2018 年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

二〇一八年七月

项目概览

上海财经大学高等研究院 2009 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十多个中心也将从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：一是聚焦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。这些特点使得我们的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，但对接时会把其它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！

报告摘要

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，诸多不确定性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，这一方面使得企业也被迫加杠杆，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还溢出到银行系统，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，但另一方面也推高房价、加剧结构性资源错配。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 以及保守悲观情景 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 1333 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 4000 亿元，超过预赤字 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，扩张性的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以及隐性债务问题，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：

1. 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，并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。

2. 中美两国经贸纠纷问题愈发严重，已升级为中美经贸摩擦，不仅将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，对我们经济发展十分不利。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，中美关系终归要好起来才行。尤其是中国，仍处于为“两个一百年”目标以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，才能实现十九大所提出的使命、愿景、目标及其他任务。

3. 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。第一、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；第二，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；第三，以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、培育和保护创新与企业家精神，推动中国经济向创新驱动发展的转型。

4. 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。这二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、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

本报告联系人：陈旭东（021—65903125，chen.xudong@mail.shufe.edu.cn）

目录

概述 **1**

一、中国宏观经济发展的即期特征与主要风险 **17**

（一）2018 年以来中国宏观经济发展呈现的主要特征 17

1. 工业企业利润增速放缓 *17*

2. 消费下滑，理性观望 *19*

3. 基建投资大幅下行，地产和制造业有所回升 *25*

4. 进出口增速平稳，贸易顺差有所下降 *32*

5. 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*

6. 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*

7. 劳动力市场就业平稳略有改善，农村外出务工人数略有回升 *57*

8. 价格总体平稳 *65*

9. 房地产市场有所降温，但未来上涨压力较大 *72*

（二）中国宏观经济下一步发展面临的内部主要不确定性 75

1. 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 *75*

2. 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 *90*

3．地方政府债务风险犹存 *98*

4. 金融系统稳定性改善迟滞 *102*

5. 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

1. 美国经济稳步复苏，继续推动货币政策正常化 *118*

2. 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 *120*

3. 日本经济复苏外部波折不断，将继续维持货币宽松 *121*

4. 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 *122*

5. 中美贸易摩擦将显著增加进出口的不确定性 *123*

二、基准条件下 2018 年中国主要经济指标增速预测 **129**

三、不同情景下的主要经济指标预测及其政策应对 **133**

（一）不同情景下的经济预测与政策应对 133

1. 假设情景一：中美和全球贸易战升级导致外需大幅下降 *133*

2. 假设情景二：家庭债务攀升对消费大幅挤出 *134*

3. 假设情景三：整体固定资产投资大幅下滑 *135*

4. 假设情景四：固定资产投资增速回升较多 *136*

（二）不同情景分析基础上的政策力度选项 137

（三）短期经济政策选项可能对经济造成长期副作用 139
1. 信贷政策 139
2. 货币政策规则 143
四、提高资源配置效率，释放内部经济活力 146
（一）1981-2014 年分部门经济增长核算 146
1. 数据来源和估算方法 146
2. 部门 TFP 估算结果 148
（二）部门 TFP 变化对整体经济的影响 154
1. 反事实实验结果 154
2. 要素错配导致服务部门的 TFP 下滑 157
（三）商业银行向僵尸企业输血加剧了金融资源错配 159
1. 我国僵尸企业的变动趋势 162
2. 我国僵尸企业所占信贷资源的变动趋势 166
3. 商业银行对僵尸企业输血的机制 167
（四）户籍制度与社会生产率 174
（五）城市土地政策及影响 175
（六）本章小结 177
五、以更高水平对外开放推动中国经济高质量发展 178
（一）对当前中国所面临的国际形势深刻变化应有正确认知 178
（二）以更高水平对外开放助推经济高质量发展的三点建议 180
结束语 184
附录：上海财经大学高等研究院简介 186
附录：课题组成员介绍 188

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”项目课题组基于上财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

1. 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温至 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%。

2. 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%，比去年全年下降 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%，比去年全年增加 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 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%，比去年低 0.7 个百分点。

3. 进出口增速平稳，不确定性增加。2018 年 1-5 月，全国进出口增速保持平稳高速增长，其中，进口增速快于出口增速，贸易顺差有所下降。出口增速提高主要源于中国与新兴市场国家的贸易持续增长，进口增速的大幅提升主要源于国内需求的持续回升和较低的进口价格对进口需求的拉动作用。服务贸易进出口增速较为平稳，服务贸易逆差较 2017 年同期略有扩大。国家外汇管理局的统计数据显示，2018 年 1-5 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，服务贸易逆差为 1271.2 亿美元，比 2017 年同期增加 256.3 亿美元。在其他因素保持不变的情况下，愈演愈烈的中美贸易战将大大增加中国对美国出口的风险和从美国进口的成本，并将对中国整体进出口产生一定的拖累。强势的美元将对人民币形成

一定的贬值压力，在一定程度上抵消部分中美贸易战引发的出口风险，并进一步加大从美国进口的成本。综合来看，2018 年内外部需求持续稳中向好，进出口增速将基本保持稳定。但受美元升值和中美贸易战的双重影响，中国与美国之间的贸易往来将面临较大的不确定性。

4. 价格总体平稳。正如课题组在 2017 年年度报告所分析和预计的，2018 年前 5 个月价格总体处于合理区间，CPI 和 PPI 的剪刀差已明显减小，受食品价格的影响，前 5 个月 CPI 同比增速较 2017 年同期及年均增速均有所上升，且 PPI 同比增速较 2017 年同期及年均增速亦有所下降，GDP 平减指数非累计同比增长率也在逐渐下降。2018 年前 5 个月 CPI 累计同比增速为 2.0%，PPI 累计同比增速为 3.7%，一季度 GDP 平减指数同比增速为 3.2%，价格总体平稳。受医疗保健类增速下降以及进口汽车关税下调等因素的影响，课题组预计 2018 年下半年核心 CPI 同比增速将进一步下降，但食品价格同比增速将有所上升，CPI 总体将温和波动。同时考虑到基数效应和国际大宗商品价格的不确定性等因素，课题组预计 2018 年下半年 PPI 同比增速将进一步有所下降，CPI 和 PPI 的剪刀差有望进一步缩小。

5. 金融去杠杆和强监管的影响已传导至实体部门。2017 年开始的金融去杠杆以及强监管一度使得本该同步变化的货币供应和社会融资出现背离；进入 2018 年，虽然货币供应和社会融资的背离逐渐消失，但随着金融去杠杆和强监管的深入推进，金融系统流动性大幅持续收紧的影响在表现为 M2 增速持续走低的同时，也传导到了社会融资，使得前五个月新增社会融资总量大幅下降。具体地，截至 5 月，M2 余额 174.3 万亿元，同比增长 8.3%，增速与上月末持平，比上年同期下降 0.8 个百分点，处于 10 年来最低增速区间；社会融资累计新增 7.9 万亿元，同比少增 1.4 万亿元，仅新增人民币贷款呈现正增长，而同比增速仅为 4.8%，占比社会融资总量约 89.5%，信贷几乎是为全社会提供融资的唯一渠道。与此同时，银行针对新增贷款普遍采取了利率上浮的政策，融资成本快速上升。截至一季度末，较基准利率上浮的贷款占比高达 74.4%，同比增加 15.8 个百分点；各类贷款的加权平均利率为 6.0%，同比增加 0.4 个百分点，贷款的平均成本增幅高达 7.8%。另外，在金融系统和实体

部门流动性同时大幅收紧的形势下，债券市场信用风险大增，上半年信用违约规模已达 253 亿元，为去年全年违约总额的 67.3%。

6. 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。2018 年上半年以来，外汇储备规模基本稳定在 3.1 万亿美元，人民币经历了先升后贬的变化过程。2018 年年初至 2 月上旬，人民币一路快速升值，升幅约 3.6%；2 月中旬至 4 月中旬，人民币汇率在 6.2-6.4 之间窄幅震荡；4 月中旬以来，人民币再度转为贬值，尤其自 6 月 14 日美联储议息会议以来，人民币贬值速度加快。2018 年 2 月，中国人民银行副行长，国家外汇管理局局长潘功胜撰文表示，随着我国跨境资本流动趋于平衡，中国前期采取的宏观审慎政策已全部恢复中性，未来跨境资本流动管理上，也将强调这一中性原则。这说明货币管理当局对于人民币汇率和未来跨境资本流动的管理能力和市场沟通水平都会有明显提升，透露出央行希望人民币/美元汇率和未来跨境资本流动双向波动。其后，人民币汇率保持了一段时间的基本平稳，但随着美元指数 4 月中旬后重新走强，人民币再度趋向贬值方向，加大了资本外流的风险。课题组认为，鉴于我国充足的外汇储备，加之货币管理当局近年来积累的丰富的经验和充足的政策工具，此次人民币中间价的贬值不会产生贬值恐慌和资本大量外流的风险。课题组预估 2018 年下半年 CNY/USD 将在 6.7 附近双向波动。

7. 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。截止到 2017 年末，虽然家庭债务占 GDP 的比重只有 48.4%。但由于我国 GDP 与居民收入之间的相关性较弱，更能反映家庭债务负担的家庭债务占可支配收入的比重已经超过了 100%，达到了 107.2%，比 2016 年的 97.3%提高了近 10 个百分点。这也印证了课题组 2017 年中期报告中所做出的判断，即最早在 2020 年前，中国家庭债务负担会达到美国 2007 年金融危机前的峰值。而中国地区发展不均衡的现实使得局部区域问题更加严重。课题组发现，截止到 2017 年底，已经有超过 10 个省市的家庭债务与可支配收入之比超过 100%，并且更是有福建、广东、浙江等三个省份已经超过美国金融危机前的峰值，而重庆与北京这两个直辖市也正在逼近这一峰值。一个更严峻的事实是近期的家庭加杠杆行为与人均可支配收入增速甚至是负相关关系。也就是说，在这些家庭可支配收入增速较低的省份，家庭债务的积累速度超过了家

庭可支配收入的增速，因此即使未来不会产生家庭债务违约风险，偿还贷款的压力也会大幅挤出家庭部门的消费。

同时，家庭可支配收入对家庭债务的支撑作用却在一直下滑。2017 年全国居民人均可支配收入累计实际增速虽然有所回升，但从第三季度开始增速再次持续下滑，截止到 2018 年一季度，实际增速为 6.6%，同 2014 年初相比，下降了 2 个百分点。而家庭部门加杠杆的主体城镇居民的收入增速仅有 5.7%，远远落后于 GDP 的增速，这也是课题组一直强调要用家庭债务与可支配收入之比来衡量家庭债务负担，而不用家庭债务与 GDP 之比来衡量的原因。

家庭部门过快加杠杆不仅可能触发系统性金融风险，更是严重限制了家庭抵御收入冲击的能力，如果将收入冲击按持续时间分为暂时性冲击与持久性冲击的话，课题组发现，有房贷的家庭以及受到流动性约束的家庭对于持久性收入冲击的预防效果远小于没有房贷的家庭或者未受到流动性约束的家庭。

8. 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。债务问题已成为悬在中国经济头上的“达摩克利斯之剑”。根据国际清算银行(BIS)的数据显示，我国非金融企业部门的债务占 GDP 的比重在 2017 年第四季度仍高达 160.3%，虽然上升的势头有所遏制，但并未呈现明显的下降趋势。而根据课题组对我国非金融上市公司数据的分析，企业的平均杠杆率（总债务/总资产）自 2000 年起呈持续上升的趋势，截至 2016 年，已高达到 60.42%。家庭部门债务占 GDP 的比重虽然不高，但更能代表家庭债务负担的家庭部门债务占家庭可支配收入之比已经在 2017 年末高达 107%。降低宏观杠杆率成为防范系统性金融风险的重要环节。课题组认为，债务问题并不仅仅只是部门内部的问题，部门间的联系也是十分紧密的，特别是企业部门和家庭部门间的债务问题是紧密联系在一起的，单纯的局限于部门内部的问题而忽视部门间的联动并不能真正解决宏观杠杆率整体的问题。具体到家庭部门和企业部门间的债务联动关系，课题组发现由于家庭债务负担导致的受到流动性约束的家庭比例升高会导致企业的销售额下降，使得企业不得不大量增加贷款，即通过加杠杆，来维持经营，从而导致企业杠杆率升高。测算结果显示，受到流动性约束的家庭比

例每升高 1 个百分点，企业的杠杆率平均升高约 0.038 个百分点。同时，企业经营不善也会导致家庭流动性收紧，增大家庭的债务负担偿付难度。测算结果显示，由于企业经营不善导致的僵尸企业债务占总债务的比例每升高 1 个百分点，会使得家庭陷入流动性约束的概率提高 0.145 个百分点。更严重的是，家庭和企业部门间债务的负反馈效应还溢出到了到银行系统，导致银行的坏账率上升，银行系统脆弱性加剧。由此可见，试图利用部门间杠杆转移来降低某一部门的杠杆是根本不可行的，不仅如此还会反过来推升宏观杠杆率。部门间的债务螺旋式负反馈效应增加了去杠杆难度，但同时也提供了系统去杠杆的机遇。

9. 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。货币化安置政策在房地产去库存方面的作用是立竿见影的。但是另一方面，货币化安置也极有可能推高了房价。观察 2017 年的城市房价涨幅与货币化安置力度，可以发现两者之间具有明显的相关性。房价的上涨预期刺激了房企提高杠杆进行扩张，并推升了土地价格。随着 2018 年货币化安置力度减弱和房企资金面趋紧，房企的债务压力有所加重，潜在的债务风险须引起关注。此外，随着货币化安置力度减弱和三、四线城市的调控收紧，一、二线热点城市的投机炒作活动可能再度升温。事实上，今年上半年房企已经在二线城市快速拿地，而作为一线城市的北京，最近几个月的二手房价格也正在抬头。这些现象都对房价的稳定构成了挑战。从企业购房投资需求分析，2015-16 年获得影子银行贷款的企业购房需求也是推动房价上涨的原因之一。随之影子银行业务受到严监管以及各地开始限制企业购房，企业对于房价的推动作用将会减弱。这同样会对房企造成债务压力。

正如课题组一贯强调的，各类短期调控政策对于房价的效果只是暂时的，其根源在于短期调控无法真正平抑房价的上涨预期，也因此无法引导供求关系回归理性，更可能造成按住葫芦起了瓢、各地房价交替上涨的不利局面。作为应对，短期政策和行政手段的效果是有限的和边际递减的，只有通过大力发展租赁市场、扩大土地供给、有序推动房地产税的出台等手段，才能切实建立起房地产长效机制，引导房地产市场走向健康、稳定的发展道路。

10. 金融系统稳定性改善迟滞。金融系统去杠杆和强监管的工作从 2017 年开始全面铺开，虽然其长期利好毋庸置疑，但是其带来的中短期的阵痛对金融系统稳定性的改善提出了较大挑战。首先，根据课题组利用险价值（CoVaR）模型对我国银行系统稳定性的评估，我们发现在金融去杠杆的影响已传导至实体部门的背景下，在商业银行受到个体性冲击时，虽然单家商业银行的个体损失较前期评估结果没有显著上升，但平均风险溢出率较 2017 年末呈现上升之势，尤其是工农中建四大国有银行的溢出率已超过 30%，为课题组进行此项评估以来的峰值；在商业银行受到系统性冲击时，虽然国有大型商业银行的抗风险能力仍强于其他股份制和区域性银行，但 16 家样本商业银行抗击系统性风险的能力依然没有明显改善，而且国有大型商业银行的风险溢出率呈持续上升之势，对稳定银行系统所起到的作用越来越弱。其次，资产新规落地，课题组使用动态随机一般均衡模型（DSGE）对央行打破刚性兑付的影响进行了分析，结果表明打破刚兑长期来看能帮助金融机构提高抗系统性风险的能力，但短期内对信托行业和银行理财产品项目的负面影响不容忽视，否则难以实现金融市场的平稳过渡。

（二）主要指标预测及政策模拟

课题组基于 IAR-CMM 季度模型对中国经济增长和各关键经济指标进行了预测，表 1 报告了预测结果以及 2018 年各关键经济指标的增长情况。

表 1 上海财经大学高等研究院对中国各主要经济指标增速的预测 ①②

	单位	2017 Q1	2017 Q2	2017 Q3	2017 Q4	**2017 全年**	2018 Q1	2018 Q2	2018 Q3	2018 Q4	**2018 全年**
GDP	%	6.9	6.9	6.8	6.8	6.9	6.8	6.8	6.7	6.7	6.8
校正 GDP	%	6.7	6.7	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.4	6.4	6.5
投资	%	9.2	8.6	7.5	7.2	7.2	7.5	5.6	6.2	6.5	6.5
消费	%	10	10.8	10.3	9.9	10.2	9.8	9.5	9.4	8.7	9.3
出口 ③	%	7.1	8.2	6.4	9.6	7.9	13.9	12.1	12.5	10.9	12.2

①该表中 GDP 增长率为实际数据，其他指标均为名义数据；灰底部分的数据为预测数据，其余为实际统计数据；投资增长率为累计同比增长率，其余增长率均为当季同比增长率。

②该表中预测数据根据截止 2018 年 7 月 2 日所发布的数据。

③本报告的进出口数据均指海关贸易口径下以美元计价的货物贸易进出口。

进口	%	24.3	14.1	14.9	12.7	16.1	19	23.8	22.1	19.9	21.2
CPI	%	1.4	1.4	1.6	1.8	1.6	2.2	1.8	1.7	1.7	1.8
PPI	%	7.4	5.8	6.2	5.9	6.3	3.7	4	3.7	2	3.4
GDP 平减指数	%	4.5	3.9	4.1	4	4.1	3.2	2.9	2.6	1.9	2.6

数据来源：CEIC、WIND、上海财经大学高等研究院

在基准情景下的预测，课题组对2018年的基准预测的外部环境主要假设条件包括：（1）以IMF在2018年4月公布的预测值为基础，假定美国2018年全年经济增速2.9%，欧元区经济增速为2.3%，日本经济增速为1.2%；此前，各经济体在2018年1月的预测增长幅度分别为2.7%，2.2%和1.2%。新兴经济体2018年全年增速预测值为4.9%，与前值持平。（2）在减税计划和就业形势支撑经济复苏的基础上，美联储进一步巩固正常货币政策周期，并在3月22日和6月14两次加息各25基点，最终将联邦基金利率目标区间上调至1.75% - 2%。考虑到美元指数依然保持相对强势，预计2018年，美联储还将加息两次。估计2018年总加息次数为4次，最终目标区间2.25% - 2.5%。届时，预计美国通货膨胀率也将达到2%的常态化水平。（3）人民币兑美元名义汇率继续有所贬值。预计下半年人民币贬值仍将维持，预计年底人民币兑美元汇率将降至6.7左右。

基于前面对中国经济形势与风险的分析，课题组对2018年基准预测的内部环境主要假设条件包括：（1）消费受周期性因素影响，增速三季度或有所回升，但长期趋势走弱；（2）外部经济对出口有一定支撑，进出口增速基本平稳，存在一定下行风险；（3）2018年制造业投资有所回暖，房地产投资在库存较低的情况下可能继续增长，基建投资虽然上半年持续大幅下滑，但下半年有望企稳。（4）根据银保监公布的相关数据，截至2018年5月，商业银行不良贷款率为1.9%，预计下半年经济增速保持平稳，因此，假设截至2018年末我国商业银行不良贷款比例为1.9%；（5）家庭债务：假定2018年下半年家庭债务率继续增长，下半年再增长2个百分点；（6）财政政策，根据2018年3月5日公布的政府工作报告，2018年我国财政赤字拟安排2.38万亿元，与上年持平，赤字率约2.6%。地方政府债务上限为21万亿元；（7）货币政策：2018年以来金融去杠杆深入推进以及美联储两次加息，货币政策呈现稳健偏紧的态势。在央行要防止经济大幅下滑以及出现系统性违约风险的目标下，预计货

币政策缩紧幅度有限。预计2018年下半年为保持合理充裕的流动性，人民银行年底前将不会上调基准利率但会在三季度降准一次50个基点。

课题组就各种假设情景探讨政策力度选择。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：（1）乐观情景、基准情景、悲观情景 1 以及保守悲观情景 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；（2）假设家庭债务大幅攀升，拖累消费下降 0.8 个百分点，或者全年固定资产投资增长比基准下降 2.7 个百分点,则 2018 年全年实际 GDP 增速及校正 GDP 增速均不及增长目标，但仅相差 0.1 个百分点。货币政策方面需在基准政策之上降准 50 个基点，同时财政赤字需增加 1333 亿元，超过预算赤字 5.6%，赤字率约 2.74%；（3）假设全年固定资产投资增速大幅下跌，比基准下降 4.1 个百分点,则实际 GDP 增速与目标增速之间缺口将放大到 0.3 个百分点。货币方面需在基准政策之上降准两次，每次 50 个基点，同时财政赤字需增加 4000 亿元，超过预赤字 16.8%，赤字率约达 3.04%。

表 2 各情景假设下实现经济指标增速目标所需的政策力度

情景	**基准**	**悲观 2**	**保守悲观 3**	**悲观 3**
全年实际 GDP 增速	6.8%	6.4%	6.4%	6.2%
全年实际校正 GDP 增速	6.5%	6.1%	6.1%	5.9%
假设经济增长目标	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
假设校正增长目标	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
2018 年货币政策所需增加力度	无需增加力度	降准 50 个基点	降准 50 个基点	两次降准 50 个基点
2018 年赤字超预算额（亿元）	0	1333	1333	4000
2018 年赤字超预算比率	0	5.6%	5.6%	16.8%
估算赤字率	2.6%	2.74%	2.74%	3.04%

数据来源：上海财经大学高等研究院

（三）优化资源配置 释放经济活力

要有效释放经济活力，就离不开资源的优化配置。纵观改革开放 40 年，无论是初期的农村土地改革和价格体制改革，还是上世纪 90 年代中后期的国企抓大放小改革，抑或是当前正在深入推进的服务业改革等，其本质都是试图以市场机制取代行

政调节，通过充分发挥市场的信号作用实现资源的优化配置、推动全要素生产力的增长。然而，随着改革进入深水区，进一步改进资源错配的难度也越发增加。

服务业是资源错配程度较为严重的领域之一。由于体制改革的延滞，服务业整体还是由政府主导的，其投资大量集中在水利环境和公共设施管理、交通运输和邮政仓储等全要素生产力水平较低的行业，而在教育、文体娱乐和信息技术等全要素生产力最高的 6 个行业，投资占比则仅为 10%左右，并且服务业内部各行业之间在全要素生产力水平上的差异近年来也在不断扩大。这种内部失衡导致服务业整体资本回报率低下，全要素生产力水平不断下降。同时，教育、医疗等领域的行政垄断也无法充分满足居民对于高质量服务消费的需求，对于消费升级也缺乏推动作用。

从金融资源配置的角度来看，金融系统内除了存在间接融资和直接融资市场发展不平衡等的问题外，商业银行长期对僵尸企业进行输血的问题越来越突出。而这一现象长期存在并 2009 年后进一步恶化的原因，不仅包括地方政府保增长、保就业等事关社会稳定的政策目标，还包括所有制歧视等源于制度缺陷的因素。商业银行对僵尸企业的被动输血，直接加剧了金融资源的错配，造成了我国民营企业“融资难、融资贵”，尤其是中小民营企业“融资更难、融资更贵”的问题。

从户籍制度角度看，户籍制度改革主要包括降低劳动力流动壁垒和提高农民工社会福利。课题组定量分析了户籍制度改革对社会生产率的影响。结论如下：（1）与基准值相比，农民工相对城市居民福利增加 10% 或者 100%，将相应增加 1.5% 和 14% 农民工劳动力转移，进而提高社会生产率 0.5%和 4.8%；（2）与基准值相比，城市减少农民工数量 5%或者 95%，社会生产率将相应降低 3%和 18.7%。另外，课题组对模型的转移动态研究发现提高农民工福利或增加城市农民工准入人数短期内可能增加城市低端劳动力的失业率，但是长期来看，由于劳动力需求端的调整，失业率将回到较低水平。当然，在增加社会生产率的同时，可能会有损公平，具体而言，如果没有额外的补偿机制，高低技能之间的工资差异将越来越大。

基于以上分析，课题组认为，继续推进户籍制度改革、降低劳动力流动壁垒、提高农民工福利有助于促进劳动力从低效率地区向高效率地区转移，从而提高整个社会的生产率。同时，通过配套的转移支付机制，可以实现兼顾效率与公平的发展。

从城市土地政策来看，首先，降低土地供给将抬高各产业部门的用地租金，从而大幅提高生产成本，使得企业退出市场或者外逃，进而影响实体。具体而言，由于企业的退出，失业率将上升，农民工数量减少，GDP 将下降。诚然，在降低效率的同时，控制土地供给将一定程度提高社会公平。技能溢价和城乡收入差距将减少，同时由于失业率上升，社会生产率会有所上升。

基于以上分析，课题组认为，放宽城市土地供给有助于更多企业进入市场，扩大就业，促进劳动力从低效率地区向高效率地区转移，提高实体经济总产出。同时，通过配套的转移支付机制，可以实现兼顾效率与公平的发展。

（四）构建部门间协同化解系统性金融风险的长效机制

在 2018 年召开的中央财经委员会第一次会议上，习近平总书记就指出，要打好防范化解金融风险攻坚战，以结构性去杠杆为基本思路，努力实现宏观杠杆率稳定和逐步下降。但是，当前关于化解金融风险的研究多集中于分析导致风险形成的部门内部原因，如针对企业债务的就只是关注企业层面，关注金融系统就只聚焦于金融系统内部，针对房地产的调控政策只是关注房地产市场，这样就导致出台的相关政策多集中于针对部门内部风险点的处置，而忽视了金融风险是否存在跨部门的联动以及如何联动的问题。

结合当前国内宏观杠杆率以及杠杆在各部门的分布情况，课题组发现部门间的相互影响是不可忽视的：企业债务和家庭债务存在着交互式负反馈效应，家庭债务累积会使得企业经营受困，杠杆率提升，企业经营活力的下降进一步挤占家庭流动性，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还溢出到了到银行系统，导致银行坏账率上升，银行系统脆弱性加剧。因此，课题组认为协调各个部门之间的联动，是健康、稳定地去杠杆的一个重要因素。

基于跨部门的金融风险联动机制，以及部门间债务的交互式负反馈效应。课题组认为要稳定有序的去杠杆，首先要坚决杜绝从企业部门向家庭部门转移杠杆的政策，因为家庭部门过度加杠杆不仅不能帮助企业部门实现杠杆的转移，还会倒过来进一步恶化企业的资产负债表，不通过解决家庭流动性问题来刺激国内总需求，无法从根本上实现降低企业杠杆率的目标，遑论降低总体宏观杠杆率水平。其次，涉及降低企业杠杆率的宏观调控政策不应只停留在于企业部门内部，还应该针对家庭层面出台一些配套政策，增加家庭的可支配收入，改善家庭的流动性，因为家庭流动性的改善不仅能刺激总需求，还能提高企业经营活力，帮助企业提高去杠杆的能力。再次，要进一步深化金融体制改革，一方面从制度层面减少银行对僵尸企业被动输血的可能性，提高金融资源的配置效率，帮助企业保持合理杠杆水平；另一方要完善相关信贷政策，使得企业能根据市场规律，对投机性贷款给出与其投资收益相匹配的利率水平，切实帮助家庭部门降低杠杆率水平，从而促进家庭消费和总需求，从根本上消除企业债务和家庭债务的交互式负反馈效应。

（五）以更高水平对外开放推动中国经济高质量发展

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，并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。

因此，当下所需进行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。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。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。

第一、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。出口退税政策作为一个过渡性制度安排，对中国的出口导向型经济模式起到了重要的支撑作用。特别是 2008 年世界经济金融危机之后，中国的出口退税率连续多次上调，对稳定外需市场发挥了助力作用。中国的出口退税规模由此也是急剧扩大，2010 年 7328 亿元、2011 年 9205 亿元、2012 年 10429 亿元、2013 年 10515 亿元、2014 年 11356 亿元、2015 年 12867 亿元、2016 年 12154 亿元、2017 年 13870 亿元，七年间接近翻一番。显然，出口退税已经成为人民币贬值、出口补贴（此二者受到外部不平衡及 WTO 规则的限制而难以实施）之外，用于鼓励出口的重要手段。

退税增强了中国出口产品的价格优势，但是这同时也意味着国内资源配置的扭曲。如果按照 2017 年 7.76 亿就业人口的规模计算，相当于 2017 年每个就业人口要拿 1787 元左右为国外居民享受的低物价买单。与此同时，考虑中国的出口超过 50% 以上是由外资企业完成的，退税又有相当大的一部分成为外资企业的收入。也就是说，国家财政在出口退税这一块的最大受损者是我国的纳税人，而最大受益者是国外的消费者。并且，这也使得许多出口企业患上过度依赖出口退税症，出口退税占

企业利润的比重畸高。

2018 年 4 月 4 日，财政部和国家税务总局发布《关于调整增值税税率的通知》。其中，第四条提到，“原适用 17%税率且出口退税率为 17%的出口货物，出口退税率调整至 16%。原适用 11%税率且出口退税率为 11%的出口货物、跨境应税行为，出口退税率调整至 10%。”这一方向值得肯定，应逐步有序地进一步降低出口退税率。与此同时，也应进一步降低与民生有关的进口关税。国务院关税税则委员会于近期发布的《关于降低日用消费品进口关税的公告》《关于实施<亚洲-太平洋贸易协定>第二修正案协定税率的通知》等均与此相关，值得高度肯定，应进一步予以扩展和深化。

不要小看在出口退税和进口关税上的双降举措，其背后反映的是政府运用财政手段对于国内外资源配置的合理再调节，也是减少政府对于国际自由贸易、公平贸易干预的必然要求，导向则是更好地满足我国居民对于美好生活的需要，有利于通过开放倒逼解决国内发展不平衡、不充分的问题，促进关于新时代中国社会主要矛盾问题的解决。尤其是随着中国从上中等收入国家向高收入国家的不断迈进，中国的内需尤其是消费需求的扩张和升级将成为驱动经济发展的主要动力，通过开放也将有助于倒逼国内制造业的转型升级。

第二，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。外商投资在中国改革开放以来，尤其是加入 WTO 之后，对中国经济的持续快速增长起到了重要推动作用。随着中国经济从高速增长阶段转向高质量发展阶段，利用外资出现了一些新形势新挑战新任务，从速大幅放宽对于外资的市场准入的限制、提升外商投资的自由化水平，已经成为当前我国促进外商投资稳定增长的紧迫需要。自由贸易试验区关于外商投资负面清单的试点和推广已有多年，期间不断瘦身，相关行业的对外开放压力测试得到有序推进，使得外商投资准入的开放度、透明度和可预见性得到大幅提升，增强了自贸试验区吸收外商投资的引擎作用。通过全面实施外商投资负面清单，将有助于从整体上放宽国

际资本的市场准入门槛，使之服务于中国经济高质量发展的大局。

在对外资开放的同时，也要进一步对民间投资开放。尽管 2017 年中国民间投资超过 38 万亿元，占全部投资的比重也超过 60.4%，但是与 2015 年 64.2%的历史高点已有较大回落。我国民营企业在电力、电信、交通、石油、天然气、市政公用等领域的市场准入方面存在着大量有形或无形壁垒，大大压制了民营企业的投资热情。应该在探索外商投资负面清单的基础上研究出台更广层面的市场准入负面清单。市场准入负面清单最重要的一个原则就是平等，权利平等、机会平等、规则平等，无论是国有企业还是民营企业，无论是外资企业还是内资企业，无论是大企业还是中小企业，均享有同等市场准入条件。这也是以开放倒逼改革的一个重要举措。

第三，以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、培育和保护创新与企业家精神，推动中国经济向创新驱动发展的转型。此次中国贸易摩擦一个重要的触发点就是知识产权问题。客观而言，自加入 WTO 以来，中国在完善知识产权保护方面已经实现了巨大的进步。并且，随着中国从要素驱动向创新驱动的转型，知识产权保护已经成为一种内生的需求。根据世界知识产权组织公布的 2017 年全球国际专利数据，中国的申请数量已达到 4 万 8882 件，跃居世界第二，仅次于美国。2014 年北京、上海和广州，2017 年南京、苏州、成都和武汉，还先后都设立了知识产权法庭，试图从制度上消除知识产权方面的地方保护主义负面影响。尽管如此，我国知识产权发展综合水平与知识产权强国的差距还是比较明显的，需要进一步加强。

知识产权保护是产权保护中最重要的内容之一。保护产权，就是产权神圣不可侵犯，谁也不能掠夺别人的财富。有了法治，产权就能得到保护，人们就会把自己的资源和精力全部投入于创造财富，创新才能得到激发，经济才能真正实现高质量发展。法治是一种制度创新。科技创新不是孤立的，是建立在制度创新基础上的。科技创新与制度创新的关系是作用与反作用的关系。好的制度可以降低创新活动的交易成本，创造合作条件，提供激励机制，促进创新要素间的互动与合作。从构建良好的制度环境层面看，中国还需要进一步深化基本制度的改革，并增强政府的执

行力。

创新，尤其是非基础科学的技术创新主要靠市场而不是政府，靠民企而不是国企。然而，从当前中国的经济现实来看，国有资本在一般竞争性领域依然分布过广，垄断行业的改革进展缓慢甚至在部分领域尚未破题，民营经济发展环境堪忧。这些都是需要着力推进改革的。民营经济、创新经济最强的是美国，靠的是民企，也靠企业家精神。美国企业的创新精神、创新机制和创新能力依然不容小觑，中国企业还要不断向战略制高点挺进。

基于以上认知，课题组认为，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。这二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、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。

一、中国宏观经济发展的即期特征与主要风险

（一）2018 年以来中国宏观经济发展呈现的主要特征

根据国家统计局数据，2018 年经济开局良好，一季度 GDP 同比增长率 6.8%，其中三大产业增速分别为 3.2%，6.3%，7.5%，对 GDP 增长的贡献率与 2017 年同期持平。按照课题组提出的实体经济运行指数测算，校正后一季度实际增长率约为 6.61%，校正数据与实际数据的差距有所缩小。从实体经济表现看，企业经营效率相比 2017 年同期有所回落。截至五月，工业企业利润同比增幅为 16.5%，相比 2017 年的同期减少 6.2 个百分点。2018 年，中国经济面临的不确定性大幅上升，从房地产、企业和家庭债务、消费、投资、外贸等各方面的数据和资本市场的运行趋势综合来看，中国经济不论是内部还是外部都存在一些不容忽视的风险点，经济继续下行可能性仍然较大。以下分几个模块具体阐述课题组对当前中国宏观经济各个方面形势的看法。

1. 工业企业利润增速放缓

工业企业利润进入 2018 年以来继续保持两位数增长，但相比去年同期增速明显放缓。截至 5 月工业企业实现利润总额 2.7 万亿元，按可比口径计算，累计同比增速为 16.5%，比上年同期下降 6.2 个百分点。从注册类型的分类数据看，各类型工业企业利润增速均有不同程度下滑，但不同类型企业之间增长速度不平衡。其中，国有及国有控股企业利润同比维持了较快增长，达到 28.7%，但相比上年同期高达 53.34%的增速则相形见绌。股份制企业利润累计同比增速 20.6%，比上年同期的 24.7%下降 4.1 个百分点。外资企业利润增速由上年的 18.9%大幅下降到 6.9%，集体企业则只实现了 4.4%的同比利润增幅，与上年同期增幅持平。私营企业利润增速则从 14%下降到 10.6%。工业企业亏损数与亏损额均有所上升，截至 4 月亏损企业数达 72279 家，同比增加 6.2%，亏损额累计 3111.9 亿元，同比增长 6.3%。随着亏损增加，平均资产负债率也有所上升，达 56.5%，比去年增长 0.4 个百分点。

企业利润增速在不同行业之间具有不平衡的特点。其中，国有企业利润增长主要集中在石油和天然气开采、黑色金属冶炼和加工、非金属矿物制品等传统行业，这些行业受价格因素影响较大。截至 2018 年 5 月底，采掘业和原材料工业的 PPI 分别同比增长 6.5%和 6.3%，远低于上年同期 30.2%和 13.5%的增幅。按具体工业行业来看，石油和天然气开采，黑色金属冶炼和加工的 PPI 分别为 14%和 12.2%，也远低于上年同期 54.2%和 30.3%的增幅。随着改革红利逐步释放，PPI 增速回落，国有企业的利润增速逐渐向正常水平回归。

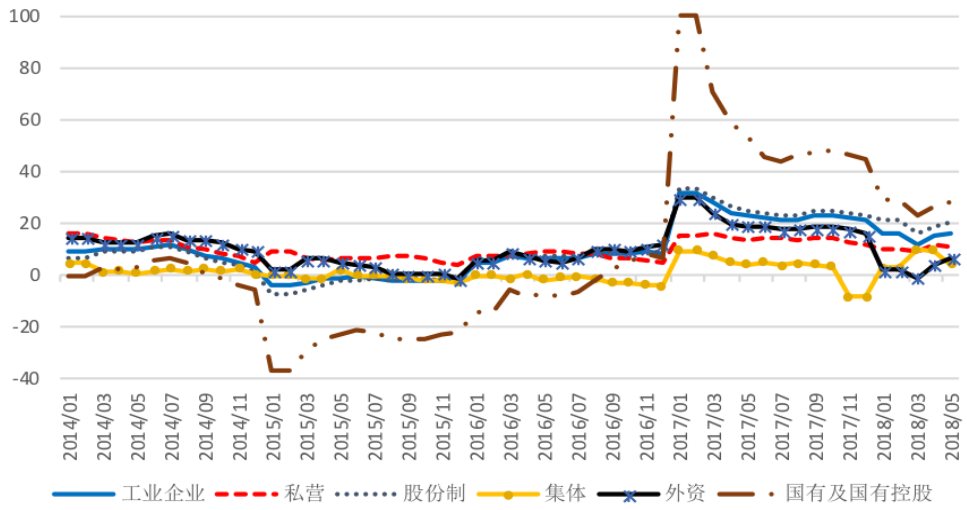

图 1 各类型企业的利润同比增速（数据来源：国家统计局、上海财经大学高等研究院，单位：%）

实体经济运行质量相比 2017 年有所下滑。随着工业生产的放缓，货物运输量比上年同期减少 2.5 个百分点。其中铁路货运和水运货运增速均大幅下降，铁路货运累计同比增长 7.2%，比上年同期减少 8 个百分点；水运货运同比增长仅 1.9%，比去年同期减少 5.6 个百分点。需要关注的是，受金融监管收紧的影响，委托贷款、信托贷款以及未贴现银行承兑汇票规模大幅下降，社会融资规模累计同比增速 2018 年初以来持续为负值，截至 5 月底，社会融资规模累计 7.9 万亿元，比上年同期减少 15.6%。从用电量指标看，产业用电量增速明显上升，截至 5 月累计同比增速为 9.75 %，比上年同期提高 3.4 个百分点。其中工业用电量增长 7.75%，比 2017 年同期提高了 1.4 个百分点。第一产业用电量增速提高 4.5 个百分点至 10.6%。增速最快

的是第三产业，2018 年前 5 月用电量同比增长 15.12%，增速比上年同期上升 6.1 个百分点。

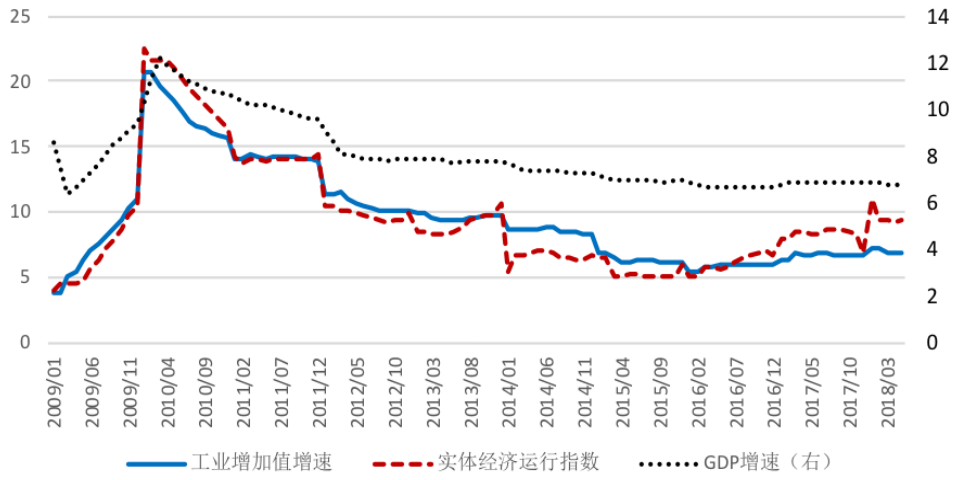

图 2 工业增加值、实体经济运行指数与 GDP 增长率

（数据来源：国家统计局、上海财经大学高等研究院，单位：%）

2. 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长率分别为 9.4%和 8.5%，较 3 月份分别下滑 0.7 和 1.6 个百分点。同时，4、5 月份的实际同比增长率相较 3 月也下降 0.7 和 1.8 个百分点，分别为 7.9%和 6.8%。

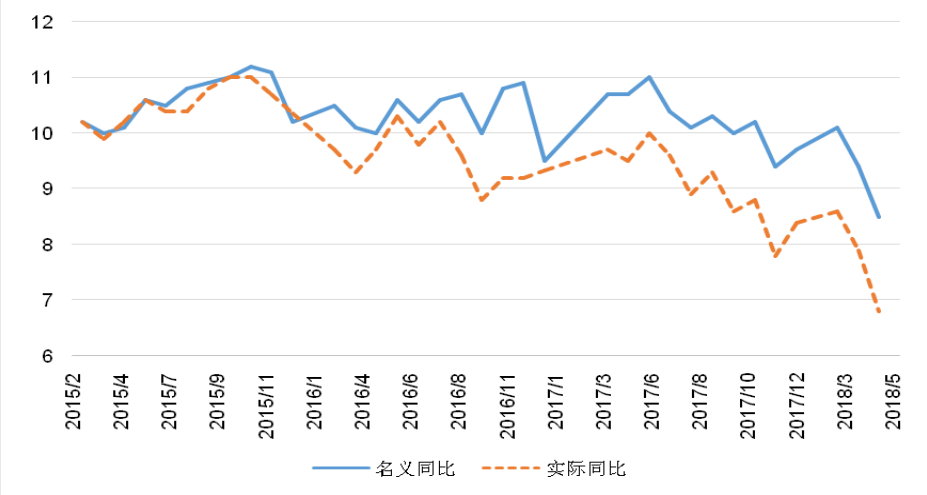

图 3 社会消费品同比增速（数据来源：CEIC，上海财经大学高等研究院，单位：%）

在限额以上企业中，除石油制品类由于受到国际油价的走高的影响在 4、5 月份呈现名义同比增速上涨的趋势，其他行业均呈现不同程度的下滑。

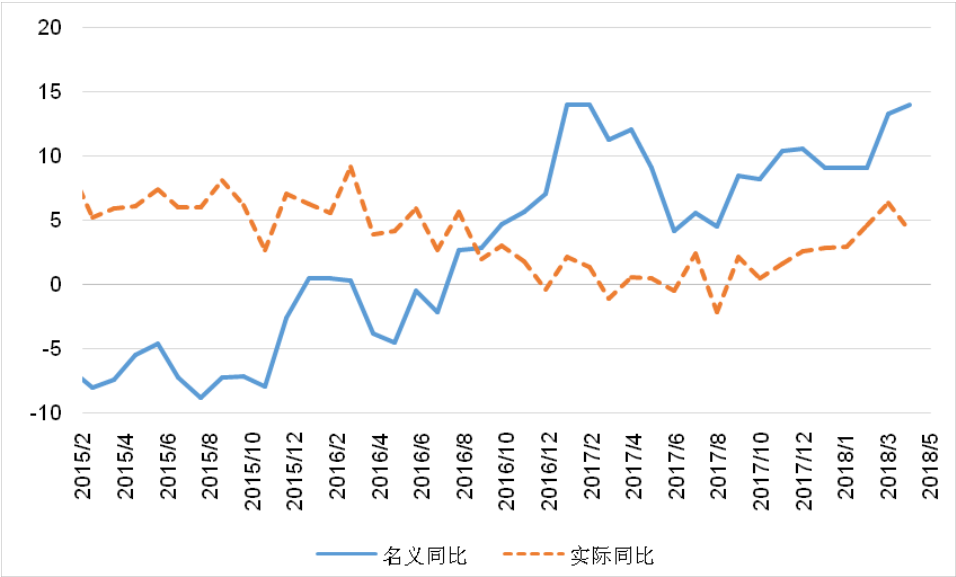

图 4　石油及制品类同比增速（数据来源：CEIC，上海财经大学高等研究院，单位：%）

课题组分析，导致 4、5 月同比消费增速下滑的主要原因之一是端午节假日的推迟（至 6 月）。去年端午节在 5 月，从而拉高当月社会消费品零售总额，导致今年 5 月同比增速降低，这在食品、服装等传统消费和化妆品、医疗等新型产业上均有体现。

例如对消费品零售总额贡献较大的食品类消费，其 3 月名义同比增速为 10.7%，实际同比为 8.1%，而 4、5 月份的名义同比分别下滑至 8.6%和 6.8%，实际同比增速也分别跌落至 7.2%和 5.9%。又例如服装鞋帽类，其 4、5 月的名义同比增速为 9.2%和 6.6%，相较 3 月的 14.8%出现明显下滑。作为消费升级、消费结构转型中最为看好的化妆品类、中西药品及医疗保健用品类虽然呈现增速下滑，但仍保持可观增速：化妆品类的名义同比增速维持在 10%以上，医疗保健用品也在 8%以上。

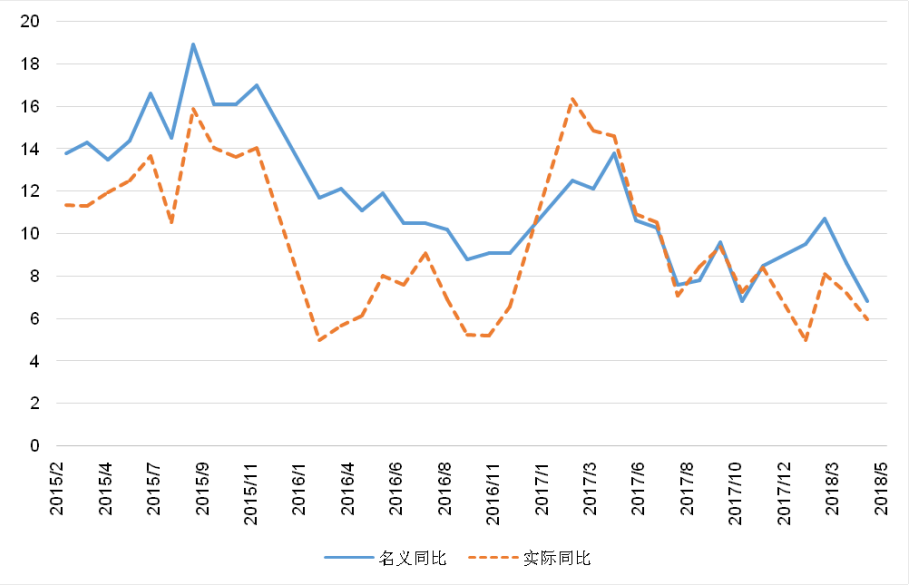

图 5　食品、饮料、烟酒类同比增速（数据来源：CEIC，上海财经大学高等研究院，单位：%）

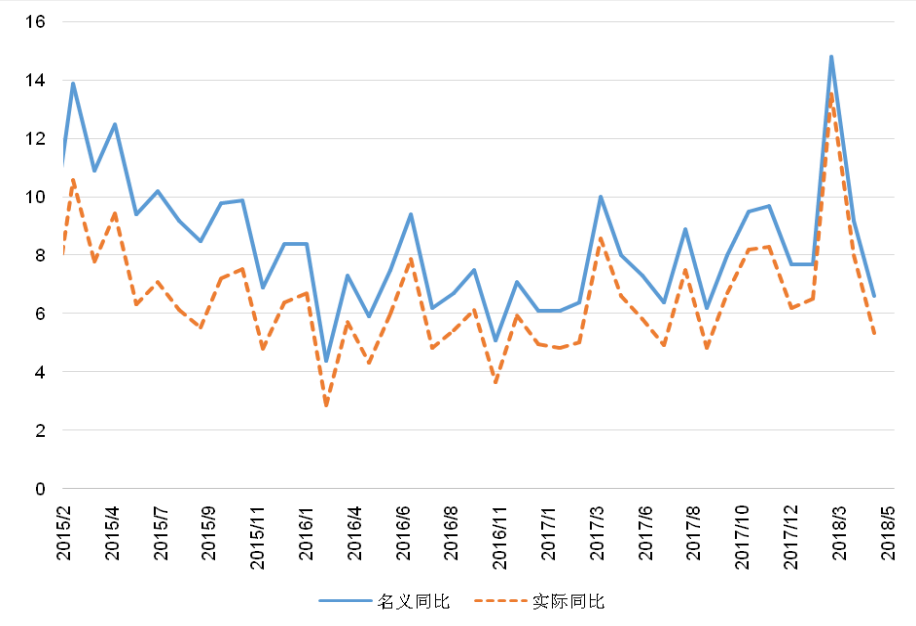

图 6 服装鞋帽、针、纺织品类同比增速

（数据来源：CEIC，上海财经大学高等研究院，单位：%）

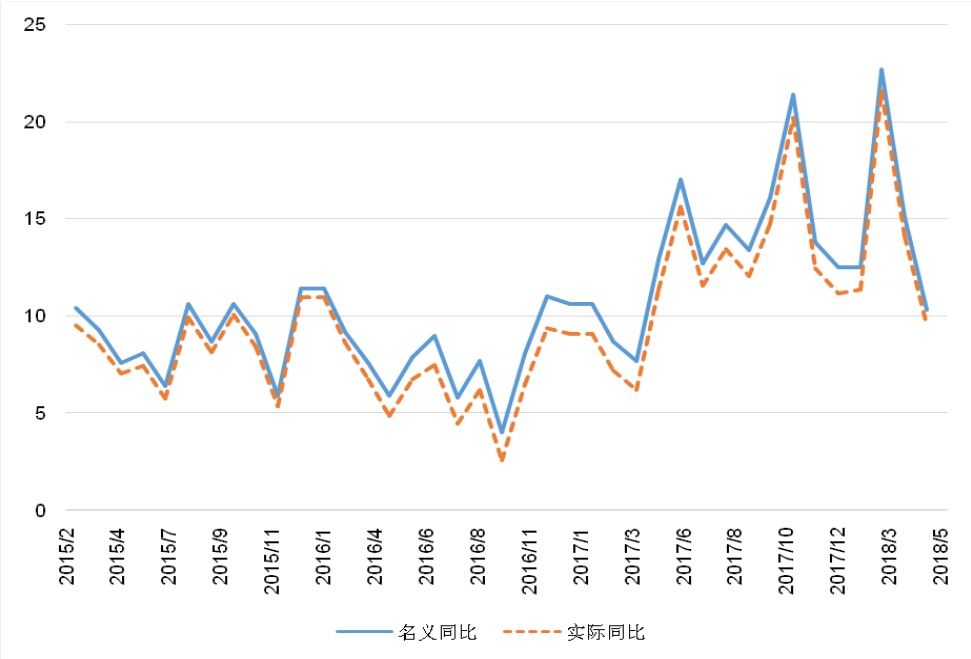

图 7　化妆品类同比增速（数据来源：CEIC，上海财经大学高等研究院，单位：%）

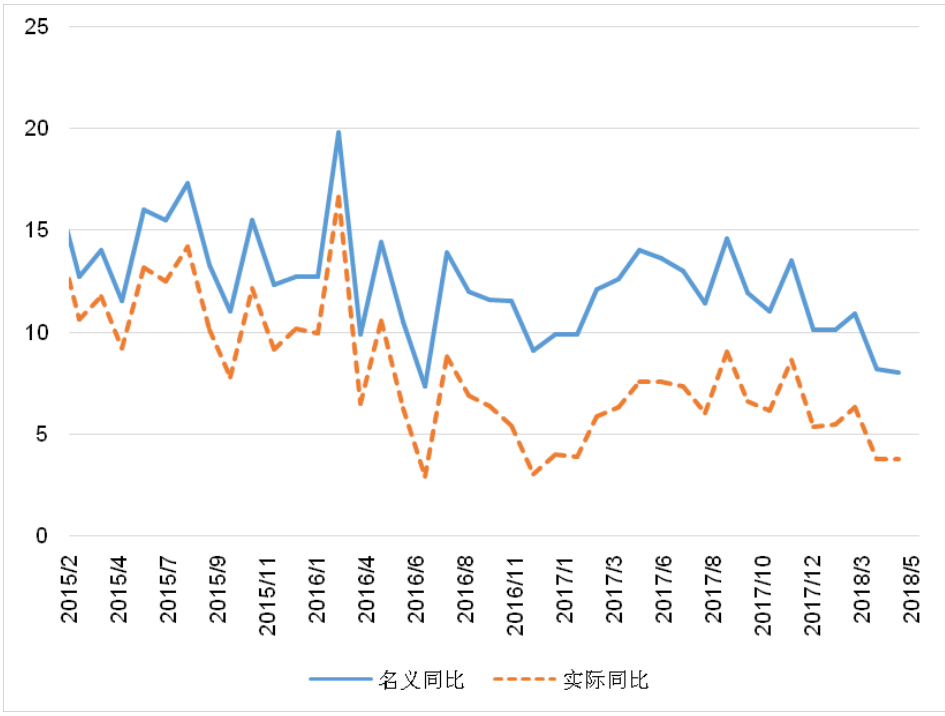

图 8　中西药品类同比增速（数据来源：CEIC，上海财经大学高等研究院，单位：%）

导致 5 月消费放缓的另一个原因是，自 2018 年 7 月 1 日起，汽车整车关税和部分零件关税将下调，因此部分居民将推迟买车行为。从数据显示，4 月份汽车销量涨幅与第一季度持平，为 3.5%，而 5 月份出现了负增长，为-1.0%。

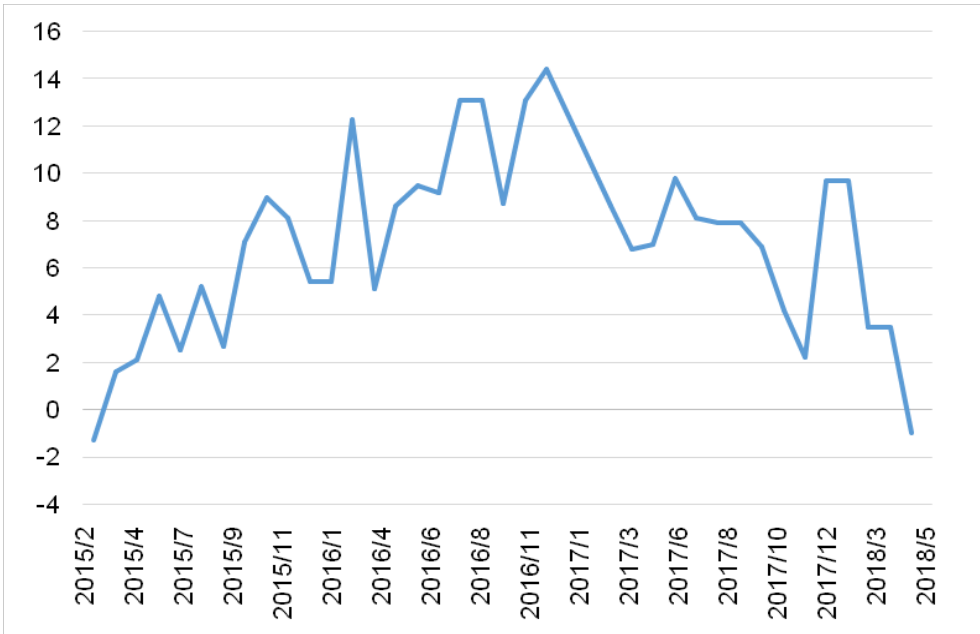

图 9　汽车类名义同比增速（数据来源：CEIC，上海财经大学高等研究院，单位：%）

另外，近年来受房屋限购、家庭贷款持续攀升的影响，建筑以及装潢材料类同比增速虽在 4 月出现小幅回暖，但仍低于去年同期；而 5 月增速出现大幅回落，以 6.5%的名义同比增速低于去年同期 4.5 个百分点。同时家具类消费也自去年第三季度连续下滑，4 月的名义同比增速仅为 8.1%，为近十年以来最低值。

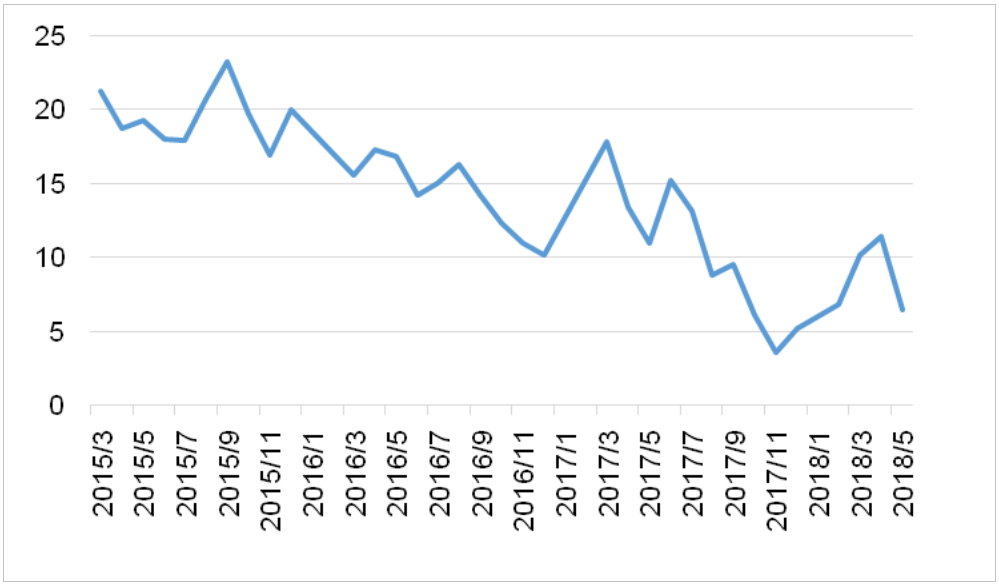

图 10　建筑及装潢材料类名义同比增速

（数据来源：CEIC，上海财经大学高等研究院，单位：%）

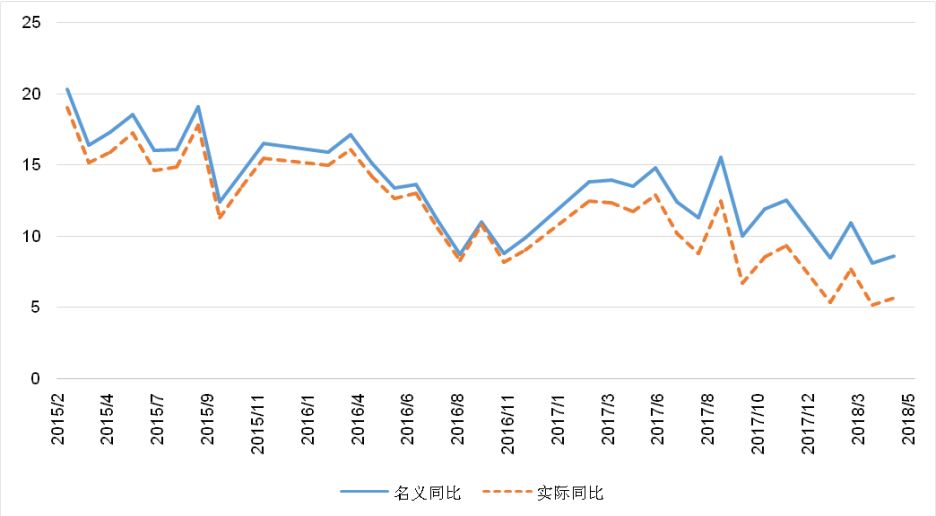

图 11　家具类同比增速（数据来源：CEIC，上海财经大学高等研究院，单位：%）

经测算，课题组预测 6 月名义同比增速将回温至为 10.54%，而第三季度的名义同比增速又将回落至 9.41%。

刨除端午节错峰对 6 月消费增速的拉动，6 月名义和实际同比增速分别为 10.02%和 8.28%。受端午节滞后的影响，上半年国内旅游被分散到了 6 月份，这对餐饮业和客运交通类消费有积极的促进作用。端午又恰逢世界杯开赛，很多居民利用小长假去俄罗斯观战。出国游一方面降低国内餐饮业消费，另一方面增加客运交通类消费。进一步，端午节与“618”年中促销重叠，推动电商加大销售力度。数据显示今年“618”期间，全网销售额超过两千八百亿元。课题组预计 2018 年的端午滞后将会给 6 月消费带来 0.52%的增速，因此 6 月社会消费品同比增速将回升至 10.54%。

不考虑汽车关税下调对消费滞后的影响，课题组预测第三季度社会消费品零售总额的名义同比增速可以达到 9.69%。然而由于近年来中国家庭债务杠杆率持续增加，对消费增速产生了挤出效应。课题组预测第三季度家庭债务又将上涨 1.1 个百分点。若消费对家庭债务的弹性为-0.1，则家庭债务的攀升将拖累消费 0.11 个百分点。同时，收入分配的持续恶化又将拖累消费增速 0.37 个百分点。消费除受制于家庭债务与收入分配恶化等长期因素外，第三季度消费将因进口汽车关税下调而有所提振。 5 月 22 日，财政部发布《国务院关税税则委员会关于降低汽车整车及零部件进口关税的公告》，自 7 月 1 日起，进口车整车税率从 25%降至 15%，整体下调 10%；进口汽车零部件的税率也将降至 6%。根据课题组测算，居民汽车消费额相对

于价格的弹性几乎为 1，即税率下降一个百分点，汽车销量将上升一个百分点。因此下调 10 个百分点将推动进口车销量增加 10%。如果不考虑进口车对国产汽车的挤出效应，按进口车在乘用车中占比 60%来算，此次下调关税可使总体汽车销量增 6%。进一步根据近 12 个月来汽车对消费增速平均贡献率为 10%来估计，2018 年 7 月社会消费品零售总额将继续上涨 0.6%，对第三季度增长率的拉动为 0.2%。综上，第三季度名义同比增速将达到 9.41%。

消费者信心指数虽相较 2018 年第一季度小幅下降，4、5 月均为 122.9 点，但仍然高于去年同期 10 个百分点。

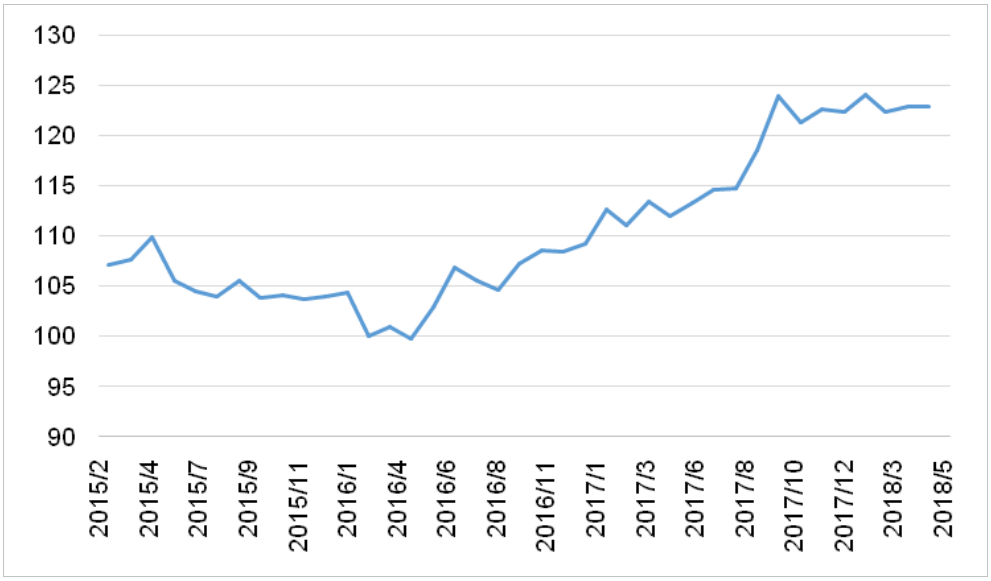

图 12　消费者信心指数（数据来源：CEIC，上海财经大学高等研究院）

3. 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%，比去年全年下降 1.1 个百分点。民间固定资产投资在今年一季度也有较大幅度上升，二季度仅缓慢下降，前五个月累计同比增长 8.1%，比去年全年增加 2.1 个百分点。

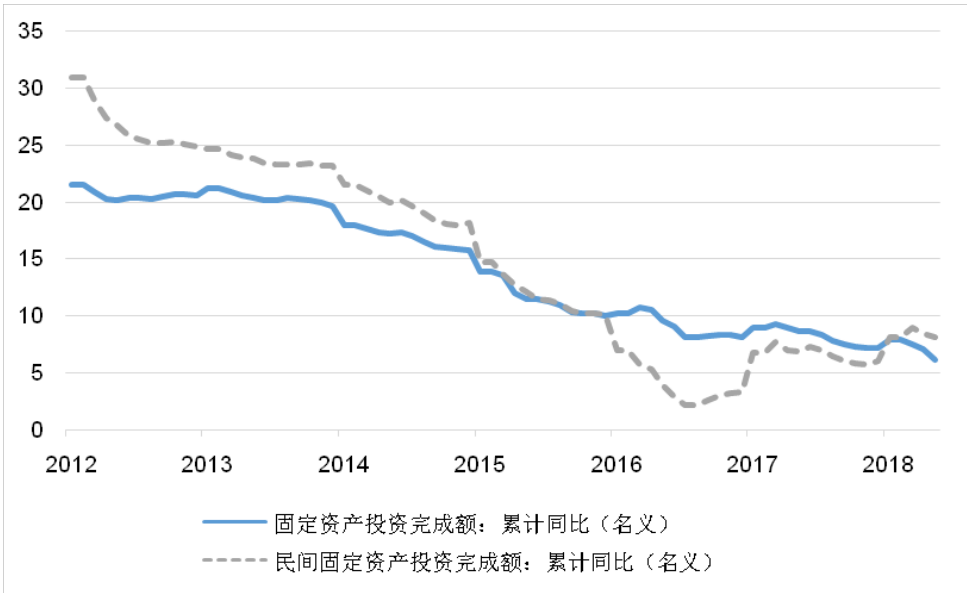

图 13　2012 年以来整体和民间固定资产投资完成额累计同比

（数据来源：CEIC，上海财经大学高等研究院，单位：%）

分产业看，与 2017 年相比，2018 年前五个月第一产业名义累计增长率上升较多，第二产业略有下降，第三产业下降较多。占比约 3%的第一产业 1-5 月名义投资额累计增长 15.2%，比去年同期上升 3.4 个百分点。占比 40%左右的第二产业增速比去年略有下降，1-5 月名义额累计增长 2.5%，比 2017 全年下降 0.7 个百分点。二产中的制造业累计投资增速比 2017 全年上涨 0.4 个百分点，但电力、热力、燃气及水的生产和供应业则大幅下滑，1-5 月名义额累计增长-10.8%。建筑业仍为负增长，但下滑速度趋缓，1-5 月累计增速-7.4%。占比 57%左右的第三产业投资增速下滑较多，1-5 月名义额累计增长 7.7%，比去年全年下降了 1.8 个百分点，主要是基础设施投资下滑较多。

民间固定资产投资增速高于全社会固定资产投资，并且二季度下滑的幅度也较小。1-5 月民间固定资产投资累计同比增长 8.1%，比去年全年增加 2.1 个百分点。分产业看，一二三产业增速均比去年有回升。一、二、三产业增速分别为 17.4%、5%和 10.1%，分别回升了 4.1、1.2 和 2.4 个百分点。

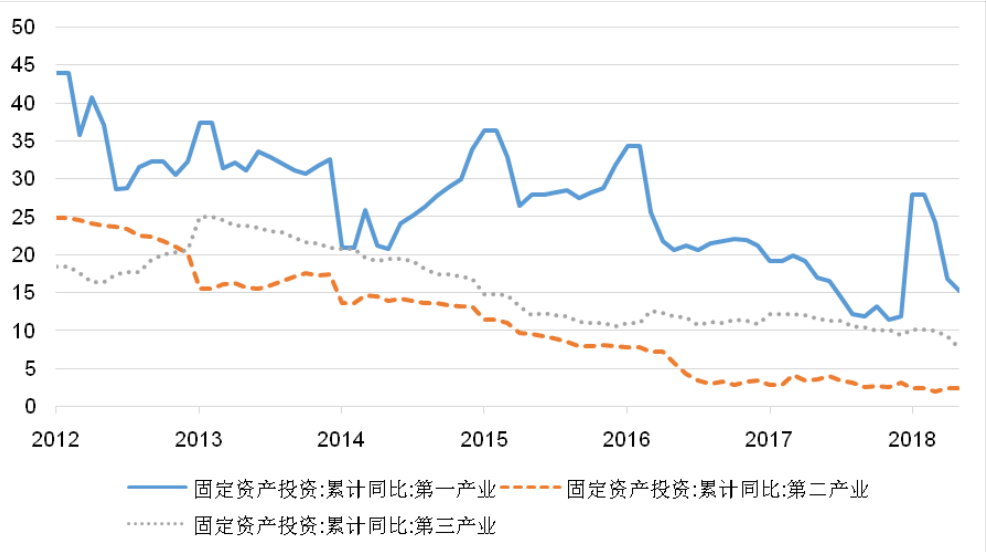

图 14　分产业固定资产投资累计同比

（数据来源：CEIC，上海财经大学高等研究院，单位：%）

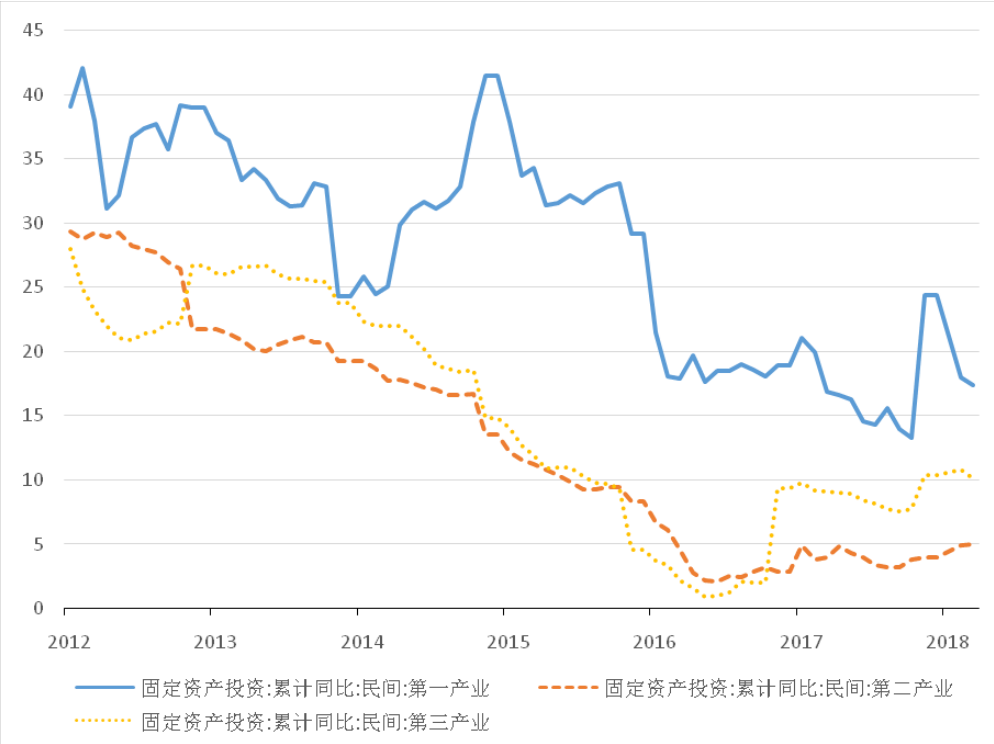

图 15　民间分产业固定资产投资累计同比

（数据来源：CEIC，上海财经大学高等研究院，单位：%）

分区域看，仅中部地区增速有回升，东、西部和东北地区增速均下滑。2018 年 1-5 月，中部地区固定资产投资累计同比增长 9.3%，比 2017 全年增加 2.4 个百分点。东部地区累计同比增长 5.7%，比 2017 全年下降 2.6 个百分点。西部地区下滑较大，累计同比增长 4.2%，比 2017 全年下降 4.1 个百分点。东北地区增速缓慢，1-5 月累计增长 2.2%，比 2017 全年下降了 0.2 个百分点。

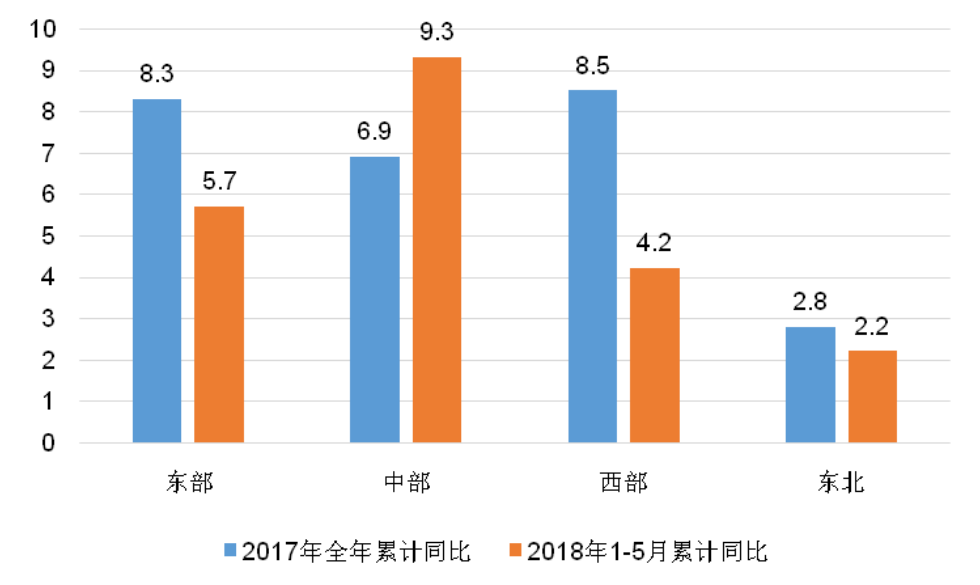

图 16　分区域固定资产投资累计同比

（数据来源：CEIC，上海财经大学高等研究院，单位：%）

从投资的三大组成部分制造业、房地产和基建投资增速看，2018 年房地产业投资增速较快，制造业投资也有所回暖，基建投资则下滑较多。

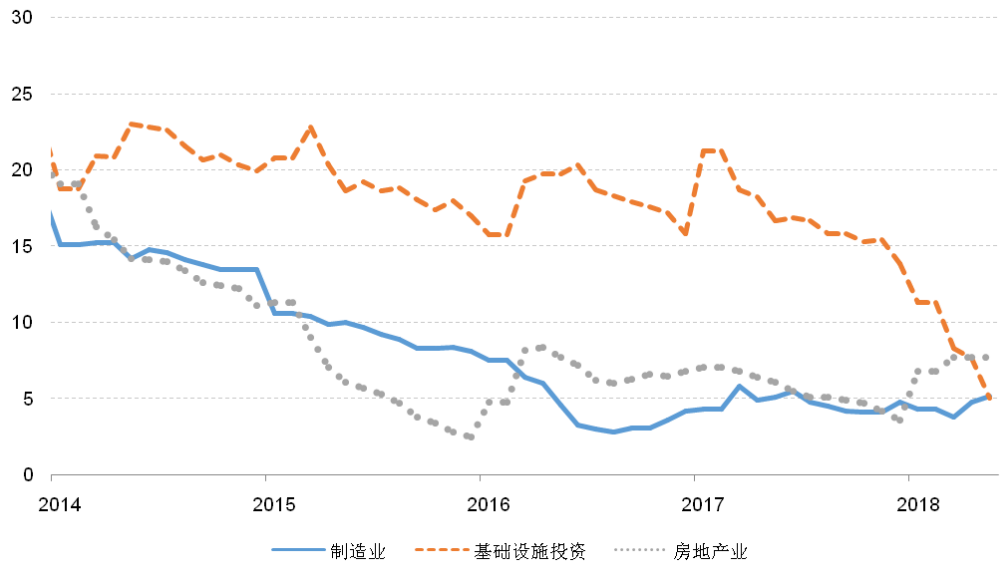

图 17　全国三大类固定资产投资累计同比

（数据来源：CEIC，上海财经大学高等研究院，单位：%）

制造业利润增速上升带动制造业投资继续回暖。制造业投资回暖的拐点在 2016 年 8 月，2016 年全年制造业利润累计同比增长 8.5%，2017 年全年累计同比增长 21%，2018 年 1-4 月累计同比 15%。虽然中美贸易战仍在发酵，但从前 5 月数据看，出口仍然维持较高增长，外部经济体持续复苏和过去几年产能过剩行业去产能基本结束支撑目前制造业投资增速回升。

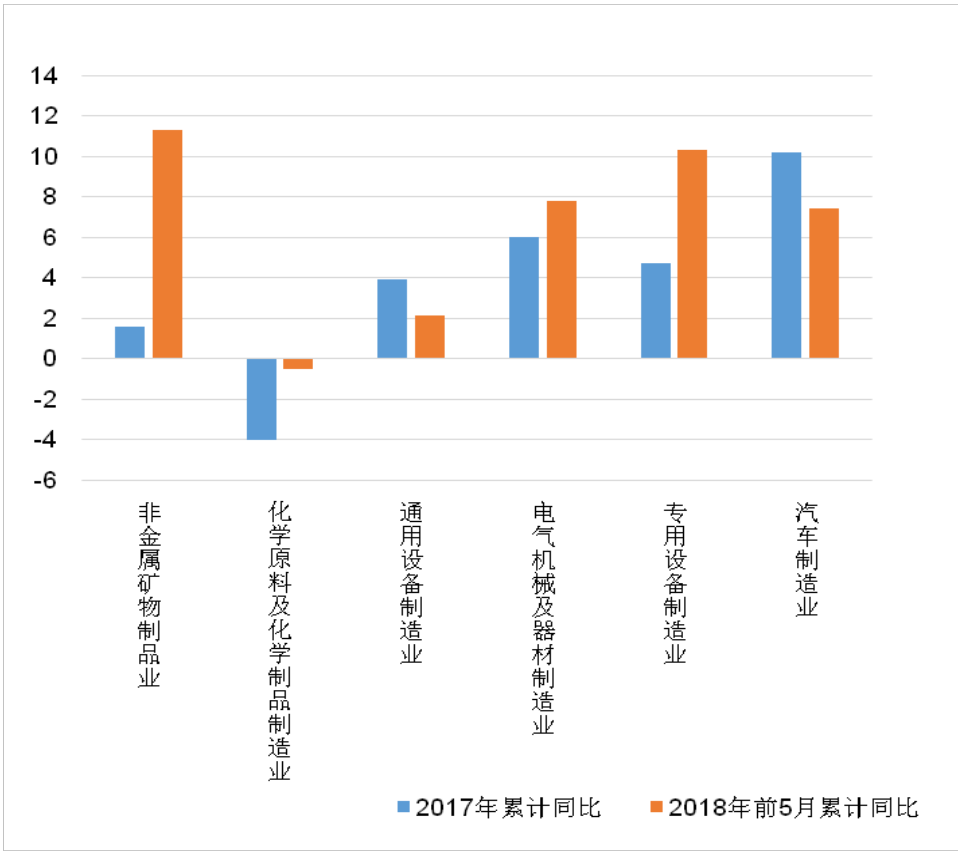

图 18　全国分行业投资累计同比

（数据来源：CEIC，上海财经大学高等研究院，单位：%）

然而制造业投资回暖的可持续性仍值得关注。目前金融去杠杆政策使得企业的融资成本较高，未来中美之间以及美国和其他国家之间的贸易摩擦可能使得外部经济环境变差，对制造业投资回升产生抑制作用。

房地产开发投资和房地产业固定资产投资增速均比去年回升。房地产库存从 2015 年以来持续下降，目前库销比已经处于历史较低位置。在 2018 年上半年房企拿地积极，目前房地产开发和房地产业投资增速均回升，1-5 月累计同比分别为 10.2%和 7.7%，比去年全年分别上升 3.2 和 4.1 个百分点。课题组预计房地产投资增速在下半年将继续回升。

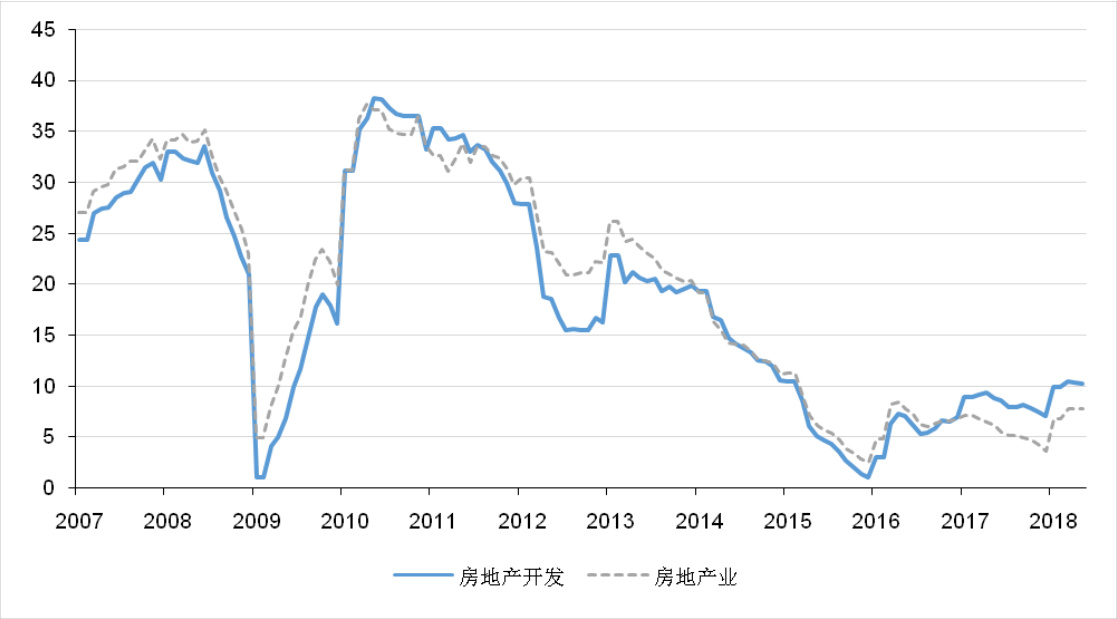

图 19　房地产开发和房地产业投资累计同比

（数据来源：CEIC，上海财经大学高等研究院，单位：%）

基础设施投资增速下降较多。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 全年下降 8.9 个百分点。其中二产中的电力、热力、燃气及水的生产和供应业下降最多，今年前 5 月累计同比增长-10.8%，比去年全年下降了 11.6 个百分点。今年 1-5 月，交通运输、仓储和邮政业投资累计同比增长 7.5%，比去年全年下降 7.3 个百分点，水利、环境和公共设施管理业上涨 9.2 个百分点，比去年下降 12 个百分点。民间在基建领域的投资也较大幅度回落。

总体来看，基建投资大幅下滑，房地产和制造业投资则略有回升。下半年房地产投资增速可能继续回升，制造业预计与上半年持平，基建投资可能会止跌回升。

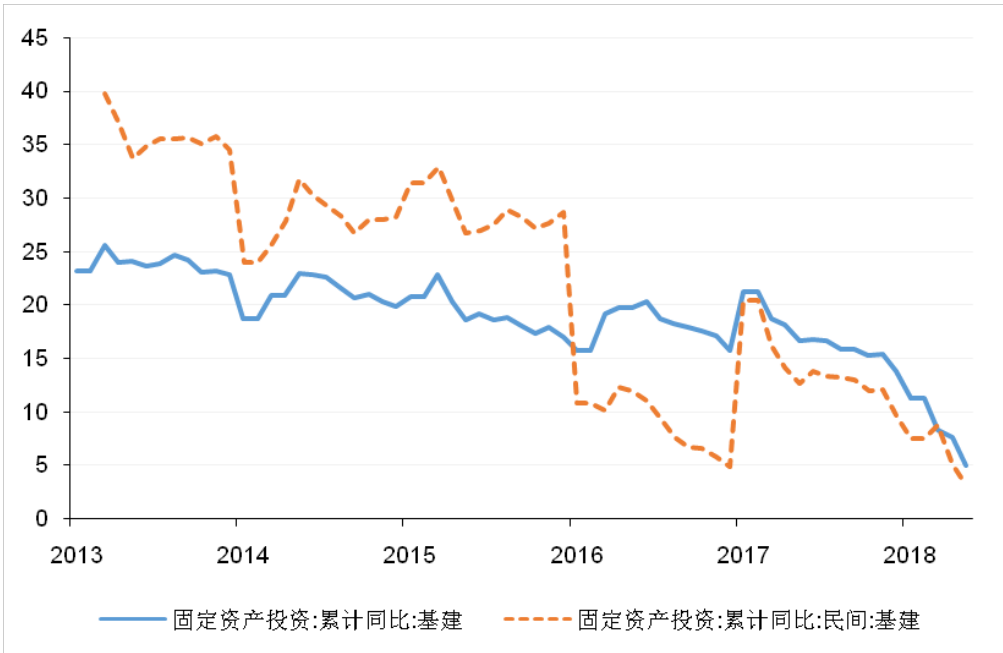

图 20　全社会和民间基建投资累计同比

（数据来源：CEIC，上海财经大学高等研究院，单位：%）

4. 进出口增速平稳，贸易顺差有所下降

2018 年 1-5 月，全国进出口增速较为平稳，出口增速和进口增速均保持高速增长。出口增速提高主要源于中国与新兴市场国家的贸易持续增长，进口增速的大幅提升主要源于进口价格和国内需求的持续回升。由于进口增速快于出口增速，贸易顺差较 2017 年同期大幅下降。2018 年 1-5 月，进出口总额为 15629.3 亿美元，同比增长 13%，其中，出口总额为 8533.5 亿美元，同比增长 8.2%；进口总额为 7095.8 亿美元，同比增长 19.5%；顺差为 996.7 亿美元，比 2017 年同期减少 441 亿美元。国际服务贸易增速保持稳定，其中，服务贸易出口增速小于进口增速，逆差略有扩大。国家外汇管理局的统计数据显示，2018 年 1-5 月，服务贸易总额为 3173.5 亿美元，同比增长 19.1%，其中，服务贸易出口总额为 951.1 亿美元，同比增长 15.4%；服务贸易进口总额为 2222.4 亿美元，同比增长 20.8%；服务贸易逆差为 1271.2 亿美元，比 2017 年同期增加 256.3 亿美元。

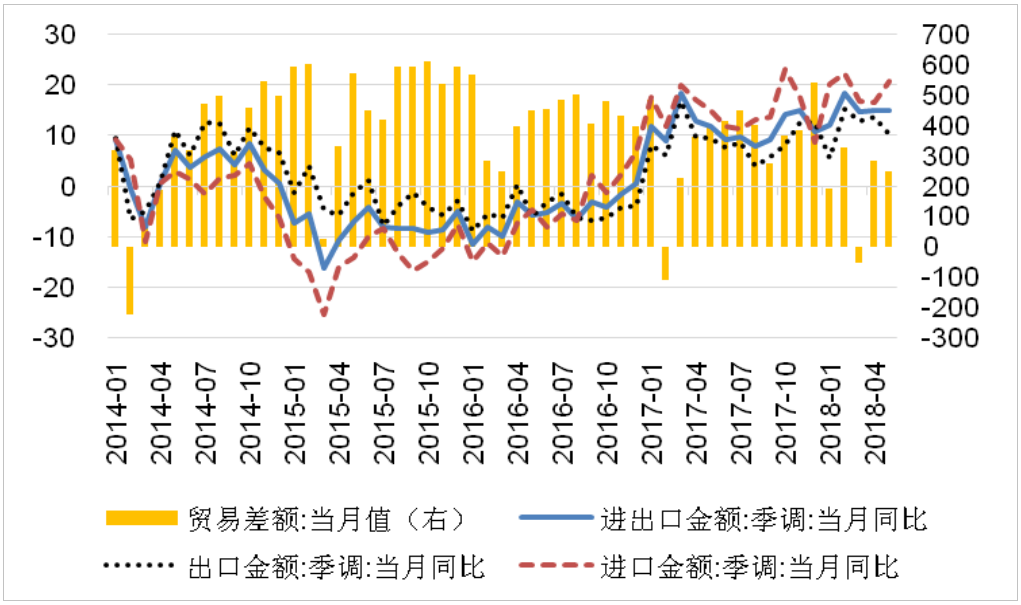

图 21　2014 年以来全国进出口增速及贸易差额变化

（数据来源：海关总署，单位：%（左）、亿美元（右））

2018 年以来，出口价格指数有所下滑，出口数量指数波动较大，出口面临的不确定有所增加。一方面，出口需求持续稳定，尤其是随着国际大宗商品价格的逐渐回升，新兴经济体也逐渐摆脱颓势，来自这些国家的贸易需求也得以提高。此外，受去年同期出口价格较高的影响，2018 年以来出口价格有所下滑，是出口数量持续稳定的又一因素；另一方面，2018 年 4 月份以来，美国集中出台了较多的贸易保护措施，不但直接导致中美贸易摩擦升级，也导致世界贸易形势日趋复杂，使中国面临的出口需求和汇率预期产生较大的不确定性，进而导致出口数量的波动性增加。从分项来看，出口价格的上升主要受机电类产品价格回升的影响，纺织类产品的价格水平依旧较低，而纺织类产品的数量增速也继续明显低于总出口增速，中国出口的产品结构持续改善。

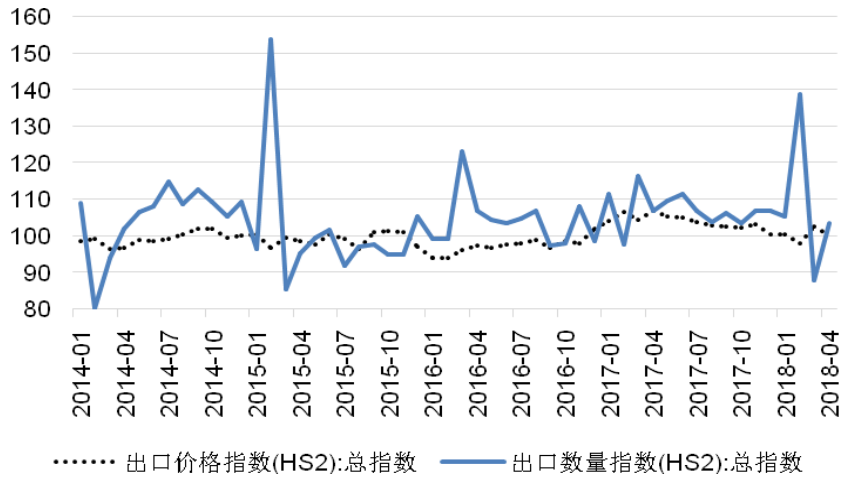

图 22　2014 年以来中国出口价格指数和数量指数走势（数据来源：海关总署，上年同月=100）

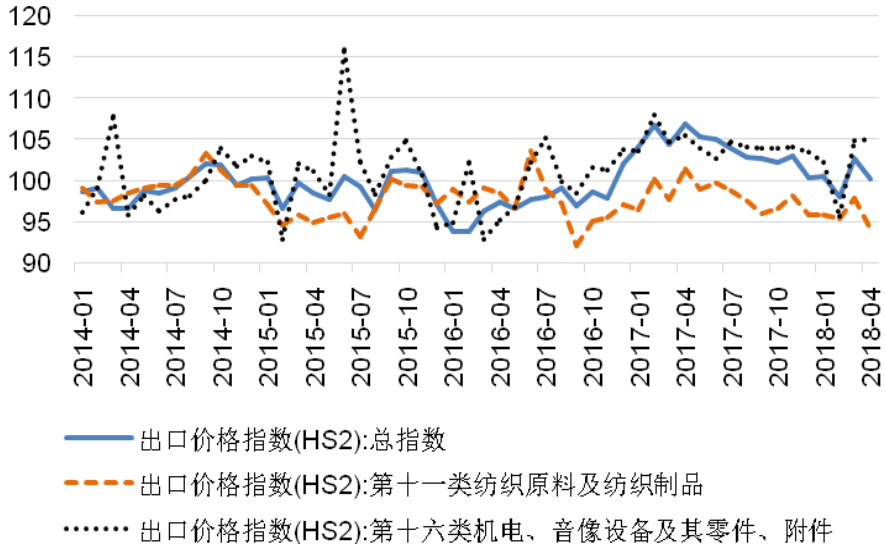

图 23　2014 年以来中国出口价格指数及其主要分项走势（数据来源：海关总署，上年同月=100）

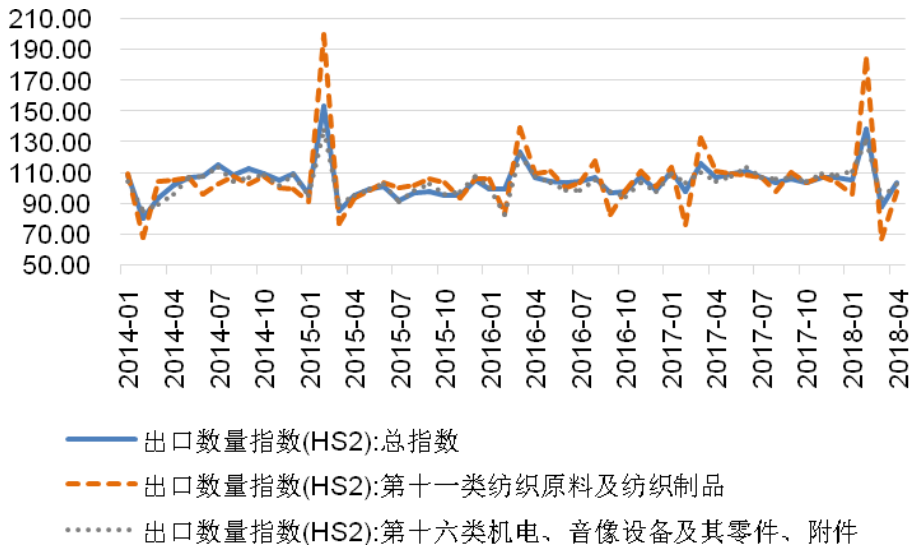

图 24　2014 年以来中国出口数量指数及其主要分项走势（数据来源：海关总署，上年同月=100）

2016 年下半年以来，进口量价齐升，带动进口增速由负转正，并在 2017 年实现大幅正增长。2018 年以来，受去年同期较高的基数影响，进口价格指数有所下降，且机电类产品进口价格的下降幅度大于矿产品价格的下降幅度，有效缓解了进口企业的成本。数量方面，进口数量指数平稳增长，且机电类产品的进口数量增速快于矿产品的进口数量增速。一方面，工业增加值稳定增长，为进口提供了持续稳定的内部需求；另一方面，进口价格指数相对 2017 年同期保持低位，有利于进一步提升进口需求，是进口持续增长的又一重要因素。

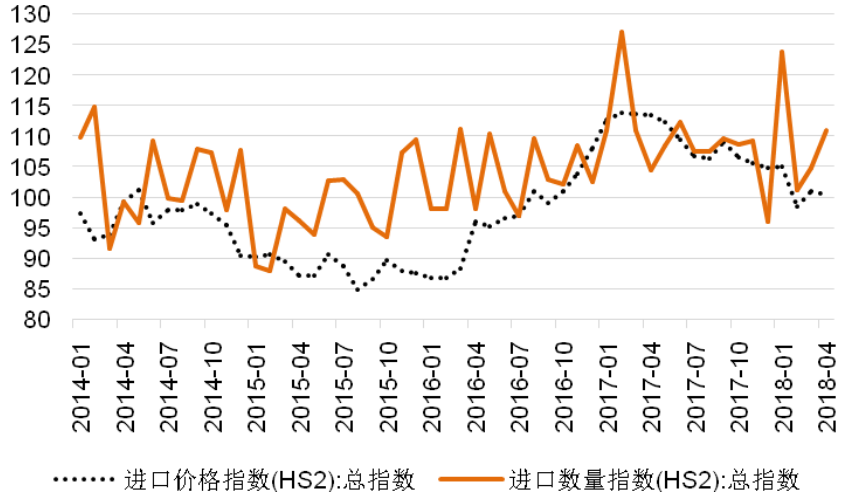

图 25　2014 年以来中国进口价格指数和数量指数走势（数据来源：海关总署，上年同月=100）

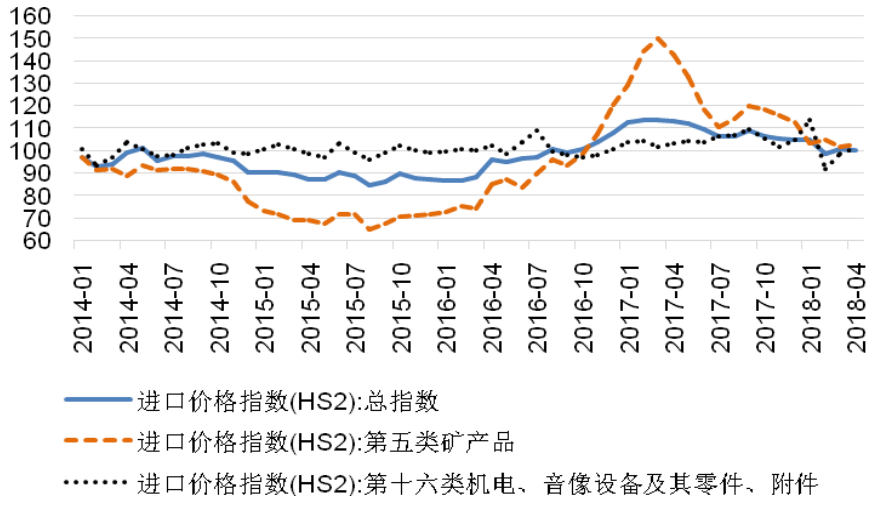

图 26　2014 年以来中国进口价格指数及其主要分项走势（数据来源：海关总署，上年同月=100）

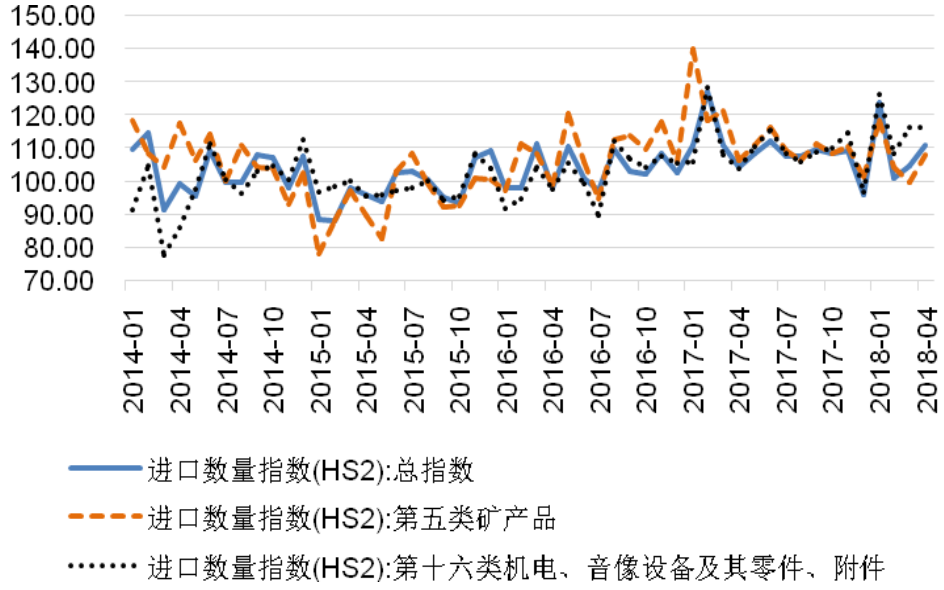

图 27　2014 年以来中国进口数量指数及其主要分项走势（数据来源：海关总署，上年同月=100）

分国别来看，相比于 2017 年全年，2018 年以来中国的对外贸易稳定增长。2018 年 1-5 月，中国对新兴经济体的出口增速和进口增速均出现大幅正增长。出口方面，新兴经济体受益于国际油价等大宗商品价格的回升，开始逐步走出衰退，并带动了其对中国产品需求的增长，从而使中国对新兴经济体的出口增速有所提高，已显著高于对美国等发达国家的出口增速。以巴西为例，2017 年和 2018 年 1 至 5 月，中国对巴西出口分别增长 31.9%和 37.4%。分商品类别来看，对巴西出口的商品普遍

增速较高，尤其以 HS 分类中的第 17 大类：车辆、航空器、船舶及运输设备的增速最高。进口方面，国内需求的稳定增长是带动进口增长的主要因素。对于发达经济体，美国经济的增长势头好于欧盟和日本，导致中国对美国出口增速略好于对欧盟和日本的增速。而中国从欧盟和新兴经济体的进口增速显著好于从美国进口的增速，这主要源于国内较高的进口需求。

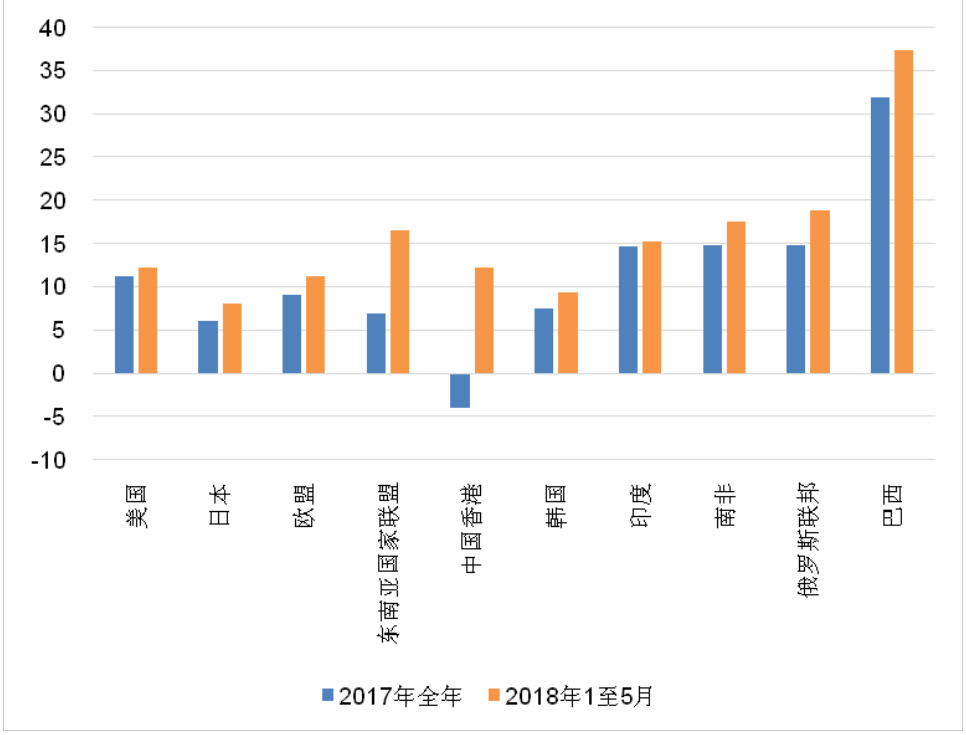

图 28　中国对主要出口国的出口增速（数据来源：海关总署，单位：%）

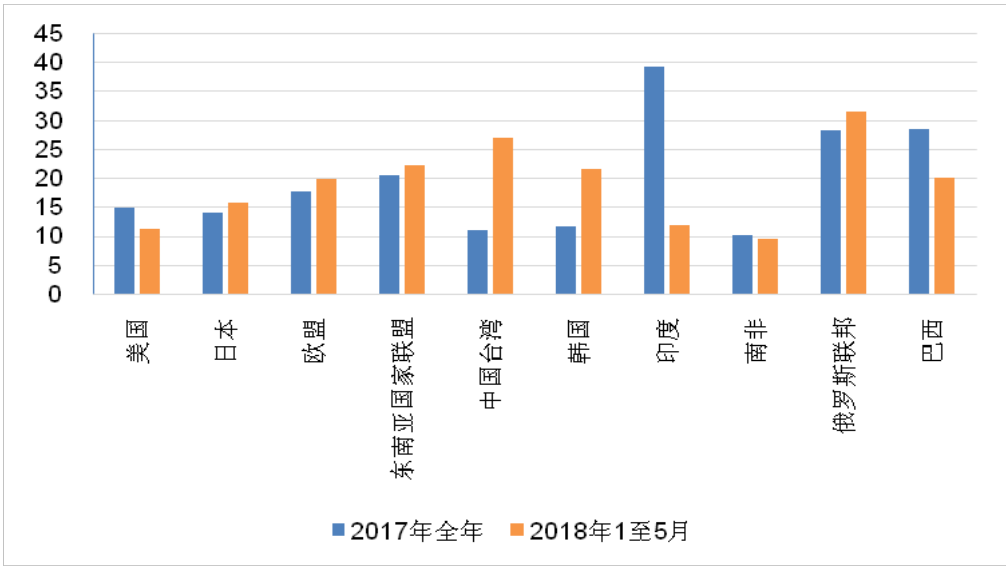

图 29　中国从主要进口国的进口增速（数据来源：海关总署，单位：%）

2018 年 1-5 月，中国服务贸易稳步增长。其中，服务贸易出口增速依然慢于进口增速，导致贸易逆差比 2017 年同期增加 256.3 亿美元，成为影响经常项目差额的一个不可忽视的因素。图 31 显示，服务贸易的逆差主要来源于旅行、运输、知识产权使用费、保险和养老服务这 4 个行业，并且以旅行逆差为主。2018 年 1-5 月，服务贸易逆差为 1271.2 亿美元，其中旅行逆差为 1036.8 亿美元，贡献了服务贸易总逆差的绝大部分。结构方面，占我国服务贸易较大比重的依然是一些传统的低附加值行业，如旅行、运输、加工服务等。受制于资本账户的部分管制，金融、保险等行业的服务贸易额仍然较低，如果服务贸易的管制被逐步有序放开，未来中国服务贸易增长的潜力巨大。

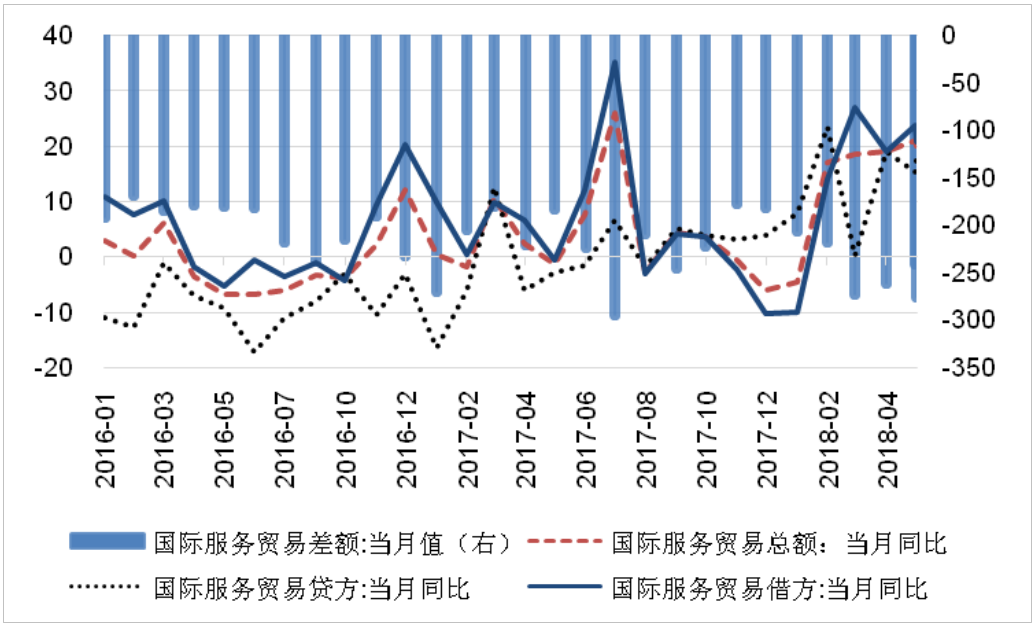

图 30　2016 年以来服务贸易走势

（数据来源：国家外汇管理局，单位：亿美元（右）、%（左））

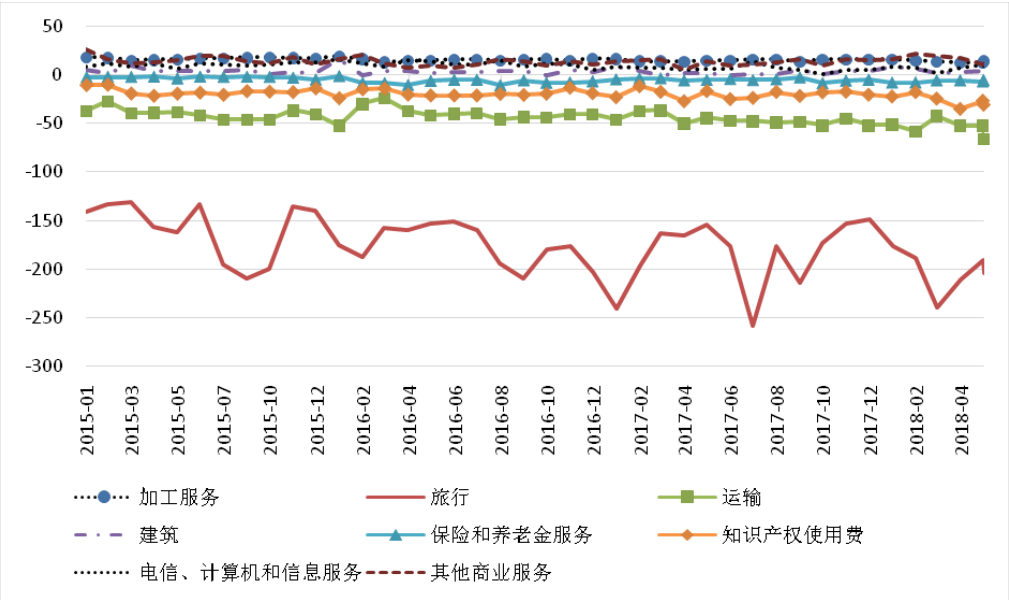

图 31　2015 年以来主要行业服务贸易差额变化

（数据来源：国家外汇管理局，单位：亿美元）

5. 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

2018 年上半年以来，外汇储备规模基本稳定在 3.1 万亿美元，人民币经历了先升后贬的变化过程。2018 年年初至 2 月上旬，人民币一路快速升值，升幅约 3.6%；2 月中旬至 4 月中旬，人民币汇率在 6.2-6.4 之间窄幅震荡；4 月中旬以来，人民币再度转为贬值，尤其自 6 月 14 日美联储议息会议以来，人民币贬值速度加快。中国人民银行 2017 年 5 月宣布在中间价报价模型中引入逆周期调节因子，在一定程度上有效地克服了当时市场一直存在的人民币贬值预期，到 2018 年初，人民币贬值预期已经基本消散。2018 年 2 月，中国人民银行副行长，国家外汇管理局局长潘功胜撰文表示，随着我国跨境资本流动趋于平衡，中国前期采取的宏观审慎政策已全部恢复中性，未来跨境资本流动管理上，也将强调这一中性原则。这说明货币管理当局对于人民币汇率预期和未来跨境资本流动的管理能力和市场沟通水平都有明显提升，透露出央行希望人民币/美元汇率和未来跨境资本流动双向波动。其后，人民币汇率保持了一段时间的基本平稳，但随着美元指数 4 月中旬后重新走强，人民币再度趋向贬值方向，加大了资本外流的风险。尤其自美联储议息会议后，人民币兑美元汇率中间价从 6 月 14 日的 6.3962 跌至 7 月 2 日的 6.6490，跌了 2528 点。7 月 3 日更曾一度跌破 6.70。然而，课题组认为，鉴于我国充足的外汇储备，国际收支稳定，跨境资本流动大体平衡，加之货币管理当局近年来积累的丰富的经验和充足的政策工具，人民币如此跌势不会持续，人民币汇率将稳定在一个合理区间，此次人民币中间价的贬值不会产生贬值恐慌和资本大量外流的风险。

2017 年，人民币兑美元汇率经历了高位盘整到单边升值的转变，在岸价(CNY)和离岸价(CNH) 分别升值约 6.2%和 6.6%。回顾 2015 年 8 月 11 日汇改以来，汇率六次比较大的变动都是趁着全球大事件发生的外部环境之下快速释放贬值压力，减低炒作卖空的风险（图 35）。一次是因为中间价改变因而于 2015 年 8 月 11 日-8 月 27 日两周间中间价下跌 4.7%；其次是岁末年初央行发布一篮子货币的关注以及对美联储加息预测造成 2015 年 11 月 5 日-1 月 7 日之间中间价大幅度的贬值 3.9%；第三次源于 2016 年 6 月底英国宣布退欧与美联储升息预期迭加效应，一周内收盘价跌了 1 个百分点，两周内收盘价贬了将近 2 个百分点；第四次是从特朗普当选以来，

2017 年 11 月 8 日-11 月 24 日收盘价贬约 2%（或是下调 1304 个基点）；第五次是 2017 年底美国税改法案通过，人民币兑美元汇率中间价从 11 月 28 日的 6.5874，一路下调到 12 月 8 日的 6.6218 点，跌去了 344 点。最近的一次是美联储 6 月 14 号的议息会议，宣布再度加息 25 个基点，这是美联储年内第二次加息；加之美国经济数据好于欧洲、日本，美元指数不断刷去新高；央行 6 月 28 日发布的二季度会议纪要提出“稳健的货币政策保持中性，保持流动性合理充裕”的货币政策和美国逐渐收紧的货币政策出现分歧，中美利差进一步缩窄，使得人民币资产的吸引力相对下降；中美贸易摩擦逐渐加剧，中国贸易顺差收窄；此外，在金融严监管的背景下，中国经济在短期内仍面临一定下行压力，这些都加大了市场对于人民币贬值预期，加剧了资本外流的风险。在两周多的时间里，人民币兑美元汇率中间价从 6 月 14 日的 6.3962 跌至 7 月 2 日的 6.6490，跌了 2528 点。7 月 3 日早晨，离岸人民币兑美元率先跌破 6.70 关口，为 2017 年 8 月以来首次；之后，离岸人民币最高跌破 6.73 关口。接着，在岸人民币在离岸人民币的影响下，早盘一度跌破 6.71，跌幅超过 400 点。随后，为提防市场预期在此情况下再度出现强烈的单边贬值预期，外管局局长、央行副行长潘功胜，央行行长易纲，中国人民银行金融研究所所长孙国峰，陆续出来表态，近期外汇市场的波动主要是受美元走强和外部不确定性等因素影响，有些顺周期的行为，非人民银行有意引导，我国国际收支总体平衡，外汇储备充足，我们有信心保持人民币汇率在合理综合水平上的基本稳定。考虑到错综复杂的国际金融形势和我国面临的一些严峻挑战与不确定性，课题组预估 CNY/USD 2018 年下半年将在 6.7 附近双向波动。

课题组根据经济政策不确定性指数（Economic Policy Uncertainty Index, EPU index）研究了不确定性与国际资本流动和汇率之间的相关性和预测能力。EPU index 由斯坦福大学和普林斯顿大学的 Scott R. Baker、Nicholas Bloom 和 Steven J. Davis 三位学者编制，是一种量化经济政策不确定性的方法，而中国经济政策不确定性指标是量化中国媒体报纸的报道所隐含的经济政策的不确定性，以此探知央行和政府决策的动向。首先，鉴于国际收支数据的发布频率（季度）较低，本报告以金融机构外汇占款和外汇存款的变动作为反映跨境资本流动额月度指标，令其减去贸易差

额和直接投资差额，即可得到月度的证券投资和其他投资之和，用以反映国际资本流动中具有高波动性和高风险特征的跨境资本流动，这部分资本流动是引起跨境资本大幅波动的主要原因。如图 32 所示，2016 年以来随着资本管控的深入，跨境资本流出得到非常有效地遏制。

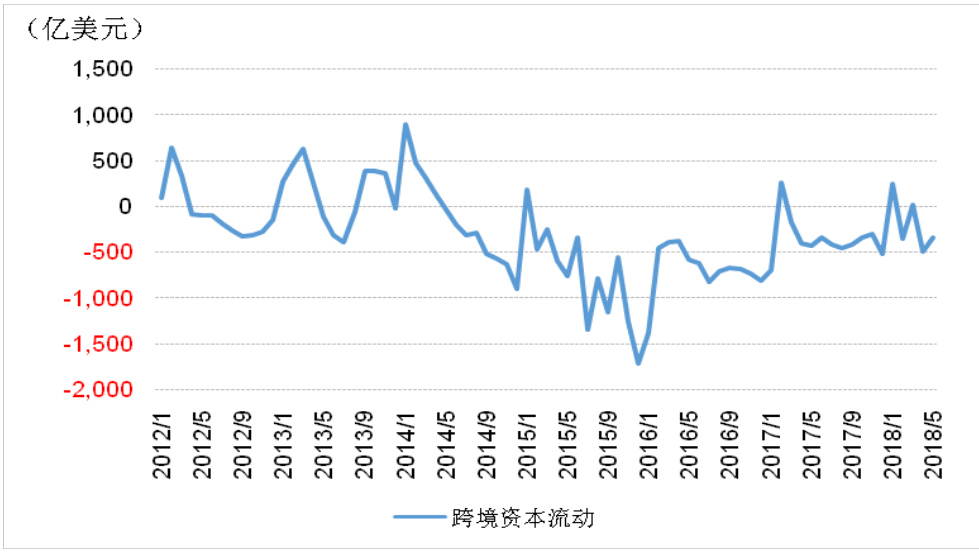

图 32　2012 年以来具有高波动性和高风险特征的跨境资本流动

（数据来源：国家外汇管理局，单位：亿美元）

课题组利用前文构造的跨境资本流动指标，来计算 EPU index 和资本流出之间的相关性，算得 2016~2018 年间 EPU 和资本流动之间的相关性仅为-0.24，而 2010 年~2018 年间两者的相关性为-0.42，由此也进一步印证了 2016 年之后的资本管控政策非常有效，遏制了不确定性给国际资本流出带来的影响。若考虑 EPU 与汇率之间的相关性，EPU 可作为一个领先指标用以预测一个季度内的汇率变动。

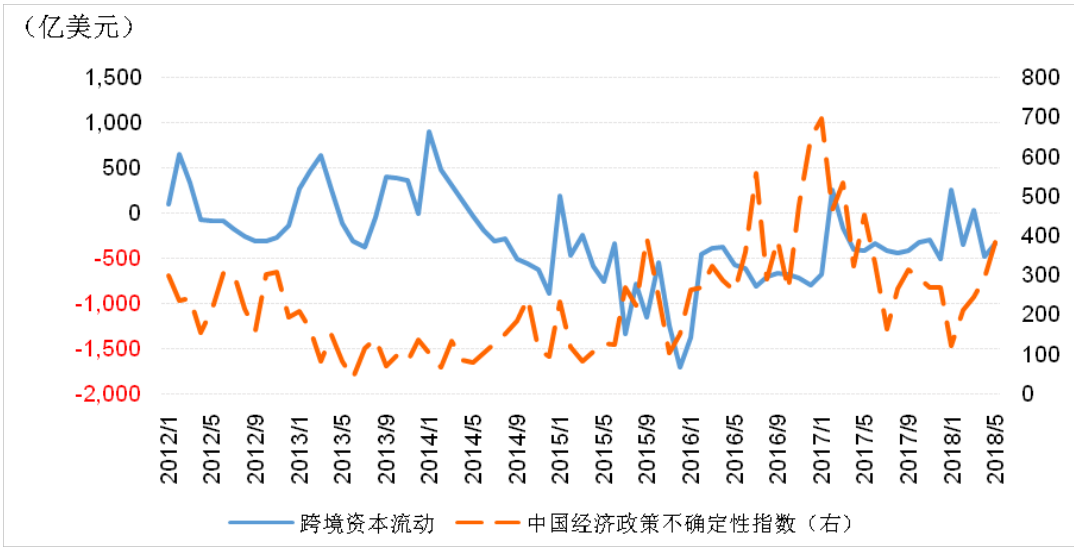

图 33　跨境资本流动与中国经济政策不确定性指数

（Baker, Bloom and Davis，2016（右），数据来源：国家外汇管理局，单位：亿美元（左））

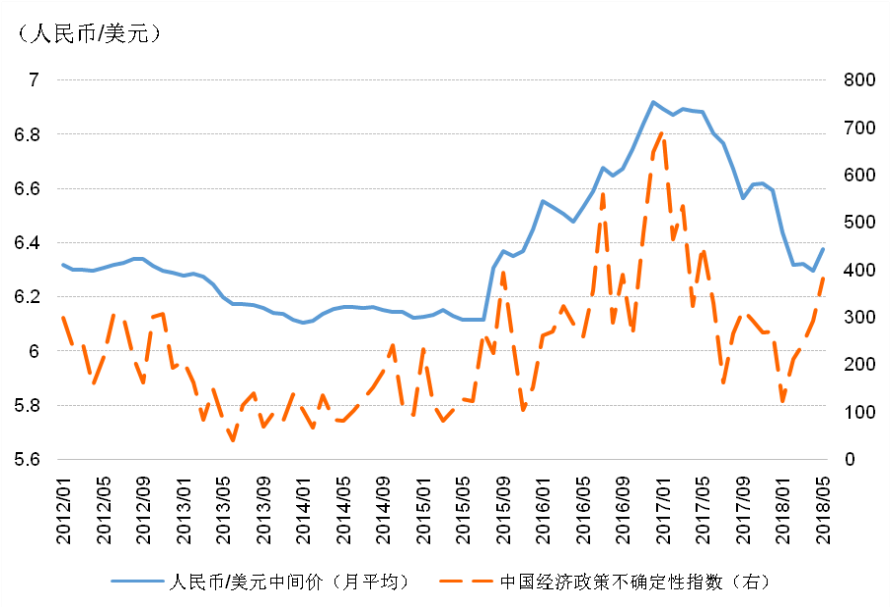

图 34　人民币/美元中间价与中国经济政策不确定性指数

（Baker, Bloom and Davis，2016（右），数据来源：国家外汇管理局，单位：人民币/美元（左））

可以从图 34 中看到的是，经济政策不确定性指数在汇率波动的数个拐点体现领先性，例如在 2015 年 8 月 11 日汇改使得人民币中间价一次性贬值近 2%之前，5 月经济政策不确定指数已经出现大幅上扬。同样的，早在 2018 年 4 月人民币进入贬值通道之前，1 月经济政策不确定指数已经由下降进入上升阶段。经课题组测算，两

者的相关性达到 0.8，而且经济政策不确定指数在趋势上的领先达到一个季度。在此基础上，课题组利用 2018 年 5 月及以前的历史数据和模型预测 6 月的人民币/美元汇率中间价（月平均）为 6.43，与此期间的人民币/美元汇率中间价均价 6.46 极为接近。从课题组的模型预测上可以看出，EPU 指数有效地预测到短期内人民币将保持贬值趋势。若将 6 月数据引入模型内，并考虑到国内基本面下行和外部环境的双重影响，估计 7 月-10 月人民币汇率会在 6.7 左右波动。

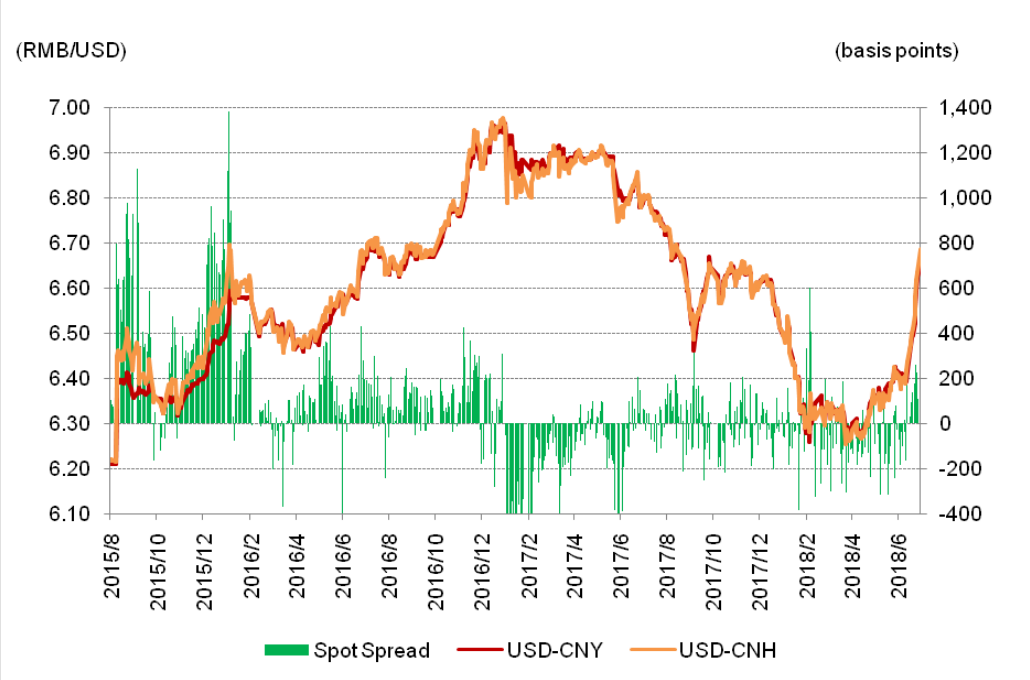

图 35　人民币在岸(USD-CNY)与离岸(USD-CNH)近期走势

（数据来源：WIND）

课题组使用标准化的外汇储备变动幅度除以标准化的汇率变动幅度建构的（图 36），指标越接近1，表明外汇干预力度越大。从上海财经大学高等研究院构建的指数可以看出，近期央行直接干预汇市的痕迹不多，也从一定程度上反映出连日来人民币的贬值更多地是市场对美元升值的自发反应。此外，结合最近央行外汇领域高层的表态，不难看出，央行坚持人民币汇率的形成机制将不断地延续市场化方向进行改革，实现清洁汇率的决心。美元指数的不断升高，一方面得益于近期欧洲、日本复苏的放缓和美联储年内第二次加息。另一方面，尽管中国经济制造业向好，但在稳杠杆、金融监管、房地产调控和整顿财政纪律背景下，房地产投资和基建投资

收缩可能难以避免，总体看中国经济短期内仍面临一定下行压力。中国人民银行货币政策委员会于6月28日发布的二季度例会的会议纪要删除了以往“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”的表述，从一定程度上也侧面反映出央行在此次人民币贬值过程中直接干预汇市的痕迹不大。此外，7月3日央行行长易纲也表示，近期外汇市场的波动主要是受美元走强和外部不确定性等因素影响，非人民银行有意引导。

未来人民币走势仍一定程度地受美联储加息及缩表的路径选择影响，此外，还会受到诸如金融开放，贸易摩擦等不确定性的影响。美联储2015年底启动加息之后，以稳健的步伐逐渐将货币政策正常化。在此基础上，美联储自2017年10月份起已经启动缩减资产负债表，预计未来4-5年，美联储或将资产规模缩减近半至1.9-2.7万亿美元左右。经济前景方面，美国经济会在特朗普税改等一系列刺激性财政政策下向好，加强了美国经济持续复苏的预期。美国劳工部公布的数据显示，美国5月新增非农就业人数22.3万，好于预期19万，非农就业连涨了92个月，创史上最长就业扩张周期；5月失业率3.8%，预期3.9%，前值3.9%；5月劳动力参与率为62.7%，前值62.8%；5月平均每小时工资环比0.3%，预期0.2%，前值0.1%；4月平均每小时工资同比2.7%，预期2.6%，前值2.6%。在接近充分就业的前提下，尽管强劲的劳动力市场有可能使美联储对经济过热保持警惕，但综合各方面因素，美联储有望在接下来的时间积极的加息。美联储在6月14日宣布将联邦基金利率目标区间上调25个基点1.75%-2.0%。预计美联储年内还将加息两次各25个基点。

从长期看，考虑中美两国可能的未来的经济基本面，人民币汇率不存在持续下行、大幅偏离均衡水平的基础。一方面，中国经济增长前景将作为最终支持人民币汇率的因素。2015年10月末中共中央十八届五中全会将中国经济的成长目标设置为GDP在2010-2020年之间实现翻倍，因此若将隐含的6.5%为底线的增长目标作为首要目标，维持汇率稳定需要经济增长为基础。此外，随着我国金融开放程度的加深，国际资金将更加积极的参与中国金融市场。2018年6月，国家外汇管理局发布《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》（国家外汇管理局公告2018年第1号），人民银行会同国家外汇管理局发布《中国人民银行国家外汇管理局关于人民币合格

境外机构投资者境内证券投资管理有关问题的通知》（银发〔2018〕157号），完善合格境外机构投资者（QFII/RQFII）境内证券投资相关管理，进一步便利跨境证券投资。其主要政策措施包括：一是取消QFII资金汇出20%比例要求，QFII可委托托管人办理相关资金汇出。二是取消QFII、RQFII本金锁定期要求，QFII、RQFII可根据投资情况汇出本金。三是允许QFII、RQFII开展外汇套期保值，对冲境内投资的汇率风险。

另一方面，根据美国国会预算办公室(congressional budget office, CBO)的预测，尽管美国经济在短期内会被特朗普税改政策等扩张性财政政策刺激向好，但从长期看来，美国财政刺激美元走高或难继续，2018年美国的实际GDP增速预计能达到3.3%，2019年2.4%，2020-2026年平均1.7%，2026-2028年平均1.8%，美元上升动力有限，美元指数或将回落。

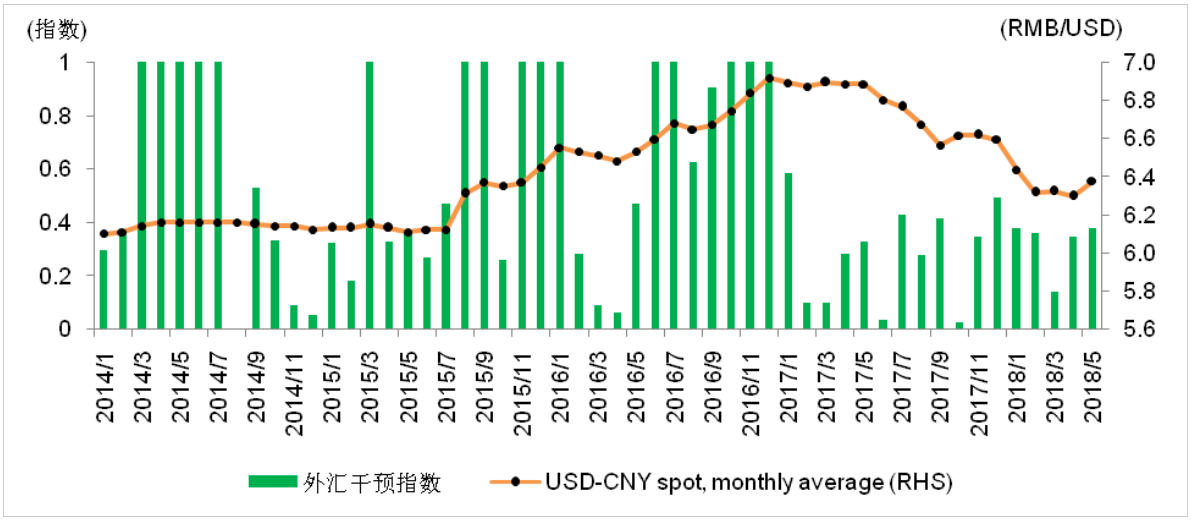

图 36　外汇干预指数(上海财经大学构建)

（上海财经大学高等研究院构建（左），数据来源：中国人民银行，国家外汇管理局，单位：RMB/USD（右））

2018 年上半年以来人民币汇率有几个特征：第一，人民币在岸与离岸的汇差 (离岸减去在岸) 从 2016 年 1 月的 1400 点缩小至如今二者基本持平，显示人民币做空压力得到缓解。最主要的一个原因是特朗普当选以来，美元走弱（见图 37）。美元指数在 1 月份下跌约 4%，之后进入起起伏伏的阶段，到了 2018 年 4 月中旬，经济

数据上欧弱美强，中美间的贸易谈判取得一定进展，美联储加息步伐更加明确，美债收益率持续攀升，都对市场情绪造成了较大的冲击。在接下来的一个半月里，美元指数节节攀升，收复了 1 月份 4%的跌幅，最高触及 95 水平。尤其自 6 月 14 日美联储加息以来，人民币汇率跌去了今年的全部涨幅。

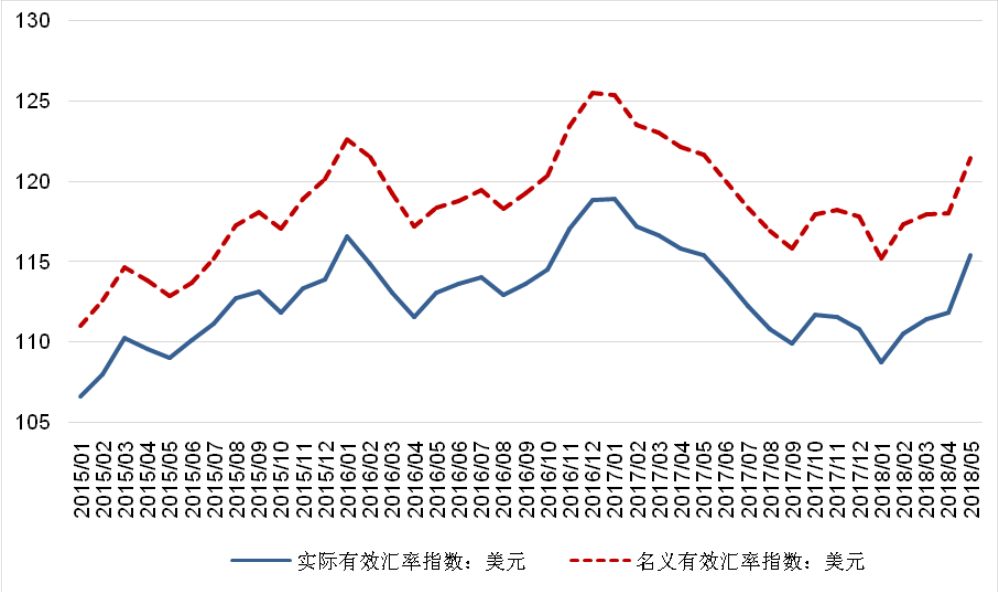

图 37　美元指数近期走势（数据来源：国际清算银行）

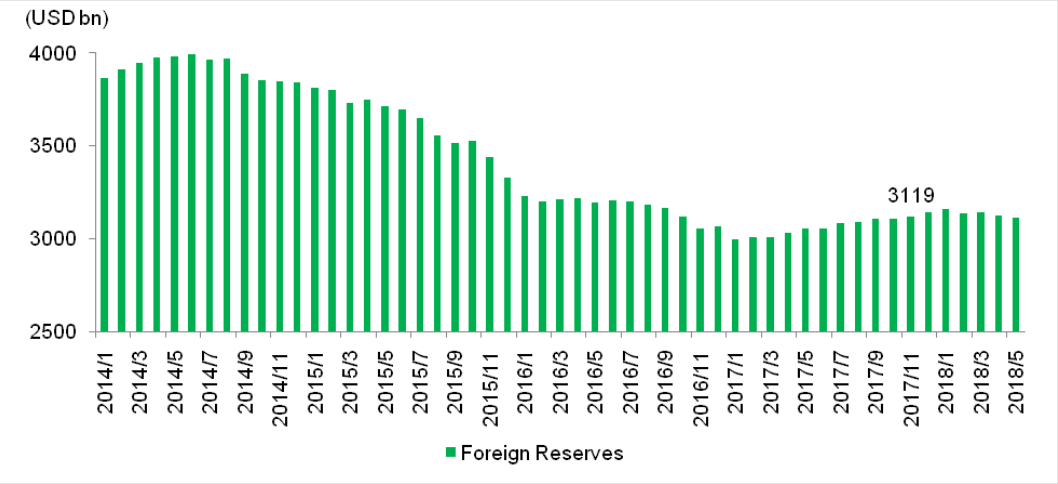

图 38　外汇储备近期走势（数据来源：国家外汇管理局，单位：USD Billion）

第二，外汇储备稳定在 3.1 万亿美元。自 2014 年 6 月底外汇储备见顶回落以来，到 2017 年 1 月，中国外汇储备累计减少了 9950 亿美元（见图 38），其中约 65%是 2015 年“8.11”汇改以后发生的。之后，外汇储备连续十二个月回升。截止 2018 年 5

月，外汇储备约为 3.1 万亿美元，显示资本管控近期内十分有效。而外汇储备/M2 比例下降趋势引人担忧。外汇储备/M2 是国际货币基金组织的新标准，用来衡量外汇储备够不够用。到 2018 年 5 月底，中国的外汇储备与 M2 之比降至 11.44%，较 2014 年 6 月底下降了 9.13 个百分点（见图 39）。这引起了市场对于央行汇率维稳能力的担忧。然而，实际上，早在 2006 年底，中央经济工作会议就指出，中国国际收支的主要矛盾已经从外汇短缺转为了贸易顺差过大、外汇储备增长过快，提出必须把促进国际收支平衡作为保持宏观经济稳定的重要任务。也就是说，早在十多年前，中国政府就已经明确不追求外汇储备越多越好。从这个意义上讲，外汇储备/M2 一定程度的回落也是政府乐见其成的结果。

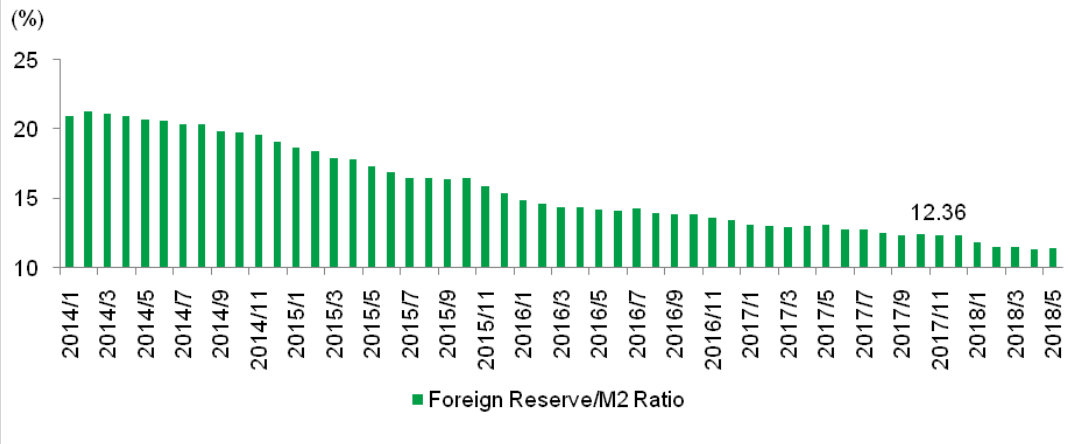

图 39　外汇储备/M2 比例

（数据来源：中国人民银行，国家外汇管理局，上海财经大学高等研究院构建，单位：%）

在国际收支平衡表中，非储备性质的金融账户包括直接投资、证券投资、金融衍生工具和其他投资。非储备性质的金融账户集中反映民间部门的跨境资本流动。这个项目的变化，除了反映民众在外汇需求的某些实际情况之外，更加反映了一些预期的变化。从中国非储备性质的金融账户来看（图 32 和图 40），非储备性质的金融账户在 2017 年扭转了自 2015 年 8.11 汇改以来的大量资本流出的局势，变为资本流入，这与人民币兑美元汇率在 2017 年的较大幅度升值是相对应的，同时也显示了自 811 汇改之后资本管控政策已见成效。从另一层面，也能反映出我国金融市场双向开放的稳步推进，国际资金聚焦中国市场，境外机构不断增持中国债券。2018

年 6 月，国家外汇管理局发布《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》，人民银行会同国家外汇管理局发布《中国人民银行国家外汇管理局关于人民币合格境外机构投资者境内证券投资管理有关问题的通知》，完善合格境外机构投资者（QFII/RQFII）境内证券投资相关管理，进一步便利跨境证券投资。此外，中国人民银行副行长，国家外汇管理局局长潘功胜表示随着我国跨境资本流动趋于平衡，中国的宏观审慎政策已回归中性原则，未来跨境资本流动管理上，也将强调这一中性原则。4 月份，银行结售汇顺差约为 106.3 亿美元，5 月份约为 193.63 亿美元。

然而，影响我国跨境资本流动的不稳定不确定因素依然存在。中美两国货币政策的分歧导致的利差幅度、贸易摩擦、国际政治地缘风险、国内经济金融领域风险等因素，可能对国际金融市场和国际资本流动造成一定影响，加大跨境资本波动。从净误差与遗漏项来看，短期内不容乐观（图 41）。自 2015 年“8.11 汇改”以来，尽管我国实行了严格的资本管制，净误差与遗漏项所隐含的资本流出已经接连 3 年呈现了 2000 多亿美元的规模。

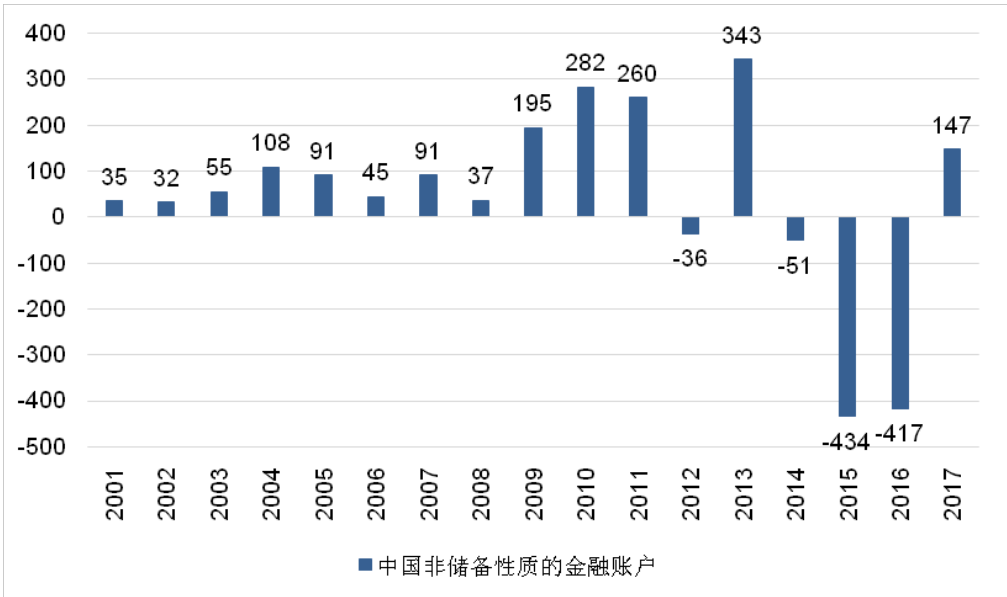

图 40　中国非储备性质的金融账户（数据来源：国家外汇管理局，单位：USD Billion）

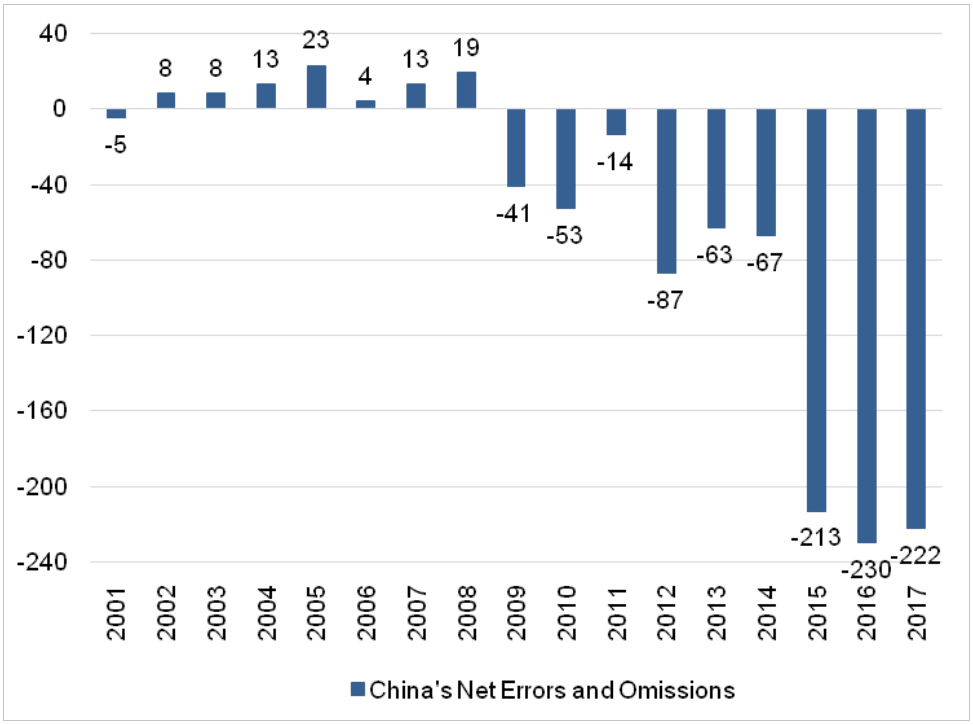

图 41　中国净误差与遗漏项（数据来源：国家外汇管理局，单位：USD Billion）

综上所述，从人民币汇率的短期波动看，美元走势、中美两国货币政策分歧导致的利差幅度以及中国经济形势会对汇率走势产生直接影响。首先，美元指数的强弱是人民币汇率调整的外部压力来源。今年 4 月后美元指数的走强，是人民币此次贬值的重要外部原因。其次，面对国内经济的下行压力，中国人民银行货币政策委员会于 6 月 28 日发布的二季度例会会议纪要提到，稳健的货币政策保持中性，保持流动性合理充裕，这和美国逐渐收紧的货币政策出现分歧，中美利差进一步缩窄，使得人民币资产的吸引力相对下降。第三，在金融严监管和去杠杆的压力之下，短期看国内经济下行风险犹存，基本面弱化对人民币汇率产生压力。第四，未来随着贸易摩擦的升级，我国贸易顺差或将进一步收窄。然而，我们也应理性的看待中美之间的贸易摩擦。除此之外，在人民币汇率的浮动更趋向于市场化的形势下，我国的货币政策会更加具有自主性，会对调节我国的内部平衡起到更有效的作用。其次，我国金融去杠杆和强监管已经传导至实体经济，对房地产的调控也在不断探索中，所以对我国经济没有必要悲观。因此，课题组认为，货币当局有充足的外汇储备，

积累的丰富的经验和足够的政策工具，为人民币汇率提供实时性支撑，人民币汇率将稳定在一个合理区间。

6. 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

从货币供应来看，截至 5 月，M2 余额 174.3 万亿元，同比增长 8.3%，增速与上月末持平，比上年同期下降 0.8 个百分点；M1 余额 52.6 万亿元，同比增长 6%，增速分别比上月末和上年同期低 1.2 和 11.0 个百分点；M0 余额 7.0 万亿元，同比增长 3.6%。如图 42 所示，自 2016 年下半年开始，M1 和 M2 增速双双进入下行通道，虽然今年 1 月 M2 增速有微弱反弹，但是 M2 增速缓慢下降的趋势仍未改变，当前增速处于 10 年来的最低区间，而 5 月的 M1 的增速也创下 34 个月以来新低。另外，M1 和 M2 之间的剪刀差自 2017 年 2 月以来显示出逐渐收敛的迹象，截止 2018 年 2 月，M1 与 M2 的之间的剪刀差已完全消失，可见，自 2017 年以来的金融系统去杠杆以及强监管对货币供应的影响仍在持续。

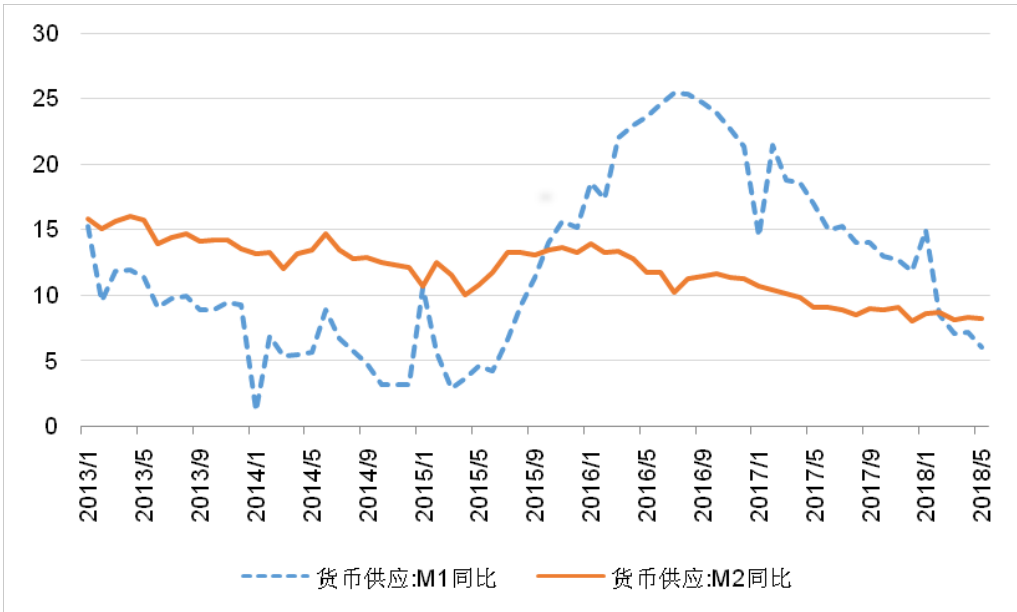

图 42　货币供应各项增速（数据来源：中国人民银行，单位：%）

从M2 的各来源结构来看，如图 43 所示，截至 5 月存款性公司对其他金融部门的债权同比仅增 1.0%，对非金融部门的债权同比增加 11.0%[①] 。值得注意的是，对其他金融部门的债权在 2013-2016 年间的增速保持 40%以上，与今年 5 月 1%的增速形成鲜明对比，可见金融系统去杠杆和强监管的力度之大。而M2 增速的持续下降正是金融去杠杆、强监管的结果。从M2 的分布来看，1-5 月，人民币存款累计新增 6.9 万亿元，同比多增 4621 亿元；外币存款累计新增 101 亿美元，同比少增 560 亿美元。其中，居民户存款累计新增 3.2 万亿元，同比多增 3017 亿元；非金融企业存款累计减少 6505 亿元，同比少增 1.0 万亿元；非银行金融机构存款累计新增 2.1 万亿元，同比增加 1.3 万亿元；财政存款累计新增 1.1 万亿元，同比增加 401 亿元。可见，今年前 5 个月，在金融去杠杆的背景下，虽然存款性公司对非金融部门的债权增速下滑不大，但这主要是居民部门存款增速较快的结果，实际上非金融企业的流动性收紧的幅度是很大的。课题组认为，今年以来金融系统内部深入推进去杠杆的工作，表外融资断崖式下降，信贷增速虽然较高，但仍不足以满足表外融资向表内转移的需求，金融系统内部流动性不断收紧，使得今年上半年以来整体呈现“融资难，融资贵”的局面，金融去杠杆的影响已经传导至实体经济，这一点在社会融资中也已经开始体现。

[①]关于 M2 各来源结构对 M2 增速影响的详细分析，可参见课题组首席顾问、中国人民银行参事盛松成的《从社融与 M2 增速背离看金融去杠杆》以及《从 M2 增速下降到社融增量下跌看金融去杠杆》。

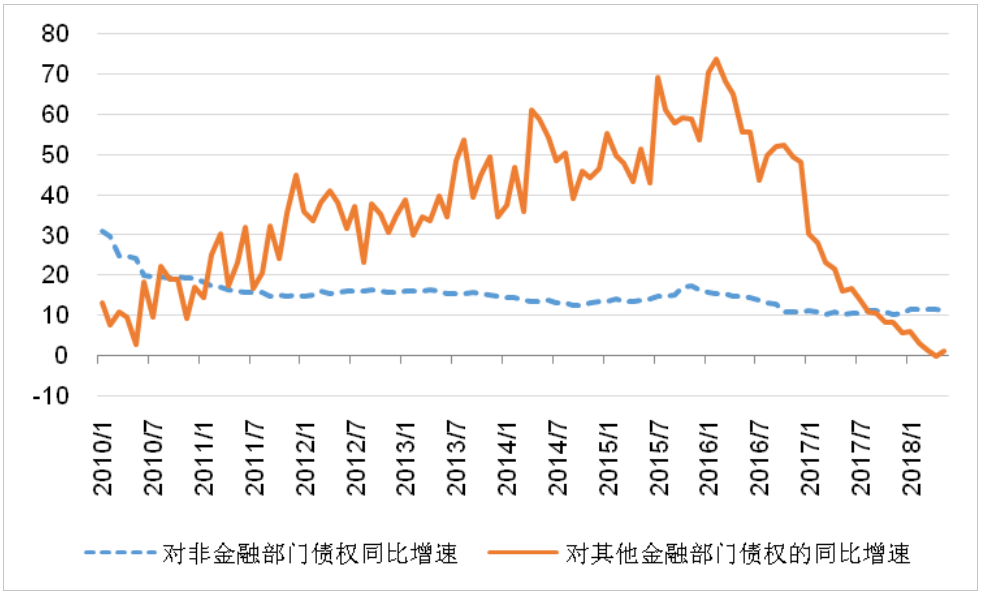

图 43　存款性公司概览（部分）（数据来源：中国人民银行，单位：%）

从社会融资来看，截至 5 月，社会融资累计新增 7.9 万亿元，同比少增 1.4 万亿元，1 至 5 月新增人民币贷款累计增加 7.1 万亿元，同比增加 3235.6 亿元，同比增速为 4.8 %；占比社会融资总量约 89.5%，较 2017 年同期水平上升 17.2 个百分点，图 44，信贷几乎是全社会融资的唯一渠道。从新增人民币贷款的分项来看，增量信贷主要投入到了短期贷款以及票据融资中：中长期贷款累计同比少增 6124 亿元，而短期贷款以及票据融资累计同比增加 9362 亿元。非金融企业方面，1 至 5 月非金融企业及其他部门的贷款累计同比增加 4533 亿元。其中，非金融企业的中长期贷款累计同比少增 3123 亿元，非金融企业的短期贷款累计同比少增 7524 亿元，非金融企业的票据融资累计同比增加 1.5 万亿元。虽然当前基准利率仍维持较低水平，但是在金融系统去杠杆的背景下，金融系统流动性较前两年大幅收紧，不论是银行间利率水平还是贷款利率较前两年均上涨较多，企业融资成本已呈现实质性上涨，从而使得企业更多的配置期限较短的票据融资。居民户方面，1 至 5 月居民户的贷款累计新增 2.9 万亿元，同比少增 1389 亿元，其中，居民户的中长期贷款累计同比少增 3001 亿元，居民户的短期贷款累计同比增加 1711 亿元。在全方面严格的房地产限购政策的基础上，新增居民户中长期贷款下降明显。此外，在监管政策趋严以及银行房贷额度受限的背景下，预计明年居民户中长期贷款增速或将继续趋缓。从 2017

年全年和今年前 5 个月新增人民币贷款的变化可以看出，信贷的增长的主要动力从 2016 年的居民户贷款的大幅增长转向了非金融企业贷款的增长，这也显示了政府给房市“降温”的效果。

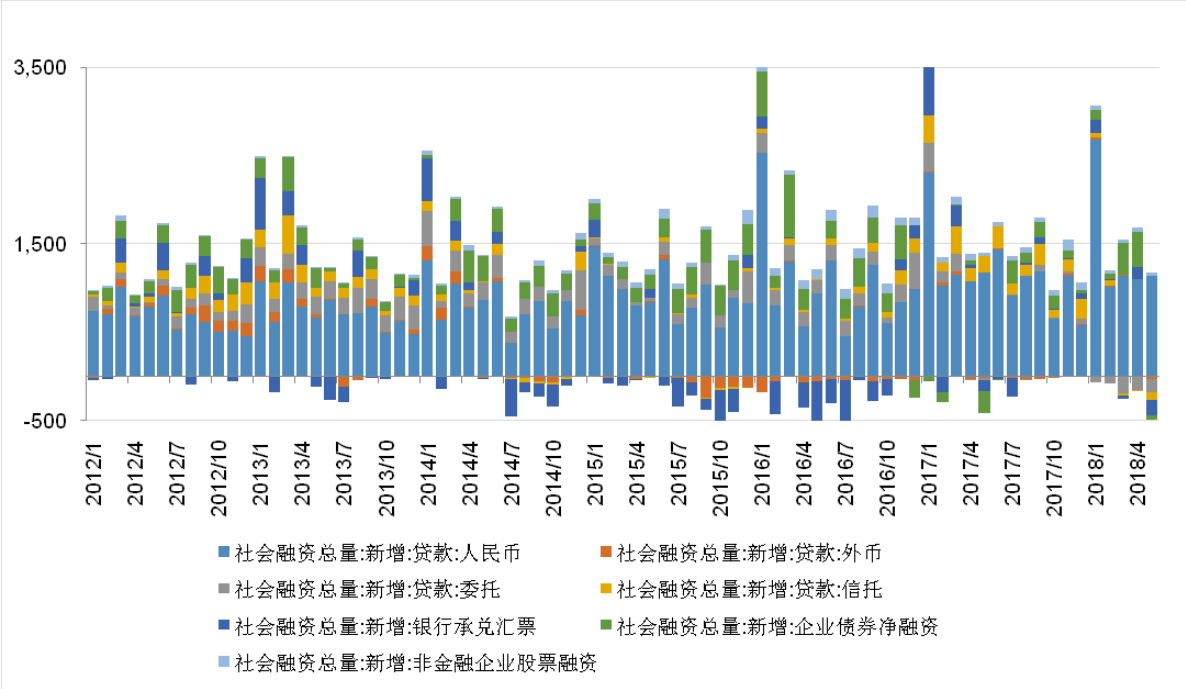

图 44　社会融资结构（数据来源：中国人民银行，单位：十亿元）

其他间接融资方面，截至 5 月，对实体经济发放的外币贷款折合人民币累计增加 239 亿元，同比少增 16 亿元。而表外融资方面，进入 2018 年以来，在金融系统深入推进去杠杆的背景下，信托、委托贷款、未贴现银行承兑汇票等融资规模均大幅下降，表外融资规模较 2017 年同期呈现断崖式下降，是前 5 个月社会融资总量下降的主要原因。2018 年前五个月表外融资累计减少 5672 亿元，同比少增 2.8 万亿元。分项来看，截至 5 月，未贴现的银行承兑汇票累计增加 933 亿元，同比少增 4965 亿元；委托贷款累计减少 6366 亿元，同比少增 1.2 万亿元；信托贷款累计减少 240 亿元，同比少增 1.1 万亿元。值得注意的是，“资管新规”等一系列政策已逐渐开始实施，课题预计这些政策在下半年将助力金融系统去杠杆进一步深入推进，表外融资大概率将继续受限，难见大幅反弹。

直接融资方面，在金融去杠杆的背景下，2018 年前 5 个月企业债券净融资共增加 8900 亿元，在去年同期低基数的基础上，同比增加 1.2 万亿元，占比社会融资总

量约 11.2%，同比上升约 15 个百分点；而前 5 个月非金融企业股票融资累计新增 2254 亿元，占比社会融资总量约 2.8%，同比下降 1.2 个百分点。虽然前 5 个月企业债券金融资同比增长，且对社会融资总量的贡献也较高，但是前 6 个月的债券违约情况值得关注[①]，一共有 25 支债券涉及违约，支数正好为去年的一半，但是所涉金额规模已达 253 亿元，这一规模已远超去年的一半，达到 67.3%。平均而言，单只违约债券的金额呈现迅速上升的趋势。而下半年即将到期兑付的债券处于近年来的较高的水平，在金融系统去杠杆的背景下，今年以来金融系统整体流动性趋紧，债券违约风险上升，预计债券净融资规模相对于企业融资需求而言仍处于偏低的水平。虽然如图 43 所示，无论是企业债券净融资还是非金融企业股票融资对社会融资的贡献程度相对 2017 年都有不同程度的上升，但这主要是因为表外融资断崖式下降使得直接融资对社会融资总量的贡献被动上升，并不是直接融资市场的活跃的结果。另外，根据 6 月 27 日人民银行货币政策委员会二季度例会的会议纪要，人民银行在下半年将保持货币政策稳健中性，松紧适度，保持流动性合理充裕，引导货币信贷及社会融资规模合理增长。因此，课题组预计下半年信贷依然是满足社会融资的主要力量，货币信贷以及社会融资规模增速将较上半年明显上升。

[①]根据 Wind 数据统计，截至 6 月底，2018 年债券违约已达 25 只，金额 253.01 亿元。其他年份情况为：2017 年，49 只，375.95 亿元；2016，94 只，321.59 亿元；2015，34 只，90.24 亿元；2014，9 只，15.09 亿元。

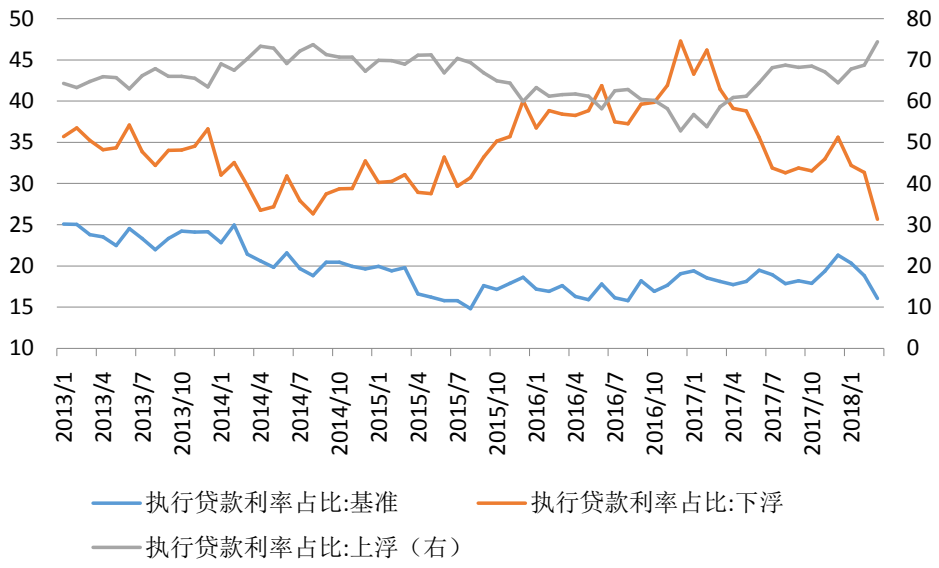

图 45

银行执行贷款利率占比（数据来源：中国人民银行，单位：%）

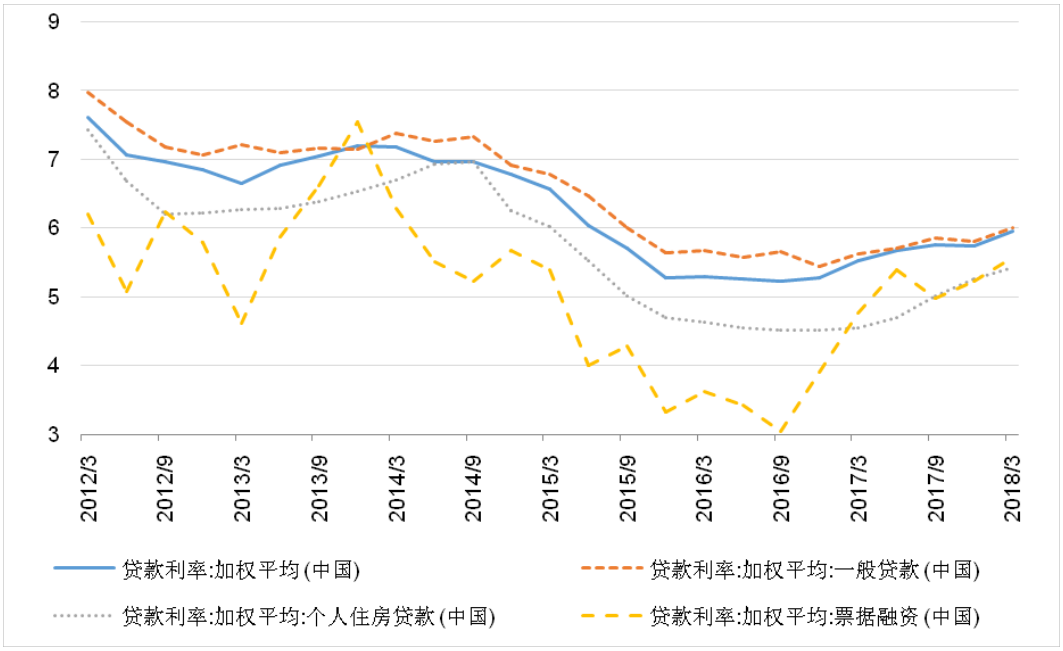

图 46　贷款加权平均利率（数据来源：中国人民银行，单位：%）

金融去杠杆的背景下，M2 增速呈现持续下降的趋势，社会融资总额增速呈现负增长。由于表外融资被迫断崖式下降，表内融资需求极其旺盛，央行分别在 4 月和 7 月分别调降准备金率 100 个基点和 50 个基点，以缓解金融机构紧张的流动性。但

是受美元加息的影响，2018 年央行虽然没有调整存贷款基准利率，但在 3 月对 SLF 操作利率上调了 5 个基点，在 4 月对 MLF 操作利率和 7 天逆回购利率分别上调了 5 个基点。总体而言，金融系统中流动性已经开始收紧，而且其影响也已经传导到实体经济的融资成本上。从银行执行贷款利率占比来看，如图 45 所示，2017 年以来，较基准利率下浮的贷款占比明显减少，今年 3 月末这一比例为 9.6%，同比减少 13.7 个百分点；而较基准利率上浮的贷款占比则明显增加，3 月末这一比例为 74.4%，同比增加 15.8 个百分点；维持基准利率的贷款占比为 16.0%，同比减少 2.1 给百分点。由此可见，银行针对新增贷款普遍采取了利率上浮的政策。从贷款的利率水平来看，如 46 所示，所有贷款的平均利率均呈现持续上升的态势，从而使得贷款的整体平均利率呈现上升的态势。截至一季度末，各类贷款的加权平均利率为 6.0%，同比增加 0.4 个百分点，贷款的平均成本增幅高达 7.8%。其中，一般贷款的加权平均利率为 6.0%，同比增加 0.4 个百分点；个人住房贷款的加权平均利率为 5.4%，同比增加 0.9 个百分点；票据融资的加权平均利率为 5.6%，同比增加 0.8 个百分点。基于央行货币政策委员会二季度例会明确提出将“保持流动性合理充裕，引导货币信贷以及社会融资规模合理增长”，课题组预计，利率水平持续上升的趋势在下半年将有所缓解。

7. 劳动力市场就业平稳略有改善，农村外出务工人数略有回升

2018 年上半年，劳动力市场平稳略有改善。失业率小幅波动整体略微下降，5 月份失业率降至 4.8% 为今年最低。农村外出务工人数同比增加，月均工资收入同比增加。

1) 城镇就业情况

根据公布的城镇调查失业率，从 2018 年 1 月开始，失业率整体呈现下降趋势。如图 47 所示，3 月份小幅上升至 5.1%，5 月份降至今年最低的 4.8%。全国的数据与 31 个大城市的调查失业率的走势基本一致，但是前者水平略高于后者。与去年同期相比，1 月到 3 月的调查失业率同比增加，但是 4 月和 5 月，同比下降。从就业的情况来看，劳动力市场状况在改善。

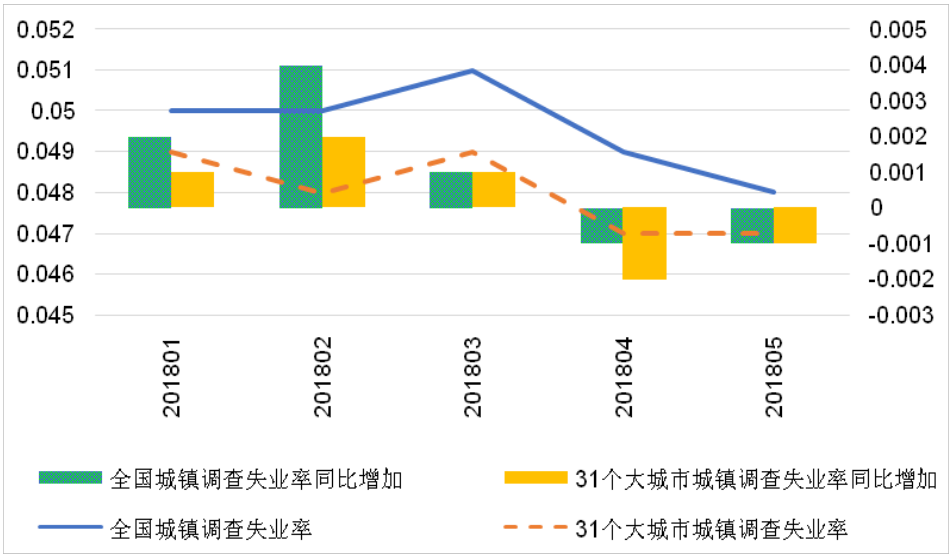

图 47　城镇调查失业率（数据来源：国家统计局）

作为反映劳动力市场整体供求关系的重要指标，求人倍率（需求人数与求职人数的比值）的变动也说明从 2016 年下半年以来，劳动力市场整体状况开始逐渐好转，并且这一趋势一直持续到 2017 年年底。如图 48 所示，2017 年四季度求人倍率约为 1.22，比 2016 年同期上升 0.09，较上一季度大幅上涨，连续两季度大幅上涨。

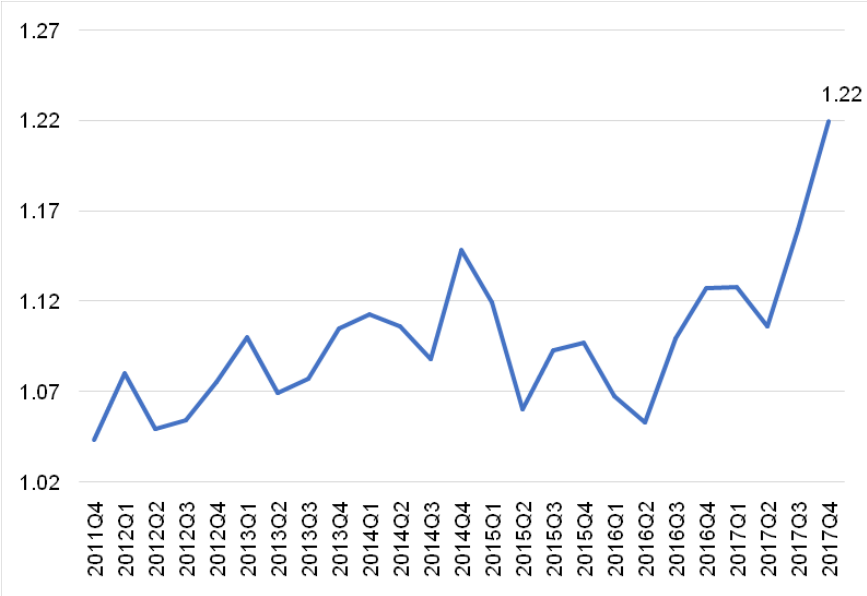

图 48　求人倍率（岗位空缺与求职人数的比率）（2011Q4—2017Q4）

（数据来源：中国人力资源市场信息监测中心）

但是如表 3 所示，相较上一季度，2017 年第 4 季度与 2017 年第 3 季度需求人数与求职人数均在下降，说明求职人数下降的速率和幅度大于需求人数。相比上年同期，需求人数的上涨幅度大于求职人数，2017 年第 4 季度甚至出现了求职人数同比下降的情况。

表 3 劳动力市场供求状况

	需求人数（万人）	求职人数（万人）	需求人数/求职人数同比（%）	需求人数/求职人数环比（%）
2016 第 4 季度	433.5	384.5	-4 / -7.1	-9.6 / -11.3
2017 第 1 季度	590.3	523.4	7.8 / 2.1	30.2 / 29.8
2017 第 2 季度	523.1	472.9	5.5 / 0.2	-5.2 / -4.5
2017 第 3 季度	498	429.4	7.6/ 1.5	-3.2 / -7
2017 第 4 季度	433.7	354.2	3.9/ -4.8	-12 / -17.2

数据来源：中国人力资源市场信息监测中心

2) 农村外出务工就业与工资

2018 年 1 季度，农村外出务工劳动力人数同比有所增加。如图 49 所示，相比去年同期，2018 年第 1 季度的农村外出务工劳动力人数增加约 1%，为 17441 万人。由于季节性因素影响，2017 年全年呈现先增后降趋势。另外，从 2017 年到 2018 年 1 季度，农村外出务工人数同比都在增加。

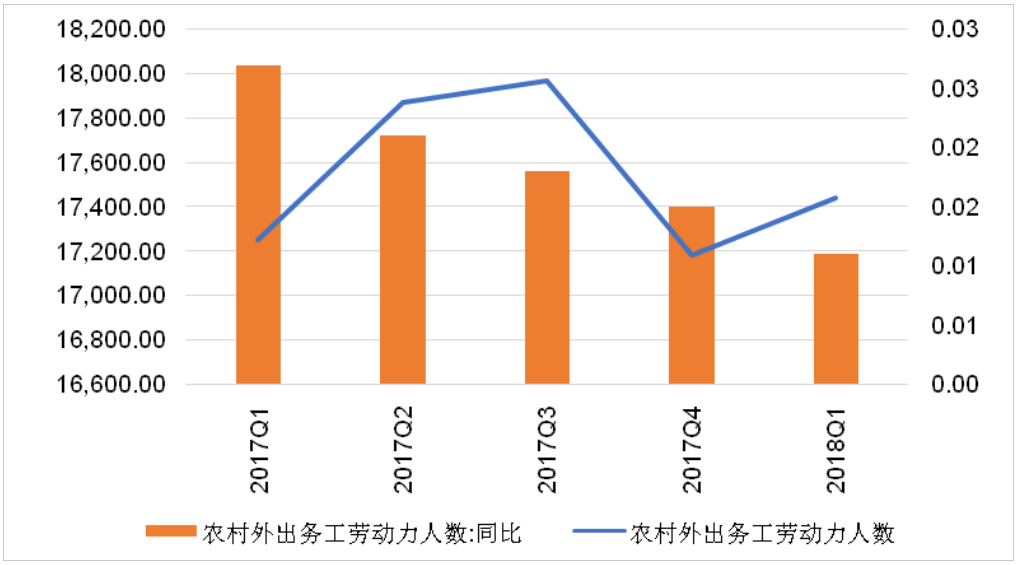

图 49　农村外出务工人数（数据来源：Wind）

从输出地来看农村外出务工人数有区域性变化。如图 50 所示，2013 年以前中部地区是主要的农村外出务工人员的输出地，西部和东部所占比例相当；2013 年以后东部地区输出的比例显著上升，中部和西部地区所占比例显著下降。从 2014 年开始，东部地区为主要的输出地，其次是中部，西部地区所占比例最小。这个现象可以由图 51 所示的省内就业比重增加来解释。

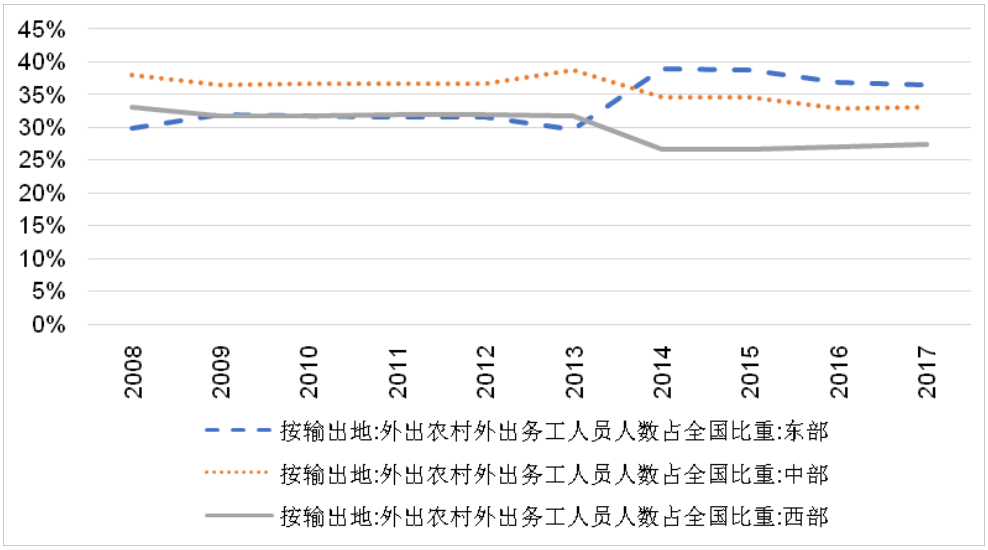

图 50　按输出地：农村外出务工人数占全国比重（数据来源：Wind）

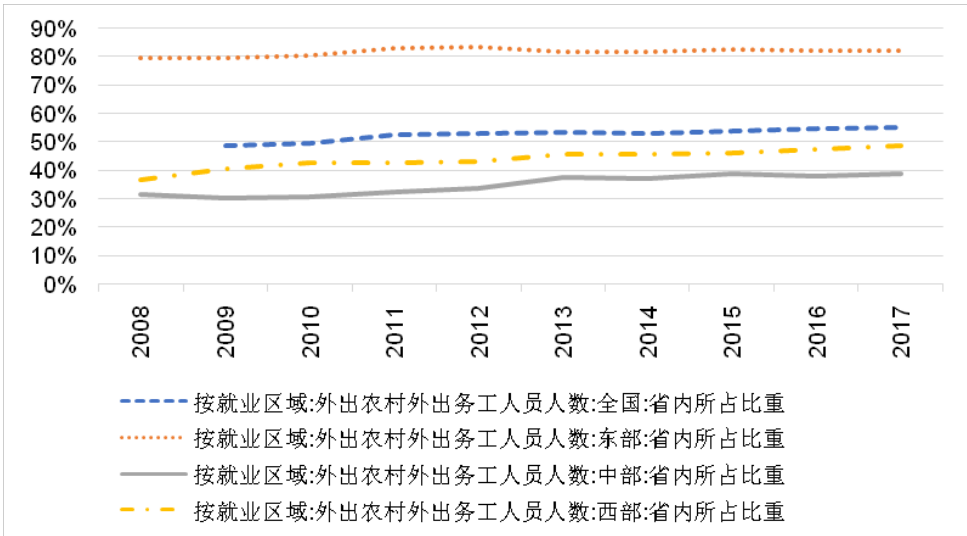

图 51　按就业区域：省内所占比重（数据来源：上海财经大学高等研究院、Wind）

从就业区域来看，农村外出务工人员选择东部地区作为就业地区的比重呈下降趋势，如图 52 所示，2008 年比例为 70%，而 2017 年比例约为 60%，而选择中部和西部地区作为就业区域的比例几乎有相同的上升趋势，均由 2008 年的 15%上升到 2017 年的 20%。

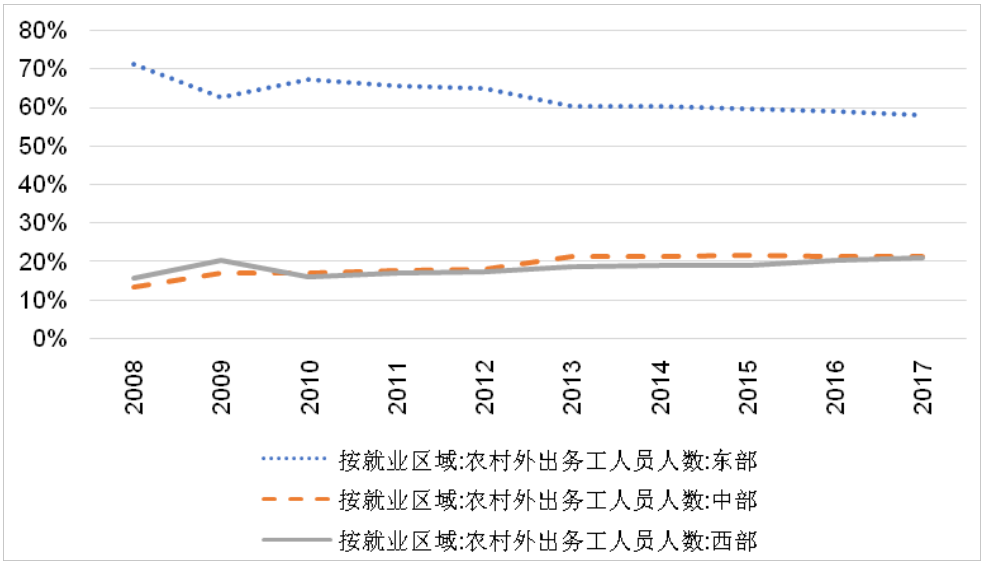

图 52　按就业区域：农民工人数占全国比重（数据来源：上海财经大学高等研究院、Wind）

农村外出务工人数在性别构成上没有显著的变化。如图 53 所示，2009 年至 2017 年男性的比例维持在 65%的水平，女性约为 35%。

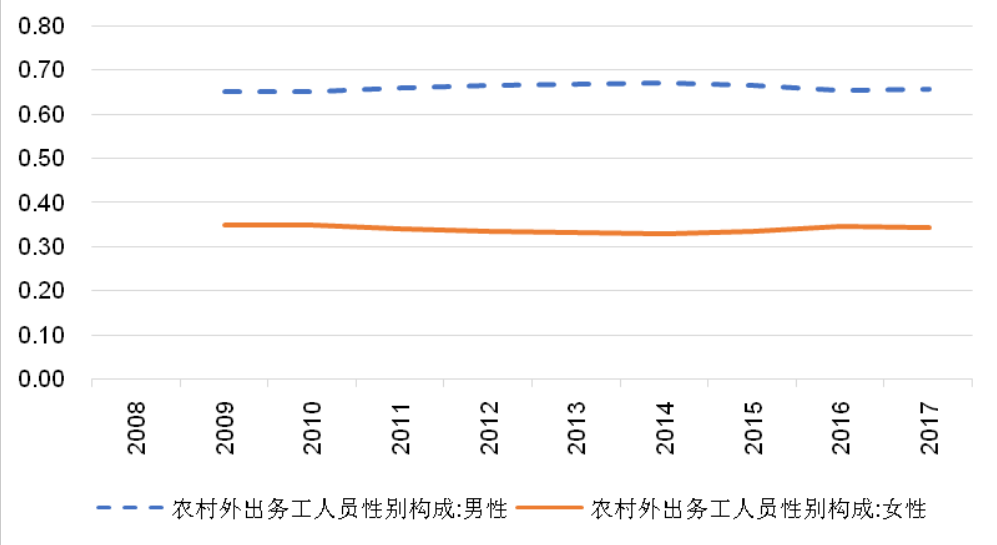

图 53　农村外出务工人数性别构成（数据来源：上海财经大学高等研究院、Wind）

从年龄构成来看，农村外出务工人员呈现高龄化趋势。如图 54 所示，30 岁以内的务工人员（16-20，21-30）比例在持续下降，40 岁以上（41-50，50 以上）的比例持续增加，尤其是 41-50 岁之间的比例显著上升，从 2008 年的 10%上升到 2017 年的 21%。这一现象一部分体现了我国人口老龄化的趋势，同时也释放了农民工短缺的信号。

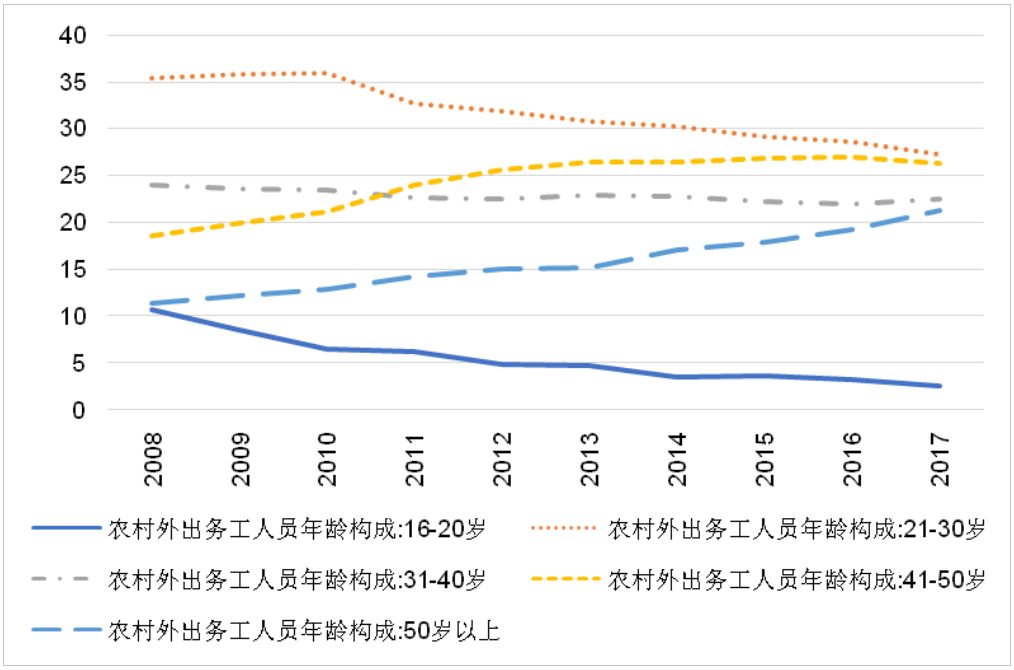

图 54　农民工年龄构成（数据来源：上海财经大学高等研究院、Wind）

从文化程度构成来看，农村外出务工人员整体教育水平明显上升。如图 55 所示，尽管拥有初中文凭的比例仍然最高，持续维持在 60%的水平，但是高中和大专及以上文凭的比例有一定的上升。例如，大专以上的比例从 2011 年 5%上升到 2017 年的 10%。

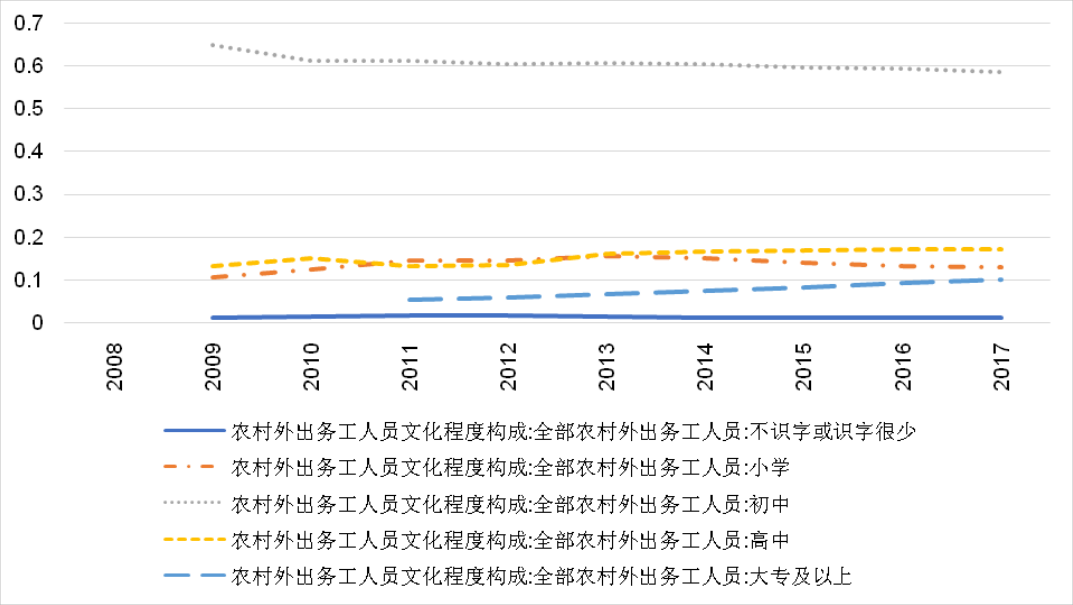

图 55　农民工文化程度构成（数据来源：Wind）

农村外出务工人员就业行业分布与产业升级趋势一致。如图 56 所示，2008 年-2013 年，农村外出务工人员呈现出向建筑业转移的趋势，其比例从 15%上升到 21%；其中以制造业转出最为明显，2008 年制造业比例为 38%，2013 年为 31%。这主要是由于 2008 年国家的 4 万亿经济刺激。2013 年以后，建筑业有所下降，批发零售与服务行业增加。

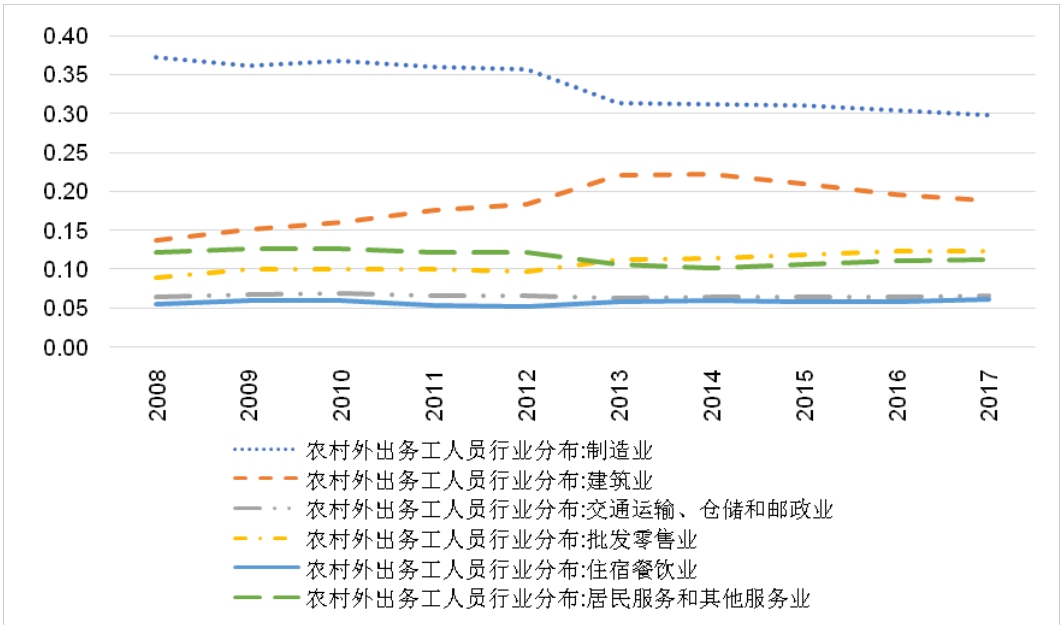

图 56　农村外出务工人员行业分布（数据来源：Wind）

收入方面，农村外出务工劳动力的月均收入呈现一个向上的趋势。如图 57 所示，2018 年第 1 季度月平均收入为 3736 元，同比增加 7.3%。虽然月收入同比有较大的增加，但是还是低于名义 GDP 的增速。

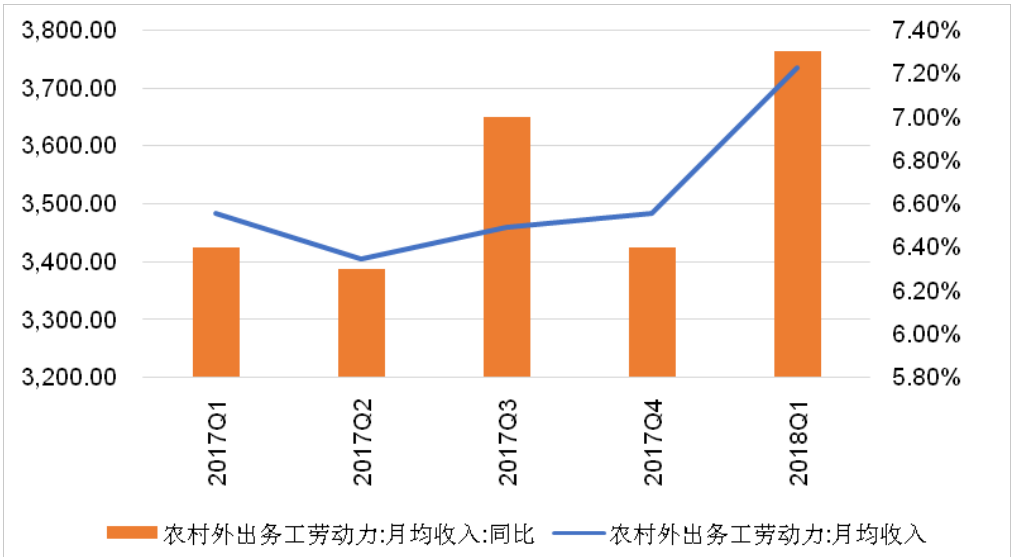

图 57　农村外出务工劳动力月均收入（数据来源：WIND）

农村外出务工人员月均收入的区域性分化加大。如图 58 所示，2008 年，东中西部平均收入无明显差异，2017 年东部地区的农民工月均收入已经明显高于中部和西部。

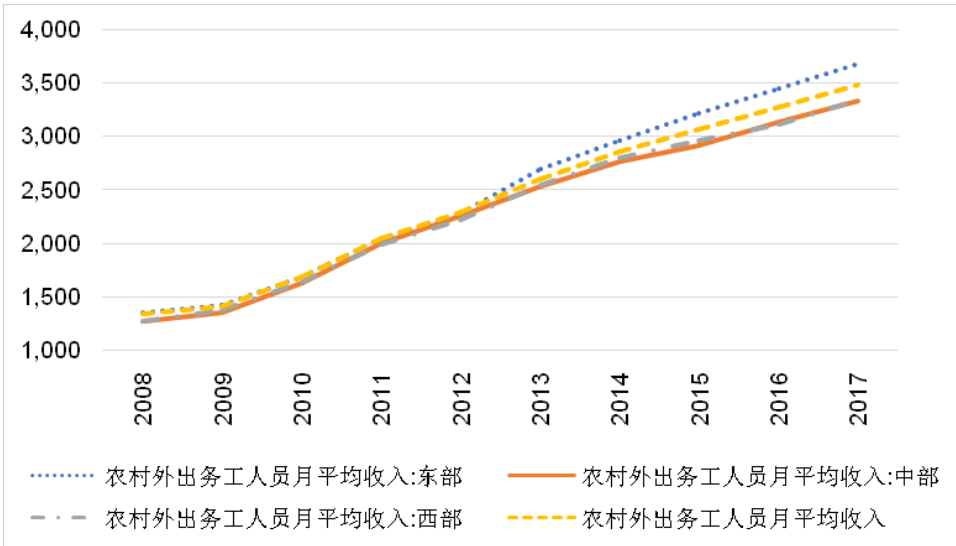

图 58　农村外出务工人员月均收入（数据来源：WIND，单位:元）

农村外出务工人员月均收入存在行业差异。如图 59 所示，农村外出务工人员工资水平较高的两个行业为交通运输仓储邮政业和建筑业，2017 年分别到达了 4048 元和 3918 元，较低的两个行业是住宿餐饮业和服务业，收入均为 3000 元左右。

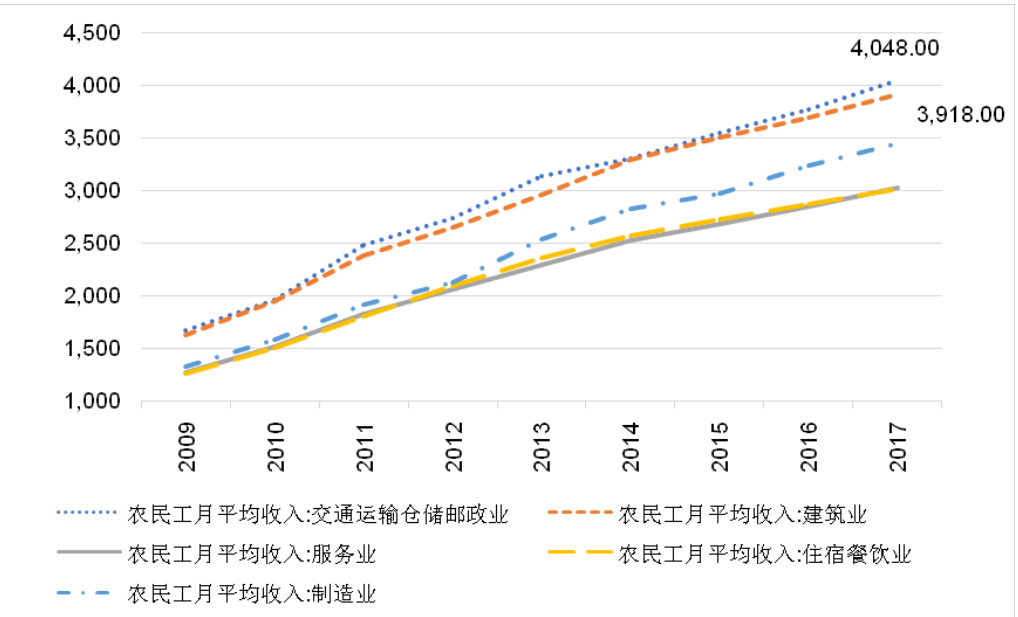

图 59　分行业农民工月均收入（数据来源：WIND，单位：元）

8. 价格总体平稳

正如课题组在 2017 年年度报告所分析和预计的，2018 年前 5 个月价格总体处于合理区间，CPI 和 PPI 的剪刀差已明显减小，主要由于一方面受医疗保健类和居住类等价格增速放缓的影响，核心 CPI 有所下降，但受食品价格的影响，前 5 个月 CPI 累计同比增速较 2017 年同期及年均增速均有所上升，另一方面受基数和上升空间有限的影响，PPI 同比增速较 2017 年同期以及年均增速亦均有所下降。课题组根据国家统计局公布的 GDP 名义值以及实际同比增长率构造计算得到的 GDP 平减指数非累计同比增长率在 2017 年第四季度和 2018 年第一季度分别为 3.9%、3.2%，如图 60 所示。自 2016 年第一季度以来，受核心 CPI 和 PPI 好转影响，GDP 平减指数非累计同比增速由负转正，整体呈现先上升后下降的趋势，于 2017 年一季度达到高峰，之后小幅波动下降，价格总体比较平稳。

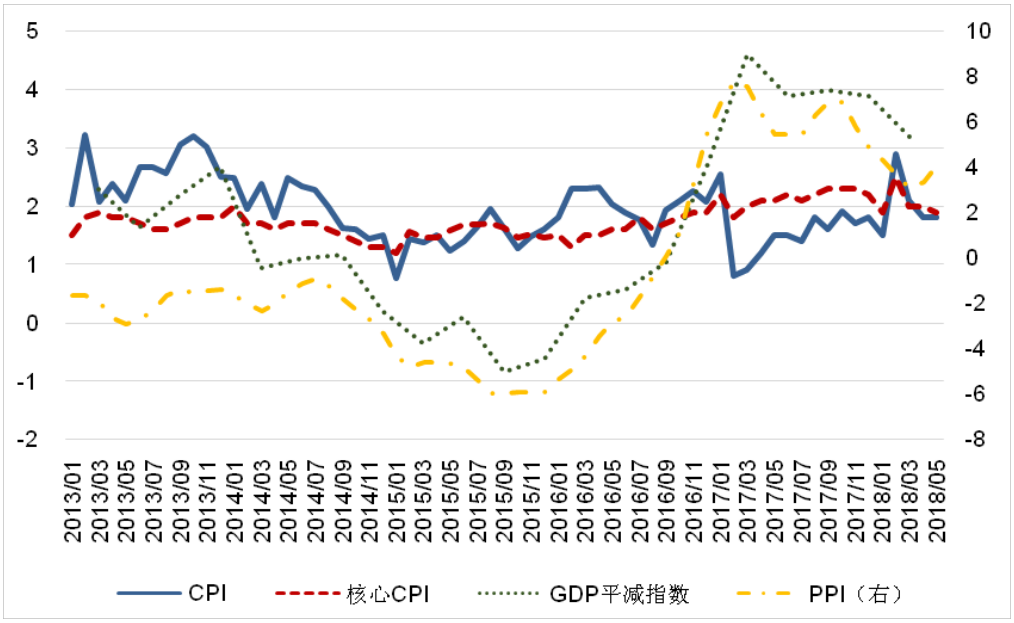

图 60　价格同比变化情况（数据来源：国家统计局、上海财经大学高等研究院[①]，单位：%）

GDP 平减指数涉及全部商品和服务，反映一般物价水平走向，是对价格水平比较宏观的测量。相比较而言，CPI 侧重于居民消费方面的价格变化情况，PPI 侧重于工业生产方面的价格变化情况。CPI 受食品和服务价格影响较大，PPI 受国际大宗商品价格影响较大。

根据国家统计局的调整[②]以及课题组的数学模型和计量分析[③]发现，食品对CPI的影响约为 20%，服务业对CPI的影响约为 35%。国家统计局 2018 年 5 月最新发布的数据显示，前 5 个月CPI累计同比上涨 2.0%，较 2017 年同期 1.4%的增速上升 0.6 个百分点。从食品来看，2018 年前 5 个月食品价格平均上升 1.4%，导致CPI上升约 0.28 个百分点，而 2017 年同期食品价格增速仅为-2.3%，导致CPI下降约 0.46 个百分点。从非食品来看，2018 年前 5 个月非食品价格平均上涨 2.2%，导致CPI上涨约

[①]课题组根据国家统计局公布的 GDP 名义值以及实际同比增长率构造计算得到的 GDP 平减指数非累计同比增长率。

[②]2001 年以来按照统计制度要求，我国 CPI 每五年进行一次基期轮换，2016 年 1 月开始使用 2015 年作为新一轮的对比基期，前三轮基期分别为 2000 年、2005 年和 2010 年。与上轮基期相比，新基期调查目录和规格品与国际标准更为接近，一些新产品新服务纳入其中，能进一步反映居民消费和经济结构的变化；同时，CPI 权数构成也相应地按照居民收支调查最新数据进行了适当调整。

[③]课题组用不同的方法（如解方程和回归分析），结果是稳健的，而且和国家统计局的家庭消费支出的微观调查数据（2002-2012）基本一致，说明课题组研究分析的结果是合理的。

1.76 个百分点，相应地 2017 年同期（以及年均）增速为 2.3%，拉动CPI上升约 1.84 个百分点。进一步从服务业来看，2018 年前 5 个月服务价格累计同比上升 2.8%，导致CPI上升约 0.98 个百分点，和 2017 年同期增速持平。由此可见，2018 年前 5 个月CPI同比增速较 2017 年同期和年均增速均有所上升主要是由于消费品特别是食品价格的增速上升所导致。

进一步的分析显示在食品中影响较大的是猪肉和鲜菜价格，这是因为这两项在食品中权重和波动相对都比较大。首先看一下猪肉价格，2018 年前 5 个月猪肉价格平均同比下降 12.4%，导致 CPI 同比增速下降约 0.35 个百分点。这主要是由于 2017 年同期基数相对较高，且 2018 年前 5 个月基本处于下降周期的末端，这可以从图 61 所示的日高频猪肉批发价格看出。自 2016 年 6 月下旬至 2018 年 5 月下旬，猪肉价格总体处于下降周期，受猪肉价格下降和环保等因素的影响，一些养猪散户逐渐退出市场，猪肉供应减少，预计未来一至两年内猪肉价格总体处于上升周期，将保持震荡上行的趋势，事实上图 61 也暗示了于 2018 年 5 月下旬猪肉批发价格已出现了拐点，课题组预计未来一段时间猪肉价格对 CPI 的贡献将有所上升。再看一下鲜菜价格，前 5 个月鲜菜价格累计同比上升 7.5%，导致 CPI 同比增速上升约 0.19 个百分点，猪肉和鲜菜加在一起共拉低 CPI 约 0.16 个百分点，而 2017 年同期这两项共拉低 CPI 约 0.64 个百分点，由此 2018 年前 5 个月猪肉和鲜菜价格合计对 CPI 的贡献较 2017 年同期上升约 0.5 个百分点。鲜菜价格受天气影响很大，受基数的影响，课题组预计 2018 年下半年鲜菜价格对 CPI 的贡献将较 2017 年同期有所上升，进一步未来考虑到贸易战将抬高大豆的进口价格，进而影响大豆相关产品的价格，这也将对食品价格的上升产生一定的压力。基于以上分析，课题组预计 2018 年下半年食品价格对 CPI 的拉动作用将较 2017 年以及 2018 年上半年有所上升。

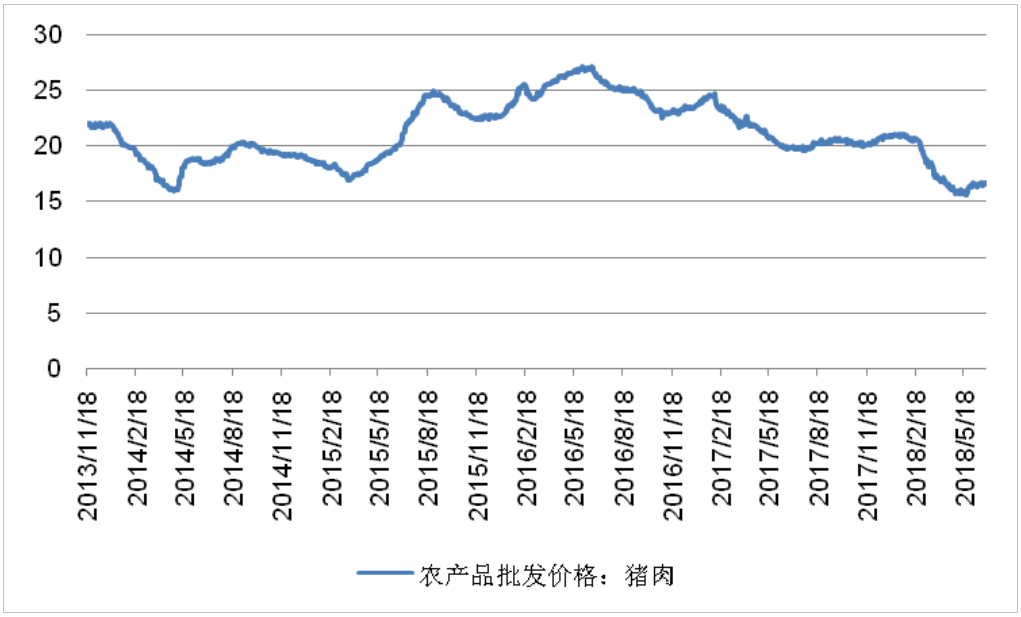

图 61　猪肉批发价格（数据来源：农业部，单位：元/公斤）

正如上面所说，2018 年前 5 个月非食品价格累计同比增速较 2017 年同期增速以及年均增速均略有下降。从分类来看，非食品中增速回落比较明显的有医疗保健类和居住类。图 62 显示医疗保健类价格同比增速自 2017 年 10 月有所回落，2018 年前 5 个月累计同比增速为 5.6%，正如课题组在 2017 年年度报告中所预计的，这主要是由于医疗保健类价格已连续多月以较高的速度上涨，且 2017 年基数较高。进一步考虑到改革时间和基数效应等因素的持续影响，课题组预计未来一段时间内医疗保健类价格同比增速依然保持震荡下行的趋势。图 62 同时也显示了居住类价格同比增速自 2018 年初处于增速下降周期，前 5 个月累计同比增速为 2.3%， 较 2017 年同期以及全年增速均有所下降。进一步，考虑到自 2018 年 7 月起进口汽车关税将被下调，汽车价格有望进一步下调。课题组预计 2018 年下半年非食品价格增速有进一步下降的趋势。

所以，扣除春节错位影响，2018 年前 5 个月 CPI 增速基本平稳，与预期相吻合。基于以上分析以及计量模型，课题组预计 2018 年下半年核心 CPI 同比增速将有所下降，然而食品价格同比增速将有所上升，CPI 总体将温和波动，处于合理区间。

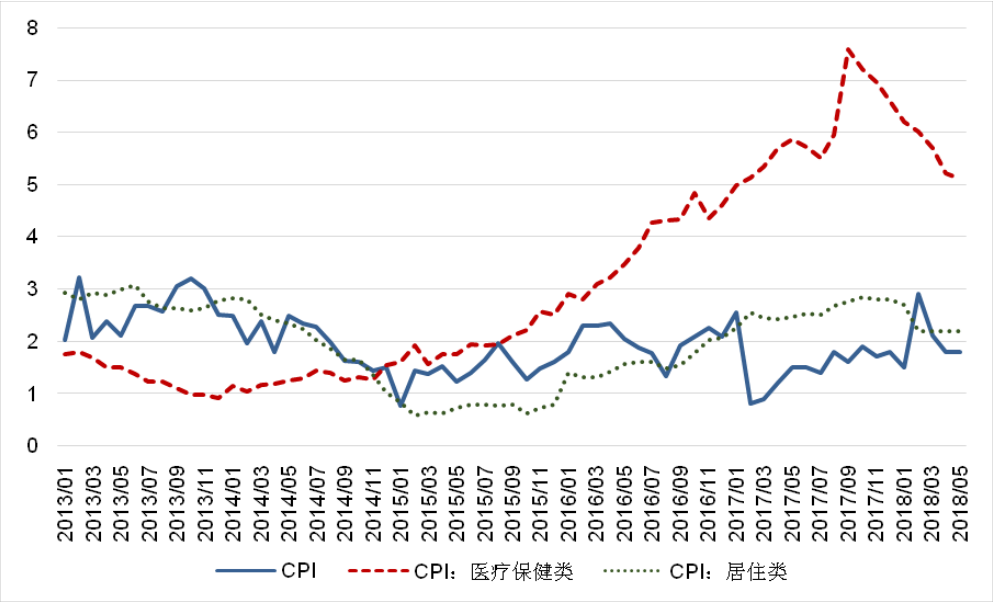

图 62　医疗保健类和居住类价格同比增速（数据来源：国家统计局，单位：%）

下面分析一下 PPI 的走势。图 60 显示 PPI 已连续 21 个月同比增速为正，2018 年前 5 个月累计同比增速为 3.7%，其中生产资料同比增速为 4.9%，生活资料同比增速为 0.2%。根据课题组的计算分析，生产资料出厂价格对 PPI 的影响（即生产资料的权重）约占 74%，生活资料出厂价格对 PPI 的影响（即生活资料的权重）约占 26%，这与之前一段时间生产资料与生活资料产出分别占整个工业产出的比例基本一致。由于生产资料占比较大，且其本身价格波动亦较大，PPI 同比增速的变化几乎和生产资料价格同比增速变化完全一致。事实上，2018 年前 5 个月生产资料的价格变化影响 PPI 同比上涨约 3.62 个百分点，对 PPI 上涨的贡献达到 98%以上。

进一步的分析显示 2018 年前 5 个月 PPI 同比增速回落（相较于 2017 年同期 6.8%和年均 6.3%的增速）的原因主要是由于一方面基数效应，2017 年的 PPI 定基价格指数比 2016 年的定基价格指数有明显的上升，另一方面 2018 年 1 月份的 PPI 定基价格指数已达自 2011 年来的历史新高，参见图 63，价格进一步上升的空间有限，由此自 2018 年 2 月开始有所下降。

不过在 2018 年 5 月价格指数又开始有所上升（参见图 63），这主要受原油和钢材价格影响所致。近期国际大环境复苏良好（特别是欧洲），相应地增加了对原油的需求，同时于 2016 年 11 月 30 日石油输出国组织（OPEC）达成了此前 8 年来

首份减产协议，并且该减产协议已被延长到 2018 年底，由此自 2017 年中以来，国际原油价格呈现总体上升趋势，如图 64 所示。特别地，2018 年 5 月 WTI 和 Brent 原油价格同比增速分别为 44.35%、52.95%，如图 65 所示。从钢材来说，去产能、去库存和环保等限产措施影响钢材供给，同时受需求影响，钢材市场价格有所回升。2018 年 5 月黑色金属冶炼和压延加工业价格由降转升，环比上升 1.3%，同比上升 14.3%。综合考虑到 2017 年下半年较高的基数效应、环保政策的影响以及国际大宗商品价格的不确定性，特别地国际原油价格已达 2015 年以来的新高，且随着原油价格的上升，页岩油又会快速发展，同时 OPEC 达成的减产协议也将于 2018 年底结束，各产油国都期望增加市场份额，原油价格上升空间有限，课题组预计 2018 年下半年 PPI 同比增速较 2017 年和 2018 年上半年将有所下降。

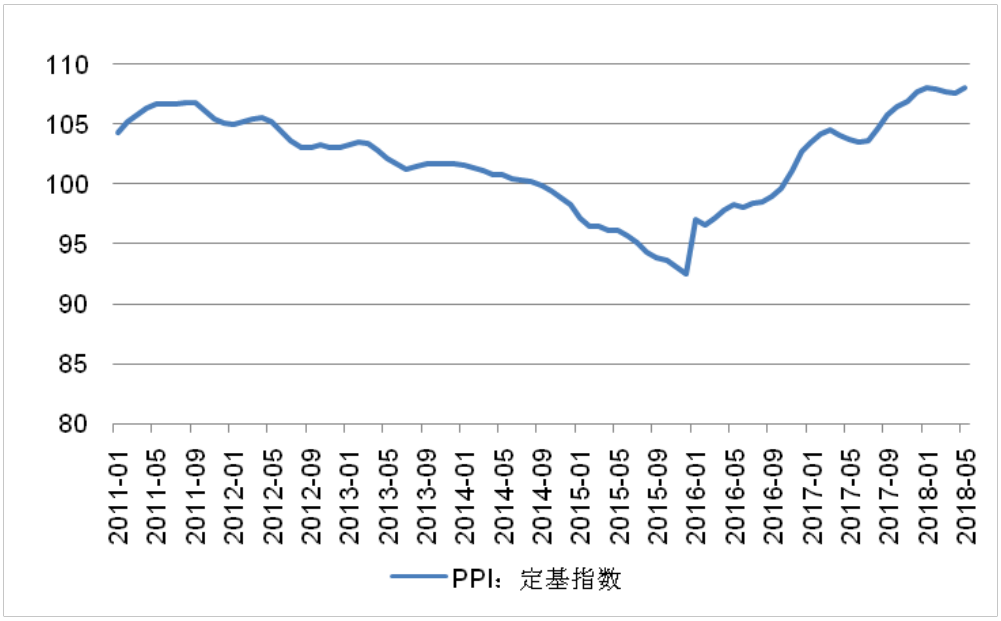

图 63　PPI 定基指数（数据来源：国家统计局，单位：2010 年=100）

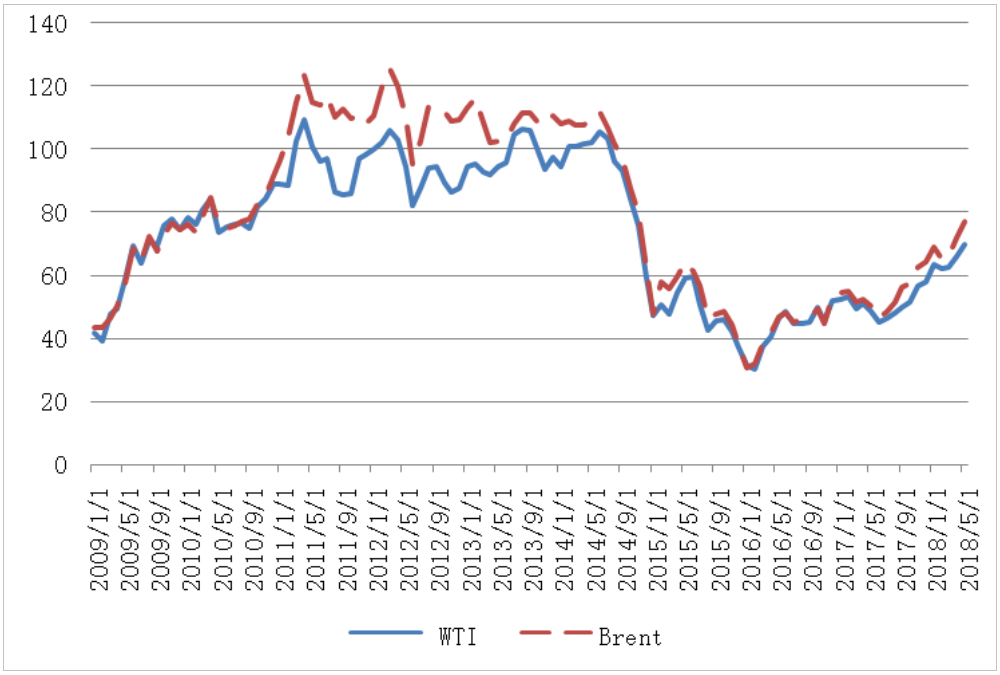

图 64　国际原油价格变化趋势（数据来源：EIA，单位：美元/桶）

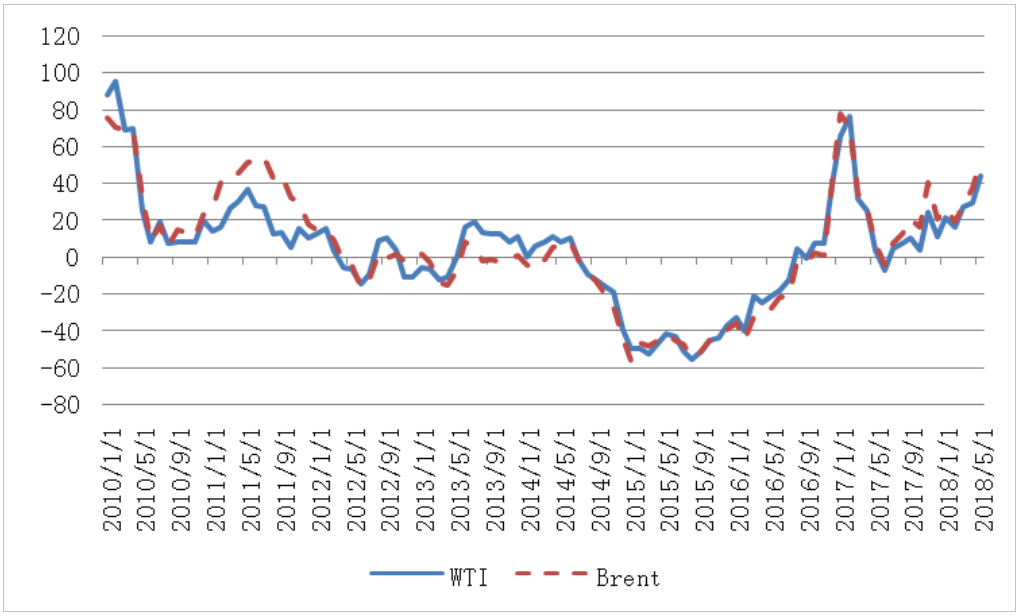

图 65　国际原油价格同比增速情况（数据来源：上海财经大学高等研究院[①]，单位：%）

因此，综合考虑 CPI、PPI 以及 GDP 平减指数，课题组认为 2018 年价格总体依然处于合理区间，基本平稳，温和波动，2018 年下半年 CPI 和 PPI 的剪刀差将进一步缩小。

[①] 课题组根据上图 EIA 的价格数据简单计算得到的。

9. 房地产市场有所降温，但未来上涨压力较大

在全国房地产调控措施下，房地产销售面积和价格上涨幅度从去年开始放缓。2018 年 1-5 月，商品房销售面积累计 5.64 亿平，累计同比上升 2.9%，涨幅比去年同期大幅下降 11.4 个百分点。同期商品房销售额累计 4.88 万亿元，累计同比上升 11.8%，涨幅比去年同期下滑 6.8 个百分点。

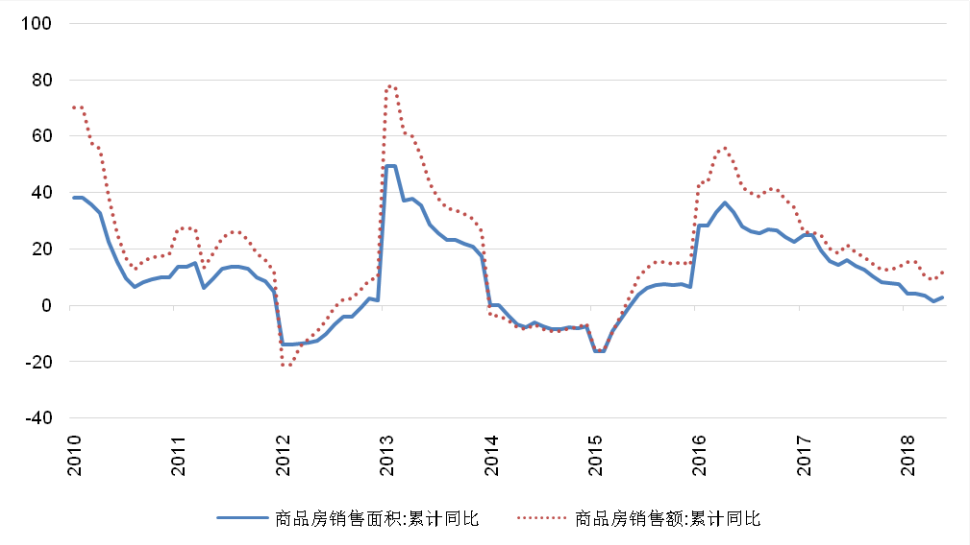

图 66　商品房销售面积和销售额累计同比（数据来源：上海财经大学高等研究院，单位：%）

由于调控程度不同，一二三线城市的价格涨幅也有所差异。整体来看，一线城市调控最为严厉，同比涨幅最低，二线城市次之，三线城市涨幅最大。从 70 城市二手住宅价格来看，1-5 月一线城市同比涨幅在 0 附近，5 月甚至为负增长，二线城市涨幅 4.3%，三线为 4.7%。

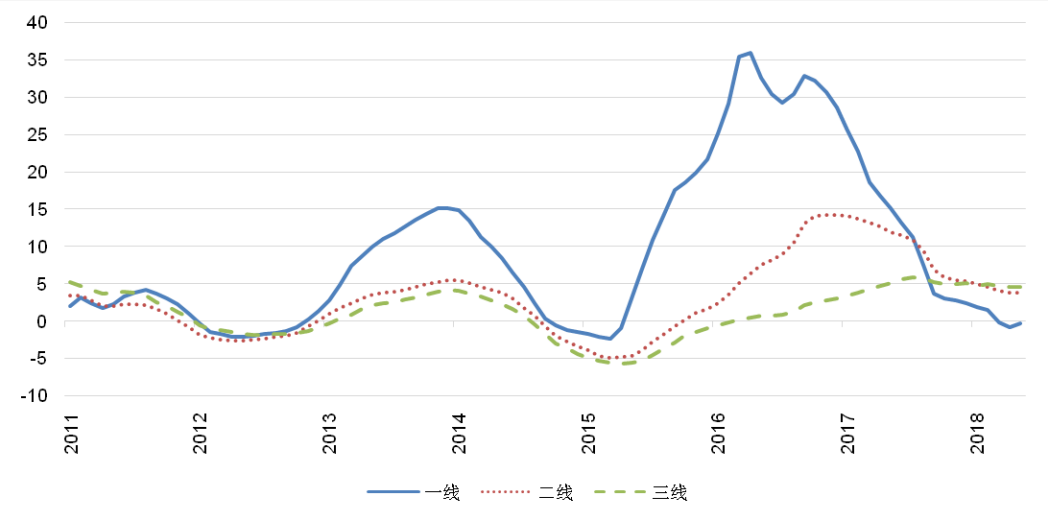

图 67　分一二三线城市二手住宅价格同比

（数据来源：WIND，上海财经大学高等研究院，单位：%）

受销售增速回落影响，房地产开发企业资金面有所趋紧。全国房企开发资金来源中与商品房交易相关的定金及预收款和个人按揭贷款增速均有所下滑。2018 年 1-5 月，房企开发资金来源中的定金及预收款和个人按揭贷款累计分别为 2.01 万亿元和 0.9 万亿元，较去年同期分别下滑 7.6 和 12.2 个百分点。由于两者合计占房企开发资金来源总额的 47.3%，其增速下行显著地影响到了房企的资金面。1-5 月，全国房地产开发资金来源增速 5.1%，低于去年同期 4.8 个百分点。

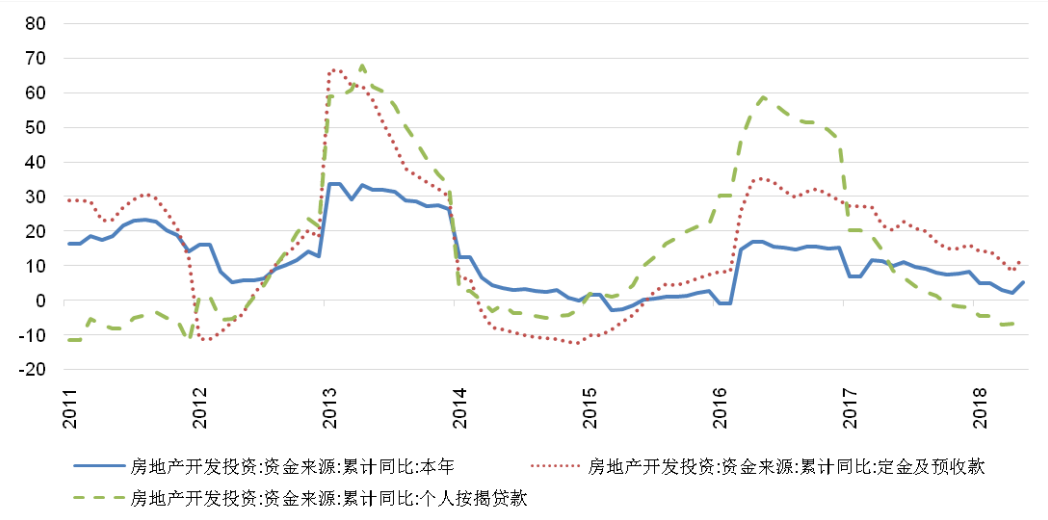

图 68　房地产开发资金来源累计同比（数据来源：WIND，上海财经大学高等研究院，单位：%）

房地产库存销售比在历史较低位置，未来房价上涨压力较大。用历年住宅新开工减去销售面积，再除以当年的销售面积，可以算得商品房住宅的库存销售比。在2017年年末该比例为1.73，处于历史上较低位置。2018年1-5月，商品房住宅销售面积仍超过开工面积，库存进一步下降，截至5月，估计库存销售比在1.6左右。未来若库存继续下降，房价上涨压力将进一步增加。

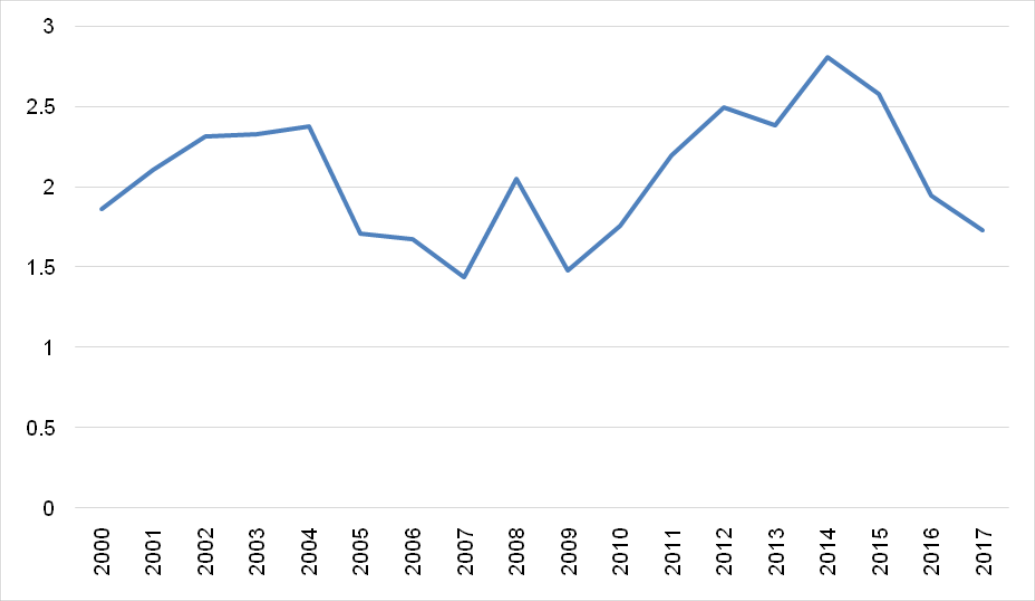

图 69　商品房住宅库存销售比（数据来源：上海财经大学高等研究院）

总体来看，自中央经济工作会议提出“住房是用来住的，不是用来炒的”的定位以来，以稳房价、去库存、抑投机为特征的因城施策调控措施正在各地不断推出或强化。从限贷、限购到限价、限售，调控的力度越发严厉，对于部分核心城市，这些手段暂时稳定了房价。然而，中国正处于城市化的快速推进期，人口从农村和小城镇向大城市集中，是经济发展的必然规律。从抑制投机角度出发，来对需求进行限制，往往只能在短期抑制房价，而稍有放松，又会出现大幅上涨。课题组认为，从保障人民生活质量不断提高，推进城市化，同时抑制投机需求出发，需要建立房地产调控的长效机制，要更多的从供给层面，加大尤其是大城市的土地供给，尽早实现人口的大城市化。

（二）中国宏观经济下一步发展面临的内部主要不确定性

1. 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

家庭债务方面，2017 年以来，受房地产调控政策以及银行信贷政策收紧等多方面影响，居民户中长期新增人民币贷款虽仍然远高于 2015 年之前的水平，但较 2016 年房地产最火爆的时期已大幅下降。从长期趋势来看（以 12 个月移动平均为例），从 2017 年中开始，居民中长期贷款新增额有一个明显的下降趋势，并且该下降趋势一直延续到当前，并没有放缓的迹象。具体而言，2018 年前 5 个月居民户新增人民币贷款中长期贷款 2.04 万亿元，虽然仅比 2017 年同期的 2.34 万亿元降低了 0.3 万亿元，但从占比上看，2018 年前 5 个月居民中长期贷款新增额仅占全部新增贷款 7.9 万亿元的 28.3%，远低于 2016 年同期的 33.4%，和 2017 年同期的 36.3%。

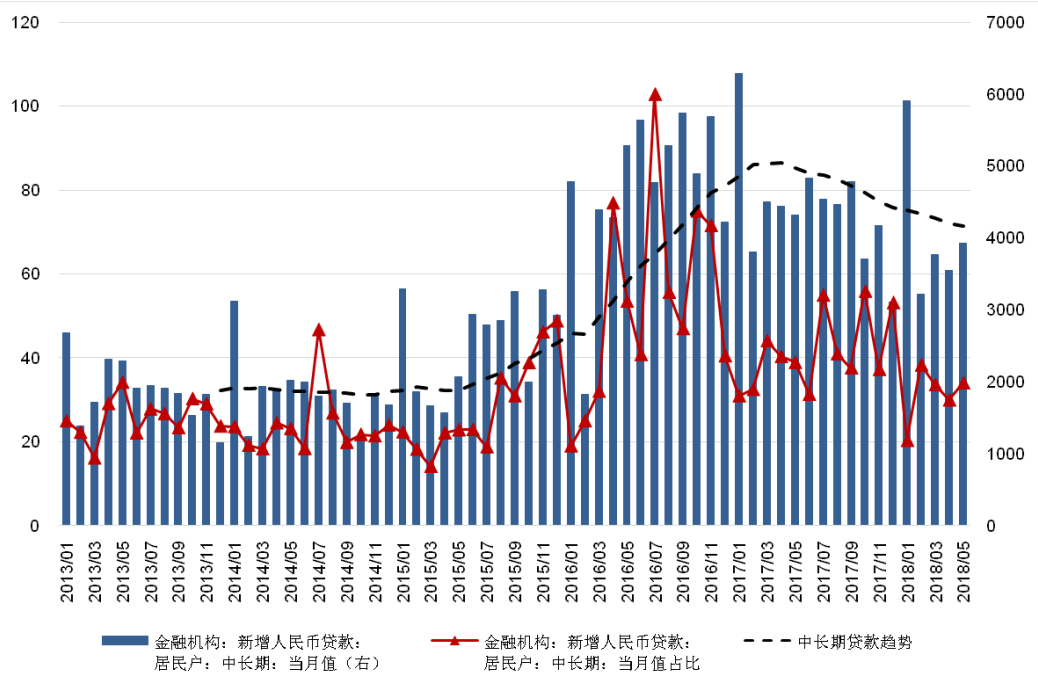

图 70　新增人民币贷款增速

（数据来源：上海财经大学高等研究院、WIND，单位：%（左）、亿元（右））

受居民中长期贷款新增额增速放缓的影响，家庭房贷的存量增速也在放缓。以房贷（含公积金）与家庭可支配收入之比这一指标来看[①]，在 2015 年，这一比值仅

[①] 家庭可支配收入的计算为城镇家庭人均可支配收入*城镇人口数+农村家庭人均可支配收入*农村人口数

为 56%，但仅经过 2016 年一年就飙升至 68%，上升了 12 个百分点，这些结果均在课题组 2017 年的中期报告中有所体现。但经过 2017 年，这一比值仅增加了 2 个百分点，增加至 71%。家庭房贷增速得到有效控制以及人均可支配收入增速在 2017 年有明显回升均是这一比值增速放缓的部分原因，但进一步分析后，课题组认为，除房贷以外的居民其他债务的快速增加可能掩盖了家庭债务快速膨胀的事实，甚至可能使得形势更加严峻。

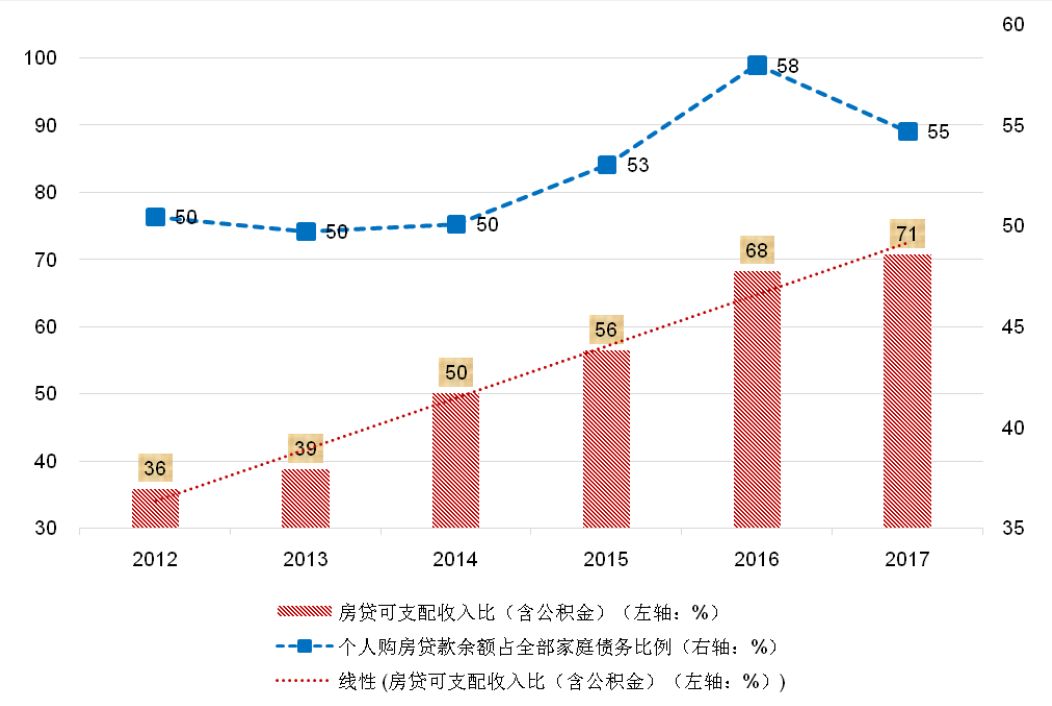

图 71　家庭房贷占可支配收入的比重

（数据来源：中国人民银行、国家统计局、上海财经大学高等研究院，单位：%）

比如，从占全部家庭债务的比例来看，家庭房贷占比在 2017 年经历了大幅下滑，从 2017 年的 58%降至 55%，这与长期趋势严重不符。如果我们假定 2017 年家庭房贷占全部家庭债务的比例仍然为 2016 年的水平，即为 58%，则房贷（含公积金）与家庭可支配收入之比会上升至 75%；更进一步地，如果 2017 年家庭房贷占全部家庭债务的比例按 2014 年到 2015 年的增速增加，即 2017 年的比例为 61%（58%+3%），则房贷（含公积金）与家庭可支配收入之比会进一步上升至 78%。这一数字也与课题组 2017 年中期报告中的估计结果相吻合，即如果每年房贷（含公

积金）与家庭可支配收入之比上升大概 10 个百分点，则“最早在 2020 年，房贷余额与居民可支配收入之比将达到美国金融危机前 101%的峰值”。

因此，从以上分析中可以看出，家庭房贷累积速度的放缓并不一定意味着家庭部门的债务规模已经得到有效控制。这是因为居民房贷的主要来源-中长期债务新增额增速下降的一个重要原因是家庭通过短期贷款、经营性贷款、甚至网络贷款等其他渠道分流了中长期贷款。这一分流虽然使得家庭房贷增速放缓，但可能蕴含着更高的危机。

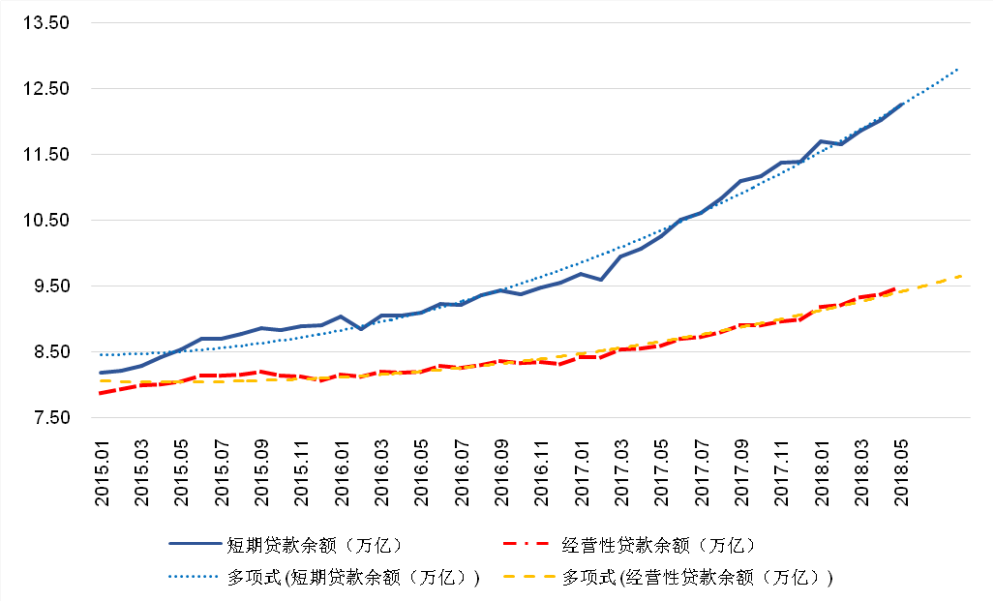

图 72　家庭短期贷款与经营性贷款余额

（数据来源：中国人民银行、上海财经大学高等研究院，单位：万亿）

下面课题组就以居民户短期贷款与经营性贷款为例详细说明这一家庭债务组成的变化以及其中蕴含的风险。从数据中可以看出，在 2017 年 3 月份左右，居民短期债务的累积速度明显加快，仅 2017 年一年就新增 1.84 万亿元，并且这一增加的趋势非常强劲，一直延续到近期，比如 2018 年前 5 个月就新增 0.86 万亿元。作为对比，家庭部门在 2015 和 2016 两年间也才累积了 1.37 万亿元短期贷款。

而从经营性贷款来看，累积速度发生变化的时间也是在 2017 年年初。在此之前，经营性贷款余额增速一直比较平稳，2015 和 2016 两年时间内仅增加了约 0.4 万亿元，但 2017 年全年就增加了 0.67 万亿元，是 2015-2016 两年累积额的 1.5 倍，进入 2018

年，前 5 个月就已经累计增加 0.5 万亿元。由于经营性贷款既包括短期贷款，也包括中长期贷款，因此一个担心就是经营性贷款近期的增加也是由于其中短期贷款的增加引起。但如果区分开不同期限的经营性贷款，会发现短期贷款的占比在持续下降，已经由 2015 年年初的 62%下降至 2018 年 5 月份的 50.4%，因此，经营性贷款在 2017 年年初增速加快主要是由其包括的中长期贷款增加所致。

虽然短期贷款的增长部分源于家庭改善需求，消费升级，经营性贷款的增长部分源于民间投资在 2017 年的回暖，但一个重大的担心就是这些贷款的增加源于银行房贷政策的收紧，家庭只能通过其他形式的贷款进入房地产市场。

在此之外，网络借贷的快速发展也成为居民借贷的一个重要来源。根据《2017 年中国网络借贷行业年报》数据显示，2017 年单月网络借贷成交量均在 2000 亿元以上，这一数字已经与居民户新增人民币贷款短期贷款的月新增额相当。并且这些网络借贷的成本非常高，根据同一份行业年报显示，网络借贷行业的综合收益率在 2017 年高达 9.45%，这意味着借贷成本还要更高。虽然网络借贷中有很大一部分是企业借贷，但从不断爆发的一些负面新闻来看，也有很多家庭通过网络的形式来借贷。而这些短期贷款期限短，利率高，不仅对家庭的流动性会造成强烈冲击，更是会成为社会的不稳定因素。

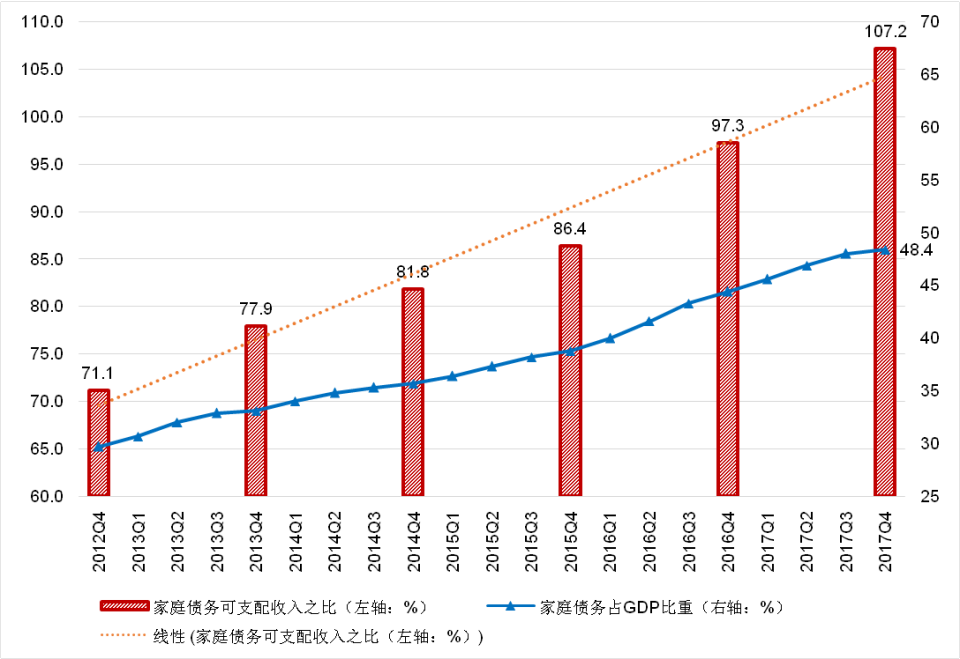

图 73　家庭债务占可支配收入的比重

（数据来源：中国人民银行、国家统计局、BIS、上海财经大学高等研究院，单位：%）

因此，相较于房贷，家庭总债务余额是一个更好的指标来表示家庭债务存量。如以家庭债务占 GDP 的比重来看，截止到 2017 年末，该比例只有 48.4%。很多专家和机构就以此判断说明中国家庭债务并不高，尚在可控范围。但课题组认为，由于我国增长方式主要依赖“投资拉动型”，因此，GDP 与居民收入之间的相关性较弱，采用 GDP 并不能很好的反映家庭债务的可持续性状况。如果以家庭债务占可支配收入的比重来看，家庭债务占居民可支配收入的比重在 2017 年末已经超过了 100%，达到了 107%。这已经很接近美国 2007 年超过 130%的峰值水平。并且如果按照平均每年上升 10 个百分点的速度，其最早也会在 2020 年达到美国金融危机前的峰值。这同房贷增加传递的信息一致，同时也印证了课题组 2017 年中期报告中所作出的判断。

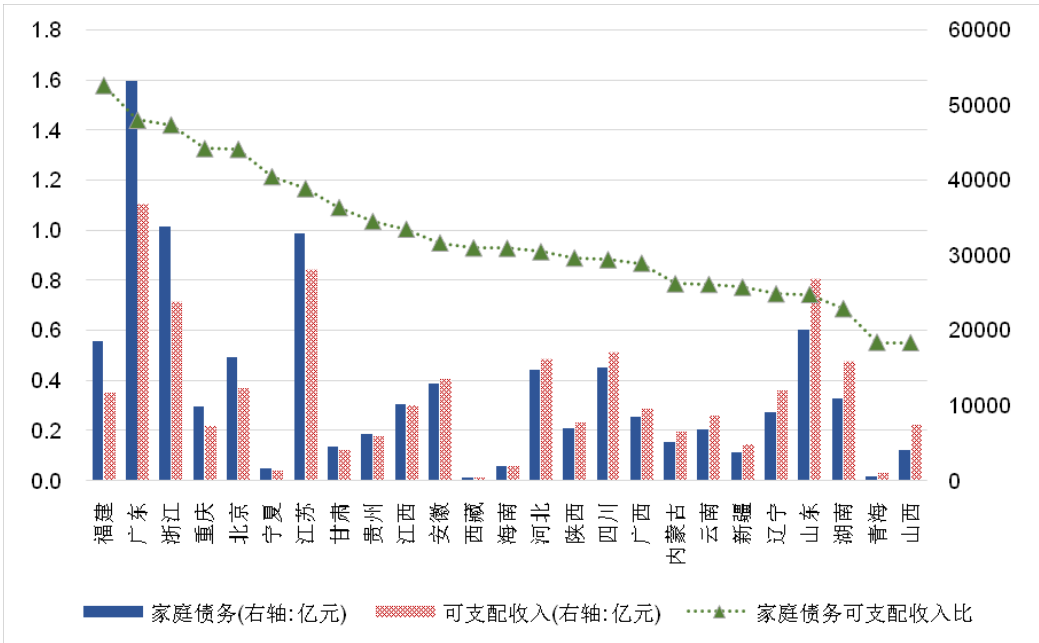

图 74　分省家庭债务占可支配收入的比重

（数据来源：中国人民银行、国家统计局、上海财经大学高等研究院，单位：%）

虽然家庭整体债务水平已经很高，但考虑到中国地区发展不均衡的现实，分析不同地区家庭债务是否不同会给我们更多的启发。而课题组确实发现，在家庭债务累积的同时，区域异质性并没有消除，反而在扩大。此处，课题组采用两种指标衡

量各省份的家庭债务状况，一是各省家庭债务占可支配收入的比重[①]，二是家庭的杠杆率，即家庭债务与家庭储蓄之比。

从图 75 中可以看出，大部分省市的家庭债务占可支配收入的比重均较高。截止到 2017 年底，已经有超过 10 个省市的家庭债务与可支配收入之比超过 100%，并且更是有福建、广东、浙江等三个省份超过美国金融危机前的峰值。而重庆与北京这两个直辖市也正在逼近这一峰值。并且也可以看出，虽然家庭债务占可支配收入的比重大体上与经济发展水平正相关，但也有重庆、宁夏、甘肃与贵州等人均收入水平较低的省市家庭债务累积较多。

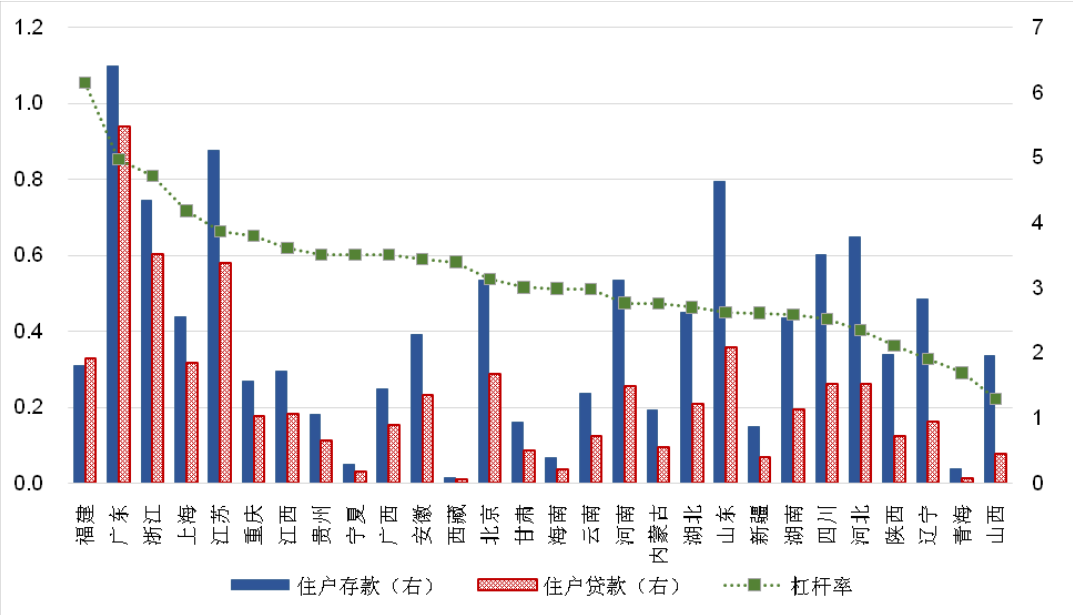

图 75　分省家庭杠杆率

（数据来源：中国人民银行、国家统计局、上海财经大学高等研究院，单位：%）

从家庭杠杆率（以家庭总贷款与家庭总存款之比表示）的角度，也传递着同样的信息。同 2017 年第三季度课题组的估计相比，伴随着部分区域房地产市场的升温，江苏、河南、山东等棚户区改造热点地区在短短半年多的时间内家庭杠杆率就有很大升高。较之于 2017 年 9 月，江苏、河南和山东三个棚改大省家庭杠杆率在 2018 年一季度末分别上升 7.8、6.3 和 3.3 个百分点。棚改在改善家庭居住条件的同时，

[①] 由于家庭债务数据的缺失，此处分析时缺少天津、吉林、黑龙江、上海、河南、以及湖北等 6 省市的数据。

也累积了大量的家庭债务。而如果经济发展不能支撑过高的家庭债务，则可能在局部引起系统性风险，这一点特别值得警惕。

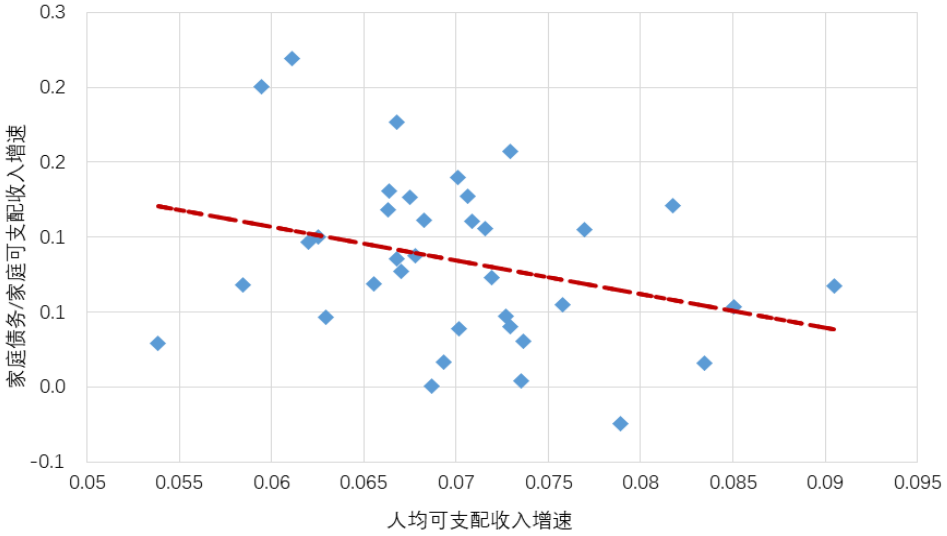

图 76　家庭债务可支配收入之比变动与人均可支配收入增速之间的关系

（数据来源：中国人民银行、国家统计局、上海财经大学高等研究院）

从上面的分析可以看出，很多省份的家庭债务负担已经很高，那么一个自然的问题就是这些债务负担是如何累积起来的？如果家庭加杠杆的过程发生在一些比较发达，收入增速比较高的省份，那么家庭债务的安全性就不会产生太大问题。但如果家庭债务累积发生在一些家庭收入增速较低的省份，那么家庭的收入是否可以维持家庭债务的安全性就特别值得警惕。在此，课题组利用 2015-2017 年的省级数据，分析了家庭债务可支配收入之比变动与人均可支配收入增速之间的关系[①]。从图中可以看出，二者呈明显的负相关关系，也就是说家庭可支配收入增速越低的省份，家庭债务负担积累得越迅速。这也说明在这些家庭可支配收入增速较低的省份，家庭债务的积累速度超过了家庭可支配收入的增速，因此即使未来不会产生家庭债务违约风险，偿还贷款的压力也会大幅挤出家庭部门的消费。

[①] 从图中可以看出，山西省是一个较明显的异常值，如果去掉山西省，则二者之间的负相关关系会更强。

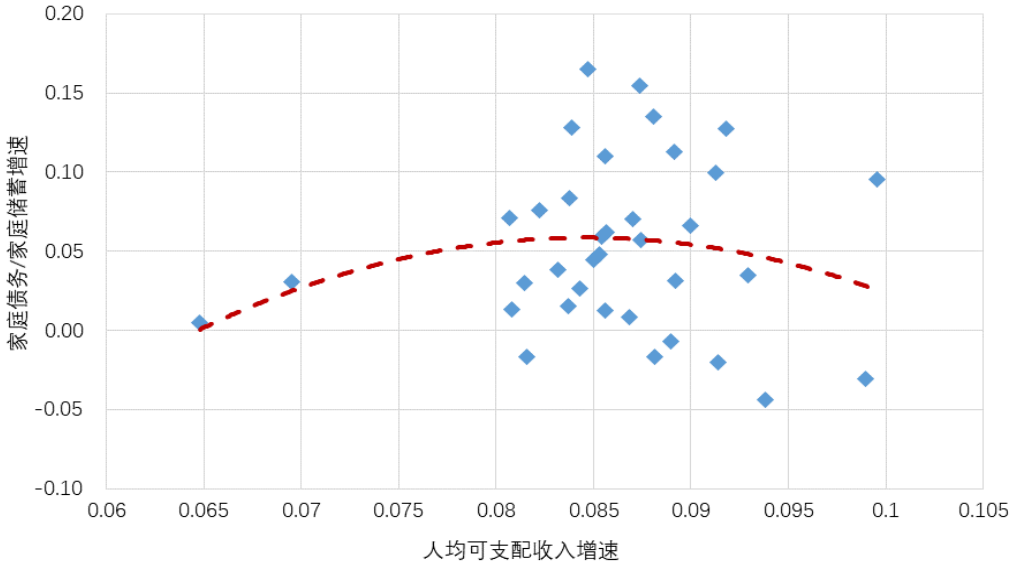

图 77　家庭杠杆率变动与人均可支配收入增速之间的关系

（数据来源：中国人民银行、国家统计局、上海财经大学高等研究院）

为了进一步理解家庭加杠杆的行为，课题组也画出了家庭杠杆率变动与人均可支配收入增速之间的关系。从图中可以看出，除去山西省，家庭杠杆率变动与人均可支配收入增速之间仍然是负相关关系，虽然较家庭债务可支配收入之比变动与人均可支配收入增速之间的负相关关系有所减弱。这就说明，最近两年来家庭部门加杠杆的行为更多发生在收入增速较低的省份。课题组认为，相比较于居民整体杠杆率已经很高的事实，分地区的异质性更应该引起关注，特别是那些近两年家庭加杠杆明显的地区，如果不能保持适当的收入增速，则该问题就会被放大，有可能在局部地区产生系统性金融风险。

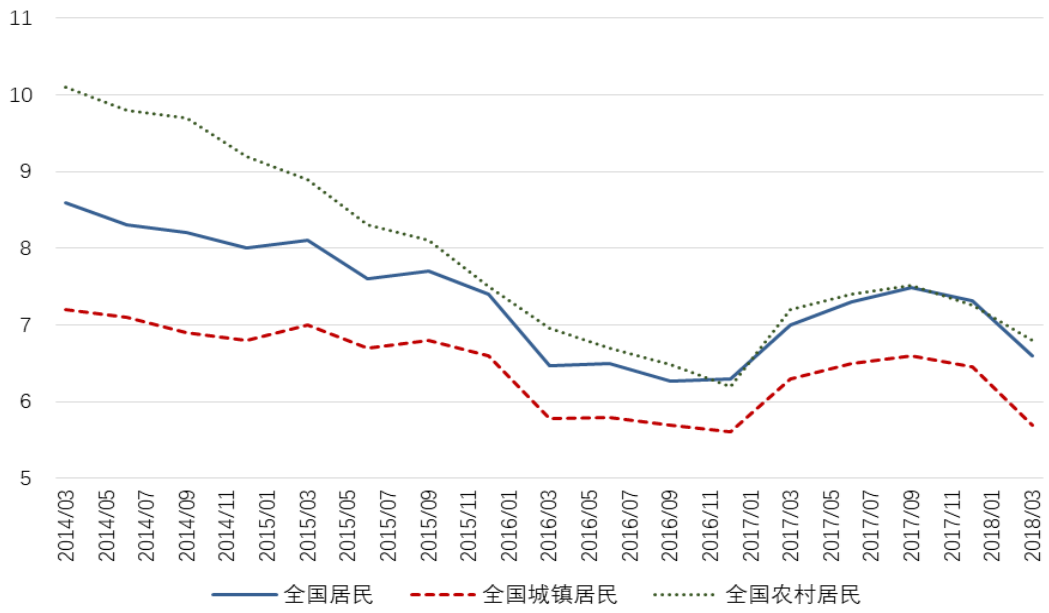

图 78　人均可支配收入累计实际同比增速

（数据来源：上海财经大学高等研究院、WIND，单位：%）

前面的分析提到，家庭债务的累积需要足够的收入来支撑，但是家庭可支配收入的支撑作用却在一直下滑。具体而言，2017 年全国居民人均可支配收入累计实际增速虽然有所回升，但从第三季度开始增速再次下滑，截止到 2018 年一季度，实际增速为 6.6%，同 2014 年初相比，下降了 2 个百分点。而家庭部门加杠杆的主体-城镇居民的收入增速仅有 5.7%，远远落后于 GDP 的增速，这也是课题组一直强调要用家庭债务与可支配收入之比来衡量家庭债务，而不能用家庭债务与 GDP 之比来衡量的原因。

正如课题组自 2017 年以来多次强调的那样，家庭债务累积已经对家庭的消费产生挤出作用，并且该挤出作用主要体现在家庭债务对家庭流动性的挤占上。而近期的社会零售品销售总额同比增速大幅降低也印证了课题组一直以来的分析。在本次报告里，课题组将进一步借助 Blundell、Pistaferri 和 Preston（2008）的分析框架，采用结构模型分析该挤出效应背后的原因，即家庭债务导致的家庭对于收入冲击（income risk）的自我保险（self insurance）功能的降低。

一般而言，家庭的收入总是会有一定的波动性。根据引起波动的冲击的持续性，可以将冲击分为暂时性冲击和持久性冲击。我们在此通过一个例子来更好地阐述二者的区别，比如一个家庭的月收入为 7000 元，每月户主工作 20 天（去掉周六周日），由于某一个月感冒请了 3 天病假，则相当于少工作了 1/7，则这个月仅能拿到 6000 元的收入。而到了下个月，只要不请病假，这个家庭的收入还是 7000 元，则请病假的这个月少拿的 1000 元就相当于暂时性冲击。而如果这个家庭的户主突然被裁员，半年内找不到工作，则在这段时间内，家庭收入减少 4.2 万元，那么这就相当于一个持久性冲击。永久收入假说认为暂时性冲击不会影响家庭消费，而持久性冲击才会影响家庭消费。回到这个例子，当家庭由于生病当月少收入 1000 元时，如果家庭通过信用卡借贷、或者家庭内部其他成员多提供劳动等手段使得家庭消费不受影响，则说明暂时性收入冲击没有传递到家庭消费中，家庭可以完全对暂时性收入冲击实现自我保险。但如果家庭一段时间内少收入 4.2 万元，则家庭就无法做到不影响消费了，此时消费下降，我们就说持久性收入冲击传递到了家庭的消费中，家庭不能完全对永久性收入冲击实现自我保险功能。

从模型的角度，即家庭的收入冲击 y_{it}（收入冲击定义为家庭收入减去其中的确定性因素，可以通过明瑟(mincer)工资方程得到）可以分为持久性收入冲击 P_{it} 和暂时性收入冲击 e_{it} 的组合

$$y_{it} = P_{it} + e_{it}, \qquad P_{it} = P_{it-1} + \eta_{it}$$

其中 P_{it} 服从鞅过程（martingale process），e_{it} 和 η_{it} 的方差分别为 σ_{et} 和 $\sigma_{\eta t}$。此时，不能被解释的收入变动为

$$\Delta y_{it} = P_{it} + e_{it} - P_{it\text{-}1} - e_{it\text{-}1} = \eta_{it} + e_{it} - e_{it\text{-}1}$$

而收入冲击对消费冲击的影响可以通过如下方程建模

$$\Delta c_{it} = \varphi_t \eta_{it} + \phi_t e_{it} + \xi_{it} + u_{it}^c - u_{it-1}^c$$

其中，φ_t 表示持久性收入冲击对消费变动的影响，ϕ_t 表示暂时性收入冲击对消费变动的影响。这两个参数越大，表示收入冲击传递到家庭消费中的越多，说明家

庭越无法进行自我保险。在估计中国的情形时，我们还控制了家庭的偏好冲击ξ_{it}以及对于消费水平的测量误差u_{it}^{c}和u_{it-1}^{c}。为了更好地理解这两个收入冲击传导参数的经济学含义，我们可以先看一下美国这两个参数的大小。在美国，一般情况下，φ_t约为 0.64，ϕ_t约为 0.95，这就表示美国家庭面临的暂时性收入冲击只有大约 5%传递到消费中，而持久性收入冲击会有 64%传递到消费中，换句话说，也就是美国家庭可以对暂时性收入冲击实现近乎完全的自我保险，但只能对持久性收入冲击完成 36%的自我保险。

影响家庭对收入冲击自我保险的因素有很多，而家庭流动性是其中一个非常重要的因素。正如课题组一直以来强调的，当家庭面临流动性约束时，一个微小的冲击都会使得家庭不得不降低消费。在本次报告中，课题组将继续利用中国家庭追踪调查（Chinese Family Panel Studies，CFPS）2010、2012、2014 和 2016 四年的数据，对家庭的流动性状况以及房贷状况进行区分，分组估计不同家庭对收入风险的自我保险作用。

关于家庭是否受到流动性约束，本次报告继续沿用 2017 年中期报告的定义，即家庭是否受到流动性约束是一个虚拟变量，为 1 表示家庭受到流动性约束，为 0 表示家庭未受到流动性约束。参考 Kaplan, Violante, and Weidner (2014)，课题组将流动性资产与净收入的一半之比小于 1 的家庭定义为受到流动性约束的家庭。这一定义的经济学含义如下：如果一个家庭在每一期的期初总收入为 income，并且会在一期内将其平均地消费掉，到期末剩余的收入则为 0，那么该家庭在这一期内完全由期初总收入产生的流动性资产(liquid_asset)为 income/2。因此，如果在一期内家庭的流动性资产与期初总收入的一半之比大于 1（即 liquid_asset /(income/2)>1），说明家庭除了期初总收入产生的流动性资产外还有其他流动性资产。而如果这一指标小于 1（即 liquid_asset/(income/2)<1），则说明家庭可能除了完全由期初总收入产生的流动性资产外，并无其他流动性资产，即家庭受到流动性约束。在数据中，课题组将家庭流动性资产定义为家庭持有的现金与储蓄账户（包含活期存款与定期存款）、家庭持有的金融类资产，包括政府债券、股票、基金、金融衍生品以及其他

金融产品五大类、家庭借给亲戚朋友的借出款、并减去了除房贷之外的家庭短期债务。考虑到大部分家庭的收入均是按月发放，因此在计算时，一期定义为一个月，即家庭期初总收入定义为家庭全年净收入的十二分之一。在样本选取方面，将样本限定在居住在城市，户主年龄在 22-60 周岁之间，且有完整资产收入信息的家庭。关于家庭有无房贷的定义就要简单的多，课题组根据家庭有无房贷要偿还的信息定义有房贷的家庭与没有房贷的家庭。

表 4 不同群体的自我保险能力差异（2010-2016 年）

	（1）	（2）	（3）	（4）	（5）
	全部家庭	有房贷的家庭	没有房贷的家庭	受到流动性约束家庭	未收到流动性约束家庭
风险传导参数					
持久性收入冲击	0.873	0.943	0.837	0.985	0.753
暂时性收入冲击	0.266	0.245	0.299	0.223	0.275
收入冲击方差					
持久性收入冲击					
2014年	0.060	0.056	0.059	0.064	0.063
暂时性收入冲击					
2012年	0.265	0.294	0.265	0.287	0.235
2014年	0.253	0.281	0.238	0.296	0.186

表 4 报告了估计结果，从结果中可以看出，同美国的情形完全不一样，无论是对于持久性收入冲击，还是暂时性收入冲击，中国家庭都无法做到完全自我保险。从数字中可以看出，对于所有家庭而言，有 26.6%的暂时性收入冲击，87.3%的持久性收入冲击传递到消费中。这说明相对于美国家庭，由于信贷市场不发达，或者预防性储蓄动机过强，即使是对于暂时性收入冲击，家庭还是不能完全自我保险，再次利用前面的例子，相当于如果中国家庭由于生病当月少收入 1000 元，那么家庭当月就会少消费 266 元。

同时也可以看出，家庭对于风险的自我保险能力具有很强的异质性。具体而言，有房贷的家庭对于持久性冲击的反应远远大于没有房贷的家庭，而对于暂时性冲击的反应二者则几乎没有区别。比如说如果几组家庭同时由于生病当月少收入 1000 元，则几组家庭均少消费 200 多元，不同群体之间仅仅相差 50 元左右。但如果针对

持久性收入冲击，则不同家庭的区别就显现出来。例如如果家庭由于经济条件不好或者工作变换，一段时期内每个月均减少 1000 元的收入，则有房贷的家庭减少消费 943 元，而没有房贷的家庭仅减少 837 元。二者相差了 100 多元。而从流动性约束的角度，受到流动性约束的家庭减少 985 元，而没有受到流动性约束的家庭减少 753 元。二者相差了 130 多元。可见，当家庭部门过度加杠杆且家庭可支配收入增速持续下降时，如果经济大环境一有风吹草动，家庭的消费就会受到显著影响。

而从省级宏观数据上，家庭债务对家庭消费的挤出效应确实逐渐显现出来。从理论上讲，家庭债务会从正反两方面影响消费，一方面，家庭可通过借贷在一定程度上放松预算约束，因此家庭债务会对家庭消费起到促进作用；但另一方面，由于中国房地产二次抵押市场的不发达，当家庭加杠杆的速度过快，累积大量房贷时，家庭债务对流动性的挤出作用显现，家庭债务增加反而会降低消费。

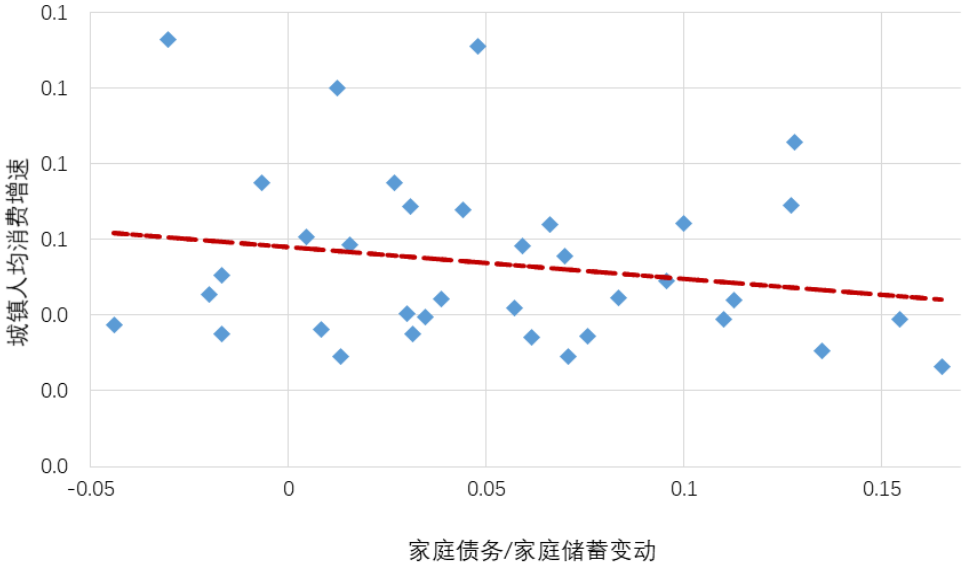

图 79　家庭杠杆率变动与城镇居民消费增速之间的关系

（数据来源：上海财经大学高等研究院、国家统计局）

利用 2015-2017 年的省级数据，并根据前面定义的家庭债务与可支配收入之比以及家庭杠杆率，课题组进一步分析了家庭债务与加杠杆主体-城镇居民消费的直接关系。为了更好地进行预测，并且由于只有家庭杠杆率可以按月推算，因此，课题组在接下来的分析中将主要分析家庭杠杆率对消费的挤出作用。图 79 直观地描述了

家庭杠杆率变动与家庭消费增速之间的关系。从图中可以看出，二者呈现明显的负相关关系。

为了进一步得到定量的结果，课题组还利用面板固定效应模型进行了回归分析，在回归时，我们将各省人均消费均利用各省 CPI 进行了平减，表 5 报告了回归结果。其中前两列描述了家庭杠杆率与城镇居民消费的关系，作为稳健性检验，后两列描述了家庭债务可支配收入之比与家庭消费之间的关系。从第（1）列可以看出，家庭杠杆率整体上与家庭消费呈现负相关关系，当我们区分不同区域不同年份的不同影响时，可以看出，由于 2016 年开始家庭部门加杠杆的速度加快，因此家庭杠杆率对消费的挤出作用开始显现，特别是在 2017 年，该挤出效应达到了-0.111，即家庭杠杆率每升高 1 个百分点，城镇家庭人均实际消费支出降低 0.111 个百分点。而利用家庭债务可支配收入之比也得到了相同的信息。

表 5 家庭债务与消费之间的关系

	城镇家庭人均实际消费支出			
	(1)	(2)	(3)	(4)
家庭杠杆率	-0.037	0.232		
	(0.112)	(0.153)		
家庭债务可支配收入之比			0.022	0.135
			(0.077)	(0.097)
2016 年*家庭杠杆率		-0.038**		
		(0.018)		
2017 年*家庭杠杆率		-0.111***		
		(0.037)		
2016 年*家庭债务可支配收入之比				-0.027
				(0.017)
2017 年*家庭债务可支配收入之比				-0.056**
				(0.025)
中部*家庭杠杆率	0.310***	0.244***		
	(0.090)	(0.081)		
西部*家庭杠杆率	0.149	0.088		
	(0.126)	(0.104)		
中部*家庭债务可支配收入之比			0.250***	0.176**
			(0.080)	(0.080)
西部*家庭债务可支配收入之比			0.184	0.175
			(0.133)	(0.156)

hhincome	0.511	1.213**	0.615	0.933*
	(0.676)	(0.543)	(0.598)	(0.538)
2016 年	0.025	-0.009	0.010	0.006
	(0.045)	(0.037)	(0.042)	(0.038)
2017 年	0.029	-0.029	0.001	-0.001
	(0.096)	(0.076)	(0.089)	(0.080)
常数项	4.787		3.669	0.426
	(6.728)		(5.960)	(5.345)
观测值	57	55	57	57
省份数量	21	19	21	21
调整 R-squared	0.911	0.867	0.920	0.927

Robust standard errors in parentheses，*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

家庭债务累积导致的流动性降低不仅直接影响消费，而且正如课题组前面利用结构模型估计的，受到流动性约束的家庭对收入风险的反应较大。因此，当收入风险增加使得收入差距扩大时，家庭流动性还会放大收入差距对消费的挤出效应。如表 6 所示。利用城镇住户调查数据（Urban Household Survey，UHS），课题组发现，给定相同的收入差距变动，受到流动性约束的家庭比例越高的城市，收入差距对消费的挤出作用越强。

表 6 收入差距对消费的影响

	家庭消费增速			
	(1)	(2)	(3)	(4)
滞后一期受到流动性约束比例	-3.453***	-3.497***	-2.832**	-1.107**
×基尼系数变动	(0.781)	(0.799)	(1.230)	(0.470)
尼系数变动			-0.240	-0.104
			(0.260)	(0.178)
滞后一期受到流动性约束比例		-0.191***	-0.194***	-0.253***
		(0.034)	(0.034)	(0.023)
收入增速				0.881***
				(0.036)
Observations	1,170	1,170	1,170	1,170
Number of city	181	181	181	181
Adjusted R^2	0.139	0.151	0.151	0.618

Robust standard errors in parentheses*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

2. 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

深化供给侧结构性改革，坚持落实“三去一降一补”的工作是习近平总书记在十九大报告中明确提出的主要任务。其中近年来受到学界和业界热议的企业部门，尤其是非金融企业（以下简称企业）“去杠杆”成为工作的重点。与此同时，伴随着中国房地产市场的发展，家庭债务的累积也引起了广泛关注，而本课题组也从 2017 年以来持续关注各部门债务问题，并对此进行了深入解读。

就像课题组一直以来强调的，家庭债务导致的家庭流动性降低会直接导致总需求降低，而需求降低又会直接影响企业经营，当总需求不足时，企业的销售业绩等就会出现下滑，从而导致其经营活力下降，那么企业就有可能通过举债来维持经营，其杠杆率就会相应地上升。而企业经营不善又会直接影响到家庭收入，使得家庭流动性进一步降低。此时就会产生家庭部门与企业部门的联动，也就是家庭部门杠杆率与企业部门杠杆率之间会出现螺旋式负反馈，并且该负反馈还会传递到金融系统中，影响金融系统的安全。如果家庭流动性约束与企业杠杆率是联动的，则不仅不可能通过将企业部门杠杆转移到家庭部门来降低企业部门的杠杆率，而且还会因为部门间的螺旋式负反馈效应增加降低宏观杠杆的难度。因此，只有同时降低企业部门和家庭部门杠杆率，才能稳步有序地完成“去杠杆”的任务。

因此，在本部分，课题组将综合利用家庭微观调查数据与沪深两市 A 股上市公司数据，分析家庭杠杆率提升导致的家庭流动性收紧与企业杠杆之间的关系，并同时指出该种联系对银行系统的影响。首先，利用中国家庭追踪调查（China Family Panel Studies，CFPS）2010、2012 和 2014 年的数据，分省构造了不同年份受到流动性约束的家庭比例，再通过上市公司注册地将这一指标与上市公司数据相匹配，考察了受到流动性约束的家庭比例对企业杠杆率的影响，进一步地，利用上市公司数据构造分省僵尸企业债务占总债务的比例来表示企业的经营情况，通过与中国家庭追踪调查数据匹配分析企业经营对家庭流动性的负反馈。

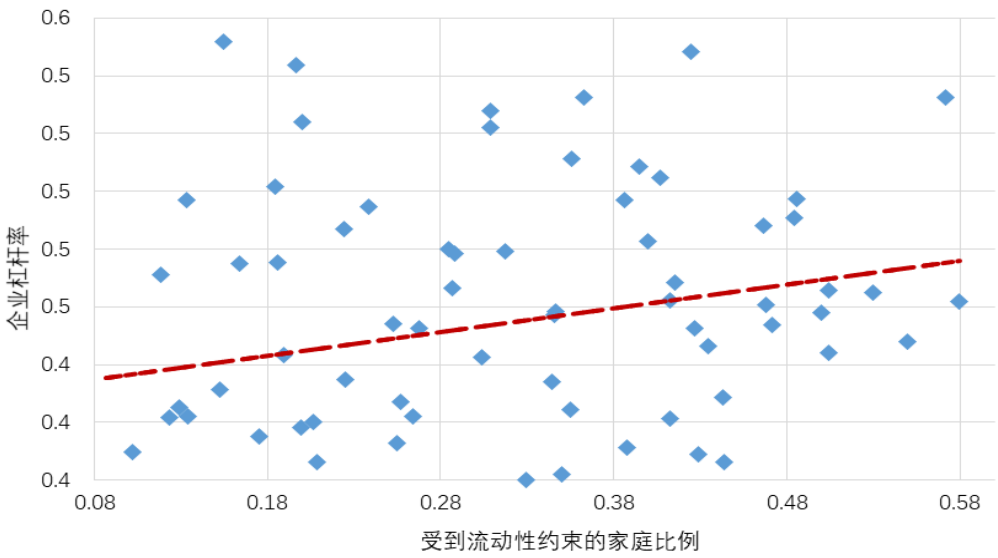

图 80　分省企业杠杆率与受到流动性约束的家庭比例之间的关系

（数据来源：上海财经大学高等研究院、WIND，CFPS）

我们首先看一下家庭流动性约束与企业杠杆率的共同趋势。利用从省级宏观数据中，我们确实可以观察到受到流动性约束的家庭比例与企业整体杠杆率正相关（如图 80 所示）。但是，从企业层面的微观数据中是否也能观察到家庭部门与企业部门间的这种联动？受到流动性约束的家庭比例增加是否真的会影响企业杠杆率？接下来，课题组将通过回归分析的方法，深入检验该正相关关系是否存在，并进一步讨论该影响的传到机制。在本部分分析中，课题组主要采用如下回归方程

$$leverage_{ijt} = \beta_0 + \beta_1 htm_{jt} + \beta_2 X_{ijt} + \varepsilon_{ijt}$$

其中，$leverage_{ijt}$ 表示第 j 个省，第 t 年，第 i 家企业的杠杆率，由企业的总负债除以总资产得到；htm_{jt} 表示第 j 个省，第 t 年的受到流动性约束的家庭比例；X_{ijt} 表示企业的其他特征值。其中，SOE 为表示企业所有制性质的虚拟变量，中央国有企业或地方国有企业 SOE=1，其他企业 SOE=0；age 为截止 t 年企业的存续年限，同时还引入了 age2（age*age/1000）来控制企业存续年限对企业杠杆率的非线性影响；ROA 为 t 年企业的资产回报率；growth 为 t 年企业的销售额的增长率；ptangible 为 t 年企业的有形资产占比，即有形资产与总资产之比；size 表示企业规模，为 t

年企业总资产的自然对数，sharehold 为 t 年企业前十大股东的持股比例总和。此外，在回归中我们还控制了行业以及年份固定效应。并且，在分析中，课题组也尝试控制房价、企业个体异质性以及采用工具变量法检验结果的稳健性。

表 7 报告了企业杠杆率与家庭流动性约束之间的关系。括号内为回归系数的 t 值。其中第（1）列报告了仅控制年度固定效应的回归结果，第（2）列报告了控制行业和年度固定效应的回归结果，第（3）列报告了控制其他可能影响企业杠杆率的影响因素后的回归结果。从回归结果中可以看出，家庭受到流动性约束比例的符号均为负，并且均在 1%水平上显著，表明家庭流动性约束比例的上升确实会使得企业杠杆率提升。并且比较第（2）列与第（3）列的结果可以看出，虽然在控制了其他可能影响企业杠杆率的影响因素后，htm 的解释能力有所降低，但仍然是显著的。具体而言，当省内受到流动性约束的家庭比例每升高 1 个百分点，则企业的杠杆率提升 0.077 个百分点。

表 7 受到流动性约束的家庭比例对企业杠杆率的影响

	被解释变量：企业杠杆率		
	(1)	(2)	(3)
受到流动性约束的家庭比例	0.103***	0.128***	0.077***
	(2.608)	(3.785)	(3.002)
SOE			0.041***
			(5.718)
其他控制变量			√
行业固定效应		√	√
观测值	5,507	5,507	5,507
调整 R2	0.013	0.238	0.521

注：括号内为 t 值，计算时采用企业和省份层面的聚类稳健标准误（clustered standard errors）；符号* 、**、***分别指在 10%、5%和 1%的显著性水平上显著（以下各表同）。

之前的分析表明，家庭流动性约束确实会对企业杠杆率有正向的影响，接下来，课题组将更加深入地探讨产生这一影响的原因。正如课题组一直所强调的，家庭流动性约束升高会通过影响家庭消费，导致企业的销售额下降，使得企业不得不大量增加债务来维持经营，即通过加杠杆来维持经营。也就是说，一方面，受到流动性约束的家庭比例应该与企业销售呈现负相关关系；另一方面，受家庭流动性约束影

响的企业销售也应该与企业的杠杆率呈现负相关关系，即此处存在着两重负相关关系。此处，课题组借助于二阶段最小二乘估计的思路，首先利用企业的销售对受到流动性约束的家庭比例做回归，检验二者之间是否是负相关的关系，表 8 的第（1）列报告了回归结果；进一步地，得到企业销售额的拟合值，然后利用企业杠杆率对该拟合值做回归，检验第二重负相关关系，表 8 的第（2）列报告了回归结果。为了便于比较，我们还估计了企业真实销售额对企业杠杆率的影响，表 7 的第（3）列报告了这一结果。

从结果中可以看出，受到流动性约束的家庭比例确实与企业销售额负相关，且在 1%水平上显著，说明受到流动性约束的家庭比例上升确实会影响企业的销售。而由第（2）列的结果可以看出，企业销售额的拟合值的回归系数也是显著为负，表明受到流动性约束的家庭比例上升导致的企业销售额的下降确实会提高企业的杠杆率。与之相对照的是表 8 的第（3）列，如果不再采用销售额的拟合值，而是采用真实的销售额，则销售额的估计系数就变成显著为正了，刚好与采用销售额拟合值的估计结果相反。产生这一结果主要是由于企业的销售额与杠杆率之间正相关和负相关的关系均可能存在，而在不对两种关系进行区别研究时，正相关关系一般起主导作用，如表 8 的第（3）列。而当我们试图分别辨识这两种关系时，我们可以发现，由家庭的流动性约束增强造成的总需求冲击，确实会使得企业的销售降低，进而使得企业不得不通过加杠杆来维持经营。

表 8 家庭流动性约束的影响机制

	被解释变量		
	(1) 企业销售额	(2)企业杠杆率	(3) 企业杠杆率
受到流动性约束的家庭比例	-0.706***		
	(-3.075)		
企业销售额调整值		-0.110***	
		(-4.567)	
企业真实销售额			0.075***
			(16.560)
其他控制变量	√	√	√
年度固定效应	√	√	√
行业固定效应	√	√	√
观测值	5,507	5,507	5,507

调整 R2	0.746	0.521	0.585

注：同表 6。

正如课题组所分析的，企业在面临总需求下降的影响时，企业的销售业绩会下滑，其面临的融资约束可能加大，基于我国企业主要靠银行贷款融资的事实，课题组认为我国企业将会通过增加短期债务来维持经营。因此，检验家庭流动性对企业债务结构的影响就显得尤为重要。我们将企业的债务具体分为企业的短期借款，长期借款以及企业应付债券三类，通过与企业的总资产相除得到企业的不同债务对应杠杆率，然后分别对家庭流动性做了回归分析。表 9 报告了主要结果，可以看出，受到流动性约束的家庭比例升高时，会显著影响企业的短期借款，增加企业的短期债务，但对企业的长期借款与企业的应付债券的影响却不显著。换言之，根据表 9 的结果，在企业经营遭受负的冲击时，企业虽然可以通过加杠杆来维持经营，但只能通过增加短期债务来实现这个目的，而短期债务的大量累积会使企业面临更大的流动性风险（Johnson, 2012），这将对企业现金流以及偿付能力提出更大的挑战，如果企业不能迅速进行调整，这对企业的经营无疑是雪上加霜。

表 9 家庭流动性对企业债务结构的影响

	被解释变量：企业杠杆率		
	(1) 短期债务	(2) 长期债务	(3) 企业债券
受到流动性约束的家庭比例	0.082*	-0.023	-0.004
	(1.788)	(-0.495)	(-0.083)
其他控制变量	√	√	√
年度固定效应	√	√	√
行业固定效应	√	√	√
观测值	4,525	3,259	1,126
调整 R2	0.251	0.345	0.108

注：同表 6。

当受到总需求冲击时，如果企业有其他渠道化解该冲击，则相对于没有渠道的其他企业，该冲击对杠杆率的影响就会小很多。因此，课题组将针对国企和非国企，分析受到流动性约束的家庭比例对这两类企业的影响是否会有不同，表 10 报告了相关结果。从结果中可以看出，虽然无论是对于国企还是非国企，家庭流动性指标均会显著提高其杠杆率，但对非国企的影响明显要大的多，相当于国企的 1.4 倍

（0.082/0.059），这一方面表明当企业有更多的选择余地时，需求侧冲击的影响就小很多；另一方面也说明，这一段时期内的国企杠杆率的提升并不完全是总需求不足导致的，而可能有其他更深层次的原因，如国有企业垄断问题，或者经济政策不确定性等原因。

表 10 家庭流动性对不同所有制企业的影响

	被解释变量：企业杠杆率	
	(1)：国企	(2)：非国企
受到流动性约束的家庭比例	0.059***	0.082***
	(2.832)	(2.823)
其他控制变量	√	√
年度固定效应	√	√
行业固定效应	√	√
观测值	2,416	3,091
调整 R2	0.460	0.506

注：同表 6。

总体而言，在控制了企业特征变量以及各种固定效应，并消除了内生性干扰的情况下，课题组发现受到流动性约束的家庭比例越高的省份，企业的杠杆率越高。平均而言，受到流动性约束的家庭比例每升高 1 个百分点，会使得企业的杠杆率升高约 0.038 个百分点。在对企业整体杠杆率的解释力上，我们的结果表明，从 2010 到 2014 年间，家庭流动性约束比例的升高可以解释企业总体杠杆率上升的 24%

从前面的分析中，可以看出，家庭流动性收紧会影响企业效益，进而推高企业的杠杆率，并且这一影响更多体现在企业短期债务中。而由于短期债务对企业的现金流要求十分严格，因此，企业的效益下降还有可能直接影响债务能否按时归还，也就是说，这一影响甚至会传递到银行系统中，影响银行系统的稳定性。课题组发现确实是这样，通过分析分省银行不良贷款比例与受到流动性约束的家庭比例，课题组发现，受到流动性约束的家庭比例越高的省份，银行系统的不良贷款比例就越高。也就是说，家庭部门流动性的收紧会通过企业传递到了银行系统中，从而危机整个金融系统的安全。

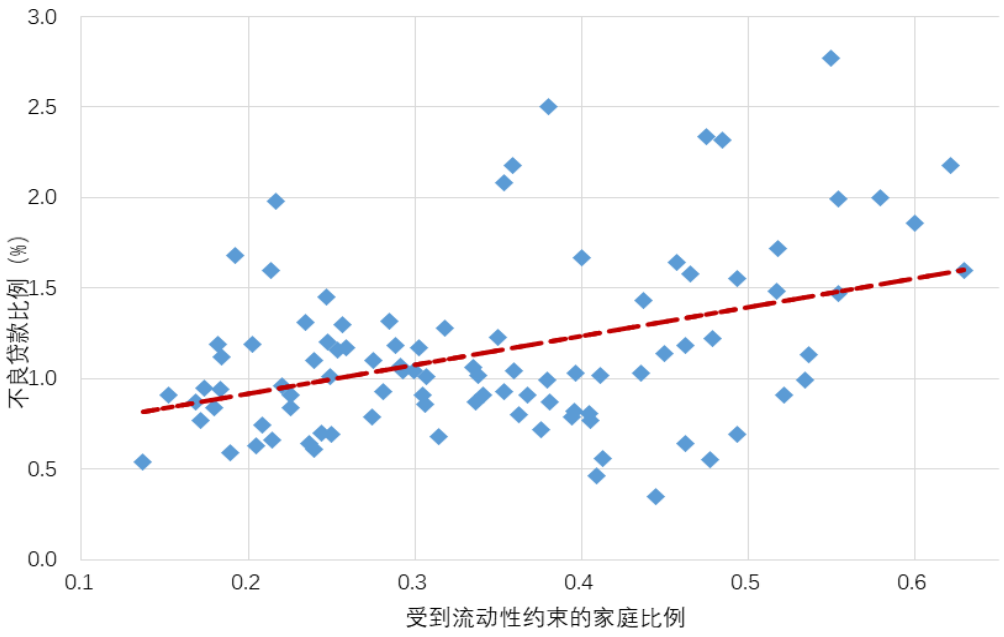

图 81　分省受到流动性的家庭比例与银行不良贷款比例之间的关系

（数据来源：上海财经大学高等研究院、WIND，CFPS）

家庭流动性收紧会导致企业经营不善，从而增加杠杆率，并进而传递到银行系统中。而另一方面，当企业经营不善时，就有可能降低员工工资甚至进行裁员，从而反过来也会影响家庭的流动性。为了说明这一负反馈机制，课题组采用僵尸企业债务占所有企业总债务的比例来表示企业的经营情况，分析了企业经营对家庭流动性的影响。图 82 描述了省级层面二者之间的关系，可以看出，僵尸企业所涉债务占比越高的省份，受到流动性约束的家庭比例越高。为了定量地理解二者之间的关系，课题组还借助中国家庭追踪调查数据的面板结构，分析了一省内僵尸企业比例对家庭陷入流动性约束概率的影响。表 11 报告了回归结果。可以看出，当一省僵尸企业所占资源提高 1 个百分点的话，则家庭陷入流动性约束的概率提高 0.145 个百分点。企业部门确实会对家庭部门存在着负反馈机制。

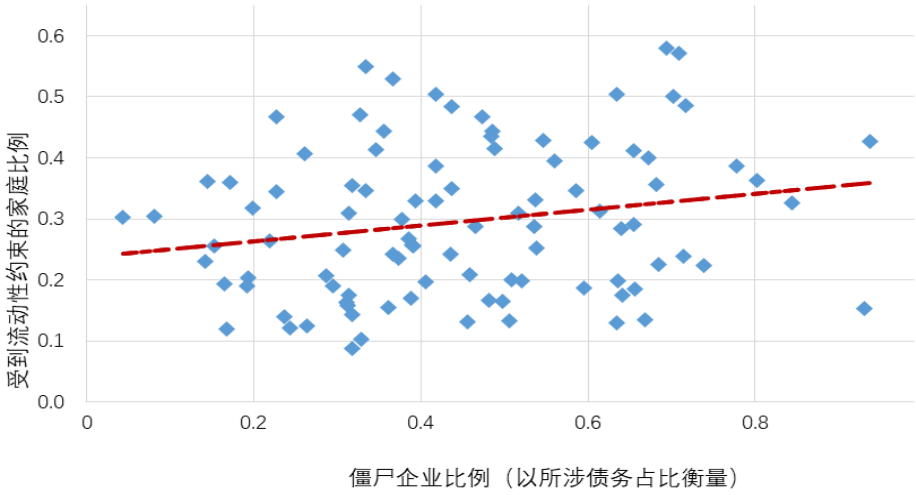

图 82　分省僵尸企业债务比例与受到流动性约束的家庭比例之间的关系

（数据来源：上海财经大学高等研究院、WIND，CFPS）

表 11 僵尸企业对家庭流动性的影响响

僵尸企业比例	家庭是否受到流动性约束（1 为受到流动性约束）			
	(1)	(2)	(3)	(4)
以所涉债务占比衡量	0.145***			
	(0.031)			
以僵尸企业个数占比衡量		0.375***		
		(0.073)		
以所涉长期债务衡量			0.128***	
			(0.025)	
以所涉短期债务衡量				0.111***
				(0.026)
其他控制变量	√	√	√	√
观测值	20,635	20,635	20,635	20,630
家庭数	6,440	6,440	6,440	6,438

注：括号内为聚类到家庭的稳健性标准差；符号* 、**、***分别指在 10%、5%和 1%的显著性水平上显著。

通过本部分的分析，可以对我国“去杠杆”的各项政策提供有力的补充。首先，去杠杆过程中一定要多部门协同合作。这是因为，根据我们的分析，一方面，在我国房屋二次抵押市场以及相关制度不完善的特殊国情下，如果家庭债务的过度累积使得家庭部门杠杆过高，将会大大削弱家庭的流动性，使得家庭可用于消费的现金流减少，极大压制家庭消费，从而使得总需求下降。而总需求的下降势必将对企业

效益产生负面影响，迫使企业被动加杠杆来维持经营。另一方面，企业经营绩效的下降，会通过影响职工收入增长来进一步削弱家庭流动性的改善，从而不仅使得家庭杠杆率进一步上升，还会进一步拉低家庭消费乃至总需求，从而使得企业经营绩效进一步恶化。由此可见，企业部门杠杆率的下降不能简单地通过向家庭部门转移来实现，家庭部门过度加杠杆不仅不能帮助企业部门实现杠杆的转移，还会倒过来进一步恶化企业的资产负债表。不通过解决家庭流动性问题来刺激国内总需求，无法从根本上实现降低企业杠杆率的目标，遑论降低总体宏观杠杆率水平。

其次，涉及降低企业杠杆率的宏观调控政策不应只停留在于企业部门内部，还应该针对家庭层面出台一些配套政策，因为根据本文的分析家庭杠杆率的下降是有助于企业杠杆率的下降的。那么如果能从家庭层面入手解决“去杠杆”的问题，可能会对降低企业杠杆率的问题起到事半功倍的效果。比如呼声甚高的个人所得税改革，如果通过理顺个税体系可以增加家庭可支配收入，增加家庭的流动性，从而刺激家庭消费和总需求，提高企业经营活力，这将对降低企业部门杠杆率起到十分积极的作用。

再次，根据本部分的分析，总需求降低会显著提高企业的短期债务，而这不仅会对企业的现金流以及偿款能力提出了更大的挑战，更会对银行系统的稳定性形成潜在负面冲击。这是因为伴随着企业短期债务的增加，如果企业经营状况继续恶化，企业的还款能力降低，会导致企业违约比例升高，从而可能导致发生系统性金融风险的概率上升。因此，银行方面一方面在对企业发放贷款的过程中，要严格遵守相关风控制度，加强放贷事前事后的监管，并且坚决杜绝向僵尸企业输血的现象，从主观上降低银行可能面临的企业违约风险；另一方面在对家庭发放贷款的过程中，银行不仅要严格执行按揭相关的信贷政策，严格控制各类消费贷，更要根据市场规律，对投机性贷款给出与其投资收益相匹配的利率水平，切实帮助家庭部门降低杠杆率水平，从而减低银行可能面临的来自家庭和企业的违约风险。

3．地方政府债务风险犹存

根据财政部的口径，2018 年需置换的非政府债券形式存量政府债务为 17258 亿元，截至 5 月底尚有 10234 亿元债务需要置换。经过两年多的置换，置换需求得到

大量释放，债务置换已进入收官阶段，地方政府债务置换压力已经大幅下降。监管层面，多项规范地方政府融资行为的规定密集出台，严堵违规漏洞，同时开放土地储备多类专项债券发行。多种因素作用下，地方政府发行债券更加谨慎。2017 年年末地方政府债务余额为 16.47 万亿元，比年初确定的债务限额低 2.35 万亿元，占 GDP 比重约 19.91%，比 2016 年的 20.65%有小幅下降。2018 年初以来，截至六月底，已发行债券 1.41 万亿，相比去年同期 1.86 万亿的发行量下降约四分之一。考虑到存量债务置换窗口临近，到期债券再融资需求，预计 7、8 月份尚需发行约 1.7 万亿，债务发行压力将进一步上升，月发行规模可能直逼 8 千亿。

据课题组测算，地方债务规模较大的省份主要是江苏、山东、浙江、广东等东部经济大省，西部的贵州省债务余额超过广东省排名第四，达 8529 亿元。另外，四川，湖南和辽宁的债务余额都超过 7000 亿元，排名靠前。负债率与 2017 年相比总体有所改善，贵州、青海分别为 62.99%与 51.82%，云南、海南、内蒙古和辽宁紧随其后，分别为 36.74%、35.92%、35.11%和 32.31%，都低于 40%，新疆和宁夏的负债率已降到 30%以内。

从 2018 年上半年地方政府债券发行额看，截至 6 月 27 日，地方政府累计发行债券 293 只，合计发行总额 1.41 万亿元，总发行规模远远小于 2017 年同期的 1.86 万亿元，同比减少 24.2%。地方政府债券发行规模前五省份分别是贵州、广东、湖南、山东和辽宁。五省发行规模总计 5220 亿，达到全国发行总额的 37%。其中，贵州和广东两省累计分别发行 1559 亿元和 1034 亿元，名列前两名，债券余额同比增长率分别达到 26.1%和 16.9%。债券余额增速较快的省份还包括海南，安徽，黑龙江和湖南，增幅分别达到 34%，23.4%，22.9%和 17.5%。各省份间债务结构和规模均存在巨大差异，总体上看，财政收支缺口[①]越大的省份，债务相对财政收入的比率也通常较高，但负债率与GDP增速并没有显著相关性。

[①]财政收支缺口定义为地方公共财政收入与财政支出之差占财政支出的比例，数字越大表明财政收不抵支的缺口越大。

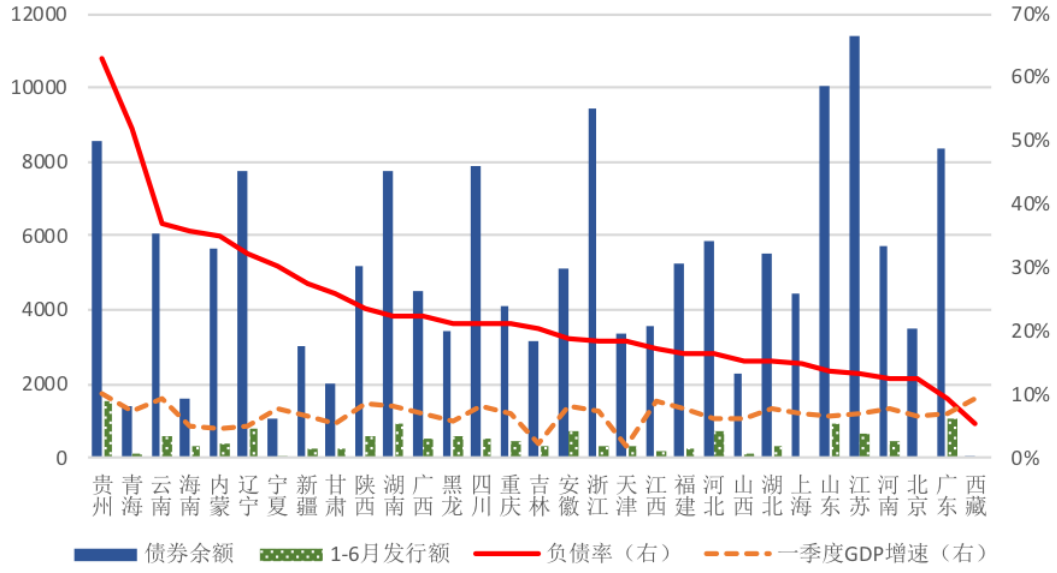

图 83　各省地方债务情况、GDP 增速与负债率

（数据来源：上海财经大学高等研究院，单位：%（右）、亿元（左））

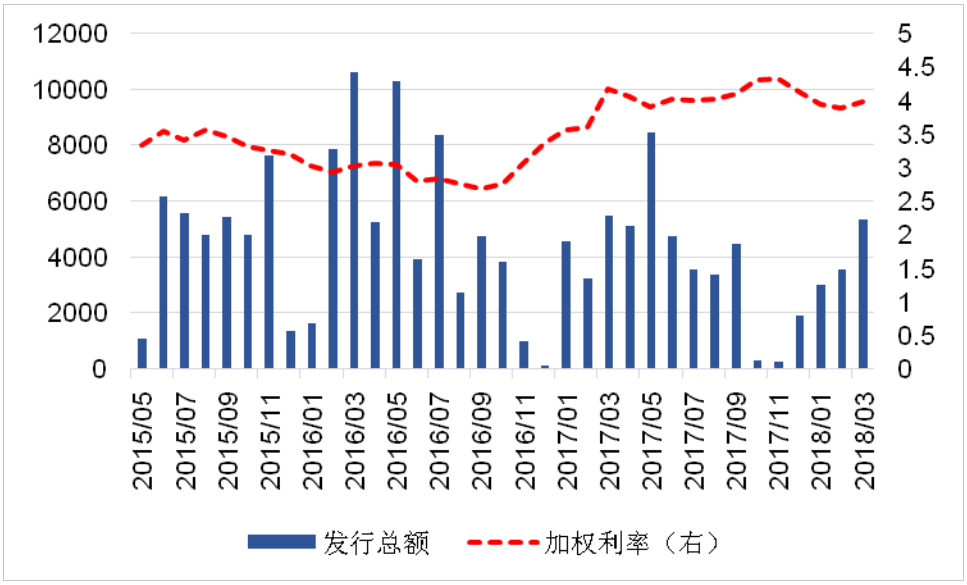

图 84　地方政府债券发行规模与发行利率（数据来源：WIND，单位：亿元（左）、%（右））

与此同时，加权平均发行利率从 2016 年 10 月开始一路上扬，2017 年 5 月以来，各月份按发行规模计算的加权平均发行利率达 4.06%。目前地方债的发行利率仍然明显偏低，一级和二级倒挂严重，银行承接地方政府债券存在利率倒挂的问题，配置地方债有明显浮亏，投资地方政府债券的积极性下降。随着下半年发行压力和规模逐步增加，发行节奏加快，发行利率有可能继续走高。主要原因是金融监管收紧

和金融系统去杠杆去泡沫的思路下，市场整体流动性有所收缩，使得债券市场利率总体上升。当前地方债二级市场活力明显疲弱，减缓利差扩大趋势乃至收缩利差有赖于加快培育二级市场，增强地方政府债券的流动性。

需要警惕的是，地方债务置换并没有消除债务，只是把短期错配债务转换为长期债券，还债压力推迟，风险有所降低，但并没有完全消失。发行利率上升和利差扩大使地方政府债务负担有所积累，未来将面临更大债务付息压力。截至 5 月末，政府支出中用于债务付息的支出达 2817 亿元，同比上升 16.7%，仍然处于较高水平。年初以来，地方债加权平均发行利率平均高于国债 57 个基点，利差扩大趋势明显。对部分财力薄弱的地方政府而言，利率攀升构成的债务还息压力将会掣肘地方财政政策。当前发行的地方政府债券基本只有 3 年、5 年、7 年和 10 年四种期限，以 5 年以上的长期债券为主。2020 年开始地方债进入到期高峰，年到期余额超过 2 万亿元。以贵州为例，不考虑新增债务，仅 2020 年到期的债务就将达到 1207.8 亿元，大约相当于 2017 年 GDP 的 8.9%。

除了利率上升之外，土地财政问题也是地方政府债务的一个潜在风险来源。课题组根据各地发行政府债券的信息披露文件发现，多个省份的新增债券发行时承诺的未来偿债资金来源均为国有土地使用权出让收入。据课题组测算，2017 年地方政府平均财政缺口（即本级财政收支差额占支出的比重）达 52.8%，中央对地方的税收返还和转移支付占本级财政收入的比重为 71.32%。在地方政府财政收支缺口较大的情况下，一些欠发达城市和新兴地区的地方政府缺乏相关产业作为财政支撑，通过过度依赖土地财政涸泽而渔，不仅造成资源配置的扭曲，也不利于产业结构调整。

此外，**虽然从显性负债看地方政府债务比例尚属可控范围，但是需要尤其关注的是隐性债务。**包括 PPP、政府购买服务、政府投资基金等方式形成的隐性债务是地方债务风险的主要所在。目前隐性债务规模难以准确测算，课题组初步估算其体量可能接近显性债务。近期一些原地方政府融资平台、城投公司、地方国有企业的陆续出现的债券违约现象值得警惕。部分地方政府隐性债务的形成与影子银行等渠道有关，使得监管更加复杂。在财政缺口较大的地区，隐性债务的还款来源缺乏实际保障，不利于金融体系的稳定和宏观经济的健康发展。地方政府债务产生的制度

根源是地方政府的财权和事权不对等，在国税地税合并后，财权和事权不对等的问题仍将在一定程度上长期存在，但有利之处在于可以通过统一部署，信息对称，提高征收效率。但更艰巨的任务是确定恰当合理的原则在中央和地方对财政收入进行划分，确保地方政府和企业在原体制下达成的合作能够以妥善的办法平稳过渡，维持经济持续健康运行。

4. 金融系统稳定性改善迟滞

1）银行系统稳定性抗风险能力减弱

金融系统去杠杆和强监管的工作从 2017 年开始全面铺开，虽然其长期利好毋庸置疑，但是其带来的中短期的阵痛对金融系统稳定性的改善提出了较大挑战。长期以来银行在我国金融系统中占据主导地位，并且在可预见的将来其仍将主导我国金融系统。这一点从今年前五个月的新增社会融资分项结构便可见一斑，将近 90%的新增社会融资来自于新增信贷，换句话说，银行部门为实体经济提供了将近 90%的融资服务。另外，由于直接融资对于企业信用要求远高于间接融资，大部分中小企业的直接融资能力十分有限，尤其是在当前信用风险陡增的形势下，中小企业对银行贷款的倚赖程度更大于大型企业。通过银行系统实现的间接融资目前仍是我国企业最重要融资方式，尤其对于中小企业更是如此。因此，银行系统的稳定对于我国金融系统的稳定至关重要，是经济整体稳定运行的基石。

课题组通过在险价值模型（CoVaR）模型来评估我国银行系统的稳定性并识别系统性重要银行，并做定量分析。课题组从WIND的股票数据库选取了 2011 年 1 月 1 日至 2018 年 6 月 29 日在沪深两市上市至少一年的商业银行为样本数据，共计 16 家商业银行 [①]。截至 2018 年一季度，这 16 家银行的总资产占我国商业银行资产总额的比例高达 75.1%[②]，代表性良好。在估计银行系统以及各家银行的VaR和CoVaR

[①]按照证监会行业分类，目前我国上市银行共 26 家。其中包括 5 家大型国有商业银行：工商银行、农业银行、中国银行、建设银行和交通银行，8 家股份制银行：兴业银行、招商银行、浦发银行、中信银行、民生银行、光大银行、华夏银行和平安银行，13 家城市商业或农村商业银行银行：宁波银行、南京银行、北京银行、江苏银行、贵阳银行、江阴银行、无锡银行、常熟银行、杭州银行、上海银行、吴江银行、张家港农商银行和成都银行。但城商行和农商行中除了宁波银行、南京银行和北京银行外，上市时间均在 2016 年二季度以后，观测值数量均为未超过 500，由于 CoVaR 模型的分析是基于分位数回归的，在进行置信水平 5%的分析时，2016 年二季度以后上市的银行的观测值数量不到 25，样本数太少，因此未纳入考察范围。

[②]截至2018年一季度，16家样本银行资产总和约为145.54万亿元，我国商业银行资产总和约为万193.85亿元。

系数时，课题组用 16 家上市银行后复权日收盘价来计算的各家银行的日收益率表示各银行的运行情况，用中证沪深 300 商业银行全收益指数日收盘指数来计算的日收益率表示银行系统的运行情况。表 12 列出了样本区间内，中证沪深 300 商业银行全收益指数日收益率以及各家商业银行复权后日收益率的统计描述。

表 12 银行业全收益指数收益率和 16 家上市银行收益率统计描述

股票代码	中文简称	观测数	均值（%）	标准差（%）	最小值（%）	最大值（%）
	银行业指数	1669	0.042	1.578	-10.502	7.838
000001.SZ	平安银行	1669	0.029	2.126	-10.558	9.555
002142.SZ	宁波银行	1669	0.065	2.180	-10.544	9.564
600000.SH	浦发银行	1669	0.039	1.821	-10.556	9.570
600015.SH	华夏银行	1669	0.033	1.886	-10.569	9.580
600016.SH	民生银行	1669	0.038	1.869	-10.525	9.578
600036.SH	招商银行	1669	0.066	1.810	-10.440	9.554
601009.SH	南京银行	1669	0.064	2.020	-10.551	9.553
601166.SH	兴业银行	1669	0.046	1.896	-10.558	9.579
601169.SH	北京银行	1669	0.038	1.813	-10.507	9.580
601288.SH	农业银行	1669	0.039	1.445	-10.424	9.642
601328.SH	交通银行	1669	0.029	1.746	-10.600	9.626
601398.SH	工商银行	1669	0.034	1.407	-10.429	9.530
601818.SH	光大银行	1669	0.024	1.803	-10.445	9.663
601939.SH	建设银行	1669	0.042	1.626	-10.576	9.566
601988.SH	中国银行	1669	0.031	1.524	-10.581	9.659
601998.SH	中信银行	1669	0.033	2.132	-10.564	9.613

数据来源：WIND，上海财经大学高等研究院

首先，当单家银行受到将使其产生最大损失的外部冲击时，课题组估算了每家银行自身将受到的损失，即在险价值（Value at Risk，VaR），但是 VaR 并没有考虑单个银行风险溢出的影响，即单家银行遭受冲击并发生损失时引起的系统中其他银行产生的损失。为了考察每家银行在遭受冲击时的风险溢出效应，课题组还估算了每家银行的条件在险价值（Conditional Value at Risk，CoVaR）。每家银行风险溢出的影响用 CoVaR 和 VaR 之差表示，即△CoVaR=CoVaR—VaR。课题组还计算了△CoVaR/VaR 来衡量了每家银行自身遭受将产生最大损失的外部冲击时，其引发的系统中其他银行的损失与其造成的总损失的比例。

表 13 列出了在 5%的置信水平下每家样本银行自身受到使其产生最大损失的外部冲击时，其自身受到的损失和对整个银行系统的影响。

表 13　16 家上市银行在险价值和条件在险价值——单家银行自身遭受外部冲击时 ①

股票代码	中文简称	VaR（%）	CoVaR（%）	△CoVaR（%）	△CoVaR/VaR
000001.SZ	平安银行	-3.24	-3.79	-0.54	0.17
002142.SZ	宁波银行	-3.18	-3.61	-0.43	0.14
600000.SH	浦发银行	-3.14	-3.66	-0.52	0.17
600015.SH	华夏银行	-3.12	-3.74	-0.62	0.20
600016.SH	民生银行	-3.05	-3.89	-0.83	0.27
600036.SH	招商银行	-3.07	-3.87	-0.81	0.26
601009.SH	南京银行	-3.24	-3.66	-0.42	0.13
601166.SH	兴业银行	-2.79	-3.42	-0.63	0.23
601169.SH	北京银行	-3.13	-3.78	-0.65	0.21
601288.SH	农业银行	-3.04	-4.21	-1.17	0.38
601328.SH	交通银行	-2.88	-3.69	-0.82	0.28
601398.SH	工商银行	-3.24	-4.35	-1.11	0.34
601818.SH	光大银行	-2.92	-3.62	-0.70	0.24
601939.SH	建设银行	-3.03	-3.91	-0.88	0.29
601988.SH	中国银行	-3.17	-4.24	-1.07	0.34
601998.SH	中信银行	-3.23	-3.81	-0.58	0.18

数据来源：上海财经大学高等研究院

从表 13 可以看出，我国上市银行中每家银行受到将使其产生最大损失的外部冲击时，如果不考虑风险溢出效应，除了交通银行、光大银行和兴业银行，其他银行的日均 VaR 损失超过均超过了 3.0%，其中日均 VaR 损失最大的是工商银行、平安银行和南京银行，均为 3.24%，五大国有商业银行和其他银行并不存在显著的差异。在考虑各家银行风险的溢出效应时，风险溢出（即△CoVaR）最大的四家银行恰好为传统的国有四大行（工农中建），交通银行的风险溢出水平也处于第六位。需要指出的是，在本课题组 2017 年的年终报告中，我们发现随着金融系统内部去杠杆持续推进以及内部监管逐渐加强，上市的股份制银行、城商行和农商行风险溢出造成的损失比例较 2017 年年中有所减小，但从此次的测算中，我们发现各家银行的风险

①作为稳健性检验，课题组还进行了置信水平为 10%时单家银行遭受冲击时的风险分解分析，结论和置信水平为 5%时基本一致。

溢出再次上升，而且上升到比 2017 年年中更高的幅度。当前，我国银行系统的稳定性不但没有改善，其脆弱性再次凸显。从△CoVaR/VaR 来看，国有五大行溢出的损失所占其造成的总损失的比例也最大，而且工商银行、中国银行和农业银行溢出的损失所占比例超过了 30%，农业银行甚至高达 38%。可见，我国商业银行间的关联程度进一步增强，国有五大行风险溢出影响进一步加大。基于最新数据的分析结果，课题组认为股份制银行和区域性银行对银行系统的影响日益增大，不可忽视，但当前保持国有五大行的稳定对于保持我国银行系统的稳定至关重要，应该优先保证国有五大行的稳定。

其次，课题组还考虑了当整个银行系统遭受将使其产生最大损失的外部冲击时，在不考虑各银行会产生反馈式风险溢出的情况下，系统性冲击对每家银行造成的损失（即在险价值，VaR）；以及在考虑各银行会产生反馈式风险溢出的情况下，系统性冲击对各家银行造成的损失（即条件在险价值，CoVaR），并计算了反馈式风险溢出程度（即条件在险价值与在险价值之差，△CoVaR=CoVaR-VaR）和风险溢出率（△CoVaR/VaR）。表 14 列出了在 5%的置信水平下每家样本银行遭受系统性冲击时，其自身受到的损失和对整个银行系统的影响。

表 14 16 家上市银行在险价值和条件在险价值——银行系统遭受外部冲击时 [①]

股票代码	中文简称	VaR（%）	CoVaR（%）	△CoVaR（%）	△CoVaR/VaR
000001.SZ	平安银行	-4.19	-5.25	-1.05	0.25
002142.SZ	宁波银行	-3.98	-4.80	-0.81	0.20
600000.SH	浦发银行	-3.71	-4.69	-0.98	0.27
600015.SH	华夏银行	-3.71	-4.73	-1.02	0.28
600016.SH	民生银行	-4.05	-5.06	-1.01	0.25
600036.SH	招商银行	-3.93	-4.87	-0.94	0.24
601009.SH	南京银行	-3.54	-4.30	-0.76	0.22
601166.SH	兴业银行	-3.61	-4.35	-0.74	0.21
601169.SH	北京银行	-3.75	-4.67	-0.91	0.24
601288.SH	农业银行	-3.58	-4.36	-0.79	0.22
601328.SH	交通银行	-3.54	-4.25	-0.71	0.20
601398.SH	工商银行	-3.77	-4.68	-0.91	0.24

[①]作为稳健性检验，课题组还进行了置信水平为 10%时银行系统遭受冲击时的风险分解分析，结论和置信水平为 5%时基本一致。

601818.SH	光大银行	-3.57	-4.31	-0.75	0.21
601939.SH	建设银行	-3.68	-4.43	-0.76	0.21
601988.SH	中国银行	-3.74	-4.58	-0.84	0.22
601998.SH	中信银行	-3.98	-4.71	-0.73	0.23

数据来源：上海财经大学高等研究院

从表 14 可以看出，当整个银行系统遭受将使其产生最大损失的外部冲击时，在不考虑风险的溢出效应时，日均 VaR 最大的两家银行分别是民生银行和平安银行，均超过 4%；而日均 VaR 损失最小的不再是国有四大银行，而是南京银行和交通银行。平均而言，国有四大行的日均损失较其他股份制银行和城市商业银行小 0.19%，即国有四大银行抗击系统性风险的能力较股份制银行和城市商业银行稍强。在考虑各家银行风险的溢出效应时，风险溢出程度（即△CoVaR）最高的是华夏银行、民生银行和平安银行，而风险溢出程度最小的仍然是国有交通银行以及兴业银行。从△CoVaR/VaR 来看，平均而言，当整个银行系统遭受巨大外部冲击时，除了交通银行，其他国有大行对系统溢出的风险占其总损失的比例与其他股份制银行、城商行和农商行的该比例无明显差异，即在出现系统性风险时国有四大行的风险溢出率与其他银行并无明显差异。从具体数字上来看，几乎所有银行的风险溢出率较 2017 年年末均呈上升之势，虽然国有五大行的平均上升幅度小于其他全国性股份制银行和区域性银行，但这一指标均上升到 20%以上，而在 2017 年年末有一半的银行是低于 20%的。在 2017 年年度报告中，我们的分析结果表明国有四大行在整个银行系统遭受巨大外部冲击时，抗险能力是强于股份制银行、城商行和农商行的。基于最新数据的分析结果，我们认为 2018 年以来国有大行抗击系统性风险的能力虽然依然强于其他银行，但其风险溢出率持续上升，即对稳定银行系统所起到的作用越来越弱。

2）资管新规落地，金融市场短期再增不确定性

我国的债券、理财市场规模越来越大，以上课题组对金融数据的分析表明，银行抗系统性风险的能力有所减弱。在一定程度上，信托公司和银行理财产品中广泛存在的刚性兑付将项目投资风险从投资人转移到金融机构内部。刚性兑付指的是不论其实际投资业绩表现如何，发行理财产品的金融机构均会兑付给投资人本金以及

承诺水平的收益。对于金融机构而言，刚性兑付使得投资产品具有事实上的债务属性。过去，刚性兑付的承诺曾在一定程度上为整个信托行业扩张规模起到不可忽视的作用，然而不承担任何风险的高收益是无法长期存在的。维持刚性兑付背离了金融规律，扭曲了合理的金融秩序，会造成金融市场的失灵、资源的错配。

2017 年底，央行等五部门发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（简称《指导意见》），对资管业务制定了监管标准。其中最受关注的一点是对银行非保本理财产品和资金信托计划中的刚性兑付现象进行了规定，提出要打破刚性兑付现象：金融机构开展资产管理业务时不得承诺保本保收益，应当符合公允价值原则，及时反映基础资产的收益和风险。2018 年 4 月出台的《资管新规》对刚性兑付行为进行了进一步的明确和列举，打破刚性兑付逐渐被提上日程。课题组认为，刚性兑付的存在扭曲了金融市场的风险定价，无形中抬高了无风险收益率。这种保本保收益的理财产品虽然能消除投资者持有某一理财产品的风险，但却提高了资产管理行业的整体的融资成本和风险。从长期的角度来看，打破刚性兑付能够更好地协助防范系统性金融风险。

为了有效地预测和评估央行打破金融机构中存在的刚性兑付带来的影响，课题组构建了一个包含金融中介机构的动态随机一般均衡（Dynamic Stochastic General Equilibrium）模型，结合我国金融市场存在刚性兑付这一特点进行量化分析。在模型中，我们将刚性兑付刻画为金融机构事前承诺给投资者一定水平的收益，而这个收益与当期投资的回报无关。当模拟金融危机到来时，金融机构的投资遭受损失，这使得他们可能无法全额兑付事前承诺的收益水平。此时若存在政府对投资者的隐性担保，他们将使用财政收入（消费税或者收入税）来保证兑现投资者的收益。我们把以上描述的刚性兑付作为基准情形，在此基础上分析打破刚兑的政策模拟。

首先，我们在模型中引入存款保险政策：金融机构在向投资者发行理财产品时，需额外地向央行支付存款保险金。当金融机构投资失败、承诺的收益无法兑现时，央行会使用之前缴纳的保险金来弥补差额，保证兑现投资者的收益，从而避免政府使用扭曲性的税收来为此买单。但是由于存款保险金增加了金融机构收拢资金的成本，这会一定程度上影响从储蓄者手中流入生产部门的资金量。因为信托违约的案

例很少，我们使用最近五年我国债券市场的边际违约率来模拟金融机构无法兑现事前收益的概率。研究结果表明，跟政府使用扭曲性税收相比，引入存款保险政策可以得到 0.47%的福利提升。然而从对抗金融冲击的角度来看，存款保险政策和政府的隐性担保只保证了投资者得到事前承诺的收益水平，并没有从实质上加强金融中介对金融冲击的耐受性。

其次，我们考虑央行已经打破中介刚性兑付的情形：投资者在事前明晰了理财产品的风险，已经知晓金融机构会根据投资的回报支付相应的收益，金融机构的投资回报越高，投资者收益也越高，反之亦然。在这种情况下，由于该理财产品可以根据投资情况支付收益，之前金融机构无法兑现收益的情况将不会再出现。由于需要承担更高的投资风险，投资者会提高风险溢价，因此金融机构对投资者支付的平均收益会比之前高，但好处是政府无需使用扭曲税收和隐性政府担保来确保投资者事前的收益。从社会福利的角度出发，打破刚兑能够得到 1.73%的福利提升。

从另一个角度来看，这种根据投资回报确定收益的理财产品可以提高金融机构对负面冲击的耐受性：当模拟金融冲击时，投资回报降低，此时金融中介可以降低给投资者的收益，从而在金融危机发生后自身仍然保持相对较充足的资本，保证冲击后的投资不会降低太多，对稳定金融系统和经济有更好的效果。

总的来说，课题组的政策模拟结果表明，打破刚性兑付从长期的角度来看，对维护金融机构的稳定、提高金融系统的耐受性有促进作用。但在短期内，打破刚兑会对投资者及金融机构产生一定的负面影响。首先，国内投资人根据以往的投资经历，早已习惯了保本保息，现在突然要让投资者自担风险，这在短时间内是不易接受和改变的事情，这在一定程度上会影响给投资者的信心和投资热情；其次，打破刚兑势必会给信托公司和银行的理财产品项目带来短期的阵痛。自担风险可能会造成部分投资者的观望和转移投资渠道，从而在短期内影响信托行业和理财产品项目的成长速度。《指导意见》和《资管新规》中设定的 18 个月的过渡期也正是出于这样的考虑。因此，监管后续的重点，是如何尽可能妥善安排，实现资产调整过程中金融市场保持大致平稳。

5. 棚改货币化及影子银行推高房地产市场需求，须警惕风险

1）从居民需求推高房价角度分析，课题组认为棚改货币化是重要因素。早在2015年年底的中央经济工作会议上，房地产去库存就被作为一项重要任务，提上了未来几年的经济工作日程。当时房地产库存已经到达历史峰值，全国商品房待售面积达到7.19亿平方米，其中的住宅待售面积达到了4.52亿平方米（见图85）。作为房地产去库存的一项重要政策工具，棚户区改造、尤其是其中的货币化安置政策，在过去两年里得到了大力推进。在全国层面，棚户区改造中的货币化安置比例从2014年的9%上升到2016年的48.5%，2017年数据未公布，但根据各类研究机构的分析，大约在60%左右。货币化安置对房地产去库存的效果立竿见影：2016和2017年，全国商品房待售面积分别减少2314万和1.06亿，其中的住宅待售面积分别下降了4991万平方米和1.01亿平方米。2018年前5个月，全国商品房待售面积较2017年末继续下降2913万平方米，其中住宅待售面积下降2107万平方米，库存水平已低于2013年。

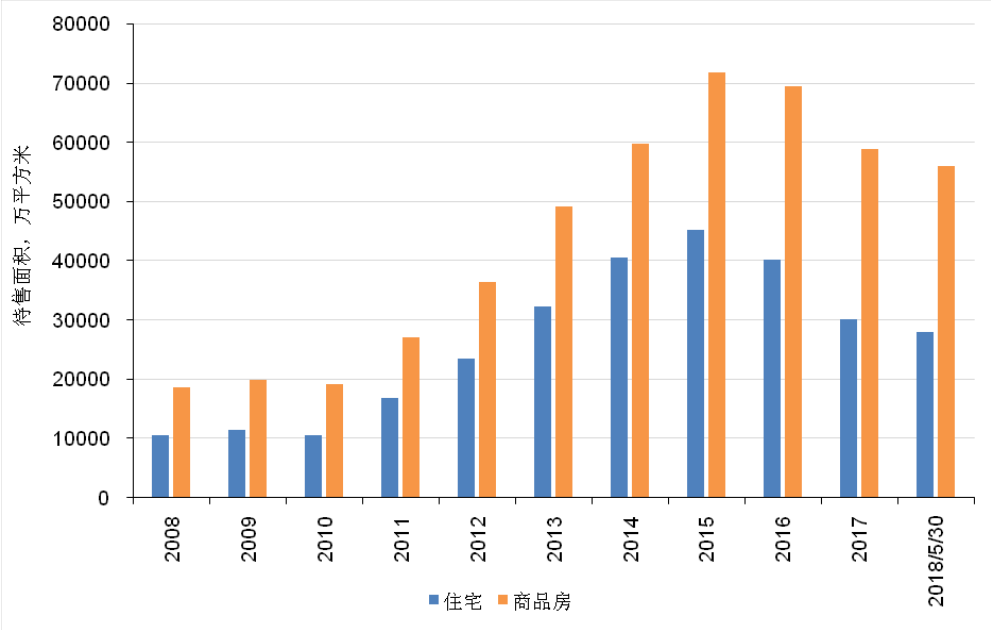

图85 全国商品房和商品住宅销售面积

（数据来源：国家统计局、上海财经大学高等研究院，单位：万平方米）

货币化安置去除房地产库存的主要逻辑，在于它创造了居民对存量商品房的需求。地方政府在国家层面的资金支持下，以货币形式对棚改、拆迁居民进行补贴，短时间内形成了一个持有百万现金的阶层，催生了大量的刚性购房需求。随着购房需求大幅提升，房地产库存也得到了有效的下降。这在房地产库存问题较为严重的三、四线城市表现尤为明显。

图 86 和图 87 显示的分别是 2016 年以来全国和四大地区的商品房销售面积和销售额的同比增速[①]。从中可以看出，在 2016 年，全国的房地产销售尚由东部和中部地区带动，但进入 2017 年之后，中部地区、西部地区和东北地区商品房销售迅速升温，成为了拉动全国商品房销售的主力。由于中、西部以及东北地区主要由三、四线及以下城市构成，而这些城市恰恰是房地产库存压力最大的地区，因此中、西部和东北地区商品房销售的火爆表现，推动了房地产库存整体水平的下降。

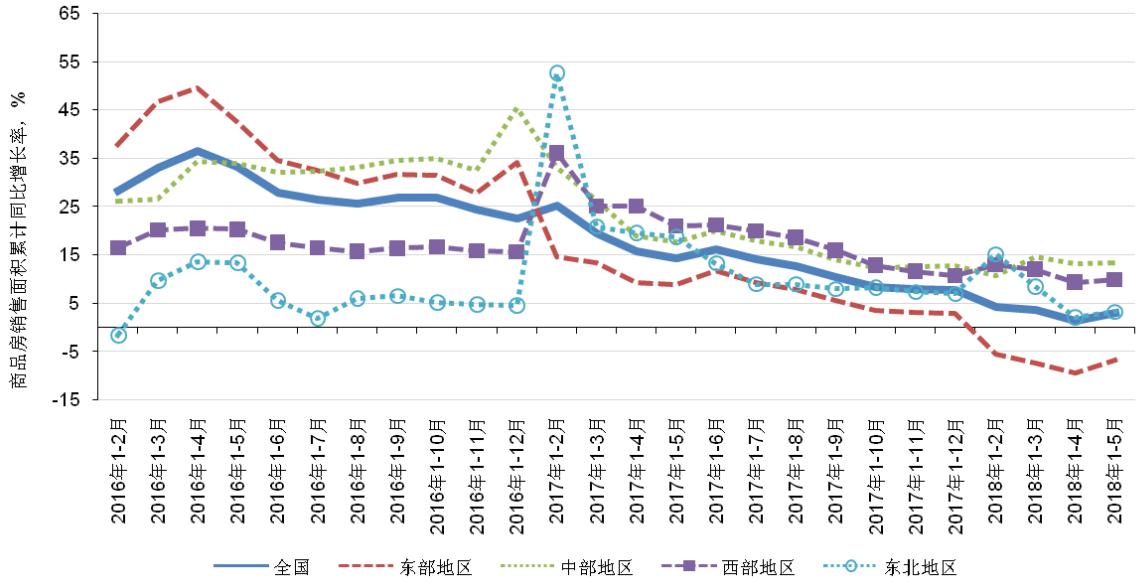

图 86　全国和地区的商品房销售面积同比增速

（数据来源：国家统计局、上海财经大学高等研究院，单位：%）

[①] 根据官方统计口径，2017 年 4 月之前，全国划分为东、中、西部三大地区，其中东部地区包括辽宁省，中部地区包括吉林省和黑龙江省。2017 年 4 月之后，全国划分为东、中、西、东北四大地区，其中新设的东北地区包含了上述东北三省，同时原东、中部地区也进行了相应调整。本章中的地区划分都已经过口径调整，2017 年 4 月之前的东部地区剔除了辽宁省、中部地区剔除了吉林省和黑龙江省。

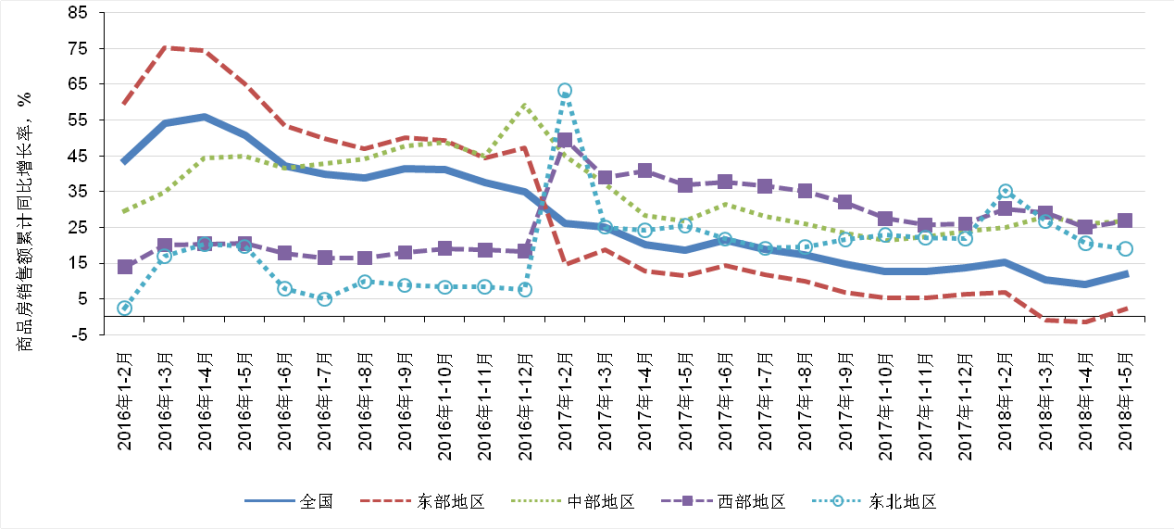

图 87 全国和地区的商品房销售额同比增速

（数据来源：国家统计局、上海财经大学高等研究院，单位：%）

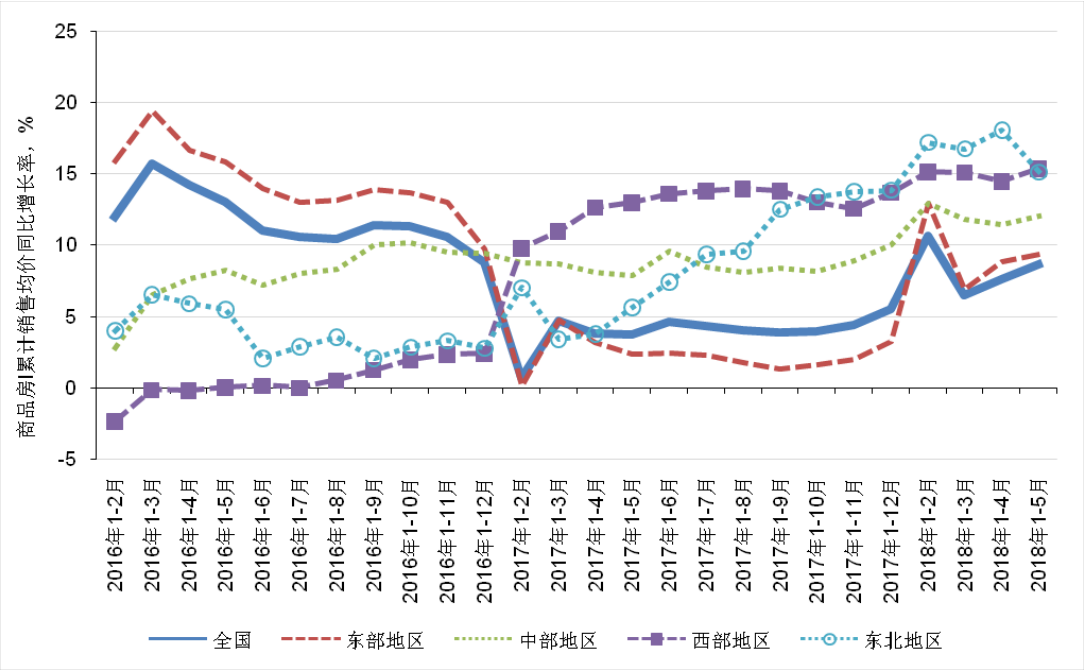

图 88 全国和地区的商品房销售均价同比增速

（数据来源：国家统计局、上海财经大学高等研究院，单位：%）

然而，中、西部以及东北地区商品房销售增速的快速提升，势必对这些地区的房价构成上行推力。如图 88 所示，2017 年，中部、西部和东北地区商品房销售均

价的同比增速均明显高于全国和东部地区，尤其是西部地区，几乎全年都保持着12~13%左右的同比增速。东北地区的涨幅则最为可观，2017 年全年，东北地区的商品房销售均价同比增长了 13.8%，而 2016 年仅上涨 7.53%。作为对比，全国商品房销售均价在 2017 年仅上涨 5.57%，东部地区仅增长 3.22%。这些迹象所指向的，是货币化安置政策在有效去除房地产库存的同时，也极有可能推升了房价。

事实上，货币化安置政策一直被怀疑是三、四线城市的房价在 2017 年飙升的原因之一。针对这一疑问，课题组通过对 2017 年 33 个样本城市的房价和货币化安置力度进行考察，分析两者之间的相关性[①]。图 89 显示了各个城市在 2017 年内的房价涨幅与该城市棚改货币化安置力度的关系。从图中可以直观地看出，样本城市的房价与货币化安置力度存在着较为明显的正相关性。回归结果也显示，两者之间存在着显著的正相关性，且当年的货币化安置套数每增长 1%，伴随着当地房价年内上涨 3.01%。

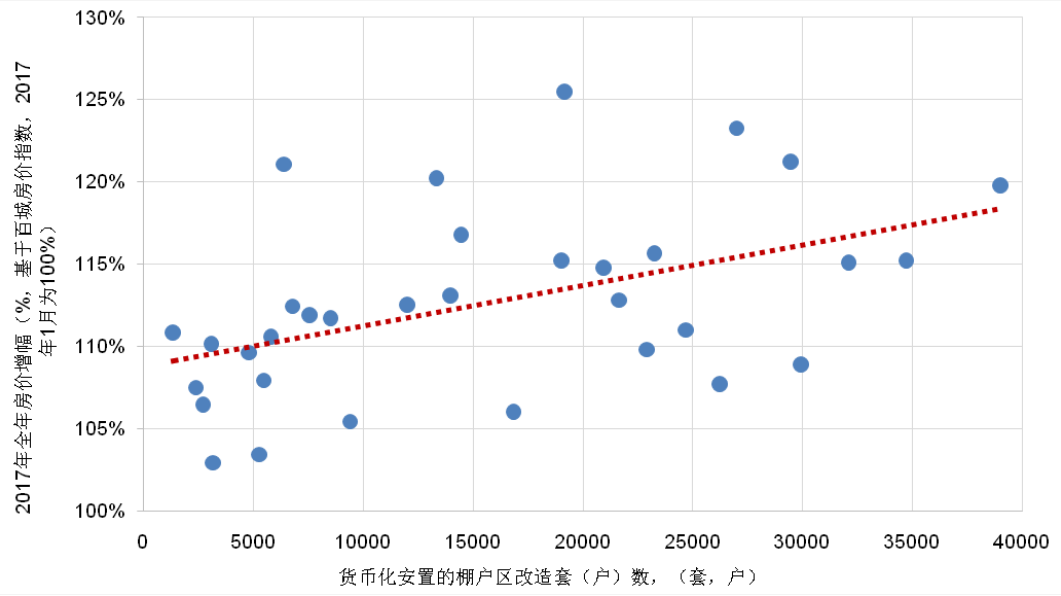

图 89　货币化安置和房价（数据来源：WIND，上海财经大学高等研究院，单位：%，套、户）

[①] 限于货币化安置和房价数据的可得性，样本城市包括了 14 个二线城市(郑州、杭州、宁波、石家庄、太原、沈阳、大连、济南、青岛、西安、长沙、温州、淄博、烟台）、13 个三线城市（呼和浩特、贵阳、银川、桂林、海口、三亚、金华、兰州、嘉兴、台州、绍兴、绵阳、宝鸡)和 6 个四线及以下城市(湖州、湘潭、株洲、宿迁、马鞍山、淮北）

为了检验房价和货币化安置力度两者之间的正相关性是否稳健，课题组采用统计局的 70 大中城市房价指数再次进行了检验，结果如图 90 所示[①]。由于样本城市差异，结果有所不同，但是两者之间的正相关性仍然显著成立，并且货币化安置套数每增长 1%，伴随着当地房价上涨 1.72%。另外，课题组还对新建商品住宅价格与货币化安置的相关性进行了分析，结果也显著为正，但相关性系数在数值上相对较小，这可能是由于新建商品住宅市场受到各种短期调控影响较大，因此货币化安置的效应可能被部分抵消。无论如何，种种迹象都显示，货币化安置力度加大与房价上升之间确实存在着十分紧密的联系，货币化安置可能推升房价，这种顾虑并不是空穴来风。

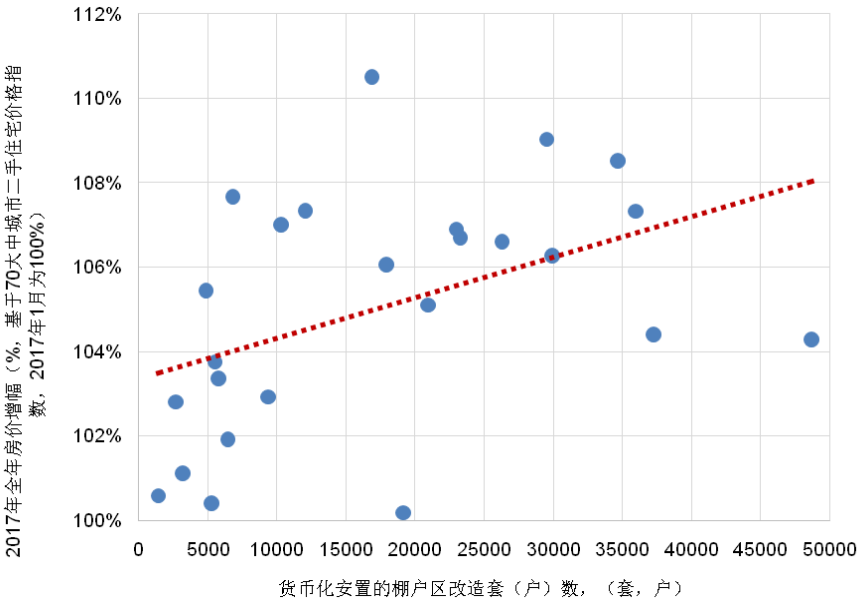

图 90 货币化安置和房价

（数据来源：国家统计局、上海财经大学高等研究院，单位：%，套、户）

伴随着房价的上涨，房企利润实现了快速增长。2016、2017 两年的利润增速分别达到 33.3%和 23.8%，远高于 2014 年的 1.8%和 2015 年的 8.6%。然而，房企的资

[①] 样本包括 12 个二线城市（郑州、杭州、宁波、石家庄、太原、沈阳、大连、济南、青岛、西安、长沙、温州）、11 个三线城市（呼和浩特、贵阳、银川、常德、金华、桂林、岳阳、海口、三亚、兰州、济宁）和 2 个四线城市（蚌埠、安庆）。

产负债率也持续上升，从 2015 年末的 76.08%上升到 2017 年末的 78.18%，显示出房企正在继续提高杠杆，并且不断突破历史高位（如图 91）。

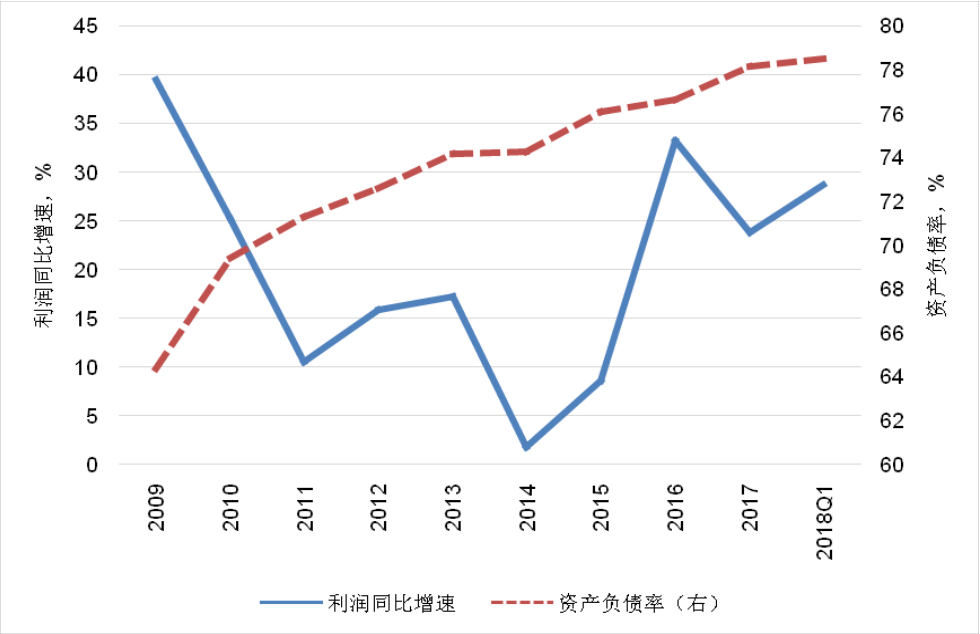

图 91　房地产企业利润同比增速和资产负债率（数据来源：WIND，单位：%）

其实从经营的角度看，利润恢复与杠杆上升同时发生并不意外。正是良好的经营表现，鼓励了房企采取继续扩张的策略。从数据上看，截止今年第一季度，房企利润同比仍然保持着 28.7%的高增长，同时资产负债率也上升了到 78.54%的历史最高水平。近期的土地购置数据也显示了房企的扩张趋势。图 92 显示，从棚改货币化安置大力推进的 2016 年开始，三线城市的土地价格快速推升，其中反映的信息，是房企在价格上涨预期下，在三四线城市发力拿地。而据房地产调研机构统计数据，今年前 5 个月，三、四线城市的土地成交金额同比上涨 61.1%，反映出房企依然将三、四线城市视为未来开发的重点之一；同时值得注意的是，同期二线城市的土地成交金额大幅上涨 93.7%，反映出房地产企业正在重新布局二线城市。

根据上述分析，货币化安置政策在有效化解三、四线城市房地产库存的同时，也极有可能推动了房价的上涨。另一方面，货币化安置并未使房企的杠杆水平有所下降，反而有鼓励房企继续加杠杆的嫌疑，房企依然面临着不容忽视的潜在债务风险。事实上，进入 2018 年以来，货币化安置的力度已有所减弱。年初的政府工作报

告中，“提高货币化安置比例”已不再出现，各地也纷纷减弱了棚改货币化安置力度，如山东省在年初取消了棚改货币化安置奖励，鼓励棚改、拆迁实物安置；今年 6 月 28 日，马鞍山市政府也发布政策，严控货币化安置比例等。另外，近期国开行宣布将棚改项目审批权限收回总行，意味着棚改资金也面临收紧。在这种情况下，三、四线城市的房价将承受下行压力，这会对前期扩张拿地的房企在债务上再次构成压力。使问题更严峻的是，进入 2018 年以来，房企业面临的资金压力也正在加重，房地产企业获得银行贷款和国外资金的难度都有所增大；另一方面，目前房企的海外发债规模也已达到人民币 7000 多亿元。在多重因素作用下，房企的债务风险正在积累，必须予以警惕。

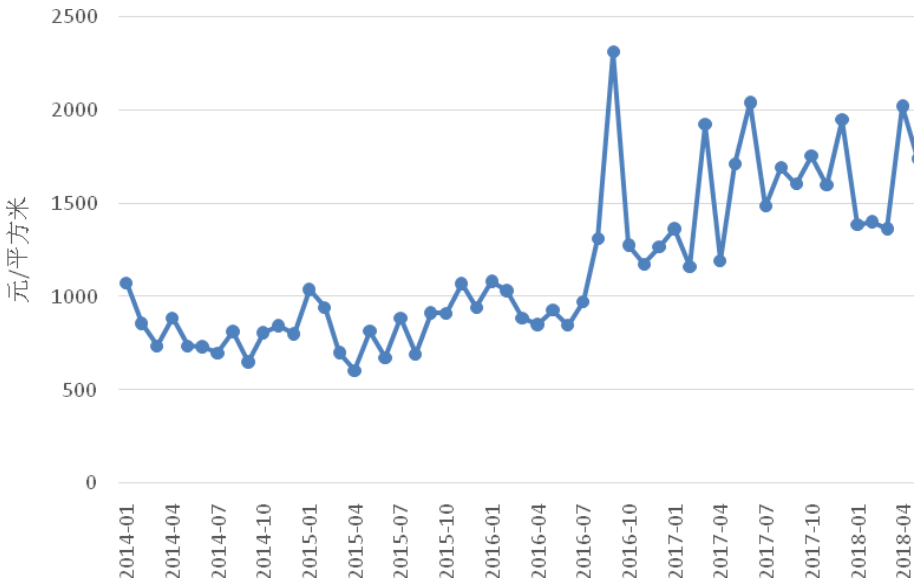

图 92 三线城市成交土地楼面均价

（数据来源：WIND，单位：元/平方米）

课题组认为，货币化安置政策在房地产去库存方面的作用是立竿见影的。但是另一方面，货币化安置也极有可能推高了房价，并形成了三、四线城市房价上涨的预期，造成了资源的错配。此外，货币化安置力度减弱导致三、四线城市房产的吸引力下降，炒房者可能将资金重新投向一、二线热点城市，再度推高一、二线城市的房价，造成各地房价交替上涨的乱象。事实上，今年上半年房企在二线城市快速

拿地，也反映出其对二线城市的房价存在上涨预期。而作为一线城市的北京，最近几个月的二手房价格也正在抬头。这些现象都对国家稳定房价的目标构成了挑战。

2）从企业需求推高房价角度分析，课题组认为影子银行业务的迅速发展也是重要因素。图 93 所示我国包含委托贷款和信托贷款的影子银行业务在 2009 年之后得到迅猛发展。一种观点认为影子银行业务的发展可以解决由中小企业贷款难而造成的资源错配问题。但课题组使用 TVP-VAR 模型发现，影子银行贷款是造成 2015-2016 年我国房地产价格大幅上涨的原因之一。从图 94 和图 103 横向对比中可以反映出，15 至 16 年我国房价对于银行贷款反应并不明显，但是对于影子银行贷款反应却很强烈。从时间维度纵向对比来看，在 2008-2010 年房价对于一单位影子贷款冲击的峰值反应是 0.0075，在 2015-2016 年的峰值反应是 0.006. 但如图 93 所示，在 2008-2010 年委托和信托贷款的月平均规模是 856 亿，而 2015-2016 年的月平均规模是 1949 亿。因此使用规模调整后的脉冲反应来看，2015-2016 年的峰值反应是 0.014.因此，课题组推断 2015-2016 年房价上涨的主要推动力并不仅是来自普通家庭的住房需求，也同样来自获得了影子银行贷款企业的投资需求。获得影子银行资金的企业并没有完全将资金用于生产和研发，而是鉴于对房地产市场的乐观预期将资金用于购置住宅房产以此提高企业利润。相较于已有观点，课题组认为影子银行业务并没有改善资源错配，而是加剧了资源错配。针对此类经济现象，近日西安，长沙和杭州相继发文限制企业购房。因此，课题组认为限制企业购房是有效遏制房价上涨的政策，并使资源得到合理配置。

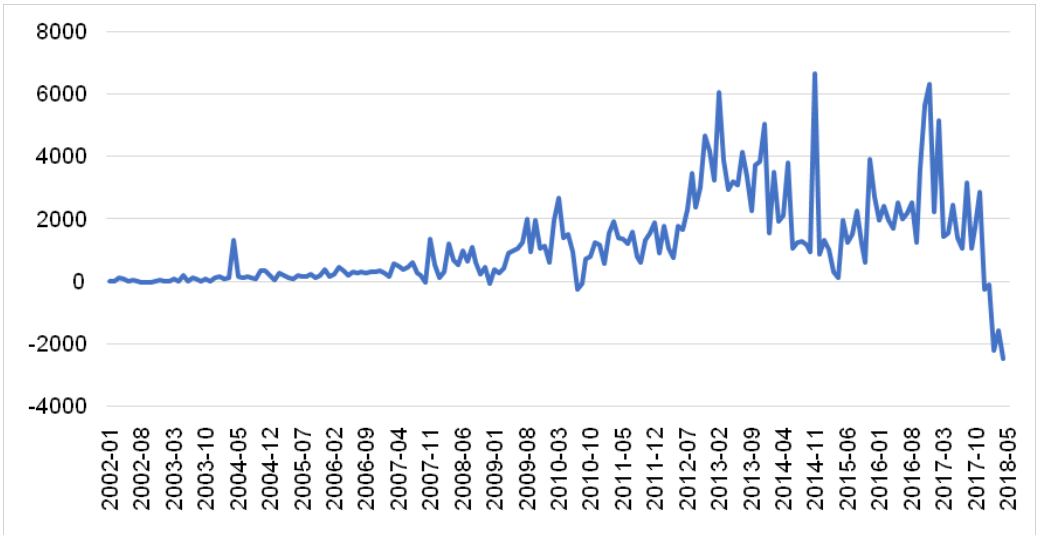

图 93　委托贷款+信托贷款规模（数据来源：WIND,上海财经大学高等研究院　单位：亿）

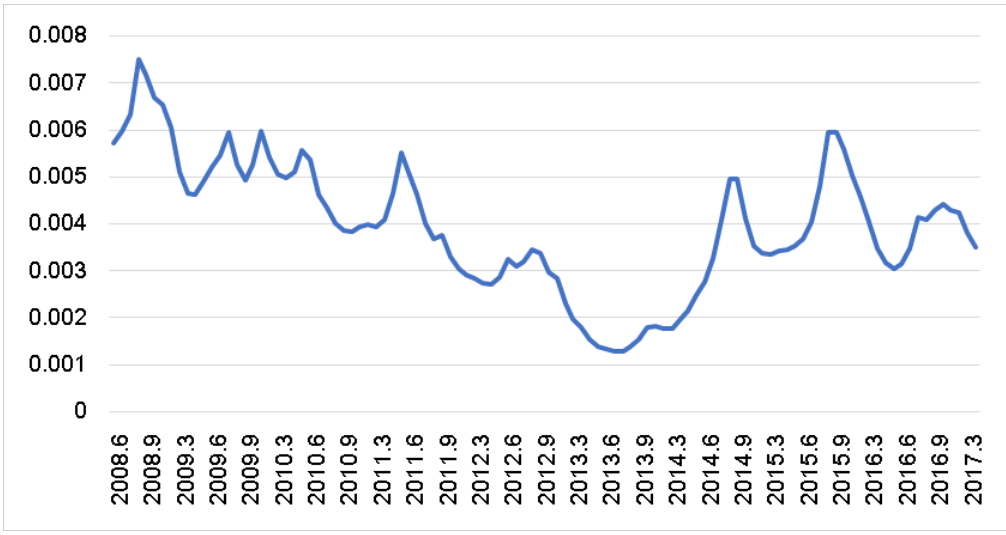

图 94　房价对于影子银行信贷的脉冲反应（数据来源：WIND,上海财经大学高等研究院）

随着棚改货币化的收紧以及对影子银行业务的严监管，居民和企业对于房地产的高需求将得到抑制，但将会对房价造成短期下行压力。对于房地产市场的问题，课题组一以贯之的认为根本原因是居民和企业的投机需求无法平抑，因此当他们获得资金后，资金总会通过各种途径流入房地产市场以期待获取超额资本利得。短期调控非但无法控制投机，反而会强化上涨预期。只有各部门统一目标，从发展租赁市场、增加土地供给、有序推进房地产税等方面推进房地产长效机制的建立，才能逐步化解房地产困局。

（三）中国宏观经济下一步发展面临的外部主要不确定性

2018 年，世界经济复苏的步伐较为稳健，但各经济体的增长路径分化加剧。发达经济体中，美国经济增速保持了 2017 年良好势头；欧洲经济总体平稳，但后继乏力；日本经济则略微呈现疲态。以印度和中国为代表的发展中国家持续以较高速度增长，但非资源出口国的复苏依然缓慢。值得注意的是，新兴经济体虽整体增长，但仍存分化，东南亚国家的竞争对我国出口造成的压力也依旧存在。受美联储货币收缩提速和美元继续保持强势的影响，2018 年下半年我国面临的外部金融条件还将收紧，对维持经济增速、提升增长质量形成新的挑战。

1. 美国经济稳步复苏，继续推动货币政策正常化

继 2017 年四季度实际 GDP 增速达到 2.6%，超过前三季度 2.3%同比增长率后，美国经济奠定了复苏基础，并于 2018 年一季度延续强势表现，环比增速为 2.2%，并取得 2.9%同比增速，相比 2017 同期水平提高 1%。2018 年一季度，投资仍然是拉动增长最重要的驱动力：投资占 GDP 比例从前期的 19.89%上升到 20.12%，环比提高 0.23 个百分点；响应特朗普“重建制造业”的号召，美国企业补库存过程在 2018 年 1 月略微减速后，于 2 月和 3 月接连提速，已处在 2014 年二季度以来的最高点；此外，2018 年 3 月美国生产价格指数同比向上变动 2.67%，继续温和增长，且已经连续九个月维持在 2.5%增速之上。在减税计划和失业率持续下降的支撑下，自 2018 年 1 月起至 4 月，美国名义个人可支配收入与人均支出环比连续增长；2018 年 3 月和 4 月的商品销售也受到激发，零售额超过 2017 年 11 月水平，再创高点。消费者信心指数增幅虽然有所收缩，但仍在稳步提振。受上述因素作用，2018 年 3 月美国核心 CPI 同比增长 2.1%，环比增长 0.3%；CPI 同比增长 2.2%，环比增长 0.2%。总体价格指标已经稳定在 2%水平运行。另一方面，得益于股市、房市和美元指数当前处在相对高位，美国居民财富也迈入显著增长期。单就数据而言，美国复苏基础在 2018 年一季度进一步得到夯实，未来可期。

为有序消弭应对金融危机而实施的量化宽松余量效应，实现货币政策正常化，美联储在 2018 年依然遵循 2017 年二季度公布的加息和缩表计划，并在 3 月 22 日和

6 月 14 两次加息各 25 基点，最终将联邦基金利率目标区间上调至 1.75%-2%，此外预计到二季度末，联储资产负债表规模将继续维持一季度的缩减速率。根据国际货币基金组织 4 月份发布的全球宏观季度报告[①]预测结果，截止到 2018 年一季度，美国经济的表现足以支持联邦基金利率的上调，故下半年美联储加息两次仍是较大概率事件，且预计每次调整幅度同样为 25 个基点。在美元走强预期引导下，人民币汇率贬值压力也将同时存续。课题组认为，美国与外部经济关税争端的逐渐升级虽然会通过美元指数变动影响人民币汇率，但本年度我国经济基本面仍可为汇率提供坚实依托，因而人民币兑美元汇率将逐渐止跌，并继续表现出双向浮动的震荡走势。此外，为维持相对充裕的外汇储备，资本项目双向开放的进程有可能暂时以“一管一放”为重心，将有针对性的管控作为手段，防范短期资本外逃风险，同时向外资开放更多行业门类，以吸收外部资源，激发内部活力。然而，在美元回流和贸易摩擦不确定性的影响下，推动对外开放的效果可能遭到削弱。

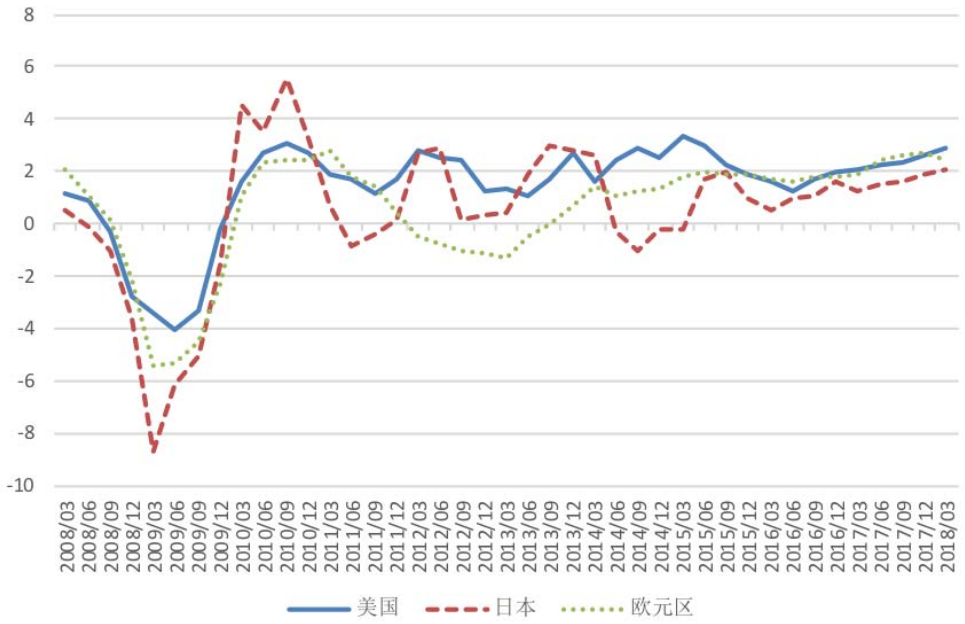

图 95　美国、日本和欧元区的 GDP 同比增速（数据来源：CEIC，单位：%）

[①] 若未作特殊说明，本节预测数据均来自此报告。

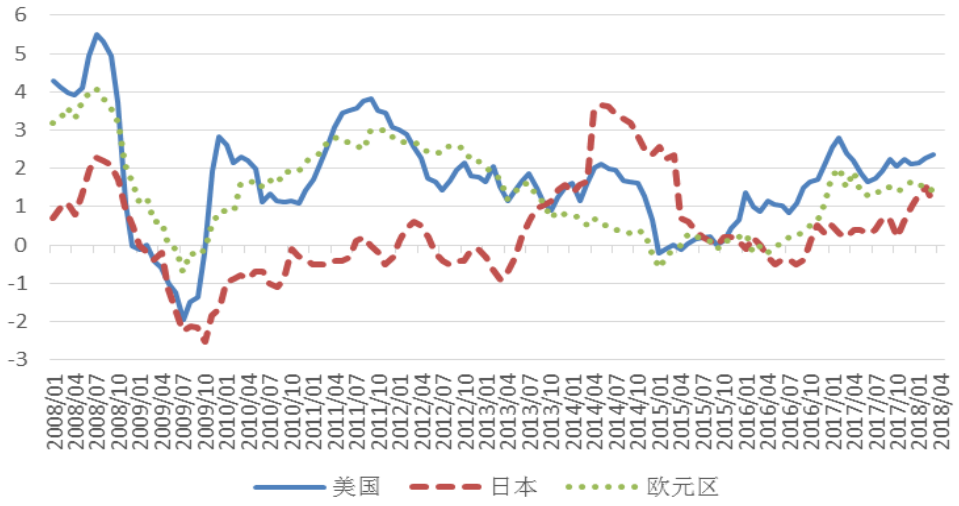

图 96　美国、日本和欧元区的 CPI 同比增速（数据来源：CEIC，单位：%）

图 97　美国、日本和欧元区的失业率（数据来源：CEIC，单位：%）

2. 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

欧盟没能延续 2017 年全年的名义 GDP 增长势头，其 2018 年一季度末实际增速为 2.43%，相比前期值回落 0.23%；调和 CPI 同比上升 5.4%，环比上升 1%。若欧盟诸国能够大致维持这一增长水平，预计全年经济增速仍有望达到 2.3%。相应地，就业状况也持续好转：截至 2018 年 2 月，失业率已降至 7.1%，为次贷危机后最低值。然而，同期欧盟出口额同比增速也从 2017 年的 11.95%逐步向下变动到 1.79%，

并且进口额增速再次转为负值。2018 年一季度末到二季度初，受特朗普发起的关税制裁消息影响，欧盟商业信心指数、消费者信心指数和零售额三项指标涨幅不约而同地一路走低。尽管默克尔展现了降低对美汽车关税的意愿，但在欧盟与美国的钢铝产品关税摩擦消除之前，双方对贸易争端走向的预期仍然存在分歧，而欧盟与中国也存在技术专利和知识产权纠纷。若要达成下半年的经济增长目标，欧盟还需克服外贸面临的困难局面。

德国和法国仍然提供欧盟产出增长的主要引擎：2018 年一季度德国 GDP 实际同比增速 2.9%，名义 GDP 环比增速则达 0.9%，同时出口额增速反弹至 4%，与进口增速差距拉大；法国的产出实际增速虽不及德国，且从 2017 年四季度同比增长 2.6%降至一季度 2.1%，但投资占 GDP 比重达到 24.1%，企业补库存速度较前期也有小幅拉升。英国方面，2018 年一季度制造业表现不及 2017 年，同期总发电量减少 6.6%，实际经济增速向下浮动至 1.2%；意大利的选举危机不仅是南欧增长疲软的结果，也是欧盟中南部成员国内部阵营分裂的缩影，而计划在 8 月针对希腊债务开展的第三轮救助计划可以视为欧盟对弥合意见分歧作出的努力。

2018 年以来，欧元拆借利率仍在-0.36%和-0.37%之间徘徊。虽然政府债务率在年初进一步下降至 81.6%，但在未来增长面临外部环境压力和部分成员国债务压力的情况下，欧洲央行也再度搁置了退出量化宽松的议程。课题组认为，若本年度欧元区国家复苏进程受阻，则发轫于英国“脱欧”和移民问题的孤立主义与民族主义倾向将继续强化。因此，西欧诸国的进口需求在下半年有降低的可能，这或许会对我国制造业出口造成一定影响。

3. 日本经济复苏外部波折不断，将继续维持货币宽松

从英国脱欧公决开始，日元一直处在国际避险资本造就的升值周期内，至今没有调整回 2016 年末的汇率水平。本币升值对依赖加工出口的日本工业经济而言具有较大的抑制增长作用。“安倍经济学”试图通过宽松货币政策使日元渐进式贬值，修复日本的出口增长路径。到 2018 年一季度，日本 GDP 实际同比增速回升至两年来最高的 2.06%，而环比 GDP 却减少 0.4%，是九个季度以来首次负增长。2018 年 3 月，日本出口额和进口额均保持在 2017 年最高水平之上，不过相对 2 月数值而言分

别减少 0.5 和 5.3%；另一方面，限于 2017 年全年家庭人均收入负增长，家庭人均支出也同样下降，这就导致 2018 年一季度消费延续环比下降趋势。由于工资收入增长停滞，日本物价起伏也较为有限：截止到 2018 年 4 月，CPI 同比增长率为 0.6%，较上月同比值减少 0.5%。在美国针对钢铝产品出口发动关税制裁的后续影响下，日本的经济增速短期内或仍难以企及 2%目标区间。

值得注意的是，在美国与竞争者产生贸易摩擦的背景下，世界主要经济体的股市均受到冲击，于 2018 年第二季度呈现颓势，仅日本股市“一枝独秀”，继续冲击高位。课题组预计，2018 年三、四季度，日本政府仍会继续维持货币政策宽松。课题组认为，在当前内需相对不足的情况下，长期的宽货币政策并没有起到应有的效果，反而促使居民购买更多公债，并可能催生金融市场泡沫。在此基础上，日本受人口结构老龄化影响，经济活力难以充分激发，企业效益和生产质量也将受到拖累。若消费不足状况在短期无法得到改善，可能会危及我国从日本进口的双边贸易发展。

4. 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

2018 年初，新兴经济体总体维持稳定增长，但相比 2017 年分化进一步加剧。

（1）金砖国家中，印度在一季度实际经济增速高于 7.5%，同比大幅上涨，但通货膨胀压力也随着 CPI 增速逼近 5%而进一步加大。巴西的 GDP 增速停滞在 2%水平线，南非则因出口量显著萎缩导致 2018 年一季度经济增长不及预期。俄罗斯虽然尚处在美欧联合制裁中，但美国退出伊朗核协议后发起抵制进口伊朗石油的号召，并导致国际油价迅速拉升，此举或将使俄罗斯从中受益。2018 年全年，俄罗斯经济增速有望超过 1.5%。此外，包括俄罗斯在内的东欧国家整体通胀压力有所提升，然而宏观基本面留给货币政策的调控空间却在收缩。

（2）韩国和东盟诸国自 2017 年三季度起 GDP 增速的起伏差别较大，其中新加坡经济增速稳定在 3.5%-5.5%区间，且 2018 年一季度增速为 4.4%；韩国 2018 年一季度增速 2.8%，同比略降；印度尼西亚一季度增速维持在 5%不变，比上季度增速下降 0.1%；得益于外需转好，泰国和越南增长提速，在 2018 年一季度达 4.8%和 7.08%，分别为五年和十年内最高水平。

（3）拉丁美洲国家增长趋势复杂程度上升：秘鲁和智利分别取得 3.3%和 5%的较高增速，且物价趋近 2%合理区间；墨西哥经济在美国针对下显露颓势，同比增速下降至 2.2%左右；阿根廷 CPI 虽下降至 14.3%，然而 4%的经济增速仍不足以支撑比索购买力，因此阿根廷汇率出现急跌；委内瑞拉则仍未摆脱危机。最后，虽然非洲和南美洲新兴市场国家表现相对平稳，不过在国际贸易摩擦走向不确定的情况下，即使大宗商品价格持续上浮，这些资源依赖型国家可能仍然难以实现出口额的充分增长。

新兴经济体整体依旧显露出稳定增长态势，而美国挑起的贸易争端仍给全球商贸及资本市场带来诸多不确定性。东欧和东南亚等新兴市场国家的股市也遭受连带打击。截至 2018 年二季度末，上述经济体的综合股指大多回落至年初水平，其中新加坡、越南和俄罗斯股市在第二季度都出现了较大幅度下跌。另一方面，对新兴经济体而言，外部金融环境比 2017 年更加严苛，新加坡、蒙古、南非、哥伦比亚等国从 2017 年下半年起，也许会继续维持利率在较低区间内灵活调整，或者会通过逐步降低基准利率的方式，应对未来可能出现的国际金融不确定性。

5. 中美贸易摩擦将显著增加进出口的不确定性

中美贸易摩擦将显著增加进出口的不确定性，并可能引发其他风险。

（1）中国和美国在货物贸易上相互依存，且中国出口对美国的市场依存度远远大于美国出口对中国的市场依存度，中美贸易战将注定是个双输游戏，且对中国的负面影响大于对美国的负面影响。根据国际通行的 HS 编码分类，可依据前两位编码把所有贸易商品分为 98 章，定义中国出口对美国市场的依存度为中国出口到美国的产品数额占该产品总出口额的比重；同样可据此定义美国出口对中国市场的依存度。图 98 显示，在所有 98 个商品类别中，中国有 27 个行业的对美市场依存度达 20%以上，其中，对美依存度最高的是 HS93：武器、弹药及其零件、附件，该行业对美依存度高达 63.8%。图 99 显示，在所有 98 个商品类别中，美国有 8 个行业对中国市场的依存度在 20%以上，而依存度超过 10%的行业数有 20 个。可见，中国和美国在出口贸易上相互依存，中美贸易摩擦升级将使双方贸易均受损。但中国出

口对美国市场的依存度远大于美国出口对中国市场的依存度，这决定了中国的受损程度将大于美国的受损程度。

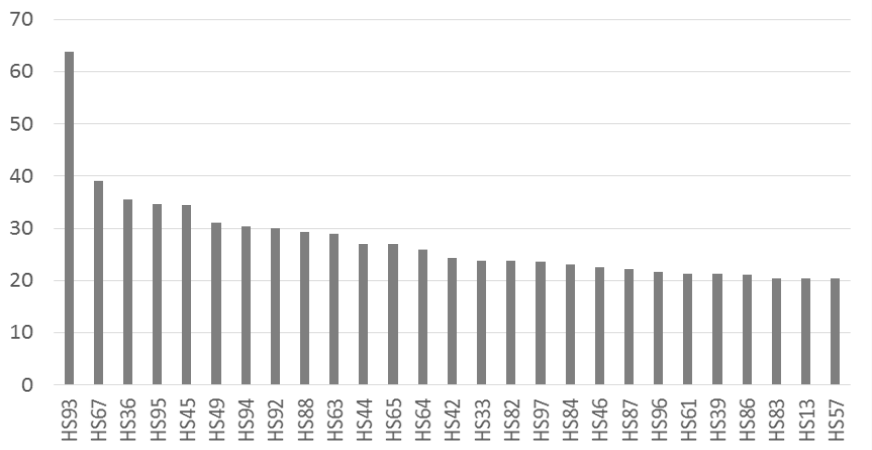

图 98 中国出口对美国市场的依存度，分行业（2015-2016 年，单位：%）

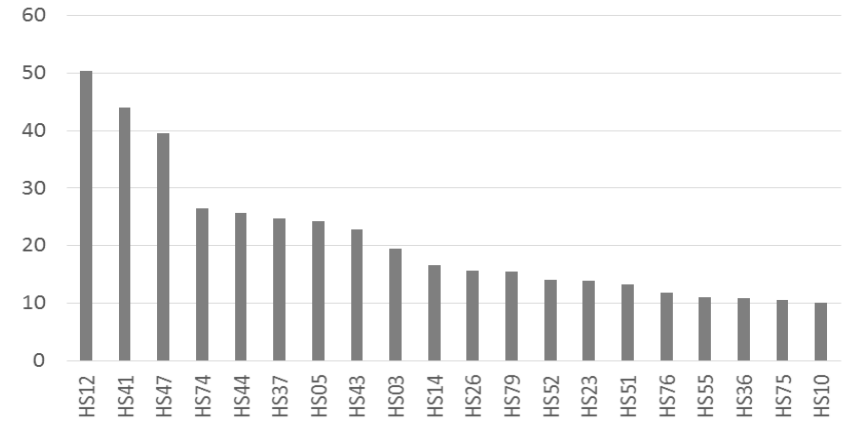

图 99 美国出口对中国市场的依存度，分行业（2015-2016 年，单位：%）

（2）中美贸易仍然以互补性为主，但互补性在逐渐减弱，竞争性在逐渐增强，这是美国向中国发起贸易战的一个重要原因，也决定了中美贸易摩擦的长期性。首先，较强的互补性。2015-2016 年，中美之间出口依存度同时达到 10%以上的行业仅有 10 个，说明中美之间以互补性的产业间贸易为主，中美之间的贸易战注定是个双输游戏；其次，逐渐增强的竞争性。2007-2008 年，中美之间出口依存度同时达到 10%以上的行业只有 7 个，而截至 2015-2016 年已达 10 个，说明中美之间贸易的竞争性在逐渐增强，也是本次中美贸易战的重要原因之一，但逐渐增强的竞争性是由两国的产业结构和比较优势等长期因素所决定，无法通过贸易战的方式解决。

（3）货物贸易差额不是度量中美经贸关系的唯一指标，应综合考虑其他指标。首先，服务贸易对美逆差，且增速较高。根据 OECD 对服务贸易的统计数据，2016 年美国对中国实现服务贸易顺差 380 亿美元，相比 2012 年增长 1.9 倍，相比 2008 年增长 7.7 倍；其次，跨国公司层面，外商投资企业出口占中国总出口的 43%，且外商投资企业出口额中约 72%来自于外商独资企业，因此，中国出口收益的至少 31%属于外国投资者，有必要关注跨国公司行为对两国贸易差额的影响。据 BEA 统计，2015 年，美在华子公司销售 3558.4 亿美元，中国在美子公司销售 220.88 亿美元，在跨国公司层面，中国对美国实现逆差 3337.52 亿美元，这一规模与中美货物贸易顺差相当，从这一角度看，中美贸易基本平衡。考虑到跨国公司的销售与贸易额在逆差方面不具有可比性。因此，课题组进一步采用跨国公司收益的概念，使其在贸易差额方面更具有可比性。课题组定义：跨国公司收支差额=跨国公司实现的增加值-工资支出-资本支出，据此，采用 BEA 数据，计算出中国对美国在跨国公司层面实现逆差-227.1 亿美元。这一差额远远小于采用销售额计算的差额，其数值大致与服务贸易差额相当。综合来看，仅采用货物贸易差额度量中美贸易平衡会高估中国对美国的顺差，应采用全面衡量中美贸易平衡的总差额指标，即应该同时包括货物贸易、服务贸易和跨国公司层面的收支差额。以 2015 年为例，总差额仅为货物贸易差额的 77%（即相比货物贸易差额下降 23%），从总差额的角度看，中美贸易失衡程度有所下降。

（4）美国对中国出口采取的加征关税措施具有极强的针对性。首先，战略重要性。主要针对“中国制造 2025”相关行业，一旦关税出台后中国应对不力，这一关税措施将不利于提升中国制造业的未来竞争力和综合国力；**其次，对美国较高的出口依存度。**根据 HS 两位编码，美国对中国出口加征关税的商品主要分布于 HS84、HS85 和 HS90 这三个商品类别，其对美出口依存度分别为 23.1%、16.4%、14.0%，影响范围较广。据测算，这三个类别的出口数量的价格弹性分别为 0.78、0.61、0.74，一旦加征关税，对相关行业影响较大；**再次，较强的产业内贸易特征，竞争激烈。**2015-2017 年，HS84、HS85 和 HS90 这三大类出口占中国总出口的比重是 46.%，

进口比重为 40.5%，这一较强的产业内贸易特征决定了一旦中美贸易摩擦进一步加剧，中国制造业出口竞争力将受到较大负面影响。

（5）中美贸易战对出口总量的影响不大，对特定行业的出口将产生重要的影响。据测算，进出口的价格弹性正逐渐降低，需求和供给因素正成为影响进出口的重要原因。2018 年 6 月 15 日，美国宣布对从中国进口的约 500 亿美元商品加征 25%关税，其中 340 亿美元商品已从 7 月 6 日起实施，其他 160 亿美元征询意见。在已加征关税的 340 亿美元商品中，约 86.6%来自 HS84（核反应堆、锅炉、机械器具及零件）和 HS85（电机、电器、音像设备及其零附件）两大类。据测算，HS84 和 HS85 的价格弹性分别为 0.78 和 0.61，因此，加征 25%关税，可能导致 HS84 和 HS85 的加税商品的出口分别下降约 19.5%和 15.3%，即导致 HS84 和 HS85 的出口额分别下降 28.84 亿美元和 22.45 亿美元，可见，目前的中美贸易战对中美贸易的总量影响有限。此外，强势的美元和中美贸易摩擦将对人民币形成一定的贬值压力，人民币贬值也将有助于化解出口行业面临的加征关税的压力。综合来看，在强势美元和中美贸易战的双重影响下，2018 年中国对美国出口将面临一定的下行压力，不确定性增加。行业层面，采用 HS6 位分类编码，根据加征关税商品的出口对美国市场的依存度进行排序，可以找出对美国市场出口依存度较高的商品子类（表 15 所示），依存度越高，加征关税对相关商品出口的影响将越大。可以看出，加征关税的行业与“中国制造 2025”的行业分布具有较高的一致性，且部分被加征关税的子商品类别的出口对美依存度较高，将受到较大负面影响。

表 15 受中美贸易战影响较大的商品类别分布

HS-6digits	出口对美依存度	
860729	0.73	铁道及电车道机车用非空气制动器(包括零件,含铁道及电车道其他车辆用的)
901310	0.70	武器用望远镜瞄准具及潜望镜式望远镜
700220	0.54	玻璃棒，其他未加工的玻璃棒
901510	0.52	测距仪
860730	0.51	铁道及电车道机车用钩、联结器(包括缓冲器及其零件,含铁道及电车道其他车辆用的)
840721	0.50	船舶用舷外点燃式引擎(指点燃往复式或旋转式活塞内燃发动机)
846711	0.48	旋转式手提风动工具(包括旋转冲击式的)

840790	0.46	发动机，除了飞机或船舶推进装置以外的旋转内燃活塞发动机
840910	0.46	发动机；航空发动机零件（火花点火往复或旋转内燃机活塞发动机）
843390	0.45	收获机械零件，包括脱粒机械零件、稻草或饲料打包机、草或干草割草机
870490	0.44	车辆，货物运输车辆，以及 HS8704 中没有注明的其他类别
901820	0.42	医疗、外科器械和器具；紫外线或红外线设备

（6）中美贸易战对中国进口总量和内部经济的影响不大，但将加大进口的波动性。2018 年 6 月 15 日，中国针对美国的加征关税行为进行回应，对自美进口的约 500 亿美元商品加征 25%关税，其中 340 亿美元已从 7 月 6 日起实施，其他 160 亿美元加征时间另行公布。征税的 340 亿美元主要分布于 HS12 和 HS87 两个商品类别，以大豆和汽车为主。对自美国进口的大豆加征 25%关税，或对食品价格造成一定上涨压力。中国大豆对外依存度在 85%以上，约 40%来自美国。据测算，中国进口大豆数量的价格弹性仅约为 0.08，因此，国内大豆价格上涨，将推高动物养殖成本，给食品价格带来上涨压力。长期，也面临市场搜寻成本；对自美国进口的汽车加征 25%的关税方面，中国汽车行业在零部件及生产技术方面较为成熟完整，且不同国家的汽车替代性强，对美汽车依存度低，份额小，因此，对自美国进口的汽车征税对中国汽车行业影响微弱。从总量来看，2018 年以来，进口价格指数保持较低水平，有利于化解加征进口关税带来的部分负面影响，但后续人民币贬值风险将对进口企业（尤其是自美进口企业）带来较大成本上涨的压力。综合来看，在中国内需保持稳定的情况下，进口增速将基本保持稳定，但进口价格的波动性将有所增加，并进一步加大进口数量的波动性。

（7）警惕贸易摩擦引发的其他风险。第一、国际资本外流风险。外资企业对中国出口额的贡献高达 40%以上，在全球贸易自由化受阻、美国大规模减税计划和美元加息等一系列政策的影响下，中国资本外流风险大大增加。同时，资本外流风险必将进一步在国内进行传导，引发一系列的贸易风险、产业风险和金融风险，值得警惕；第二、汇率风险。2018 年以来，美国经济保持较高增速，美元加息步伐加快，均导致人民币兑美元出现贬值且贬值预期仍然持续。此外，中美贸易摩擦的反复和不确定性也导致人民币汇率的波动性有所增强，汇率风险有所增强，人民币国际化进程也因此将面临受阻的风险；第三、债务风险。当前，国内企业债务、政府

债务和家庭债务都处于较高水平，债务结构也不尽合理。在这一背景下，贸易摩擦引发的汇率和资本外流风险或将通过企业和金融系统传染到债务部门，从而引发较大规模的债务违约风险；第四、政策风险。为应对贸易摩擦带来的资本外流风险和汇率风险，并防止其对国内金融系统产生传染，中国的货币政策等将被动做出调整，因此，货币政策解决国内问题的针对性和有效性将有所下降。在进一步扩大金融业对外开放、国内债务水平仍然较高、经济结构继续调整的背景下，货币政策有效性的下降将进一步引发内部的金融风险、债务风险和经济增速下滑等风险。因此，在外部风险和内部结构性问题并存的前提下，货币政策应该与财政政策、金融政策、行业政策等互相搭配，并确定不同政策的力度选择和协调方式，以避免内、外部风险互相传染互相叠加，进而守住不发生系统性风险的底线。

二、基准条件下 2018 年中国主要经济指标增速预测

课题组基于 IAR—CMM 季度模型对中国经济增长率和其他关键经济指标进行了预测，表 16 报告了预测结果以及 2017 年与 2018 年一季度各关键经济指标的增长情况。

表 16 上海财经大学高等研究院对中国各主要经济指标增速的预测 ①②

	单位	2017 Q1	2017 Q2	2017 Q3	2017 Q4	**2017 全年**	2018 Q1	2018 Q2	2018 Q3	2018 Q4	**2018 全年**
GDP	%	6.9	6.9	6.8	6.8	6.9	6.8	6.8	6.7	6.7	6.8
校正 GDP	%	6.7	6.7	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.4	6.4	6.5
投资	%	9.2	8.6	7.5	7.2	7.2	7.5	5.6	6.2	6.5	6.5
消费	%	10	10.8	10.3	9.9	10.2	9.8	9.5	9.4	8.7	9.3
出口 ③	%	7.1	8.2	6.4	9.6	7.9	13.9	12.1	12.5	10.9	12.2
进口	%	24.3	14.1	14.9	12.7	16.1	19	23.8	22.1	19.9	21.2
CPI	%	1.4	1.4	1.6	1.8	1.6	2.2	1.8	1.7	1.7	1.8
PPI	%	7.4	5.8	6.2	5.9	6.3	3.7	4	3.7	2	3.4
GDP 平减指数	%	4.5	3.9	4.1	4	4.1	3.2	2.9	2.6	1.9	2.6

数据来源：上海财经大学高等研究院、国家统计局、海关总署

课题组对2018年的基准预测的外部环境主要假设条件包括：

（1）以IMF在2018年4月公布的预测值为基础，假定美国2018年全年经济增速2.9%，欧元区经济增速为2.3%，日本经济增速为1.2%；此前，各经济体在2018年1月的预测增长幅度分别为2.7%，2.2%和1.2%。新兴经济体2018年全年增速预测值为4.9%，与前值持平。

①该表中 GDP 增长率为实际数据，其他指标均为名义数据；灰底部分的数据为预测数据，其余为实际统计数据；投资增长率为累计同比增长率，其余增长率均为当季同比增长率。

②该表中预测数据根据截止 2018 年 6 月 28 日所发布的数据。

③本报告的进出口数据均指海关贸易口径下以美元计价的货物贸易进出口。

（2）在减税计划和就业形势支撑经济复苏的基础上，美联储进一步巩固正常货币政策周期，并在3月22日和6月14两次加息各25基点，最终将联邦基金利率目标区间上调至1.75% - 2%。考虑到美元指数依然保持相对强势，预计2018年，美联储还将加息两次。估计2018年总加息次数为4次，最终目标区间2.25% - 2.5%。届时，预计美国通货膨胀率也将达到2%的常态化水平。

（3）人民币兑美元名义汇率继续有所贬值。预计下半年人民币贬值仍将维持，预计年底人民币兑美元汇率将降至6.7左右。

基于前面对中国经济形势与风险的分析，课题组对 2018 年基准预测的内部环境主要假设条件包括：

（1）消费受周期性因素影响，增速三季度或有所回升，但长期趋势走弱；

（2）外部经济对出口有一定支撑，进出口增速基本平稳，但存在一定下行风险；

（3）2018 年制造业投资有所回暖，房地产投资在库存较低的情况下可能继续增长，基建投资下半年有望企稳。

（4）根据银保监公布的相关数据，截至 2018 年 5 月，商业银行不良贷款率为 1.9%，预计下半年经济增速保持平稳，因此，假设截至 2018 年末我国商业银行不良贷款比例为 1.9%。

（5）家庭债务：假定 2018 年下半年家庭债务率继续增长，下半年再增长 2 个百分点；

（6）财政政策，根据 2018 年 3 月 5 日公布的政府工作报告，2018 年我国财政赤字拟安排 2.38 万亿元，与上年持平，赤字率约 2.6%。地方政府债务上限为 21 万亿元；

（7）货币政策：2018 年以来金融去杠杆深入推进以及美联储两次加息，货币政策呈现稳健偏紧的态势。在央行要防止经济大幅下滑以及出现系统性违约风险的目标下，预计货币政策缩紧幅度有限。预计 2018 年下半年为保持合理充裕的流动性，人民银行年底前将不会上调基准利率但会在三季度降准一次 50 个基点。

从表 16 可以看出，2018 年经济运行整体较为平稳，但 2 季度后有小幅下行压力。GDP 增速较 2017 年略有下降；预计二至四季度 GDP 增速分别为 6.8%、6.7%、6.7%。

上半年投资增速下降较多，主要受基建投资大幅下滑影响。受企业利润回暖和出口好转影响，民间固定资产投资增长率回升明显，制造业投资也继续回暖。在房地产库存较低的情况下，房地产开发投资也有较快增长。但受 PPP 清库以及地方财政收紧的影响，基建投资大幅下滑，拉低整体投资增长。但下半年基建投资可能将止跌回升，整体投资增速也将有所提升。预计二至四季度固定资产投资增速分别为 5.6%、6.2%、6.5%。

消费增速持续下滑。受家庭债务率攀升影响，社会消费品零售总额增速持续下滑，并将在今年下半年继续下降。预计二至四季度社会消费品零售总额增速分别为 9.5%、9.4%和 8.7%。

由于外部经济体整体表现较好，对出口有一定支撑，叠加内部工业生产强劲，今年的进出口增速保持较高水平。下半年预计贸易战将对中国整体进出口产生一定的拖累。但强势美元将对人民币形成一定的贬值压力，并在一定程度上抵消部分中美贸易战对进出口的影响。因此预计二至四季度,出口增速为 12.1%、12.5%和 10.9%，进口增速为 23.8%、22.1%和 19.9%。

国内通胀压力较小，预计二至四季度，CPI 同比增长 1.8%、1.7%、1.7%，PPI 同比增长 4%、3.7%、2%。

2018 年，发达经济体与新兴市场的表现整体较好。然而，中美贸易战将增加中国外部环境的不确定性，并可能对中国整体进出口产生一定拖累。贸易战还可能对汇率和金融市场有溢出效应，导致资本价格和汇率的大幅波动。但从整体预测来看，贸易战对进出口和整体经济的影响相对较小。与外部不确定性相比，内部经济的不确定性更大。内需下降，尤其是家庭债务率过高对消费的抑制作用逐渐增加可能是更加严重也更加长期的问题。课题组认为,在外部环境不可控，同时贸易战对整体经济的影响相对较小的情况下，应更多的聚焦于内部经济改革，扩大开放，释放内部

经济活力，以更好地应对内外部经济的不确定性，实现我国经济的平稳与高质量发展。

三、不同情景下的主要经济指标预测及其政策应对

（一）不同情景下的经济预测与政策应对

课题组对 2018 年下半年经济增长的基准预测面临着若干上行和下行不确定性。在全球经济继续复苏，外需依然强劲的情形下，出口保持了较高增长，同时国内工业企业利润增速依然较快，制造业投资增速继续回升。然而，中美和全球贸易摩擦导致外部环境存在较大不确定性，国内居民部门负债率继续攀升对消费的抑制作用不断增强，基建投资增速大幅下滑也拖累全社会固定资产投资增速继续下行。课题组认为下半年外部环境不确定性增加，但由于外部环境不可控，同时对整体经济的影响相对较小，而主要的潜在风险将会以内部环境为主。对于悲观情形，课题组将分别讨论贸易战升级导致的外部风险，以及消费持续下降和基建继续下滑对于中国经济增速的影响。对于乐观情形，课题组将考察投资上行对经济的影响。

1. 假设情景一：中美和全球贸易战升级导致外需大幅下降

作为世界第一大经济体，美国对世界贸易的态度正在发生变化，不再支持自由贸易，而是转而诉求公平贸易并计划重振美国制造业，这直接导致了美国与其主要贸易伙伴国的贸易摩擦愈演愈烈。2018 年以来，中美之间贸易摩擦持续升级，目前，双方互相对约 500 亿美元贸易额加征 25%关税，后续不排除更大规模的加征关税行为。在美国宣布对欧盟的钢铝产品加征 25%和 10%的关税后，欧盟也出台反制措施，对从美国进口的33亿美元加征关税，并计划未来对约43亿美元的美国商品加征10%或 50%的关税。美欧之间的贸易摩擦也成为欧盟经济复苏的一个风险因素。此外，美国和日本、加拿大等国家的贸易摩擦也有扩大迹象。在美国的带动下，国际贸易保护主义范围有所扩大，并被迫波及到其他国家。如果这一势头持续下去，全球贸易量将大幅萎缩，中国面临的外部需求也将大幅度下滑。

基于上述不确定因素，课题组考察了如果外部需求大幅下降对我国经济的潜在影响。对于外部环境设定了两种情景进行分析：（1）保守悲观：假设全球贸易摩擦

升级，导致外需下滑并使得出口增速下行,四季度出口增速仅 4.5%；（2）悲观：假设外需大幅下滑，使得四季度出口负增长，到-0.5%。其他假设以及货币政策、财政政策维持在基准情景。

表 17 外需下滑情景分析

情景	基准		保守悲观 1			悲观 1
	2018Q3	2018Q4	2018Q3	2018Q4	2018Q3	2018Q4
GDP	6.7	6.7	6.6	6.6	6.6	6.5
校正 GDP	6.4	6.4	6.3	6.3	6.3	6.2
投资	6.2	6.5	6	6.3	5.8	6
消费	9.4	8.7	9.3	8.6	9.3	8.5
出口	12.5	10.9	9.5	4.5	7.5	-0.5
进口	22.1	19.9	19	14	18.8	12.5
CPI	1.7	1.7	1.5	1.3	1.3	1.1
PPI	3.7	2	2.9	0.4	2.4	-1

数据来源：上海财经大学高等研究院

表 17 报告了 2018 年第三至四季度的预测结果，在保守悲观情景下，2018 年 Q3 和 Q4 实际 GDP 增速预测值分别为 6.6%及 6.6%，在悲观情景下，2018 年 Q3 和 Q4 实际 GDP 增速预测值分别为 6.6%及 6.5%。需要指出的是，模型分析的贸易战影响仅限于贸易渠道，并未考虑贸易战风险对其他部门的溢出风险。

2. 假设情景二：家庭债务攀升对消费大幅挤出

正如课题组从 2017 年以来一直强调的,家庭债务和流动性约束对家庭消费有挤出作用。2018 年以来，消费品零售总额增速继续下降，并在二季度下滑速度加大，家庭债务持续攀升对消费的挤出作用越来越明显。

根据课题组估计，由于 2016 年开始家庭部门加杠杆的速度加快，因此家庭杠杆率对消费的挤出作用开始显现，特别是在 2017 年，该挤出效应达到了-0.111，即家庭杠杆率每升高 1 个百分点，城镇家庭人均实际消费支出降低 0.111 个百分点。课题组对于 2018 年家庭债务对消费的挤出设定了两种情景进行分析。（1）保守悲观：假设家庭债务导致全年消费增速下降 0.2 个百分点；（2）悲观情景：假设家庭债务大幅攀升导致全年消费增速下降 0.8 个百分点。其他假设以及货币政策、财政政策维持在基准情景。

表 18 消费下滑情景分析

情景	基准		保守悲观 2			悲观 2
	2018Q3	2018Q4	2018Q3	2018Q4	2018Q3	2018Q4
GDP	6.7	6.7	6.5	6.3	6.2	5.8
校正 GDP	6.4	6.4	6.2	6	5.9	5.5
投资	6.2	6.5	6.1	6.4	6	6.1
消费	9.4	8.7	9	7.9	8.4	6.7
出口	12.5	10.9	12.5	10.9	12.5	10.9
进口	22.1	19.9	21.5	19.2	21	18.5
CPI	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5	1.3
PPI	3.7	2	3.6	1.9	3.5	1.8

数据来源：上海财经大学高等研究院

表 18 报告了 2018 年 Q3 至 Q4 的预测结果，在保守悲观与悲观两种情景下对我国实际 GDP 增速的预测。保守悲观情景下，2018 年 Q3GDP 增长 6.5%，Q4GDP 增长 6.3%。在悲观情景下，2018 年 Q3GDP 增长 6.2%，Q4GDP 增长 5.8%

3. 假设情景三：整体固定资产投资大幅下滑

2018 年以来，全社会固定资产投资中，房地产投资和制造业投资增速均比去年有较大回升，而由于 PPP 清库和对地方政府融资行为监管趋严，以及信用收缩的影响，基建投资大幅下滑。截至 5 月，基建投资累计增速已经降至 5%，比 2017 全年下降 8.9 个百分点，当月基建投资已经开始负增长。此外，房地产企业资金面也开始收紧。如果基建投资继续大幅下滑，并且房地产投资也大幅下降，将拖累整体固定资产投资增速，并影响整体经济增长。

课题组探讨 2018 年下半年若投资大幅下滑的情景，分以下两种：（1）保守悲观：假设全年全社会固定资产投资增长 3.8%；（2）悲观：假设全年全社会固定资产投资增长 2.4%。其他假设以及货币政策、财政政策维持在基准情景。

表 19 投资下滑情景分析

情景	基准		保守悲观 3		悲观 3	
	2018Q3	2018Q4	2018Q3	2018Q4	2018Q3	2018Q4
GDP	6.7	6.7	6.2	5.8	5.8	5.4
校正 GDP	6.4	6.4	5.9	5.5	5.5	5.1

投资	6.2	6.5	4.6	3.8	3.5	2.4
消费	9.4	8.7	9.4	8.5	8.3	6.9
出口	12.5	10.9	12.5	10.9	12.5	10.9
进口	22.1	19.9	21.8	19.4	19	16.1
CPI	1.7	1.7	1.5	1.5	1.2	1
PPI	3.7	2	3.6	1.8	3.3	1.2

数据来源：上海财经大学高等研究院

表 19 报告了 2018 年 Q3 和 Q4 的预测结果，在保守悲观情景下，Q3GDP 增长 6.2%，Q4 增长 5.8%。在悲观情景下，Q3GDP 增长 5.8%，Q4 增长 5.4%。

4. 假设情景四：固定资产投资增速回升较多

虽然外部环境面临诸多不确定性，但中国的出口增速仍保持了较快增长，同时工业增加值增长较快，工业企业利润维持两位数增长，带动制造业投资回升。房地产经过 3 年去库存，目前库销比维持低位，上半年房地产开发投资增速也持续回升。基建投资受政策影响较大，但在下半年也有可能企稳回升。因此课题组考察如果外部环境影响较小，同时国内固定资产投资增速持续回升对经济的影响。

对 2018 年下半年投资增速上升，课题组考察以下两种情景：（1）保守乐观：假设全年全社会固定资产投资增长 6.9%；（2）乐观：假设全年全社会固定资产投资增长 7.3%。其他假设以及货币政策、财政政策维持在基准情景。

表 20 投资上升情景分析

情景	基准		保守乐观 1			乐观 1
	2018Q3	2018Q4	2018Q3	2018Q4	2018Q3	2018Q4
GDP	6.7	6.7	6.8	6.8	6.9	6.9
校正 GDP	6.4	6.4	6.5	6.5	6.6	6.6
投资	6.2	6.5	6.6	6.9	6.9	7.3
消费	9.4	8.7	9.4	8.9	9.4	9.1
出口	12.5	10.9	12.5	10.9	12.5	10.9
进口	22.1	19.9	22.4	21.3	22.6	21.6
CPI	1.7	1.7	1.9	1.9	2	2.1
PPI	3.7	2	3.8	2.1	3.9	2.2

数据来源：上海财经大学高等研究院

表 20 报告了 2018 年 Q3 和 Q4 的预测结果，在保守乐观情景下，Q3GDP 增长 6.8%，Q4 增长 6.8%。在乐观情景下，Q3GDP 增长 6.9%，Q4 增长 6.9%。

（二）不同情景分析基础上的政策力度选项

基于课题组的情景分析，在基准情景之下，2018 全年实际 GDP 增长 6.75%，参考校正 GDP 增速 6.5%。在悲观情景 1 之下，2018 全年实际 GDP 增长 6.68%，参考校正 GDP 增速 6.4%。在悲观情景 2 之下，2018 全年实际 GDP 增长 6.4%，参考校正 GDP 增速 6.2%。在悲观情景 3 之下，2018 全年实际 GDP 增长 6.2%，参考校正 GDP 增速 6.0%。在乐观情景 1 之下，2018 全年实际 GDP 增长 6.85%，参考校正 GDP 增速 6.6%。表 21 总结了对于 2018 年各情景下第三和第四季度的预测结果。

表 21 中国 2018 年各季度主要经济指标增速的预测

情景	基准		悲观 1		悲观 2		悲观 3		乐观 1	
	2018Q3	2018Q4	2018Q3	2018Q4	2018Q3	2018Q4	2018Q3	2018Q4	2018Q3	2018Q4
GDP	6.7	6.7	6.6	6.5	6.2	5.8	5.8	5.4	6.9	6.9
校正 GDP	6.4	6.4	6.3	6.2	5.9	5.5	5.5	5.1	6.6	6.6
投资	6.2	6.5	5.8	6	6	6.1	3.5	2.4	6.9	7.3
消费	9.4	8.7	9.3	8.5	8.4	6.7	8.3	6.9	9.4	9.1
出口	12.5	10.9	7.5	-0.5	12.5	10.9	12.5	10.9	12.5	10.9
进口	22.1	19.9	18.8	12.5	21	18.5	19	16.1	22.6	21.6
CPI	1.7	1.7	1.3	1.1	1.5	1.3	1.2	1	2	2.1
PPI	3.7	2	2.4	-1	3.5	1.8	3.3	1.2	3.9	2.2

数据来源：上海财经大学高等研究院

从 IAR—CMM 模型中，课题组得到货币政策工具中降准对于提升投资的力度远大于降息所带来的效果。同时考虑到基准利率已经很低，以 CPI 或是 PPI 所衡量的通胀，实际利率已进入负利率，加上美国进入加息周期，以及货币政策需要时间反应等因素，降息政策的空间受限。在内外部经济不确定较大的背景下，若须在基准政策之上再加大力度达到预定增长目标,通过财政政策的配合适度刺激和引导宏观经济，控制风险，确保经济平稳运行，在短期内仍然是为数不多的关键选项之一。

本报告以机制设计的思维进行情景分析，研究在给定的政策目标下，所需要采取的宏观调控组合。表 22 总结了不同情景下为了实现 6.5%的实际 GDP 增长目标所需的财政政策力度和货币政策力度。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：

（1）乐观情景、基准情景以及悲观情景 1 下，全年 GDP 增速均已达到假设目标，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；

（2）在悲观情景 2 下，家庭债务大幅攀升，拖累消费下降 0.8 个百分点，或者在保守悲观情景 3 下，全年固定资产投资增长比基准下降 2.7 个百分点,则 2018 年全年实际 GDP 增速及校正 GDP 增速均不及增长目标，但仅相差 0.1 个百分点。货币政策方面需在基准政策之上降准 50 个基点，同时财政赤字需增加 1333 亿元，超过预算赤字 5.6%，赤字率约 2.74%；

（3）在悲观情景 3 下，假设全年固定资产投资增速大幅下跌，比基准下降 4.1 个百分点,则实际 GDP 增速与目标增速之间缺口将放大到 0.3 个百分点。货币方面需在基准政策之上降准两次，每次 50 个基点，同时财政赤字需增加 4000 亿元，超过预赤字 16.8%，赤字率约达 3.04%。

值得注意的是，各情景分析均是基于单一不确定性所进行的探讨。若多个情景迭加发生，带给中国经济内外多重冲击，这些不确定性的交互作用可能带来放大效应，导致中国经济的下行压力加大。

表 22 各情景假设下实现经济指标增速目标所需的政策力度

情景	**基准**	**悲观 2**	**保守悲观 3**	**悲观 3**
全年实际 GDP 增速	6.8%	6.4%	6.4%	6.2%
全年实际校正 GDP 增速	6.5%	6.1%	6.1%	5.9%
假设经济增长目标	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
假设校正增长目标	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
2018 年货币政策所需增加力度	无需增加力度	降准 50 个基点	降准 50 个基点	两次降准 50 个基点
2018 年赤字超预算额（亿元）	0	1333	1333	4000
2018 年赤字超预算比率	0	5.6%	5.6%	16.8%
估算赤字率	2.6%	2.74%	2.74%	3.04%

（三）短期经济政策选项可能对经济造成长期副作用

本报告的悲观情景分析主要基于家庭债务攀升和固定资产投资下滑等几方面不同程度的风险。需要说明的是，传统经济政策着眼于短期稳定效果，可能影响实体经济的长期健康发展，不利于结构调整和供给侧改革的顺利推进。随着我国进入更加看重增长质量的发展阶段，财政政策和货币政策也需要转变思维。课题组并不建议采用货币政策与财政政策实施短期刺激来达到增长目标。从长远来看，有必要详细评估财政政策与货币政策对经济的短期刺激作用和长期结构扭曲损失，权衡得失，通过制度创新使宏观经济政策适应新的经济增长阶段。

根据课题组宏观结构模型的模拟，财政扩张政策将通过利率渠道在一定时间内对实体经济中的投资产生较大的挤出效应，弱化经济结构改革的实际效果。其中，政府消费对私人消费和投资都具有较强的挤出作用，公共投资在短期内也会挤出消费和私人投资，真正产生积极效果会存在半年到一年半不等的滞后期。此外，相对支出政策，减税政策的效果相对更加显著，滞后期也更短。基于以上分析，课题组认为财政政策方面需要加快推进个人所得税改革，减轻高房贷家庭的税收负担，降低家庭杠杆率，释放消费活力。同时应通过更加全面的减税、减费政策，或者有针对性的优惠政策，减轻中小微企业负担，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。

此外，课题组还专门针对我国货币政策的特点，通过模型政策模拟分析了信贷政策对经济的稳定作用及其可能带来的副作用，并从动态一致性方面分析了相机决策和政策规则的利弊。分别说明如下：

1. 信贷政策

为了准确评估短期货币政策对经济可能产生的作用，课题组通过建立时变系数的结构向量自回归的实证模型以及包含信贷政策的新凯恩斯随机动态一般均衡模型，分析了我国货币政策对经济的影响。

我国的货币政策与欧美国家的货币政策在中介目标选择上具有明显的区别。以美国为代表的西方国家在上世纪 90 年代以前普遍采用以货币供应量为中介目标的调控模式，但随着金融产品的创新和金融技术的发展从而迫使这些国家从 90 年代开始选择了以基准利率为中介目标的货币政策框架。从我国货币政策的历史来看，1998 年以前是以计划经济式的信贷行政分配方式进行的。1998 年，我国改革了货币调控方式，宣布以货币供应量为唯一的中介目标。但盛松成，吴培新（2008）认为我国央行并没有放弃信贷规模这一中介目标，从而形成货币供应量与信贷规模的二元中介目标。基于我国货币政策的现实性与特殊性，课题组首先从实证上使用了学界最前沿的 Time-Varying Coefficient Vector Auto-Regression (TVC-VAR)模型来发现我国经济主要宏观变量 GDP 增长率和通货膨胀率对于信贷规模和 M2 供应量冲击的脉冲反应。从脉冲反应图 100 和图 101 中可以看出，我国 GDP 增长率和通货膨胀率对于信贷冲击的反应明显高于其对于货币供应量 M2 冲击的反应。从时间维度上看，GDP 增长率与通货膨胀率在 2008-2010 年金融危机期间对于信贷规模冲击的反应明显高于其他时期。此结果与当时我国为了应对国际金融危机，进行大规模的信贷刺激相匹配。

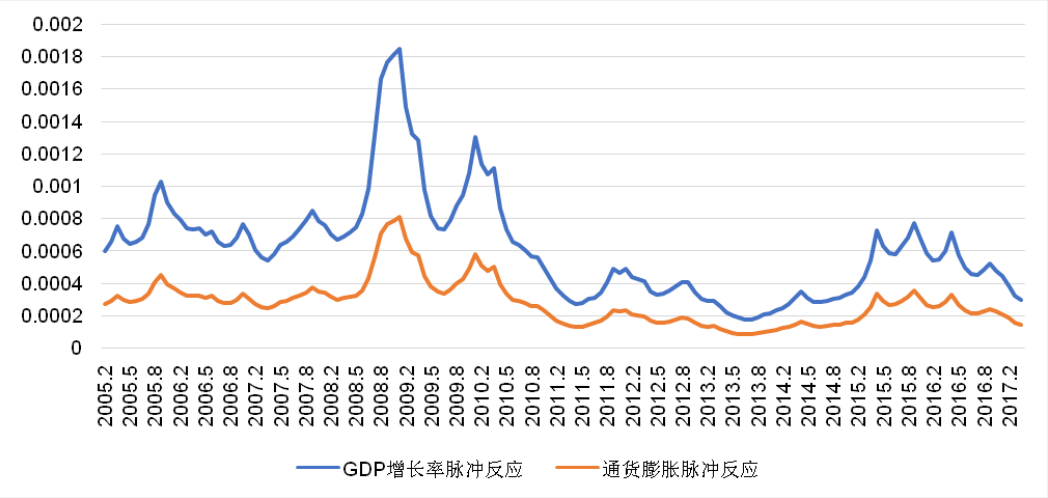

图 100　宏观变量对于银行信贷的脉冲反应（数据来源：WIND，上海财经大学高等研究院）

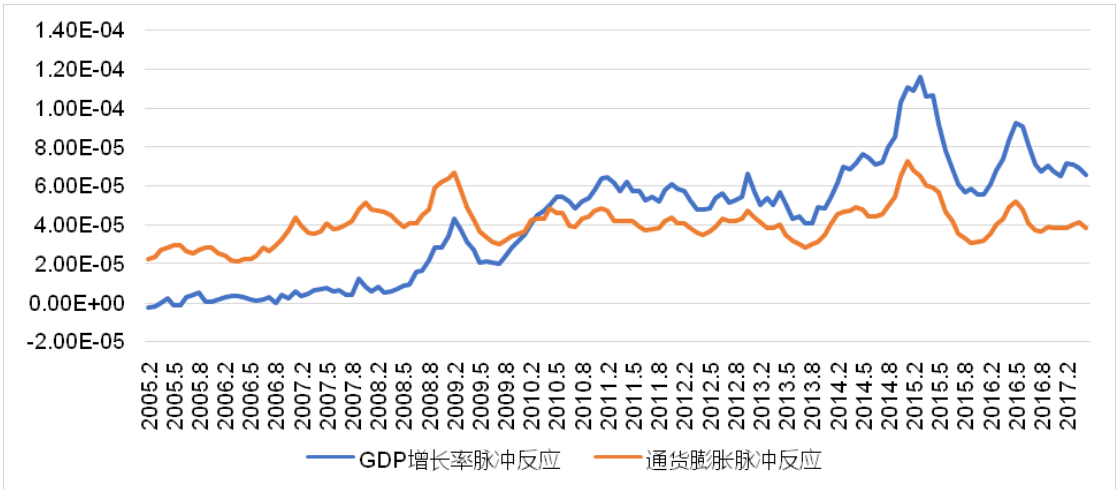

图 101　宏观变量对于货币供应量 M2 的脉冲反应

（数据来源：WIND，上海财经大学高等研究院）

基于 TVP-VAR 的实证发现，课题组认为通过“窗口指导”等工具实施信贷政策是我国货币政策的重要工具和手段，相较于货币供应量的政策，信贷政策对于刺激经济具有更加显著的效果。因此，基于实证结果课题组首次构建了以新凯恩斯粘性价格模型 (New Keynesian Sticky Price Model)为框架，并包含金融摩擦和信贷政策的随机一般均衡模型。图 102 表示宏观经济变量对外生技术冲击的脉冲反应。其中红色虚线条表示包含信贷政策的模型反应。从结果可以看出，金融摩擦的存在放大了经济体对于外生技术冲击的反应。但信贷政策这一货币政策工具的引入可以有效的起到稳定经济的目的。因此，课题组认为扩大信贷额度是短期应对经济下行压力，维持经济增长目标的有效工具。

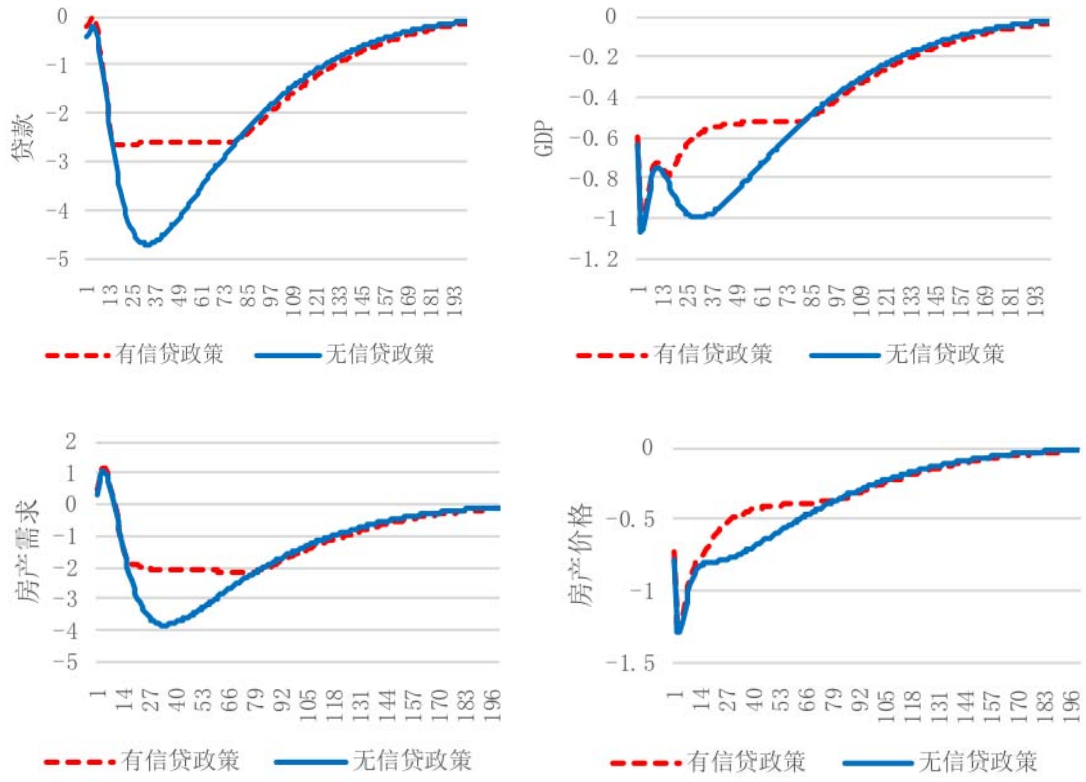

图 102 宏观变量对外生技术进步的脉冲反应

（数据来源：上海财经大学高等研究院）

但必须指出的是，短期的信贷刺激会带来长期资源错配的严重问题。基于以上结构模型的脉冲响应结果分析，通过短期的信贷扩张来稳定经济目的的机制主要是通过资金流入房地产市场而使房价迅速恢复来完成的。同样，课题组使用 TVP-VAR 模型实证研究了房价对于信贷规模冲击的脉冲反应。从脉冲反应图 103 中可以清晰的看出，房地产价格在 2008-2010 对于信贷规模冲击的反应最大。实证结论同样验证了我国能够在金融危机期间迅速稳定经济与信贷资金大量流入房地产市场是紧密相关。但这样的短期刺激方式并没有解决中国经济中长期存在资金错配问题，并在一定程度上加剧了错配。通过刺激房地产市场来稳定经济的手段是不可持续的，其造成的资金和人力资本错配问题会影响长期经济增长。

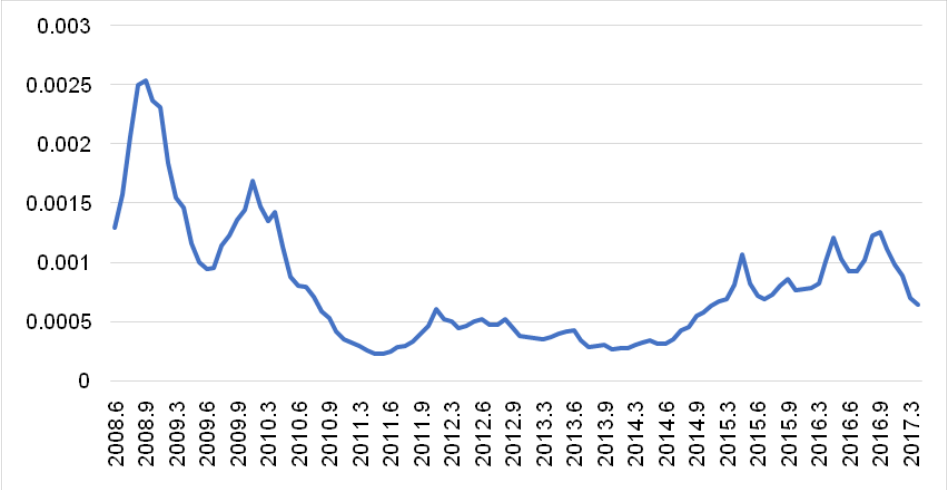

图 103　房价对于银行信贷的脉冲反应（数据来源：WIND，上海财经大学高等研究院）

2. 货币政策规则

课题组同时从动态一致性方面对中国货币政策进行讨论。对于央行到底是采用相机抉择还是按照某一规则来执行货币政策，又或者采取这两者的混合，目前的实证研究尚未得出一致的结论。课题组认为，央行在执行货币政策时体现出某种相机选择性：首先，在实际操作过程中，央行货币政策的制定通常是设定一个特定目标，并使用政策工具实现这一目标，而不是对外公开一个固定的（或者状态依存的）货币政策规则；其次，央行会在同一时间段使用不同的政策工具，这为央行根据情况实行相机抉择提供了便利。在 2018 年内央行的 3 次定向降准也从某些方面印证了这一观点。

课题组使用新凯恩斯宏观模型进行分析，假设央行使用相机抉择的货币政策，模型的参数校准基于我国的数据（从 2005 年至今，CPI，SHIBOR 利率和 GDP 增长率），在此基础上，用反事实分析央行在使用不同政策情况下福利的变化：（1）央行采取最优规则的货币政策；（2）央行采取介于规则和相机抉择之间的货币政策。

在新凯恩斯模型中，单一规则货币政策和相机抉择有不同的政策启示。新凯恩斯菲利普斯曲线表明，当期通货膨胀率取决于人们对未来通货膨胀的预期。在这种情况下，货币政策的可信度将起到重要的作用。单一规则货币政策通过履行事先制定的规则，有效的控制人们对未来通货膨胀的预期，从而更有效地降低未来的通货

膨胀波动，提高社会福利。但是，又因为必须严格遵循规则，这种货币政策通常对稳定短期的成本推动冲击效果不如相机抉择，因此必须忍受冲击带来的短期内的经济倒退。其次，它也带来了时间不一致性问题。在给定人们对未来通胀预期的情况下，如果此时央行选择背离规则转而执行相机抉择的政策，可以在短期内稳定经济，所以央行有背离规则的动机。因此，实行单一规则的货币政策，央行必须抵御短期内相机抉择带来的稳定经济的诱惑。如果央行始终相机抉择制定政策，他们会在给定人们对未来通胀预期的情况下选择最优的货币政策，在短期内这可以最小化成本推动冲击带来的负面效果，代价是对人们未来通胀预期的控制和随之带来的更高的通胀波动。表 23 显示，如果央行放弃相机抉择带来的短期效果而启用最优规则的货币政策，可以达到长期更加稳定的通货膨胀率，提高社会福利。

表 23 四种不同货币政策情景下的福利变化

政策类型	相机抉择（v=1）	v = 25%	v = 8.3%	v = 0.5%	最优规则（v=0）
福利提高（%）	基准情景	21.5%	36.5%	42.5%	42.9%

数据来源：上海财经大学高等研究院

表 23 中还列举了 3 种介于规则和相机抉择之间的货币政策。在每一期，政府有 v 的概率摒弃规则实行相机抉择的政策，所以 v 可以理解为中央银行设定规则货币政策的可信度。规则和相机抉择是两个极端情况：当 v = 0 时，是单一规则；而当 v = 1 时，则是相机抉择。课题组假设了三种不同情景：平均 1 年背离一次规则政策（v = 25%），平均 3 年一次（v = 8.3%）以及平均 5 年一次（v = 0.5%）。

通过 Loose-commitment 模型，课题组的结论是：第一，相机抉择的货币政策虽然在短期内对稳定经济有更好的效果，但由于缺乏政策规则，会减少央行对人们通货膨胀预期的控制力，从长期的角度来看，这不是最优的选择；第二，提升央行货币政策的可信度对稳定通货膨胀，提升福利有很好的效果，即使它并不能像单一规则一样完全控制人们对通胀的预期。因此，央行如果能从相机抉择政策逐渐向规则政策过渡，提高政策透明度与可信度，对稳定通胀有积极的影响。今年，在面对一定的外部压力的情况下，使用定向降准的货币政策可以在短期内帮助稳定我国的经

济，但如果能将货币政策的调整规则化并减少相机抉择的频率，就能够在长期提高社会福利。

四、提高资源配置效率，释放内部经济活力

近年来，我国所处的内外部环境正在经历深刻而复杂的变化。党的十九大报告指出，中国特色社会主义正在进入新时代。伴随着这一伟大的历史趋势，我国在经济建设方面也正在进入一个全新的阶段，面临着新的机遇和挑战。站在改革开放 40 年这一承前启后的关键历史节点，回顾我国改革开放以来在经济增长和结构转型中取得的成就，探寻推动我国经济增长和结构转型的源泉，对把握未来的发展机遇、应对挑战，无疑都具有重要的启示意义。

本章首先对改革开放后我国经济中的三大部门分别进行增长核算，从投入增长和效率增长两个方面，对影响各个部门经济增长的直接因素进行量化分析。在此基础上，课题组将增长核算与楔值模型相结合，通过反事实分析的方法，量化了部门 TFP 变动对经济增长和结构转型的作用，并讨论了资源错配对服务部门 TFP 的负面影响。随后，课题组进一步对金融资源错配和城乡劳动力错配问题进行了讨论。最后是本章小结。

（一）1981-2014 年分部门经济增长核算

1. 数据来源和估算方法

在 2017 年的年度报告里，课题组采用增加值和最终支出两种口径，对我国国民经济三大部门的全要素生产力（TFP）进行了测算。结果显示，无论采用哪种口径，近年来我国服务业的全要素生产力（TFP）在增速和绝对水平上都出现了下滑。然而，无论是增加值还是最终支出，都只是经济中的各个组成部门某一侧面的反映，如增加值口径下的部门产出不包含其他部门提供的中间投入，而最终支出口径下的部门产出不包含由这个部门生产的中间产品。在不同的视角下，经济结构也会有很明显的差异，而联系两种视角的，是经济中的投入产出关系[①]。因此，对于部门的增长核算，总产值是比增加值和最终支出更为全面的产出指标。

[①] 对由口径问题导致的经济结构表现差异的讨论，参考 Herrendorf, Rogerson, and Valentinyi. “Two Perspectives on Preference and Structural Transformation.” American Economic Review, 2013, 103(7): 2752-2789.

与增加值和最终支出口径不同，当采用总产值作为产出指标时，投入要素包含了中间投入。因此，总产值口径下，Cobb-Douglas 生产函数的表现形式如下式所示：

$$Y_i = A_i K_i^{\alpha_{Ki}} L_i^{\alpha_{Li}} \left(\prod_j^N M_{ij}^{\alpha_{ij}} \right)$$

其中，Y_i是部门的总产值，A_i是部门 TFP，K_i和L_i分别是资本和劳动投入，α_{Ki}和α_{Li}是两者分别的产出弹性。此外，生产要素中还包括了来自部门j的中间投入M_{ij}，其对应的产出弹性为α_{ij}。因此，只要获得分部门的总产值和中间投入（或中间产品）数据，就可以从总产值角度对部门的经济增长进行核算。

采用总产值进行经济增长核算的一大难点，在于中间投入数据难以得到。一般而言，各国的年度国民经济核算数据都不包含中间投入统计，只能借助投入产出表获得每个部门的中间投入。但是官方的投入产出表也并非每年都发布，因此，连续年份的中间投入数据不易取得。尽管如此，借助年度国民经济核算数据和固定年份的官方投入产出表，还是可以采用RAS法等手段，构造出连续年份的投入产出表。日本经济产业研究所（RIETI）的中国行业生产力数据库（China Industrial Productivity, CIP）和世界投入产出数据库（World Input-Output Database，WIOD）都提供了中国连续年份的投入产出表[①]。其中，CIP的数据涵盖了 1981-2010 年，WIOD的数据涵盖了 2000-2014 年。通过对数据进行观察，可以发现在 2000 年，两者按三大部门划分的数据在总量和结构上都十分接近。因此，课题组将 1981-1999 年的CIP投入产出表和 2000-2014 年的WIOD投入产出表结合起来，组成了 1981-2014 年中国连续年份由三大部门构成的投入产出表[②]。

在部门划分上，本章将农林牧渔业与食品加工与制造业合并，组成“食品部门”；将采矿业、制造业（不含食品加工与制造业）、电力、热力、燃气及水生产和供应业以及建筑业合并，组成“非食品货物部门”（以下简称“非食品部门”）；剩余行业

[①] CIP 数据：https://www.rieti.go.jp/en/；WIOD 数据：http://www.wiod.org/。
[②] WIOD 投入产出表是非竞争性投入产出表，而中国的官方投入产出表和 CIP 投入产出表都是非竞争性的，因此还需要将 WIOD 表转化为竞争性投入产出表之后，再与 CIP 连接。

合并划入“服务部门”。食品、非食品和服务三大部门在概念上近似对应了官方口径下的第一、第二和第三产业。之所以将第二产业中的食品加工与制造业划入食品部门，原因在于居民食品消费结构中，隶属食品加工和制造业的肉类、奶类等副食品和其他加工食品的比重近年来已经大幅提高。2014 年，居民对农林牧渔业产品的消费占总消费支出的比例只占 8.8%，但一旦包含食品加工与制造业，该比重即上升至 23.3%。美国等发达国家对农林牧渔业产品的消费占总消费支出比重更低，往往只有 1%左右，而对加工食品等的消费则占到了 4%左右，是前者的四倍。因此，将食品加工与制造业从制造业整体划出，与农林牧渔业一起划入食品部门，有助于更准确地反映经济中的食品和非食品部门组成。

对于要素投入，课题组在去年的年度报告中分别对官方口径的三次产业劳动力和资本存量进行了估算。在此基础上，本次报告将投入数据按新的口径进行了调整。对于总产出的价格指数，本报告采用官方构造不变价总产值的方法，对三大部门总产值的价格指数进行了估算[①]。对于中间产品，由于我国目前缺少相应的官方价格指数，本报告中采用对应部门的总产值价格指数作为替代。各要素的产出弹性用 1981-2014 年各项要素的现价投入占现价总投入的平均比重推算。在上述准备工作完成之后，即可采用索罗余值公式对TFP增速进行估算：

$$\Delta\ln(A_{i,t}) = \Delta\ln(Y_{i,t}) - \alpha_{Ki}\cdot\Delta\ln(K_{i,t}) - \alpha_{Li}\cdot\Delta\ln(L_{i,t}) - \sum_{j}^{N}\alpha_{ij}\cdot\Delta\ln(M_{ij,t})$$

2. 部门 TFP 估算结果

1981-2014 年的经济增长核算结果和投入要素对各个部门的贡献如表 24、表 25 和图 104 所示。从表中可以看出，食品和非食品部门的 TFP 年均增速分别达到 2.81%和 1.21%，对各自部门增长的贡献分别达到 35.54%和 10.38%。对比来看，服务部门的 TFP 增速明显更低，对自身部门产出增长的贡献也只有 0.73%。中间投入对部门产出的贡献也不容忽视，尤其是在非食品部门，其贡献高达 74.03%，远高于第二位

[①] 价格指数的构造参考了：刘起运、彭志龙，《中国 1992~2005 年可比价投入产出序列表及分析》，中国统计出版社，2010 年。

的资本和第三位的 TFP。在服务部门，中间投入的贡献也达到了 49%以上，资本的贡献则达到了 32%。

表 24　1981-2014 年三部门经济增长核算结果

1981-2014 年	产出年均增速	要素投入年均增速					TFP
		食品	非食品	服务	劳动力	资本	
食品	7.90	9.44	8.20	11.19	-1.24	7.33	2.81
非食品	11.68	8.50	12.37	11.25	2.77	9.94	1.21
服务	10.36	10.91	10.62	11.38	4.57	12.14	0.73

数据来源：上海财经大学高等研究院，单位：%

表 25　1981-2014 年三部门要素投入和 TFP 增长贡献

1981-2014	中间投入	劳动	资本	TFP
食品	59.09	-4.20	9.56	35.54
非食品	74.03	3.15	12.43	10.38
服务	49.40	11.52	32.01	7.08

数据来源：上海财经大学高等研究院，单位：%

课题组进一步将改革开放后划分为 1981-1992、1993-2007 和 2008-2014 三个不同时期。1981-1992 年是改革开放的第一阶段，各项改革主要发生在农村地区；1993-2007 是市场化改革得到大幅推进的时期，城市取代了农村，成为了改革的重心；2008-2014 年则是经历了全球经济危机后的阶段。

分时期的核算结果如表 26-表 28 所示，各要素投入和 TFP 对本部门产出增长的贡献如表 29-表 31 以及图 105-图 107 所示。 在改革开放第一阶段的 1981-1992 年，食品部门的 TFP 增速达到 1.98%，而非食品部门的 TFP 年均增速只有 0.49%，对部门产出的贡献只有 4.55%。然而南巡讲话之后，各项改革迅速地在城镇中得到展开，大量民营工业企业的涌现，为经济注入了活力，这段时期非食品部门的 TFP 增速接近 2%。与非食品部门不同，改革在服务部门是滞后的，这导致了这段时期服务业

的 TFP 年均增速只有 0.28%，对本部门产出的贡献只有 2.73%。2008 年全球经济危机之后到 2014 年，服务部门的 TFP 更出现了负增长，对于部门产出的贡献已经为负。

表 26　1981-1992 年三部门经济增长核算结果

1981-1992 年	**产出年均增速**	**要素投入年均增速**					**TFP**
		食品	非食品	服务	劳动力	资本	
食品	7.90	8.94	9.52	18.10	1.02	5.26	1.98
非食品	10.68	6.82	11.10	15.59	3.86	9.04	0.49
服务	11.54	13.59	10.46	12.33	5.77	10.33	1.80

数据来源：上海财经大学高等研究院，单位：%

表 27　1993-2007 年三部门经济增长核算结果

1993-2007 年	**产出年均增速**	**要素投入年均增速**					**TFP**
		食品	非食品	服务	劳动力	资本	
食品	7.36	8.60	7.46	7.56	-1.48	6.85	2.98
非食品	12.99	9.68	14.05	9.28	2.25	9.24	1.93
服务	10.32	9.92	12.38	11.06	3.89	13.34	0.28

数据来源：上海财经大学高等研究院，单位：%

表 28　2008-2014 年三部门经济增长核算结果

2008-2014 年	**产出年均增速**	**要素投入年均增速**					**TFP**
		食品	非食品	服务	劳动力	资本	
食品	8.25	9.58	9.40	8.74	-4.38	12.29	3.49
非食品	11.36	8.91	11.33	9.55	1.86	12.84	1.36
服务	8.83	9.62	10.55	10.28	3.72	13.03	-0.52

数据来源：上海财经大学高等研究院，单位：%

表 29　1981-1992 年三部门要素投入和 TFP 增长贡献

1981-1992	中间投入	劳动	资本	TFP
食品	64.63	3.44	6.86	25.08
非食品	78.29	4.81	12.35	4.55
服务	46.89	13.06	24.43	15.62

数据来源：上海财经大学高等研究院，单位：%

表 30　1993-2007 年三部门要素投入和 TFP 增长贡献

1993-2007	中间投入	劳动	资本	TFP
食品	55.33	-5.35	9.58	40.44
非食品	72.48	2.31	10.39	14.83
服务	52.12	9.83	35.31	2.73

数据来源：上海财经大学高等研究院，单位：%

表 31　2008-2014 年三部门要素投入和 TFP 增长贡献

2008-2014	中间投入	劳动	资本	TFP
食品	56.57	-14.16	15.34	42.26
非食品	69.32	2.18	16.51	11.99
服务	54.54	11.01	40.30	-5.85

数据来源：上海财经大学高等研究院，单位：%

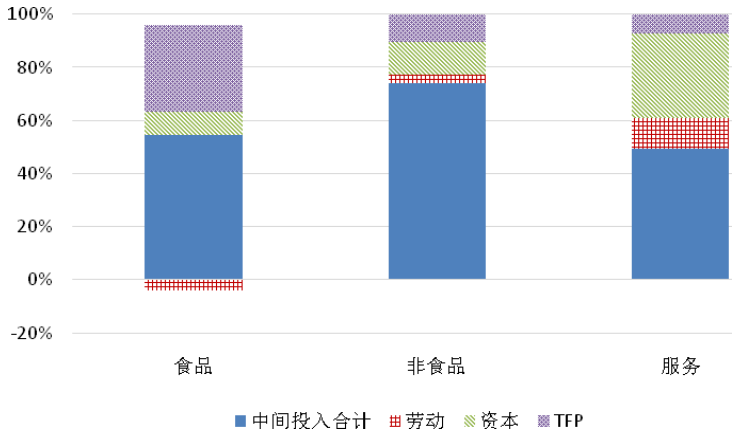

图 104　1981-2014 年三部门总产值增长核算

（数据来源：CIP、WIOD、国家统计局、上海财经大学高等研究院，单位：%）

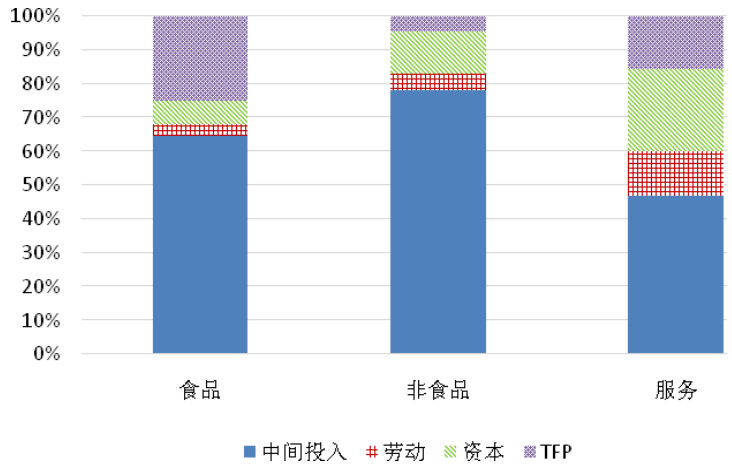

图 105　1981-1992 年三部门总产值增长核算

（数据来源：CIP、WIOD、国家统计局、上海财经大学高等研究院，单位：%）

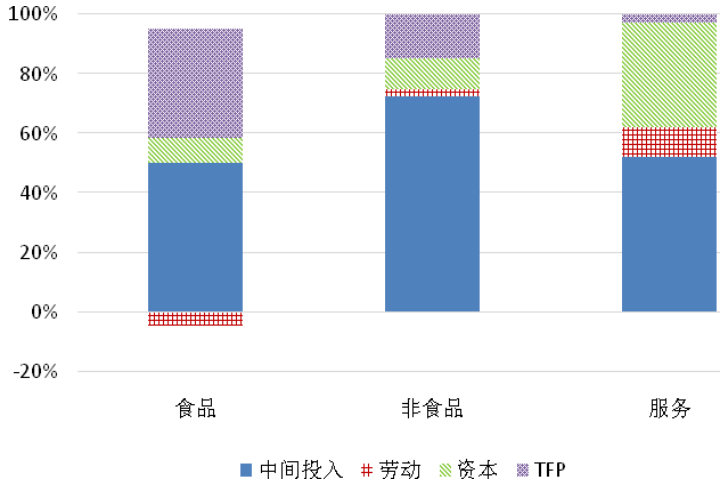

图 106　1993-2007 年三部门总产值增长核算

（数据来源：CIP、WIOD、国家统计局、上海财经大学高等研究院，单位：%）

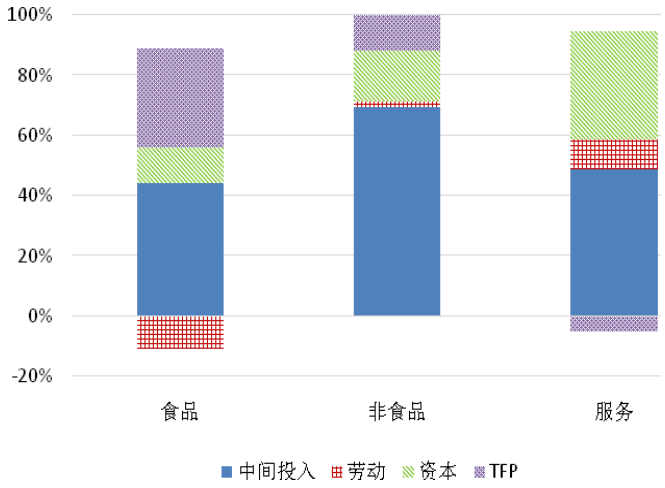

图 107　2008-2014 年三部门总产值增长核算

（数据来源：CIP、WIOD、国家统计局、上海财经大学高等研究院，单位：%）

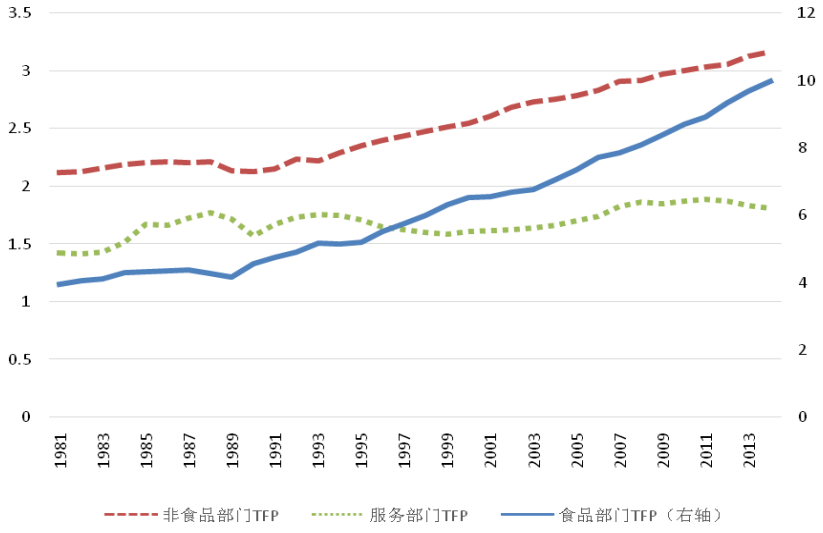

图 108　1981-2014 年总产值口径下的三部门 TFP

（数据来源：CIP、WIOD、国家统计局、上海财经大学高等研究院，单位：%）

图 108 显示了 1981-2014 年各个部门 TFP 的变动情况。与之前分部门核算的结果相一致，可以看到服务部门的 TFP 在 2008 年之后出现了明显的停滞和下滑。由于经济中的不同部门之间存在着各种联系，因此各个部门的 TFP 变动不仅通过影响本部门的产出增长影响整体经济增长，更会通过与其他部门的关联，间接地影响整

体经济增长和结构转型。在下一节，课题组利用楔值模型，对部门 TFP 对整体经济增长和经济结构转型的影响进行分析。

（二）部门 TFP 变化对整体经济的影响

在之前报告里，课题组将经济划分为农业和非农业，建立了一个两部门楔值模型。在本次报告中，课题组进一步将两部门模型拓展到三部门，构造了一个包含食品、非食品和服务三大部门的一般均衡模型。经济结构转型通过 Stone-Geary 非位似偏好实现，假设条件是食品的收入需求弹性<非食品的需求收入弹性<服务的需求收入弹性。这样，随着经济的发展和人均收入的提高，消费者用于食品的支出占比将会不断下降，而对服务的支出占比则将不断上升，从而从需求端推动经济结构从农业向服务业转型。在其他条件不变的情况下，任意一个部门产出的 TFP 提高，都会使同期的经济总量和人均收入增加，因此，部门 TFP 的提高还会间接地引起结构转型，并通过结构转型这一渠道影响经济增长。另一方面，由于拓展的模型包含了中间投入，一个部门的 TFP 增加，将使其生产更多的中间产品提供给其他部门，使其他部门的产出获得额外增长，带动整体经济的增速加快。因此，每个部门自身的 TFP 还能通过增加中间产品这一渠道，给整体经济增长提供额外动力。

在此模型框架下，课题组设计了如下反事实实验：对给定的研究时期，将特定部门的 TFP 固定在初始水平，其他部门的 TFP 和经济中的各种楔值则仍根据实际情况变动。这种反事实实验的结果，就反映了该部门 TFP 变动对经济变量的边际效果。本报告中重点考察部门 TFP 对整体经济增长、结构转型以及福利变动的影响。

1. 反事实实验结果

反事实分析的结果如表 32-表 35 所示。1981-2014 年，对经济增长贡献最大的是非食品部门的 TFP 增长。若没有该部门 TFP 的增长，整体经济的年均增速将下滑将近 5 个百分点；而对结构转型而言，食品部门的 TFP 增长和非食品部门的重要性相近，若食品（非食品）部门的 TFP 没有出现增长，那么 1981-2014 年，食品部门的劳动力占比将比实际情况高 4.97（1.94）个百分点，服务部门的劳动力占比则会比实际低 3.23（3.29）个百分点。而当所有三个部门的 TFP 都停滞时，整体经济年

均增速将比实际情况下降 6.44 个百分点，经济结构转型将遇到更大的阻碍，食品部门的劳动力占比将比实际情况高出 12.53 个百分点，服务部门的劳动力占比则将下降 12.61 个百分点，另外，各部门的 TFP 停滞还会使整体福利较实际情况下降 15.85%

表 32　反事实实验，1981-2014

1981-2014	**总产出年均增速变动百分点**			**支出法 GDP 年均增速变动**	**对经济结构的影响**		**福利变动百分比**
	食品	非食品	服务		食品部门劳动力占比变动百分点	服务部门劳动力占比变动百分点	
食品部门 TFP 无变化	-4.11	-1.09	-0.93	-0.96	4.97	-3.23	-7.29
非食品部门 TFP 无变化	-1.43	-4.92	-2.83	-4.99	1.94	-3.39	-7.09
服务部门 TFP 无变化	-0.23	-0.26	-1.49	-0.48	0.46	-1.04	-1.82
全部 TFP 无变化	**-5.42**	**-6.16**	**-5.71**	**-6.44**	**12.53**	**-12.61**	**-15.85**

来源：上海财经大学高等研究院，单位：%

分时期的反事实实验结果与 1981-2014 年整个阶段类似，部门 TFP 通过直接提高本部门的生产增速、推动结构转型、以及提供中间产品这三个渠道，作用于整体经济增长和结构转型。值得注意的是，2008 年以后，服务部门的 TFP 下降，对整体经济的增长和发展产生了负面效果（如表 33 所示）。若服务部门的 TFP 下滑能得到遏制，进而停留在 2008 年的水平，那么 2008-2014 年的整体经济增长将比实际情况高出 0.17 个百分点，对结构转型和福利也将产生正向的推动作用。鉴于服务部门 TFP 的下滑对整体经济发展的负面作用，其产生原因也须引起深入关注。

表 33 反事实实验，1981-1992

1981-1992	总产出年均增速变动百分点			支出法 GDP 年均增速变动	对经济结构的影响		福利变动百分比
	食品	非食品	服务		食品部门劳动力占比变动百分点	服务部门劳动力占比变动百分点	
食品部门 TFP 无变化	-2.52	-0.89	-0.71	-0.55	3.11	-1.86	-1.83
非食品部门 TFP 无变化	-0.15	-1.55	0.01	-1.28	0.31	-0.36	-1.00
服务部门 TFP 无变化	-0.23	0.05	-4.37	-0.93	1.64	-2.64	-0.76
全部 TFP 无变化	**-2.85**	**-2.35**	**-5.36**	**-2.75**	**5.29**	**-5.03**	**-3.52**

来源：上海财经大学高等研究院，单位：%

表 34 反事实实验，1993-2007

1993-2007	总产出年均增速变动百分点			支出法 GDP 年均增速变动	对经济结构的影响		福利变动百分比
	食品	非食品	服务		食品部门劳动力占比变动百分点	服务部门劳动力占比变动百分点	
食品部门 TFP 无变化	-4.26	-0.99	-0.91	-0.87	2.58	-1.64	-2.80
非食品部门 TFP 无变化	-1.51	-9.48	-3.75	-8.08	5.46	-0.07	-3.04
服务部门 TFP 无变	0.05	-0.03	-0.21	0.03	0.04	-0.10	0.38

化							
全部 TFP 无变化	**-5.56**	**-7.98**	**-4.48**	**-7.64**	**4.94**	**-4.43**	**-6.52**

来源：上海财经大学高等研究院，单位：%

表 35 反事实实验，2008-2014

2008-2014	**总产出年均增速变动百分点**			**支出法 GDP 年均增速变动**	**对经济结构的影响**		**福利变动百分比**
	食品	非食品	服务		食品部门劳动力占比变动百分点	服务部门劳动力占比变动百分点	
食品部门 TFP 无变化	-5.05	-0.87	-0.62	-0.72	0.54	-0.35	-1.16
非食品部门 TFP 无变化	-0.50	-5.16	-1.23	-4.29	0.75	0.45	-0.63
服务部门 TFP 无变化	0.05	0.17	0.69	0.17	-0.03	0.08	0.09
全部 TFP 无变化	**-5.46**	**-5.15**	**-0.93**	**-4.46**	**0.65**	**-0.47**	**-2.22**

来源：上海财经大学高等研究院，单位：%

2. 要素错配导致服务部门的 TFP 下滑

课题组认为，服务部门内部的要素错配是造成服务部门 TFP 下滑的重要原因。根据课题组的估算，房地产、交通运输、仓储和邮政业，以及水利、环境和公共设施管理业，是 TFP 水平最低的几个行业（如图 109 所示），但 08 年以来占整个第三产业固定资产投资的比重始终保持在 75%以上；另一方面，在 2016 年，在

第三产业投资中，教育只占 2.7%，文化、体育和娱乐业只占 2.2%，卫生和社会工作以及信息传输计算机服务和软件业各只占 1.8%，科研和技术服务只占 1.6%，居民服务和其他服务业只占 0.7%。TFP 水平最高的 6 个行业，投资占比合计不到 11%。图 110 直观地显示了这种服务业内部的资源错配问题。

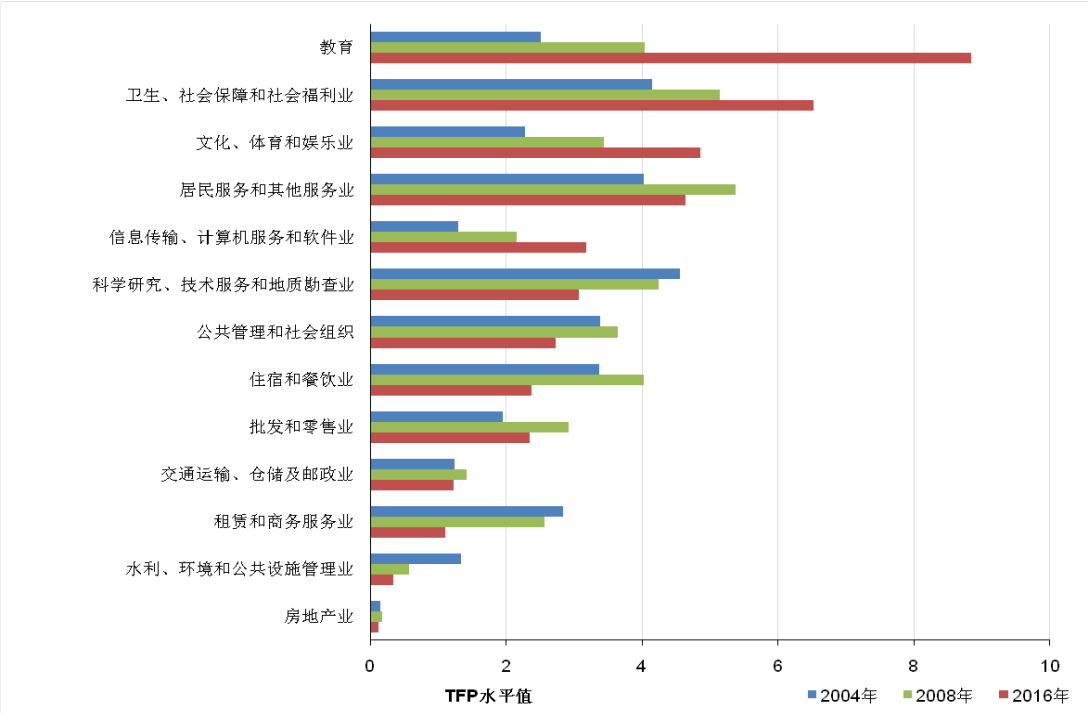

图 109 服务内部行业 TFP 水平（不含金融业）

（来源：国家统计局，上海财经大学高等研究院，单位：）

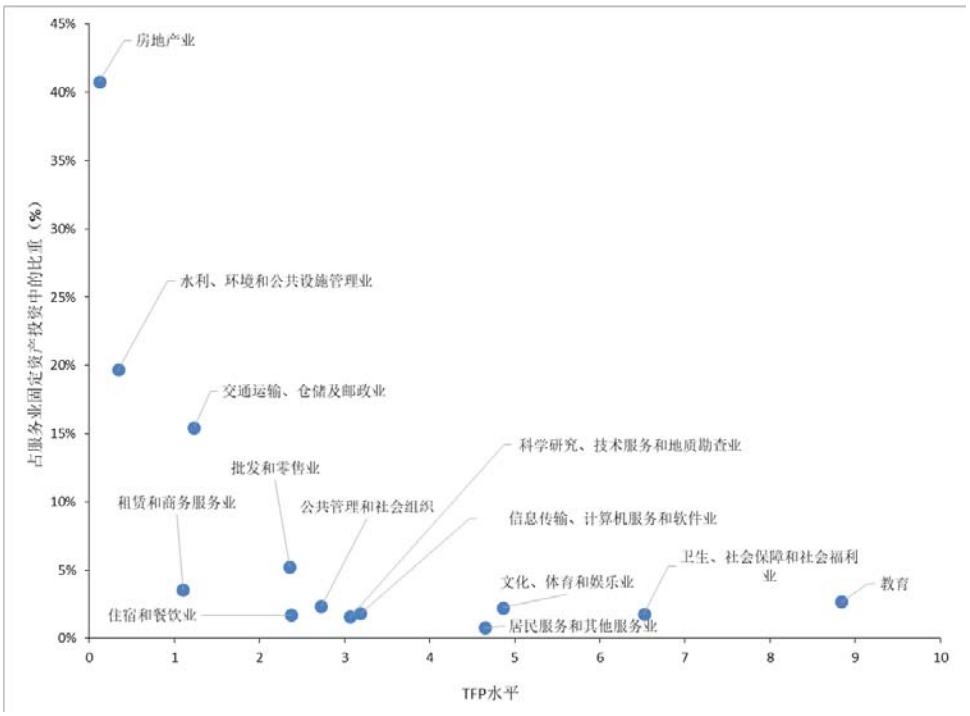

图 110　服务内部行业 TFP 水平（不含金融业）

（来源：国家统计局，上海财经大学高等研究院，单位：%）

随着经济的逐渐发展，服务业在经济中的体量也越来越大，与其他部门，如制造业等的联系也将越来越紧密。服务部门 TFP 对经济的影响，也将在直接和间接效应的共同作用下越发重要。正如课题组所一贯强调的，通过改革推动资源的优化配置，将释放出巨大的经济活力。对改革开放 40 周年以来中国经济增长表现的回顾，尤其是 1993-2007 年间我国非食品部门 TFP 的表现，也正支撑了这一观点。切实推进服务部门的改革，破除垄断、推动资源的优化配置，提升服务业整体的效率，将给中国经济在新时代中的稳步前进提供重要的动力。

（三）商业银行向僵尸企业输血加剧了金融资源错配

在 2017 年年终报告中，课题组提出我国金融资源的错配主要源于金融市场的发展不平衡，非金融企业（后文简称：企业）融资过度依赖银行信贷。而要解决我国企业过度依赖银行信贷的问题，首先要了解我国企业是如何依赖银行信贷的，尤其是经营活力差的企业是如何依赖银行信贷的。从经济学直觉上来看，企业经营活力越差的区域，该区域内的商业银行不良贷款比例应该越高。因为企业经营活力越差，

其对债务的偿付能力越差，违约的概率越高，那么从银行的账面来看，其不良贷款比例就会越高。基于我国非金融上市公司财务数据以及省级商业银行经营数据，我们也确实证实了这一经济学直觉，如图 111 所示，2005 至 2016 年僵尸企业所涉债务比例越高的省份其不良贷款比例也越高。但如果以开始实施“四万亿”财政刺激计划的 2009 年为界将样本划分为两个区间，我们发现这一经济学直觉只有在刺激计划之前，即 2009 年之前勉强成立，在 2009 年之后这一直觉不但不成立，而且被完全颠覆。如图 112 所示，2005 至 2008 年，商业银行不良贷款比例与省内僵尸企业所涉债务比例之间呈现弱的正向关系；但是在刺激计划之后，即 2009 年之后，僵尸企业所涉债务比例越高的省份，其商业银行不良贷款比例不仅没有越高，反而越低。这不禁让人联想到 90 年代日本金融危机后日本“失去 20 年”的主要原因之一，日本银行为日本僵尸企业大量输血。2009 年的“四万亿”财政刺激计划是不是也大量为僵尸企业输血了呢？如果是，一旦我国出现金融危机，我们是不是也会“失去若干年”呢？

课题组将利用我国上市公司中非金融企业的财务数据[①]以及相关的省级宏观数据来研究这一问题。首先，我们将根据学术文献定义僵尸企业，进而观察僵尸企业的变动情况；第二，我们将通过利用上市企业的贷款数据来观察僵尸企业占用金融资源的情况；第三，我们将利用计量经济学工具，定量的研究我国商业银行是否对僵尸企业进行输血，如果存在输血，我们将进一步探究其机制。s

[①]虽然上市公司不能全面的代表我国企业的整体情况，但是一方面上市公司的财务数据是质量最高的具有连续性的数据，另一方面我国没有 2009 年以后可靠的、全面的企业调查数据。因此，课题组只能在现有地可靠的数据中选择最具操作性的数据。因此，尽管某些研究结论从定量的角度来看不一定精准，但是从定性的角度来看基本能反映我国国情。

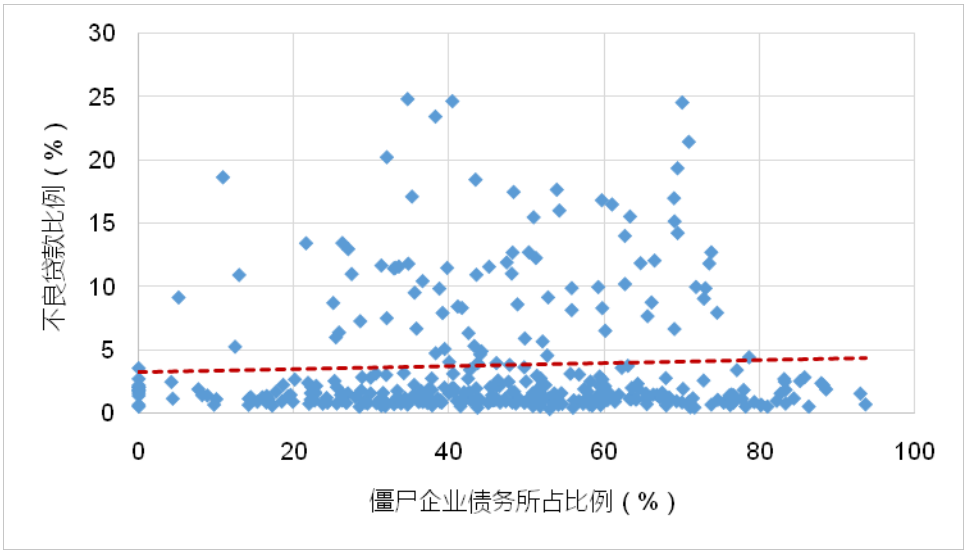

图 111　省级僵尸企业比例与不良贷款比例：2005-2016

（数据来源：上海财经大学高等研究院）

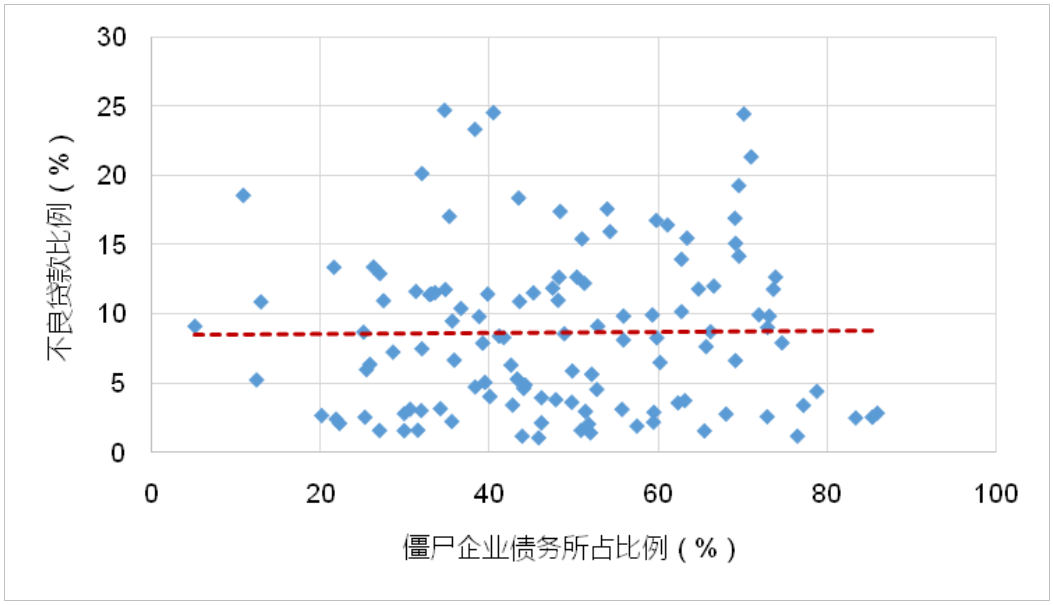

图 112　省级僵尸企业比例与不良贷款比例：2005-2008

（数据来源：上海财经大学高等研究院）

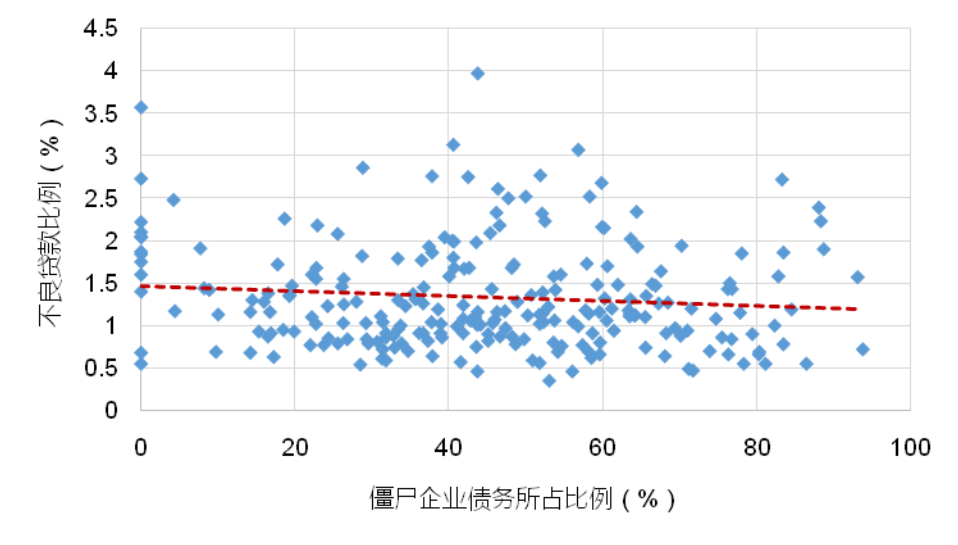

图 113　省级僵尸企业比例与不良贷款比例：2009-2016

（数据来源：上海财经大学高等研究院）

1. 我国僵尸企业的变动趋势

虽然学界和业界对于僵尸企业的定义并不完全一致[①]，但是对其实质的理解基本一致，一般都是指那些连年亏损，资不抵债，主要靠补贴和银行续贷维持经营的企业。在本报告中，借鉴谭语嫣等（2017）对我国僵尸企业的的定义，课题组识别了沪深两市上市的非金融公司中的僵尸企业[②]。如图 114 所示，2000 到 2016 年随着上市公司数量的增加，沪深两市上市公司中僵尸企业的数量总体呈现增加的趋势，从 2000 年的 204 家到 2015 年的 523 家；而僵尸企业所占比例自金融危机之后呈现下降的趋势，从 2005 年的最高点 30%下降到 2016 年的 14%。从图 114 来看，总体而言，我国上市公司中僵尸企业的比例自金融危机后呈逐渐下降之势。但如果进一

[①]业界通常使用 2015 年 12 月国务院常务会议对需清理处置的“僵尸企业”的定义：不符合国家能耗、环保、质量、安全等标准和长期亏损的产能过剩行业企业实行关停并转或剥离重组，对持续亏损三年以上且不符合结构调整方向的企业采取资产重组、产权转让、关闭破产等方式予以“出清”。而在学界，“僵尸企业”这一定义源自对于日本 90 年代资产泡沫破灭后对企业的研究，被广泛引用的定义主要有以下论文中给出的定义：Hoshi, T., 2006, “Economics of Living Dead”, Japanese Economic Review, 57(1), 30-49; Caballero, R. J., T. Hoshi, and A. K. Kashyap, 2008, “Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan”, American Economic Review, 98(5), 1943-77.; Fukuda, S. and J. Nakamura, 2011, “Why Did ‘Zombie’ Firms Recover in Japan?”, World Economy, 34(7), 1124-37。

[②]根据谭语嫣、谭之博、黄益平和胡永泰（2017）文中的定义，某家企业被认定为僵尸企业需同时满足以下三个条件：1）t 年的负债大于 t-1 年的负债；2）企业的资产负债率超过 50%；3）Fukuda & Nakamura(2011)文中定义的企业息税前利润小于最小利息净支出。更具体的细节请参考谭语嫣、谭之博、黄益平、胡永泰，2017，《僵尸企业的投资挤出效应：基于中国工业企业的证据》，《经济研究》第 5 期。

步考察僵尸企业的资产和负债在全体非金融上市公司中所占的比例，就无法得到如此乐观的结论。如图 115 所示，与僵尸企业数量的比例不同的是，非金融上市公司中僵尸企业的资产和负债所占比例竟然在金融危机期间（2007-2009 年）没有呈现上升之势，反而在 2010 年之后（即 2009 年“四万亿”刺激政策之后）迅速上升，2014 年僵尸企业所涉债务占比高达 49%，为近十年来的最高值，虽然随后这一比例有所下降，但是截至 2016 年末，仍高达 40%。另外，值得注意的但是，僵尸企业的负债所占比例上升的速度显著快于其资产所占的比例，这说明 2010 年之后我国上市公司中的僵尸企业膨胀的速度远快于健康企业，尤其是负债的迅速膨胀，这一方面体现了我国企业债务问题的隐患所在，另一方面也反映了我国银行系统乃至金融系统潜在风险的根本原因。

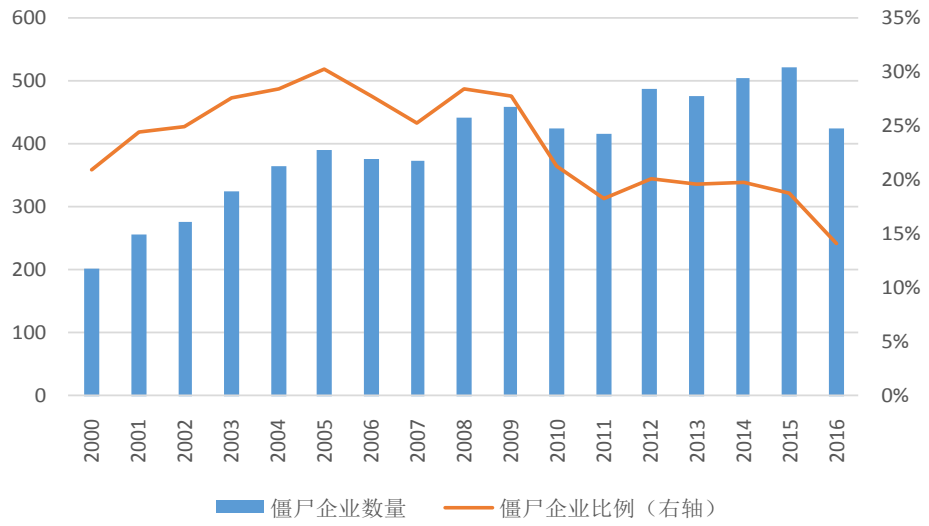

图 114　非金融上市公司僵尸企业数量与比例

（数据来源：上海财经大学高等研究院）

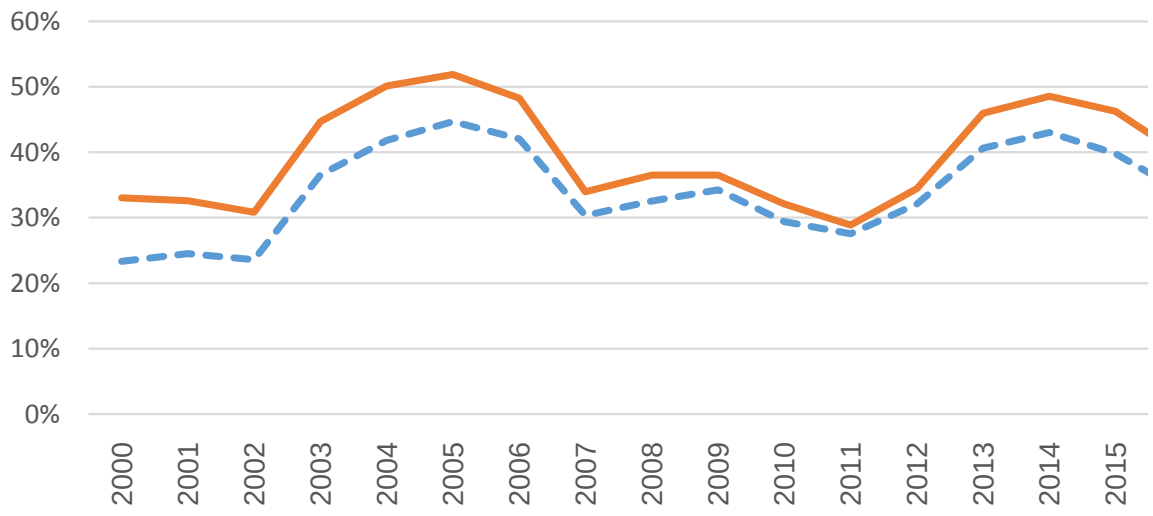

图 115　非金融上市公司中僵尸企业资产和负债所占比例

（数据来源：上海财经大学高等研究院）

如果进一步按企业性质来看僵尸企业分布的变动趋势，如图 116 所示，我们发现上市公司中不同所有制企业的僵尸企业比例的变动呈现截然不同的趋势。从 2003 至 2016 年，只有民营企业中僵尸企业的占比是呈下降的趋势的，从 2003 年的 40%下降到 2016 年的 10%，而中央国企（下称：央企）和地方国企中僵尸企业的占比并没有呈现明显的下降趋势，始终维持在 20%到 35%之间。换句话说，在图 111 中所观察到的我国上市公司中僵尸企业比例的下降主要是由于民营企业中僵尸企业占比下降所导致的，国有企业对于僵尸企业占比的下降贡献并不明显。而从僵尸企业负债所占比例来看，如图 117 所示，从 2003 至 2016 年，不同所有制企业中僵尸企业债务占比的变动趋势也呈现分化，其中央企和民营企业中僵尸企业的债务占比呈下降的趋势，降幅均超过 20%；而地方国企中僵尸企业的债务占比下降幅度远低于其他两类企业，降幅不到 5%。综合图 113 和图 114 来看，我国非金融上市公司中，僵尸企业问题最严重的是地方国有企业，不论从数量上来看还是从其债务所占比重来看，14 年间均没有显著的改善；中央国企中虽然僵尸企业的比例没有显著减少，

但是其涉及的债务比例却显著下降；民营企业中不论是僵尸企业的比例还是其涉及债务的比例均显著下降。

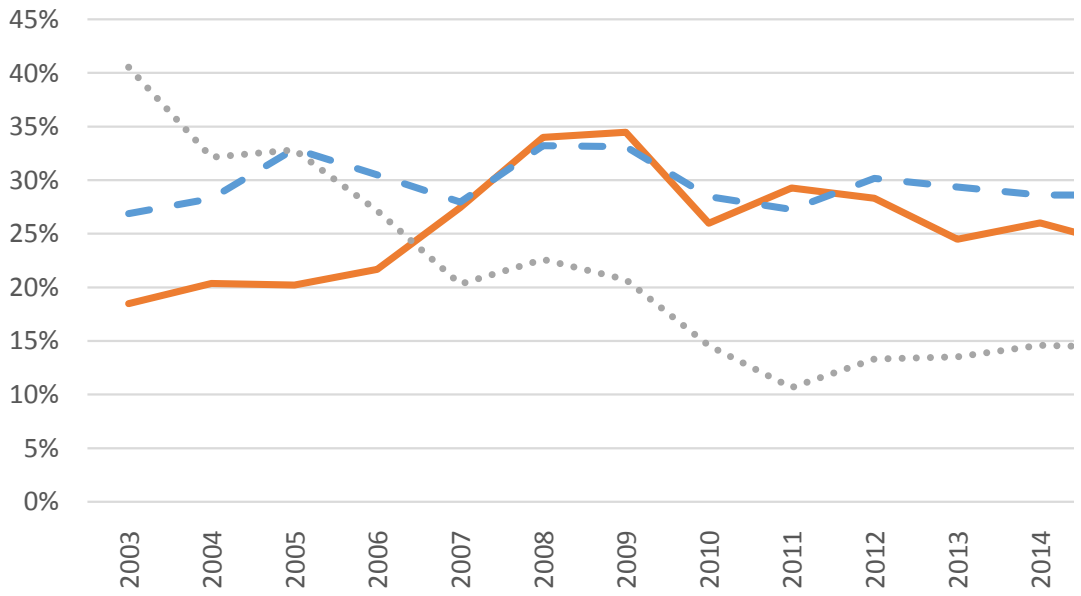

图 116　非金融上市公司中僵尸企业数量占比：按企业性质

（数据来源：上海财经大学高等研究院）

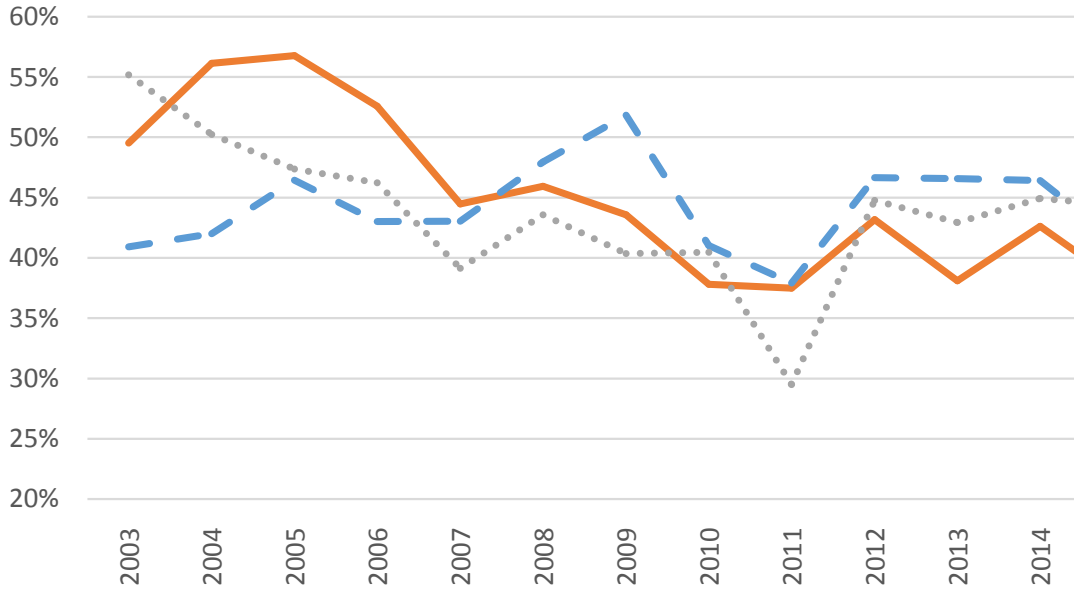

图 117　非金融上市公司中僵尸企业债务所占比例：按企业性质

（数据来源：上海财经大学高等研究院）

2. 我国僵尸企业所占信贷资源的变动趋势

僵尸企业之所以能够僵而不死，除了其自身造血能力基本丧失之外，还有一个重要的原因就是其有持续的输血来源。由于我国特有的经济结构，国有企业在非金融部门占到相当大的比重，而金融部门更是长期由国有企业主导。因此，我国相当部分企业天生具有获得金融支援的优势。除此之外，由于金融机构绝大部分都是国有的，政府部门出于就业、社会稳定等因素的考虑，也天生更容易通过行政权力影响银行的决策。如图 118 所示，一方面，虽然非金融上市公司中的僵尸企业获得授信占比虽然从 2006 年的峰值 90%下降到了 2016 年的 42%，而且这一数字也和僵尸企业所涉债务所占比例基本一致，僵尸企业获得的授信占比虽然有所下降，但金融资源的配置仍存在极大的扭曲；另一方面，上市公司中的僵尸企业获得的授信规模从 2009 年的“四万亿”刺激政策后开始爆炸式增长，从 2009 年的 1040 亿元增长到 2016 年的 1.9 万亿元，短短 8 年上市公司中的僵尸企业所获得授信扩大了约 19 倍，可见当前僵尸企业占用金融资源之多。

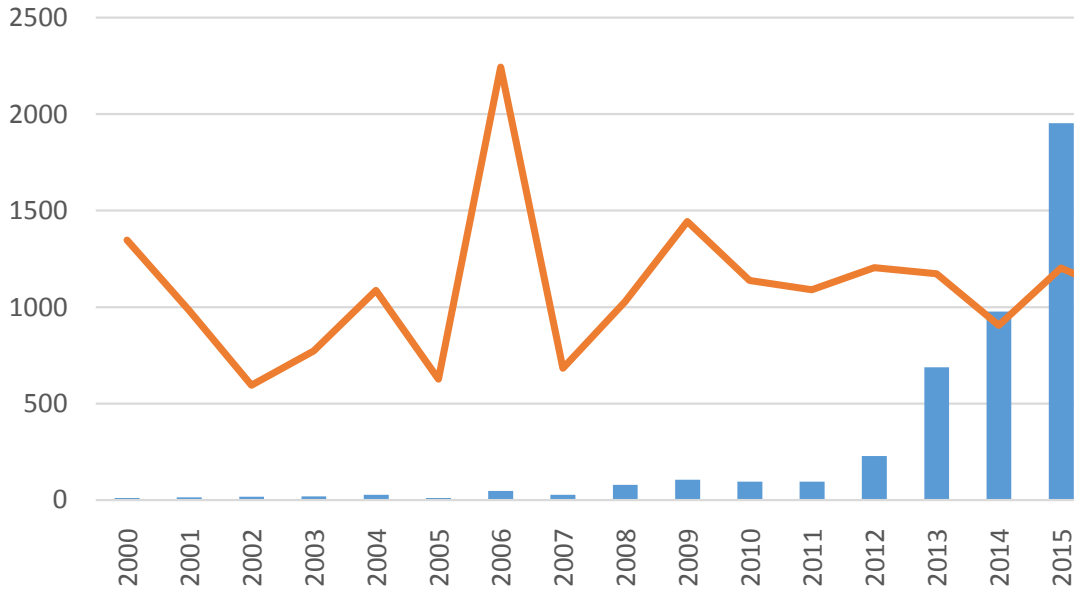

图 118　非金融上市公司中僵尸企业获得授信的规模及其占比

（数据来源：上海财经大学高等研究院）

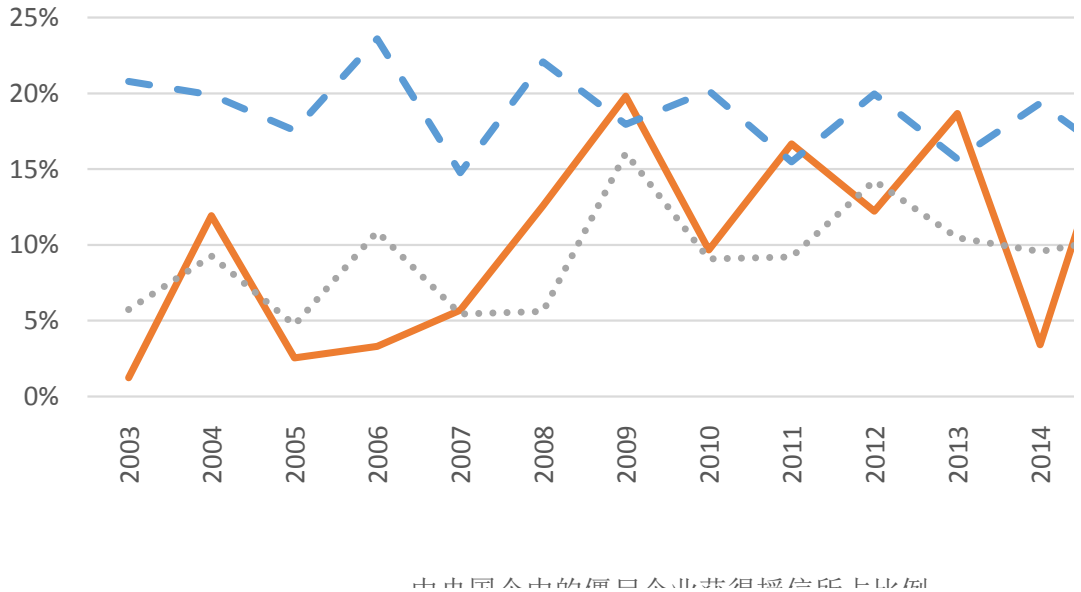

图 119　非金融上市公司中僵尸企业获得授信所占比例：按企业性质

（数据来源：上海财经大学高等研究院）

进一步按企业所有制来看非金融上市公司中僵尸企业获得授信的变动趋势，如图 119 所示，我们发现地方国企中的僵尸企业获得授信所占比例与民营企业中的僵尸企业获得授信所占比例的差异虽然在逐渐减小，二者之间的差额从 2003 年的 16% 减小到 2016 年的 2%，但地方国企中的僵尸企业获得的授信比例仍然明显高于民营企业。而在国有企业内部，平均而言，地方国企中的僵尸企业所占的信贷资源多于央企，但是在个别年份央企中的僵尸企业所占信贷资源多于地方国企，例如在经济危机期间（2008-2009 年）和经济下行压力较大的 2015 和 2016 年期间。由此可见，国有的僵尸企业在获得信贷输血方面确实具有明显优势，而在经济下行压力较大的期间，中央国企更是优势明显。

3. 商业银行对僵尸企业输血的机制

如图 111 至图 113 所示，我们从省级的僵尸企业所涉债务的比例以及省级商业银行不良贷款比例找到了我国商业银行向僵尸企业输血的蛛丝马迹。为了深入探究我国商业银行是否真的向僵尸企业输血，课题组首先利用 2005 年至 2016 年沪深两

市A股非金融上市公司财务数据以及贷款数据[①]，按照上市公司注册地所在省份构造了各省僵尸企业所涉债务占比（per_zombie_dt）以及各省僵尸企业获得授信的比例（per_zombie_loan）两个省级指标。前者（per_zombie_dt）衡量一省上市企业中僵尸企业的比重，该比例越高表示该省企业经营活力越差；后者（per_zombie_loan）衡量了一省上市企业中僵尸企业占用该省金融资源的严重程度，该比例越高表示该省僵尸企业占用金融资源的情况越严重。然后将这两个指标分别按照我国商业银行注册地所属省份与 2005 至 2016 年商业银行的数据进行匹配[②]，构造了关于商业银行的非平衡面板数据。考虑到商业银行为了装饰报表，而把部分实质性不良贷款归为关注类贷款，而不真正归为不良贷款[③]，我们使用调整的不良贷款比例（adjNPL），即账面不良贷款比例和关注类贷款比例之和为因变量，来考察一省僵尸企业所涉债务比例对银行不良贷款比例的影响，同时控制了省级层面，银行层面以及年度的固定效应。如表 36 的第 1 列所示，与省级加总数据（如图 113 所示）相同的是，2009 年之后僵尸企业所涉债务比例越高的省份其商业银行不良贷款的比例反而越低。具体而言，2009 年之后僵尸企业所涉债务比例每上升一个百分点（0.01），商业银行的平均不良贷款比例将下降约 0.02 个百分点（-1.9*0.01=-0.02）。但是从省级加总数据（如图 111 和图 112 所示）没有观察到的是，如表 36 的第 2 列和第 3 列所示，2009 年之前以及总样本区间内，僵尸企业所涉债务比例越高的省份，反而商业银行的平均不良贷款比例更低，这意味着可能我国商业银行可能长期存在给僵尸企业输血的嫌疑。

表 36 僵尸企业所涉债务比例对商业银行不良贷款率的影响

	（1）	（2）	（3）
	2009-2016	2005-2009	2005-2016
per_zombie_dt	-1.913*	-6.094***	-5.871***
	(-1.785)	(-2.586)	(-2.598)

[①] 沪深两市 A 股上市公司财务数据和贷款数据均来自 CSMAR。

[②] 商业银行的微观数据来自 CSMAR。该样本中的商业银行包括 5 家国有大型商业银行，12 家全国股份制商业银行以及 210 家区域性商业银行。

[③] 2018 年 6 月中诚信出具贵阳农商行二级资本债跟踪评级报告，将改行主体评级由 AA-下调为 A+，债项评级从 A+下调为 A。原因是贵阳农商行为贯彻监管部门降低不良贷款偏离度的要求，将逾期 90 以上的贷款从关注类贷款转入不良贷款，使得不良贷款率从 2016 年末的 4.13%飙升至 2017 年末的 19.54%。这一事件为我们使用账面不良率与关注类贷款比例之和作为我国商业银行真实不良贷款比例的代理变量提供了强有力的案例佐证。

d_2009			-30.758***
			(-8.018)
d_2009 * per_zombie_dt			4.397**
			(2.085)
Constant	12.968***	44.434***	43.890***
	(4.176)	(25.118)	(18.844)
年度固定效应	√	√	√
省份固定效应	√	√	√
银行固定效应	√	√	√
Observations	943	194	1,137
Adjusted R-squared	0.673	0.717	0.654

注：括号内为t值，计算时采用银行和省份层面的聚类稳健标准误（clustered standard errors）；符号* 、**、***分别指在10%、5%和1%的显著性水平上显著。

基于表 36 的分析结果，我们认为我国商业银行存在长期给僵尸企业输血的嫌疑。接下来，我们将考察我国商业银行对僵尸企业输血的机制。根据日本商业银行对僵尸企业输血的文献来看，商业银行对僵尸企业输血将通过对其不断续贷来实现。由于我国缺乏贷款合同层面的微观数据，我们将通过考察一省僵尸企业获得授信所占比例与该省商业银行不良贷款比例之间的关系来研究我国商业银行对僵尸企业的输血机制。如表 37 的第 3 列所示，虽然在 2005-2016 年的样本区间内，我们没有发现显著的僵尸企业获得授信与银行不良贷款比例之间的关系，但是我们观察到二者之间仍是负的关系，即僵尸企业获得的信贷资源越多，商业银行的不良贷款比例越低。如果我们将整个样本以 2009 年为界分成两个部分分别进行回归，我们发现在 2009 年之前，如表 37 的第 2 列所示，僵尸企业获得授信与银行不良贷款比例之间是显著的负关系，即我们可以肯定 2009 年之前商业银行对企业输血效应显著。而 2009 年之后二者之间的关系虽然变得不显著了，但 per_zombie_loan 的系数依然为负，即依然指向商业银行对僵尸企业存在输血的行为。这和直接观察某省的僵尸企业获得授信的比例对该省加总的商业银行的不良贷款比例之间的关系，如图 120 至图 122 所示，所得到的结论是一致的。

表 37 僵尸企业获得授信比例对商业银行不良贷款率的影响

	（1）	（2）	（3）
	2009-2016	2005-2009	2005-2016
per_zombie_loan	-0.005	-0.023**	-0.011
	(-0.650)	(-2.269)	(-0.652)
d_2009			-12.702***
			(-7.374)
d_2009 * per_zombie_loan			0.013
			(0.649)
Constant	13.291***	24.662***	24.477***
	(3.927)	(152.811)	(88.392)
年度固定效应	√	√	√
省份固定效应	√	√	√
银行固定效应	√	√	√
Observations	943	170	1,113
Adjusted R-squared	0.671	0.688	0.637

注：括号内为t值，计算时采用银行和省份层面的聚类稳健标准误（clustered standard errors）；符号* 、**、***分别指在10%、5%和1%的显著性水平上显著。

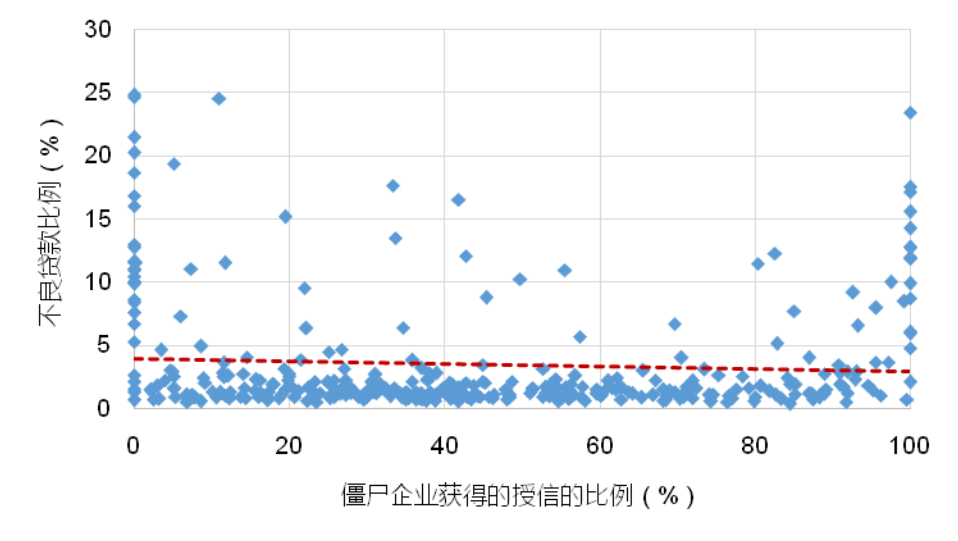

图 120　省级僵尸企业获得授信比例与不良贷款比例：2005-2016

（数据来源：上海财经大学高等研究院）

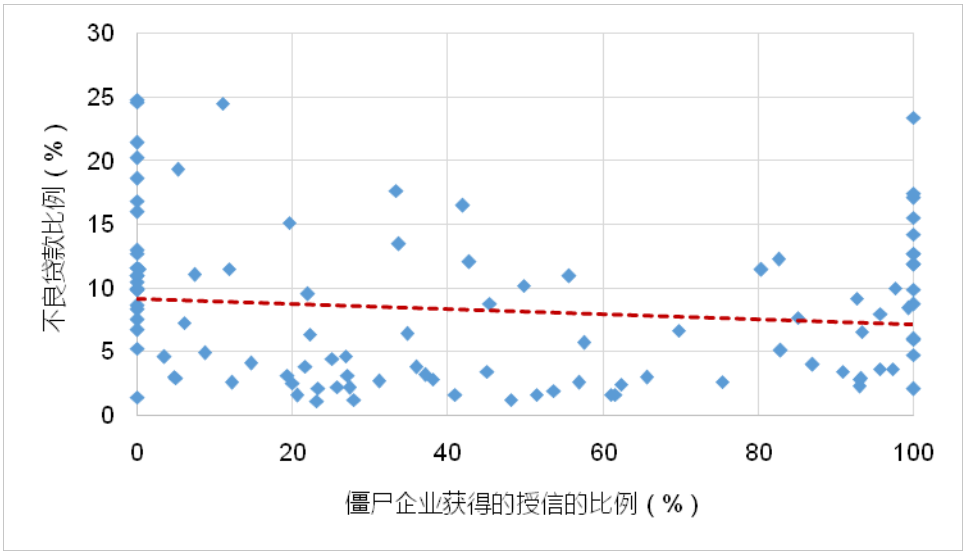

图 121 省级僵尸企业获得授信比例与不良贷款比例：2005-2008

（数据来源：上海财经大学高等研究院）

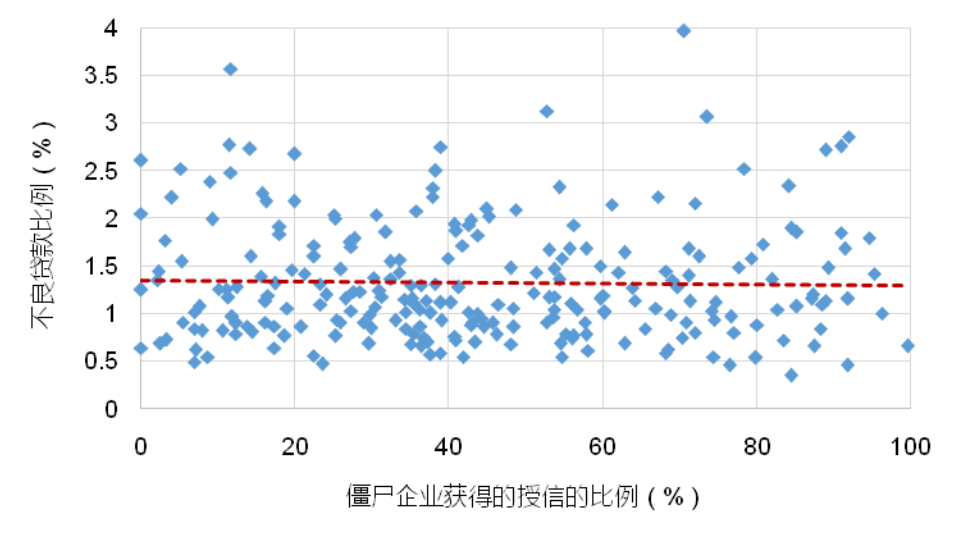

图 122 省级僵尸企业获得授信比例与不良贷款比例：2009-2016

（数据来源：上海财经大学高等研究院）

根据表 37 的回归结果，我们确定了僵尸企业是通过获得银行授信来获得银行输血的。接下来我们将要分析什么因素决定了僵尸企业获得银行授信的规模，这里我们将使用企业层面的财务数据以及贷款数据来进行分析。我们认为主要的因素有两

个，一个是企业的性质，另一个是企业的员工数目。众所周知，我国国有企业在国民经济中占到相当大的比例，而我国银行系统更是长期受国有企业主导，因此，我们预期国有企业中的僵尸企业将更容易获得银行信贷（即银行输血），这一点已经从图 119 中得到证实。长期以来，“保就业”、“稳定压倒一切”等作为我国各级政府的政策目标，在政府的效用函数中一直占有相当的地位。而政策的实施对象是企业，企业的员工数据实际上就是该企业创造的就业岗位数目，因此，我们预期一个员工数目众多的僵尸企业，不论其所有制属性如何，政府都有动力使用行政手段使得商业银行向其输血，因为这可以控制失业率的上升并达到维持稳定的目的。表 38 中，我们分别用两个指标来表示一个企业员工数目是否足够大到能获得银行信贷，一个是一家企业的员工数占其所在省所有非金融上市公司总员工数的比例（p_employee）；另一个是一家企业的员工数在其所在省所有非金融上市公司所处的组别（q_employee），每个省一共十组，组号分别从 1 到 10，1 组为员工数最少的企业，10 组为员工最多的企业。

如表 38 所示，不论是 p_employee 还是 q_employee 的系数显示，创造就业越多的企业可能获得的银行授信越多；zombie 的系数显示僵尸企业能显著获得更多的银行授信。交互项 p_employe*zombie 和 q_employee*zombie 的系数表示，僵尸企业中越是员工数目越多的企业能获得的授信反而越少，但是由于 p_employee 与 p_employee*zombie 的系数之和以及 q_employee 与 q_employee*zombie 的系数之和依然为正，这说明员工多的企业依然能获得更多的授信，由此可以看出，创造就业岗位对于企业获得银行授信具有显著的促进作用。更值得注意的是，p_employee*zombie*d_09 的系数显著为正，而虽然 q_employee*zombie*d_09 的系数不显著，但依然为正，这说明虽然僵尸企业中员工数目更多的企业获得的授信反而更少，但是 2009 年以后这一现象出现扭转，即 2009 年后僵尸企业中员工数目更多的企业获得的授信显著增加。

表 38 企业创造就业岗位对获得银行授信的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)
p_employee	0.043***	0.065***		

	(2.655)	(3.615)		
p_employee*d_09	0.028**	0.007		
	(2.170)	(0.508)		
p_employee*zombie		-0.044***		
		(-2.977)		
p_employee*zombie*d_09		0.038**		
		(2.130)		
q_employee			0.078***	0.094***
			(3.474)	(3.983)
q_employee_d09			0.026	0.013
			(1.296)	(0.599)
q_employee_zombie				-0.037*
				(-1.820)
q_employee*zombie*d_09				0.025
				(1.574)
zombie	0.222***	0.248***	0.200***	0.296***
	(5.140)	(5.086)	(4.624)	(3.102)
d_09	2.035***	2.042***	1.835***	1.854***
	(21.953)	(21.933)	(12.517)	(12.758)
年度固定效应	√	√	√	√
省份固定效应	√	√	√	√
银行固定效应	√	√	√	√
Observations	7,634	7,634	7,634	7,634
Number of stkcd	1,712	1,712	1,712	1,712
Adjusted R-squared	0.095	0.096	0.101	0.102

注：括号内为t值，计算时采用银行和省份层面的聚类稳健标准误（clustered standard errors）；符号* 、**、***分别指在10%、5%和1%的显著性水平上显著。

综上所述，我们发现僵尸企业和创造就业岗位越多的企业均可能获得更多银行授信，虽然僵尸企业中创造就业岗位更多的企业反而获得的银行授信更少，但是这一现象在 2009 年后出现了扭转，即 2009 年后僵尸企业中员工数目更多的企业获得的授信显著增加，这说明 2009 年后商业银行对僵尸企业输血的现象较 2009 年之前更加严重了。

（四）户籍制度与社会生产率

本报告采用重要的前沿宏观经济理论—戴蒙德-莫特森-皮萨里德斯搜寻匹配模型（DMP 搜寻匹配模型），并且结合中国劳动力市场的特点，在 DMP 模型的基础上，引入以下要素：第一，考虑劳动力从农村向城市流动的情况；第二，农村户籍的劳动者享受的社会福利（医疗、教育等）可能低于城市户籍的劳动者；第三，城市可能限制入城的农民工数量。这三个要素集中反映了我国户籍制度对劳动力转移的引导作用，从而可以通过此模型量化户籍制度改革对社会生产率的影响。

模型的理论预测有如下几方面。首先，劳动力从低生产率的农村转移到高生产率的城市，进而提高整个社会的生产率。其次，不同户籍的劳动力的福利差异影响劳动力流动，从而影响社会生产率，越高的社会福利越能够吸引农民工流向城市。最后，城市对农民工的限制流入将直接降低社会生产率。

课题组基于以上理论模型，以 2015 年的数据为基准（统计局关于劳动力市场的最新数据为 2015 年）校准模型，得到如表 39 列出的主要参数。

表 39 影响劳动力流动的主要参数

参数	参数值	描述	匹配目标	目标值	模型
BR/BU	0.224	城乡户口福利差异	农民工/务农	0.72	0.72
AU/AR	2.95	城乡生产率差异	城乡人均收入比	2.95	2.95

另外，根据 2015 年的数据，低技能农民工与城市户口低技能劳动力的比值为 3.14，这里低技能指的是高中及以下教育水平。基于校准模型，课题组对以下两个问题做了定量分析：（1）农民工与城市居民福利差距缩小对农民工流动及社会生产率的影响；（2）城市限制农民工数量对社会生产率的影响。

模型的反事实分析（counterfactual analysis）显示：（1）与基准值相比，农民工相对于城市居民福利提升 10% 或者 100%，将相应增加 1.5% 和 14%农民工劳动力转移，进而提高社会生产率 0.5%和 4.8%；（2）与基准值相比，城市减少农民工数量 5%或者 95%，社会生产率将相应降低 3%和 18.7%。

另外，课题组对模型的转移动态研究发现增加城市农民工准入人数（图 123）短期内可能增加城市低端劳动力的失业率，但是长期来看，由于劳动力需求端的调整，失业率将回到较低水平。当然，在增加社会生产率的同时，可能会有损公平，如图所示，如果没有额外的补偿机制，高低技能之间的工资差异将越来越大。

基于以上分析，课题组认为，继续推进户籍制度改革、降低劳动力流动壁垒、提高农民工福利有助于促进劳动力从低效率地区向高效率地区转移，从而提高整个社会的生产率。同时，通过配套的转移支付机制，可以实现兼顾效率与公平的发展。

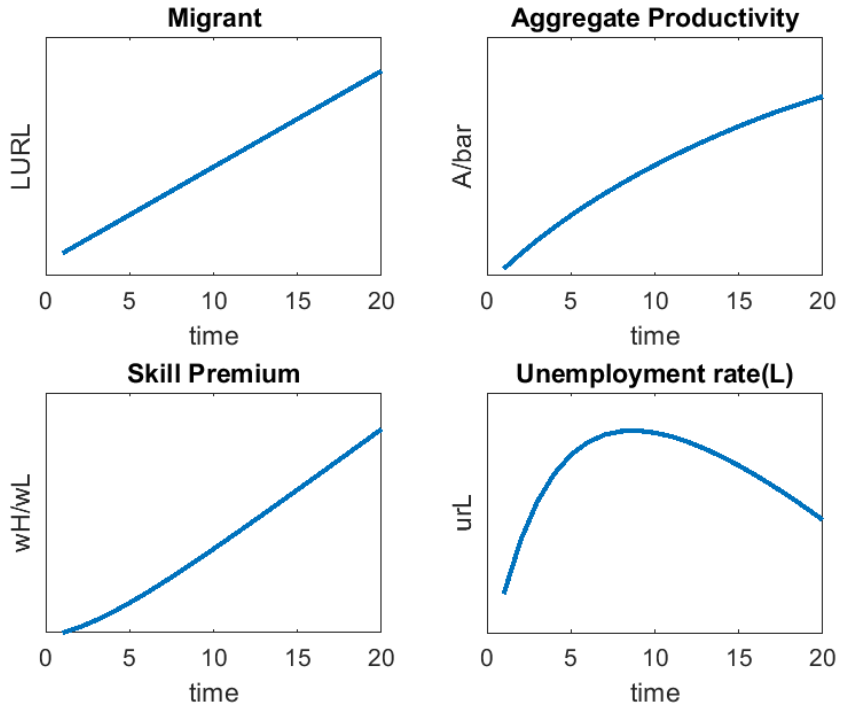

图 123 增加农民工准入人数动态影响

（五）城市土地政策及影响

本报告在上述劳动力市场模型里进一步引入城市土地政策，具体而言有如下要素：第一，政府部门控制土地供给，第二，给定总的土地供给，土地租金由市场决定。基于此，模型得到如下理论预测。首先，如图 124 所示，降低土地供给将抬高各产业部门的用地租金，从而大幅提高生产成本，使得企业退出市场或者外逃，进

而产生以下反应影响实体。如图 125 所示，由于企业的退出，失业率将上升，农民工数量减少，GDP 将下降。

基于以上分析，课题组认为，放宽城市土地供给有助于更多企业进入市场，扩大就业，促进劳动力从低效率地区向高效率地区转移，提高实体经济总产出。

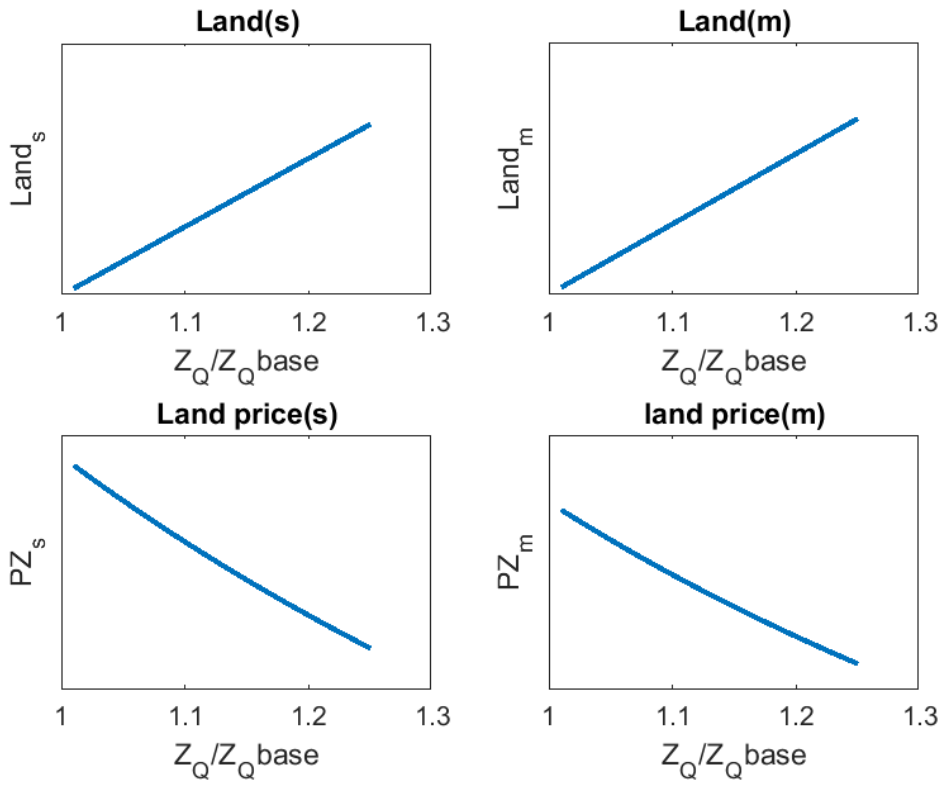

图 124 土地制度影响：产业用地，土地价格

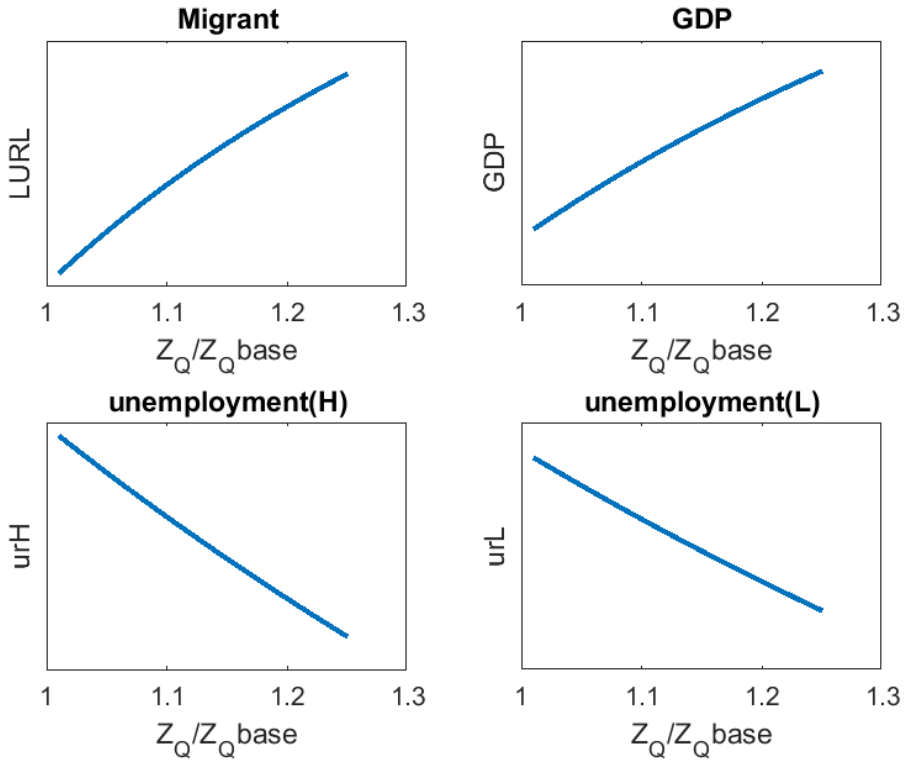

图 125 土地制度影响：农民工，总 GDP，失业率

（六）本章小结

本章从经济增长核算出发，对改革开放以来我国在经济增长方面取得的成就进行了量化的分析。特别地，课题组对整体经济中的不同部门分别进行了增长核算，并在考虑部门之间彼此联系的基础上，通过反事实分析的方法，量化了部门 TFP 变动对整体经济增长和经济结构转型中的作用。进一步地，课题组强调，对于任何一个部门，效率的提高、TFP 的增长，都离不开资源和要素的优化配置，而这又离不开改革的深化。通过制度改革，减少经济中的各种非市场化因素，让市场在资源配置中发挥决定性作用，才能切实提高要素配置的效率水平，对新时代中经济的健康、稳定发展提供有力支撑。

五、以更高水平对外开放推动中国经济高质量发展

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，并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。

从而，当下所需进行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。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。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。

（一）对当前中国所面临的国际形势深刻变化应有正确认知

现在的国际环境几乎是改革开放以来最为严峻的，围堵中国的现象日趋严重。尤其是中美两国经贸纠纷问题愈发严重，已经升级为中美经贸摩擦，不仅将对中国

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，对我们经济发展十分不利。中国的民族主义和民粹主义也有被激发放大的倾向，心理脆弱，缺乏自信，看国外无论什么都是阴谋论或陷阱，国家主义更加取得优势，试图用更强大的行政力量去支持我们的有关产业，比如有人提出“不惜一切代价发展芯片产业”的口号。问题是，我们是否能什么都靠自力更生？技术创新靠政府靠举国体制是否可靠？！

当今世界已经是一个高度融合、社会化生产、国际分工合作的经济共同体，超越了国家边界，核心技术创新日新月异，不可能什么都靠自力更生，这点想不清楚，后果会十分严重。这次中美经贸摩擦，中兴不仅无法抵当，华为、阿里、联想等都同样严重依赖美国技术。比如最具创新力的华为麒麟芯片买的是 ARM 知识产权（IP）的授权（license），ARM 是英国公司但技术的源头是美国。大家引以为傲的高铁其核心技术来源：IGBT 技术来自英国，制动系统来自德国的科诺尔，所有气控阀门、高铁轴承、轮子、顶部受流装置及其耗材碳滑板，这些都是易耗品，如果国外不和我们贸易，全部停运。

中兴事件暴露出来的软肋让国人产生了很强的忧患意识，但大多反思集中在“我们缺芯”和“要自力更生”的层面。中国不只是缺芯，真正缺的东西更加深层，不能头痛医头、脚疼医脚。中国对美国市场的依赖程度目前远远高于美国对中国市场的依赖程度。对国际形势，往往需要审时度势。国际上，包括美国，一直都将中国视作为发展中国家，参加 WTO 在贸易方面给的也是最惠国待遇，我们本来还可以继续闷头发财，低调埋头苦干，结果极端的民族主义，极度的民粹主义，盲目自大，自以为已经全面超越了，可以和对方平起平坐了，那对方还认为你是发展中国家，是穷国？自然就会对你警觉，对你遏制了。

如果将许多问题，特别是经济问题过度政治化、意识形态化，往往会被认为这不是内部矛盾，不是竞争关系，而是一种对抗关系，甚至是敌对关系了。邓小平对外关系的基本定调就是韬光养晦，给出了中美关系终归要好起来的判断，1990 年又再次强调：“我们千万不要当头，这是一个根本国策。这个头我们当不起，自己力量也不够。当了也绝无好处，许多主动都失掉了。”江泽民 1993 年则提出 16 字方针：

“增加信任，减少麻烦，发展合作，不搞对抗”。中美关系在过去 20 年中经历了 5 次定位，第五次定位发生了重大变化。第 1 次定位（1997 年的《中美联合声明》）：建设性战略伙伴关系；第 2 次定位（2005 年小布什访华）：中美建设性合作关系；第 3 次定位（2009 年的 G20 峰会）：积极合作全面的中美关系：第 4 次定位（2011 年）：致力于共同努力建设相互尊重、互利共赢的合作伙伴关系；第 5 次定位（2013 年），作出了新的定位，成为：中美新型大国关系。

针对中国近些年提出的“中美新型大国关系”定位，美国的态度经历了观察和再评估的过程，将以前的竞争加合作关系定位转变为多方面竞争甚至是对抗的大国关系，似乎走向了战略对立面。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，如邓小平所言中美关系终归要好起来才行。尤其是中国，仍处于为“两个一百年”目标以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，才能实现十九大所提出的使命、愿景、目标及其他任务。否则，在现代市场经济体系的建设方面踟蹰不前，政府职能越位、错位的现象得不到根本解决，市场在资源配置中的决定性作用得不到保障的话，如果美国转而再追求与 G7 其他市场经济国家的经济一体化，实行零关税、零壁垒、零补贴，将对我们经济发展产生严重后果。

（二）以更高水平对外开放助推经济高质量发展的三点建议

第一、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。

出口退税政策作为一个过渡性制度安排，对中国的出口导向型经济模式起到了重要的支撑作用。特别是 2008 年世界经济金融危机之后，中国的出口退税率连续多次上调，对稳定外需市场发挥了助力作用。中国的出口退税规模由此也是急剧扩大，2010 年 7328 亿元、2011 年 9205 亿元、2012 年 10429 亿元、2013 年 10515 亿元、2014 年 11356 亿元、2015 年 12867 亿元、2016 年 12154 亿元、2017 年 13870 亿元，七年间接近翻一番。显然，出口退税已经成为人民币贬值、出口补贴（此二者受到外部不平衡及 WTO 规则的限制而难以实施）之外，用于鼓励出口的重要手段。

退税增强了中国出口产品的价格优势，但是这同时也意味着国内资源配置的扭曲。如果按照 2017 年 7.76 亿就业人口的规模计算，相当于 2017 年每个就业人口要拿 1787 元左右为国外居民享受的低物价买单。与此同时，考虑中国的出口超过 50%以上是由外资企业完成的，退税又有相当大的一部分成为外资企业的收入。也就是说，国家财政在出口退税这一块的最大受损者是我国的纳税人，而最大受益者是国外的消费者。并且，这也使得许多出口企业患上过度依赖出口退税症，出口退税占企业利润的比重畸高。

2018 年 4 月 4 日，财政部和国家税务总局发布《关于调整增值税税率的通知》。其中，第四条提到，“原适用 17%税率且出口退税率为 17%的出口货物，出口退税率调整至 16%。原适用 11%税率且出口退税率为 11%的出口货物、跨境应税行为，出口退税率调整至 10%。”这一方向值得肯定，应逐步有序地进一步降低出口退税率。与此同时，也应进一步降低与民生有关的进口关税。国务院关税税则委员会于近期发布的《关于降低日用消费品进口关税的公告》《关于实施<亚洲-太平洋贸易协定>第二修正案协定税率的通知》等均与此相关，值得高度肯定，应进一步予以扩展和深化。

不要小看在出口退税和进口关税上的双降举措，其背后反映的是政府运用财政手段对于国内外资源配置的合理再调节，也是减少政府对于国际自由贸易、公平贸

易干预的必然要求，导向则是更好地满足我国居民对于美好生活的需要，有利于通过开放倒逼解决国内发展不平衡、不充分的问题，促进关于新时代中国社会主要矛盾问题的解决。尤其是随着中国从上中等收入国家向高收入国家的不断迈进，中国的内需尤其是消费需求的扩张和升级将成为驱动经济发展的主要动力，通过开放也将有助于倒逼国内制造业的转型升级。

第二，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。

外商投资在中国改革开放以来，尤其是加入 WTO 之后，对中国经济的持续快速增长起到了重要推动作用。随着中国经济从高速增长阶段转向高质量发展阶段，利用外资出现了一些新形势新挑战新任务，从速大幅放宽对于外资的市场准入的限制、提升外商投资的自由化水平，已经成为当前我国促进外商投资稳定增长的紧迫需要。自由贸易试验区关于外商投资负面清单的试点和推广已有多年，期间不断瘦身，相关行业的对外开放压力测试得到有序推进，使得外商投资准入的开放度、透明度和可预见性得到大幅提升，增强了自贸试验区吸收外商投资的引擎作用。通过全面实施外商投资负面清单，将有助于从整体上放宽国际资本的市场准入门槛，使之服务于中国经济高质量发展的大局。

在对外资开放的同时，也要进一步对民间投资开放。尽管 2017 年中国民间投资超过 38 万亿元，占全部投资的比重也超过 60.4%，但是与 2015 年 64.2%的历史高点已有较大回落。我国民营企业在电力、电信、交通、石油、天然气、市政公用等领域的市场准入方面存在着大量有形或无形壁垒，大大压制了民营企业的投资热情。应该在探索外商投资负面清单的基础上研究出台更广层面的市场准入负面清单。市场准入负面清单最重要的一个原则就是平等，权利平等、机会平等、规则平等，无论是国有企业还是民营企业，无论是外资企业还是内资企业，无论是大企业还是中小企业，均享有同等市场准入条件。这也是以开放倒逼改革的一个重要举措。

第三，以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、培育和保护创新与企业家精神，推动中国经济向创新驱动发展的转型。

此次中国贸易摩擦一个重要的触发点就是知识产权问题。客观而言，自加入WTO 以来，中国在完善知识产权保护方面已经实现了巨大的进步。并且，随着中国从要素驱动向创新驱动的转型，知识产权保护已经成为一种内生的需求。根据世界知识产权组织公布的2017年全球国际专利数据，中国的申请数量已达到4万8882件，跃居世界第二，仅次于美国。2014年北京、上海和广州，2017年南京、苏州、成都和武汉，还先后都设立了知识产权法庭，试图从制度上消除知识产权方面的地方保护主义负面影响。尽管如此，我国知识产权发展综合水平与知识产权强国的差距还是比较明显的，需要进一步加强。

知识产权保护是产权保护中最重要的内容之一。保护产权，就是产权神圣不可侵犯，谁也不能掠夺别人的财富。有了法治，产权就能得到保护，人们就会把自己的资源和精力全部投入于创造财富，创新才能得到激发，经济才能真正实现高质量发展。法治是一种制度创新。科技创新不是孤立的，是建立在制度创新基础上的。科技创新与制度创新的关系是作用与反作用的关系。好的制度可以降低创新活动的交易成本，创造合作条件，提供激励机制，促进创新要素间的互动与合作。从构建良好的制度环境层面看，中国还需要进一步深化基本制度的改革，并增强政府的执行力。

创新，尤其是非基础科学的技术创新主要靠市场而不是政府，靠民企而不是国企。然而，从当前中国的经济现实来看，国有资本在一般竞争性领域依然分布过广，垄断行业的改革进展缓慢甚至在部分领域尚未破题，民营经济发展环境堪忧。这些都是需要着力推进改革的。民营经济、创新经济最强的是美国，靠的是民企，也靠企业家精神。美国企业的创新精神、创新机制和创新能力依然不容小觑，中国企业还要不断向战略制高点挺进。

基于以上认知，课题组认为，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。这二

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、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。

结束语

改革开放 40 年，拉开了中国近代以来最辉煌的历史篇章，尽管在这过程中存在着这样或那样的问题，但取得了前所未有的巨大成就。十九大报告提出必须坚持和完善中国特色社会主义制度，不断推进国家治理体系和治理能力现代化，坚决破除一切不合时宜的思想观念和体制机制弊端，突破利益固化的藩篱，吸收人类文明有益成果，构建系统完备、科学规范、运行有效的制度体系。这些都需要全面深化改革的推进和落地，然而这首先需要弄清深化改革的逻辑，并且要实现经济社会的良性发展，还需要有大的格局、视角及国际视野，总结近代以来中国发展变革的历史经验教训，尤其是改革开放取得巨大成功的原因所在，找到经济社会长远良性发展的根本性制度因素。因为决定走向的基本、基础性制度才是最为关键、根本的，现代市场体系不可替代。

制度改革的前提是思想解放，只有顺应全面深化改革的历史大势，才能把握中国崛起的命运。与改革开放历史进程中曾经出现过的多次思想上的大争论一样，当前中国也面临改革何去何从的争论，出现了否定市场化改革的思潮，导致了社会上各种声调的出现：怀疑甚至否定改革开放的正确大方向，将市场化等同于私有化，将个体和民营经济等同于私有经济，将公有经济等同于国有经济。意识形态理想化、教条主义一旦严重，就不能实事求是地看问题，而从特定的意识形态角度看问题，

看到的往往就不是事实的真相，而只是基于主观意识的偏见。这也会给中国的对外开放大局带来干扰，加上当前中国在国际上所遇到的问题是越来越严峻，中美经贸摩擦只是表象。

因此，站在改革开放 40 年的历史关口上，中国要在下一个 40 年实现良性发展和长治久安，必须理论上求真，实践上务实，经济问题不能过度意识形态化。我们对自身对外部都要有客观清醒的认知，抓住国内问题的主要矛盾，把握国际形势变化的大势，找准改革推进的重点任务，实施更大力度的改革，更大力度的开放，从经济、社会、政府切入推动平衡充分发展，通过根本性的制度变革来合理界定政府与市场、政府与社会间的治理边界，实现三者各归其位又互动互补的综合治理，真正让市场在资源配置中发挥决定性的作用，推动国家治理体系和治理能力的现代化，让十九大提出的使命、愿景、目标、理念、方针真正落地、化为现实。

附录：上海财经大学高等研究院简介

上海财经大学高等研究院（Institute for Advanced Research）成立于 2006 年 7 月，是专注于中国问题研究的学术研究机构和新型专业智库，与致力于原创性前沿理论研究和打造世界一流经济学学术重镇的经济学院一道，共同组成了国家首批“985 工程”优势学科创新平台项目——“经济学创新平台”建设项目和理论经济学上海市高峰Ⅱ类学科的重要组成部分。近十年来，研究院联合经济学院从世界一流大学大规模引进了 70 多名优秀海归博士，致力国际高水平原创研究，在 *American Economic Review*、*Journal of Political Economy* 等国际顶尖和知名经济学期刊发表论文 300 多篇，推动上海财大经济学科从在国际上籍籍无名变为跻身大中华第 1、亚洲第 2、世界第 56 位（根据荷兰蒂尔堡大学全球经济学研究机构 2012—2015 年排名）的国际学术重镇，2017 年更是跃居世界第 46。

高等研究院的使命在于以准确的数据为依据，先进的理论为指导，科学的研究方法为手段，理论结合实际，定性与定量分析并举，以项目的形式凝聚海内外研究力量，发挥群体作战的规模优势，联合攻关，研究中国改革和发展中出现的长远重大战略性问题和当前难点、热点经济问题，力图打造一个集科学政策咨询、重大项目研究、学术前沿探讨和高级人才培养于一体的大型综合研究机构。自成立以来，研究院形成了系列政策报告，产生了较大影响，许多报告受到相关部门和各界的高度关注及高层领导的重视，一些建议被政府采纳成为政策。

目前，2000 年诺贝尔经济学奖得主丹尼尔·麦克法登教授，2001 年诺贝尔经济学奖得主约瑟夫·斯蒂格利茨教授，国务院发展研究中心吴敬琏等国内外知名经济学家以及中央部委办的学者型领导担任研究院学术顾问委员。本着中西合璧、优化整合的原则，研究院组建了一支 50 多人的创新团队。其中，绝大多数在岗研究员在斯坦福大学、康奈尔大学、多伦多大学等世界一流大学和北京大学等国内顶尖学府获得博士学位，并通过柔性机制吸纳了上海财经大学诸多优势学科的学术带头人与骨干力量参与研究院建设。

高等研究院现拥有“数理经济学”教育部重点实验室，同时设立数据调研中心、中国宏观经济研究中心、农业与城乡协调发展研究中心、环境与自然资源研究中心、中国教育改革与发展研究中心、人口流动与劳动力市场研究中心、市场机制设计与

信息经济研究中心、生物经济学和决策研究中心、卫生经济与老龄化研究中心、经济学研究全球竞争力评估中心以及博士后中心等常规研究中心。