

周期性风险可控，结构性挑战艰巨

——中国宏观经济月度数据分析报告（2018年9月）*

于泽

中国人民大学国家发展与战略研究院

2018年9月15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，执笔人为于泽。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。本报告为初步研究成果，欢迎讨论和批评意见。

摘要

面对中美贸易摩擦、非洲猪瘟和洪水等冲击，8月份的宏观经济表现总体平稳，体现了我国经济基础较为稳固，有较高的韧性和较大回旋空间。总体而言，我国经济面临的通货膨胀、贸易摩擦不确定性引发进出口和投资波动等周期性风险本身是可控的。

我国经济面临的核心问题是长期缺乏足够的内生动力，难以重新走向自我可持续增长。这种长期乏力在贸易摩擦环境中会进一步放大短期风险因素，成为最大的风险来源。经济缺乏内生动力的重要原因是一个看起来很悖论的现象。在我国特有的产能扩大型创新模式下，低价格弹性的生活必需品制造业生产率快速提升后，没有产生相应的产业升级，这种部门的快速发展导致经济长期下行。未来政策核心取向应是促进传统制造业走向先进制造业，促进具有积累性质的现代服务业发展，不是无资本和技术积累特征的新经济模式。

在这个取向下，减税好于扩大基建，但都不是最有效政策。结构调整要求的资产价格重估、人力资本培训、高昂的转移成本，不是市场能自发完成的，需要政府，特别是党对经济管理的介入，调整利益格局。针对转型的供给侧结构性改革是正确选择，但是在执行中需要从上游行业减产能转移到关注接近消费端的下游行业转型。由于短期风险自身是可控的，最大的风险来源是转型迟滞放大短期冲击，所以宏观政策在适度关注短期的同时更要关注产业转型，关注宏观政策的产业效果，要以促进产业升级为判断政策的依据。

一、周期性风险本身可控，经济回旋空间较大

8月份中国宏观经济受到了多重冲击，既包括外部的贸易争端，也包括超常规的季节性冲击，例如历史同期温度最高、持续时间最长的极端高温天气、动物疫情和台风带来的强降雨引发洪涝灾害。在这种环境中，企业效益进一步向好，更好的利润和现金流提升了企业未来抗风险的能力，社会总体价格水平稳定。这表明宏观经济韧性很强，短期冲击总体是可控的，在金融环保政策不过度收紧的情况下，完成全年预定经济目标问题不大。

(一) 工业和服务业稳定向好

8月份，全国规模以上工业增加值同比实际增长6.1%，增速比上月加快0.1个百分点；1-8月份，全国规模以上工业增加值同比增长6.5%，增速比1-7月份回落0.1个百分点，总体保持平稳增长。分三大门类看，8月份，采矿业增加值同比增长2.0%，制造业增长6.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长9.9%。

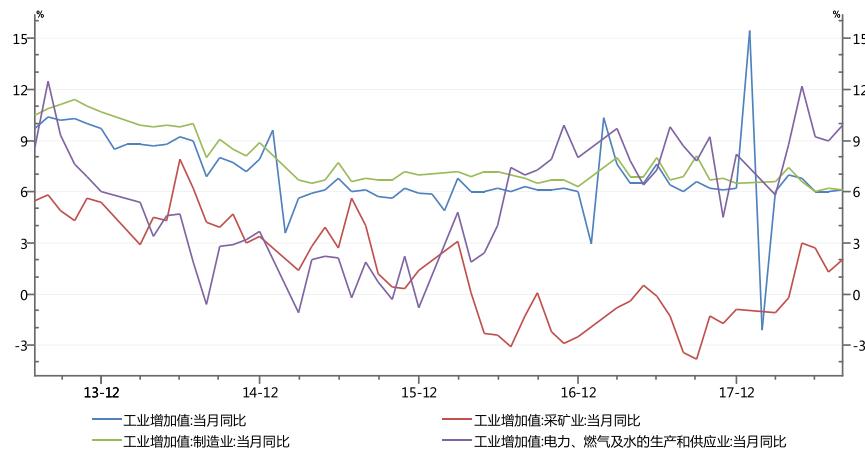


图7 工业增加值当月同比

8月份，全国服务业生产指数同比增长7.5%，增速比上月回落0.1个百分点；其中，信息传输、软件和信息技术服务业同比分别增长38.8%，成为主要推动力量。1-8月份，全国服务业生产指数同比增长7.9%，维持了基本平稳态势。

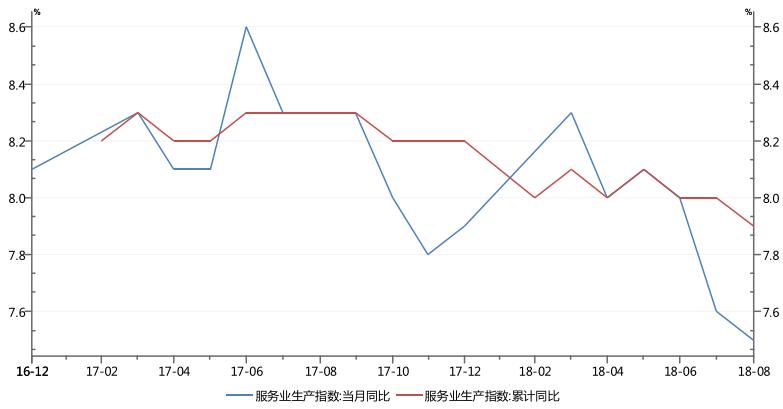


图2 服务业生产指数

(二) 投资未来逐渐企稳，民间投资态势良好

1-8月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.3%，增速比1-7月份回落0.2个百分点。其中，民间投资增长8.7%，呈现了较好的恢复性增长。分产业看，第一产业投资同比增长14.2%；第二产业投资增长4.3%，其中制造业投资增长7.5%，比1-7月份加快0.2个百分点；第三产业投资增长5.5%，其中基础设施投资增长4.2%。由于第三产业固定资产投资比重在60%，其中基础设施投资的持续放缓是今年固定资产投资增速下滑的重要原因。未来随着基础设施投资的逐渐发力，投资增速会进一步企稳。

投资结构进一步优化，高技术制造业、装备制造业投资同比分别增长12.9%和9.2%，增速分别比全部投资快7.6和3.9个百分点。

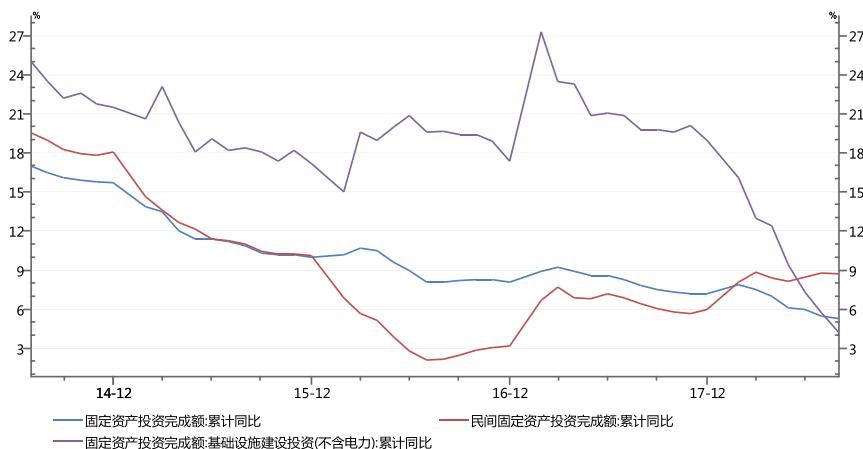


图3 固定资产投资

(三) 价格稳中有升，通货膨胀压力有限

8月份，全国居民消费价格同比上涨2.3%，其中食品价格上涨1.7%，非食品价格上涨2.5%。CPI涨幅比上月扩大0.2个百分点。1-8月平均，CPI上涨2.0%，与1-7月平均涨幅相同，在CPI重回2时代后价格走势平稳。食品价格上涨中鸡蛋和羊肉涨幅较大，分别为10.3%和13.3%。猪肉价格同比下降4.9%，降幅继续收窄，影响CPI下降约0.12个百分点。非食品价格中影响较大的是汽油和柴油价格分别上涨19.8%和22.0%。据统计局测算，在8月份2.3%的同比涨幅中，翘尾因素影响约为1.0个百分点，新涨价因素约为1.3个百分点。扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨2.0%，涨幅比上月扩大0.1个百分点，走势较为平稳。未来CPI推动力量主要来自非洲猪瘟对猪肉价格影响和伊核协议、美国飓风推动的石油价格上升，但这些因素总体幅度有限。伴随着翘尾因素降低，未来CPI同比增速会维持在一个相对稳定的趋势，通货膨胀压力可控，对货币政策空间的挤压有限。

从环比看，8月份CPI上涨0.7%，涨幅比上月扩大0.4个百分点，主要影响因素是食品价格上涨2.4%，涨幅比上月扩大2.3个百分点，影响CPI上涨约0.46个百分点。根据统计局测算，受高温、台风降雨影响，鲜菜价格上涨9.0%，涨幅比上月扩大7.3个百分点，影响CPI上涨约0.21个百分点。夏季高温和非洲猪瘟疫情影响，猪肉价格上涨6.5%，涨幅比上月扩大3.6个百分点，影响CPI上涨约0.14个百分点。高温天气和节日需求推升鸡蛋价格上涨13.7%，涨幅上月为持平。8月份的上涨特殊的高温占据了主要位置，随着气温逐渐降低，环比增速有望稳定温和下行。

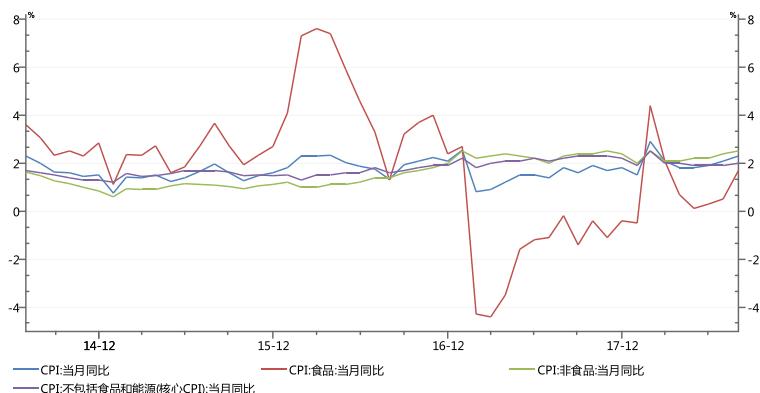


图 4 CPI 同比

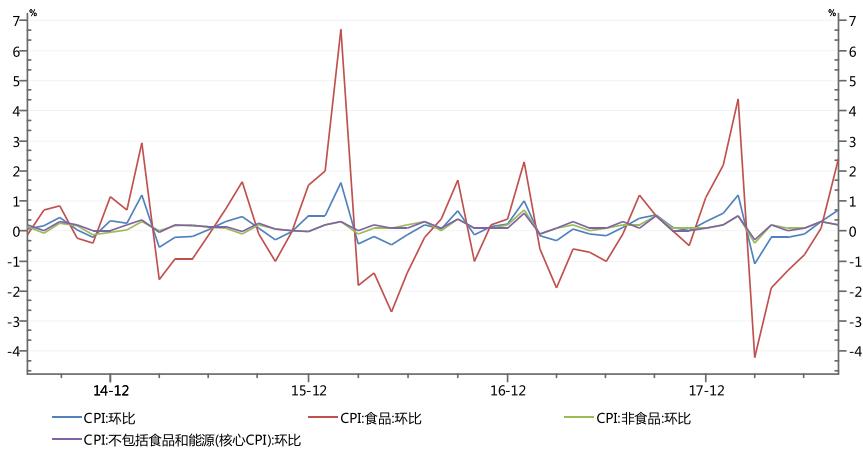


图 5 CPI 环比

2018 年 8 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 4.1%，环比上涨 0.4%。工业生产者购进价格同比上涨 4.8%，环比上涨 0.5%。1—8 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上涨 4.0%，工业生产者购进价格上涨 4.5%。平均涨幅表现出平稳的态势。

生产资料价格是推动工业生产者出厂价格上涨的主要原因，同比上涨 5.2%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 3.91 个百分点。其中，采掘工业价格上涨 12.1%，原材料工业价格上涨 7.8%，相对下游的加工工业价格上涨 3.5%。生活资料价格仅仅同比上涨 0.7%。据统计局测算，在 8 月份 4.1% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 3.0 个百分点，新涨价影响约为 1.1 个百分点。

工业生产者购进价格中，建筑材料及非金属类和燃料动力类是上涨的主要动力，分别同比上涨 10.5% 和 9.7%。

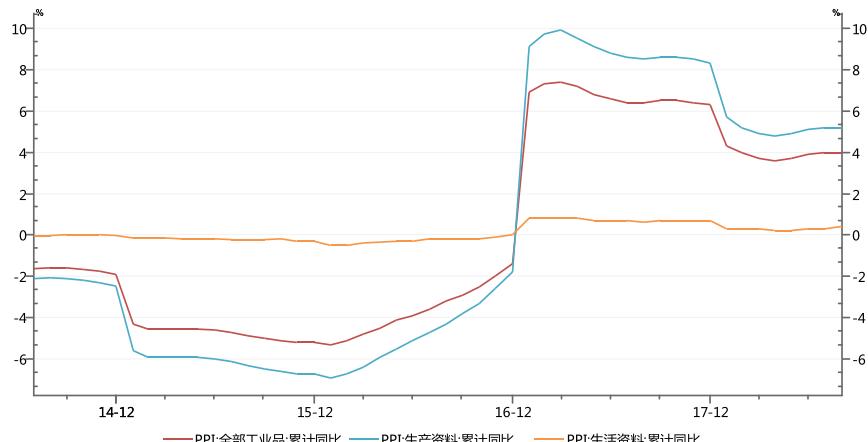


图 6 PPI 累计同比

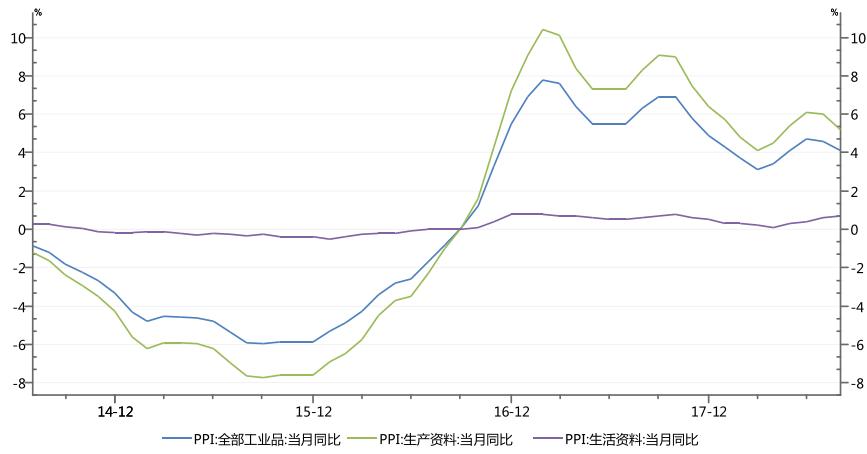


图 7 PPI 当月同比

(四) 微观基础稳固，企业经营状况改善

企业利润较快增长。1-7月份，全国规模以上工业企业实现利润同比增长17.1%；主营业务收入利润率为6.46%，比上年同期提高0.4个百分点。1-7月规模以上服务业企业实现利润同比增长16.2%，营业收入同比增长12.4%。

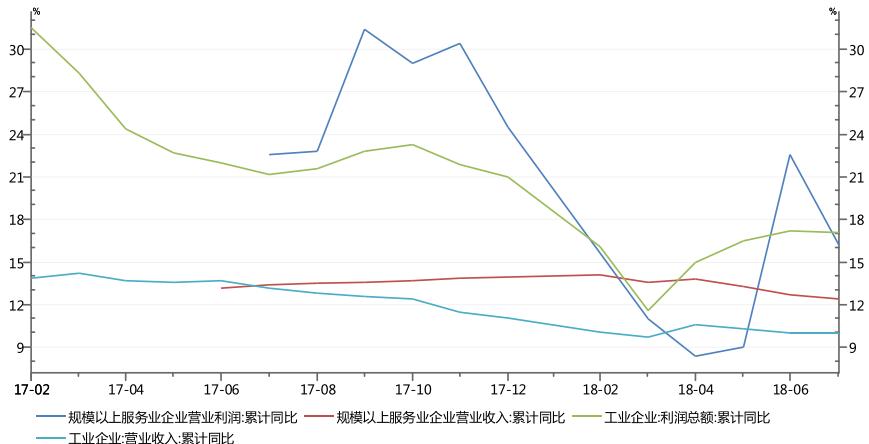


图 8 企业效益

(五) 宏观景气持续

2018年8月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为51.3%，比上月上升0.1个百分点，制造业总体保持平稳扩张态势。中小企业PMI指数均处于扩展，显示了较好的态势。中型企业PMI为50.4%，小型企业PMI为50.0%。由于中小企业利润低，是受到冲击最为明显的，这意味着经济总体态势健康。

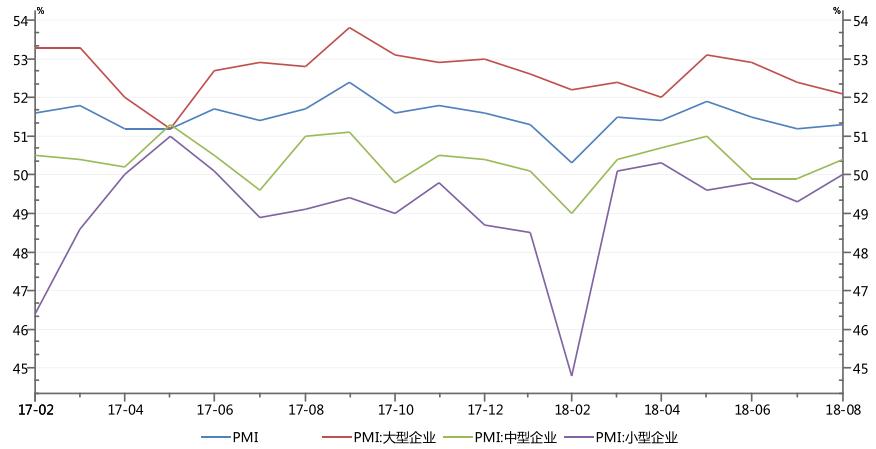


图 9 PMI

2018 年 8 月份，中国非制造业商务活动指数为 54.2%，比上月上升 0.2 个百分点，非制造业总体扩张步伐有所加快。新订单指数和业务活动预期指数为 50.7% 和 60.6%，分别比上月上升 0.6 和 1.1 个百分点，均高于年均值 0.2 个百分点，服务业市场预期持续向好。

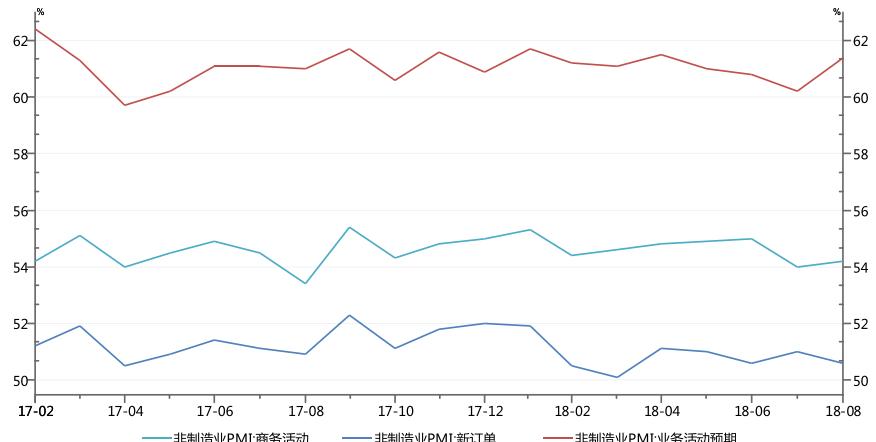


图 10 非制造业商务活动指数

(六) 经济结构持续优化，稳步迈向高质量发展

经济稳定增长的同时，结构不断向好，高技术制造业发展态势良好。从景气指数看，高技术制造业 PMI 为 54.3%，环比、同比分别上升 1.7 和 2.4 个百分点。其中，医药制造、专用设备制造、计算机通信电子设备制造等行业 PMI 明显高于制造业总体水平，生产指数和新订单指数均位于 55.0% 以上的较高景气区间。

从实际增加值来看，1-8 月份，高技术制造业、装备制造业和战略性新兴产业同比

分别增长 11.9%、8.8% 和 8.8%，分别快于规模以上工业 5.4、2.3 和 2.3 个百分点。1-8 月份，新能源汽车、工业机器人、集成电路产量同比分别增长 56.0%、19.4% 和 13.4%，新技术产品不断涌现。

服务业结构也持续向好。1-7 月份，规模以上服务业企业营业收入同比增长 12.4%；其中，战略性新兴服务业、科技服务业、高技术服务业营业收入同比分别增长 16.4%、16.1% 和 14.5%，增速快于规模以上服务业 4.0、3.7 和 2.1 个百分点。

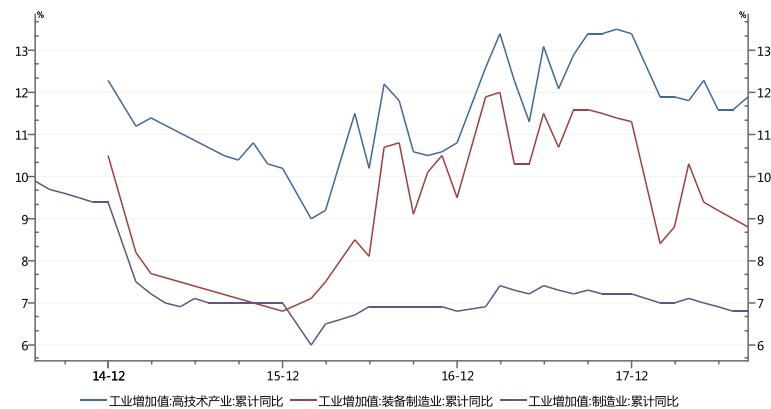


图 11 工业结构向好

(七) 社会融资环境总体平稳，不用过分担心存款增速

8 月份社会总融资总额与去年同期大体持平，今年以来累计提供社会融资比去年同期减少 18964.7 亿元。社会融资总额是和投资密切相关的，随着消费在我国经济增长中的力量不断加强，社融的变化具有正常性。同时，在降杠杆稳定金融风险的导向下，今年总体流动性提供是可以接受的。金融机构各项存款余额同比增速 8.3%，是 1980 年以来最低，在消费降级的争议中，引发了很多担心。这一方面是金融结构资产增速降低的影响，另一方面是大量存款理财化，反映了居民投资渠道的上升。未来存款增速放慢会是一个常态化现象，并不值得过度担心。

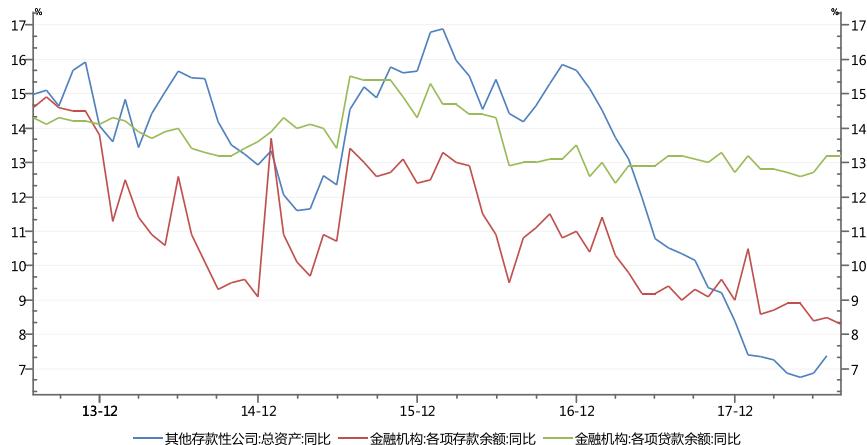


图 12 存款增速

二、经济内生动力持续不足是未来最大的风险源

中国经济最值得担心的不是近忧而是远虑。从 2010 年以来，我国经济持续减速，下行压力一直很大。这反映了我国经济增长内生动力不足，出现了严重的边际报酬递减现象。这种自我内生动力不足在面临贸易争端等因素时候会放大短期冲击，造成市场焦虑心理，是中国经济最大的风险源。

当前内生动力不足是要素推进型赶超阶段逐渐接近尾声的必然现象。关键问题就是我们怎么实现转型，在创新引领下实现新的持续增长。但是，对增长的讨论不能仅仅停留在总量，而是要落实到行业。增长模式的转型实际上是行业的转型，是新技术推动下的新行业的兴起和传统行业提升。增长模式转型的困境在于我国产业结构转型迟迟不能真正启动。

(一) 政策性因素和房地产投资支撑经济，市场内生动力不足

1. 工业基础并不稳固

工业增加值增速虽然维持在较好的水平，但是，制造业在低水平徘徊。2016 年以来，工业增加值更多来自于电力、热力、燃气及水生产和供应业。同时，工业企业利润在国有和民间分化非常厉害，国有企业是工业利润上升的主力军。国有及国有控股企业 1-7 月份利润累计同比增长 28%，国有、外资以外企业利润总额出现很大幅度下降。

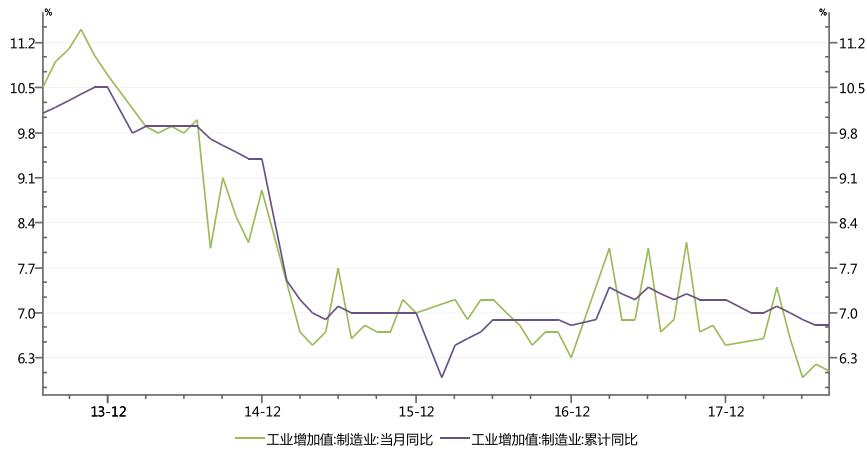


图 13 制造业增加值增速

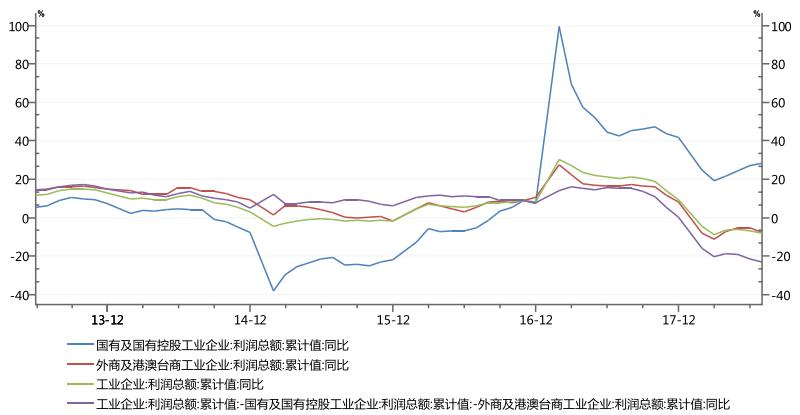


图 14 利润增速

2. 房地产投资一枝独秀，民间投资动力还需增强。1-8月份，全国房地产开发投资同比增长10.1%，远远超过固定资产投资增速，成为了今年稳投资的重要力量。

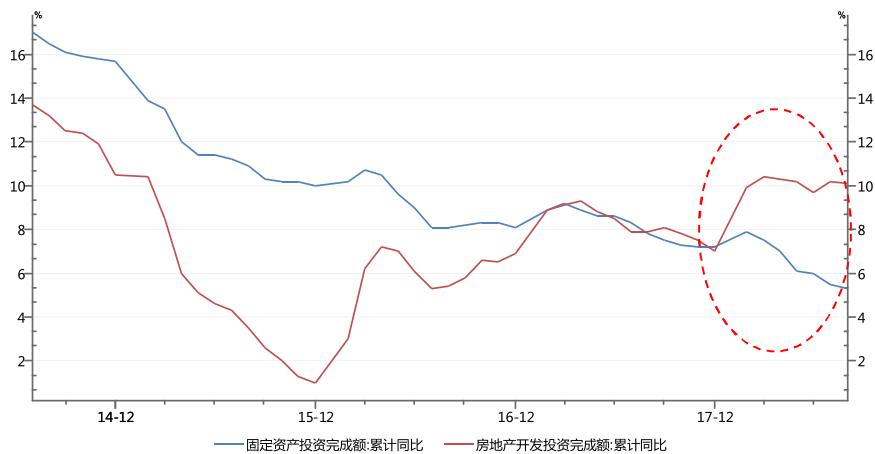


图 15 房地产投资

民间投资虽然在今年有所企稳。但是总体水平很低，同时，第二产业民间投资增速与总体增速差距较大，这是 2017 年以来一个非常值得注意的问题。

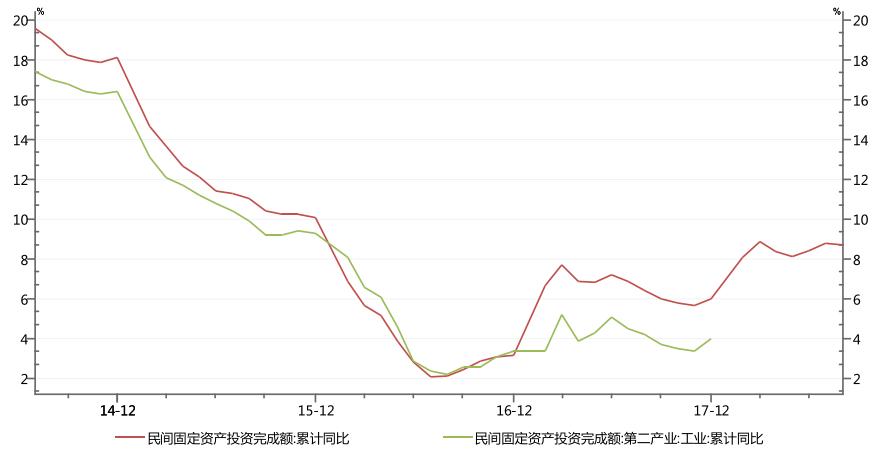


图 16 民间固定资产投资

2. 消费增长阻力较大。今年以来消费增速较低，虽然这反映了统计数据仅仅考虑商品消费，忽略服务带来的消费转型。但是，收入增速放缓和家庭高债务率确实抑制了消费升级。



图 17 消费品零售总额

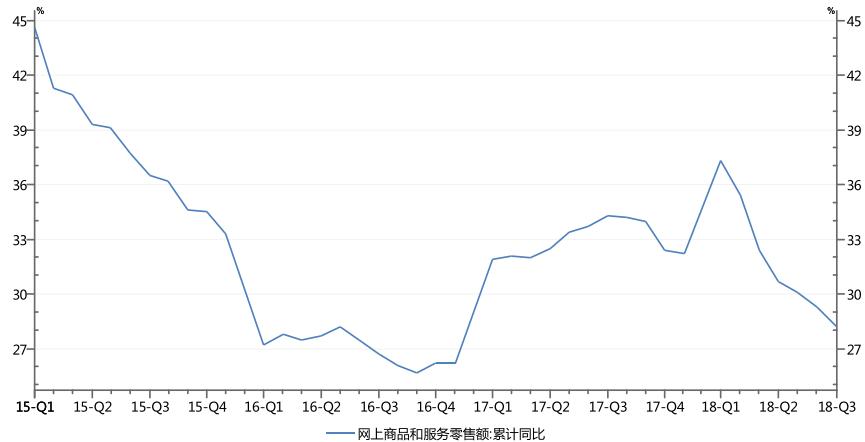


图 18 网上销售

3. 外贸风险加大，汇率波动成为重要风险。受国际经贸摩擦升温及外部环境不确定等因素影响，进出口景气度有所回落。8月份新出口订单指数和进口指数为49.4%和49.1%，分别低于上月0.4和0.5个百分点。以美元计价出口增速9.8%，有所回落。要注意到的是，现在的出口更多体现了跨期替代，是企业为了应对不确定性加快了出口进程，这就导致后面几个月出口可能会进一步加速回落。在新兴市场全面受到美元周期影响的环境下，叠加贸易摩擦，我国汇率问题凸显，汇率波动导致的跨境资本流动风险值得警惕。

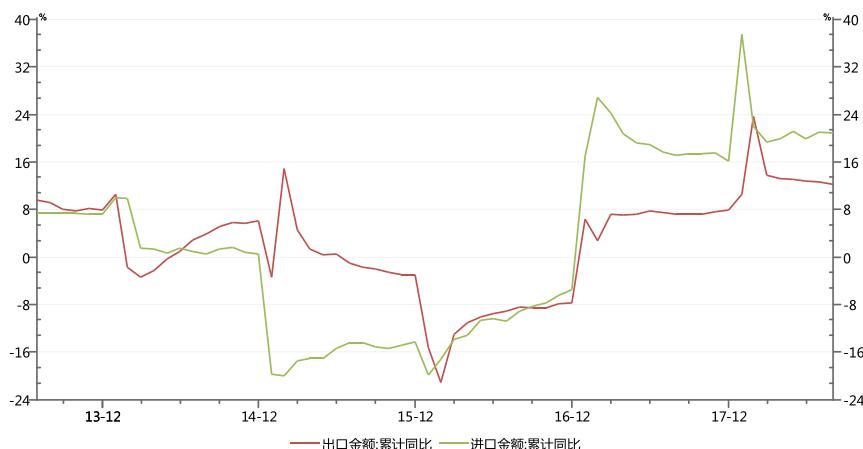
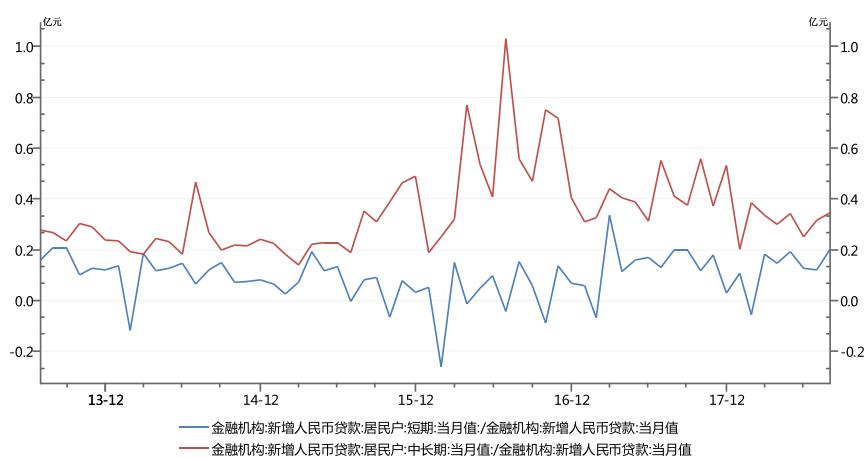
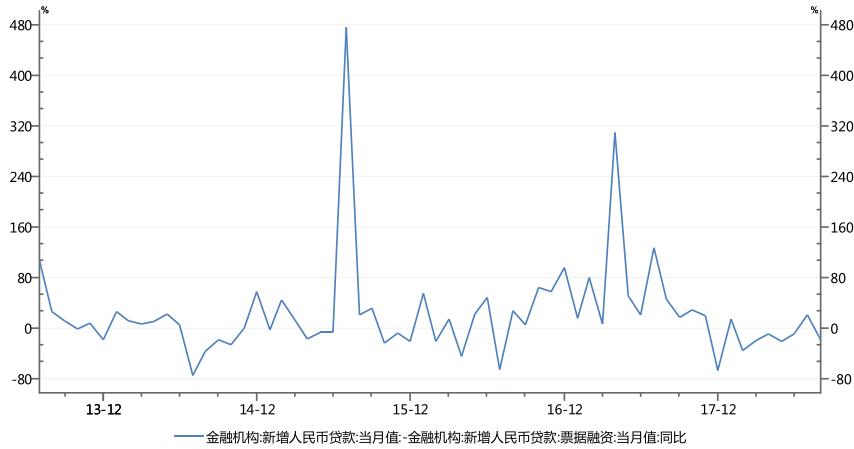


图 19 进出口金额

4. 价格分化明显，上游加大对下游挤压。PPI中生产资料价格上涨5.2%，生活资料价格上涨0.7%。在上游行业中，石油和天然气开采业上涨39.6%；石油、煤炭及其他燃料加工业上涨22.7%，化学纤维制造业上涨6.9%。动力和原材料的上涨对下游消费行业压力较大。

5. 贷款对企业支撑不足。2018年8月金融新增人民币贷款比去年同期多了1900亿，但是在剔除了票据融资后反而下降，这反映了银行风险意识高，企业贷款意愿较低，市场内生一致预期还没有形成。



（二）长期内生动力不足原因

我国经济为什么会出现长期内生不足的现象呢？对这个问题有各种看法。

一派观点认为这中下行主要还是周期性的。成因主要有两个方面。第一，国际经济周期对我国出口产生较大影响，作为最大的外向型经济体，导致我国经济下行。第二，企业和家庭资产负债表调整约束了现金流，抑制了投资和消费。

另一派观点认为这种下行是结构性的、长期的。这种观点是与我国经济新常态的判断一致的。关键是，结构性问题到底是什么？常见提出的结构性问题包括

房地产挤压实体经济、国有企业资源配置效率偏低，拖累了全要素生产率、政商一体化阻碍了创新等等。这些观点有一定的可取之处，但是，结构性问题说到底是生产力发展与生产关系不适应，还是要从行业发展动力和模式来探讨结构性问题。

实际上，我国根本性的结构性问题是传统制造业，尤其是生活必需品制造业生产率快速提升后，没有产生相应的产业升级。在我国特有的产能扩大型创新模式下，必需品部门的技术快速进步降低了产品价格，这原本会使得资本转移向新行业。但是，我国产业升级缓慢，资源转移不畅，在这种情况下，产品价格的降低直接导致企业利润下滑，效益不佳。企业为了应对这种状况，企业策略正是马克思反复强调的扩大生产，期望通过自身产能提升挤出其他对手来生存。这种市场行为模式导致产能过剩，效益进一步下降。这就带来了工人收入下降和为了扩大产能背负高杠杆的利息负担加重。这使得我国投资和消费不振。随着乘数效应，全社会的收入和产出下降，经济下行。

因此，我国收入增速缓慢和高杠杆都是表面现象，是结构调整迟滞的反映。斯蒂格利茨等人（2017）的研究表明，上个世纪 20 年代的大萧条和本次金融危机实际上都是大规模产业结构转型不畅导致的。

我国为什么产业转型会很缓慢呢？根本原因是目前将行业升级过多交给市场，试图依靠竞争来推动转型是不可行的。斯蒂格利茨等人（2017）发现上个世纪 20 年代的大萧条和本次金融危机依靠市场进行大转型是不可行的。从本质上来看，罗斯福新政不是简单的凯恩斯宏观经济学，而是一次美国政府通过社会化影响产业转型的行动。里根经济学看似自由放任，实际上对产业的政府引导是非常巨大的。大规模产业结构转型面临着巨大的固定成本，是高风险行动。市场竞争是在消除了固定成本之后的市场形态，能够容纳和促进小的产业转型和升级，但是面对资产价格重估、人力资本培训和高额固定成本，市场不能有效完成大规模的转型。大规模转型还需要在政府的积极参与下进行。当前推动的供给侧结构性改革导向是非常正确的，但是在具体执行的时候过于关注钢铁、水泥等上游行业减产能，忽视了下游行业的提升。未来政策核心取向应是促进传统制造业走向先进制造业，促进具有积累性质的现代服务业发展，不是无资本和技术积累特征的新经济模式。只有具有可积累特征的转型才能提高未来的生产能力，产生可

持续增长。

三、政策建议

由于短期风险自身是可控的，最大的风险来源是转型迟滞放大短期冲击，所以宏观政策在适度关注短期的同时更要关注结构转型，要以促进产业升级为判断政策的依据。

1. 特别关注宏观政策，尤其是货币政策的行业影响。一般认为宏观政策主要关注总量，实际上总量的宏观政策都会落实到具体的产业。货币政策尤其是容易被认为是总量，但是会通过不同行业的融资依赖度影响融资密集型企业的发展，所以要特别关注定向信贷，促进转型。

2. 短期内要切实加大企业减税力度，推进上游国有企业产品适度降价，增加企业流动资金。在转型的过程中企业有很大的资金投入，是一项非常高风险的项目，同时，当前企业面临短期不确定性较大，这都需要企业有足够的储备和坚实的资产负债表。为了更好地修复下游行业资产负债表，需要落实好减税政策，减轻企业负担。同时，国有企业的集中的上游采掘业和原材料行业价格上涨推升了下游总体成本，建议国有企业适度降价，补贴下游，为转型和防风险做准备。

3. 基建，尤其是运输行业基建，不是现在产业升级的迫切短板。当前我国基础设施，优势是道路等基础设施在国际上都是领先的，并不构成中国从传统制造向现代制造转型的障碍。大规模基建主要带动的是建材和建筑业。例如，从劳动力需求和市场预期看，8月份非制造业商务活动指数中，建筑业从业人员指数和业务活动预期指数为54.3%和65.8%，分别比上月上升0.8和1.7个百分点，其中从业人员指数连续3个月上升，建筑业用工量持续增长，企业对未来市场信心继续增强。这两个行业上升虽然在总量数据上会很好看，但主要是用建筑业掩盖制造业转型，并不会在当前实质性促进转型。实际上，我国历史上基建投资抵御风险最后更多依靠的是基建投资争取的时间，外需向好最终拉动经济增长。传统的基建是以时间换空间。在当前阶段，这种思路是不合适的。

4. 财政支出更应该关注职工培训和社会安全网建设，减少企业社保缴费。转型过程中企业难以承担职工行业转换的培训成本等，这些需要财政来进行帮助。职工培训、社会安全网是产业转型真正的短板。二战后，美国青年士兵上大学等

政策很好地起到了职业培训作用，为战后美国经济发展转型奠定了基础。为了让企业有更多资金，财政需要更好地承担社保职能，降低企业费用。

5. 切实加快国有资产划拨社保，加大转型的社会保障力度。财政承担社保职能毕竟是有限的，尤其是在转型期，财政收入增速不宜过快。在这种环境下，加之我国国有企业老职工的历史负担，社保资金缺口很大。这部分需要国有资产划拨来弥补。这项政策早有规定，但是执行较慢，在当前需要加快。

6.适当允许增加金融机构风险暴露，转型期不宜从外部过分收缩信贷条件，强化金融结构内部治理建设。产业转型必然涉及到资产重估，旧有行业资产价值会大幅度下降。例如，美国在上个世纪二十年代农业转型为工业的过程中，大量农村土地价值下降，农村住宅废弃。这使得大量相关资产贷款成为坏账，银行风险加大。现在我国信贷风险增大部分原因也与此有关，这是必然的，因此，需要在一定程度上加大金融机构的风险容忍。此时，不宜在外部进一步紧缩信贷条件，降低金融机构贷款意愿。需要在内部加强金融机构治理结构建设，提升风控水平，加大风险定价和相关金融产品的开发。

7.加大跨境资本监管，维护国内各项资产价格稳定。虽然在产业转型期资产价格调整是非常正常的。但是，在目前转型迟滞，放大短期风险的环境中，资产价格调整必须有序，防止引发金融危机。在美国加息，美元强势的大环境下，需要加大跨境资本监管，切实维护好国内资产市场平稳。

