



中国宏观经济形势分析与预测年度报告
(2017—2018)

风险评估、政策模拟及其治理

——不平衡、不充分发展下的中国经济

“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

中国宏观经济形势分析与预测年度报告
(2017—2018)

风险评估、政策模拟及其治理

——不平衡、不充分发展下的中国经济

“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

中国宏观经济形势分析与预测年度报告(2017—2018):风险评估、政策模拟及其治理:不平衡、不充分发展下的中国经济/“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. 3

ISBN 978-7-5642-2952-8/F · 2952

I. ①中… 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-2017—2018②中国经济-宏观经济形势-经济预测-研究报告-2017—2018 IV. ①F12

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 027126 号

□ 责任编辑 石兴凤

□ 封面设计 张克瑶

ZHONGGUO HONGGUAN JINGJI XINGSHI FENXI YU YUCE NIANDU BAOGAO(2017—2018)
中国宏观经济形势分析与预测年度报告(2017—2018)

风险评估、政策模拟及其治理

——不平衡、不充分发展下的中国经济

“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
上海宝山译文印刷厂印刷装订
2018 年 3 月第 1 版 2018 年 3 月第 1 次印刷

710mm×1000mm 1/16 12.75 印张(插页:1) 196 千字
定价:42.00 元



厚德博學
經濟匡時

谨以此书献给中国改革开放 40 周年



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
巫厚玮 吴化斌
杨轶波 张同斌
赵 琳 朱 梅

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,以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,以及十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,这十多个中心也将从不同方面为本项目研究提供支持。

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:第一,依托所构建的充分考虑中国国情、中国元素、中国特色的大型准结构宏观模型。中国是一个转型加转轨国家,盲目照搬西方成熟市场国家的宏观经济模型会水土不服,甚至会带来严重的负面后果,课题组对其进行了本土化处理和重构(对 300 多个方程进行大量的调整)。第二,不仅仅只是点预测,更多的是作情景分析和反事实分析。对多种可能出现的风险和政府不同增长目标给出有应对力度和备选方案的科学分析,为政府决策提供科学依据。第三,短期风险稳定应对和中长期可持续发展改革治理相结合。既考虑到短期风险、趋势性和周期

性因素的交互叠加和相互作用,也关注中长期制度性、结构性改革及其向纵深推进的方式。这些特点使得《中国宏观经济形势分析与预测报告》具有相当的科学性:既注重对统计、计量的量化分析,同时也注重对内在逻辑的学理分析及对历史视野的比较分析。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)。本书根据2017年12月23日发布的《2017—2018中国宏观经济形势分析与预测年度报告》编辑而成,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(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

2017年以来,中国经济在一些总量指标上呈现向好的态势:工业企业利润回升、进出口增速双双回暖并支持制造业投资、就业形势明显好转、价格基本平稳、人民币汇率和外汇储备双稳定,完成全年经济增长目标无碍。然而,固定资产投资和消费增速依然下滑。更为重要的是,经济发展不平衡、不充分的问题依然严峻。在实体经济领域,一方面,收入差距的扩大不仅挤压了家庭消费,也影响到消费升级并拖累经济增长,特别是第二产业的增长;另一方面,国有资本占主导地位的第三产业中投资的不平衡也导致了新兴消费的不充分。同时,金融系统结构性问题依然存在,金融资源分配不均衡使国有“僵尸”企业受益更多,直接融资市场发展不充分导致企业融资难、融资贵。我国银行体系整体抗系统性风险的能力在减弱,部分银行的风险溢出率在上升。在债务方面,虽然地方政府债务率和企业债务率得到一定的控制,但是家庭债务率仍在继续攀升,且家庭可支配收入的可持续增长并未得到有效改善。进入2018年,在持续关注我国债务问题、防范系统性金融风险的前提之下,应继续通过有序改革和治理来纠正经济发展中的资源错配问题,引领中国经济逐步走向全面、平衡、充分发展的道路。

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,课题组预测在基准情景下2018年全年实际GDP增速约为6.7%,而经校正后的GDP增速约为6.41%。同时,中国CPI增长2.1%,PPI增长3.3%,GDP平减指数增长2.4%,消费增长10.4%,投

资增长 7.1%，出口增长 8.8%，进口增长 10.7%，年内人民币兑美元汇率将会以 6.7 为中值双向波动。情景分析有以下六种：

(1)乐观情景——假设外需向好，2018 年我国出口高于基准 2.7 个百分点，带动 2018 年制造业投资高于基准 0.6 个百分点，导致总投资高于基准 0.2 个百分点：全年实际 GDP 增长 6.85%，校正 GDP 增速为 6.56%；

(2)保守乐观情景——假设外需向好，2018 年我国出口高于基准 0.8 个百分点，带动 2018 年制造业投资高于基准 0.2 个百分点，导致总投资高于基准 0.1 个百分点：全年实际 GDP 增长 6.75%，校正 GDP 增速为 6.45%；

(3)悲观情景 1——假设美国税改法案使得 2018 年我国投资增长低于基准 1.6 个百分点：导致全年实际 GDP 增长 5.85%，校正 GDP 增速为 5.52%；

(4)保守悲观情景 1——假设美国税改法案使得 2018 年我国投资增长低于基准 0.8 个百分点：导致全年实际 GDP 增长 6.25%，校正 GDP 增速为 5.94%；

(5)悲观情景 2——假设家庭债务增速仍然像 2015 年以后的水平，即平均每年上升近 4.3 个百分点：导致全年实际 GDP 增长 5.15%，校正 GDP 增速为 4.78%；

(6)保守悲观情景 2——假设家庭债务的增速恢复到 2010—2015 年间的水平，即平均每年上升 2.5 个百分点：导致全年实际 GDP 增长 5.75%，校正 GDP 增速为 5.42%。

课题组就两种保守悲观情景探讨政策力度加大的选择。根据 IAR-CMM 模型的分析，若要实现 GDP 增速 6.5%，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：基准以及乐观情景下，无需加大货币政策宽松力度，也无需加大积极的财政政策力度；保守悲观情景 1 则需在基准政策之上降准 25 个基点，同时财政赤字需增加 1 333 亿元，超过预算约 5.13%；保守悲观情景 2 则需在基准政策之上降准 50 个基点，同时财政赤字需增加 4 000 亿元，超过预算约 15.38%。

课题组根据对宏观结构模型的模拟测算发现，财政扩张政策存在半年到一年半不等的滞后期，短期内会通过利率渠道对实体经济中的投资

产生挤出效应,弱化经济结构改革的实际效果。相对支出政策,税收政策的效果更加显著,滞后期也更短。在国内外经济环境出现较大变化,尤其是美国税改法案已然开始生效的当下,税收制度改革有其必要性和紧迫性:一是要深入推进个人所得税改革,并有序推进房地产税制度,解决地方政府土地财政问题,提供更多的公共服务,改善正在恶化的财富分配不均问题,释放消费活力;二是要加大企业税费减免力度,应对外部压力,增加国际竞争力,特别要减轻中小微企业的负担,优化税收结构,对冲人口、土地成本刚性上涨对企业的负面冲击,激发企业的创新能力和竞争能力,切实解决民营企业发展的难题。与此同时,课题组认为,随着我国进入更加看重增长质量的发展阶段,在走向平衡、充分发展的新形势下,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。

结合短、中、长期的视角来看,课题组对中国如何通过深层次制度改革有利于促进经济平衡、充分发展,有以下主要观点:

(1)之所以需要全面深化改革,是由于新时代中国社会的主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡、不充分的发展之间的矛盾,现实中诸多表象问题都与这个矛盾息息相关。首先,经济层面的不平衡、不充分表现为低质量的发展,且不具有可持续性,导致近些年来经济增速持续下滑。其次,社会层面的不平衡、不充分表现为民生资源分配不均衡、社会失衡失序。再次,政府层面的不平衡、不充分表现为过位和缺位现象并存。根本的出路在于按照十九大的精神,贯彻五大新发展理念,建立现代经济体系,以此推动质量变革、效率变革、动力变革,提高全要素生产率。细节决定成败,改革方式也极端重要,需要以改革、发展、稳定、创新和治理五位一体的综合改革方式进行治理,既要有短、中期应对的政策及过渡性的制度安排,也要有长期治理的深化改革,最终建立有能、有为、有效、有爱的有限政府和实现国家治理现代化。

(2)新时代全面深化改革的关键任务是提供制度基础的综合性改革,应统一到十九大报告提出的“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

的包容性、国家依法治国能力和政府执行力及社会的包容性、和谐性提升的必要性和紧迫性。因此,深层次制度改革有三大重点目标任务:一是形成具有包容性的现代化经济体系;二是提升国家依法治国能力和政府执行力;三是建立良好的社会规范和秩序及和谐、有效的社会治理体系。

(3)政府的合理定位对于下一步中国的改革和发展至关重要,应致力于构建有能、有为、有效、有爱的有限政府。有能主要是讲政府执行力的问题,有为就是政府在应该作为的地方不缺位,有效是政府行政的效能和效率的问题,这三个主要是处理好政府与市场的关系问题,以促进有效市场形成为导向,有爱则是讲处理好政府与社会的关系问题。至于有限政府,就是:凡是现有市场能做好的,让市场去做;市场不能做好的,政府才需要去发挥作用。当然,在转型过程中,政府比“守夜人”政府要发挥更大、更好、更有执行力的作用,比如政府启动和主导改革,建立和完善有利于经济发展、创业创新的现代市场制度,提供提升市场功能的软性产业政策以及提供对新兴行业和基础行业等政策(包括具有适度选择性的硬性产业政策)方面的支持等。

(4)十九大报告强调的是根本性改革、制度建设,新发展理念和思想,产权制度改革,要素市场流动。其更加强调的是真正让市场在资源配置中起决定性作用,更好而不是更多发挥政府作用,以市场化、法治化的结构性改革来同步解决做什么、谁去做、怎么做的问题,坚定不移地继续推行松绑放权与市场化制度和有限政府职能的改革才是关键。同时,改革还需要社会自治理的加强。深化改革必须是综合性的、全面性的,因此需从经济、社会和政府三方面综合治理。这是由于提升经济包容性是中国经济发展驱动转型的需要、增强社会自治理是中国社会和谐有效治理的需要、提升政府执行力是中国国家治理现代化的需要。

关键词:宏观经济预测 政策模拟 情景分析 长期治理

目 录

概述/1

一、经济走势及主要问题/2

(一)消费增速继续下行/2

(二)制造业利润对投资传导不畅,房地产业投资略有下行/2

(三)进出口增速双双回暖,贸易差额有所下降/3

(四)人民币汇率与外汇储备实现了双稳定/3

(五)CPI基本平稳,PPI大幅上升/3

(六)M2增速和社会融资增速相背离,金融去杠杆的影响开始显现/4

(七)地方政府债务置换压力下降,风险犹存/4

(八)家庭债务累积速度放缓,区域、结构分化明显/5

(九)收入差距持续扩大,对宏观经济的影响显现/6

(十)四大行对银行系统的稳定作用持续减弱/6

二、主要指标预测及政策模拟/7

三、扭转经济增速下滑态势关键在改革/10

四、深层次制度改革可从三个方面着手/12

(一)提升经济包容性/13

(二)增强社会自治理/14

(三)提升政府执行力/14

第一章 中国宏观经济发展的即期特征与主要风险/17

一、2017年以来中国宏观经济发展呈现的主要特征/17

(一)工业企业利润回升/17

(二)消费增速继续下行/20

(三)制造业利润对投资传导不畅,房地产业投资略有下行/24

- (四)进出口增速双双回暖,贸易差额有所下降/33
- (五)人民币汇率和外汇储备实现了双稳定/42
- (六)M2增速和社会融资增速相背离,金融去杠杆影响开始显现/50
- (七)劳动力市场供求情况出现明显好转,整体状况得到改善/56
- (八)CPI基本平稳,PPI大幅上升/64

二、中国宏观经济下一步发展面临的内部主要不确定性/70

- (一)地方政府债务置换压力下降,风险犹存/70
- (二)家庭债务累积速度放缓,区域分化明显/73
- (三)收入差距对宏观经济的影响/79
- (四)国有四大行对银行系统的稳定作用进一步减弱/95
- (五)房地产市场长效调控机制的影响分析/104

三、中国宏观经济下一步发展面临的外部主要不确定性/110

- (一)美国经济复苏强劲,减税方案落地,预计货币政策将加快收紧步伐/110
- (二)欧盟经济整体持续改善,或将退出量化宽松政策/111
- (三)日本经济逐步复苏但基础不稳/114
- (四)新兴经济体整体增长但仍存在分化现象/115
- (五)朝核问题升级,半岛局势仍不明朗/115
- (六)“一带一路”投资总体局面良好,稳定石油进口量目标暗藏挑战/116

第二章 基准条件下2018年中国主要经济指标增速预测/119

第三章 不同情景下的主要经济指标预测及其政策应对/123

一、不同情景下的经济预测与政策应对/123

- (一)外需向好对经济增速的影响/124
- (二)美国税改法案对经济增速的影响/125
- (三)家庭债务对经济增速的影响/128

二、不同情景分析基础上的政策力度选项/133

- (一)货币政策力度需求/135
- (二)财政政策力度需求/135

(三)短期经济政策选项可能对经济长期造成副作用/137

第四章 深化制度改革,提升资源配置效率/140

一、服务业中的资本错配/141

(一)非农部门中工业和服务业 TFP 差距扩大/141

(二)服务业的投资回报率持续低于工业/144

(三)服务业投资集中于低回报部门/144

(四)政府主导下的服务业投资失衡/147

(五)服务业投资失衡与居民服务消费不足/150

二、金融资源错配源于金融市场发展不平衡/152

(一)金融资源分配不均衡使国有“僵尸”企业受益更多/155

(二)直接融资市场发展不充分导致企业融资难,融资贵/162

三、户籍制度改革与社会生产率/170

四、本章小结/171

第五章 中国经济平衡充分发展需深层次制度改革/173

一、不平衡、不充分发展的多重具体表现/174

二、提供以制度为基础的深层次改革才是关键/178

三、从三方面综合治理推动平衡充分发展/181

附录:上海财经大学高等研究院简介/184

课题组成员介绍/186

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(假设美联储2018年升息三次)、乐观情景(假设外需向好,2018年我国出口高于基准2.7个百分点,带动2018年制造业投资高于基准0.6个百分点,导致总投资高于基准0.2个百分点;保守则是假设出口高于基准0.8个百分点,带动2018年制造业投资高于基准0.2个百分点,导致总投资高于基准0.1个百分点)、悲观情景1(假设美国税改法案导致2018年我国投资较基准下降1.6个百分点;保守则是假设投资较基准下降0.8个百分点)、悲观情景2(假设家庭债务增速仍然像2015年以后的水平,即平均每年上升近4.3个百分点;保守则是假设家庭债务增速平均每年上升近2.5个百分点)进行数值模拟,所得的预测结果显示,2018年中国宏观经济仍然有一定的下行压力,向好基础并不稳固。

课题组对中国经济的改革红利和中长期增长潜力仍抱有很强的信心,如果改革目标的执行力度到位,中国经济潜在增长率仍将维持在高位而不会明显下跌。课题组在本报告中揭示了短期内中国所面临的各种内、外部潜在经济风险,并给出了在不同情景下有助于实现2018年全年GDP以6.5%为底线的增长目标(校正GDP增长目标为6.2%)所需要

的财政政策与货币政策的组合及其说明。当然,财政政策和货币政策的效应都是短期的,中国需要以市场化、法治化的中长期结构性改革来同步解决做什么、谁去做、怎么做的问题,坚定不移地继续推行市场化制度改革,充分发挥其对缩小实际增长率与潜在增长率的落差及提升潜在增长率的作用,正确处理好政府与市场、政府与社会之间的关系,以建立有能、有为、有效、有爱的有限政府和实现国家治理现代化为目标,从根源上解决政府在经济活动中大量越位、错位及在维护市场公平和提供公共服务方面过于缺位的问题,实现社会经济的平衡、充分发展。

一、经济走势及主要问题

(一)消费增速继续下行

2017年前11个月,社会消费品零售总额累计同比增速为10.4%,低于2016年同期0.1个百分点。各月实际同比增速均低于上年同期。研究表明,新兴产业如化妆品类增速显著,而传统产业如石油及制品、建筑装潢类有不同程度的下降。虽然新兴产业的某些行业出现结构性的改善,但整体消费升级的态势依然缓慢。进一步从国际环境来看,迅速发展海外购物与海外旅游对国内的消费市场产生很大影响,导致社会消费品零售总额增速进一步放缓。总体来看,消费的结构升级还任重道远。

(二)制造业利润对投资传导不畅,房地产业投资略有下行

2017年固定资产投资名义增速仍然下滑。由于房地产持续去库存,目前全国库销比已经处于较低位置,使得2017年全年房地产开发投资增速高于2016年,但整个房地产业投资增速仍略有下降。在PPI大幅上行的情形下,制造业利润大幅上涨,但对投资传导不畅,制造业投资增速比2016年略有下滑。基建投资仍然维持了近15%的高增长,比上年略有下降。预计2018年制造业投资好于2017年,房地产投资与2017年持平,基建投资可能略有下降。整体名义投资增速预计与2017年持平,实际增速可能好于2017年。课题组预测,2018年全年固定资产投资增速为7.1%。

(三)进出口增速双双回暖,贸易差额有所下降

2017年1—11月,全国进出口增速持续复苏,出口和进口增速均出现较大幅度的增长,其中,进口增速快于出口增速,贸易顺差有所下降。除了2016年同期较高的基数效应外,出口增速的提高主要源于外部经济的持续复苏,进口增速的大幅提升源于进口价格的持续回升和国内需求的改善。服务贸易进出口额较为平稳,服务贸易逆差较2016年同期略有扩大。国家外汇管理局的统计数据显示,2017年1—10月,服务贸易总体走势平稳,服务贸易进口增速仍然快于服务贸易出口增速,服务贸易逆差继续扩大至2165.9亿美元,较2016年同期增加212.3亿美元。在其他因素保持不变的情况下,美国的税改法案将对美国经济形成长期利好,并拉升中国对美国出口的需求。综合来看,2018年中国对美国出口将继续保持良好的增长率,从美国进口的价格将略有上升,但在中国内需保持良好的情况下,中国从美国进口的增速将依然强劲。

(四)人民币汇率与外汇储备实现了双稳定

人民币中间价在9月份创下近十个月新高,外汇储备也再次站稳3万亿美元。央行在2017年5月宣布引入“逆周期调节因子”,以适度对冲市场情绪的顺周期波动,缓解外汇市场可能存在的羊群效应。央行也在9月8日宣布调整外汇风险准备金政策,将远期售汇的风险准备金从20%调整为0。而政策出台的时间点更透露出央行希望人民币/美元汇率不要有单边升值的趋势,倾向于双边波动。货币管理当局对于人民币汇率预期的管理能力和市场沟通水平都有明显提升,工具箱里有足够的工具和充足的外汇储备为人民币汇率提供实质性支撑。从人民币汇率的短期波动看,美元走势以及中美两国货币政策导致的利差幅度等因素对人民币汇率走势产生直接影响。综观各方面,市场对于贬值的恐慌情绪已较汇改初期大幅改善,加上目前的有效资本管制,近期资本外流的风险较2016年有所减缓。综合来看,2018年人民币汇率与外汇储备将大概率与2017年持平。

(五)CPI基本平稳,PPI大幅上升

2017年前11个月,CPI、扣除食品和能源后的核心CPI以及PPI累