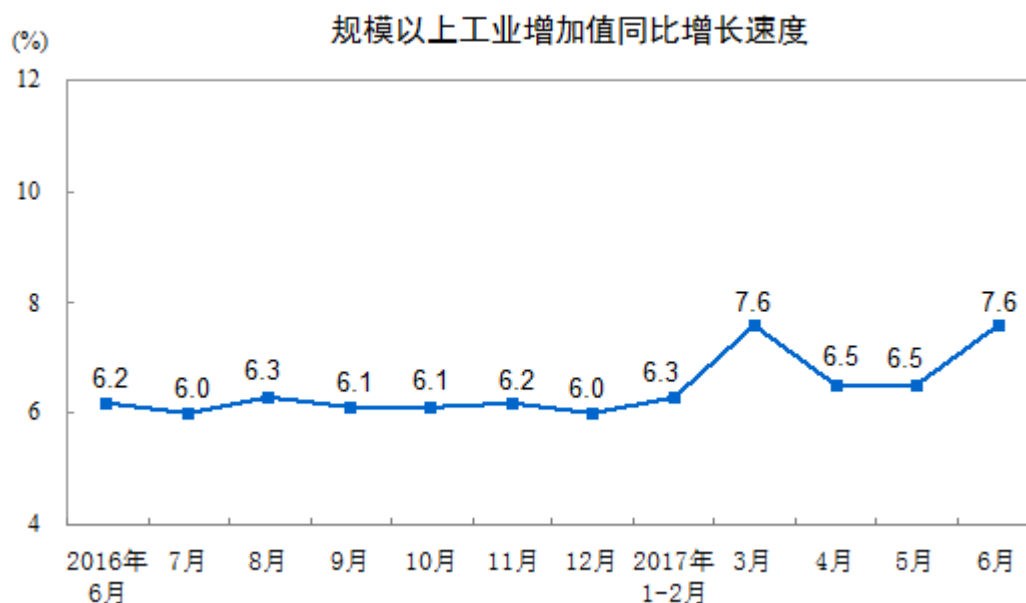
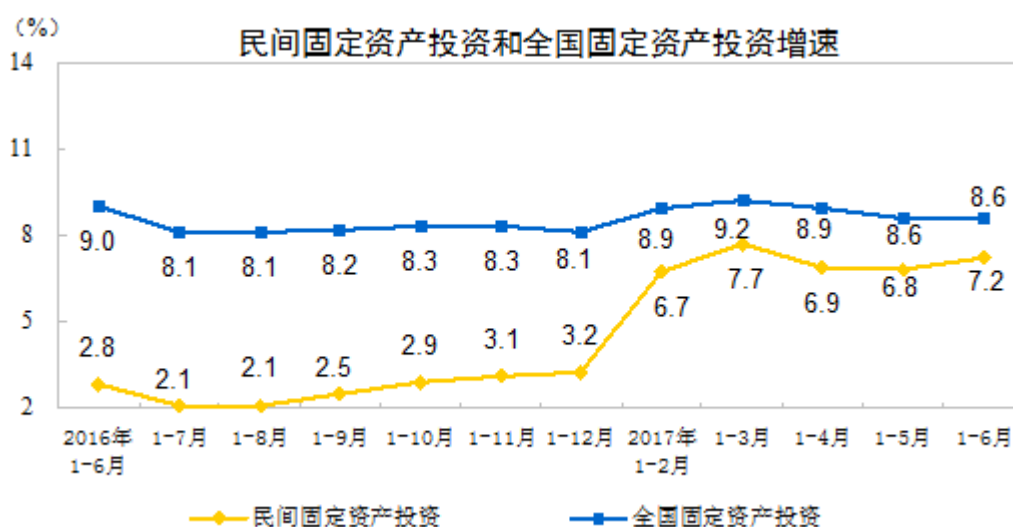


# 2017 年中国经济形势座谈会报告 (二季度)

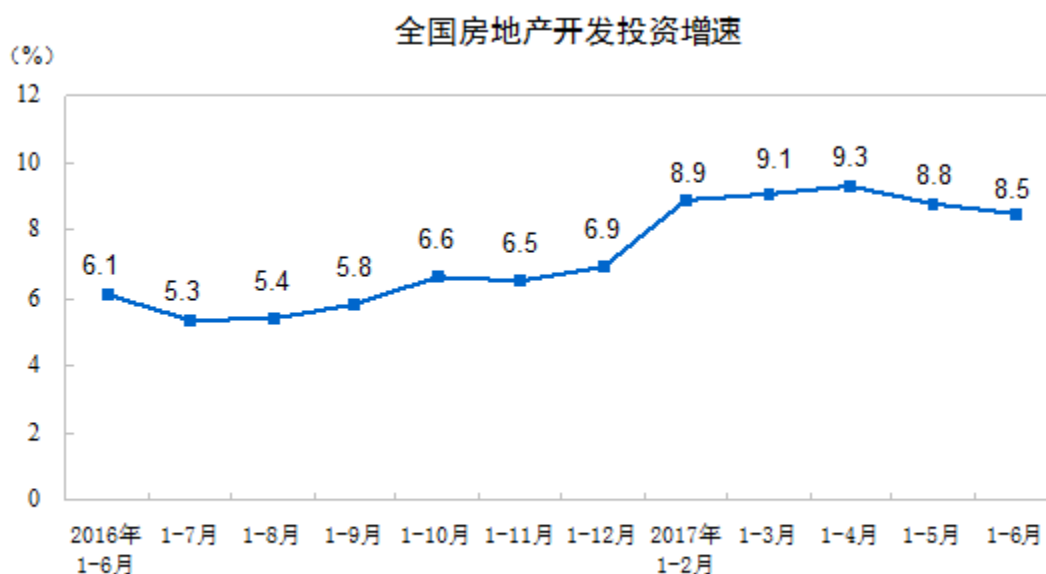
摘要：中国二季度 GDP 取得 6.9% 的增速，与一季度持平。经济运行保持在合理区间，稳中向好态势趋于明显，呈现增长平稳、就业向好、物价稳定、收入增加、结构优化的良好格局，经济发展的稳定性、协调性和可持续性增强。



规模以上工业增加值同比实际增长 6.9%，增速比一季度加快 0.1 个百分点。



全国固定资产投资增长 8.6%，增速比一季度回落 0.6 个百分点；民间固定资产投资增长 7.2%，与一季度持平。



房地产开发投资增长 8.5%，增速比一季度回落 0.6 个百分点。

报告认为，经济增速在二季度普遍超预期的背景下，下半年还会继续超预期，虽然有所回落，但完成全年 6.7% 左右的目标几乎没有任何压力。

在十九大即将召开，宏观政策总体“稳中求进”的大背景下，货币政策将继续保持稳健中性，财政政策继续积极。

不过，下半年经济环境仍然错综复杂。

从国际看，美日欧等发达国家经济改善，新兴经济体开始好转带动全球贸易高速增长，美联储加息、缩表和欧央行可能推出量宽政策的预期也存在较大不确定性。

从国内看，面临供给侧结构性改革任重道远，金融风险和金融监管改革，有效供应依然不足，民间资本扩大投资的意愿和能力不足，居民增收难制约消费能力提升，楼市调控下走势不明朗等制约。

从具体领域来看：

金融安全方面，中国房股债汇四大市场已经形成金融安全、金融稳定的闭环。各类资产价格在过去几年间建立起来的轮动关系消失，而且这一局面将持续相当长时间。

人民币汇率没有一个新的“锚”，外汇储备下降、资本外流、外汇管制等多个因素对汇率的完善形成制约；

房地产在货币政策稳健中性和调控力度不减的背景下，部分地区可能出现下跌；

美国经济复苏不及预期，且基本面不可能持续超越其他国家，美元指数走强的制约因素在形成，短期美股有机会，但长期风险在积累。

二季度经济超预期稳中向好，下半年将略回调

### 经济超预期四个因素

二季度经济增速 6.9%，延续一季度经济稳中向好的态势，普遍超过市场预期，主要有四个因素：

第一，新旧动能转换。供给侧结构性改革在工业领域成效显著，结构优化，新动能加快成长；战略性新兴产业、高技术产业、装备制造业增加值快于工业增速，工业机器人、民用无人机等新兴工业产品保持快速增长。

第二，内需贡献加大。受扩消费、调结构、稳投资政策影响，消费占 GDP 贡献率达到 63.4%，三大需求中消费贡献最高，服务业消费增长较快，教育文化娱乐、医疗保健等领域保持较快增长。

第三，基建、房地产投资继续保持高位。上半年基础设施投资增长 21.1%，增速比 1-5 月份和去年同期均提高 0.2 个百分点，对全部投资增长的贡献率为 46.5%，拉动投资增长 4 个百分点；房地产开发投资名义增长 8.5%，增速比 1-5 月份回落 0.3 个百分点，比去年同期提高 2.4 个百分点，对全部投资增长的贡献率为 17.8%，拉动投资增长 1.5 个百分点。

第四，净出口对经济贡献由负转正。国际经济环境比预期要好，美日欧三大发达经济体经济都出现一定程度的改善，俄罗斯、巴西、印度等国家经济也出现好转，全球贸易增长明显高于经济增长。上半年，货物和服务净出口的贡献率是 3.9%，拉动 GDP 增长 0.27 个百分点，而上年同期贡献率是-10.4%，下拉 GDP 0.7 个百分点。

### 下半年经济形势怎么看？

从全球经济看，贸易稳中向好的态势有望延续，全年贸易有望高于经济增长，国际组织也纷纷调高全球经济和贸易增长预测。但在美联储加息、缩表，欧央行可能推出量宽政策下，中国吸引外资和防止资本外流产生压力，对汇率也会产生挑战。

从国内经济看，十九大即将召开，政策要求确保经济平稳健康可持续发展。不过，经济环境依然错综复杂，供给侧结构性改革任重道远，有效供应依然不足，民间资本扩大投资的意愿和能力不足，居民增收难制约消费能力提升等。

总体看，投资增速将有所放缓，消费增速基本保持平稳，进出口在去年高基数的背景下回调，经济增速略低于上半年，初步判断在 6.7%左右。

（王远鸿，国家信息中心经济预测部首席经济师）

## 三驾马车拉动，政府与市场有效结合

上半年经济增速超预期，世界各大机构纷纷上调预期，说明经济增长有很大不确定性。

第一，用凯恩斯理论分析，就是三驾马车的拉动作用：

进出口：上半年进出口总额增长 19.6%。其中，出口增长 15.0%，进口增长 25.7%。增速明显改善，成为经济增长的一个重要因素。

投资：上半年全国固定资产投资增长 8.6%，增速比一季度回落 0.6 个百分点。民间投资增速将对比较慢一点，增长 7.2%，国有投资增速比较高。同时在 PPP 推动下，对投资积极性有较大推动作用。

消费：消费增速一直处于稳健增长状态，上半年社会消费品零售总额增长 10.4%，增速比一季度加快 0.4 个百分点，比上年同期加快 0.1 个百分点。

第二，政府与市场合作发挥积极作用。

1、供给侧结构性改革“三去一降一补”监督去产能，钢铁、煤炭上游企业扭亏为盈，PPI 由负转正，财政收入超预期增长；

2、国务院 8 号文降成本措施发挥积极作用，社会交易成本下降、企业融资成本下降等带来经济变化。

第三，地方政府投资意愿高。

政治局会议提出要遏制地方政府债务增长。地方政府为什么要增加债务，增加债务干什么，说明地方政府投资很有积极性。地方政府增长要从两方面看：一方面债务增长，要控制风险；另一方面说明地方政府发展经济有主动性、积极性，对推动经济增长至关重要。

（刘尚希，中国财政科学研究院院长）

## 货币政策继续稳健中性 美元将升值

什么要坚持稳健中性的货币政策？

第一，中国经济进入新常态。新常态下重经济转型而不是经济增速，货币政策要为经济结构优化、转变增长方式创造良好的货币政策金融环境；

第二，国际收支持续顺差和外汇大量流入格局发生变化。过去中国为稳定汇率促进出口从而带动经济高速增长，央行大量购汇，基础货币被动较快增长。近年来国际收支持续顺差和外汇大量流入格局发生变化，同时人民币汇率弹性增强，购汇减少，基础货币被动投放减少；

第三，经济的问题主要是结构性问题。货币政策是总量政策，而目前经济面临的问题主要是结构性问题，总量政策只能在特殊情况下使用，继续加大刺激就有可能造成经济改革停滞、结构扭曲、内生动力不再。

美元指数将上升

2012-2013 年美元指数进入新一轮上升周期，在经济基本面相对较好的背景下，美联储货币政策开始正常化，目前已经连续加息 4 次。也就是说，美国的经济增长时内生性增长。

反观欧洲，欧央行仍在实施“负利率+QE”极度宽松的货币政策来刺激经济增长，是依靠外部刺激实现的增长。

对比两个经济体的基本面，近期欧元升值和美元贬值造成的国际外汇市场波动只是暂时性的调整，下半年美元指数仍可能保持上升态势。

（王宇：中国人民银行研究局副局长）

经济向好，改革仍需发力

经济结构优化，改革需优化

第一，经济结构优化。一方面消费快速增长，上半年三大需求贡献率消费支出占 63.4%，在 CPI 中也有充分表现；另一方面新消费慢慢走上新状态，特别是八项规定影响消化后餐饮业、酒价格快速上涨。

第二，房地产调控力度正好。去年房地产开始调控以后，从北京的调研情况看，北京房价已经下跌 10%，但是老百姓对房价上涨的预期没有变。也就是说，目前的调控力度是正好，有房价上涨的预期，但又不涨。如果用力过猛，可能会把泡沫戳穿。

第三，去产能导致 PPI 由负转正。去产能是供给侧结构性改革任务之一，上游企业煤炭钢铁需求价格弹性比较小，去一些产能就会传导至下游，PPI 就由负转正，最终会传导到 CPI 上去。

第四，去杠杆怎么“去”。全国金融工作会议将国有企业去杠杆列为工作重点，但到目前为止，还不知道国企最优杠杆率是多少，降杠杆降到什么程度。

基建、民间投资担忧

上半年，全国固定资产投资同比增长 8.6%，民间固定资产投资增长 7.2%，较去年有所恢复，但是不够强劲。房地产开发投资增长 8.5%，增速比一季度回落 0.6 个百分点。

全国金融工作会议提出严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。对基建投资影响会比较大，进而影响到房地产投资。此外，民间投资恢复效果不够显著，下半年也会令人担忧。

（苏剑，北京大学经济研究所常务副所长）



## 人民币汇率形成机制需完善

目前进行的人民币汇率形成机制改革总体比较成功，但是在三个方面还需要完善：

第一，加强预期管理和市场沟通。目前中国资本市场尚未完全开放，加上各种结构性因素等，在未来需要关注国际收支和汇率的正负反馈联动关系；近期的资本管制叠加美联储加息和缩表，会对资产价格产生影响。

第二，没有形成一个新的“锚”。2015年人民币第二次汇改后，人民币与美元的关系经常转换，近期又在中间价中加入逆周期调节因子，但目前很大程度上仍然是美元的一个镜像，新的“锚”还没形成。

第三，资本外流和外储下降。中国外汇储备已经由4万亿下降到3万亿，其中1万亿去哪儿了？是资本外流，藏汇于民还是企业走出对外投资的结果，这些对金融稳定的影响是不一样的，这是一个值得深入探讨的问题。

## 创新金融监管新手段

金融监管方面，以前金融业是分业经营，现阶段是混业综合经营。根据国际经验看，金融监管的大趋势是由分业监管走向功能监管，证券银行保险按照功能，证监会银监会和保监会各司其职。

全国金融工作会议提出建立国务院金融稳定发展委员会来加强宏观审慎监管，机构成立非常必要，如果在监管过程中使用一些创新手段会更好，如大数据、金融科技等，进一步增强监管的针对性、有效性、协调性。

（王博：南开大学国际金融研究中心副主任）

## “三期叠加”接近尾声 让金融回归本源

二季度经济增速超预期必须从国际国内的经济周期下大框架下来分析：

从国际经济周期看，基本上 8 年是一个经济周期的拐点，2008 年美国次贷危机爆发至今正好 8 年。从去年年底开始，全球经济复苏开始加快，美国、欧洲、日本都呈现复苏态势，新兴经济印度、俄罗斯、巴西开始好转，市场需求开始提升。

从中国经济周期看，从 2008 年“4 万亿”到新常态下的“三期叠加”接近尾声。供给侧结构性改革使国内经济结构优化，实体经济开始稳健增长，同时在外需带动下出口好转。

中国经济面临什么问题？

第一，金融实体背离，实体强、金融弱，金融弱、实体强，这两个方面没有同步；  
第二，制造业、民间投资低位回暖，今年以来民间投资比去年有所好转，但仍处于低位；

怎么办？

第一，金融业回归本源：在财政货币政策为金融改革护航之下推动改革，让金融回归主业，回归本源；

第二，扩大开放：加大科技、教育等服务业开放，激活国内市场，进而提高服务质量和效益；

第三，降费、减税：减税一定要降税率，税率降低、税基会加大。

（黄剑辉，中国民生银行研究院院长）

经济动力不减，金融安全闭环形成

#### 四季度经济增速下降

用朱格拉周期来判断中国经济已经过时，在新周期在地方政府投融资机制确立、金融庞氏特性消除前很难说。

但经济增速没有明显放缓迹象，预计三季度经济增速最低 6.8%，甚至 6.9%，四季度经济增速降低可能性大。

第一，投资方面，制造业投资增速可能会继续，但是房地产投资增速会放缓，但是不能二者不能抵消，总体看投资增速会回落；

第二，外贸方面，在四季度出口基数较高，人民币汇率强势的背景下，增速难保持较高增速。

第三，消费方面，消费主力汽车去年四季度增速较高，意味着今年四季度高增速难维持。

#### 金融安全、金融稳定闭环形成

2006-2017 年中国金融业占 GDP 比重持续攀升，从 4.54% 增长到 9.98%。而美国只有 7.3%，日本 4.4%。当前中国实体经济不需要如此庞大金融部门为之服务，金融业需要经历休养生息、增速放缓、重新与实体经济相匹配的过程。

全国金融工作会议提出要提高金融服务实体经济效率和水平、防范化解金融风险、深化金融改革开放等。

近段时间经过监管部门的政治，中国房股债汇四大市场已经形成金融安全、金融稳定的闭环。各类资产价格在过去几年间建立起来的轮动关系消失，而且这一局面将持续相当长时间。

（张岸元，东兴证券首席经济学家）

新周期未到，关注中国风险点

从国际视角看，全球经济并不是很乐观，新周期并没有到来。仅从美国经济看，今年已加息两次，就业数据非常好，但是通胀没起来，不符合经济理论：

第一，新技术：新技术的出现改变了整个经济运行的闭环，同时削弱了某些经济数据的真实性；

第二，金融挤出：大量的社会财富向少数人转移，老百姓没有享受到真正的财富增长。

下半年美国经济能否维持目前的状态值得怀疑，美国金融市场风险在积累，尤其是非公开股票市场是最大的风险点。

中国经济方面看：

第一，去杠杆问题。中国国有企业去杠杆问题完全有能力消化，但是能否承受一次国际经济去杠杆不好说。美国用两年半的时间把金融杠杆降了 50%，欧洲经济有复苏迹象，可能会有一个很长的金融去杠杆周期。

第二，房地产问题。2009 年以来宽松的货币政策推高了房地产价格，在转向稳健中性后，房价还能否维持；同时加上金融去杠杆，房价可能转向下跌。

（凤凰财经研究院特约研究员 张超）

中国金融业下一步怎么走？

从较长的历史时期来看，2006 年-2016 年十年时间，中国金融业占 GDP 比重提高 10 个百分点。在同样的时间，美国金融业占 GDP 比重从 7.6% 降到 7.3%，日本降到 7.44%。

美国经济基本面难持续向好 美元指数制约因素出现

近期，美元指数的持续走弱引发市场关注，从表面看，美国经济基本面和通胀水平趋弱、欧洲经济强势复苏、特朗普交易的消退是美元指数弱势的主因，但从更深层次的原因看：

第一，广义美元指数的快速上升通过进出口等渠道对美国经济基本面和通胀产生抑制作用。否则，美元越强，美国经济表现越好，岂不是一个完全不能收敛的过程；

第二，欧美经济增长历来同步多于分化，美德利差也长期在-1%至1%区间之内波动。2014年以来欧美货币政策分化造成了美德利差非常态的扩大，而利差是决定发达国家汇率强弱的关键因素。随着基本面和货币政策分化的收敛，美德利差收窄推升欧元，显著压低美元指数。而正是前期欧洲的低利率环境、欧元瑞郎等欧洲货币的大幅贬值和美国经济基本面改善等曾经推升美元指数的因素，为本轮欧洲经济复苏奠定了比较坚实的基础；

第三，2016年11月强势推升美元的特朗普政策已是“盛名之下其实难副”，而历史上美元指数强弱基本与美国财政赤字之间呈现出负相关的走势，特朗普政策即使实现，未来也会成为强势美元的“绊脚石”。

以上三个维度证明，汇率、利差、政策分化和经济基本面之间的互动关系在进一步演绎，美国经济基本面的表现以及美国的经济预期不可能持续地超越其他国家，美国与欧洲等国家的货币政策分化也无法持续扩大，强势美元指数的制约因素已渐渐浮出水面。

（谢亚轩，商证券宏观分析师）

美国经济增速不及预期，美股短期上行

经济增速为何与股市不同步？

经济增速不及预期，美股上行。二季度美国经济增长 2.6%，低于预期 0.1 个百分点，就业改善，工资增速上涨较慢。年初至今，道琼斯指数上升了 10%，纳斯达克指数上升了 20%。经济增速不及预期，美股为何上涨？

第一，美国上市企业运营情况没有全面真实反应美国经济。1、全球化背景下很多美国企业工厂不在本国，业绩增长没有促进本国 GDP 增长；2、境外企业在美国上市总市值大 1.4 万亿美元，占美国总市值 3.6%，这些国家经济运行对美国影响较大。

第二，工资增速上涨较慢。劳工合同修改滞后就业数据，就业数据改善，工资不会马上上涨。

第三，缩表计划加息预期。与一般的缩表会引起货币紧缩的观点不同，缩表反而会引起货币宽松，这源于次贷危机期间美联储财政部商业银行的内循环式扩表计划。美联储加息预期导致很多长期资产配置倾向于短期资产配置——股市。

## 短期看好美股 注意风险积累

- 1、美股波动率下降。过去 30 年美股每个月的波动率会高于 10%，但是今年波动率明显下降，连续几个月波动率低于 10%。波动收窄表示市场更加乐观，但也是操作层面的风险积累。
  - 2、资金流动集中。观察资金流动发现，美股资金注入大于流出，但很多基金资金集中与亚马逊等少数股票，风险在逐步积累。
- 总体来看，短期依然看好美股上行，但同时也要注意波动率等一些因素带来的下跌影响。

（刘绍东，香港致富证券研究员）