

# 中国经济视点

## GDP 名义增速回升可否持续？

经济  
中国

- ▶ 随着生产者价格步出通缩，名义 GDP 同比增速接近 8%
- ▶ 国内建筑活动升温、供给侧改革推进下的产量限制以及国际大宗商品价格回暖对通胀回升均有贡献
- ▶ 近期部分城市的房地产调控举措并不会为整个经济带来重大冲击，促进私人投资增长仍是保证经济持续复苏的关键

尽管实际 GDP 增速连续三个季度持平，但名义 GDP 增速已从 2015 年 3 季度的 6.0%（亦是亚洲金融危机后的低点）提升至今年 3 季度的 7.8%。这其中的主要原因是生产者价格通缩的迅速缓解。今年 9 月，PPI 增速四年多来首次由负转正。这也有助于防止公司利润下滑并缓解债务通缩风险。但此种现象可以持续吗？

PPI 通缩的缓解得益于需求和供给双重贡献。尽管总需求增长仅是企稳而非回升，但财政扩张和房地产市场的繁荣推升了建筑相关行业的 GDP 占比。同时煤炭和钢铁等行业限产进一步压低了库存水平。此外，国际大宗商品价格上涨及 2015 年的低基数也加速了 PPI 由负为正的转变。

近期的房地产降温措施是否会阻碍经济复苏？我们认为不大可能。由于房地产市场的繁荣并非全国范围内的普遍现象，除四个一线城市和部分二线城市外最好的情况不过是温和上涨。事实上，前 35 个主要城市（其中许多城市已经出台收紧政策）仅占全国房地产销售额的五分之一。因此政策应对存在差异性。在没有实行全面货币紧缩的情况下，各地方政府采取的调控措施对经济增长的影响应该是可控的，并且可以由财政扩张支持的基础设施投资的边际增长来抵消。我们预测 2017 年财政赤字将达 GDP 的 4%，高于今年的水平。如有需要，国开行等政策性银行还会提供额外帮助。

因此，我们预计需求在未来几个季度将保持相对稳定。但经济持续改善的关键在于将复苏的基础扩大至私营部门，其投资仍占 GDP 的 60% 以上。降低税费及放宽市场准入应有所帮助。如果需求能够更加全面地复苏，并且供给侧改革继续推进，名义 GDP 增长应将持续回升。但即使如此，我们认为担心“经济过热”和全面通胀仍为时过早。

### 屈宏斌

大中华区首席经济学家  
香港上海汇丰银行有限公司  
hongbinqu@hsbc.com.hk  
+852 2822 2025

### 王然

大中华区经济学家  
香港上海汇丰银行有限公司  
julianwang@hsbc.com.hk  
+852 3604 3663

### 李婧

中国区经济学家  
香港上海汇丰银行有限公司  
jing.econ.li@hsbc.com.cn  
+86 10 5999 8240

### Aakanksha Bhat

经济分析师  
班加罗尔

### 免责声明及披露事项

本报告必须与本报告内的披露事项、披露附录中的分析师证书及免责声明一并阅读。

报告发行人：香港上海汇丰银行有限公司

请参阅汇丰环球研究网页：

<https://www.research.hsbc.com>

## 通胀确实回升了吗？

- ▶ 通缩压力（特别是生产者价格）的缓解有助于改善企业利润，减轻债务负担
- ▶ 国内建筑活动升温、限产及国际大宗商品价格上涨对近期通胀的改善均起到一定作用
- ▶ 经济持续复苏的关键在于将复苏基础扩大至私营部门，并继续推行供给侧改革

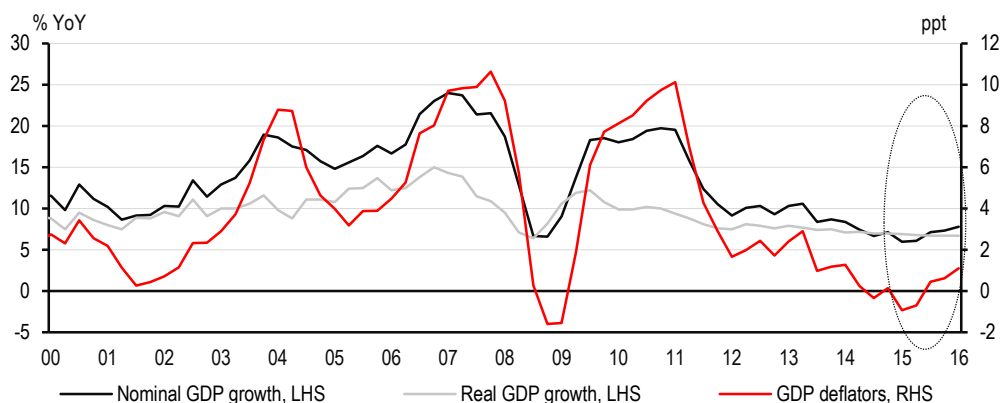
### 一些好消息

首先，尽管实际 GDP 增速连续三个季度持平于 6.7% 的水平，名义 GDP 改善势头明显。如图 1 所示，名义 GDP 增速从去年同期 6.0% 的低位反弹至今年三季度的 7.8%。GDP 平减指数，即名义 GDP 增速和实际 GDP 增速之差，从 2015 年三季度 -0.9% 的危机后低位反弹至 2016 年三季度的 1.1%。

图 2 从更广的角度呈现了这一变化。近期以来，PPI、CPI 及 GDP 平减指数均从危机后的低点反弹，其中 PPI 增速改善尤为明显。我们估计 PPI 增速提升占 GDP 平减指数改善的三分之一（约为工业部门在经济中的规模）。其余的部分可归因于 CPI 上涨，广义和核心 CPI 均略有提升。

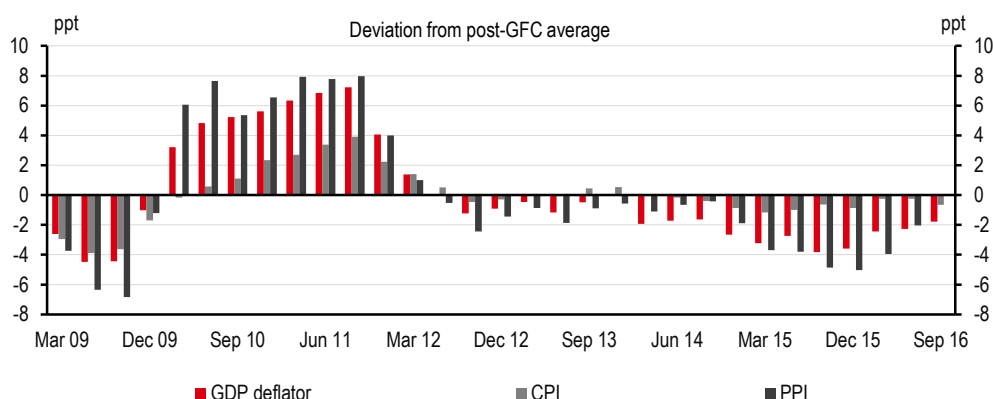
通缩（特别是生产者价格）压力缓解，对以名义价值计算收入和支出的企业有利。通货紧缩（特别是不对称时）倾向于挤压企业的利润空间，并增加实际债务负担。对中国经济而言，这两点均至关重要。占制造业等部门投资比重较大的私营部门投资已下降至多年来的低点，而“稳增长”的国企则负债累累（国有企业债务占 GDP 的 118%）。虽然债务增长并不对这些企业构成硬性约束，但通缩加剧了企业对未来的悲观预期。从这个角度来说，通缩压力减轻对企业及整个经济而言都是好消息。

图 1. 同中存异？



资料来源：CEIC、汇丰

图 2. PPI 上涨减轻了通缩压力



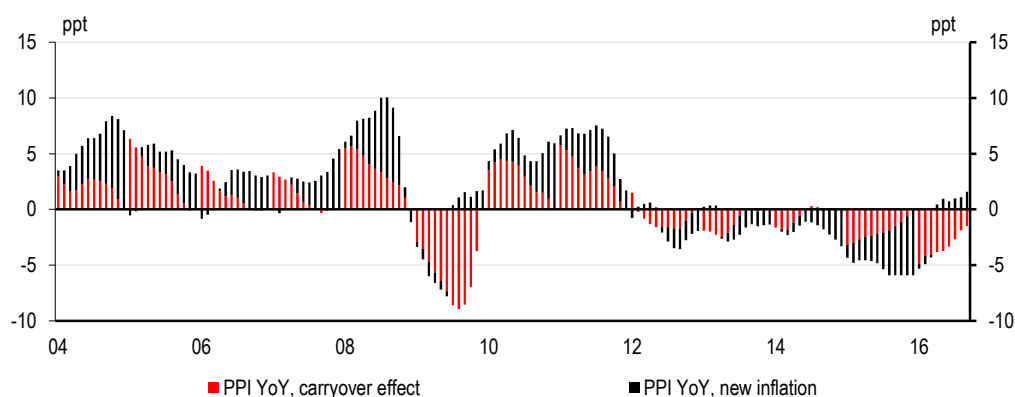
资料来源：CEIC、汇丰

## 剔除基数效应

但此种现象可以持续吗？我们认为了解生产者价格的形成机制对判断改善可否持续十分重要。首先要弄清基数效应起了多大作用。如图 3 所示，我们将 PPI 增长分为两部分，红色部分代表 2015 年低基数的贡献（以 2015 年 12 月作为基准），黑色部分代表新通胀因素的贡献。PPI 增速自 2016 年 1 月以来上升 5.4 个百分点。我们估计其中 2015 年低基数的贡献占 3.4 个百分点，其余 2 个百分点为年内新通胀压力的贡献。

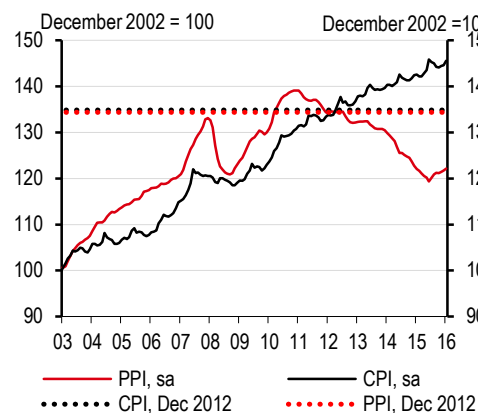
基数效应十分显著，但并非全部。至少近 40% 的 PPI 增长来自新通胀因素。图 4 从另一个角度展示了这一点。在此图中，PPI 和 CPI 指数均以 2002 年 12 月为基期。PPI 指数（红色实线）在 2011 年 8 月达到峰值，在随后超过 5 年的时间内绝对水平持续下降，直至 2016 年 2 月。之后生产者价格从历史低点反弹 2%。从历史的角度来看，这种“新”通胀因素非常小。事实上，截至 2016 年 9 月，生产者价格的绝对水平仍比 2012 年 12 月的水平低 10%（红色虚线）。

图 3. PPI 上涨由基数效应和新通胀因素共同驱动



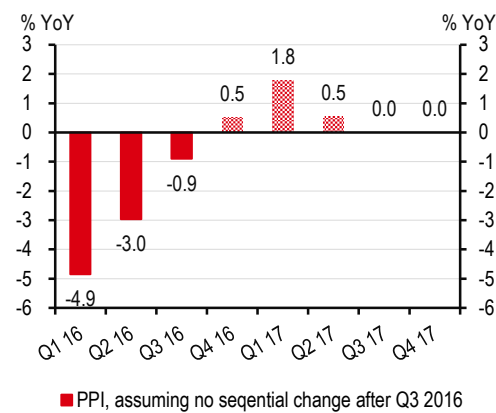
资料来源：CEIC、汇丰

图 4. 绝对价格水平依然较低



资料来源: CEIC、汇丰

图 5. 但基数效应显著



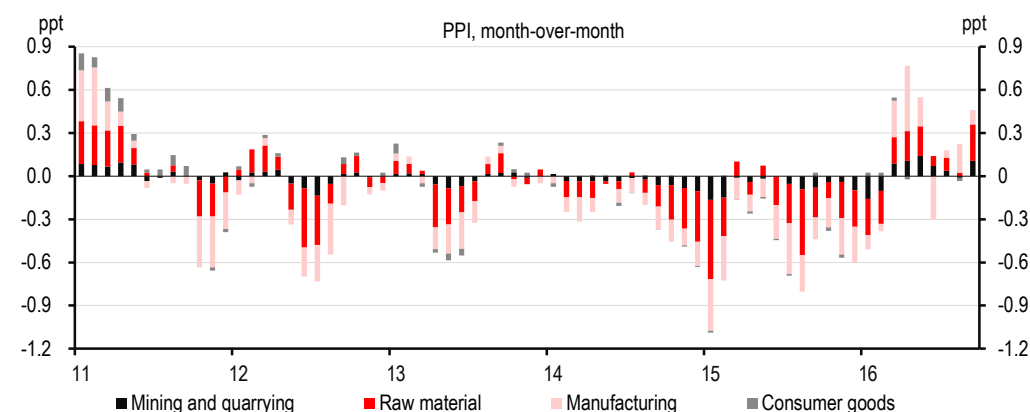
资料来源: CEIC、汇丰

尽管如此, 考虑到 2015 年的基数非常低, 即使 PPI 指数在未来几个月保持不变, 基数效应仍可能十分显著。在图 5 中, 我们展示了如果生产者价格的绝对水平维持现状, PPI 的同比增速将会怎样。在这种情况下, 四季度 PPI 将平均同比上升 0.5%, 高于 2016 年 9 月的 0.1% 的增速, 2017 年上半年的情况仍将保持乐观。

## 需求、供给和大宗商品价格

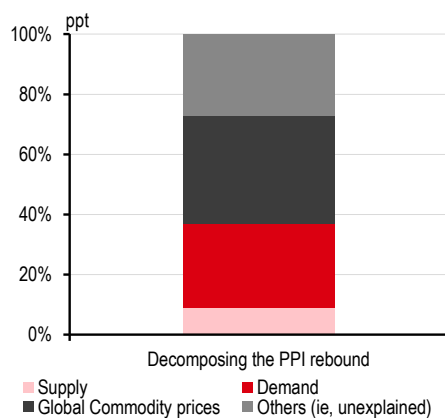
除基数效应外, 新通胀因素来自哪里? 官方 PPI 包含四个重要组分: 采矿 (4%)、原材料 (23%)、制造 (50%) 和消费品 (23%)。图 6 显示了各部分对广义 PPI 的加权贡献。历史数据表明, 由于原材料价格和制造业价格两者走向趋于一致, 并共同构成 PPI 的关键驱动力。

图 6. 源于原材料和制造业板块的新通胀压力



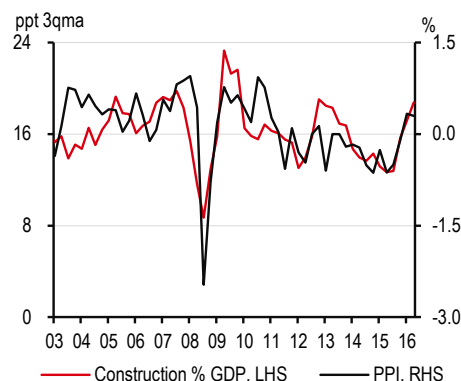
资料来源: CEIC、汇丰

图 7. PPI 三因素模型



资料来源：CEIC、汇丰

图 8. 来自建筑活动的需求



资料来源：CEIC、汇丰

在下面的表 1 中，我们展示了需求、供给和国际大宗商品价格是如何影响生产者价格的。表 1 解释了我们变量的选择及其解释力。上述三个变量共同解释了 PPI 变化的 73%（见图 7）。有关回归分析的细节，请参见附录。以下是我们的关键依据和结论。

#### 需求：GDP 增长受益于建筑活动的回暖

我们使用包括交运、建筑和房地产在内的建筑相关行业的 GDP 增速贡献占比来分析需求的变化。在本轮财政宽松和房地产市场反弹之前，建筑相关行业贡献处于 10.7% 的多年低点（见图 8）。随着一系列货币及房贷宽松政策推出后，房地产市场明显回暖，房地产在 GDP 增长中的贡献开始于 2015 年初反弹，在 2015 年底再次走高。之后随着财政扩张，交运的贡献也开始上升。截至 2016 年 9 月，三个行业的合计对 GDP 的贡献占比已达 19.2%，为三年来的高点。但即便如此，由于其他经济部门疲弱，整体 GDP 增长依然继续放缓。结果，经济增长更加集中于建筑相关行业，这也成为 PPI 上涨的关键。我们的回归分析表明，仅建筑相关行业对 GDP 的贡献增加就解释了 PPI 变化的 28%。

#### 供给：去产能的影响

工业部门库存增长于 2014 年起开始放缓。由于去产能成为经济工作会议后的一项关键政策目标，2015 年煤炭和钢铁等行业的库存逐渐下降，并于 2016 年进一步缩减。政府正式设定了未来三至五年内逐步淘汰 5 亿吨煤炭行业产能的目标（相当于总产能的 9%），并承诺在未来五年淘汰 1 至 1.5 亿吨钢铁行业产能（相当于总产能的 9-13%）。除了暂停新的产能扩张外，还引入了例如将工作日从之前的每年 330 天减少至 276 天（用于计算生产上限）、产能整合及逐步淘汰落后产能等一系列措施。

表 1. 三因素模型

	变量	对 PPI 变化的贡献 (R <sup>2</sup> ), %
国内供给	煤炭库存	9
国内需求	建筑活动的 GDP 占比, %	28
国际大宗商品价格	CRB 指数	36
联合回归（对 GDP 增长的贡献）		73

资料来源：CEIC、彭博、汇丰

图 9. 工业品库存与 PPI 负相关...

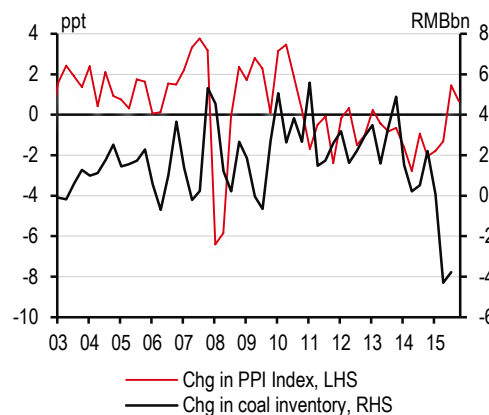
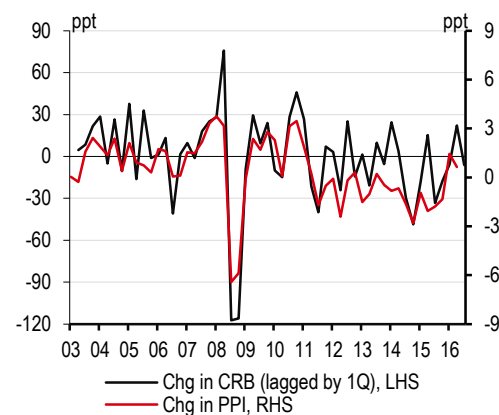


图 10. ...国际大宗商品价格



由于政策执行更加严格，2016 年月均原煤产量同比下降 12%，而 2015 年为同比下滑 3.8%。2016 年月均钢铁库存下降 15%，而 2015 年为下降 3%。事实上，近期国家发改委官员在新闻发布会上透露两个行业均可能提前实现全年目标（国家能源局网站，2016 年 10 月 26 日）。为了研究限产的影响，我们对煤炭库存进行分析。我们的回归分析表明去产能背景下企业库存的减少解释了 PPI 变化的 9%。

#### 国际大宗商品价格：CRB 指数

除国内需求和供给外，国际大宗商品价格也发挥了作用。图 10 显示了 CRB 指数，在年初开始反弹后至今已上涨 9%，之前的两年内下跌了 37%。在既定的国内的需求和供给下，我们发现国际商品价格（CRB 指数）解释了 PPI 变化的 36%。

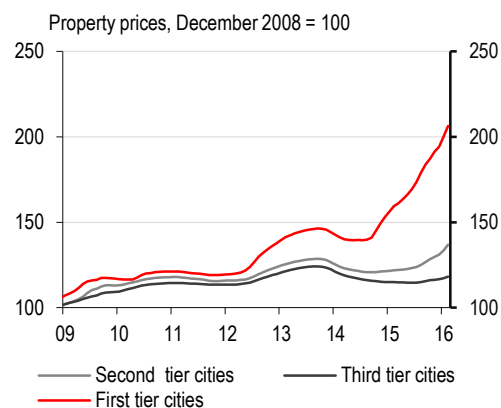
总之，自 2016 年 1 月以来，PPI 通胀显著上涨 5.4 个百分点是各种因素交织的结果。除十分有利的基数效应外，PPI 还受益于建筑相关行业的强劲增长、更具实质性的限产和国际商品价格的上涨。这些因素中的一个或多个在未来几个月内可能不会重现。

### 房地产市场的回调会阻碍经济增长吗？

需求侧的主要风险在于房地产市场前景尚不明朗。2015 年末以来，一、二线城市房价迅速上涨，超过 20 个城市的地方政府已经采取措施加强限购、增加土地供给并限制地价。中国人民银行是第一个发出“资产价格泡沫”警告的监管机构，之后正在着手控制资产市场（包括房地产市场）的表外融资增长。

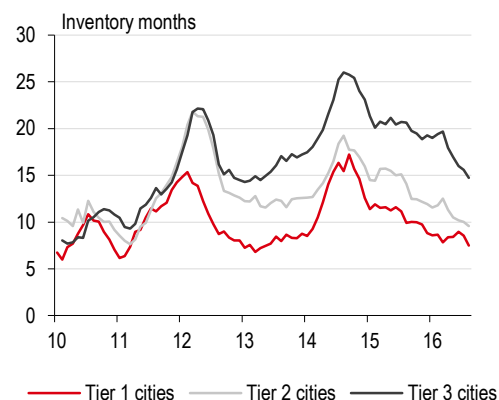
2014 至 15 年的房地产调整依然记忆犹新，投资者依然心有余悸。在上个下行周期，房地产投资在两年内累计下跌 25 个百分点，经济增长显著承压。房地产主要通过投资来影响经济增长。房地产投资占固定资产投资的 17-20%，固定资产投资驱动了 GDP 40%-50% 的增长。这意味着，房地产投资每下降 10 个百分点会使名义 GDP 增速下滑 0.7-1.0 个百分点。2015 年，房地产市场对 GDP 增速的影响与此种程度相当。包括原材料、机械和化学在内的许多行业都受到了影响。许多投资者还担心房地产市场的大幅调整会严重影响家庭资产负债表并降低家庭消费（尽管在 2014-2015 年此种表现并不十分明显）。

图 11. 房价上涨并非是全国性的



资料来源：CEIC、汇丰

图 12. 各线城市存在不同问题

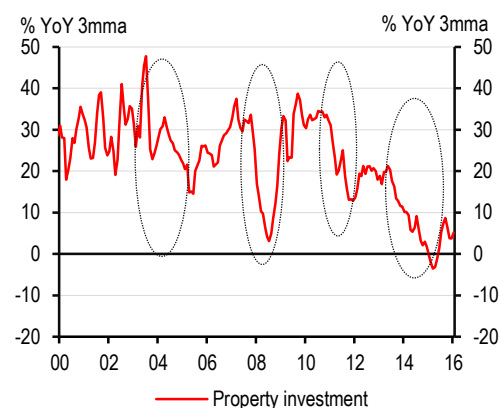


资料来源：CEIC、汇丰

但我们预计此次的影响更小，因此也更可控。主要原因是房地产市场“过热”仅存在于少数几个城市，而并非是全国性的。在图 11 中，我们将之前一份报告（见 2016 年 10 月 4 日《中国经济视点 - 房地产市场的繁荣将如何影响宏观政策？》）中的图表进行了更新。图 11 显示了年初至今各线城市的房价涨幅。虽然北上广深四个一线城市的房价在过去一年上涨了 50%，二线城市（其后九个最富裕的城市）的房价上涨了 15%，而三线城市的房价（除归为二线外的其余省会城市）几乎没变。这是由于三线城市仍有大量的库存（见图 12）。上述城市合计仅占全国房产销售额的五分之一。除前 35 个城市之外，其余 600 个城市的情况则可能更加分化。

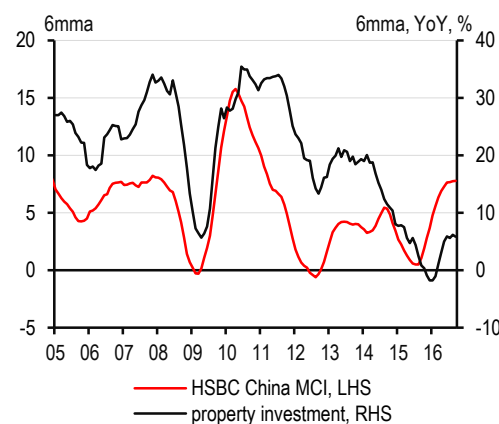
一、二线城市与全国其他地区之间的巨大差异是当前房价上涨幅度小于之前上涨周期的原因。在政策收紧之前，房地产投资增速一般为同比 20-30%。相比之下，目前 6% 的投资增速则较弱（见图 13）。

图 13. 投资增速减弱



资料来源：CEIC、汇丰

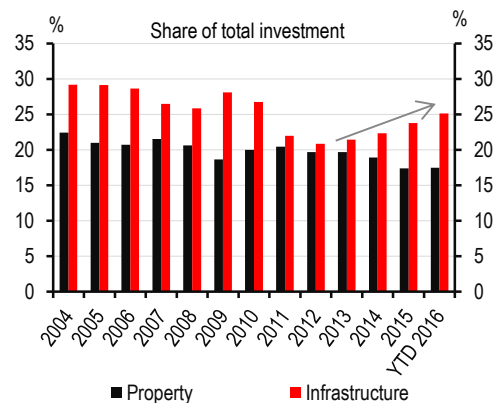
图 14. 货币政策收紧为时过早



资料来源：CEIC、汇丰

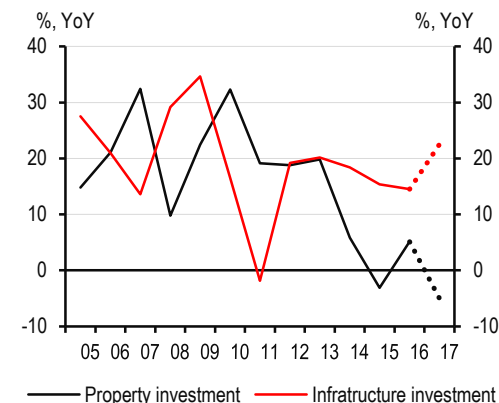


图 15. 基建投资所占比重上升



资料来源：CEIC、汇丰

图 16. 一直扮演逆周期的稳定器角色



资料来源：CEIC、汇丰

这也意味着宏观审慎紧缩背后的政策共识相当强烈。在前几次中，房地产市场周期趋向于随着经济增长周期的变化而变化，这意味着“过热”的房地产市场将不可避免地带来全面的货币紧缩，并导致投资增长的大幅调整（见图 14）。但这一次，其他经济板块的疲软意味着货币紧缩不大可能。事实上，和市场一致，我们有充分的理由相信政策将维持大体宽松。因此，政策引起的调整程度可能不会很大。

## 基建投资再次救场？

为抵消这种边际影响，政府可能更多地依赖财政扩张驱动的基础设施投资。如图 15 所示，基础设施投资占总投资的比重超过四分之一，而房地产投资占比则约为 17%。基建投资在历史上也发挥了逆周期调节的作用，在其他经济部门疲弱时用于稳定总体增长。房地产投资每下降 1 个百分点，基础设施投资大致增加 0.7 个百分点就可抵消前者的影响。

一些投资者担心，由于基础设施投资已经在以两位数的速度增长（包括电力供应行业在内的增速为 16%，不包括电力增速为 17%），增速很难进一步提升。在我们的基准情形假设中，由于预计房地产市场的调整将是适度的，所以我们不太担心。这意味着基础设施投资只需略有提升。考虑到充足的财政资金和强有力的政策支持，可以通过加快推进储备项目来实现。

下页中的表 2 展示了当前的财政政策框架。除更多的财政赤字（由 2016 年发行的国债和市政债支持）外，国家开发银行等机构在提供额外财政空间和灵活性方面发挥了关键作用。国家开发银行系统规模的 10% 左右也是政策驱动的。它还引领商业银行贷款，以在许多情况下（例如多数 PPP 项目）弥补资金缺口。在我们的基本情况假设下，通过政策性银行和商业银行贷款相结合来增加财政支出，可以抵消对增长的边际影响。

如果我们错了将会怎样？如果房地产投资大幅下滑，则会显著增加财政政策的负担。例如，在极端情况下，宏观审慎紧缩措施导致房地产投资增速回落至同比下滑 5% 的历史最低点，相当于较当前水平下滑 12 个百分点，这意味着基础设施投资增长需要增加 8 个百分点（额外投入 1 万亿元人民币，相当于 2017 年预计 GDP 的 1.3%）以完全抵消其影响（见图 16）。只要继续实行财政刺激政策，此种规模的基建投资并非前所未有的。考虑到财政纪律的加强以及中期对债务水平控制的关注，政府可能需要一些时间来推出最优的一揽子政策。最终，大部分的额外投资应有足够的政策支持。事实上，我们认为考虑到潜在的经济增长阻力和通缩风险，政府不太可能不做为，特别是在仍有相当的财政空间和灵活性的情况下。



表 2. 财政框架

	2015	2016	2017
<b>官方财政预算</b>			
预算赤字 (% GDP)	2.3%	3.0%	4.0%
预算赤字 (人民币十亿元)	1620	2180	3173
中央政府债券 + 一般市政债券 (人民币十亿元)	1620	2180	3173
专项市政债券 (人民币十亿元)	100	400	取决于政府基金预算
<b>...政策性银行...</b>			
政策性银行债 (主要是国家开发银行的公募债)	1059	>1443	灵活
<b>...商业银行 ...</b>			
专项金融债 (私募 + 公募, 发展基金)	800	>1000	灵活
政策性银行贷款	1265	>2000	灵活
商业银行贷款	1000-2000	>2000-3000	灵活
<b>其他</b>			
PPP	N/A	>1000	灵活
财政存款	735	灵活	灵活

资料来源: CEIC、财政部、汇丰。注: 专项金融债、商业银行贷款和 PPP 之间可能有交叉。N/A - 不适用。

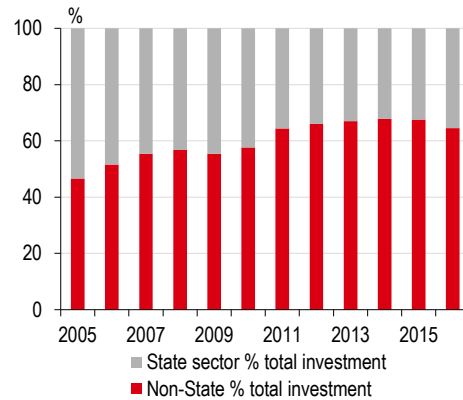
## 不要忘记私营部门投资

因此, 我们认为房地产市场的疲软不大可能影响经济复苏。但仍需努力以使需求侧的复苏更加广泛和持续。私营部门投资是关键。尽管公共部门投资加速, 但私营部门投资增速在经历了四年多的下滑后于今年继续下跌 8 个百分点, 投资者对此尤为关注。私营部门投资占总投资的 60% 以上。因此, 如果公共部门投资增速没有显著提升, 过去 12 个月近 8 个百分点的下滑可能会使固定资产投资增速下降 4.8 个百分点。

然而, 在经过四年的下滑之后, 私营部门投资是否可能不像今年那样快速下跌吗? 我们认为这需从两个方面来考虑。第一个是周期性因素。随着通缩压力的减轻及工业部门利润一定程度上复苏, 一些公司可能至少进行一些必要的投资。第二个原因与政策相关。全年实行扩张性财政政策, 政府至少应稳定经济活动、减轻通缩压力。但这只是一半。更具挑战的任务是扩大经济复苏的基础。政府有一系列的选择, 包括减税、免除社会保险费、减少繁文缛节、放宽对垄断行业的投资以及透明的公共部门采购制度。

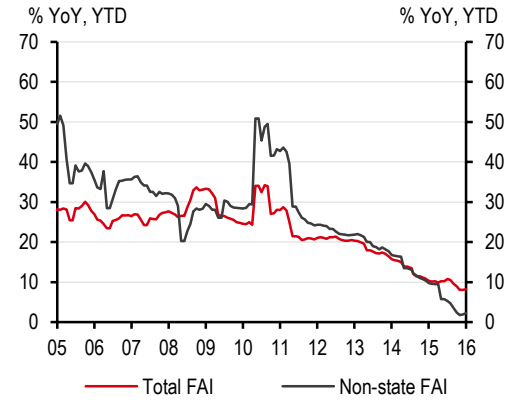
如果减轻通缩压力和更有利的政策相结合能够阻止私营部门投资下滑, 则至少意味着不会继续阻碍经济增长。在目前的情况下, 这更多是一种风险场景, 而不是我们的基本假设。然而, 鉴于其规模庞大, 私营部门投资的任何微小变化都可能对总体投资和经济增长产生重要影响。

图 17. 私营部门仍占总投资的 60% 以上



资料来源：CEIC、汇丰

图 18. ...因此具有大幅影响增长的潜力



资料来源：CEIC、汇丰

## 观察供给侧的反应

既然价格已经恢复，最后一个需要注意的变量是供给侧的情况。例如在煤炭行业，政府已经开始放松对生产日的限制，以应对煤价的剧烈反弹。对有限产的微调可能在未来几个月使产量收缩有所放缓。再例如在钢铁行业，将有更多的产能整合计划将会被推出。考虑到基数效应非常有利，较慢的产能整合可能不会立即影响 PPI 通胀。但是如果不继续限产，价格的改善可能会减缓甚至发生逆转。

广义而言，国企改革及重组仍有必要。国企占中国经济产出不到三分之一，雇员不及城市劳动力的五分之一，但负债则占公司债务的 70% 以上。加快亏损国企的债务重组将有助于提高效率（即资本回报率）并降低杠杆。债务重组政策应与对受影响员工的财政援助相结合，并使财政转移支付系统更加灵活以帮助地方政府。

## 仍需努力...

尽管实际 GDP 增速未变，但由于包括建筑活动复苏、限产和国际大宗商品价格上涨在内的需求和供给侧的因素，名义 GDP 增速继续改善。许多投资者担心最近的房地产紧缩政策可能会影响经济复苏，但我们的看法更为乐观。房地产市场繁荣只集中在部分城市，而远非是全国性的。我们认为各地政策反应不同且适当。在没有全面货币紧缩的情况下，房价调整应更加温和，对经济增长的边际影响可以被基础设施投资增加所抵消。考虑到财政资金及项目储备充足，我们认为很快会有政策反应。

尽管房地产市场疲软应该是可控的，但在经济复苏变得更可持续之前，仍需一定的努力。一方面，私营部门投资仍然低迷，没有私营部门的参与，经济就不会全面增长。2017 年，政府应采取实质性税费减免、放宽对受限行业的投资等措施来鼓励私营部门投资。供给方面，无论是在某些重工业领域的产能削减，还是亏损国企的重组，都需要继续，最好是提速。在需求全面复苏及供给侧取得进一步进展之前，名义 GDP 增速的提升不会是持续性的趋势。增长还将依赖于持续的政策宽松。在需求和供给侧的改善并不稳固的情况下，担心通胀压力的全面加大仍为时过早。

## 技术附录

在本节中，我们解释了 PPI 的三因素模型。三因素指国内需求、国内供给和国际商品价格。在回归模型中，我们假定 GDP 增速维持在既定水平。

需求侧变量：国内需求对通胀的影响毫无争议。但在过去的四个季度，衡量总需求的最广义指标（GDP 增速）保持不变。至少表面看来这似乎与通胀上升有些矛盾（除非经济增长和通胀间的关系发生了重大结构性变化，而这并不太可能）。但我们认为，虽然总体 GDP 增长对总体通胀至关重要，但增长的结构可能对特定部门的通胀更加重要。我们的假设是在既定的 GDP 增长水平下，建筑活动（包括建筑、交运和房地产）的活跃程度可能对 PPI 增长更为重要。

供应侧变量：供给决策是否重要？在竞争市场中，供给决策通常为实际或预测需求的滞后函数。供应侧调整的速度因行业而异，导致价格波动不尽相同。但在这些情况下，供给决策并不独立于需求。然而，如果市场竞争程度不足，此种假设则可能不成立，我们认为中国许多所谓的“产能过剩”行业均属于这种情况。由于国企通常能够以较低的成本获得资金，其产能扩张超出合理水平。政策扭曲导致即使需求前景暗淡，供给也依然存在。这是中国产能过剩问题的核心所在。同样，这也意味着如果政策改变，供给可以成为独立的因素。

然而，选择恰当的模拟变量并非易事。工业库存虽然全面，但包括许多如电子、计算机和制药等制造行业。由于商品类型迥异，通过自下而上的加总得出重工业库存十分困难。因此，我们使用煤炭行业库存来代表整个行业的库存，其回归效果很好。需要注意的是，产能调整的速度在各个行业中可能不尽相同，这可能会影响供给变量的普适性。

**国际大宗商品价格：**国际商品价格主要通过进口影响中国的 PPI。商品价格上涨可能推高进口价格，进而加剧国内工业部门的通胀。显然，我们预计国内的情况会对国际价格产生较大影响（尽管国际价格可能影响其他因素）。事实上，国际商品价格的判定系数（R<sup>2</sup> 值）较大反映了这种影响很可能是双向的。

确定所有变量后，我们采用以下公式：

$$PPI_t = \text{常量} + \alpha * \text{建筑活动}_{t-1} + \beta * GDP_t + \gamma * \text{库存}_{t-1} + \delta * \text{商品}_{t-1} + \varepsilon_t$$

*建筑活动* 指建筑相关行业（建筑、交通运输、房地产等）占 GDP 增长的比重，*GDP* 指季度名义 GDP，*库存* 指煤炭库存水平，*商品* 指 CRB 指数， $\varepsilon$  为误差项。除库存变量外的所有变量均经过季节性调整。煤炭库存由于波动较大，取三个季度的移动平均值来进行平滑。我们还对存在单位根的非平稳时间序列进行了一阶差分。

此外，为分析 PPI 和解释变量间的动态关系，除 GDP 外的所有解释变量均滞后一期。

### 回归分析结果

表 1 总结了回归分析的结果。我们每次添加一个变量，并观察结果的变化。所有系数的符号均与预期的一致。最后一行为每次回归的判定系数（R<sup>2</sup> 值）。供应侧因素仅独立解释了 PPI 变动的一小部分（约 10%）。当加入需求侧变量后，则另有 28% 的变化可以被解释。包含需求、供给、国际商品价格和 GDP 在内的回归则可以解释 PPI 波动的 73%。

**表 1: 回归分析结果**

	供给	供给+需求	供给+需求+国际商品 价格
煤炭库存	-0.3**	-0.2**	-0.1
建筑相关行业的贡献		0.2**	0.1*
GDP		0.005*	0.001
商品价格			0.04***
解释%的 PPI 变化 (R <sup>2</sup> )	0.09	0.37	0.73

资料来源：CEIC、汇丰。注：一颗星表示显著性水平为 10%，两颗星表示显著性水平为 5%，三颗星表示显著性水平为 1%。

我们可以在有限的程度上对回归结果进行敏感性分析。由于我们需要取多数变量的一阶差分来去除单位根，因此系数不像原本那样直观，并且系数将随作为起点的变量的绝对值的变化而变化。如果假设 2017 年各季度建筑活动的 GDP 占比均较 2016 年同期高出 1 个百分点，则在名义 GDP 增速不变的情况下，PPI 月环比增速将达 0.4%，同比增速将达 2%。

## 数据和预测

	2011	2012	2013	2014	2015	2016 预测	2017 预测	2018 预测
<b>生产、需求与就业</b>								
GDP 增长 (同比 %)	9.3	7.7	7.7	7.3	6.9	6.7	6.5	6.5
名义 GDP (十亿美元)	7,323	8,283	9,577	10,514	10,801	11,089	11,581	12,379
人均 GDP (美元)	5,351	6,015	6,912	7,543	7,706	7,870	8,180	8,705
零售额 (同比 %)	17.1	14.3	13.1	12.0	10.7	10.4	10.0	10.0
固定资产投资 (名义, 同比 %)	23.8	20.6	19.6	16.0	10.0	7.5	7.2	7.2
净出口 (对 GDP 增速的贡献, 百分点)	-0.4	1.0	0.3	1.3	2.0	0.4	-0.3	-0.2
工业增加值 (同比 %)	13.9	10.0	9.7	8.3	6.1	6.0	5.8	5.7
国内储蓄总额 (% GDP)	50.9	50.5	50.2	49.6	49.0	48.4	47.8	47.2
失业率, 平均 (%)	4.3	4.1	4.1	4.2	4.1	4.3	4.3	4.4
<b>物价与工资</b>								
CPI, 平均 (同比 %)	5.4	2.7	2.6	2.0	1.5	1.9	1.7	1.8
CPI, 年末 (同比 %)	4.1	2.5	2.9	1.5	1.6	1.7	1.8	1.8
核心 CPI, 平均 (同比 %)	2.2	1.5	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5	1.6
核心 CPI, 年末 (同比 %)	1.6	1.6	1.8	1.7	1.5	1.5	1.5	1.6
PPI, 平均 (同比 %)	6.1	-1.7	-1.9	-1.9	-5.1	-2.3	0.5	0.9
PPI, 年末 (同比 %)	1.7	1.9	-1.4	-3.3	-5.9	-0.5	0.6	1.0
制造业工资, 名义 (同比 %)	18.6	13.6	11.5	10.6	9.5	8.7	8.7	8.6
<b>货币、汇率与利率</b>								
央行货币 M0, 平均 (同比 %)	16.0	9.6	9.4	6.1	2.9	6.5	6.0	5.5
广义货币供给 M2, 平均 (同比 %)	16.4	13.4	14.8	13.0	12.3	12.0	11.5	11.5
政策利率, 年末 (%)	6.56	6.00	6.00	5.60	4.35	4.35	3.85	3.85
5 年期收益率, 年末 (%)	3.89	6.40	5.48	4.10	3.00	2.40	2.20	2.20
实际私营经济信贷增速 (年 %)	13.7	12.5	14.0	14.0	12.4	11.5	11.0	11.0
RMB /USD, 年末	6.30	6.23	6.05	6.20	6.49	6.80	6.90	6.90
RMB /USD, 平均	6.46	6.27	6.14	6.13	6.35	6.65	6.85	6.90
RMB /EUR, 年末	8.17	8.22	8.34	7.50	7.08	7.48	7.59	7.59
RMB /EUR, 平均	8.93	8.10	8.12	8.12	7.08	7.39	7.54	7.59
<b>外向型部门</b>								
商品出口 (十亿美元)	1,898	2,049	2,209	2,342	2,274	2,183	2,008	1,894
商品进口 (十亿美元)	1,743	1,818	1,950	1,959	1,683	1,547	1,406	1,317
贸易差额 (十亿美元)	154.9	230.3	259.0	383.1	591.4	636.7	602.4	576.5
经常账户余额 (十亿美元)	136	215	148	277	331	329	303	285
经常账户余额 (% GDP)	1.9	2.6	1.5	2.6	3.1	3.0	2.6	2.3
外国直接投资净流入 (十亿美元)	49.3	33.3	16.1	5.4	5.9	6.2	6.2	6.5
外国直接投资净流入 (% GDP)	0.7	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
经常账户余额与外国直接投资 (% GDP)	2.5	3.0	1.7	2.7	3.1	3.0	2.7	2.4
出口额 (同比 %)	20.3	7.9	7.8	6.0	-2.9	-4.0	-8.0	-5.7
进口额 (同比 %)	24.9	4.3	7.2	0.5	-14.1	-8.1	-9.1	-6.3
国际外汇储备 (十亿美元)	3,181	3,312	3,821	3,843	3,330	3,145	3,065	3,025
进口覆盖 (月)	27.7	27.2	29.0	30.2	31.0	32.2	34.9	37.2
<b>公共与外债偿付指标</b>								
外债总额 (十亿美元)	695.0	737.0	863.2	1,779.9	1,416.2	1,359.6	1,305.2	1,318.2
外债总额 (% GDP)	9.5	8.9	9.0	16.9	13.1	12.3	11.3	10.6
短期外债 (% 外汇储备)	15.7	16.3	17.7	33.8	27.6	30.3	29.8	30.5
合并的政府收支 (% GDP)	-1.8	-1.5	-2.0	-2.1	-2.3	-3.0	-4.0	-5.0
公共部门债务 (% GDP)	47.8	53.5	56.2	63.1	62.3	62.7	66.6	70.8
<b>宏观审慎指标</b>								
资本充足率	12.7	13.3	12.2	13.2	13.5	n/a	n/a	n/a
不良贷款比率	1.0	1.0	1.0	1.3	1.7	n/a	n/a	n/a
居民债务/GDP (%)	28.0	30.1	33.5	36.1	38.8	n/a	n/a	n/a
总信贷/GDP (%)	187.7	203.0	219.9	234.2	248.6	n/a	n/a	n/a
住宅价格 (同比 %)	6.5	8.1	7.7	1.4	9.1	n/a	n/a	n/a
贷款/存款比率	70.4	71.3	71.6	73.9	71.1	n/a	n/a	n/a
股票市值/GDP (%)	66.8	67.7	67.6	88.7	121.0	n/a	n/a	n/a

资料来源: CEIC、汇丰预测。注: \*工业增加值为年销售额 2 千万人民币以上企业的产出。n/a - 不适用。

## 主要预测：亚洲、美国、英国和欧洲

### 主要预测

	GDP			通胀		
	2016 预测	2017 预测	2018 预测	2016 预测	2017 预测	2018 预测
<b>全球</b>						
美国	1.5	2.1	2.2	1.2	2.1	2.0
欧元区	1.5	1.0	1.0	0.2	1.0	1.0
英国	1.8	0.7	1.6	0.6	2.9	2.8
<b>亚太</b>						
中国	6.7	6.5	6.5	1.9	1.7	1.8
日本	0.6	0.9	0.5	-0.2	0.4	0.5
印度*	7.5	7.3	7.6	4.8	5.1	4.8
澳大利亚	2.9	2.9	3.2	1.3	2.4	2.6
韩国	2.7	2.4	2.4	0.7	1.3	1.7
印度尼西亚	4.9	5.1	5.3	3.7	4.1	4.4
台湾	1.1	1.7	1.6	1.0	1.1	0.9
泰国	2.8	2.8	3.0	0.3	2.0	2.1
马来西亚	4.0	3.8	4.0	2.1	2.7	2.6
新加坡	1.1	0.9	1.6	-0.5	1.1	1.8
香港	1.2	1.8	2.4	2.6	2.7	2.8
菲律宾	6.5	6.3	6.4	1.7	3.2	3.6
新西兰	3.2	3.0	2.9	0.6	1.7	1.9

注：\*印度的财年数据 (2012 = 2012 年 4 月 – 2013 年 3 月)。2012 年后的 GDP 数据为新的系列 (2011-12 年价格)。

资料来源：汇丰预测



# 主要报告

中国经济 - PPP 能否重振民间投资？

[PDF](#)

– 屈宏斌、马晓萍

Asian Economics Quarterly: Where's the fun?

[PDF](#)

– Frederic Neumann 等

中国经济视点 - 重庆经验：稳房价与高增长何以兼得？

[PDF](#)

– 屈宏斌、马晓萍

汇丰中国融资条件指数 - 2016 年 9 月：促进资金流入实体经济以策增长

[PDF](#)

– 屈宏斌、王然

# 披露附录

## 分析师证明

以下分析师、经济学家和（或）策略分析师（主要负责本报告的撰写）证明，对于所涉及证券、发行者的观点以及在本报告中发表的任何其它见解或预测，准确反映了他们的个人观点，他们报酬中的任何部分与本研究报告中所阐述的具体操作建议或见解没有直接或间接的关系：屈宏斌、王然、李婧。

## 重要披露

本报告由汇丰银行的研究部撰写和分发，仅限于汇丰银行的客户，不通过媒体或其他方式向他人公布。

本报告仅用作信息参考之目的，不应视作卖方要约，也不能被视为买方要约或诱使买入证券或文中提到的其他投资产品的要约，和（或）参与任何的策略。由于报告的撰写并不考虑目标、财务状况或任何特定投资者的需要，因此本报告中的建议是一般性的，并不代表个人建议。相应地，投资者在依建议进行操作之前，要根据自身的目标、财务状况和需要，考虑所给出建议的恰当性。如需要，可获取专业的投资和税收建议。

本报告提到的某些投资产品可能不具备在某些国家和地区进行销售的资格，因此它们并不适用于所有类型的投资者。有关本报告中提到的投资产品的适合性问题，投资者应咨询其汇丰银行代表，并在承诺购买投资产品之前，考虑其特定的投资目标、财务状况或特殊需要。

本报告中提到的投资产品的价值及其所带来的收入可能会有波动，因此投资者可能会遭受损失。某些波动性较大的投资其价值可能会遭受突然和大幅的下跌，跌幅可能达到甚至超过投资金额。投资产品的价值及其所带来的收入可能会受到汇率、利率或其他因素的负面影响。特定投资产品过去的表现并不预示未来的结果。

汇丰银行及其子公司将适时通过委托或代理形式，向客户卖出或从客户手中买入汇丰银行研究覆盖的证券/票据(包括衍生品)。

分析师、经济学家和策略分析师所得报酬，部分参照了包括投资银行收入在内的汇丰银行盈利能力情况。

我们不会事先决定是否在某个时间段内发布一份更新的报告。

本报告提及的有关任何公司的披露信息，请登录 [www.hsbcnet.com/research](http://www.hsbcnet.com/research) 参阅该公司的最新报告。欲了解编制本报告所使用专有模型的详情，请联系编制本报告的分析师。

## 其它披露信息

1. 本报告发布日为 2016 年 11 月 4 日。
2. 本报告中的所有市场数据截至 2016 年 11 月 3 日，除非本报告显示不同的日期及/或具体的时间。
3. 汇丰银行已经完成各种程序，来鉴定和管理该研究业务引起的潜在利益冲突。汇丰银行分析师及其他涉及本项研究的准备和发布工作的员工进行运作，并且有一个独立于汇丰银行投资银行业务之外的管理报告团队。在投资银行和研究业务之间建立职能与资料分隔制度程序，以确保能够防止任何机密信息的外泄，和（或）以适当的方式处理价格敏感性信息。
4. 您不可出于以下目的使用/引用本文档中的任何数据作为参考：(i) 决定贷款协议、其它融资合同或金融工具项下的应付利息，或其它应付款项，(ii) 决定购买、出售、交易或赎回金融工具的价格，或金融工具的价值，和/或 (iii) 测度金融工具的表现。

# 免责声明

## \*截至 2016 年 7 月 1 日的法人实体

'UAE' HSBC Bank Middle East Limited, Dubai; 'HK' The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Hong Kong; 'TW' HSBC Securities (Taiwan) Corporation Limited; 'CA' HSBC Bank Canada, Toronto; HSBC Bank, Paris Branch; HSBC France; 'DE' HSBC Trinkaus & Burkhardt AG, Düsseldorf; 000 HSBC Bank (RR), Moscow; 'IN' HSBC Securities and Capital Markets (India) Private Limited, Mumbai; 'JP' HSBC Securities (Japan) Limited, Tokyo; 'EG' HSBC Securities Egypt SAE, Cairo; 'CN' HSBC Investment Bank Asia Limited, Beijing Representative Office; The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Singapore Branch; The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Seoul Securities Branch; The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Seoul Branch; HSBC Securities (South Africa) (Pty) Ltd, Johannesburg; HSBC Bank plc, London, Madrid, Milan, Stockholm, Tel Aviv; 'US' HSBC Securities (USA) Inc, New York; HSBC Yatirim Menkul Degerler AS, Istanbul; HSBC México, SA, Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero HSBC; HSBC Bank Australia Limited; HSBC Bank Argentina SA; HSBC Saudi Arabia Limited; The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, New Zealand Branch incorporated in Hong Kong SAR; The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Bangkok Branch

## 报告发布者

香港上海汇丰银行有限公司  
皇后大道中路 1 号, 19 层  
香港特别行政区  
电话: +852 2843 9111  
传真: +852 2596 0200  
网址: www.research.hsbc.com

本研究报告已由香港上海汇丰银行有限公司 (简称“汇丰银行”) 发布。香港上海汇丰银行有限公司受“香港金融管理局”监管。在英国, 本报告由汇丰银行发布。在澳大利亚, 本报告由香港上海汇丰银行有限公司 (ABN 65 117 925 970, AFSL 301737) 发布, 提供批发客户 (2001 年《公司法》定义) 的一般信息。如果向零售客户发布, 本文件由 HSBC Bank Australia Limited (AFSL No. 232595) 发布。对于本报告中提及的产品或服务能否向澳大利亚人提供, 或根据当地法律是否适用于特定人群, 报告没有解释。本报告未考虑特定投资目标、金融形势或任何收件人的特定需求。

在新西兰, 本报告由香港上海汇丰银行新西兰分公司发布。

在日本, 本报告由 HSBC Securities (Japan) Limited 发布。汇丰证券 (美国) 公司为其非美国的国外分支机构所发布研究报告之内容承担责任。所有收到和 (或) 阅读本报告以及希望根据本文件讨论的任何证券交易的美国人, 须与位于美国的汇丰证券 (美国) 公司联系, 而不应与报告发布者—非美国国外分支机构联系。在韩国, 此报告由香港上海汇丰银行首尔证券分公司 (“HBAP SLS”) 或香港上海汇丰银行首尔分行 (“HBAP SEL”) 发布, 提供《金融投资服务及资本市场法》(“FSCMA”) 第 9 章所规定的专业投资者一般信息。本报告并不是《金融投资服务及资本市场法》(“FSCMA”) 所定义的计划书。不得以任何目的将其整体或部分作进一步散发。HBAP SLS 和 HBAP SEL 受韩国金融服务委员会 (FSC) 及金融监督院 (FSS) 的监管。在新加坡, 本报告由香港上海汇丰银行有限公司新加坡分公司发布, 提供《证券期货法案》(“SFA”) 第 289 章) 第 274 和 304 款所述机构投资者或其他人士以及符合《证券期货法案》第 275 和 305 款规定的合格投资人和其他人士的一般信息。本报告并不是《证券期货法案》所定义的计划书, 不得以任何目的将其整体或部分作进一步散发。香港上海汇丰银行有限公司新加坡分公司受新加坡货币局监管。在新加坡的收件人如有任何关于本报告或与本报告相关的问题, 应联系 “Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Singapore Branch” (香港上海汇丰银行有限公司新加坡分公司) 代表。在英国, 本报告仅向机构和专业投资者发布, 且不准向零售散户发布。本报告不得直接或间接向任何他人发布或传递。HSBC México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero HSBC 由 Secretaría de Hacienda y Crédito Público 和 Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) 授权并受其监管。

报告中涉及的任何推荐适用于获得此报告的专业投资者参考。本报告不是并且不应视为卖方要约, 也不能被视为买方要约或订立任何投资和要约。汇丰银行发布的本文件, 其信息来源基于汇丰认为可靠但未经独立证实的信息之上; 汇丰银行未作担保、阐释或保证, 并且对这些信息的准确性和完整性不承担责任和义务。报告中表述的观点, 仅系汇丰银行提出, 如有更改, 恕不另行通知。有关是否进行投资的决策和责任必须由读者承担。汇丰银行及其分支机构和 (或) 其高级管理人员、主管和雇员可能在本文文件 (或任何相关投资) 中所涉及的任何证券公司中有职位, 并且可能适时安排和派遣到任何此等证券 (或投资) 公司。汇丰银行及其分支机构可能是做市商, 或已经为本文文件所论述的任何公司发行证券提供认购承诺 (或相关投资), 在原则上亦可与客户进行证券买卖, 并可实施或寻求实施银行业务, 或为这些公司或向这些公司认购服务。不得以任何目的将本报告的整体或部分作进一步散发。本报告未考虑特定投资目标、金融形势或任何收件人的特定需求。(070905)

在加拿大, 本文件由 HSBC Bank Canada 和/或其子公司分发。本文件含有市场动态/概述或类似材料 (尽管其他分公司辖区将“评论”一词称为“宏观研究报告”或“研究报告”, 但在加拿大统称为“评论”), 但此“评论”既非卖方要约, 也非招徕此等要约或认购任何金融产品或票据 (包括, 但不限于, 任何货币、证券、大宗商品或其它金融票据)。

© 版权香港上海汇丰银行有限公司 2016, 版权所有。未经香港上海汇丰银行有限公司的事先书面许可, 不得对本报告任何部分进行复制、存储于检索系统, 或以任何电子、机械、影印、记录或其它形式或方式进行传输。MCI (P) 094/06/2016, MCI (P) 085/06/2016, MICA (P) 021/01/2016

[536797]

# 环球经济研究团队

<b>环球</b>			<b>北美</b>			<b>中东欧中东及非洲</b>		
Global Chief Economist			Chief US Economist			Chief Economist, CEEMEA		
<b>Janet Henry</b>	+44 20 7991 6711		<b>Kevin Logan</b>	+1 212 525 3195		<b>Simon Williams</b>	+44 20 7718 9563	
janet.henry@hsbcib.com			kevin.r.logan@us.hsbc.com			simon.williams@hsbc.com		
<b>James Pomeroy</b>	+44 20 7991 6714		<b>Ryan Wang</b>	+1 212 525 3181		<b>Economist, Russia and CIS</b>		
james.pomeroy@hsbc.com			ryan.wang@us.hsbc.com			<b>Artem Biryukov</b>	+7 495 721 1515	
<b>Senior Trade Economist</b>						artem.biryukov@hsbc.com		
<b>Douglas Lippoldt</b>	+44 20 7992 0375		<b>加拿大</b>			<b>Economist, CEE</b>		
douglas.lippoldt@hsbcib.com			<b>David G Watt</b>	+1 416 868 8130		<b>Agata Urbanska-Giner</b>	+44 20 7992 2774	
			david.g.watt@hsbc.ca			agata.urbanska@hsbcib.com		
<b>欧洲</b>			<b>亚太</b>			<b>Chief Economist, Turkey</b>		
Chief European Economist			亚洲经济研究联席主管,大中华区首席经济学家			<b>Melis Metiner</b>	+44 20 3359 2636	
<b>Simon Wells</b>	+44 20 7991 6718		<b>屈宏斌 (Qu Hongbin)</b>	+852 2822 2025		melismetiner@hsbcib.com		
simon.wells@hsbcib.com			hongbinqu@hsbc.com.hk			<b>Economist, South Africa</b>		
<b>European Economist</b>			亚洲经济研究联席主管			<b>David Faulkner</b>	+27 11 676 4569	
<b>Fabio Balboni</b>	+44 20 7992 0374		<b>范力民 (Frederic Neumann)</b>	+852 2822 4556		david.faulkner@za.hsbc.com		
fabio.balboni@hsbc.com			fredericneumann@hsbc.com.hk			<b>Economist, Middle East and North Africa</b>		
<b>英国</b>			首席经济学家, 澳大利亚和新西兰			<b>Razan Nasser</b>	+971 4 423 6925	
<b>Economist</b>			<b>Paul Bloxham</b>	+612 9255 2635		razan.nasser@hsbc.com		
<b>Elizabeth Martins</b>	+44 20 7991 2170		paulbloxham@hsbc.com.au			<b>阿根廷</b>		
liz.martins@hsbc.com			首席经济学家, 印度			<b>Chief Economist, South America</b>		
<b>德国</b>			<b>Pranjul Bhandari</b>	+91 22 2268 1841		<b>Javier Finkman</b>	+54 11 4344 8144	
<b>Stefan Schilbe</b>	+49 211910 3137		pranjul.bhandari@hsbc.co.in			javier.finkman@hsbc.com.ar		
stefan.schilbe@hsbc.de			<b>林淑娴 (Lim Su Sian)</b>	+65 6658 8783		<b>Senior Economist</b>		
<b>Rainer Sartoris</b>	+49 211910 2470		susianlim@hsbc.com.sg			<b>Ramiro D Blazquez</b>	+54 11 4348 2616	
rainer.sartoris@hsbc.de			<b>马晓萍 (Ma Xiaoping)</b>	+86 10 5999 8232		ramiro.blazquez@hsbc.com.ar		
<b>Lothar Hessler</b>	+49 211 9102906		xiaopingma@hsbc.com.cn			<b>Senior Economist</b>		
lothar.hessler@hsbc.de			<b>Joseph Incalcaterra</b>	+852 2822 4687		<b>Jorge Morgenstern</b>	+54 11 4130 9229	
<b>法国</b>			joseph.f.incalcaterra@hsbc.com.hk			jorge.morgenstern@hsbc.com.ar		
<b>Olivier Vigna</b>	+33 1 4070 3266		<b>王然 (Julia Wang)</b>	+852 3604 3663		<b>墨西哥</b>		
olivier.vigna@hsbc.fr			juliarwang@hsbc.com.hk			<b>Chief Economist, Mexico</b>		
<b>Chantana Sam</b>	+33 1 4070 7795		<b>Nalin Chutchotitham</b>	+662 614 4887		<b>Alexis Milo</b>	+52 55 5721 2172	
chantana.sam@hsbc.fr			nalin.chutchotitham@hsbc.co.th			alexis.milo@hsbc.com.mx		
			<b>Daniel John Smith</b>	+612 9006 5729				
			daniel.john.smith@hsbc.com.au					
			<b>李婧 (Li Jing)</b>	+86 10 5999 8240				
			jing.econ.li@hsbc.com.cn					
			<b>李桐赫 (James Lee)</b>	+852 2822 1647				
			james.dh.lee@hsbc.com.hk					