

## 在结构性调整中去推动经济的持续回暖

### ——2017年9月中国宏观经济数据点评

王晋斌

**摘要:**从9月份数据来看,中国经济中的物价和产出水平仍处于物价-产出关系的末端,供给侧结构性改革降低了工业增加值的增速,在供给层面推高了上游产品的价格,有助于部分企业去杠杆。9月份CPI、PPI同比增幅1.6%、6.9%;环比增幅0.5%、0.6%。PPI处于高位,CPI处于物价缓和阶段,成本-物价传递机制不畅。从2016年开始,中国经济不再以房地产和金融“双轮”交替驱动经济增长,而是在结构性调整中去寻求新的增长动能。9月份的数据显示了部分结构性调整的积极信号,包括去杠杆、去库存、投资结构和外贸结构等等。但投资的趋缓为经济增速带来了一定的不确定性。

## 一、中国宏观经济面临的基本面

### 1、中国经济中的物价与经济增速

#### (1) GDP与CPI

9月CPI同比增长1.6%,同比涨幅连续8个月低于2%。1-9月平均,全国居民消费价格总水平比去年同期上涨1.5%。短期物价和产出仍保持平稳。由于CPI基数增长较小,9月份环比CPI仍是上升态势,9月份,全国居民消费价格环比上涨0.5%。其中食品价格和非食品价格均上涨0.5%。分类商品的同比涨幅见图(1)。

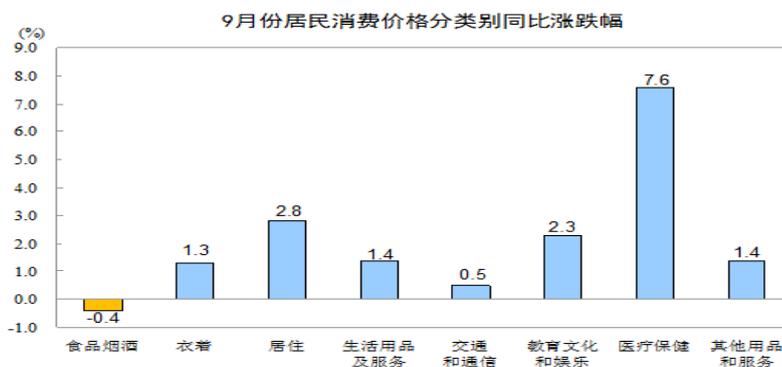


图1、9月份居民消费价格分类别同比涨幅。资料来源：国家统计局网站。

从一个更长期的情况来看,9月份数据显示中国经济仍处于通胀与产出关系的低端(图2)。今年第3季度,国内生产总值同比增长6.8%,第3季度CPI同比大约1.6%。2016年以来季度经济增速低于或等于2015年6.9%,但通胀率高于2015年的1.4%,这说明宏观经济仍在一定程度上受到结构性调整进程中来自供给层面的冲击。但在2017年底这种供给层面的冲击会减弱,市场出清机制逐步占据了主导。

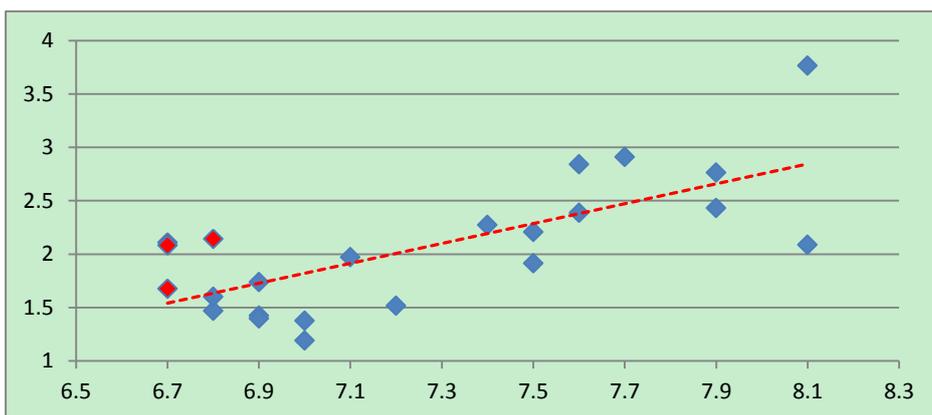


图 2、GDP 同比增长率和 CPI 同比增长率（2012Q1-2017Q3）。资料来源：国家统计局网站。

## (2) PPI 与工业增加值

9 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 6.6%，比 8 月份加快 0.6 个百分点。从环比看，9 月份规模以上工业增加值环比增长 0.56%。1-9 月份规模以上工业增加值累计同比增长 6.7%。

9 月份 PPI 同比涨幅 6.9%，涨幅比上月扩大 0.6 个百分点。其中，生产资料价格同比上涨 9.1%，生活资料价格同比上涨 0.7%。在主要行业中，涨幅扩大的有黑色金属冶炼和压延加工业，上涨 31.5%；有色金属冶炼和压延加工业，上涨 20.2%；化学原料和化学制品制造业，上涨 10.0%；非金属矿物制品业，上涨 9.8%。涨幅回落的有煤炭开采和洗选业、石油加工业、石油和天然气开采业，分别上涨 28.6%、16.4%和 14.2%。上述七大行业合计影响 PPI 同比上涨约 5.6 个百分点，占总涨幅的 81.2%。据国家统计局测算，在 9 月份 6.9% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾因素约为 4.0 个百分点，新涨价因素约为 2.9 个百分点。

从环比看，PPI 涨幅比上月扩大 0.1 个百分点，主要受生产资料价格上涨影响。生产资料价格环比上涨 1.3%，生活资料价格环比上涨 0.1%。从主要行业看，涨幅扩大的有造纸和纸制品业、煤炭开采和洗选业、化学原料和化学制品制造业，分别上涨 3.4%、2.6%和 1.9%；涨幅回落的有黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业、石油加工业，分别上涨 3.4%、3.2%和 2.9%；降幅扩大的有电力热力生产和供应业，下降 0.4%，但仍处于高位。

2017 年 PPI 同比涨幅一直维持高位，主要原因有：一是经济维持在中高速增长；二是去产能背景下市场出清机制带来的价格上升；三是进口价格上涨。依据海关总署给出的数据，今年 1-3 季度，受国际大宗商品价格上涨的影响，铁矿石进口均价上涨 38.4%，原油价格上涨 33%，铜上涨 29.2%，煤炭价格上涨 75.4%，带动进口价格整体上涨 10.6%；四是同比的基数依然维持在低位(PPI 在 2016 年 9 月才转正,2016 年 9 月全国工业生产者出厂价格(PPI) 同比上涨 0.1%，结束了同比连续 54 个月下降的态势)。

未来 PPI 同比涨幅会收窄，主要原因有三：一是基数上升；二是国内市场供给量在增加。比如煤炭产量 9 月份同比增长 7.6%，比 8 月份提高 3.5 个百分点；三是煤炭、原油的进口加快。9 月份，进口煤炭 2708 万吨，同比增长 10.8%，增速由负转正(8 月份同比-4.9%)；9 月份，进口原油 3701 万吨，同比增长 11.9%，增速比 8 月份加快 8.5 个百分点。

PPI 高企与 CPI 的低位运行并存，反映成本-物价传递机制不畅。这种不对称涨价的主要原因是供需关系所致。一是供给侧改革中的去产能导致上游产业产能缩小（有色采选、黑色金属、煤炭、油气等的工业增加值同比不同程度的下降），二是基建、汽车和房地产等与上游产品相关行业的需求维持在比较不错的水平。而与上游产品相关性不大的行业需求偏弱，导致这些部门的产品价格上涨受到了挤压。

从更长时间的 PPI 同比增速与工业增加值同比增速来看，图 3 显示出 PPI 与增加值之间的关系在较长时期内是脱节的。PPI 同比增幅差距可以达到 12 个百分点，但工业增加值同比增速基本维持在 6% 左右，说明 PPI 价格对产出在相当长的时期内不起作用，直到进入 2017 这种脱节的状况才有所改变，价格信号与产出之间才出现了比较正常的关系。

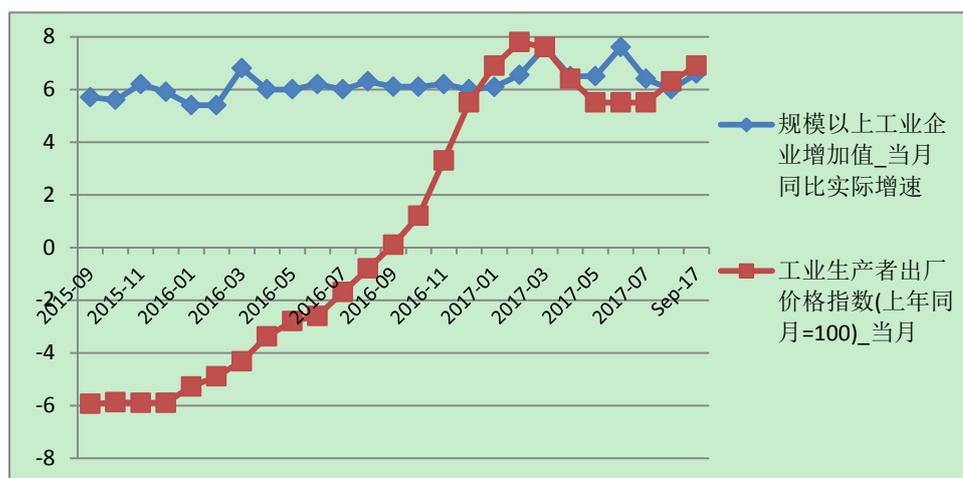


图 3、工业增加值和 PPI（出厂价格指数）同比增幅（%）

## 2、中国经济中的投资增速与消费增速：消费平稳、投资增速趋缓。

1-9 月份，全国固定资产投资（不含农户）458478 亿元，同比增长 7.5%，增速比上年同期回落 0.7 个百分点。分产业看，第一产业投资 14973 亿元，增长 11.8%；第二产业投资 171787 亿元，增长 2.6%，其中制造业投资 140819 亿元，增长 4.2%；第三产业投资 271718 亿元，增长 10.5%。从环比看，9 月份固定资产投资（不含农户）比上月增长 0.56%。

1-9 月份，民间固定资产投资 277520 亿元，同比名义增长 6%，增速比 1-8 月份回落 0.4 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 60.5%。分地区看，东部地区民间固定资产投资同比增长 8.7%，增速比 1-8 月份回落 0.5 个百分点；中部地区增长 7.1%，增速提高 0.3 个百分点；西部地区增长 4.6%，增速回落 0.8 个百分点；东北地区

同比下降 2.3%，降幅收窄 3.8 个百分点（图 4）。

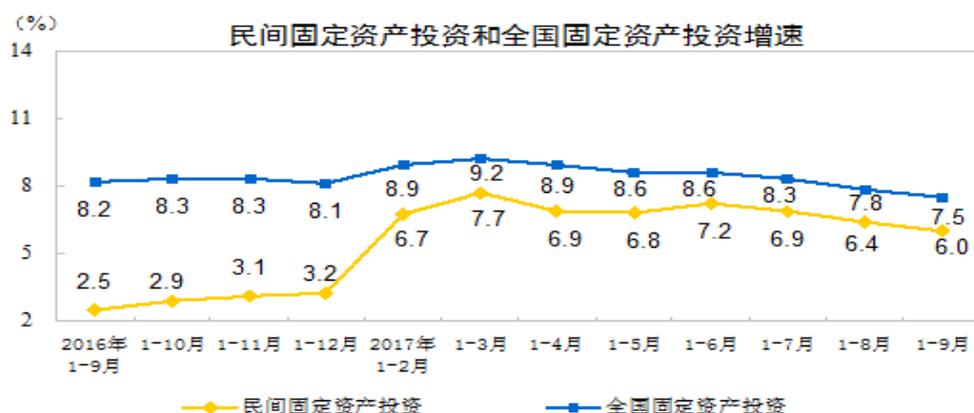


图 4、 民间固定资产投资和全国固定资产投资累计同比增速 (%)

值得注意的是，从项目隶属关系看，1-3 季度中央项目投资 16133 亿元，同比下降 6%，降幅比 1-8 月份收窄 21.6 个百分点；地方项目投资 442345 亿元，同比增长 8.0%，增速回落 1.7 个百分点；出现了“双回落”的现象。

9 月份全社会商品零售总额同比增加 10.3%，比 8 月份提高 0.2 个百分点，基本维持在 10% 多一点的水平。但居民购物方式发生了变化，2017 年 1-9 月份，全国网上零售额 48787 亿元，同比增长 34.2%。其中，实物商品网上零售额 36826 亿元，增长 29.1%，占社会消费品零售总额的比重为 14.0%；在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长 29.3%、19.2% 和 32.5%。

整体上，居民消费增速低于可支配收入增速。1-3 季度，全国居民人均可支配收入 19342 元，比上年同期名义增长 9.1%，扣除价格因素，实际增长 7.5%；1-3 季度，全国居民人均消费支出 13162 元，比上年同期名义增长 7.5%，扣除价格因素，实际增长 5.9%。因此，居民消费维持在同比增速 10% 以上具备收入基础。

### 3、中国经济中的进出口：出口动能放缓，进口值增速超出预期，贸易顺差较 8 月份大幅度下滑。

9 月份以人民币计价的进出口同比增长 13.6%，其中进口同比 19.5%、出口同比 9%，出口高于 8 月份的 6.6%（图 5）。以美元计价的进出口同比增长 12.7%，其中进口同比 18.7%、出口同比 8.1%，出口高于 8 月份的 5.1%。整个 3 季度以美元计价的出口平均同比增长率只有 6.6%，低于今年 1-2 季度的 6.9% 和 8.5%，出口动能放缓。

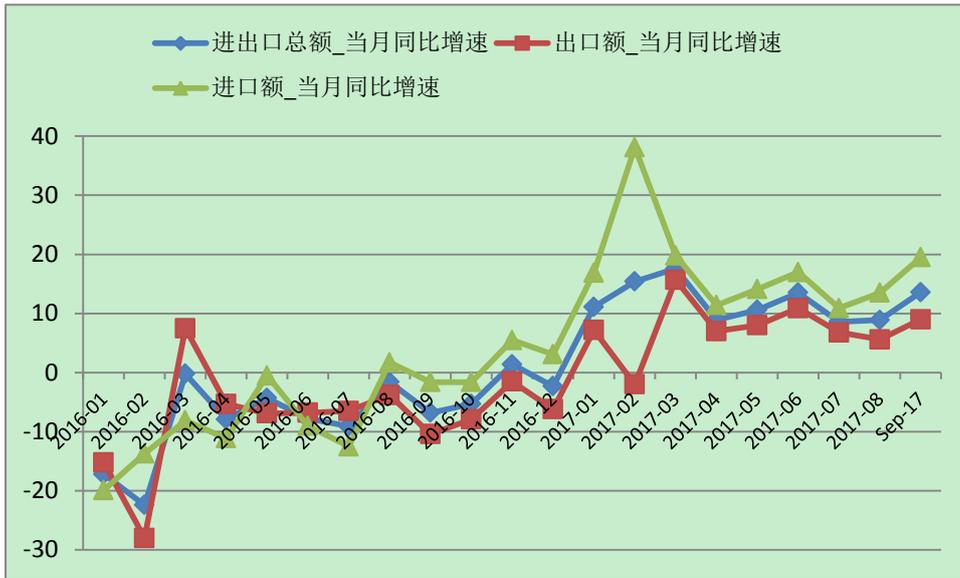


图5、中国进出口、进口、出口值同比增长率(%) 数据来源：中经网统计数据库、中国海关。

9月份进口增速超预期的原因主要是铁矿石、原油和煤炭进口量价齐升。9月份铁矿石月进口突破1亿吨(10283万吨)，创历史新高。原油进口3701万吨；9月份煤炭进口环比增加约11%，创3年多以来新高，国内去产能引致的进口替代效应显著。另外一个方面可能是9月份铁矿石价格环比下降7%左右，同比仍高达25%左右，环比价格下降也刺激了进口。

今年前3个季度，我国进口铁矿砂8.17亿吨，增加7.1%；原油3.18亿吨，增加12.2%；大豆7145万吨，增加15.5%；天然气4838万吨，增加22.3%；据海关总署的数据，今年前3个季度中国进口价格总体上涨10.6%。其中，铁矿砂进口均价上涨38.4%，原油上涨33%，大豆上涨9.7%，天然气上涨13.9%；进口价格上涨对进口总值的拉动贡献率达到52.5%。

9月份贸易顺差284.7亿美元，比8月份的410.3亿美元大幅度下滑。贸易顺差下滑但外汇储备增加。外汇储备环比增加169.8亿美元，突破3.1万亿，说明资本项下资本流出减少或者流入资金增多。但净出口的下降可能会对3季度的GDP形成一定的下行压力(3季度6.8%)。

#### 4、用电量、货运量同比增速不高，维持在相对平稳的水平。

1-9月份全社会用电量同比增长6.9%，第二产业增长6.0%；9月份同比增长7.2%(8月份同比6.4%)，第二产业同比增长5.1%(8月份同比2.4%)。

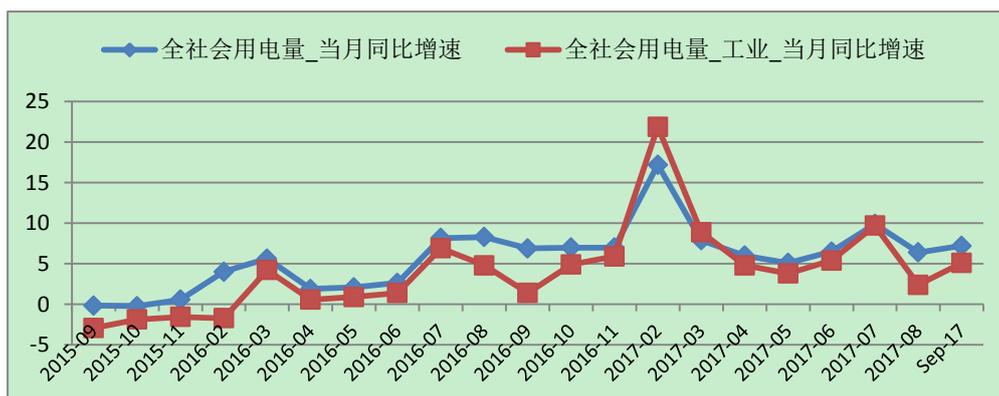


图 6、全社会用电量和工业用电量同比增速 (%)

9 月份铁路货运量同比增长 9.2%，低于 8 月份同比 13.1%。1-9 月份铁路货运量累计同比增长 14.6%（1-8 月份累计同比 15.3%）。

## 5、外部环境和汇率

尽管有不确定性，整个 9 月份外部环境尚好。依据国际机构的预测，全球经济增速均有小幅度的上调。从国别来看，依据部分央行公布的数据，9 月份美国经济居民失业率降至 4.2%，CPI 为同比 2.2%（SNA），核心 CPI 同比 1.7%；欧元区 CPI 同比 1.5%。劳工市场工资水平开始缓慢上升。国际主要金融市场利率仍然处于低位，比如 9 月份美国 10 年期国债平均收益率 2.202%。国际金融市场恐慌指数（VIX）9.94，低于 7 月份和 8 月份的 10.26 和 11.97。

在相对平静的 9 月，人民币汇率对美元中间价 9 月 1 日-9 月 29 日经历了幅度不大的双向波动，人民币汇率对美元中间价先升后贬。9 月总体贬值 0.698%，基本维持在 1 美元 6.6 人民币附近。

## 二、变化中的经济结构

### 1、进出口结构有所改善。

贸易方式优化。从贸易结构来看，一般贸易进出口增长，比重提升。今年前三季度，中国一般贸易进出口 11.49 万亿元，增长 18.1%，占我国进出口总值的 56.6%，比 2016 年同期提升 0.7 个百分点，贸易方式结构有所优化。

出口结构多元化。从出口市场来看，对传统市场进出口全面回升，与部分“一带一路”沿线国家进出口快速增长。今年前三季度，中国对欧盟、美国和日本进出口分别增长 16.4%、18.7%和 14.9%，三者合计占我国进出口总值的 36.8%。同期，我国对俄罗斯、波兰和哈萨克斯坦等国进出口分别增长 27.7%、24.8%和 41.1%。今年 1-3 季度，中国与“一带一路”沿线国家进出口增长 20.1%，高出同期我国进出口增速 3.5 个百分点。

进口品的结构在优化。依据海关的数据，今年 1-3 季度能源资源性产品进口稳定增长，比如原油、铁矿砂、天然气进口量分别增长 12.2%、7.1%和 22.3%，部分重要设备和关键零部件等高新技术产品进口较快增长，其中集成电路增长 18.4%，发动机进口增长 26.2%。

吸收外资的结构在优化。制造业吸收外资恢复增长，高技术制造业和高技术服务业保持较强增长势头。1-9月，制造业实际使用外资1817.6亿元人民币，同比增长7.5%，占外资总量比重的29.4%。高技术制造业实际使用外资529.8亿元人民币，同比增长27.5%，其中，电子及通信设备制造业、计算机及办公设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业同比增长22.1%、69.6%和22.5%。高技术服务业实际使用外资915.9亿元人民币，同比增长24%，其中，信息服务、研发与设计服务、科技成果转化服务实际使用外资同比分别增长23.9%、13.2%和44.5%。

吸收外资的区域结构在优化。中部地区吸收外资继续保持较快增长，1-9月，中部地区实际使用外资456.3亿元人民币，同比增长46%。

## 2、投资结构和消费结构

投资结构按照去产能的战略继续进行调整。3季度央企的固定资产投资逐步企稳，投资结构持续优化。前3个季度央企累计完成的固定资产投资1.4万亿元，同比下降1.5%，降幅较1季度和上半年分别收窄了7.6和3.4个百分点。从投资结构看，前3个季度，电网、装备制造、通信、交通运输等战略性和支柱性产业固定资产投资同比增长4.3%；煤炭、钢铁、火电等产能过剩行业央企的固定资产投资则下降33.5%、19.3%和21%。如剔除过剩行业，央企固定资产投资实际增长2.5%。

从房地产来看。1-3季度全国房地产开发投资80644亿元，同比名义增长8.1%，增速比1-8月份提高0.2个百分点。高于1-3季度全社会固定资产投资7.5%的同比增速（图7）。其中，住宅投资55109亿元，增长10.4%，增速提高0.3个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为68.3%。应该说严厉的房地产调控政策平滑并延长了房地产的景气周期（图8）。



图7、 房地产开发投资同比增速 (%)

全国房地产开发企业土地购置面积增速

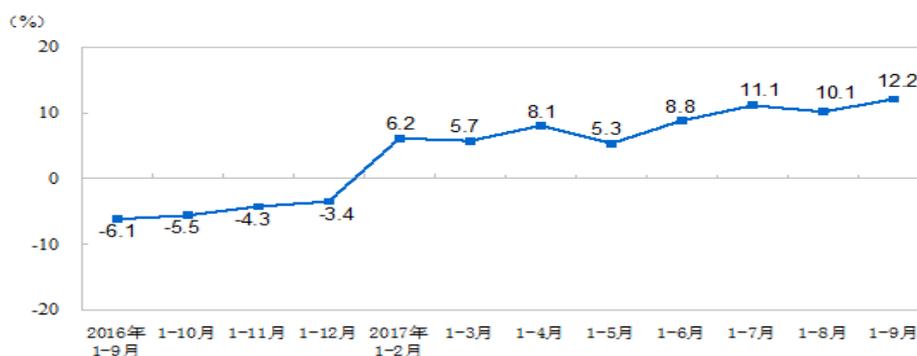


图 8、房地产开发企业土地购置面积同比增速 (%)

居民消费重点转向服务业，服务业发展较快。第三产业增加值占 GDP 比重达到 55%，相应的第三产业增加值 1-3 季度同比增长 7.8%。图 9 显示了 1-3 季度人均消费支出结构，衣食住行依旧占据了主导，但人均医疗保健消费、人均其他用品及服务消费支出和人均教育文化娱乐消费支出呈现出同比比较快的增速，分别达到 13.2%、12.2%和 8.9%，而人均居住消费支增速也达到 9.0%。

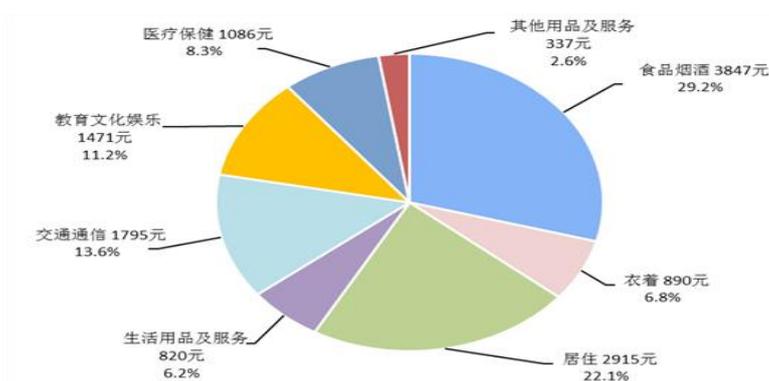


图 9、1-3 季度人均消费支出结构 (来自国家统计局网站)

### 3、社会融资结构发生变化，风险的社会化过程在加深。

9 月份表外融资成为拉动社会融资规模增长的主要原因。9 月份 M2 同比增长 9.2%，高于 8 月份的 8.9%，从 8 月份的历史低点有所反弹。9 月份非银行金融机构的存款环比显著增加，在银行超额准备金处于低位和银行业金融监管趋严的情况下，银行的信用扩张受到明显约束。非银行金融机构存款增加将成为社会信用扩张的主要来源之一，说明市场在规避金融监管对银行信用创造的约束。

9 月份社会融资总额 1.82 万亿元人民币，高于 8 月份的 1.48 万亿。9 月份表外融资（委托贷款、信托贷款和表外票据-银行未贴现承兑汇票）新增 3968 亿元，环比增加 2665 亿元，占 9 月份融资总额环比增加的 78.4%，直接带动 9 月份社会融资总额的增加。非银行金融机构存款的增加应该是银行表外业务增长的重要资金来源。此外，企业债券融资在 7-9 月连续 3 个月正增长。9 月末企业债券余额为 18.21 万亿元，同比增加 5.2%。

9月份居民信贷增长成为拉动信贷增长的主要原因。新增人民币贷款1.27万亿元人民币，高于8月份的1.09万亿，环比增加1800亿。9月份贷款增加主要是居民贷款增加引起的，9月份居民新增贷款7349亿元，其中短期贷款2537亿，中长期贷款4786亿。1-3季度新增贷款11.16万亿，居民贷款占新增贷款的51.3%。其中居民短期贷款增加1.53万亿元，今年以来居民短期贷款的增加主要原因是银行开拓了消费贷款业务。9月份企业贷款新增只有4635亿元，环比略有下降。但企业中长期贷款增加弥补了短期贷款的下降，这有利于维持固定资产投资增速。

#### 4、去库存、去杠杆开始发挥作用

9月末，全国商品房待售面积61140万平方米，比上月末减少1212万平方米。去房地产库存起到了一定的效果。去库存和9月份房地产投资、购地增速上升对冲，有利于未来缓解房价上涨的压力。

从贷款结构来看，9月末对实体经济发放人民币贷款占同期社会融资规模存量的68.1%，同比高0.3个百分点。委托贷款余额、信托贷款余额和未贴现银行承兑汇票的占比分别为8.1%、4.7%和2.6%。企业债券余额和非金融企业境内股票余额占比分别为10.6%和3.8%。实体经济发放的人民币贷款余额的小幅增长和企业中长期贷款的增加有利于金融支持实体经济的发展。在信贷支持实体经济的背景下，降杠杆主要是通过以下几个措施来实施：一是通过“债转股”、“交叉式的债转股”、“混改”等方式来降杠杆。到9月末央企负债率比年初下降0.2个百分点，央企签署的“债转股”协议规模达到4400亿元。二是靠供给侧改革中的去产能来降杠杆。去产能导致上游资源类产品价格上涨，使得产业链的利润重新进行分配，有利于上中游行业的降杠杆。比如今年1-8月，煤炭开采和洗选、钢铁行业中的黑色金属采选、冶炼和压延加工业的利润累计同比增速高达955.4%、68.6%和106.9%。三是通过股权融资办法来降低杠杆。今年上半年非金融类企业股票融资6410亿元，同比减少了3192亿元。四是希望通过低利率环境来缓解债务压力，并降低筹资成本。非金融企业债务将近70%来自国有企业，尤其是钢铁、煤炭、造船、地产、有色、化工等行业，是重组与混改重点，也是国有企业去杠杆的重要手段。这些周期性行业对资金成本上升的敏感性较大，利息支出负担也最为显著。

#### 5、预期结构基本稳定

##### (1) PMI指数稳中向好

2017年9月份，中国制造业采购经理指数(PMI)为52.4%，比上月上升0.7个百分点，制造业继续保持稳中向好的发展态势，扩张步伐有所加快。生产指数为54.7%，比上月上升0.6个百分点，连续位于临界点之上，表明制造业生产继续扩张(图10)。

新订单指数为54.8%，比上月上升1.7个百分点，位于临界点之上。表明制造业市场需求保持较快增长。

原材料库存指数为48.9%，比上月回升0.6个百分点，低于临界点。表明制造业主要原材料库存量降幅有所收窄。

分企业规模看，大、中型企业PMI为53.8%和51.1%，分别比上月上升1.0和0.1个百分点，均位于扩张区间；小型企业PMI为49.4%，比上月回升0.3个百分点。

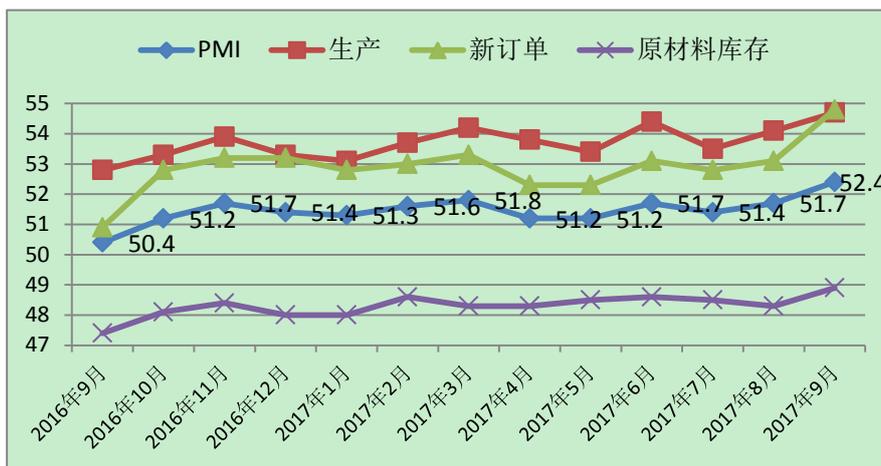


图 10、中国制造业 PMI 指数（经季节调整） 数据来源：国家统计局网站

2017年9月份，中国非制造业商务活动指数为55.4%，比上月上升2.0个百分点，非制造业继续保持增长，增速有所加快。新订单指数为52.3%，比上月上升1.4个百分点，位于临界点之上，表明非制造业市场需求扩张幅度有所加大（图11）。分行业看，服务业新订单指数为51.5%，比上月上升1.2个百分点，继续高于临界点。建筑业新订单指数为56.9%，比上月上升2.4个百分点，持续位于扩张区间。

投入品价格指数为56.1%，比上月上升1.7个百分点，持续高于临界点，表明非制造业企业用于经营活动的投入品价格总体水平涨幅有所扩大。分行业看，服务业投入品价格指数为54.2%，比上月上升1.0个百分点。建筑业投入品价格指数为67.0%，比上月上升5.6个百分点。

销售价格指数为51.7%，比上月上升0.2个百分点，位于临界点之上，表明非制造业销售价格总体水平涨幅微升。分行业看，服务业销售价格指数为51.0%，与上月持平。建筑业销售价格指数为55.2%，比上月上升0.8个百分点。

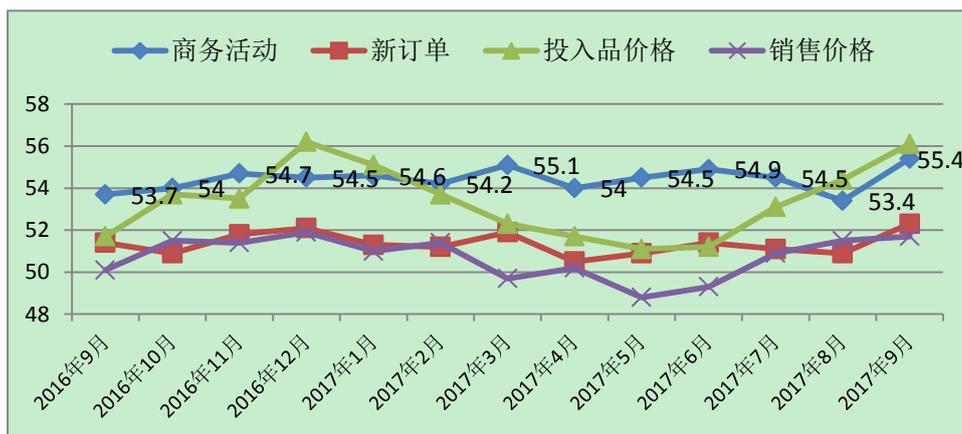


图 11、中国非制造业主要分类指数（经季节调整） 数据来源：国家统计局网站

(2) 出口先导指数略有回落，但仍处于近期高位。

9月份外贸出口先导指数下降0.1至41.8，外贸出口指数中的新增出口订单指数下降0.7至47.1（图12）。

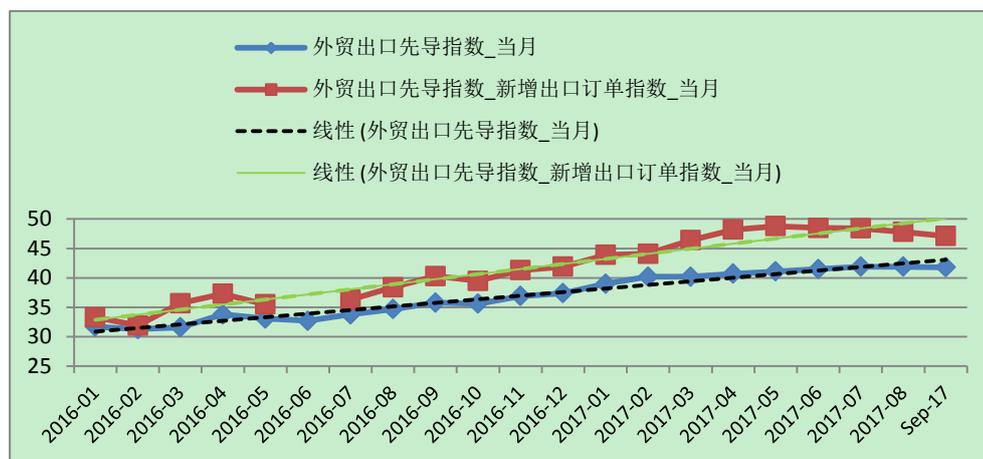


图 12、中国外贸出口先导指数

### 三、存在的主要问题

1、上中下游产品价格传递机制不畅，上游的产品价格上升仍未传递到下游产品，说明市场需求不旺。企业成本涨幅难以通过产品价格涨幅来消化，利润受到挤压。

**证据 1:** 工业生产者购进价格同比涨幅高于工业生产者出厂价格同比涨幅；出厂和购进价格指数环比涨幅在 9 月份再次跌入负值。

从同比涨幅来看，2016 年 11 月开始，工业生产者购进价格同比涨幅高于工业生产者出厂价格同比涨幅以来，到今年 9 月份两者之差已经连续 11 个月处于负值。今年 3 季度同比涨幅差为-1.5 个百分点，比今年 1 季度的-2 个百分点和 2 季度的-2.3 个百分点有所收窄（图 13）。

从环比涨幅来看，工业企业出厂价格和购进价格环比涨幅差今年经历 6 月-8 月 3 个月的正值后，在 9 月份再次跌入负值（-0.2 个百分点）。

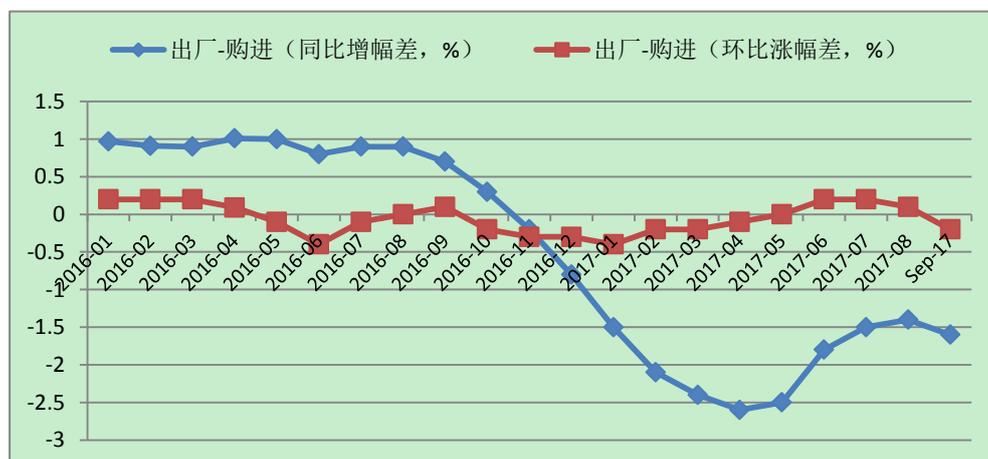


图 13、工业生产者出厂、购进价格同比和环比价格涨幅差 (%)

**证据 2: 中国人民银行公布的企业商品价格指数(CGPI)显示: 企业商品价格指数和上中游产品价格同比涨幅不对程, 存在巨大差异。**

据中国人民银行公布的 1-9 月份商品价格指数来看, 价格总指数同比上涨的幅度远小于矿产品和煤油电的价格同比涨幅 (图 14)。

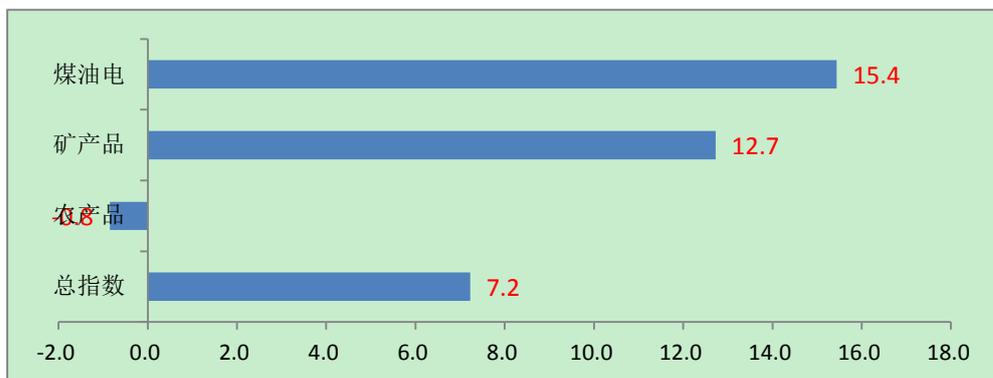


图 14、企业商品价格指数 (Corporate Goods Price Indices, CGPI; 同比增幅, %)

**证据 3: 非制造业销售价格指数与投入品价格指数之差为负值, 并在 9 月份达到近几年新高。**

9 月份非制造业销售价格指数与投入品价格指数之差达到近几年新高, 两者之差达到 -4.4, 价格指数只差绝对值高于 1 月份的 -4.3 (图 15)。



图 15、中国非制造业销售价格指数-投入品价格指数 (经季节调整) 资料来源: 国家统计局网站

## 2、成本涨幅难以通过产品价格涨幅来消化, 导致物价回暖但企业投资并不积极。

中央项目和地方项目投资“双回落”, 尤其是民间投资同比增速较 2016 年有很大改观, 考虑到基数效应和投资增速趋缓的态势, 如何提高企业投资的积极性成为第 4 季度面临的主要问题。

### 3、如果上游产品传递到下游产品，经济中的通胀水平的增速会比经济增速更快。

PPI 上游向下游传递的可能性在增加，但今年 4 季度翘尾因素回落，今年 4 季度不会存在明显的通胀压力。但未来随着上游向下游传递效应的逐步释放，尤其是今年产能投资的增速显著低于基建的增速，供求缺口所带来的压力也会推动价格的上涨，尽管进口可以在一定程度上加以弥补产能投资的不足。经济中的通胀水平的上升的速度会比经济增速上升的速度更快。

### 4、利率水平上扬，尤其是长期利率水平上扬速度较快。

10 年期国债利率持续上扬，目前这一水平接近 2017 年的 83% 左右。从经济增速的对照简单来看，长期利率水平上升较快（图 16）。短期利率在 9 月份某些阶段超过长期利率水平形成倒挂，这不利于鼓励企业形成长期投资的预期（图 17）。

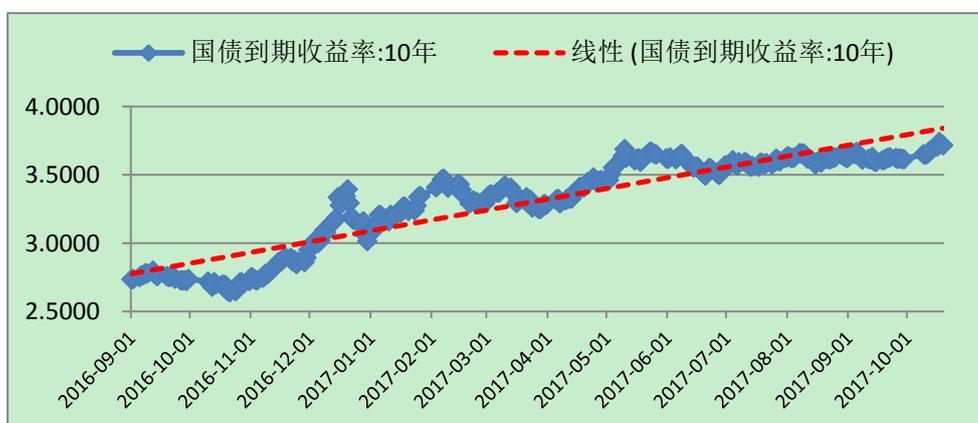


图 16、10 年期国债到期收益率 (%) 资料来源：WIND。

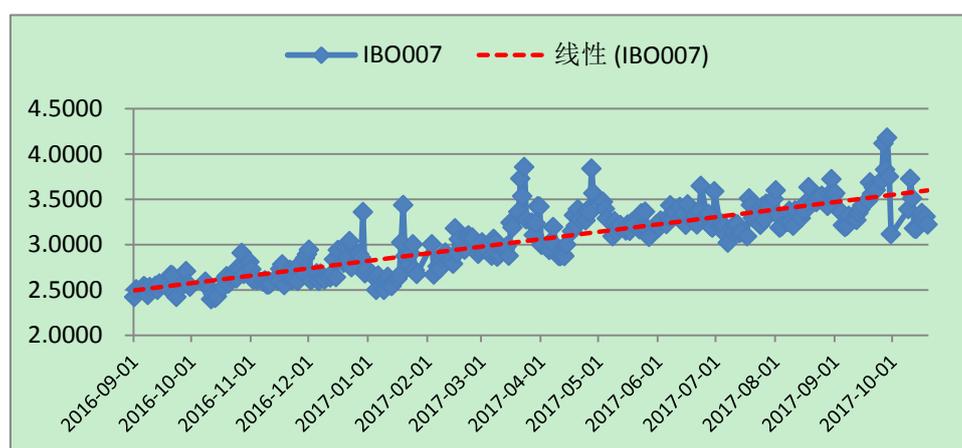


图 17、同业拆借利率 (7 天, %) 资料来源：WIND。

## 四、简要结论与政策建议

9 月份部分数据存在回调，比如投资和货运量等，但 1-3 季度的数据显示，收入增长决定消费不会差，外部回暖决定出口也不会差。因此，只要稳住投资，就可以在结构性调整

中去推动经济的持续回暖。在“房子是用来住的”、“金融是支持实体经济的”大原则下，房地产和金融“双轮”交替驱动增长的模式难以再现。

1、在财政下半年支出放缓的态势下，货币政策不过紧，也不放松，维持中性。继续使用短期工具来逆向调节市场短期流动性缺口，避免短期流动性偏差带来短期利率过度上升，从而给市场造成冲击。中长期货币政策还是在稳增长和控通胀预期中取得平衡。在下游需求偏弱的态势下，PPI与CPI之间涨幅过大的差异最终会逐步收敛。

2、密切关注国外、国内劳工市场的变化。目前全球劳工市场工资上涨缓慢，如果工资进入明确上涨通道，物价上涨的速度会比想像的要快。

3、出台办法减缓投资进一步下滑的趋势，尤其是中央项目和地方项目的“双回落”问题。维持生态和环保投资的持续增加（2016年同比39.9%，大约3000亿）。

4、继续清理控制金融风险。9月份表外业务（银子银行）再次增加需要关注。要密切关注全球利率变动，利率水平不宜过快上扬，这样一方面有利于去杠杆；另一方面有利于助推实体经济复苏。

5、居民加杠杆要适可而止，否则会影响未来的消费。

6、人民币汇率双向波动，维持在相对稳定的水平。由于国际大宗商品和国际贸易品的价格在2016年年底已经触底，大宗商品价格处于上升态势，由汇率贬值带来进口通胀压力会变大。