

经济平稳期通过改革促进宏观复苏

——2017年11月中国宏观经济数据点评

范志勇

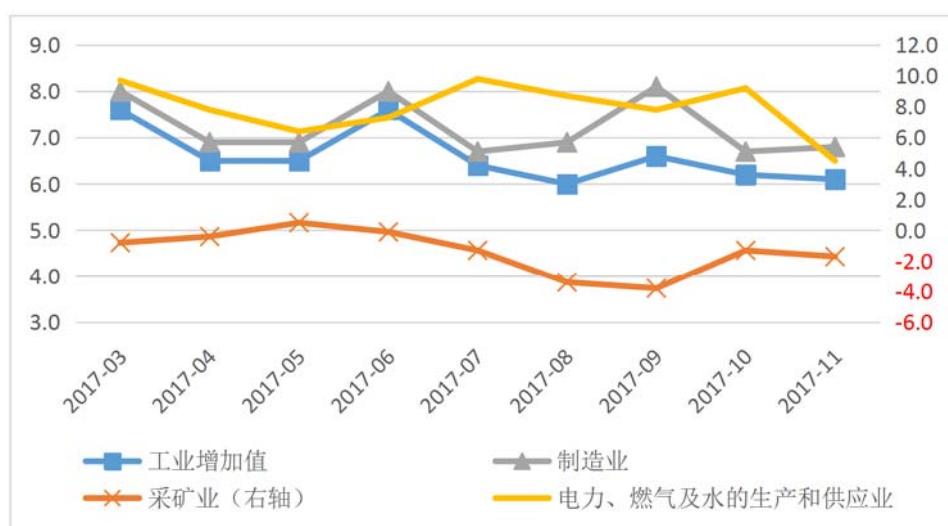
摘要：从11月份数据来看，中国经济进入平稳期，经济进一步下滑的风险下降，但缺乏实现快速反弹的支撑。民间投资的复苏是实现宏观经济稳定的前提和保障。去产能和强化环境等供给侧改革措施一定程度上推高了上游产品价格，有助于改善上游企业的利润并加速去杠杆过程。11月PPI处于高位，进一步上涨的空间可能收窄；CPI仍处于价格缓和阶段，短期内上升的压力不大。非金融企业杠杆率企稳，但其持有的大量银行定期存款增加了资金使用成本，导致杠杆率扭曲。人民币汇率和资本跨境流动趋于平稳，美联储加息和“缩表”对我国经济的影响整体可控。

一、中国宏观经济整体企稳

(一) 宏观经济进入相对平稳期

2017年以来中国经济摆脱了持续4年的萧条阶段，中国经济新常态开始由短期周期性力量与中长期趋势性力量的叠加转向中期的趋势性力量。中国经济从“快速回落”的萧条期转向“稳中趋缓”的调整期。

2017年11月份，规模以上工业增加值同比实际增长6.1%，比10月份回落0.1个百分点。^①从环比看，11月份规模以上工业增加值比上月增长0.48%。1-11月份，规模以上工业增加值累计同比增长6.6%。分三大门类看，11月份，采矿业增加值同比下降1.7%，下降趋势尚未得到扭转；制造业增长6.8%，尚未实现复苏反弹；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长4.5%。



^① 如无特别说明，本报告数据均出自Wind。

图 1 规模以上工业增加值同比增速 (%)

(二) CPI 相对平稳, PPI 快速反弹

(1) 消费者价格指数平稳

11月CPI同比增长1.7%，消费品物价指数继续保持平稳。其中，食品价格同比下降1.1%，非食品价格上涨2.5%，消费品价格上涨0.9%，服务类价格上涨3.1%。整体上体现出非食品和服务类价格上涨幅度高于食品和消费品类的价格上涨幅度。服务类价格上涨将会是长期趋势。

虽然食品价格整体平稳，但是近期猪肉、蛋类和鲜菜价格都出现较大幅度波动。11月份猪肉价格同比下降9%，鲜菜下降9.5%，蛋类上涨5.6%。猪肉价格同比下降已经持续10个月，由于通常“猪周期”在17个月左右，因此预期未来几个月猪肉价格降幅可能将会进一步收窄，但对食品价格和CPI不会造成显著的压力。

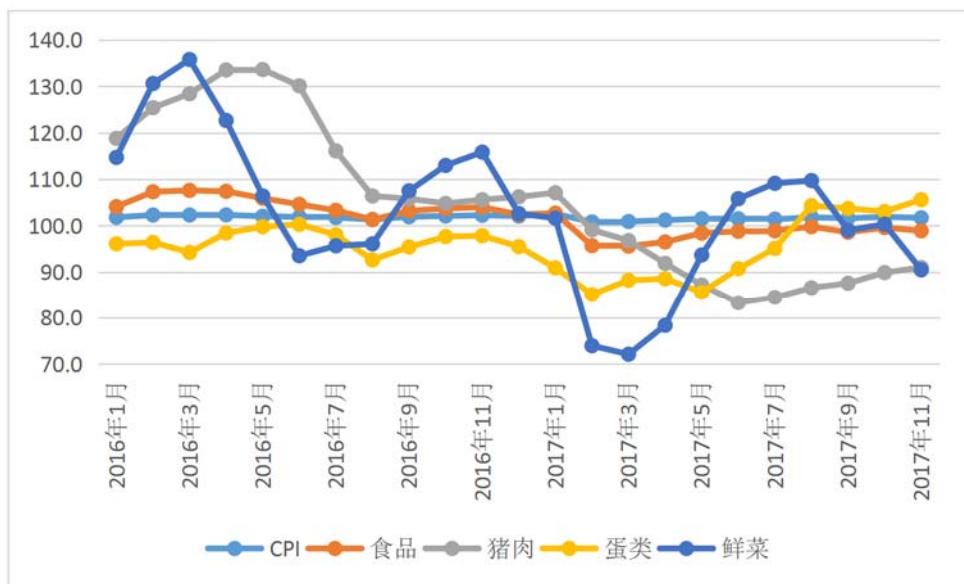


图 2 居民消费价格分类别同比指数

(2) 工业品出厂价格同比增速放缓

11月PPI同比涨幅5.8%，涨幅比上月下降1.1个百分点。其中，生产资料价格同比上涨7.5%，生活资料价格同比上涨0.6%。在生产资料中，采掘业上涨10.8%，原材料工业上涨9.7%，加工工业上涨6.3%。同比增速呈现全面回落，分别比上月下降3.9、1.9和1.2个百分点。

从环比看，11月份PPI涨幅为0.5%，涨幅实现连续两个月下降，分别比9月份和10月份下降0.5和0.2个百分点。环比增速下滑在生产资料价格中表现非常明显，包括采掘业、原材料加工业和加工工业在内的生产资料各大类产品价格均连续两个月出现下滑。经过季节因素调整过，上述增速下降的现象得到进一步确认。

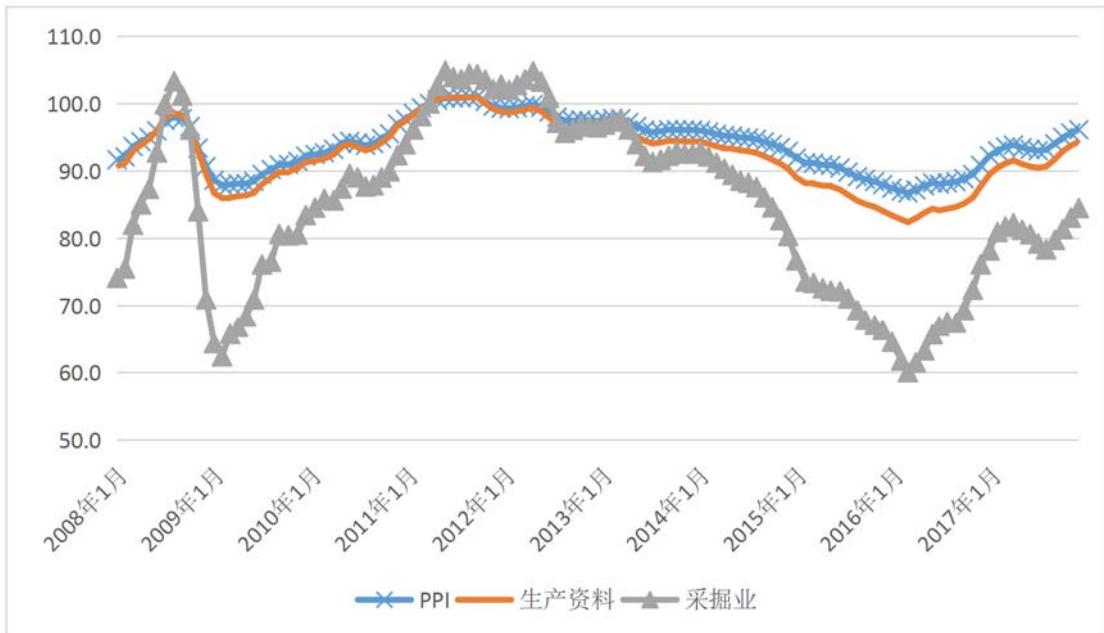


图 3 PPI 和生产资料价格定基比指数

2017 年 PPI 指数持续上升的原因包括需求和供给两个方面。从需求方面来看，中国宏观经济企稳对上游产品价格形成了基本的支撑，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稳定的水平。从供给方面来看，供给侧改革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）。第三，由于生产资料价格自身具有较强的惯性，前期超跌也有反弹的要求。

未来 PPI 无论是同比涨幅还是环比涨幅都将会收窄。事实上，最近 2-3 月内 PPI 指数无论同比涨幅还是环比涨幅都出现了下降的迹象。造成同比增长率下降的主要原因在于价格基数上升。自从 2016 年 2 月生产资料价格出现反弹以来，所有生产资料的价格均已超过 2008 年 1 月份金融危机爆发初期的水平，正逼近 2011 年年中至 2012 年年中的价格高位。目前无论是工业产出增速还是投资增速相较于“四万亿”政策时期均处于较低水平，因此从需求角度来看，由于投资和工业生产尚未全面复苏，生产资料价格进一步快速上升的空间比较有限。

PPI 高企与 CPI 的低位运行并存，反映全社会对高通货膨胀预期尚未形成，这对进一步深化供给侧改革创造了一定的空间。但是政策当局应密切关注 CPI 的走势和通货膨胀预期的变化，作到未雨绸缪。CPI 如果出现快速翻转，货币政策应该及时的进行调整，防止通货膨胀内生强化机制形成。

（三）投资增速趋缓，反弹尚未得到有效支撑

2017 年 1-11 月份，全国固定资产投资（不含农户）575057 亿元，同比增长 7.2%，增速比 1-10 月份回落 0.1 个百分点，11 月份环比比 10 月份增长 0.53%。分产业看，第一产业累计同比增长 11.4%，增速比 1-10 月份回落 1.7 个百分点；第二产业投资累计同比增长 2.6%，增速回落 0.1 个百分点，其中工业投资同比增长 3.1%，增速比 1-10 月份回落 0.2 个百分点；第三产业投资增长 10.1%，增速提高 0.1 个百分点。

就具体的行业而言，受去产能政策影响，第二产业中采矿业投资下降较快，1-11月累计下降10.2%，降幅扩大1.1个百分点；制造业投资增长4.1%，增速与1-10月份持平。第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长20.1%，增速比1-10月份提高0.5个百分点。其中，水利管理业投资增长17%，增速提高0.8个百分点；公共设施管理业投资增长23.3%，增速回落0.1个百分点；道路运输业投资增长24.6%，增速回落0.1个百分点。

分地区看，东部地区投资同比增长8.1%，增速与1-10月份持平；中部地区投资增长6.9%，增速回落0.5个百分点；西部地区投资增长9.3%，增速提高0.3个百分点。整体上呈现西部投资快于东部和中部地区的特征。另外值得特别关注的是，东北地区投资增长0.1%，而1-10月份为下降3.2%，东北地区经济显示企稳迹象。

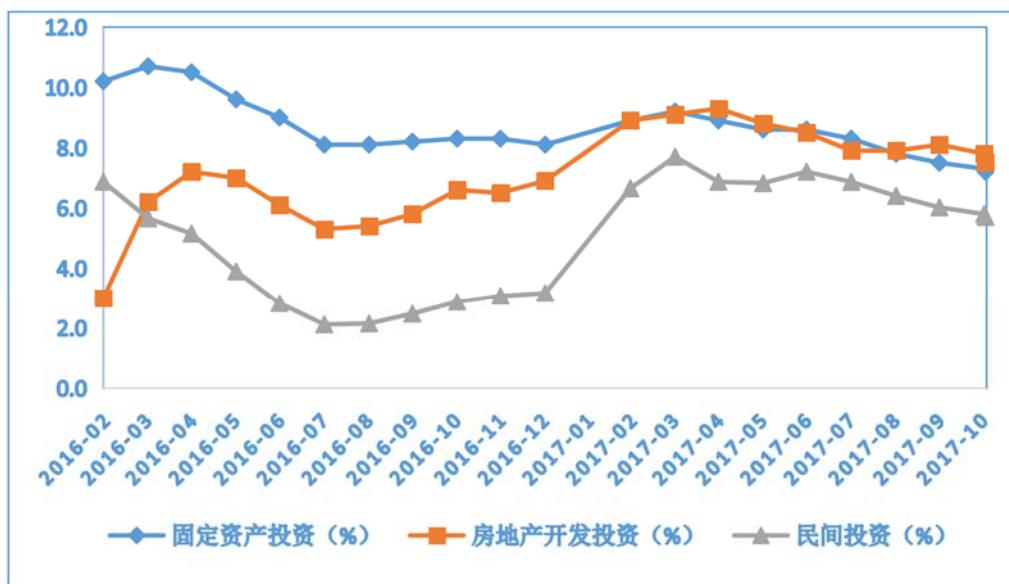


图4 民间固定资产投资、房地产开发投资和全国固定资产投资累计同比增速（%）

从房地产来看，进入2017年以来房地产投资累计同比增速与全国固定资产投资同比增速保持高度的一致性。1-11月份，房地产开发投资达到10万亿元，占全国固定资产投资的比重为17.5%，与上年同期相比基本保持一致。截至11月份，房地产投资累计同比名义增长7.5%，增速比1-10月份下降0.3个百分点。这进一步印证了2016年以来，中国经济开始摆脱以房地产和金融“双轮”交替驱动的经济增长模式。

投资增长的最大隐忧在于民间投资尚未复苏。从民间投资来看，累计同比增速比2016年同期有一定幅度的上涨。截至2017年11月，民间投资累计同比增速达到5.8%，比去年同期的3.1%上升了2.7个百分点，慢于固定资产投资总额的增长率。此外有两点需要特别关注。第一，全国固定资产投资和民间投资均呈现增速下降显现。第二，民间投资增速低于全国固定资产投资增速，说明投资增长主要依赖政府投资拉动，民间投资尚未全面复苏。积极的财政政策和货币政策尚未到底调整窗口。

（四）进口反弹快于出口，贸易顺差下滑

截至到 11 月份，以人民币计价的进出口总额累计同比增长 14.2%，其中进口累计同比增速达到 20.6%、出口累计同比增速达到 9.5%（图 5）。对外贸易整体呈现进出口总额上升，但贸易顺差缩减的局面；其中一般贸易项下的顺差缩减尤为明显。

自 20017 年年初以来，进出口累计同比增速由负转正，显示中国对外贸易出现缓慢复苏状态。其中，进口累计同比增速基本保持在 10% 左右；进口累计同比增速增长较快，2 月份曾经达到 33%，此后连续下滑至 11 月份的 20.6%。由于出口增幅低于进口增幅，导致贸易顺差较去年同期有所下降。截止到 11 月份，累计贸易顺差达到 26170 亿人民币，比去年同期的 33347 亿美元减少 9813 亿人民币。

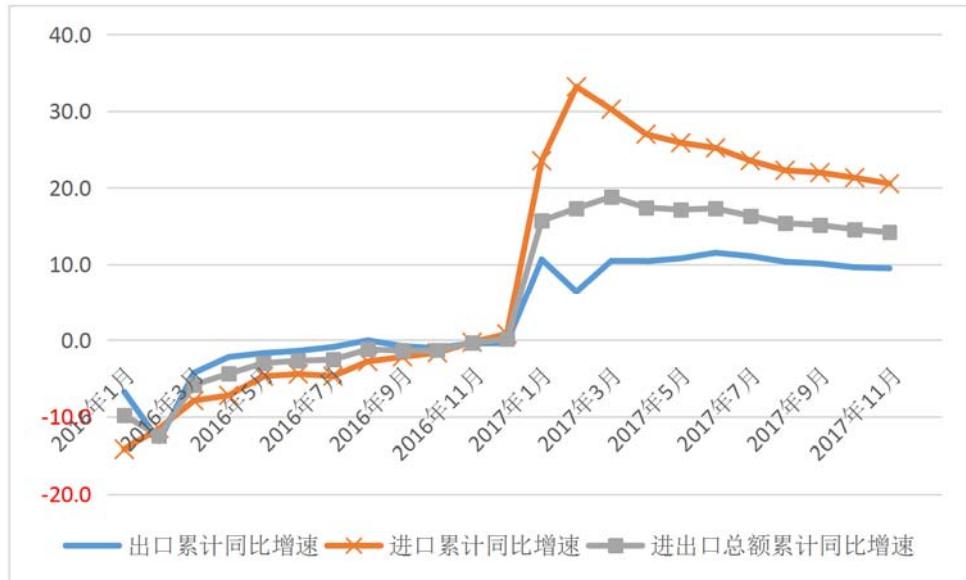


图 5 以人民币计价的进、出口累计同比增长率（%）

从贸易结构来看，各贸易类型进出口在 2017 年均呈现同比上升现象。截至 2017 年 11 月份，一般贸易出口累计增速达到 5.5%；一般贸易进口累计增速达到 21.9%，一般贸易项目下贸易顺差达到 1357 亿美元，仅为去年同期 2518 亿美元的 54%。加工贸易进出口增速基本相当，累计增速维持在 10% 左右。截至 2017 年 11 月份，加工贸易项目下贸易顺差 2907 亿美元，比去年同期上升了 1 个百分点。

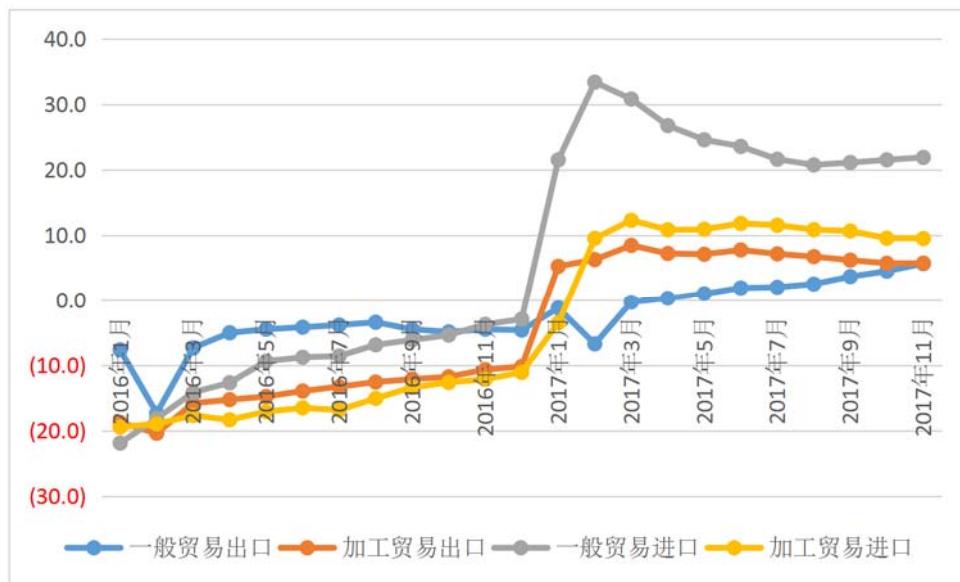


图 6 分类型对外贸易累计增长率 (%)

二、汇率波动和资本流动渐趋平稳

(一) 双边汇率涨跌互现，有效汇率缓慢升值

就双边汇率而言，人民币兑美元汇率近两个月以来基本稳定，维持在1美元兑6.6人民币左右。从2016年11月开始的人民币兑美元缓慢升值过程暂告一段落。2017年1-11月份人民币兑美元汇率总计升值约4.5%。人民币兑欧元汇率在2017年内先贬值后升值，截至11月份人民币兑欧元汇率在2017年内贬值约6%。而就有效汇率而言，2017年5月之后中国有效汇率呈现缓慢升值趋势。其中，10月份名义有效汇率和实际有效汇率分别比2017年5月升值2.2%和2.4%。

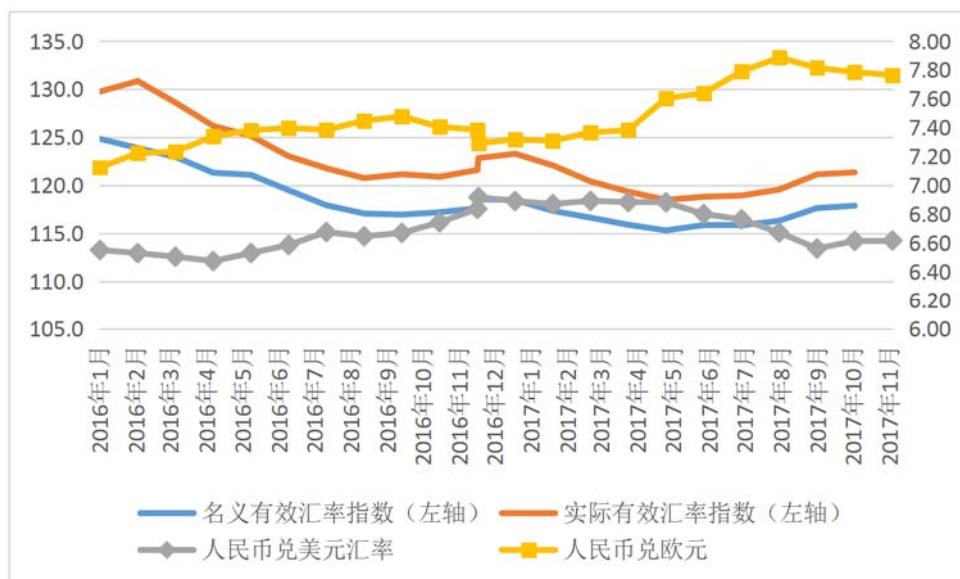


图 7 人民币汇率

(二) 国际收支企稳，资本外流压力得到一定程度的释放

根据外汇管理局数据，2017 年前三季度我国国际收支呈现企稳状态。2017 年前三季度国际收支经常账户和非储备性质的金融账户（含三季度净误差与遗漏，下同）呈现双顺差，储备资产增加。2017 年前三季度经常账户顺差 1063 亿美元，与同期 GDP 之比为 1.2%。国际收支口径的货物贸易顺差 3354 亿美元，其中货物出口和进口同比分别增长 10% 和 17%。

非储备性质的金融账户转为顺差。2017 年前三季度非储备性质的金融账户顺差 608 亿美元，可比口径上年同期为逆差 3891 亿美元。直接投资呈现净流入 213 亿美元，上年同期为净流出 798 亿美元。其中对外直接投资净流出 648 亿美元，外国来华直接投资净流入 861 亿美元。2017 年以来以非贸易顺差和非 FDI 外汇资产流出衡量的资本外流规模较 2016 年明显下降。2017 年 1-11 月月均非贸易顺差和非 FDI 外汇资产流出约为 500 亿美元，比 2016 年月均 1147 亿美元的水平下降了约一半。

由于人民币不是避险货币，过快地贬值和资本外流将加剧国际收支的不稳定状态。虽然“双顺差”不是我国宏观经济政策追求的目标，但是在人民汇率制度改革、市场汇率波动和前期资本外流与外汇储备减少幅度较大的情况下，“双顺差”有利于稳定市场的预期，对于稳定国际收支平稳将起到积极的支撑作用。随着国际收支企稳，2017 年前三季度我国储备资产因国际收支交易（不含汇率、价格等非交易因素影响）增加 589 亿美元，上年同期为减少 2941 亿美元，其中，外汇储备增加 598 亿美元，在国际货币基金组织的储备头寸等减少 9 亿美元。

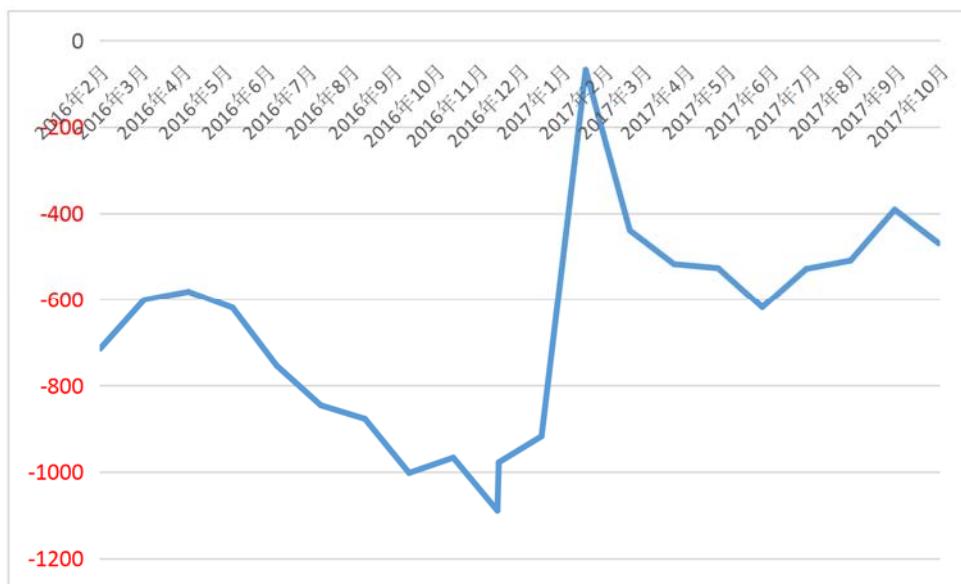


图 8 非贸易顺差、非 FDI 外汇资产流出

三、扭曲的高杠杆率

(一) 货币供给增速进一步放缓，社会融资结构变化

截至 2017 年 11 月末广义货币(M2)余额达到 167 万亿元，同比增长 9.1%，增速比上月末高 0.3 个百分点，比上年同期低 2.3 个百分点。狭义货币(M1)余额 53.56 万亿元，同比增长 12.7%，增速分别比上月末和上年同期低 0.3 个和 10 个百分点；流通中货币(M0)余额 6.86 万亿元，同比增长 5.7%。

11 月末人民币贷款余额 119.55 万亿元，同比增长 13.3%，增速分别比上月末和上年同期高 0.3 个和 0.2 个百分点。11 月人民币贷款增加 1.12 万亿元，同比多增 3281 亿元。分部门看，住户部门贷款增加 6205 亿元，其中短期贷款增加 2028 亿元，中长期贷款增加 4178 亿元。非金融企业及机关团体贷款增加 5226 亿元，其中短期贷款增加 197 亿元，中长期贷款增加 4275 亿元，票据融资增加 385 亿元；非银行业金融机构贷款减少 169 亿元。

11 月末人民币存款余额 164.9 万亿元，同比增长 9.6%，增速比上月末高 0.5 个百分点，比上年同期低 1.2 个百分点。当月人民币存款增加 1.57 万亿元，同比多增 8780 亿元。其中，住户存款增加 1455 亿元，非金融企业存款增加 7181 亿元，财政性存款减少 378 亿元，非银行业金融机构存款增加 4372 亿元。

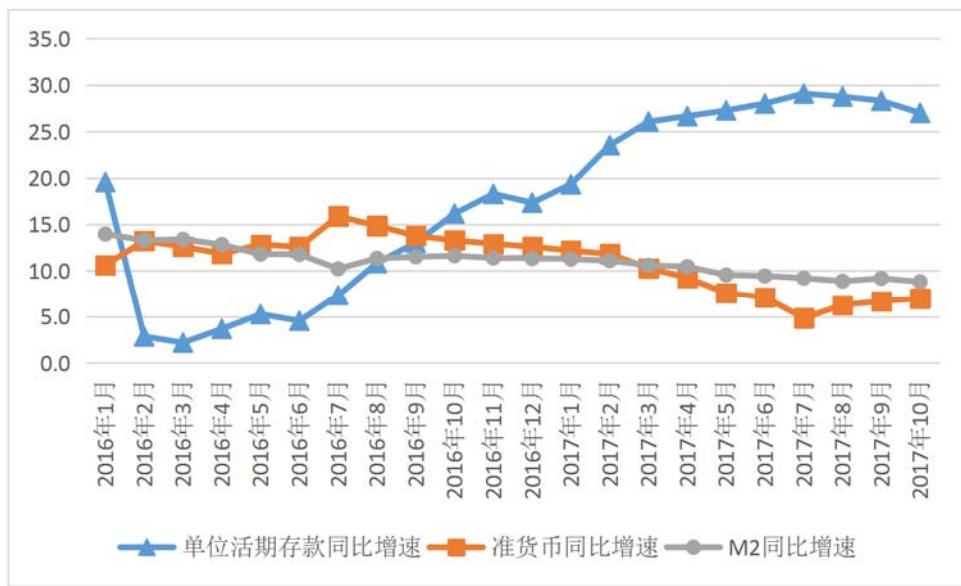


图 9 货币供给同比增长率 (%)

2017 年 11 月份社会融资规模增量为 1.6 万亿元，比上年同期少 2346 亿元。其中，人民币贷款增加 1.14 万亿元，同比多增 2965 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 198 亿元，同比多增 508 亿元；委托贷款增加 280 亿元，同比少增 1714 亿元；信托贷款增加 1434 亿元，同比少增 191 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 15 亿元，同比少增 1156 亿元；企业债券净融资 716 亿元，同比少 3143 亿元；非金融企业境内股票融资 1324 亿元，同比多 463 亿元。

从结构上看，2017 年随着金融去杠杆进程不断深入，实体企业社会结构发生了一些变化。其中人民币贷款累计值在社会融资总额中的比例上升，从年初的 60% 上升到 11 月份的 70%。信托贷款的比重轻微上升，从年初的 9% 上升至 11 月份的 11%。委托贷款和未贴现银行承兑汇票的比例出现较快下降，分别从年初的 8% 和 16% 下降至 11 月份的 4% 和 3%。

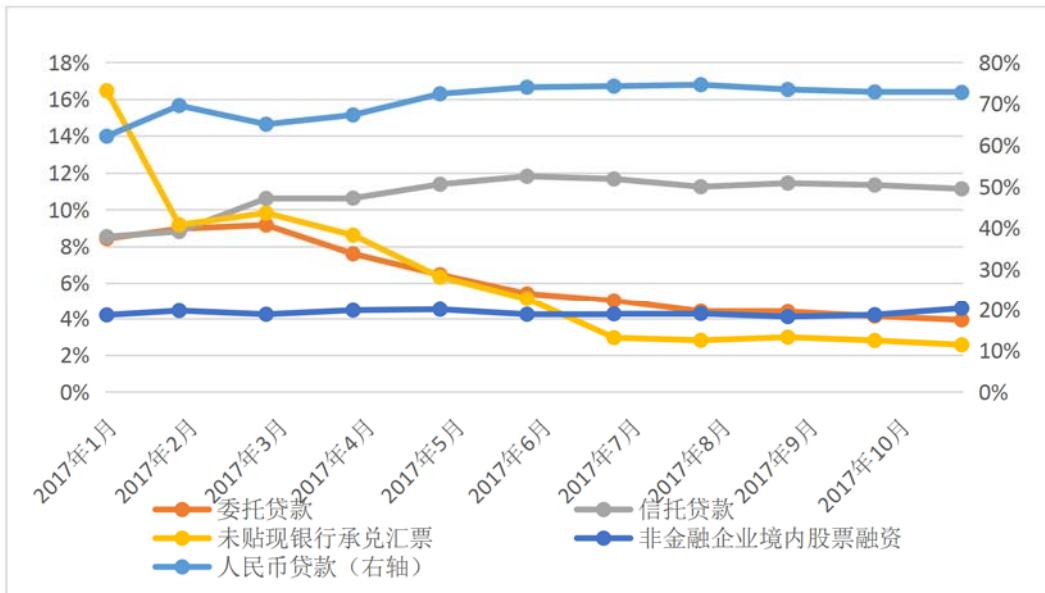


图 10 2017 年 社会融资结构

(二) 非金融企业大量持有定期存款导致杠杆率扭曲

根据 BIS 披露的数据，中国非金融企业杠杆率在 2016 年 2 季度末达到阶段性高点后基本保持平稳，基本稳定在 166% 左右。非金融企业杠杆率虽然没有实现大幅度下降，但亦未出现进一步上升的迹象。应该注意到，中国非金融企业杠杆率不断上升的过程伴随着非金融企业大量增持定期存款的现象。截至 2016 年年底，中国非金融企业持有的定期存款占 GDP 的比例达到 41%，而 2007 年金融危机爆发之初该比例仅为 17% 左右。作为金融资产，定期存款的收益低于银行贷款利率，客观上更加大了融资的成本。2017 年 11 月份人民银行 1 年期定期存款基准利率为 1.5%，1 年期贷款基准利率为 4.75%。

从更加高频的数据看，根据 BIS 的数据披露，截至 2017 年 2 季度末中国非金融企业的债务余额约为 128 万亿元，与 GDP 的比例约为 163%。同期中国非金融企业持有的定期及其他存款余额约为 30 万亿元人民币，约占债务余额的 23%，或者 GDP 的 38%；远远超过企业所持有的活期存款 22 万亿的水平。2017 年 10 月，全国金融机构对非金融企业贷款余额 77.8 万亿元，非金融企业定期存款占贷款余额的比例达到 38.5%。因此如果非金融企业可以通过减少定期存款的方式偿还其债务，可以进一步降低杠杆率。

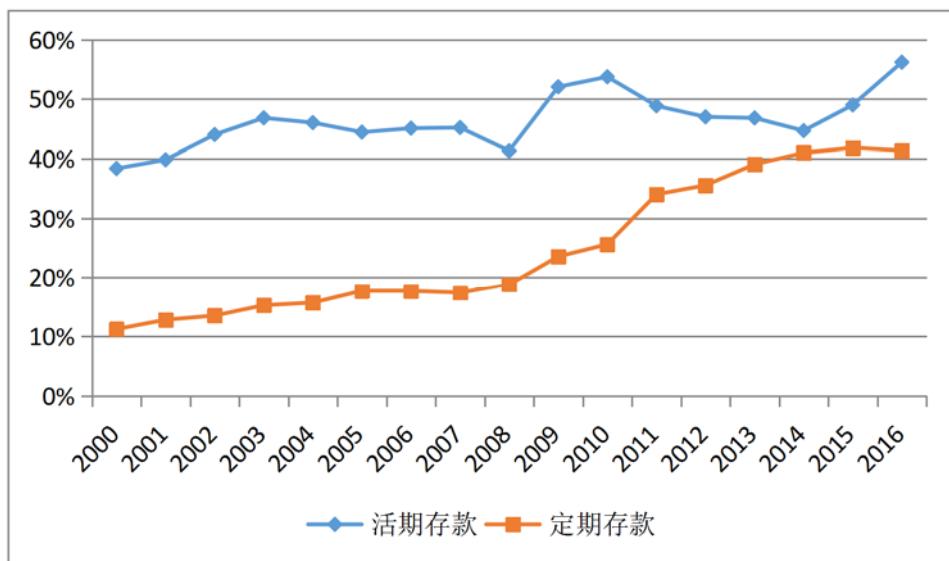


图 11 M1 中的单位活期存款和 M2 中的定期存款占 GDP 的比例

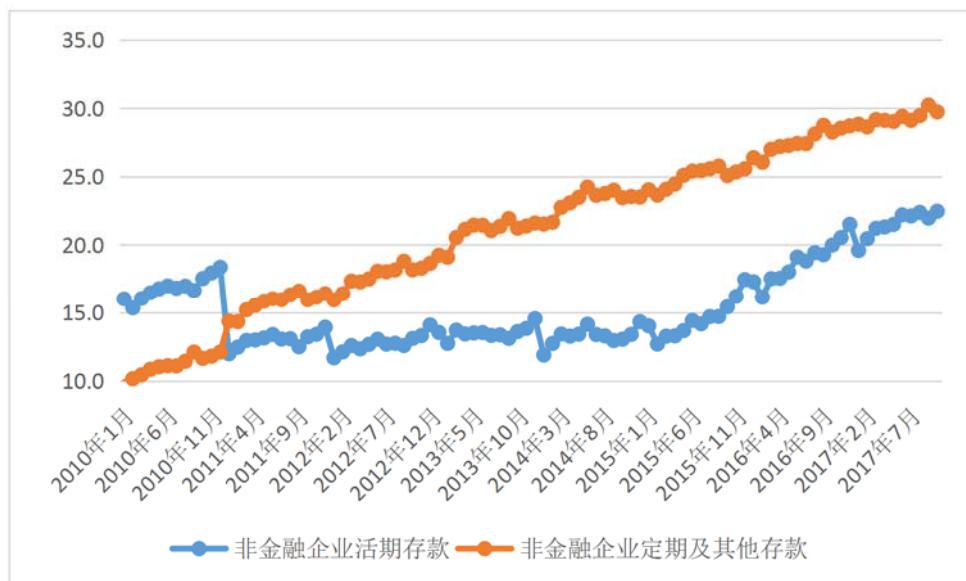


图 12 中国非金融企业持有的活期存款和定期存款

四、货币政策环境整体趋紧

11月份银行间人民币市场同业拆借月加权平均利率为2.92%，质押式债券回购月加权平均利率为3%。11月份同业拆借加权平均利率为2.92%，分别比上月和上年同期高0.1个和0.58个百分点；质押式回购加权平均利率为3%，分别比上月和上年同期高0.09和0.62个百分点。

在短期利率上涨的同时，长期利率也呈现上升趋势。10年期国债利率持续上扬，11月10年期国债到期收益率达到3.9%。长期利率和短期利率上升虽然有利于抑制金融机构和实体经济的资金需求，有利于推进去杠杆的进程，但是也会对借款方造成利息成本上升的压力。



图 11 短期利率与长期利率变化趋势

五、美元加息和“缩表”对我国经济的影响整体可控

2017年12月14日美联储宣布年内第三期加息，将基准利率提高0.25%至1.25%-1.5%。与此同时美联储“缩表”的进程也将开启。美联储等发达国家中央银行“缩表”对中国经济的直接影响主要体现在三个方面，一是对中国国际收支的影响；二是对人民币汇率稳定的冲击；三是对中国货币政策的挑战。

(一) 美联储“缩表”对中国国际收支的影响

美联储货币政策正常化以及“缩表”进程所导致的美元利率上升很可能引发资金从新兴市场国家回流到美国。2013年时任美联储主席伯南克发表退出量化宽松的谈话曾引起资金从新兴市场国家回流的浪潮，对新兴市场国家国际收支和汇率稳定造成重大冲击。2014年美国开始逐步退出量化宽松，同年中国也结束了长达十余年之久的“双顺差”现象。此后相当长段时间内中国的国际收支结构大体表现为经常项目顺差和非储备金融项目逆差的组合。随着美国加息和“缩表”进程开始，有可能加剧中国的资本外流。

(二) 美联储“缩表”对人民币汇率稳定的冲击

理论上，美联储“缩表”和美元利率上升会通过外汇市场给人民币造成贬值压力。“缩表”政策本身所揭示的美联储对于美国经济复苏的坚定信心还可能加剧中国资本外流对人民币汇率形成的压力。2015年年中之后在中国经济“新常态”、美国经济复苏和人民币汇率形成机制改革等因素的共同作用下，从2015年8月起至2016年12月，人民币兑美元出现了一次趋势性的贬值，最大贬值幅度达到13%。与此同时中国国际收支非储备金融项目持续为负，外汇储备快速下降等现象进一步增强了人民币贬值的预期和资金外流的压力，强化了人民币贬值的压力和外汇市场波动性。2017年10月份，中美银行间市场隔夜利差在1.6个

百分点左右。随着美元加息和“缩表”进程开启，人民币和美元的利差将逐步缩小，未来有可能对人民币汇率稳定形成持续的压力。

(三) 美联储“缩表”对中国货币政策的挑战

美联储“缩表”对中国货币政策稳定形成了挑战。一方面，2014年之前由于双顺差现象的长期存在，外汇占款是中国央行基础货币的主要投放方式。2015年之后伴随着外汇占款的持续减少，央行贷款重新成为基础货币投放的主渠道。随着资本外流和外汇占款损失波动放大，中央银行在稳定基础货币供给和银行间市场利率方面所面临的挑战将会更加严峻。为了应对不稳定的基础货币供给，商业银行出于预防性动机增加基础货币需求，从而使银行间市场陷入类似流动性陷阱的局面。另一方面，中国整体去杠杆的过程尚未完成，非金融部门面临尤其艰巨的去杠杆任务。如果人民币发生快速贬值和剧烈的资本外流将会对中国金融市场和实体经济造成重大冲击。维持汇率稳定和国际收支平衡对稳定中国宏观经济具有重要意义。

六、政策建议

1. 在固定资产投资增速没有触底企稳之前，宏观经济政策的总体积极性定位不宜改变。由于实体经济修复速度将大大慢于虚拟经济，中国宏观经济政策常态化的速度应当慢于西方各国。政策调整的步调应当与市场内生动力复苏的步调具有一致性。

2. 民间投资启动是投资和宏观经济实现稳定的关键。民间投资启动的核心在于提高投资未来预期收益率，预期收益率的提升来源于资本投资的新空间、投资成本的降低以及投资产业需求的扩展等方面。民间投资的启动必须采取系统性的政策方案和改革措施。

3. 密切关注大宗商品价格走势。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，输入性通胀压力会变大。同时还要防止去产能因素和预期因素叠加导致大宗商品价格过快上升，给积极宏观经济政策造成压力。

4. 继续作好控制金融风险的工作。密切关注全球利率、人民币汇率和资本流动的变化。2017年之后为了维持国际收支和人民币汇率稳定，中国对跨境资本流动加强了管制。在三元悖论下，这也意味着中国货币政策的独立性面临更大的挑战。虽然我国政策不必对美国亦步亦趋，但仍需做到未雨绸缪，为将来的政策调整预留空间。