

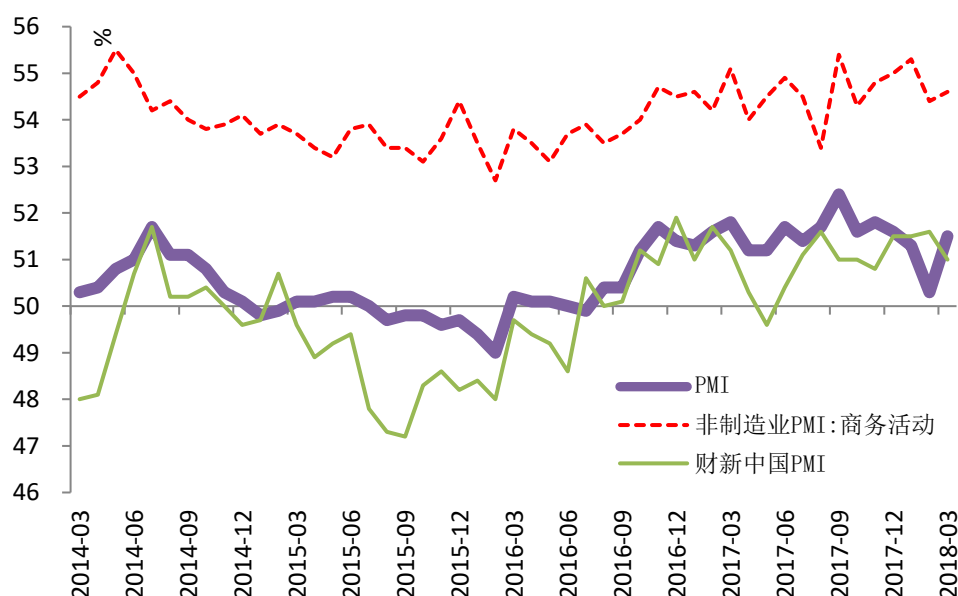


图 11 PMI 指数持续运行在荣枯线以上

其次，各类市场主体信心回升。根据中国人民银行的企业家问卷调查和银行家问卷调查，企业家信心指数和银行家宏观经济信心指数持续上升到历史高点。2018 年一季度分别达到 74.3%和 81.9%，比去年同期分别提高了 12.8 和 17.0 个百分点。根据城镇储户问卷调查，居民未来收入信心指数也居于较高水平，为 54.2%，比去年同期提高 1.3 个百分点。

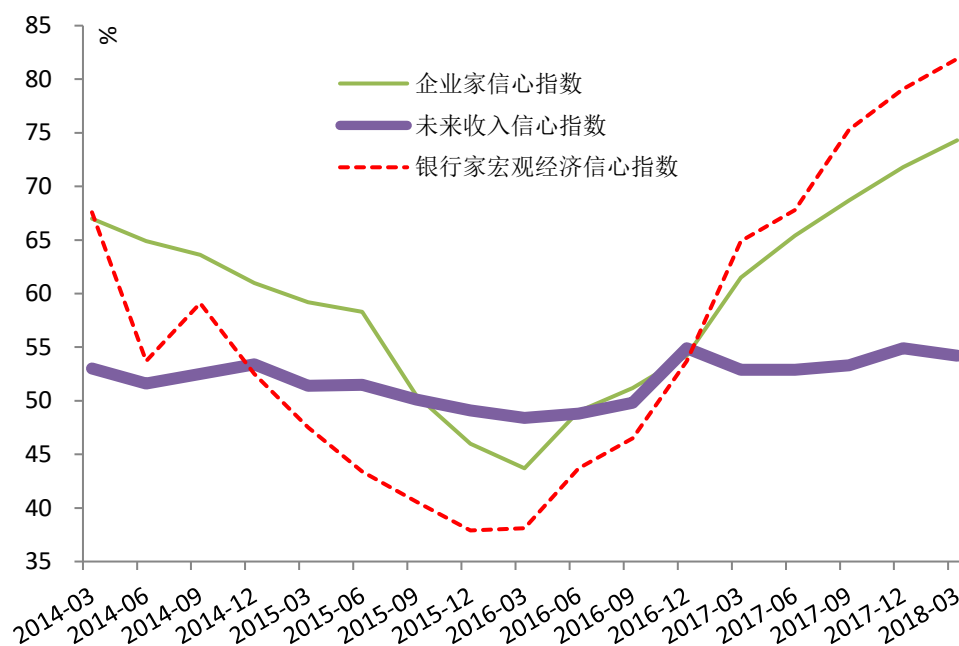


图 12 各类微观主体信心指数持续回升

（六）经济结构持续优化，稳步迈向高质量发展

2018 年开局，中国经济结构持续优化，需求结构和产业结构不断改善，中高端消费水平和高品质高技术产品的供应能力持续提升，经济稳步迈向高质量发展。

从三次产业结构看，随着经济结构转型和供给侧结构性改革，第三产业增长持续高于二产，产业结构持续优化，同时产业内部调整加剧，新兴行业增长持续高于传统行业，对经济的贡献进一步提升。2018 年一季度，第三产业对 GDP 增长的贡献率进一步上升到 61.6%，比 2017 年提升 2.8 个百分点，占 GDP 的比重达到 56.6%，比 2017 年提升了 5.0 个百分点。

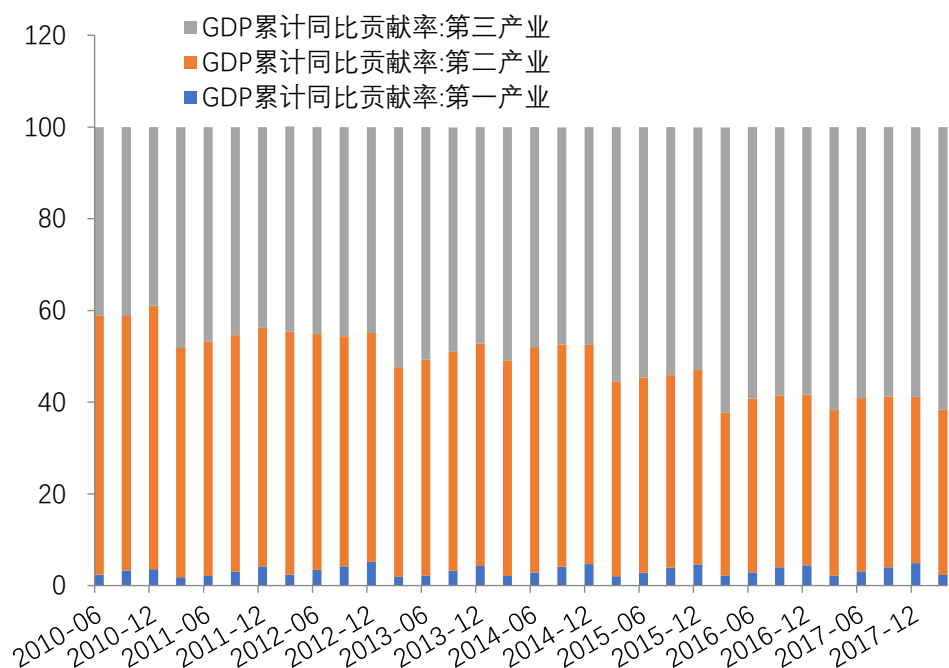


图 13 产业结构向第三产业主导稳步迈进

从三大需求结构看，2018 年一季度，消费对 GDP 增长贡献率进一步上升到 77.8%，比 2017 年提升 19 个百分点；相应地，投资的贡献率则进一步下降到 31.3%，比 2017 年下降了 0.9 个百分点。净出口对 GDP 增长贡献率由 2017 年的正向贡献 9.1% 下降到负向贡献 9.1%，下降了 18.2 个百分点。

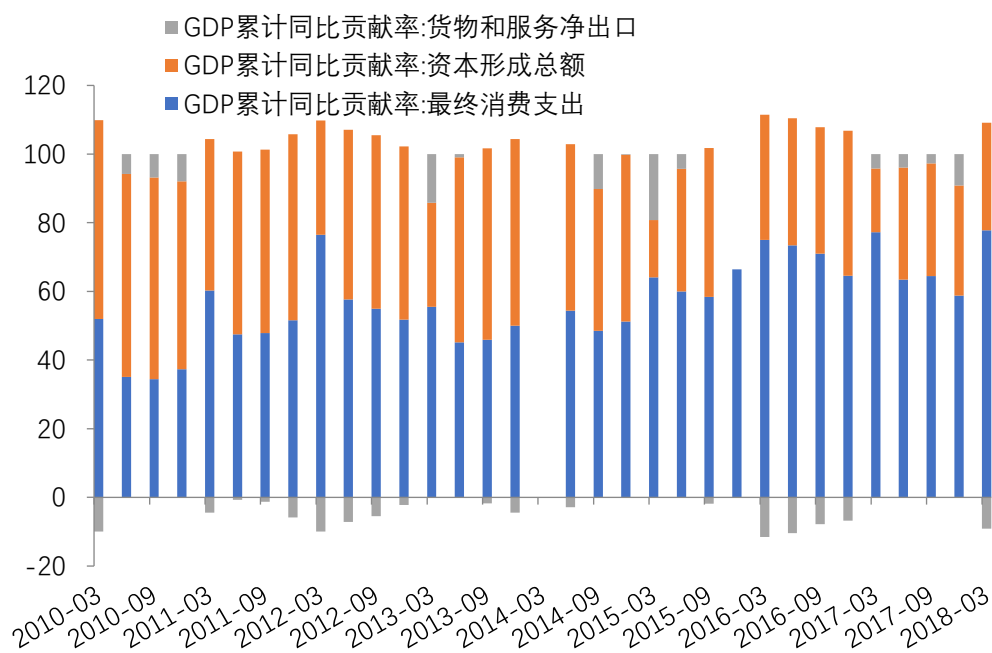


图 14 需求结构向消费驱动稳步迈进

新产品、新业态、新动能快速发展。2018 年一季度，高技术产业和装备制造业增加值同比分别增长 11.9%和 8.8%，分别快于工业整体增速 5.1 和 2.0 个百分点；战略性新兴产业增加值同比增长 9.6%，快于工业整体增速 2.8 个百分点；新能源汽车同比增长 139.4%，工业机器人同比增长 29.6%。

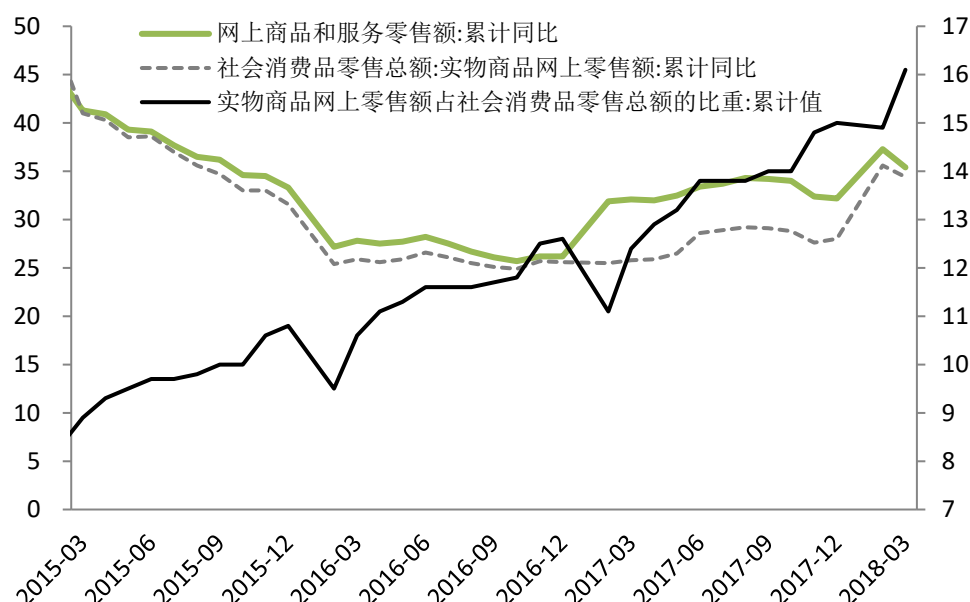


图 15 网上商品和服务零售额持续高速增长

新业态和商业模式蓬勃发展，网上商品和服务零售额持续高速增长。一季度，网上商品和服务零售额规模接近 2.0 万亿元，同比增速达到 35.4%；其中，实物商品网上零售额接近 1.5 万亿元，增速高达 34.4%，远超过社会消费品零售总额增速，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重从 2015 年初的 8.3%，快速上升到 16.1%。新动能快速成长。一季度，全国新登记企业 132.3 万户，同比增长 5.4%。现代服务业对经济增长的引领作用不断增强，2017 年信息传输、软件和信息技术服务业以及租赁和商务服务业分别增长 26.0%和 10.9%，2018 年一季度继续保持较快增长。

二、总体向好中隐忧显现

2018 年开局总体向好中隐忧显现，短期宏观经济走势面临四方面不确定性。一是工业虽然摆脱萧条，但近期出现警示信号；二是投资总体企稳，但是低水平分化局面尚未扭转；三是外需对经济增长的贡献由正转负；四是消费持续下滑背

后潜藏深层结构问题。以上四个因素将从供给和需求两方面影响短期经济走势，其中部分影响已经在 3 月份数据中有所体现，尽管一些信号还比较微弱，但发展势头值得高度关注。

（一）工业摆脱萧条，但近期出现警示信号

2018 年工业全面摆脱了萧条期，进入增速的相对稳定期。一季度，规模以上工业增加值同比实际增长 6.8%，与上年同期持平，比去年全年增速回升 0.2 个百分点。从工业部门 42 个细分行业 PPI 走势来看，出现价格同比下降的行业已经几乎为零，显示工业部门各细分行业已经普遍摆脱了通缩状态。

但是，今年以来，制造业增加值增速与工业出现不同变动趋势。一季度，制造业同比增长 7.0%，比去年同期回落 0.4 个百分点，比去年全年增速回落 0.2 个百分点，呈现持续下行的趋势，拖累工业总体走势；细分行业 PPI 价格下滑数量也出现抬头迹象。

近期工业部门及其三大门类均出现明显的下滑趋势，值得高度关注。3 月份，工业总体同比增长 6.0%，比 1-2 月份增速回落 1.2 个百分点。其中，采矿业同比负增长 1.1%，制造业同比增长 6.6%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长 5.8%，分别比 1-2 月份增速回落 2.7、0.4、7.6 个百分点。

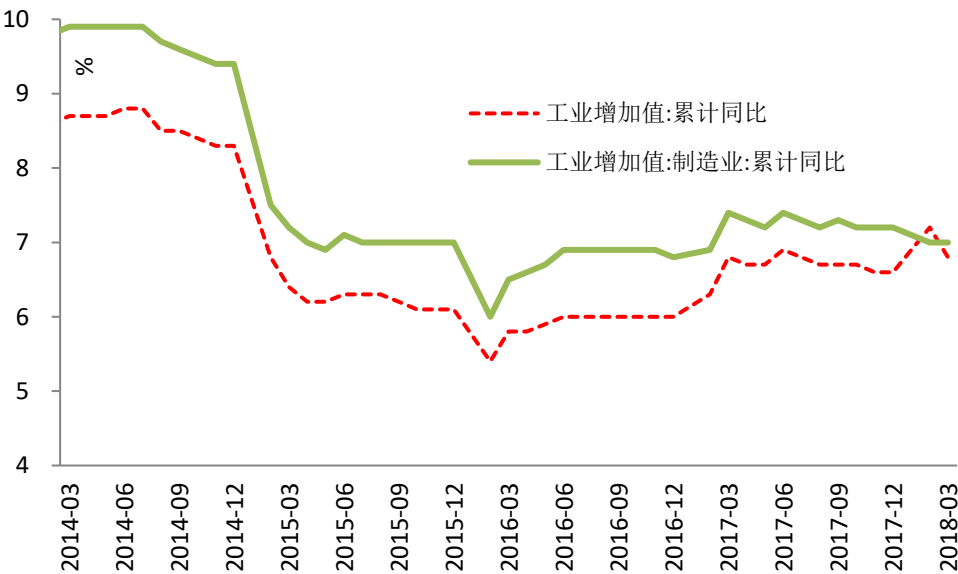


图 16 制造业与工业增长出现不同变动趋势

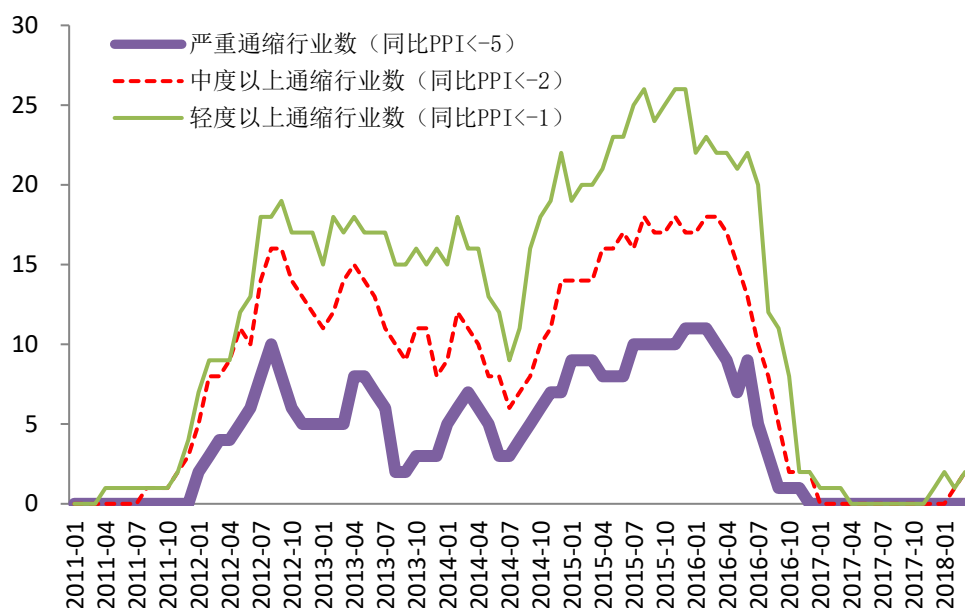


图 17 工业部门细分行业 PPI 通缩数量

从企业绩效方面看，2018 年开局，工业企业盈利改善幅度缩小，亏损面由缩小转为扩大。在供给侧结构性改革、需求改善以及基数效应的共同作用下，2017 年工业企业效益增长出现较大幅度改善，但进入 2018 年以来，企业效益改善幅度呈现明显放缓的趋势。1-2 月份，全国规模以上工业企业利润总额同比增长 16.1%，较去年同期和全年增速分别下滑了 15.4 和 4.9 个百分点；主营业务收入同比增长 10.0%，较去年同期和全年增速分别下滑了 3.7 和 1.1 个百分点。

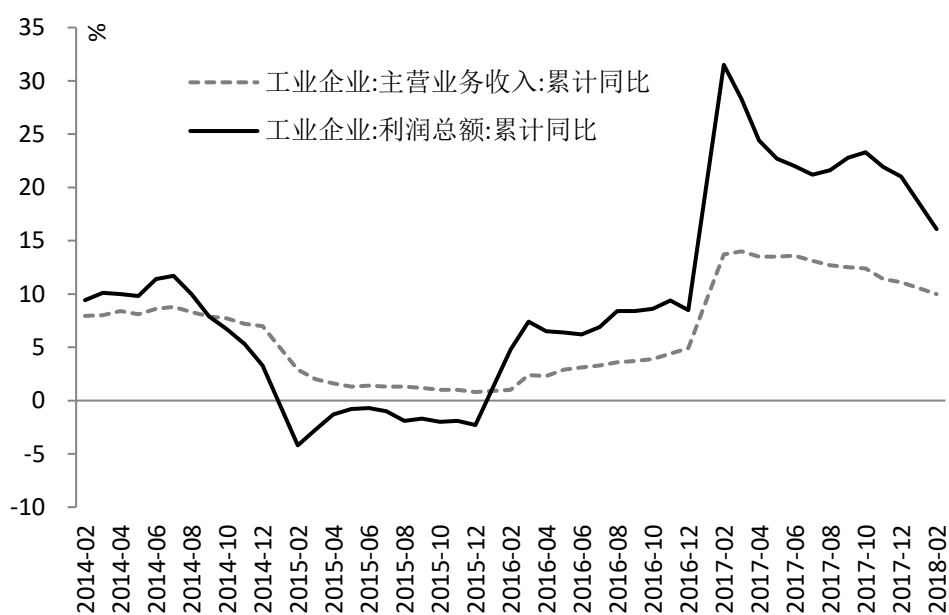


图 18 工业企业营业收入和利润总额增速回落

同时，工业亏损企业数量和企业亏损总额由降转升。2018 年 1-2 月份，工业企业亏损数量同比增长 4.2%，相比 2017 年同期的下降 5.9%，出现了恶化迹象，也是继 2017 年 11 月份由负转正后，连续 3 个月亏损幅度扩大；1-2 月份，工业企业亏损额首次由降转升，由 2017 年全年的下降 18.1%，转为同比大幅增长 8.5%，显示工业企业绩效出现明显的恶化趋势。

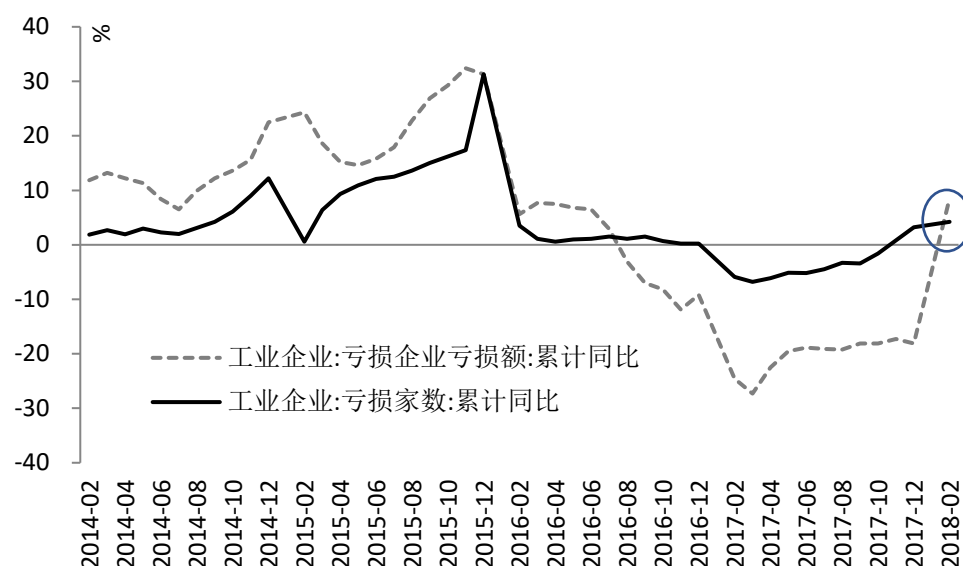


图 19 工业企业亏损面扩大

工业部门生产低迷在用电量方面也有一定的体现。2018 年 3 月份，全社会用电量同比增长 3.6%，相比去年同期增速和全年增速下降了 4.3 和 3.8 个百分点。特别是第二产业用电量同比出现负增长 1.6%，相比上年同期和全年增速大幅下降了 10.7 和 7.6 个百分点。

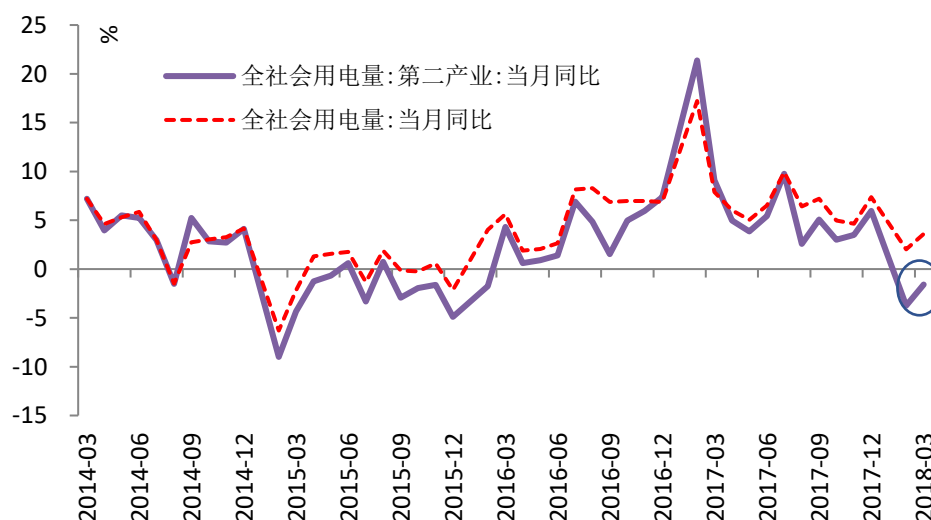


图 20 第二产业全社会用电量增速回落

（二）投资低水平分化局面尚未扭转

2018 年一季度，固定资产投资增速为 7.5%，比 1-2 月份增速回落 0.4 个百分点，也低于去年同期增速 1.7 个百分点，显示固定资产投资尚未企稳。剔除价格后，实际投资增长不足 1%，显示投资目前仍处于较低水平。

固定资产投资还存在较为严重的分化，使得未来的复苏力度及可持续性都有待观察。分产业看，2018 年 1 季度，第三产业投资增速为 10.0%，探底企稳，但是，第二产业投资增速进一步下滑至 2.0%，其中，制造业投资增长回落至 3.8%。分企业注册类型看，一季度内资企业投资同比增长 8.4%，但港澳台商投资和外商投资分别下降 8%和 6.1%，降幅比 1-2 月份分别扩大 4.4 和 3.0 个百分点。

以上分化反映了现阶段产业复苏的分化，也体现在民间投资中。在旨在促进民间投资复苏的开放性政策作用下，第三产业民间投资增速有所改善，但是第二产业民间投资却持续低迷。2018 年 1-2 月份，第三产业民间投资增速为 10.4%，但第二产业民间投资增速仅为 4.0%。这意味着促进民间投资复苏的政策在民间投资集中的第二产业尚未取得预期效果，未来能否继续扩大对于民间投资的开放和支持力度，对于投资复苏趋势的延续具有重要决定作用。

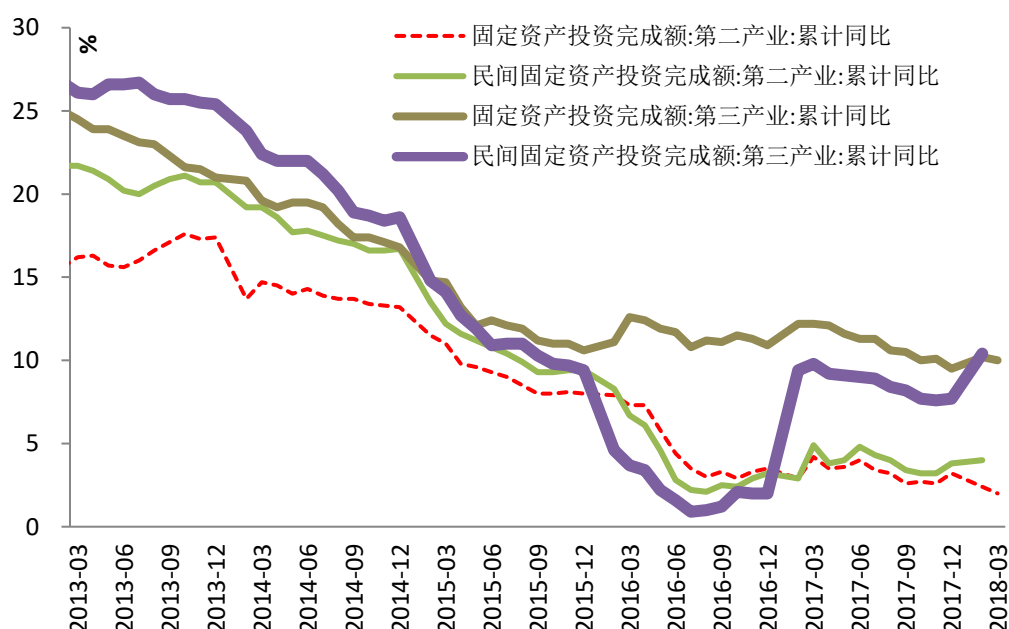


图 21 固定资产投资行业分化严重

（三）外需对经济增长贡献由正转负

2018 年一季度，中国贸易形势延续了 2017 年总体改善的基本走势，出口、进口及贸易总额保持较快增长。2017 年在全球经济同步增长、大宗商品价格反转、发达国家资产负债表修复等因素的作用下，中国外部需求出现恢复性增长，净出口拉动 GDP 增长 0.6 个百分点。2018 年一季度，中国出口和进口增速分别为 14.1%和 18.9%，进出口总额增长 16.3%，延续了 2017 年的基本走势。其中，3 月份出口出现负增长 2.7%，进口增长 14.4%，贸易余额出现逆差 49.8 亿美元。目前来看，主要是由农历春节错位因素所导致。历史经验表明，春节过后的第一个月，贸易差额通常出现年度最低值并常为负值。2018 年的农历春节在 2 月中旬，使得 3 月份的部分出口被提前安排，而 3 月份复工带来进口先行，最终导致 3 月出现贸易逆差。

但是，由于进口改善幅度高于出口，一季度贸易顺差收窄至 484 亿美元，较 2017 年一季度下降了约 20%，连续三年规模缩小。由此，一季度净出口对中国经济增长的贡献，由 2017 年的正向拉动 GDP 增长 0.6 个百分点，转为负向拉动 GDP 增长 0.6 个百分点，对短期经济走势的影响较大。

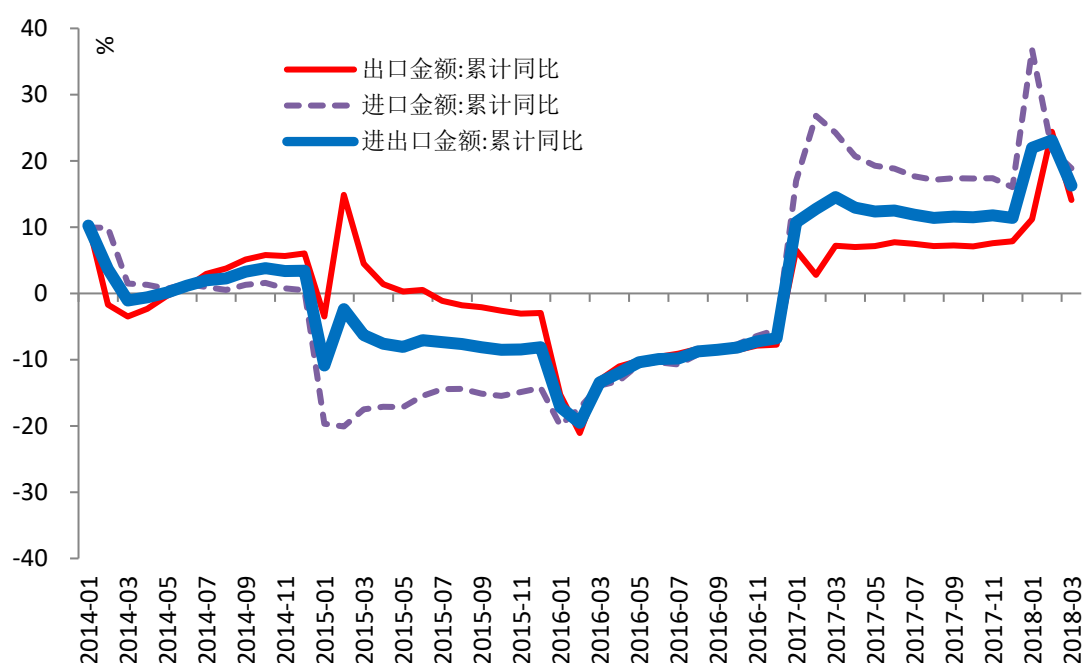


图 22 中国进出口增速回落

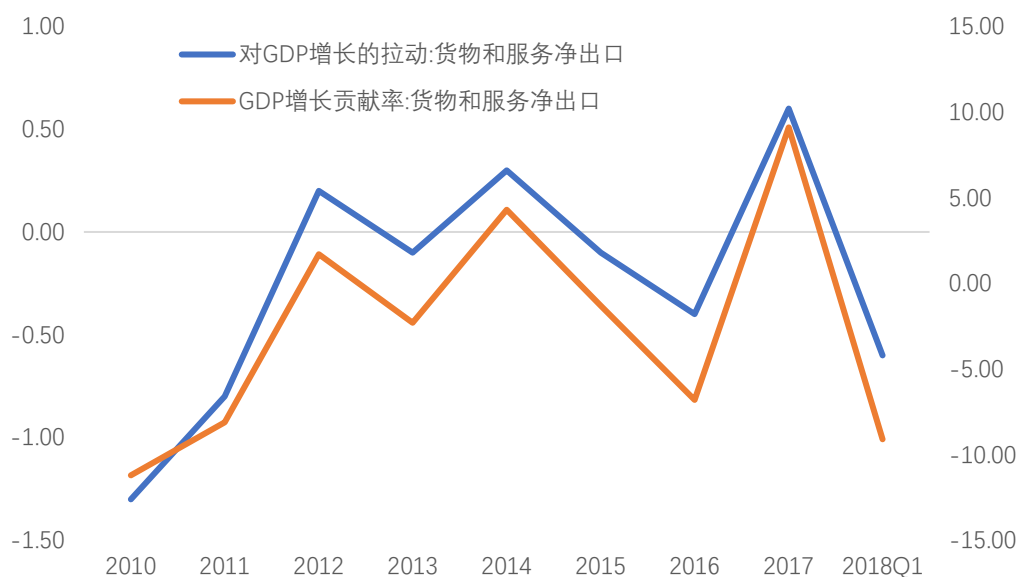


图 23 净出口对中国经济增长拉动由正转负

外部需求的相对减弱在近期的进出口价格方面也有所体现。2018 年中国出口价格指数持续下滑，与进口价格指数缺口不断扩大，显示中国贸易条件恶化，也说明外部需求弱于中国的进口需求，可能会对中国经济形成不利影响。特别是考虑到 2017 年以来的外部环境的改善本质上是全球刺激增长政策作用下的产物，具有恢复性和政策性的特征，不仅缺乏可持续的新动力，同时还面临全球刺激政策退出的冲击，加上 2018 年以来贸易保护主义迅速升级及其相关的全球价值链收缩，外部环境的改善难以达到一个新的高度，甚至难以维持。

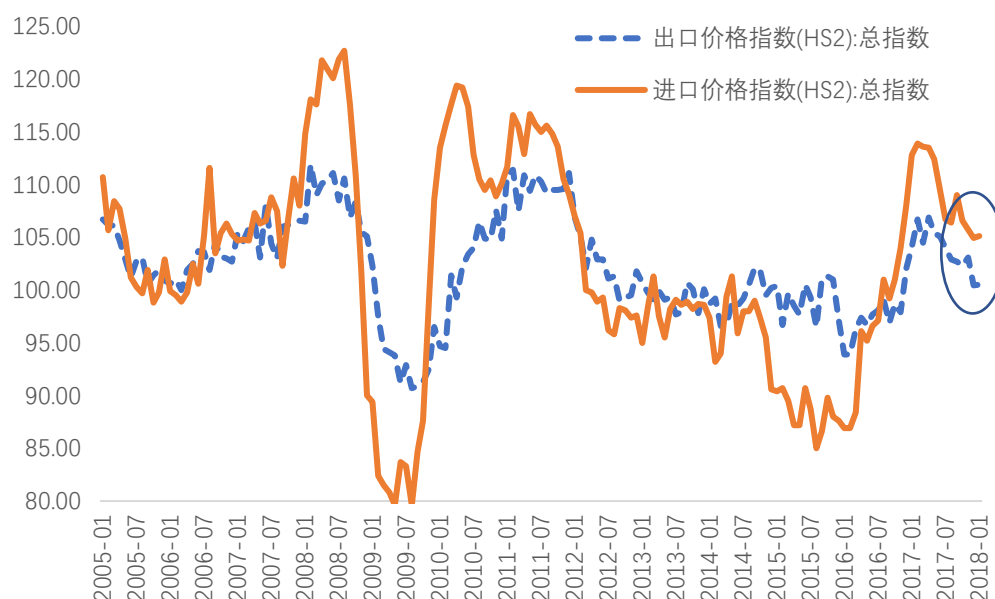


图 24 进出口价格指数变化显示中国贸易条件恶化

总体而言，世界经济将从过去 10 年的“长期停滞期”步入到“低速复苏与政策退出期”，中国贸易顺差将从过去的“快速下滑期”步入到“低水平稳定期”，资本账户将从“恐慌性流出期”步入到“相对平衡的波动期”。特别地，考虑到前期中国工业部门的复苏在一定程度上源于外需的恢复性改善，如果未来出口需求不及预期，前期工业扩张可能面临新一轮产能过剩的挑战。

（四）消费下滑背后潜藏深层结构问题

在消费促进政策的作用下，2018 年消费维持在相对景气的水平，但实际消费增速“阶梯式下滑”的趋势更加明显。一季度，社会消费品零售总额同比名义增长 9.8%，比 2017 年同期回落 0.2 个百分点，也是近年来首次出现一季度增幅低于 10% 的情况。扣除价格因素，一季度实际消费增长 8.1%，3 月份实际消费增长 8.6%，分别比 2017 年同期回落 0.7 和 1.6 个百分点，仍未实现平稳。

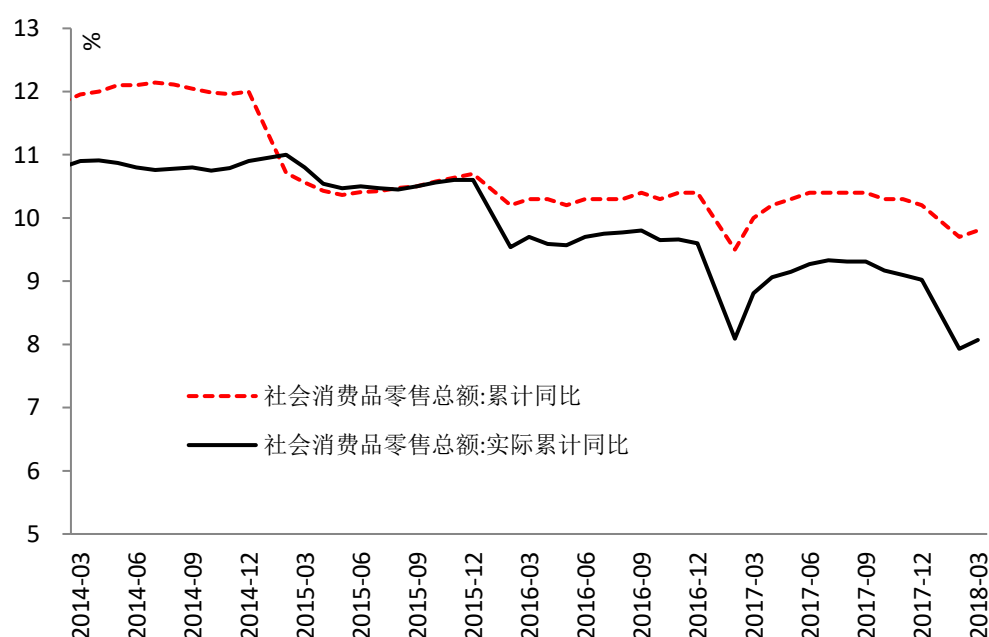


图 25 消费增速持续放缓

消费下滑背后有其深层次原因，集中表现为居民消费性支出增长与收入增长的背离。2017 年城镇居民人均可支配收入同比增速为 8.3%，比 2016 年提高了 0.5 个百分点，但是城镇居民人均消费支出同比增速持续下滑至 5.9%，比 2016 年大幅下降了 2.0 个百分点。收入增速与消费支出增速缺口达到 2.4 个百分点。2018 年 1 季度，城镇居民人均可支配收入同比增速为 8.0%，城镇居民人均消费

支出同比增速进一步下滑至 5.7%，两者缺口维持在 2.3 个百分点。

居民收入与消费支出增长背离受多种因素影响，其中一个重要因素是居民收入分配差距扩大，导致边际消费倾向较高的居民收入比重降低。2017 年以来，城镇居民人均可支配收入中位数与平均值增速关系反转，由中位数增速高于均值增速从而缩小两者差距，转变为中位数增速低于均值增速，居民收入差距可能在进一步扩大。2018 年 1 季度，城镇居民人均可支配收入均值同比增速为 8.0%，中位数同比增速下滑至 6.6%，两者缺口达到 1.4 个百分点。从下图变化趋势来看，相比均值收入增速，中位数收入增速与居民消费性支出增速的关系更为密切。

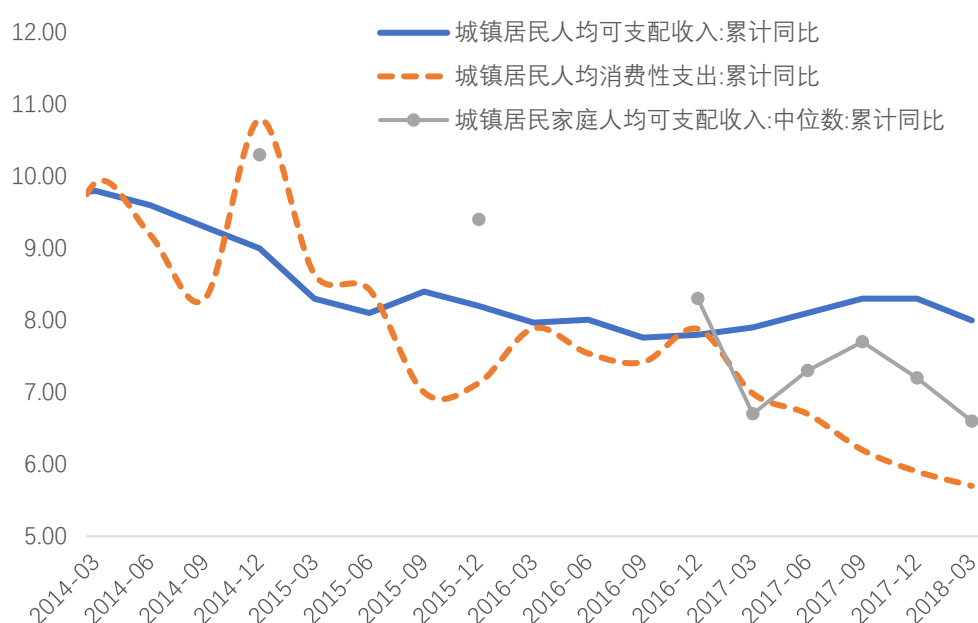


图 26 城镇居民人均可支配收入与消费性支出增长分离

三、双重约束下短期承压

展望 2018 年全年走势，中国宏观经济面临“双重约束”带来的下行压力。一是内部约束下，货币融资紧平衡，财政政策难发力。在“结构性去杠杆”的大背景下，广义财政政策与货币政策或形成“双紧”局面，给中国经济短期走势带来下行压力。二是外部约束下，外需的改善难以为继，外部金融冲击或将加大。一方面，世界经济复苏势头减弱，贸易摩擦升级，外部需求下滑；另一方面，全球资产泡沫同步化，国际金融风险加大。

（一）内部约束下，货币融资紧平衡，财政政策难发力

在“结构性去杠杆”的大背景下，广义财政政策或与货币政策形成“双紧”局面，给中国宏观经济短期走势带来下行压力。4月2日，习近平总书记在中央财经委员会第一次会议指出，打好防范化解金融风险攻坚战，要坚持底线思维，坚持稳中求进，抓住主要矛盾。特别提出，“要以结构性去杠杆为基本思路，分部门、分债务类型提出不同要求，地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来，努力实现宏观杠杆率稳定和逐步下降。”这不仅意味着去杠杆已经从金融领域转向实体领域，更意味着地方政府和国有企业的广义财政政策调节功能将受到极大程度的掣肘，难以针对短期经济形势发力。2018年一季度基建投资的全面下滑，或许就是一个脚注。

与此同时，2018年货币金融环境延续了2017年紧平衡的基本走势，M2和社会融资规模存量增速出现“双回落”。3月份，M2增速降至8.2%，比去年同期大幅下降1.9个百分点，M1增速为7.1%，回落幅度更大；社会融资规模存量增速降至10.5%，比去年同期大幅下降2.0个百分点。相比2017年年内M2增速下降与社会融资规模小幅回升的组合效应，2018年M2与社会融资规模的“双回落”局势，可能会对中国宏观经济短期运行产生非常明显的紧缩效应。

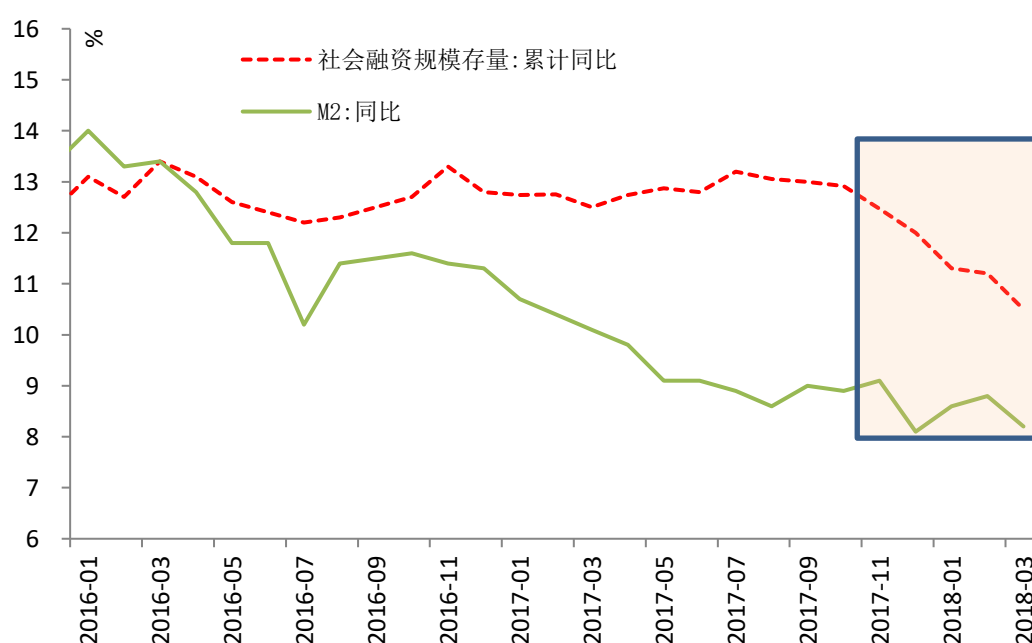


图 27 M2 和社会融资规模增速显著下降

一个值得关注的现象是，在 M2 增速回落的同时，货币乘数达到历史最高点。2018 年 1 季度，尽管 M2 增速降至 8.2%，但是货币乘数继续上升，达到 5.6 倍，为自 1997 年有数据以来的历史最高点。相对于货币的产业资本流通和商业资本流通，货币的金融资本流通的速度最快，当大量资金在金融领域空转，货币乘数就会显著提高。因此，考虑到当前的货币乘数表现，实体经济的资金紧缩情况可能比 M2 和社会融资规模增速回落所揭示的更为严重。

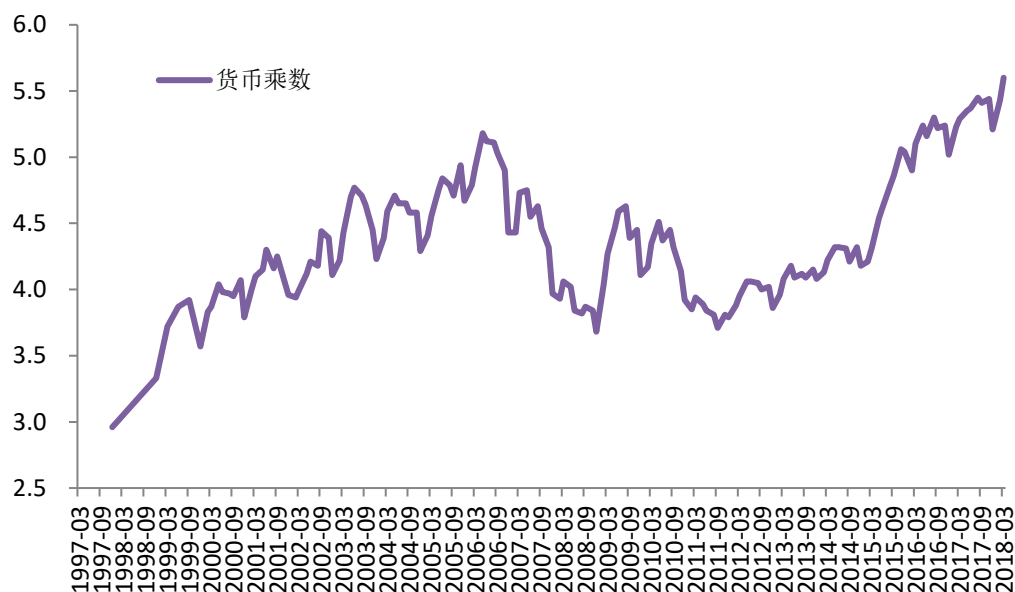


图 28 货币乘数上升到历史最高点

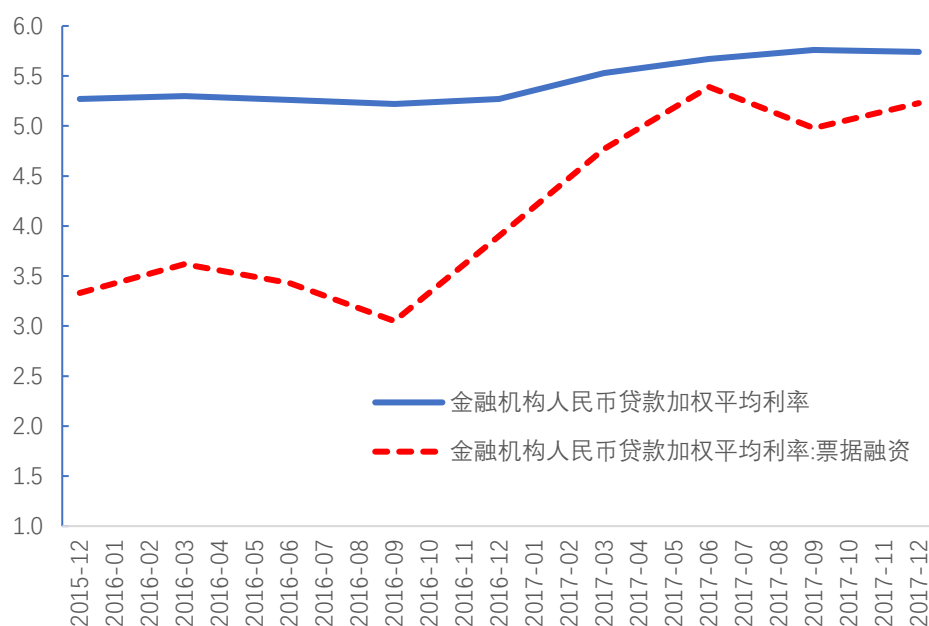


图 29 金融机构人民币贷款利率中枢上移

在货币融资紧平衡背景下，金融机构人民币贷款利率中枢上移至高位，贷款条件明显收紧。2017 年，金融机构贷款加权平均利率从年初的 5.3% 快速上升到年末的 5.7%，资金成本上升了 8%；其中，票据融资的贷款平均利率从年初的 3.9% 快速上升到年末的 5.2%，资金成本上升了 33%。

与利率中枢上移的变化趋势一致，金融机构贷款条件也在不断收紧。2017 年，金融机构对基准利率上浮的贷款比例从年初的 52.7% 上升到年末的 64.4%，对基准利率下浮的贷款比例则从年初的 28.2% 快速下降到年末的 14.3%。

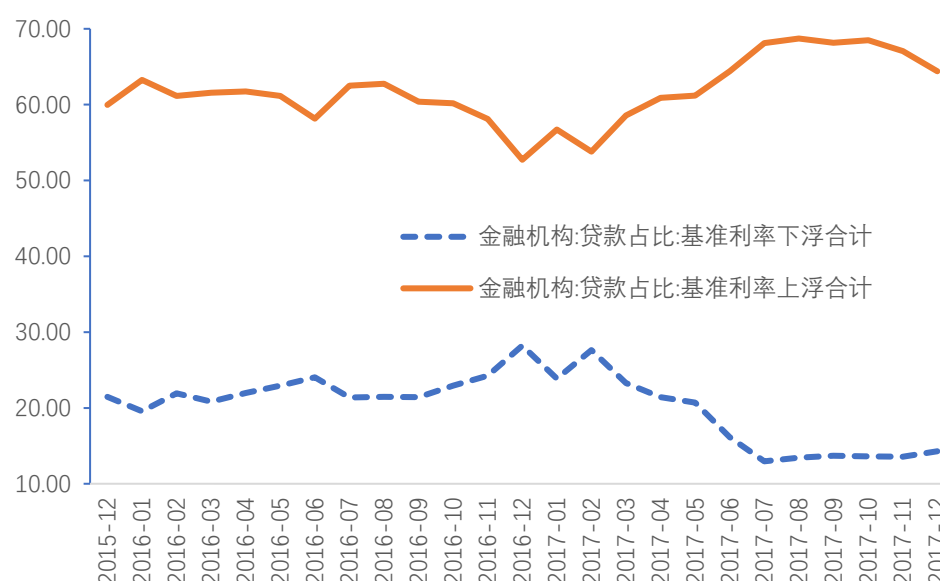


图 30 金融机构贷款条件趋紧

央行 4 月 17 日宣布的“降准”操作，释放了积极信号，表明其已经开始做出反应，力图减轻金融约束对短期宏观经济运行产生的下行压力。央行宣布，从 2018 年 4 月 25 日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点，用以置换中期借贷便利（MLF）和小微企业贷款投放。这次“降准”覆盖了绝大部分商业银行，可释放约 1.4 万亿元流动性，其中约 9000 亿元用于偿还 2 季度到期的 MLF（至 2 季度末将到期 MLF 规模为 8905 亿元），同时释放增量资金约 4000 亿元，主要用于小微企业贷款投放。这对于降低银行资金成本、缓解中小企业融资难题、对冲资管新规对流动性的冲击、以及稳定市场信心，都将起到积极作用。

（二）外部约束下，外需改善难以为继，金融冲击或将加大

2018 年中国面临的外部经济金融环境风险加大。一方面，世界复苏势头减弱，贸易摩擦升级，地缘政治乃至局部战争频发，前期出现的外需复苏对中国经济增长的改善在 2018 年将难以持续；另一方面，全球资产泡沫同步化，国际金融风险上扬，发生外部金融冲击的可能性加大。

2017 年中国经济的复苏在一定程度上源于世界经济的同步增长、全球贸易和投资的复苏。根据 IMF 在 2018 年 4 月份发布的报告，2017 年全球经济增长 3.8%，比 2016 年大幅回升 0.6 个百分点；同时，约 120 个经济体的经济增速出现上升，为 2010 年以来最广泛的全球增长同步回升。在此背景下，中国经济增长逆势回升，2017 年 GDP 增速达到 6.9%，比 2016 年回升了 0.2 个百分点。其中，净出口拉动中国 GDP 增长 0.6 个百分点，对 GDP 增长的贡献率达到 9.1%，不仅成为金融危机以来的最高水平，更是逆转了自 2012 年以来的下行趋势。考虑到在国际贸易失衡调整和中国经济转型背景下，2010 年以来净出口对中国经济增长的贡献率在多数年份均为负值，2017 年的贡献率掉头反弹至 9.1%，对短期经济增长的贡献不可谓不重要。

然而，前期外部环境的改善是世界各国同步采取持续性超常规宏观经济政策的产物。各国资产负债表的修复、投资增速的反弹、市场预期的稳定不仅具有强烈的政策性特征，同时还潜伏着大量的深层次问题：一是市场性复苏动力在超常规宏观经济政策的作用下并没有得到很好的培育，依然十分脆弱；二是各国虽然出台了各种各样的结构性改革，但各国生产率并没有摆脱持续下滑趋势的困扰，世界经济的新增长动力并没有出现；三是各类贸易指标和投资指标仅仅是对于危机冲击带来的“超调”的恢复性调整，远远没有恢复到以往趋势性水平之上；四是世界经济本轮危机所面临的收入两极化、生产率低迷、人口老龄化、金融泡沫、国际治理协调等深层次问题不仅没有得到解决，反而在全球新保护主义、地缘政治等新因素的作用下有所恶化，世界经济不仅缺乏可持续的市场型新动力，同时还面临全球刺激政策退出以及新泡沫的冲击。五是中国经济外部环境的改善在一定程度上也依赖于中国自身稳增长政策的持续实施。不仅要看到欧美发达国家超常规货币政策对于金融危机的稳定作用，更要看到中国超常规财政政策和产业扶持政策对于全球贸易和大宗商品复苏的核心作用，中国超常规的宏观经济政策的

常态化不仅会对中国内需的带来强烈影响，也会对全球经济需求带来很大的冲击，进而对自身的外部环境带来影响。因此，中期视角下，世界经济在全球资产负债表调整、金融风险回落和刺激政策缓慢渐进退出的作用下难以出现持续反弹。

2018 年世界经济和贸易的改善幅度缩小，高频数据显示美国、欧元区和日本均出现复苏放缓的迹象，加上国际石油价格上涨和资金成本升高，2018 年全球复苏动能或将弱于 2017 年。根据 IMF 的预测，2018 年全球经济增速为 3.9%，仅小幅回升 0.1 个百分点；全球贸易增速为 5.1%，仅小幅回落 0.2 个百分点，且预期 2019 年增速将回落至 4.7%。2018 年全球石油价格水平在 2017 年上涨 23.3% 的基础上，预期继续上涨 18.0%；由于 2018 年发达经济体 CPI 涨幅继续回升至 2.0%，伦敦同业拆借利率（6 个月美元存款）由 1.5% 上升至 2.4%。

表 1 2018 年 4 月 IMF 对全球经济增长预测（%）

预测指标	2016	2017	2018	2019
全球经济增长	3.2	3.8	3.9	3.9
全球贸易增长	2.5	4.9	5.1	4.7
石油价格涨幅	-15.7	23.3	18.0	-6.5
发达经济体 CPI 涨幅	0.8	1.7	2.0	1.9
伦敦同业拆借利率（美元存款：6 个月）	1.1	1.5	2.4	3.4

资料来源：国际货币基金组织(IMF)2018 年 4 月 17 日发布的《世界经济展望(World Economic Outlook)》。

在此背景下，2018 年一季度，中国净出口规模大幅收窄，从 2017 年的正向拉动中国 GDP 增长 0.6 个百分点，转为负向拉动 GDP 增长 0.6 个百分点。

不仅如此，脆弱的全球复苏在 2018 年迎来贸易战的全面升级，对中国出口和经济增长的影响可能会加大。日前，由美国挑起的中美贸易摩擦持续升级，涉及的关税征收范围不断扩大。4 月 5 日，美国总统特朗普要求美国贸易代表办公室依据“301 调查”，考虑额外增加对 1000 亿美元中国进口商品加征关税。这是继 4 月 3 日美国对中国约 500 亿美元商品公布对华 301 调查征税建议清单后，中美贸易战的再次升级；同时，这也美国是针对 4 月 4 日中国商务部对原产自美国的大豆、棉花等农产品以及汽车、化工品、飞机等 500 亿美元的进口商品采取加征 25% 关税措施的激烈回应。过于侧重内部增长利益引发的贸易保护主义将为复苏带来隐患。

另一方面，全球资产泡沫同步化，国际金融风险上扬，2018 年出现外部金融冲击的可能性加大。当前全球经济面临较大的金融下行风险，集中表现为全球金融条件持续宽松，带来全球资产泡沫同步化。2018 年 4 月 10 日，国际货币基金组织（IMF）发布《全球金融稳定报告（Global Financial Stability Report）》，将主题定为《前路坎坷（A Bumpy Road Ahead）》，指出全球金融环境风险上升到历史高度。下图显示，金融危机以来，全球金融条件持续宽松，已经达到 2006-2007 年金融危机前夕的水平，这将带来巨大的金融风险。

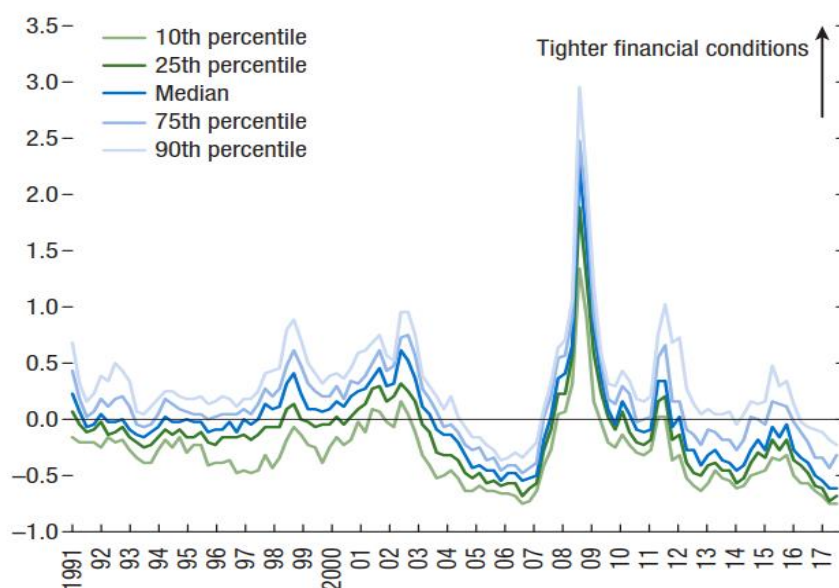


图 31：全球金融条件持续宽松达到危机前水平

事实上，由于全球金融条件的持续宽松，已经在一定程度上造成了全球各国股票和房价的同步上涨，由此引起的股市和房地产等资产价格泡沫问题，已经非常严重。在央行资产负债表快速扩张的情况下，欧美国家用金融杠杆抬高金融资产价格产生估值效应来修复资产负债表，杠杆率甚至已经超过 2006 年之前，从而导致全球股市市盈率普遍超过危机前的水平，全球房价也出现了更大范围更为同步的全面上涨，资产泡沫空前增加。

因此，除了外需减弱所带来的增长效应下行外，2018 年中国面临的外部金融风险也在加大，受到金融冲击产生经济波动的可能性提高。2018 年全球政策环境可能会发生较大变化，进而引起全球经济复苏的态势受到冲击。实际上，全球金融周期及其风险是否发生剧变已经成为世界经济能否持续进入新周期的关键要素，国际金融市场是否稳定决定了外溢负面效益的大小。

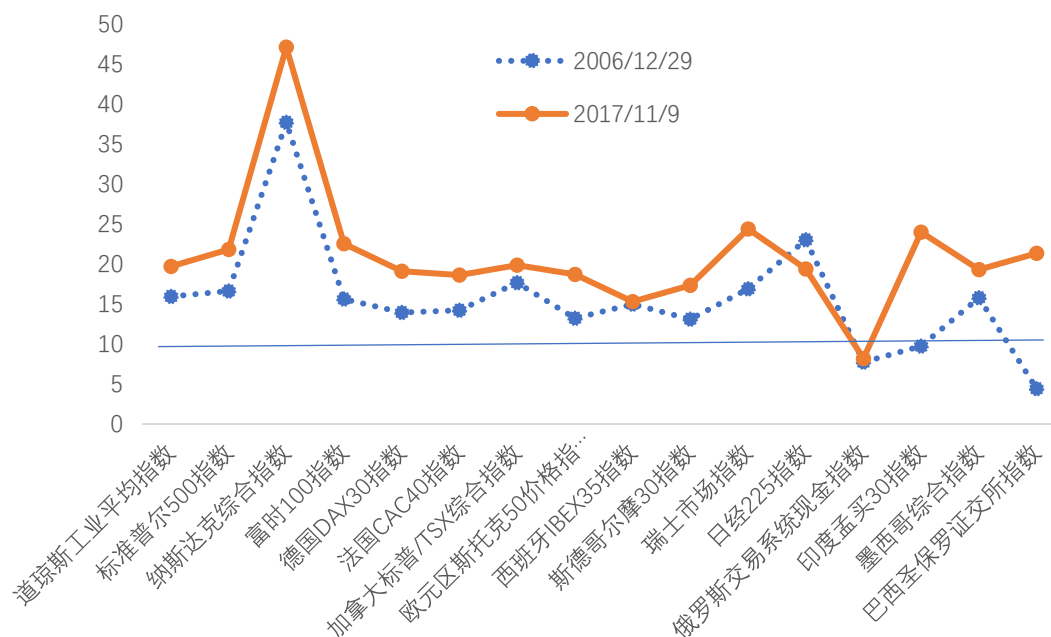


图 32：全球股市市盈率普遍超过危机前的水平

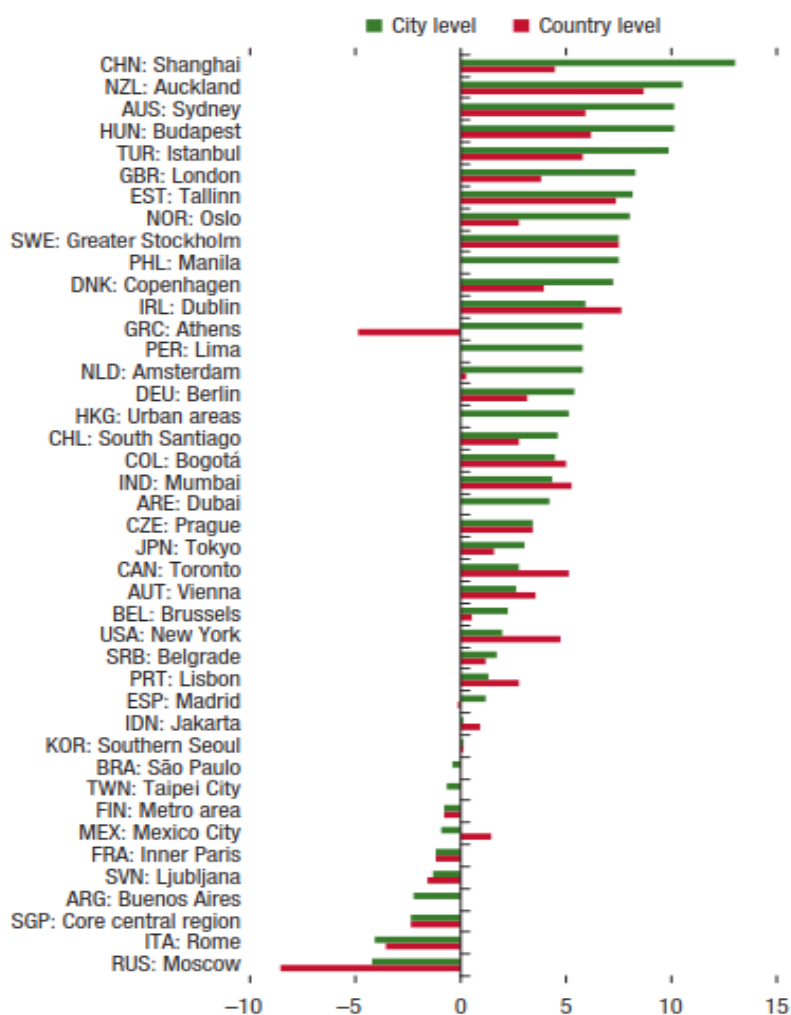


图 33：全球主要国家 2013-2017 年年均实际房价普遍上涨（城市和全国层面）

四、政策建议

基于上述分析，我们对于当前经济形势的基本判断是，总体向好中隐忧显现，双重约束下短期承压。据此，我们提出如下政策建议。

第一，2018 年一季度宏观经济形势说明，对于 2017 年宏观经济的超预期企稳要有科学的认识，中国新周期尚未开启，中国扩张性的宏观经济政策还没有到全面退出的时点。中国宏观经济政策的常态化应当注意以下三个要点：一是在固定资产投资增速没有触底企稳之前，宏观经济政策的总体积极性定位不宜改变。二是考虑到实体经济修复速度将大大慢于虚体经济，中国宏观经济政策常态化的速度应当慢于西方国家。渐进的步调应当与市场内生动力复苏的步调具有一致性。三是在风险约束和债务约束的作用下，货币政策、财政政策与产业政策的退出在路径、幅度和工具选择上必须要有很好的协调性，这也是中国宏观经济政策退出与欧美政策常态化的复杂之处。

第二，2018 年稳增长的核心依然在于稳定投资，但政策方向和政策工具要做出大幅调整，建议出台 2018 年民间投资启动的系统方案，以全面调整投资预期。最为重要的是通过产权的可保护性、资本投资的新空间、投资成本的降低以及投资产业需求的扩展等方面的措施来启动民间资本。因此，启动民间资本的系统方案中必须包含大量基础性的、中期导向的重大改革。同时，各类管制要从新梳理，必须看到以制造业为主的民间投资空间已经饱和，各类市场型和半公共服务领域的开放十分重要。放松这些行业的政府管制、减少政府在非公共领域的投资和全面收缩国有企业的非主营业务十分重要。只有利益边界发生变化，微观主体的行为模式才会发生变化，只有微观主体的行为模式发生变化，资源配置的方式和效率才会发生变化。

第三，在金融整顿和深化金融体制改革的进程中，2018 年中国货币政策应当延续 2017 年的定位，但操作方式可以适度偏松，短期内利率水平不宜过快上升，低利率政策依然是民间投资复苏的一个重要基础。一是 M2 增速不宜设定过低，应当关注货币投放方式的变化对于货币传导的冲击，2018 年可以逐步降低金融机构的存款准备金率的方式完成货币投放。二是参考国际经验，建立明确的利率走廊机制，尽快明确货币政策的市場基准利率，加强货币政策操作对于市場基准利率的引导，放弃对于操作利率和操作规模的双重关注，做实价格调控的常态化

机制。三是鉴于货币政策调控框架转型往往会带来基础货币供给节奏不稳定、供给工具不确定、供给对象不透明等问题，应当通过创新型工具向市场注入流动性，以强化引导市场预期，防止市场流动性紧张时期引发市场紧张情绪，导致市场资金面和利率出现不必要的波动。四是在 MPA 考核中弱化信贷规模调控。金融改革的一个重要方面就是要将风险显性化，引导表外金融配给根据风险实质回表，如果继续实行信贷规模的强管制，有可能会产生金融信贷资源的无路可去，导致信贷急剧收缩，不利于保持金融对于实体经济和民间投资的持续支持。

第四，供给侧结构性改革需要进一步深化和扩容，在“降成本”、“补短板”方面进一步强化。在以改善生产为主的供给侧结构性改革取得阶段性胜利之后，加快实施与消费相匹配的供给侧结构性改革，完善促进消费的体制机制，促进中高端消费品的供给和需求能力的释放，增强消费对经济发展的基础性作用。可以考虑出台与扶贫补贴战略相对应的高端消费促进战略。

第五，政府机构改革从目前的投资型政府逐步转向民生型政府。必须清晰看到新时期全面深化改革必须跳出过去改革的范式，应当从政府体制改革、社会改革等方面进行破题，从而为经济体制改革打下全力基础、行政实施基础和社会基础。应当积极转换政府职能，加大公共服务，加速民生建设，使目前政府在各类产业的投资大幅度减少，更多用于公共服务和民生工程的建设。必须从政府行政体制改革的角度来改变目前扭曲的动力机制，特别是要改变目前投资型政府带来投资膨胀症问题。

第六，高度关注世界经济形势和贸易格局变化，继续扩大对外开放，积极应对贸易摩擦，加强防范全球金融风险冲击。2018 年中国面临的外部经济金融环境风险加大，一方面世界复苏势头减弱，贸易摩擦升级，前期出现的外需复苏对中国经济增长的改善在 2018 年将难以持续，另一方面全球资产泡沫同步化，国际金融风险上扬，发生外部金融冲击的可能性加大。中国需要提前做好预案，并及时进行相应的政策调整。