

2017年一季度中国经济形势分析

——徐洪才在第九十四期“经济每月谈”的演讲

首先，对当前中国经济形势做一总体判断。我认为，一季度经济运行延续了去年年中出现的“稳中有进、稳中向好”趋势，市场预期持续改善，微观活力继续增强，市场用工需求回暖，就业相对稳定，产业结构持续优化，外需整体改善。特别是规模工业企业利润和财政收入增长较快，经济增长的质量和效益提升。还有一些相关实物指标和先行指标也出现回升向好趋势，比如社会用电量同比增长6.9%，铁路货物运输增长15.3%，3月份中国制造业PMI为51.8%，出现了连续6个月的持续保持在51%以上等。这些都印证了当前中国经济确确实实回升向好。

去年四季度GDP增长6.8%的时候，我们还有点怀疑，当时很多人担心经济“L型”拐点可能还没有到，经济什么时候能触底？大家认识还有分歧。实际上，拐点已经悄然来临，一季度出现超预期的6.9%的GDP增速，是不是意味着短期内经济反弹周期已经来临了呢？我感觉已经来临，但是反弹高度有多高，持续时间有多长，是值得关注的。我的观点，可能一季度即最高点，不可能再往上冲了，时间也很短暂。一季度GDP超预期增长，有外部需求拉动原因，有库存周期原因，也有供给侧结构性改革原因，这些都是短期因素，从中长期看，经济可能还要往下走。

首先，中国经济增长稳中有升。一季度经济同比增长6.9%，但是环比增长只有1.3%，去年四个季度GDP同比增长分别为6.7%、6.7%、6.7%、6.8%，但二季度环比增长为1.9%，三季度1.8%，四季度1.7%，今年一季度是1.3%，显然环比增长在往下走，缺乏强劲上涨动力，这是一个判断。从一产、二产、三产增长速度来看，一季度三产增长7.7%，但是相对去年四季度增长8.3%，三产增速是下降的；第二产业速度有点上升，这与制造业、房地产以及工业企业经济效益改善相一致。但是第三产业对经济增长贡献率上升，拉动经济增长4.3%，去年

四季度是 3.9%，也就是说第三产业本身增长速度下降，但它对经济增长贡献上升，这是否意味着第三产业结构优化和经济增长质量在上升呢？这还有待观察。一季度，一二三产业对经济增长贡献分别是 2.4%、34.9% 和 62.7%，特别是第三产业，去年一到四季度是 58.4%，今年一季度是 62.7%，增加了 4.3 个百分点，三产贡献率明显上升，但可持续性有待观察。根据国际经验，靠三产拉动经济增长的国家，经济增速都不会太高。另外，一季度消费对经济增长贡献是 77.2%，去年是 64.2%，消费对经济增长贡献也在上升，一季度上升幅度还很大，能否持续也有待观察。

从微观层面上看，3 月份中国制造业 PMI 是 51.8%，已连续半年时间超过 51%，非制造业商务活动指数为 55.1%，也创下了历史新高。2 月份当月克强指数为 20.54%，这个数据相当高，去年底是 11.97%，前年底只有 1%。实际上，从 2016 年初到现在共五个季度，克强指数连续快速上升，包括工业用电量、铁路货物运输量，还有长期信贷资金增长，反映工业生产增长动力很足。从工业企业财务指标也能看到，1 到 2 月份收入和利润增长都是相当可观的，主营业务收入增长 13.7%，利润同比增长 31.5%，特别是国有控股企业增长非常惊人，利润几乎增长 100%，下游制造业利润增长 26.7%。但是，电力、热力、燃气、水生产、供应业等中游行业，由于原材料上涨，利润下降 33.5%。现在很多煤电企业情况比较糟糕，有很大的经营压力，这与成本上升有关系，与价格体系没有理顺有很大关系。一季度工业增加值增长非常明显，1 到 3 月累计同比增长 6.8%，但去年是 6.0%，一个季度上升了 0.8 个百分点。在这方面，涨价因素对六大行业利润增长有很大贡献，与历史基数低也有关系。

其次，居民消费价格相对稳定，工业生产价格冲高回落。一季度 CPI 波动较大，一月份 2.55%，二月份 0.8%，三月份 0.9%，但是核心 CPI 相对稳定。一月份核心 CPI 是 2.2%，二月份 1.8%，三月份 2.0%。而一月份 PPI 同比增长 6.9%，二月份 7.8%，三月份 7.6%，也印证了前期预期二月份是高点，后面将逐渐回落。

主要是基数原因，去年 CPI 一路回升，但是近期看，全球大宗商品价格横盘整理，未来也将保持这一趋势。从环比数据来看，一月份 PPI 上涨 0.8%，二月份 0.6%，三月份 0.3%，说明 PPI 短期增长平稳。再看一下几个代表性数据，截至 4 月 7 日，中国煤炭价格指数是 157.8%，去年底是 157.7%，基本保持稳定。英国北海布伦特原油现货价格为 51.46 美元/桶，去年底是 53.59 美元/桶，也是保持微弱增长，当然今年 2 月份有一个较强劲反弹，近期出现回落。4 月 7 日，螺纹钢为 3566 元/吨，去年底的时候是 3206 元/吨。总体上看，能源和基础工业原材料价格短期里是相对稳定的。这就决定了未来 PPI 同比数据肯定会一路向下回落。

第三，就业形势较为稳定。一季度，城镇新增就业 334 万人，比去年同期多增了 16 万人。从调查失业率来看，3 月末，全国城镇调查失业率和大城市城镇调查失业率比 2 月末都有回落，特别是大城市城镇调查失业率低于 5%。

第四，国际收支平衡有所改善。最近两年，资本与金融账户出现大量资本流出，今年一月份以后得到了缓解。从近期看，经常账户顺差减少，资本账户逆差也在减少，国际收支平衡得到改善。去年一到四季度，经常账户顺差总体是减少的，到四季度是 118.1 亿美元，资本与金融账户四季度甚至出现几百亿美元的资本流入。经常账户顺差占 GDP 比重比较好，出现明显回落。去年三季度为 2.44%，四季度只有 0.38%，接近平衡状态。资本账户逆差占 GDP 比重也在减少，去年三季度最高，为 4.62%，四季度为 3.34%。总体来看，国际收支平衡是改善的，因此，近期汇率也保持了稳定。从银行结售汇情况来看，虽然结汇和售汇规模总体扩大，但是差额部分减少。今年 2 月份，银行结售汇差额是 100 亿美元，相比去年 12 月份是 463 亿美元，说明年初以来汇率预期管理和资本流出监管政策行之有效。与此相关的，还有外债水平。最近两年，人民币兑美元贬值，从负债角度看，一些企业主动减少负债，因此外债余额下降。去年底，中国外债余额 1.42 万亿美元，其中短期外债 0.87 万亿美元，短债占全部外债 61.3%，相对于我们

1.8 万亿美元对外净资产（资产 6.47 万亿元、负债 4.67 万亿美元），再加上外汇储备 3.01 万亿美元，我国短期外债风险是可控的。

第五，投资增长速度有所回升，结构有所优化。去年固定资产投资增长只有 8.1%，当时大家感觉压力很大，但是今年一季度投资增长了 9.2%，其中中国有及国有控股单位增长 13.6%，民间投资增长 7.7%，这是最亮眼的地方。去年底同期民间投资增长 3.17%，8 月份是最低点，只有 2.2%，说明去年下半年以来我们鼓励民间投资、加大改革和对私有产权保护等政策取得了效果。去年大家看到，国有及国有控股部门投资增长速度很快，去年底是 18.7%，大家觉得不可持续，从今年情况看，结构有所优化，国有部门速度下降，趋于合理，民间投资增速上升。一季度，房地产投资累计同比增长 8.9%，创下了一个新高。2015 年底触底以后，去年下半年一路上升。去年国庆节前后一直到现在，我们对于一线城市房地产针对性调控力度加大了，但是房地产增长速度还是比较快的。制造业同比增长应该说也是令人欣喜的，增长了 4.3%。基础设施投资继续“挑大梁”，增长保持在 21.26% 的高位运行。相比之下，2016 年房地产投资增长 6.9%，制造业 4.2%，有点温和回升。特别是基础设施去年增长 15.71%，今年一季度增长速度还是比去年要高，因此对经济增长，就业、农民收入增加、外贸恢复正增长，都有正面影响。一季度，中央和地方投资增长出现严重分化，应引起关注。其中，中央投资负增长 7.1%，地方政府投资增长 9.9%，相比之下，去年地方政府投资增长 8.3%，中央政府投资增长是 4.9%。应该说，4.9% 也是偏低的。从一产、二产、三产投资增长情况来看，第一产业温和下降，第二产业上升，第三产业上升比较明显。特别是去年三产投资增长 10.9%，今年一季度增长 12.2%。

第六，财政收入增长比较快。过去几年，在收入结构调整过程中，如：降成本、结构性减税过程中，财政税收下降。但是，今年一季度出现强劲反弹。3 月份，一般公共预算收入同比增长 12.2%。其中，财政支出也快速增长，支出增速快于收入增长。一般公共预算支出增长 25.4%。还有，全国政府性基金收支情

况也比较好。这里直接反映房地产行业景气程度，1-3月份，累计政府性基金收入同比增长27.5%，这种情况出乎意料，另外，支出同比增长18.6%。但是大家应该看到，这种税收和基金收入增长其实也是“双刃剑”，有没有可持续性，还有待观察，另外，可能在一定程度上会挤压企业利润空间，也可能挤压居民收入。

第七，房地产市场总体回稳，特别是一线城市过热得到抑制，房地产泡沫得到一定程度的抑制。1-3月份，全国房地产开发投资名义增长9.1%，增速比1-2月份温和增加0.2个百分点。其中住宅投资增长11.2%，增速提高了2.2个百分点。住宅投资在整个房地产投资中占三分之二左右，67.3%。另外大家看到，1-3月份房地产开发企业施工面积增长3.1%，面积增长相对少一点，增速有所回落。房屋新开工面积增长11.6%。1-3月份，房地产开发企业土地购置面积同比增长只有5.7%，而土地成交价格价款增长16.7%。这里面反映出什么问题呢？有人认为，定向调控政策效果将逐步显现出来，有人预期五六月份以后房地产行业拐点会来临，因为土地成交金额上升速度和面积之间不同步，这一方面反映土地成本推动，地方政府对土地财政依赖并未得到根本改变。另一方面，也看到未来后劲不足，去年四季度以来的强劲增长势头，在今年二、三季度以后可能会减弱。近期价格也是逐步回落的，尽管商品房销售面积、销售金额增长速度依然较高，但有回落迹象，跟去年同期比，去年一季度房屋销售金额增长50%以上，现在基本上不到二分之一，增长速度回落是比较明显的。

另外，房地产开发企业资金到位情况还是比较好的，同比增长11.5%，增速有所提升。从供给角度，现在房地产开发企业资金到位有保障，意味着未来一到两年房子供给比较充足。这是抑制价格上涨的积极因素。从一线城市和三线城市价格对比来看，很明显，70个大中城市新建住宅价格从去年一季度开始逐渐回落的，从环比数据来看，回落最为明显，特别是一线城市，1-2月份环比只有0.1%、0.4%的增长，同比出现惊人的回落，预示着未来房地产拐点可能会来临。

第八，人民币汇率恢复相对稳定。去年四季度，大家都很担忧，有人觉得人民币将会发生很大的贬值。但是今年元旦以后，我们加强资本流出监管，现在看来是行之有效的。到今年3月底，在岸市场人民币兑美元、兑欧元、兑日元和兑英镑的汇率，总体保持相对稳定。其中，1美元兑人民币贬值0.5%，兑欧元升值0.9%，兑日元升值3.7%，兑英镑升值1.2%，总体是波澜不惊的，2月底，国际清算银行人民币实际有效汇率指数和名义有效汇率指数，相对上年底分别贬值0.6%和1.0%。总体保持相对稳定。

总之，当前中国经济运行积极因素逐渐增加，但是，在主动引领经济新常态、适应经济新常态，保证各项政策精准到位和改革稳步推进过程中，也蕴含着一些不利因素，需要引起高度关注。从中长期看，解决供给侧和需求侧不匹配的问题是我们的重点任务。但是，短期内恐怕难以彻底解决。外部不确定性，我们也要继续观察，当然，也要努力去改善外部环境。比如改善中美、中欧之间的经贸关系等。但是从自身来看，短期里我觉得中国经济面临五个方面的问题和挑战。

第一，居民可支配收入下降。一季度情况令人欣喜，全国居民人均可支配收入跑赢GDP，名义增长了8.5%，实际增长了7.0%，但是是否稳定还有待观察。特别是农民名义收入增长8.4%，实际增长7.2%，是否可持续？去年底，中央经济工作会议提出加大农村供给侧结构性改革，但是农民收入增加来自何方呢？可能来自服务业，也可能跟房地产复苏有很大关系。很多农民工在装修以及建筑行业挣钱了，并非农业本身提高了收入或者有了科技进步。另外，应该关注城镇居民收入实际增长只有6.3%，特别是去年全国居民实际可支配收入增长6.3%，低于经济增长6.7%，今年一季度城镇居民收入增长仍是6.3%。未来消费增长及其对经济增长支持的可持续性还有待观察。供给侧结构性改革要降成本，这对工资增长会有一定的抑制。随着加强金融监管和风险防范，无论是股市、债市，还是房地产市场，总体上看，大家不能对财产性收入寄予奢望。在这种情况下，居民收入增加来自何方？特别是农民收入未来可持续增长还有待观察。

第二，总体来看，今年一季度流动性偏紧，目前最大潜在风险是流动性风险。我以为，对其应该保持高度关注。为什么？因为今年3月份，广义货币M2余额为160万亿元，同比增长只有10.6%，首次低于11%。狭义货币M1增长，2月份回落以后，M1和M2之间剪刀差有收窄趋势，这是好事。但是，3月份出现强劲的反弹，狭义货币M1增长18.8%。经济增长6.9%，广义货币增长10.6%。这可能偏离了稳健中性货币政策方向，从微观层面企业感受来看，流动性也是偏紧了。

与此同时，去年以来央行加大宏观审慎评估体系实施，金融去杠杆和国有企业去杠杆同步推进。从中国特殊国情看，金融同业业务过去几年放大较多，是有其特殊体制背景的。目前，工农中建交几大国有银行总体上是撤出资金，有很多闲置资金，而中小银行、股份制银行，特别是城市股份制银行和农村股份制银行缺少资金。因此，出现内部盘活资金存量，小银行从大银行借钱，然后去支持小微企业、中小企业发展，而大银行在支持小微企业发展方面是没有积极性的。现在笼统地加大去金融体系的杠杆，我觉要慎重。在一定意义上，国有银行和小银行之间的垂直分工有其合理性，将资金有效引导到小微企业和“三农”领域对实体经济是有益的。如果把握不好金融去杠杆的节奏，很有可能出现短期流动性紧张，对实体经济是不利的。大家看到，M2和M1之间剪刀差仍然居高不下，意味着企业在银行有很多活期存款，意味着企业对信贷资金的现实需求不足，说明要解决产能过剩问题、推进供给侧结构性改革还任重道远。与此同时，潜在风险增加，比如企业债市场的风险，根本降低这种违约风险，需要推进地方政府融资平台和国有企业改革。

另外，现在外汇市场好像是波澜不惊，但从美国经济表现看，是加快复苏的。加上特朗普将采取积极的财政政策，因此美联储加息可能加快，对全球资本流动和外汇市场影响不能掉以轻心。过去一年，中央银行更多采取公开市场操作，跟2015年形成鲜明的对比，2015年货币政策主要采取降准降息，去年在3月份降

准一次，后来再也没有降，实际是通过中央银行扩张资产负债表，基础货币发行是快速上升的，但是货币乘数保持不变。目前，我们引导资金服务实体经济，其实商业银行经营压力和风险是上升的。现在大银行法定存款准备金率是 16.5%，居高不下，是不合理的。这个 16.5% 的资金沉淀在中央银行，是一种效率损失。中央银行支付给商业银行利息只有 1.62%，不采取降准方式，而是采取七天逆回购方式滚动操作，来释放流动性，商业银行在公开市场上融通资金，短期利率是上升的，大概在 2.4% 左右。因此商业银行要支付 0.7 到 0.8 个百分点的资金成本。这是不利于降低商业银行经营风险，同时也不利于商业银行提供长期资金，对货币市场稳定也是不利的。

我多次讲过，货币政策可考虑适度降低存款准备金率，与公开市场操作混合交替进行。美国公开市场操作有一个重要基础条件，就是财政政策和货币政策是协调的，每个礼拜定期发行短期国债，而中国没有短期国债这个工具，中央银行只能孤军深入，自己创造一套 7 天、14 天、28 天的逆回购，再加上“SLF、MLF”等工具，让人眼花缭乱，这不利于降低金融体系成本，对实体经济也不利。大家看到，货币市场利率和理财产品预期利率是上升的，民间借贷利率下降，但下降幅度很有限。过去几年，温州民间借贷综合利率水平大体在 18% 至 20% 左右，远远超过实体经济的投资回报率。现在已经下降到 16.17%，但是整个短期市场利率，像 7 天回购利率总体是上升的。这里面，央行进行 MPA 操作，采取锁短放长策略，锁定短期资金、放开长期资金，类似于美联储的扭转操作，从动机来看似乎是对的，一方面短期资金成本上升可以抑制金融机构同业业务扩张，另一方面长期资金利率下降有利于实体经济发展。但是，应该看到，国有企业对利率的敏感性比较差，而金融机构和居民对利率敏感性是比较强的。因此，金融降杠杆还是应该审慎一些，不能一刀切。对工商企业降杠杆是另外一回事。今年可能会大面积地推开市场化、法制化债转股，去年做了一些准备，未来能否保证债权人合法利益，能不能通过债转股让企业“脱胎换骨”，赢得好的企业经营机制，优

化法人治理结构，调整产业结构，创新商业模式，我觉得还有待观察，我们应该更加关注改革内涵，提高政策的效果。

第三，1-2月份消费增长下降很厉害，首次跌破10%，只有9.5%，3月份又上升了。一季度社会消费品零售总额增长10%。但是总体来看，汽车销售放缓对居民消费有很大拖累。比如，乘用汽车销量累计同比增长4.6%，低于去年10.3个百分点。另外，商品房的住宅销售金额同比虽然很高，是36.1%，但跟去年同期相比增速下降15.9个百分点。因此，考虑未来几个月房地产市场拐点可能来临的话，下半年住房消费和汽车消费对经济增长负面影响可能是比较大的。因此，一季度经济增长6.9%，大家不要忘乎所以，可能就是个高点，二季度可能是6.8%，三季度可能是6.7%，四季度可能是6.6%，还是要一路下去。总体来呈现下滑趋势，下行压力不可低估。

第四，外贸增长是超预期，但对经济增长直接贡献是减弱的，间接贡献应该说是增加的。无论是进口30%以上增长，还是出口大幅度增长，对投资消费是有很大拉动的。但是贸易顺差明显减少。今年一季度，贸易顺差是656亿美元，去年一季度是1098亿，前年是1222亿。显然，今年一季度贸易顺差只有前年二分之一了。顺差减少，其中重要原因是进口大幅度上升，是价量齐升，但是量的上升幅度小一些，主要是价格上升。去年初，石油价格是28美元/桶，2015年年底是26美元/桶，现在是52美元/桶。去年我国4.2亿吨石油进口，一年下来可能因价格上涨要多支付近2000亿美元。有一些进口产品的价格弹性是比较小的，是必须进口的，要引起关注。还有一点，在2005年到2013年期间，在人民币兑美元升值背景下，当时出口增长很快，这中间可能有热钱流入，现在我们加大热钱流出监管，是否有人蒙混过关，以正常进口形式把美元输送到国外？也要引起高度关注。去年以来，外贸对GDP拉动都是负的，去年一季度对经济增长贡献是-1.4%，二季度-0.7%，三季度是-0.5%，四季度是0.5%。今年一季度，顺差是收窄的。

第五，吸收外资和对外投资双双快速下跌。这与去年对外投资超常增长形成了鲜明对比。去年对外直接投资金额同比增长 44.1%，但是今年 1-2 月份我们实际利用外资同比下降 8.05%。对外直接投资金额下降更厉害，下降了 55.1%。几乎是直线下降。我们对外开放政策是不变的，利用两种资源、两个市场的总体政策方向是不会改变的。需要引起关注。

总体来看，一季度的情况超过了预期，是稳中有进，稳中向好，延续了去年下半年趋势，出现了结构优化和积极因素增加。因此，我们可以比较从容地把供给侧结构性改革这项工作做好，这将影响未来中长期发展。与此同时，从短期来看，要保持战略定力，“稳健中性货币政策+积极有效财政政策”不要做大的改变。但是，要进一步增强政策的针对性和灵活性。比如，货币政策，要保证金融市场流动性合理充裕，不要出现人为资金紧张。要继续降低企业融资成本，疏导货币政策传导机制和渠道。财政政策在促进结构调整和改革方面，在社会政策兜底方面，在促进创新创业方面，在新形势下提高“三去一降一补”改革政策效果等方面，都有很多工作要做。下半年，经济增长可能会慢一点，但是政府工作报告提出的 6.5% 左右政策目标是有把握实现的。因此，要更多地把精力放在促进供给侧结构性改革方面，当然，也要把防范金融风险放在更加重要位置。