No. 1812

研 究 报 告

IMI

经济增长延续放缓 宏观政策有所调整

王彬

微博·Weibo 微信·WeChat

更多精彩内容请登陆 国際貨币网

http://www.imi.org.cn/

经济增长延续放缓，宏观政策有所调整

王彬[1]

一、经济基本面：需求放缓，供给分化，宏观杠杆率趋稳

（一）总需求稳中有降，下半年延续放缓态势

1. 居民消费增长放缓背后的结构性因素

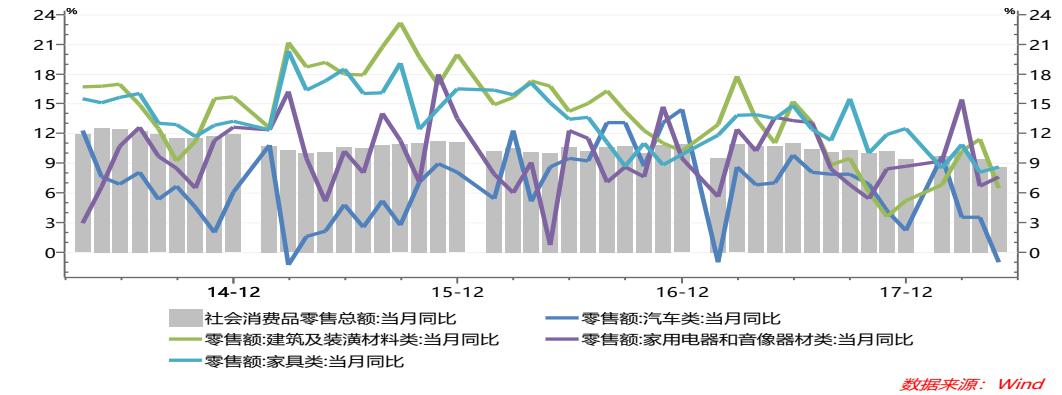
近期消费数据呈现下行趋势，5月当月消费增速为近年来的新低，这其中有一定的随机因素影响，主要是两个方面，一是与端午节在今年和去年错位，导致去年5月消费基数较高；二是7月1日起实行进口汽车关税下调政策，部分居民推迟购买汽车行为导致当月汽车消费增速下降。但即便如此，也不能忽视年初以来消费增速持续下滑的大趋势。从居民消费的大类产品看，居民消费中最大的两个部分是汽车和与居住相关的建筑装潢、家具家电等消费。这两部分的消费高峰基本在去年已经结束：在2016年开始的汽车购置费率下调以及后来的新能源汽车大幅补贴，极大地释放了当时的汽车消费潜能；地产销售周期基本进入尾声，相对应的与居住相关的消费也进入了增长放缓阶段。

从居民收入、杠杆情况看，由于人口红利在2010左右达到高点后逐步回落，人均收入增速随着缓慢下降，近年来更具代表性的居民可支配收入中位数增速下降幅度高于居民消费增速，显示出收入瓶颈对消费增长的制约。另一方面，居民杠杆率近年来增长较为明显。2017年末，中国家庭部门杠杆率在过去5年上升了18.7个百分点。相比之下，2008年金融危机爆发前，美国家庭部门杠杆率在5年之内的上升幅度为18.8个百分点。有研究认为，我国居民收入占GDP比重偏低，所以家庭债务/GDP的测算杠杆率方式会低估中国家庭部门的负债程度。以居民负债与可支配收入进行计算比率为85%。2006年美国次贷危机发生前，美国居民部门债务与可支配收入的比率大约在120%，其中住房按揭大约在80%-100%左右，考虑到我国居民部门债务主要来自

[1] 王彬，IMI 研究员，中国工商银行投资银行部研究中心。

住房贷款以及金融危机后美国家庭部门去杠杆明显，因此我国的85%是一个较高的比率。债务收入比持续攀升在一定程度上抑制了消费的增长。

图 1：汽车、居住相关等居民大类产品消费持续下降



资料来源：BIS，Wind，工行投行研究中心

图 2：居民杠杆率与负债收入比率

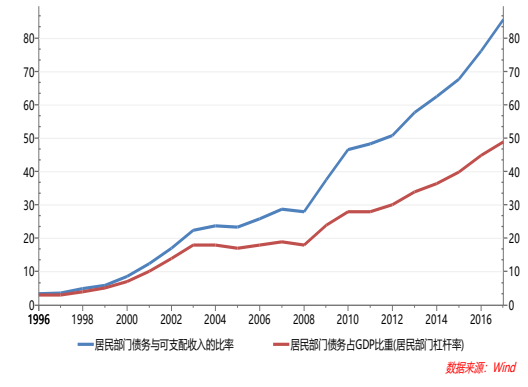
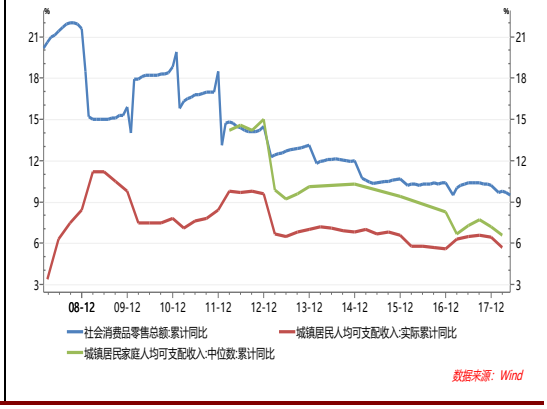
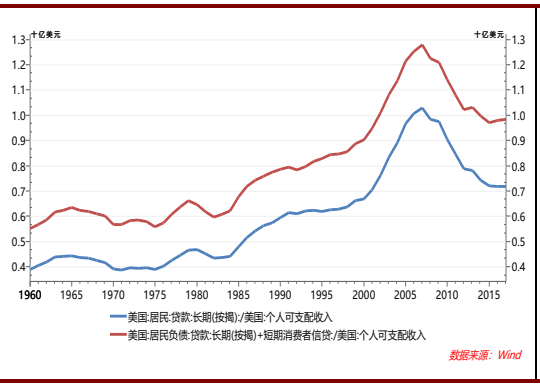


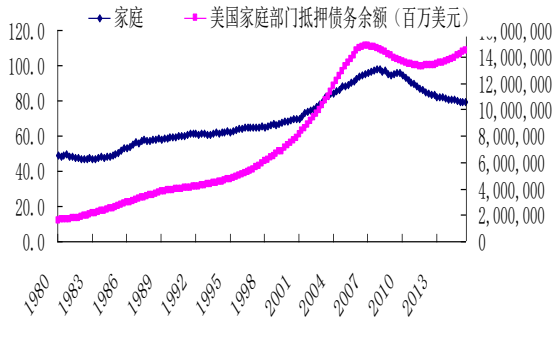
图 3：居民可支配收入中位数增速降幅高于消费



资料来源：BIS，Wind，工行投行研究中心

图 4：美国居民部门债务与可支配收入比率、债务杠杆率的去化



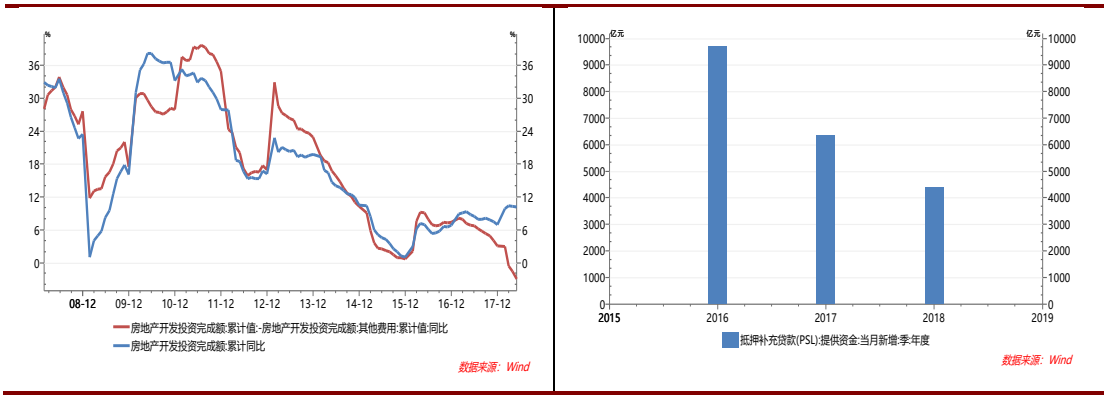


资料来源：Wind，工行投行研究中心

2. 基建与制造业投资保持低位，三四线棚改带动地产投资

固定资产投资方面，房地产投资成为最主要的支撑托底因素，这其中土地购置费又成为推动房地产投资的重要部分。剔除后该项后的房地产投资增速今年一季度以来处于负增长区间。土地购置、住宅销售等指标都已经高点回落，开发商资金来源渠道收窄，越来越依靠销售回款，这些都预示本轮地产扩张周期进入后半段。从销售情况来看，整体销售回落，一线城市增速回落至负值，二线城市相对稳定，三线目前仍处于较高增速，主要与货币化棚改持续推进有关。目前，从2018年以来的PSL投放量来看，已经接近历史高峰时期的2016年同期规模，2018年计划580万套棚改住房建设、未来三年1500万套的棚改建设总目标，这是托底当前房地产投资的重要因素。因此，如果改变原有的三四线货币化棚改计划，将会对地产投资产生很大影响。

图 5：剔除土地购置费后的实际地产投资增速　　**图 6：今年 PSL 可能达到 2016 年规模**

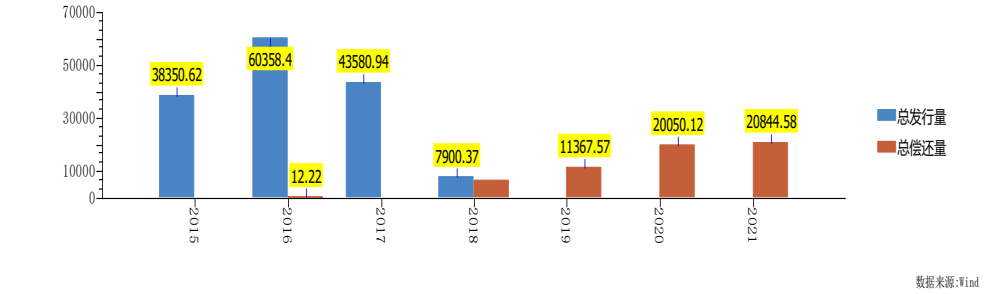


资料来源：BIS，Wind，工行投行研究中心

基建投资受到地方新增债务严格控制，短期内不会出现反弹。地方债务置换虽然已经接近尾声，但2015年以来发行的地方债又将在今明两年出现到期偿还高峰，地方政府债2018年到期6632亿，2019年为1.1万亿亿，2020年为2万亿，2021年为2.1万亿。未来地方债置换缩减留下的空间将被到期地方债借新还旧滚动续接所替代，新增的地方债发行空间依旧有限。隐性地方政府债务也面临着集中到期压力，以城投债为例，2018年到期债务达到1.6万亿的高点，明后两年的到期债务也在1.3万亿和1.5万亿左右，政府债务到期量扩大将直接挤压新增债务供给空

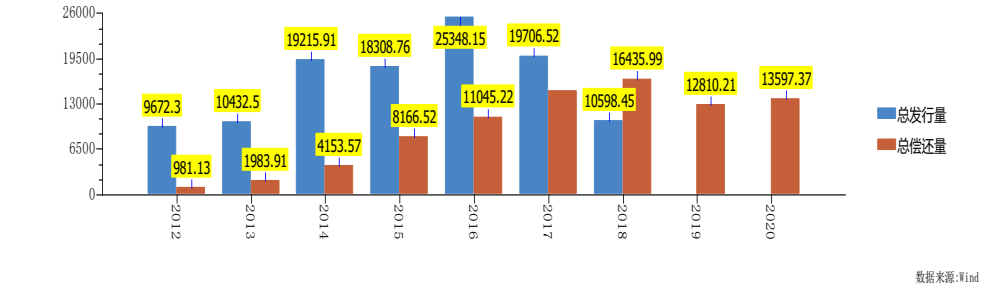
间。此外，从地方政府融资方式看，发行债券被规定为唯一被认可的政府举债渠道，PPP、政府购买服务等其他融资渠道已经基本被限制住，这使得地方资金来源面临较大的约束。

图 7：2015 年以来的地方政府债发行与到期情况



资料来源：WIND，工行投行研究中心

图 8：2015 年以来的地方城投债发行与到期情况



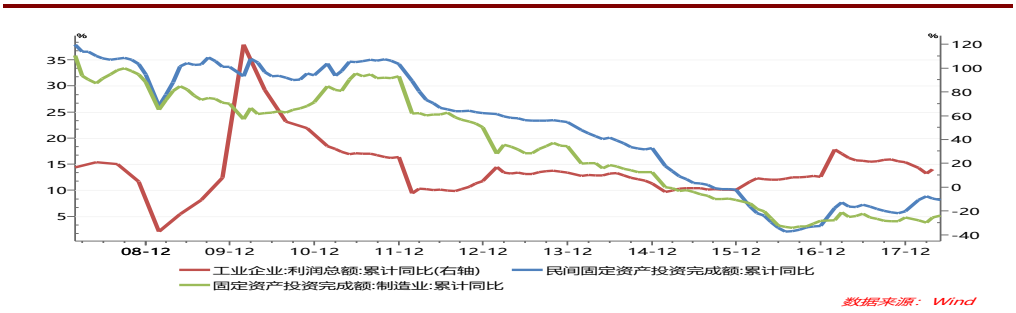
资料来源：WIND，工行投行研究中心

制造业投资5月出现低位弱反弹。本轮去过剩产能后，行业盈利与行业投资呈现出分化的特点，尤其是上游行业在明显盈利改观的条件下，这些行业多数是产能利用率提升，但产能投资没有跟进，这与之前的行政性去产能对部分行业投资的抑制有很大关系。2016年以来经济反弹力度不大，中下游制造业盈利改善整体不明显，制造业投资回升总的势头较弱，但增速明显高于盈利改善的上游行业的设备投资。当前，金融去杠杆使得部门企业特别是民营企业面临的融资条件收紧，近期持续债务违约特别是民营企业面临融资渠道压缩的不利影响，这也抑制了中下游企业投资的扩张。

在本轮经济回暖过程中，没有出现以往的实际库存投资明显增加，这与2016年以来实体部门持续的去过剩产能有密切关系，事实上，短期内库存投资对经济同比增长的贡献可以达到

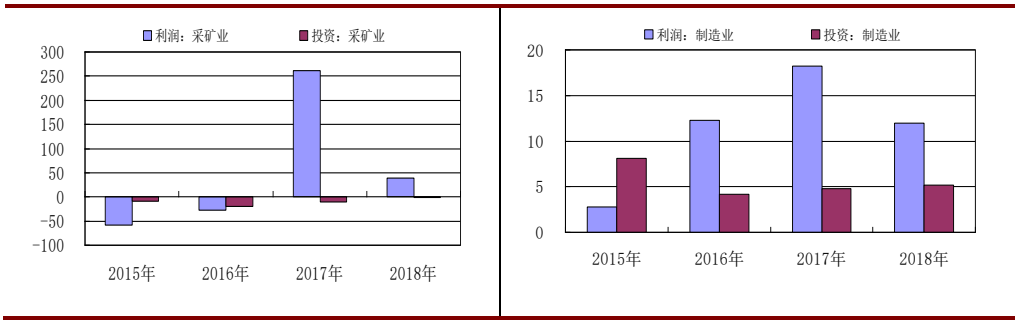
0.1-0.2个百分点，是影响经济波动的重要短期因素，也就是说，如果在本轮地产+外贸带动的经济回暖周期中不考虑去产能因素，至少库存投资的追加按照以往经验就可以实现2017年经济增长达到7%以上。

图 9：工业企业利润回升没有显著带动制造业投资上升



资料来源：WIND，工行投行研究中心

图 10：工业企业利润分化，上游行业投资受到抑制



资料来源：WIND，工行投行研究中心

3. 贸易部门不确定性增加，但短期对增长影响有限

从我国的情况看，货物与服务贸易净出口在我国2016年下半年以来经济企稳的作用也十分显著，三大需求对GDP同比增长的拉动中，贸易部门从2016年的-0.4转为2017年的0.6，边际改善达到1个百分点，最终消费和最终资本形成则整体下降0.8个百分点。具体到中美贸易上来看，中国是美国货物贸易逆差最大的来源国，占到美国货物贸易逆差的一半左右，2017年中国货物贸易顺差4200亿美元，其中对美国顺差2700亿美元，我国货物贸易顺差中对美国顺差的占比在近年来是上升的。从数据上来看，中美贸易关系对中国的重要性相对更大。目前，我国对美国货物出口额占总出口额占到20%以上的行业包括电气设备、机械、钢铁、有色金属加工、

塑料橡胶、化工、家具、纺织服装、家具、鞋类、皮革制品、非金属矿制品等。因此，贸易摩擦加剧短期内对我国经济增长的扰动、长期内对我国产业升级的影响对值得关注。

另一方面，也应当看到，我国在美国贸易争端升级的条件下仍有很大的回旋余地，首先，我国国内消费市场规模庞大，国内消费、服务业在经济增长中的贡献度已经占到一半以上，这是我国保持经济稳定的重要基础。其次，我国与发达国家以外的新兴市场国家和地区的贸易增长迅速，我国对东盟、一带一路沿线国家的出口增速持续快于对欧美市场的出口，这为贸易争端提供了缓冲空间。

（二）供给层面新旧分化，新经济不足以带动经济全面增长

当前中国经济正处于结构调整、产业转型升级的阶段，经济新旧动能并存。供给侧结构性改革包含三层含义，一是通过“去产能、去库存”压缩低效、过剩的供给，包括钢铁、煤炭等传统产能过剩产业进行落后产能的出清，化解三、四线城市过剩房地产库存，二是加强有效供给，培育和扶持代表我国实体经济未来转型发展方向的战略新兴行业，三是从金融角度，降低高杠杆防范和化解地方和非金融企业债务风险，降低社会融资成本支持实体经济发展。因此，供给侧改革在我国经济结构重塑的作用中，不仅是对传统过剩产能行业进行“破旧”和升级改造，还包括积极推动新兴产业和战略产业领域进行“立新”。

煤炭、钢铁等领域过剩产能去化后，行业生产规模和市场结构上均出现了重要变化：相关行业的工业品价格同比大幅上升，行业盈利能力出现了大幅改善，远远高于工业部门利润平均增速，企业资产负债率也有所下降。但与以往不同，这些行业的实际库存、工业生产和设备投资却低于工业部门平均值，没有出现相应的显著扩张，这与去产能政策下，行业库存、产能投资受到抑制有很大关系。本轮去产能的行政性属性较强，行业产能收缩，垄断性和工业品价格提高。从长期来看，垄断性上升会提升行业生产规模保持适度紧缩的内生性，客观上为提高国家宏观调控传导效率提供了更为有效的微观基础。房地产方面，2016年以来去库存的带动下，2016年全国商品房销售快速增长，2016、2017年分别达到13.8和14.5亿平方米，待销售面积则从2015年末的接近50亿平方米高点大幅下降至30亿平方米以下，房地产库存整体上已处于低

位。但另一方面，全国房屋施工面积、新开工面积也转为正增长，其中2017年房屋施工面积已经突破了2014年时51亿平米的高点，这在未来形成了新的库存压力。

图 11：钢铁、煤炭等行业去过剩产能前后的生产经营情况比较

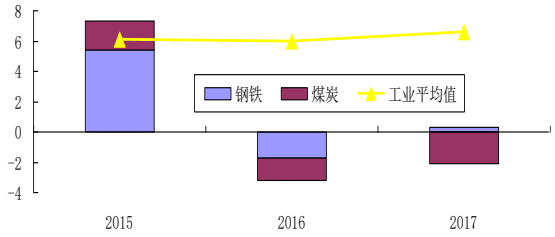


图 11-1 工业增加值增速

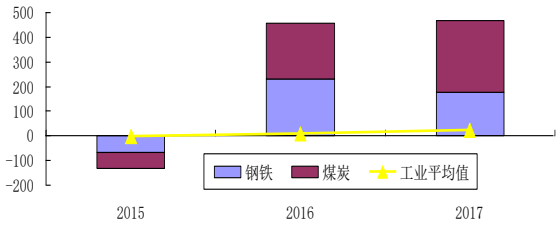


图 11-2 行业利润增速

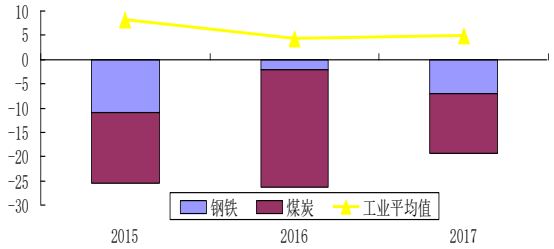


图 11-3 行业固定资产投资增速

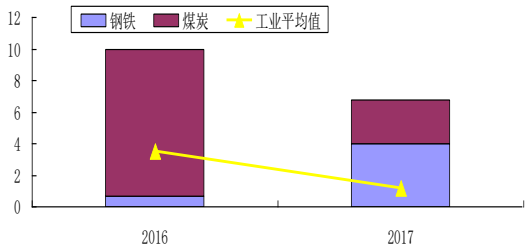
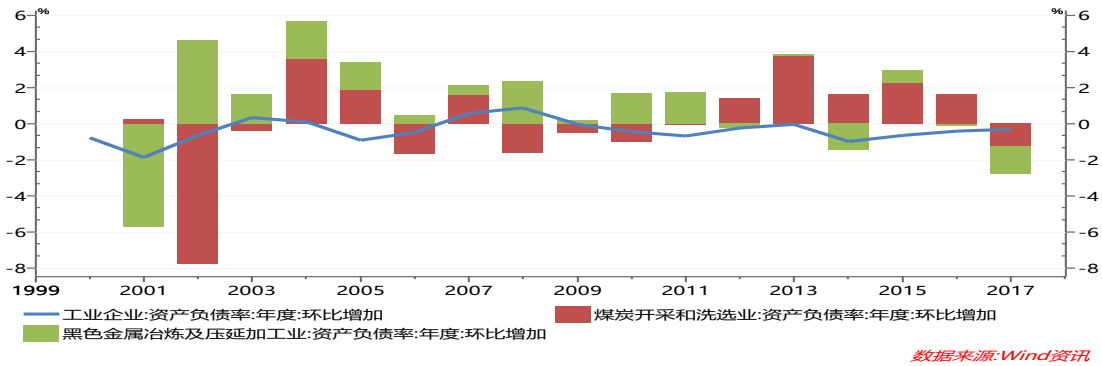


图 11-4 行业产能利用率环比变化

资料来源：Wind，工行投行研究中心

图 12：工业企业资产负债率



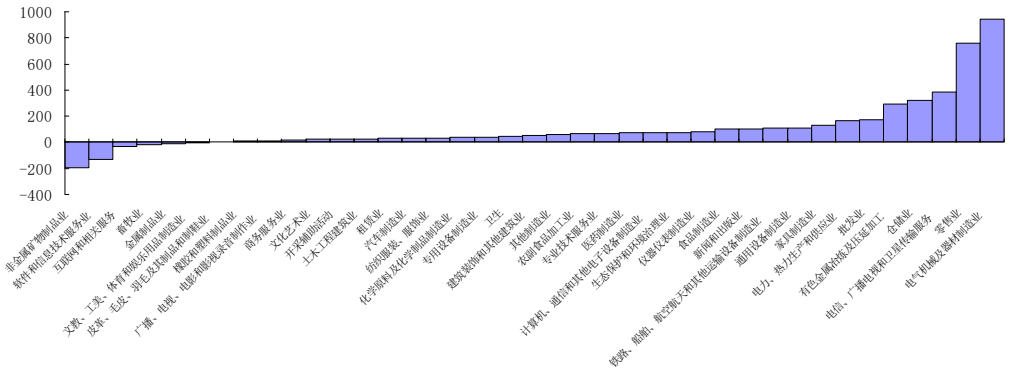
资料来源：Wind，工行投行研究中心

2017年12月，中央经济工作会议提出要“大力培育新动能”，经济增长新动能成为市场关注的热点。消费需求转型升级和新技术应用共同为新经济的发展创造了条件，新产业、新业

态、新型商业模式正在不断出现。从三大产业的增速看，第二产业增速整体呈现下行趋势，服务业为主的第三产业快速增长，高技术行业的工业增加值增速显著高于平均值，新兴行业的固定资产投资增速也远超平均值。经济转型、新经济快速发展期间，行业间的发展差异进一步加大。新旧经济动能此消彼长、经济结构持续分化。以创业板为例，创业板企业最为集中的行业包括计算机通信行业、软件和信息技术服务业、专用设备行业、医药制造行业，这几大行业的企业数量总和占据了700多家创业板企业的一半左右。此外，从创业板企业数量的增长来看，橡胶和塑料、非金属矿制品、专业技术服务、汽车制造和商业服务业等行业的增长较为迅速。从创业板企业的盈利情况来看，净利润增速处于前列的行业包括电信广播电视卫星传输、电气机械及器材制造、零售业、仓储业、通用设备制造等，所提供的产品与服务来看，多数涉及互联网医疗、通信系统、融资租赁、电子元器件、塑料制品经销、燃气、余热发电、广告代理、网络游戏和专业咨询服务等，这些行业和产品服务大多属于高端制造、新兴服务业、消费升级等新经济涵盖的范畴。

当前新经济正在蓬勃发展，新经济能否带动经济增长进入新一轮扩张周期呢?我们对此持否定的观点，其原因在于，新经济虽然在产值与投资上保持着快速增长，但从新经济的规模来看，2017年新经济较为集中的行业产值约占国内生产总值比重的15%，2020年预计可以达到20%以上，短期内仍不能成为经济增长的主要动力，不足以带动经济新周期的出现。当前新旧经济动能正处于转换阶段，这是一个渐进的过程。2016年以来我国经济企稳的主要因素仍然是旧有的增长动能，贸易改善与地产投资显著回升对增长的拉升作用更大，新经济增长对国内生产总值增长的贡献度依然偏低。当前，我国仍处于经济新旧动能转换的格局之下，旧有经济动能托底增长特别是外部需求的相对稳定和供给侧改革深入推进成为未来我国经济中并行的两大主线。

图 13：近年来创业板市场各行业盈利情况（净利润收入增速）



资料来源：WIND，工行投行研究中心

表 1：我国服务业、新兴行业在经济中的占比远低于美国

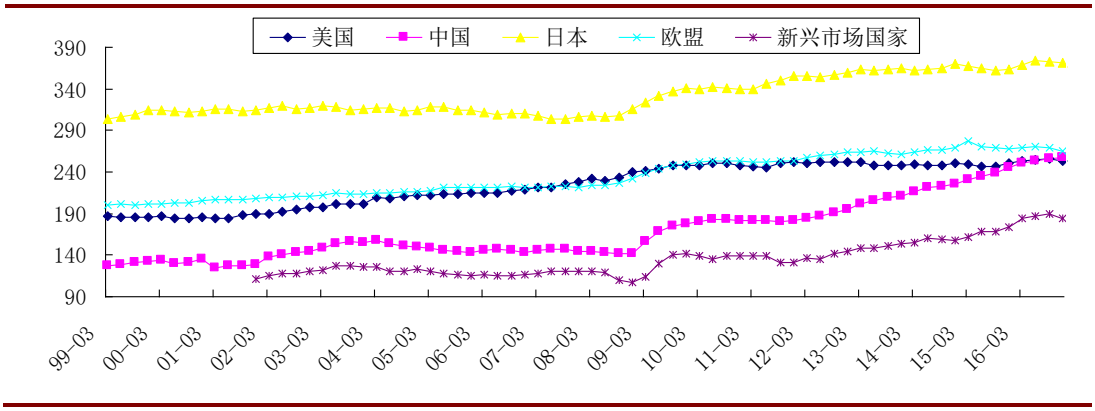
行业	中国	美国	中美产业比值
国内生产总值	104833	173931	0.60
第一产业	9497	2031	4.68
第二产业	45186	35372	1.28
第三产业	50149	136526	0.37
农林牧渔业	9794	2031	4.82
采矿业	3812	4827	0.79
制造业	31845	20994	1.52
电力、热力、燃气与水的生产与供应	2412	2831	0.85
建筑业	7306	6720	1.09
批发和零售业	10162	20515	0.50
交通运输、仓储和邮政业	4639	5101	0.91
住宿和餐饮业	1816	4867	0.37
信息传输、软件和信息技术服务业	2594	7931	0.33
金融业	7596	12511	0.61
房地产业	6186	20526	0.30
租赁和商务服务业	2486	12378	0.20
科学研究和技术服务业	1994	9760	0.20
水利、环境和公共设施管理业	565	432	1.31
居民服务、修理和其他服务业	1580	3811	0.41
教育	3444	1951	1.77
卫生和社会工作	2073	12231	0.17
文化、体育和娱乐业	659	1734	0.38
公共管理、社会保障和社会组织	3827	22772	0.17

（三）宏观杠杆率趋稳，债务周期远未结束

我国债务总体水平虽然可控，但增速过快，各部门债务存在显著的不平衡。2009年时非金融企业、政府部门债务杠杆率快速上升，居民部门债务较低，但2016年居民部门加杠杆开始加速。2016年下半年以来，随着防范金融风险逐渐成为政策重心，宏观杠杆率增速在2017年呈现出显著的放缓态势。从债务结构来看，长期以来，我国高负债率主要来自于政府部门的公共债务和非金融企业债务，近年来则是居民部门债务增长较快。横向比较，我国当前非金融部门总体杠杆率与美国相当，远高于新兴市场国家，其中非金融企业杠杆率明显高于全球其他经济体，是我国宏观杠杆率整体偏高的最主要因素。

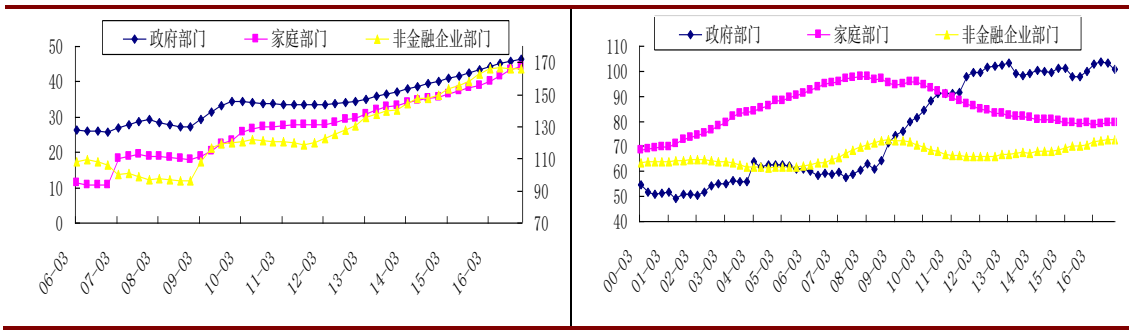
金融危机以来，我国宏观杠杆率持续上行，没有经历过完整的债务周期和市场出清。2009年以来，市场出清较为彻底、总体债务率下降最为明显的只有美国。特别是金融危机前高杠杆的金融部门、家庭部门，负债率有了显著下降。非金融企业债务也呈现出温和的下降，政府债务则有所上升。对比其他国家，无论是欧日还是新兴市场国家，总体债务率均处于上升态势。

图 14：各主要经济体的非金融部门债务情况



资料来源：BIS，工行投行研究中心

图 15：我国（左）与美国（右）各部门债务情况

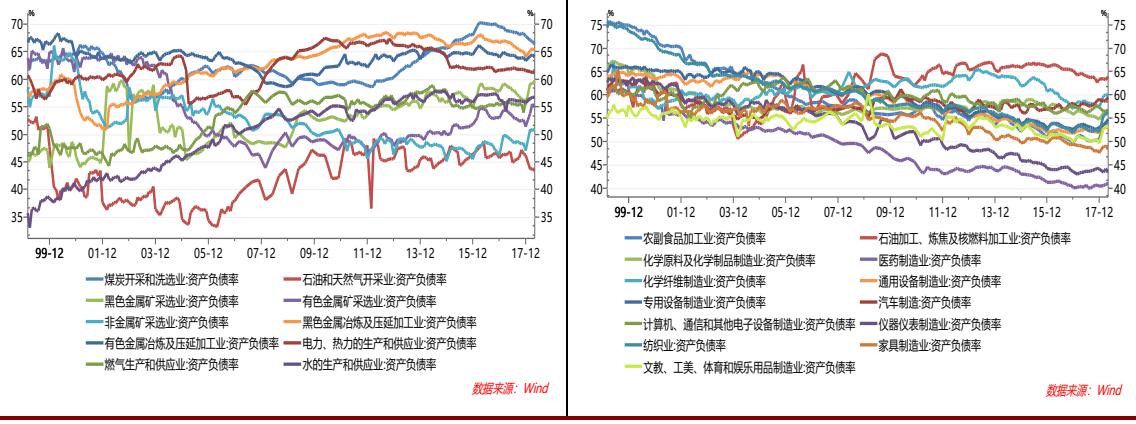


资料来源：BIS，工行投行研究中心

从微观的资产负债率来看，国有企业为主的行业一直高于民营企业为主的行业。2009年随着经济增速整体放缓，民营企业为主的行业资产负债率一直呈现较为明显下降趋势，可以看做是市场化的顺周期内生去杠杆过程，但国企为主的行业资产负债率的下降则不明显，国有、民营企业和各自主导行业的微观负债率出现了明显的背离，国有企业负债率逆经济周期显著上升。从企业的属性来看，民营企业负债率则顺周期下行。从行业的属性来看，高负债率行业也大都与国企占主导的行业重合。特别是在能源、钢铁、基础设施建设以及房地产行业，在2009年之后有了显著地跃升，显示出逆经济周期调控在行业层面的干预和影响。

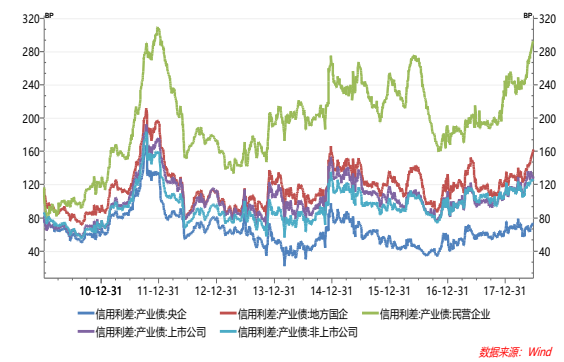
2016年去产能政策强力推进，上下游行业间利润出现明显分化，部分上游行业盈利出现大幅改善，这改善了以国有企业为主的相关行业的资产负债率。2017年以来，社会融资条件持续收紧，房地产、地方政府融资平台融资受到严格控制，限制了这些企业的负债扩张。另一方面，社会融资规模下降也导致民营企业违约开始增多，民营企业进一步去杠杆。

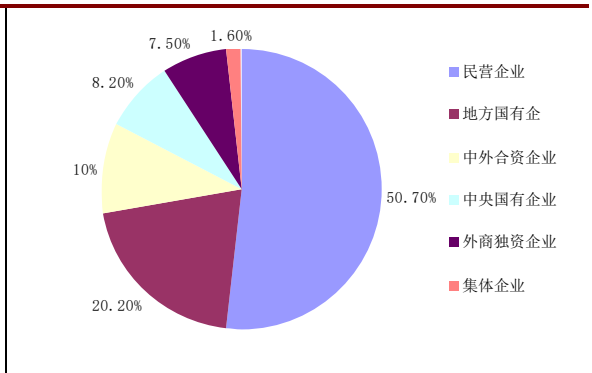
图 16：国企主导行业与民营经济活跃行业的资产负债情况



资料来源：Wind，工行投行研究中心

图 17：民营企业融资成本持续上行，债务违约占比增多





资料来源：Wind，工行投行研究中心

（三）通胀下半年有所反弹，总体上行压力不大

从CPI食品分项来看，以猪肉为代表的食品价格同比继续保持大幅下降是带动本月二季度以来CPI放缓的重要因素。5月猪肉价格同比增速为-16.7%，比上月-16.1%的同比降幅进一步扩大，其他CPI食品分项价格同比负增长的有食用油和鲜果，分别为-1%和-2.7%，降幅明显低于猪肉价格。除以上三项之外，其余食品分项价格均为正增长，其中鲜菜、蛋、奶价格同比涨幅较上月有所扩大。从CPI非食品分项来看，衣着、居住、生活服务、交通与通信、教育文化、医疗保健各项均保持同比正增长，其中，交通和通信价格增幅比上月扩大，医疗保健、文化娱乐价格同比增速小幅放缓。考虑到当前猪肉价格与同比增速均处于历史低位，猪肉价格未来会有所反弹，带动CPI回升，但从剔除食品和能源价格因素的核心CPI来看，5月核心CPI同比增速1.9%，比上月的2.0%有所下降，显示通胀上行的内生压力不大。

PPI方面，基数与环比增速转正推升PPI反弹。5月PPI同比增速4.1%，比上月的3.4%反弹0.7个百分点。PPI生产资料价格同比增速为7.4%，上月为4.4%，其中采掘业同比增速8.1%，原材料加工业为5.1%，加工工业为3.7%，均比上月有明显上升；PPI生活资料价格同比增速为0.3%，上月为0.1%，其中食品、衣着、一般日用品、耐用品消费同比增速分别为0.3、0.3%、1.1%和-0.7%。从环比来看，PPI环比增速转正，为0.4%，这可能与近期一些环保限产力度加大有关。从翘尾因素来看，5月为3.96%，生产资料和生活资料对PPI的同比拉动分别为4.07%和0.06%。基数效应回升将带动PPI同比增速在3-4%区间震荡。

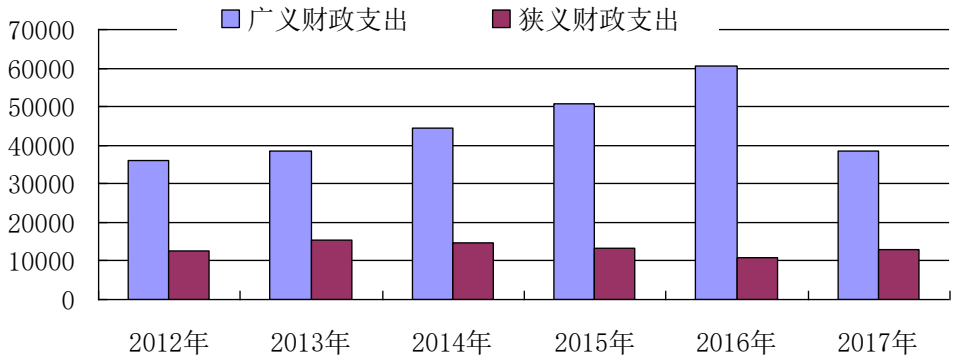
二、广义财政支今年不会出现反弹，货币政策取向有所微调

（一）从广义财政视角看政府支出

2018年我国财政赤字目标2.38万亿元，与去年规模持平，其中中央财政赤字目标1.55万亿，地方财政赤字目标8300亿。赤字率从去年预算的3%降至2.6%，下降0.4个百分点。相对于发达国家和新兴市场国家，我国财政赤字目标与实际数据一直比较稳定，其原因在于这其中仅考虑了政府公共财政预算赤字，但很多与政府相关、具有财政功能的支出没有计算在内，例如政府性基金支出、地方平台融资、用于棚改建设的抵押补充贷款PSL、铁道部债券发行、政策性银行发行的金融债、邮政储蓄银行认购政策性银行发行的专项建设债等，这些都可以看做是广义的财政支出，这远远超过狭义口径的一般公共财政支出，其波动性也更大，经济逆周期性也表现的更为明显。2016年广义财政收支差额粗略估算在6万亿左右，是近年以来的峰值，对应2016年下半年我国经济逐渐企稳。2017年广义财政收支差额大幅下降至4万亿左右，这与当时经济企稳背景下，我国宏观经济政策重心转向防风险、去杠杆具有一致性。对比2016与2017年的广义财政支出差额结构，可以看到，变化最明显的是：第一，专项建设债在2015年与2016年连续发行1.8万亿后，2017年没有新增发行；第二，以城投债为代表的地方平台融资在2017年出现了明显的收缩，这与2017年以来的严控地方债务限额、规范整顿地方通过政府购买服务、PPP、金融租赁等渠道变相融资有直接关系，当然城投债发行规模下降也与2017年当时金融监管下债券市场持续调整有关；第三，PSL在2016年的高点后投放力度出现回调。

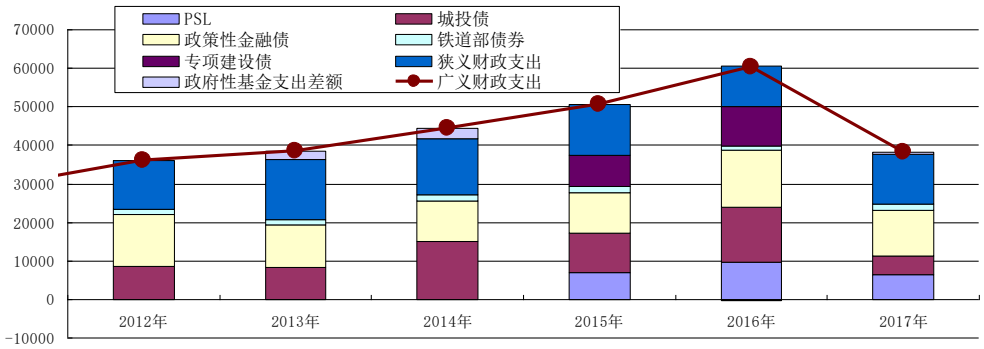
广义财政支出力度在今年不会出现反弹，主要是基于两点原因。一是宏观经济基本面虽然持续放缓，但整体仍处于可控区间，短期内不会重演2016上半年时的财政货币扩张力度；二是当前宏观经济政策总体上仍然是防控风险、控制宏观杠杆率为主要目标，地方平台融资不会出现松动。

图 18：广义财政与狭义财政支出差额的比较



资料来源：WIND，工行投行研究中心

图 19：广义财政支出差额的结构



资料来源：WIND，工行投行研究中心

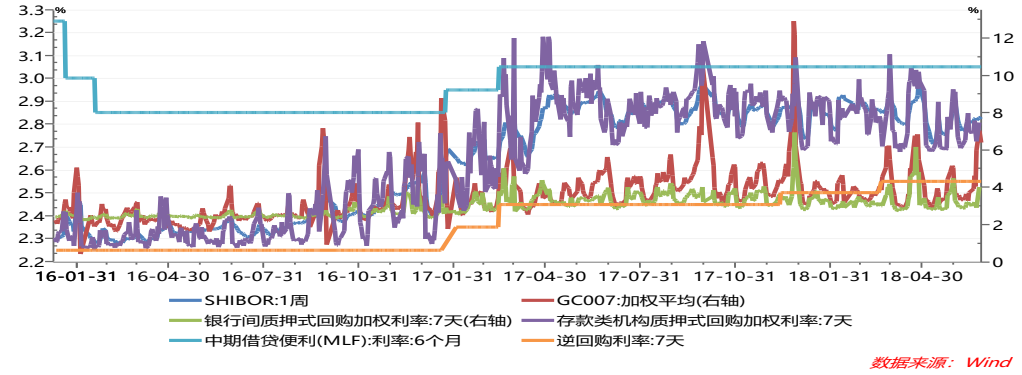
（二）货币政策取向有所调整，短期内紧信用仍会持续

我国货币金融条件边际收紧开始于2016年下半年，首先是作为总量型调控的货币政策逐渐回归稳健中性的状态，随后是以金融风险防范为导向的金融体系结构重塑与金融强监管周期到来，金融领域的去产能、供给侧改革拉开序幕。2017以来的一系列金融强监管政策从根本上改变了金融机构表内外资产负债扩张的模式，通过金融杠杆做大表内外资产、配置非标与债券等有价证券以增厚收益的盈利模式已经基本结束。货币金融条件的转换成为当前货币市场流动性结构分化、社会融资成本上行的主导因素。首先，中小银行、非银机构面临的流动性压力持续加大，但货币市场流动性分层没有影响央行货币政策调控，从利率走廊区间看，DR007、SHIBOR1W是央行公开市场操作关注的重要利率，表明了货币政策作为总量政策保持稳健中性、管好流动性总闸门的政策导向。其次，受到金融去杠杆的影响，影子银行规模下降，同业业务

扩张受到抑制，银行业表内外资产规模与结构调整明显。银行广义信贷增速在最近一年以来显著下行，银行对信贷以外的非标、债券等资产的配置需求明显降低，非标融资、信用债配置特别是低等级信用债的资金供给受到挤压。其中股权及其他投资增速已经低于信贷增速，部分商业银行开始出现缩表。从融资需求来看，2017年全年经济增速6.8%，社会融资规模增速11.3%，2018年经济增速虽然预计比去年有所下降，但受到国内消费、投资与外部需求的支撑，总需求将继续保持稳定。因此，国内融资需求仍会比较强劲，监管压力下资金供给端快速收缩对实体部门融资结构与融资成本抬升起到了主导作用，尤其是非标、债券方面的融资成本。融资成本上升、表外融资持续收缩，货币金融条件转换对实体经济的潜在作用和时滞影响。从经济基本面来看，2018年5月消费、投资均创出近年以来的新低，出口部门面临的不确定性增加，经济增长已呈现出放缓态势。

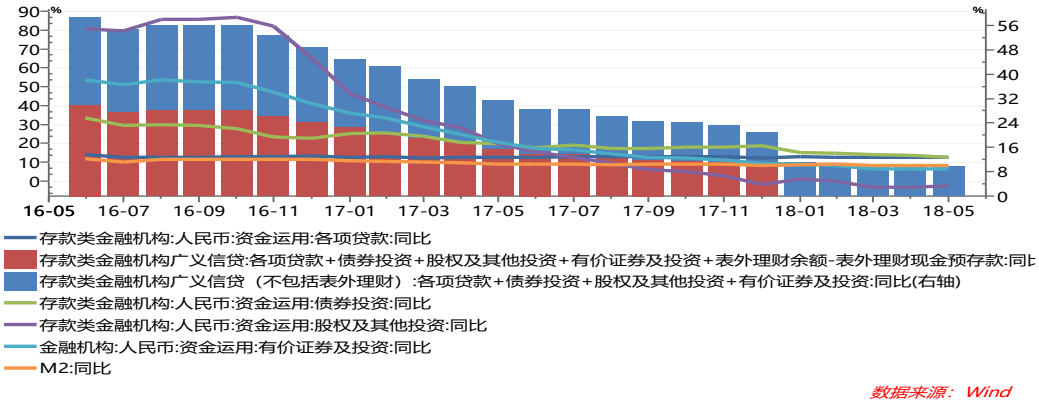
从以往经验来看，过度收紧货币无益于去杠杆，相反可能由于推升杠杆率或者导致债务风险暴露与债务危机的集中爆发。美国在金融危机后的实体、金融部门出清与去杠杆过程中，先后开展了三次量化宽松货币政策，保持了市场流动性与金融体系的稳定。货币政策是管总量的，控制杠杆是结构性的问题，去杠杆应该更多地依赖金融监管等结构性政策。低效率的僵尸企业、地方融资平台是去杠杆的主要对象。由于预算软约束的存在，单纯收缩货币金融条件，最先受到冲击的往往不是上述这些国有融资实体，而是在融资中处于竞争劣势的民营企业、小微企业。年初以来央行先后开展三次定向降准，货币政策出现了微调，这表明作为总量型的货币政策在去杠杆过程中应该提供一个相对稳健中性的货币条件。从长期来看，货币条件最终决定于经济走势。当前我国又存在宏观杠杆率偏高、债务风险积聚的问题。因此未来一段时期内，在经济放缓可以接受的范围内，央行将保持宽货币防范系统性债务风险爆发、紧信用收缩融资严控杠杆反弹的政策基调，短期内宽货币对社会融资成本改善的作用有限。

图 20：银行间总体流动性年初以来逐步改善



资料来源：WIND，工行投行研究中心

图 21：MPA 考核约束下的广义信贷增速



资料来源：WIND，工行投行研究中心

三、人民币汇率未来双向波动将更为显著

（一）美元指数主导人民币兑美元汇率中间价调整

811汇改以后，人民币兑美元汇率走势特点出现了较大调整。2015年末人民币汇率中间价形成机制公布以后，人民币中间价参考昨日收盘价+对一篮子货币汇率变化的形成机制被推广和认可。从人民币汇率中间价形成机制来看，当美元出现调整，非美元货币与人民币之间的汇率关系随着发生改变，人民币兑美元汇率就需要调整达到一个合意的隐含中间价来保持对一篮子货币相对稳定或者有限幅度的调整，因此人民币兑美元即期汇率和人民币对一篮子货币的汇率变化共同构成了人民币兑美元汇率中间价调整的两大要素。而如果考虑到修正市场预期、更

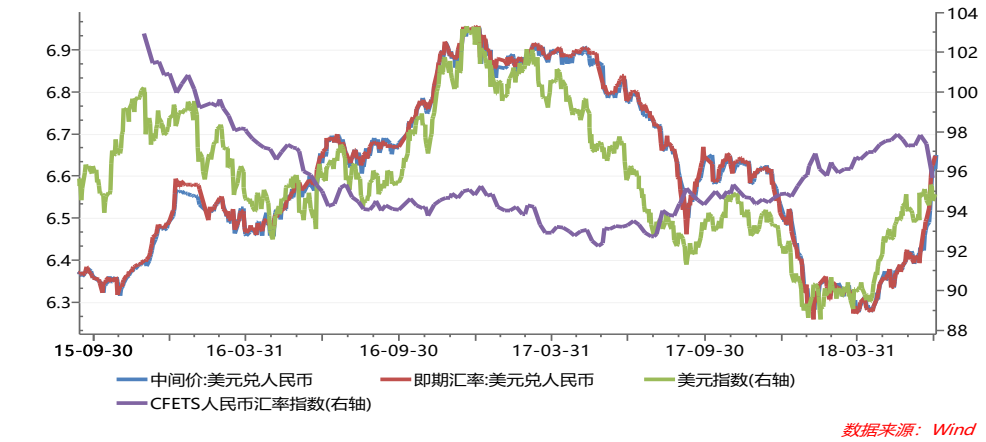
好反映经济基本面影响，则又引入了逆周期因子的调节。总的来看，美元走势无疑成为主导人民币兑美元汇率中间价调整的关键因素。

该机制下的人民币汇率中间价调整在不同时期仍然表现出差异化的特点，可以分为以下两个阶段：

第一阶段：人民币兑美元中间价贬多升少，对美元指数非对称调整。主要从2015年末人民币中间价形成机制公布至2017年5月中旬法国大选结束。这期间，美元走强时，人民币兑美元汇率中间价顺势贬值，保持人民币对CFETS一篮子货币的相对稳定；美元走弱时，人民币兑美元汇率中间价则没有表现出对称的升值，而是处于横盘的状态，保持对美元的相对稳定，由此人民币对CFETS一篮子货币走弱。

第二阶段：2017年5月以后，随着逆周期因子的引入，顺周期市场行为被剔除，人民币兑美元中间价不再贬多升少，在美元走弱时开始显著升值。2017年二季度以来美元指数的持续下行，人民币兑美元出现了以往没有过的大幅升值，这与2017年之前人民币兑美元贬多升少的特点相反，人民币在近期开启了对美元的强势升值，即便近期美元指数趋稳反弹、横盘震荡时，人民币对美元仍表现出持续升值。当然，近期美元再度走强，人民币兑美元汇率出现贬值也同样符合中间价形成机制的逻辑。

图 22：技术上美元走势决定人民币兑美元汇率中间价的调整



资料来源：WIND，工行投行研究中心

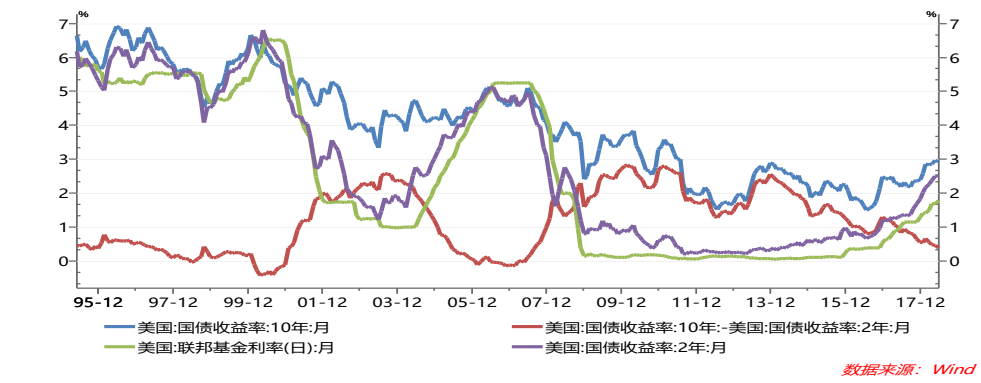
（二）美元、美债走势与中美货币政策的分化

近期，美元指数持续上行，同时美债期限利差持续下行。美元走强主要因素包括三个方面，一是美国自身经济基本面仍保持强劲态势，对欧盟、日本经济的相对优势扩大。美国就业市场进一步走强，支持薪资增长，通胀接近美联储2%的目标。二是欧美货币政策继续分化，美联储渐进加息，市场预期欧央行加息最早可能在明年二季度以后。三是地缘政治、贸易争端升级等因素进一步支持美元指数上升。从利率期限结构来看，历史上，美联储加息仅能决定短期利率走势，美国2年期国债利率与联邦基准利率加息路径基本一致，但美国10年期国债利率顶部与联邦基准利率加息周期中的最高点基本一致，这就使得美国利率期限利差呈现出不断收窄甚至倒挂现象。此外，美联储加息周期大都是伴随着美元的强势周期，格林斯潘认为美元走强带动外部流动性配置长期美元资产，压低了长期利率，直至长期利率在边际上不再有期限溢价空间。当前，美国无论在经济基本面还是货币收紧进程上，都领先其他主要经济体，这成为推动美元走强的基础因素。本轮美联储加息进程仍在进行，预计未来10年期国债收益率仍有上行空间，但短期利率上行幅度将更大，美国期限利差将会继续收窄。值得注意的是，未来有三个因素可能对当前美元、美债走势的逻辑构成挑战：首先是美国自身债务尤其是短期政府债务持续扩张与高利率条件是否具有可持续性；其次，如果期限利率倒挂至零或者负利率区间，意味着流动性长期资产配置的边际增量可能达到极限，这对金融市场稳定性形成压力；最后是贸易争端加剧对美国经济复苏进程的影响值得关注。

2018年以来，美国先后在3月和6月进行了两次加息，我国向后面向普惠金融、MLF到期置换和支持债转股与小微企业融资开展了三次降准。随着美国经济表现强劲，2018年以来美国加息进程持续。我国2016年经济企稳后，宏观政策更多侧重于对结构性的问题，这其中主要是对实体与金融部门的债务风险、高杠杆的治理。我国货币政策也转向从紧，公开市场操作等政策工具利率利率上调、期限拉长，MPA考核压缩广义信贷增速，资管新规等强化了影子银行监管，国内资金成本从2017年一季度开始持续震荡上行，市场流动性紧缩，DR007、SHIBOR等不断接近MLF+逆回购利率走廊上限，10年期国债基准利率在2017年末突破了4%的高点。在这一时

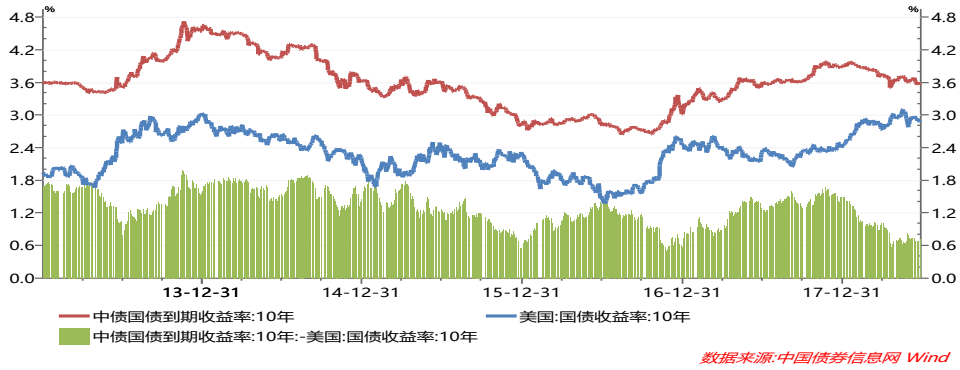
期，我国与美国货币货币政策总体来看是同向的，都处在收缩从紧的方向。从中美利差来看，在2017年四季度达到了811汇改以来的高点，平均高达160BP。进入2018年，美国加息持续，我国货币政策则出现了微调，先后开展了三次降准，分别是面向普惠金融、MLF到期置换和支持债转股与小微企业融资，此外扩大了MLF抵押品范围至AA级债券。年初以来，我国10年期国债收益率逐步下行，中美利差显著收窄，当前在60-70BP左右。中美货币政策正在从同向从紧逐渐分化，考虑到国内经济稳中有降，实体部门融资难融资贵问题仍然突出，未来国内货币边际上有继续趋向宽松的空间，中美货币政策走向分化的趋势将会持续。

图 23：美国加息进程、美国长短期国债利率与期限利差



资料来源：WIND，工行投行研究中心

图 24：2018 年初以来中美利差持续收窄

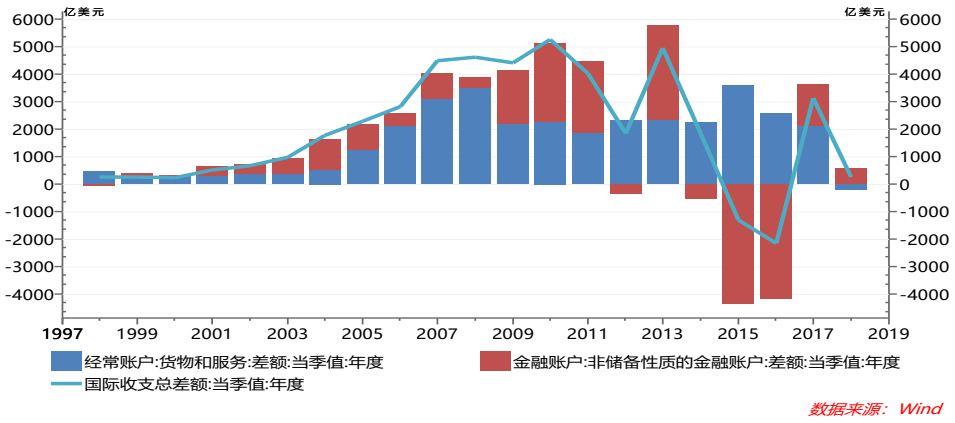


资料来源：WIND，工行投行研究中心

（三）经济基本面决定人民币均衡汇率长期趋势

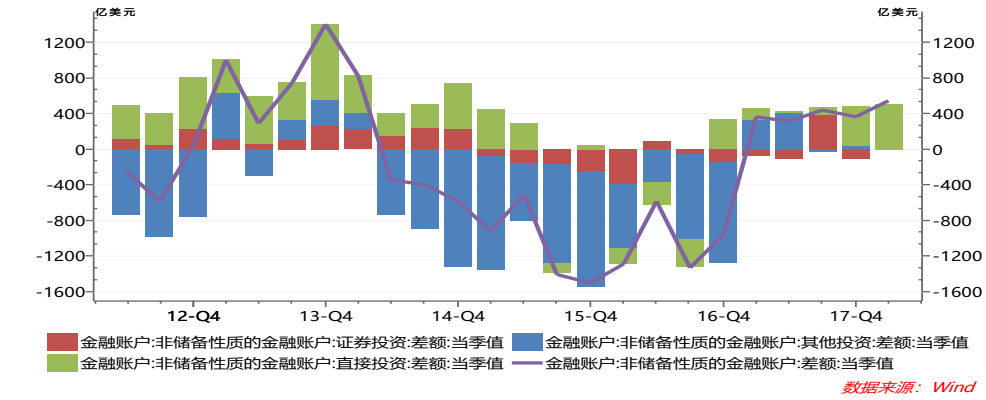
近期人民币对CFETS篮子指数出现大幅下降，人民币兑汇率调整幅度有所超调，这与贸易争端加剧、国内货币政策出现微调以及中美货币持续分化有很大关系。今年1-5月，我国货物贸易顺差不到千亿美元，同比下降近30%，1-3月我国服务贸易逆差735亿美元，一季度我国经常项目为逆差341亿美元，预计未来我国经常项目顺差将继续面临缩减。从货币政策来看，中美货币政策正呈现分化趋势。这些都成为触发人民币对一篮子货币汇率出现下调的因素。从技术上看，美元走势决定人民币兑美元汇率的调整，但人民币均衡汇率长期趋势则取决于国内经济基本面。当前，尽管我国经济增长出现一定的放缓，但增速仍处于稳定区间，金融风险防范、去杠杆正在持续推进，系统性金融风险爆发的可能性不大，我国经济基本面、对资本外流的有效管理和外汇储备规模能够支持人民币均衡汇率长期内保持稳定。

图 25：资本项目成为国际收支的最大波动因素



资料来源：WIND，工行投行研究中心

图 26：资本项目差额的主要结构



资料来源：WIND，工行投行研究中心

四、货币金融条件过快收紧与贸易争端加剧影响全球经济复苏

当前，两大因素可能对全球经济复苏进程构成影响，一是美联储加息过快导致全球货币金融条件持续收紧，一是贸易争端加剧给经济增长和全球金融市场稳定构成风险。相比较而言，前者对经济基本面的影响更大。

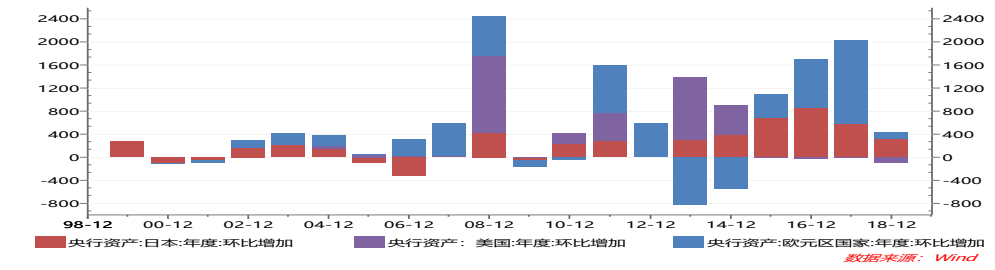
（一）货币金融条件收紧会最终影响到全球经济基本面

从经济基本面来看，当前主要经济体表现均处于金融危机以来的高点，同时全球货币金融条件正在持续收紧，这可能成为导致未来金融市场动荡进而经济复苏受阻的诱因。当前，主要经济体中美国首先在2015年末开启加息进程，预计2018年加息力度将超过以往；欧元区在2018年也开始了购债缩减，市场预期到明年欧央行可能开始加息。今年发达国家的平均利率会达到2008年以来的最高水平，预计可能上升0.4个百分点至1%，2018年是全球央行真正收紧货币政策的一年。值得关注的是，货币金融紧条件紧缩超预期正在成为全球面临的重要风险因素，其对未来全球经济的影响与后果可能没有得到充分地评估。事实上，2008年金融危机后的全球经济并没有真正走出复苏，超级宽松货币虽然短期内维护了金融系统的相对稳定，但造成的负面影响也显而易见，金融资产价格被大幅度提高，金融危机以来，美国标准普尔指数上涨近三倍，同期美国经济增长却只有三成；主要发达国家私人部门降杠杆的同时政府部门债务快速上升，政府债务均达到了上世纪70年代金融自由化以来的历史高点，政府部门债务的可持续性面

临挑战；收入分配差距不是收敛而是持续加大，从长期来看削弱了边际消费倾向和消费需求，这也是危机后全球经济只是呈现出弱复苏、低通胀的结构性原因。

中央银行线性收紧货币政策对金融市场的边际影响可能非线性的，在最初的收紧阶段不构成对经济的直接影响，但随着收紧力度持续增加与对经济影响的时滞效应逐渐展现，货币金融条件变化会最终影响到经济基本面。2008年以后史无前例的货币大宽松实现的经济金融运行稳定可能是“棘轮”式的，货币宽松能进不能退，即货币持续宽松可以延续经济金融稳定，一旦退出则可能通过多种渠道影响经济增长的可持续性：首先，货币收紧导致资产价格波动，资产价格带来重估压力进而影响金融稳定，资产价格的金融加速器效应则放大了金融部门动荡对经济增长的影响程度。其次，货币收紧又会加重私人部门和公共债务负担，增加债务风险、抑制私人部门加杠杆，最终传导至经济基本面。

图 27：全球主要央行资产规模扩张进程结束（单位：十亿美元）



资料来源：WIND，工行投行研究中心

（二）贸易争端给全球经济复苏带来不确定性

特朗普政府对外政治、经济和外交政策中，贸易武器正在越来越多的使用。如果说去年美国的贸易保护主义是“雷声大雨点小”，今年特朗普政府在贸易问题上可能会有一些“实质性的进展”。贸易问题已经不仅是美国在经济层面意图重振制造业的重要关注领域，美国开始借贸易问题实现政治、外交等层面的利益交换、地缘关系整合。特朗普政府重要组成人员轮番更替，不少新任者在贸易问题上持极端立场，整个团队的新保守主义色彩正在不断加深，这是值得关注和警惕的。

从博弈的角度看，贸易逆差国作为贸易争端的发起国，虽然会受到贸易顺差国的后续反制，但由于贸易关系上的不对等和贸易顺差国更倾向于维护当前贸易关系，因此反制力度一般不会强于逆差国，贸易保护与反制的力度是不对称的，这就会造成短期内贸易顺差国更容易受到贸易争端的影响。从历史上经验看，贸易争端都无益于全球经济复苏与增长。囚徒困境的思维、以邻为壑的政策最终会伤及全球经济复苏进程。2016年以来全球主要经济体走出增长低谷，外部贸易需求转好是重要的推动力量。欧美日等国的货物净出口贸易对经济增长的拉动作用均表现出明显的边际改善。贸易争端持续升级会对当前全球经济的复苏带来负面影响。

事实上，我国无意追求庞大的货物贸易顺差，但贸易不平衡的结构性因素在短期内又难以改变。值得注意的是，与我国货物贸易的巨大发展规模相比，服务贸易显然是个短板。美国是中国最大的货物贸易逆差来源国，中国却是美国最大的服务贸易逆差来源国。2016年我国服务贸易逆差约为2403亿美元，其中对美国逆差557亿美元。一直以来，我国服务贸易占外贸的比重较低，我国2017年货物贸易总额为4.1万亿美元，而服务贸易仅为4000亿-5000亿美元，同期美国服务贸易进出口总额大致为1.4万亿美元。我国服务贸易行业结构也存在扭曲，逆差长期存在，旅行（旅游和留学等）差额占服务贸易逆差的绝对比例，其次是知识产权使用费差额，随着金融业的对外开放，未来金融服务差额也可能转为逆差。因此，我国未来实现贸易结构优化、应对潜在的贸易争端，应当以提升服务贸易竞争力成为贸易转型升级的突破口。从我国经济增长更加注重高质量发展和我国服务业在经济中整体占比持续提高的趋势看，未来我国经济高质量发展不仅靠制造业，还包括服务业的跨越式发展。我国消费、制造业、流通业等基础设施服务体系的升级都与服务贸易有密切关系，我国未来贸易竞争力提升、摆脱服务贸易逆差需要服务业竞争力的加强。未来我国在贸易领域的发展方向应当是出口以货物、服务、技术、资本输出相结合，加强技术、标准、品牌、质量、服务为核心的综合竞争优势，以创新驱动贸易增长，营商环境逐步向制度规范和法治化国际化过度，我国在全球经济治理的地位也应由遵守、跟随国际经贸规则为主转向主动参与国际经贸规则制订。

编 号	名 称	作 者
IMI Report No.1812	经济增长持续放缓，宏观政策有所调整	王彬
IMI Report No.1811	IMI 宏观经济月度分析报告（第 15 期）	IMI
IMI Report No.1810	2018 人民币国际化报告（中文发布稿）	IMI
IMI Report No.1809	IMI 宏观经济月度分析报告（第 14 期）	IMI
IMI Report No.1808	IMI 宏观经济月度分析报告（第 13 期）	IMI
IMI Report No.1807	2018 年第二季度宏观经济运行预测	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1806	IMI 宏观经济月度分析报告（第 12 期）	IMI
IMI Report No.1805	2018 年第一季度宏观经济运行预测	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1804	IMI 宏观经济月度分析报告（第 11 期）	IMI
IMI Report No.1803	IMI 宏观经济月度分析报告（第 10 期）	IMI
IMI Report No.1802	IMI 宏观经济月度分析报告（第 9 期）	IMI
IMI Report No.1801	金融大监管强化银行特许价值	王剑
IMI Report No.1719	IMI 宏观经济月度分析报告（第 8 期）	IMI
IMI Report No.1718	扼守闸门：货币史诗 2007-2017	王剑
IMI Report No.1717	货币沉浮：2018 年银行业资产负债配置展望	王剑
IMI Report No.1716	《中国财富管理发展指数》报告	IMI
IMI Report No.1715	IMI 宏观经济月度分析报告（第 7 期）	IMI
IMI Report No.1714	天府金融指数报告（发布稿）	IMI
IMI Report No.1713	IMI 宏观经济月度分析报告（第 6 期）	IMI
IMI Report No.1712	IMI 宏观经济月度分析报告（第 5 期）	IMI
IMI Report No.1711	百舸争流——驰骋国际市场的中外资银行	《银行国际化系列报告》课题组
IMI Report No.1710	IMI 宏观经济月度分析报告（第 4 期）	IMI
IMI Report No.1709	IMI 宏观经济月度分析报告（第 3 期）	IMI
IMI Report No.1708	《人民币国际化报告 2017》发布稿	IMI
IMI Report No.1707	IMI 宏观经济月度分析报告（第 2 期）	IMI
IMI Report No.1706	IMI 宏观经济月度分析报告（第 1 期）	IMI
IMI Report No.1705	中国外汇储备适度规模测算报告	宋科、杨雅鑫
IMI Report No.1704	人民币国际化动态与展望	IMI

中国人民大学国际货币研究所
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872　电话：010-62516755　邮箱：imi@ruc.edu.cn