

中国宏观经济论坛月度数据分析报告（2016年3月）^①

毛振华、刘晓光

摘要：2016年1-2月份中国宏观经济运行呈现出五大特征：第一，CPI重回“2时代”，主要是受春节食品价格上涨因素影响，经济企稳的信号不足。第二，内外需求疲软，房地产投资反转成最大亮点。消费增速明显回落，贸易总额与顺差“双下降”，出口形势较为严峻，人民币贬值压力加大。经济最大亮点是房地产投资出现明显反转迹象，带动固定资产投资增速企稳回升，同时交通基础设施投资还有很大的政策空间。第三，工业增速跌破6%，或反映了国企去产能开始有实质性进展，加上金融服务业由于基数效应存着回落风险，一季度GDP增速能否守住6.5%面临考验。第四，货币政策和融资环境较为宽松，M2和社会融资规模保持较快增长，后续可能会受到房地产市场泡沫等风险掣肘。第五，经济景气指数持续低迷。针对当前经济形势，2016年货币政策应保持宽松的基调，营造真实有利的融资环境，同时建议短期内以交通基础设施投资为重要抓手，加大积极财政政策的实施力度。

一、1-2月份数据解读和当前经济形势分析

2016年1-2月份数据显示（见表1），当前中国宏观经济运行呈现出以下五大特征。

表1 2016年1-2月中国宏观经济核心指标一览表

核心指标	2014年	2015（累计）				2016年 1-2月	最新 变化
		1季度	2季度	3季度	4季度		
1. 国内生产总值增长率（%）	7.3	7.0	7.0	6.9	6.9	6.5*	↓
工业增加值增长率（%）	8.3	6.4	6.3	6.2	6.1	5.4	↓
2. 全社会固定资产投资额（亿元）	502005	77511	237132	394531	551590	38008	
（增长率，%）	15.7	13.5	11.4	10.3	10.0	10.2	↑
社会消费品零售总额（亿元）	271896	70715	141577	216080	300931	52910	
（增长率，%）	12.0	10.6	10.4	10.5	10.7	10.2	↓
3. 出口（亿美元）	23423	5132	10676	16622	22748	3033	↓
（增长率，%）	6.0	4.5	0.5	-2.0	-2.9	-17.8	↓↓
进口（亿美元）	19592	3910	8099	12434	16816	2074	↓
（增长率，%）	0.5	-17.5	-15.4	-15.1	-14.2	-16.7	↓↓
贸易顺差（亿美元）	3831	1222	2578	4188	5932	959	↓
4. 广义货币（M2）增长率（%）	12.2	11.6	11.8	13.1	13.3	13.3	↔
全社会融资总额（亿元）	164571	46071	88068	119408	152086	42100	↑
5. 居民消费价格指数（%）	2.0	1.2	1.3	1.4	1.4	2.0	↑
工业生产者出厂价格指数（%）	-1.9	-4.6	-4.6	-5.0	-5.2	-5.1	↑
6. 公共财政收入（亿元）	140350	36407	79600	114412	152217	17166 [#]	
增长率（%）	8.6	3.9	6.6	7.6	8.4	5.8 [#]	↓

^① 本报告为中国人民大学宏观经济论坛团队集体研究成果，执笔人为毛振华、刘晓光。

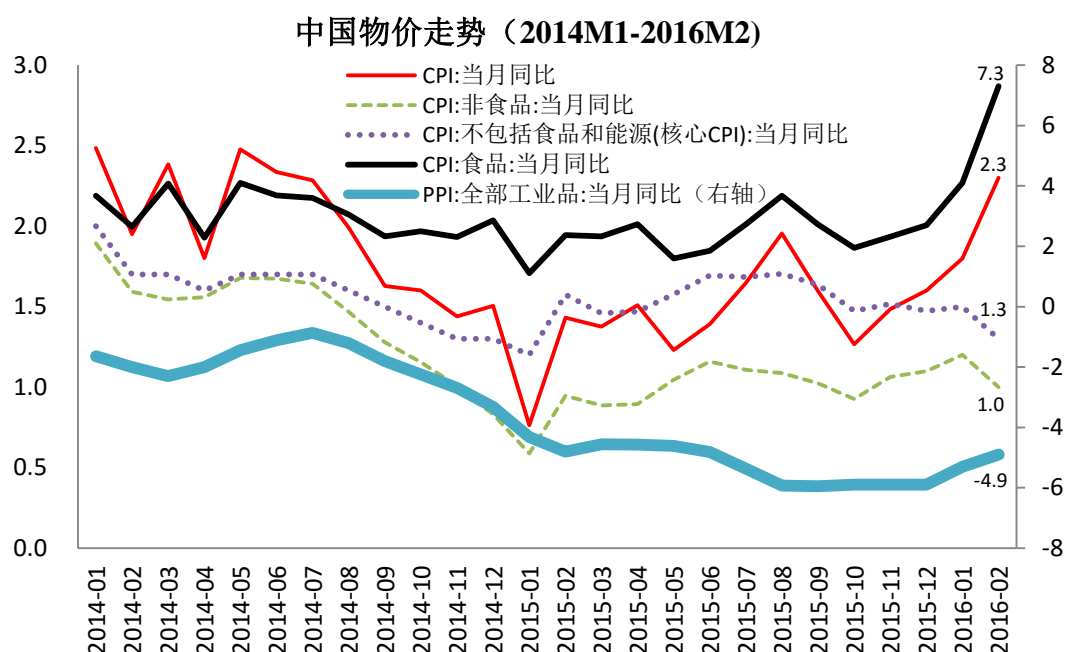
注：带*号表示根据 1-2 月份数据预测指标；带#为 1 月份数据；↓、↑、↔分别表示指标与 2015 年相比下降、上升或持平，↓↓表示指标绝对水平和增长率均出现下降。

数据来源：本报告数据全部来自中国国家统计局、Wind 数据库、Bloomberg 数据库。

1. CPI 重回“2 时代”，但经济企稳的信号不足

2016 年 2 月份 CPI 同比增长 2.3%，比 1 月份回升 0.5 个百分点，是自 2015 年 10 月创下 1.3% 的低点以来连续 4 个月回升，也是自 2014 年 8 月跌入“1 时代”以来首次回到“2 时代”。同时，PPI 降幅也连续 2 个月缩小，从 2015 年 12 月的 -5.9% 回升至 -4.9%。由此，一些市场人士认为中国物价回暖，经济正在企稳。

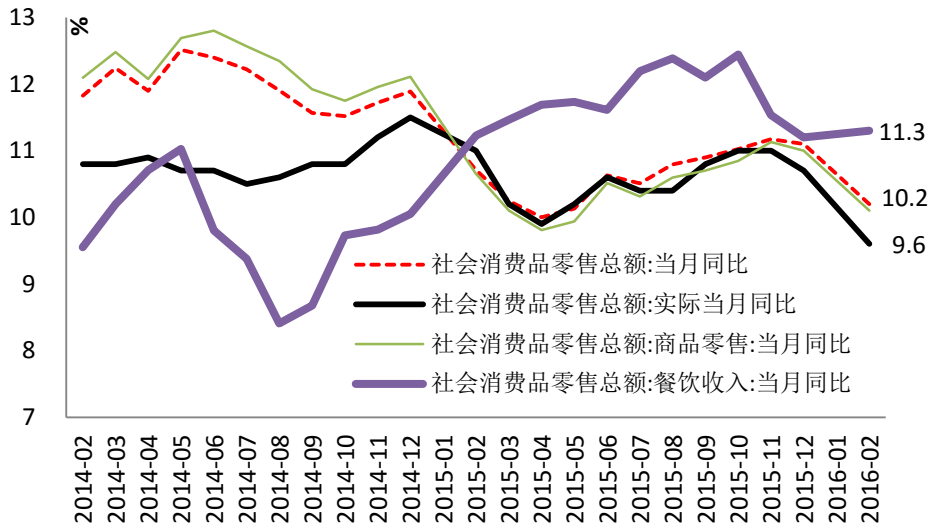
然而，2 月份 CPI 上涨具有明显的春节假期等短期因素影响，集中表现在它主要由食品价格大幅上涨所拉动，而剔除食品的 CPI 及核心 CPI 还在下降，说明经济企稳的信号不足。2 月份食品 CPI 同比大涨 7.3%，比 1 月份上升 3.2 个百分点，而不包含食品的 CPI 同比仅上涨 1%，不包含食品和能源的核心 CPI 仅上涨 1.3%，均比 1 月份回落了 0.2 个百分点。事实上，当前内外需都极为疲软。



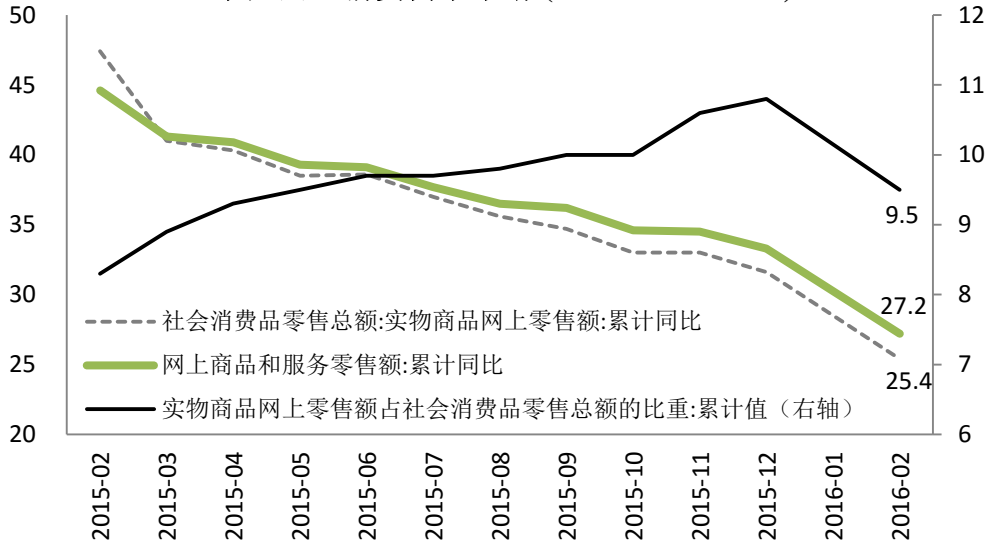
2. 内外需求疲软，房地产投资反转成最大亮点

第一，内需疲软，消费增速明显下滑。2016 年 2 月份社会消费品零售总额同比增长 10.2%，扣除价格因素，实际增长 9.6%，均创近年来的新低。其中，餐饮收入较为稳定，消费需求下滑主要是由商品零售增速下降所主导。而且，与商品零售的下滑趋势一致，2 月份实物商品网上零售额增速也有所下降，从 2015 年的 31.6% 下降至 25.4%，占社会消费品零售总额的比重也从 2015 年的 10.8% 下降至 9.5%，而且统计口径更宽的网上商品和服务零售额增速也从 2015 年的 33.3% 回落至 27.2%。这些参数一致性的下行变化，可能意味着消费需求疲软在短期内还将持续。

中国消费需求 (2014M2-2016M2)

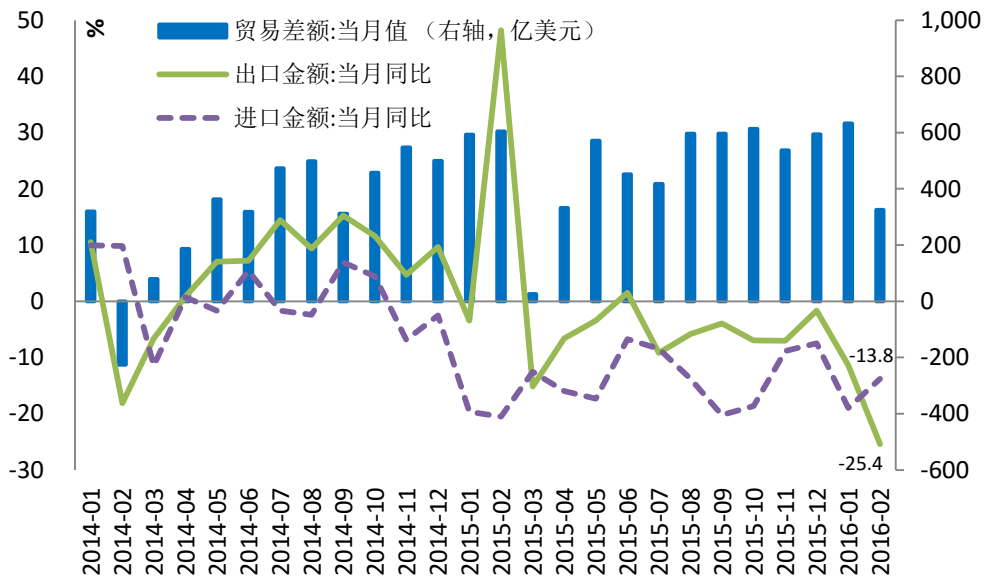


中国网上消费需求下滑 (2014M2-2016M2)

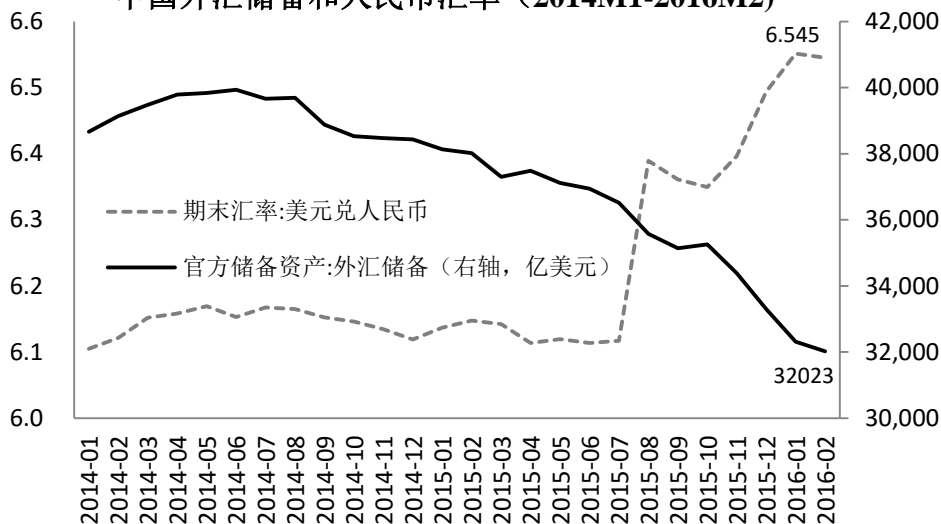


第二，外需乏力，进出口总额与贸易顺差“双下降”，出口形势较为严峻。2016年2月，进出口总额同比下降20.8%，比1月份回落6.3个百分点，比2015年回落16.6个百分点，对外贸易呈加速性收缩的趋势。其中，进口额同比下降13.8%，比1月份增速回升了5.2个百分点，而出口额同比大幅下降25.4%，比1月份回落14个百分点，比2015年回落23.7个百分点，出口形势严峻。出口增速比进口增速更大幅度的回落导致2月份贸易顺差从1月份的632.9亿美元大幅下降到325.9亿美元，环比下降48.5%，同比下降46.1%，几乎过半。这一最新形势的变化如果持续，可能会使中国从“衰退式顺差”过渡到“衰退式平衡”，甚至进入“衰退式逆差”，这将导致外汇储备和人民币贬值压力进一步加大。

中国进出口贸易（2014M1-2016M2）



中国外汇储备和人民币汇率（2014M1-2016M2）

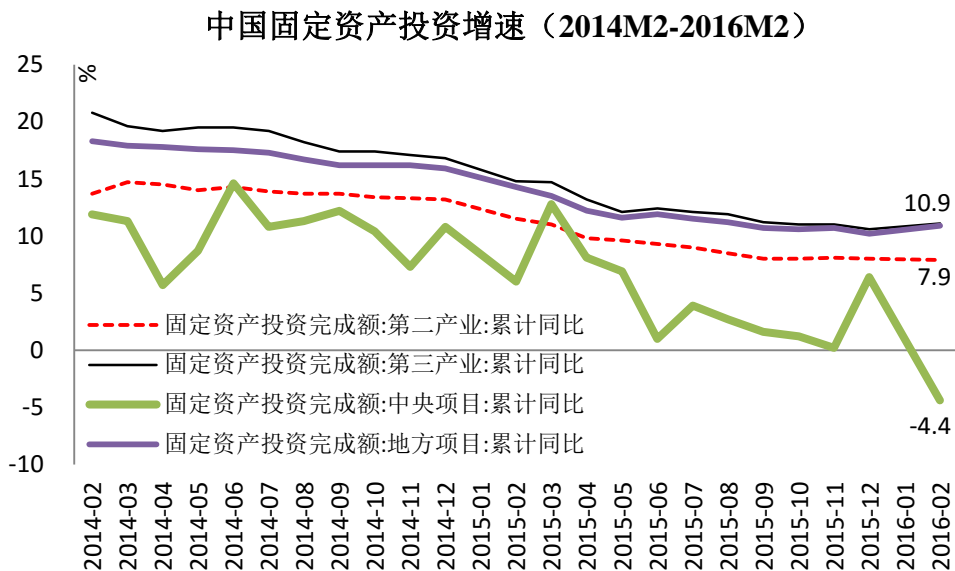
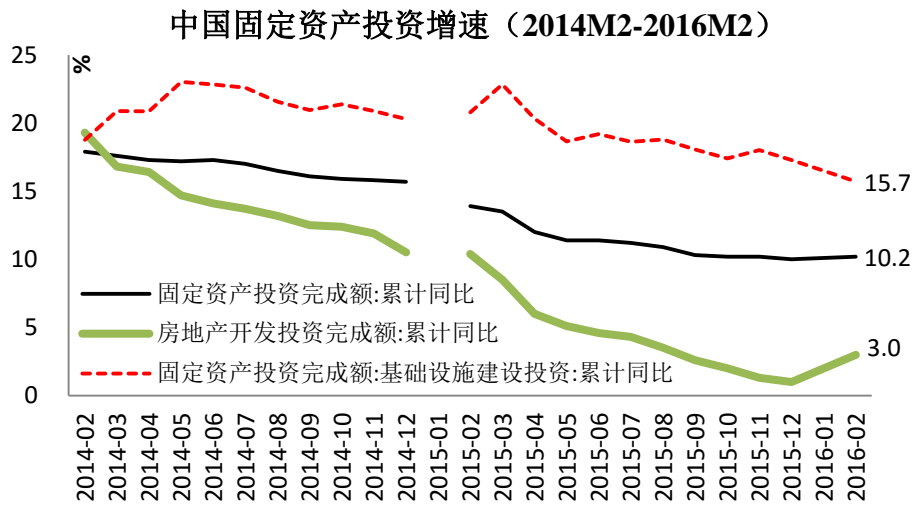


第三，房地产投资出现明显的反转迹象，固定资产投资增速企稳回升。2016年2月，固定资产投资完成额累计同比增长10.2%，比2015年回升0.2个百分点，这主要是由于基础设施投资高速增长和房地产投资增速回升所共同拉动。2月份基础设施建设投资完成额累计同比增长15.7%，虽比2015年增速回落了1.6个百分点，但仍保持着较高速增长。2月份房地产开发投资完成额累计同比增长3.0%，比2015年大幅回升了2个百分点，这也是自2013年2月房地产投资增速从22.8%持续下滑至2015年底的1%后的首次回升，房地产投资占比也从2015年的17.4%上升到23.8%。

房地产投资回升反映了房地产市场销售回暖带来的刺激性作用。2016年1-2月份，房地产住宅销售面积同比增长30.4%，比2015年增速大幅回升了23.5个百分点；新开工面积同比增长9.7%，大幅扭转了2014-2015年连续两年负增长均超过14%的紧缩趋势。在2015年四季度的中国宏观经济论坛年终报告中，我们分析认为，房地产周期对于中国经济的作用依然巨大，房地产投资的触底和底部运行的长度将强烈影响宏观经济触底的时点和持续的长度，特别是房地产投资能

否在 2016 年第二季度成功反转是决定本轮中国经济下行的底部的深度和持续长度的一个重要因素。因此，2 月份房地产投资增速的反转能否持续以及反弹力度的大小，都值得进一步关注，它将会影响全年的经济走势。

与此同时，固定资产投资在结构上呈现出一个积极的变化，那就是第三产业投资和地方项目投资成为拉动固定资产投资的主力。2016 年 2 月，第三产业固定资产投资完成额累计同比增长 11.1%，比 2015 年回升 0.5 个百分点，相比之下，第二产业固定资产投资完成额累计同比仅增长 7.9%，比 2015 年下滑 0.1 个百分点。2016 年 2 月，地方项目固定资产投资完成额累计同比增长 10.9%，比 2015 年回升 0.7 个百分点，相比之下，中央项目固定资产投资完成额累计同比下降了 4.4%，比 2015 年下滑 10.8 个百分点。

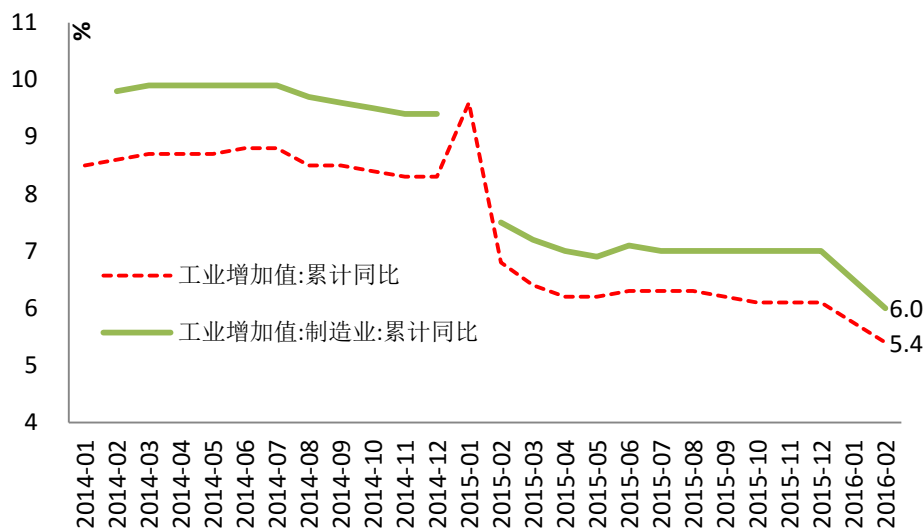


3. 工业增速跌破 6%，一季度 GDP 增速保 6.5% 面临考验

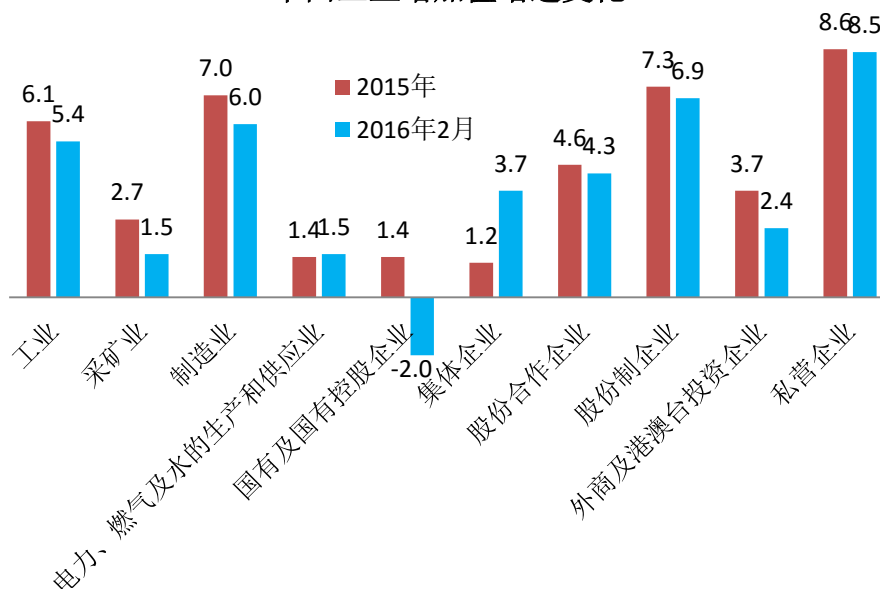
2016 年 2 月份，规模以上工业增加值增速进一步下滑至 5.4%，比 2015 年下滑 0.7 个百分点，创近年来的新低。其中，制造业工业增加值增速也首次跌至 6%，同样为近年来的低点。根据工业增加值与 GDP 增速的历史关系，同时考虑到金融服务业由于基数效应增速可能出现明显回落，一季度 GDP 增速下滑的压力进一步加大，能否守住 6.5% 的年度目标面临考验。

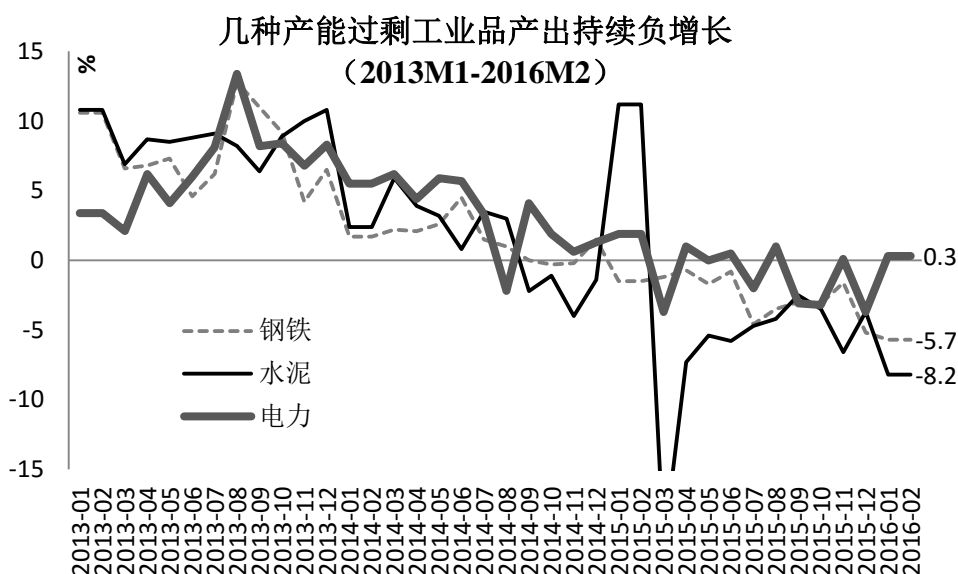
工业增速的进一步下滑或反映了国企去产能开始有实质性进展。分产业来看，2016年1-2月采矿业和制造业增速下滑幅度最大，比2015年分别回落1.2和1.0个百分点，尤其是采矿业增速下滑将近一半。分企业性质来看，2016年1-2月国有及国有控股企业、外商及港澳台投资企业增速下滑幅度最大，比2015年分别下滑3.4和1.3个百分点，尤其是国有及国有控股企业增速由正转负，进入增加值的绝对收缩状态。分工业产品看，2016年1-2月份钢铁和水泥产量负增长5.7%和8.2%，降幅比2015年底进一步扩大了0.5和4.5个百分点。这种总体和结构性的下滑，可能反映了当前围绕国有企业去产能的存量调整已经有了实质性的展开。2016年全面启动的供给侧结构性改革和存量调整政策将决定存量运行的底部和反弹的时点。

中国工业增加值（2014M1-2016M2）



中国工业增加值增速变化

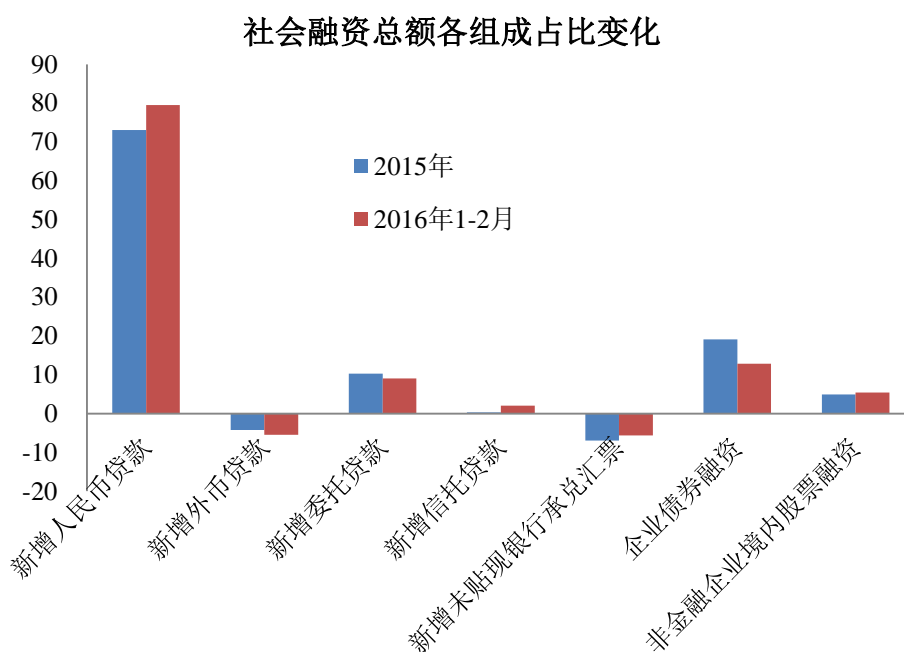
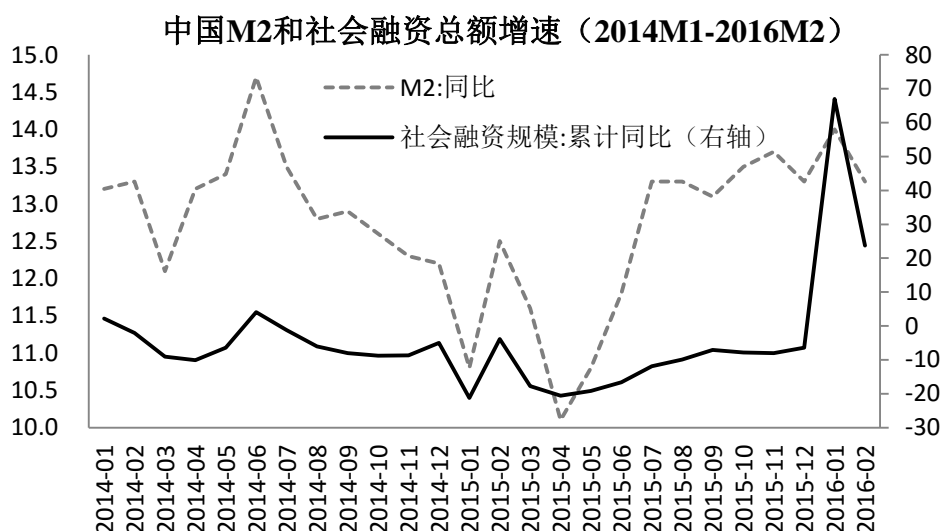




4. 货币政策和融资环境较为宽松，M2 和社会融资规模保持较快增长

2016 年 1-2 月 M2 和社会融资总额都保持较快增长，显示货币政策和融资环境较为宽松。其中，2 月份 M2 同比增速为 13.3%，虽比 1 月份回落了 0.7 个百分点，但与 2015 年持平，同时高于 2016 年 13% 的政策目标。2 月份社会融资总额为 7802 亿元，比 1 月份的 34173 亿元大幅下降，但这主要是受到春节假期的影响，同时一些融资业务也被提前到 1 月份执行。因此，考察 1-2 月份的累计值，更为合理。1-2 月份社会融资总额累计达 42100 亿元，比 2015 年同期的 34033 亿元大幅增长 23.7%，这也是自 2014 年 2 月以来首次出现正增长，且规模如此之大。同时考虑到 2016 年 M2 增长目标从 2015 年的 12% 提高到 13%，预计 2016 年全年的货币政策和融资环境都将保持宽松。

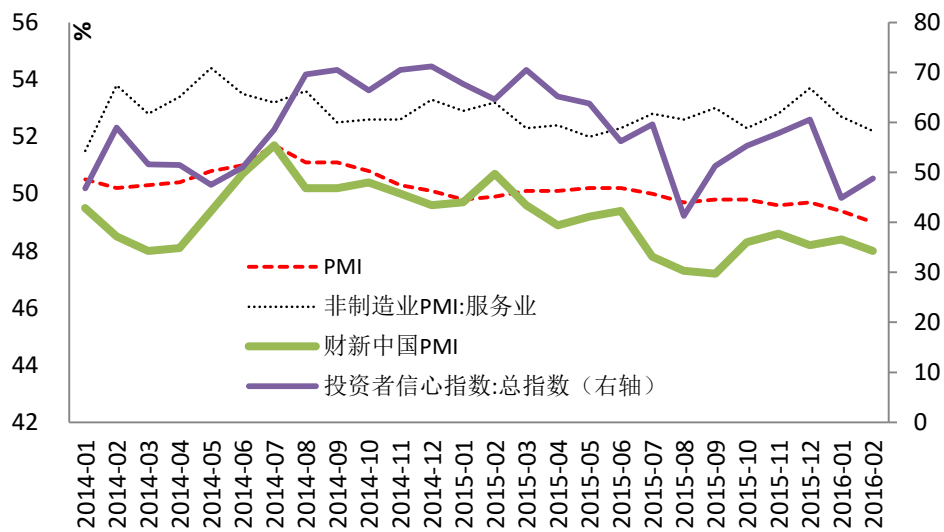
进一步地，从社会融资总额各组成部分来看，2016 年 1-2 月社会融资总额的增长主要来自新增人民币贷款，达到 33475 亿元，比 2015 年同期增长 7330 亿元。其次来自企业债券融资、新增委托贷款和境内股票融资，分别达到 5414 亿元、3825 亿元和 2279 亿元，比 2015 年同期分别增长 2923 亿元、1694 亿元和 1211 亿元。而新增外币贷款和新增未贴现银行承兑汇票则出现负值，分别为 -2296 亿元和 -2381 亿元，比 2015 年同期下降 2362 亿元和 3735 亿元。上述变化反映为社会融资总额的各个组成部分的占比变化，特别是新增人民币贷款占比从 2015 年的 73.1% 进一步上升到 79.5%，反映了 2016 年银行业对企业融资的支持力度在进一步加大。



5. 经济景气指数持续低迷

总体而言，2016年1-2月中国经济景气指数呈现低迷状态，尤其是制造业PMI和投资者信心指数呈现出一定程度的下滑趋势。2016年2月份，制造业PMI为49，比1月份下滑0.4个点，连续7个月运行在50的“荣枯线”以下。2月份服务业PMI为52.2，也比1月份回落0.3个点。2月份的财新PMI为48，比1月份下滑0.4个点，持续1年运行在50的荣枯线以下。同时，2月份的投资者信心指数为48.8，虽比1月份有所回升，但总体上呈现持续下降的趋势，已经远低于2015年59.5的均值，尤其是投资者对于国内经济基本面和国际经济金融环境的信心指数均大幅下滑至44.7和36.6，远低于2015年60.7和53.7的均值，反映了投资者对于2016年国内外经济金融形势的信心普遍不足。

中国PMI和投资者信心指数（2014M1-2016M2）



二、 对当前宏观调控政策的几点建议

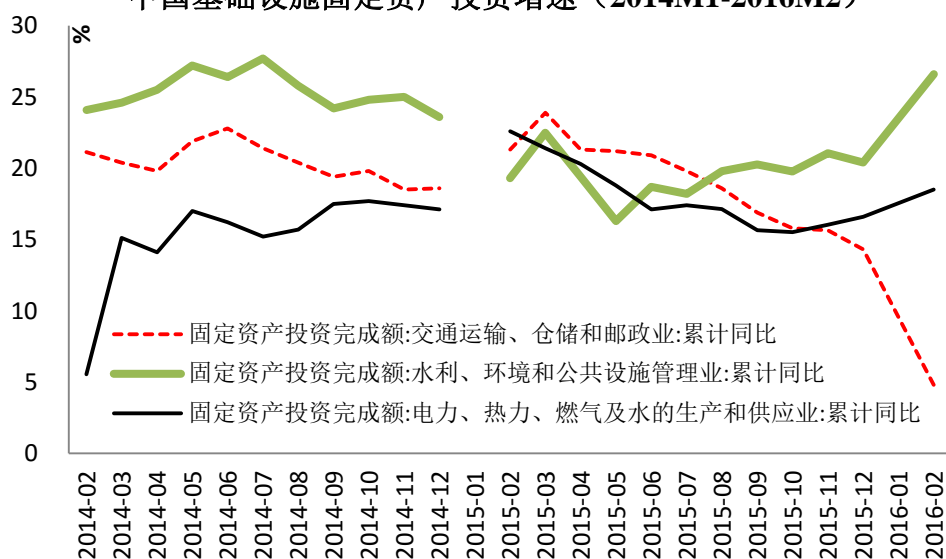
根据对 1-2 月份数据的解读及对当前经济形势的判断，一季度 GDP 增速滑破年度增长目标的风险加大，而且 2016 年总体经济形势也会比 2015 年更加困难，特别是在去产能的背景下，就业压力会进一步加大，这就意味着需要更加宽松的宏观调控政策的支持。

1. 实施更加积极的财政政策

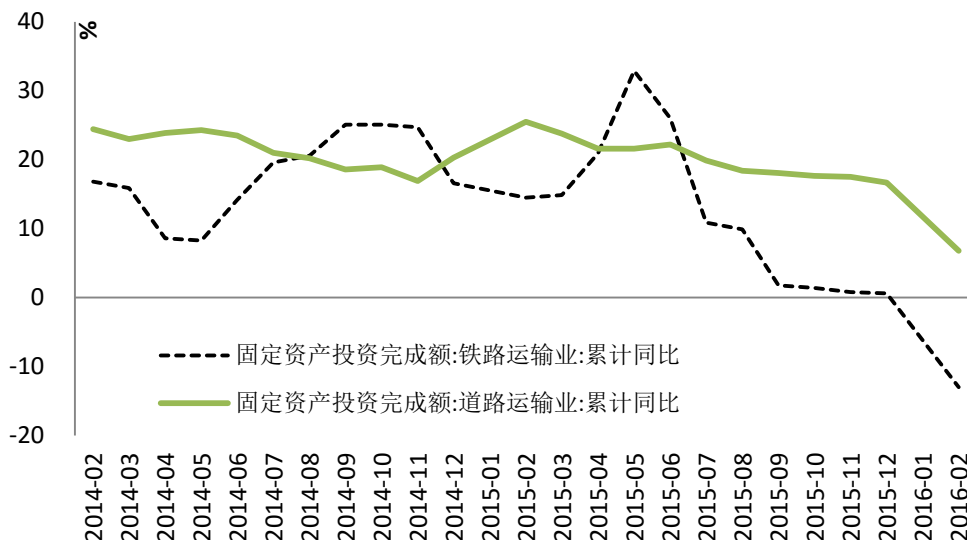
鉴于当前的经济形势，建议实施更加积极的财政政策。2016 年财政赤字率目标为 3%，比 2015 年上调 0.7 个百分点，财政赤字规模达 21800 亿元，比 2015 年增加 5600 亿元。其中，中央财政赤字规模 14000 亿元，比 2015 年增加 2800 亿元。财政赤字的大幅上调，意味着 2016 年的财政政策可以更加积极。

同时，建议短期内以交通基础设施投资为积极财政政策的重要抓手。2016 年 1-2 月份，基础设施固定资产投资完成额同比增长 15.7%，比 2015 年下滑了 1.6 个百分点，主要是由于交通运输基础设施投资增速大幅下滑所导致，这也就意味着基础设施投资的政策空间很大，很可能在 3 月份和 2 季度实现反转，届时将对投资增长产生极大的拉动作用。数据显示，在 1-2 月三大类基础设施投资中，“电力、热力、燃气及水的生产和供应业”、“水利、环境和公共设施管理业”固定资产投资完成额同比分别增长 18.5%和 26.6%，比 2015 年分别提高了 1.9 和 6.2 个百分点，然而“交通运输、仓储和邮政业”投资增速仅为 4.8%，比 2015 年大幅回落了 9.5 个百分点，这是导致 1-2 月份基础设施投资增速下滑的主要原因。其中，尤以铁路和道路投资增速下滑幅度最大，1-2 月份铁路固定资产投资完成额同比下降 13%，比 2015 年增速回落 13.6 个百分点，且由增长转为下降。道路固定资产投资完成额同比也仅增长 6.8%，比 2015 年增速回落 9.9 个百分点。因此，在 3 月份和 2 季度加大铁路和道路建设，以快速提升基础设施投资的政策空间巨大，将对投资和经济增长产生很大拉动作用。

中国基础设施固定资产投资增速 (2014M1-2016M2)



中国交通基础设施固定资产投资 (2014M2-2016M2)

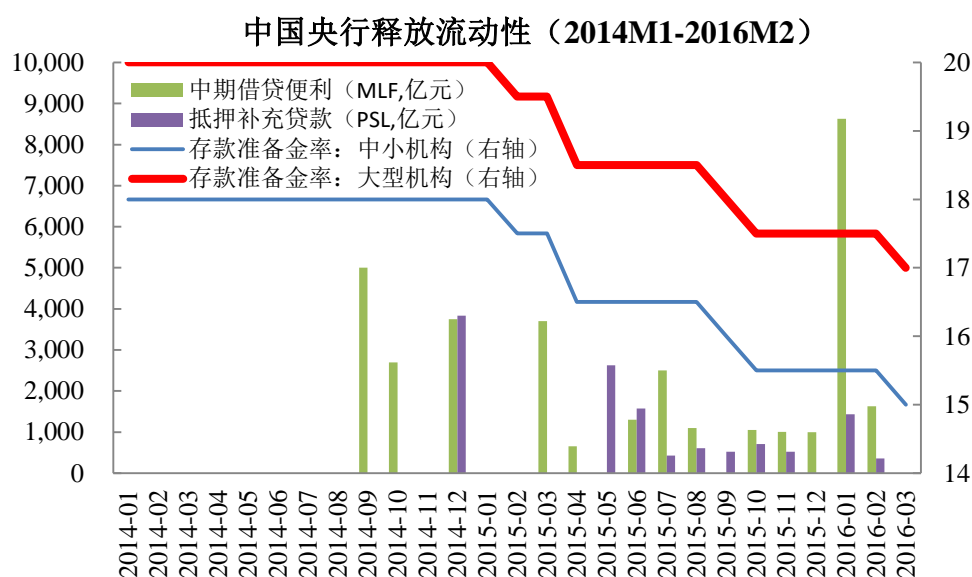
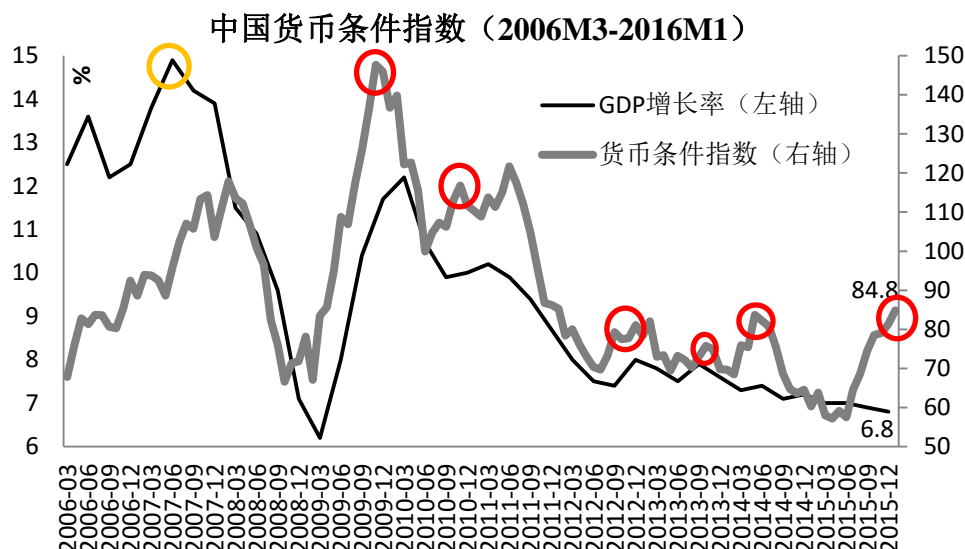


2. 保持宽松的货币政策环境

在货币政策方面，建议继续通过“降息”和“降准”，保持宽松的货币政策环境。自 2008 年全球金融危机以来，中国货币条件指数从跟随 GDP 增长开始引领 GDP 增长和反弹，说明货币政策能够对经济增长产生一定的引导性拉动作用。2016 年 1 月，货币条件指数再次上升到 84.8 的新高，反映了央行正在试图减缓 GDP 增速的下滑趋势。随着经济下行压力加大、汇率企稳和外汇占款减少，预计 2016 年央行还会进行多次“降息”和“降准”，以实现更为宽松的货币政策。央行行长周小川此前在 G20 会议上“稳健略偏宽松”的货币政策表态，也意味着 2016 年的货币政策会比 2015 年更为宽松，但关键的问题是如何有效落实并防范金融泡沫风险。

2016 年 M2 增长目标为 13%，比 2015 年提高 1 个百分点。从现有数据看，央行正在通过“降准”、“降息”和各种借贷便利不断为实体经济注入流动性。2016 年 1 月和 2 月份，央行先后通过中期借贷便利(MLF)净投放中期基础货币 8625 亿

元和 1630 亿元，通过抵押补充贷款(PSL)新提供资金 1435 和 356 亿元，MLF 余额达 13313 亿元，PSL 余额达 12603 亿元。2 月底，央行宣布下调各种类型金融机构的存款准备金率 0.5 个百分点。自 2015 年 1 月以来，央行已多次下调存款准备金率，累计下调 3 个百分点，大型金融机构的存款准备金率从 20 下调至 17，中小型金融机构的存款准备金率从 18 下调至 15。尽管如此，存款准备金率仍然非常高，还有很大的下调空间。



3. 营造真实有利的融资环境，防范房地产市场风险的掣肘

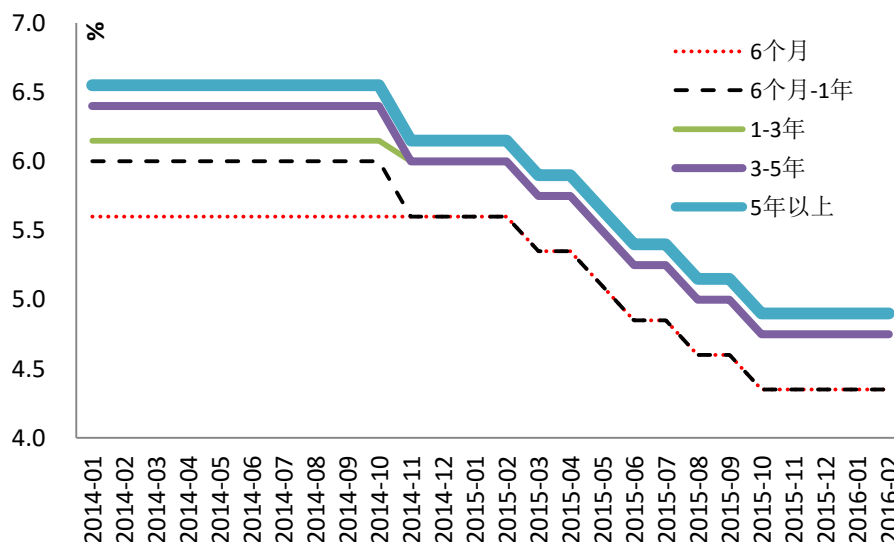
除了宽松的货币政策，还需要营造更加真实有利的融资环境。现有政策效果集中表现在各种期限的名义贷款利率的下调和社会融资规模的增长。自 2014 年 10 月以来，商业银行不断下调各种期限的名义贷款利率。至 2015 年 10 月，不同期限的贷款利率均已下调至 5% 以下，累计下调了 1.5 个百分点。然而，同期的工业生产者出厂价格指数 (PPI) 下降幅度超过 5 个百分点，因此，实际贷款利率不降反升。

在社会融资规模方面，2016 年社会融资余额增长目标为 13%，这意味着 2016

社会融资规模达到 17.96 万亿，比 2015 年的 15.41 万亿多增长 2.55 万亿。从 1-2 月份综合来看，社会融资总额达 42100 亿元，比 2015 年同期增长 8067 亿元，符合年度增长目标。但是如前所述，1 月份和 2 月份社会融资规模大幅波动，特别是 2 月份社会融资规模仅有 7802 亿元，比 1 月份的 34173 亿元大幅下降，虽然是受到春节假期的影响，但是给市场投资者带来很大的不确定性，不利于形成稳定的投资预期。

2016 年将是各种风险集中暴露和释放的一年，融资环境需要保持宽松有利，同时还要防范一个很大的不确定性，就是局部房地产价格泡沫可能会对融资环境产生严重制约。一方面它将导致资金难以流向生产性实体经济，另一方面防控泡沫又可能会引发总体融资环境的紧缩，成最大掣肘因素。实际上，自 2015 年下半年以来，一线城市房地产市场销售开始出现火爆迹象，深圳、上海、北京房价相继大幅飙升。到 2016 年 1-2 月份，一线城市房价同比上涨 22.4%，达到历史最高峰。在经济增长和居民收入增速放缓的背景下，并且二三线城市存有大量的房地产库存，一线城市房价暴涨潜伏着市场分化加剧而引发“虹吸效应”的巨大风险。

中国各种期限贷款利率（2014M1-2016M2）



中国房地产价格同比上涨（2006M3-2016M1）

