**稳中有变与下滑加速的宏观经济[[1]](#footnote-1)\***

**摘要：**进入11月份以来，我国宏观经济延续了整体平稳的基本格局。宏观经济整体稳定主要体现在就业市场稳定，城镇调查失业率和累积新增就业人数较前期指标有所改善；人民币兑美元汇率基本保持稳定，外汇储备小幅回升；在外部环境不确定性增强的背景下实现了国际贸易和利用外资的基本稳定和改善。

在整体稳定的大格局下，总需求增速出现下滑加速的迹象，值得特别关注。总需求下滑加速主要体现在以下几个方面。第一，国民经济各部门中除“信息传输、软件和信息技术服务业”之外，其他部门需求呈现下滑趋势，经济增长新动能尚不能独立担当稳定经济的重担。第二，包括消费者价格指数和生产者价格指数在内的多项细分价格指数环比出现下降。尽管同比数据显示全年控通胀目标实现无虞，但环比指数下降显示我国经济正面临通货紧缩的压力。第三，消费品零售总额增速下滑趋势延续。居民部门高杠杆率对财富结构和消费的影响是长期的，只有通过稳定经济增长和收入才能够实现消费的稳定。第四，广义货币增速已经连续7个季度低于名义GDP的增长。历史经验和国际经验都表明，短期内货币增速过低不利于总需求的复苏。

政策方面，我国目前经济下滑不仅具有新常态转型时期的阶段性特征，同时也是国际经济形势变化对消费者和投资者信心造成的冲击的结果。应对目前的经济形势不仅要有常规的全方位的经济政策，更需要从稳定居民和投资者信心着手，稳定国内外经济主体对未来中国经济的预期。

1. 宏观经济整体保持稳定

2018年在外部环境不确定性增强的背景下，我国政府积极进行政策调整，稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作取得初步成果。进入11月份以来，我国宏观经济延续了整体平稳的基本格局主要体现在以下几个方面：

第一，城镇新增就业人数持续增加，调查失业率保持稳定。就业稳定是宏观经济稳定的基础，也为下一步扩大改革和开放创造了良好的条件。2018年以来我国城镇就业基本保持稳定。全年城镇调查失业率保持在5%左右，8月份之后略有下降。截至11月份城镇调查失业率为4.8%，比8月份5.1%下降了0.3个百分点。同时，城镇新增就业人数保持稳定增长，截至11月份实现累积新增就业人数1293万人，比上年同期增加13万人。

图1 城镇调查失业率和新增就业人数累计增长率

第二，外汇储备和人民币汇率实现稳定。在美联储加息和全球贸易摩擦的大背景下，2018年下半年以来新兴市场国家货币兑美元汇率出现了一波较大的贬值，直接影响到投资者对新兴市场国家经济的信心。人民币兑美元汇率也在5月份之后也出现了一波比较快速的贬值，截止到9月份累积贬值约10%左右。10月份和11月份汇率出现企稳迹象，基本维持在6.9元人民币/美元左右的水平。同时11月份外汇储备也出现了止跌，比10月份微增了约86亿美元。

图2 人民币兑美元汇率和外汇储备

从性质上看，本轮人民币兑美元贬值是在全球主要货币兑美元贬值的大背景下发生的。从2018年4月份到10月份，在发达经济体中日元、欧元和英镑分别对美元贬值5%、6%和7%。在新兴市场国家中，韩元兑美元贬值幅度较低，截至10月份也累积贬值6%。人民币、巴西雷亚尔和印度卢比兑美元贬值幅度分别在10%、11%和12%。人民币虽然加入SDR货币篮子，也已成为一些国家的储备货币，但是作为发展中国家的货币，人民币毕竟尚不具备避险资产的属性。当国际金融市场出现波动的时候，出现小幅贬值属于正常现象。更何况到目前为止，在遭遇了比其他国家更加严峻的贸易摩擦之后，无论与发达国家还是新兴市场国家的相比，人民币贬值幅度并未超出合理范围。相比之下人民币比国际金融市场上“脆弱N国”的货币要稳定许多。

第三，进出口和吸引外资表现相对稳定。在美国发起的贸易摩擦不断加剧背景下，我国实现了吸引外资和对外贸易的基本稳定。2018年11月份以美元计价的出口累积增长11.8%，进口累积增长18.4%；以人民币计价的出口和进口分别累计增长7.6%和14.5%。同时在对外贸易结构方面表现出以下特征：一般贸易增速快于加工贸易，体现出国际贸易对我国产业升级的贡献；对“一带一路”沿线国家进出口增速高于整体，展现了我国国际贸易发展的新方向。但应该注意到11月进出口当月同比增速比10月份出现大幅回落，显示出可能存在的“抢出（进）口”效应迅速回落。11月以美元计价的出口和进口同比增速分别为4.6%和3.1%，比上月同比增速分别下降了10.3和17.8个百分点。进出口增速快速下滑的现象值得特别关注。

图3 对外贸易同比增速

吸引外资方面，截止到11月份实际利用外资累积达到1213亿美元，增长率达到1.1%。由于2017年11月当月实际利用外资基数较大，导致实际利用外资累积同比增速在11月出现快速下降，比10月份下降5.4个百分点。

外商直接投资不断增长用事实驳斥了“外资撤离论”，累积实际利用外资规模并未出现明显的下降。与此同时吸引外资在结构上呈现改善，主要表现为技术制造业保持较强增长态势、中西部地区吸收外资增长，自贸试验区增长领先全国，以及主要投资来源地增长态势良好。特别是在主要投资来源地中，新加坡、韩国、英国、日本、美国、德国对华投资累积同比分别增长7.4%、38.7%、198.9%、20.1%、3.7%和30.2%，“一带一路”沿线国家、东盟、欧盟实际投入外资金额累积同比增长14.9%、15.7%和16.1%。这一数据充分显示了国外的高质量投资并没有减少，而是保持快速增长状态。

作为相互印证的证据，国家统计局公布的数据显示2018年前11个月，外商投资企业投资累计增速为6.1%，而港澳台商投资企业投资累计增速为-6.1%。由此判断统计口径下的外商直接投资增速下降主要是港澳台企业投资减少造成的。在扩大吸引外资的同时，对外投资呈现增速下降的趋势。截止到10月份对外非金融类直接投资累积达到896亿美元，增长率为3.8%。在积极扩大吸引外资的同时谨慎扩大对外直接投资有利于在国际金融环境动荡的背景下维护我国金融安全。

图4 实际利用外资和对外直接投资累计增速

二、总需求短期内面临下滑加速压力

在整体稳定的大格局下，总需求增速出现下滑加速的迹象，值得特别关注。总需求下滑加速主要体现在以下几个方面。

第一，名义总需求增速面临持续下滑压力。以金融业和房地产业为代表的传统支撑产业动力逐渐消失，以信息传输、软件和信息技术服务业为代表的新兴产业所代表的新动能尚无法独立承担起稳定总需求的重担。

2018年3季度当季名义GDP增速为9.6%，比去年同季度降低1.6个百分点。其中金融业和房地产业需求下滑明显，拉动总需求下降；信息传输、软件和信息技术服务业需求增长迅猛，但难以实现全面拉动总需求的重任。2018年3季度金融业当季名义增长率为5.2%，是除农林牧渔业之外增速最低的经济部门。房地产业自2016年1季度以来呈现趋势性下滑，2018年3季度当季名义增长率为11%，略高于名义GDP增速。制造业增速在2017年1季度出现阶段性高点14.1%之后也呈现趋势性下滑，2018年3季度金融业当季名义增长率为10.2%。以信息传输、软件和信息技术服务业为代表的新兴产业增长迅猛，2016年1季度增长率为17.1%，2017年4季度达到32.1%的阶段性高点，2018年3季度仍然维持23.6%的高增长率。由于目前新兴行业在整个国民经济中所占的比重较低，单靠该产业的增长无法实现稳定总需求的目标。

图5 代表性行业名义增长率

第二，11月消费品价格和工业品价格环比负增长，显示我国经济面临通缩压力。2018年11月份，全国居民消费价格同比上涨2.2%，食品价格上涨2.5%，非食品价格上涨2.1%；消费品价格上涨2.2%，服务价格上涨2.1%。2018年11月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨2.7%，工业生产者购进价格同比上涨3.3%。

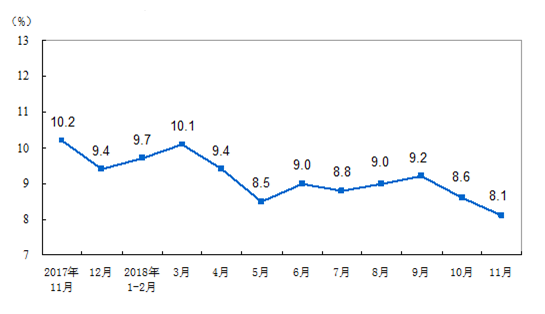
然而在价格同比增长的背后隐藏的是消费者价格指数和生产者价格指数环比的大范围由正转负。11月份全国居民消费价格环比下降0.3%；食品价格下降1.2%，非食品价格下降0.1%；消费品价格下降0.5%，服务价格下降0.2%。工业生产者出厂价格中，生产资料价格环比下降0.3%，其中采掘工业价格下降1.3%，原材料工业价格下降1.1%，加工工业价格持平。生活资料价格环比上涨。相比价格指数上涨，价格指数出现环比下降更值得关注。一旦经济进入深度下滑，持续时间和复苏难度通常都会增加，而且总需求政策在应对经济下滑时的有效性较低。

图6 价格指数环比增长率（%）

第三，从消费需求和投资需求看，消费需求延续疲弱趋势；投资需求温和增长，并且呈现结构改善。

社会消费品零售总额增速进一步放缓。2018年11月份，社会消费品零售总额同比名义增长8.1%（扣除价格因素实际增长5.8%），限额以上单位消费品零售额增长2.1%。从累计增速看，2018年前11个月社会消费品零售总额同比增长9.1%，限额以上单位消费品零售额增长6.1%。

造成消费品零售总额下降的原因概括起来主要包括两个方面：一是收入增速下降造成消费需求下滑；二是居民部门高杠杆率造成的财富挤占效应。因为家庭部门的债务通常是长期债务，所以在短期内降低家庭部门的杠杆率难度较大。无论是从维持家庭部门杠杆率的角度看，还是从稳定消费增长的角度看，关键还在于稳定经济增长和就业，保持居民可支配收入实现稳定增长。

图7 消费品零售总额同比增速

投资方面，2018年前11个月全国固定资产投资同比增长5.9%，增速比1-10月份回升0.2个百分点。从环比速度看，11月份固定资产投资增长0.46%，其中国有控股企业固定资产投资增速为2.3%，民间固定资产投资同比增长8.7%。民间投资增速大大快于国有控股企业。在第二产业中，工业投资前11个月同比增长6.4%，增速比1-10月份提高0.4个百分点。制造业投资增长9.5%，增速提高0.4个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资下降8.8%，降幅收窄0.8个百分点。第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长3.7%，增速与1-10月份持平。

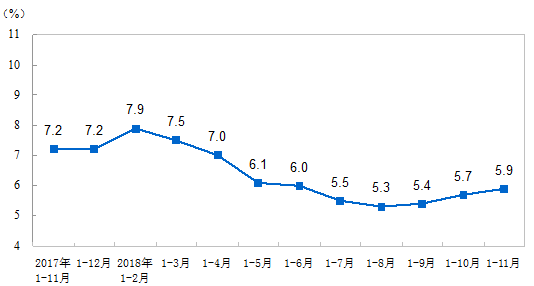


图8 固定资产投资同比增速

第四，生产活动预期下滑。生产经济活动预期PMI指数显示企业对未来经营预期在2018年中之后呈现逐步下降趋势。生产经营活动预期PMI指数从2018年5月的58.7降至11月54.2，虽然仍在荣枯线以上，但降幅达到4.5。中小型企业生产经营活动预期PMI指数下降相对较大。小型企业生产经营活动预期PMI指数从3月份的59.6降至11月的52.8，下降幅度约为6.8；中型企业生产经营活动预期PMI指数从3月份的57.6降至11月的52.6，下降幅度约为5.6；大型企业生产经营活动预期PMI指数从5月份的59.8降至11月的55.4，下降幅度约为4.4。由此可见中小企业在本轮经济下滑过程中面临的压力更大。

图10 生产经济活动预期PMI指数

第五，货币供给增速持续下降是总需求不足的原因之一。进入新常态之后，我国经济发生结构性变化，货币供给和经济增长的关系发生显著变化。但是过低的货币增长率对稳定总需求显然有不利影响。导致广义货币余额增速不断下滑的主要原因在于基础货币供给增速呈现趋势性下降，从2016年底约11.8%的增长率逐步降低至2018年10月-2.3%的增长率。

根据货币数量方程，广义货币余额增速低于名义GDP增速意味着货币流通速度在加快，然而经济学理论表明在经济增速下降和通货膨胀保持稳定时，居民提升货币流通速度的意愿并不强。当前的货币流通速度提升可能在相当大程度上具有被动性。从2017年1季度到2018年3季度，我国已经连续7个季度广义货币余额增速低于名义GDP增速。该趋势如果长期持续对稳定总需求会造成不利影响。即便是在直接融资市场发达的经济体，广义货币增速长期低于名义总需求增速也将会对维持总需求稳定造成不良影响。

图11 货币增速和名义总需求增速

经济学理论通常假设长期内货币流通速度保持不变，或者在发达国家中随着金融市场的发展货币流通速度呈现倒U性变化。但是在短期内，货币流通速度的阶段性提升也可能会对经济造成不利影响。20世纪80年代后期美国货币增速不断下降且低于名义GDP增速伴随着是美国经济在90年代初期的衰退；2004年至2006年美国货币增速低于名义总需求增速伴随的是美国经济在金融危机之后的剧烈下滑。因此我国当期货币增速低于名义GDP增速的现象值得特别关注。

图12 美国货币增速和名义总需求增速

第六，工业生产增速有所回落，但中高端行业增势良好。11月全国规模以上工业增加值同比实际增长5.4%，增速比上月回落0.5个百分点。分经济类型看，国有控股企业增加值同比增长3.9%，集体企业增长2.0%，股份制企业增长6.6%，外商及港澳台商投资企业增长1.9%。

分三大门类看，采矿业增加值同比增长2.3%，制造业增长5.6%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长9.8%。前11个月全国规模以上工业增加值同比增长6.3%，比1-10月份回落0.1个百分点；其中高技术制造业、装备制造业增加值同比分别增长11.8%和8.3%，分别快于规模以上工业5.5和2.0个百分点。

部分高新技术行业保持较快增长，表明宏观经济结构处于不断优化过程中。11月份专用设备制造业增长12.4%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长12.7%，电气机械和器材制造业增长9.0%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长12.3%。

三、外部环境是短期内影响我国经济的主要不确定因素

相对国内因素而言，外部环境是短期内影响我国经济的主要不确定因素。2019年开局我国经济可能面临更加复杂和不确定的外部经济环境。这些不确定性的来源主要包括以下几个方面。

第一，中美贸易摩擦谈判的前景。尽管中美两国元首在阿根廷G20峰会中就90内暂停互增关税达成协议，但是随着中美经贸摩擦的不断深入，特别是近日华为高管被捕事件使各方更加认清中美之间的经贸摩擦的长期性和复杂性。中美双方的经贸摩擦并非局限在贸易领域，存在向科技、金融等其他领域扩散的倾向，在短短90天内彻底解决全部经贸问题的难度极大。如果无法达成协议，美国立即对价值2000亿美元的中国出口商品关税税率从10%提升至25%；即便是双方达成协议，对于一个存在“退群”偏好的美国总统，完全实行协议的概率也要打上折扣。因此我们不能忽视未来中美经贸冲突进一步加剧和国际环境进一步恶化的可能，需要为应对美国方面更严厉的发难做好预案。

第二，美国经济前景和货币政策正常化路径。2008年金融危机之后，美国经济在全球范围内率先实现复苏并且开启了货币政策正常化进程，美国股指已经创出超过危机之前的新高。尽管美国经济近期表现良好，但是越来越多的观察家担心美国经济可能在2019年放缓甚至衰退。届时如果美国经济出现衰退将是近年来世界上两大经济体同时陷入经济下滑的局面，对全球经济复苏的负面影响不可忽视。

此外，美国国内近期经济的微妙变化使得美联储未来加息进程的不确定性进一步扩大。从美国近期公布的最新非农就业数据，消费者价格数据、金融市场上长期债权与短期债券利率倒挂和美国股市不断的风险曝露来看，市场预期美联储可能在2019年放缓加息节奏，这对于稳定全球金融市场可能有一定的正面影响。

第三，大宗商品价格。2019年世界石油价格的变化是影响中国经济的第三个外部因素。金融危机之后，世界石油价格经历了过山车般的变化。近期随着美国重启对伊朗出口石油的制裁、OPEC等石油出口国酝酿的减产措施以及美国和沙特的关系等等无不影响着未来石油价格的走势。我国是世界第一大石油进口国，石油价格上升不仅直接恶化我国的贸易条件，并且将对宏观经济复苏造成不利影响。但是从石油价格变化的历史经验来看，在全球货币供给收紧的情况下，即便在供给端发生限产甚至由局部战争造成的减产，都并不容易形成石油价格的持续上升。

图13 1970年代以来的石油价格走势（美元）

以上三个方面大致描述的是对我国经济不利的影响。同时我们也应该看到对中国经济有利的一面。此次美国发起的对中国贸易摩擦（包括对中国高科技企业的围堵等等）和对伊朗等国的贸易制裁所产生的很大一部分成本是由美国的盟友或者其他贸易伙伴来承担的。例如包括日本、澳大利亚和新西兰等国家追随美国的政策将中国通讯企业排除在5G市场之外，不仅给中国与这些国家的双边贸易发展蒙上了阴影，实际上也给这些国家自身经济的发展造成了不利影响。又如美国对伊朗石油出口的制裁实际上对欧洲经济也会造成极大的负面影响。英国脱欧方案迟迟没有落地，即便双方能实现协议脱欧也可能会对英国和欧盟造成“双输”的局面。在全球经济面临普遍不景气的背景下，根据“木桶原理”，由美国网罗的“围堵”中国联盟将由其最薄弱的环节决定。西方国家也面临着严峻的经济下滑压力。即便西方发达国家对中国对方开放有相似的诉求，但是也不是铁板一块，我国仍然可以积极的通过双边和多边的合作寻找新的机会。

四、以改革稳预期，以改革稳增长

我国目前经济下滑不仅具有新常态转型时期的阶段性特征，同时也是国际经济形势变化对消费者和投资者信心造成冲击的结果。应对目前的经济形势不仅要有常规的全方位的经济政策，更需要从稳定居民和投资者信心着手，稳定国内外经济主体对未来中国经济的预期。

最新公布的财政收入数据显示11月份全国一般公共预算收入同比下降5.4%，11月份个人所得税同比下降17.3%，这些都是更加积极的财政政策的表现。同时人民银行行长易纲也表态在当前中国经济处于下行周期，相对宽松的货币政策是符合当前实际情况的。这些都说明政策制定部门对我国经济的基本面是有充分认识的。

在13日刚刚结束的中央政治局会上，中央对2019年的经济政策确定了基本的基调。2019年将继续坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，保持经济运行在合理区间；进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期，提振市场信心。期待结合改革开放40周年和明年建国70周年，凝聚全国人民贯彻改革开放的共识，开创改革开放的新局面。

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，执笔人为范志勇。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。 [↑](#footnote-ref-1)