

宏观经济观察框架

--- 杜少伦

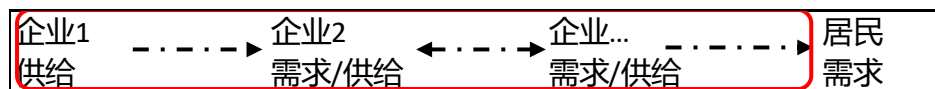
2020-05-17

每个月我们都会观察国家统计局发布的最新经济数据，本文就是对每月我们如何观察并且如何进行思考的框架整理。不同时间段对于不同的经济体观察考量的主要指标不同，主要取决于那个经济体的特点决定，比如中国的经济目前来讲还是依赖于三驾马车的拉动：投资+出口+消费的模式还是没有改变的。首先我们简单说一下这三点都在指代什么内容。

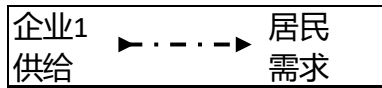
投资主要说的是政府投资和民间投资的综合，这里由于民间投资体量很小无法左右趋势的运行，所以我们更多的关注政府投资。那么政府投资的主要目的就是俗称的“铁公机”模式，铁路，公路和机场等一系列基建项目。每一公里的高铁铺设需要消耗 2 亿不到的资金，政府每年拨款可以很好的消耗在这种项目上面，通过雇人来修铁路还可以很好地给底层劳动人民发工资使得底层人民能够应对通胀带来的辛苦。这也是政府必须要这么做的一个原因。通过这种基建项目很好的保证了名义 GDP 的增长目的也是稳定国内的形势不至于出现民不聊生底层造反。简单地将这就是个公式：投资=固定投资+地产投资+财政/货币引导。这里的我们讲到固定投资其实包括的一部分地产投资但是我们专门把地产投资单独列举出来因为后者我们更多的考虑居民住房类型的投资。这种投资不同于前面的固定投资中的地产部分主要在于房屋的用途是厂房还是住房问题。同时我们把财政和货币政策引导也算进了投资部分原因也很简单，因为中央的财政一直都是负责来动社会投资的，包括之前提到的“铁公机”，“棚改”等等。有了财政政策，央行会跟随配套相应的货币政策定点支持然后就有了新的政府投资项目实行。

出口其实是最简单的就是中国的中低端制造业的出口，依靠早期的低成本劳动力抢占全球的市场。中国的主要出口物品是服装小型工艺品，比如袜子，衣服和冰箱贴，各种纪念品等等。同时中国的出口中又有很大一部分是代加工企业，主要进行中高端制造业的组装部分，汇集全球的半成品之后进行组装然后寄回原产地进行分销。这些行业的主要盈利模式都是相对低廉的劳动力和相对低廉的运行成本，包括低地租和低利息。简单地想一下就是这么个公式：出口成本*币值=劳动力+地租+利息。如果这些优势不存在了那么还要维持出口的相对优势就只能采取低币值的方式了。所以对于出口情况的考察我们主要采用：进出口价值变化情况和新增出口订单情况。

最后是比较麻烦的一项：消费。消费就要牵扯到供给和需求两端的讨论。我们一般说的消费就是指一个人买了什么东西或者一个企业买了什么东西。可以简单地想成如下的链条：



最终的落脚点还是真实的货物被国民购买或者消耗的过程，所以我们将上述的链条简单化一下就是：



站在供给端的就是企业总和，源头的生产商企业比如矿石开采商，开采出矿石之后交给钢铁企业做成钢铁然后再交给地产商盖成楼房，最后由居民购买资金完成了一圈的流转。所以在这个链条中，最终的消费一定是落脚在居民端的，比如最后地产商盖的楼没人买那么他就会破产，之后一路影响到它的上游企业导致行业整体萎缩。所以我们将需求端一律归结到居民需求，包括衣食住行和教育、医疗、娱乐等等。每一项需求对应着一个行业或者几个行业的整合。供给端呢？在宏观的模式下不要做过多的区分将他们统一起来看就是整个国家内的企业总和，企业产出品总数和库存总数加上一部分进口物资构成了一个国家的商品总数这个就是一个国家的总供给情况。宏观上的所谓供需错配就是指总体来看国家的总物资超过了人民的总需求的情况。宏观上的供需结构性矛盾就是指国家的总物资在一些领域过剩同时又在另一些领域不足的情况。所以，我们使用如下指标来考察需求端情况：居民消费品价格，零售品价格，失业率。供给端我们使用如下指标观察：工业增加值，企业（流动资产，负债和存货），生产者购买价格和出厂价格还有全国发电量情况。

上面我们说的这些指标在不同时期会有不同的变化，每一次超出预期的变化会对应着经济有了新的走势和可能性。我们通过考察不同时期变化情况来了解目前的经济形势在我们的三驾马车上面的反应。比如出口小了之后势必会需要另外两方面进行补充或者通过一些国际上认为“无耻”的货币操作来重新平衡出口等等。同时中央意外的财政增多或者减少势必也会影响到对应产业的利润情况。总的来说我们使用下面这个表格来观察并且每月更新给出相应的结论。

宏观经济追踪				Apr-20	Mar-20	Feb-20	Jan-20
消费	需求	居民消费价格		103.3	104.3	105.2	105.4
		商品零售价格		101.7	102.8	104.2	104.3
		社会消费品总额			26,450		38,777
		失业率			5.9	6.2	5.3
	供给	工业增加值		-1.1		6.9	6.2
		企业	流动资产	573,099	559,962	587,317	594,379
			负债	659,976	647,436	673,950	676,091
			存货	118,372	116,061	117,780	119,942
		发电量			5,525		6,544
		生产者购买价格		96.2	98.4	99.5	99.7
		生产者出厂价格		96.9	98.5	99.6	100.1
投资	固定资产投资	第一产业			-13.8	-25.6	
		第二产业			-21.9	-28.2	
		第三产业			-13.5	-23.0	
	地产投资增速				-7.7	-16.3	9.9
	财政收入					10,530	
	财政支出					13,099	
	货币M2				2,080,923	2,030,830	2,023,066
出口	货币M0				83,022	88,187	93,249
	进出口量	进口量			165,213,108		191,057,245
		出口量			185,146,228		238,267,589
	出口订单			33.5	46.4	28.7	48.7

下面我们对照着上面的分类来看看中国经济目前所处的环境吧。

首先看消费部分，需求端社会零售品总价格明显增幅回落，同时失业率飙升到了 6%。居民消费价格一直居高不下会导致居民只能将现有的储蓄用来过冬准备，没有剩余的力气消费大件商品。这一点从一般居民消费上涨 3.3%对比社会零售价格只涨了 1.7%创下最近几年的新低就能看出：在社会零售品种除去居民用品之后的部分其实是在通缩的。失业率高企进一步压制未来消费预期所以需求端目前来看是在乏力。供给端工业增加值落入附属区间，伴随发电量大幅下行，工业生产基本上停止供给端主要依靠消化库存来维持，企业总体负债和流动资金没有明显变化说明企业整体风险可控。当然这种讨论是包含国企在内的，至于但看中小企业那情况自然会很不一样但是中小企业毕竟体量有限。这里再看生产商的买入价格下跌了 3.8%同时卖出价格下跌了 3.1%，整个环节的加工利润只增长了 0.7%。整体拉看供给端同时在收缩但是库存情况却没有因为供给的收缩快速下降，可以看到库存水平从 20 年初的 676091 到现在的 659976 没有明显的下降（-2%），对比我们之前看到的供给端停滞同时需求端疲软导致存货消化不够快。之后供给端恢复需求端却因为失业和民生产品的涨价导致没有能力消费大件商品，恐怕库存后期会不降反升。

再看投资部分，这一部分主要针对企业固定资产投资和地产投资。可以看到疫情开始之后固定资产投资方面暴跌，主要受灾区是第二产业而这正是中国经济的最主要产业板块。

（第一农业，第二工业，第三商业和服务业）工业的崩盘其实和失业率高企相辅相成的，这一部分汇聚了大量的农民工和中低端劳动人群，政府在维稳上主要的考量就是稳定这一部分产业链的人口就业问题。所以搞得地产建设也是为了这一目的进行的。再看地产投资增速最近有了明显回升但是还是在附属区间，后期有望回到正增速。同时财政赤字随着疫情补窟窿兜底赤字不断加深，这一趋势无法停止只能通过更多的赤字来弥补当前的赤字。值得注意的是 M2 的发行量，通过 M0 的基础货币投放来进行刺激在今年的年化率超过了 10%的新投放，这是相当恐怖的。如果中央新的政策不允许新增货币过分流向地产市场那么这么多的货币会流向哪里呢？换句话说：还有哪个中国的蓄水池可以承载这么多的资金呢？股市恐怕很难承担重任，实体产业基本都是钱一刚到账转手就进了售楼部，农业板块更是多年的农民工外出导致产业空心化，高科技产业的固定投资本来就是微乎其微的所以一时间也无法承载这么多资金。现在看，国家出台的“新基建”政策想要把这部分多出来的货币引导向新产业去，但是我们都知道新产业本就不是一个重资产行业，一个高科技公司甚至成立之初连办公楼都是不需要的，那么这笔钱怎么花呢？答案恐怕还是老路子：成立大型新产业国企。一瞬间让这些巨婴去占领新产业的市场，通过国家砸钱的方式来吸引人才。这种违背市场运行规律的骚操作势必导致本来在发展的新产业市场竞争模式被打破，一下子拉高了新产业的人力成本，导致创新型新产业企业破产，人力资源流向最没有效率的国企。然后本来可以完成经济转型的中国经济再次回到僵尸企业满地爬的“绝地求生模式”。这是我们最不希望看到，刚刚开始有希望的高科技产业确实在中国出现了一些发展的迹象，结果国企就来割韭菜会让这种趋势和希望彻底破灭。投资方面政府确实加大了投资力度来维稳经济。

最后是出口，进出口目前来看双双大幅下挫，但是还是能够维持弱势的顺差，这是一种“衰退型顺差”，类似于 2015 年左右的出口情况，出口总体来看在中国经济中贡献率在 11%

左右并不是很大而且在逐年递减，不过从新增订单指数从将近 50 直接暴跌到 30 多可以看出“出口订单荒”会给净出口施压。没有了出口订单出口加工企业会不在招聘务工人员，导致农民工大批返乡，失业率高企，如果时间持续下去那么底层稳定会出现隐患，这是政府不能容忍的，这是底线。从这里看新的资金就算是要搞新基建也不能放弃房地产给基层人民带来的就业机会和维持社会稳定的本钱。