

民银智库研究

2015年第8期

总第8期

中国民生银行研究院

2015年10月20日

构筑供给侧改革新动力 扭转经济持续下行趋势

——2015年10月宏观经济分析月报

宏观研究团队

黄剑辉

huangjianhui@cmbc.com.cn

王静文

wangjingwen2@cmbc.com.cn

应习文

yingxiwen@cmbc.com.com

刘德伟

liudewei@cmbc.com.cn

张雨陶

zhangyutao@cmbc.com.cn

刘桂林

liuguilin@cmbc.com.cn

刘洁

sudliujie@126.com

- 全球经济增长仍显疲软，恐怖主义、难民问题等地缘政治冲击可能会进一步增加复苏进程的脆弱性。美国经济增速有所回落，但就业好转，通胀平稳，12月加息概率上升；欧洲经济复苏放缓，巴黎恐怖袭击事件雪上加霜；日本经济陷入衰退，通缩压力仍存；新兴市场仍面临经济减速、滞胀和资本流出压力，并继续受到美国加息预期和中国需求下降两大外部因素的困扰。整体看当前我国经济面临的外部环境负面因素较多，外需恢复仍需时日。
- 我国经济仍处在下行区间，但结构有所改善。10月工业增加值同比增长5.6%，增速继续下滑；官方制造业PMI与上月持平为49.8%；投资继续探底，1-10月同比增长10.2%，房地产投资连续三个月负增长；外需不足导致出口持续负增长，10月同比下降6.9%；通缩压力增大，10月CPI同比增速下降至1.3%。但经济结构有所改善，装备制造、高新技术产业保持较快增长；新兴消费模式推动消费增速稳步加快，10月份消费名义增长11%，连续三个月加快。
- 新增贷款季节性跳水，货币增速再创新高，外汇占款转为增加。10月份新增贷款仅5136亿元，社会融资规模超预期下降至4767亿元。10月末M2同比增长13.5%，货币增速提高与贷款回落形成背离，反映“双降”释放的流动性在银行惜贷的偏好下依然未能有效传导至实体经济。10月外汇储备净增113.9亿美元，外汇占款新增533.4亿元，在加入SDR预期下，前期人民币贬值预期已大幅缓解。
- 扭转经济下行趋势的政策重点，将转向加快构建“改革开放创新+财政货币政策”新型宏观调控政策框架。以新“三驾马车”（改革开放、创新创造、生态民生），推动供给侧结构性改革及突破需求侧的不合时宜制度性障碍，核心是通过提高供给体系质量和效率来打造经济发展的新型驱动力，促进经济结构转型升级和可持续健康发展，持续改善生态环境和民生水平，实现全面建成小康社会目标，推动全球和平发展。

目 录

一、10 月份中国经济外部环境分析.....	1
美国就业好转，通胀平稳，12 月加息预期上升	1
欧洲经济的脆弱复苏饱受地缘政治因素影响.....	2
日本经济进入衰退，通缩压力仍存.....	2
新兴市场国家普遍增长回落.....	3
二、10 月份中国宏观经济形势分析.....	4
实体经济筑底企稳，结构持续优化.....	4
投资继续探底，消费稳步提升，出口降幅扩大.....	5
居民消费价格涨幅放缓，工业价格指数企稳.....	7
新增贷款季节性跳水，货币增速再创新高.....	8
外汇储备与外汇占款触底反弹，资本外流压力大幅缓解.....	10
三、政策回顾与展望	11
货币政策空间受制，金融改革将加速推进.....	11
积极财政政策延续，但将受到赤字率的制约.....	12
供给侧结构性改革构筑经济发展的新型驱动力.....	12
主要宏观经济及金融数据一览表	14

一、10 月份中国经济外部环境分析

四季度以来，全球经济增长仍显疲软，恐怖主义、难民问题等地缘政治冲击可能会进一步增加复苏进程的脆弱性。美国经济增速有所回落，但就业好转，通胀平稳，12 月加息预期上升；欧洲经济复苏放缓，巴黎恐怖袭击事件雪上加霜；日本经济陷入衰退，通缩压力仍存；新兴市场仍面临经济减速、滞胀和资本流出压力，并继续受到美国加息预期和中国需求下降两大外部因素的困扰。整体看当前我国经济面临的外部环境负面因素较多，外需恢复仍需时日。

美国就业好转，通胀平稳，12 月加息预期上升

三季度美国经济增速下滑。美国三季度 GDP 环比折年增速从二季度的 3.9% 大幅下降至 1.5%。尽管私人消费增长依旧强劲，贡献了 2.19 个百分点，政府支出也贡献了 0.3 个百分点，但私人投资和净出口拖累了增长，其中私人投资贡献了 -0.97 个百分点，净出口贡献了 -0.03 个百分点。

10 月份经济缓慢复苏，通胀符合预期，就业大幅好转。从生产端看，10 月份美国 ISM 制造业 PMI 从 9 月份的 50.2% 小幅下降至 50.1%，工业产出同比增长 0.3%，比 9 月份低 0.4 个百分点，形势并不乐观。私人消费方面，密歇根大学消费者信心指数在连续 3 个月下降后于 10 月份回升至 90.0，11 月份继续上涨至 93.1，但 10 月份零售与食品销售同比增速下降至 1.7%，环比下降 0.5 个百分点。通胀水平符合预期，美国 10 月份 CPI 同比、环比均上涨 0.2%，与预期持平；核心 CPI 同比上涨 1.9%，环比上涨 0.3%。**就业大幅好转**，10 月新增非农就业 27.1 万人，远超 18.5 万的预期，创今年以来最高增幅。失业率从 9 月份的 5.1% 小幅下降至 5.0%，创 7 年半以来最低水平，劳动参与率维持在 62.4%。**通胀与就业数据增加了美联储在 12 月份启动加息的可能性。**

尽管美联储 12 月加息概率有所上升，但仍存不确定因素。一是加息预期的增强推升美元走势，大宗商品价格承压增大通缩风险。二是将于 12 月初公布的 11 月份的非农就业数据是美联储加息最为关注的就业数据，可能还存在一定的变数。三是全球整体经济环境低迷也将影响 12 月份加息的概率。目前欧元区经济复苏减弱、日本经济陷入衰退，以及新兴市场国家经济增长回落都对美联储加息决策形成制约。

欧洲经济的脆弱复苏饱受地缘政治因素影响

三季度欧元区经济增长减速，除法国外主要国家增速均放缓。当季 GDP 季调环比折年增长 1.2%，低于二季度 1.4% 的增速。英国增长 2.0%，较二季度放缓 0.6 个百分点；德国增长 1.3%，较二季度放缓 0.5 个百分点；意大利增长 0.8%，较二季度放缓 0.4 个百分点；希腊受资本管制影响，三季度经济增速回落至 -1.9%，较二季度下降 3.5 个百分点。只有法国增长加快，由二季度的 0.2% 上升至三季度的 1.4%。

10 月份欧元区整体仍保持脆弱复苏态势。10 月份欧元区整体 PMI 为 52.3%，较 9 月回升 0.3 个百分点。消费保持温和增长，9 月份零售同比增长 2.9%，较 8 月份回升 0.7 个百分点，但消费者信心继续回落，10 月份为 -7.7，较 9 月份下降 0.6 个百分点，预示未来消费增长可能放缓。进出口增速大幅下滑，9 月份欧元区出口同比增速由 8 月份的 5.5% 下降至 0.9%，是今年 2 月份以来的最低水平；进口同比增长 -1.0%，是今年 2 月份以来的首次负增长。物价水平仍然低迷，10 月份 CPI 同比持平，环比增长 0.1%；核心 CPI 同比增长 1.0%，环比增长 0.1%。

年初以来的 QE 政策虽提振了欧元区的复苏水平，使欧元区免遭通缩困境，但欧元区的复苏进程始终脆弱不堪。近期的巴黎恐怖袭击可能严重影响消费者信心和旅游业发展，使欧洲经济雪上加霜。从年中的希腊债务问题，到目前的难民涌入以及恐怖袭击，欧洲经济复苏始终磕磕绊绊。近期欧央行表达了进一步扩大 QE 规模的意愿，并有可能在 12 月的议息会议上通过。

日本经济进入衰退，通缩压力仍存

日本经济再次陷入技术性衰退。日本三季度 GDP 季调环比折年率为 -0.8%，不及预期的 -0.2%。连续两个季度收缩使日本陷入 2008 年以来的第五次衰退。其中，私人消费贡献为 1.2 个百分点，政府消费贡献为 0.3 个百分点，固定资本形成贡献为 -0.6 个百分点，净出口贡献为 0.4 个百分点，存货变化贡献为 -2.1 个百分点。投资积极性疲弱与私人企业去库存是三季度经济衰退的主要原因。

经济增长动力仍不足。工业产出保持低位，9 月份工业产出同比下降 0.8%，但 10 月份日本制造业 PMI 指数上升至 52.4%，创今年新高，预示在经历三季度的去库存后，制造业可能有所回暖。但消费仍疲弱，9

月份商业消费额同比下降 2.1%，较 8 月份大幅回落 1.8 个百分点；10 月份日本消费者信息指数为 41.1%，较 9 月份小幅回升 0.2 个百分点，预示未来消费可能稍有回升。海外经济的疲弱进一步拖累复苏，9 月份日本出口增长 0.6%，较 8 月增速回落 2.5 个百分点。通缩压力仍存，9 月份日本 CPI 同比持平，环比上升 0.1%，但核心 CPI 当月同比下降 0.1%，环比持平。总体来看，日本经济仍将在衰退和微弱复苏的边缘反复徘徊。

10 月 30 号日本央行维持货币政策不变，主要源于 9 月份 CPI 略有上升、工业产出好于预期，以及劳动力市场收紧有望推升薪资刺激消费等。但剔除食品和能源价格的核心 CPI 同比下降 0.1%，而且，从中期看，能源成本下降以及出口疲软等因素可能使日本通胀率远低于 2% 的目标水平，安倍已经提出新的刺激政策，日本央行仍有加码宽松的可能。

新兴市场国家普遍增长回落

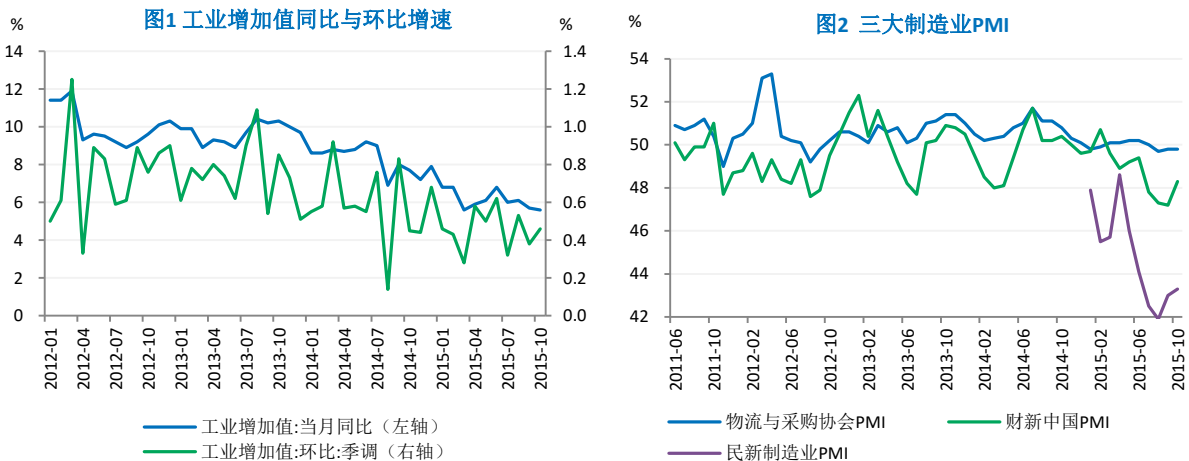
受需求回落与资本流出困扰，新兴市场国家增长普遍回落。俄罗斯三季度 GDP 同比下滑 4.3%，环比上升 0.3 个百分点；10 月份通胀水平 15.6%，环比下降 0.1 个百分点，滞胀问题仍然严重。巴西自去年二季度以来一直是同比负增长，三季度数据预计仍不乐观；10 月份物价同比上升 9.9%，环比上升 0.8%。为了抑制通胀及防止资本外流，巴西今年连续加息 6 次，目前其隔夜利率已经上升至 14.25% 的十年来最高水平。南非今年来增速逐渐放缓，但通胀仍然居高不下，9 月份仍维持在 4.5%，南非央行今年也加息一次以抑制通胀。金砖国家中，只有印度经济基本面更为稳健。目前经济增速维持的 7% 以上，9 月份通胀水平为 5.14%，较 8 月份扩大了 0.8 个百分点。

新兴经济体形势仍不乐观。由美国加息预期引发的资本外流，以及美元升值导致的大宗商品熊市与外债激增，对新兴经济体造成了巨大冲击。再加上内部基础设施短缺、产业结构不合理、经济政策空间受限、增长模式缺乏后劲等结构性问题，新兴经济体普遍增长乏力。不久前，高盛悄悄关闭了其旗下的“金砖国家基金”，这可能是一个标志性的事件。

二、10 月份中国宏观经济形势分析

实体经济筑底企稳，结构持续优化

工业增速下行压力增大。10 月份规模以上工业增加值同比实际增长 5.6%，较 9 月份回落 0.1 个百分点，已连续两个月出现放缓。季调后的环比增长率为 0.46%，折年后增长 5.66%。1-10 月规模以上工业增加值累计同比增长 6.1%，较 1-9 月回落 0.1 个百分点。从主要工业门类看，10 月当月采矿业增加值同比增长 0.4%，较上月回落 0.8 个百分点；制造业增长 6.7%，与上月持平；电力、燃气及水的生产和供应业下降 0.3%，较上月大幅回落 1 个百分点。10 月工业增速放缓一方面是由于内外需缺乏持续改善基础，前期需求扩张政策未完全发挥效力，另一方面是由于传统工业依然面临严重产能过剩，供给侧结构性改革需要时间。



数据来源：WIND，民生银行研究院

制造业 PMI 环比企稳。10 月份统计局公布的制造业 PMI 为 49.8%，与上月持平，已连续三个月处于荣枯线下方，显示实体经济仍未走出低迷态势，但企稳迹象开始凸显。分项来看，需求方面小幅回暖，新订单指数较上月上升 0.1 个百分点至 50.3%，而新出口订单指数仅 47.4%，环比下跌 0.5 个百分点，达到 2013 年 3 月以来的最低值，反映外需拖累严重，出口面临较大风险。供给方面，生产指数为 52.2%，较上月回落 0.1 个百分点，产成品库存指数和原材料库存指数均为 47.2%，环比分别上升 0.4 个百分点和下跌 0.3 个百分点，表明需求端的复苏尚未完全传导至生产端，企业被动补库存，主动生产意愿不足，生产扩张趋势有待巩固。大型制造业企业整体经营趋势好转，中小制造业企业压力依然较大。10

月财新中国 PMI 环比大幅提升 1.1 个百分点至 48.3%，拥有更多中小企业样本(占 60%)的民新制造业 PMI 也较上月提升 0.3 个百分点至 43.3%，都反映出一定的回稳迹象。

实体经济结构持续优化成亮点，工业结构持续优化，新兴产业逆势崛起。一是装备制造业增速回升。10 月装备制造业增加值同比增长 6.8%，较 9 月加快 0.9 个百分点。其中，计算机通信和其他电子设备制造业加快 1.2 个百分点。汽车制造业受购置税优惠政策作用，当月增长 7.3%，增速加快 4.6 个百分点。二是高技术产业继续保持较快增长。10 月高技术产业增加值同比增长 10.8%，比 9 月份加快 0.4 个百分点，高于整个工业 5.2 个百分点。其中，医药制造业增长 10%，航空、航天器及设备制造业增长 22.7%，电子及通信设备制造业增长 13.9%。

图3 固定资产投资累计同比与环比折年率

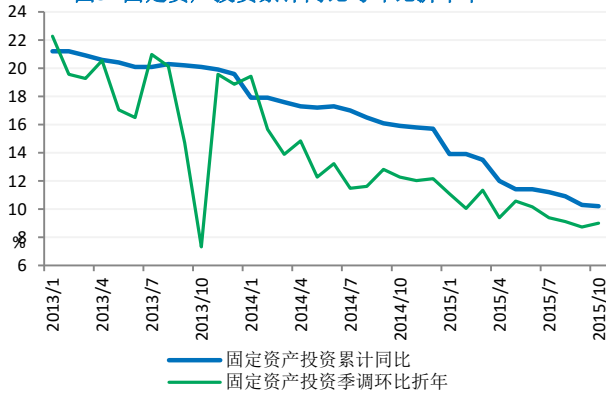
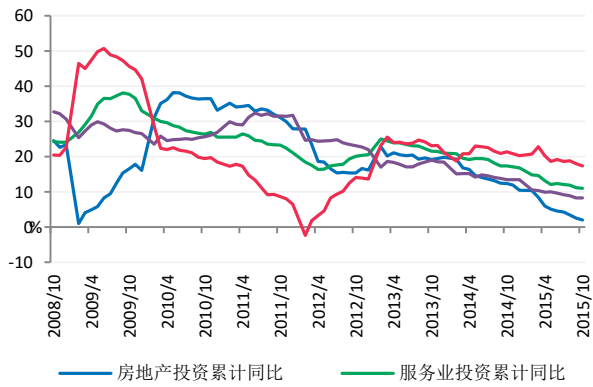


图4 固定资产投资分项数据



数据来源：WIND

投资继续探底，消费稳步提升，出口降幅扩大

固定资产投资增速继续探底，房地产投资负增长，基建有望回升。1-10 月固定资产投资累计同比增长 10.2%，增速较前三季度下降 0.1 个百分点，10 月当月的同比增长 9.3%。投资增速再创新低主要源于房地产投资和基建投资增速下滑。房地产投资 1-10 月累计同比增速仅 2%，较前三季度大幅下降 0.6 个百分点，10 月当月同比下降 2.4%。10 月当月销售面积同比上升 5.5%，表明受前期降息、降准、房地产信贷政策及限购政策放松等短期刺激政策影响，房市销售出现回暖。然而 1-10 月新开工面积同比下降 13.9%，土地成交面积累计同比下降 33.8%，表明由于房地产去库存压力较大，即便销售持续好转，房地产企业拿地开工的热情依然不高，无法传导到房地产投资端。基建投资增速下滑。1-10 月累计同比增长 17.4%，较上月下跌 0.7 个百分点，主要由于稳增长政策的推

进和项目落地还需要时间。随着专项债和 PPP 等新融资方式拓展基建融资渠道，国家预算内资金来源已出现改善，基建投资有望加快成长为稳增长的主力。**服务业投资增速继续小幅放缓。**1-10 月累计同比增长 11%，环比继续下滑 0.2 个百分点。**制造业投资增速企稳。**1-10 月累计同比增长 8.3%，增幅与上月持平。

新兴消费模式推动消费增速稳步加快。10 月份，社会消费品零售总额同比名义增长 11%，较上月加快 0.1 个百分点，已连续三个月出现回升；扣除价格因素，实际增长 11%；经季节调整，10 月份消费环比增长 0.83%，较上月下跌 0.4 个百分点，折年后增长 10.4%。从结构看，商品销售同比增长 10.8%，较上月回升 0.1 个百分点，餐饮收入同比增长 12.4%，较上月回升 0.3 个百分点，表明过去“三公”消费大幅压缩带来的冲击正在逐步消化。同时，电影、旅游等娱乐休闲类的消费产品和服务爆发式增长，网上消费等新兴消费模式不断刺激消费需求，1-10 月全国网上零售额同比增速高达 34.6%，高出同期整体消费增速 20 个百分点以上。未来随着中央一系列推动消费的稳增长政策落地，社会消费需求有望进一步扩张，消费对经济增长的贡献率将继续上升。

图5 中国名义消费与实际消费同比增速

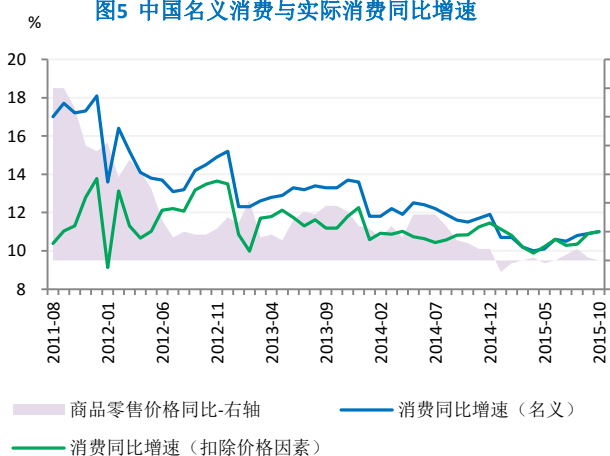
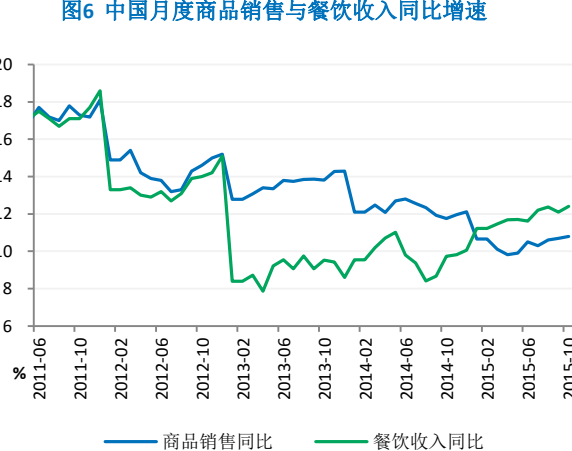


图6 中国月度商品销售与餐饮收入同比增速



数据来源：WIND，CEIC，民生银行研究院

出口同比降幅继续扩大，对主要国家出口规模与其复苏步伐一致。10 月我国出口总额为 1924 亿美元，同比下跌 6.9%，降幅较上月扩大 3.2 个百分点，季调后同比下跌 4.3%，降幅较上月扩大 2.9 个百分点，季调后环比下跌 1.2%。出口萎靡不振主要源于主要出口国家的需求疲弱。10 月当月我国对俄罗斯、巴西的出口同比分别大跌 33.2%和 40.5%，对东盟国家出口整体下跌 10.9%，对日本和欧盟的出口同比也分别下跌 7.7%和 2.9%，跌幅较上月均有显著扩大，对美国出口下跌 0.9%，反映 8 月

份汇改带来的出口红利并不明显。整体来看，我国对美、欧的出口好于其他发达国家和各新兴经济体，这与当前的经济复苏格局相关。此外，部分“一路一带”沿线国家出口保持增长，如对印度、泰国的出口同比分别增长 6.8% 和 6.1%。

进口同比降幅收窄，衰退式顺差创新高。10 月当月我国进口总额 1307 亿美元，同比下跌 18.8%，降幅较上月收窄 1.6 个百分点，季调后同比下跌 15%，季调后环比增长 2.6%。分产品看，对原油和钢材的同比进口增速有提升，而对大豆、铁矿石和成品油的进口增速下滑。国内需求不足、国际大宗商品价格走低等因素持续拖累我国进口，目前已连续四个月出现进出口“双降”态势，衰退式顺差升至 616.4 亿美元，较上月提高 13 亿美元，达到历史高位。

图7 中国月度出口同比与环比增速（季调）

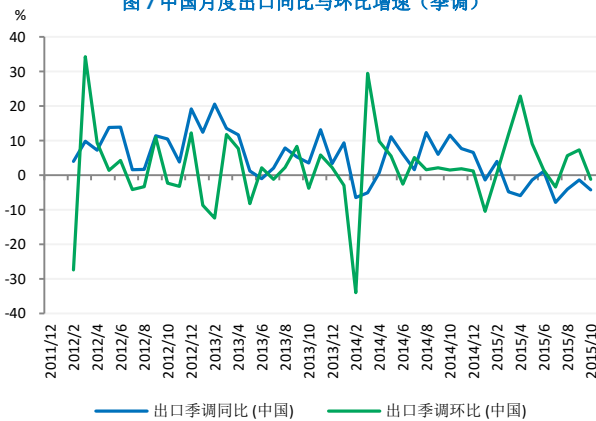
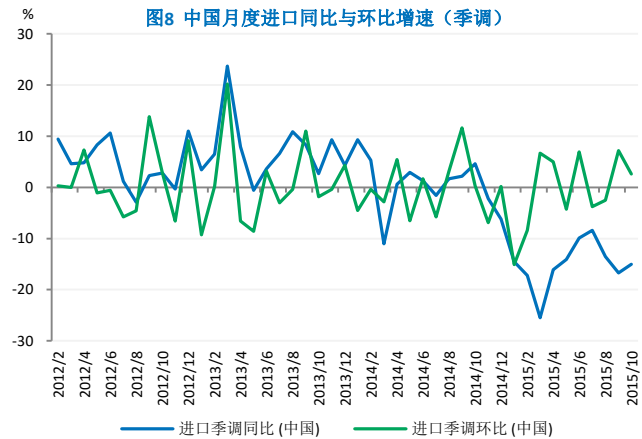


图8 中国月度进口同比与环比增速（季调）

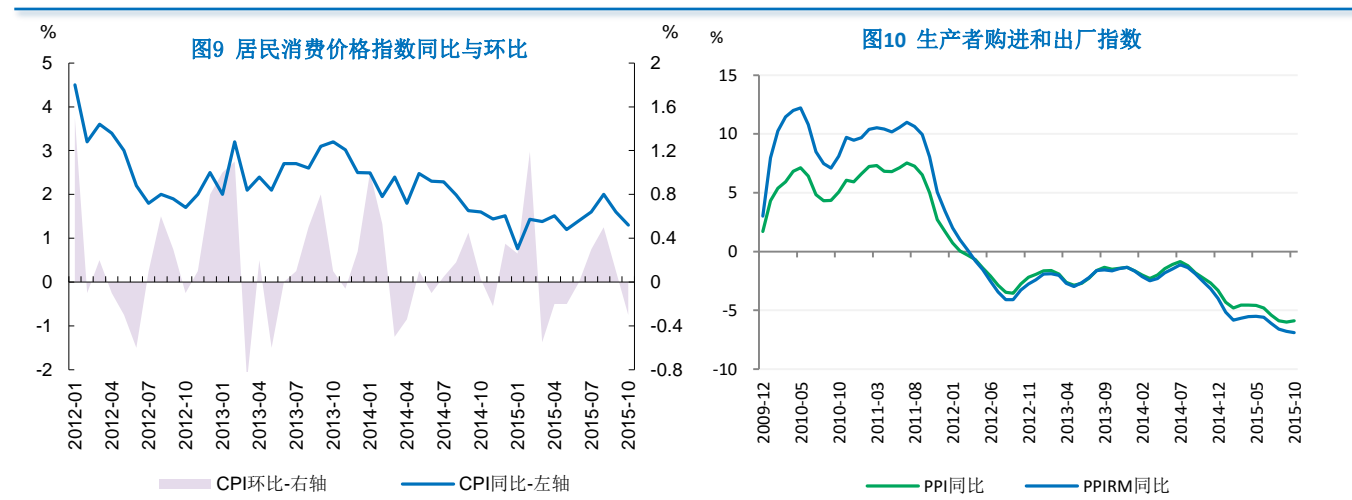


数据来源：CEIC

居民消费价格涨幅放缓，工业价格指数企稳

10 月食品价格下跌导致 CPI 涨幅继续放缓。10 月份，全国居民消费价格总水平同比上涨 1.3%，较上月回落 0.3 个百分点，并且低于 1.4% 的市场预期。环比来看四个月后首现负增长，跌幅为 0.3%。10 月 CPI 涨幅放缓主要是受食品价格拖累，食品价格同比涨 1.9%，涨幅较上月放缓 0.8 个百分点，而非食品价格涨幅与上月相比仅放缓 0.1 个百分点。食品项下的猪价、蛋价及菜价下跌是 10 月食品价格涨幅放缓的主因。猪价同比下跌 1.9%，蛋价大跌 6.9%，鲜菜同比跌 5.6%，分别较上月回落 2.3、9.8 和 4.6 个百分点。究其原因，一是由于前期猪价快速上涨导致生猪出栏加快，生猪供给压力缓解，猪价上涨周期宣告结束；二是 10 月全国平均气温高于历年同期，有利于蛋菜生产，导致价格下降。

10月工业生产者价格继续下降，降幅未变。10月份，全国工业生产者出厂价格同比下降5.9%，与上月持平且符合市场预期，但依然连续44个月呈现负增长，环比来看下降0.4%，降幅与上月持平。工业生产者购进价格同比下降6.9%，较上月降幅扩大0.1个百分点，连续43个月呈现负增长。10月PPI继续大幅下降主要原因仍然是国内产能过剩，石油和天然气开采、石油加工、黑色金属冶炼和压延加工、化学原料和化学制品等过剩行业制造出厂价格同比分别下降39.9%、22.5%、19.1%和8.3%，合计影响当月工业生产者出厂价格总水平同比下降约3.4%，占总降幅的58%左右。



数据来源：CEIC

CPI和PPI持续低迷加剧了国内通缩压力，一方面需要继续通过积极的财政和货币政策继续适度扩大需求，另一方面应加快去产能进程。近期习总书记在第十次中央财经领导小组会议上明确提出，“要促进过剩产能有效化解，促进产业优化重组”。

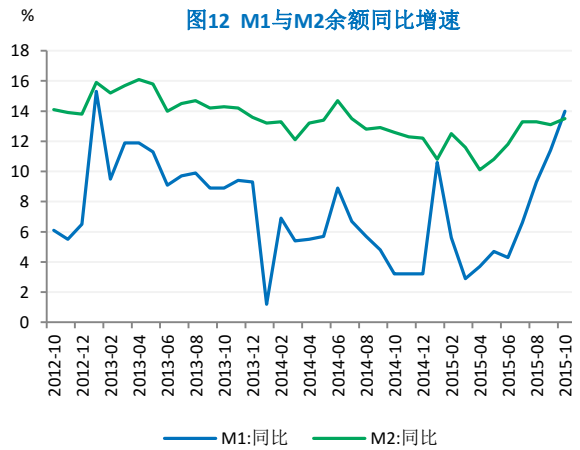
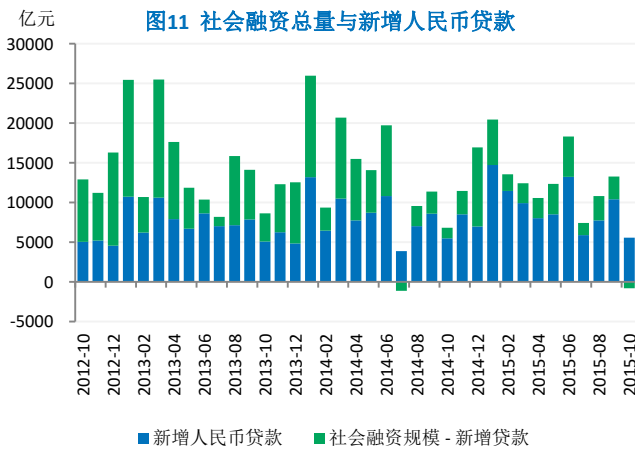
新增贷款季节性跳水，货币增速再创新高

新增贷款季节性跳水。10月份新增人民币贷款仅5136亿元，远低于市场预期的8000亿元。尽管贷款环比骤降部分源于国庆假期影响，但与去年同期相比，也少增了347亿元，降幅为6.3%，反映10月国内贷款需求疲弱，而银行基于不良率攀升风险考虑也开始“惜贷”，并且转向票据融资。10月新增票据融资1836亿元，同比多增665亿元，环比多增1552亿元。

居民中长期贷款逆势增长。由于居民消费需求乏力和企业投资意愿不足导致居民短期贷款和企业中长期贷款同比增幅放缓，是造成本月新

增贷款同比下跌的主要原因。居民短期贷款减少 327 亿元，同比少增 717 亿元，企业中长期贷款新增 1519 亿元，同比少增 713 亿元。而居民中长期贷款新增 1998 亿元，同比反而逆势多增 803 亿元，主要同房市需求回暖有关。

人民币存款转向增加。10 月金融机构新增人民币存款 5785 亿元，一改上月存款减少的态势，主要源于财政存款和非银行业金融机构存款分别新增 5111 亿元和 4848 亿元。财政存款增量环比大增主要与税款集中入库有关，但由于财政支出力度不断加大，财政存款增幅较去年同期减少 1726 亿元。非银行业金融机构存款大增可能由于 10 月份股市转好导致的居民存款流入。企业存款仅增 276 亿元，而居民存款大幅减少 5921 亿元。10 月外币存款减少 14 亿美元，同比、环比降幅均显著收窄，一定程度受人民币贬值预期影响，对外币存款偏好上升。



数据来源：WIND

新增社会融资规模超预期放缓。10 月份新增社会融资规模 4767 亿元，增幅较上月显著减少 8523 亿元，并且大幅低于市场预期的 10500 亿元，较去年同期也减少 2040 亿元。新增社融规模环比大幅放缓主要源于新增人民币贷款遭遇季节性“腰斩”，同比放缓主要源于未贴现银行承兑汇票的跌幅扩大和人民币贬值预期下新增外币贷款大幅放缓。未贴现银行承兑汇票减少 3694 亿元，跌幅同比扩大 1283 亿元，外币贷款减少 1317 亿元，跌幅扩大 628 亿元，主要由于企业和个人在人民币汇率贬值预期下持续减少外币负债。此外，企业债券和股票融资分别新增 2516 和 121 亿元，同比分别减少 74 和 158 亿元，以上也是构成社融规模增速同比放缓的重要因素。从其他项目来看，人民币贷款新增 5574 亿元，同比多增

53 亿元；委托贷款新增 1390 亿元，增幅扩大 347 亿元；信托贷款下跌 201 亿元，跌幅收窄 158 亿元。

货币增速再创新高。10 月末 M2 余额 136.1 万亿元，同比增速为 13.5%，达到过去 15 个月的最高水平，较上月提高 0.4 个百分点，较去年同期也提升 0.9 个百分点。M1 余额 37.58 万亿元，同比增速达 14%，创下 2013 年 2 月以来最高纪录，较上月提升 2.6 个百分点，较去年更是大幅提升 10.8 个百分点。本月货币增速创新高主要受去年基数较低影响，而同期贸易顺差创新高带来新增外汇占款的回升、财政存款同比增幅放缓、央行对多种货币政策工具的使用等因素也在一定程度上推高了货币增速。货币增速提高与贷款回落形成背离，反映“双降”释放的流动性在银行惜贷的偏好下依然未能有效传导至实体经济。

外汇储备与外汇占款触底反弹，资本外流压力大幅缓解

10 月末外汇储备为 35255 亿美元，净增 113.9 亿美元，结束了过去五个月连续下跌的局面。外汇占款继 9 月暴跌之后，10 月份也一举终结过去四个月的连降态势，开始触底反弹，10 月末金融机构外汇占款余额为 274361 亿元，当月新增外汇占款 129.4 亿元，央行口径外汇占款新增 533.4 亿元，反映资本外流压力大幅缓解。主要原因如下：一是衰退式贸易顺差再创新高为外汇储备和外汇占款的增加提供了前提；二是由于“8.11”汇改使得人民币贬值压力得到有效释放，加之美联储加息预期推迟，使得人民币汇率自 9 月份开始逐渐稳定，10 月份一度出现小幅升值，导致企业和个人对外汇的持有偏好下降，这一点从同期银行结售汇逆差大幅收窄也能得到印证；三是 10 月份国内股市反弹，以及市场普遍预期人民币有较大概率在 11 月加入 SDR，均会导致资本外流显著放缓。

图13 人民币对美元汇率走势

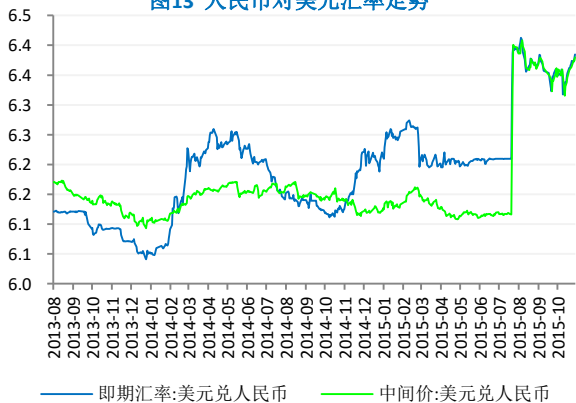
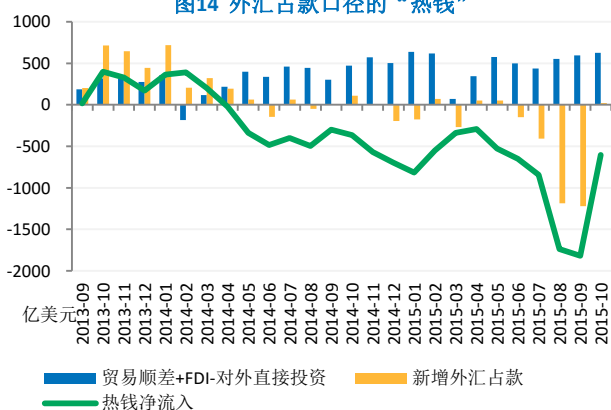


图14 外汇占款口径的“热钱”



数据来源：WIND，民生银行研究院

三、政策回顾与展望

10 月经济数据显示当前我国经济仍处在下行区间。通缩压力的加大、进出口的进一步疲弱、过剩产能的消化，以及全球经济增长乏力都给中国经济造成压力。而“十三五”规划提出 2020 年完成小康社会建设的目标要求年均增长率不能低于 6.5%，因此，实体经济对于“稳增长”的政策需求仍然强烈。未来一段时间，稳增长政策的重点将逐步由需求侧的货币政策和财政政策，转向供给侧结构性改革与需求侧定向刺激并举，形成“改革开放创新+财政货币政策”，标本兼治、长短结合、中西医结合式的新型宏观管理框架，从而促进“释放新需求，创新新供给”，进而实现新发展。

货币政策空间受制，金融改革将加速推进

10 月份“稳增长”政策需求依然强烈，但货币政策空间有限。一是央行三季度货币政策执行报告强调货币政策不能过度放水，要加强预期引导。二是习近平总书记在中央财经领导小组第十一次会议提出要着力加强供给侧结构性改革。三是目前流动性并不紧张，只是资金向实体经济流通的途径仍不顺畅。四是美联储 12 月加息概率大幅上升对我国央行降息空间有所抑制。在这种情况下，当前货币政策重点在于维持流动性的稳定，而非大规模刺激。

金融改革将在“十三五”期间加速推进。近期监管层已经出台了一些政策：一是 10 月 23 日央行在降准降息的同时放开存款利率浮动上限，完成了利率市场化改革的最后一步，同时在 11 月 19 日下调隔夜及 7 天 SLF 利率，使利率走廊系统更加清晰；二是 10 月 27 日由国家政策性银行发行的万亿专项金融债以“点对点”注资的方式缓解民营企业、制造业企业“融资难”、“融资贵”问题；三是上海自贸区金融改革四十条发布；四是 11 月 9 日习近平总书记主持召开的中央全面深化改革领导小组第十八次会议通过了《推进普惠金融发展规划（2016—2020 年）》，明确了普惠金融的发展目标和服务对象、发展理念和实施路径以及法制规范和监管体系。预计未来的重点还是在于“进一步完善利率形成机制，并疏通货币政策向实体经济的传导渠道、提高金融运行效率和服务实体经济的能力”。

积极财政政策延续，但将受到赤字率的制约

2015 年财政赤字或逼近 3%。10 月份全国一般公共预算支出 13491 亿元，同比增长 36.1%，同比增速比上月加快 9.2 个百分点。对应公共预算收入则继续延续低位增速，10 月份全国一般公共预算收入 14435 亿元，同比增长 8.7%，增速比上月下降 0.7 个百分点。2015 年的全年预算支出是 171500 亿元，今年 1 至 10 月份全国财政支出总额已达 134154 亿元，已执行全年预算支出的 78.2%。因此，若严格按照预算支出控制全年财政支出，11 月份和 12 月份可以支出 37346 亿元，同比将负增长。但另一方面，现阶段稳增长需求依然很高，严格按照财政预算控制财政支出的将不利于维持经济稳定。另外，财政部副部长朱光耀在第六届财新峰会上表示“要反思 3% 的赤字率红线和 60% 的负债率红线是否是绝对科学的标准”。因此，预计决策当局将在控赤字与稳增长之间进行折衷，11 月份和 12 月份或将保持财政支出的同比正增长方向，但增长速度较前三季度将有所放缓，最终今年财政赤字将逼近 3%。

“十三五”期间财政赤字有进一步加大的趋势。一是目前货币政策空间相对受限，要实现“十三五”期间年均 6.5% 的经济增长率，积极的财政政策必须发力。二是受经济增长放缓和财税改革深化的影响，财政收入压力增大。三是中央政府的低负债率为实施积极的财政政策、应对经济短期下行压力提供了空间。

供给侧结构性改革构筑经济发展的新型驱动力

十八届五中全会（以下简称“会议”）通过了《第十三个五年计划的建议》，这一建议稿同“十一五”、“十二五”对比，具有两个特点：一是习近平主席亲自担任起草小组组长，而以往都是由总理担任；二是旗帜鲜明地提出了“创新、协调、绿色、开放、共享”五大发展理念，取代了以往对于具体事项的安排。

“十三五”期间，在五大理念的指引下，政府将在国企、财税、金融、民生等领域推出一批力度大、接地气的改革方案。目前政府已在国企、民生领域发布了一些改革方案。**国企改革方面**，国务院于 11 月 4 日发布了《关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》。这是国企改革《指导意见》的进一步落地，同时也是国有企业改革在体制设计上的一大进步，后续有关国有资本投资、运营公司的人员任命、激励和监督机

制的指导文件将会陆续出台。应对人口老龄化方面，会议提出全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策，预计将会每年带来新增人口300-800万，一定程度上可以扭转劳动力净下降的趋势。医疗养老方面，会议提出理顺药品价格，实行医疗、医保、医药联动，建立覆盖城乡的基本医疗卫生制度和现代医院管理制度。

近期习近平总书记在中央财经领导小组会议上首次提出，“在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革”。这一新的表述，标志着中国宏观管理思路的重大变化，从发展理念到宏观调控思路的变化，将会构筑起下一阶段经济发展的新型驱动力。

扭转经济下行趋势的政策重点，预计将转向加快构建“改革开放创新+财政货币政策”新型宏观调控政策框架。以新“三驾马车”（改革开放；创新创造；生态民生），推动供给侧结构性改革及突破需求侧的不合时宜制度性障碍，核心是通过提高供给体系质量和效率来打造经济发展的新型驱动力，促进经济结构转型升级和可持续健康发展，持续改善生态环境和民生水平，实现全面建成小康社会目标，推动全球和平发展。

主要宏观经济及金融数据一览表

		15-6	15-7	15-8	15-9	15-10	全年目标
国内生产总值 当季							
GDP	同比增长, %	7.0			6.9		7.0%
工业生产 当月							
增加值	同比增长, %	6.8	6.0	6.1	5.7	5.6	
消费 当月							
社会消费品	同比增长, %	10.6	10.5	10.8	10.9	11.0	12.0%
固定资产投资 自年初累计							
总额	同比增长, %	11.4	11.2	10.9	10.3	10.2	15.3%
房地产	同比增长, %	4.6	4.3	3.5	2.6	2.0	
外贸 按美元, 当月							
进出口	同比增长, %	-1.2	-8.2	-9.1	-11.4		6.0%
出口	同比增长, %	2.8	-8.3	-5.5	-3.7	-6.9	
进口	同比增长, %	-6.1	-8.1	-13.8	-20.4	-18.8	
贸易差额	美元, 亿	465.4	430.3	602.3	603.4	-12.1	
通货膨胀 当月							
CPI	同比增长, %	1.4	1.7	2.0	1.6	1.3	3.0%
PPI	同比增长, %	-4.8	-5.4	-5.9	-5.9	-5.9	
社融及货币信贷							
新增社融	人民币, 万亿	1.83	0.74	1.08	1.33	0.48	
新增信贷	人民币, 万亿	1.28	1.48	0.81	1.05	0.51	
M0	同比增长, %	2.9	2.9	1.8	3.7	3.8	
M1	同比增长, %	4.3	6.6	9.3	11.4	14.0	
M2	同比增长, %	11.8	13.3	13.3	13.1	13.5	12.0%

数据来源: Wind 资讯、民生银行研究院

声 明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息, 所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况, 相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归民生银行研究院(民银智库)所有, 任何对报告内容进行的复制、转载, 均需注明来源, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用, 所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议, 欢迎发送邮件至: yingxiwen@cmbc.com.cn

欢迎扫描二维码加入民生银行研究院公众账号“民银智库”(见右图)

