

中国宏观经济论坛月度数据分析报告（2016年4月）

于春海*

摘要：2016年1季度，我国各项宏观经济指标明显改善，但是经济下行的风险依然很大。首先，GDP增长成功守住了年度目标，但是GDP增长的结构基础不稳定、需求力量不足。第二，主要价格指标回暖，经济景气指数回到扩张区域，但由于需求力量的支撑不足，经济尚未摆脱通货紧缩风险。第三，外汇储备止跌回升、人民币币值趋稳，但是外汇储备持续下降和人民币贬值的风险依然存在。第四，货币和融资环境宽松，但是在未来一段可能出现货币环境宽松和融资环境紧张的状况。为此，建议以基础设施和社会安全网络为切入点实施更加积极的财政政策；在进一步放松货币政策的同时避免融资条件的背道而驰；切实提高对跨境资本流动的管理能力，防范国际收支风险与国内债务风险以及房地产风险的相互叠加。

一、1-3月宏观经济数据解读与形势分析

（一）在3月份各种积极变化的助推下，1季度GDP增速成功守住年度目标，但是GDP增长的结构性基础不稳定、需求力量的支撑不足。

2016年1季度，GDP同比增长6.7%。其中，第一产业增长2.9%，第二产业增长5.8%，第三产业增长7.6%。1季度宏观经济运行态势良好，为守住6.5%的年度目标奠定了基础。第三产业增加值相对更快的增速也推动了产业结构的进一步改善，第三产业增加值占GDP比重达到56.9%，比上年同期提高了2个百分点。但是也必须注意到，6.7%的增速也创下了2009年1季度以来的新低，增长速度下行的趋势并未逆转，总体经济依然处于缓慢的探底期，经济复苏的迹象尚未全面出现。

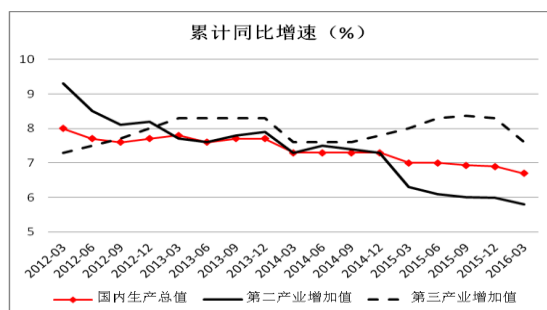


图1 我国的GDP增速

因为1季度宏观经济的改善主要发生在3月份，所以我们结合3月份的变化对1季度GDP增长情况的供求基础进行分析。在供给方面需要关注的是第二产业中的工业和第三产业中的房地产行业。首先是工业部门的增长情况。3月规模以上工业增加值同比实际增长6.8%，比1-2月提高了1.4个百分点。工业增加值增长对第二产业增加值增长的贡献率在80%左右，由此，3月工业增加值的超预期回升使得第二产业在1季度的增速提高了0.4个百分点左右。那么，工业的超预期回升是否能够持续下去？分大类看，采矿业和制造业增速在经过1-2月的大幅下滑后，在3月出现明显反弹。分企业经济类型看，国有及国有控股企业的增速由负转正。分产品看，几种主要的过剩工业产品的产量增速在3月均明显提高。其中，水泥、生铁、粗钢、钢材和有色金属等，增速由负转正；原煤和焦炭产品

* 本报告为中国人民大学宏观经济论坛团队集体研究成果，执笔人为于春海。

继续下降，但下降速度明显收窄。过剩行业、企业和产品重新恢复正增长，这显然不可持续的。随着供给侧结构性改革和存量调整政策的全面启动，工业部门的增速将会继续探底。

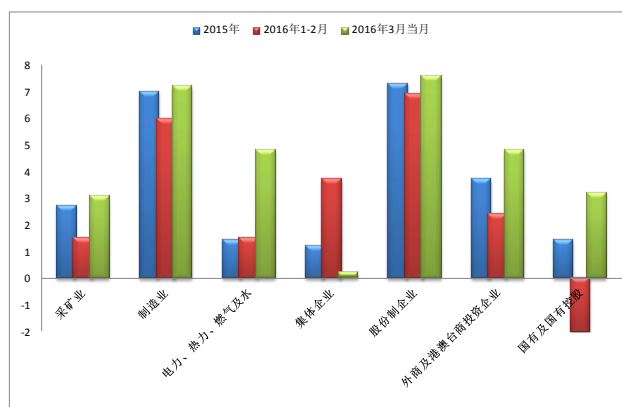


图2 分大类和分经济类型的工业增加值增速 (%)

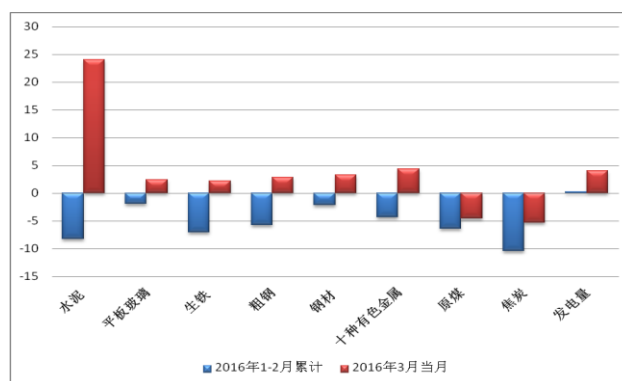


图3 主要几种过剩工业产品的产量变化 (%)

其次是房地产行业。3月房地产开发企业商品房销售额同比增长64.4%，比1-2月的累计增长率提高了20.8个百分点。房地产行业的增加值率大约在80%左右，该行业对第三产业增加值增长的贡献率在13%左右。由此，3月房地产市场销售的迅猛扩张使得1季度第三产业的增速提高了0.7个百分点左右。考虑到政策层面的调整趋势，越来越多的地方开始收紧房贷政策，并加强对房地产市场违规操作的管控和打击，因此，房地产销售的火爆状况及其对第三产业增速的提升作用具有很大的不稳定性和不确定性。

在消费需求方面。3月社会消费品零售总额的名义同比增速10.5%，比2月提高0.3个百分点；实际增长9.7%，比2月提高0.1个百分点。1-3月累计名义增长10.3%，实际增长9.7%。消费需求名义指标的改善主要来自消费价格的温和和上涨，扣除价格因素后的实际增速继续处于近年来的低点，没有明显的改善迹象。

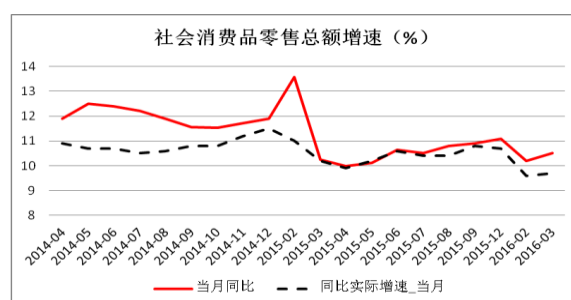


图 5 我国消费需求的增长情况

在投资需求方面。1-3 月份，固定资产投资累计同比增长 10.7%，增速比 1-2 月提高了 0.5 个百分点。固定投资增长速度的提高主要来自第三产业。1-3 月，第三产业固定投资累计同比增长 12.6%，比 1-2 月提高了 1.5 个百分点。这主要来自第三产业中的基础设施投资和房地产开发投资增速的提高。1-3 月，基础设施投资和房地产开发投资增速分别比 1-2 月提高了 4.6 个百分点和 3.2 个百分点。从项目隶属关系看，中央项目投资增长 2.8%，比 1-2 月提高了 7.2 个百分点；地方项目投资增长 11.1%，比 1-2 月提高了 0.2 个百分点。房地产开发投资增速的提高是源于房地产市场的火爆行情。基础设施投资增速的提高应该主要源于中央政府财政政策刺激。这两股推力在未来不太可能继续同时存在。至少，各地房地产政策的转向可能会抑制房地产开发投资增速的继续提高。

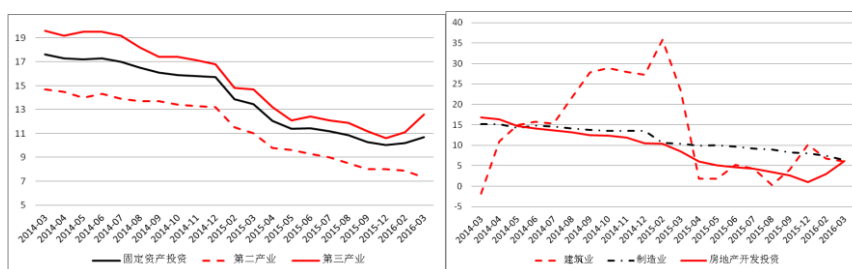


图 6 固定资产投资累计同比增速

在对外贸易方面。3 月当月，出口额实现了 2015 年 6 月以来的首次正增长，同比增长 11.5%；进口额下降 7.6%，下降速度较前两个月明显变缓；贸易顺差 298.6 亿美元，顺差规模继续缩小。1-3 月，出口额累计下降 9.6%，进口额累计下降 13.5%；实现贸易顺差 1257 亿美元，较 2015 年同期增加了 33.9 亿美元。对外贸易依然处于一种“衰退式顺差”状态。考虑到外部主要发达经济体和新兴经济体的经济低迷和进口收入弹性的显著下降，我国出口还不具备持续正增长的条件。但是在进口方面，由于主要产品的进口量依然保持增长，进口额的下降主要是源于进口商品价格指数的大幅下降。一旦国际大宗商品价格触底反弹，我国的进口额可能会快速增长。如果出现这样的情况，我国的贸易收支就可能从“衰退式顺差”过渡到“衰退式平衡”，甚至进入“衰退式逆差”。

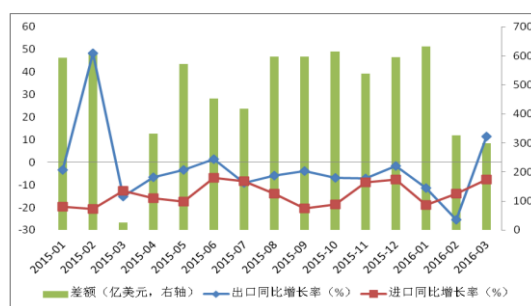


图 7 我国的对外贸易（当月）

从总需求几个部分的动态变化中可以看出：1）目前总需求的扩张仍然依赖于失衡的总需求结构，只不过外需占比过高的失衡状况得到了缓解，但是投资占比过高的状况进一步加剧；2）在外需以及国内消费需求难以得到有效改善的情况下，以投资快速扩张来带动总需求增长的模式在长期中是不可持续的；3）即便是在短期中，失衡的总需求增长模式也是具有很大的不确定性，一旦房地产市场行情反转，房地产开发投资增速必然大幅下降，进而导致整个固定投资增速的

下降。

总之，虽然我国在 1 季度取到一个较好的 GDP 增长指标，但无论是从行业结构看、还是从总需求结构看，GDP 增长的基础都缺乏稳定性和可持续性，需要警惕短期中过于依赖房地产行业的风险。过去一段时间内，政府干预房地产市场的政策似乎类似于去年政府干预股市的政策措施。政策的不稳定会进一步增加 GDP 增长态势的不确定性。

（二）消费和生产方面的价格均出现回暖迹象，但是整体经济尚未摆脱通缩风险。

在消费者价格方面。2016 年 3 月，CPI 当月同比增长 2.3%，与 2 月份持平，维持在 2014 年以来的高位。从分类指数看，3 月份食品烟酒价格同比上涨 6.0%，影响 CPI 上涨约 1.78 个百分点；在其他七大类价格中，也仅有交通和通讯价格同比下降。受春节后鲜活食品和部分服务价格回落的影响下，3 月份 CPI 环比下降 0.4%。从分类指标看，食品烟酒价格环比下降 1.3%，带动整体 CPI 环比下降约 0.4 个百分点；在其他七大类价格中，衣着、居住、医疗保健、其他用品和服务价格继续环比上涨，交通和通信、教育文化和娱乐、生活用品及服务价格环比下降。

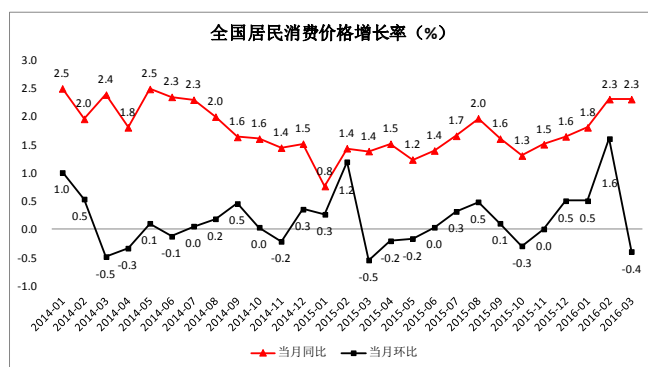


图 8 全国居民消费价格总水平当月增速 (%)

2016 年 1~3 月，CPI 累计增长 2.1%，与上年同期相比提高了 0.9 个百分点。其中，消费品价格上涨 2.2%，与上年同期相比提高了 1.3 个百分点；服务价格上涨了 2.0%，与上年同期相比提高了 0.2 个百分点。非食品类 CPI 累计上涨 1.1%，与上年同期相比只提高了 0.3 个百分点；剔除食品和能源的核心 CPI 累计上涨 1.4%，与上年同期的增速持平。2016 年 1~3 月，CPI 累计增速不仅高于非食品 CPI 增速，而且高于核心 CPI 增速，这是 2015 年首先出现的情况。这意味着能源依然是压低 CPI 增速的因素，而食品则转变为推高我国 CPI 增速的因素。在食品价格迅速上涨的带动下，消费品价格增速一举超过服务价格增速，这是 2013 年以来首先出现这样的情况。

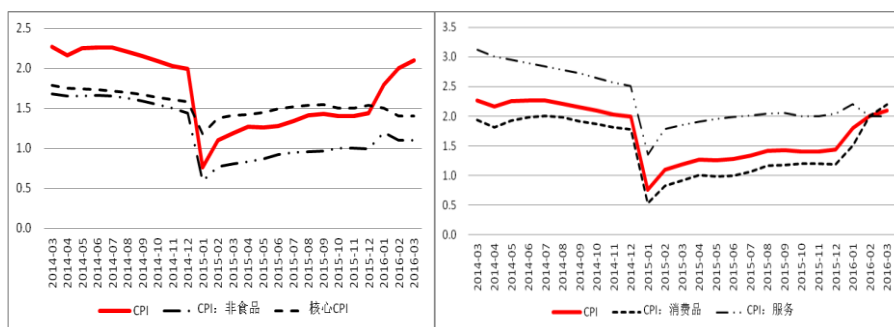


图 9 全国居民消费价格总水平的累计增速 (%)

在生产者价格方面。2016年3月，工业生产者购进价格同比下降5.2%，与上年同期相比降幅收窄0.48个百分点；工业生产者出厂价格同比下降4.3%，与上年同期相比降幅收窄0.26个百分点。2016年1~3月，工业生产者购进价格同比下降5.8%，与上年同期相比降幅扩大0.24个百分点；工业生产者出厂价格同比下降4.8%，与上年同期相比降幅扩大0.24个百分点。对比3月份的当月变化与1~3月份的累计变化，可以看出，工业生产者价格指数的改善主要是发生在3月份。在3月份的工业生产者出厂价格中，生产资料出厂价格同比下降5.7%，与上年同期相比收窄0.2个百分点；生活资料出厂价格同比下降0.2%，与上年同期相比扩大0.1个百分点。对比3月份工业生产者购进价格与出厂价格的变化，可以看出，购进价格同比降速的收窄幅度尤其明显。其中，化工原料和农副产品购进价格的降速收窄了1.5个百分点以上，是推动工业生产者购进价格指数改善的主要动力。

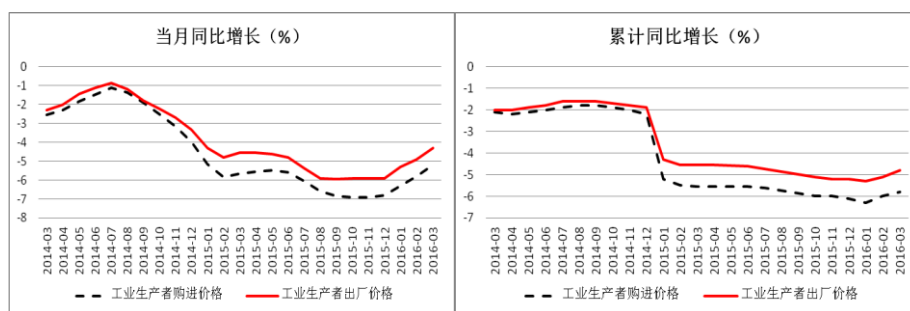


图 10 我国生产者价格总水平的增长情况

需要注意到，无论是消费方面还是工业生产方面的价格回暖，依然还缺乏足够的需求力量支撑。在消费者价格方面，食品价格上涨是驱动 CPI 上涨的主要力量，非食品 CPI 和核心 CPI 依然处于较低水平。这说明消费需求并没有出现明显改善。在工业生产方面，购进价格降速的收窄幅度大于出厂价格降速的收窄幅度。在需求未有效改善的情况下，这种成本上涨压力会对工业部门产生不利影响。从目前的情况看，主要食用农产品价格已经开始回落，特别是鲜菜价格大幅回落，肉类价格小幅波动。在 50 种流通领域重要生产资料中，价格上升的种类明显减少，并且价格上升幅度变小；价格下降的种类明显增多，并且价格下降幅度也开始变大。这意味着我国经济尚未真正摆脱通货紧缩的风险。

(三) 货币环境和融资环境依然宽松，但是未来可能出现货币环境宽松而融资环境紧张的状况。

2016年1-2月M2和社会融资规模都保持较快增长，显示当前的货币和融资环境较为宽松。2016年2月，M2同比增速为13.3%，虽比上月回落了0.7个百分点，但与2015年持平，同时高于2016年13%的政策目标。1-2月份社会融资规模累计4.2万亿元，实现了自2014年2月以来的首次同比正增长，并且增速高达23.7%。

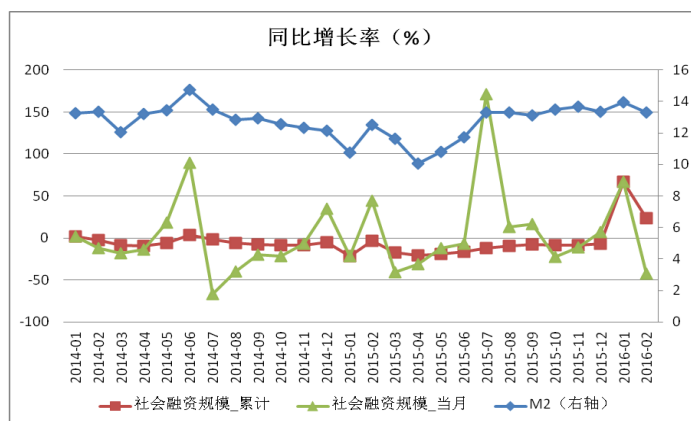


图 11 我国的货币供应和社会融资增速

需要关注的是社会融资规模当月增量的异常变化。1 月份，社会融资规模当月增量同比增长 67%。2 月份，社会融资规模当月增量同比下降 43%，环比下降 77%。对于这种异常变化的部分解释是，受 2 月份春节的影响，一些融资业务被提前到 1 月份执行或推后到 3 月份执行。但是这种解释的合理性是值得怀疑的。2014 年和 2015 年的春节也都是在 2 月份，但是当时都没有出现类似的异常变化。

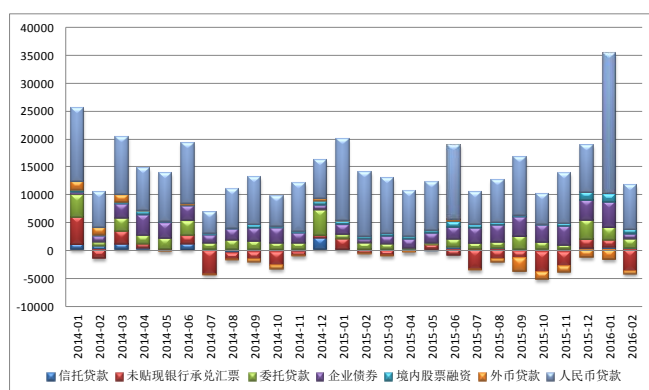


图 12 社会融资规模增量的来源（亿元）

进一步分析社会融资增量的来源构成。2016 年 1 月社会融资规模的增长主要来自新增人民币贷款、企业债券发行和委托贷款的增长；2 月份社会融资规模的下降主要因为新增人民币贷款、企业债券发行和未贴现银行承兑汇票的下降。展望未来，随着去产能和淘汰僵尸企业进程的全面展开，不仅银行要面对更大的不良贷款上升的压力，进而对银行放贷能力和意愿构成严重制约；而且也会使得债券市场违约事件增加和违约风险上升，进而使得债券市场的融资条件收紧。此外，在互联网金融经过一段时间的野蛮扩张后，其风险和问题已经开始不断显化。这必将引发监管部门加强对包括互联网金融在内的整个影子银行体系的管控，这会抑制信托贷款、委托贷款和未贴现银行承兑汇票等业务。

基于上述的考虑，在未来一段时间内很可能出现货币环境趋于宽松，而实体经济融资环境却更趋紧张的状况。这种状况会加剧资金“脱实就虚”的流动和泡沫危机在不同资产市场之间的游走。

（四）外汇储备暂时止跌回升，但是未来的变动依然具有很大不确定性。

央行外汇储备在 2015 年全年累计减少 5126.6 亿美元，2016 年 1~3 月外汇储备进一步下降了 1177.8 亿美元。2016 年 3 月，央行外汇储备实现了自 2015 年 11 月以来的首次增长，增加 102.6 亿美元，至 3.21 万亿美元。3 月份，国内经济

运行呈现积极信号，监管层面加强对资本外流的管制，人民币汇率企稳，这些因素都有助于缓解资本外流压力，进而抑制外汇储备的下降趋势。

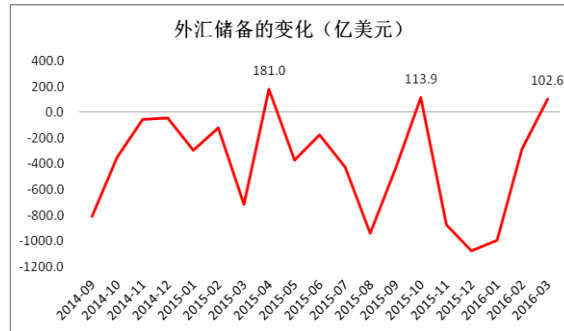


图 13 央行外汇储备的月度变化

但是，这些因素是否足以扭转我国外汇储备的下降趋势？为了回答这一问题，我们需要分析影响我国外汇储备变化的各种因素及其可能的变化趋势。外汇储备变化可以分解为两个基本变化。一是新增外汇储备流量，也就是国际收支统计口径下的非官方部门收支余额，包括经常项目余额、资本和金融项下非储备性质的净资本流动以及净误差和遗漏；二是外汇储备资产存量的估值效应，包括外币资产价格变化、汇率变化和直接投资资本损益等。进行这样的分解不仅需要外汇储备存量数据，还需要完整的国际收支统计数据。由于目前可获得的国际收支平衡表数据截至 2015 年底，所以我们对 2013 年制 2015 年的外汇储备变化进行分解。

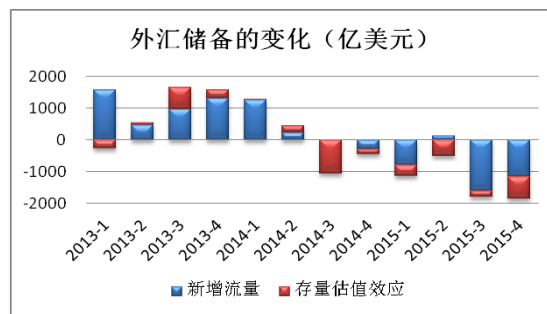


图 14 央行外汇储备季度变化的分解

可以看出，2014 年以来负的存量估值效应越来越大。2014 年，新增外汇储备流量 1188 亿美元，存量估值效应为-971 亿美元，外汇储备存量最终只增加了 217 亿美元。2015 年，新增外汇储备流量为-3423 亿美元，存量估值效应为-1703 亿美元，外汇储备存量最终下降了 5126 亿美元。因为缺少外汇储备币种结构和资产结构的详细数据，无法对估值效应进行具体的分解测算。通过初步的数据考察，可以大致分析美元汇率变化在其中所起的作用。假定我国外汇储备中非美元资产占 35%，那么，非美元资产的规模大概是 1.2 万亿美元左右。美元升值意味着非美元资产在折算成美元以后将遭受估值损失。2014 年，美元指数升值 7%左右，由此导致我国外汇储备遭受的估值损失在 850 亿美元左右；2015 年，美元指数升值 12%左右。由此导致我国外汇储备遭受的估值损失在 1500 亿美元左右。因此，过去两年中，美元升值是导致我国外汇储备遭受负估值效应的主要原因。

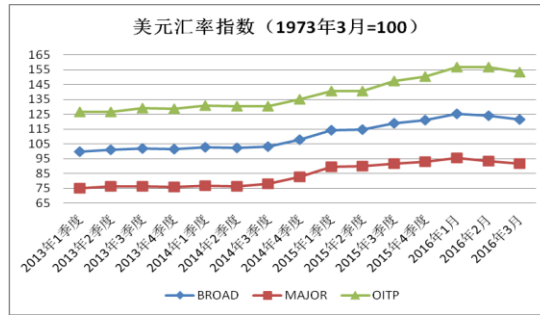


图 15 美元的汇率指数¹

外汇储备的新增流量主要来自经常项目余额、资本金融项下非官方部门资本流动余额以及净误差和遗漏。2015 年，服务贸易和私人资本流动处于持续的逆差状态，货物贸易顺差几乎成为我国外汇储备新增流量的唯一来源。具体来说，货物贸易顺差 5670 亿美元，服务贸易逆差 1824 亿美元，收益项逆差 454 亿美元，经常性单边转移逆差 87 亿美元，非储备性质金融账户逆差 4856 亿美元，净误差与遗漏项逆差 1882 亿美元。

随着对外直接投资迅速增长和流入的外国直接投资持续下降，我国直接投资顺差从 2014 年的 1450 亿美元将至 2015 年的 621 亿美元；对外证券投资从 2014 年的 108 亿美元增至 2015 年的 732 亿美元，外部证券投资资金流入规模从 2014 年的 932 亿美元降至 2015 年的 67 亿美元，导致我国在证券投资方面出现了 2007 年以来的首次逆差，逆差规模 665 亿美元。其他投资账户逆差从 2014 年的 2788 亿美元增至 2015 年的 4791 亿美元。我国居民在这一账户下的对外投资规模并没有增长，反而是大幅下降的，从 2014 年的 3289 亿美元降至 1276 亿美元。导致我国其他投资账户逆差增加的主要原因是外国人通过这一渠道对我国的投资急剧下降，从 2014 年对我国投资 502 亿美元变为 2015 年从我国撤出 3515 亿美元。净误差与遗漏项下延续了 2009 年以来的逆差状态，逆差规模创下了 1882 亿美元的历史纪录。

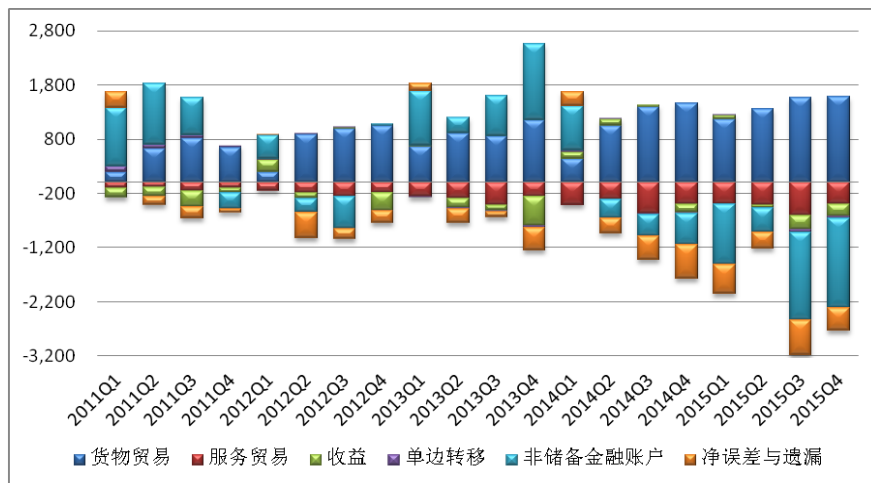


图 我国外汇储备新增流量的来源 (亿美元)

2016 年 3 月，我国货物贸易顺差 299 亿美元。美元指数贬值 1.2%左右，带来大约 150 亿美元的正估值效应，当月我国外汇储备增加 102 亿美元。因此，服务贸易和私人资本流动的逆差应该在 347 亿美元左右。3 月份的变化是否代表我

¹ 单位美元兑换外币的指数，数据来自美联储。相关指标的构成参见：
http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/2005/winter05_index.pdf。

国就此扭转了外汇储备持续下降的趋势？这有待进一步确认。鉴于全球经济和贸易的低迷状况并没有出现明显的改善趋势，我国出口增长依然具有很大的不确定性。随着大宗商品价格逐步触及底部，我国进口价格继续下降的空间越来越小，在进口数量依然保持增长的情况下，进口额具有恢复增长的可能性。这两方面变化可能导致我国的贸易顺差显著下降，甚至转变为逆差状态。近期强化资本流出管理的措施在一定程度上抑制了资本外流，但是随着 10 月份的临近，继续实施资本流出管制措施将会面临越来越大的国际压力。国内经济和金融风险尚未有效化解，资产收益率的变化在短期中也具有很大的不确定性。这些因素综合在一起，意味着我国私人资本流动逆差可能重新增加。更为重要的是，就目前主要经济体的宏观经济和金融形势的动态差异，以及货币政策未来一段时间内的可能走势来看，美元贬值很可能只是短期现象，一旦美元重回升值路径，我国外汇储备又将出现负的估值效应。一旦出现这样的流量变化和存量估值效应，我国外汇储备将再次快速减少，不仅会导致人民币贬值压力的加大，而且还会在两者之间形成相互强化的恶性循环。

（五）经济景气指数进入扩张区域，但是经济活动扩张的可持续性存疑。

2016 年 3 月份，我国制造业 PMI 为 50.2%，比上月上升 1.2 个百分点，自 2015 年 8 月以来首次回到扩张区间；非制造业商务活动指数为 53.8%，比上月上升 1.1 个百分点，非制造业扩张步伐有所加快。制造业和非制造业 PMI 的双双反弹，预示着我国经济活动重回扩张区域。

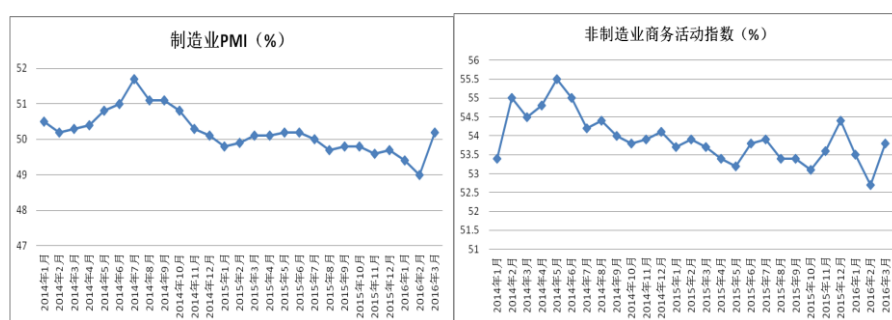


图 13 我国 PMI 指数的变动

但是也必须看到，首先，我国经济活动扩张的基础并不坚实。在我国经济活动扩张的背后，既有前期刺激政策的作用，也有春节后效应的作用。随着春节后效应的逐步消失和政策刺激效果的边际递减，经济活动的扩张趋势能否持续，是值得担忧的。其次，在制造业企业中，大型企业 PMI 升至临界点以上，而中小型企业 PMI 依然处于临界点以下的收缩区间。这意味着我国中小型制造企业的生产经营活动依然存在很多困难，整体制造业活动的活力受到严重制约。第三，从分行业和分类指标看，非制造业 PMI 指标的改善主要表现在建筑业的商务活动、投入品价格、新订单和销售价格等指标上。这意味着，3 月份非制造业的扩张动力主要来自建筑业。随着房地产政策的调整和房地产市场的降温，非制造业存在收缩的风险。最后，在需求力量依然疲软的情况下，PMI 变动所显示出的生产改善迹象，缺乏需求力量的有力支撑，其可持续性值得怀疑。

二、几点建议

1、实施更加积极的财政政策

产能过剩行业的反弹、房地产市场的火爆以及积极财政政策的实施，是推动 3 月份固定资产投资增速提高的重要原因。随着供给侧结构性改革的推进、存量调整

政策的全面实施以及房地产市场政策的转向，1 季度支撑我国固定投资增长和相关行业扩张的力量将会逐步消失。为此，应该以基础设施的建设和社会安全网的构建为抓手，实施更加积极的财政政策。加大财政对三大类基础设施的投资，以弥补房地产市场行情调整带来的房地产开发投资增速的快速回落。随着去产能政策的全面实施，煤炭和钢铁等行业面临巨大的职工下岗分流压力。需要财政加大对社会安全网的投入，以此支持居民收入的增长和消费的增长。

2、在保持宽松货币政策环境的同时，防止实体经济部门融资环境的紧缩

虽然 1 季度消费者价格和生产者价格回暖，但因其背后缺乏需求增长的支撑，所以不会演变成通胀压力的上升。进入 4 月份，主要食用农产品价格和多种生产资料价格都已经开始回落。这意味着我国经济尚未真正摆脱通货紧缩的风险。为此需要继续保持宽松的货币政策环境。目前我国各种期限的贷款利率均维持在 4% 以上，具有很大的降息空间。同时，PPI 的下降速度超过了 4%，这意味着降息政策是极其必要的。2015 年以来虽然央行多次下调存款准备金率，准备金率水平现在还在 15% 以上，仍然具有很大的降准空间。

银行贷款、债券市场和委托贷款是实体经济部门最重要的三个新增融资来源。随着银行不良资产的上升、债券市场违约风险的上升以及监管部门加强对互联网金融的管控，可能会出现货币条件趋于宽松和融资条件趋于紧张的状况。这不仅会严重制约实体经济部门的增长，而且还会孕育资产价格泡沫和金融风险。这就要求在强化宏观审慎监管的同时，以国债市场的改革和发展为突破口，推动整个债券市场的改革和发展。

3、外汇储备持续下降和人民币贬值的风险依然存在，需要切实提高对跨境资本流动的管理能力

我国贸易顺差下降可能具有长期趋势性特征，而对外直接投资的迅猛扩张可能使得我国从直接投资净流入转变为净流出，国内经济下行压力和金融风险的叠加会加剧私人资本的流出。这几方面因素结合在一起，意味着我国将可能面临严重的国际收支逆差压力。随着 2016 年 10 月份的迫近，强化资本流出管制的做法会受到越来越大的国际压力。美元暂时的贬值并没有改变其长期升值趋势。一旦美元重回升值状态，在负的存量估值效应与国际收支逆差的共同作用下，我国又将面对外汇储备快速减少的局面，这不仅会导致人民币贬值压力的加大，而且还会与人民币贬值相互强化。

为此需要在研究和规划人民币加入 SDR 后的金融开放策略的同时，提升对跨境资本流动的管理能力。这有助于应对短期中外汇储备变化和汇率波动带来的金融冲击和风险，也有助于在长期中提升应对外生金融冲击和金融风险的能力。重点是对现有的各种资本流动渠道进行调查和梳理的基础上，从法律和制度层面对经常项下和资本项下的各种资本流动渠道进行有选择的事后认可、调整和再管制。从法律和制度层面确认通过这些渠道进行资本跨境转移的合法性，降低资本经过合法渠道进行跨境转移的成本和风险；禁止、打击和阻断资本跨境转移的非法渠道，进一步增加资本通过这些渠道进行跨境转移的成本和风险；严格限制经常项下资本流动、FDI、证券投资以及银行信贷等不同资本流动形式之间的相互转化。尽可能缩小名义金融开放度和实际开放度之间的差异，这样才能提高跨境资金流动的可观察性和可控性，在此基础上，货币当局才可能调控甚至是管控跨境资本流动的易变性和波动性。只有这样才能有效避免国际收支风险与国内债务风险以及房地产风险的叠加。