

# “总体向好、喜中存忧”的中国宏观经济

——中国宏观经济论坛月度数据分析报告（2016年12月）

王晋斌

**摘要：**2016年11月份，中国宏观经济延续了前期的企稳现象，并进一步向市场传递出阵阵喜意。首先，经济通缩风险解除，步入温和通胀时期；其次，工业生产开始扩张、工业企业利润率进一步向好；再次，投资相对平稳，民间投资有所回升；第四，减税政策进一步推进；第五，进出口状况超市场预期，成为11月份中国宏观经济“亮点”；第六、股市回暖和部分重要的经济信心指数上扬。

在阵阵喜意的同时，部分旧忧未去，新忧显现。从旧忧来看，首先，信贷推动型的增长模式带来的债务压力不减；其次，货币“脱实向虚”的趋势有所缓解，但依然没有得到有效纠正；再次，房地产市场价格降温，但风险犹存；第四，小企业经营依然困难；第五、外汇储备继续减少，会加大了汇市波动预期；新忧主要体现在：首先，原材料成本、资金成本上扬，推高了企业成本；其次，未来数月国际社会将面临特朗普上台、英国脱欧的加速和意大利公投失败带来的脱欧风险预期加剧等一系列国际重大事件，未来数月全球经济将面临重大不确定性。

总体上，11月份宏观经济数据显示中国经济有进一步向好的趋势。但成本上升、未来外部不确定性因素加大隐含的贸易和汇率摩擦所带来的负面效应会逐步显现。宏观政策的主基调依然是稳中求进。稳，重点体现在稳金融、控风险。具体体现在资产市场上就是“稳楼市、温股市、弱汇市”；进，重点体现在进一步积极的财政政策。具体就是通过控制去杠杆过程中的债务风险和减税等一系列措施来推进供给侧结构性的改革。

## 一、经济“总体向好”的几大表现

### 1、从11月份的CPI和PPI来看，继续呈现出上升态势，出现了温和的通胀。

11月份CPI同比上涨2.3%。其中，城市上涨2.3%，农村上涨2.0%；食品价格上涨4.0%，非食品价格上涨1.8%；消费品价格上涨2.1%，服务价格上涨2.4%。1-11月平均，全国居民消费价格总水平比去年同期上涨2.0%。从影响涨幅的因素来看，11月份，食品烟酒价格同比上涨3.2%，影响CPI同比上涨约0.96个百分点。其中，鲜菜价格上涨

---

本报告的完成得益于中国人民大学宏观经济论坛团队集体研讨，在此特别向参与研讨的各位专家表示感谢。报告的不足和错误之处由执笔人负责。

15.8%，影响 CPI 上涨约 0.37 个百分点；水产品价格上涨 5.0%，影响 CPI 上涨约 0.09 个百分点；畜肉类价格上涨 4.3%，影响 CPI 上涨约 0.20 个百分点（猪肉价格上涨 5.6%，影响 CPI 上涨约 0.15 个百分点）；鲜果价格上涨 2.8%，影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点；粮食价格上涨 0.7%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；蛋价格下降 2.2%，影响 CPI 下降约 0.01 个百分点。

11 月份，CPI 环比上涨 0.1%。其中，城市上涨 0.1%，农村上涨 0.2%；食品价格上涨 0.2%，非食品价格上涨 0.1%；消费品价格上涨 0.3%，服务价格下降 0.1%。

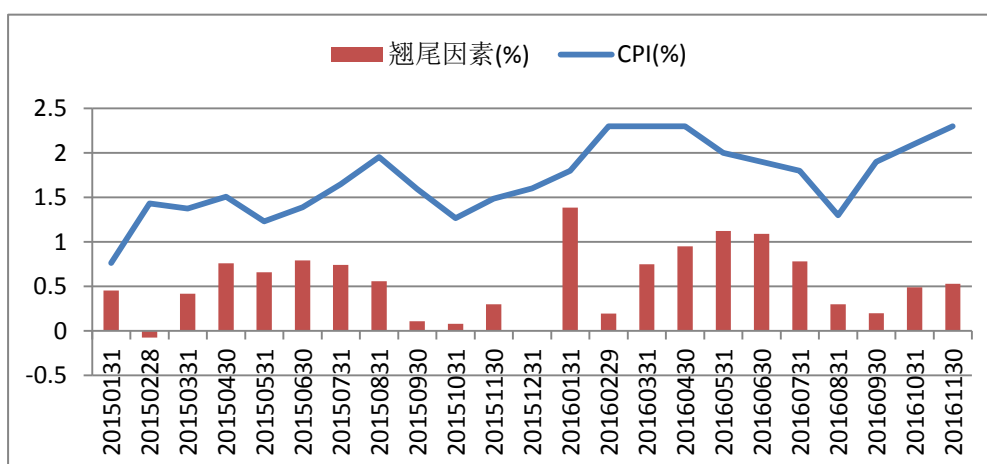


图 1、CPI 同比涨幅与翘尾因素 (%) (2015.1-2016.11)

PPI 结束了连续 54 个月的同比负增长，从今年 9 月份开始转正 (0.1%)，10 月同比达到 1.2%，11 月份达到 3.3%，PPI 转正后的增速非常快。依据国家统计局网站上公布的数据，在调查的工业大类行业中，29 个行业产品价格同比上涨，比上月增加 4 个。PPI 同比涨幅扩大的主要原因是煤炭开采和洗选、黑色金属冶炼和压延加工、有色金属冶炼和压延加工、石油加工、化学原料和化学制品制造业价格同比分别上涨 28.6%、22.2%、12.6%、9.0%和 3.1%，涨幅比上个月分别扩大 13.2、9.1、8.9、5.4 和 2.8 个百分点，合计影响 PPI 同比涨幅扩大约 1.6 个百分点。

从环比来看，9 月份转正后，3 个月的 PPI 环比增幅分别达到 0.5、0.7 和 1.5 个百分点。PPI 环比大增的原因：一是工业行业价格普涨。在调查的工业大类行业中，36 个行业产品价格环比上涨（比上月增加 9 个），其余行业价格持平。二是部分重点行业价格涨幅继续扩大。其中，煤炭开采和洗选、黑色金属冶炼和压延加工、有色金属冶炼和压延加工工业价格环比分别上涨 10.3%、6.1%和 5.0%，涨幅比上个月分别扩大 0.5、5.3 和 3.5 个百分点，合计影响 PPI 环比上涨约 0.9 个百分点。

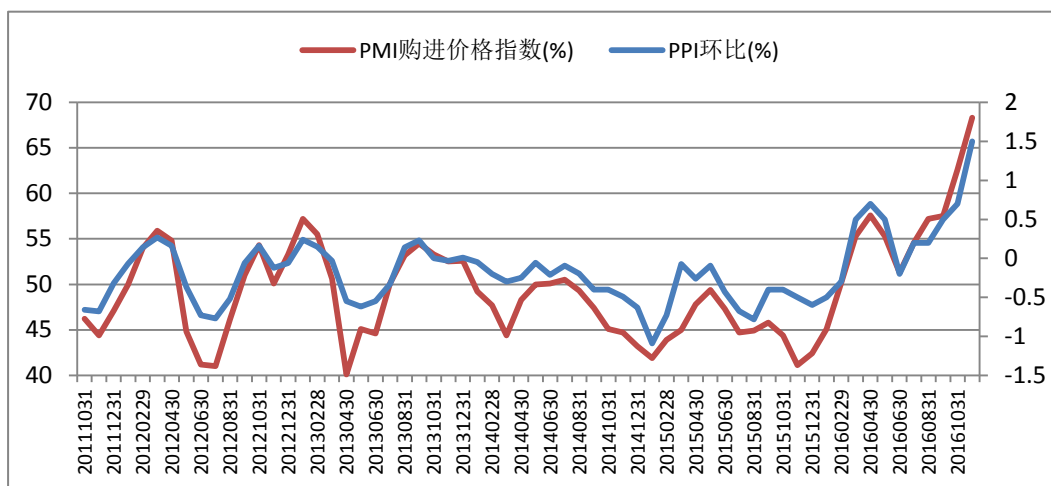


图 2、PMI 购进价格指数和 PPI 环比 (2011.11-2016.11)

## 2、工业生产开始扩张，规模以上工业增加值和利润增幅都呈现上升态势。

10 月份，全社会发电量是 2015 年 2 月份以来同比增幅最大的月份，同比增幅达到 8%，工业用电量同比达到 4.9%。1-10 月份第二产业用电量累计同比增速 2.3%，是 2015 年以来的最高水平，工业生产开始扩张。

11 月份，全国规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长 6.2%，增速比上月加快 0.1 个百分点；环比增长 0.51%。规模以上工业企业产销率达到 97.8%。制造业工业增加值增长 6.7%。其中，高技术产业和装备制造业增加值同比分别增长 10.6%和 10.5%，增速分别比规模以上工业快 4.4 和 4.3 个百分点。

依据国家统计局 11 月 27 号发布的数据，1-10 月份，规模以上工业企业利润同比增长 8.6%，增速比 1-9 月份加快 0.2 个百分点。其中，10 月份利润同比增长 9.8%，增速比 9 月份加快 2.1 个百分点。工业品价格继续回升。10 月份，工业生产者出厂价格同比上涨 1.2%，涨幅比 9 月份上升 1.1 个百分点，显示国内工业品市场需求进一步回暖。其中，采矿业利润增速又创新高。10 月份，采矿业利润同比增长 86.6%，增幅比 9 月份加快 56.3 个百分点。而与生产经营活动密切相关的国内增值税，10 月份同比增幅达到 29.4%，连续 3 个月维持在 20%以上的增长。

## 3、投资相对平稳，民间投资增速有所上升。

2016 年 1-11 月份，全国固定资产投资（不含农户）同比名义增长 8.3%，增速与 1-10 月份持平，环比增长 0.54%。东部地区、中部地区和西部地区同比增长 9.5%、增长 12.6%和增长 12.6%，与 1-10 月份相比变动不大。

2016 年 1-11 月份，民间固定资产投资同比名义增长 3.1%，增速比 1-10 月份提高

0.2 个百分点。民间固定资产投资占全国固定资产投资（不含农户）的比重为 61.5%，与 1-10 月份持平，比去年同期降低 3.1 个百分点。

2016 年 1-11 月份，全国房地产开发投资同比名义增长 6.5%，增速比 1-10 月份回落 0.1 个百分点。其中，住宅投资同比增长 6.0%，增速提高 0.1 个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为 67.0%。

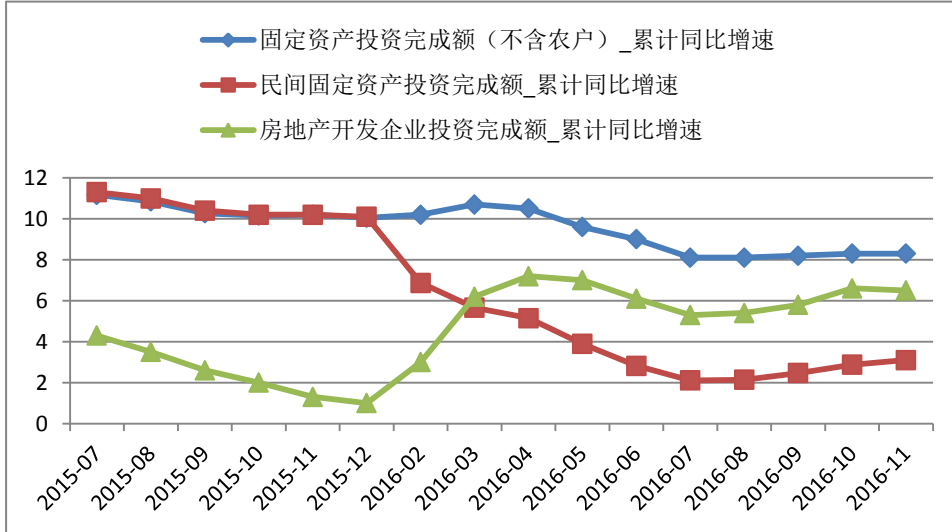


图 3、固定资产、民间投资和房地产投资同比增速 (%) (2015.7-2016.11)

### 3、消费相对疲软的态势有所改观。

11 月份，社会消费品零售总额 30959 亿元，同比名义增长 10.8%（扣除价格因素实际增长 9.2%），增速比上月加快 0.8 个百分点。从环比看，11 月份社会消费品零售总额比上月增长 0.97%。

### 4、进出口贸易总值双超预期，进口和出口同比增幅急剧扩大。

11 月份进出口（以人民币计价）同比增幅超出市场预期，增幅达到 8.9%，环比增幅 14.8%；其中出口同比和环比增幅分别达到 5.9%和 11.8%；进口同比和环比增幅分别为 13%和 19%；当月贸易顺差达到 2981.1 亿元。1-11 月进出口、进口和出口的累计同比增速分别为-6.9%、-6.2%和-7.5%，累计顺差 31111.1 亿元。

从贸易方式来看，以人民币计价，11 月份一般贸易进出口同比增幅 11.9%，其中，进口额增幅为 20.9%，出口额增幅为 5.7%；一般贸易出口占总出口比例的 51.1%；进料加工贸易出口同比增幅达到 5.7%，占整个出口的大约 32%；而对外承包工程出口货物和出料加工贸易在整个贸易中比例不大，但保持了同比 37.6%和 40.5%的高速增长率。一般贸易进口的大幅反弹及其相对比较高的出口增幅使得 11 月份的进出口超出了市场预期。

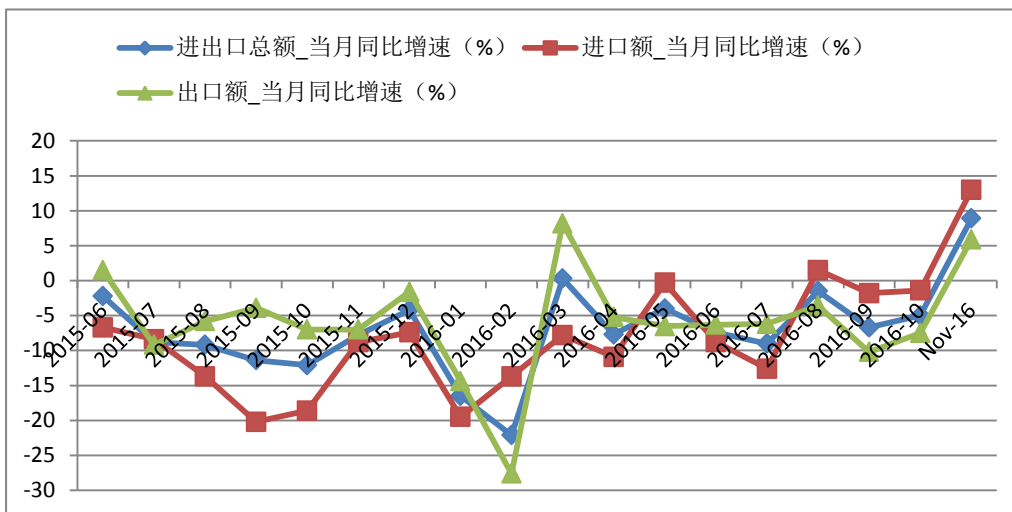


图 4、进出口、进口和出口同比增速 (%) (2015.6-2016.11)

数据来源：中经网统计数据库和海关进出口统计。

即使以美元计价，11 月份进出口同比和环比增幅也达到 2.9%和 13.7%，其中出口和进口同比增幅分别为 0.1%和 6.7%，进口同比和环比增幅分别为 6.7%和 17.8%。因此，人民币贬值从“账面”上提高了进出口增速。另外一个因素是去年同期的基数相对较低。但环比和同比增幅的大幅度提升充分显示了 11 月份进出口得到了明显的提升。进口的大幅度增长与国内工业的逐步恢复有密切关联。另外据海关调查的 11 月份出口先导指数来看，比 10 月份上升了 1.3，达到 36.9，外贸出口压力有望减轻。而从国际上看，11 月份 BDI 也达到了 1204，比 10 月份高出 40.5%，是连续 16 个月以来首次突破 1000。

#### 5、人民币兑美元名义汇率贬值，而人民币有效汇率指数基本稳定。

11 月 1-30 号，一个月内人民币兑美元中间价(间接标价)由 6.7734 贬值到 6.8865，贬值幅度 1.67%。2016 年 11 月 30 日，CFETS 人民币汇率指数为 94.68，较 10 月末上涨 0.49%；参考 BIS 货币篮子和 SDR 货币篮子的人民币汇率指数分别为 95.95 和 95.26，分别较 10 月末上涨 0.93%和下跌 0.27%。11 月份日元、欧元、瑞士法郎对美元分别贬值 8.42%、3.57%、2.78%；土耳其里拉、墨西哥比索、马来西亚林吉特、巴西雷亚尔、南非兰特对美元分别贬值 9.99%、8.31%、6.10%、5.67%、4.40%。由于与其他主要非美货币相比，人民币贬值幅度较小，人民币对一篮子货币汇率继续保持小幅升值。依据 BIS 的实际汇率指数来看，从过去 1 年来看，人民币实际汇率指数基本呈现下降态势，大约下降了 7.6%；同期美元实际汇率指数表现稳定，只上升了 0.9%。而同期欧元、日元、印度、巴西、印尼、俄罗斯等大部分经济体的实际汇率指数是上升的。人民币名义和实际汇率的双降对出口的促进作用开始显现。

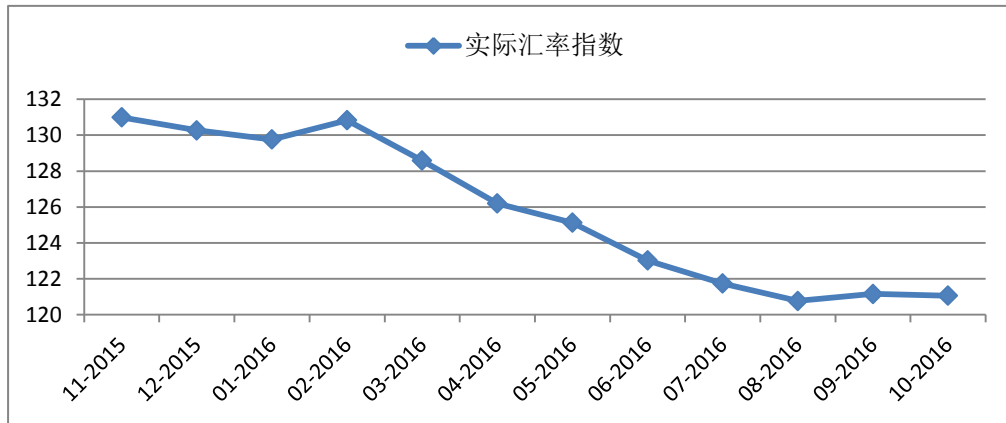


图 5、人民币实际汇率指数 (2015.11-2016.10)

数据来源: BIS effective exchange rate, Real (CPI-based), Monthly averages; 2010=100.

## 6、减税在一定程度上减轻了企业负担，缓解了企业财务压力。

今年 5 月 1 日起,全面实施的营改增试点。2016 年 1-10 月营改增试点累计减税 3717 亿元。预计此项改革全年减税超过 4700 亿元,加上带来的城市维护建设税和教育费附加减收,减税总规模将超过 5000 亿元。

## 6、股市“稳中回暖”有助于市场的信心提升。

11 月份上证指数上涨了 149.54 (11 月 1-30 号),涨幅达到 4.82%,是今年至今单月涨幅最大的月份。上证所 A 股平均 P/E 比 10 月份提高了 0.83,达到 16.56,基本处于一个健康的水平,这一数据低于全球主要股票市场的 P/E。

## 7、部分重要的经济景气指数回升。

PMI 指数连续 4 个月占上 50 枯荣线,11 月份达到 51.7。生产状况也从 9 月份的 50.9 上升到 11 月份的 53.2;新订单指数连续 9 个月超过 50,11 月份达到 53.2;采购量连续 9 个月超越 50 的枯荣线,11 月份达到 52.9;变化最大的是主要原材料购进价格达到 68.3,比 10 月份高 5.7。从业人员指数为 49.2,处于一年多以来的最高点。

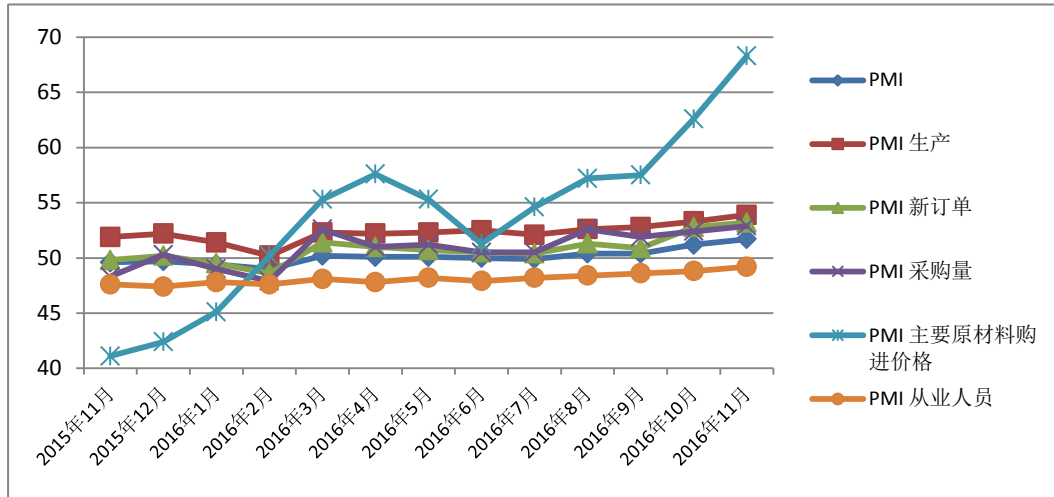


图 6、PMI 指数变化 (%) (2015.11-2016.11)

## 二、经济“喜中存忧”的几大表现

综合 11 月份来看，中国经济中过去累计的“旧忧”主要体现在以下几个方面：

- 一、整个经济呈现出信贷推动型的增长模式，信贷/GDP 正缺口不断扩大，到今年 1 季度信贷/GDP 正缺口达到 30.1%，导致支付的利息和分次偿还的数额占收入的比例高达 19.9%，处于历史最高水平，债务风险压力处于历史高位。

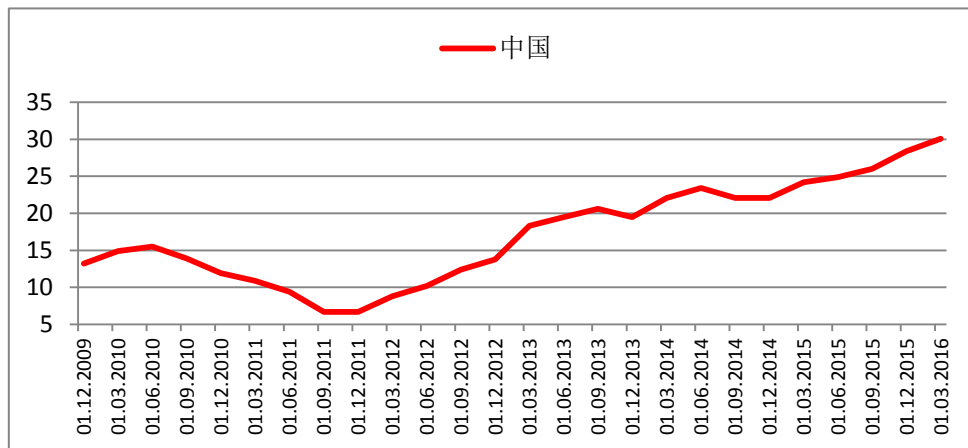


图 7、中国经济中的信贷缺口 (信贷/GDP 实际值-趋势值)

资料来源： BIS credit-to-GDP gap statistics.

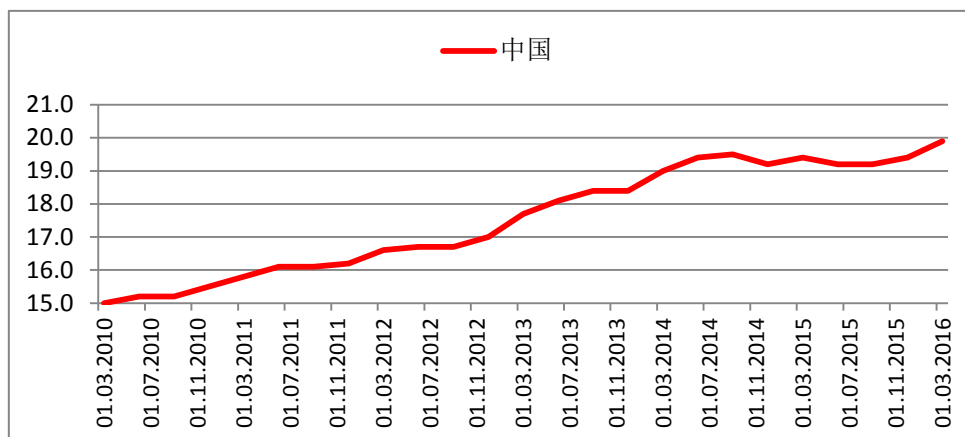


图 8、中国私人非金融部门利息和分次偿还债务占收入的比例 (DSR,%)

资料来源： BIS, Debt service ratios for the private non-financial sector.

2016 年 1-10 月份信贷规模比去年同期增长了 11%，社会融资规模增长了 15%，信贷规模在社会融资规模中占比为 73.8%，比去年基本持平。由于未来会使用更加积极的财政政策，这些因素会进一步推高利率，引发债券市场的抛售，又反过来进一步推高利率，导致低评级的公司再融资困难，债务违约风险上扬。

从外部环境来看，欧盟发行欧元债券实施为期 6 年的刺激计划，为推出的 1 万亿欧元（约合 1.1 万亿美元）的基础设施提供融资；美国新任总统特朗普也会力推为期 4 年约 5 千 5 百亿美元的基础设施振兴计划。从债市来看，美国最具有代表性的 10 年期国债收益率从 11 月 4 号的 1.778% 上升到 28 号的 2.32%，一个月十年期国债收益率上升了 30.5%。债市空头力量的强劲反映了市场对美国经济向好的预期。上述刺激计划，再加上美国进入了加息通道，国际市场上的资金利率也会上扬。

## 2、货币“脱虚向实”得到了一定程度的矫正，但形势依然不能乐观。

10 月份，M1 和 M2 同比增速差距自 8 月份后连续 3 个月缩小，比最高点的 8 月份降低了 2.9 个百分点，但依然保持在 12.3 个百分点。M1 和 M2 增速“剪刀差”保持大差幅意味着“存款活期化”效应明显，这在很大程度上从货币供给的角度体现了资金“脱实向虚”情况，也反映了投资者倾向于保持流动性偏好。



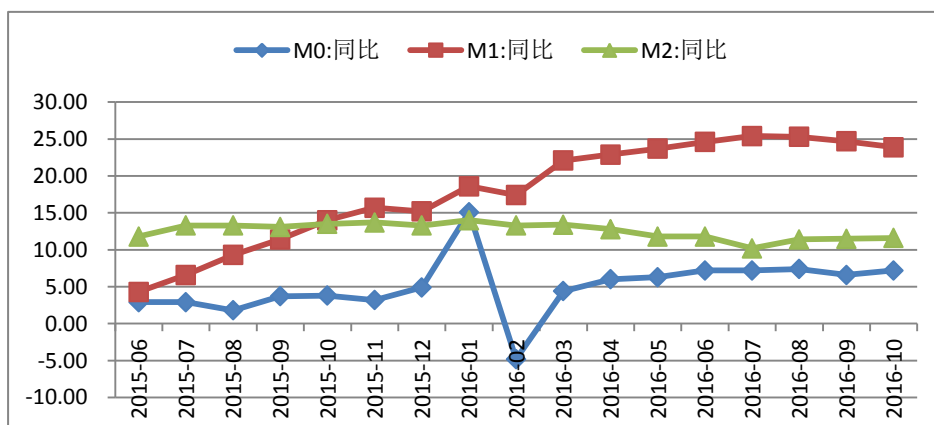


图 9、中国经济中 M0、M1 和 M2 同比增幅 (2015.6-2016.10; %)

### 3、房地产市场价格涨幅降温，但风险犹存。

前期各地出台的控房价政策的效果逐步得到显现。依据国家统计局 11 月 18 日发布的 70 个大中城市住宅销售价格统计数据，10 月份，70 个大中城市中，一线城市和二线城市房地产市场明显降温，房价环比涨幅快速回落。初步测算，10 月份一、二线城市新建商品住宅价格环比分别上涨 0.5% 和 1.3%，分别比 9 月份回落 2.8 和 1.0 个百分点；二手住宅价格环比分别上涨 0.6% 和 0.8%，分别比 9 月份回落 2.9 和 1.1 个百分点。三线城市房价较为稳定。10 月份三线城市新建商品住宅价格环比上涨 0.9%，比 9 月份回落 0.3 个百分点；二手住宅价格环比上涨 0.5%，比 9 月份回落 0.3 个百分点。此外，一线城市新建商品住宅和二手住宅价格同比涨幅也出现回落。

1-11 月份，全国商品房销售面积 135829 万平方米，同比增长 24.3%，其中住宅销售面积增长 24.5%。全国商品房销售额 102503 亿元，同比增长 37.5%，其中住宅销售额增长 39.3%。房地产开发企业土地购置面积 19046 万平方米，同比下降 4.3%。11 月末，全国商品房待售面积 69095 万平方米，比 10 月末减少 427 万平方米，连续 9 个月减少，去库存在延续。

### 4、小企业 PMI 显示中小企业依然没有摆脱困境。

11 月份，小型企业 PMI 为 47.4%，低于上月 0.9 个百分点，继续位于收缩区间，而且降幅有所加大。

### 5、外汇储备持续降低，保储备来稳汇率预期已经成为现实。

2016 年 11 月 30 日，我国外汇储备规模为 30516 亿美元，较 10 月底下降 691 亿美元，降幅为 2.2%。而 11 月份贸易顺差是 446.1 亿美元，资本外流仍保持了月度 1 千亿美元左右的水平，资本外流压力不减。

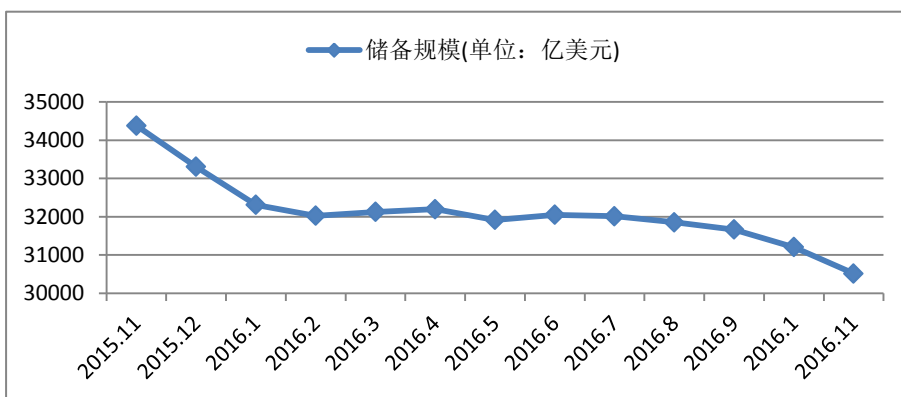


图 10、中国外汇储备的变化 (2015.11-2016.11)

而且随着欧洲基础设施的融资和美国新总统上台后的“减税”、加息等经济措施的实施，外部因素拉动资金外流的压力会增加，因此，保持足够的外汇储备对于防止汇率不合意的贬值以及不触发贬值底线是至关重要的。

综合 11 月份的数据，中国经济中的“新忧”主要体现在以下几个方面：

**1、原材料成本上升的速度超过产品市场价格上升的速度，挤压了企业利润空间。**

从 11 月份的 CPI 和 PPI 同比增幅的关系来看，PPI 同比增幅高出 CPI 同比增幅达到 1 个百分点。PPI 同比上涨幅度自 2011 年 10 月份以来首次超过 CPI 同比增幅，在经济走暖的同时，成本同比上升的速度超过了总体物价水平的上升速度。

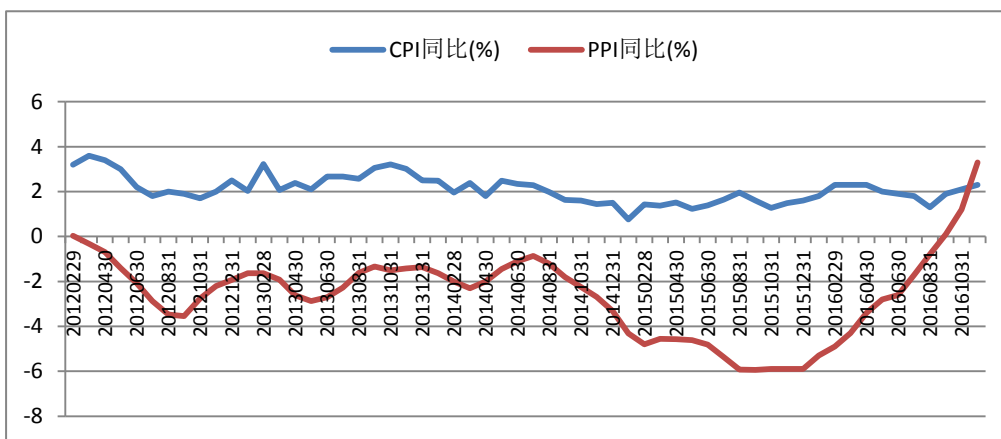


图 11、CPI、PPI 同比增幅 (%) (2012.2-2016.11)

从 11 月份的 CPI 和 PPI 环比增幅的来看，11 月份 PPI 环比增幅高出 CPI 环比增幅 1.4 个百分点，是 2008 年 9 月次贷危机全面爆发至今 PPI 环比增幅超过 CPI 环比增幅最大的一次，也是连续 2 个月 PPI 环比增幅超过总体物价水平环比增幅。因此，无论是从同比增幅还是环比增幅来看，11 月份的数据显示成本上升的速度过快，如果持续上扬，通

胀压力会渐行渐近。应该说，国际大宗商品价格有较大幅度的上扬对国内的成本上升有显著的影响。依据生意社大宗商品价格指数来看，今年以来大宗商品价格指数涨了近 30%；11 月份，大宗商品供需指数 (BCI) 为 0.71，均涨幅为 6.78%，反映了 11 月份制造业经济较上月呈扩张状态，经济上涨趋势明显。

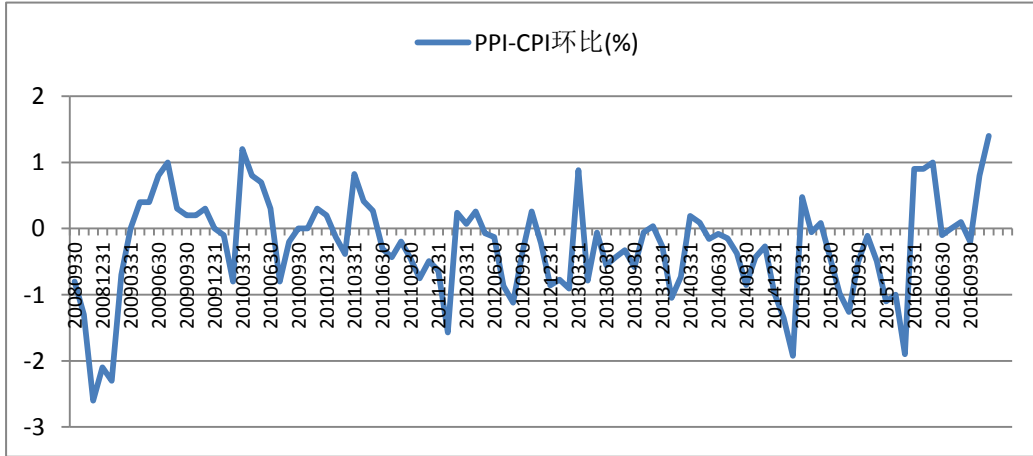


图 12、PPI-CPI 环比增幅 (%) (2012.2-2016.11)

## 2、短期利率上扬显著，推动长期利率上升，增加了企业筹资成本。

11 月份银行同业拆借利率有明显的上升。相比 10 月份，7 天、1 个月和 3 个月的银行同业拆借利率分别上升了 2.71%、4.12%和 9.40%。

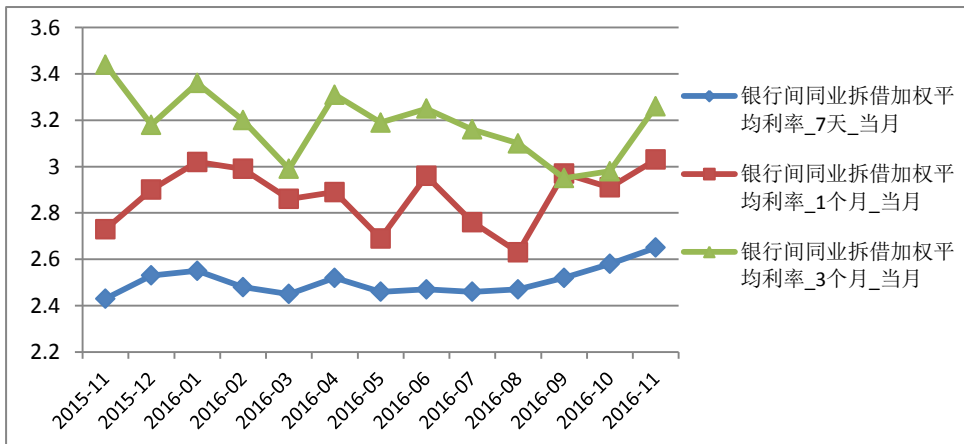


图 13、不同期限银行同业拆借利率 (2015.11-2016.11; %)

11 月份同业存单发行利率有明显的上扬。1 个月、3 个月和 6 个月期限的同业存单发行利率分别比上月上涨了 6.98%、14.53%和 14.31%。短期资金上扬，有助于降低市场采取杠杆融资的方式，但也会传递到长期利率，影响投资。进入 12 月份，上述期限的发行利率继续保持上升态势，而且短期利率的上升开始传递到长期利率水平上，11 月底进入 12 月份这段时间，公司债发行利率(AAA)5 年期限、3 年期限 (AA) 和 3 年期限 (AA-) 的发行利率水平都有明显的上升，推高了企业长期投资的资金成本。

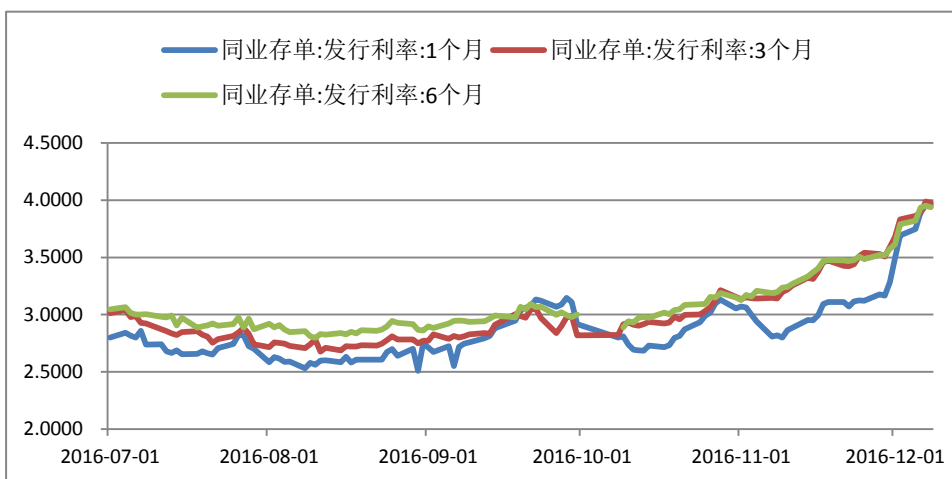


图 14、不同期限的同业存单发行利率水平 (%)

数据来源：WIND 资讯。

### 3、部分景气指数或有反复意味着向好的预期里面存在一定的隐忧。

原材料 PMI 虽然连续 3 个月上升，但在 11 月份达到 48.4，尚未触及 50 的枯荣线。但产成品库存和在手订单量依然只有 45.9 和 46.7。11 月份生产经营活动预期指数为 55.5，已经连续 10 个月超过 50，但低于 10 月份的 58.5。

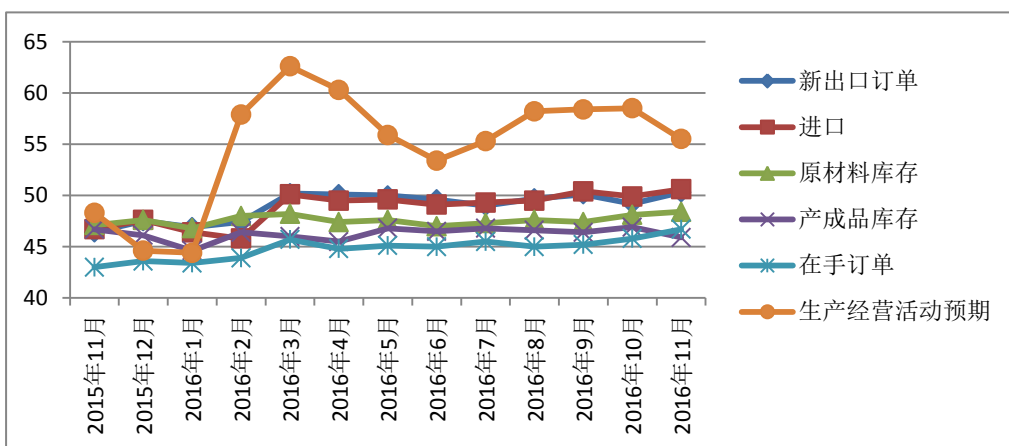


图 15、部分 PMI 指数的变化 (2015.11-2016.11)

## 三、政策建议

11 月份的数据，显示了中国经济总体向好，但“喜中有忧”，由于未来外部环境存在高度不确定性，稳中求进的主基调在未来会延续。

### 1、货币政策重点体现在稳金融、控风险，稳金融就是稳预期。

货币政策不能过紧，M2 应该保持 12%左右的同比增长率。因为经济转好的起始阶段，过紧的货币会推高利率水平，加剧低增长和债务的恶性循环。同时考虑到目前温和的通胀主要是食品类价格上涨引起的，货币政策暂时不存在控通胀的压力。

在金融周期发力的阶段，货币政策要重点关注资产市场，具体就是“稳楼市、温股市、

弱汇市”。按照中国现有的财政体制、货币发行量（M2 存量）和城市化过程中发展不均衡的现状，一线、二线城市房价有内生的上涨压力。房价稳住或者略降即可，保持正的 CPI，让房价实际价格下降。股市要呵护，维持投资者信心，减缓资金外流压力，也提高企业净值，提高抵押品融资的价值，也降低企业财务杠杆。汇市坚持补偿性贬值，但绝不形成持续性的贬值预期。目前的贬值幅度也就不到 15%，未来可以贬值到 20%。

## **2、财政政策要更加积极。**

由于区域增长的不平衡，经济增长和财政收入困难的地区通常也是在“三去一降一补”供给侧改革任务最重的地区，需要积极的财政政策来扶持。

未来需要加大减税力度。比如降低增值税，适度扩大中央政府的财政赤字。

## **3、切实采取措施提高民间投资的积极性。**

民间投资不积极，经济复苏的基础就不会稳固。可以通过逐步解决市场准入、融资难这些老问题以及通过减税来刺激民间投资。

## **4、高度重视外部不确定性因素。**

未来不确定性因素来源：特朗普政治经济政策、英国 3 月份脱欧的决定、意大利公投、美、欧、日不承认中国市场经济地位、OPEC 和非 OPEC 达成的减产协议带动的国际油价上涨。