



# 2019中国经济发展分析报告

【简版】

撰写：嘉肯咨询研究部

时间：2019年3月

---

上海嘉肯市场咨询有限公司

Tel: 86 21 6100 9400 Fax: 86 21 6100 9411

Email: [Info@CharColn.com](mailto:Info@CharColn.com)

Website: [www.CharColn.com](http://www.CharColn.com)

# 报告目录

## 一、2018年中国宏观经济回顾

- 经济发展结构
- 经济增长贡献率分析

## 二、货币与通胀

- CPI
- PPI
- 货币

## 三、经济活力与动能

- PMI
- 社会融资规模
- 新增贷款部门结构
- 居民人均可支配性收入

## 四、中国宏观杠杆率：去杠杆到稳杠杆

## 主要观点

- 传统的体制是最大的灰犀牛。
- 造成国有企业高杠杆及地方政府隐性债务大量积累的根本原因在于传统体制，这包括软预算约束、政企不分、中央政府兜底以及金融体系的体制偏好等。这些恰恰是传统体制的弊端。

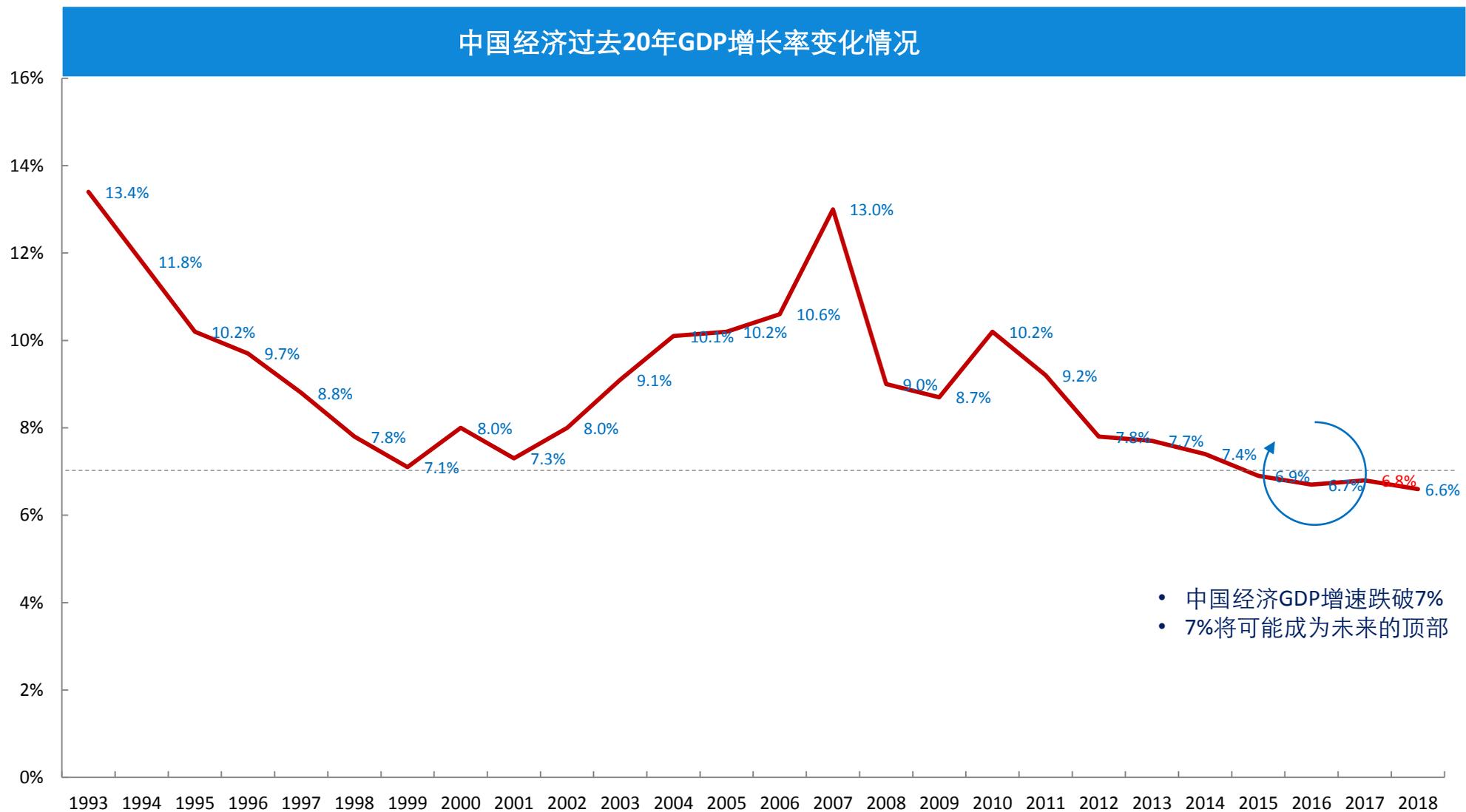
——中国社会科学院张晓晶

- 我国宏观杠杆率攀升的主要原因是资本产出比的快速上升，从均衡状况看，储蓄率是决定宏观杠杆率绝对水平的最关键变量。因而降低均衡状况下杠杆率关键在于如何控制储蓄率水平。
- 降储蓄率，其核心又在于如何通过收入分配改革提升居民利息、红利等财产性收入，增强居民信心，进而提升居民消费意愿。

——西南证券研究发展中心

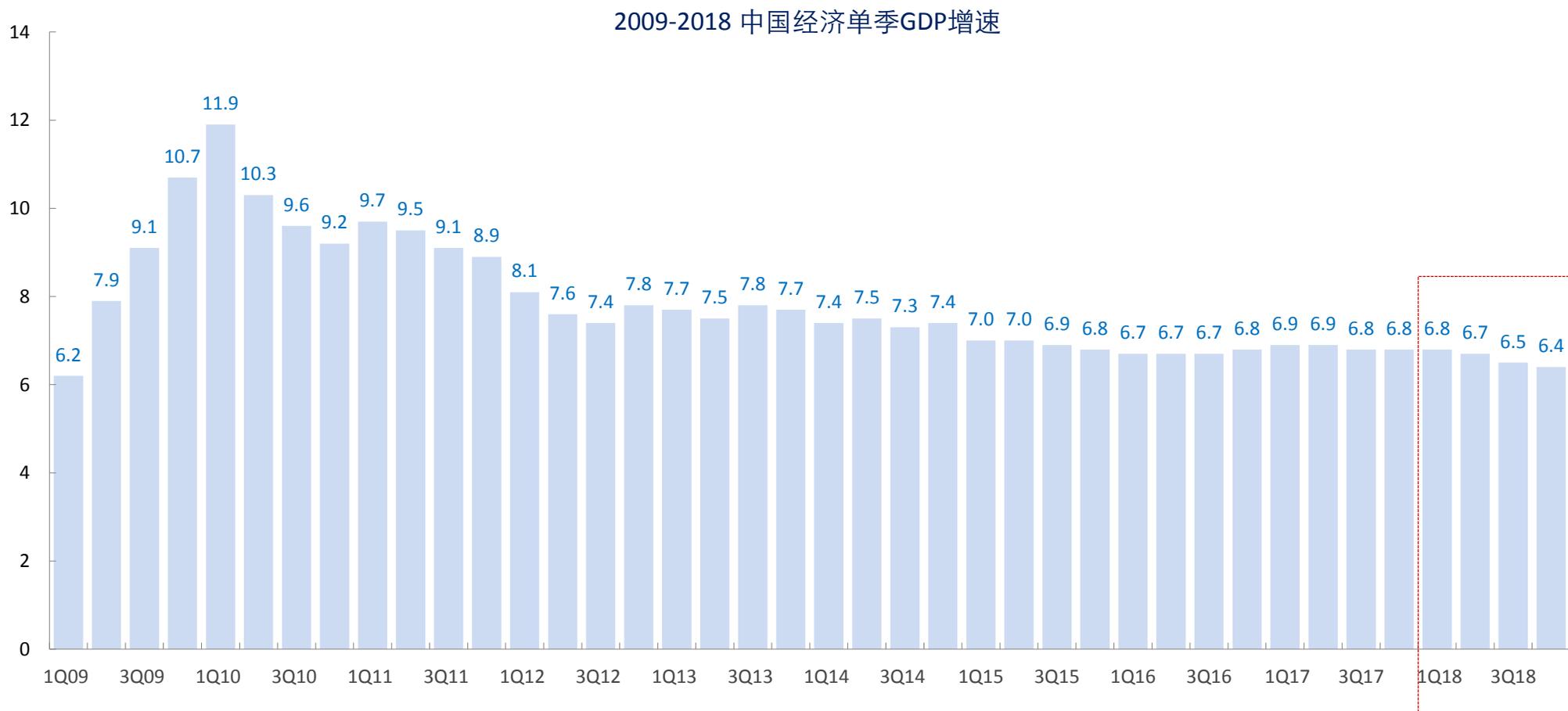
# 一、宏观经济发展结构

# 2018年中国GDP增长6.6%



# 2018年，季度GDP增速并没有延续上年度的良好势头

- 从结构而言，2018年受中美贸易摩擦和金融去杠杆影响，季度GDP增速没有延续上年度的良好态势，增速持续回落，第四季度下探6.4%的阶段性低点，接近2008年底水平。
- 保增长，扭转经济增速下滑预期是2019年最为迫切的任务。

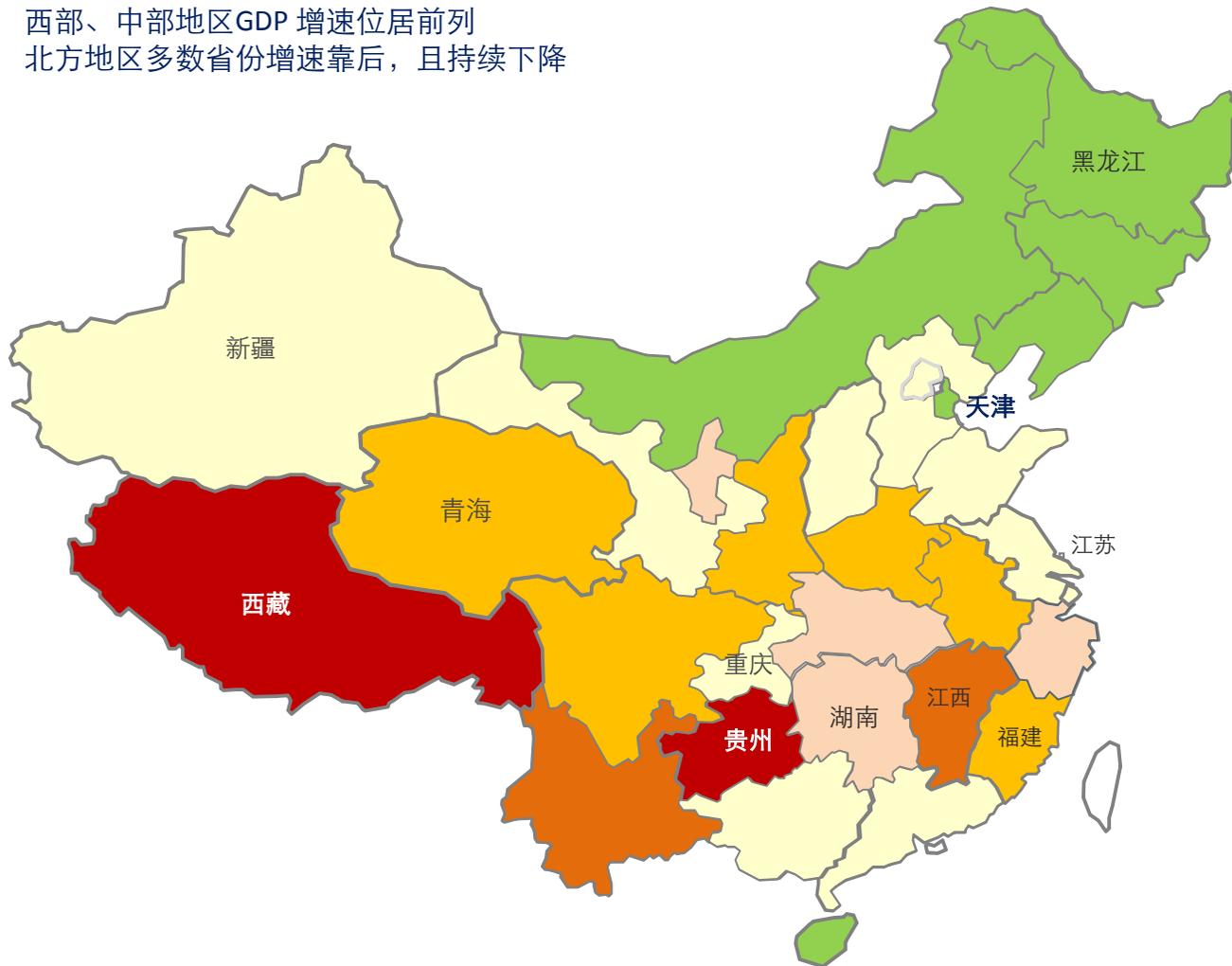


数据来源：中国统计局

# 2018-北方省市GDP 增速靠后 福建省逆势增长

2018年度 全国各省市GDP 增速示意图

- 西部、中部地区GDP 增速位居前列
- 北方地区多数省份增速靠后，且持续下降

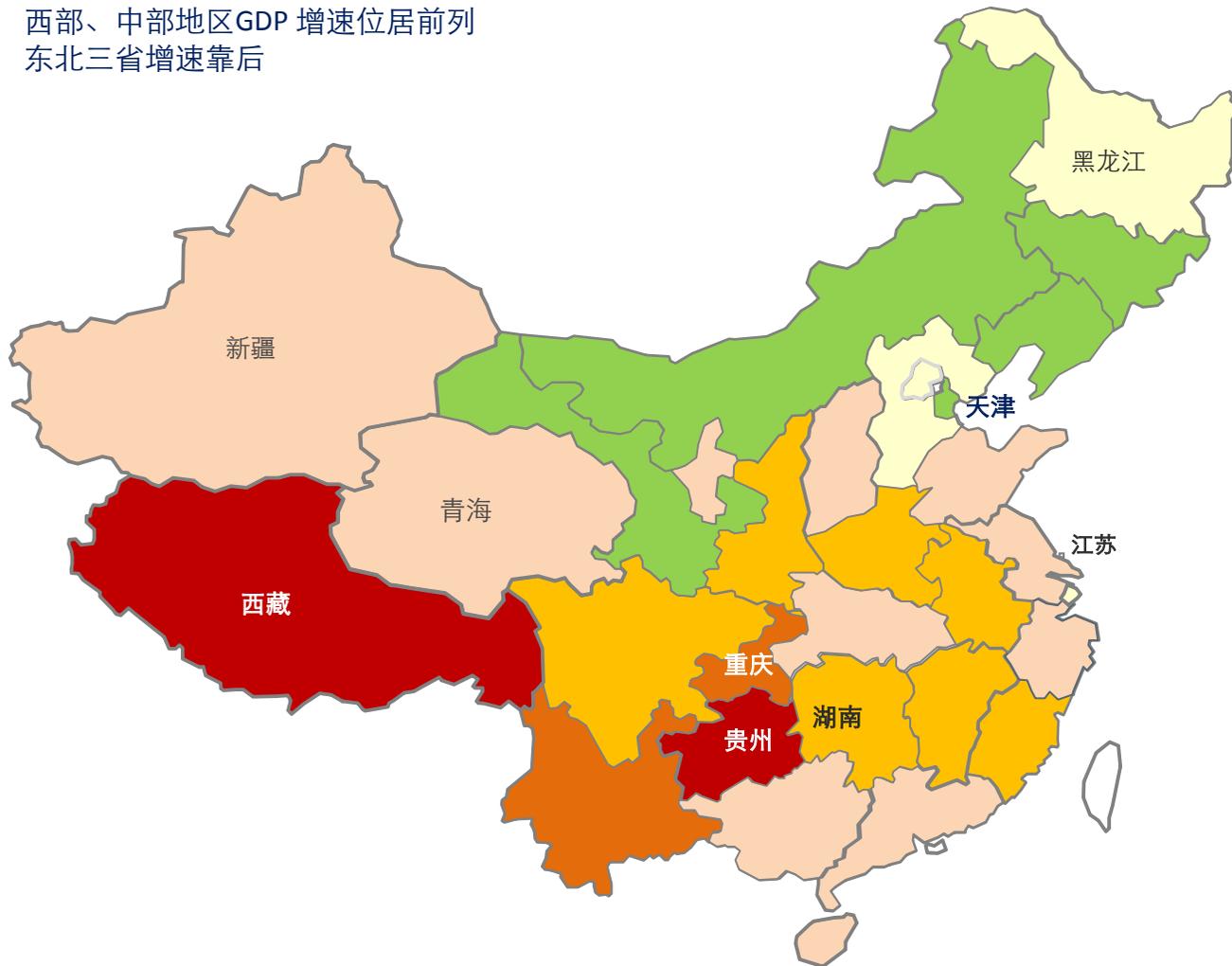


	2017	2018
西藏	10.0%	10.0%
贵州	10.2%	9.1%
云南	9.5%	8.9%
江西	8.9%	8.7%
青海	7.3%	8.4%
福建	8.1%	8.3%
陕西	8.0%	8.3%
安徽	8.5%	8.0%
四川	8.1%	8.0%
湖南	8.0%	7.8%
湖北	7.8%	7.8%
河南	8.4%	7.6%
浙江	7.8%	7.1%
宁夏	7.8%	7.0%
广东	7.5%	6.8%
广西	7.3%	6.8%
江苏	7.2%	6.7%
山西	7.0%	6.7%
上海	6.9%	6.6%
河北	6.7%	6.6%
北京	6.7%	6.6%
山东	7.4%	6.4%
甘肃	3.6%	6.3%
重庆	9.3%	6.0%
新疆	7.6%	6.0%
海南	7.0%	5.8%
辽宁	4.2%	5.7%
内蒙古	4.0%	5.3%
黑龙江	6.4%	5.0%
吉林	5.3%	4.5%
天津	3.6%	3.6%

# 2017-沿海发达省市GDP增速靠后 中西部地区成新的增长亮点

2017年度全国各省市GDP增速示意图

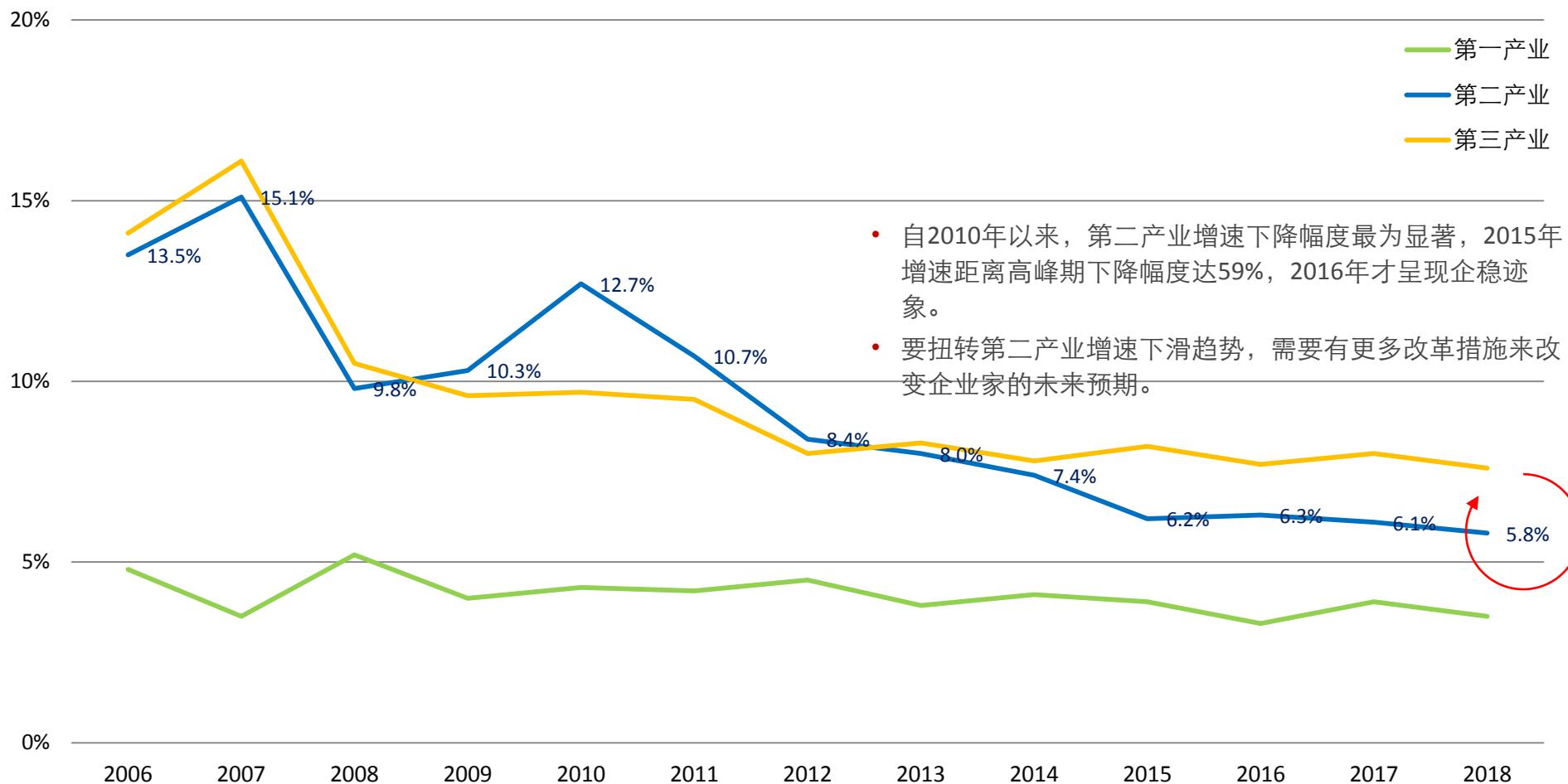
- 西部、中部地区GDP增速位居前列
- 东北三省增速靠后



	2016	2017
贵州	10.5%	10.2%
西藏	10.0%	10.0%
云南	8.7%	9.5%
重庆	10.7%	9.3%
江西	9.0%	8.9%
安徽	8.7%	8.5%
河南	8.1%	8.4%
福建	8.4%	8.1%
四川	7.7%	8.1%
湖南	7.9%	8.0%
陕西	7.6%	8.0%
湖北	8.1%	7.8%
宁夏	8.1%	7.8%
浙江	7.5%	7.8%
新疆	7.6%	7.6%
广东	7.5%	7.5%
山东	7.6%	7.4%
青海	8.0%	7.3%
广西	7.3%	7.3%
江苏	7.8%	7.2%
海南	7.5%	7.0%
山西	4.5%	7.0%
上海	6.8%	6.9%
河北	6.8%	6.7%
北京	6.7%	6.7%
黑龙江	6.1%	6.4%
吉林	6.9%	5.3%
辽宁	-2.5%	4.2%
内蒙古	7.2%	4.0%
天津	9.0%	3.6%
甘肃	7.6%	3.6%

# 产业结构细分：第二产业增长引擎动能不足

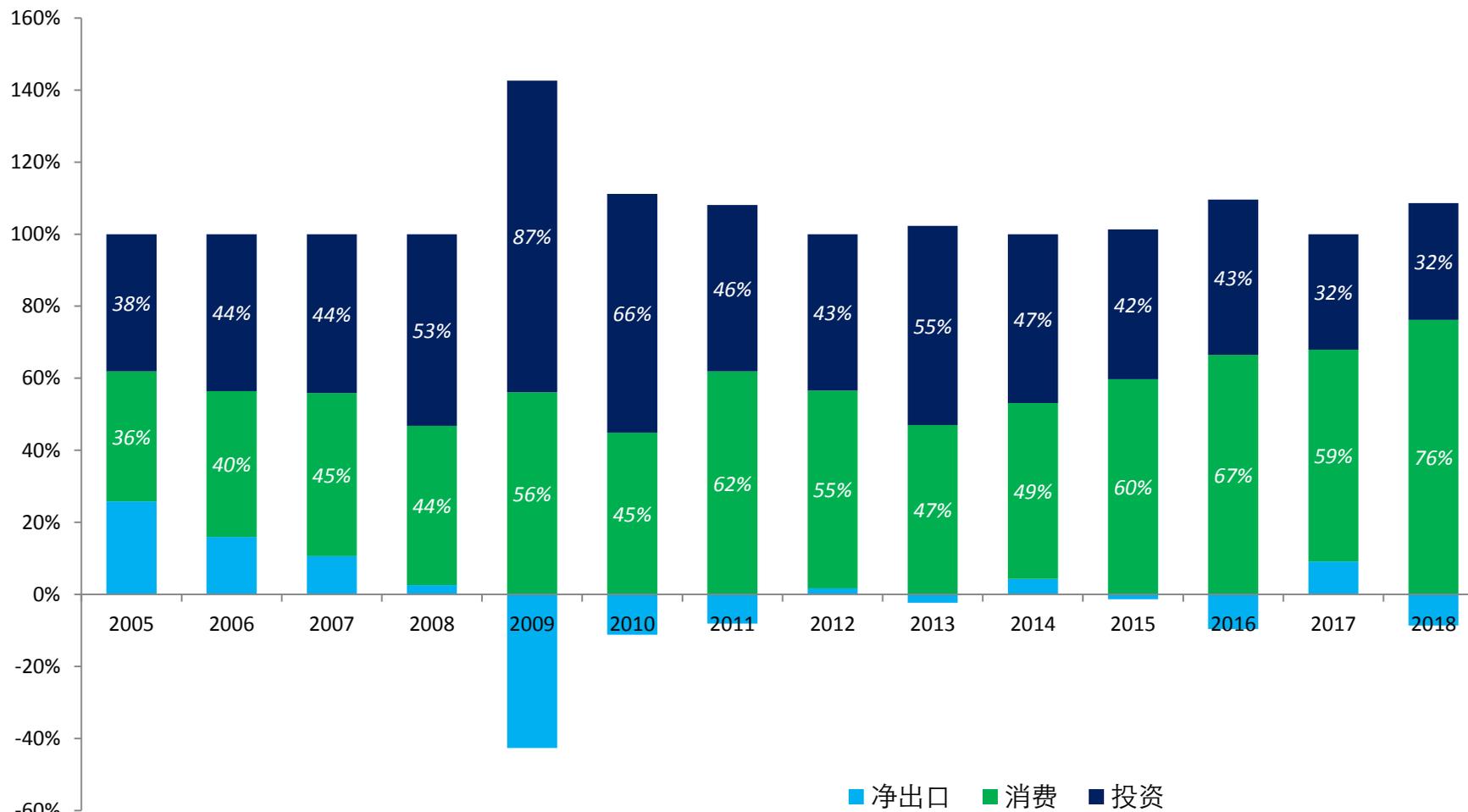
中国经济三大产业年度GDP增长率变化情况



数据来源：中国统计局

# 增长贡献率分析：消费支出贡献率达76.2%

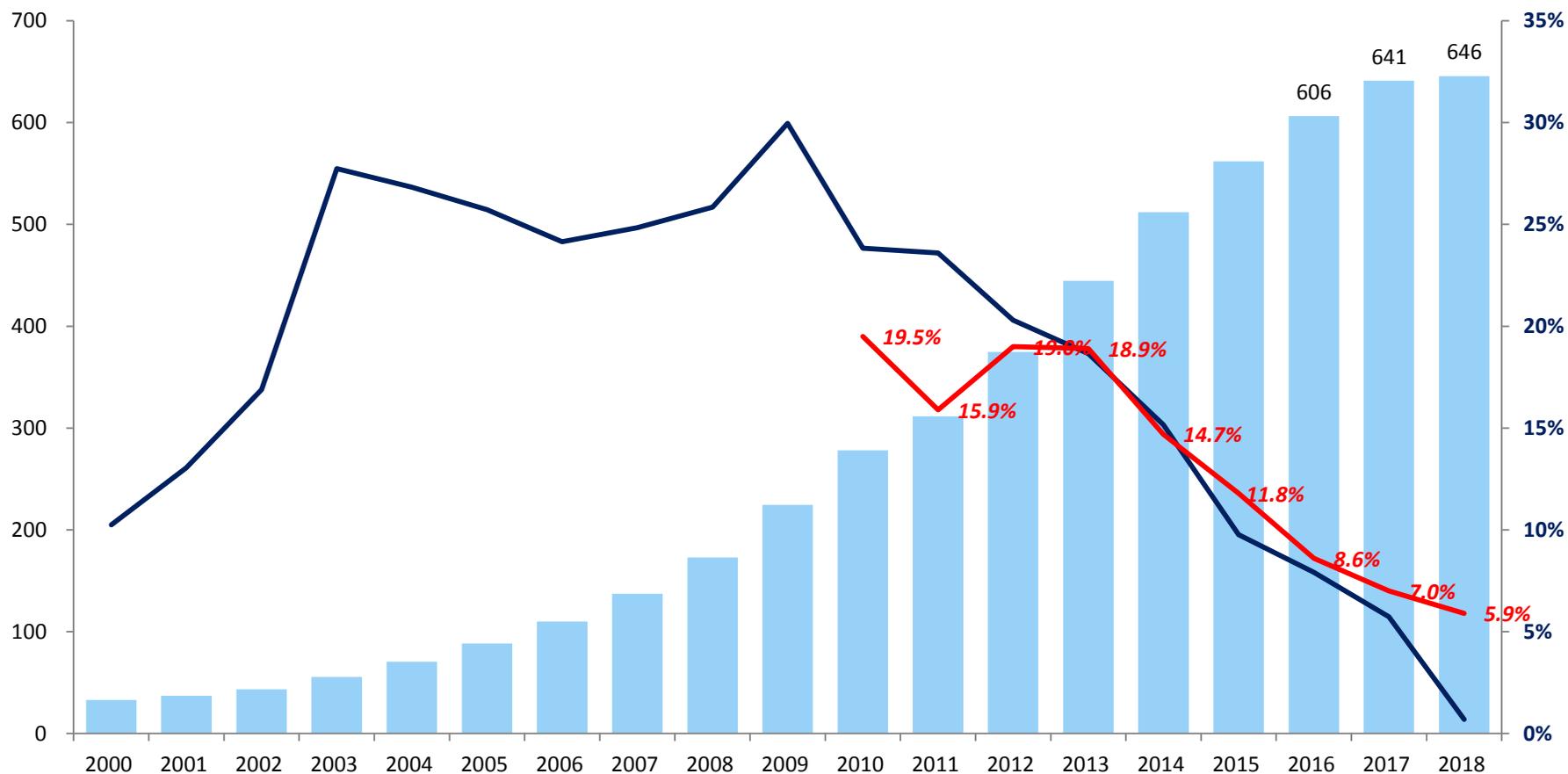
2005-2017 三大需求对GDP增长的贡献率



数据来源：中国统计局

# 投资：增速持续回落，2018年实际增速5.9%

2001-2018年中国全社会固定资产投资总额及增速变化（单位：千亿元）

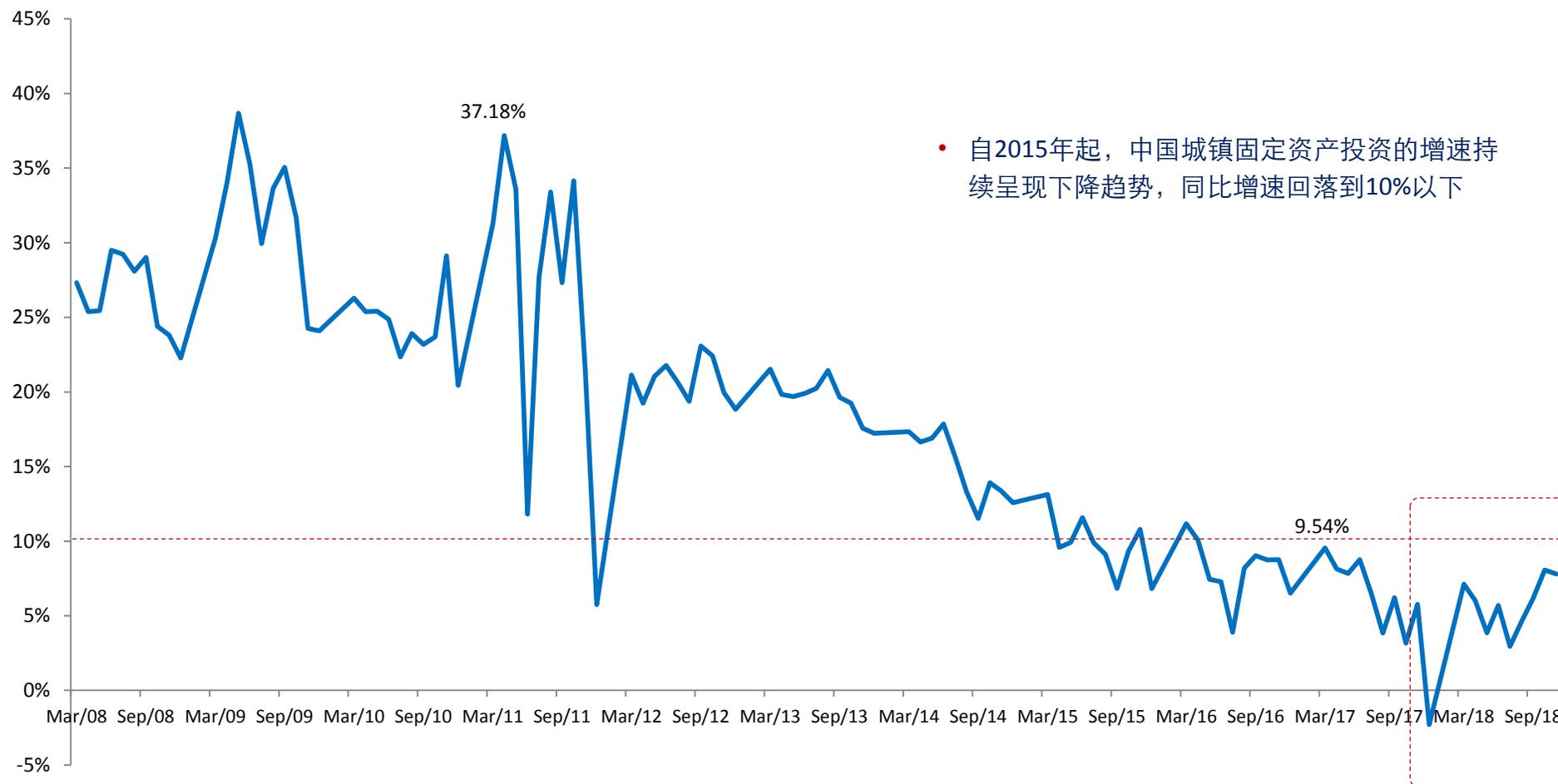


注：从2011年开始，固定资产投资统计的起点标准从计划总投资50万元提高到500万元，因此2011年全社会固定资产投资绝对数与2010年不可比，但比上年增速是按可比口径计算的。2010年后为实际增速

数据来源：中国统计局

# 参考：中国城镇固定资产投资月度增速变化

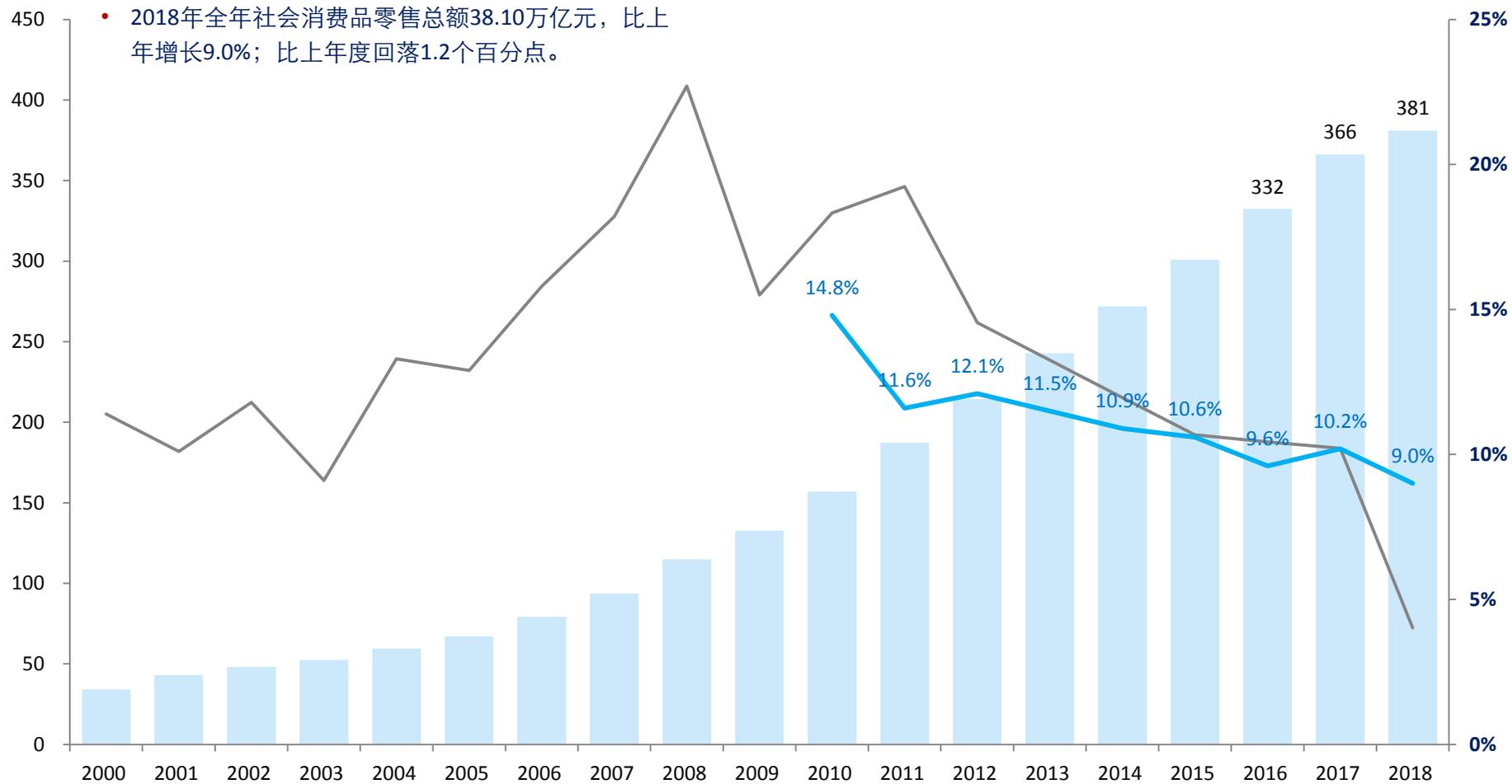
2008-2018年中国固定资产投资增速变化 (%)



来源：东方财富网-城镇固定资产投资，中国统计局

# 消费：2018年增速为9.0%

2000-2018年中国社会消费品零售总额及实际增速变化（千亿元）

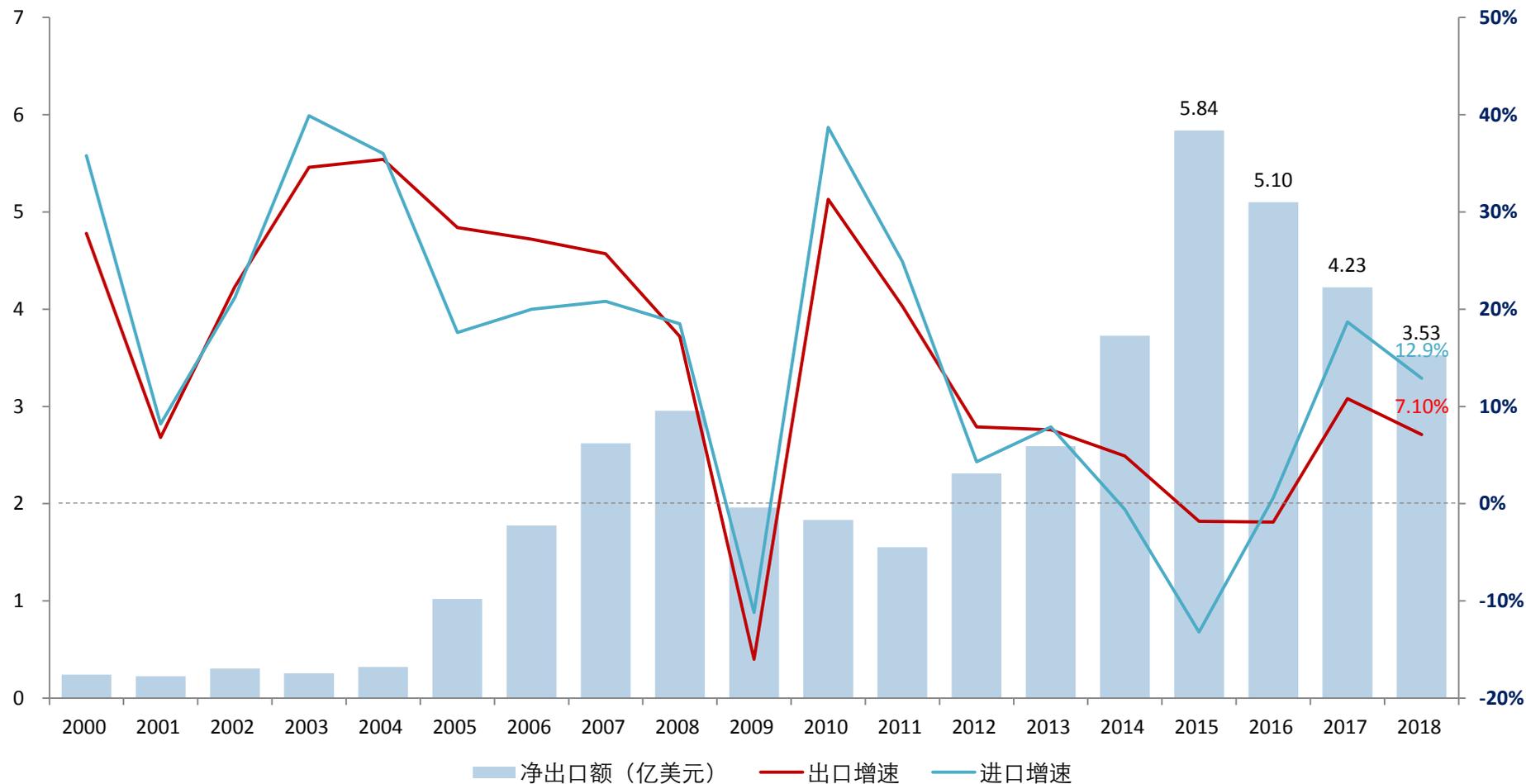


注：图中2011年至2014年数据根据第三次经济普查结果进行修订。2010年后为实际增速

来源：中国统计局

# 对外贸易：2017年进出口总值同比增长9.7%

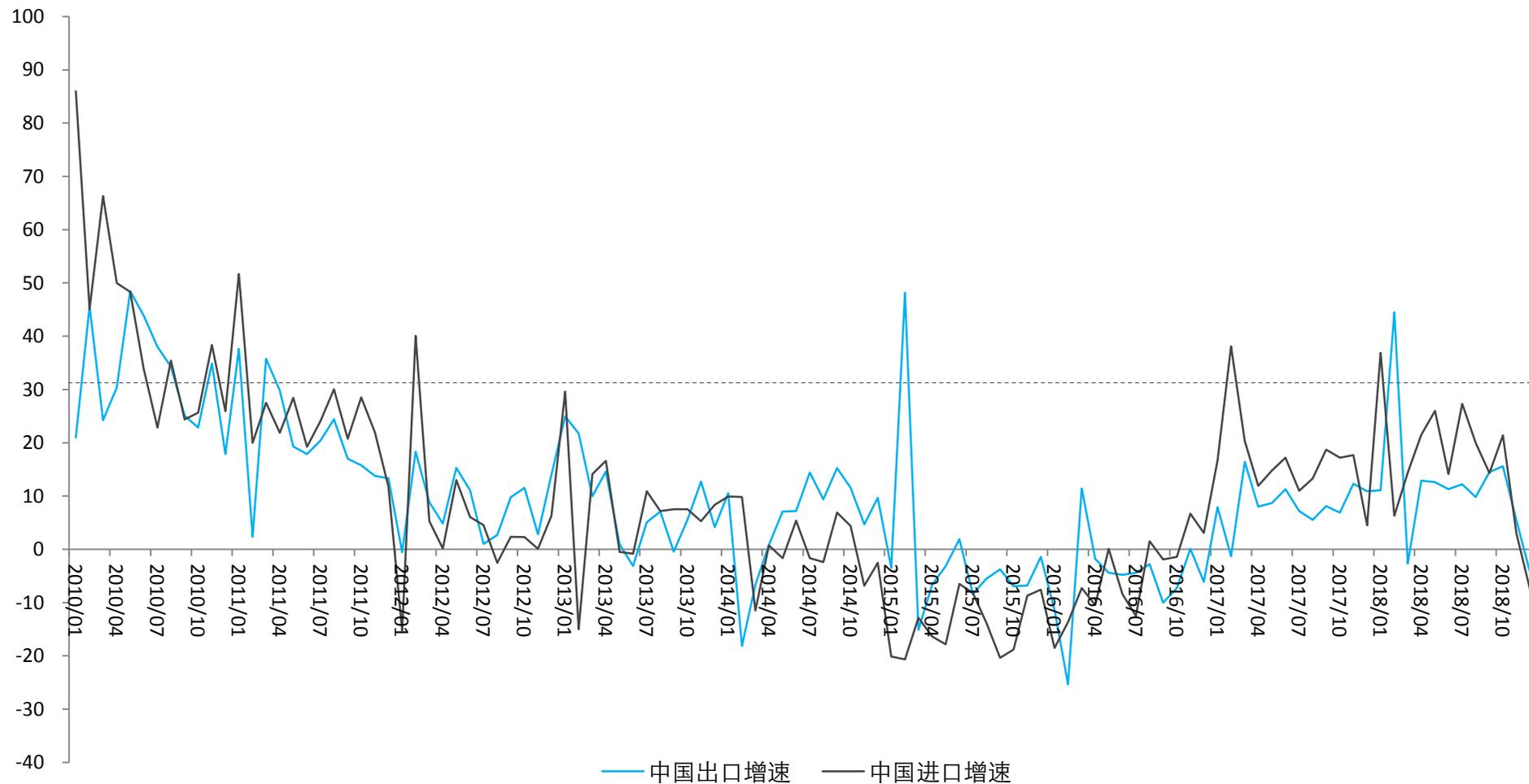
2000-2018年对外贸易进出口增速及净出口额变化（千亿美元）



注：自2013年开始，进出口额单位开始用RMB

# 参考：进出口贸易月度增速变化

2010-2018年中国货物与服务进出口增速变化 (%)



来源：宏观经济月度数据手册，中国统计局

## 二、货币与通胀

# 货币：自2月份开始，M1增速跌穿M2

2012-2018年中国货币供应M1,M2增速变化 (%)



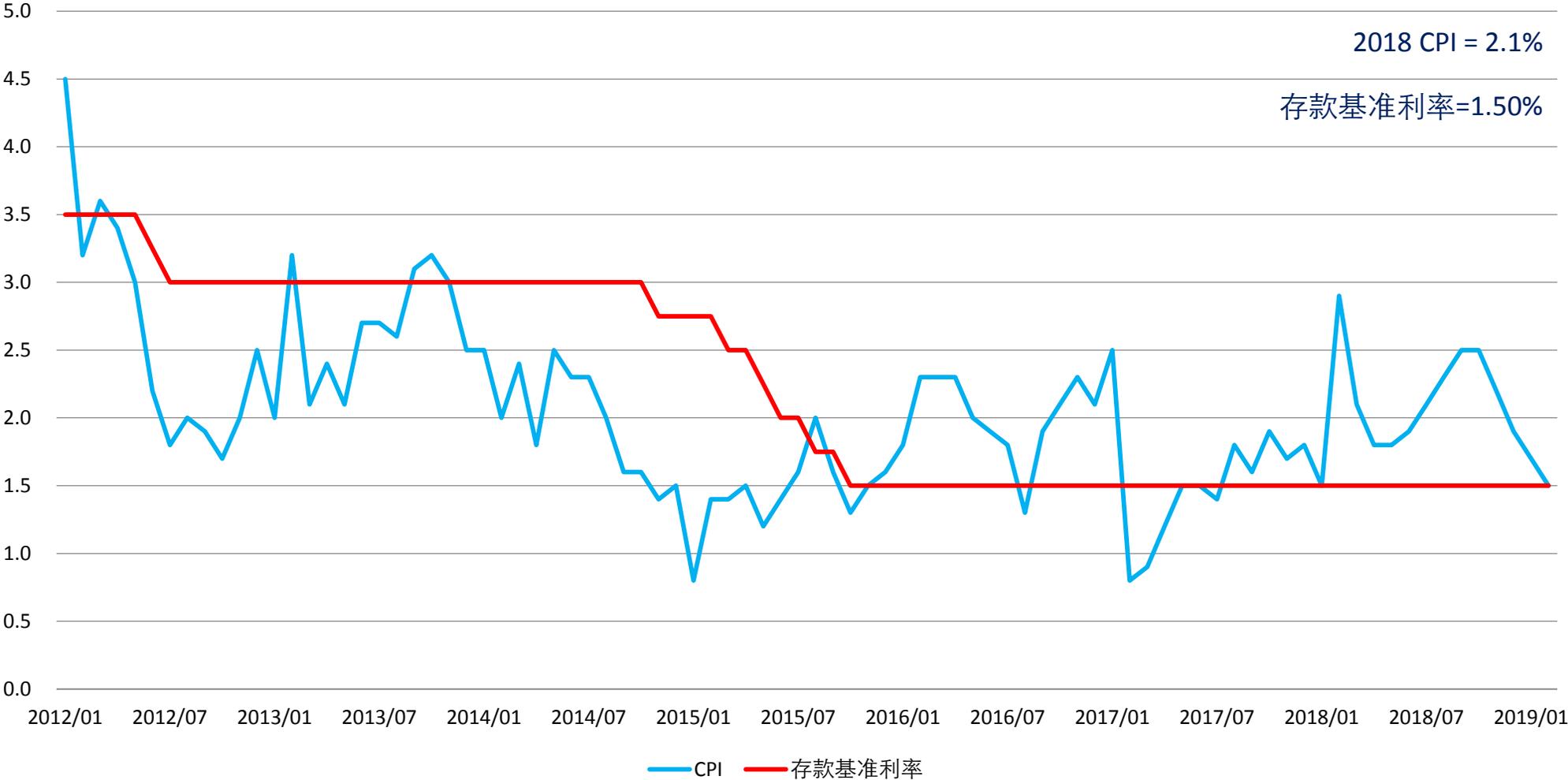
M1: 狭义货币供应量，即M0 + 企事业单位活期存款；

M2: 广义货币供应量，即M1 + 企事业单位定期存款 + 居民储蓄存款。

说明：剪刀差（M2-M1增速）越小，货币供应量存款活期化倾向越高，经济活力越高，剪刀差越大，存款定期化比重较高。

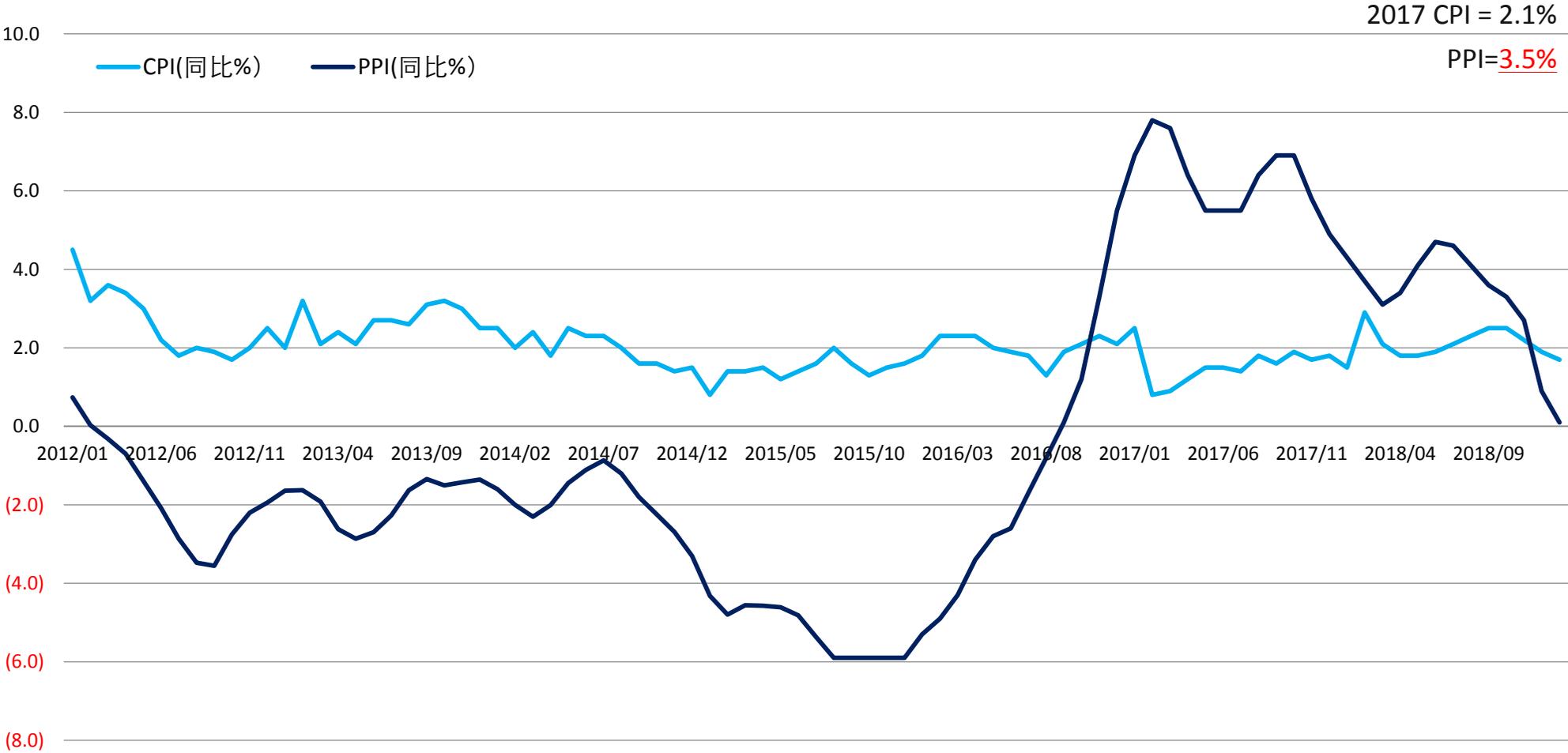
# CPI: 2018年度 2.1%

2012-2018年月度CPI 和存款基准利率变化



# PPI: 2018年度 3.5%

2012-2018年月度CPI和PPI变化

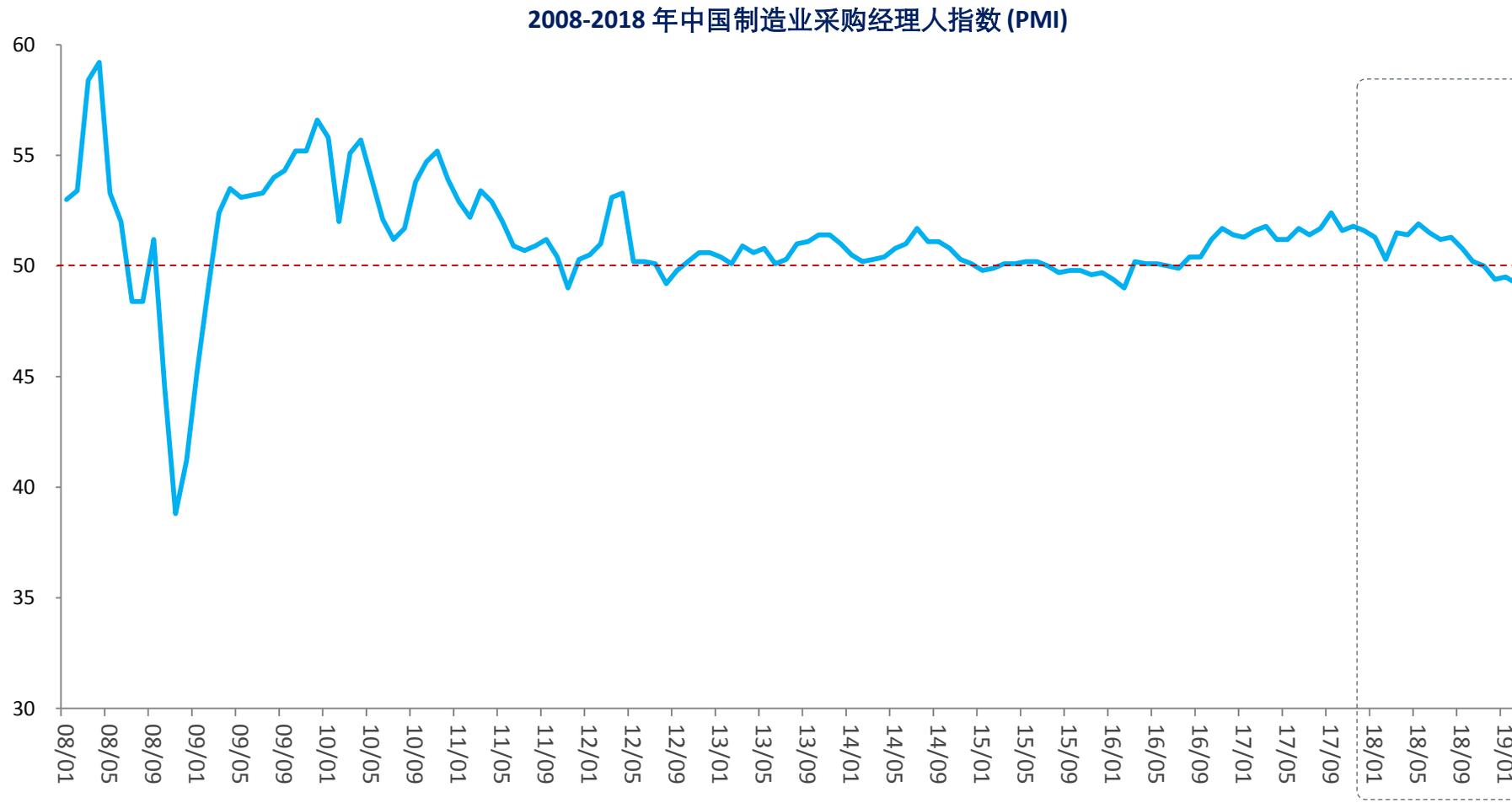


PPI 又称作生产者物价指数：生产者物价指数主要的目的在衡量各种商品在不同的生产阶段的价格变化情形。

### 三、经济活力与动能

# 中国制造业采购经理人指数 (PMI)

- 自2015年1月，中国PMI指数就一直徘徊在临界点50%下方，并呈下降扩大态势，表明中国制造业增长动力不足。艰难维持增长态势。但2016年3月，PMI指数跃居50%上方，并呈现温和上扬态势。
- 2018年度，自5月份，PMI指数再次呈下降趋势。12月份跌破50，重回荣枯线下方。

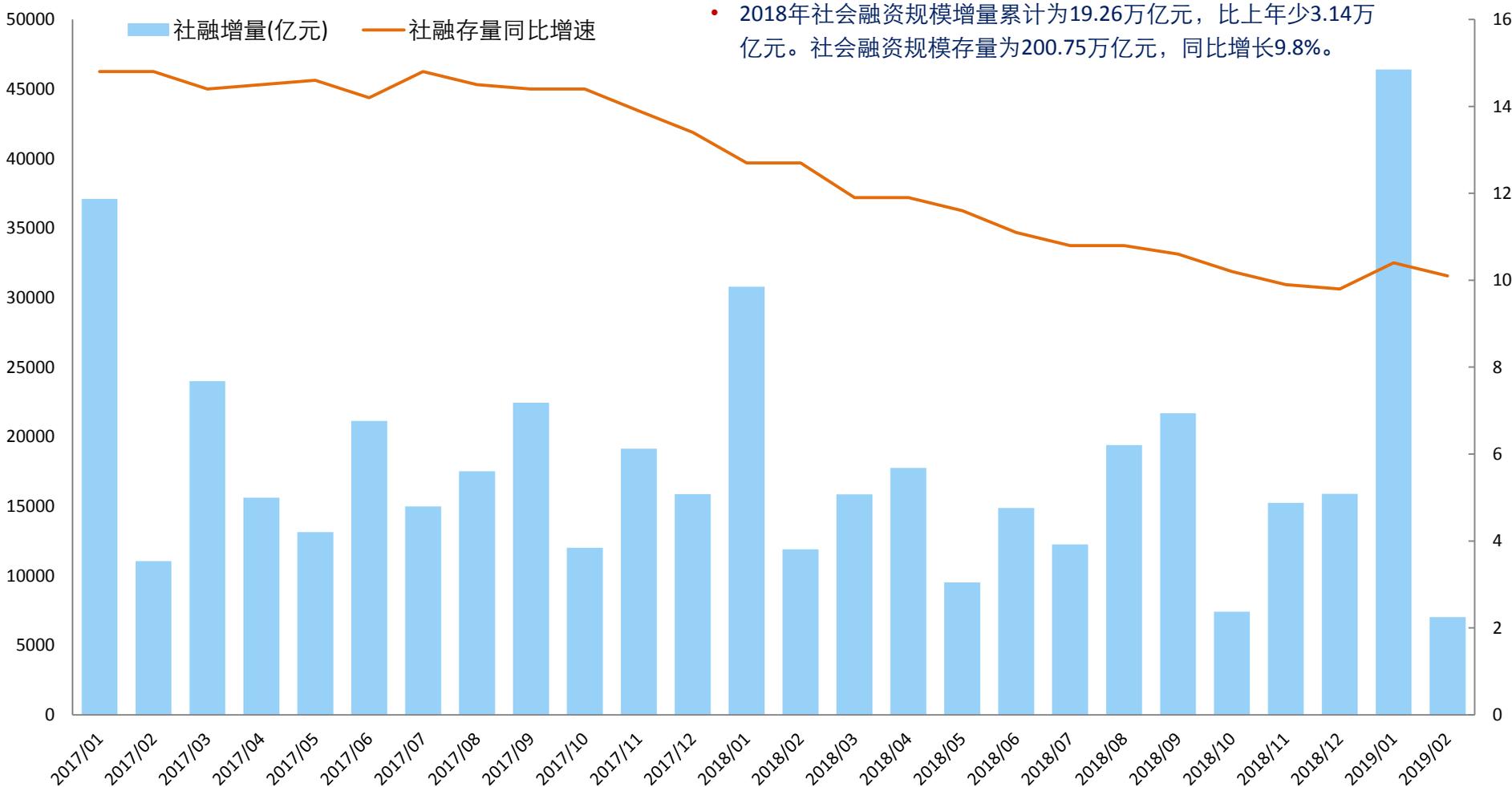


PMI 指数：衡量制造业在生产、新订单、商品价格、存货、雇员、订单交货、新出口订单和进口等八个方面状况的指数。

来源：财新PMI指数

# 2018年社会融资规模增量累计为19.26万亿元

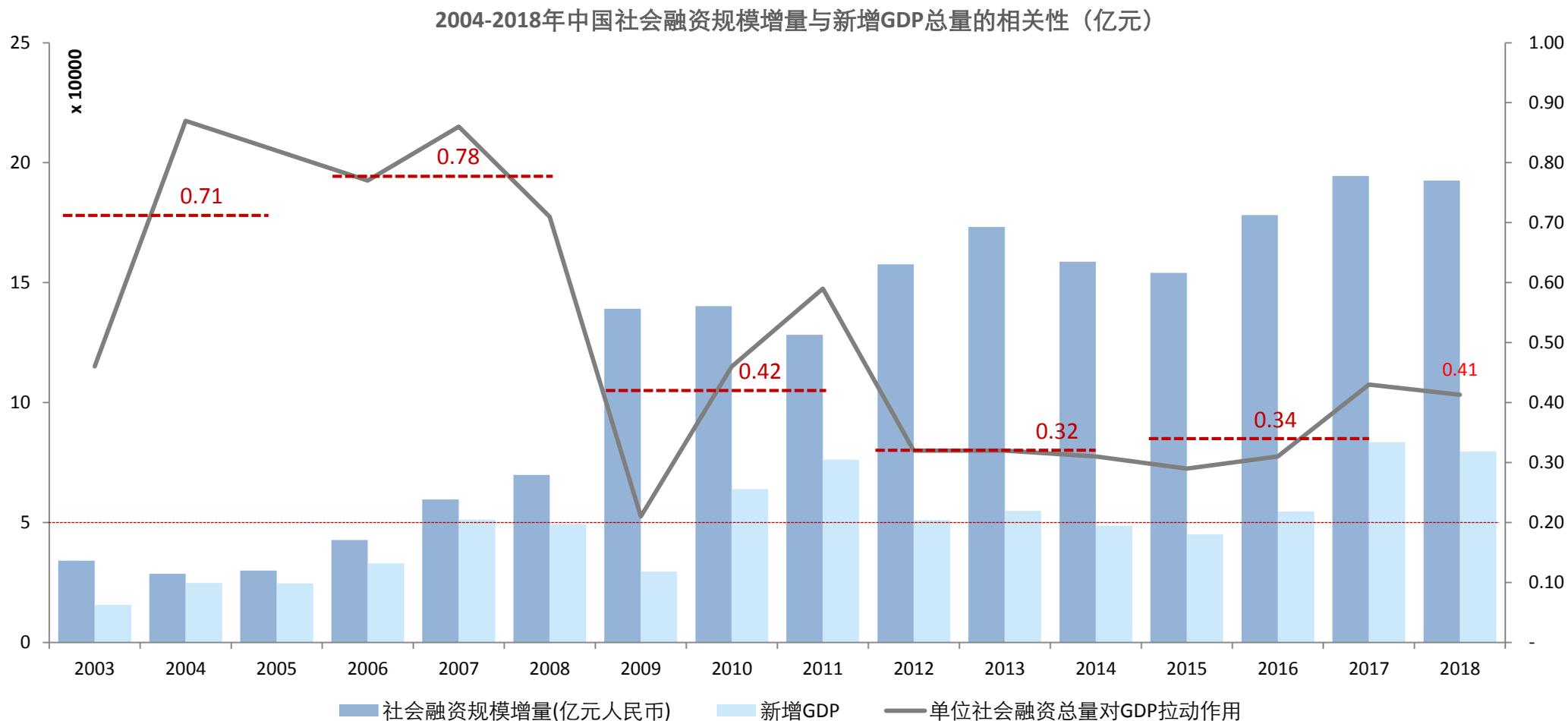
2017-2018年中国社会融资规模存量同比增速 (%)



来源：中国人民银行 嘉肯咨询

# 社会融资规模对GDP拉动效应逐步减弱

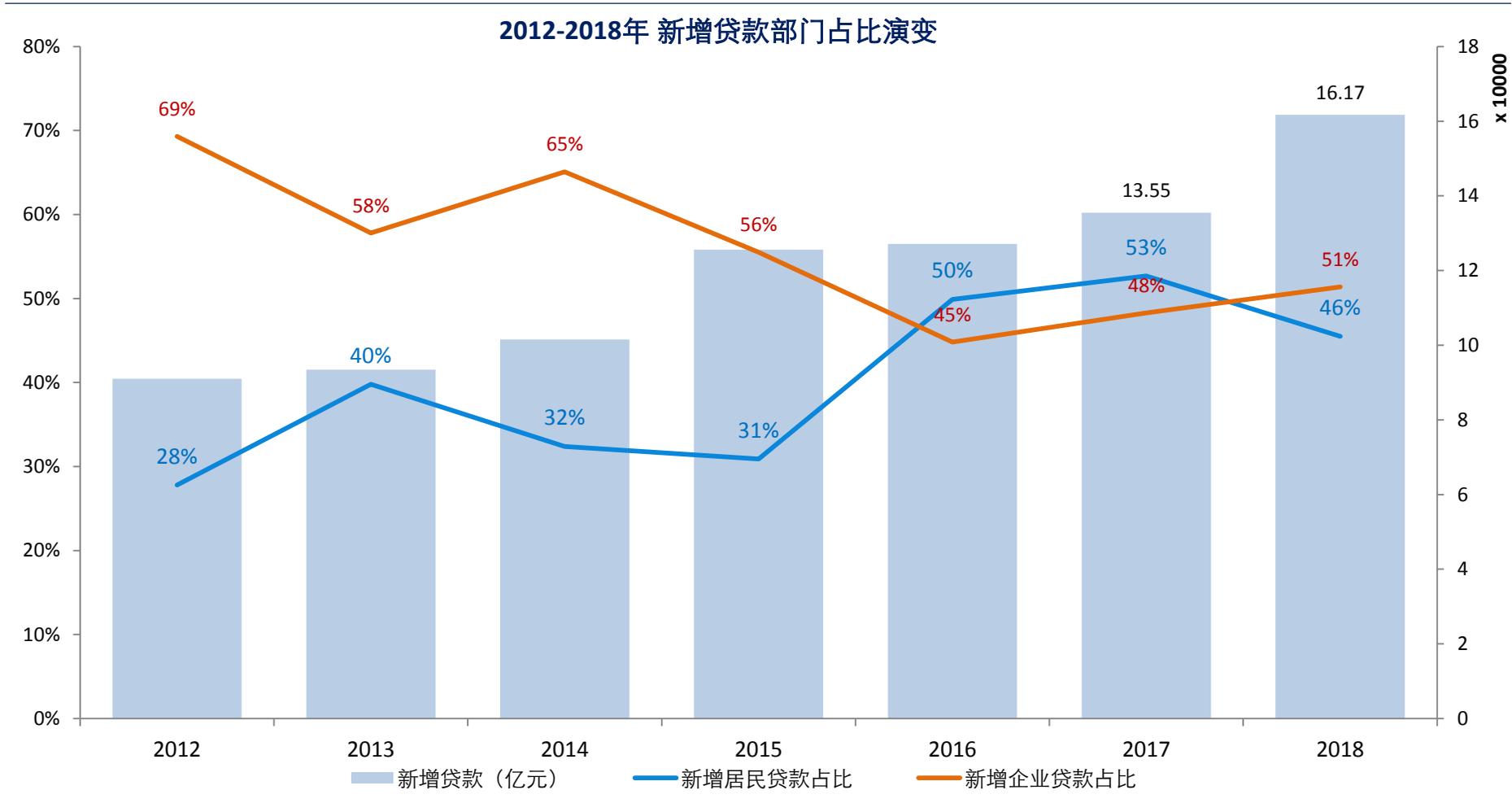
- 比较发现：2016年稳增长所使用的货币量远超过去历史。2016年社会融资规模增量达到17.8万亿，新创造的GDP仅为5.45万亿，而早在2007年时我们每年的新增GDP就在5万亿左右，而当时只需要投入7万多亿的融资。
- 单位社会融资规模增量对新增GDP的拉动系数，由十年前的0.78，下降到0.34。



单位社会融资规模增量对GDP拉动率=新增GDP/社会融资规模增量

# 房地产支撑中国-人民币信用依赖房地产市场

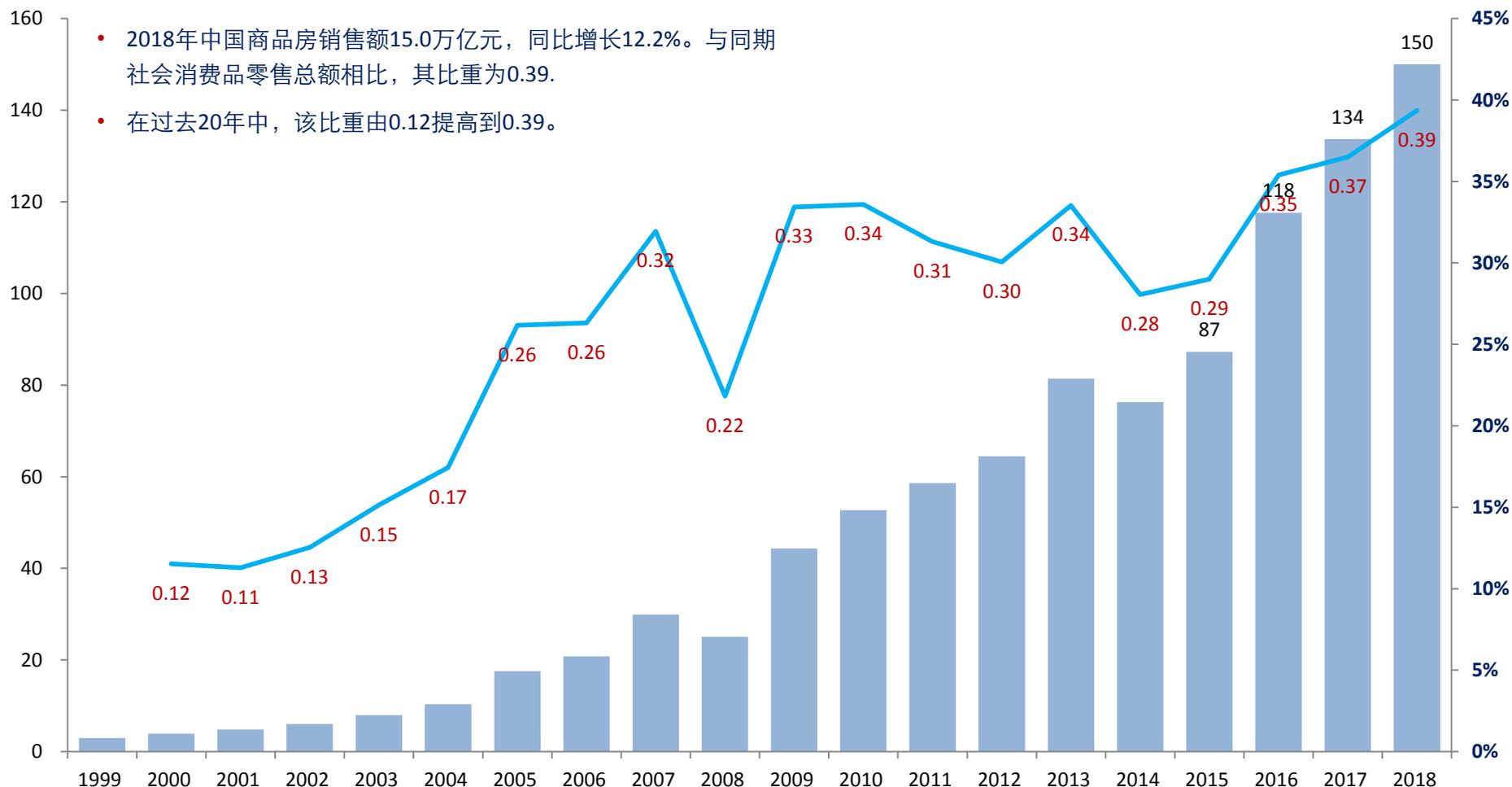
- 从2012年到2017年，居民贷款占比从28%剧烈上升到53%，而居民贷款则主要流向房地产消费，一条完整的逻辑链条：人民币信用依赖商业银行借款，商业银行的借款质量则依赖房地产市场。
- 2018年，在楼市交易严控的大背景下，居民贷款占比回落到46%。



注意：这两者之和略高于100%，这是因为还有另外一个贷款部门，非银行金融企业也有贷款，不过规模不大。

# 2018年中国商品房销售额：15.0万亿元 与社会消费品零售总额的比重为0.39

1999-2018年中国商品房销售总额（千亿元）及与社会消费品零售总额占比



数据源：中国国家统计局

# 居民消费支出增速持续下降，仅为5.6%

- 从1991年至今，中国城镇居民的消费性支出增幅有两次低点，第一次是1998年，当年度的人均消费支出增幅只有3.5%。这一年中国启动住房商品化改革，并启动惨烈的国企改革，抓大放小，把不挣钱的国企全部卖掉。
- 2018年，中国居民消费性支出增幅下降到5.6%，乃是1990年以来的次低值。老百姓再次陷入没钱消费的境地。而这一次跟1998年的国企大规模亏损导致的居民消费力低下不一样。居民高杠杆率压缩了消费能力，减税是当下继续选项。



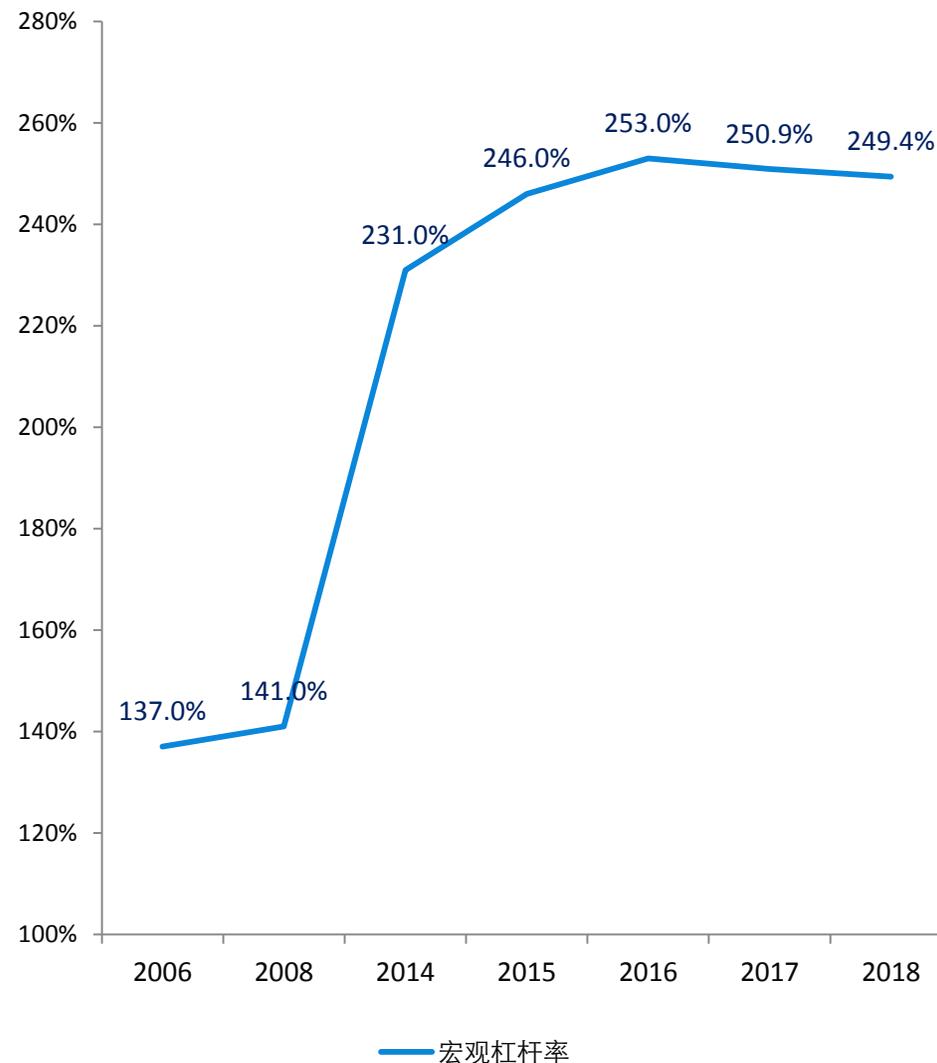
数据源：中国国家统计局

## 四、宏观杠杆率

# 从宏观去杠杆，到稳杠杆，保增长！

- 2017年中国宏观杠杆率为250.9%，已经接近于美国，特别是在治理上还是有很大问题。
- 2008-2016年，中国每年宏观杠杆率上升12个百分点以上，2017年得到控制但仍在上升。杠杆率首次下降出现在2018年，但是中国经济也为此付出了代价，如去年金融市场上有各种各样的声音，甚至是恐慌；还有就是一些民营企业“很受伤”。
- 特别是2018年底社融规模存量增速的持续下降，已经引起经济降速的担忧，政策取向已经由去杠杆转变为稳杠杆，保增长！
- 2018年，中国宏观杠杆率的下降主要是来自企业部门杠杆率的下降，特别是民营企业杠杆率下降。从实体经济来看，政府的杠杆率是微升的，居民杠杆率上升非常快，只有企业部门杠杆率出现了下降。
- 这基本符合政府预期，中央在提出结构性去杠杆时，重要的点就是去掉企业的杠杆，同时去掉地方政府的隐性杠杆。但担忧在于国有企业：国企债务占企业债务比重，从较低点的57%上升到2018年的67%，升了10个百分点。
- 中国社会科学院张晓晶认为：传统的体制是最大的灰犀牛。造成国企高杠杆及地方政府隐性债务大量积累的根本原因在于传统体制，这包括软预算约束、政企不分、中央政府兜底以及金融体系的体制偏好等等。这些恰恰是传统体制的弊端。

2008-2018年 中国宏观杠杆率变化



数据源：中国人民银行、BIS

# 如何合理降宏观杠杆率？

## 改善收入分配，减税，增加居民可支配性收入

- 如何合理有效的降低宏观杠杆率
- 宏观杠杆率为资本产出比与资产负债率的乘积，因而控制宏观杠杆率意味着控制资本产出比或控制资产负债率。
- 由于我国宏观杠杆率攀升的主要原因是资本产出比的快速上升，因而控制资本产出比上升趋势或上升速度是控制宏观杠杆率的关键。从均衡状况看,储蓄率是决定宏观杠杆率绝对水平的最关键变量。因而降低均衡状况下杠杆率关键在于如何控制储蓄率水平。
- 收入分配是高储蓄产生的原因，因而降低储蓄率，实现经济转型关键在于改善收入分配。
- 与其他国家不同，我国高储蓄率形成原因主要由于企业储蓄率过高，在占GDP近50%储蓄中,居民储蓄和企业储蓄各占一半左右。然而，企业储蓄增加与居民收入增加并无关系。
- 相对于占GDP达20%以上的企业储蓄，居民利息收入和红利收入占GDP的比例仅为3%和0.3%。显示企业并未将自身储蓄转移至居民，因而导致居民消费需求不足，经济难以转型。
- 而持续偏高的企业储蓄也推高了总体储蓄率，也形成了高度依赖投资的经济结构。因而降储蓄率，关键在于如何通过收入分配改革提升居民利息、红利等财产性收入，进而提升居民消费意愿。

参考：以“过度信贷”经验判断目前中国居民杠杆率已处高位。

- BIS学术论文曾基于多国经验，提出“过度信贷”是金融危机的典型特征，而“债务率差”（Credit-to-GDP Gap）为捕捉“过度信贷”的有效方式。债务率差越高，经济发生严重银行危机的可能性也越高。
- 这一指标备受各界重视，巴塞尔协议III甚至将债务率差作为设置银行逆周期资本缓冲的一项参考指标。债务率差的直观含义为杠杆率偏离长期均衡水平的幅度，计算方面通常利用债务率的当期水平扣紧潜在趋势值的缺口，作为债务率差。
- BIS数据库公布各国债务率差，其中美国私人非金融部门债务率差在1987年与2007年末达到峰值，恰好对应两次重大金融危机。
- 依照债务率差定义，利用HP滤波法计算得到中国居民部门债务率差。结果发现，中国居民部门债务率差分别在2010年二季度和2017年三季度达到阶段性高点。2017年以来阶段性高点的债务率差指向当前中国居民部门杠杆率存在一定风险。

图:BIS公布的债务率差能够有效捕捉“过度信贷”



数据源：广发证券发展研究中心、BIS

# THE END

---

## 专注智信·慧见洞察

上海嘉肯市场咨询有限公司

项目总监：刘敏

E-mail: [Scarlett.liu@charcoln.com](mailto:Scarlett.liu@charcoln.com)

Tel: 021- 6100 9400 - 8001

更多行业研究信息：[www.charcoln.com](http://www.charcoln.com)