

No. 1819

研究报告

IMI

# IMI 宏观经济月度分析报告 (第十九期)

IMI



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆

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

國際貨幣基金

1937

## 目 录

<b>一、国内外经济金融形势研判 .....</b>	<b>- 1 -</b>
(一) 海外宏观.....	- 1 -
1. 全球主要经济体经济走势分析.....	- 1 -
2. 2019 年汇率波动逻辑拐点：上行定价→下行定价.....	- 2 -
(二) 国内宏观.....	- 4 -
1. 经济：工业增加值和固定资产投资增速均小幅回升	
2. 通胀：年内通胀可控，PPI 继续下行趋势.....	
3. 金融：社融、M2 不及预期.....	
(三) 商业银行.....	- 4 -
1. 银保监会披露银行业三季度经营数据.....	- 11 -
2. 2018 年 10 月货币金融数据分析.....	- 12 -
(四) 资本市场.....	- 14 -
1. 股市：受政策呵护有所反弹.....	- 14 -
2. 债市：在预期带动下快速走强.....	- 14 -
<b>二、宏观经济专题：国有经济与民营经济的共生发展 .....</b>	<b>- 17 -</b>
(一) 内容摘要.....	- 17 -
(二) 引言.....	- 17 -
(三) 国有经济与民营经济共生发展模式的理论分析.....	- 20 -
(四) 结论与政策启示.....	-21 -

**三、主要经济数据 ..... - 24 -**

**图表目录**

图 1 : 10 月份进出口增速同比增长高于预期 .....

图 2 : 非食品价格上涨成为 CPI 上行主因 .....

图 3 : M2 有所回落, M1 继续下行 .....

**表格目录**

表 1 : 10 月 M2 增量的结构 .....

表 2 : 经济数据一览 ..... - 24 -

## 一、国内外经济金融形势研判

### (一) 海外宏观<sup>1</sup>

#### 1. 全球主要经济体经济走势分析

IMF 在 10 月份的全球经济展望中预测 2018 年-2019 年全球经济增速为 3.7%，比 4 月份预计值低了 0.2 个百分点。经济增速下调反映了 2018 年初主要发达经济体的经济活动的抑制，四月至九月中旬实施或批准的贸易措施的负面影响，以及一些主要的新兴市场和发展经济体因趋紧的金融状况、地缘政治紧张及高额的石油进口导致的经济疲弱。根据 IMF 的测算美国提高进口关税（按照美国政府迄今为止所威胁的方式）和贸易伙伴采取报复性措施的组合，可能给全球经济造成重大损失。

2018 年第三季度，全球主要经济体经济增速有所放缓。美国经济增速放缓，美国经济增速由二季度的 4.2% 下滑至 3.5%，欧元区实际 GDP 增速滑落至 2013 年 6 月以来最低值 0.7%，日本滑落至 2014 年 6 月以来历史最低值-1.2%。

#### (1) 美国经济增长放缓 通胀符合预期

美国经济强劲增长：2018 年第三季度美国 GDP 增长速率为 3.5%，相较于 2018 年第二季度 4.2% 的增长率明显放缓。三季度美国经济放缓主要源于净出口的大幅下降，净出口对经济增速的贡献率为 -2.52%。

<sup>1</sup> 撰写人：IMI 研究员张瑜

从生产端看，美国 10 月制造业 PMI 持续下行，并不足以支撑美国经济持续保持较高的增速；**通胀符合预期**：10 月 CPI、核心 CPI 符合预期（10 月 CPI 同比 2.5%，预测同比 2.5%；核心 CPI 10 月同比 2.1%，预测同比 2.1%）。**失业率居于低位，非农人口变动高于预期**：10 月失业率为 3.7%，处于历史低位。10 月非农业就业人口变动达到 25 万，远高于市场预期的 20 万。美联储 9 月利率决议宣布加息 25 个基点，点阵图显示美联储预期中值仍显示 2019 年将加息 3 次。美国对经济预期乐观，认为劳动力市场走强，经济活动强劲，通胀符合预期。美联储重申进一步渐进加息符合经济扩张态势，经济前景的风险似乎“大致平衡”。

## **(2) 欧元区经济增速大幅下降，通胀有所回升**

**欧元区经济增速大幅下降**：三季度 GDP 增速环比折年率为 0.7%，远低于第二季度经济增速。全球贸易疲软以及贸易战或为欧洲经济放缓的主要原因。从生产端看，欧元区制造业 PMI 指数持续走低，10 月制造业 PMI 下跌至 52，服务业 PMI 下跌 1 个百分点至 53.70，不足以支撑欧元区经济增长。

**通胀回升**：10 月 HICP 为 2.2%，较上月上升 0.1%。核心 HICP 为 1.1%，较上月上涨了 0.2%。**失业率维持低位**：9 月失业率维持在 8.1% 的低位水平。

## **(3) 日本经济增速大幅回落，失业率下滑至新低**

**日本经济增速大幅回落**：2018 年第三季度日本 GDP 增速环比折年率为 -1.2%，较二季度下跌了 140%。从生产端来看，10 月日本制

制造业有所回升，上涨了 0.76%至 52.9。通胀回升：10 月 CPI 同比回升，上涨了 0.2%至 1.4%，核心 CPI 维持 1.0%。失业率下滑至新低：9 月失业率下滑至 2.4%，新的历史低点。

## 2. 2019 年汇率波动逻辑拐点：上行定价→下行定价

2018 年是基本面比好的逻辑，上行超预期是主宰汇率升值的基本因素。美强欧洲、新兴市场弱的经济格局下，美元一枝独秀（截止 11 月初，美元指数涨幅超过 5%），欧元、英镑、新兴市场纷纷贬值，尤其是经济基本面较差的国家，像阿根廷比索甚至出现了汇率危机（截止 11 月初，年初至今贬值幅度超过 90%）。2019 年是基本面比差的逻辑，市场普遍存在上行超预期即便发生也难持续的认知，汇率上行定价空间不足，汇率涨跌变为下行定价逻辑（经济数据不及预期触发汇率贬值）。

### （1）美元：难找支撑动能 静待定价中枢的下移

本轮美元反弹非反转：短期看，逐渐扁平化的利率曲线将抑制加息节奏，加息后半程对美元无法形成强支撑。由于美国经济（本轮复苏拐点渐近）、货币（加息进入下半程）、通胀（通胀温和）三轮动能不足，叠加欧元的修复动能，本轮美元短期反弹并非反转。美元阻力位明显：在拐点压制期里，如果没有特别好的消息很难对美元提升形成很强的提振，静待美元定价中枢下移。

## (2) 人民币：波动加大 6.5-7.3 区间震荡

2019 年人民币汇率将进入高波动区间，预计在 6.5-7.3 区间震荡，美元拐点时间和国内经济下行兑现时间顺序格外重要：2019 年上半年是我国经济的下行兑现期，人民币汇率有一定的压力。如果美元在上半年出现拐点，那么可以对冲人民币部分贬值压力；如果美元维持强势，那么不排除人民币有破 7 的可能（预计美元兑人民币可能会贬值至 7.3%）。下半年，我国经济或将趋于稳定，如果叠加美元拐点出现，那么人民币或有升值动能（预计美元兑人民币可能会升值至 6.5），反之人民币或走势平稳。

## (二) 国内宏观<sup>2</sup>

10 月份工业增加值和固定资产投资小幅回升，好于预期，主要靠基建和房地产的支撑，制造业投资增速受中上游行业投资增速较强及高新技术制造业投资支撑继续回升；10 月份社融规模环比、同比均大幅低于预期，企业中长期新增贷款规模依然不振；M2 同比增长 8.0%，未见起色，银行对于企业信贷的风险偏好未有显著提升。10 月份陆续出台的改善民企融资环境政策对实体经济的作用有待释放。未来经济增长放缓趋势下企业融资需求下降加之中小企业和民营企业融资环境恶化，贸易摩擦的不确定性使得企业投资意愿降低，导致企业融资偏弱，制造业投资增速承压，期待四季度更加积极的财政政策及宽信用政策的落地稳定经济。

---

<sup>2</sup>撰写人：IMI 研究员孙超

## 1. 经济：工业增加值和固定资产投资增速均小幅回升

### (1) 工业生产小幅回升但压力不减

10月工业增加值同比增长5.9%，较9月的5.8%小幅上行0.1个百分点，受出口以及基建投资回升利好，工业企业生产有所回升。分行业来看，高新科技类以及与基建相关的钢材类增速显著攀升，计算机、通信和其他电子设备制造业增长14.6%，专用设备制造业增长8.1%，有色金属冶炼和压延加工业增长8.7%，黑色金属冶炼和压延加工业增长10.1%。三大门类中采矿业增加值同比增长3.8%，较9月份提高1.6个百分点；制造业增长6.1%，增速提高0.4个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长6.8%，回落4.2个百分点。随着前期出口“抢跑”以及25%的关税即将落地，后续出口预期将大幅减少导致工业生产承压。

### (2) 基建投资增速回升，地产投资回落

1-10月固定资产投资同比增长5.7%，增速比1-9月份回升0.3个百分点，10月同比增长8.1%，增速为今年最高，主要受益于基建投资增速的回升。1-10月基建投资累计增速同比增长3.7%，较之前回升，主要在道路运输和生态环境等短板领域，其中道路运输业投资增长10.1%，增速提高1.2个百分点；水利管理业投资下降4.1%，降幅收窄0.6个百分点。制造业投资继续上行，1-10月累计同比增长9.1%，较1-9月增速上升0.4个百分点，仍是支撑固定资产投资增速的一项重要。而需要关注的是10月份房地产开发投资继续回落，1-10月份，房地产开发投资同比增长9.7%，较1-9月份回落0.2个百分

点，地产销售面积和销售额增速均下滑，房屋施工和新开工面积累计同比分别为5.2%、16.3%，地产商加速去库存，加速回款的迹象明显，同时拿地意愿降低。总体来看，年内地产投资仍有支撑，而在房地产调控难有放松迹象，贸易摩擦必然导致明年出口下降时，未来稳基建、促内需将成为政策主要目标。地方政府受限于债务压力，投资动力有限，因此未来需要中央政府加杠杆或积极的财政政策推动基建投资和消费增长。

### **(3) 消费小幅走弱，汽车和地产成为拖累**

10月当月社零名义同比增速为8.6%，较上月回落0.6个百分点。部分原因为10月中秋假日错月以及“双十一”电商节前消费延迟等，主要为汽车和地产消费疲弱拖累整体消费。其中房地产同比降幅高达17.3%，汽车同比降幅高达6.4%，已经第六个月连续下滑，汽车消费的持续低迷反映出居民消费能力的实质性下降。后期汽车地产消费将延续疲弱，社零面临下行压力。

### **(4) 进出口增速均高于预期**

按美元计价，中国10月出口同比增长15.6%，进口同比增长21.4%，进出口明显高于预期。贸易顺差340.1亿美元，前值316.9亿美元。从出口地区来看，10月我国对美国出口额同比增速为13.2%，较上月回落但仍保持高速增长，仍可能为在明年25%关税落地前的出口抢跑，贸易摩擦的扰动还不明显；10月我国对出口增速均小幅回落，但对印度、俄罗斯、巴西等主要新兴市场出口增速明显反弹，抵消了对美日欧等发达经济体出口增速的下滑，整体出口增速加快。进

口方面，基建发力托底以及环保限产力度放松，原材料需求增加，10月原油、铁矿砂、钢材、铜进口量同比增速分别为31.5%、11.2%、20%、28.2%，均有所上升。其中对欧日进口增速明显上升，主要为机电和高新技术产品，对美进口增速继续下降。随着明年年初关税上调及征税清单扩大，进出口压力较大，预期未来政府将出台相关政策应对。

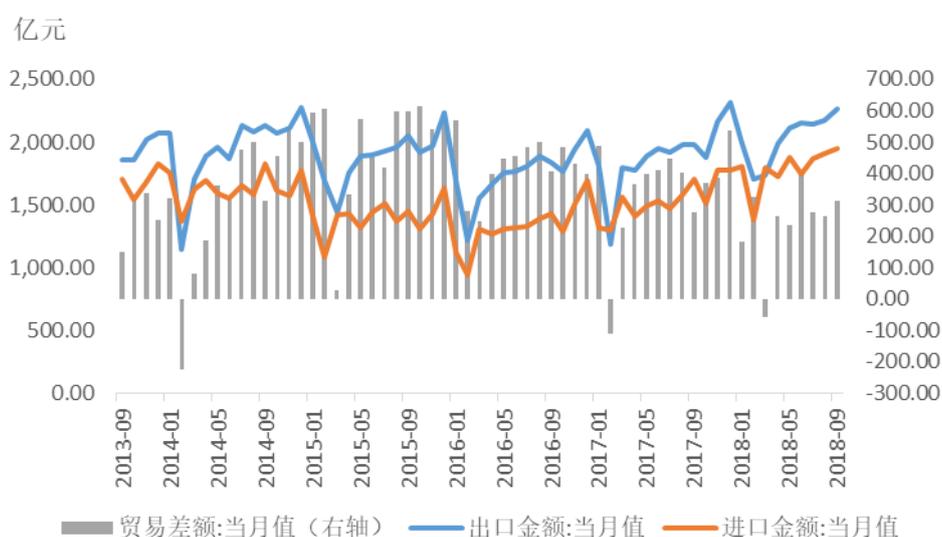


图 1：10 月份进出口增速同比增长高于预期

数据来源：Wind, IMI

## 2. 通胀：年内通胀可控，PPI 继续下行趋势

### (1) 非食品价格上涨，通胀小幅反弹

10月CPI同比增长2.5%，与上月持平。其中食品价格涨幅回落，非食品价格增速上涨0.2个百分点，为CPI上行主因。食品方面，前期极端天气导致蔬菜价格上涨因素消失，蔬菜供给增加，价格下滑；而猪疾病依然对猪肉价格形成扰动，10月份猪肉价格继续上行，上行幅度1.0%，11月份上海、北京等地陆续发现疫情，疫情控制难度加

大，非洲猪瘟将继续影响猪肉市场。非食品价格方面，受石油价格上涨影响，10月份燃料价格环比上行4.2%，同比上涨到达22%，当月带动CPI上行约0.05个百分点。10月衣着类价格受季节性因素影响，环比上升0.8%；交通通讯类价格环比上升0.6%，烟酒类价格环比上升1.1%。往后看，11月以来原油价格大幅下跌，后续预计石油价格上涨对CPI影响有限，猪肉价格将继续对食品价格形成扰动，食品价格仍将是决定CPI的主要因素。

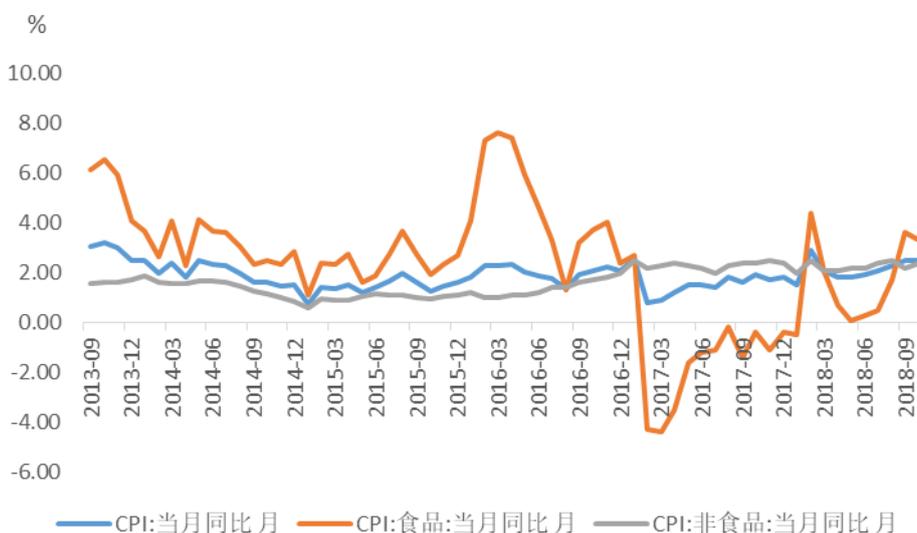


图 2：非食品价格上涨成为 CPI 上行主因

数据来源：Wind，IMI

## (2) 高基数效应下 PPI 继续下行

10月份PPI同比上涨3.3%，较上月回落0.3个百分点。PPI环比增长0.4%，主要是原油涨价影响。从分项来看，受原油价格同比上涨及铁矿石价格上涨拉动，10月采掘工业PPI同比增长12.4%，涨幅较上月扩大0.7个百分点；而受去年同期基数较高拖累，原材料工业和加工工业PPI同比涨幅均有所收窄。分行业看，石油煤炭等燃料加工

业、油气开采业、化学原料与化学制品制造业环比涨幅分别为3.1%、6.3%与0.9%，黑色金属矿采选业PPI同比上涨6.6%，主要是基建发力影响。而11月以来原油价格持续下降，大宗商品价格回落，工业品环比增速可能下降，结合PPI翘尾因素，预计11月份PPI同比增长将继续下行。

### 3. 金融：社融、M2 不及预期

#### (1) 居民短贷支撑，实体融资仍未改善

10月新增人民币贷款6970亿元，同比多增338亿元，环比少增6830亿元。分部门看，居民部门贷款增加5636亿，同比多增1135亿元，多增部分以短贷为支撑；非金融企业部门贷款新增1500亿元，增量均来自票据融资，中长期贷款同比少增937亿，表明一系列支持中小企业融资的政策还未见成效。随着“一二五”政策等支持民营企业融资政策的落地，预计未来企业贷款尤其是中长期贷款将有所增加，而居民部门中长期贷款受汽车消费下滑及房地产调控影响难有回升。

#### (2) 社融颓势不改，融资需求乏力

10月社会融资规模增量为7288亿元，同比减少4716亿元，环比大幅减少1.44万亿元，老口径下当月新增社融5200亿元左右，再创新低。社融增速大幅回落一是表外融资持续收缩，10月表外融资共减少2675亿元，其中信托规模大幅下降1273亿元，未来表外融资规模还将收缩，对社融形成较大压力；二是人民币贷款未见放量，仍以票据融资和居民短贷为主；三是8、9月份地方政府专项债发行

放量，10月份新增地方政府专项债仅为868亿元，较前两月大幅下降。而10月份地方政府专项债发行量极具下降，对企业债券融资挤占较小，企业债券融资较上月明显好转，达1381亿，其中仍以AA+及以上评级为主，低评级企业融资依旧难。10月以来政策利好优质的民营企业，而对资质较低的民营企业融资环境的改善还有待观察。

### (3) M2 有所回落，M1 继续下行

10月M2同比增长8%，增速环比下降0.3个百分点，同比下降0.9个百分点，超预期下滑主要受财政存款上升和外储下降影响。M1同比增长2.7%，增速环比下降1.3个百分点，同比下降10.3个百分点，创年内新低。10月存款总量新增3535亿元，同比少增7065亿元，环比少增5367亿元。10月是财政缴款月，财政存款增加5819亿但由于减税效应同比少增4700亿；居民存款减少3347亿元，反映了居民购房需求减弱。

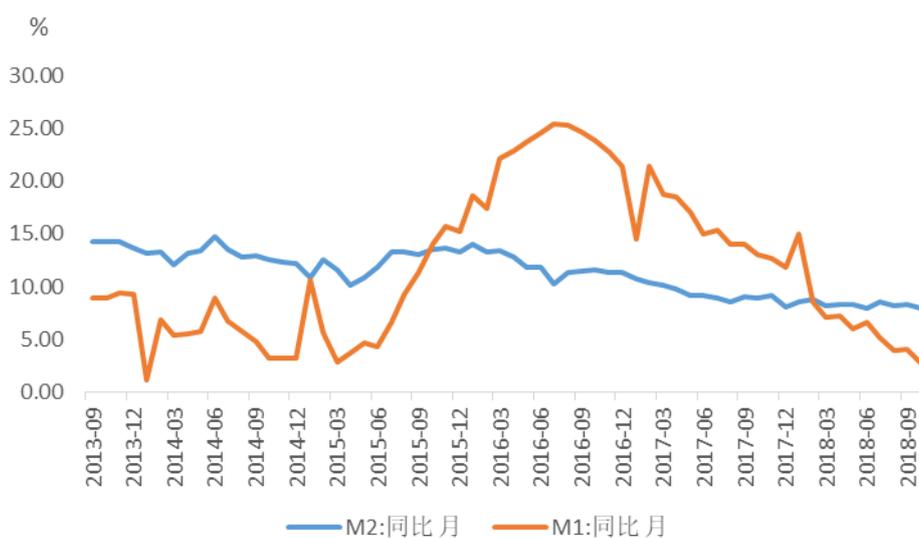


图 3：M2 有所回落，M1 继续下行

数据来源：Wind，IMI

10月社融数据表明贷款结构仍未改善，表内外融资双双下滑，M1和M2均再创新低，企业投融资意愿不强。10月以来陆续出台的改善民企融资环境政策效果还有待显现，同时可期待更大力度政策的落地。

### （三）商业银行<sup>3</sup>

#### 1. 银保监会披露银行业三季度经营数据

11月19日，银保监会披露银行业三季度监管数据。从数据上看，主要有以下几点：

##### 1. 行业整体净利润增速回升，大中型银行表现更好

银行业前三季度净利润 1.51 万亿元，同比增长 5.9%，增速环比上半年下降 0.5 个百分点。

其中，行业内部出现分化，大行、股份行净利润增长表现更好。根据披露的总资产和 ROA 倒算出的大行、股份行三季度单季净利润同比分别增长 4.4%、6.5%、3.6%，增速环比上半年分别下降 0.6、上升 1.7、下降 1.2 个百分点。其中大行净利润增速下降跟增厚拨备有关，股份行净利润增速上升显著主要受益于净息差同比大幅改善，这又是由于同业负债付息率下降；城商行净利润增速下滑主要受到资产增速大幅回落（同时净息差同比改善不明显）影响。

##### 2. 净息差表现平稳，符合预期

<sup>3</sup>撰写人：IMI 研究员王剑

7月份以来同业利率下降较快，股份行、城商行的负债成本压力大为缓解，对于三季度净息差表现显著利好。这一点与预期相符。

### 3. 资产质量大体平稳

三季末全行业不良贷款率 1.87%，环比上升 1bp；关注率 3.25%，环比下降 1bp；拨备覆盖率 181%，环比上升 2 个百分点。二季度数据受到农村金融机构逾期 90 天一次性计入不良影响有所扰动，但三季度数据相比二季度而言口径可比，显示出三季度行业整体资产质量整体保持稳定。

大行资产质量指标表现最好。从分类型银行的不良贷款率来看，大行环比下降 1bp 至 1.47%，股份行环比上升 1bp 至 1.70%，城商行环比上升 10bps 至 1.67%；农村金融机构环比下降 6bps 至 4.23%。从拨备覆盖率来看，大行环比上升 4 个百分点至 206%，股份行环比上升 2 个百分点至 190%，城商行环比下降 9 个百分点至 199%；农村金融机构环比上升 3 个百分点至 126%。整体来看，大行表现仍然是各类型银行中最好的，城商行压力较大，股份行和农村金融机构平稳。

## 2. 2018 年 10 月货币金融数据分析

2018 年 10 月末，基础货币余额为 29.82 万亿元，全月大幅减少 1.97 万亿元，主要的各方面都在回笼基础货币，当月实施的降准置换 MLF 影响较大。其中，央行对银行债权下降 7091 亿元，主要是 MLF 等被置换掉所致，此外也有些其他品种到期。然后，10 月缴纳税款，导致基础货币收缩约 6910 亿元。最后，其他因素还回笼了约 4800 亿

元，主要体现在央行“其他负债”中。历史上看，这一科目中主要是央行正回购，因此预计 10 月央行确实开展了逆回购操作，回笼过多的流动性。

10 月末的 M2 余额为 179.56 万亿元，剔除货币基金后的老口径为 176.69 万亿元，以下分析基于老口径。全月 M2 降幅为 5610 亿元。从来源结构上看，贷款贡献了 7238 亿元的 M2，债券贡献了 1255 亿元。此外，财政一般预算净收入 3696 亿元，回笼相应的 M2。此外，回笼 M2 的主力是非银、非标等其他渠道，高达 9600 多亿元。因此，可见，部分业务条线的去杠杆仍在推进，非标等余额继续下降。

表 1：10 月 M2 增量的结构

余额增量结构		来源增量结构	
M0	-1,148	外占	-801
单位活期	2,702	债券	1,255
单位定期	-9,011	贷款	7,238
个人	-3,429	财政	-3,696
非银	5,276	其他（非银、非标等）	-9,606
全月	-5,610	全月	-5,610

10 月信贷投放为 7238 亿元（不含投放非银），低于预期。个人贷款方面未发现异常，主要是对公短期贷款、中长期贷款较低。年底本身是信贷淡季，数字较低。但同时，虽然去杠杆政策已有所调整，但部分合理的监管政策仍在推行，尤其是部分规范地方政府融资的政策，还在调整中，因此对部分基建融资产生不利影响。目前政策当局对基

建项目仍然是支持的，但后续仍有待地方政府融资的一些规定的细化，才能使部分基建项目顺利实现融资。

## （四）资本市场<sup>4</sup>

### 1. 股市：受政策呵护有所反弹

11月第一周市场情绪低迷，交易量持续萎缩，大盘震荡下跌；随后大盘在前期政策呵护下持续反弹。

#### （1）中美关系牵动 A 股神经

美股下跌对 A 股的情绪影响已经明显减弱，如果中期美股牛转熊，全球资产配置角度利于 A 股。11 月前两周美股继续下跌，纳斯达克指数、标普 500、道琼斯指数分别跌 6.3%、5.3%、6.5%，A 股最近一周开始下跌，上证综指下跌 3.7%，美股下跌未将 A 股拉下水，市场真正担心的还是 11 月底 G20 峰会中习特会是否能有进展，未来中美关系会如何演绎。

#### （2）民企信用修复可期，社融下行将有所放缓

11 月各项支持民企等实体经济融资政策密集出台，着力于打通政策向实体企业的传导渠道，重点在于调节金融机构风险偏好。随着政策底逐渐夯实，逐步修复民企信用环境，社融下行将有所放缓。长期社融走向仍取决于宏观经济下行与货币政策逆向调控效果之间的有效对冲。此外，在房地产调控方向难以扭转背景下，M1 增速下行

---

<sup>4</sup> 撰写人：IMI 研究员芦哲

趋势预期难以改变，而随着政策支撑修复银行避险情绪，逐步打通政策边际宽松向实体企业的传导渠道，M2 或有所回升。

### **(3) 政策方面**

明确鼓励上市公司合法合规开展回购，提升公司管理风险能力。民企贷款设定“一二五”目标，短期有助于修复市场情绪，缓解信用风险。但长期仍需努力打破国企刚性兑付，切实减轻民营企业经营负担，增强民企融资能力。习主席在进口博览会上宣布：将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，科创板的推出是建设多层次资本市场的重要举措，有益于解决企业融资难、融资成本高的问题。11月16日，上交所与深交所发布实施退市新规，新增社会公众安全类重大违法强制退市情形。

## **2. 债市：在预期带动下快速走强**

### **(1) 11月以来债市走势偏强，预期先行带动债市行情加快**

近期债市的快速走强更多是由预期带动，在市场对于明年经济及债市走势形成一致之后，债市情绪对于短期基本面的节奏变化的敏感度有所弱化。具体来看，上周公布的各项数据表现不一，其中，社融数据仍然较差，新口径下社融增速继续走弱，但10月经济数据表现其实并不弱，边际好转且整体好于预期，基建也在社融走弱的情况下逆势反弹，对市场风险偏好有小幅提振，上周股市也呈整体反弹，整体上看，经济数据组合和节奏整体符合我们此前的预期。但由于近期

市场看多情绪较为一致，叠加市场担心踏空风险，11月以来债市走势偏强。

## **(2) 资金面方面**

今年5月以来，央行执行“不紧不松”货币政策取向。在外汇占款相对平稳的大背景下，公开市场操作以对冲财政存款为主。而11月通常财政存款负增长，所以从对冲的角度来看，11月下旬公开市场理应回笼。回顾今年11月至今，中下旬仅17日回笼，而且当天有1200亿国库现金招标，所以也不能算真正意义上的回笼。整体来看，11月央行公开市场操作相对较松。

## **(3) 政策方面**

预期先行下，近期债市走强较快，一定程度上包含了对未来融资、经济增速继续下行及未来政策继续放松的预期。周四，美联储主席鲍威尔发表讲话，提出1) 缩表目前进展顺利，但目前还不确定合适的结束时点；2) 当前经济状况非常满意，通胀处于目标范围，当前联储的目标是维持经济增长的同时保持低通胀；当前的挑战是进一步加息的幅度和步伐，美联储正努力避免加息太慢或太快，认真对待这两种风险，以便逐步提高利率；3) 美国的财政政策是不可持续的，当前美国经济非常强劲，推高美元。

## 二、宏观经济专题<sup>5</sup>： 国有经济与民营经济的共生发展

### （一）内容摘要

改革开放以来的发展实践表明，不同所有制之间原本显著区分的界限正在被密切的依存性质所打破，出现“你中有我，我中有你”的共生形态。文章试图将生物学中的共生理论引入国有经济与民营经济互动关系的研究中，借鉴两种群共生演化的理论模型，讨论寄生、偏利共生、互惠共生等三种共生模式的均衡解及其稳定条件。在此基础上，运用2000—2015年间中国30个省份的面板数据，建立了共生度的静态、动态面板模型，以判断国有与民营经济之间的共生发展模式。研究发现，中国的国有经济与民营经济存在着非对称性互惠的共生发展关系。进一步地，文章对国有经济与民营经济共生发展的机理进行了理论阐释，并由研究结论推演出三点政策启示。即坚持和完善基本经济制度不动摇、为多种所有制经济共同发展创造公平竞争环境不动摇和坚持做强做优做大国有企业不动摇。

### （二）引言

深入研究与拓展公有制为主体多种所有制经济共同发展理论，是深刻理解中国特色社会主义市场经济发展道路的重要基础，也是坚持和完善基本经济制度的重要基础。2013年11月中共十八届三中全会通过的《关于全面深化改革若干重大问题的决定》指出，“国有企业

---

<sup>5</sup>撰写人：安徽工业大学商学院、安徽工业大学创新驱动发展研究院教授洪功翔

总体上已经同市场经济相融合”，“公有制为主体、多种所有制经济共同发展的基本经济制度，是中国特色社会主义制度的重要支柱，也是社会主义市场经济体制的根基。公有制经济和非公有制经济都是社会主义市场经济的重要组成部分，都是中国经济社会发展的重要基础。必须毫不动摇巩固和发展公有制经济，坚持公有制主体地位，发挥国有经济主导作用，不断增强国有经济活力、控制力、影响力。必须毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展，激发非公有制经济活力和创造力”。党的十九大报告进一步强调坚持“两个毫不动摇”。《决定》和党的十九大报告明确、清晰地界定了公有制经济与非公有制经济之间的共同发展关系。新中国建立以来的社会经济发展也为这一命题提供了很好的佐证。从国内发展来看，旧中国实行的是多种私有制经济，但发展缓慢，并直接导致中国长期积贫积弱。因为经济发展落后，旧中国频遭列强侵略。从国际情况来看，许多经济落后的原殖民地国家在独立后纷纷走上了资本主义道路，而中国却由半殖民地半封建社会的落后国家走上了社会主义道路。中国以公有制为基础或为主体的经济发展，大大超过了前一类国家，也超过了一切实行私有制的发展中国家。特别是我国改革开放以来的高速发展，超过了从古至今一切实行私有制的国家和社会。<sup>6</sup>

然而，在新古典经济学框架内，公有制为主体多种所有制经济共同发展这一命题并不成立。他们认为，只有私营部门才是市场经济的

---

6 卫兴华：《发展和完善中国特色社会主义必须搞好国有企业》，《毛泽东邓小平理论研究》2015年第3期。

基础,公有制经济与市场经济是矛盾的。受此影响,中国有一些学者,照搬西方国家市场经济理论,对中国国有经济与民营经济之间互为补充、互为促进的关系熟视无睹,对中国多种所有制经济共同发展所取得的成绩视而不见,固执地坚持认为中国的公有制与市场经济是矛盾的、不相融的。其政策主张是,要建立和发展市场经济,完善市场体系,就必须推动国有企业的民营化改革,推动国退民进、国有经济退出竞争性领域。如果按照此种思路深化经济体制改革,则必将陷入全面私有化陷阱。为避免改革被带到邪路上去,犯颠覆性错误,我们需要加大对公有制为主体多种所有制经济共同发展基本经济制度的研究与宣传力度。

本文的主要贡献与创新之处有以下几点:第一,考虑到市场竞争有类似于自然界相互依存、优胜劣汰的生存机制的一面,我们将国有经济和民营经济视为两个生态种群,以生物学领域的共生理论为理论基础,应用该理论的理念范畴和分析方法,分析国有企业与民营企业之间的关系。第二,讨论了不同共生模式在 **logistics** 共生模型下的均衡解及其稳定性条件,提出相关假设,并实证验证了国有与民营经济之间的共生发展关系。第三,基于稳健性的考虑,在研究时使用了两组指标,同时分别建立了分时段、不含控制变量与含控制变量、静态与动态面板数据模型,论证了回归结果具有稳健性。第四,本文对国有经济与民营经济共生发展的机理进行了理论阐释。很多文章,只是通过实证研究证明了某种因果关系或相关关系,但未从理论上揭示其机理,而本文做到了。

### （三）国有经济与民营经济共生发展模式的理论分析

共生体系由共生单元、共生环境、共生模式三要素组成。共生单元是构成共生体或共生关系的基本能量生产和交换单位。国有与民营企业作为共生系统中的共生单元参与竞合过程。而共生单元之间只有具备某种内在的联系才可能构成共生关系。其中，质参量则可以描述共生单元的内在性质。因此，确立和判别共生关系的核心就在于识别和掌握共生单元的质参量之间的关系，本文用共生度及共生系数表示，具体见第四部分。共生环境是指除共生单元以外的一切影响因素的总和。共生模式是各共生单元之间的相互作用关系，也称共生关系。根据行为方式不同可分为寄生、偏利共生和互惠共生。其中互惠共生又分为非对称性互惠共生和对称性互惠共生，是共生的主要行为形态。生物学中考察共生系统状态变化的关键在于考察种群之间共生模式（关系）的变化。

国有与民营经济因为具有很多与生物相似的特性，因此如果把它们看成是两个种群的话，那么种群共生演化的理论模型同样可以运用到对国有与民营经济共生关系的分析中，这一点也得到部分学者如李帮喜等人的认同。本文讨论了不同共生模式下的 **Logistic growth** 模型的均衡解及其稳定性条件，这种对共生理论模型的深入探讨有利于帮助我们梳理不同共生模型下的内在特征。在此基础上，文章提出一个可检验的假设（ $H_2$ ）：国有与民营经济是存在共生关系的，并且很可能是非对称性互惠的共生模式。因此，该部分对于后文具体实证判断

国有与民营经济之间的共生关系具有重要理论支持作用，对于第六部分提出相关政策建议具有重要的启示意义。

#### （四）结论与政策启示

本文将生物学中的共生理论引入国有经济与非国有经济的互动关系研究中，并借鉴 Logistic 模型分析了寄生、偏利共生、互惠共生等三种共生模式均衡解及其稳定条件。通过多种共生关系下的稳定性分析发现，在互惠共生的情形下，共生伙伴都能够实现  $1 + 1 > 2$  的效应，且对称性互惠共生系统是最和谐稳定的，也是各共生状态未来发展的趋势。共生系统的均衡规模水平只与外生的资源供给及共生单元之间的相互影响系数相关，而与共生单元固有的成长率无关。结合现有研究，文章提出可检验的假设：国有经济不会“挤压”民营经济发展空间，也不会“拖累”民营经济的增长，并且国有经济与民营经济之间存在着非对称性互惠共生关系的假设。为验证上述假设，文章建立了测算共生关系指标——共生度的静态、动态面板模型，用以判断中国国有经济与民营经济之间的共生模式。实证研究结果表明，2000-2015 年间中国国有与民营企业正处于非对称性互惠共生发展状态。从全国层面和东部、中部、西部层面来看，其结论都是一致的，前述假设成立。

上述研究结论，与实际情况非常吻合。正是得益于公有制为主体多种所有制的共同发展，我们用几十年时间完成了其他国家几百年走过的发展历程。我们看到，改革开放 40 年来，按照可比价格计算，中国国内生产总值年均增长约 9.5%，以美元计算，中国对外贸易额

年均增长 14.5%，已经成为世界第二大经济体、第一大工业国、第一大货物贸易国、第一大外汇储备国。中国人民生活从短缺走向充裕、从贫困走向小康。<sup>7</sup>进一步思考我们发现，“两条腿”比一条腿走得快、走得稳、走得协调，在于国有企业与民营企业因市场规模效应、优势互补效应、相互竞争效应、分工合作效应、要素流动等效应形成了相互促进、共同发展的繁荣局面。

本文的实证研究结果带给我们的政策启示有三个方面。一是坚持和完善基本经济制度不动摇。在国有经济与民营经济的共生系统中，作为两大共生单元的国有经济与民营经济，既有竞争又有合作，如同自然界中的多物种一样，二者之间并非此消彼长，而是相互促进共同发展的关系。在这样的共生关系下，共生系统的均衡与共生单元固有的成长率是无关的，过于看重单一经济类型在经济中的比重，并不能带动整个经济腾飞。因此，“必须毫不动摇巩固和发展公有制经济，坚持公有制主体地位，发挥国有经济主导作用，不断增强国有经济活力、控制力、影响力。必须毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展，激发非公有制经济活力和创造力”。二是为多种所有制经济共同发展创造公平竞争环境不动摇。自然界的生生不息来源其适者生存的淘汰机制，公平的竞争环境是优胜劣汰机制发挥作用的前提。为多种所有制经济创造公平竞争的共生环境，可以使共生体和环境之间的相互作用在更加高效的物质、信息、能量交流中得以实现。我们既要解决民营经济发展中的“玻璃门”、“弹簧门”、“旋转门”问题，又要

---

<sup>7</sup> 习近平：《开放共创繁荣 创新引领未来》，《人民日报》，2018年4月11日。

解决国有经济发展中的负担过重、不公平竞争问题。三是坚持做强做优做大国有企业不动摇。国有企业在国民经济中具有骨干和支柱作用，无论是壮大国家综合实力、保障人民共同利益、巩固基本经济制度，还是带动非公有制经济发展，都需要坚持做强做优做大国有企业不动摇。特别是在大力发展非公有制经济和各级政府很少再创办国有企业的背景下，做强做优做大国有企业尤为必要。

### 三、主要经济数据<sup>8</sup>

表 1：经济数据一览

指标名称	类别	18-Apr	18-May	18-Jun	18-Jul	18-Aug	18-Spt	18-Oct
CPI	同比	1.8	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5	2.5
PPI	同比	3.4	4.1	4.7	4.6	4.1	3.6	3.3
制造业 PMI	同比	51.4	51.9	51.5	51.2	51.3	50.8	50.2
工业增加值	累计增长	6.9	6.9	6.7	6.6	6.5	6.4	6.4
规模以上工业企业利润总额	累计同比	15	16.5	17.2	17.1	17.2	14.7	13.6
固定资产投资完成额	累计同比	7.0	6.1	6.0	5.5	5.3	5.4	5.7
社会消费品零售总额	同比	9.7	9.5	9.4	9.3	9.3	9.2	8.6
进出口总值	当期值 同比	16.6	18.5	12.5	18.8	14.3	14.4	18.2
M2	同比	8.3	8.3	8.0	8.5	8.2	8.3	8.0
社会融资规模	存量 (百亿元)	18141	18214	18327	18745	18880	19730	19789
金融机构新增人民币贷款	当月值 (亿元)	11000	11500	12915	14500	13038	13800	6970

<sup>8</sup>撰写人：IMI 助理研究员孟源祎

## 免责声明

本文件由中国人民大学国际货币研究所(以下简称“IMI”)制作, 仅供派发予特定收件人, 不得作为业务招揽或相关商业活动之用。本文件的版权为IMI所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

本文件中的信息均来源于我们认为可靠的公开资料, 但 IMI 对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文件中的信息、意见等均仅供收件人参考之用, 而不应视为出售要约、订购招揽或向浏览人士提出任何投资建议或服务。该等信息、意见并未考虑到获取任何人的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对依据或者使用本文件所造成的一切后果, IMI 及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

## 《IMI 宏观经济月度分析报告》简介

《IMI 宏观研究月报》是中国人民大学国际货币研究所(IMI)推出的系列性月度分析报告。与现有宏观研究报告不同, 本报告更加侧重宏观分析的学术性。报告包括宏观分析、专题分析和数据汇览三大板块。其中, 宏观分析板块包括海外宏观经济金融形势研判、国内宏观经济金融形势分析、商业银行经营情况和金融市场分析等四个部分。专题分析是本报告的特色, 主要针对一些具有重大现实意义的经济金融问题进行深入的理论分析, 提高了本报告的学术内涵。本报告由 IMI 研究员倾力打造, 由各位资深学术委员倾情指导, 是 IMI 的主要学术产品之一。

编号	名称	作者
IMI Report No.1819	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 19 期)	IMI
IMI Report No.1818	政策“暖风”不断——中国大类资产观察	孙超、徐翔
IMI Report No.1817	“滞胀”或仅表象——中国大类资产观察	孙超、徐翔
IMI Report No.1816	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 18 期)	IMI
IMI Report No.1815	2018 年第三季度宏观经济运行预测	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1814	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 16 期)	IMI
IMI Report No.1813	人民币国际化战略与未来展望	IMI
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



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