

企稳延续与风险累积的中国宏观经济

——中国宏观经济论坛月度数据分析报告（2016年9月）

范志勇

摘要：2016年8月份，中国宏观经济延续了此前初现的企稳现象，但是企稳的基础并不牢固，宏观经济风险依然处于累积阶段。宏观经济企稳的现象表现在：第一，生产者价格指数（PPI）同比下降幅度进一步收窄，环比增长率有负转正，显示工业部门复苏迹象初现。第二、美元计价的进出口降幅收窄，人民币计价的出口连续3个月同比正增长，人民币贬值对贸易的改善作用初现。第三，工业生产稳中有升。上半年全国规模以上工业增加值同比增长6.0%，增速比一季度加快0.2个百分点。6月份工业增加值同比增长6.2%，比5月份上升0.2个百分点。第四，工业生产稳中有升，同比、环比呈现小幅微涨；8月份同比增速6.3%，环比增速0.53%，分别比上个月加快0.3和0.01个百分点。第五、8月份制造业PMI指数达到50.4，扭转了此前连续数月下降的趋势，间接支持制造业复苏判断。

宏观经济复苏基础不稳至少体现在两个方面：一是消费需求不足，价格指数负增长风险依然存在。8月份消费者价格指数(CPI)同比增长率为1.3%，为2016年以来的最低值。对环比消费者价格指数进行季节调整后发现，消费者价格指数下行的趋势尚未得到扭转，负增长的风险依然存在。二是社会融资规模和广义货币增速都处于下行通道。2016年以来M2增速持续下滑，从年初的14.0%下降至7月份10.2%，几乎是2008年金融危机以来的最低点。7月份社会融资规模增速为12.2%，比年初下降0.9个百分点。广义货币增速跌至危机之后最低点，货币政策有“名松实紧”的迹象。

宏观经济风险依然处于累积阶段。具体表现在实体经济面临不确定陷阱，民间投资增速下滑，货币存量活期化现象假设；流动性供给存在“脱实向虚”风险；板块和地区经济塌方式下滑风险依然存在，地方财政面临较大考验；汇率波动和大宗商品价格不确定性依然存在。

一、宏观经济企稳迹象延续，但基础尚不稳固

从宏观经济数据整体来看，当前宏观经济已经初步呈现企稳迹象，8月份这种企稳现象得以进一步持续。

第一，GDP同比增速企稳，结束了连续3个季度的下行态势；环比增速有所回升。二季度GDP同比增长6.7%，增速与一季度持平；环比增长1.8%，增速比一季度上升0.8个百分点。名义GDP增速回升，已经超过实际增速。二季度GDP名义增速达到7.3%，比一季度提高了0.2个百分点，高出实际增速0.6个百分点。

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。

这表明 2015 年 GDP 平减指数整体为负值的现象得以扭转。

第二、8 月份生产者价格指数（PPI）同比下降 0.8%，降幅进一步收窄。更加重要的是，PPI 环比增长率达到 0.2%，季节调整后增长率仍为 0.2%。自 3 月份以来，季节调整后 PPI 环比基本都保持正增长，虽然增长率不高，但显示工业部门复苏迹象初现。

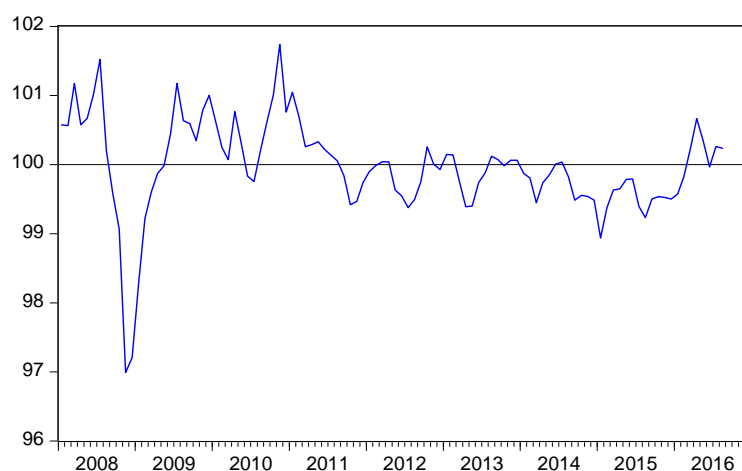


图 1 季节调整后的 PPI 环比指数

对工业生产者购进价格进行考察，2016 年以来工业生产者购进价格累计增长 1.7%，其中涨幅最高的是黑色金属和有色金属，分别上涨 6.5%和 5.6%；相反木材纸浆和建筑材料累计下跌 0.3%，不同行业复苏程度具有不同步性。

表 1 2016 年以来工业生产者购进价格累计涨幅（%）

总指数	燃料动力	黑色金属	有色金属	化工原料	木材及纸浆	建筑材料及非金属矿类	其他工业原材料	农副产品	纺织原料
1.7	1.6	6.5	5.6	0.9	-0.3	-0.3	0.4	1.2	0.6

第三，美元计价的进出口降幅收窄，人民币计价的出口连续 3 个月同比增长，人民币贬值对贸易的改善作用初现。1-8 月份累计出口 13575 亿美元，累计下降 7%，比年初降低 6 个百分点；累计进口 9981 亿美元，累计下降 9%，比年初降低 10 个百分点。1-8 月份以人民币计价的累计出口 88686 亿元，累计同比下降仅 0.6%；累计进口 65283 亿元，同比下降 2.9%。其中以人民币计价的出口已经连续 3 个月实现同比正增长。以人民币计价的出口增加有利于改善出口企业现金流。

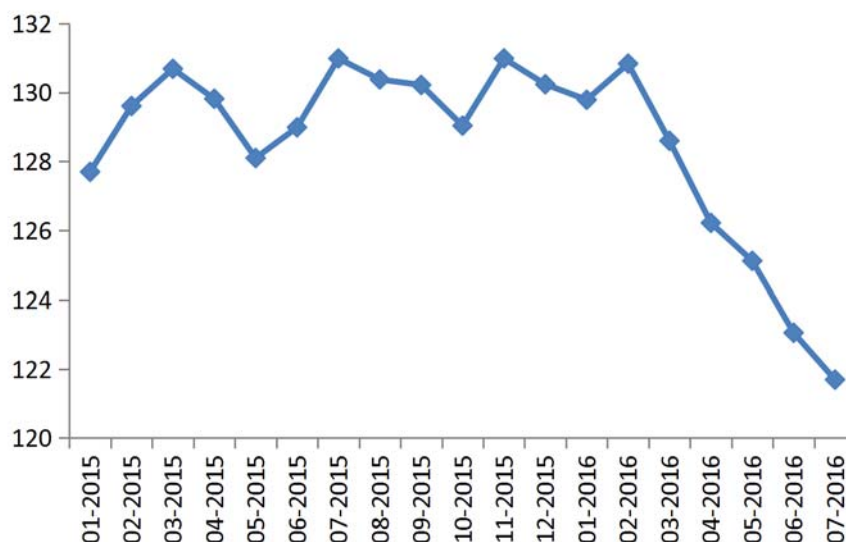


图2 人民币实际有效汇率指数

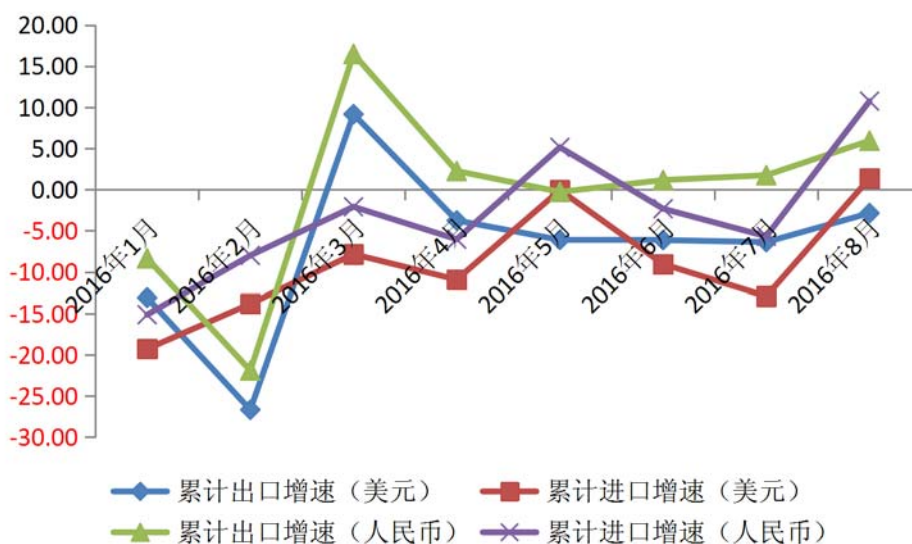


图3 2016年各月累积进出口增速 (%)

第四，工业生产稳中有升，同比、环比呈现小幅微涨。8月份全国规模以上工业增加值同比增长6.3%，增速比上月加快0.3个百分点；8月工业增加值环比增长0.53%，比7月份上升0.01个百分点。1-8月份，规模以上工业增加值同比增长6.0%。分三大门类看，采矿业增加值同比下降1.3%，制造业增长6.8%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长7.0%。工业结构继续优化，高技术产业和装备制造业增加值同比分别增长11.8%和10.8%，增速分别比规模以上工业快5.5和4.5个百分点。

第五，8月份制造业PMI指数达到50.4，扭转了此前连续数月下降的趋势，间接支持制造业复苏判断。在PMI各分项指标中，新订单指数逆势反弹，达到51.3，

比7月份上涨0.9个百分点。由此表明，市场需求与企业的生产意愿开始初步呈现复苏势头。

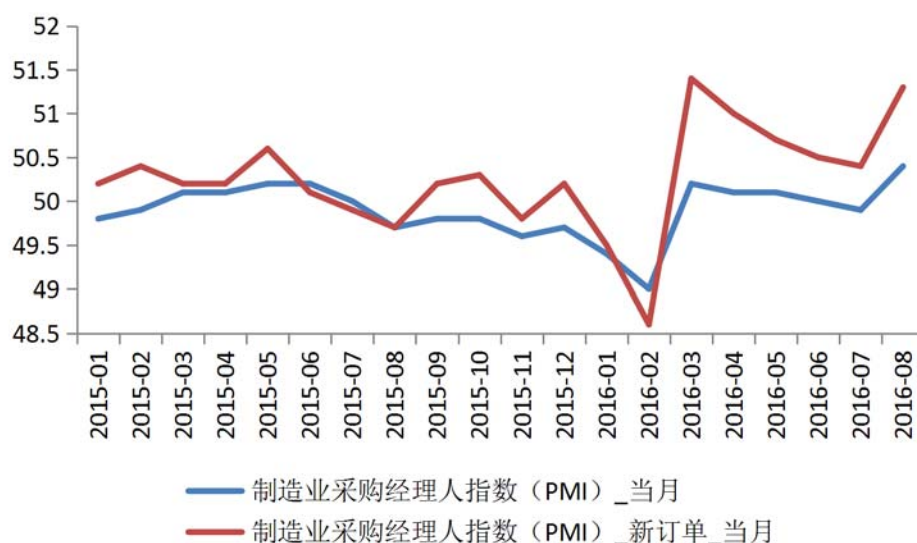


图4 PMI指数反弹

第六、消费需求不足，价格指数负增长风险依然存在。8月份消费者价格指数(CPI)同比增长率为1.3%，为2016年以来的最低值；环比增长率为0.1%。对环比消费者价格指数进行季节调整后可以发现，消费者价格指数下行的趋势尚未得到扭转，负增长的风险依然存在。自从2016年5月份之后，消费者价格指数再次进行下行通道，目前略高于通货紧缩的临界值。从细分商品类别来看，消费者价格指数下降主要是由于此前连续上涨的猪肉价格出现下降造成的。从宏观经济角度来看，可能与2016年以来不断下行的货币增长率有关。

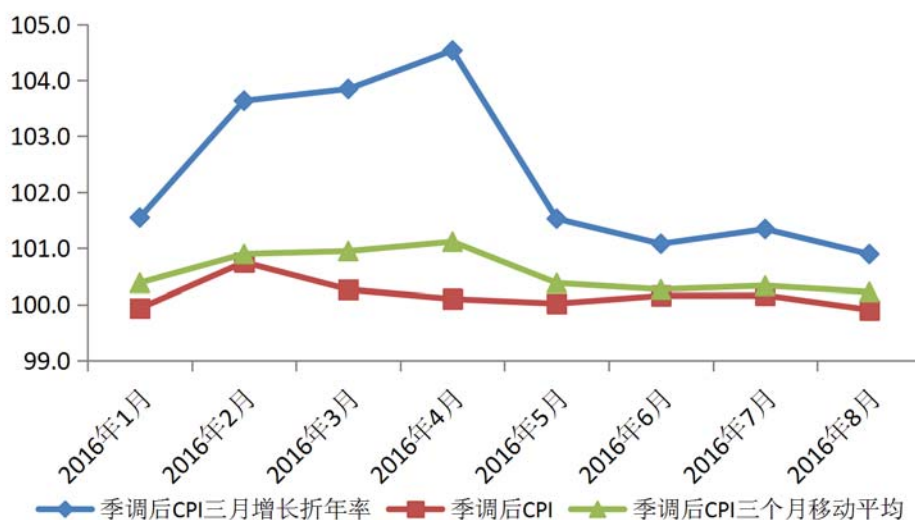


图5 季节调整后的CPI环比指数

第七、广义货币增速跌至危机之后最低点。2016年以来M2增速持续下滑，从年初的14.0%下降至7月份10.2%，几乎是2008年金融危机以来的最低点。7月份社会融资规模增速为12.2%，比年初下降0.9个百分点。广义货币增速跌至危机之后最低点，货币政策有“名松实紧”的迹象。

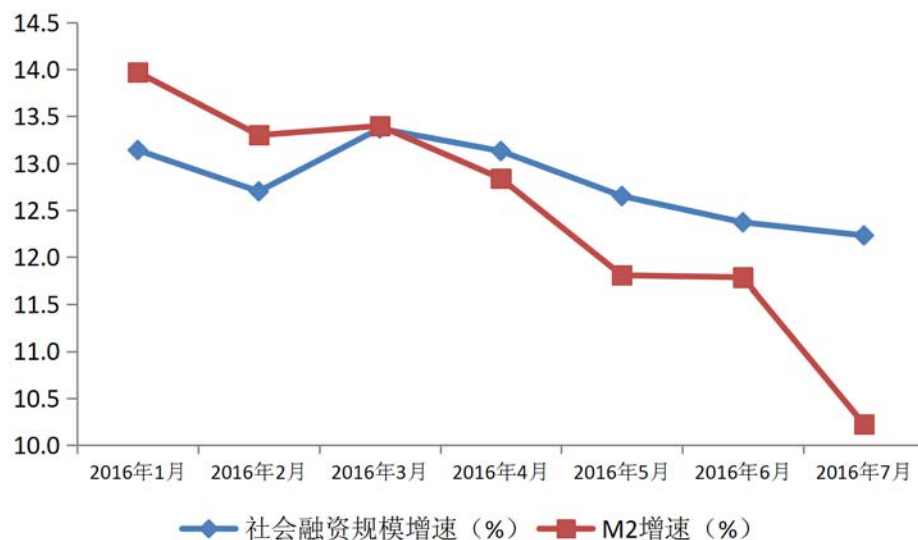


图6 M2 和全社会融资总额增长率(%)

二、整体风险依然处于积累期

在宏观经济整体企稳的大环境下，我们还应该看到中国经济的整体风险依然存在，甚至存在不断积累的可能性，具体表现在以下几个方面：

（一）、实体经济面临不确定陷阱

宏观经济预期不明朗及不确定性上升导致实体经济可能陷入“不确定性陷阱”的恶性循环。“不确定性陷阱”的体现主要是两个方面，一是民间投资进一步下滑；二是所谓的“M1-M2剪刀差”放大。

1、民间投资下滑进一步加剧

1-8月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长8.1%，增速与1-7月份持平。其中，国有控股投资增长21.4%，成为稳定投资增速的绝对力量；民间投资增长2.1%，与1-7月份持平，占全部投资的比重为61.4%。由于民间投资深度下滑，政府投资和房地产投资已难以止住全国投资增速回落趋势。

2016年年初以来，政府投资是拉动全国投资增长的核心力量，房地产企业投资的短暂回暖也是帮助1季度稳定投资增速的重要力量。然而在民间投资加速下滑的背景下，单纯依赖政府投资已经难以止住固定投资增速的下滑趋势。进入2016年以来，民间投资累计增速平均每月以1个百分点左右的速度下降，1-7月份民间投资增速仅为2.1%，如果照此趋势，全年民间投资增速有可能降为负值。

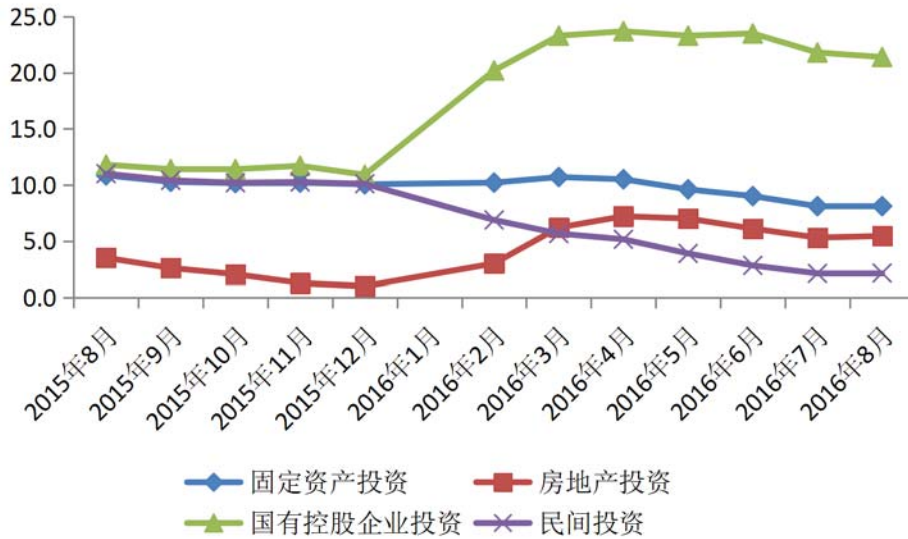


图7 累计投资增长率

2、M1-M2 剪刀差进一步扩大，市场观望情绪严重

在M2增速回落的同时，M1与M2增速之差持续扩大，成为近期市场关注的热点。一方面，自2015年7月份开始，M1中主要构成部分“单位活期存款”的增长率从10.8%上升至2016年7月份的29.1%。另一方面，准货币中企业定期存款增速从2015年8月份的10.6%下降至2016年7月份的3%，成为导致准货币增速下降的主要原因。在此期间家庭储蓄存款增长速度基本稳定。单位活期存款和定期存款的增速差是导致M1与M2增速之差持续扩大的原因。

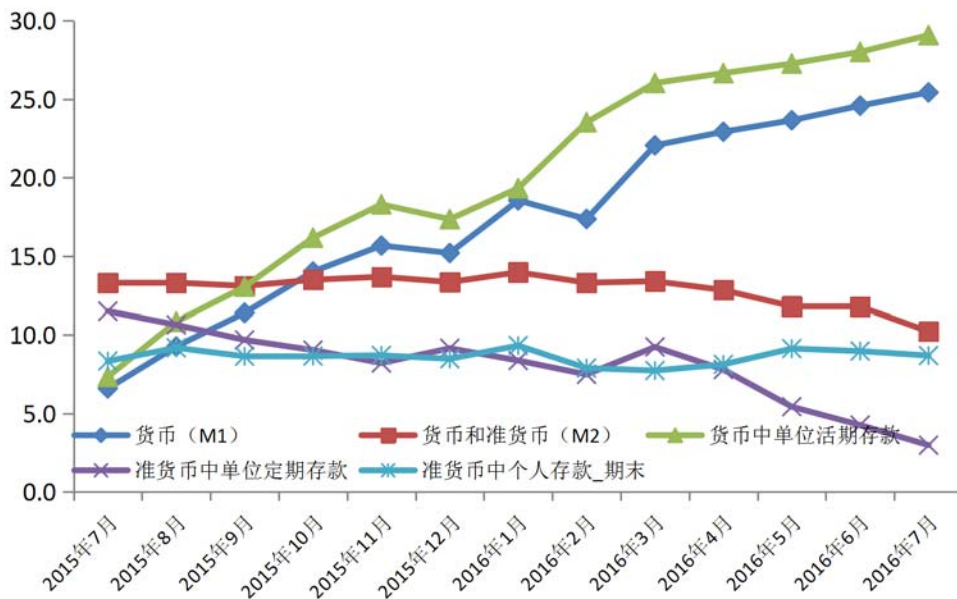


图8 M2中主要组成部分增速 (%)

2015年7月至2016年7月，M2新增13.8万亿，同比增长率下降3.1个百分点；M1新增9.0万亿，增速上升18.8个百分点，由此形成的M1和M2增速剪刀差接近22个百分点。在货币的各组成部分中，活期存款新增8.6万亿，占新增M1的95%，同比增速上升21.7个百分点。M2中准货币新增4.9万亿，同比增速下滑11个百分点；其中单位定期存款新增0.9万亿，同比增速下降8.5个百分点；个人存款（包括活期和定期）新增4.7万亿，同比增速上升0.4个百分点。

导致企业活期存款快速增长的原因可能是来自多个方面的。但由于实体经济短期内尚无明确的复苏迹象，投资观望情绪强烈，导致企业可能在一段时期内仍将大量持有活期存款。

表2 2015年7月-2016年7月货币存量变化及同比增长率变化（万亿，%）

M1		单位活期存款		M2		准货币		单位定期存款		个人存款	
9.0	18.8%	8.6	21.7%	13.8	-3.1%	4.9	-11.0%	0.9	-8.5%	4.7	0.4%

（二）、流动性供给存在“脱实向虚”风险

伴随着房地产市场的复苏，资金“脱实向虚”的情况在2016年不仅没有减轻，反而进一步恶化。全社会新增融资中很大比例进入房地产开发，其他行业活动的新融资规模相对有限。2016年1-7月，房地产开发投资资金来源与社会融资总额的比值达到78%，高于历年同期的水平。此外M1和M2增速“剪刀差”持续扩大一定程度上从货币供给的角度反映了资金“脱实向虚”情况的恶化。房地产市场交易的火爆，导致家庭部门的定期存款转化为房地产商的活期存款。

2016年商业性房地产贷款余额激增，金融机构新增贷款中近一半流向了房地产。由于房地产销售的火爆，2016年上半年商业性房地产贷款余额增至23.9万亿元，比去年同期增长了24%。2016年上半年商业性房地产贷款至少新增2.9万亿，比2015年同期高出53%。购房贷款余额增至15.4万亿元，比去年同期增长了32.2%。这表明2016年上半年购房贷款至少新增2.3万亿，接近2015年全年的水平%。

在2016年上半年新增人民币贷款7.5万亿中，有至少2.3万亿投向了购房贷款，占新增人民币贷款的31%，加上1.1万亿投向房地产开发企业的贷款，合计

至少有 46% 的贷款投向了房地产市场。可见，加剧资金“脱实向虚”是本轮房地产复苏的又一重要风险，可能会加剧总体经济下行压力。

（三）、地区经济断崖式下跌风险依然存在

全国经济进入新常态之后，部分省份国内生产总值出现断崖式下跌。特别是山西和东北等地区 GDP 名义增长率低于实际增长率，陷入实质性通货紧缩。2016 年 2 季度，山西省 GDP 累计名义增长率为-1.7%，实际增长率 3.4，通货紧缩水平达到-5.1%。辽宁省 2016 年 2 季度名义 GDP 累计增速为-1.3%，实际增速为-1%，通货紧缩水平达到-0.5%。地方经济增速长期放缓不仅导致居民收入长期收入生长放缓甚至绝对下降，地方政府的收入亦会下降，削弱地方政府实施宏观经济政策的能力。

表 3 部分省份名义和实际累计增长率(%)

季度	山西			辽宁			吉林		
	名义增速	实际增速	平减指数	名义增速	实际增速	平减指数	名义增速	实际增速	平减指数
2015.3	-1.2	2.8	-4	0.2	2.7	-2.5	5.3	6.3	-1
2015.4	0.3	3.1	-2.8	0.4	3	-2.6	3.4	6.5	-3.1
2016.1	-4.3	3	-7.3	-1.3	-1.3	0.0	3.9	6.2	-2.3
2016.2	-1.7	3.4	-5.1	-1.5	-1	-0.5	4.4	6.7	-2.3

2016 年 8 月全国公共财政收入增长 1.7%，1-8 月累计增长 6%，与名义经济增长速度基本一致。然而随着部分地区经济增速下降，政府收入可能出现负增长，导致政府财政运转困难。以辽宁为例，8 月份全省当月财政收入增长 21.5%，连续两个月实现正增长；1-8 月份全省一般公共预算收入 1538.3 亿元，同比减少 238.8 亿元，下降 13.4%。其中各项税收收入下降 4.5%；各项非税收入 337.3 亿元，同比下降 35.1%。而 1-8 月份，辽宁全省一般公共预算支出完成 2676.6 亿元，同比下降了 10%。

（四）、汇率风险

按照 IMF2016 年 4 月的预测，流向发达经济体的资本流动将会在 2016 年达到高峰，并在 2017 年以后依然维持较高水平，而以中国为首的新兴经济体在这次资本重新配置中将面临重大压力。

截止到 9 月份，由于美联储加息滞后使得资本外流的拉力减弱。但与此同时，

对国内经济前景的预期不稳定，包括对人民币汇率的中短期悲观预期，使得资本外流的推力加强。这两者的共同作用使得资本流动在 2 季度以来进入了平稳期。随着美联储加息时刻在 12 月的可能到来，以及其他一些新兴经济体对于资本流入的吸引力不断加大，资本外流的拉力可能会重新加强。为了防止资本外流的重新出现，要降低目前导致资本流出的国内推力，稳定市场对汇率波动的预期。

（五）、国际大宗商品价格反弹加剧经济复苏的不确定性

2016 年年初起，国际大宗商品价格开始出现反弹。以 CRB 金属现货价格指数为例，从 2016 年 1 月份到 9 月份上涨超过 30%。大宗商品价格快速反弹虽然有利于改善国内钢铁、煤炭等行业的经营状况，但是对下游企业可能造成一定的成本冲击。另外在价格回升的刺激下，一些钢铁、煤炭企业开始进一步扩大生产能力，导致去产能政策面临新的挑战。

三、政策建议

1、货币政策应适时调整

在 M1 和 M2 增速剪刀差收到普遍关注的同时，不可忽略的是 M2 增速本身正处在历史地位。2016 年以来 M2 增速持续下滑，从年初的 14.0% 下降至 7 月份 10.2%，几乎是 2008 年金融危机以来的最低点。如此之低的货币增长率委实难以与当前刺激经济复苏的政策目标相一致。因此货币政策进一步的适度宽松仍然是未来政策的进一步取向。

宽货币政策虽然可能进一步诱发资金“脱实向虚”，导致实体经济与虚拟经济的背离和“衰退性泡沫”的出现。但是这并不能成为阻碍货币政策宽松取向的理由。宽松货币政策应该辅之于“强金融监管”和“市场秩序建设”，尽可能减小宽松货币政策可能引发的负面影响。金融市场缺陷的弥补和恢复金融市场配置资源的能力是适度宽松货币政策实施的一个重要前提。

2、加大投资鼓励政策

导致民间投资增速下滑的基本原因在于经济增速放缓后投资回报下降。除此之外，还包括民营企业始终面临较为严重的融资难融资贵问题；市场准入限制问题和人民币贬值预期问题等等。为推动民间投资复苏，首先应加快推进金融改革，通过包括货币政策和财政在内的必要措施，切实降低民营企业各方面的成本。其

次，应进一步放宽民间投资的市场准入限制，结合“三去一降一补”，助力民间资本实现结构性调整。

3、对遭遇断崖式增速下滑的地区给予必要的财政支持

经济增长和财政收入面临崩塌现象的地区通常也是在“三去一降一补”工作中任务最重的地区。在此背景下，应该更加关注局部区域财政收入崩塌的问题，特别是基层财政收入突变带来的各种民生问题，建议设立过渡期基层财政救助体系。适度弱化财政收入的目标，防止地方政府通过加大税收征收力度和非税收等方式，变相增加企业的负担；财政支出从投资导向转向民生导向，利用积极的财政政策加速低度广泛的大福利体系的构建，利用定向宽松的财政政策加大养老产业、健康产业以及中高端服务业的发展，释放相应需求。