

中国宏观经济底部企稳回暖，经济增长的长期推动力问题需要持续关注

——中国宏观经济论坛月度数据分析报告（2017年3月）^①

尹恒

摘要：2017年1-2月数据显示，中国宏观经济运行底部基本确认。具体表现为：第一，实际GDP增速企稳，呈现探底回升迹象；第二，工业增速经受住下滑考验；第三，固定资产投资增速止住跌势；第四，人民币贬值压力得到释放，外汇储备企稳，外需跌幅收窄；第五，价格进入上升通道；第六，制造业采购经理人指数（PMI）维持在扩张区间。在经济即将进入新一轮增长周期之际，我们认为经济增长的长期推动力问题值得持续关注，这表现为如下方面：第一，居民消费问题；第二，民间投资问题；第三，资金“脱虚向实”问题；第四，经济运行的微观基础问题。因此，我们建议：第一，采取多种措施激活民间创业和投资；第二，采取措施扭转居民消费跌势；第三，财政政策可以更加积极有效，强化结构性调控功能，提高财政资金的使用效率；第四，货币政策稳健中性，维持流动性基本平衡；第五，“稳控”房地产，落实长效机制。

一、宏观经济运行底部基本确认

2017年1-2月数据显示（见表1），当前中国宏观经济运行底部基本确认，呈现回暖态势。

2017年1-2月中国宏观经济核心指标一览表

核心指标	2015	2016				2017	最新变化
	4季度	1季度	2季度	3季度	4季度	1-2月	
GDP同比（%）	6.9	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7*	↔
工业增加值同比（%）	6.1	5.8	6.0	6.0	6.0	6.3	↑
服务业生产指数同比（%）						8.2	↑
固定资产投资累计同比（%）	10.0	10.7	9.0	8.2	8.1	8.9	↑
全社会消费品零售额累计	10.7	10.3	10.3	10.4	10.4	9.5	↓

^① 本报告的完成得益于中国人民大学宏观经济论坛团队集体研讨，在此特别向参与研讨的各位专家表示感谢。报告的不足和错误之处由执笔人负责。

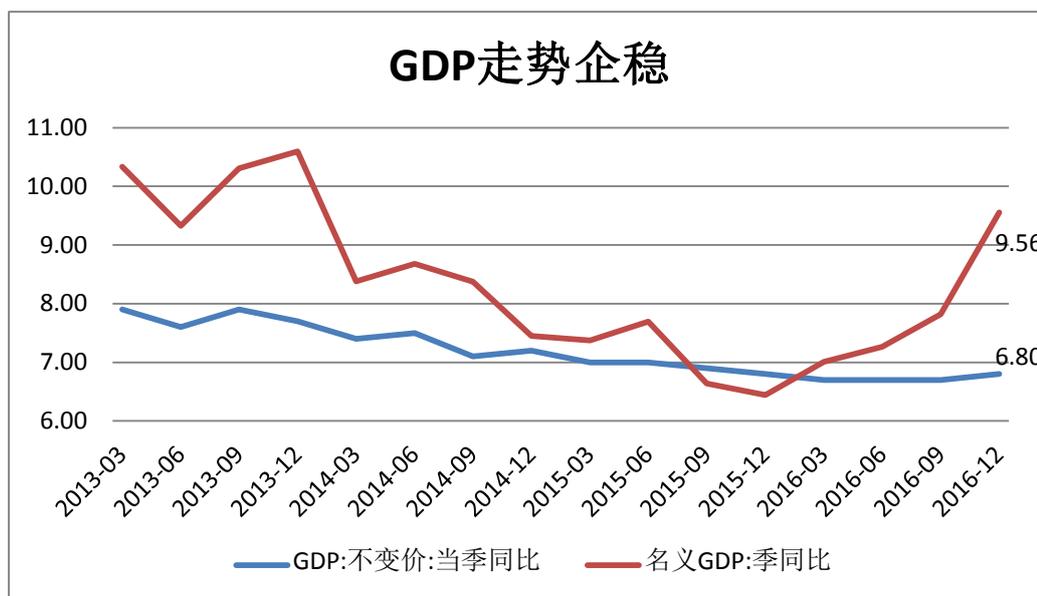
同比 (%)							
出口累计同比 (%)	-1.8	-4.2	-2.1	-1.6	-2.0	4.0	↑
进口累计同比 (%)	-13.2	-8.2	-4.7	-2.3	0.60	26.4	↑
贸易顺差累计值 (亿元)	36865	8102	16720	25852	33473	421	↓
M2 累计同比 (%)	13.3	13.4	11.8	11.5	11.3	11.1	↓
社会融资规模累计值 (亿元)	154086	65859	97539	134663	178000	48877	↑
CPI 同比 (%)	1.4	2.1	2.1	2.0	2.0	0.8	↓
PPI 同比 (%)	-5.2	-4.8	-3.9	-2.9	-1.4	7.8	↑

注：带*号表示根据 1-2 月份数据预测指标；↓、↑、↔分别表示指标与 2016 年同期相比下降、上升或持平。

数据来源：本报告数据全部来自中国国家统计局、Wind 数据库、Bloomberg 数据库。

1. 实际 GDP 增速企稳，呈现探底回升迹象。

2016 年一季度、二季度和三季度实际 GDP 同比增长都是 6.7%，第四季为 6.8%，全年为 6.7%。环比增速有所改善，显示经济底部企稳迹象。与此同时，名义 GDP 增速达到 9.7%，连续 6 个季度回升。宏观经济呈现持续企稳回升态势。

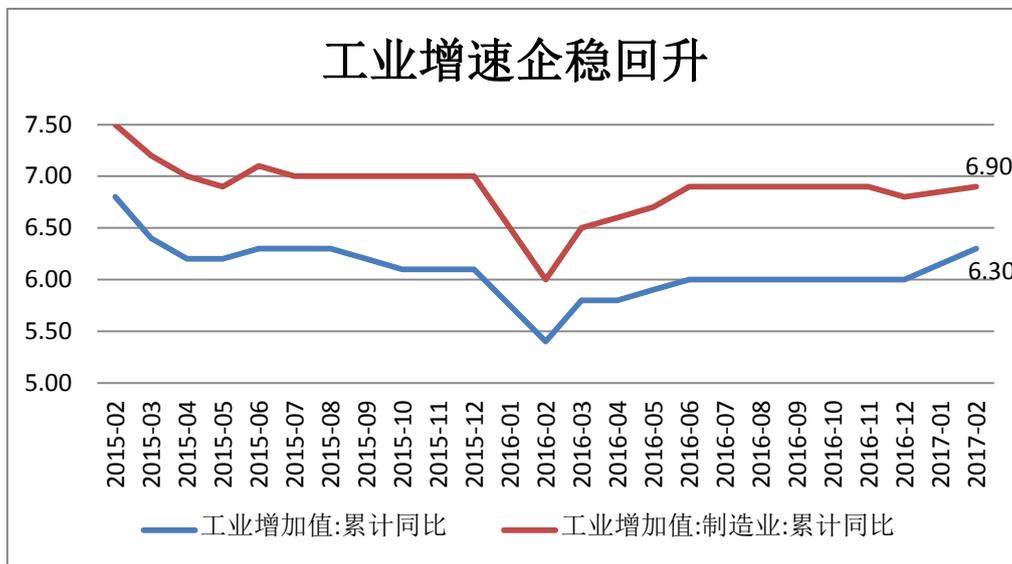


2. 工业增速企稳回升。

2017 年 2 月份，规模以上工业增加值增速为 6.3%，比去年同期高出 0.7 个

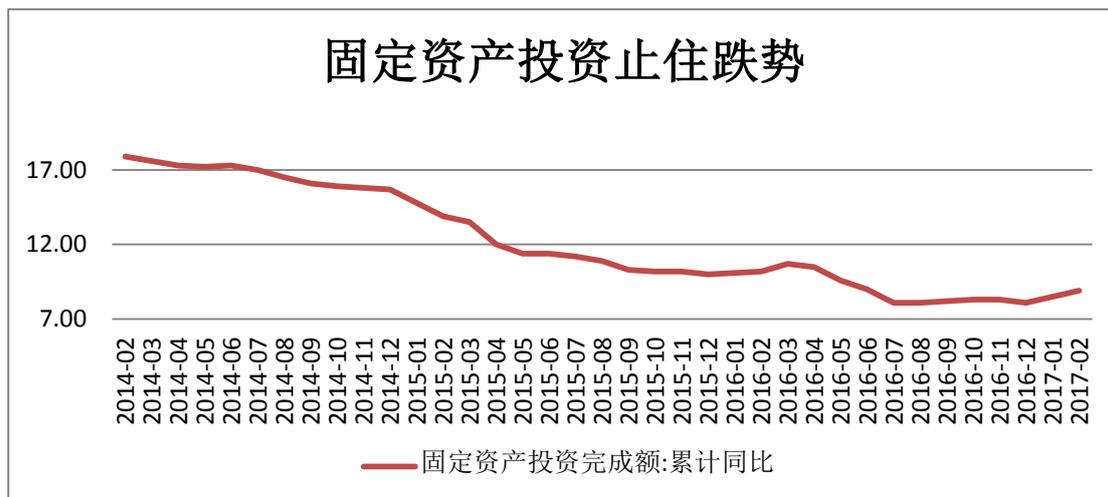
百分点。去年 2 月，规模以上工业增加值增速创近年来的新低，首次跌破 6%，只有 5.4%。随后，工业增加值增速止住跌势，2016 年 6-10 月维持在 6%。

工业增速企稳反映了宏观经济经受住国有企业去产能的考验，开始呈现出企稳回升的特征。



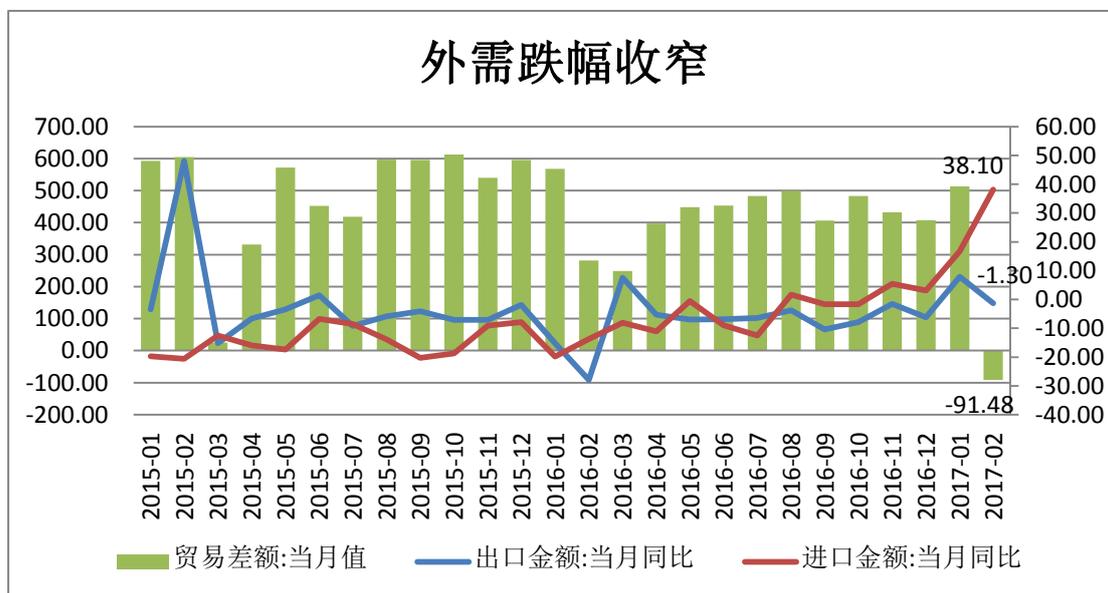
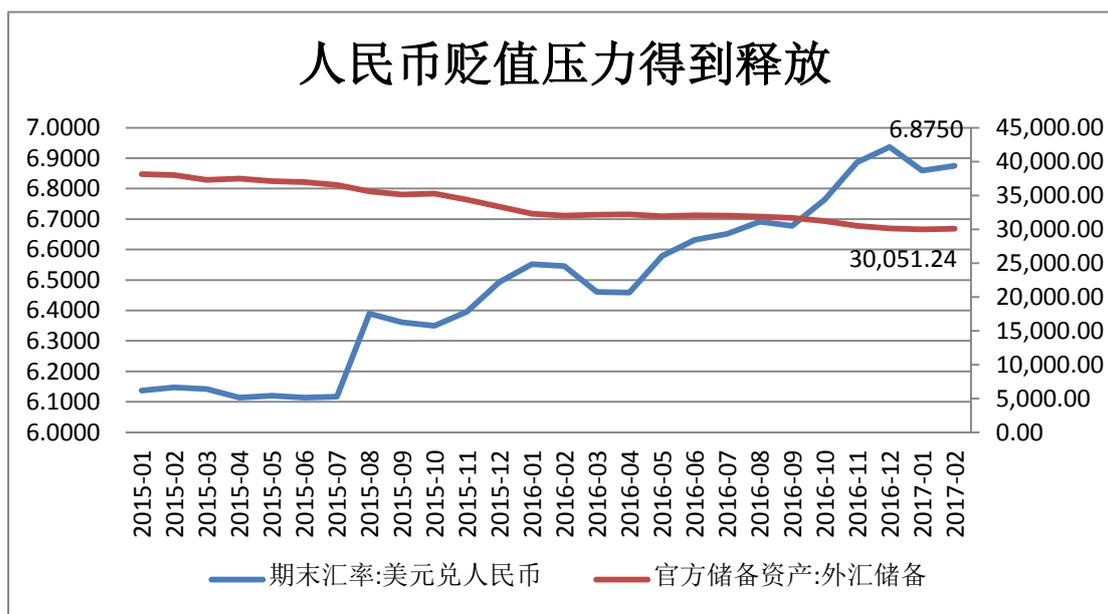
3. 固定资产投资止住跌势。

2017 年 2 月，固定资产投资完成额累计同比增长 8.9%。这主要受益于基础设施投资高速增长的拉动。2 月份基础设施建设投资完成额累计同比增长 21.3%，比 2016 年同期高出 5.6 个百分点，保持着较高增速。



4. 人民币贬值压力得到释放，外汇储备企稳，外需跌幅收窄。

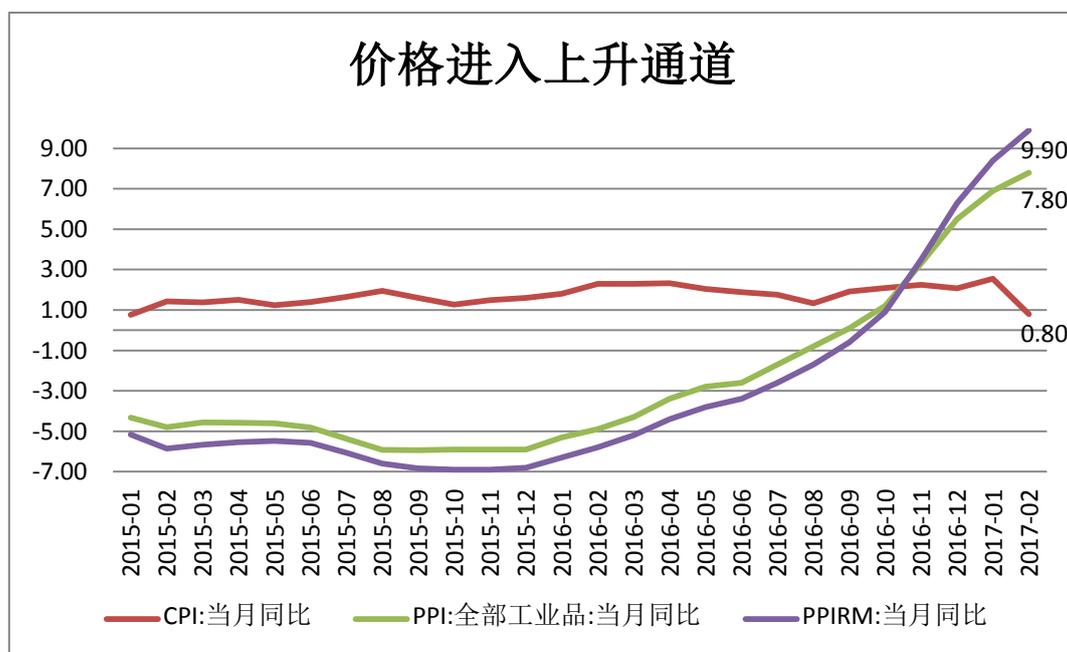
2017年2月，人民币贬值压力得到释放，外汇储备重回3万亿美元水平。出口总额同比下降1.3%，比1月份回落9.2个百分点。但相对2016年同期的下降28.0%而言，出口的跌幅明显收窄。



5. 价格进入上升通道。

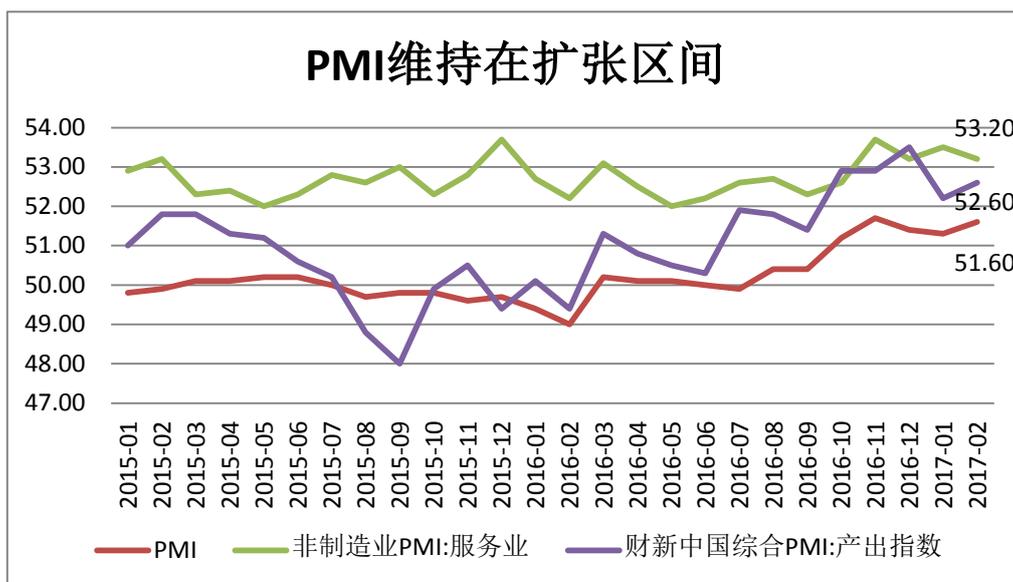
值得注意的是，2017年2月份CPI同比增长0.8%，比1月份的2.5%回落1.7个百分点，也比去年同期的2.3%低出1.5个百分点。我们认为2017年2月份CPI

的明显的回落不宜过度解读，只是暂时性的波动。这是由于 2016 年春节在 2 月份，食品等的 CPI 有较强的基数效应。预计 CPI 将于后续月份再度回升。PPI 的表现就很明显。2017 年 2 月份 PPI 同比增长 7.8%，比 1 月份的同比增长 6.9%回升 0.9 个百分点。而去年的同比是-4.9%。当前物价步入上升通道表明中国经济的回暖。



6. 采购经理人指数（PMI）维持在扩张区间。

从 2016 年 3 月份，制造业 PMI 回升至 50.2，结束了连续 7 个月的紧缩状态，重回扩张区间。此后几个月维持在“荣枯线”附近。到 2016 年 9 月后，PMI 开始持续走高。2017 年 2 月制造业 PMI 达到 51.6。PMI 维持在扩张区间，进一步强化了经济企稳回升的信号。



总之，从以上数据解读，当前中国宏观经济运行的底部确认，呈现回暖态势。

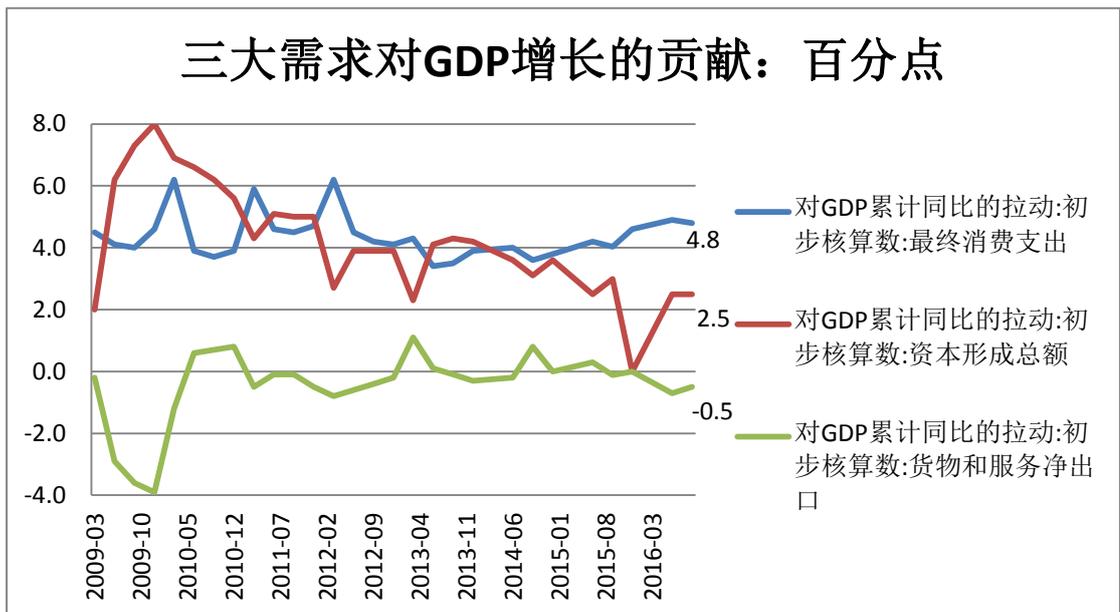
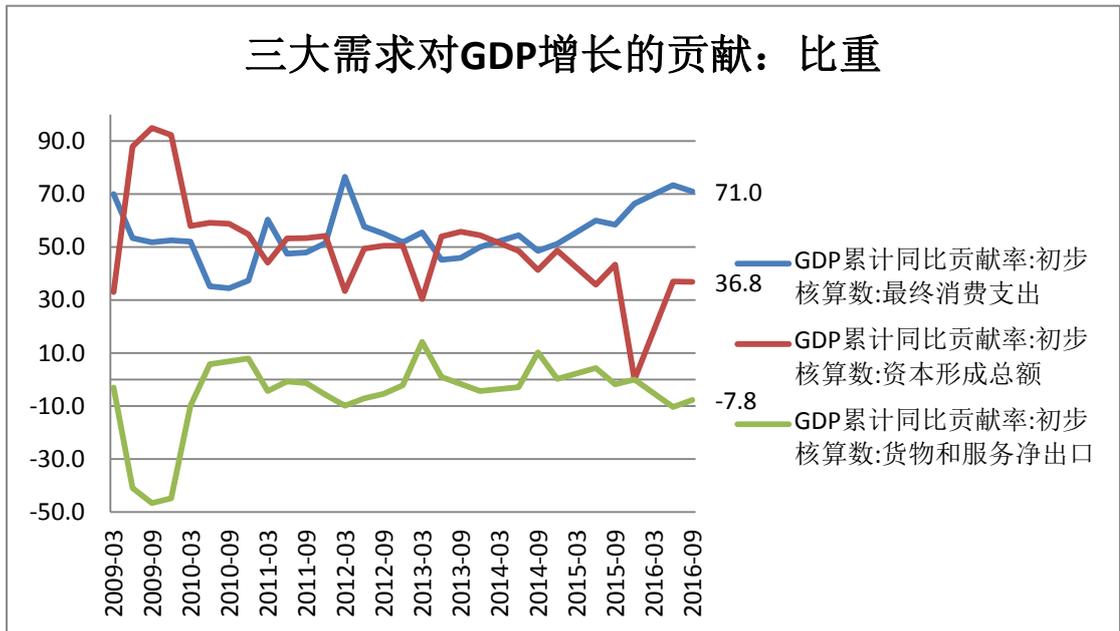
二、 经济增长的长期推动力问题需要持续关注

在经济即将进入新一轮增长周期之际，我们认为经济增长的长期推动力问题值得持续关注，这表现为如下方面。

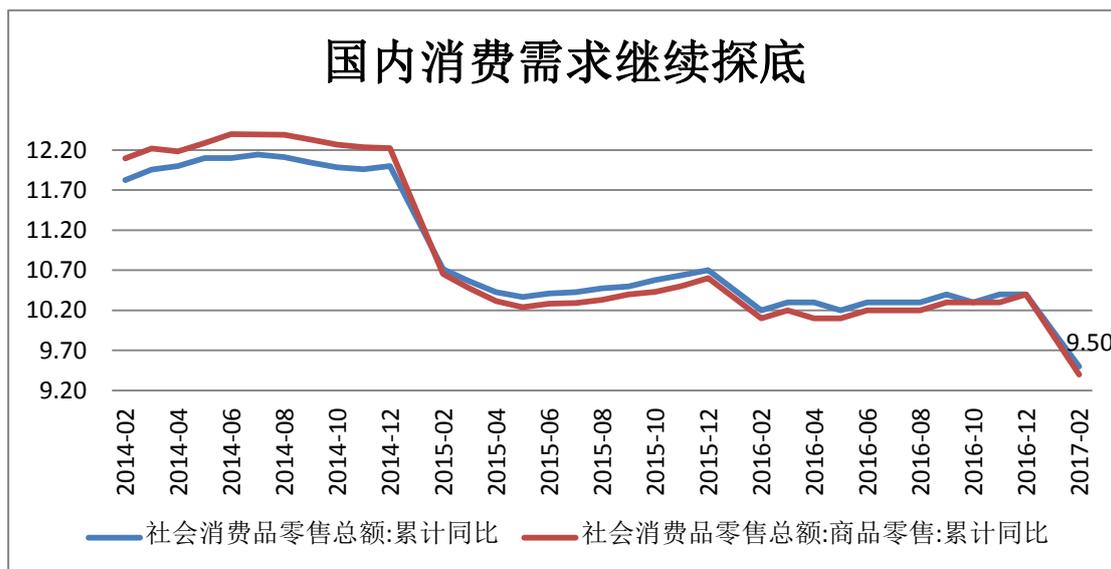
1. 最终消费作为经济增长的主动动力

长期以来，投资一直是拉动中国经济增长的主要因素。这是发展中经济的一个基本特征。毕竟，资本积累是经济发展的一个重要因素。然而，经济发展的最终目标是人民福利的改善，而直接的表现就是消费的提升。发达经济体中国民收入的最大份额用于最终消费。因此，从经济发展的长期趋势来看，最终消费一定是推动经济增长的主要力量。我们看到中国经济步入新常态后最终消费的这种潜力确实在发挥。2014年，最终消费拉动经济增长3.8个百分点，而资本形成拉动经济增长3.6个百分点。最终消费开始成为拉动经济增长的主力。2015年6.8%的实际GDP增长率中，有4.6个百分点是最终消费贡献的。到2016年第三季度止，最终消费的贡献了实际GDP增长率中6.8%的4.8个百分点。这说明在新常态下中国经济增长的首要推动力正变为居民消费。我们注意到其实最终消费对实际GDP增长率的贡献是相当稳定的，一直在4个百分点左右GDP增长率的波动主

要是由投资引起的。当然，我们最近看到的最终消费成为经济增长率主要推动力，可能是投资由于处于周期性低谷。毕竟，这是一个积极的变化。



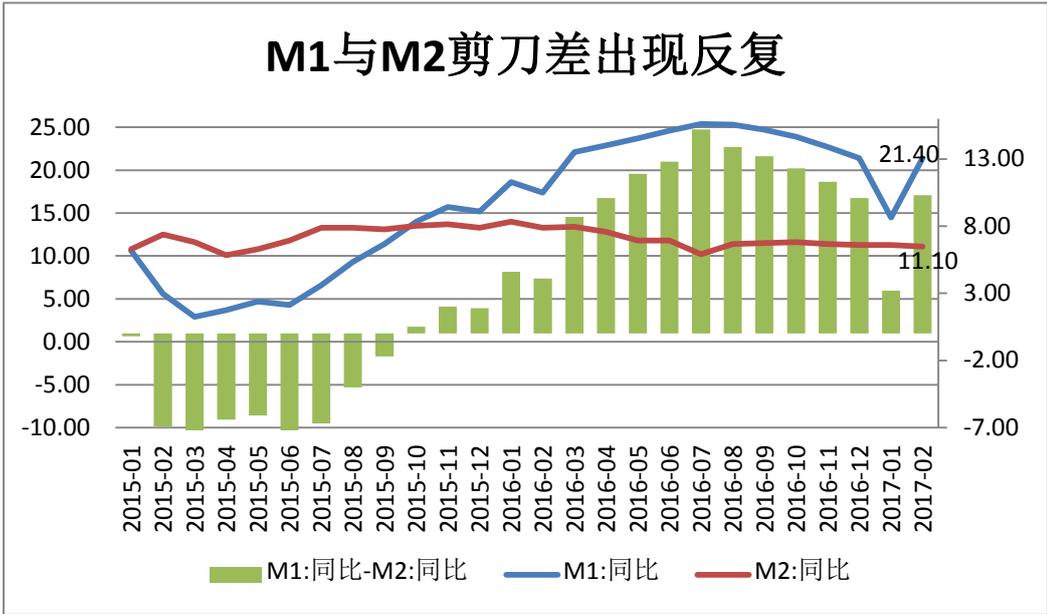
然而，2017年2月份数据显示国内消费需求在继续探底。2017年2月份社会消费品零售总额累计同比增长9.5%，比2016年2月份的10.2%又下降了0.7个百分点，创近年来的新低。与商品零售的趋势一致，2月份社会消费品零售总额也从2016年的10.1%下降到9.4%。



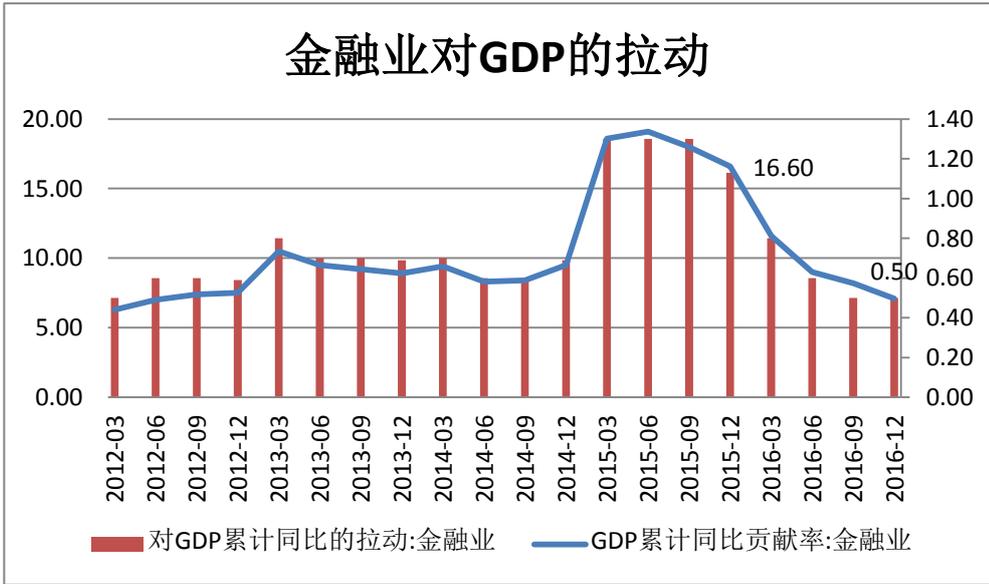
2. 资金“脱虚向实”问题

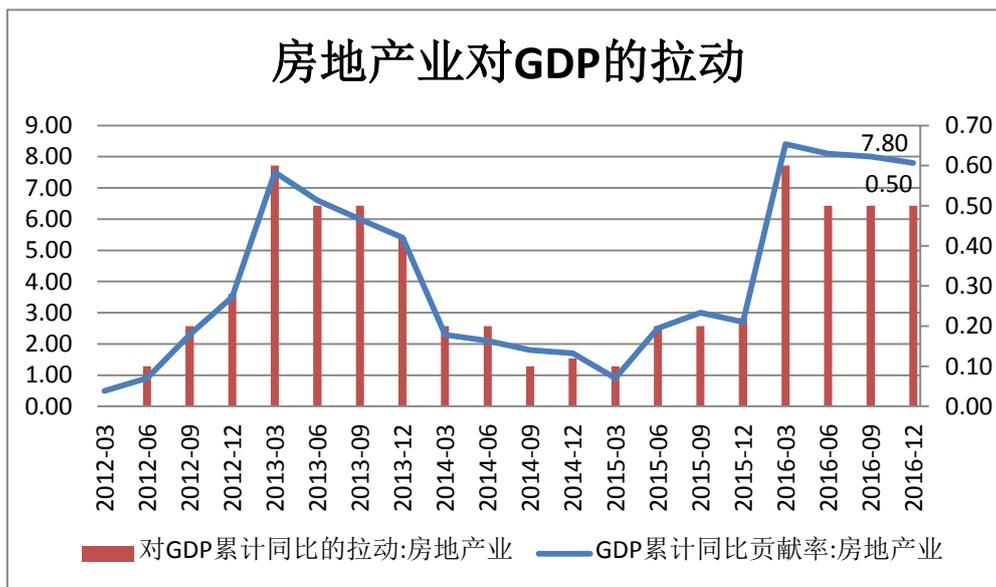
资金“脱实向虚”导致金融资源难以服务实体经济，其结果不仅使房地产和金融领域的泡沫加剧，也使得实体经济的资金进一步收紧，资源配置效率进一步弱化。“脱实向虚”也使民众创业和实干精神大打折扣，损伤经济社会进步的動力。

M1 和 M2 剪刀差持续收窄，企业存款活期化的倾向得到扭转，标志着“脱虚向实”有所改善。截止 2017 年 1 月，M1 和 M2 剪刀差持续已经持续 6 个月收窄。尤其是 2017 年 1 月为 3.2 个百分点。然而，2017 年 2 月 M1 和 M2 剪刀差又回到较高水平。这一模式与 2016 年的经历类似问题，是否表明前期观察到的 M1 和 M2 剪刀差持续收窄只是季节性波动，资金“脱虚向实”问题没有改善的迹象。



“脱实向虚”的另一表征是近两年经济增长对房地产业和金融业的依赖不断提高。金融业曾是稳住 2015 年增长的重要力量，它贡献了全年增长率 6.8% 中的 1.1 个百分点。由于股市的火爆在 2016 年降温，全年增长率 6.8% 中有 0.5 个百分点是金融业贡献的。2016 年金融业的这一地位由房地产业顶替。房地产开发投资在 2016 年成为支撑全国投资增长的重要力量。2016 年房地产业贡献了全年 6.7% 实际 GDP 增长率中的 0.5 个百分点，贡献率达到 7.8%，2015 年这一数字是 0.22 和 2.7%。随着房地产市场正从泡沫化状态逐步回归正常，其对投资和实际 GDP 增长的支撑力量会不断减弱。

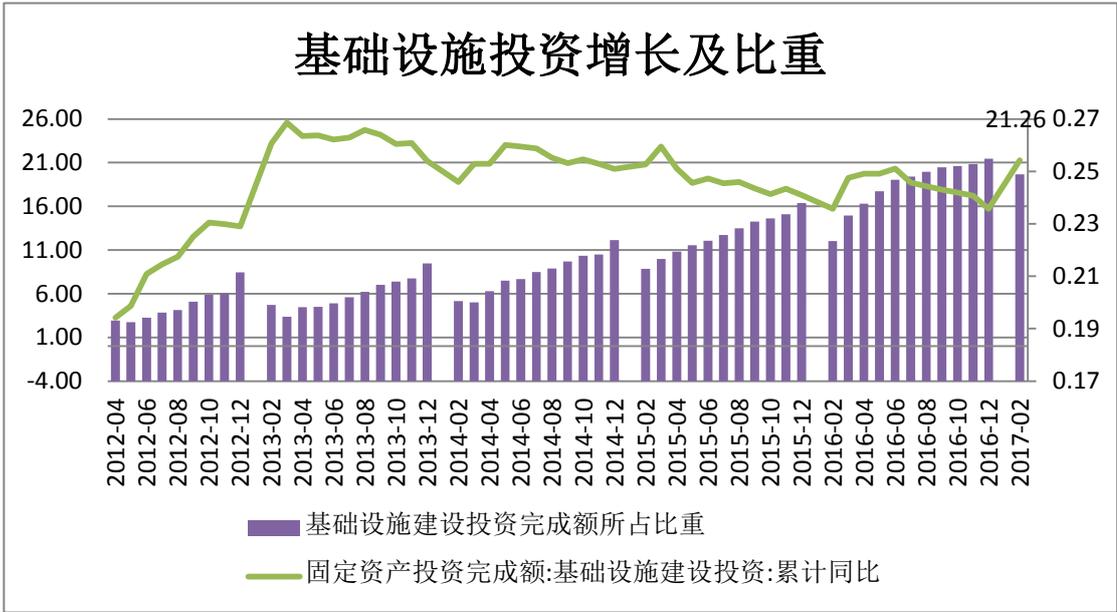
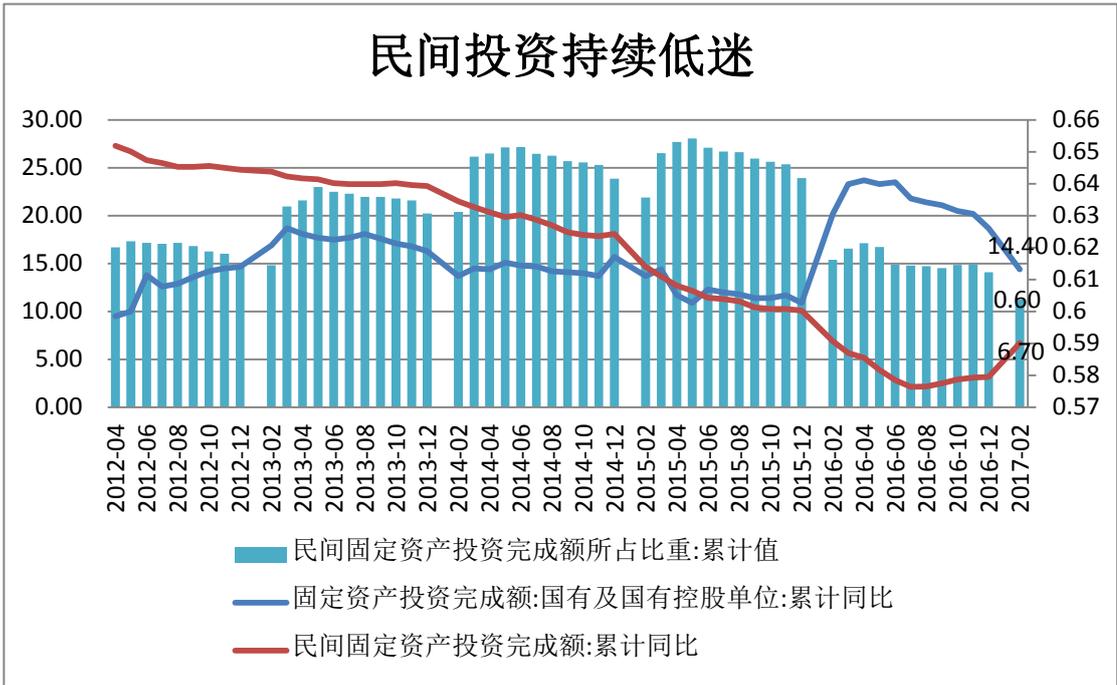




3. 民间投资问题。

自 2012 年开始，民间投资增速持续下滑，从接近 30%“断崖式”下跌至 2016 年底 3.2%。相应地，民间投资在全社会固定资产投资中所占的比重下降近 4 个百分点。2017 年 2 月份数据显示，民间投资似乎有上升的迹象，民间投资增速提高到 6.7%。不过，这仍然是相当低的水平。民间投资是否重回高位，需要进一步观察。

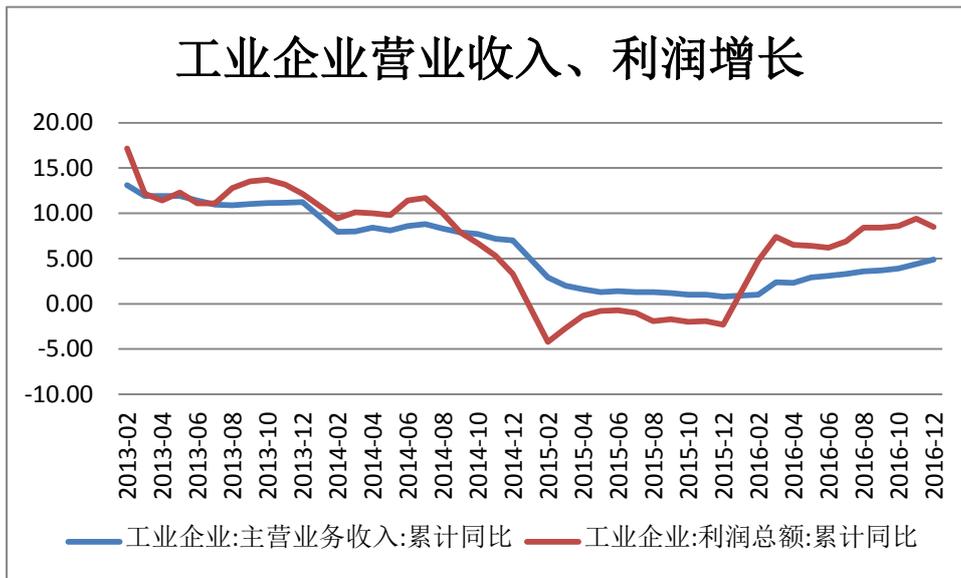
为了弥补民间投资留下的空缺，政府只能加大投资力度。政府主导的基础设施投资一直维持高位，2016 年 1-2 月份累计同比增长为 15.7%，2017 年 1-2 月份进一步提高到 21.3%。虽然在政府投资及政府主导的信贷推动下，我国经济企稳回暖，但是市场自发的力量还不足，政府的基础设施建设还未能拉动民间资本，市场内生动力不充分，这是中国未来增长面临的主要制约。



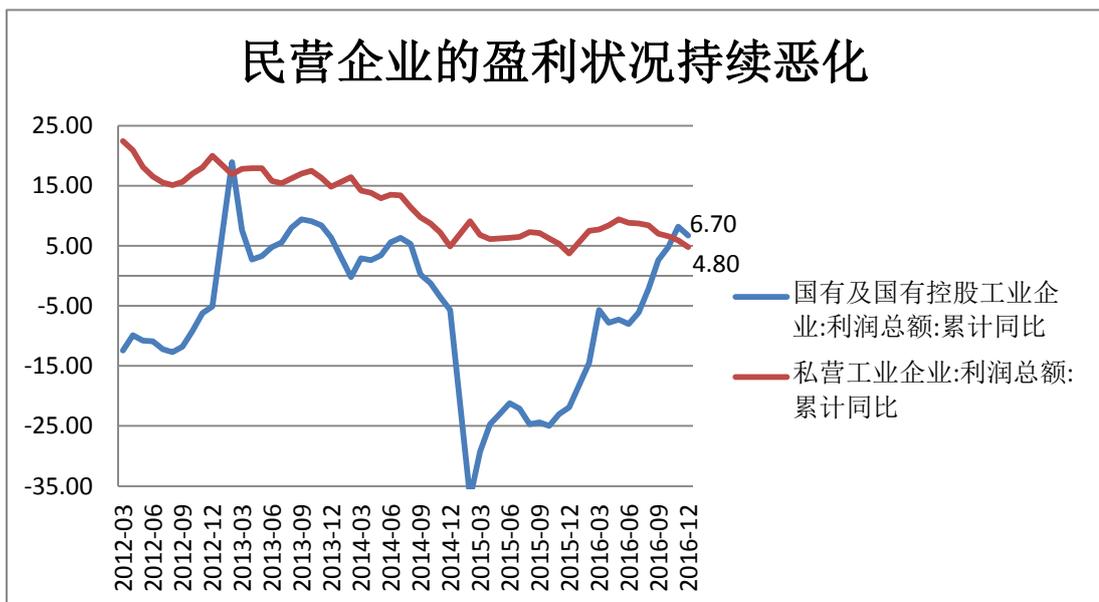
4. 微观基础问题

由于大宗商品价格触底反弹、去产能加速推进、企业补库存意愿增强等多种因素带动下，工业企业利润增长由负转正并持续增长，效益指标进一步改善。规模以上工业企业主营业务收入和利润总额增速持续提升。2016年1-11月，规模以上工业企业主营业务收入累计同比增长4.4%，增速比上月提高0.5个百分点，比上年同期0.8%的增速提高3.6个百分点。规模以上工业企业利润总额累计同比增长9.4%，高于上个月增速0.5个百分点，相比上年同期下滑2.3%，有显著的

提高，达到 2014 年 8 月以来的高点。



但微观基础的改善主要发生在国有企业层面，与民间投资增速持续下滑相伴相随的，是民营企业的盈利状况持续恶化。自 2012 年私营工业企业的利润增长率接近 20%；2013 年下降到 14.8%；2014 年急剧下降到 4.9%；2015 年进一步下降到 3.7%。2016 年，在国有企业利润增长率剧增 28.6%的情况下，民营企业的利润增长率仍然只有 4.8%。这表明，前面提到的企业效益改善基本上发生在国有经济，民营企业的盈利状况仍然处于低谷。



三、 对当前宏观经济政策的几点建议

1. 采取多种措施激活民间创业和投资

占全国固定资产投资比重达三分之二的民间投资增速“断崖式”的下滑，是近期困扰中国经济的病根。因此，激发民众创业热情、提高民间投资的积极性，是实现中国经济持续高质量平稳增长的关键。为此我们建议：

第一，狠下决心，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。

第二，进一步放宽民间投资的市场准入限制。民间投资的市场准入限制更多体现在第三产业上。在交通、电信、电力等公用事业和基础设施领域以及医疗、金融、教育等社会事业领域，民间投资均面临不同程度的市场准入限制。未来，应进一步通过监督地方政府积极落实“民间投资 36 条”与“鼓励社会投资 39 条”等促进民间投资的政策文件，营造公平、公正的市场竞争环境，拓宽民间投资的空间。

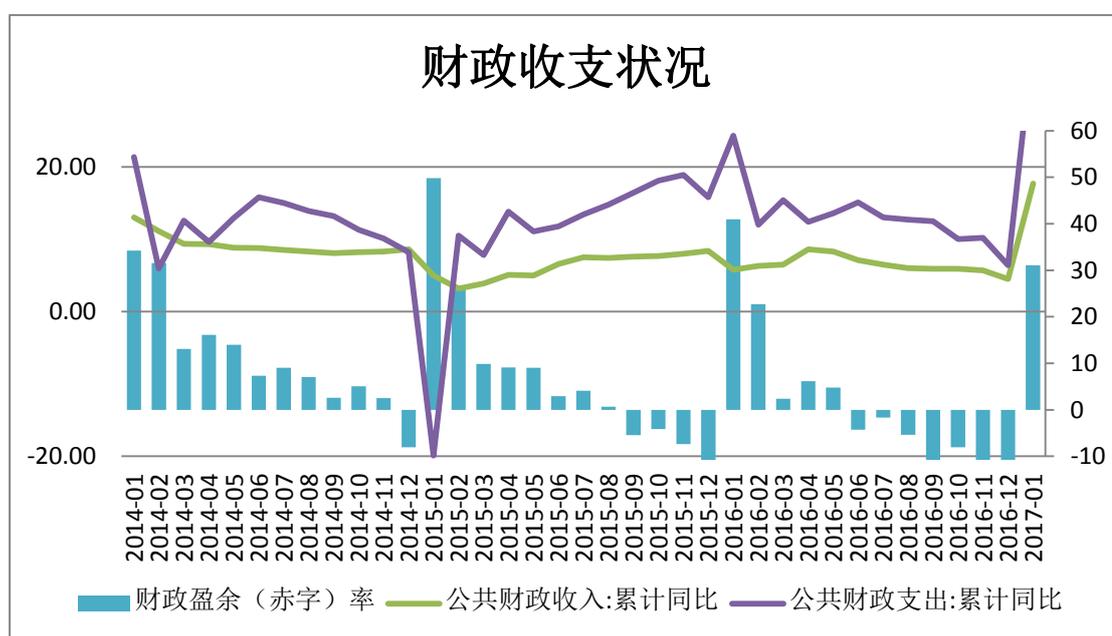
第三，加快推进包括利率市场化改革在内的金融改革，解决民营企业融资难、融资贵的问题。目前中国已经取消了对贷款利率下限和存款利率上限的管制，但是利率市场化进程并没有真正完成。银行业的垄断结构仍然使得利率仍处于政府人为管制之下，对国企与地方政府部门的信贷配给现象也依然存在。因此，未来应着力提高银行业的竞争程度，包括支持符合条件的民营企业发起设立民营银行、金融租赁公司、消费金融公司等新型金融业态，适当降低民营资本发起和参与组建小额贷款公司、融资性担保公司、融资租赁公司等地方金融组织的门槛，从而为民营企业融资提供良好的外部融资环境。

2. 采取措施扭转居民消费跌势

这主要包括：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，提振消费者信心；全面落实供给侧改革措施，放松市场管制，鼓励创新，增加居民就业机会和收入，促进消费的转型升级；加强国民收入的再分配措施，降低收入不平等程度。

3. 财政政策可以更加积极有效，强化结构性调控功能，提高财政资金的使用效率

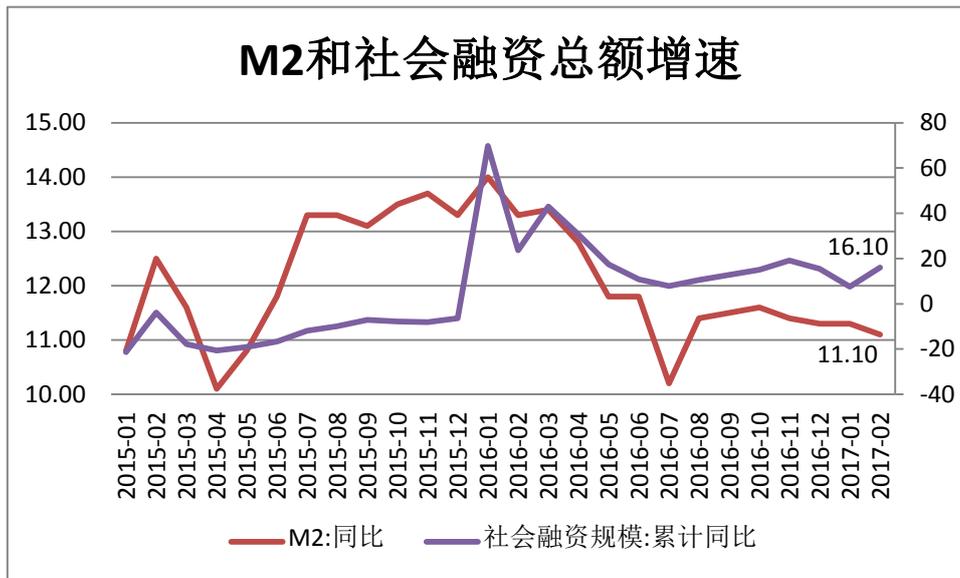
2015 年我国的财政赤字率是 2.4%，2016 年提高到 3%。通过发行地方政府债券置换原有政府性债务，从一定程度上已经避免了地方融资平台出现大面积违约的情况发生。这给财政政策一定的空间。应该继续用政府投资稳定需求的增长，从基建、养老、医疗、教育等仍需要大量投入的产业入手增加投资需求。在符合国家经济结构调整方向的产业上，政府应予以多种政策的支持和鼓励，降低部分企业在开拓新业务过程中的风险。



4. 货币政策稳健中性，维持流动性基本平衡

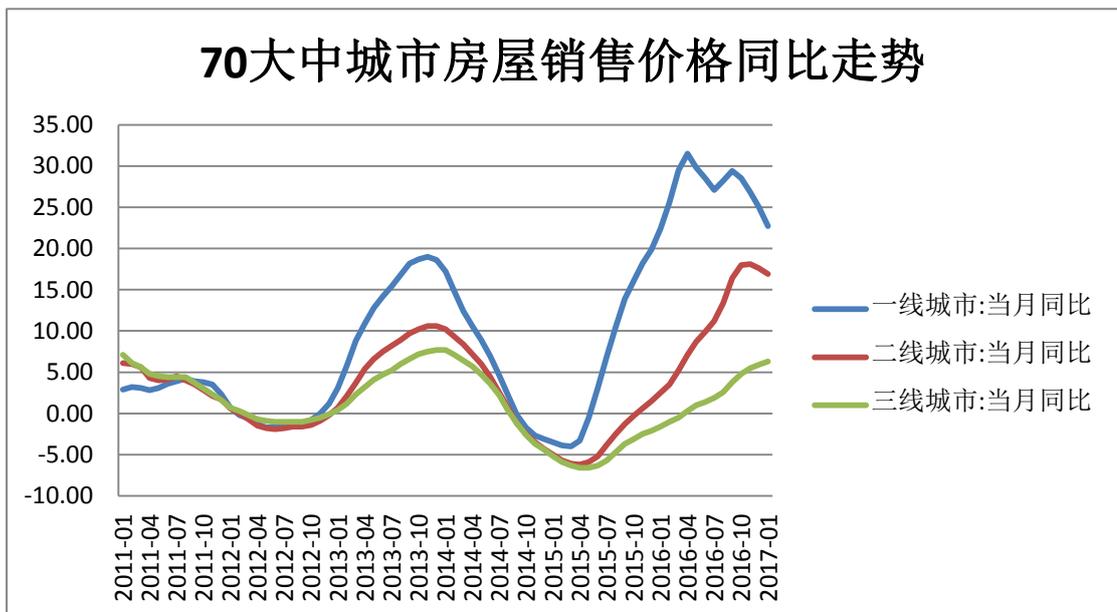
对于货币政策，去年中央经济工作会议的表述从上年的“稳健的货币政策要灵活适度，为结构性改革营造适宜的货币金融环境……保持流动性合理充裕和社会融资总量适度增长”，转变为“货币政策要保持稳健中性，适应货币供应方式新变化，调节好货币闸门，努力畅通货币政策传导渠道和机制，维护流动性基本稳定”。目前，M2 增速和社会融资总额维持在比较的合理的区间，市场流动性基本平衡。一方面，在国内资产价格上涨，PPI 和 CPI 走入上升通道的情形下，通胀压力开始显现；另一方面，美国加息节奏加快，以及人民币汇率贬值预期尤存。因此，为防范资产泡沫和保证去杠杆目标的顺利实施，我们也认为稳健中性是近

期货币政策的主旋律。



5. “稳控”房地产，落实长效机制

中央经济工作会议提出“既抑制房地产泡沫，又防止大起大落”的政策目标，并再度提出要加快研究建立符合国情、适应市场规律的房地产平稳健康发展长效机制。由于房地产对经济增长和民生影响颇重，对其调控首当重“稳”。而建立长效机制，则需要痛下决心，改革土地制度。



(作者单位：中国人民大学国家发展与战略研究院)