



国家智库报告 财经

National Think Tank

NAES宏观经济 形势分析 (2017年第4季度)

中国社会科学院财经战略研究院 著

NAES MACROECONOMIC SITUATION ANALYSIS
(FOURTH QUARTER 2017)

中国社会科学出版社

智庫 中社

国家智库报告 财经

National Think Tank

NAES宏观经济 形势分析 (2017年第4季度)

中国社会科学院财经战略研究院 著

NAES MACROECONOMIC SITUATION ANALYSIS
(FOURTH QUARTER 2017)

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

NAES 宏观经济形势分析. 2017 年. 第 4 季度/中国社会科学院财经战略研究院著. —北京: 中国社会科学出版社, 2018. 1

(国家智库报告)

ISBN 978 - 7 - 5203 - 2042 - 9

I. ①N… II. ①中… III. ①中国经济—宏观经济分析
IV. ①F123. 16

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 024321 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 王 曦
责任校对 王纪慧
责任印制 李寡寡

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮 编 100720
网 址 [http: //www. csspw. cn](http://www.csspw.cn)
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印刷装订 北京君升印刷有限公司
版 次 2018 年 1 月第 1 版
印 次 2018 年 1 月第 1 次印刷

开 本 787 × 1092 1/16
印 张 11. 25
插 页 2
字 数 115 千字
定 价 48. 00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社营销中心联系调换
电话: 010 - 84083683

版权所有 侵权必究

编委会主任 何德旭 杜志雄

编委会副主任 夏杰长 汪红驹

编委会委员 (按姓氏笔画排名)

王朝阳 冯 静 刘 奕 李勇坚 杨志勇

汪德华 张 斌 张群群 张德勇 依绍华

赵 瑾 夏先良 倪鹏飞 戴学峰

本书作者 (按姓氏笔画排名)

冯 明 吕风勇 刘 诚 汪 川 汪红驹

张彬斌

目 录

1 推进新时代供给侧结构性改革	1
1.1 国际经济复苏加快，全球经济同步性增强	3
1.2 经济周期同步导致货币政策趋同	7
1.3 全球货币政策同步收紧的影响有限	15
1.4 供给侧结构性改革推动 2017 年经济稳中向好，增长韧性加强	18
1.5 经济增长 L 形态势背后诸多短周期因素产生经济下行压力	25
1.6 2018 年经济增长需要重点关注的问题	31
1.7 2018 年经济形势预测	40
1.8 2018 年宏观调控思路和对策建议	44

2 广义货币供应量与社会融资规模存量

增速缺口分析 51

2.1 广义货币供应量与社会融资规模

存量增速缺口拉大 51

2.2 广义货币供应量增速下降的

结构性分析 55

2.3 社会融资规模变动的结构性分析 60

2.3 对 M2 统计指标的反思 62

2.5 影响及展望 65

3 加快实体经济发展与产业结构转型升级 70

3.1 引言 70

3.2 现状：总量改善，结构问题突出 73

3.3 传统产业升级：去产能更加市场化 83

3.4 新经济培育与壮大 89

3.5 政策建议 104

4 房地产泡沫的形成、测度与风险 108

4.1 研究背景和文献回顾 108

4.2 房地产泡沫的测度 111

4.3 房地产泡沫的形成机制 125

4.4 房地产泡沫破灭的条件 129

4.5	房地产泡沫与金融风险	132
4.6	房地产泡沫破灭的可能性及影响	138
4.7	促进房地产平稳发展的政策选择	145
5	2017 年劳动力需求和供给特征分析	152
5.1	劳动力需求	153
5.2	劳动力供给及匹配	168
5.3	劳动力市场面临的挑战及对策展望	172

1 推进新时代供给侧 结构性改革

2017 年世界经济出现了超预期复苏，美欧日经济增长加快，劳动就业状况持续改善，物价温和增长。美国经济的基本面决定了美联储将适时推进缩表和加息，逐步实现货币政策正常化。

2017 年第三季度我国经济处于短周期的上升期，经济继续保持稳中向好态势。工业生产基本平稳，新动能继续积聚；固定资产投资、基建投资、房地产投资、民间投资增速比第二季度略有回落；中上游行业继续去产能，部分行业在前期去库存之后补库存；企业利润仍保持较高增速，财政收入状况好转，进出口继续保持增长，贸易顺差环比扩大，国际收支改善，人民币对美元汇率保持弹性。虽然 2017 年第四季度经济增长速度有

放缓迹象，但随着中国经济从高速增长阶段转向高质量发展阶段，我国经济的韧性已经趋稳，供给侧结构性改革的不断深入，势必将进一步强化中国经济的韧性。短期经济波动无法改变经济韧性加强的显著特征。

本轮经济周期的主要推动力来源于供给侧结构性改革、房地产复苏以及国际经济复苏三个方面。供给侧结构性改革继续深化，“三去一降一补”成效显著；房地产去库存政策带动房地产市场销售和房地产开发投资回升；国际经济复苏带动了我国出口增长，出口对 GDP 的贡献上升。

2018 年总体补库存力度减弱，货币供应速度减缓，环保督察力度加大，我国房地产复苏周期可能出现拐点，房地产投资和基建投资面临下行压力；但国际经济可能继续保持复苏，出口仍保持增长态势，民间投资有望继续平稳增长。总体上，工业生产继续温和增长，投资增速略微下降，消费平稳增长。PPI 同比增速略有回落，CPI 同比增速略有上升。

2018 年是党的十九大胜利召开后新时代的开端，应抓住时机，继续坚持稳中求进的总基调，突出稳中有为。继续实施积极有效的财政政策和稳健灵活的货币政

策,创新宏观调控方式方法,着重保持宏观政策的连续性,在保证国内需求基本平稳的前提下,推进新时代供给侧结构性改革,增强经济发展的可持续性,化解经济中潜藏的风险,使经济运行保持在合理区间,延续经济稳中向好的局面。

1.1 国际经济复苏加快,全球经济同步性增强

1.1.1 全球经济整体性复苏

根据国际货币基金组织(IMF)2017年10月发布的《世界经济展望》报告,2017年全球经济增速的预测值为3.6%,较2016年3.2%的增速高出0.4个百分点,同时较IMF前一次预测也提高了1个百分点。值得注意的是,这是IMF连续两次上调全球经济增长预期。

分国别来看,IMF在此次预测中再次上调了2017年美国、欧元区和英国的经济增速,调整幅度分别为0.1%、0.2%和0.2%,预期三个经济体的增长分别为2.2%、2.1%和1.8%;但对日本和新兴市场国家则维持原来的判断,预计2017年的经济增速分别为1.5%

和 4.6%。

2018 年, IMF 预计全球经济增速将提高至 3.7%, 其中发达国家的经济增速将达到 2.0%, 而新兴市场国家将达到 4.9%。就国别而言, IMF 预计美国、欧元区、日本和英国四个经济体 2018 年经济增长将分别达到 2.3%、1.9%、0.7% 和 1.1%; IMF 对 2018 年的新兴市场国家经济增长整体颇为乐观, 预计其经济增速将达到 4.9%。如表 1-1 所示。

表 1-1

全球经济增速预测

单位: %

年份	2016	2017	2018
全球	3.2	3.6 (0.1)	3.7 (0.1)
发达国家	1.7	2.2 (0.2)	2.0 (0.1)
美国	1.5	2.2 (0.1)	2.3 (0.2)
欧元区	1.8	2.1 (0.2)	1.9 (0.2)
日本	1.0	1.5 (0)	0.7 (0.7)
英国	2.2	1.8 (0.2)	1.1 (0.1)
新兴市场国家	4.3	4.6 (0)	4.9 (0.1)
印度	7.1	6.7 (-0.5)	7.4 (-0.3)
俄罗斯	-0.2	-1.8 (0.4)	1.6 (0.2)
巴西	-3.6	0.7 (0.4)	1.5 (0.2)
南非	0.3	0.7 (-0.3)	1.1 (-0.1)

注: 括号内表示对预测的修正。

资料来源: IMF《世界经济展望》(2017 年 10 月)。

总体而言,根据 IMF 的判断,全球经济未来的增长前景较为乐观,预计 2018 年之后全球经济将出现金融危机之后的整体性复苏,美国、欧元区和“金砖国家”的经济增速均将有不同程度的上涨。

1.1.2 复苏路径:发达国家拉动

与金融危机之后发达国家经济表现明显弱于发展中国家不同,此次全球经济整体复苏的特点是:发达国家经济复苏拉动资源品价格上升,进而带动新兴市场国家经济复苏。

观察图 1-1 中的 OECD 发达国家增长先行指标可以发现,2013 年以来发达国家经济开始呈现复苏趋势,虽然美国和欧元区、日本在复苏节奏上有所差异,但在 2016 年下半年,发达国家的增长先行指标开始呈现集体回升趋势。新兴市场国家中,巴西和俄罗斯的增长先行指标呈现上升趋势,印证资源品价格的上升对新兴市场国家增长的拉动作用。根据全球经济复苏的传导路径,预计新兴市场国家经济在 2018 年之后仍会有所回升。

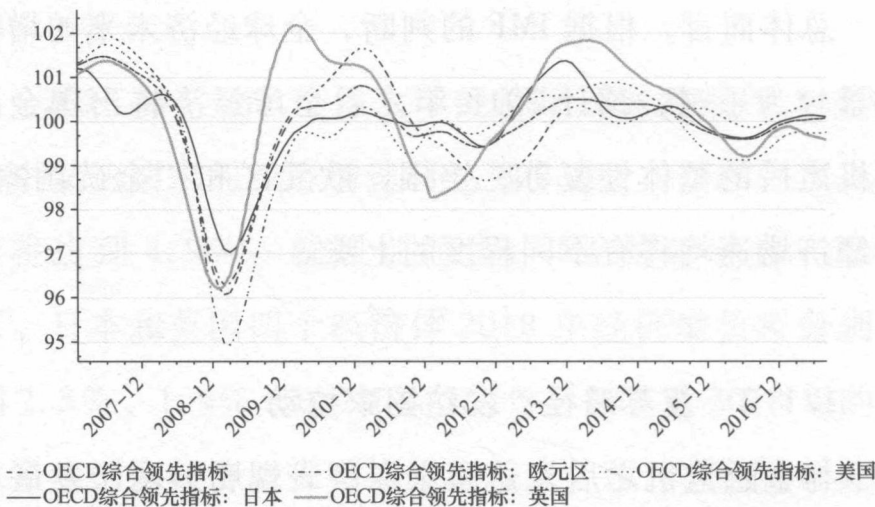


图 1-1 发达国家经济增长先行指标回升

资料来源：Wind 资讯。

在发达国家中，美国经济在金融危机之后首先呈现复苏，并于 2012 年之后表现日趋强劲。与其相比，欧元区国家和日本受到债务危机和通货紧缩的深刻影响，在经济表现上明显滞后于美国。但 2017 年以来，欧元区和日本的经济复苏趋势也日渐明显。以欧元区为例，2017 年第二季度，欧元区经济持续回升，按可比价格计算，实际 GDP 同比分别增长 2.2% 和 2.3%，其中资本形成的增长成为拉动此轮经济增长的最重要因素。图 1-2 显示，早在 2013 年第三季度，资本形成对 GDP 的

拉动率就首次转正为 0.18%，随后总体保持向上的态势。2016 年第四季度，资本形成拉动率从第三季度的 0.4% 大幅跳升至 1.11%，随后继续提升至 2017 年第一季度的 1.63%。

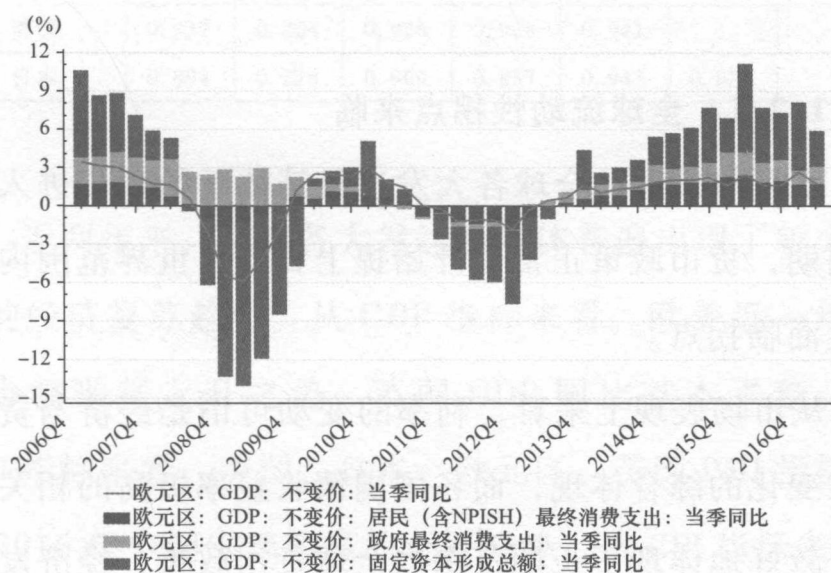


图 1-2 欧元区国家经济增长状况

资料来源：Wind 资讯。

1.2 经济周期同步导致货币政策趋同

货币政策方面，2012—2016 年，受美国和欧元区、日本等经济体经济增长表现的影响，发达国家

的货币政策也表现出明显的分化：一方面，美国进入加息周期，美联储缩表已经提上日程；另一方面，欧元区和日本等经济体仍维持量化宽松的货币政策。但2017年以来，随着欧元区和日本经济持续好转，全球经济周期的同步导致了货币政策趋同。

1.2.1 全球流动性拐点来临

就目前来看，全球各大发达经济体开始逐步进入复苏周期，货币政策正常化开始提上日程，世界范围内流动性面临拐点。

从市场表现上来看，利率的变动可谓是经济与货币政策变化的综合体现，而各国国债收益率极高的相关性水平较好地体现了长期范围内全球货币政策、经济发展潜在的联动性特征。在表1-2中，我们利用历史数据来计算各大经济体的相关系数，结果显示，除中国以外，美国、欧元区、英国、日本、德国、法国的十年期国债收益率两两之间均显著地高度相关（相关系数均超过0.8）。

表 1-2 各经济体十年期国债相关系数

国家和地区	美国	中国	欧元区	德国	法国	英国	日本
美国	1						
中国	0.107	1					
欧元区	0.8	0.311	1				
德国	0.908	0.141	0.992	1			
法国	0.953	0.16	0.995	0.99	1		
英国	0.932	0.224	0.926	0.968	0.941	1	
日本	0.894	0.228	0.969	0.887	0.943	0.881	1

近两年来，全球各大发达经济体普遍出现了较为明显的经济复苏趋势。从 GDP 指标来看，欧美近一年均呈小幅平稳上升之势，英国 GDP 同比基本平稳；从 PMI 指标来看，美国、日本、欧元区、英国 PMI 指标均在 2016 年中期出现明显的上升趋势；从 CPI 指标来看，各主要经济体均在近两年呈现出显著的攀升趋势，欧洲主要国家、美国、加拿大、澳大利亚等 CPI 指数均已到达 2% 的通胀目标附近；从失业率指标来看，各大经济体的趋势性向好走势极为明显，其中美国和欧元区的改善速度最快。可以说，全球经济整体性复苏导致了货币政策趋同。

值得一提的是，2012—2016 年分化的货币政策环

境是欧元区和日本等经济体经济复苏的原因，量化宽松造成的融资成本差异刺激了欧洲和日本的投资活动，最终导致全球经济和货币政策趋同。

1.2.2 各国央行的政策转变

美国是最早摆脱金融危机影响、退出量化宽松和进行货币政策正常化的国家。早在2011年4月，美联储就已进行了关于如何退出量化宽松货币政策的研究和测试，并于2013年12月明确公布退出量化宽松货币政策的标准。美联储退出量化宽松货币政策主要采取了停止资产扩张、提高利率和收缩资产三个步骤：2014年10月，美联储正式停止资产购买计划，第一步完成；从2015年12月开始，美联储进行了四次加息操作；在2017年9月议息会议中，美联储宣布从当年10月开始正式启动缩表计划，并预计2017年还将加息一次。总体来看，美联储退出量化宽松货币政策正处于最后一步，且将在较短时期内实现完全退出。

2017年以来欧洲经济表现亮眼，受此影响，欧洲央行退出量化宽松货币政策预期渐浓。另外，英国央行在2017年8月议息会议上也表示，“未来三年需要一定