



2018 中国宏观经济形势分析与预测年中报告

风险评估、政策模拟及其治理

——释放内部活力，应对外部风险

“中国宏观经济形势分析与预测”课题组 著
上海财经大学高等研究院

2018 中国宏观经济形势分析与预测年中报告

风险评估、政策模拟及其治理

——释放内部活力，应对外部风险

“中国宏观经济形势分析与预测”课题组 著
上海财经大学高等研究院

图书在版编目(CIP)数据

2018 中国宏观经济形势分析与预测年中报告:风险评估、政策模拟及其治理——释放内部活力,应对外部风险/“中国宏观经济形势分析与预测”课题组,上海财经大学高等研究院著. —上海:上海财经大学出版社, 2018. 9

ISBN 978-7-5642-3107-1/F · 3107

I. ①2… II. ①中…②上… III. ①中国经济-宏观经济形势-经济分析-研究报告-2018②中国经济-宏观经济形势-经济预测-研究报告-2018
IV. ①F123. 24

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 192504 号

责任编辑 李志浩

封面设计 张克瑶

2018 中国宏观经济形势分析与预测年中报告

风险评估、政策模拟及其治理

——释放内部活力,应对外部风险

“中国宏观经济形势分析与预测”课题组 著
上海财经大学高等研究院

上海财经大学出版社出版发行
(上海市中山北一路 369 号 邮编 200083)
网 址: <http://www.sufep.com>
电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海华业装璜印刷厂印刷装订

2018 年 9 月第 1 版 2018 年 9 月第 1 次印刷

710mm×1000mm 1/16 13.25 印张(插页:1) 204 千字
定价:49.00 元



课题组

(成员简介见附录)

负责人 田国强
首席顾问 盛松成
首席专家 黄晓东

成 员 陈旭东 陈媛媛
(按姓氏拼音排序) 宫 健 李 倩
梁 润 林立国
刘可清 刘子熙
宁 磊 唐荣胜
王小雯 王玉琴
吴化斌 杨轶波
张同斌 赵 琳
朱 梅

本报告联系人 陈旭东

(021-65903125, chen.xudong@mail.shufe.edu.cn)

项目概览

上海财经大学高等研究院 2009 年发起成立“中国宏观经济形势分析与预测”课题组,旨在以一种开放式的科研组织模式,凝聚海内外相关研究力量,对中国宏观经济进行长期跟踪研究,定期发布中国宏观经济形势分析与预测报告,为政府、企业及社会各界提供有参考价值的经济洞见、政策对策及长期治理建议,推动中国经济的长期稳定增长和可持续发展以及国家治理能力和治理体系的现代化。

基于中西合璧、优化整合的方针,高等研究院依托中国宏观经济研究中心组建了阵容强大的课题组成员团队,包括曾任美联储高级经济学家的国际资深专家、中国人民银行参事,以及 10 多位获得国际国内顶尖大学博士学位的高级研究人员。与此同时,高等研究院下设的数据调研中心、人口流动与劳动力市场研究中心、卫生经济与老龄化研究中心等十多个中心也将不同方面为本项目提供研究支持。

作为课题组的成果体现形式之一,中国宏观经济形势分析与预测报告力求体现三大特点:一是聚集中国宏观经济中面临的重大热点、难点问题;二是基于扎实的数据采集整理的严谨计量经济分析、理论内在逻辑分析及历史视野比较分析,做到分析解决问题所需要的三个维度结合:理论逻辑、实践真知、历史视野;三是给出不同情景下的经济预测与短期政策应对和针对某个方面或领域给出长期治理建议,实现短期对策与中长期治理互动互补有机结合。这些特点使得本报告具有相当的科学性、严谨性、时代性、现实性、前瞻性和思想性:既注重统计、计量的量化分析,同时也注重内在逻辑的学理分析及历史视野的比较分析,这样的宏观报告分

析方法在国内外都具有独特性。目前每年以季度为出版频率，一年四期。

目前，课题组已初步构建上海财经大学高等研究院中国宏观经济预测模型(IAR-CMM Model)。内含多个板块，每个板块都是一个结构性模型，但对接时会把其他板块的结论嵌入到该板块中去，确保其短期政策应对变量和长期治理制度参数在所有板块中具有自洽性和内在一致性，使之达到宏观总体一般均衡和综合治理。本报告采取了国际前沿、国内较为独特的基于准结构模型的情境分析(Alternative Scenario Analyses)和政策模拟(Policy Simulations)方法，在对统计数据和经济信息充分收集和进行科学鉴别校正的基础上，对中国宏观经济最新形势进行严谨的分析，对未来发展趋势进行客观的预测，并提供各种政策情景模拟结果供决策参考。

课题组竭诚欢迎社会各界与我们开展合作交流，共同推动中国宏观经济研究的发展与中国宏观经济的持续繁荣！

摘 要

2018年以来,中国经济运行基本平稳,工业企业利润回升,就业形势稳定,价格基本平稳,虽然受基建投资增速大幅下滑影响,内需中投资增速持续下降,但进出口保持原有较高增速并支持制造业投资,房地产库销比处于历史较低水平也支撑了房地产的开发投资。然而,诸多不确定因素正逐渐显现或加大。正如课题组2017年以来一直强调的,国内家庭与企业债务问题悬而难决,家庭债务累积逼近美国金融危机前峰值,叠加收入分配持续恶化,其对实体经济的拖累日益显现。消费增速持续下滑,致使企业经营活力下降,这一方面使得企业被迫加杠杆,另一方面使得居民可支配收入增速低于家庭债务增速,从而进一步挤占家庭流动性,加之一拥而上政府号召型经济特征等因素叠加,加大了去杠杆的难度。更严重的是,家庭和企业部门间债务的负反馈效应溢出到银行系统,导致银行坏账率上升,银行系统脆弱性加剧。金融去杠杆和强监管已全面推行一年多,但尚处于阵痛期内,部分银行的风险溢出率持续上升,金融系统稳定性仍未见明显改善。同时,金融系统结构性问题依然存在,保就业及所有制歧视等因素使得商业银行对僵尸企业被动输血,加剧了金融资源的错配。房地产方面,棚改货币化安置一方面改善了民生、降低了库存、缓解了地方政府财政压力,但另一方面也推高了房价、加剧了结构性资源错配。从外部环境看,中美贸易摩擦的不断升级增加了进出口的不确定性,与美元指数攀升等因素叠加,共同导致人民币贬值压力上升。

纵观目前我国面临的内外部不确定因素,以及外部局势的不可控性,在政治经济环境变得异常错综复杂、挑战空前的大背景下,课题组认为,

我们需要以更大的决心、更大的智慧、更大的定力进行更深层次的改革开放,并且这样的改革一定是综合性改革,是政府、市场和社会三位一体及其各个层面互动互补的综合改革治理,以有能、有为、有效、有爱的有限政府定位作为改革目标,才有可能实现我国经济的平稳增长与高质量发展。尤其是在当前错综复杂的世界变局中,我们需要从大的格局、长远视角、国际视野来把握机遇,化解挑战,以高水平开放倒逼深层次改革,最大限度地融入和巩固开放自由贸易体系,处理好具有世界意义和影响的中美双边关系,避免出现美国联合西方国家全面遏制中国的局面。

课题组对不同情景下的经济走势与短期政策应对和中长期治理,有如下主要结果和观点。基于 IAR-CMM 宏观经济预测模型的情景分析和政策模拟结果,课题组测算在基准情景下,预测 2018 年全年实际 GDP 增速约为 6.8%,而经校正后的 GDP 增速约为 6.5%。基准情形下,CPI 增长 1.8%,PPI 增长 3.4%,GDP 平减指数增长 2.6%,消费增长 9.3%,投资增长 6.5%,出口增长 12.2%,进口增长 21.2%,年底人民币兑美元汇率可能贬至 6.7CNY/USD。情景分析有以下 8 种:

(1)保守乐观情景——假设投资向好,2018 年我国固定资产投资高于基准 0.4 个百分点,全年实际 GDP 增长 6.8%,校正 GDP 增速为 6.5%;

(2)乐观情景——假设投资向好,2018 年我国固定资产投资高于基准 0.8 个百分点,全年实际 GDP 增长 6.85%,校正 GDP 增速为 6.6%;

(3)保守悲观情景 1——假设全球贸易摩擦升级,使得 2018 年我国出口增长低于基准 2.4 个百分点,全年实际 GDP 增长 6.7%,校正 GDP 增速为 6.5%;

(4)悲观情景 1——假设全球贸易摩擦大幅升级,外需下降较多,使得 2018 年我国出口增长低于基准 4.1 个百分点,全年实际 GDP 增长 6.68%,校正 GDP 增速为 6.4%;

(5)保守悲观情景 2——假设家庭债务攀升,拖累消费下降 0.2 个百分点,导致全年实际 GDP 增长 6.6%,校正 GDP 增速为 6.3%;

(6)悲观情景 2——假设家庭债务大幅攀升,拖累消费下降 0.8 个百分点,导致全年实际 GDP 增长 6.4%,校正 GDP 增速为 6.1%。

(7)保守悲观情景 3——假设全年固定资产投资增长比基准下降 2.7

个百分点,导致全年实际 GDP 增长 6.4%,校正 GDP 增速为 6.1%;

(8)悲观情景 3——假设全年固定资产投资增长比基准下降 4.1 个百分点,导致全年实际 GDP 增长 6.2%,校正 GDP 增速为 5.9%。

课题组就各种假设情景探讨政策力度的选择。根据 IAR-CMM 模型的分析,若要实现 GDP 增速 6.5%,或校正 GDP 增速 6.2%的目标,在不同情景下所需的政策力度分别为:乐观情景、基准情景、悲观情景 1 及保守悲观情景 2 下,无需扩大货币政策宽松力度,也无需扩大积极财政政策力度;悲观情景 2 和保守悲观情景 3 下则需在基准政策之上降准 50 个基点,同时财政赤字需增加 1 333 亿元,超过预算赤字 5.6%,赤字率约 2.74%;悲观情景 3 下则需在基准政策之上降准 2 次,每次 50 个基点,同时财政赤字需增加 4 000 亿元,超过预算赤字 16.8%,赤字率约达 3.04%。

课题组根据宏观结构模型的模拟测算发现,扩张性信贷政策在经济下行时能起到迅速稳定经济的作用,但同时也会提高抵押品价值,使得资金流入房地产市场,造成长期资源错配。在国内外经济环境出现较大不确定性,尤其是中美贸易战升级的当下,为了应对外部风险,在保持合理充裕的流动性、深化金融市场改革的前提下,应该发挥财政政策的作用,深化推动财税体制改革:一是要加大企业税费减免力度,特别是要减轻中小微企业负担,缓解中小企业融资难的现状,优化税收结构,改善营商环境,释放经济活力;二是进一步加快推进个人所得税改革,改善正在恶化的财富分配不均问题,释放消费活力;三是有序推进房地产税制度的实施,解决地方政府土地财政及隐性债务问题,理顺中央与地方财政关系,稳定房地产市场预期,形成房地产市场健康发展的长效机制。

课题组认为,随着我国进入更加看重增长质量的发展阶段,以及世界经济的不确定性增加,过度依赖财政和货币政策都不能解决体制性结构性问题,更需要我们长期以来一直呼吁的短期风险的防控与中长期可持续发展的改革治理相结合。如果我们没有真正意义上的更大力度的改革、更大力度的开放,不埋头苦干、韬光养晦,发展不平衡不充分的问题将会越来越严重。从改革开放的历史来看,改革往往是通过开放倒逼才得以实现的,当前国内经济社会所出现的深层次难点问题和世界政治经济环境所发生的巨大变化,让我们迫切地感觉到了坚持改革开放的必要性

和紧迫感。

结合短中长期的视角来看,课题组对中国如何通过高水平对外开放倒逼深层次制度改革以实现经济平稳增长和高质量发展,有以下主要观点:

第一,站在改革开放 40 年的历史关口上,中国经济所面临的外部环境已经发生了深刻变化,从内部看也面临从高速增长阶段进入高质量发展阶段的战略转向,高质量发展的主要内涵,就是从总量扩张向结构优化转变。这一结构转变不应是靠国家资本主义、靠产业政策来实现,不仅实现不了,而且弄不好会造成外部的反弹,给国际社会否认中国是市场经济国家造成由头而遏制中国,从而需要通过进一步健全完善统一、开放、竞争、有序的市场经济体制来解决问题。也就是说,中国需要以更大的改革决心、力度,真正让市场在资源配置中发挥决定性作用,尤其是要素配置市场化改革是重中之重,同时让政府在维护和服务的基本职能边界之内更好发挥作用,包括作为“裁判员”的规则维护者作用,而不是作为“运动员”高度嵌入到市场经济活动中去。同时,提升国家依法治国能力和政府执行力及建立良好的社会规范和秩序及和谐有效的社会治理体系。国家依法治国能力的提升最终离不开三要素:法治、执行力、民主监督。

第二,中美两国经贸纠纷问题愈发严重,已升级为中美经贸摩擦,不仅会对中国高新技术产业及相关企业带来重大负面影响,而且损害中美彼此国家利益,对我国经济发展十分不利。作为世界第一大发展中国家和第一大发达国家,中国和美国的共同利益应该是远远大于分歧点、冲突点的,如何避免掉入新兴大国与守成大国之间相互冲突的“修昔里德陷阱”,需要中美双方进行双向的战略调适和战术调整,中美关系终究要好起来才行。尤其是中国,仍处于为“两个一百年”目标及十九大报告提出的现代化强国目标而努力奋斗的关键历史时期,需要有一个好的外部环境来继续强大自己,对外开放还要坚定不移地继续实施下去,还需要继续韬光养晦。从而,当前的形势是危中有机,中国只有很好地抓住这次机会,通过经贸摩擦倒逼建立现代市场经济体系,存异求同、取长补短,而不是过度渲染政治经济社会等方面的差异、过度意识形态化、自我膨胀,才有望让外界看到共同点,化干戈为玉帛,进一步发展壮大自己,才能实现十九大报告所提出的使命、愿景、目标及其他任务。

第三，改革往往是要靠倒逼的，中国需要以更大的开放决心、力度，积极主动扩大进口、大幅放宽市场准入、改善投资营商环境、加强知识产权保护等，以更高水平的对外开放倒逼国内制度体系改革，推动中国经济实现高质量发展。一是反思以扭曲国内资源配置为代价的出口退税政策，以降低出口退税率及与民生相关的进口关税为突破口，汇聚国内外资源满足人民美好生活需要，尤其是生、老、病、居、教等民生需要，做到生计有所靠、终老有所养、病疾有所医、住者有所居、求学有所教，这才是广大民众真正所期望的，也是有能、有为、有效和有爱的有限政府的应有之责；二是主动面向国际资本放宽市场准入门槛，倒逼打破国内民营资本的有形无形投资壁垒，促进统一、开放、竞争、有序的市场秩序的形成，减轻外界认为中国是政府主导市场经济活动的印象；三是加强知识产权保护为重点，进一步完善产权制度和营商环境，激发、培育和保护环境与创新与企业家精神，推动中国经济向创新驱动发展的转型。

第四，新时代全面深化改革、扩大开放的关键任务是在更高水平的开放条件下提供制度基础的综合性改革，应该统一到十九大报告所提出的“以完善产权制度和要素市场化配置为重点，实现产权有效激励、要素自由流动、价格反应灵活、竞争公平有序、企业优胜劣汰”和“转变政府职能，深化简政放权，创新监管方式，增强政府公信力和执行力，建设人民满意的服务型政府”上来。这两段话正好对应经济包容性、国家依法治理能力和政府执行力，以及社会包容和谐性的提升，从而新时代全面深化改革有三大重点目标任务：一是松绑放权形成具有包容性的现代化经济体系；二是以有能、有为、有效和有爱为导向提升国家依法治理的能力和执行力；三是建立良好的社会规范和秩序及和谐有效的社会自治理体系。只有这样，才能真正发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好地发挥政府作用，才能形成具有开放性、包容性、竞争性的现代化经济体系，推动中国经济从要素驱动向效率驱动、创新驱动转变，推动质量变革、效率变革、动力变革，提高全要素生产率，实现平稳增长和高质量发展。

关键词：宏观经济预测 政策模拟 情景分析 长期治理

目 录

项目概览/1

摘要/1

概述/1

一、经济走势及主要问题/2

(一)消费下滑,理性观望/2

(二)基建投资大幅下行,地产和制造业有所回升/2

(三)进出口增速平稳,不确定性增加/3

(四)价格总体平稳/3

(五)金融去杠杆和强监管的影响已传导至实体部门/4

(六)外储稳定,人民币先升后贬,人民币汇率或将稳定在一个合理区间/4

(七)家庭债务日趋逼近美国金融危机前峰值,部分区域债务负担严重/5

(八)企业债务和家庭债务交互式负反馈效应增加了去杠杆难度/6

(九)棚改货币化安置力度减弱,影子银行受到强监管,房企债务压力加重/7

(十)金融系统稳定性改善迟滞/7

二、主要指标预测及政策模拟/8

三、优化资源配置,释放经济活力/10

四、构建部门间协同化解系统性金融风险的长效机制/12

五、以更高水平对外开放推动中国经济高质量发展/13

第一章 中国宏观经济发展的即期特征与主要风险/18

一、2018 年以来中国宏观经济发展呈现的主要特征/18

- (一) 工业企业利润增速放缓/18
- (二) 消费下滑, 理性观望/20
- (三) 基建投资大幅下行, 地产和制造业有所回升/27
- (四) 进出口增速平稳, 贸易顺差有所下降/32
- (五) 外储稳定, 人民币先升后贬, 人民币汇率或将稳定在一个合理区间/40
- (六) 金融去杠杆的影响已传至实体部门, 社会融资增速大幅下降/51
- (七) 劳动力市场就业平稳略有改善, 农村外出务工人员数略有回升/56
- (八) 价格总体平稳/64
- (九) 房地产市场有所降温, 但未来上涨压力较大/71

二、中国宏观经济下一步发展面临的内部主要不确定性/74

- (一) 家庭债务日趋逼近美国金融危机前峰值, 部分区域债务负担严重/74
- (二) 企业债务和家庭债务交互式负反馈效应增加了去杠杆难度/89
- (三) 地方政府债务风险犹存/98
- (四) 金融系统稳定性改善迟滞/101
- (五) 棚改货币化及影子银行推高房地产市场需求, 须警惕风险/109

三、中国宏观经济下一步发展面临的外部主要不确定性/118

- (一) 美国经济稳步复苏, 继续推动货币政策正常化/119
- (二) 欧盟与美国贸易摩擦加剧, 内部分歧增大, 全年经济增长或将受挫/122
- (三) 日本经济复苏外部波折不断, 将继续维持货币宽松/123
- (四) 新兴经济体总体增长, 但分化加剧, 且短中期增速波动性增强/123
- (五) 中美贸易摩擦将显著增加进出口的不确定性/124

第二章 基准条件下 2018 年中国主要经济指标增速预测/131

第三章 不同情景下的主要经济指标预测及其政策应对/135

一、不同情景下的经济预测与政策应对/135

(一)假设情景一:中美和全球贸易战升级导致外需大幅下降/135

(二)假设情景二:家庭债务攀升对消费大幅挤出/137

(三)假设情景三:整体固定资产投资大幅下滑/138

(四)假设情景四:固定资产投资增速回升较多/139

二、不同情景分析基础上的政策力度选项/139

三、短期经济政策选项可能对经济造成长期副作用/141

(一)信贷政策/142

(二)货币政策规则/145

第四章 提高资源配置效率,释放内部经济活力/148

一、1981~2014年分部门经济增长核算/148

(一)数据来源和估算方法/148

(二)部门 TFP 估算结果/151

二、部门 TFP 变化对整体经济的影响/156

(一)反事实实验结果/156

(二)要素错配导致服务部门的 TFP 下滑/159

三、商业银行向僵尸企业输血加剧了金融资源错配/161

(一)我国僵尸企业的变动趋势/163

(二)我国僵尸企业所占信贷资源的变动趋势/166

(三)商业银行对僵尸企业输血的机制/168

四、户籍制度与社会生产率/175

五、城市土地政策及影响/177

六、本章小结/178

第五章 以更高水平对外开放推动中国经济高质量发展/179

一、对当前中国所面临的国际形势深刻变化应有正确认知/180

二、以更高水平对外开放助推经济高质量发展的三点建议/182

结束语/186

附录/188

上海财经大学高等研究院简介/188

课题组成员介绍/190

概 述

上海财经大学高等研究院“中国宏观经济形势分析与预测”项目课题组基于上海财经大学高等研究院中国量化准结构宏观预测模型(IAR-CMM)所建立起来的情景分析和政策模拟,分别从基准情景(假设外部经济整体向好,美联储 2018 年加息四次,国内基建投资下半年企稳,三季度降准一次)、乐观情景(假设外需向好,国内固定资产投资增速回升,全年增速高于基准 0.8 个百分点,保守乐观为高于基准 0.4 个百分点)、悲观情景 1(假设全球贸易摩擦升级,使得 2018 年我国出口增长低于基准 4.1 个百分点,保守为低于基准 2.4 个百分点)、悲观情景 2(假设家庭债务大幅攀升,拖累消费下降 0.8 个百分点,保守为下降 0.2 个百分点)、悲观情景 3(假设全年固定资产投资增长比基准下降 4.1 个百分点,保守为下降 2.7 个百分点)进行数值模拟,所得的预测结果显示 2018 年中国宏观经济整体平稳,但内部和外部均存在较大不确定性。

课题组就不同假设情景探讨了实现 6.5%经济增长目标的政策组合选择。当然,随着我国进入更加看重增长质量的发展阶段,以及世界经济的不确定性增加,过度依赖财政和货币政策都不能解决体制性结构性问题,更需要我们长期以来一直呼吁的短期风险的防控和中长期可持续发展的改革治理相结合。如果我们没有真正意义上的更大力度的改革、更大力度的开放,不埋头苦干、韬光养晦,问题将会越来越严重。从改革开

放的历史来看,改革往往是通过开放倒逼才得以实现的,当前国内经济社会所出现的深层次难点问题和世界政治经济环境所发生的巨大变化,让我们迫切地感觉到了改革开放的必要性和紧迫感。结合短中长期的视角来看,课题组认为通过高水平对外开放,如积极主动扩大进口、大幅放宽市场准入、改善投资营商环境、加强知识产权保护等,倒逼深层次制度改革,有助于实现中国经济的平稳增长和高质量发展。

一、经济走势及主要问题

(一)消费下滑,理性观望

2018年4~5月份,社会消费品零售总额名义同比增速较3月份分别下滑0.7和1.6个百分点。导致4、5月同比消费增速下滑的主要原因是端午节假日的推迟和消费者对7月进口汽车关税下调的观望。剔除这两个因素的影响,5月同比增速仍然可观。预计加入端午节的拉动,6月社会消费品零售总额名义同比增速可回升至10.5%,带动第二季度同比增速达到9.5%。汽车进口关税下调将对第三季度名义同比增速贡献0.2个百分点;然而家庭债务持续增长与收入分配的持续恶化将分别拖累名义同比增速0.11与0.37个百分点。课题组预测,2018年第三季度社会消费品零售总额名义同比增速回落至9.4%。

(二)基建投资大幅下行,地产和制造业有所回升

2018年,全社会固定资产投资累计增速在一季度有所回升后,二季度下滑较多。前五个月累计同比增长6.1%,比2017年全年下降1.1个百分点。民间固定资产投资增速高于全社会增速,前五个月累计同比增长8.1%,比2017年全年增加2.1个百分点。由于地方财政资金紧张,以及PPP清库的影响,2018年1~5月,基建投资累计同比增长5%,比2017年全年下降8.9个百分点。而出口增速较高,工业企业利润维持两位数增速带动了制造业投资增长,房地产库存较低也使得房地产业投资增速较快。课题组预计,全年固定资产投资增速为6.5%,比2017年低0.7个百分点。