宏观经济企稳与金融整顿

中国宏观经济论坛月度报告（2017 年 5 月）[1]

于泽

摘要：在供给侧结构性改革逐步推进、宏观政策支撑和国际经济周期复苏的作用下，我国宏观经济已经企稳，保持了较为平稳的发展态势。但是，现有经济企稳更多是一个补库存的短周期，通过供给侧结构性改革激发全面可持续的内生复苏还有待时间。更多支撑经济的是宏观政策和国际经济周期复苏，靠近宏观政策和对外的经济部门回稳，市场端的动力还在积蓄中，两极分化仍然持续，经济还没有真正步入生产稳步扩大的新周期，下半年稳增长压力仍然较大。在这种环境下未来还是需要坚持金融去杠杆这样一个大的方向，这是因为今年是金融调控的最佳窗口期，不容错过。在金融调控过程中需要几点。首先，注意监管协调，防止竞争性监管；其次，加强货币政策对市场利率的关注，加快推进将市场利率设为基准利率的工作；再次，维持社会融资总量基本稳定，重点是调整融资结构，强化银行资金回表；最后，密切监控资本账户，务必维护汇率稳定。

一、经济底部特征明朗

1.工业保持较快增长，结构向好

2016 年 4 月份，工业增加值同比增速为 6.5%，延续了 2016 年 6%以上的工业增加值月同比增速，显示经济呈现了稳定的增长（图 1）。2016 年之后，工业总体效益回升，尤其是在 2017 年之后，工业企业营业收入和利润出现了较快增长，亏损单位数量和金额快速下降（图 2）。在整体增速趋稳中，工业结构进一步升级。1-4 月份，高技术产业、装备制造业同比分别增长 13.1%和 11.5%，其中，医药、海洋工程专用设备、锂离子电池、城市轨道交通、集成电路、通信设备等行业保持快速增长，逐渐成为经济的新增长点。

[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。本报告数据来自国家统计局、Wind 数据库以及中经网数据库。

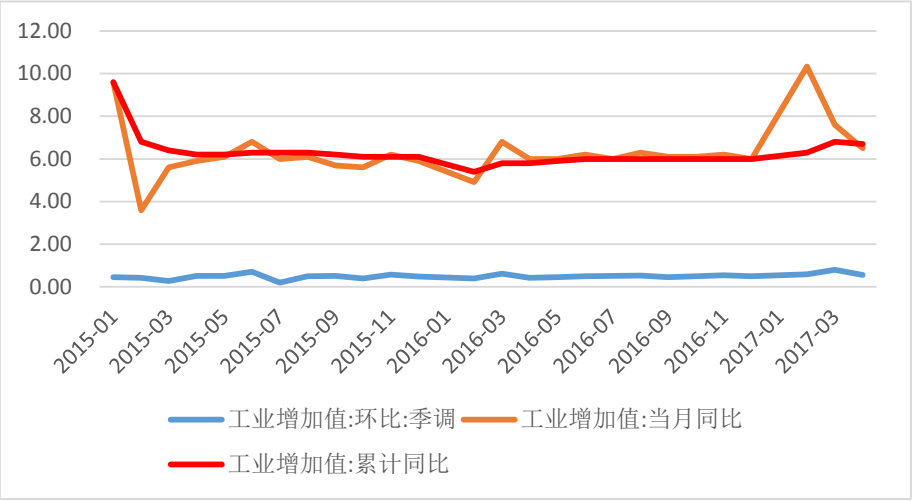

图 1 工业增加值同比增速（%）

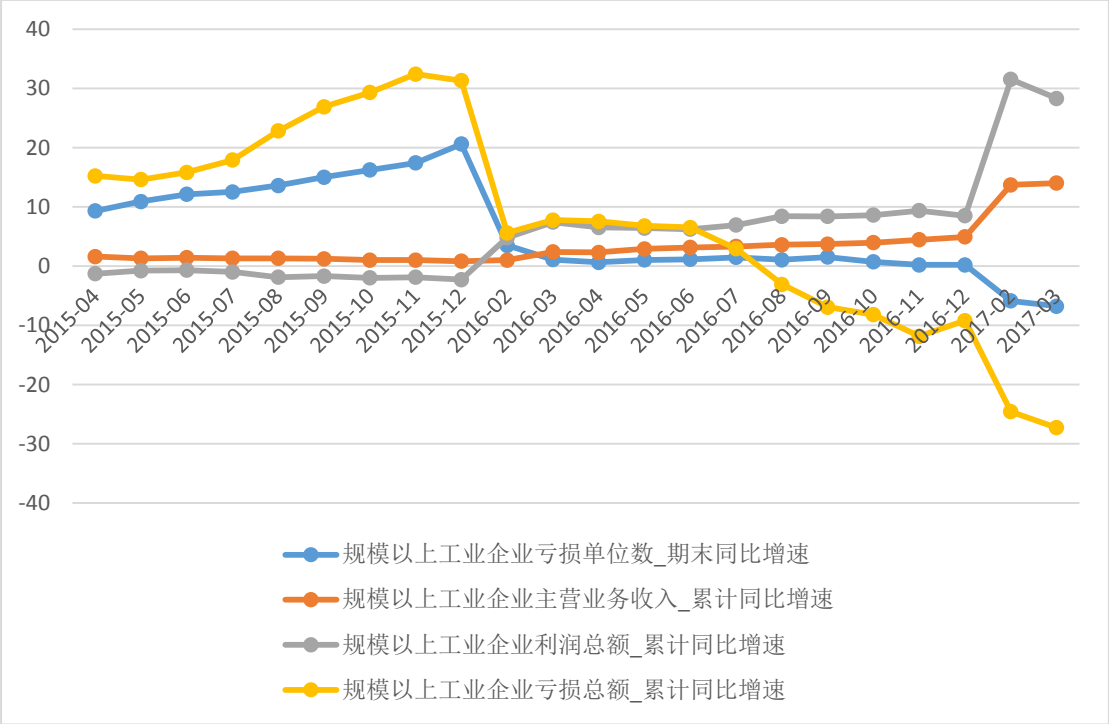

图 2 工业企业效益（%）

2.服务业增长势头良好

4 月份服务业生产指数同比增长 8.1%，2017 年以来服务业生产指数一直保持在 8%以上的较高增长水平。同时，2017 年一季度规模以上服务业企业的营业利润同比增长了 24.1%，增幅比去年同期提高了 7.9 个百分点。

3.投资和消费平稳增长

固定资产投资虽然在 2012 年以来呈现了下滑的态势，但是在 2016 年之后开始企稳。2017 年 1-4 月固定资产投资累计同比增长 8.9%，虽然比 1-3 月略有下

滑，但是与 2016 年下半年以来的投资增速大体持平（图 3）。同时，产业投资结构进一步优化，1-4 月份固定资产投资中高技术产业的投资和服务业的投资分别增长了 22.6%和 12.1%，比固定资产投资增速高了 13.7 和 3.2 个百分点。与此同时，投资调结构、补短板初见成效。1-4 月份高耗能制造业同比下降了 1.7%，投资持续负增长。生态保护和环境治理业的投资同比增长了 50.4%，公共设施管理业的投资同比增长 28.4%，水利管理、交通运输仓储和邮政业的投资分别增长了 16.1%和 16.7%。

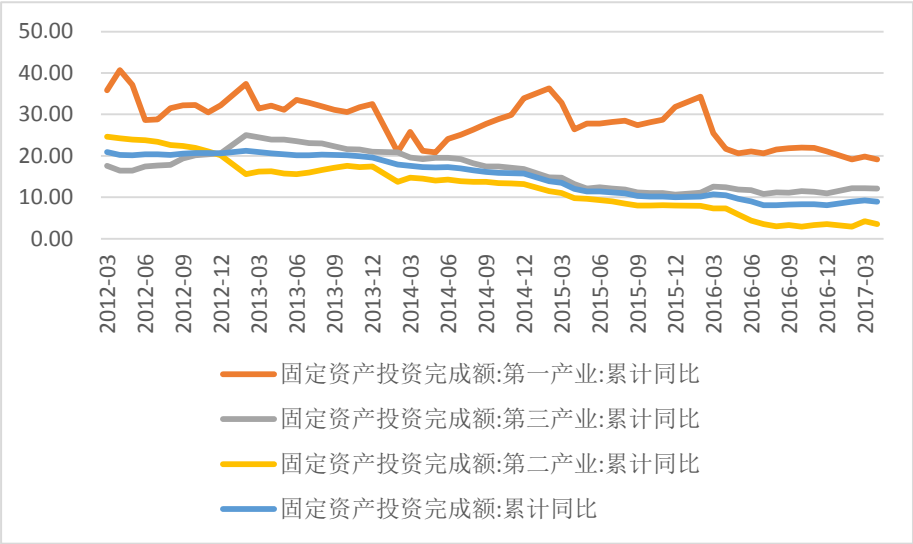

图 3 固定资产投资（%）

1-4 月份，社会零售品总额累计增长 10.2%。比 1-3 月份加快了 0.2 个百分点，4 月当月的社会消费品零售额同比增长了 10.7%，超过 2016 年同期政府。这表明经济中消费需求在进一步扩大，经济复苏态势得以支撑。同时，新的销售业态也得以发展。1-4 月份网上商品零售额同比增长了 25.9%，远高于一般消费增速。同时，发展型的消费增势强劲，1-4 月份中西药品类、体育娱乐用品类、文化办公用品类的销售额都保持了两位数的增长，分别增长 11.2%、15.1%和 12%，明显高于消费品零售总额增速。

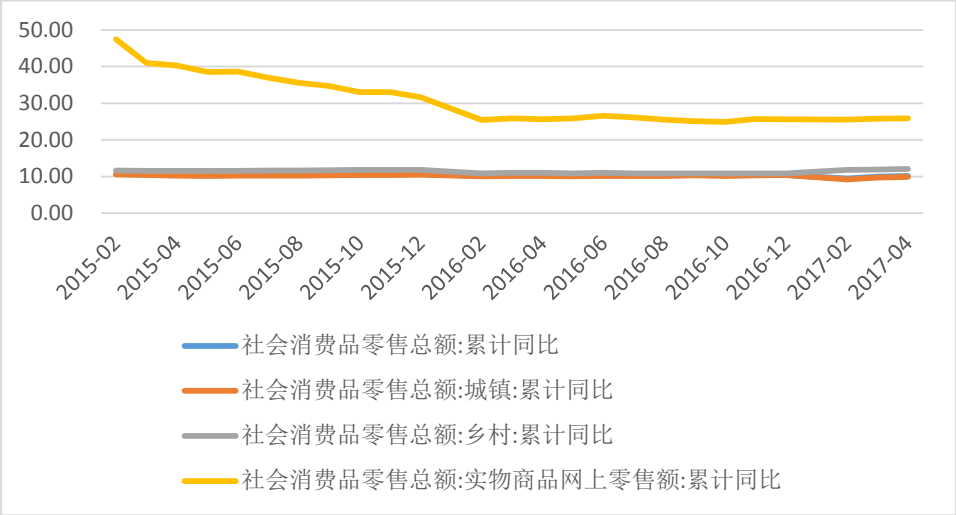

图 4 消费（%）

4.进出口恢复性增长

伴随着美日欧等发达经济体的持续复苏，新一轮国际经济周期已经展开。这轮周期开始再次拉动我国的进出口，呈现恢复性增长。1-4 月，出口累计同比增长 8.1%，在大宗商品价格的推动下，进口累计同比增长 20.8%，4 月份外贸顺差继续增加，整个外贸顺差是 2623 亿元，同比扩大了 0.6%。在贸易的推动下，外汇储备连续三个月上升，4 月份回升到了 30295 亿美元，国际收支平衡持续改善。

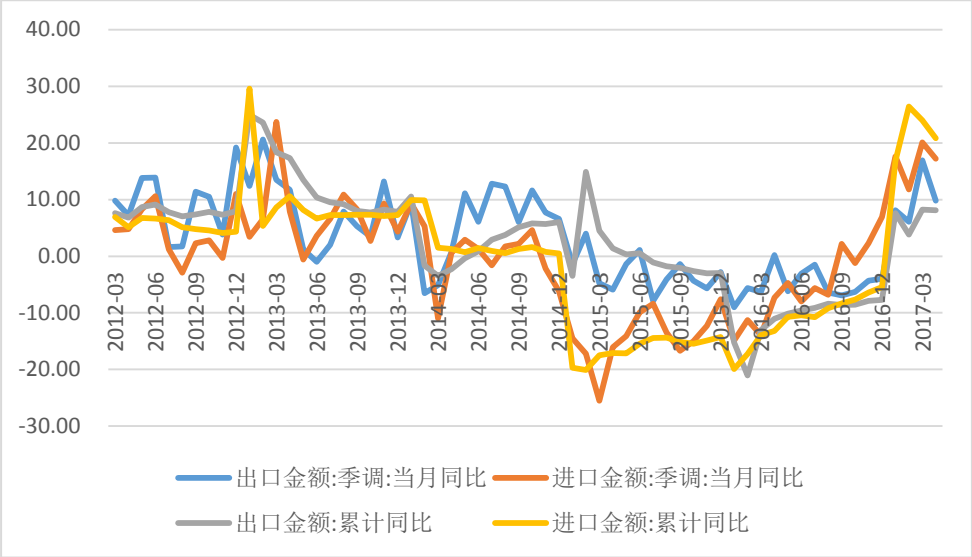

图 5 进出口（%）

5.价格指数保持合理运行区间

4 月份消费者价格指数同比增长 1.2%，比上个月提高了 0.3 个百分点。在这之中，主要是非食品价格上涨推动了消费品价格上升。不包含食品和能源的核心

CPI 同比增长 2.1%，今年以来维持在 2%左右，明显超过去年。这一方面反映了企业成本的传导，另一方面也体现了较强的需求支撑。

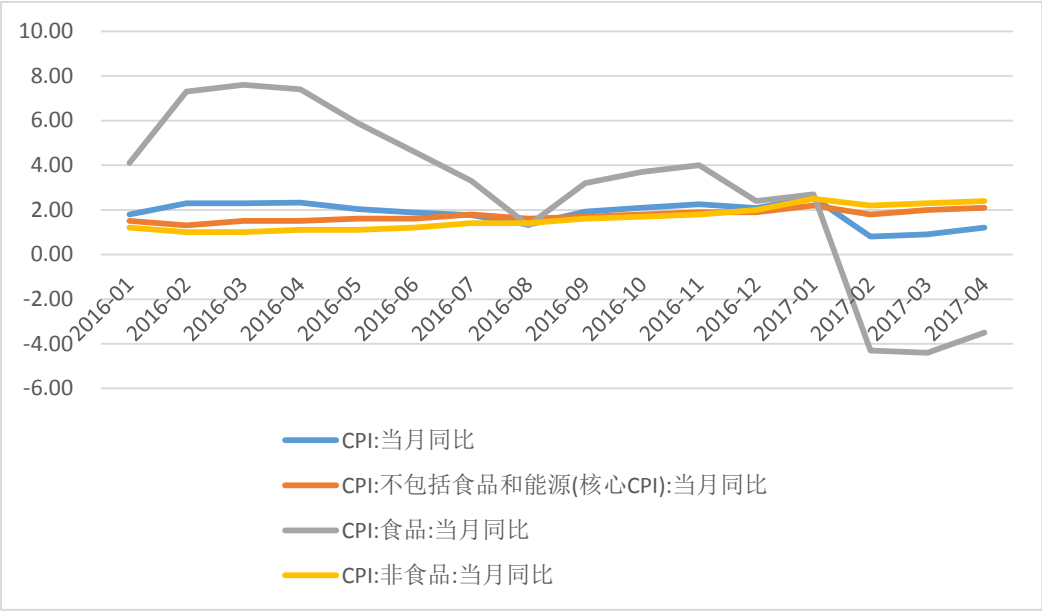

图 6 消费者价格指数（%）

4 月份 PPI 同比上涨了 6.4%，涨幅比 3 月份回落了 1.2 个百分点，1-4 月份 PPI 同比上涨了 7.2%，近两个月 PPI 的同比涨幅呈现回落趋稳的态势，延续了 2016 年以来 PPI 的恢复性增长。4 月份 40 个工业行业当中，有 34 个行业的价格比上年同期上涨，反映了工业领域整体供求关系在继续好转，市场需求在进一步扩大。

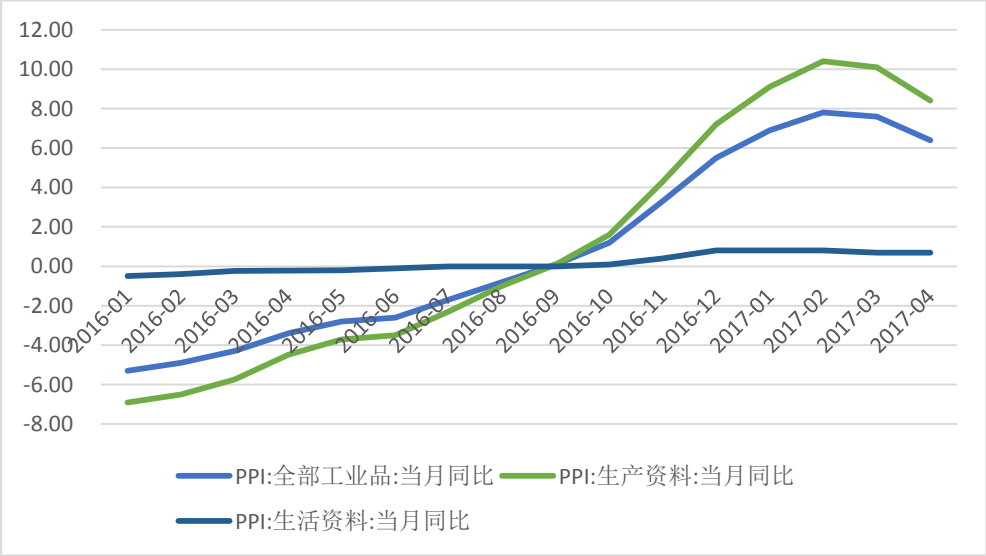

图 7 工业品出厂价格指数（%）

6.景气指数向好

4 月份制造业采购经理人指数是 51.2%，连续九个月保持在扩张区间。在这之中，

尽管大中型企业的 PMI 比 3 月份略有回落，但是小型企业的 PMI 比上个月提高了 1.4 个百分点，连续两个月上升，达到了 50%的临界值。这表明当前经济复苏从大中型企业向小型企业传递，复苏基础较为牢固。非制造业商务活动指数 54%，连续七个月保持在 54%及以上的较高景气区间。在基础设施和房地产投资的带动下，建筑业维持在 60%以上的高位区间。

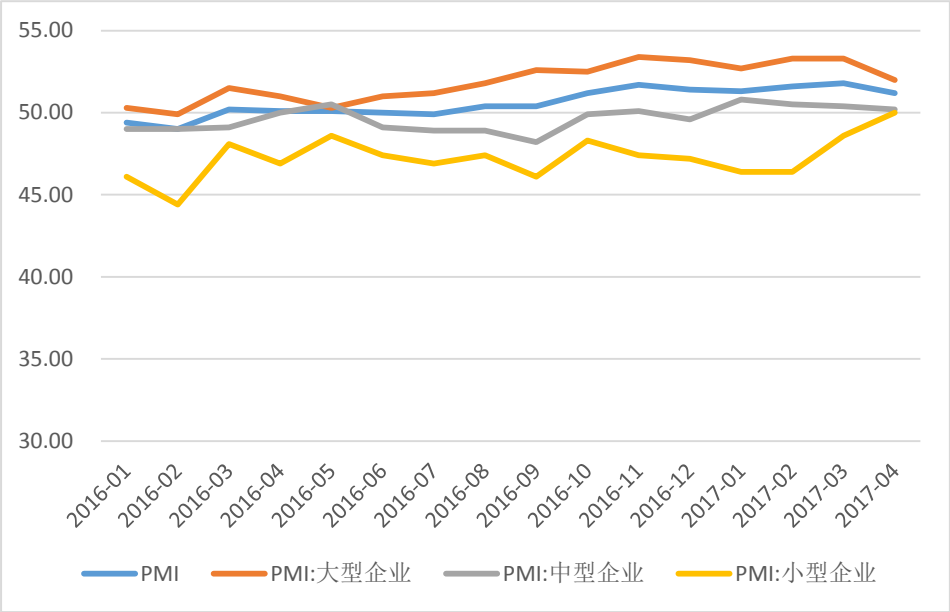

图 8 经理人采购指数（%）

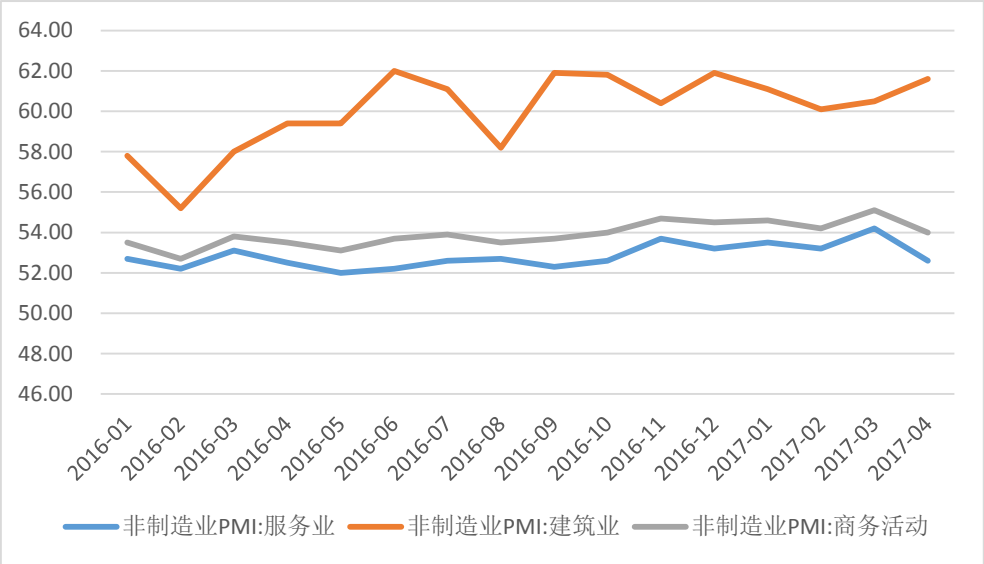

图 9 非制造业 PMI（%）

消费者的信心指数达到了 113.4%，达到近一年多的一个局部高点。银行家贷款需求指数在一季度跳升至 68，表明经济的贷款需求大幅上升，企业经营意愿增强。

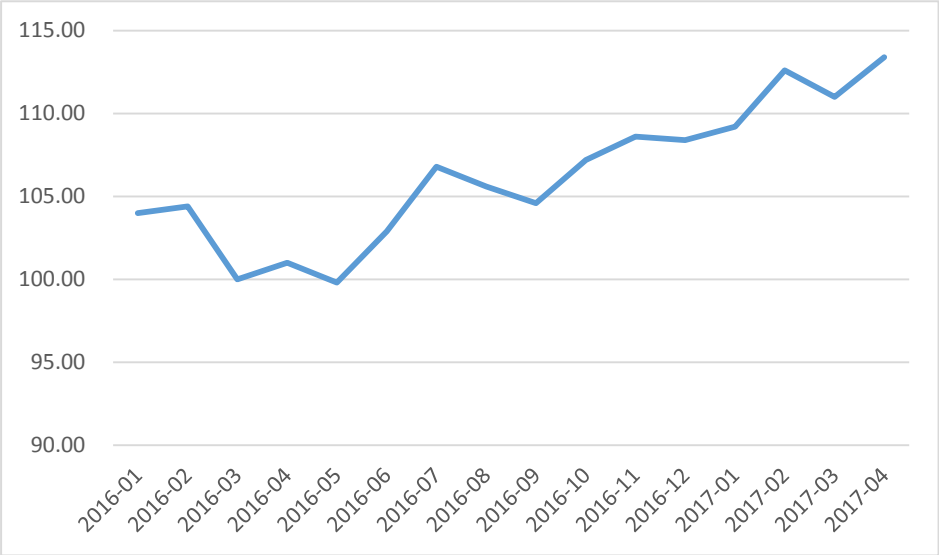

图 10 消费者信心

二、步入生产性新周期尚待时日

1.民间投资增速后继动力还有待观察

2017 年以来，民间固定资产投资增速略有回升，1-4 月累计同比增长 6.9%，但与前期相比仍有加大差距，低迷态势没有得到根本性的扭转。同时，前期在西部大开发等政策推动下固定资产投资增速最快的西部地区投资增速低于全国平均水平，表明在政策作用逐步减弱的情况下，市场的接力棒还没有发挥好作用。在全社会固定资产投资中，起到主要推动力量的还是国有企业投资。

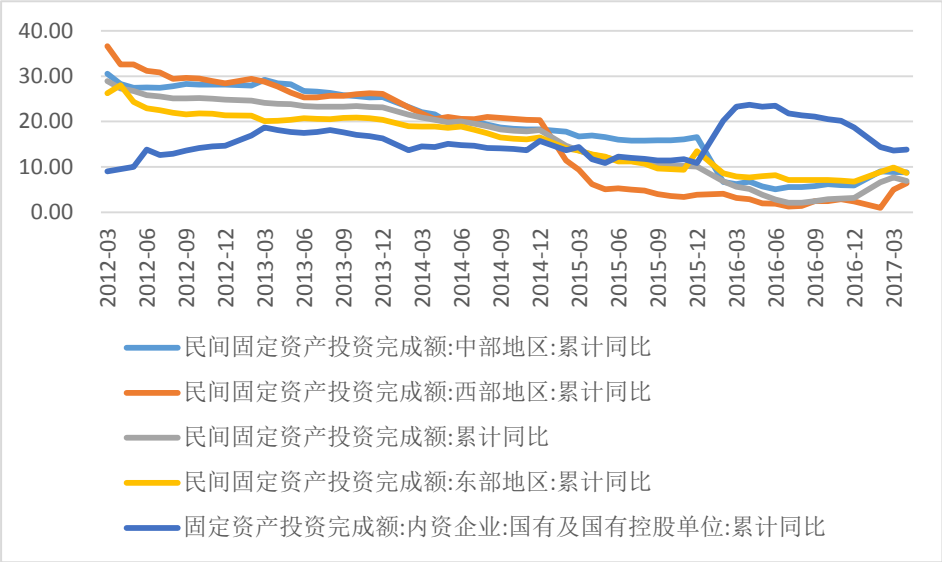

图 11 民间固定资产投资

2.收入增速制约消费

近年来我国居民收入增速并不理想，2013 年以来城镇居民实际可支配收入的增

速持续低于 GDP 的增速。2016 年，收入增速与 GDP 增速的差距进一步拉大。收入相对缓慢的增长对 2017 年的消费存在着制约。

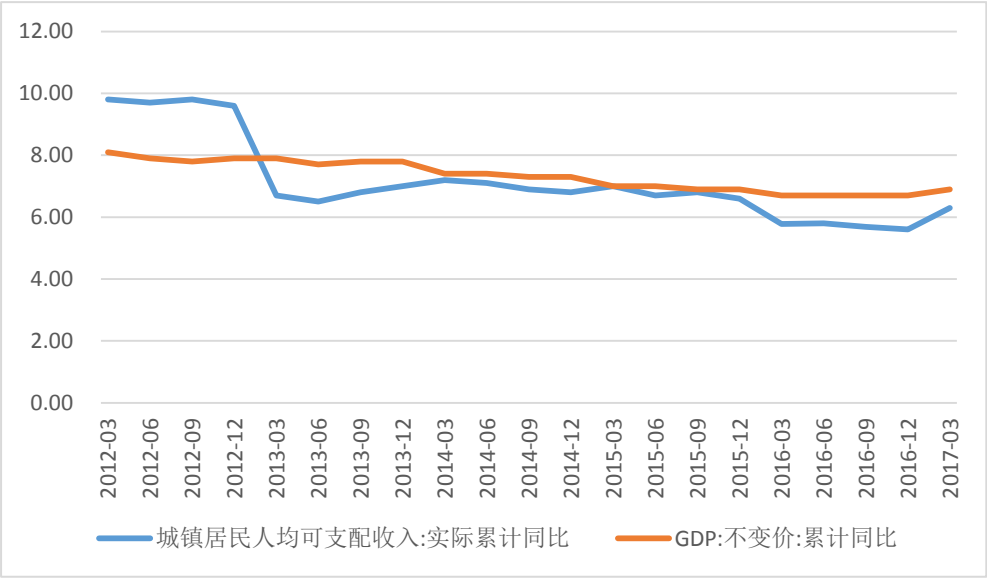

图 12 收入增速（%）

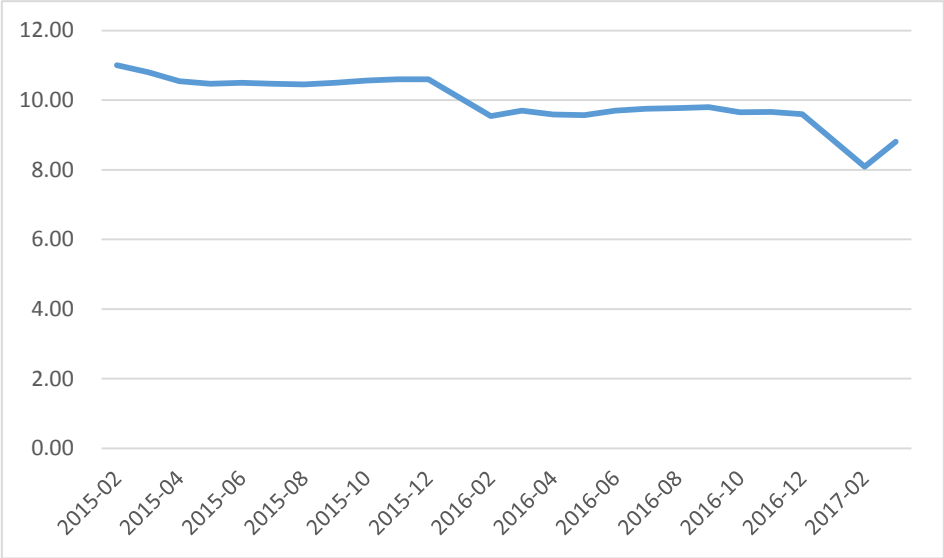

图 13 社会零售品总额实际累计同比（%）

3.PPI 走势进一步分化

图 7 很明显表示，当前 PPI 的上涨主要是生产资料的上涨导致的，生活资料部分在过去很长时间都维持着基本不变的水平。在生产资料中，各部门涨幅也并不均等，主要涨幅来自采掘业和基础设施建设、房地产投资相关产品。这表明经济的终端需求并不旺盛，更多的刺激来自投资。

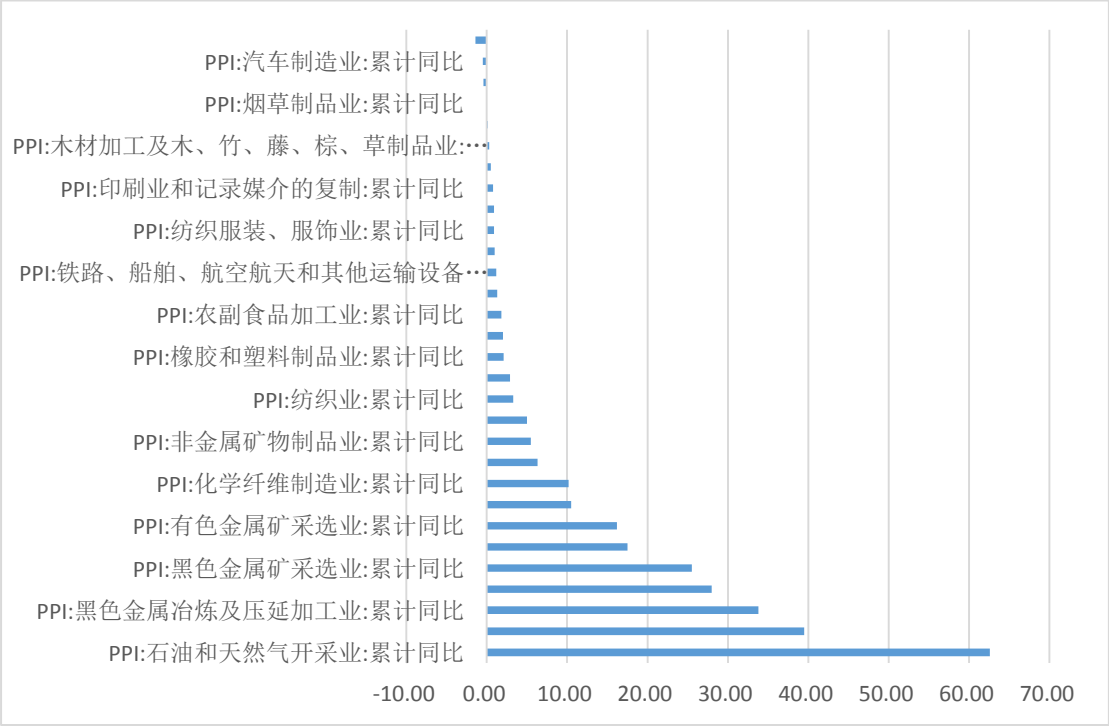

图 14 各工业门类 PPI（%）

4.PPI 到 CPI 传导机制没有形成，企业利润承压较大

生活类产品的 PPI 涨幅有限，更为下游的消费者价格指数呈现温和增长，但是原材料价格的迅速反弹导致了企业的成本上升，营业收入增速相对有限，对利润形成了一定压力。这对未来的企业投资产生了限制。

5.房地产投资受到政策制约

为了抑制过快上涨的房价，体现房子是用来住的这个定位，当前我国一二线城市房地产处在调控中，这对房地产销售额产生了一定影响。2016 年房地产销售面积累计销售增长了 22.5%，对房地产投资产生了一定的刺激作用。但是在限购、限贷、限售等政策作用下，2017 年房地产市场进入了观望和调整期，会对投资产生抑制作用。但是，由于房地产投资有周期，2017 年房地产新开工面积反弹趋势还可持续一段时间。

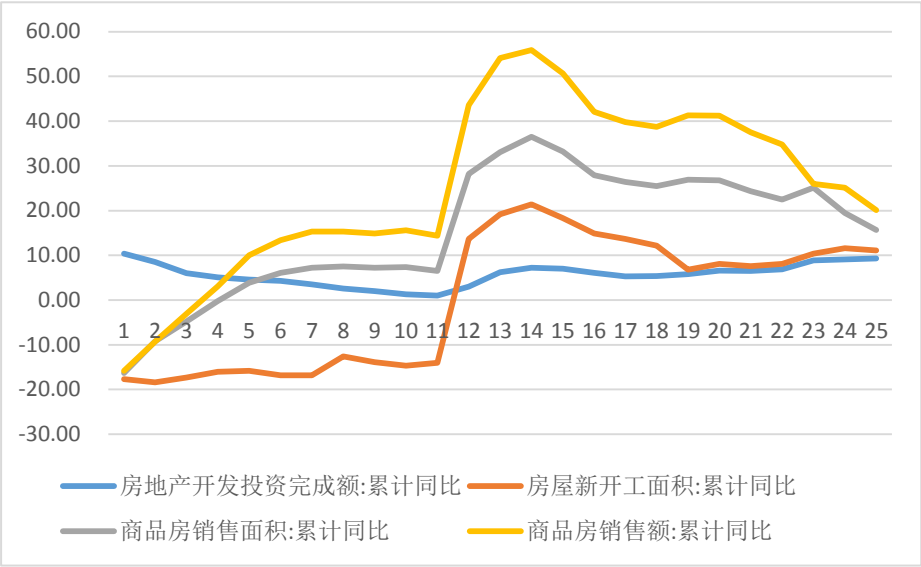

图 15 房地产

6.M1 和 M2 剪刀差依旧

从 2015 年第三季度开始存在着 M1 和 M2 的正向剪刀差以来，这个现象一直持续。2017 年虽然有所缓解，但是并没有根本性的扭转。这表明企业对生产的内生动力还不充分，经济内生动能还需要进一步启动。

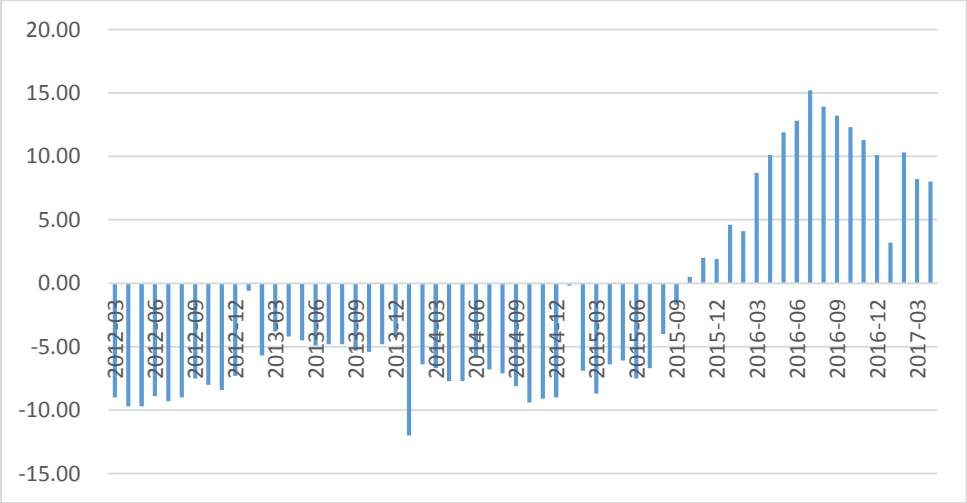

图 16 M1 和 M2 增速之差（%）

7.生产率提升的根本问题没有解决

我国经济下滑的根本原因是潜在增长率在 2011 年之后出现了持续下降，但是这个问题在 2016 年并没有根本性解决。

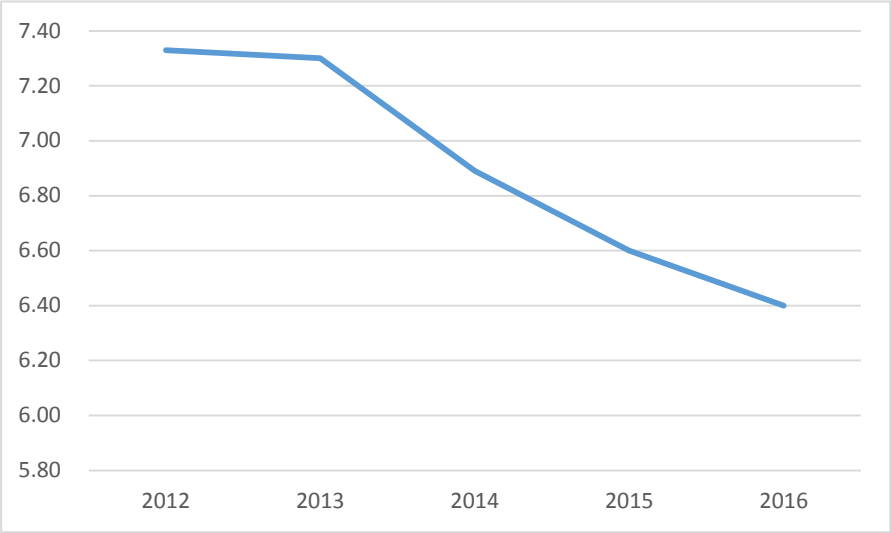

图 17 国家全员劳动生产率同比（%）

改革开放以来，我国潜在增长率率一直维持在较高的水平。1979 年至 2015 年平均值为 7.2%。在高水平的均值下，潜在增长率也有着较高的波动性。利用断点回归显示，1988、1993、1998、2003、2011 年我国潜在增长率出现过五次结构性断点，即经济潜在增速的水平发生持久性变化。通过增长核算可以发现，在不同时期，我国潜在增长的成因也不同（表 1）。总的来看，劳动对潜在增长的贡献逐步降低，资本增长率维持在一个较为稳定的高水平。剔除这两个生产要素的明显趋势，潜在产出高低波动的主要成因是全要素生产率的趋势值多次波动。

表 1 我国潜在增长率分解（单位%）

时间区间	潜在增长率	劳动增长率趋势值	资本增长率	全要素趋势增长率	劳动贡献百分点	资本贡献百分点	技术贡献率	劳动贡献率	资本贡献率
1979-1987	6.85	2.78	7.70	1.12	1.11	3.08	16.41	16.26	44.89
1988-1992	5.42	1.85	6.70	0.67	0.74	2.68	12.52	13.90	49.06
1993-1997	7.19	1.17	9.92	0.77	0.47	3.97	10.64	6.52	55.23
1998-2002	6.95	0.86	9.40	0.97	0.34	3.76	13.81	4.96	54.15
2003-2010	8.58	0.51	11.35	1.57	0.20	4.54	18.31	2.38	52.87
2011至今	7.48	0.36	10.68	0.93	0.14	4.27	12.46	1.91	57.09

全要素生产率的波动主要受到对外开放带来的技术模仿空间和改革提升的资源配置效率所推动。表 2 概括了各个阶段全要素生产率的影响因素。这里面非常重要的是改革和对外开放带来的技术模仿空间的变化。改革提高了社会的激励和资源配置效率，提升了生产率。通过出口，我国学习到了国际先进的生产技术和管理经验，极大提升了全要素生产率。伴随着技术模仿空间逐渐变窄和改革红利逐渐消失，全要素生产率动能不足，增速持续下降。这个问题不解决，我国就不能实现从库存周期向生产周期的过渡。

表 2 各阶段全要素生产率

时间区间	全要素趋势增长率%	全要素生产率成因
1979-1987	1.12	改革红利（农业联产承包责任制、包字进城等）；工业化红利（乡镇企业异军突起等）；居民消费维持高位；全球化红利（经济特区等）
1988-1992	0.67	治理整顿降低总需求；工业化基本停滞；经济开放度进一步提高
1993-1997	0.77	改革红利（建立社会主义市场经济体制）；城镇化红利初步释放；经济开放水平较为停滞；工业化相对停滞；第二产业内部生产率增速下滑
1998-2002	0.97	城镇化红利持续释放；经济开放度提升；工业化水平下降；第二产业内部生产率增速上升；
2003-2010	1.57	经济开放水平迅速提高；工业化红利再现；改革红利（民营经济发展）
2011至今	0.93	工业化速度变慢；全球化红利逐渐消失；改革红利消失

8.补库存周期势头变弱

当前的经济反弹更多是经济的补库存行为。15 和 16 年经济经历了快速的去库存过程，在 PPI 价格降幅逐渐收窄，并在 2017 年较快增长后，进入了再库存的周期。但是，随着 PPI 的逐步见顶，库存周期越来越弱。

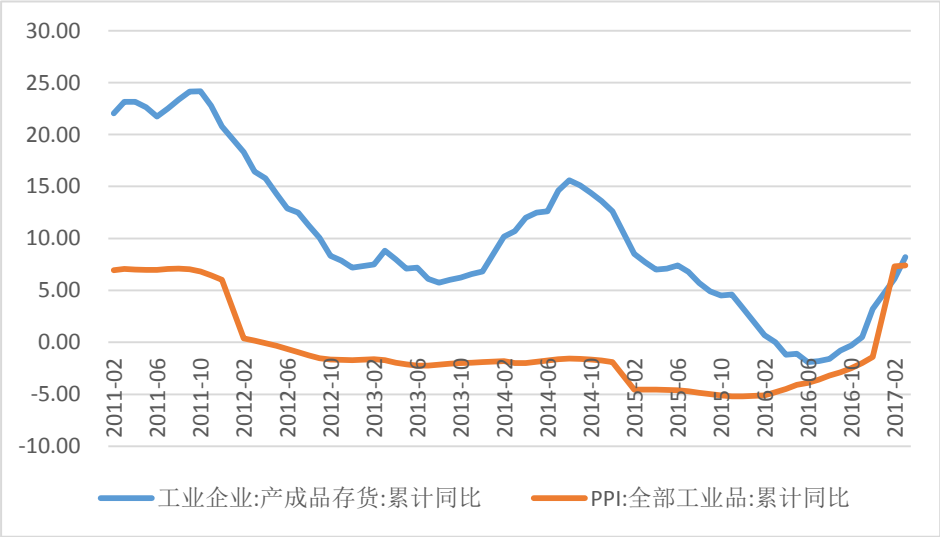

图 18 库存和 PPI（%）

三、坚持金融去杠杆导向

从前面的分析中可以看出，我国当前的经济反弹更多是库存周期，因此反弹的幅度是有限的，持续时间也是有限的，未来经济存在着进一步的下行风险。那么，这种环境下，还需要坚持金融结构调整吗？金融结构调整会和经济下行形成共振吗？总的来看，今年是金融去杠杆的最佳时期，虽然这个政策很危险，但是还是需要在钢丝上保持平衡，坚持金融去杠杆导向。

1.未来改革的需要

促进生产率的提高需要进一步的改革，释放新的红利。我国提出的供给侧结构性改革就是未来改革的总纲领。但是，要进行新改革需要打破原有的利益格局。利益格局的背后是多年来持续的债务-投资增长模式。未来提升生产率的关键是创新，只有打破当前的金融债务格局，才能有效摆脱原有的发展模式，实践新发展理念。

2.资本账户开放的需要

我国要提高生产率，根本还需要进一步开放。**我国制成品出口乃至货物出口的增长速度下降必然是一个长期性的趋势性现象，未来更多的开放是通过资本开放提升我国全球配置资源的能力。**

国际市场规模扩张和我国所占份额增长是推动我国出口增长的两个基本力量。危机以来，经济形势的低迷使得国际市场规模扩张速度急剧下降，这使得我国的出口增长愈发依靠我国在国际市场上所占份额的增长。

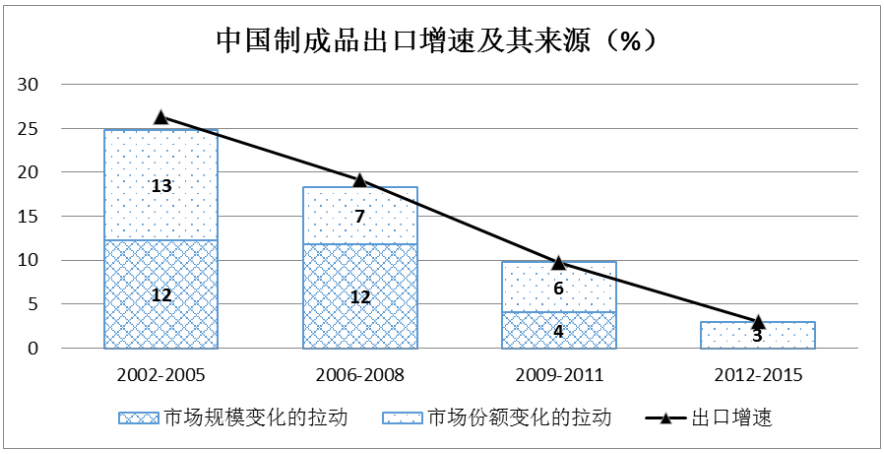

图 19　我国制成品出口的增长速度及其来源（%）

随着我国在发达市场上替代原有供给者的过程趋于完成，所占市场份额的增长速度急剧下降，出口增长的传统动力丧失。新市场开拓战略对我国出口增长动力只能带来一定程度上的边际贡献，并不能弥补因为发达市场上替代过程趋于完成所带来的动力衰减。

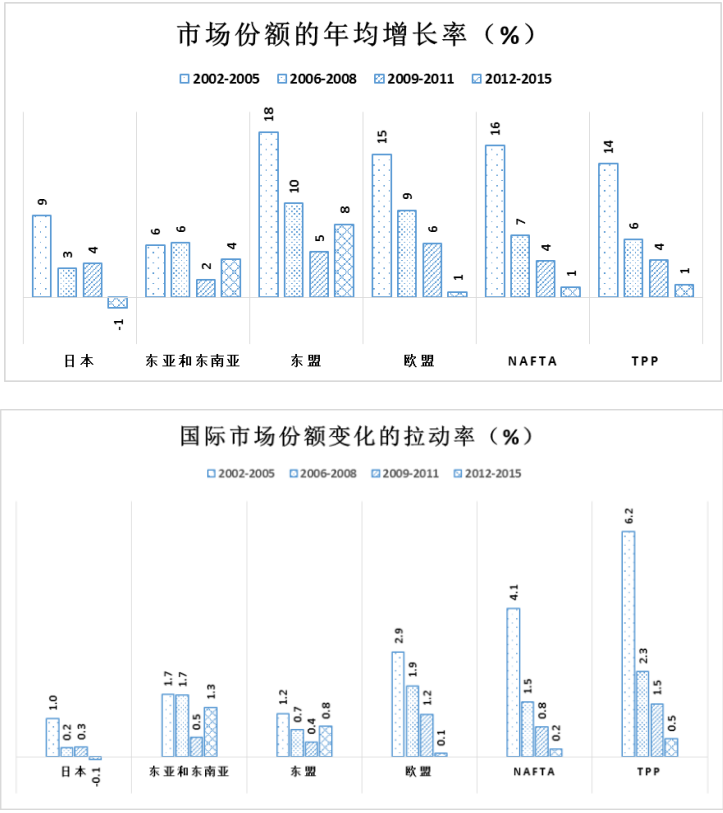

图 20 国际市场份额年均增长率及其对我国制成品出口增长的拉动率

因此，我国制成品出口乃至货物出口的增长速度下降必然是一个长期性的趋势性现象。未来开放的一个动力是通过资本账户开放，提升我国的全球资源配置能力。在“一带一路”的实践中，资金融通成为了一个非常重要的组成部分。如

果要资本账户开放，那么就不可避免面临着国际金融冲击。只有国内建立了有效的金融市场，才能抵御未来可能的冲击。

3.金融降杠杆有利于总体上降低经济的杠杆率

实际上，我国当前的杠杆率已经到了一个金融风险爆发的临界点。由于长期的高信贷、高债务驱动投资的发展模式，使得我国的总体负债率节节上升，同时，投资效率持续下降，投资回报率节节降低。加之影子银行体系对风险的进一步模糊化，当前国内金融体系的脆弱性及敏感性日益抬升。只有通过金融降杠杆，有序挤出资产泡沫建立更加合理的融资体系，才能从根本上解决我国的高杠杆问题，为后继的改革和开放举措铺路。

4.前期政策和国际周期复苏提供了降杠杆空间，下半年经济风险温和

通过前面的分析可以看出，现在我国的反弹更多是政策和国际周期的拉动，供给侧改革虽有作用，但是还需进一步深化。由于前期政策刺激主要集中在基础设施建设和房地产投资，这些项目有一定的时间周期，能够在未来一段时间提供增长动能。加之今年国际经济周期全面复苏，IMF 将全球经济增长前景提高到 3.5%，对我国出口有一定的拉动作用。这意味着未来经济虽然有着放缓的压力，但是是温和放缓，而不会出现急剧下跌，全年经济完成增长目标较为乐观，这就为我们金融去杠杆提供了空间。

四、金融去杠杆的政策建议

1.去杠杆的核心是商业银行

从金融工具的角度，当前金融系统可以大致分为四个层次（表 3）。

表 3 金融系统结构

金融资产	**机构**	**货币价格**
国际货币		
	中央银行	汇率
国内现金		
	商业银行	Par（平价）
银行存款		
	金融中介（做市商）	利率
有价证券		

在这样一个体系中，从金融工具的角度，对一个国家来说，最终的货币是国际货币，或者是黄金，或者是美元等国际储备货币。从某种意义来说，国内货币是承诺支付储备货币来清算的信贷。例如，在与商品货币挂钩的时代，国内货币

持有人可以获得中央银行支付的贵金属。在当前纯信用货币时代，我们可以要求国内货币兑换成国际储备货币。沿着货币—信用层级的金字塔继续向下走，银行存款实际上是可以按照需要兑换成国内现金，有价证券是可以在未来的的某个时间或者时期获得现金支付。

这个体系中，哪里是货币和信用的明确界限呢？这完全取决于我们在这个货币—信用层级的金字塔中所处的位置。对于我们日常国内消费者来说，银行存款就是货币，有价证券是我们借出的钱，是信用。这就是我们在货币银行学中经常见到的货币供给的概念，例如，M1 和 M2。对于银行清算来说，自己发行的存款当然就不能是货币了，只有现金或者高能货币才是有效的支付手段。当一个国家遇到货币危机的时候，国内货币就不具有什么价值了。这个时候国内外的投资者想要的只有国际储备货币，人们会抛售国内货币来换取有限的国际货币。当然，四个层级是一个极大的简化，现实中是一个更为连续的图谱。例如，现金之后还有高能货币，在银行存款和股票等有价证券之间有货币市场基金，有价证券之间存在着非常大的异质性，是一个更加多层次的市场等等。

表 3 描述的货币—信用层级的金字塔是一个时点的描述。在一个时期内，货币—信用层级的金字塔会自我扩张和收缩。例如，在金融市场“非理性繁荣”的时候，金字塔变大，在金融危机时期，金字塔变窄。一般来说，金字塔的自我变动有两个源泉。第一，金字塔每一个层级数量的扩张和收缩。第二，金字塔每一个层级的金融工具的货币性质在不同时期变化。在经济扩张时期，每一个层级的金融工具的货币性质变强，人们更多利用信用工具支付。在经济收缩时期，每一个层级的金融工具的货币性质变弱，人们更多追逐上一个层级的信用工具支付。一个证据是经济不同时期，不同层级的金融工具之间价差变窄。不同层级之间的比例就成为了宏观上金融杠杆的重要体现。

这种宏观上金融杠杆波动的原因背后隐藏着两个相互对立的原理。一个是货币的稀缺性，一个是信用的弹性。这两个原理是从不同角度看待的货币—信用层级金字塔。稀缺性来自于金字塔的任何一层都不能通过自己的行动增加上一层的货币数量。因此，如果人们要将底层级的信用换为高层级的货币，高层级货币的可得性就构成了约束。与此同时，弹性来自于在每一个层级上，当事人的自主行动就可以增加自己和下一层级的信用数量。例如，如果两个当事人相互信任，在

交易的时候就可以通过应付账款的方式，这就通过创造信用来进行支付。在弹性发挥作用的时期，金字塔变大变平，不同层级的质的差异变弱，价格降低，在稀缺发挥作用的时候，质的差异变大，价格变高。

金融金字塔的宽度主要取决于银行的内生货币创造过程。在现实中，商业银行不需要存款就可以发放贷款。这是因为商业银行的存款是经济当事人在日常交易和支付中广为接受的媒介，所以，在复式记账条件下，商业银行发放贷款就是给贷款方开设一个存款账户。在原理上，商业银行的扩张是没有上限的，这也就产生了高宏观经济融杠杆。

2.注意监管协调，防止竞争性监管

金融去杠杆的一个重要手段是金融监管。我国当前的金融监管是中国人民银行的宏观审慎（MPA 考核）和银监会的微观监管两套措施并行。在此之前，我国商业银行为了规避监管，提高杠杆率的办法主要是资产出表。商业银行的资产出表指的是银行通过资产负债表项目调整，规避监管要求，获得更亮丽的业绩。最标准的出表方式是资产证券化。在我国，因为资产证券化规模很小，限制较多，更为主要的出表方式包括两个方面，一个方面是资产在表内从信贷变为非信贷，主要是同业业务，另一方面是资产从表内移除，从信贷变为理财等。实际上，商业银行资产出表构成了现代影子银行的主要动力。

在影子银行迅速发展的时期，商业银行寻求监管套利，从而规避监管产生的成本。在 2017 年，我国的监管政策趋向了竞争式监管。1 季度 MPA 进行了较为严厉的考核。银监会同时也发布了多重强化监管的政策。这种竞争式监管很容易放大监管要求，需要更多的协调。

3.加强货币政策对市场利率的关注，加快推进将市场利率设为基准利率的工作

我国在货币政策框架从数量型向价格型的转轨过程中，并没有明确哪个利率是政策利率。为了向市场上注入流动性，人民银行除了常用的公开市场业务之外，还开发了常备借贷便利、中期借贷便利等。这些工具丰富了中央银行能够控制的利率期限结构，央行构建了较为完整的操作利率体系。但是，在日常操作中，央行过于关心操作利率的平滑，致使市场利率波动过大。这在去杠杆过程中产生了放大效应，中性的货币政策不中庸，加剧了市场紧张。未来急需建立以市场利率

为导向的政策利率。

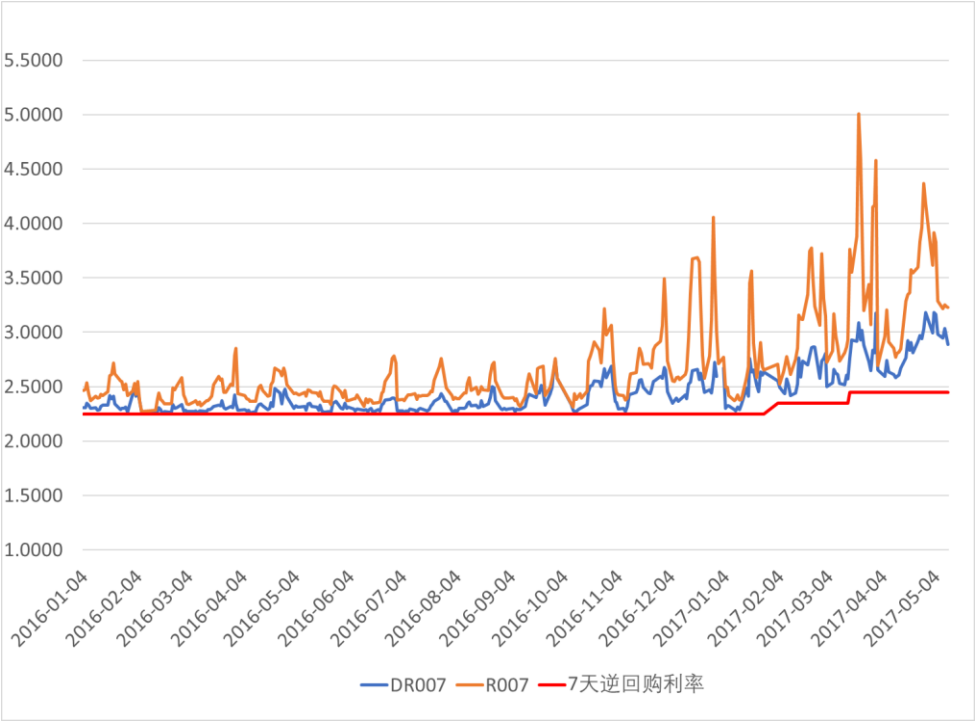

图 21 货币市场利率（%）

4.维持社会融资总量基本稳定，重点是调整融资结构，强化银行资金回表。

由于经济复苏的动力还需要加强，同时金融去杠杆很容易产生金融危机。快速去杠杆会导致同业挤兑，产生银行恐慌。因此，去金融杠杆是一个钢丝上的平衡。为了维护金融稳定和基建等投资来源，今年的选择更多是稳定总体融资量，将商业银行资金回表，金融风险明晰化，逐步化解。

5.密切监控资本账户，务必维护汇率稳定

金融去杠杆的一个重要风险是产生资金流出，进而引发汇率危机。在这样的环境中，叠加美联储的加息和缩表，如果快速，不加控制的去金融杠杆，我国发生资本流出的风险还是较大的。为此，2017 年需要暂时加强资本管控，维护汇率稳定，为金融去杠杆创造一个良好的环境。