

中国经济金融展望报告

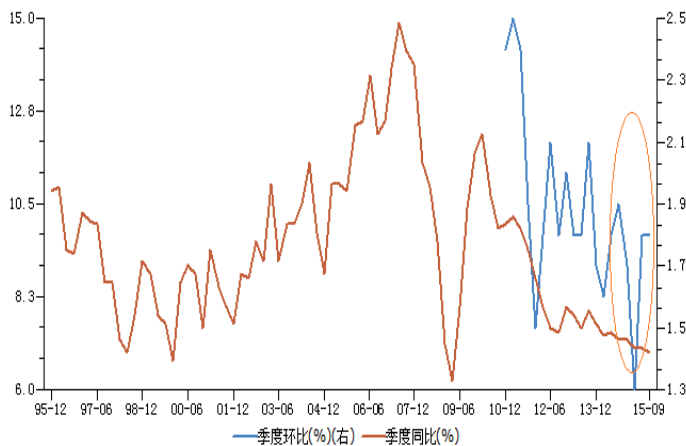
2016 年年报（总第 25 期）

报告日期：2015 年 12 月 7 日

要点

- 2015 年，世界经济艰难复苏，主要经济体及其货币政策持续分化，国内经济动力不足、增长乏力，各类金融风险不断积聚和暴露，中国经济稳增长和防风险的挑战倍增。但中国经济运行总体平稳，预计全年 GDP 增长 6.9% 左右，CPI 上涨 1.4% 左右。
- 2016 年是中国“十三五规划”开局之年，经济形势依然比较严峻，面临的问题和矛盾将更加错综复杂，经济发展正处在阶段更替、结构转换、模式重建、风险释放的关键期，经济运行将呈现低增长、低通胀和高杠杆格局。预计 GDP 增长 6.8% 左右，较 2015 年小幅放缓；CPI 上涨 2% 左右。
- 实现新旧动力的顺利转换，确保经济金融平稳运行，宏观政策将保持宽松总基调，在扩大需求的同时，需要更加重视供给侧的管理和改革，主要着力点在加快改革步伐、释放制度红利，推进减税和降低企业生产成本，加大创新和提高产品质量，使新供给能更好地满足新需求。

中国 GDP 增长走势



中国银行国际金融研究所
中国经济金融研究课题组

组 长：陈卫东

副组长：宗 良

成 员：周景彤

李佩珈

高玉伟

李 艳

梁 婧

盖新哲

杨翰方

陈志华（中银基金）

蔡喜洋（财富管理）

联系人：周景彤

电 话：010-66592779

邮 件：zjtlucky@163.com

供给侧改革将助推增长动力转换

——中国银行中国经济金融展望报告（2016年）

2015年，世界经济艰难复苏，主要经济体及其货币政策持续分化，国内经济进入新常态，去产能、去库存和去杠杆“三碰头”，增长动能不足，存在明显的下行压力，各类金融风险积聚且不断暴露，中国经济稳增长和防风险的挑战较大。经济运行总体上呈现“三慢三进”特征，预计全年GDP增长6.9%左右，CPI上涨1.4%左右。2016年是中国“十三五规划”的开局之年，经济形势依然比较严峻，面临的问题和矛盾将更加错综复杂，经济发展正处在阶段更替、结构转换、模式重建、风险释放的关键期，经济运行总体将呈低增长、低通胀和高杠杆格局。预计GDP增长6.8%左右，较2015年小幅放缓；CPI上涨2%左右。实现新旧动力的转换，保持经济金融平稳运行，宏观政策将保持宽松总基调，在扩大需求的同时，需要更加重视供给侧的管理和改革，主要着力点在加快改革步伐、释放制度红利，推进减税和降低企业生产成本，加快创新和提高产品质量，使新供给更好地满足新需求。

一、2015年经济形势回顾与2016年展望

（一）2015年经济运行主要特征：“三慢三进”

2015年，中国经济进入新常态，增长速度进一步放缓，总体呈现“三慢三进”特征：“三慢”即增长放缓、物价走低、效益下降；“三进”即结构改善、就业增加、节能减排超预期。

“一慢”：增长放缓。全球经济复苏乏力，国内经济继续去库存、去产能、去杠杆，企业经营效益下滑，经济下行压力有增无减。2015年前三季度，中国GDP增长6.9%，同比放缓0.4个百分点，预期全年增长在6.9%左右（图1）。这一增速将比我们2014年底的预测（7.2%）低0.3个百分点，主要原因是受制于

“人”和“钱”的约束，稳增长政策效果不及预期，全球经济和贸易增长弱于预期。如今 GDP 增长 7% 与过去增长 7% 的内涵完全不同，即便按 6.9% 的增长计算，2015 年中国 GDP 增量也将达到 7148 亿美元，约为美国同年 GDP 增量的 1.65 倍，几乎相当于我国 1995 年全年的 GDP 总量。

图 1：中国 GDP 增长走势

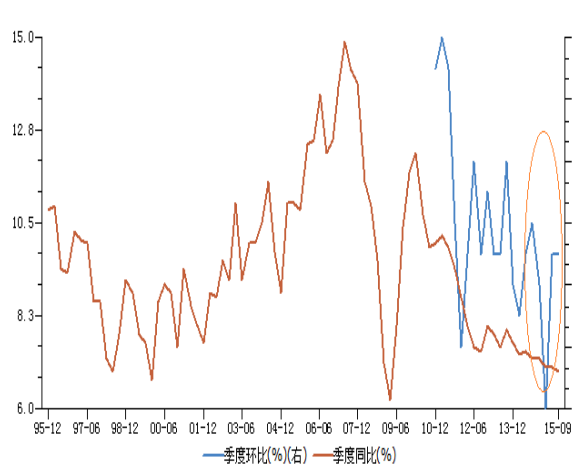
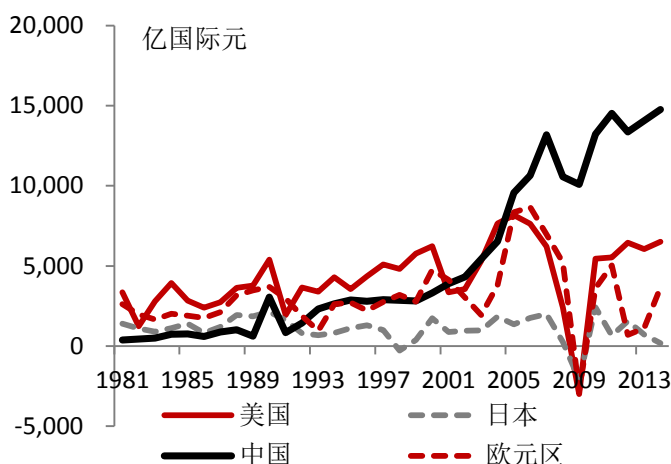


图 2：基于购买力平价各国 GDP 增量



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

从需求侧看，出口和投资大幅放缓导致总需求曲线显著左移。其中，出口下降主要与全球经济不振、世界贸易格局重构有关，投资减速主要与资金来源约束、房地产调整以及有些地方发展积极性不高有关。特别是，本次金融危机打破了欧美发达经济体借贷消费、东亚地区依靠高储蓄扩大生产并出口，中东、拉美、俄罗斯和澳大利亚提供能源资源的全球经济大循环，国际市场有效需求急剧萎缩，进而导致钢铁、有色金属、机械设备等传统制造业产能严重过剩。受此影响，从供给侧看，中国相关行业生产也大幅放缓甚至负增长，产能利用率远低于正常水平。比如，浮法玻璃产能利用率仅为 70%，较上年同期下降 8 个百分点；焦化企业开工率仅为 70%，较上年末下降了 10 个百分点；全国高炉开工率为 77%，低于上年末的 91.6%。

2015 年经济运行的另一个突出特征是“稳”，即增速在季度间的波动性很

小，一、二、三季度 GDP 增速分别为 7%、7%、6.9%，四季度预计为 6.9%，全年季度间增速差仅为 0.1 个百分点，这是改革开放以来极为罕见的，也是其他经济体很少有的。在经济下行压力如此之大的背景下，经济之所以还能这么“稳”，主要原因在于政府的稳增长政策和消费的支撑作用，前者表现为基础设施投资和战略性新兴产业增长较快，后者表现为消费稳定较快增长，对经济增长的拉动作用不断增大。

“二慢”：物价走低。物价是经济运行总供求关系的集中反映，2015 年消费价格低水平、生产价格持续下跌，既反映出总需求不旺、供求矛盾突出的问题，也突显了在经济结构调整、新旧动力转换期，中国的能源、原材料等传统行业所面临的发展困境。2015 年的物价运行特征可概括为两个关键词：一个是“低”，另一个是“跌”。

表 1：CPI 篮子中涨幅最大和最小前五类商品和服务

涨幅最大前五	涨幅 (%)	跌幅最大前五	跌幅 (%)
家庭设备用品及服务	6.78	车用燃料及零配件	-16.5
烟草	3.78	通信工具	-3.1
教育	2.94	水、电及燃料	-2.1
衣着	2.92	交通工具	-1.59
车辆使用及维修	2.90	旅游	-0.68

资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

所谓“低”，就是指消费价格涨幅持续低水平。2015 年前 10 个月，CPI 累计上涨 1.4%，同比放缓 0.7 个百分点，大多数月份涨幅在 2% 以内（图 3）。从结构来看，消费价格（CPI）呈现“涨跌互现”格局，其中体现城乡居民生活质量的商品和服务价格涨幅略高一些（2.1%），如家庭服务及加工维修价格涨幅达 6.8%，教育服务价格上涨了 3%，中药、西药和医疗保健价格涨幅均超过 2%；传统商品价格涨幅则总体较低（1.2%），其中耐用消费品价格涨幅接近 0，通信服

务价格下跌 0.2%，通信工具价格下跌 3%（表 1）。消费价格“涨跌互现”，表明随着我国经济发展和居民收入的增加，城乡居民的消费结构正在持续升级，发展型、享受型消费需求不断增大、比重上升，生存型、保障型消费需求增长相对缓慢、比重下降；同时也表明由于人口结构的变化，劳动力供给由过去的绝对过剩转变为相对不足，中国劳动力价格进而劳动密集型的商品和服务价格面临较大的上涨压力。

图 3: CPI 低水平运行

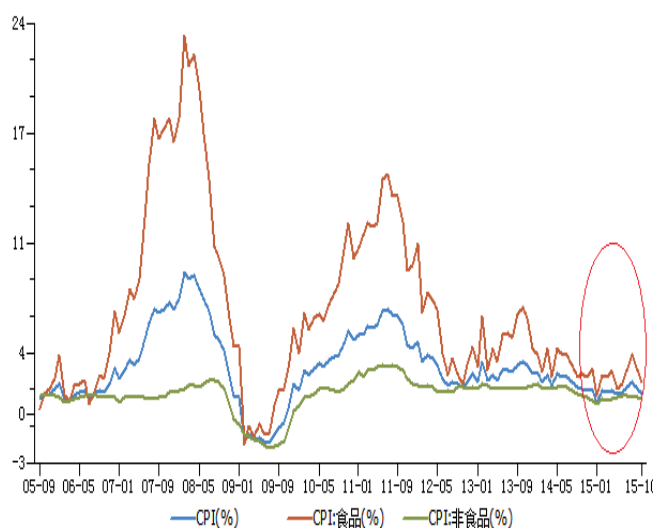
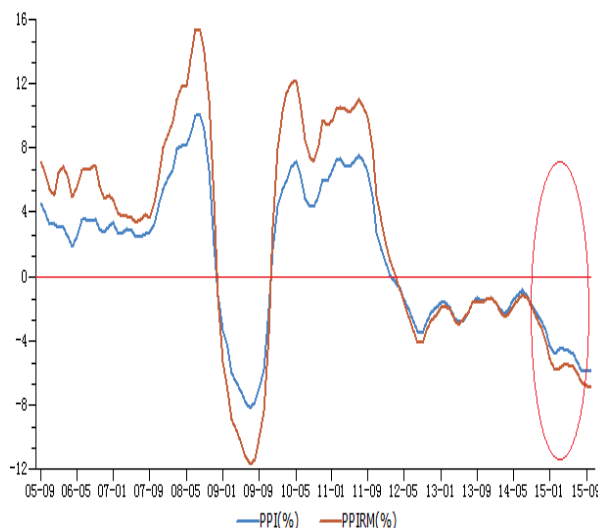


图 4: PPI “跌跌不休”



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

所谓“跌”，就是指 2015 年以来生产者生产价格“跌跌不休”，同比环比涨幅双双为负，前 10 个月累计下跌 5.1%，且同比已连续 44 个月负增长，近期转正几率为零，这也是自中国改革开放以来 PPI 持续为负时间最长的一次。表面上看，PPI 持续下跌是国内外经济放缓、总需求不足造成的，但深层次的原因则反映了我国经济结构过“重”、过“旧”，供给结构水平太低且升级步伐迟缓，与不断升级换代的需求结构之间不匹配，供求错位问题日益凸显。比如，随着我国城市建设的推进，电线电缆行业快速发展，年产值位居世界前列，但中压电力电缆、布线电缆等中低端产品处于过剩状态，2015 年以来价格下降了 20%

左右，而高压电缆和特种电缆等高端产品仍需大量进口。在新常态下，“三黑”（即煤炭开采洗选业、石油天然气开采业和黑色金属冶炼压延业）以及“有色”（即有色金属冶炼压延业）价格降幅扩大，并且左右着 PPI 走势（20%以上，表 2），这四大类行业在国民经济中具有举足轻重的地位，其价格受国内外市场影响大，价格弹性较大。PPI 持续负增长对经济运行的不利影响是显而易见的，既影响企业生产和投资的意愿，也影响企业盈利以及员工收入。

表 2：2015 年 1-10 月重要生产资料和生活资料价格同比变化情况（%）

月份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	1-10
生产资料	-5.6	-6.24	-5.93	-5.92	-5.95	-6.24	-6.95	-7.66	-7.72	-7.60	-6.6
煤炭开采	-13.0	-13.1	-13.0	-13.0	-14.0	-15.4	-15.1	-15.6	-15.4	-15.8	-14.3
石油和天然气开采	-32.9	-42.4	-39.3	-38.7	-36.1	-32.4	-34.6	-37.9	-40.6	-39.9	-37.4
黑色金属冶炼压延加工	-20.5	-21.0	-21.4	-22.9	-22.5	-20.1	-20.1	-20.4	-19.9	-18.5	-20.8
有色金属冶炼压延加工	-3.0	-4.2	-5.8	-4.9	-4.6	-4.7	-7.7	-10.3	-10.0	-9.8	-6.5
生活资料	-0.15	-0.13	-0.14	-0.23	-0.29	-0.23	-0.28	-0.33	-0.25	-0.40	-0.2
PPI	-4.32	-4.80	-4.56	-4.57	-4.61	-4.81	-5.37	-5.92	-5.95	-5.90	-5.1

资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

“三慢”：效益下降。经济效益是资金占用、成本支出与有用生产成果之间的比较。2015 年，一方面需求放缓、产能过剩，企业转型升级步履艰难，另一方面劳动力、土地等生产要素成本上升，导致企业盈利水平和能力显著下降。前 10 个月，工业企业主营业务收入仅增长 1%，利润下降 2%，同比均放缓 8.7 个百分点；亏损企业亏损额增长 26.9%，同比提高了 13.3 个百分点；亏损企业数增长 15%，同比提高了 8.9 个百分点。受企业经济效益下滑影响，财政收

入中企业所得税仅增长 4.7%，同比放缓 4.5 个百分点（表 3）。

表 3：工业企业经营效益持续下滑

年份	工业企业主营业务收入增长 (%)	工业企业利润增长 (%)	工业企业亏损额增长 (%)	亏损企业亏损家数增长 (%)	企业所得税增长 (%)
2012	11.0	5.3	32.7	22.3	17.3
2013	11.2	12.3	5.2	4.3	14.1
2014	7.0	3.3	22.5	12.2	9.9
2015 (1-10)	1.0	-2.0	26.9 (1-9)	15.0 (1-9)	4.7

资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

“一进”：结构改善。中国经济进入新常态，一个突出表现就是结构调整和升级步伐明显加快。消费稳定且较快增长、第三产业快速发展，成为拉动供求两端经济稳定增长的两大引擎。前三季度，消费对经济增长的贡献率超过 60%，服务业增加值占 GDP 比重超过 50%。更为重要的是，不论是需求结构还是供给结构内部，新旧产业、业态和动力的此消彼长和分化切换态势十分明显，比如制造业内部，传统制造业持续低迷，能源、原材料等上中游行业生产经营比较困难，而高技术产业和新兴产业保持了较快发展，如新能源汽车、智能制造、高端装备、信息技术等。

“二进”：就业增加。2015 年前三季度城镇新增就业达到 1066 万人，提前 3 个月完成全年目标任务。正如我们在 2014 年第四季度报告中分析的一样，尽管经济下行，但就业总体稳定，主要原因在于经济总量变大和经济结构转变。2014 年，每 1 个百分点的 GDP 增长能创造 179 万个就业岗位，比 2010 年提高了 59%（图 5）；2015 年前三季度第三产业比重已经提高到 51.4%（明显高于“十二五”规划 47% 的目标），比 2014 年提高了 3.3 个百分点。由于第三产业就业弹性系数明显高于第一、二产业（图 6），近几年服务业增长加快、比重提高，使整个经济对就业的拉动作用明显增强。

“三进”：节能减排有“进”。2015 年前三季度单位 GDP 能耗下降 5.4%，下降幅度之大前所未有。同时，PM2.5、PM10 也大幅下降。

总体来看，尽管 2015 年经济增长下行压力还在增大，企业经营困难、效益下滑，但就业形势总体稳定，物价涨幅保持低水平，结构调整快速推进，新兴动力正在培育，新产品、新模式、新业态不断涌现，网上销售、新能源汽车、机器人等产业高速发展，总体呈现稳定发展势头。

图 5：1 个点的增长拉动的就业

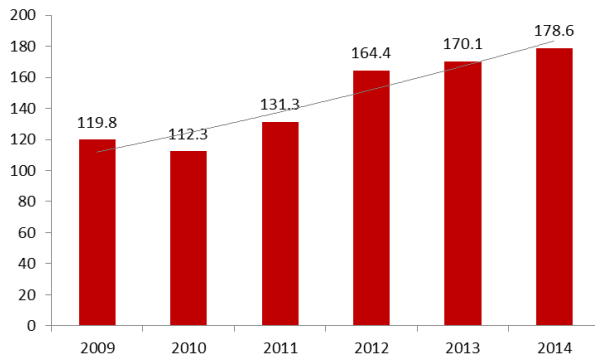
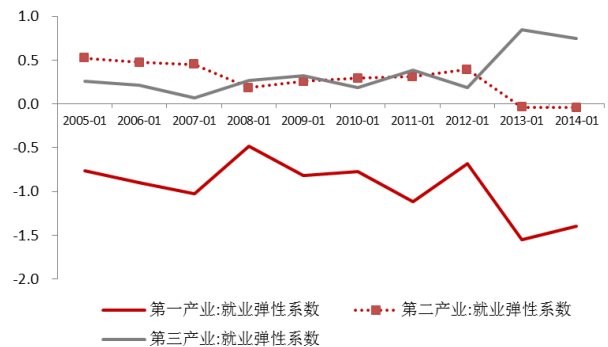


图 6：三大产业就业弹性系数



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

（二）2016 年经济形势主要判断

1. 外部环境“旧愁未消又添新愁”，中国经济难言乐观

2016 年是中国“十三五”规划的开局之年，也是全面建成小康社会攻坚期的第一年。从现有条件看，挑战和机遇并存，形势难言乐观，中国经济发展处在阶段更替、结构转换、模式重建、风险释放的关键期，总体呈现低增长、低通胀和高杠杆特征。从外部环境看，世界经济“旧愁未消又添新愁”，全球通缩风险尚未消除，需求刺激政策效力递减，供给侧结构调整和技术创新尚未形成带动经济走出低迷的主导力量。经济全球化进入盘整期，各主要经济体经济增长和宏观政策分化，国际经贸规则重塑步伐加快。特别是近期俄土战机事件、欧洲难民以及恐怖主义等问题为本已脆弱的全球经济蒙上了多层阴影。

从国内看，前期稳增长政策正在显效，未来政策依然趋松，消费稳定增长

且热点频现，房地产市场总体稳定，这些都助于宏观经济保持稳健运行。同时，全社会对经济、政治和社会的新常态预期逐步趋稳，有利于促进经济主体开展经济活动。与此同时，全球经济弱复苏，美国主导的 TTP 已达成协议，TTIP 也正在谈判之中，中国对外出口依然面临不少挑战与困难，加之总需求依然较弱，产能过剩问题持续，企业盈利不佳，产业投资恐难有力恢复，由地方债、汇率、国际资本流动等引发的财政金融风险依然值得关注，这些都将为经济平稳较快增长带来不确定性。预计 2016 年 GDP 增长 6.8% 左右，较 2015 年小幅放缓。

2016 年，预计物价总水平仍将低位运行：一是经济下行压力存在，总需求依然不旺，物价不存在较快上涨的宏观基础；二是经过前期一段时间的较快上涨，猪肉价格继续大幅上涨的空间已经不大，预计食品价格涨幅有限；三是在全球经济弱复苏大背景下，大宗商品价格明显回升的可能性很小；四是 PPI 持续负增长，对 CPI 依然存在向下的压力。预计 2016 年 CPI 涨幅在 2% 左右。

2. 产能过剩拖累工业生产，服务业对经济增长贡献进一步提升

2016 年，产能过剩仍将是制约实体经济发展的主要问题。工业经济正处在去产能、去杠杆的关键时期，企业经营压力增大，结构分化仍是主要特点。同时，服务业发展环境改善，但受实体经济低迷、股市回落影响，服务业增速与上年基本持平。

(1) 工业生产结构分化、稳中趋降

面对复杂的国内外环境，工业形势仍较严峻。从国际环境看，一方面，新一轮科技和产业革命正在兴起，为我国产业转型升级、创新发展、融入全球价值链带来了难得的历史机遇；另一方面，国际产业格局发生重大变化，发达国

家推动“再工业化”，发展中国家成本、基础设施、环境等方面的优势不断突显，我国产业发展面临高端回流、中低端分流的“两头挤压”；TPP、TTIP等自由贸易协定谈判的推进可能进一步降低我国产业竞争优势。同时，2016年全球贸易仍相对低迷，美国退出量化宽松政策将对新兴经济体产生冲击，外需对工业生产的拉动相对有限。

从国内环境看，工业生产既面临有利的发展环境，也面临较大的挑战。一方面，政府简政放权、降低企业成本等措施将进一步推出和落实，“一带一路”战略推进将拉动交运、基建、装备、能源等产业发展，货币政策趋松有利于企业融资成本的下降，“大众创业、万众创新”和“中国制造 2025”的推进和落实有利于传统产业的升级和新兴产业的发展。但另一方面，土地、劳动力等要素价格上涨趋势不可避免，环保政策更趋严格，企业综合成本仍将处于较高水平；房地产、基础设施等投资增速的放缓在一定程度上拖累工业生产，同时，产能过剩行业将持续调整。

综合以上因素，预计 2016 年工业生产将呈现结构分化、稳中趋降的特征。在大宗商品价格保持低位的形势下，采矿业增加值增速将继续降低，钢铁、建材等产能过剩行业仍处于艰难的去产能阶段，增加值增长将在低位继续回落。节能环保、信息通讯、高端装备等产业将保持较快增长，但新兴产业规模较小，如医药、计算机通信、仪器仪表等制造业产值占比仅 10.7%左右，远低于采矿业和六大高耗能行业（38%左右），短时间内难以抵消传统产业的下拉作用。同时，由于创新取得成效仍需时日，中低端产品过剩、高端产品不足的供应结构错位仍将存在。整体来看，预计工业增加值增长 6%左右。

（2）生活性服务业增长加快，实体经济低迷拖累生产性服务业

近年来政府高度重视服务业发展，支持服务业发展的政策相继出台。2015 年中央财政设立服务业发展专项资金，专门用于支持现代商品流通发展、促进

现代服务业公共服务体系建设。“十三五”规划建议中也明确提出“服务业比重进一步上升”的目标要求。预计 2016 年服务业发展环境将继续改善。

生活性服务业中，批发零售业、住宿餐饮业等传统服务业将保持平稳增长，而文化、养老、旅游等政策重点支持产业将保持较快增长。由于政策环境比较宽松，房地产市场将微弱复苏，不同区域继续分化，三、四线城市面临较大的去库存压力，预计房地产业增加值增长将略有回升。2015 年 11 月国务院发布指导意见，要求加快发展生活性服务业，预计 2016 年生活性服务业增长总体将有所加快。

生产性服务业中，工业增长乏力可能拖累货物运输仓储业增速回落。受股市成交量下降、实体经济低迷等因素影响，金融业增速将在 2016 年继续放缓。而信息、科研技术、租赁和商务服务、物流等重点支持产业将保持较快增长。总体来看，生产性服务业增速可能略有回落。

综合以上分析，预计 2016 年服务业增速与上年基本持平，由于其增速仍要高于工业，服务业对 GDP 增长的贡献将进一步上升。

3. 总需求将温和扩张，新消费引领转型，投资拖累增长，进出口反弹

2016 年，有效需求不足仍将困扰经济增长。其中，消费对经济增长的贡献率和拉动将保持在较高水平；投资特别是制造业投资受盈利不佳和销售不畅的双重挤压，增速继续下行的概率较大；进出口受 2015 年低基数影响，其增长或将有所回升。

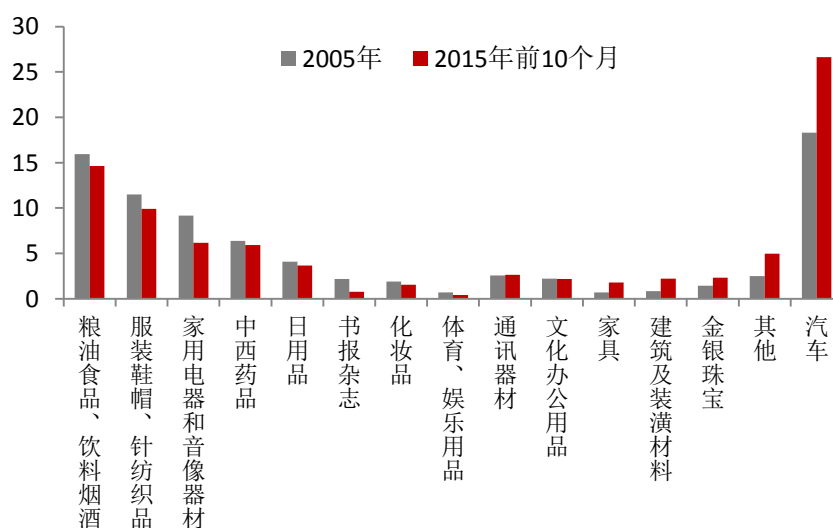
(1) 新消费将引领经济结构转型升级

首先，居民收入持续较快增长，有利于扩大新消费需求。2012 年以来，我国居民人均可支配收入实际增速连续 4 年超过 GDP 增速，2015 年前三季度实际增长 7.7%，比同期 GDP 增速高 0.8 个百分点。随着收入的增加，居民储蓄存款

保持了快速增长，2015 年前三季度增长 12.7%，比上年同期高 3.7 个百分点。收入较快增长使得居民扩大文体娱乐、信息、旅游等新消费具备了较好的基础。

其次，居民购买新消费产品和服务、接受新消费模式和业态的意愿比较强烈。目前，网购已成为一股不可忽视的消费增长力量。2015 年前 10 个月，网上商品和服务零售额同比增长 34.6%，占社会消费品零售总额的 12.1%。此外，由于品牌厂商不断推出新产品，智能手机等通讯器材持续热销，2015 年前 10 个月增长 35.9%（图 7）。房地产市场回暖也带动了建筑装潢材料、家具、家电等消费。

图 7：各类商品在限额以上企业销售额中的比重变动（%）



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

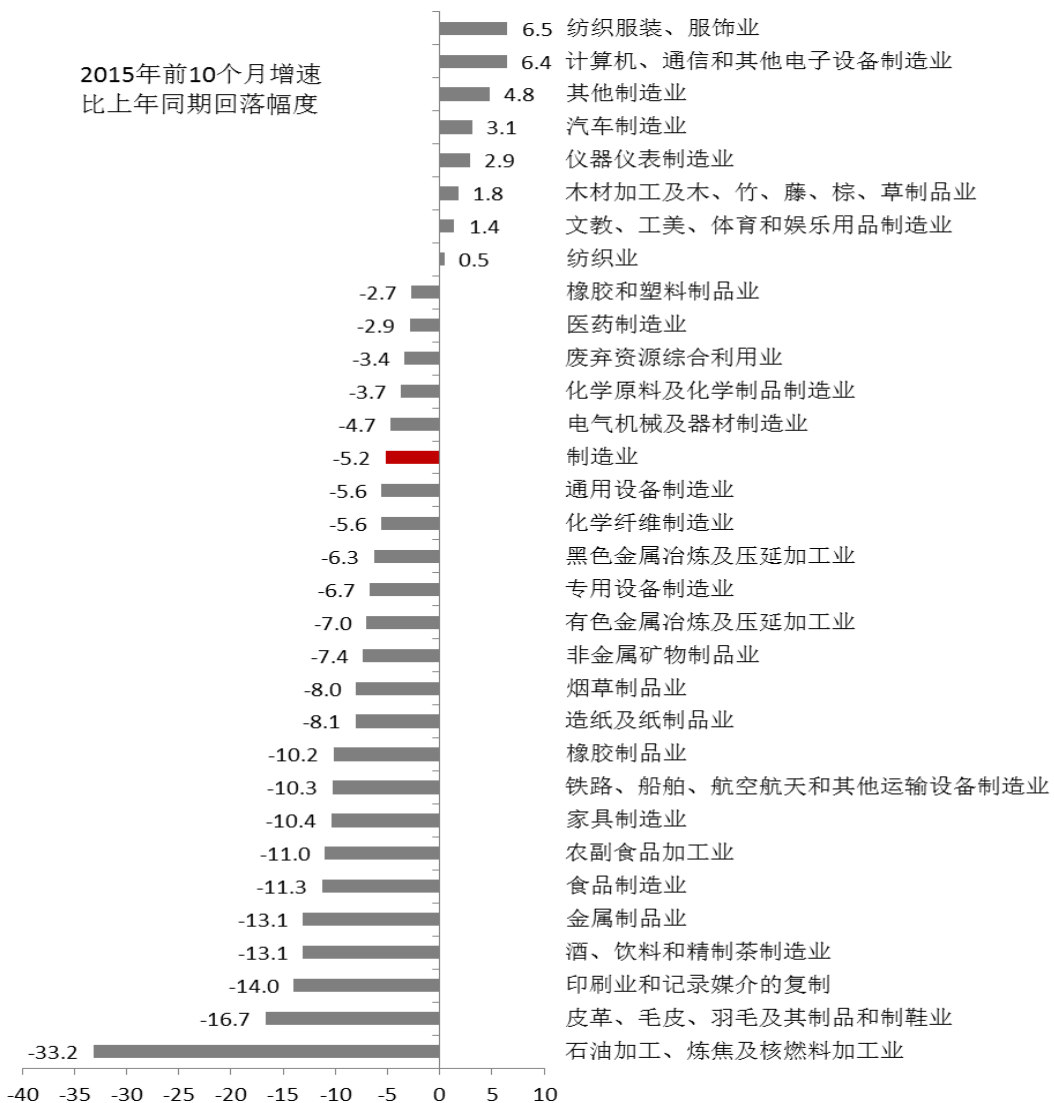
第三，政府将着力改善消费环境，进一步提高消费者满意度。2015 年以来，消费者满意指数保持在 100 以上，改变了此前 3 年多一直低于 100 的状况。预计 2016 年消费者信心将继续处于扩张区间。

下一步，政府将更加注重发挥新消费的引领作用，从减税、降低生活经营成本、鼓励创新创业、加快物流快递业发展等供给侧保障新消费供给，同时促进产品和服务质量提升。2016 年消费仍将稳定增长，预计全年增长 10.8% 左右。

(2) 投资增长继续放缓增大下行压力

首先，民间固定资产投资增速将继续下滑。民营企业是当前我国固定资产投资的主力军，其投资占比近 2/3，它们更多地基于盈利前景做出投资决策。2016 年我国经济继续下行概率较大，大部分民营企业盈利预期较差，追加投资会更加谨慎。即便企业希望增加投资，仍可能面临较紧的资金约束：一是盈利下滑压缩了可投入的自有资金；二是不良“双升”导致银行慎贷；三是一系列违约事件提高了发债融资的成本和难度。

图 8：制造业细分行业投资增速回落幅度（%）



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

其次，制造业投资增长将继续放缓，房地产投资有望触底回升，基础设施投资继续保持较快增长。制造业仍处于持续的去产能过程中，部分行业化解产能过剩的任务依然艰巨，投资增长较快的领域将集中在文体娱乐用品、纺织服装、家具、计算机和通信、废弃物综合利用等（图8）。房地产受益于销售回暖、房价回升，投资有望探底后逐步回升。政府将加大中西部铁路、水利、城市地上交通和地下管网以及农村基础设施等领域的投资力度。

第三，全国大部分省份投资增长比较低迷，个别地区有望实现较快增长。2015年前10个月，超过3/4的省份投资增速回落，辽宁省投资甚至同比减少22.3%。受益于“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带等新区发展战略的推进，福建、新疆、天津、重庆等省份投资将保持较快增长。

此外，固定资产加速折旧优惠范围扩大、重要交通项目资本金比例降低，则有利于促进投资增长。综合来看，2016年投资增长继续放缓，预计全年增长8.5%左右。

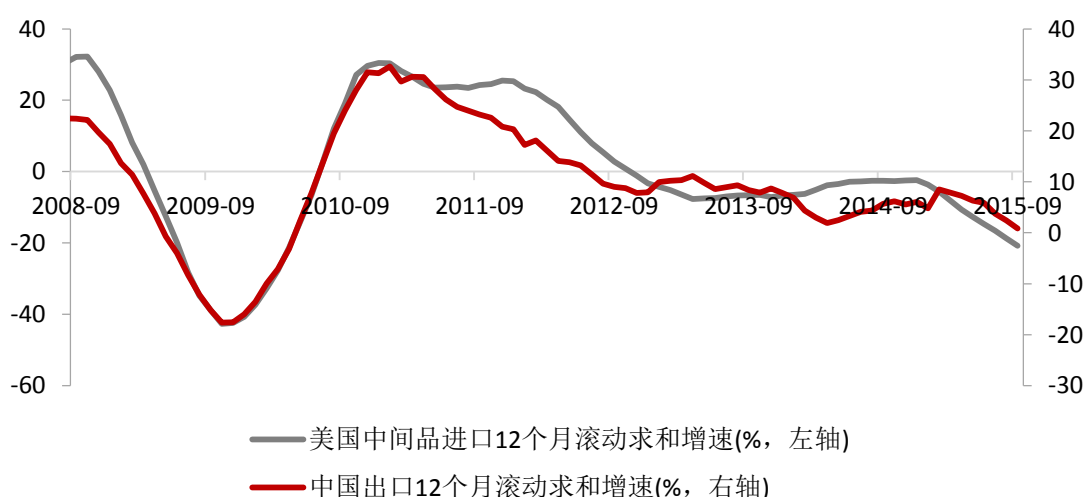
（3）货物贸易进出口将迎来拐点

我国货物贸易形势持续恶化。2015年1-10月，进出口总额、出口额、进口额同比分别下降8.5%、2.5%、15.7%，而去年同期则是分别增长3.8%、5.8%和1.6%。相比2009年的货物贸易下滑，这一轮货物贸易下滑的关键原因不在于周期性因素，而是受多种结构性因素的影响，如国内要素成本上升引发劳动力密集型企业向海外转移，以及产业转型升级引发国内零部件进口替代。与此同时，全球产业链条和贸易结构正发生深刻变革，主要经济体中间品贸易急剧恶化，冲击了全球生产端贸易需求，进而加大了我国出口压力。2015年前9个月，美国中间品进口下降25.8%，远低于同期消费品进口8%的增速；前8个月，欧盟中间品进口下降4.1%，远低于同期消费品进口11.4%的增速。从历史经验看，这种中间品增速恶化会持续1年到1年半左右，然后会进入反弹周期。预

计货物贸易出口将在 2016 年年中出现向上的拐点，全年增速在 3%左右；受大宗商品价格影响，进口出现向上的拐点可能相对滞后，全年增速在 1.5%左右。

与货物贸易低迷迥然不同，2015 年我国服务贸易增长较快。2015 年前 9 个月，服务贸易总额同比增长 15.9%，如果不考虑受货物贸易冲击较大的运输服务，服务贸易出口、进口增速分别高达 38.8%和 43.9%，显示出服务贸易大发展的良好势头。2016 年，我国将继续扩大服务业对外开放，特别是服务业企业将加快“走出去”，已签署的自由贸易协议效果也将逐步显现，预计服务贸易仍将保持较快增长。

图 9：我国出口与美国中间品进口的联动关系



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

(三) 2016 年值得关注的经济问题

2016 年，随着经济下行压力进一步增大，产能过剩、企业生产经营成本较高、部分省份经济下滑过快等问题将更加突出，通货紧缩等新的经济问题开始显现。

1. 经济滑入通货紧缩的风险较大

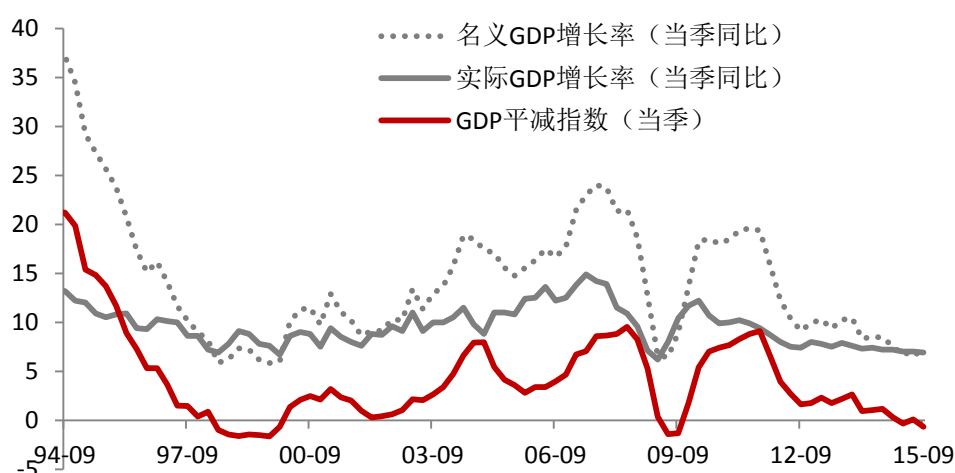
一年多来，我国物价涨幅总体上保持低位运行，一方面，CPI 回落至 2%以

下，个别月份甚至低于 1%；另一方面，PPI 持续负增长，生产价格通缩有加剧之势。因此，市场开始担忧我国可能会出现通缩。

从 CPI 看，目前我国并未处于通货紧缩区间。CPI 是反映消费领域一般物价水平的代表性指标，2015 年前 10 个月我国 CPI 同比上涨 1.4%，离通缩区间还有一段距离。需要注意的是，2015 年 9 月、10 月，我国 CPI 涨幅连续 2 个月回落，11 月以来粮油、猪肉等价格仍在下降，这表明未来我国 CPI 存在进一步下行的压力。考虑到消费品和服务质量不断改善，一般认为 CPI 涨幅一旦低于 1%，陷入通缩的风险就值得警惕。

从 GDP 平减指数和 PPI 看，当前我国一般物价水平和生产价格已陷入通缩。GDP 平减指数是反映全国一般物价水平最具综合性的指标。2015 年前三季度我国 GDP 平减指数为 -0.3%，一、三季度当季 GDP 平减指数分别为 -0.3% 和 -0.7%，均已处于通缩区间（图 10）。二季度当季 GDP 平减指数仅为 0.1%，离通缩区间仅仅差之毫厘。PPI 是反映生产领域一般物价水平的代表性指标，截至 2015 年 10 月，我国 PPI 已连续 44 个月下降，且处于深度通缩水平。

图 10：我国 GDP 增长率与 GDP 平减指数（%）



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

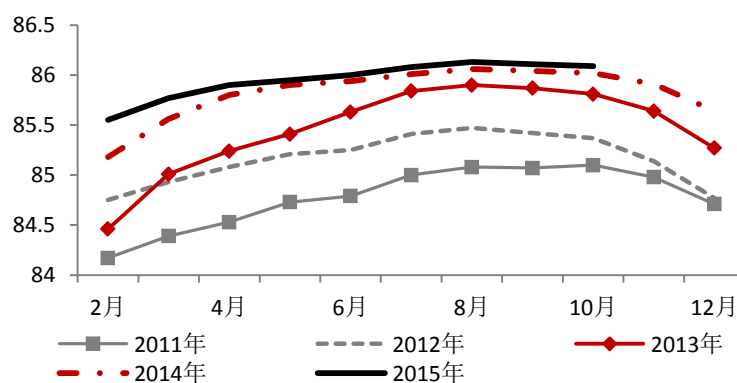
从历史经验看，由于产能过剩严重与有效需求不足并存，经济一旦陷入通

缩，将很可能在一定期间内持续。2016年，我国经济供给侧去库存和需求侧不旺盛将继续压降一般价格水平，总体上存在陷入通缩的风险。

2. 企业生产成本上涨过快

近年来我国企业综合成本快速上升，2015年10月，工业企业主营业务成本占主营业务收入的比重为86.09%，较上年同期上升了0.07个百分点，为历史同期最高（图11）。具体来看，主要体现在：工资上涨速度超过劳动生产率增速，企业承担的社保缴费负担较重；税费负担未明显下降，工业企业税金及附加增长（6.5%）快于收入增长（1.2%），政府行政事业性收费和罚没收入等非税收收入增长更快，增速从2014年的14%上升至2015年10月的29%；房价、地价和租金均快速上涨，直接推高了企业运营成本，同时也间接推高了企业用工成本；由于流通环节多、乱收费等现象依然突出，与其他国家相比，物流成本仍然偏高；中小企业融资难、融资贵问题依然存在。成本上涨太快，特别是如果工资增长远超过劳动生产率的增长，税收增长快于企业收入的增长，会过度挤压企业利润、增加企业债务负担、削弱经济竞争力，给我国经济转型升级和实现持续发展带来困难。

图 11：每百元主营业务收入中的成本

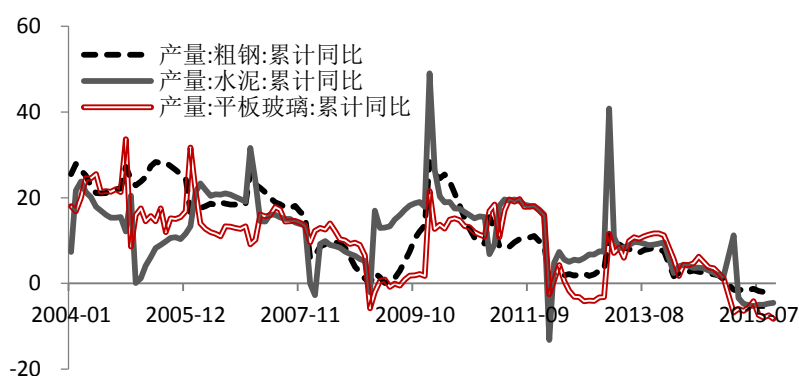


资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

3. 产能过剩问题比较突出

产能过剩一方面占用大量社会资源，另一方面降低企业盈利和投资能力，影响就业、居民和财政收入，加大经济下行压力。受前期产能过快扩张、房地产低迷、外需不振、国内需求结构变化等因素影响，危机以来产能过剩问题持续存在并不断蔓延，从政府淘汰落后产能目标任务看，重点涉及电力、煤炭、炼钢、炼铁等 18 个行业。目前，高炉、浮法玻璃、焦化等企业开工率仍处于较低水平，粗钢、水泥、平板玻璃等产量持续负增长（图 12），相关行业企业利润大幅下降，仍处于被动去库存状态，预计产能过剩将是未来一段时间我国面临的重大挑战。

图 12：产能过剩产品产量增速（%）



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

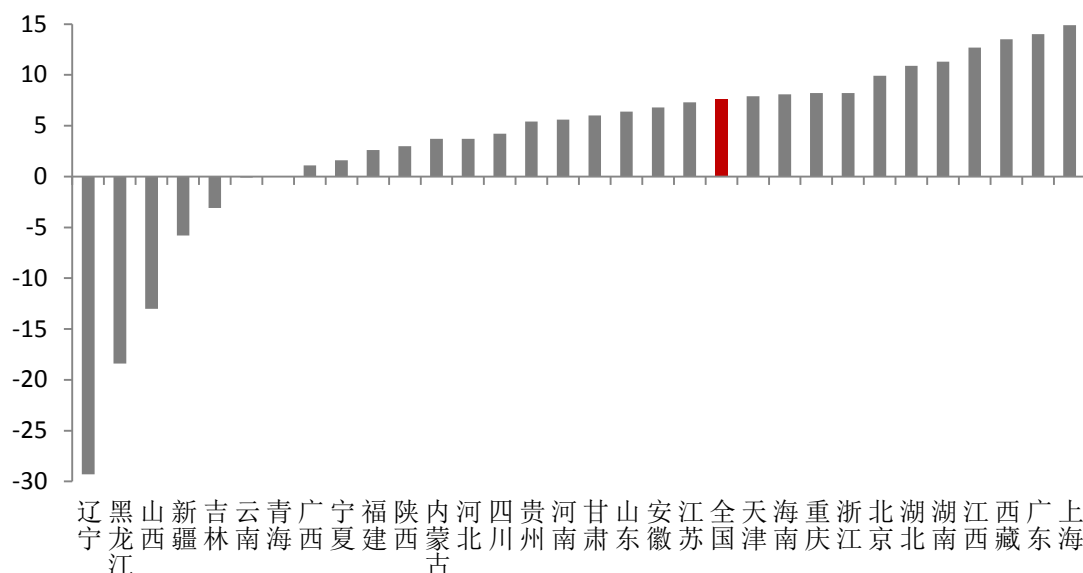
4. 部分省份经济增长进一步放缓

2015 年以来，部分省份经济增长困难增大，GDP 增速继续显著放缓，财政收入出现负增长，区域经济下行甚至失速的风险不断上升。

从经济增速看，辽宁和山西的经济回落最为明显。2015 年前三季度，辽宁 GDP 同比仅增长 2.7%，增速比上年同期回落 3.5 个百分点，而 2014 年该省 GDP 增速已经比 2013 年回落了 2.9 个百分点；同期，山西 GDP 同比仅增长 2.8%，增速比上年同期回落 2.8 个百分点，而 2014 年该省 GDP 增速已经比 2013 年回

落了 4 个百分点。其他省份公布的 GDP 增长率都在 5.5% 以上，但实际情形可能更加严峻，从财政、投资等指标上即可窥见一斑。

图 13：2015 年前三季度各省份财政收入增速（%）



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

从涉及的省份和回落的幅度看，财政、投资增长下滑比 GDP 更严重。2015 年前三季度，全国近 1/5 的省份财政收入负增长，降幅最大的几个省份是辽宁（-29.3%）、黑龙江（-18.4%）和山西（-13%）；较上年同期，辽宁、新疆、西藏、黑龙江财政收入增速回落幅度最大，均在 20 个百分点以上（图 13）。2015 年前 10 个月，辽宁投资同比大幅下降 23.8%，内蒙古、黑龙江增速均低于 3%；较上年同期，辽宁、内蒙古、甘肃、宁夏、新疆投资增速回落幅度最大，均在 10 个百分点以上。

这些省份的经济在下行中逐渐形成了负反馈循环链条，即“投资低迷—经济放缓—财政减收”，地方政府由于财力趋紧，无法通过增加投资刺激经济，短期难以走出增长放缓困境，因此不排除 2016 年部分省份经济更趋困难的可能性。

二、2015 年金融形势回顾与 2016 年展望

(一) 2015 年金融运行形势回顾

2015 年，面对经济下行压力加大，金融市场波动加剧的复杂局面，货币政策更加注重稳增长、防风险和促改革，实施了 5 次降准降息，取消存款利率浮动上限，完善人民币兑美元汇率中间价报价机制，改革力度超过预期。目前存贷款利率管制基本放开，汇率中间价形成机制更加市场化。在宽松基调和改革提速双驱动下，银行体系流动性充裕，货币信贷增长较快，企业融资环境有所改善。但是，受经济下行、产能过剩、企业贷款需求低迷等因素影响，社会融资规模不升反降。金融风险有所上升，尤其是股市经历大涨大跌，汇率波动加大，债券违约现象增多，需要引起关注。

1. 货币供应增长较快，融资环境有所改善

宽松货币政策逐步显效，货币供应保持较快增长。2015 年 10 月末，M1 增长 14%，达到 2013 年 2 月以来的最高值；M2 增长 13.5%，比上年同期提高了 0.9 个百分点，快于年初预期（图 14）。这既与货币政策助力“稳增长”有关，也与降准背景下货币乘数上升、银行体系的货币创造能力增强有关，还与股市波动背景下，央行发挥最后贷款人作用，平抑金融市场过度波动有关。预计 2015 年全年 M2 增长 13.3% 左右，新增人民币贷款约 11.5 万亿元。

随着货币政策放松和效果的显现，企业融资环境趋于改善。2015 年三季度，金融机构人民币贷款加权平均利率为 5.7%，为 2011 年以来的历史最低值，基准利率上浮区间贷款比重为 66.8%，相比上年同期下降 4.46 个百分点。

人民币贷款新增较多，占社会融资规模的比重显著上升。2015 年 1-10 月，新增人民币贷款 9.5 万亿元，比上年同期多增 1.3 万亿元，占社会融资规模的比重为 77%，相比上年同期上升 16.1 个百分点。新增人民币贷款增长较快主要与同业业务治理背景下，表外业务重回表内有关，以及部分企业可能存在“借

“新还旧”的现象，并不代表实体经济的根本好转。相反，多种现象表明，企业长期投资意愿依然较为脆弱，融资需求不容乐观：一是中长期贷款比重有所下降，1-10月新增中长期贷款约5.5万亿元，占新增人民币贷款的比重为52.7%，比上年同期下降6.1个百分点；二是居民和非金融企业贷款比重下降，1-10月居民和非金融企业贷款占新增贷款比重为90.7%，相比上年同期下降9.3个百分点。

图 14：货币总量较快增长

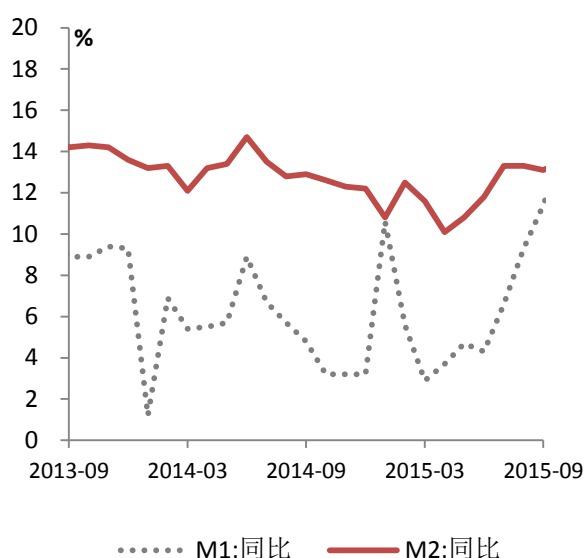
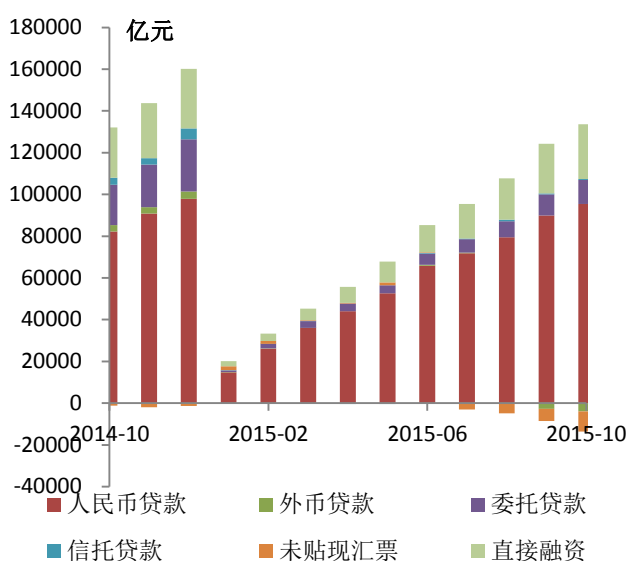


图 15：社会融资规模不及同期



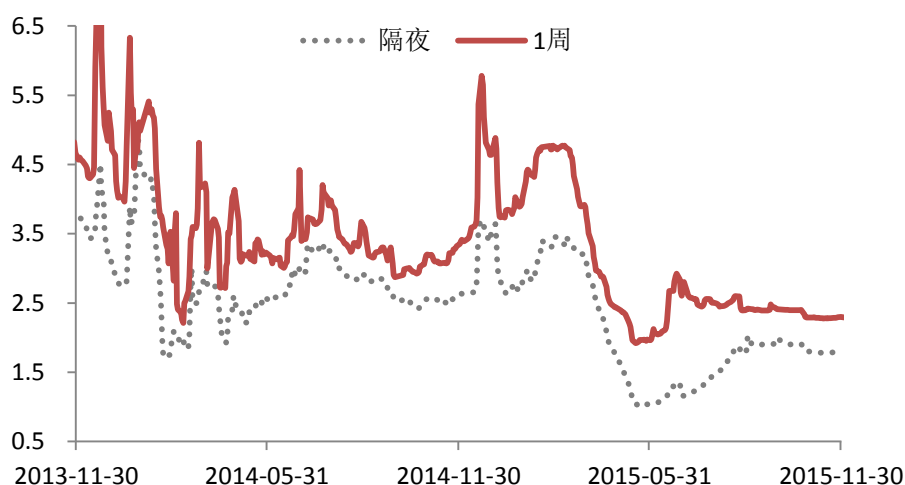
资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

社会融资规模增量减少，表外业务份额持续萎缩。2015年1-10月，社会融资规模增量为12.4万亿元，相比上年同期减少1.1万亿元。社会融资规模增量不及预期主要与实体经济下行、企业融资需求不旺有关，同时也与影子银行业务规模收缩有关。其中，新增未贴现银行承兑汇票、委托贷款和外币贷款下降较快，分别比去年同期下降8341亿元、7777亿元和7016亿元（图15）。银行承兑汇票、委托贷款等表外业务持续萎缩，主要是与监管强化金融机构同业业务治理有关。与此同时，在汇率双向波动、境内外利差收窄的背景下，企业逐渐降低外币负债，导致外币贷款下降。

2. 货币市场利率下行，流动性总体充裕

在货币政策宽松基调下，货币市场利率不断下行。尽管 2015 年三季度以来，受股市震荡和汇市波动影响，隔夜和 1 周 SHIBOR 出现较快上行，但此后随着股市和汇市的基本稳定，以及第 5 次降准降息的启动，货币市场的局部流动性紧张局面有所缓解，各期限 SHIBOR 重启下行通道。11 月末，隔夜和 1 周 SHIBOR 分别为 1.79% 和 2.29%，比年初分别下降约 185 和 260 个基点，处于近四年来较低水平（图 16）。

图 16：隔夜和 7 天 SHIBOR 走势（%）



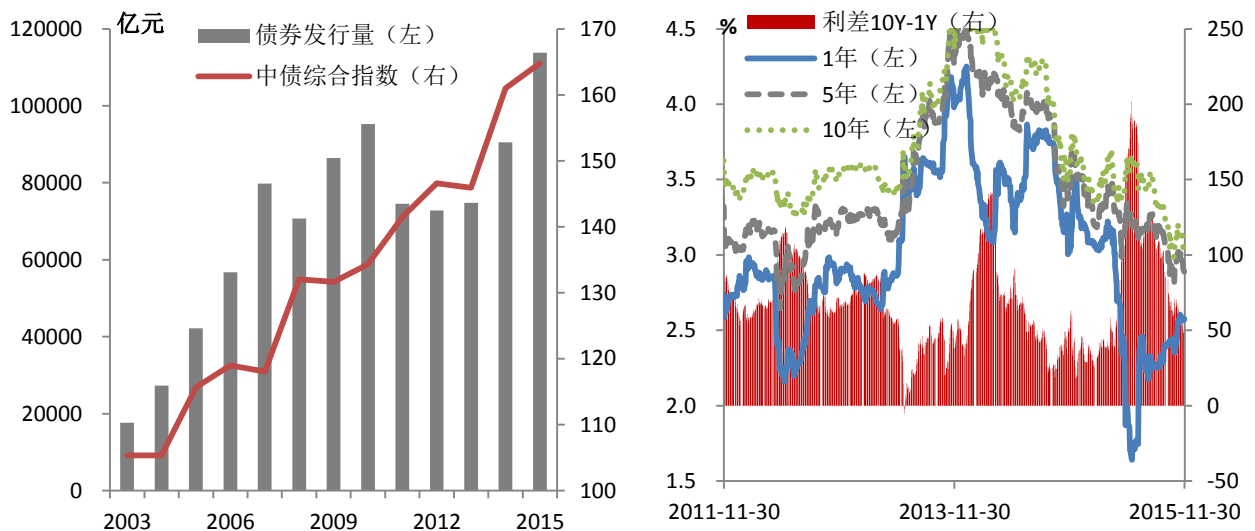
资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

3. 债券市场稳步“走牛”，但债券违约现象有所增加

2015 年是债券市场的改革之年，债券发行条件不断松绑，债券对外开放进一步提速，地方政府债务置换加速推进。受益于债券市场改革的提速以及流动性的相对宽松，债券市场稳步“走牛”。与此同时，股票市场的大幅波动进一步凸显了债券市场的避险功能，债市行情不断看涨，债券发行量和市值攀升。2015 年 11 月 30 日，中债总指数为 164.8 点，比年初上升了 9.5 点；1-10 月，债券累计发行 11.3 万亿元，相比上年同期增加约 3.57 万亿元（图 17）；截至 10 月，债券市值为 34.7 万亿元，相比上年同期增加约 5.6 万亿元。

尽管债券市场整体向好，但信用债市场分化不断加剧。一方面，债券违约现象有所增加，“湘鄂债”、“天威债”、“中富债”等信用事件频出；另一方面，中长期债券投资风险有所降低，利率期限结构曲线在经历二季度末的快速陡峭化之后不断走平，10年期和1年期国债收益率利差已由最高点时的200个基点回落至11月底的50个基点左右（图18）。

图 17：中债综合指数及债券发行量 **图 18：国债收益率曲线及利差变动**



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

4. 股市经历大涨大跌，投资者信心正逐步恢复

2015年上半年，股票市场快速上涨，上证综指由年初的约3350点上涨至6月中旬最高点的5121点，上涨幅度为53%。6月底之后，受前期杠杆过大、上涨过快等因素影响，股市经历了较大幅度下跌。随着一系列救市措施的出台，投资者恐慌预期有所减弱。进入四季度，在一系列利好因素（降准降息、国企改革提速、“十三五”规划建议出台）的推动下，投资者信心逐步增强，股票市场重拾小幅上涨行情。12月1日，上证综指为3456点，相比年初上涨了3.6%（图19）。与此同时，随着前期估值过高的调整，沪深两市估值开始修复。10月末，深交所平均市盈率为45.08，相比5月份最高点时回落16.3，相比去年同期上升13.09（图20）。

图 19：沪深两市股指大涨大跌

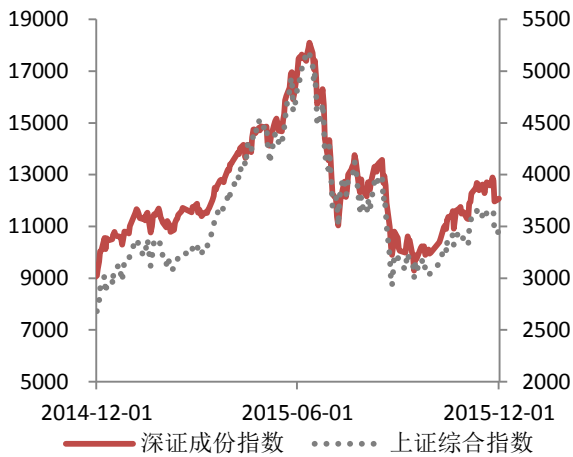
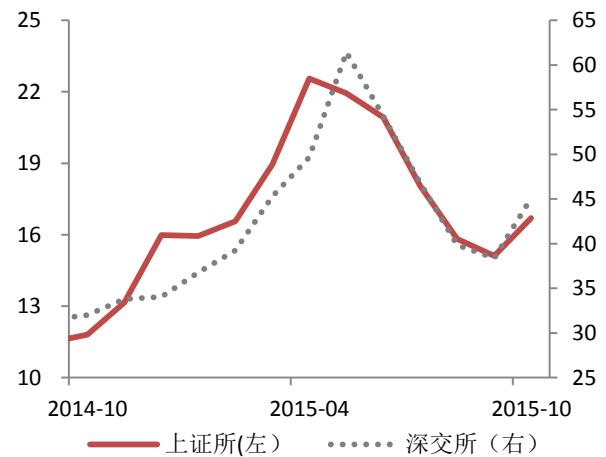


图 20：沪深股市市盈率

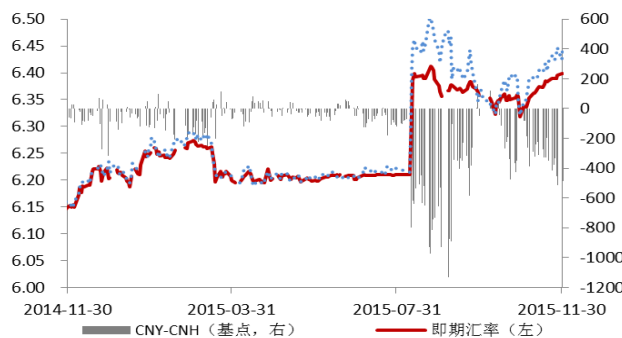


资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

5. 人民币汇率双向波动特征明显，境内外汇差有所减小

2015年，人民币汇率双向波动特征明显增强。在经历一季度的小幅走贬后，二季度人民币汇率走势比较稳定。8月11日，新一轮汇率市场化改革启动以来，受美联储加息预期走强、前期汇率贬值预期累积等因素影响，人民币汇率经历了较大幅度的贬值。此后，随着市场恐慌情绪的逐步修复，人民币汇率趋于稳定。11月末，美元兑人民币即期汇率为6.398，相比年初贬值约2.9%，境内外汇差（CNH-CNY）为265个基点（图21），相比年初扩大178个基点，但相比最高约1130个基点的水平明显缩小。

图 21：美元兑人民币汇率走势



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

（二）2016 年金融形势主要判断

1. 货币供应总体充裕，信贷和社会融资规模平稳增长

货币供应保持总体充裕，M2 调控弹性将进一步增大。2016 年，有利于货币供应增长的因素主要有：一是经济下行压力依然较大，货币政策将继续保持宽松基调；二是随着地方政府债务置换规模的推进，存款性公司的地方政府债券等投资进一步扩大，通过银行体系派生货币的能力增强。不利因素主要有：美元步入加息周期，人民币仍存贬值压力，外汇占款将继续少增或下降。与此同时，在利率市场化几近完成的背景下，为进一步完善货币政策调控框架，未来央行或逐步弱化 M2 作为政策中介目标的作用，给予 M2 更大的弹性。

信贷保持较快增长，支持经济结构调整和转型升级。2016 年是“十三五”规划的开局之年，商业银行信贷增长机遇明显。一是发展动力转换带来更多新业务增长点，“一带一路”建设、长江经济带、京津冀协同发展等新增长空间不断拓宽，海洋经济、网络经济等新业态不断涌现，节能环保、智能制造、高端装备等新产业不断壮大；二是开放经济新格局带来跨境业务大发展；三是绿色金融有望成为未来发展新蓝海。但是信贷增长也面临一些不利的因素：一是国内外市场需求疲弱、部分行业产能过剩制约信贷增长；二是企业盈利能力普遍下降，投资意愿难以较快回升；三是不良贷款规模和不良率持续走高，银行业对贷款发放更加谨慎。

社会融资规模总体稳定，直接融资占比有望进一步提高。2016 年，社会融资规模增长既面临有利条件，也面临不利影响。有利条件包括：一是股市逐步企稳，IPO 将逐步恢复，这有利于恢复股票市场融资功能；二是债券市场开放和创新力度增强，不良资产证券化、高收益债券等新的债券品种有望推出和加快发展，债券市场融资功能将进一步发挥。不利因素包括：一是随着地方政府债务置换的推进，原来属于社会融资规模的融资平台债务转变成统计范畴之外

的政府债务；二是受人民币贬值压力犹在、同业业务收缩等因素影响，外币贷款和表外融资占比或有所下降。预计 2016 年社会融资规模保持总体稳定，直接融资占比或达 23% 左右，比 2015 年提高 2 个百分点。

2. 保持适度流动性，货币市场利率或维持低位

2016 年，美元持续走强，人民币存贬值预期，中美利差将有所收窄，资本外流压力有增无减，货币市场流动性面临一定的压力。但是，考虑到未来国内稳中偏松的货币政策取向不变，央行将灵活运用公开市场操作、再贷款、再贴现和 SLO、SLF 等新型货币政策工具，调量更调价，优化政策组合，平抑 IPO、季节性和其他各类因素引发的短期波动，货币市场发生大幅波动的可能性不大，各期限利率将保持较低水平。从不同期限利率来看，由于市场宽松预期比较稳定，预计 3 个月、6 个月和 1 年期等期限利率将在低位更加平稳地运行。

3. 低利率时代持续，债券市场波动中小幅上行

2016 年，债市整体上继续向好，但需关注违约风险上升及短期回落压力。具体来看：一是经济下行，货币政策仍有进一步宽松的必要性和条件，低利率时代持续，有利于推动债券市场上行。二是人民币成功加入 SDR，境外机构对人民币资产尤其是国债等高等级债券的配置需求明显上升。三是低等级债券信用持续恶化，债券违约事件继续增多。随着经济的减速下行，企业经营困难和破产倒闭的数量不断增加，违约风险还将进一步上升，不仅是低等级债券违约风险加大，部分高等级债券的违约风险也在加大。四是受前期股市、汇市调整影响，部分低等级、中短期债券超配，未来存在调整和回落的压力。整体而言，债券市场将在波动中小幅上行，但上行的速度和幅度将小于 2015 年。

4. 股市步入修复建设期，改革回归主旋律

2016 年股市发展既面临改革加快的机遇，也面临实体经济表现不佳、外部冲击加大的重重阻力，总体而言取决于经济企稳的速度、改革的力度和投资者

信心的恢复程度。积极因素方面，股票发行注册制、多层次资本市场建设等一系列改革加速推进，有利于增强投资者信心，并实质性地改善股市投资效率；国有企业改革提速，带来资产证券化、兼并重组等新的发展机遇。不利因素则主要包括宏观经济层面亮点不多、企业盈利压力依然较大，难以驱动股市全面上涨。与此同时，资本账户开放提速，境内外资本市场联动增强，外部冲击对境内金融市场影响加大，尤其是美联储加息政策的不确定性会不时冲击股市走势。

5. 人民币短期仍有贬值压力，但幅度温和可控

2016年，国内外经济金融形势错综复杂，人民币短期仍有贬值压力但幅度温和且可控。一是国内经济增速进一步放缓，经济金融风险有所凸显。二是国内货币金融环境稳中偏松，中美利差收窄加剧人民币贬值预期。三是美元走强，新兴市场和发展中国家的资本外流和本币贬值压力进一步加大。考虑到全球经济增长低迷，主要国家货币政策分化，美元加息初期力度不会太大，人民币贬值幅度可控。长期看，中国经济基本面依然向好，经常项目仍将保持较大顺差，人民币国际化进程加快，将支撑人民币的强势货币地位。同时，“811汇改”助推人民币汇率市场化形成机制改革步入新阶段，未来人民币汇率弹性增强，双向波动运行特征明显，将在合理均衡水平保持稳定。

（三）2016年值得关注的金融风险

受实体经济去产能、房地产去泡沫等因素影响，各类隐性的风险正在加速暴露。传统产业产能严重过剩，企业的投资回报降低甚至出现大规模亏损，企业陷入“债务—通缩”风险的可能性正在加大；三、四线城市房地产市场持续去库存，土地出让收入不断减少，地方政府还债压力加大；股市、汇市异常波动风险犹存，债市调整压力也将有所增大，这将加大金融体系的流动性风险。防范和化解不良贷款风险的任务更加艰巨，守住风险底线的问题值得关注。具体包括：

一是企业面临“债务上升—盈利恶化—通缩加大”的三重冲击。我国商业银行的不良贷款上升较快主要与企业经营状况恶化、债务水平不断上升有关。2014年我国非金融企业部门债务率（债务余额/GDP）为114.7%，相比2009年上升了6.1个百分点，也显著高于美国（77%）、德国（54%）、日本（101%）等国家。在企业债务总水平上升的同时，企业盈利能力正在快速下降，2015年1-10月，规模以上工业企业利润下降2%，国有企业利润同比下降9.8%。钢铁行业上市公司大面积亏损，ROE加权水平已降至-8.3%。与此同时，通缩苗头开始出现，将进一步加大企业实际偿债压力。以1年期银行贷款利率4.35%和非金融机构对其他存款性公司7.5万亿元的债务总量计算，意味着每年的偿债利息将达3.2万亿元，约占2014年新增贷款的33%。

二是实体经济贷款需求低迷，制约货币政策传导效果。受企业盈利增速放缓、偿债压力加大等多重因素影响，企业贷款需求低迷，制约货币政策传导效果。9月末，大、中、小微型企业贷款需求指数分别为51.9%、53.4%和59.1%，均为有数据以来的历史最低值，其中，小微企业和中型企业贷款需求指数下滑更大，分别比去年同期下降11.7和8.6个百分点。

三是不良贷款拨备覆盖率下降，风险抵御能力减弱。在商业银行不良贷款率增长的同时，拨备覆盖率正在下降。截至2015年9月末，商业银行不良贷款余额为1.18万亿元，较上年同期增加4194亿元，不良贷款率为1.59%，较上年同期上升0.43个百分点。商业银行拨备覆盖率从2014年的273%不断下降，到2015年9月末为191%，部分银行在160%左右，已经接近监管红线150%。

四是警惕不良贷款上升与惜贷情绪增大形成负反馈循环。情景模拟分析显示，商业银行2%左右的不良率就可能触及监管红线。假设贷款总额增速在10%，原有不良贷款率为1.59%，拨备覆盖率为191%，那么一个季度环比27%的不良贷款增长就可以导致不良贷款率上升至1.84%，拨备覆盖率下降至150%，触及监管红线。值得关注的是，不良贷款上升将侵蚀银行利润，导致银行惜贷情绪

上升，进而收紧信贷，不良贷款将加速暴露。如果不良贷款继续环比增长 50%，那么不良贷款率就会升至 2.5%，为了维持 150%的拨备覆盖率必须新计提 1.1 万亿元左右资金，这几乎将侵蚀掉商业银行三个季度左右的利润。

表 4：2015-2016 年中国经济金融主要指标预测 (%)

指 标	2013	2014	2015					2016 (F)
			Q1	Q2	Q3	Q4 (E)	2015(E)	
GDP	7.7	7.3	7.0	7.0	6.9	6.9	6.9	6.8
工业增加值	9.7	8.3	6.4	6.3	5.9	6.1	6.1	6.0
固定资产投资	19.6	15.7	13.5	10.3	8.8	9.3	10.0	8.5
社会消费品零售额	13.1	12.0	10.6	10.3	10.7	11.0	10.7	10.8
出口	7.9	6.1	4.5	-2.9	-6.2	-6.3	-3.2	3.0
进口	7.3	0.4	-17.8	-13.8	-14.5	-14.7	-15.2	1.5
CPI	2.6	2.0	1.2	1.4	1.7	1.3	1.4	2.0
PPI	-1.9	-1.9	-4.6	-4.7	-5.7	-5.7	-5.1	-3.0
M2	13.6	12.2	11.6	11.8	13.1	13.3	13.3	13.0

资料来源：中国银行国际金融研究所

三、宏观经济政策取向

2016年，经济增长仍旧低迷，“稳增长”应持续加码。为实现新旧动力的顺利转换，保持经济金融基本稳定，宏观政策将坚持宽松取向，在坚持扩大需求的同时，更加重视供给侧的管理和改革，着力点在加快改革步伐、释放制度红利，减税和降低企业生产成本并举，扩大企业投资生产和居民消费，加快创新和提高产品质量，使新供给更好地满足新需求。

（一）财政政策与货币政策

1. 以扩大赤字和大幅减税为财政政策的新抓手

考虑货币政策效力趋于下降且防范和化解金融风险的任务更加艰巨，2016年宏观经济政策将更加重视积极财政政策在“稳增长”中的作用。

一是提高财政赤字率。2015年赤字率在2.3%左右(实际收支口径约为2.7%)，低于3%的国际安全线。实际上，赤字率低于3%是欧盟对其成员国的一个约束条件，并无科学依据。从历史经验看，当前我国赤字率仍有提升空间，预计2016年赤字率将达到3%左右。

二是加大减税力度。作为“供给侧”管理的重要内容，2016年将加大对新兴产业和消费领域的减税力度，以促进新产业的涌现和扩大消费新需求。落实已出台的针对“三农”、小微企业的税收优惠政策；重点加大对先进制造业、服务业、新兴产业以及“双创”等的税收扶持力度；加快研究制定综合与分类相结合的个人所得税改革方案，体现每个家庭的差异，切实减轻工薪阶层的税收负担。

三是保持较高的财政支出增速。政府将加快推动和完成2016年重大水利工程、铁路建设、棚户区改造等重点项目的投资建设，并着力提供更加优质、多样的公共产品和服务。推动各级政府继续加强预算执行管理、提高对重大项目

的督查力度，加快盘活和统筹财政存量资金，提高财政资金使用效益。

四是多措并举缓解资金约束。2016 年中央将提高新增地方政府债券规模，进一步推动地方政府债务置换。继续推进政策性银行发行专项金融债券，以项目资本投入、股权投资等方式支持地方基建、民生项目。继续推广 PPP 模式，完善基础设施投融资机制。推广设立 PPP 融资支持基金，加快推进新兴产业创业投资引导基金、国家中小企业发展基金等，发挥财政对社会资金的撬动功能。

2. 加快构建货币政策“利率走廊”新框架，更加注重区间调控

2016 年，货币政策要继续把握好稳增长和防风险的平衡，针对跨境资本流动压力加大、“债务-通缩”可能性加大等新情况，更加强调前瞻性、灵活性和针对性，加快构建货币政策新框架，更加注重弹性调控和区间调控，提高存量金融资产的周转效率。

一是构建“利率走廊”新框架，引导货币市场利率低位平稳运行。2016 年，考虑到物价下行、“债务-通缩”风险上升、金融市场波动加剧等因素，货币政策将更加注重防风险、防通缩目标。作为防范风险的重要制度安排，构建“利率走廊”有利于降低货币市场波动，也是多数国家货币政策操作框架在由数量型走向价格型的转型过程中，普遍采用的做法。我国构建“利率走廊”的可能路径是：以常备借贷便利利率为上限、以超额准备金存款利率为下限，通过加大 SLO、SLF 等结构性工具运用，调控短期基准利率。

二是“量价并重”，更加注重区间调控。考虑到外汇占款减少常态化、“债务-通缩”风险带来的货币周转速度下降、积极财政政策实施的有效配合，货币政策会继续量价并重，更加重视区间调控和量的补充。注重稳定短期利率，促进市场利率在合理区间平稳运行；继续择机降准，弥补外汇占款下降导致的基础货币缺口；考虑到基准利率已处于历史低位，进一步降息空间不大。预计 2016 年全年新增人民币贷款 12 万亿元左右，M2 增长 13%左右，下调存款准备

金率 200 个基点左右，降息 1 次左右。

三是加快不良资产证券化，防范外汇市场过度波动风险。不良资产上升及其伴随的惜贷行为已成为制约货币政策发挥作用的关键因素和主要风险，与此同时，汇率变动对货币政策的负面影响更加明显，要采取措施及时化解内外部风险。进一步扩大资产证券化规模，放宽资产证券化品种限制，加快不良资产证券化试点，增加金融机构化解风险的手段；加快高收益率债券等产品创新，提高债券市场开放程度，切实发挥好债券市场在促进中小企业融资、完善货币政策传导和提升货币国际化方面的积极作用；扩大外汇市场交易时间，丰富交易主体，增加做空人民币成本。

（二）产业政策着力破解无效供给过多和有效供给不足矛盾

产能过剩方面，在继续“消化一批、转移一批”的基础上，进一步推动落实“整合一批、淘汰一批”，减少无效供给。一是强化环保、安全、能耗、质量等指标的约束作用，限制不达标产能进入；二是通过财政资金、合理信贷政策引导，支持优势企业通过兼并、收购、重组落后产能企业，适当支持龙头企业通过贷款、发债等加快技术改造和产品升级；三是完善企业破产退出机制，做好“僵尸”企业的有序退出，同时做好职工安置工作。

降低企业成本方面，加快形成符合消费新需求的有效供给。进一步减少行政审批事项，清理和规范行政事业性收费；加大对中小微企业的税收优惠力度；拓宽中小微企业融资渠道，鼓励和引导商业银行增加对中小微企业的信贷投放，完善担保体系和社会征信体系，加快社区银行、民营银行等中小金融机构发展；加强物流市场管理，加大对乱设卡、乱收费、乱罚款等现象的清理整顿。

房地产方面，不同区域的政策会有所区别，房价上涨较快的一线城市坚持限购政策不放松；部分二线城市和三、四线城市是去库存的主要目标，一是进一步加大税收减免、信贷等政策支持，二是根据各地库存情况灵活调整棚户区

改造、保障房政策，通过资金补贴或收购商品房等方式补充棚改房和保障房，三是加快推进区域经济一体化，通过加快户籍制度改革等方式推进以人为本的城镇化，促进农民工在城镇定居落户。

（三）消费政策将聚焦培育壮大新消费热点

新消费是未来居民消费结构升级的重点方向，也是当前打造增长新动力的关键领域。2016年，消费政策将更加注重创造良好消费环境，支持企业扩大新消费供给，完善支持新消费的财税体系。

一是营造安全、诚信、优质、便利的消费环境。围绕打造放心产品和提供优质服务，健全农产品、食品、药品、家政、养老等领域的标准和规范，探索建立日用品和服务全过程质量安全追溯体系，搭建全国统一、共享、公开的信用信息网络平台，提高政府和第三方机构质量监管监督能力，支持消费者协会等社会组织在保护消费者权益中发挥作用。

二是打造支撑新消费供给的产业和企业集群。鼓励社会资本瞄准新消费需求，促进传统消费品和服务升级，简化新消费行业创业流程，降低新企业创办门槛，全面推进“三证合一、一证一照”。加快推动教育、医疗、文化、养老等领域对内对外开放，适当扩大日用品进口，丰富消费者选择。

三是构建强有力的财税政策支持新消费发展体系。进一步扩大小微企业减半征收所得税范围，提高小微企业、个体户等增值税和营业税起征点，让更多市场主体享受减税红利，激发新消费供给活力。上调个人所得税免征额，逐步将纳税人家庭负担计入抵扣因素，增强中等收入群体消费能力。

（四）投资政策将着力发挥政府投资撬动作用

政府投资应当在经济下行期逆势而动，发挥“四两拨千斤”的带动作用。2016年，投资政策在引导企业增加投资的基础上，应将更多精力放在推动政府

投资上，选择那些拉动力强、影响力大的项目，最大限度发挥其乘数效应。

一是实施一批信息、交通、水利、能源等重大基础设施工程。加快建设以高铁、城际铁路、高速公路、民航机场等构成的快速交通网，推动大型仓储物流中心与邻近交通枢纽的同步建设。推进跨流域调水工程和区域水网工程建设，系统整治江湖流域，建设内河高等级航道和港口。

二是推进城镇和区域公共设施、公益设施建设。加大城镇棚户区改造和危房改造，保持一定数量的保障房建设，统筹解决新转移人口居住问题。加强城市公共交通、水电气地下管网和防洪防涝等设施建设，把城市合理规划布局和建设停车场结合起来，加快配建电动汽车充电桩等设施。此外，还要注重加大对中西部、东北的投资力度，尽早在“一带一路”建设、京津冀协同发展和长江经济带的重点项目上取得成效。

三是创新政府资金与社会资本投资合作模式。推动健全政府和社会资本合作（PPP）法律法规体系，明确并规范政府和社会资本的权责利关系，稳定社会资本预期，鼓励和吸引社会资本参与基础设施和公共服务领域投资。鼓励地方探索基金注资、投资补助等多种模式，拓宽PPP平台企业融资渠道。

（五）外贸政策将着力拓展新的增长空间

2016年，外贸政策将结合“一带一路”建设、国际产能和装备制造合作等机会，争取有利的贸易规则，促进外贸反弹，形成贸易、投资和规则的良性互动。

一是把握有利的外部环境，进一步拓展出口空间。在一系列外交利好推动下，抓住“一带一路”沿线国家基础设施建设和亚洲基础设施投资银行发展机遇，拓展大型成套设备及相关货物服务出口空间。

二是大力发展服务贸易，打造外贸增长新源泉。依托现有各类开发区和自

由贸易试验区规划建设一批特色服务出口基地，充分发挥现代服务业和服务贸易集聚作用。结合全面实施“营改增”改革，建立健全服务贸易出口退税或出口免税的体制机制，形成符合 WTO 规则和国际发展经验的财税扶持政策。

三是推动 G20 贸易部长会议机制化，完善全球贸易治理机制。我国对外贸易和投资在全球有着广泛的利益关系，G20 是全球经济治理的重要平台，应积极推动 G20 贸易部长会议机制化，使其成为年度会议，完善全球贸易治理机制，推动国际经贸规则朝着有利于促进发展的方向变革。