稳中有降：2018 年初以来经济景气分析及下半年预测

2018 年初以来，我国经济整体保持平稳运行。一是实体经济保持稳健，一季度实际 GDP 同比增长 6.9%，前五个月工业增加值累计同比增长 6.9%，略好于预期；二是 CPI 运行中枢小幅抬升，同比均值在 2%左右，PPI 运行中枢则大幅回落，同比均值在 3.6%附近，与 CPI 的剪刀差收窄，与总需求的整体相对疲弱一致；三是前五个月进出口总值 11.6 万亿元，同比上升 8.8%，贸易顺差同比下降近 30%，对外贸易依然呈现向好态势；四是受金融去杠杆背景下表外回表的影响，1-5 月社融同比增速下滑至 10.3%，M2 同比增速在个位数低位徘徊，但信贷结构有所优化，资金呈现脱虚向实；五是财政收支均实现较快增长；六是在前期美元偏弱影响下，人民币汇率运行中枢整体下移至 6.4 左右，但仍保持双向波动态势。

然而，当前我国经济在需求侧隐现一定下行压力。1-5 月投资增速下行至 6.1%，为新世纪以来低点。拆分来看，主要受基建下滑的拖累，制造业相对较稳；消费增速跌至个位数，5 月同比增长仅 8.5%。中央政治局会议时隔三年再提“扩大内需”，内需放缓一方面是主动调整结果，包括地产调控、环保督查、供给侧结构性改革、金融去杠杆等因素；另一方面也受到中美贸易摩擦、国际地缘政治、油价上行、国际货币环境收紧等外部影响。本文将利用部门前期开发的“基于新型克强指数的经济景气监测预警模型”对当前经济周期态势和经济景气状况进行分析和判断。

对于 2018 年初以来经济景气的基本研判与预测结论是：**当前我国经济仍然位于绿色正常区域，下半年整体经济将呈现稳中有降特征，但先行指数显示未来经济或将企稳，从而有望在今后三至五年站稳中高速增长台阶。**

一、利用新型克强指数对经济景气状况的分析与预测

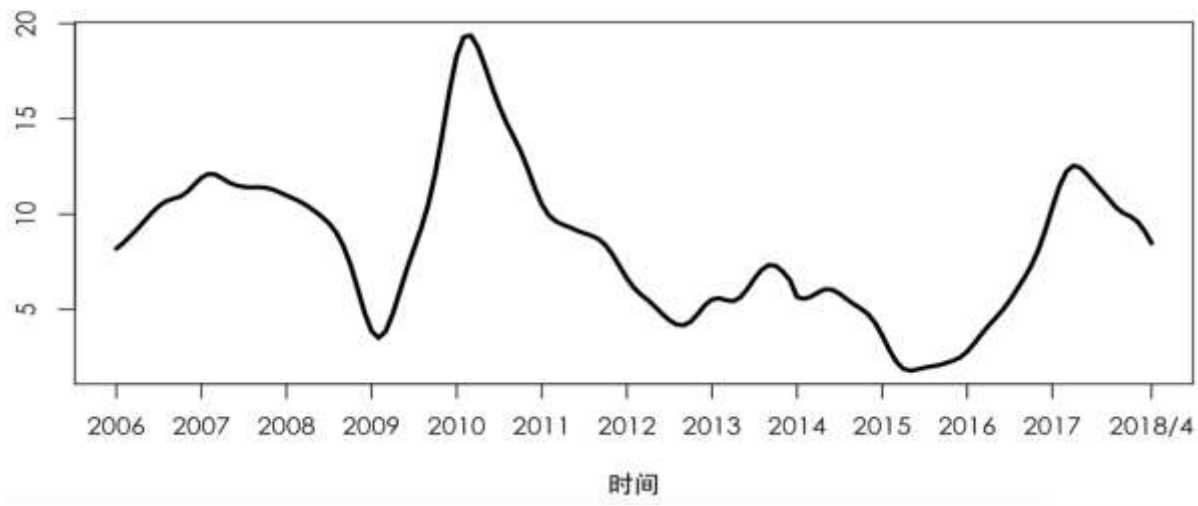
（一）新型克强指数延续下降趋势

我们利用工业用电量、铁路运货量、银行中长期贷款余额、城镇新增就业人数等四个同比增速指标来构建新型克强指数，并以此作为景气指数方法下的基准指标，具体构建方法可参考本部门 2017 年底发布的《2018 年中国经济预测专刊》。

$$\text{新型克强指数} = \text{工业用电量增速} \times 26\% + \text{铁路货运量增速} \times 27\% + \text{中长期贷款余额增速} \times 22\% + \text{就业增速} \times 25\%$$

利用截止到 2018 年 4 月的最新数据，新型克强指数季调后取趋势循环项的走势见图 1 所示，从图中可以看出，新型克强指数延续前期下降趋势，可在一定程度上支撑我们之前对 2018 年中国经济稳中趋缓的判断。

图 1 新型克强指数

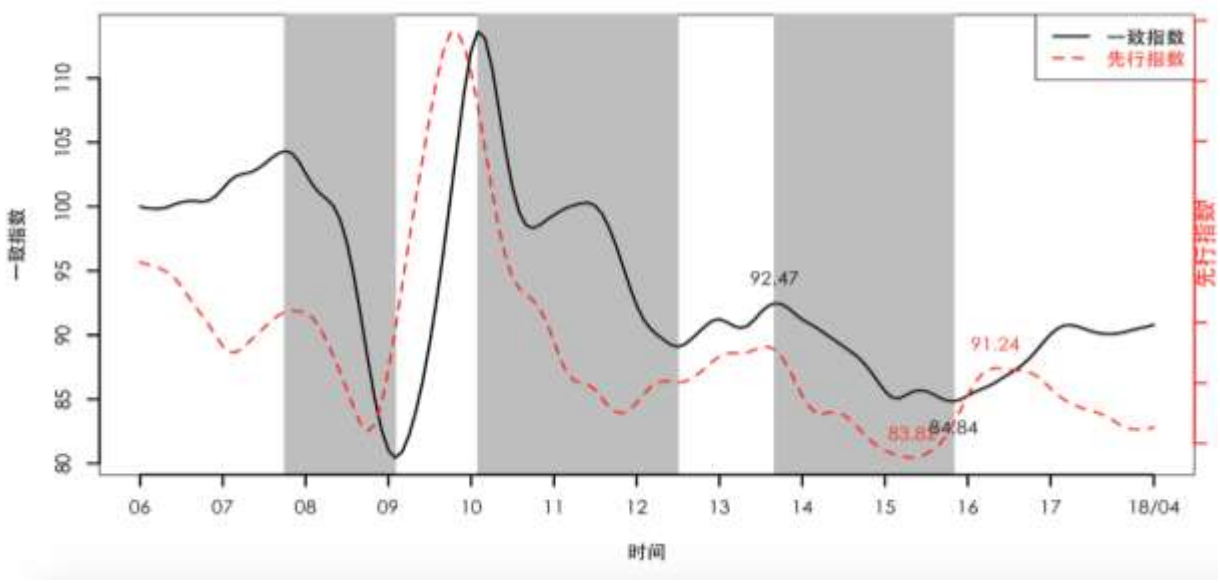


资料来源：Wind，人保资产宏观与战略研究所

（二）先行合成指数继续下降但有所企稳，一致合成指数韧性较强

一致合成指数的走势反映宏观经济整体运行态势，从图 2 中的一致合成指数可以看出，2006 年以来我国宏观经济呈现出明显的增长周期波动特征（阴影部分为景气收缩阶段）。按照峰-峰对应的周期计算，2006 年至今我国宏观经济经历了 3 轮完整的景气增长循环，目前正处在第 4 轮景气增长循环中。2013 年四季度，我国经济周期步入新一轮下降通道，此次下跌周期持续约 2 年时间，在 2015 年四季度一致合成指数止跌企稳，连续回升。因此本轮经济周期的起点是 2015 年 11 月的谷，本轮周期的峰出现在 2017 年 3 月，上升周期为 17 个月，是 2006 年以来上升周期最长的扩张期。2017 年 3 月一致合成指数出现峰，虽然此后步入下行周期，但表现出较强韧性，下降幅度并不太大，甚至在 2018 年 4 月出现“双峰”态势，这缘于今年以来整体经济表现出“供给热、需求冷”的分化特征，从而导致了一致指标组中的有关供给端的两个指标增长强劲。但这种高增长缺乏需求端支撑，主要是采暖季限产结束、增值税减税等临时性因素扰动造成的，预计增速全年高点已现，表明这段回升只是下行周期的一个小幅震荡，以后会缓慢回落。先行合成指数的谷出现在 2015 年 5 月，连续上升 14 个月后，在 2016 年 7 月出现峰，此后缓慢回落，但运行到近期有所企稳。按经济周期长度来看，下行的时间维度接近 2 年，这或预示着先行合成指数可能运行到周期底部位置，同时意味着尽管下半年我国宏观经济运行仍面临下行压力，但未来或有可能企稳，从而在今后三至五年站稳一个中速增长的台阶。

图 2 基于新型克强指数的一致和先行合成指数



资料来源：人保资产宏观与战略研究所

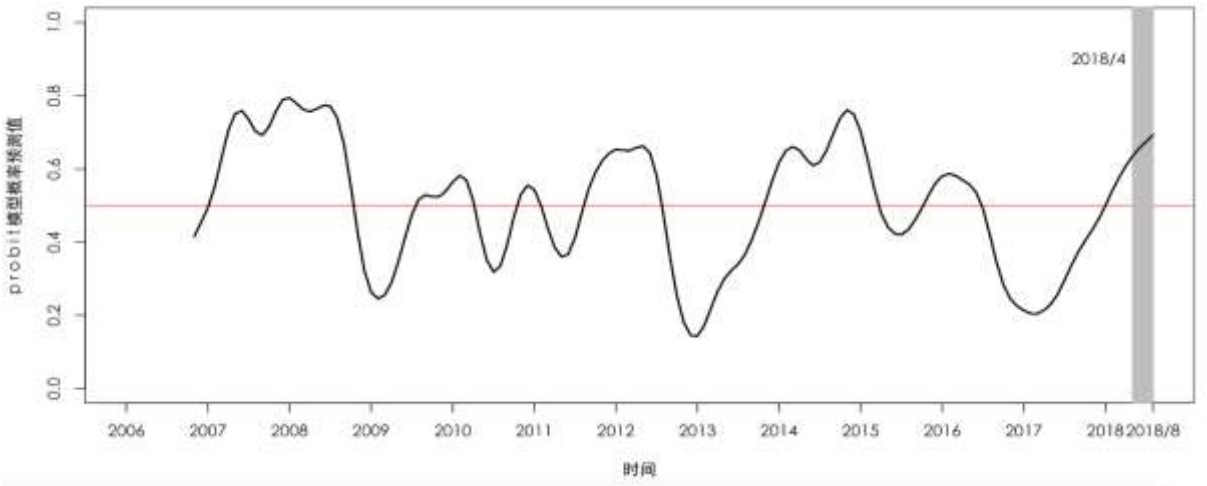
一致合成指数的 5 个构成指标中已经连续三个月呈现四升一降态势，除了工业企业利润外，工业增加值、发电量、进口总额、财政收入这四个指标季调后都处于上升走势，一致合成指数的上升动力占主导，这也是目前一致合成指标表现出韧性的主要原因。

先行合成指数的 6 个构成指标中已经连续两个月呈现三升三降态势，产成品库存(逆转)、房屋竣工面积、PMI 季调后处于上升走势，M2、固定资产投资资金来源、挖掘机销量季调后下降。其中，在维持下降的指标中，M2 已经连续两年多下降，金融监管强化和货币政策边际收紧是主因，随着我国经济从高速增长转向中高速增长，并开始企稳，M2 作为经济的镜像，其增速向下空间有限，往后触底反弹概率较大；固定资产投资资金来源虽然自今年以来持续滑落，其个位数的增速远低于前十余年两位数增长的量级，但其对未来先行指数带来下降压力有限；挖掘机尽管从去年中期增速开始下降，但回落幅度有限，同比增速仍然维持在 70%以上的高位，考虑到包括中国在内的全球朱格拉周期正处于上升阶段，其对设备投资和产能扩张的需求，往后会推动该指标上升，进而拉动先行合成指数。综合来看，未来先行指数的多数指标或将企稳，总体预示着下半年经济虽然面临下行压力但明年经济总体或好转。

另外，为了验证先行合成指数对经济趋势研判的可靠性，我们用二元选择模型（probit 模型）进行双重检验。选取上述一致合成指数的计算结果，基于 Bry 和 Boschan（1971）开发的预测经济波动拐点方法来识别周期波动的收缩期和扩张期，因变量只有收缩期和扩张期，前者设定为 1、后者为 0。然后采用全样本期数据和 probit 方法对模型进行估计和预测，其中自变量最短滞后期为-4，因此可以进行四个月外样本的

预测，一般而言，如果概率大于 0.5，可认为未来经济增长处于下降期，反之则认为未来经济增长处于上升期。得到的因变量概率如图 3 所示，其走势仍然是往上方接近 1，表明至少在 2018 年 8 月经济仍将处于下降期（阴影部分为下降期），短期内并无拐头之意，与之前基于合成指数的趋势性预测相吻合。

图 3　Probit 模型预测概率图



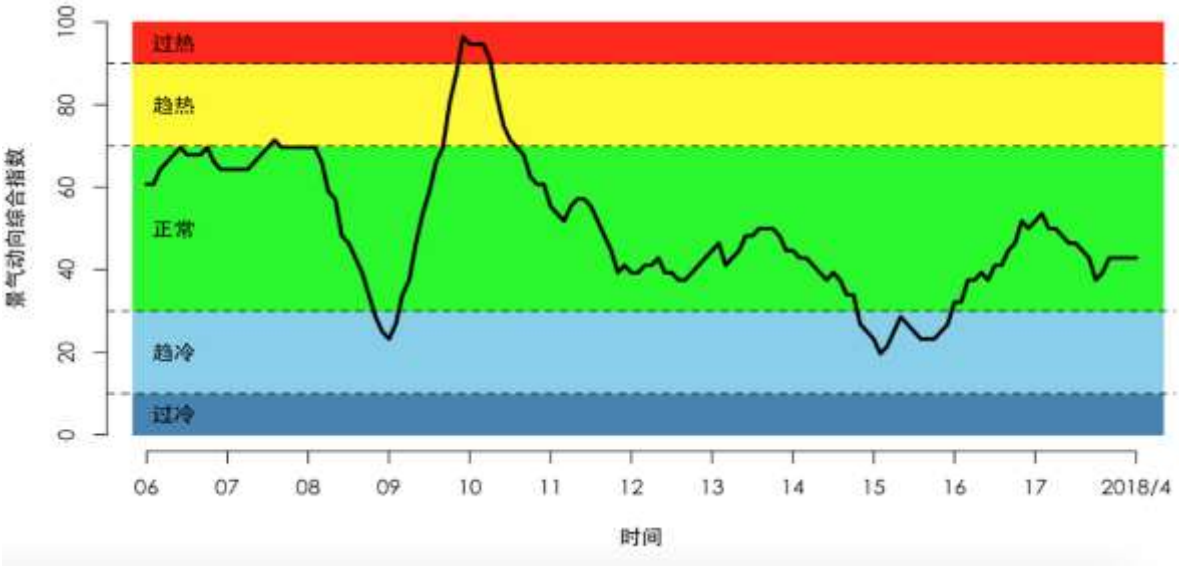
资料来源：人保资产宏观与战略研究所

（三）景气动向综合指数显示我国经济仍处于绿色正常区域

我们选取了工业生产、外贸、投资、财政、房地产、信贷与货币等 11 个经济指标增长率合成了我国景气动向综合指数图（图 4），对总体经济景气状况和变动趋势做进一步的考察和分析。

红灯、黄灯、绿灯、浅蓝灯、蓝灯等五个信号灯分别对应着过热、趋热、正常、趋冷、过冷的经济状态。2008 年国际金融危机爆发后，我国经济增长快速回落至趋冷的浅蓝灯区，在政府四万亿的财政支出计划拉动下，景气动向综合指数仅在浅蓝灯区间停留 2 个月就返回绿灯区，并快速经过趋热的黄灯区到达过热的红灯区，2010 年开始进入长下行周期阶段，经过一年时间，在 2011 年回落到正常的绿色区间，此后有长达三年时间在该区间运行，但从 2014 年二季度开始再次回落至趋冷的浅蓝灯区间，至 2015 年三季度到达谷底，也即是本轮景气循环的起点。此后，随着房地产竣工面积、货币供应量、外贸等指标的快速上升，带动综合指数再次回升，并于 2016 年年初回到正常的绿色区域，但在 2017 年 3 月出现了高点，其后缓慢下降，但在今年初开始又掉头小幅向上，目前仍然处于绿色正常区域内。

图 4 景气动向综合指数与一致合成指数图



资料来源：人保资产宏观与战略研究所

（四）监测预警信号系统显示我国经济运行平稳，但存在结构性冷热不均特征

图 5 显示了最近一年多以来针对主要指标的监测结果，自 2017 年 3 月以来呈现以下主要特征：

一是部分指标由过热的红灯区向趋热的黄灯区乃至正常的绿灯区运行，表明从去年经济景气高点后，过热的指标都开始回落。如铁路货运量从 2017 年 8 月起转为黄灯区，且仅经过 2 个月就转为绿灯区，表明 2016 年以来以煤炭为代表的周期性商品价格上涨推动中上游行业补库存阶段趋于结束，对铁路货运需求边际减弱。又如工程机械行业的挖掘机销量从 2017 年 10 月开始由红灯区转为黄灯区，表明以严控地方债务增量抑制了基建增长，同时“房住不炒”等政策抑制了房地产投资，这些都会相应地减少挖掘机需求。再如制造业 PMI 从 2017 年 10 月起由趋热的黄灯转为正常的绿灯，可能是去年末以来工业企业利润边际下降影响了投资信心，导致了 PMI 从高位有所回落。

二是部分指标景气度有所下降，如工业增加值和房屋竣工面积景气度从 2017 年 6 月起由正常绿色区域下降至趋冷浅蓝色区域，前者主因是经济结构转型后者主因是房地产市场降温。

三是部分指标景气度延续低迷，如 M2 和固定资产投资资金来源这两个指标发出过冷的蓝色信号，前者主要原因是金融去杠杆导致银行体系表外融资渠道减少，货币创造的途径压缩，后者主要是受结构调整和房地产投资减速影响。

四是部分指标徘徊在正常区域附近，如财政收入景气从 2017 年 8 月下降至趋冷

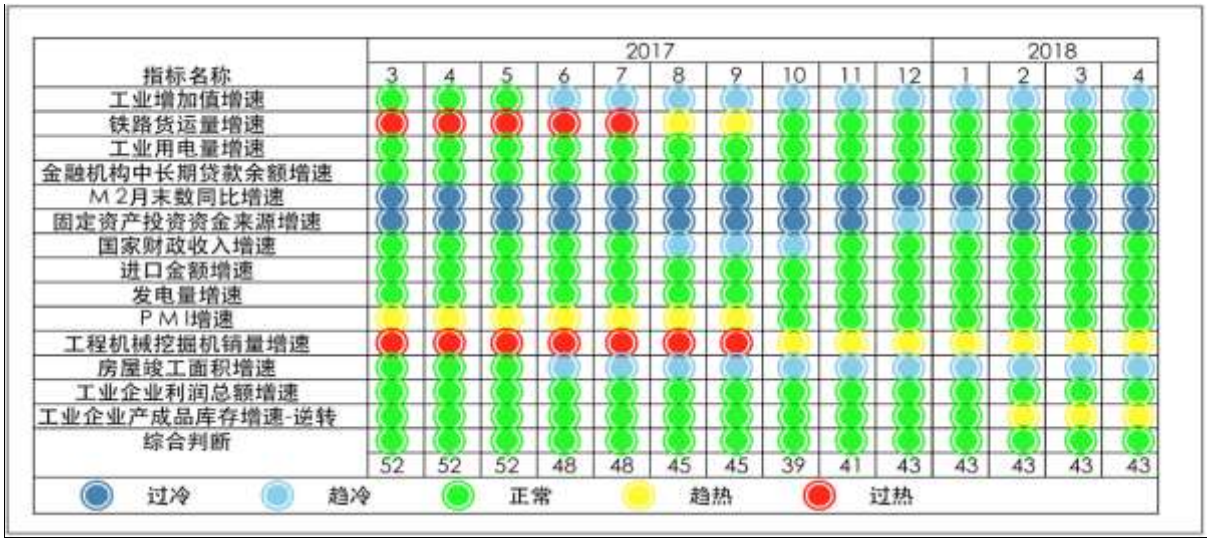
区域,但仅过两个月于 11 月再上升到正常,这是主要得益于我国经济稳中向好,同时内含工业品等价格上涨对财政收入增速的带动。

五是工业产成品库存逆转指标从今年 2 月份开始由绿灯上升为黄灯,表明供给侧结构性改革持续推动企业去库存。

六是金融机构中长期贷款余额、进口金额、发电量、工业用电量及工业企业利润总额等五个指标一直处于绿色正常区域,体现出目前信贷平稳,外贸韧性,社会电能生产与需求正常,企业效益改善的良好态势。

总体而言,**我国经济目前处在绿色正常区域,经济平稳波动,但涵盖了宏观经济主要领域的景气指标表现不一,呈现出结构性的冷热不均特征。**

图 5 月度监测预警信号图



资料来源:人保资产宏观与战略研究所

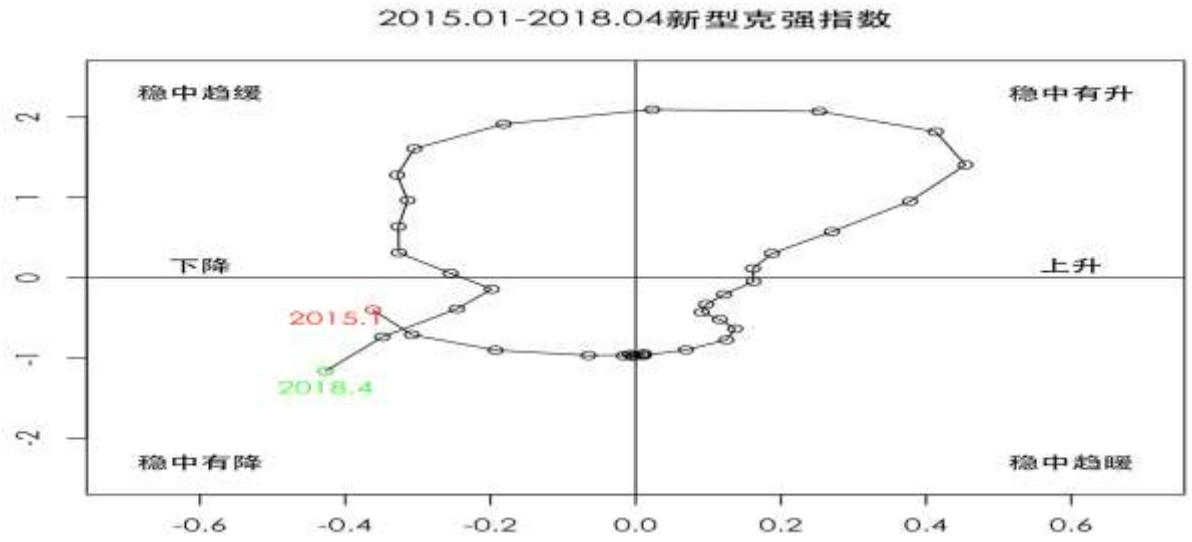
(五)景气跟踪图显示下半年整体经济处于稳中有降态势,但明年经济有望企稳

2015 年一季度至 2018 年一季度 GDP 增长率在 6.7%至 7.0%区间内窄幅波动,相邻季度间增长率的边际变化仅在 0.1 个点,呈现出大稳健(Great Moderation)下的"微波化"新特征。考虑到市场往往特别在意这细微的波动,高于或低于之前预期的 0.1 个点,可能意味着经济复苏被证实或证伪。基于此,我们利用景气跟踪图来刻画近三年以来经济指标的走势,为聚焦主题,这里仅给出新型克强指数、一致指数及先行指数等 3 个指标的跟踪图。图 6 的四象限图中,横轴代表与前一期比,经济处于上升还是下降状况;纵轴代表与历史平均水平(从 2015 年 1 月至 2018 年 4

月），高于还是低于平均水平。与 Gayer（2010）用繁荣、衰退、萧条、复苏的原始定义不同，我们这里根据我国经济近三年“微波化”波动特点，分别将第一至第四象限分别定义为稳中有升、稳中趋缓、稳中有降和稳中趋暖，以求“精益求精”地描述指标所处的状态。

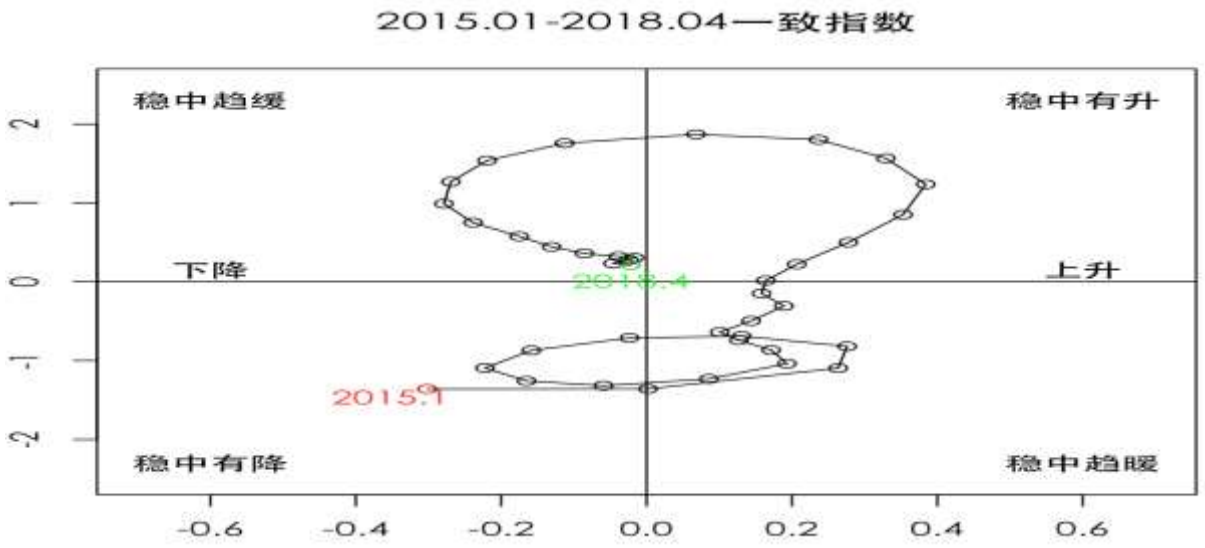
组图 6 显示景气跟踪图曲线逆时针旋转的趋势比较明显。其中，从新型克强指数的历史景气跟踪图（图 6-1）中可见，2015 年初经济处于“稳中有降”的区域，随后持续上升，2016 年进入了“稳中趋暖”，并在 2017 年第一季度达到“稳中有升”，其后在 2017 年二季度末期后到达“稳中趋缓”，目前行进到“稳中有降”区域。一致合成指数运行轨迹与新型克强指数相类似，但由于今年年初一致合成指标表现出的韧性，目前还处于“稳中趋缓”区域，但随着经济供需结构性错配的消除，下半年大概率会运行到“稳中有降”区域，与新型克强指数保持一致。图 6-3 的景气跟踪动向显示，先行指数已运行到第四象限，考虑到先行合成指数先行期为 6-8 个月，这意味着下半年经济尽管处于“稳中有降”，但明年或运行到“稳中趋暖”，再次验证前述判断。

图 6-1 景气跟踪图



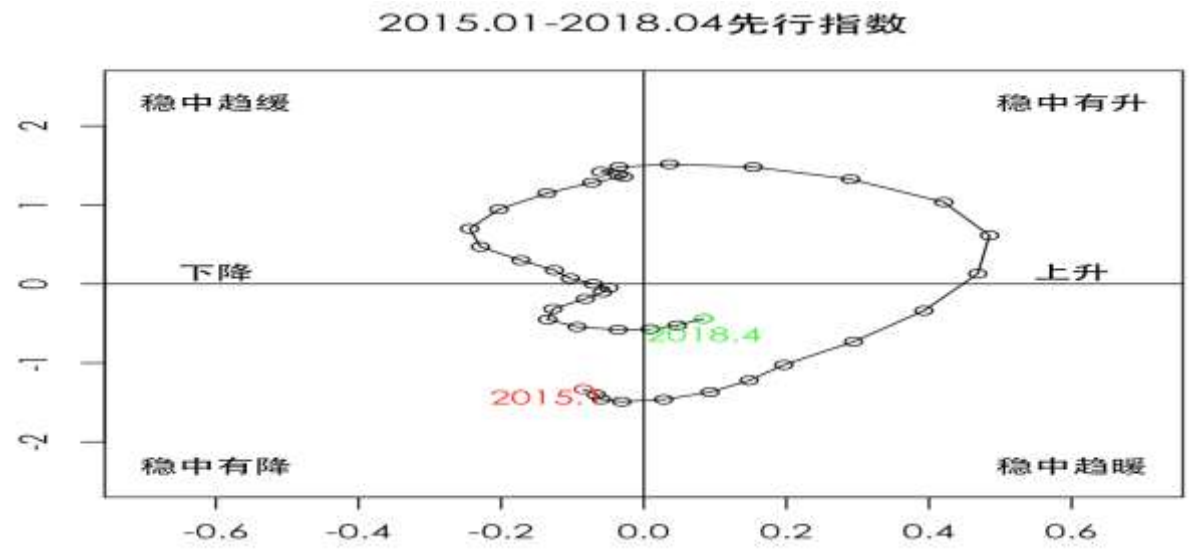
资料来源：人保资产宏观与战略研究所

图 6-2 景气跟踪图



资料来源：人保资产宏观与战略研究所

图 6-3 景气跟踪图



资料来源：人保资产宏观与战略研究所

二、基本结论

近年来，随着外倚全球自由贸易红利，内靠国内人口红利和投资拉动的大建设时代趋于衰退，中国传统增长动能呈现出动力不足。今后一段时间的潜在增长率回落至 7%以下的中高速增长新台阶，经济总量逐步进入低波动率时代，结构性问题突出，并与金融体系风险相互交织，彼此强化，迫切需要转变经济增长方式，释放经济金融领域风险。同时金融周期下行压力渐行渐近，各种灰犀牛事件隐约可见，防

范系统性金融风险任重道远。在经济转型与金融去杠杆同向叠加作用下，国民经济呈现出阶段趋缓运行态势。本文月度经济景气研究显示，本轮经济景气于 2015 年第四季度筑底企稳，并于 2016 年开始上行至正常区域，并于 2017 年 3 月达到高点后回落，从稳中有升转向稳中趋缓。

综合先行合成指数、景气模型与 probit 计量方法的预测结果研判，对于 2018 年初以来经济景气的基本研判与预测结论是：**当前我国经济仍然位于绿色正常区域，下半年整体经济将呈现稳中有降特征，但先行指数显示未来经济或将企稳，从而有望在今后三至五年站稳中高速增长台阶。**

（作者：人保资产宏观与战略研究所 王云清）

本报告由中国人保资产管理有限公司宏观与战略研究所制作，其中的观点未经公司领导层审阅，也不代表中国人保资产管理有限公司。报告中的基础信息来源于我们认为可靠的公开材料，但我们对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，不构成投资建议。中国人保资产管理有限公司及其宏观与战略研究所对任何主体使用本报告所引发的直接或间接损失概不负责。本报告版权为中国人保资产管理有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或应用。