

中国“两会”之后看宏观大势



2018年世界经济开局至今，似乎有稳中向好之势。美国经济首季的经济增长，就业和物价可能都表现不错，使美联储增强了加息意愿；欧元区经济表现也很抢眼。中国经济在提质增效的背景下，基调逐步从“稳增长”转向“稳中向好”。但与此同时，全球经济的同步性似乎有所弱化，经济复苏呈现出不平衡性，宏观政策常态化的节奏也存在差异。中国刚刚经历了全年最重要的“两会”，再来看全球经济大势，相比去岁今初又有哪些新变化？

钟伟：欢迎两位参与本期的“圆桌讨论”。美国经济素有“春困”的特点，即首季经济增长往往是全年最低的。但今年首季美国经济可能明显好于往年首季的表现，就业形势也大好。两位认为是什么促成了今年美国经济的良好开局？这种势头是否能延续全年？在两位看来，美国通货膨胀走势和美联储加息节奏，是否暗示美国经济有过热之忧？

钟正生：美国经济“春困”现象确实存在。过去几年，美国经济一季度的表现均明显偏弱。但今年一季度，以下两个因素没有出现以往的问题：一是私人投资延续了2016年四季度以来的平稳升势，二是出口继续维持了去年的高增长。更为重要的是，占美国经济近七成的居民消费情况良好，密歇根大学消费者信心指数在1、2月份再度创下近14年的高位，零售销售增速在高位企稳。美国经济没理由再“春困”。

美国经济表现应该不会转弱。目前，花旗经济意外指数还远大于零，显示美国经济表现将继续超预期。制造业PMI也保持在60的高位。若不考虑特朗普发动贸易战等黑天鹅因素的话，美国经济年内有望维持当前的良好态势。

至于美国经济是否会过热，我觉得暂时不

主持人



钟伟

《中国外汇》副主编



嘉宾



钟正生

财新智库莫尼塔研究董事
长兼首席经济学家



张斌

中国金融四十人论坛
高级研究员

会。就业数据确实不错，但薪资增速整体上并没有超预期。美联储最关心的核心PCE指标依然在1.5%左右徘徊，CPI同比也仅略高于2%。市场对美联储今年的加息预期一直是2—3次，美联储自己制订的目标也是3次。因此，美国经济整体平稳，没有过热。

张斌：美国近年来一直保持稳健复苏的局面。劳动力市场的持续改善和资产价格高位，对居民部门的消费增长形成了有力的支撑。2017年，全球制造业景气程度提升和全球贸易回升，提振了美国的制造业投资信心。此外，特朗普的减税政策对于经济也起到了新的刺激作用。今年美国经济仍有望保持温和增长，但在加息的背景下，总需求增速很难再有提升，通胀的压力不会特别突出。我不担心美国经济过热，反而担心美国股市会再次剧烈调整。

钟伟：从2014年开始，全球主要经济体，包括发达国家和新兴国家都在逐渐复苏。正如习近平主席在越南参加APEC会议时所指出的，世界经济处于上升期。不过似乎复苏的同步性在弱化：美国经济渐成全球亮点，但新兴经济体复苏势头不强。同时宏观政策的同步性也在弱化：美国已加速货币政策常态化，但欧、日还未告别量宽政策。两位觉得全球复苏存在不平衡性吗？这会带来哪些潜在的风险？

钟正生：在我对于经济周期的判断中，美国是踩在了复苏周期的尾巴

上；日本仍处于旧的经济周期中，整体起色不大；欧洲经济则是处于复苏的中前期，有望成为下一轮全球经济增长的领头羊。新兴经济体并不是复苏势头不强，东南亚等地区的经济增速依然是全球最高的，只是这几年以欧美为代表的发达经济体表现更出色，冲淡了新兴经济体的光彩。

在宏观政策方面，确实存在不同步性，2018年将是全球货币紧缩的元年，是货币政策从分化走向统一的一年。事实上，除了美联储按部就班加息以外，英国央行、加拿大央行和韩国央行等去年均相继启动了加息进程。欧央行今年年初已经削减了量化宽松的规模，日本央行自2016年调整货币政策目标以来就一直“悄悄”地在降低资产购买量。就这两个主要发达经济体而言，2018年很可能会宣布未来正式退出量化宽松的路径。综合来看，经济复苏的不平衡与政策的不平衡是对应的，但政策会逐渐趋同。简言之，如果说国际金融危机后各国“大水漫灌”的货币宽松令人目不暇接的话，那么从“波涛汹涌”的流动性盛宴中逐渐抽身，也将是一段使人战战兢兢的旅程。

张斌：2016年以来的全球经济复苏同步性算是比较高了。相对美国，欧元区经济景气回升程度更超出市场预期，日本的经济景气程度也有显著上升；整个新兴市场也有不错表现，除了中国和印度经济增速仍表现尚好，俄罗斯、巴西也脱离了衰退。像这样全球主要经济体同时维持较高经济景气程度的

情况，在过去并不多见。

这一轮经济复苏，主要推动力量是工业品价格的回升，带动了全球范围的制造业景气程度回升和全球贸易回升，并进一步蔓延到服务业部门。但支撑经济复苏的力量并不具备很强的可持续性，未来或面临回落调整的压力，尤其是对贸易依赖程度较高的经济体。

钟伟：中国经济也在2016年下半年开始好转。对中国今年的经济走势，有极其乐观的，也有相对保守的。目前1-2月份的大部分经济数据已经出炉，整体看上去还不错，但也有一些令人不安的因素。从投资看，房地产投资不太可能延续开局的高企，基建投资也不太明朗；消费增长可能也不会超预期。此外，贸易领域的不确定性，全球资产价格的波动性都在上升。从经济开局的数据看，两位对全年的发展趋势做何预判？

钟正生：从2018年年初的经济数据，可以做出一些确切的判断，但也存在不少让人担心的因素。第一，1-2月出口交货值累计同比进一步回落，而且近期中美贸易关系已处于剑拔弩张的状态，对后续出口会更加不利。第二，制造业投资增速已从去年年底创下的小高点显著回落，复苏进程并不顺畅。2018年国务院下调了赤字率目标，意味着财政政策的积极程度边际减弱。第三，固定资产投资存在下行趋势。对于基建投资，首先要考虑到1-2月没有公布基建投资数据的可能用意，这可能是由于2018年对统计数据的口径进行了调整。对于房地产投资，我个人认为，1-2月数据中看到的房地产投资的良好势头难以持续，且房地产投资正展露出资金来源上的不确定性，在政策预判上不乐观。

总的来说，从年初数据来看，2018年中国经济没有什么明显的亮点和新动能，经济应该是走在一个总量减速的过程中。

张斌：今年接下来的经济走势不乐观。汽车和房子是两大终端消费。这两大类消费2016-2017年的涨幅不错，

而今年则面临下调压力。此外，在金融防风险的背景下，企业和居民面临的信用条件在收紧，财政支出增长力度也不算高，对需求增长带来新的压力。去年下半年以来，内需增速放缓已经开始显现，只是因为有外需接棒，经济才维持了较高的景气程度。如果下半年外需向下回落，经济增长的压力就会凸显。

钟伟：中国“两会”的重头戏，是围绕上年度政府工作报告和当年经济工作安排展开的。今年大部分经济指标的预期值和去年持平。就货币政策而言，稳健中性仍是主基调，央行没有特意强调社会融资总额和广义信贷的预期增速。但人们观察到2017年中国M₂/GDP出现了下降，M₂增速低于预期。财政政策的预算赤字率似乎略低于预期，地方政府收支紧平衡压力不减。同时，房地产税和个税调整政策也引人关注。根据“两会”所传递的宏观政策取向和今年经济开局所呈现的趋势，两位认为在两者之间还需要加强哪些必要的磨合才能维持中国经济稳中向好的局面？

钟正生：“两会”传递的宏观政策取向，稳健中性的货币政策是实质偏紧的，积极的财政政策在力度上是边际下降的，对此市场上应该没有太大争议。从年初的数据看，中国经济已经处于一个增速放缓的通道。在这种情况下，要维持中国经济稳中向好的局面，我认为重点需要处理好以下几个关系：

一是金融防风险与支持实体经济之间的关系。2月社融增速下降到11.2%，是2015年以来的最低水平。目前，社会融资的制约更多在于供给端而非需求端，货币政策在配合稳定宏观杠杆率的考量下，对实体经济有一定的紧缩压力。在金融防风险的同时，政策上也需要明确社融增速、M₂增速的底线在哪里。

二是财政强监管与基建托底总需求之间的关系。内需里面，基建对2017年固定资产投资的贡献度接近60%，而要保持中国经济增长不失速，基建投资的总体平稳至关重要。这就需要在对地方政府融资“开正门、堵偏门”的政策导向下，引导地方政府提高财政资金的使用效率，较快地适应融资环境的变化。

三是经济总量增长与质量提升之间的关系。“十九大”定下了中国经济从高速增长转向高质量发展阶段的总体发展基调，这也是今年财政和货币政策均立足“严监管”的重要依据。但高质量增长并非不要增速，制造

业的技术升级、新兴消费的崛起、宏观杠杆率的平稳去化，都需要在一个总体平稳的经济增速基础上去谈。

张斌：宏观经济管理一定要区分两类问题，两种政策。两类问题分别是总量问题和结构问题。前者关系到资源充分利用和经济稳定，后者关系到资源利用效率。这两类问题分别对应着两种政策，一种是稳定政策，另一种是改革。具体到宏观经济政策操作中，不能总是强调稳定政策，没有改革，这样经济增长潜力会持续下降；但也不能因为改革没到位，结构没有优化，就牺牲总量调节，这样无助于改革，没有得到使用的资源，也是一种浪费。

就中国目前情况而言，近期内总量问题不是很突出，货币和财政政策可以保持中性，但是要准备好应对经济下行的准备。货币政策执行当中，通货膨胀和就业目标应该放在首位，不要试图用货币政策解决结构问题，紧货币无助于解决结构问题。财政政策执行当中，总的财政支出力度选择不要被政府债务问题绑架。化解政府债务风险主要靠改革。

钟伟：谢谢两位的精彩剖析。就全球经济而言，经济复苏的不同步性和宏观政策的趋同并存，东南亚仍是热点。就2018年经济增长而言，美国相对乐观，且无过热之虞。就中国经济增长而言，增速稳中趋缓，增长质量稳中向好。两位都指出，当下宏观政策需要多方位磨合，结构优化需要总量稳定的大背景。考虑到内外部不确定性因素较多，经济开局向缓迹象明显，货币财政政策应当留有余地，保持弹性。■