

徐奇渊

xuqiy@163.com

## 2018 年经济下行压力提示<sup>1</sup>

文章关注三个方面的压力：

- 1 实际投资负增长、并在继续探底。
- 2 技改资金和补贴刺激投资，但可能透支未来。
- 3 中位数收入增速下降、加杠杆抑制了居民消费潜力。

2017年经济回暖大超预期，在此基础上，市场对2018年的增速预期高度一致。截至2017年12月26日，WIND中国宏观经济预测（CMF）共披露了23家金融机构对2018年增速的预测值。上述机构当中，18家预测值落在6.5%到6.7%之间，占到全部23家机构的78.3%。市场主流预期认为，2018年经济增速将较2017年略有回落，但仍将稳定在6.5%之上。本文将跳出主流预期，不再赘述稳定因素，而是重点关注2018年投资、消费可能面临的下行压力。

### 一、实际投资增速首现负增长

从固定资产投资名义值来看，2017年11月累计同比增速为7.2%，低于2016年同期的8.3%，降幅为1.1个百分点。由于2017年PPI增速显著上升，导致2017年实际投资增速下滑幅度颇为令人担忧。2017年3季度，实际投资累计同比增速已降至2.2%，而在2016年3季度，这一增速为9.5%，降幅为7.3个百分点。如果看单个季度的实际投资同比增速，则投资增速下

<sup>1</sup>本文已发表在《财经》杂志，2018年1月8日第1期。

降幅度更大。2017年3季度，这一增速为-1.1%，是史上有数据的十多年以来首次出现负增长，而在2016年同期，该增速为6.7%，降幅达7.8个百分点。

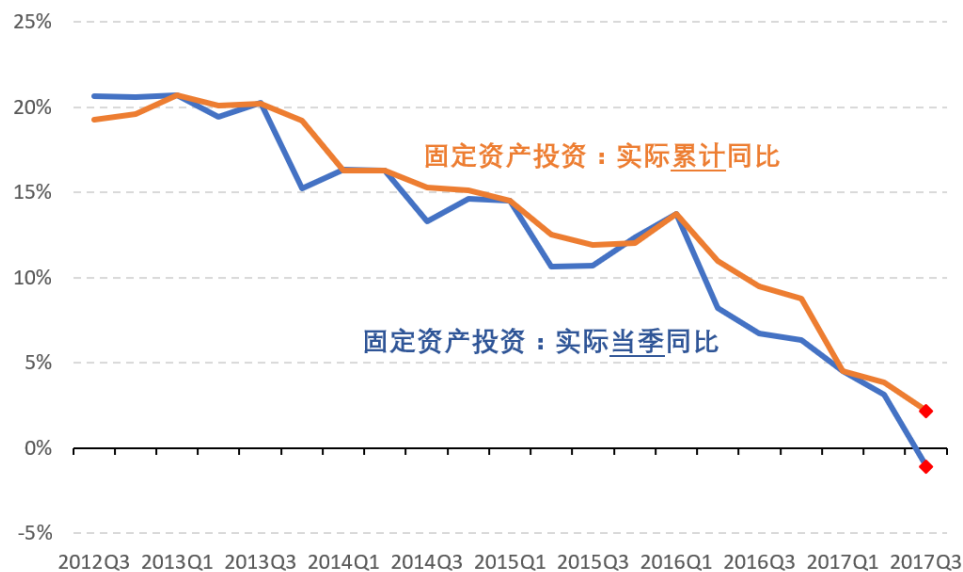


图1 固定资产投资增速继续下滑探底

为什么2017年企业盈利状况确实好转，但名义和实际投资增速却持续下滑？至少可以从以下两方面来理解：其一，赢利状况大幅改善的行业，主要集中在上游去产能的行业，而在去产能背景下，这类行业本身就难以大幅扩大投资。其二，下游行业面临的成本大幅攀升，利润改善幅度相当有限，甚至有的行业状况有所恶化，因此也缺乏投资热情。

2017年8月数据显示，39个工业行业的PPI累计同比增速出现了显著分化：以重工业为主的上游产品价格明显膨胀，PPI增速高于工业部门的平均增速（6.3%）。这类12个行业当中，有10个行业属于矿产资源开采、冶炼和加工行业，以及化工类行业。其中，涨幅最高的煤炭开采和洗选业，PPI同比涨幅达32.1%。

其他27个行业PPI同比增速则低于工业部门整体增速。这些行业主要是家电、家具、纺织、皮革、食品、医药、娱乐用品等轻工业，也包括机械仪表、汽车制造等制造业。其中，有24个行业PPI同比增速低于3%，19个行业低于2%，11个行业低于1%，甚至有6个行业等于或低于0%。行政去产能对供给面造成的冲击，主要发生在上游行业，工业部门PPI增速出现严重分化。行业间的PPI增速严重分化，最终导致了各行业的利润状况也出现了分化（徐奇渊、张斌，2017）。

下面我们基于两个时期，比较39个工业行业的利润增速改善情况：（1）2017年1至8月，（2）行政去产能之前的2015年1至8月。结果显示：有9个行业的利润增速改善幅度大于工业

部门的整体情况。而且，这9大行业几乎都是矿产资源的开采、冶炼和加工业、化工行业等重工业。其中，煤炭开采和洗选业的利润增速改善幅度高达1020个百分点。如果观察对于整体工业部门利润增速改善的贡献率，这9大行业就超过了60%，而在作为基期的2015年，9大行业的利润只占到整体的20%左右。作为一个反差，在工业行业中占主体地位的其他30个行业，对整体利润增速改善的贡献仅为40%不到。

在上述30个行业当中，还有16个行业的利润增速不但没有改善，甚至还出现了恶化，这与前述9大行业形成了鲜明对比。以情况最糟糕的行业为例，电力、热力、燃气及水的生产和供应业，其利润增速下降了36个百分点。由于煤炭价格快速上升，2016年该行业利润总额增速为-14.3%，2017年10月的累计同比增速为-16.3%。盈利状况恶化，导致该行业的投资增速也出现负增长。截至2017年3季度末，该行业对整体投资增速下滑的贡献率为27.5%。

此外，特别值得关注的是，新动能领域的投资势头也令人担忧：科学研究、技术服务和地质勘查业，信息传输、软件和信息技术服务业，这两大行业是新经济的典型代表，尤其后者一直是新动能的代表性行业。但是截至2017年3季度，上述两个行业的名义投资累计同比增速也较2016年同期有大幅走弱，两者增速分别下降8.8%、11.0%。

## 二、技改资金补贴刺激投资，但可能透支未来

2017年，财政补贴和产业投资基金的增量投放，在很大程度上刺激了技术改造类投资。前者指财政部、工信部的技改补贴大量增加，后者是地方政府通过产业投资基金加大了技改资金的投入力度。据清科研究中心提供的数据，截至2017年6月，中央和地方已设立的政府投资基金数量超过1013只（其中大部分为产业投资基金），累计已到位资金超过1.91万亿元。

2016年末，发改委出台了《政府出资产业投资基金管理暂行办法》，并于2017年初开始实施。《办法》对产业投资基金进行了规范，尤其是对投资方向，强调了战略性新兴产业和先进制造业领域、创业创新领域等的投资。在此背景下，国家战略性新兴产业投资基金和一些地方的新兴产业基金，在2017年呈现出爆发式增长，并加强了对技术改造的资金投入。同时，财政部、工信部的技改补贴大增，也对技改投资起到了重要的支撑作用。在此过程中，对技术改造、产业升级的支持政策一涌而上，其中也不乏一些乱象，可能会对未来的投资效率产生影响，这也是一个值得担忧的问题。

制造业是技改资金和补贴的重要投向。2017年上半年，制造业投资同比增速为5.5%，高于2016年同期的3.3%。根据国家统计局数据，2017年上半年，制造业的技改投资达3.96

万亿元，同比增11.8%，其对制造业投资增长的贡献率高达92%，这都与2017年以来的政策风向有关。如果没有前述产业基金的技改资金投放、以及技改财政补贴，那么制造业投资增速将要大打折扣。

如果将固定资产投资按以下三类进行划分：设备工器具购置、建筑安装工程、其他投资。那么，技术改造主要对应于设备工器具购置类的投资。如果观察这类的投资增速就会发现：多年来，该类投资增速一直处于下行通道当中，但是这一增速在2017年出现了逆势反弹。截至2017年11月，该类投资增速为4.7%，较2016年同期的1.4%高出了3.3个百分点。



图2 设备工器具购置类投资：累计同比增速出现反弹

产业投资基金对技术改造的资金投放、各类财政的直接补贴，这些政策的加码，刺激了技术改造类投资在2017年的增长。这种刺激一方面抬高了2017年相应投资的基数规模，另一方面也透支了未来的投资需求。而且不论是产业基金，还是财政补贴，都是政府主导下的推动方式。这种政策效果类似过去的家电下乡政策，容易形成政策依赖。从设备工器具购置类投资来看，其占到整体投资的近20%，如果2018年的政策支持力度减弱，这方面因素将反过来，成为拖累整体投资增速下滑的力量。

### 三、中位数收入增速下降、加杠杆抑制居民消费潜力

其一，居民人均可支配收入增速当中，中位数增速降幅明显。2016年之前的多年，城镇居民家庭人均可支配收入的中位数增速，大部分时候都能跑赢GDP增速，即便是实际增速

口径也是如此。但2016年末以来，居民收入的中位数增速明显下降。截至2017年3季度，居民收入中位数累计实际同比增速，不仅持续多个季度低于居民人均收入的同口径增速，而且同时，也持续低于实际GDP的累计同比增速。

其中，**中位数收入增速明显低于人均收入增速**，这说明居民收入差距不断扩大，而高收入者的边际消费倾向较低，因此这方面因素将制约未来的消费增长。另一方面，**中位数收入、人均收入的实际增速都持续低于GDP同口径增速**，这说明居民收入持续跑输GDP增速，以收入为基础的居民消费对GDP的贡献也将受到抑制。如果上述局面持续下去，可能会通过一个滞后期影响到2018年的消费和经济增速。

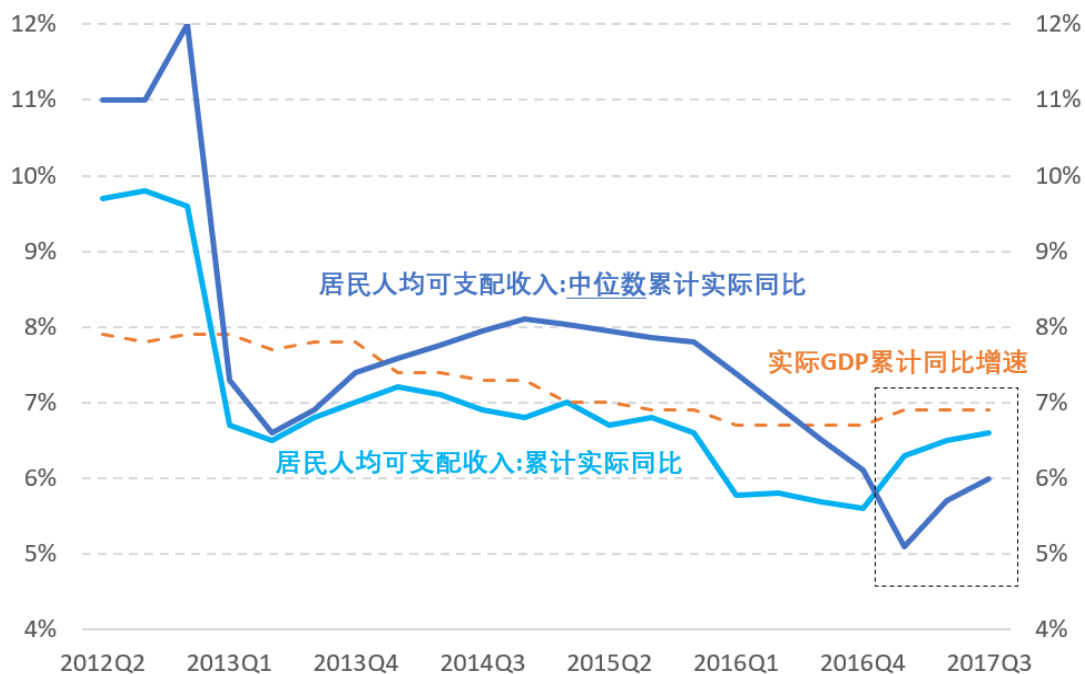


图3 2017年初以来，居民收入增速大幅低于GDP增速

其二，**居民杠杆加速上升，可能透支未来的消费能力**。2012年以来，居民部门加速加杠杆。中国的居民部门杠杆率，即居民部门从金融机构获得的人民币贷款占GDP比例（已经扣除经营性贷款），在2017年3季度末已经达到51%。从2012年以来，这一杠杆率呈现出了逐年加速的上升势头。美国、日本的居民部门杠杆率为70—80%左右，但是如果考虑中国居民部门可支配收入的GDP占比，以及中国居民部门贷款与居民部门存款的动态比率，中国居民部门继续加杠杆的空间已经比较有限（张明，2017）。

此外，如果考虑互联网金融渠道的非传统居民贷款，以及非正规体系的民间借贷，实际上居民部门的杠杆率可能更高。居民部门杠杆率快速上升至高位，不仅引发了对金融风险的关注，而且也可能对未来的消费产生抑制作用。

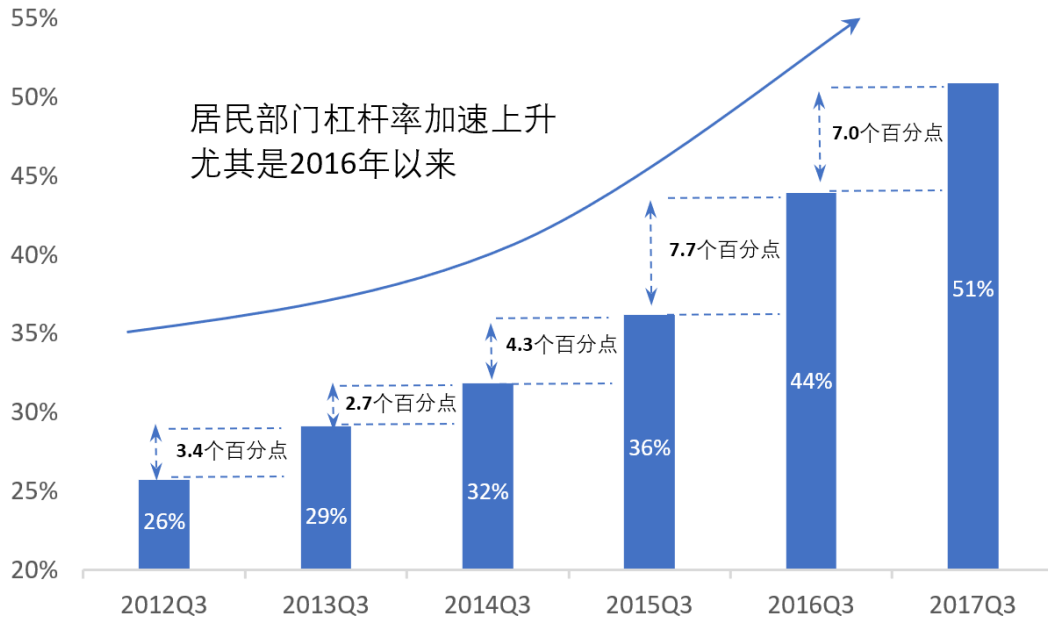


图4 2016年以来居民部门杠杆率加速上升

**主要参考文献：**

徐奇渊、张斌，《中国经济：新常态下的非常态回暖及行业分化》，中国金融四十人论坛，2017年10月30日。

张明，《警惕居民杠杆率的过快上升》，《中国外汇》，2017年10月。