

中国经济金融展望报告

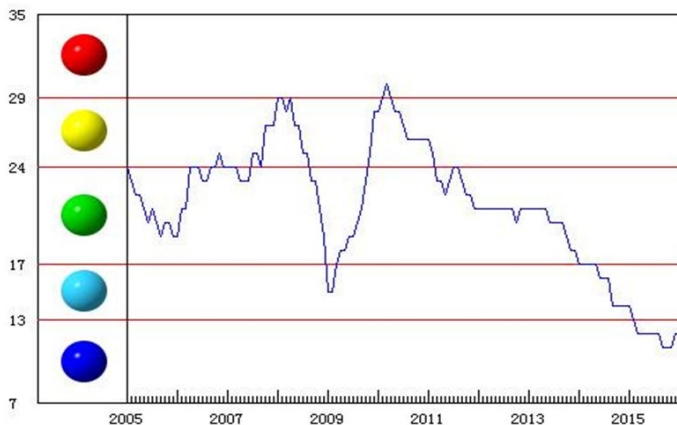
2016 年第 2 季度（总第 26 期）

报告日期：2016 年 3 月 31 日

要点

- 2016 年一季度，中国经济处在“多空博弈”的关键阶段，经济表现“喜忧参半”，受外需疲弱、传统行业去产能、消费放缓等因素影响，经济下行压力依然较大，同时投资企稳回升、PPI 降幅收窄等因素将有助于经济企稳。预测一季度 GDP 增长 6.6%左右。
- 展望二季度，一批“十三五”规划重大项目将逐步启动，专项建设基金、PPP 项目加快推进有利于促进投资增长。由于今年加大了去产能力度，工业增长将低位运行，但结构继续改善，节能环保、信息通讯、高端装备等新兴产业继续较快增长。预计 GDP 增长 6.7%左右，比一季度小幅回升，全年实现 6.5%-7% 的政府预期目标问题不大。
- 当前，应特别注意经济政策、改革措施之间的协调与配合，防止政策之间的不协调甚至“打架”。财政政策要担当稳定增长和供给侧结构性改革的主力，货币政策要引导货币信贷稳步增长，防范跨市场风险传染。

中国宏观经济预警指数



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

经济开局“喜忧参半”，政策协调性需提高

——中国银行中国经济金融展望报告（2016 第 2 季度）

2016 年一季度，中国经济处在“多空博弈”的关键阶段，经济表现“喜忧参半”，受外需疲弱、传统行业去产能、消费放缓等因素影响，经济下行压力依然较大，同时投资企稳回升、PPI 降幅收窄等因素将有助于经济企稳。预测一季度 GDP 增长 6.6%左右。展望二季度，一批“十三五”规划重大项目将逐步启动，专项建设基金、PPP 项目加快推进有利于促进投资增长。由于今年加大了去产能力度，工业增长将低位运行，但结构继续改善，节能环保、信息通讯、高端装备等新兴产业继续较快增长。预计 GDP 增长 6.7%左右，比一季度小幅回升，全年实现 6.5%-7% 的政府预期目标问题不大。

宏观政策将改变以往过度强调总需求管理的方式，更加重视供给侧结构性改革，这将对中国经济发展模式、动力机制产生深刻影响。控制经济下行压力、加强供给侧结构性改革、防范金融风险跨界传染以及防止资产价格泡沫等，是当前中国经济面临的主要困难和挑战。目前，应注意统筹经济政策、改革措施之间的协调与配合，防止政策之间不协调甚至“打架”现象的出现。宏观政策方面，财政政策要担当稳定增长和供给侧结构性改革的主力，加大减税降费力度，提高公共服务供给效率，进一步规范地方政府债务管理，防范财政金融风险；货币政策要加大结构性工具运用，引导货币信贷稳步增长，把握好降准时机，引导市场利率稳中有降，防范跨市场风险传染。同时要因城施策，平衡好房地产去库存与抑制泡沫之间的关系。

一、2016 年一季度经济形势回顾与二季度展望

（一）一季度经济运行主要特征：“喜忧参半”

今年一季度，中国经济正处在“多空博弈”的关键阶段，总体表现“喜忧

参半”：“喜”的是，稳增长政策正在显效，新开工项目爆发式增长，投资增长企稳，能源原材料价格止跌回升，PPI 降幅收窄；“忧”的是，工业生产、消费等指标增长放缓，出口降幅扩大，民间投资乏力，经济企稳基础不稳，下行压力依然很大。具体特征如下：

图 1：中国 GDP 季度增长走势

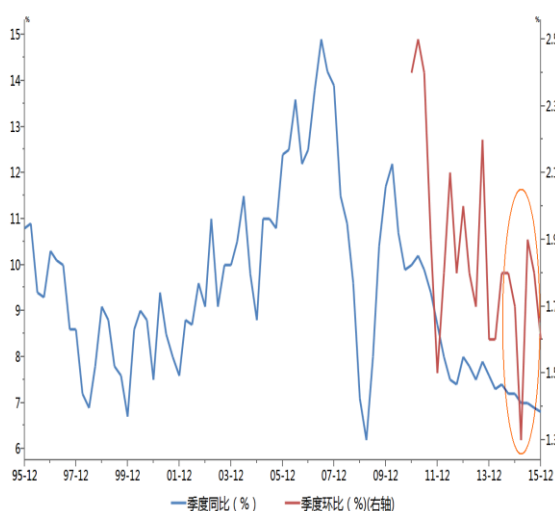
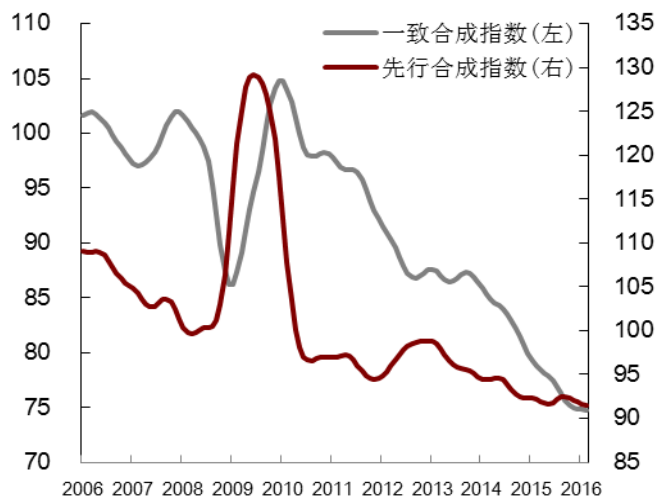


图 2：中国宏观经济景气预警系统

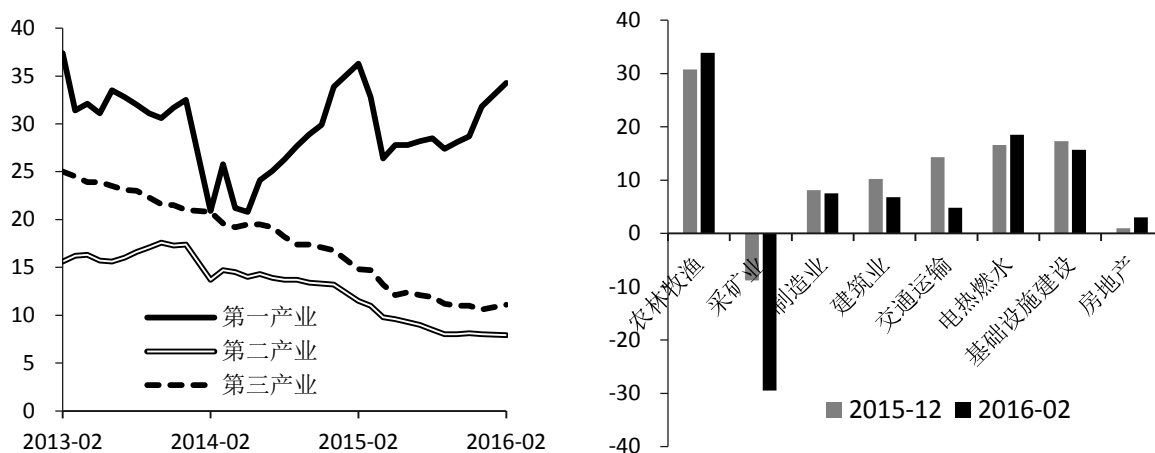


资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

一是投资实现“开门红”，投资结构分化明显，新开工项目爆发式增长。前 2 个月，投资同比增长 10.2%（图 3），增速高于去年全年 0.2 个百分点，也显著高于 9%左右的市场预期。在经济下行大背景下，投资回暖对稳定经济增长、提振市场信心意义重大。同时，投资结构分化（图 4），一些受国家政策支持农业、基础设施、战略性新兴产业等领域投资增长较快，一些传统行业，由于去产能压力较大、前景黯淡、盈利不佳，投资规模继续萎缩。比如，基础设施投资中，水利管理业投资增长 24.7%；公共设施管理业投资增长 26.5%；电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资增速（18.5%）比 2015 年加快了 1.9 个百分点。装备制造业投资同比增长 11.3%，增速比去年全年提高 1.1 个百分点，比全部制造业投资增速高 3.8 个百分点；汽车制造业投资增长 13.9%，同比加快 8.8 个百分点；纺织业投资增长 13.5%，同比加快 4.5 个百分点；食品制造

业增长 23.8%，同比加快 13.8 个百分点。与此同时，在市场需求不旺，去产能、去杠杆大背景下，高耗能行业投资负增长。1-2 月份，高耗能制造业投资同比下降 2.5%，而去年全年为零增长，五大行业（包括钢铁、煤化工、水泥、平板玻璃、电解铝等）中有四大行业投资下降。

图 3：固定资产投资增长开始企稳 图 4：主要行业投资完成额增速 (%)



新开工项目是判断投资非常重要的先行指标。一般来说，新开工项目加快增长，意味着未来一段时间投资增长也将提速。今年前 2 个月，新开工项目计划总投资增长 41.1%，比去年同期高出了 42.9 个百分点。新开工项目计划总投资快速增长，说明一年多来我国为稳增长出台的一系列稳增长政策，包括“十一大工程包^①”、“三大战略”、“六大消费工程^②”、PPP 项目建设等已经开始显效，也预示着未来一段时间，投资增长可能继续回升。

二是房地产去库存进程明显加快，销售旺盛（“量价齐升”）带动了前端土地和投资开发市场企稳，市场格局发生了重大变化。在降低首付比例、放松限购限贷、降息降准等政策利好刺激下，我国住房市场运行发生了重大变化。今

① “十一大工程包”包括信息电网油气等重大网络、生态环保、清洁能源、粮食水利、交通运输、健康养老服务、能源矿产资源保障、城市轨道交通、现代物流、增强制造业核心竞争力以及新兴产业重大工程。国家发改委相关负责人称，截至今年 1 月底，十一大类重大工程包累计完成投资 53096 亿元，比去年底增加 2532 亿元，已开工 339 个项目，比去年底增加 13 个。

② 2014 年 12 月，全国发展和改革工作会议提出，大力实施养老健康家政、信息、节能环保、旅游休闲、住房、文化教育体育等 6 大领域消费工程。

年前 2 个月，销售情况更加火爆，销售面积和销售额增幅分别达到了 28.2% 和 43.6%，比去年同期分别加快了 44.5、59.4 个百分点；商品房价格也不断上涨，2 月份百城住宅价格上涨 5.3%，连续 8 个月正增长。在销售端“量价齐升”的带动下，房地产开发投资增长开始企稳回升，从环比来看，房地产投资则从负增长转为正增长；房屋新开工面积达到 1.56 亿平方米，同比增长 13.7%，去年全年则下降 14%，去年 1-2 月下降 17.7%。房地产投资企稳回升对全部投资回升作用明显。据测算，1-2 月房地产开发投资占全部投资的比重为 23.8%（表 1），比去年全年提高了 6.7 个百分点，对全部投资增长的贡献率为 7.5%，比去年全年提高了 5.6 个百分点。

表 1：房地产投资在投资和经济增长中的作用

年份	GDP (亿元)	固定资产投资 (亿元)	房地产投资 (亿元)	房地产投资 /GDP (%)	房地产投资/全社会 固定资产投资 (%)
2007	268019.4	137323.9	25288.8	9.4	18.4
2008	316751.7	172828.4	31203.2	9.9	18.1
2009	345629.2	224598.8	36241.8	10.5	16.1
2010	408903.0	251683.8	48259.4	11.8	19.2
2011	484123.5	311485.1	61796.9	12.8	19.8
2012	534123.0	374694.7	71803.8	13.4	19.2
2013	588018.8	446294.1	86013.4	14.6	19.3
2014	635910.2	512020.7	95035.6	14.9	18.6
2015	676707.8	562000.0	95978.9	14.2	17.1
2016 (1-2)		38008.0	9052.0		23.8

资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

三是能源和原材料价格出现新变化，PPI 降幅收窄，CPI 涨幅扩大。2 月份 CPI 涨幅加快，引起了市场广泛关注，甚至有人警示通胀时代即将来临。但仔细分析，2 月份 CPI 上涨主要与食品价格上涨较快有关（图 5），其中鲜菜价格同比上涨 30.6%，拉动 CPI 上涨 0.86 个百分点，猪肉价格同比上涨 25.4%，拉动 CPI 上涨 0.59 个百分点，两项合计拉动当月 CPI 上涨 1.45 个百分点，占比达到 63%。鲜菜价格上涨与恶劣天气有关，猪肉价格上涨与“猪周期”有关，

即前期下降太多，能繁母猪存栏量大幅下降，导致猪肉供应显著减少。事实上，非食品价格涨幅不仅没有增大，反而还在减小。2 月份 CPI 中非食品 CPI 仅上涨 1%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点。我们认为，蔬菜价格涨幅会随着天气好转、供应增加而回落，猪肉价格上涨属于补涨性质，因此对近期 CPI 上涨不应担心，更不能因 CPI 上涨加快就认为宏观经济在好转。

图 5：食品价格带动 CPI 上涨

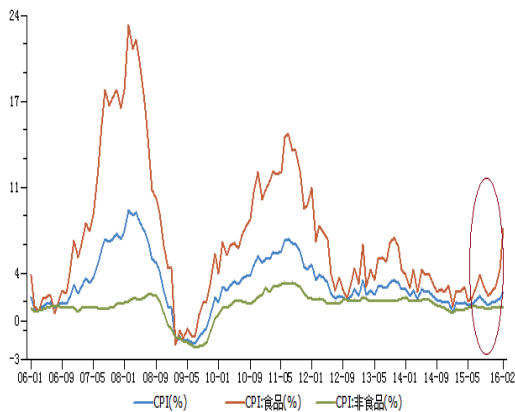
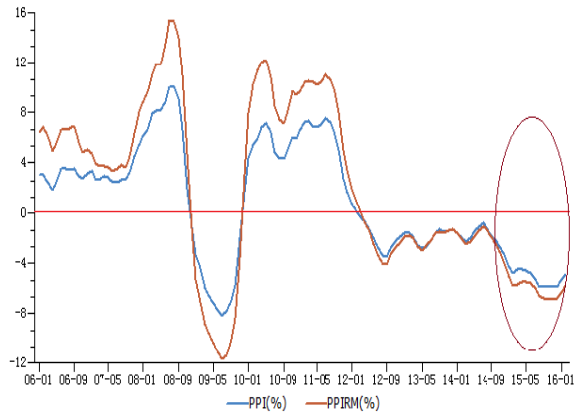


图 6：PPI 降幅显著收窄



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

图 7：百城住宅价格指数

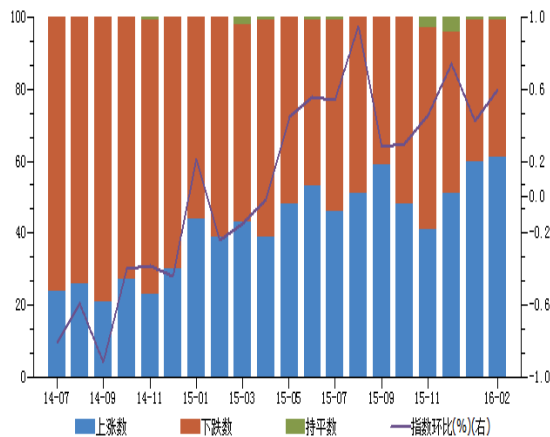
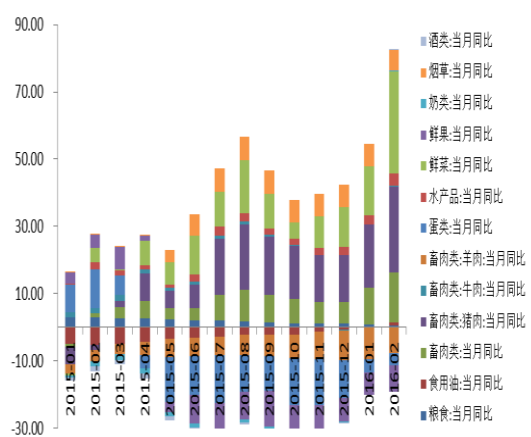


图 8：食品烟酒类商品涨幅对比



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

表 2: PPI 分类变化情况 (%)

年份	PPI	生产资料	生产资料			生活资料	生活资料			
			采掘工业	原材料工业	加工工业		食品类	衣着类	一般日用品类	耐用消费品类
2011	6.0	6.6	15.4	9.2	4.6	4.2	7.4	4.2	4.0	-0.6
2012	-1.7	-2.5	-2.4	-2.0	-2.7	0.8	1.4	2.1	0.9	-0.9
2013	-1.9	-2.6	-5.7	-3.1	-2.0	0.2	0.7	1.2	-0.2	-0.9
2014	-1.9	-2.5	-6.5	-3.0	-1.8	0.0	0.2	0.7	0.1	-0.8
2015	-5.2	-6.7	-19.7	-9.5	-4.3	-0.3	0.0	0.7	-0.7	-0.8
2016 (1-2)	-5.1	-6.7	-19.0	-9.0	-4.7	-0.5	0.3	0.7	-1.1	-1.7

资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

目前, 更值得关注的是近期能源原材料价格出现回升, 其不仅关系相关企业的开工率、经营效益和盈利状况, 而且也反映投资需求和企业生产状况。尽管 2 月份 PPI 还在下降 (-4.9%, 图 6), 但降幅比 1 月份收窄了 0.4 个百分点, 比去年四季度更是大幅收窄 1 个百分点 (表 2)。截至 3 月 18 日, 环渤海动力煤价格指数为 389 (元/吨), 比年初上涨了 4.6% (图 9); 螺纹钢期货结算价 2119 元/吨, 比年初增长了 18.4%, 比最低时 (12 月 1 日) 上涨了 30%; 铝期货结算价也比年初上涨了 7% (图 10); ICE 布油已突破 42 美元/桶, 比最低时 27.1 美元/桶上涨了近 55%。总之, 进入 2016 年以来, 钢铁、煤炭、电解铝以及国际原油等能源原材料价格重拾上涨态势, 无疑对改善相关行业生产经营、提高产能利用率、改善市场预期大有裨益。

图 9: 环渤海动力煤价格指数

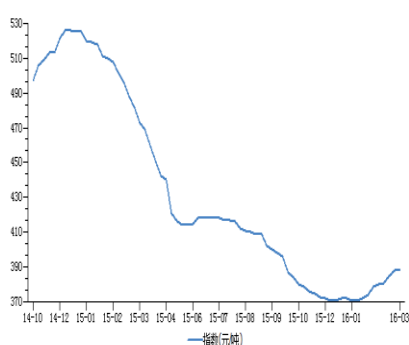
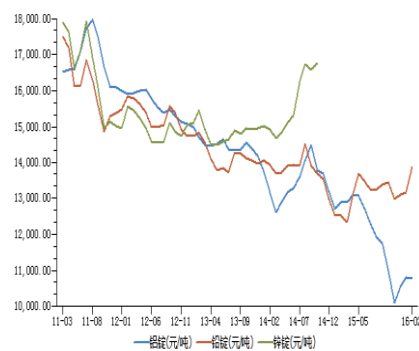


图 10: 上海有色金属现货月平均价格



资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

但是，与去年同期相比，今年前 2 个月一些重要经济指标还在继续回落，经济企稳基础并不牢固。

一是受外需疲软、产能过剩行业去产能、烟草行业大幅下降等因素影响，工业生产继续放缓。前 2 个月仅增长 5.4%，增速同比下降 1.4 个百分点，为 2009 年以来同期最低。尽管工业在 GDP 中的比重持续下降（由 10 年前的 41.4% 下降到 2015 年的 33.8%，下降了 7.6 个百分点），但对经济增长的影响依然很重要。

二是消费增长有所趋缓，主要与汽车、家电类等商品增速回落有关。前 2 个月，社会消费品零售总额增长 10.2%，增速比上年同期回落 0.5 个百分点，实际增速回落幅度更大（1.5 个百分点左右）。

三是外贸进出口降幅进一步扩大。前 2 个月，出口大幅下降 17.8%，增速回落了 32.7 个百分点；进口下降 16.7%，降幅比去年同期收窄 3.4 个百分点。受出口降幅更大的影响，外贸顺差由去年的 1198 亿美元下降为 959 亿美元，降幅接近 20%。

四是民间投资乏力。前 2 个月，民间投资仅增长 6.9%，低于上年同期 7.8 个百分点，也低于今年前 2 个月总体投资增长 3.3 个百分点，其占固定资产投资的比重也降低了 2 个百分点（从 63.6% 降至 61.6%）。尤其是经济水平较低的中西部地区，民间投资增长更加乏力，中、西部地区民间投资分别增长 6.7%、4.1%，分别比东部地区（8.6%）低 1.9、4.5 个百分点。

总之，今年一季度，我国经济运行总体平稳，投资等经济指标出现了企稳回升的苗头，但去产能、去库存、去杠杆效应叠加，经济企稳的基础依然不牢固，自主增长动力依然不足，工业、投资、消费等一些重要经济指标增长放缓，进出口增速更是大幅下滑，经济下行压力依然较大。初步预计，一季度 GDP 增长 6.6% 左右，增速比去年同期回落 0.4 个百分点左右；CPI 上涨 2.1% 左右，涨幅同比增大 0.9 个百分点。

（二）二季度经济形势判断

展望二季度，一批“十三五”规划重大项目将逐步启动，专项建设基金、PPP项目加快推进有利于促进投资增长，同时房地产销售和房价回升将带动投资企稳回升。受制于收入增速下滑、就业和收入预期略偏悲观，居民消费能力和消费意愿不强，消费加快增长面临挑战。由于今年加大了去产能力度，工业增长将低位运行，但结构继续改善，节能环保、信息通讯、高端装备等新兴产业继续成长。综合考虑，预计2016年二季度GDP增长6.7%左右，比一季度有所回升，全年实现政府预期目标（6.5%-7%）问题不大。

1. 从供给侧看，去产能将使工业继续低增长，金融业拖累服务业增长

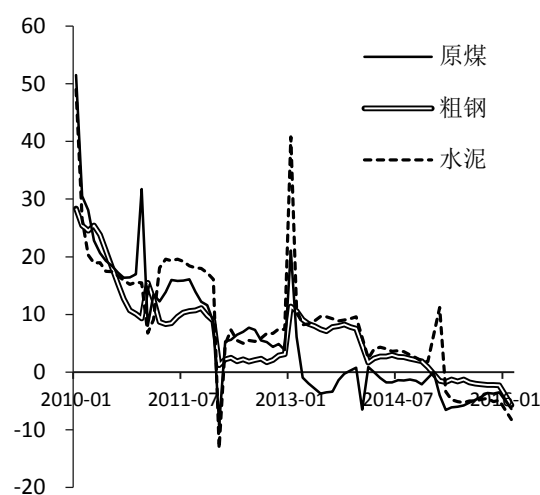
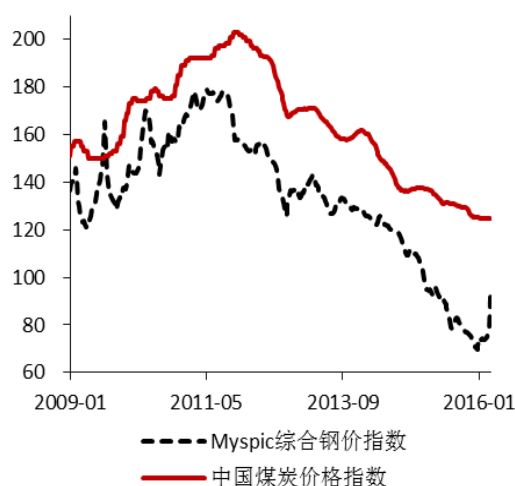
工业处于去产能调整过程中。今年以来钢铁等价格出现了回升，煤炭价格趋于稳定（图11），这主要在于企业下调计划产量或因亏损延迟开工，产品供应量明显下降，2月粗钢、原煤等产品产量分别下降5.7%、6.4%，降幅较上年分别扩大3.4、2.9个百分点（图12）。库存也一直低位运行，2月末全国主要市场钢材库存量同比下降14.3%，略微缓解了市场供需矛盾，但短期内需求仍难有较大改善。今年政府将重点抓住钢铁、煤炭等行业，严控新增产能，坚决淘汰落后产能，企业的兼并重组将增多。预计随着去产能的落地实施，二季度产能过剩行业增速将继续回落，但能源原材料价格上涨又有助于缓解下降压力。

新兴制造业仍将保持较快增长。高技术产业是政府着力推动发展的行业，2月份航空航天制造业、电子通信设备制造业和信息化学品制造业分别保持27.5%、12.1%、21.1%的快速增长。今年政府将推动落实企业研发费用加计的扣除，完善相关税收优惠政策，同时，“投贷联动”试点将启动，预计二季度电子通讯、信息等高技术制造业仍将保持快速增长。今年以来一些符合消费升级方向的新兴产品仍保持较快增长，如2月运动型多用途乘用车（SUV）、新能源汽车、智能手机等产品产量分别同比增长60.4%、75.9%、18.6%，预计二季度这些产业

快速增长势头不变。

综合来看，二季度工业增加值增速在 5.5% 左右，较一季度小幅回升 0.1 个百分点。此外，在房地产的带动下，建筑业增加值增速回升，2015 年四季度当季增长 7.3%，较三季度回升 1.5 个百分点，未来投资、房地产等仍有望继续回稳，预计建筑业增速将继续上升。综合来看，二季度第二产业总体保持稳定，可能较一季度略有回升。

图 11: 钢铁、煤炭价格指数 图 12: 产能过剩行业产量同比增速 (%)

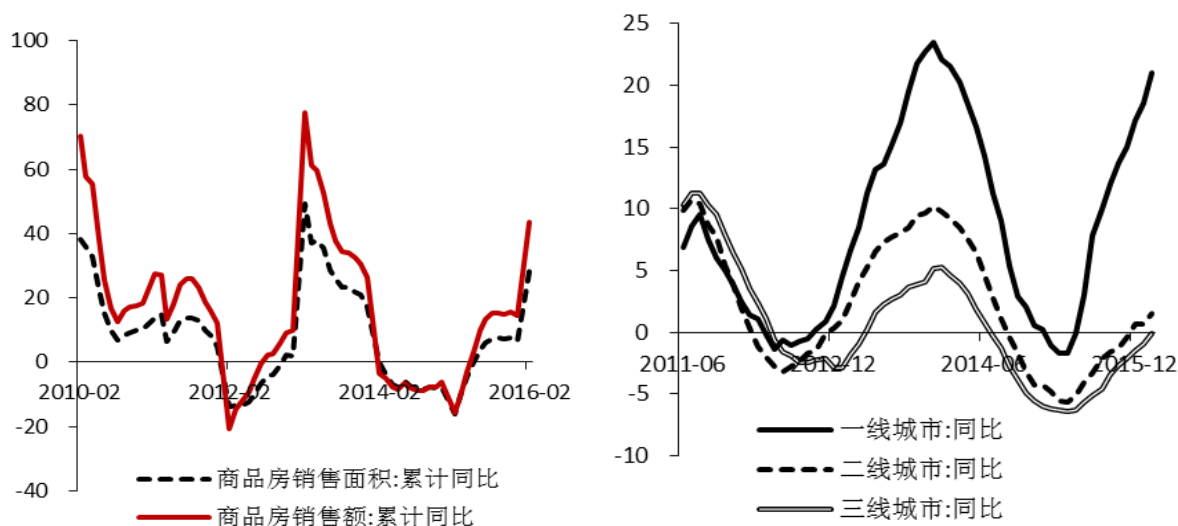


资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

房地产回暖带动生活性服务业增长。今年以来房地产业逐步回暖（图 13、14），预计二季度房地产业仍将延续回升态势：一是一些先行指标有所好转，显示房地产企业信心增强。2 月份，房地产开发投资近两年来首次回升；房屋新开工面积累计同比转负为正，达到 13.7%；土地购置面积增速大幅收窄至 -19.4%；二是去库存下政策环境仍相对宽松，特别是对于三、四线城市，应将综合运用财政、金融、土地等手段助力房地产去库存。其他生活性服务业中，住宿餐饮、零售等传统服务业仍保持平稳增长，在社会消费转型升级带动下，文化、养老、旅游等重点支持产业将保持较快增长。由于房地产业在服务业中占比较大（12%

左右), 其回升将显著拉动生活性服务业的增长。

图 13: 商品房销售情况 (%) 图 14: 百城住宅价格同比变化 (%)



资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

金融业增速放缓拖累生产性服务业增长。去年上半年股票市场大幅上涨是拉动金融业快速增长的重要因素。但自去年下半年股市震荡以来金融业增速有所放缓, 2015年四季度累计增速为15.9%, 较三季度放缓1.1个百分点。2016年1月, 沪深两市股票当月日均成交量为5411亿元, 较上年同期下降15.2%。未来考虑到股市仍将处于调整阶段, 难有大幅上涨, 同时去年二季度为股票成交的全年最高点, 6月一度达到1.7万亿元, 基数较高, 预计二季度金融业增速将继续回落(图15)。工业增长乏力也可能使得交通运输、仓储和邮政快递业增速略有回落。虽然信息技术、租赁、科学研究等服务业在政策支持及新兴产业较快发展下仍将保持快速增长, 但受服务业中占比较大(17%左右)的金融业增速回落影响, 生产性服务业增长将有所放缓(图16)。

图 15: 金融业增加值与股票成交增速 (%)

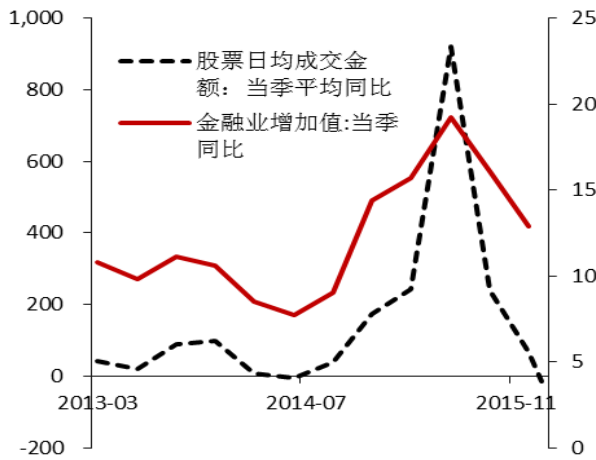
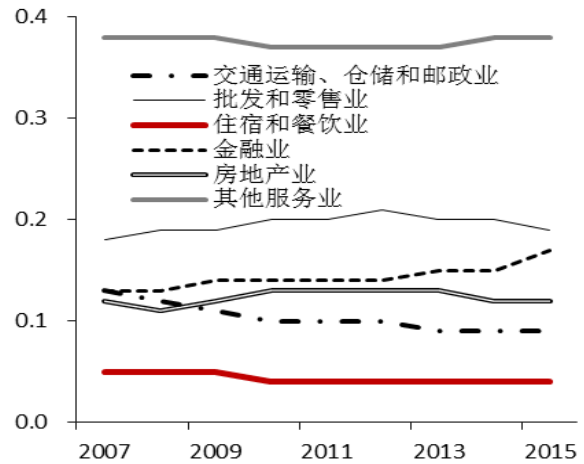


图 16: 服务业中各行业占比

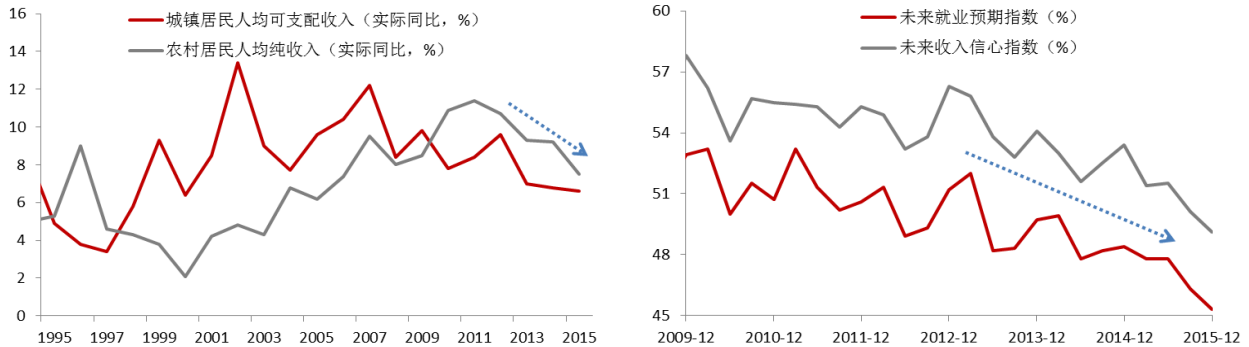


资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

2. 从需求侧来看, 消费加快增长面临挑战, 投资增速有望企稳回升, 外贸形势谨慎乐观

消费增长总体稳定, 进一步加快增长面临挑战。首先, 居民收入增速有所放缓, 不利于消费实现更快增长。在经济下行的背景下, 相当一部分行业、企业经营效益不佳, 员工收入增长随之放缓。今年我国将加大去产能力度, 可能导致部分人员转岗分流, 仅钢铁、煤炭两个行业估计就有 180 万人, 这部分人的收入将会减少。尽管近几年居民收入增长快于经济增长, 但 2015 年居民收入增速呈现逐季回落之势, 从一季度的 8.1% 降至上半年的 7.6%, 进一步降至全年的 7.4% (图 17), 这些都不利于扩大居民消费。

其次, 居民对未来就业和收入的预期趋于悲观, 直接影响其消费意愿。从消费者信心看, 2015 年四季度国家统计局公布的消费者信心指数为 103.9, 比 2015 年三季度下降了 0.8, 显示消费者信心有所不足。从对就业和收入的预期看, 2015 年四季度人民银行公布的城镇储户未来就业预期指数为 45.3%, 比 2015 年三季度下降了 1 个百分点, 为 2009 年二季度以来最低; 未来收入信心指数为 49.1%, 比 2015 年三季度下降 1 个百分点, 为 2001 年以来首次低于 50% (图 18)。

图 17：城乡居民收入增长放缓 **图 18：储户对就业和收入预期悲观**


资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

第三，部分商品销售经历了此前的高速增长之后，增速将有所回落。2014、2015年，通讯器材消费分别增长32.7%和29.3%，对消费增长的贡献率从4.5%提高到8.8%。但在连续两年的高速增长之后，消费者购买相关产品的情感和必要性将有所下降，增速出现放缓也属正常现象。以4G手机为例，2015年出货量达到4.4亿部，比2014年增加了1.57倍，但继续保持这样高增速的可能性不大，2016年前2个月同比仅增长17.9%。同样地，新消费形态的增长也将有所放缓。2016年前2个月，网上商品和服务零售额同比增长27.2%，增速比上年全年下降了6.1个百分点。

当然，下一步政府将从政策上着力优化消费环境，加强消费品监管，推动提高消费品质量，鼓励企业增加新消费供给；将消费金融公司试点扩大到全国，为消费者借贷消费提供新的途径；住宅销售回升将带动居住相关消费增长，这些都有利于促进消费。综合上述因素，预计2016年二季度社会消费品零售总额增长10.5%左右。

投资小幅回升概率较大，房地产和服务业投资增长突出。第一，新开工项目展现出强劲增长势头，有利于二季度投资进一步企稳回升。新开工项目与施工项目计划投资额之比为0.057，为2007年以来同期最高（图20）。以11大类重大工程包为例，2016年1月新开工项目增加了13个，完成投资额增加了2532

亿元。施工项目计划投资额也显示出投资企稳回升的迹象，2016年前2个月同比增长13.9%，增速比上年同期提高了9.4个百分点。

第二，房地产和服务业投资增速回升，有利于促进二季度投资增长。从2015年5、6月份开始，房地产销售额、销售面积增速相继转正。在销售回暖的带动下，2015年11、12月份以来，全国70个大中城市二手住宅、新建住宅价格涨幅先后转正。2016年年初以来，房地产销售和价格回暖效应开始向土地成交、房地产投资传导。2016年前2个月，土地成交价款同比增长0.9%，近一年来首次实现正增长；房地产开发投资同比增长3%，增速比上年全年提高了2个百分点。2016年前2个月，房地产销售额和销售面积均实现高速增长，这将进一步通过“销售回暖-价格上升-投资增加”渠道促进房地产投资回暖。

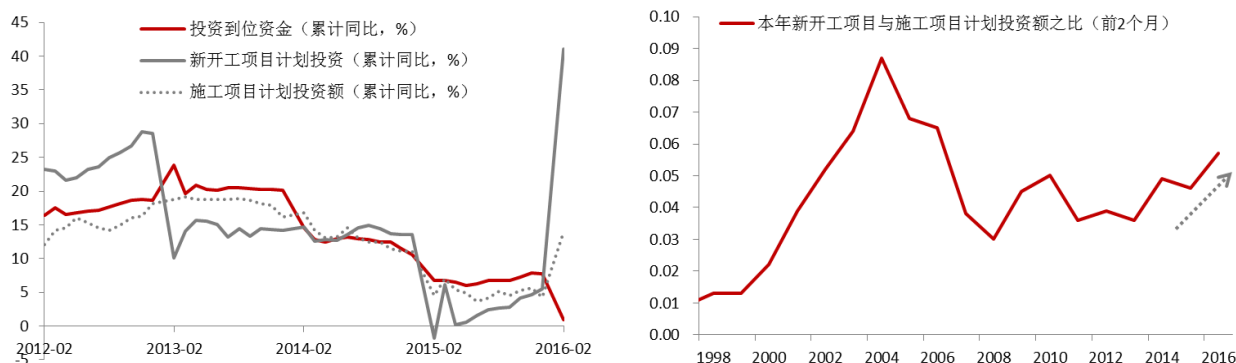
预计第三产业相关投资仍能保持较高增速，将对投资企稳回升提供有力支撑。近几年，第三产业在我国经济中的地位日益重要，2015年其比重首次超过50%。不论是居民消费结构加速升级，还是生产更多地依赖创业创新，都要求现代服务业和生产型服务业投资实现较快增长。2016年前2个月，第三产业投资增长11.1%，增速比上年全年高了0.5个百分点，比第二产业高了3.2个百分点。其中，相比于上年同期，公共管理、社会保障和社会组织投资增速提高了32.3个百分点，教育投资提高了9.2个百分点，水利、环境和公共设施管理业投资提高了7.3个百分点。

第三，投资继续回暖也面临一些限制性因素，其中最大难题在于资金来源。2016年前2个月，投资到位资金增速明显下降（图19），特别是自筹资金增速大幅下降了14.1个百分点，反映企业投资能力有限、投资意愿不高。由于自筹资金在投资资金中占比较高（2015年占70.5%），其负增长对投资增速回升将产生显著的不利影响。即便是开始回暖的房地产投资的资金状况也不乐观，2016年前2个月同比减少1%，增速比上年同期下降了2.6个百分点。此外，去产能将对制造业投资增长产生下拉影响，去杠杆也将制约部分企业的投资能力，不

利于投资增长。

尽管 2016 年中央预算内投资仅比上年增加了 4.7%，但预计专项建设基金规模将超过 1 万亿元，这是投资政策的新工具，重点投向看得准、有回报、不新增过剩产能的转型升级项目。在鼓励社会资本投资方面，1800 亿元 PPP 引导基金将发挥重要作用。截至 2016 年 2 月底，全国各地推出的 PPP 项目总计 7116 个。同时，一批“十三五”规划重大项目也将启动。这些因素都有利于推动投资增长。综合以上分析，预计二季度固定资产投资增长 11% 左右。

图 19：投资资金与项目增长 **图 20：新开工与施工项目计划投资额之比**



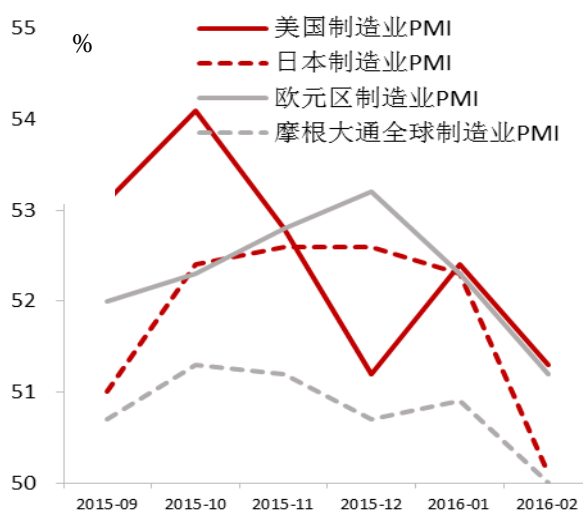
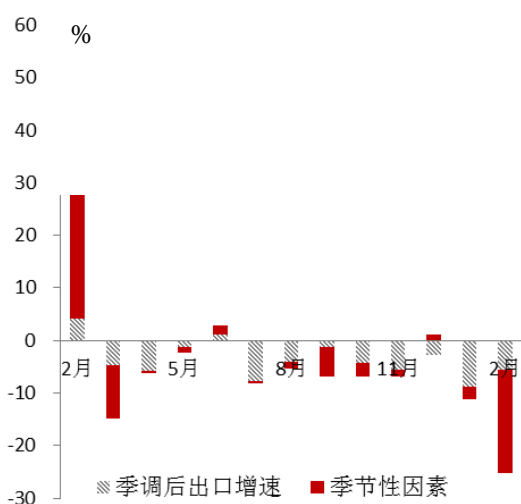
资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

出口受外需低迷拖累，进口受内需改善提振。 二季度出口走势谨慎乐观。一方面，影响出口大幅下降的季节性因素逐渐减退。1-2 月货物贸易出口大幅下降，为 2009 年全球金融危机以来最大降幅，主要与季节性因素有关（图 21）。据估算，2 月出口大幅下降 25.4%，季节性因素贡献了 78% 的降幅。可以预计，同样受季节性因素影响，3 月出口增速会有大幅度改观。另一方面，全球制造业下行压力增加，制约出口较快回升。近 4 个月来世界主要经济体制造业 PMI 纷纷呈现疲软态势，其中摩根大通全球制造业 PMI 已经从去年 11 月的 51.2 降至今年 2 月的 50.0（图 22）。

受内需和大宗商品价格回暖影响，进口降幅有望收窄。今年 1-2 月货物贸

易进口虽然继续大幅下降，但好于 2015 年同期。其中，2 月进口季调后为同比下降 11.3%，这一降幅已经低于去年 12 个月的平均降幅。一是基建投资、房地产投资等需求方面有所改善，二是大宗商品价格上涨带动进口价格回升，两者将共同推动进口降幅收窄。

图 21：季节性因素对出口增速的影响 图 22：近期全球制造业 PMI 低迷



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

二、2016 年一季度金融形势回顾与二季度展望

进入 2016 年，面对经济运行下行压力加大、美联储加息周期开启、国内外金融形势更加动荡的局面，货币政策更加注重稳增长和防风险，先后采取启动宏观审慎评估体系（MPA）、加大公开市场操作频度、实施降准、降首付等措施，货币信贷增长较快，全社会融资活动重返扩张通道，企业融资成本持续下行，宽松货币政策取得了一定成效。但是，受全球经济金融动荡加剧、房地产市场发展不平衡等因素影响，出现了股市波动上升、一线楼市过快上涨、资金“脱实向虚”压力上升等新问题。未来货币政策需要处理好去库存与抑泡沫、信贷需求回升和资金来源不足等矛盾，为供给侧改革推进创造稳定货币金融条件。

（一）一季度金融运行形势回顾

1. 货币信贷较快增长，全社会信用重返扩张通道

货币供应保持较快增长，货币活性有所上升。2月29日，央行启动了2016年以来的首次降准。随着前期多轮降息降准政策的实施，今年前2个月货币信贷保持较快增长。2月末，广义货币供应量（M2）增长13.3%，比上年同期加快了0.8个百分点。在货币供应较快增长的同时，货币活性明显上升。2月末，M1同比增长17.4%，达到2011年以来的最高值（图23）。货币活性上升主要与以下因素有关：**一是**经济下行压力减缓带来货币需求有所复苏。2015年四季度，银行家调查问卷显示，贷款需求指数为56.8%，相比三季度末上升0.1个百分点。**二是**一线楼市房地产价格较快上涨，加大了资金“脱实向虚”的压力，部分短期借款可能以消费贷款的名义流向了楼市，部分民间融资，例如首付贷、P2P等资金也可能流入楼市。前2个月，固定资产投资资金来源仅增长0.9%，与投资增速的差距扩大至2001年以来的历史高位，也表明资金存在“脱实向虚”的现象。

社会融资稳步增长，全社会融资活动重返扩张通道。随着实体经济货币需求的逐步恢复，社会融资规模开始扩张，改变了2015年以来持续紧缩的状态。今年前2个月，新增社会融资规模4.2万亿元，比上年同期多增7930亿元（图24）。社会融资规模新增较多主要与人民币贷款新增较多、直接融资加快发展、信托和委托贷款重新增长有关，但是，受年初票据风险部分暴露，汇率贬值预期下企业降低外币负债等影响，新增未贴现银行承兑汇票和外币贷款仍在持续下降，分别比去年同期下降3735亿元和2362亿元。

人民币贷款新增较多，房地产、贷款转换等是重要拉动因素。前2个月，人民币贷款新增3.3万亿元，同比多增7330亿元，占同期新增社会融资规模的79.5%，比去年同期上升2.7个百分点，成为社会融资规模增长最主要推动力。

信贷增长较快主要与以下因素有关：一是、二线城市房地产市场交易上升较快，带动居民中长期贷款增长。前 2 个月，新增中长期贷款为 2.2 万亿元，占全部新增贷款比重为 66.4%，相比 2015 年末上升 7.9 个百分点。二是人民币贬值预期下，企业去美元债务的影响。前 2 个月，外汇贷款同比下降 9.6%，降幅比上年末扩大了 3.8 个百分点。三是“早投放、早收益”的季节性因素。2013-2015 年 1 月，新增人民币贷款也占到全年新增的比重分别为 12.1%、13.5% 和 12.5%。2 月份，受宏观审慎监管、商业银行加强流动性管理等因素影响，信贷规模回归正常水平，当月新增人民币贷款 7266 亿元。

图 23：货币总量增长较快

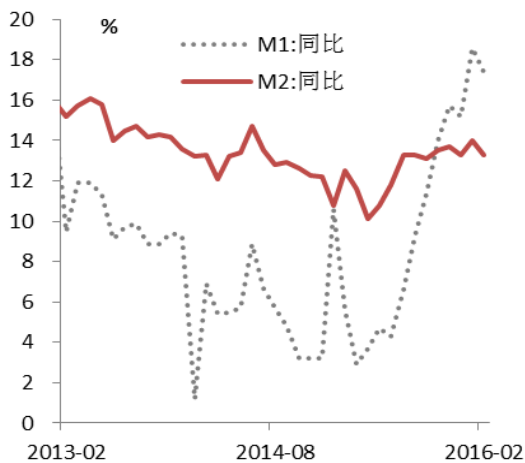
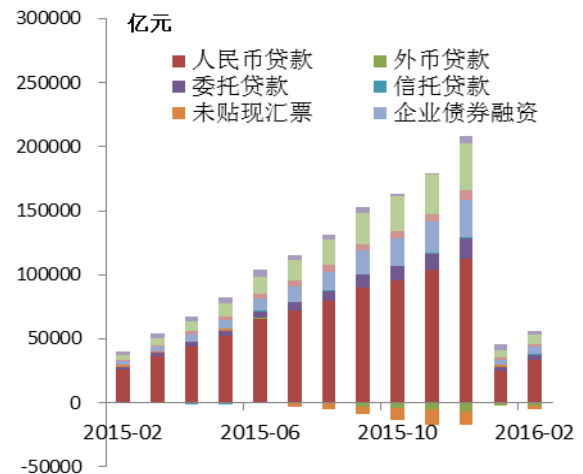


图 24：社会融资规模稳步增长



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

2. 货币市场利率前升后降，全社会资金利率不断下行

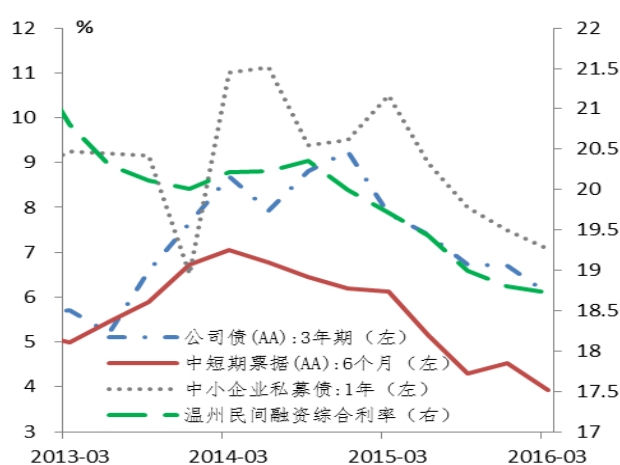
年初以来，在外汇占款持续大幅下降、征缴外汇存款准备金、节前现金需求增加等多方面因素影响下，货币市场一度出现短期流动性趋紧，1 月 21 日至 23 日，SHIBOR 隔夜拆借利率突破 2015 年三季度以来持续低于 2% 的局面(图 25)。随着 2 月底降准政策的出台，货币市场利率再次下行，并带动全社会资金利率走低。总的来看，相比上年四季度，货币市场运行呈现出以下特征：一是利率中枢基本稳定。截至 3 月 25 日，SHIBOR 隔夜拆借利率为 1.98%，相比上季度上

行 0.13 个百分点，但依然维持 2% 以下的较低水平。二是波动性降低。SHIBOR 隔夜拆借利率标准差为 0.049，相比上季度下行 0.17。三是全社会资金利率下行。2016 年 3 月，贷款基础利率 (LPR) 为 4.3%，较上年同期下降了 100 个 BP；公司债、中期票据和中小企业私募债等债券的发行利率分别比上年四季度末下降 62、61 和 43 个 BP (图 26)；同期，温州民间融资综合利率平均为 18.7%，比上年四季度末下降了 7 个 BP。

图 25: 隔夜和 7 天 SHIBOR 走势



图 26: 公司债等债券发行利率



资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

3. 债券市场震荡上行，期限利差趋陡

一季度，受经济下行压力趋缓、债券供给加快和违约风险事件增多等影响，债券市场呈现出震荡上行、期限利差趋陡的新态势。具体看：一是上行速度放缓。2016 年 3 月 25 日，中债总指数为 169.4 点，比上年末上升了 1.67 个点，相比上年四季度近 5 个点的上行速度明显放缓 (图 27)。二是债券违约风险上升。2016 年以来，已有 6 只债券违约，占到去年的约一半，债券违约呈现出“由点到面”的蔓延态势。三是期限利差趋陡。3 月 25 日，1 年期国债收益率收报于 2.069%，相较于 2015 年末下降约 23 个 BP，10 年期国债收益率则上升了 10 个 BP。10 年期和 1 年期国债收益利差由上年末的 52 个 BP 扩大至 76 个 BP (图

28)。造成短期利率下行更快的原因主要是：短期利率受益于新一轮降准政策而明显下行，长债利率则受一线楼市持续升温、大宗商品价格反弹、通胀苗头初现等因素影响，出现上升压力。

图 27：中债总指数变动

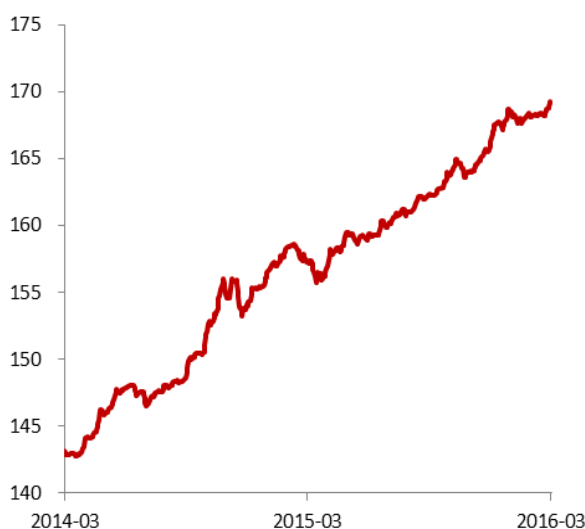
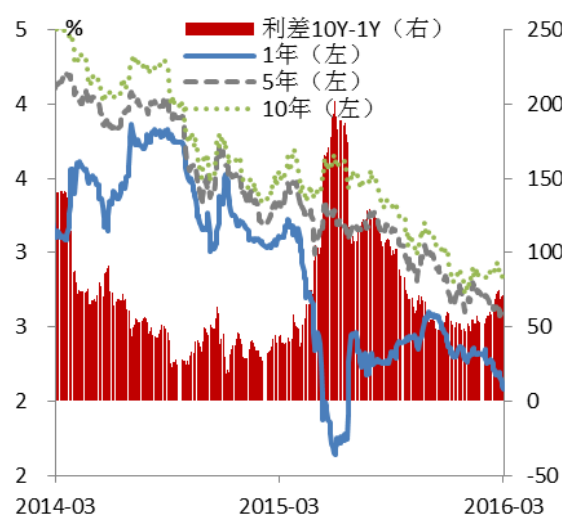


图 28：国债收益率曲线及利差变动



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

4. 股票指数持续回落，前期估值过高是主要原因

2016 年初以来，股票市场指数持续回落，上证综指从上年末的 3539 点降至 3 月 25 日的 2979 点，跌幅达到 15.8%，同期深证成指下跌 18.3%（图 29）。原因主要有：一是中国经济金融基本面偏弱，股市有内在回调要求。在经济基本面持续走弱背景下，2015 年四季度，融资交易换手率却达到了 2015 年二季度股市最高点位同等的换手率，其中仅有 12% 的股票市盈率低于 30 倍，这种过高的换手率和估值虚高极容易在外部环境变化时迅速回调（图 30）。二是全球股票市场大幅波动。受全球经济复苏不如预期、汇率波动加剧、德意志等欧洲银行意外巨亏等影响，年初以来各主要发达经济体的股市都出现了较大幅度下跌。从年初到 1 月 11 日，美国标普 500、日经 225 和伦敦金融时报 100 指数分别下跌了 5.9%、9.5% 和 6.4%，市场恐慌情绪抬头并传导至中国股市。三是熔断

机制助推股市波动。作为成熟国家防止股市过度波动的熔断机制，年初在我国试运行时显示出“水土不服”的现象（我国股市主要以散户为主，机构投资者持有流通股比例低于四成，而发达国家则以机构投资者为主），反而成为放大股市波动的助推器。

图 29：沪深两市年初大幅下调

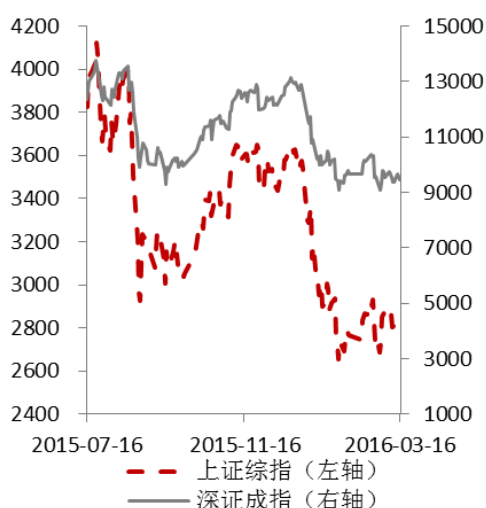
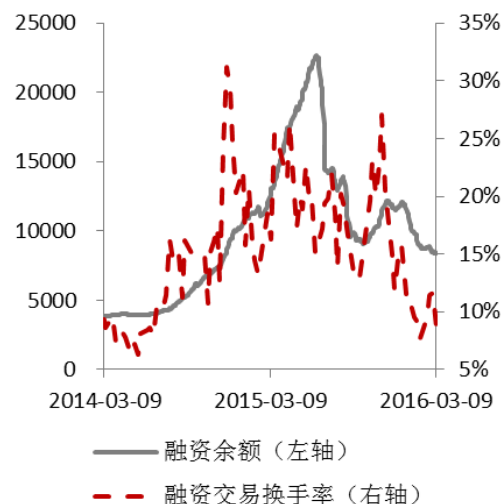


图 30：融资交易换手率前期高涨

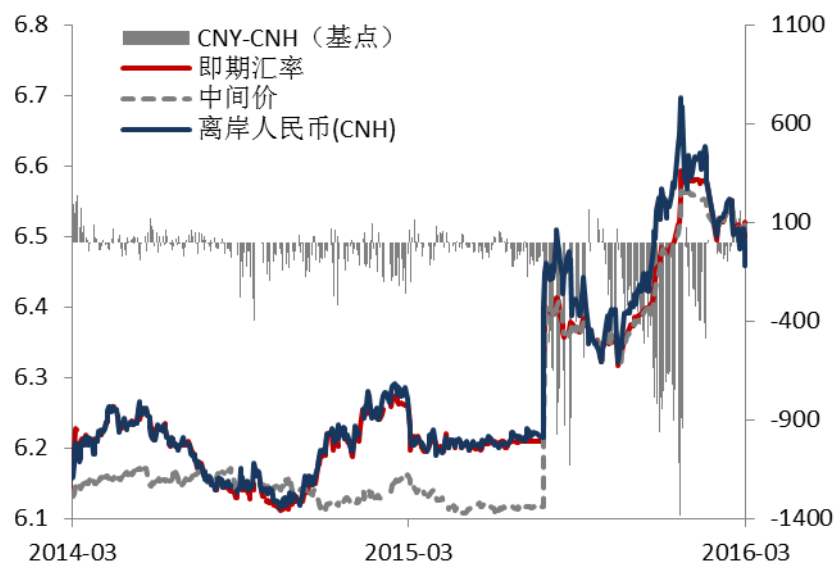


资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

5. 人民币汇率震荡开局，近期出现企稳迹象

年初以来，人民币兑美元汇率曾一度出现较明显的贬值预期，市场汇率波动较大，不仅体现在在岸人民币 CNY 与离岸人民币 CNH 兑美元的即期汇率上，同时还体现在二者价差随着汇率波动幅度的增大而增大，且价差多以 CNH 高于 CNY 情况呈现（图 31）。原因主要有：一是美联储启动加息，美元持续走强，全球多数国家的汇率均发生了较大程度的贬值和波动。二是贬值预期下资本外流压力加大，并与人民币汇率贬值形成反馈强化效应。三是股票等金融市场对人民币汇率的影响日益增大，市场因素在人民币汇率形成机制中扮演更重要角色。3 月以来，随着中国经济基本面出现好转迹象、美联储暂缓加息，人民币汇率已开始企稳，且离岸和在岸人民币汇率趋于一致。截至 3 月 25 日，人民币对美元即期汇率报 6.5223，与 2015 年底基本持平。

图 31：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）二季度金融形势判断

1. 货币信贷扩张有空间，平稳增长是主基调

二季度，社会融资规模和信贷都有望保持平稳较快增长。一是需求面出现复苏迹象，特别是投资增速回升概率较大，信贷增长仍有空间。二是资金不足依然对投资形成制约，需要信贷进一步发力。三是“十三五”规划出台后，重大项目进入落实和加快推动期，加大信贷投放是全年“稳增长”的关键。当然，考虑宏观审慎评估体系的进一步落实以及央行加大对首付贷等的整治，金融机构进一步加强流动性管理，再度大规模信贷扩张可能性较低，平稳增长将成主基调。

2. 流动性宽松格局不变，货币市场利率平稳有降

二季度，预计货币市场将继续保持宽松格局，利率平稳有降。原因主要有：一是美联储暂缓加息缓解资本外流压力，降低外汇占款过快减少的压力，进而带来基础货币供应改善。2月央行外汇占款为23.98万亿，相比一月份下降2278

亿元，但降幅明显收窄。二是“利率走廊”逐渐成为央行流动性管理新工具，这有利于降低货币市场利率的过度波动性。未来央行将加大 SLF、MLF 和 PSL 等流动性管理工具的运用，应对税收上缴等季节性因素的扰动，保持货币市场利率中枢稳步下行。

3. 债市延续盘整行情，期限利差进一步陡峭化

二季度，促进债券市场上行的因素主要有：一是债券市场改革加快，有利于增强投资者信心、缓释债券市场风险。2 月以来，人民银行相继发布《全国银行间债券市场柜台业务管理办法》、《关于进一步放开境外机构投资者投资银行间债券市场的通知》，不良资产证券化试点启动，对债转股的讨论提上日程。这些政策的启动标志着债券市场在促进对外开放、加快债市互联互通、创新债券产品等方面正迈出更大步伐。二是资本外流压力趋缓，利好债市发展。欧央行出台新一轮宽松政策，以及美联储加息延后，减弱了人民币汇率和资本外流压力。3 月 17 日，美联储 FOMC 会议决定，保持联邦基金利率目标在 0.25%-0.5% 不变。三是经济未到底，债券市场的“牛市”不会结束，多种现象表明，宏观经济还存在下行压力。影响债券市场下行的因素主要有：一是债券供给冲击加大。2016 年，中央政府债务赤字率为 3%，这意味着可能需要增加约 2.6 万亿和 4.5 万亿的国债和地方债发行，利率债同比扩容近 1.4 万亿元。二是有些企业盈利能力仍在持续恶化，部分债券品种违约风险上升，利差进一步上升。总体而言，当前债券利率已下行至低位，进一步大幅下降的空间有限，债市将延续盘整行情。

4. “稳”字当头，股市走入窄幅整理新阶段

二季度，股市发展面临一系列利好因素：一是经济基本面出现改善迹象支撑股市底部企稳。二是“十三五”规划推出，国企改革加速推进以及下半年有望推出的深港通等形成政策性利好。三是监管部门会更加注重市场稳定，有利于股市长期稳健发展。但是，多种现象也表明，投资者对股市发展信心依然较

为脆弱。一是“两融”余额低位徘徊，显示增量资金入场的积极性不高。二是去产能持续推进，部分企业风险加速暴露，并传导至股市。三是房地产回暖和大宗商品企稳或将对股市形成一定挤出。总体而言，二季度股市有望在底部企稳，并可能随着企业盈利状况改善、供给侧改革加快等信号出现小幅上涨行情。

5. 汇率贬值预期减弱，双向波动是运行新常态

二季度，人民币兑美元贬值预期将进一步减弱，人民币汇率逐步企稳。原因主要有：一是外部环境的利好。欧央行“负利率”扩大、美联储暂缓加息都有利于缓解人民币贬值预期。二是我国经济下行压力减弱，也有利于人民币汇率保持稳定。三是跨境资本流出压力减小。今年以来，企业、个人等非银行部门结售汇逆差和涉外收付款逆差均呈下降态势。2月份，非银行部门结售汇逆差为350亿美元，较1月份下降50%。但是，考虑到中国经济基本面依然存在下行压力，且市场因素在人民币汇率的定价机制发挥更重要的作用，未来人民币汇率出现一定的波动也是正常的。

三、当前经济金融运行中值得关注的问题

（一）增长动力依然较弱，经济企稳基础不稳

尽管投资增长企稳回升，但资金来源状况却不容乐观。前2个月，固定资产投资资金来源增长0.9%，低于去年同期5.8个百分点，其中利用外资和企业自筹资金分别下降34.2%和3.1%。同时，居民收入增速放缓，对未来就业和收入的预期趋于悲观，新型消费从高速增长回落，都将使得消费加快增长面临较多挑战。从供给侧看，制造业PMI连续4个月下降，2月PMI进一步降至49，制造业整体仍相对低迷。同时，去产能力度加大将使产能过剩行业增加值增速继续回落。尽管新兴产业增长较快，但其占比较低，对经济的影响不如传统产业明显。2月份服务业PMI为52.2，仍处于50以上的扩张区间，但已连续2个月回落，预计二季度服务业增速也将略有下降。

（二）货币政策边际效应减弱，一、二线城市房价出现新一轮上涨

多次降息降准引导社会融资成本逐步下行，但并未能有效地缓解有效需求不足的问题。今年以来，投资到位资金增长大幅放缓，显示货币信贷虽高速增长，但并未充分体现在固定资产投资领域，而是呈现一定的“脱实向虚”、“避实就虚”倾向，全国房价出现了新一轮上涨。今年2月，全国70个大中城市新建住宅价格指数同比增长1.9%，分别比上月和上年同期增长0.9个和7.6个百分点。其中，2月一、二线城市新建商品住宅价格同比分别上涨25.6%和3.5%，比上年同期高29.5个和9.2个百分点，三线城市新建商品住宅价格同比下滑1.0%，比上年同期放缓4.9个百分点。一、二、三线城市新建商品住宅价格环比均为正增长，其中三线城市由负转正成为全国“普涨”的重要标志，房价已由去年的“分化与整体下行”并存，转为“趋同”。

（三）各类财政金融风险积聚，且跨市场交叉传播

当前我国经济正处在“三去”的关键时期，财税金融改革处于攻坚期，同时新型金融业态快速发展，各类财政金融风险可能进一步积聚。**第一**，债券违约风险加大，特别是随着“去产能”的推进和落实，部分过剩产能企业的债券违约风险加大。今年一季度，债券市场偿债风险事件已多达10起，其中6起已发生实质性违约，涉及山东山水、保定天威、广西有色、亚邦集团、云峰集团、淄博宏达等企业。**第二**，外汇市场大幅波动风险加大。年初受一系列因素影响，人民币兑美元出现阶段性贬值态势，境内外价差一度飙升超过1800点，做空力量加大和恐慌情绪蔓延，进一步加剧了人民币贬值态势。随着国内外经济金融的不确定性因素增多，外汇市场出现阶段性大幅波动的风险有所加大。**第三**，一些地方政府仍然存在“明股暗债”、非法担保等变相举债行为。与此同时，今年1-2月地方政府国有土地使用权出让收入零增长，尽管较上年的负增长有所好转，但在今年增支减收的积极财政政策背景下，个别地区仍然存在发生局部性风险的可能性。

（四）商业银行经营形势严峻，配合货币政策实施难度增大

当前商业银行经营形势较为严峻，面临的困难和挑战较多。**第一**，不良持续“双升”，利润增长趋缓。2015年末，商业银行不良贷款余额12744亿元，较上年末增加4318亿元；不良贷款率1.67%，较2014年末上升了0.42个百分点；净利润同比增长2.43%，比上年回落7.22个百分点。与此同时，尽管此前央行下调存贷款基准利率均为对称性降息，但实际情形是存款利率降幅低于贷款利率，存贷利差进一步收窄。今年一季度，随着前期连续降息对净息差影响的逐步显现，商业银行净利息收入将进一步下滑。**第二**，当前四大行积极落实定价自律管理要求（截至2015年3季度末，大型银行资产占比为25%），但股份制银行、地方商业银行、农信社等同业并不受此约束，其为了抢占市场进行非理性报价，导致市场整体存款上浮比“水涨船高”，不利于更好地降低社会融资成本。**第三**，在实施宏观审慎监管（MPA）的背景下，银行资产规模受到限制，而且一季度央行每个工作日开展公开市场操作进入常态化，增加了银行押品管理难度。当前央行公开市场操作的抵质押品只包括国债、央票和政策性金融债，地方政府债券尚未纳入（2016年2月末，地方政府债券托管量已占到这几类债券总托管量的19%）。若未来公开市场操作频率和规模持续扩大，银行可能会面临押品不足的困境。

表 3：2016 年二季度中国经济金融主要指标预测 (%)

指 标	2012 (R)	2013 (R)	2014 (R)	2015 (R)	2016	
					Q1 (E)	Q2 (F)
GDP	7.7	7.7	7.3	6.9	6.6	6.7
规模以上工业增加值	10.0	9.7	8.3	6.1	5.4	5.5
固定资产投资	20.6	19.6	15.7	10.0	10.5	11.0
消费品零售总额	14.3	13.1	12.0	10.7	10.2	10.5
出口	7.9	7.9	6.1	-2.9	-10.0	2.0
进口	4.3	7.3	0.4	-14.2	-16.0	-12.0
居民消费价格指数 (CPI)	2.6	2.6	2.0	1.4	2.1	2.1
工业品出厂价格指数 (PPI)	-1.7	-1.9	-1.9	-5.2	-4.5	-3.0
广义货币 (M2, 期末)	13.8	13.6	12.2	13.3	13.3	13.5
社会融资规模 (存量)	19.1	17.5	14.3	12.4	12.5	13.0

资料来源：中国银行国际金融研究所

四、宏观经济政策取向

(一) 财政政策担当稳定增长和供给侧结构性改革主力

今年的政府工作报告明确提出将加大积极财政政策实施力度，将赤字规模从 5600 亿增加到 2.18 万亿元，赤字率提高到 3% (表 4)。主要任务是在适度扩大总需求、稳定经济增长的同时，重点从降成本、去产能、补短板方面支持供给侧结构性改革。

第一，加大减税降费力度，减轻企业税费负担。一是推进“营改增”。今年 5 月 1 日起将“营改增”的试点范围扩大至建筑业、房地产业、金融业、生活服务业，并将所有企业新增不动产纳入增值税抵扣范围，营造公平的税负环境；二是加大降费力度。继续停征和归并一批政府性基金，扩大行政事业性收费的免征范围，减轻企业的非税负担；三是完善税收支持“双创”、科技研发、产业升级、“一带一路”等政策体系。

表 4：2016 年经济发展预期目标

主要指标预期目标	2016 年	2015 年	有何变化
GDP	6.5%-7%	7%	▼
CPI	3%	3%	-
城镇新增就业	1000 万人以上	1000 万人以上	-
城镇登记失业率	4.5% 以内	4.5% 以内	-
单位 GDP 能耗下降	3.4% 以上	3.1% 以上	↗
财政赤字规模	2.18 万亿	1.62 万亿	↗
财政赤字率	3%	2.3%	↗
M2	13%	12%	↗
社会融资总量	13%	--	--

资料来源：政府工作报告

第二，保持合理的财政支出和政府投资，提高公共服务供给效率。一是发挥财政对去产能的支持作用。中央将安排 1000 亿元资金用于解决产能过剩过程中的职工安置问题，维护社会稳定；二是加大财政在补短板方面的力度。推动 2016 年重大水利工程、铁路建设、棚户区改造等重点项目投资建设的同时，着力加强农业现代化基础设施建设，提高投资的有效性和精准性；三是提高财政支出绩效。推动各级政府加强预算执行管理，避免年末形成过多的结转结余，同时继续盘活和统筹财政存量资金；四是支持 PPP 项目和政府引导基金，提高公共服务供给效率。

第三，进一步规范地方政府债务管理，防范财政金融风险。一是地方政府债务置换进程进一步加快，地方政府债券市场建设提速；二是新增债券规模与各地风险程度挂钩，严控债务率较高地区的债务限额；三是建立和完善地方政府债务公开机制，增强公众的监督力度；四是妥善处理地方政府或有债务，加大对地方政府“明股暗债”、违法违规为企业提供担保等的惩罚力度，防范财政金融的叠加风险。

（二）加大结构性工具运用，货币政策将引导货币信贷稳步增长

二季度，货币政策既面临有利形势也面临一些亟待解决的问题。一方面，重大项目加快启动，企业信贷需求微弱复苏，要求货币政策进一步发挥好支持实体经济发展和助力供给侧改革推进的作用，美联储暂缓加息，人民币贬值预期减弱也给货币政策宽松提供了空间和时间窗口；另一面，通胀抬头，一线楼市房价过快上涨，在一定程度上制约了货币政策的宽松空间。预计货币政策将延续稳中有松方向，更加灵活适度，保持流动性合理充裕。

第一，引导货币信贷稳步增长，注意力度和时机选择。二季度是中国经济能否实现筑底企稳的关键期，为保持信贷和社融合理增长，在当前外汇占款继续减少、资金来源不足、财政政策发力、银行准备金率水平高企的情况下，货币政策总体上仍应延续稳中有松取向，加快基础货币补充。一是要利用好美联储暂缓加息的时间窗口，择机下调存款准备金率 0.5 个百分点，如外汇占款大幅减少，可考虑扩大降幅。二是暂不降息。当前，存贷款基准利率已处于历史低位，进一步降息对缓解融资难融资贵的边际作用应有限。如果利率进一步下调，可能会助推一、二线城市房价，引发新一轮资产价格泡沫，并加大跨境资金流出以及人民币贬值压力。

第二，加大公开市场操作力度，引导货币市场利率稳中有降。通过加大 MLF 等新型流动性管理工具运用，引导 7 天回购利率稳定在 2% 偏下水平，为进一步降低实体经济融资成本创造条件。完善利率传导机制，引导金融机构将产品定价与 SHIBOR 挂钩，在各个市场实现合理、统一的资金定价机制。扩大公开市场操作的抵押品范围，提高买断式回购比重，稳定流动性预期。加强对市场利率定价的引导，防止利率定价过度竞争对降低企业融资成本的负面影响。

第三，加大定向调控力度，促进经济结构调整。一是加大对小微企业、“三农”、保障房以及高端装备制造等重大领域和关键环节的信贷支持。二是支持京

京津冀协同发展、长江经济带建设等新区域战略实施，加大对这些区域的定向支持。三是对“一带一路”项目支持力度较大的金融机构实施定向降准。四是制定合理窗口指导措施，对于过剩产能行业不搞一刀切。五是继续发挥准备金的定向支持作用，对重点支持行业的贷款达到一定比例的金融机构，实施优惠性存款准备金率奖励政策。

第四，加强与监管配合，防止局部风险上升。要根据房地产市场最新发展，适时微调房地产抵押率等政策，对呈现“过热”迹象的一线楼市，要遏制房价过快上涨，实行差别化信贷政策，适度收紧信贷。微观监管机制要严和实，加大对首付贷业务整治、严格限购。加强对商业银行业务的引导，加大房地产贷款风险评估和提示力度。

第五，密切跟踪金融市场形势变化，防范跨市场风险传染。一是提高风险跨市场交叉传播的识别和处置能力。加快金融基础设施监管和金融综合统计体系的统一，建立风险识别和市场动荡预警机制，形成动荡时期各监管部门联动协调机制，整合各监管部门的风险处置工具。二是加强监管。顺应现代金融体系发展，在机构监管的基础上更加注重功能监管和行为监管，逐步统一相同功能金融产品和相同业务属性金融服务的行为规则和监管标准，减少监管套利，避免监管真空。

（三）从政策导向上要精心呵护来之不易的投资回暖形势

对于投资政策，要避免两种倾向：一种“投资无用论”，认为我国投资率已经太高，投资效率太低，未来经济增长要靠消费，担心投资回暖将使经济回到投资和出口拉动的老路上去；另一种是“唯投资论”，认为存在的就是合理的，现阶段中国经济增长还得靠投资。事实上，在我国现阶段，保持一定速度（比如 10%）的投资是完全必要的，投资不应被妖魔化，不论是供给侧结构性改革还是加强需求侧管理，投资都是最重要的抓手，关键是要把握好三点，即调整

投资方向、健全投资体制和提升投资效率。

做好“加减法”，引导信贷资金流入实体领域，防止“半拉子”工程再现。尽管新上项目不少，但资金瓶颈较大，如果资金跟不上，很可能导致许多“半拉子”工程。宏观政策在引导资金流向上要做好“加减法”，对包括促进区域协调发展、“三农”、节能环保、城市地下管网、“三大战略”等领域，需要做好“加法”，对产能过剩产业（包括传统和部分新兴产业）、对库存高企的房地产业，要引导市场做好“减法”。通过产业引导基金、投贷联动、股权融资等多种措施，加大对战略性新兴产业、创业创新等产业的支持，通过 PPP 项目融资、发行债券、债务置换、开发性金融等手段，加大对城市基础设施、水利、“三农”等重点领域的资金支持。

多措并举，高度重视和解决东北地区投资“塌陷”问题。据测算，如果东北地区投资增速与全国持平，全国投资增速将提高 0.5 个百分点，拉动全国 GDP 加快 0.2 个百分点左右。解决东北投资下滑问题，中央政府层面，要通过转移支付、税收减免、产业引导等政策加大对东北地区基础设施、产业升级、职工安置等方面的投入，确保国家振兴东北老工业基地政策落实到位；地方层面，要进一步解放思想，摒弃等靠要思想，培育和优化市场软环境。同时政府要学会“放手”，放松对经济的直接管控，营造良好的市场环境，迫使企业自身寻找解决问题的途径。

（四）因城施策，平衡好房地产去库存与抑制泡沫之间的关系

防止因资金过多地流向房地产市场，导致房价飙升引起新的库存，防止“解决问题的手段成为加重问题的原因”。对近期“过热”的一线楼市，地方政府要严守政策底线，遏制房价过快上涨，适度收紧信贷；加大土地供应，增加房地产供给；出台价格引导政策，防止过度炒房。对三、四线城市，政府要制定符合市场规律的去库存配套政策，综合运用财政、金融、土地等手段，助力房地

产去库存，包括而不限于支持农民工购房、开拓商品房向租赁市场转化、控制新增土地供应、创新宅基地流转和抵押方式等。

五、专题：跨年度预算平衡——进展、难点及政策建议

近年来，随着经济增速的不断放缓，我国财政政策更加积极主动，收支压力增大，财政赤字目标从2012年的1.6%逐步扩大至2016年的3%。过去年度内预算收支平衡的管理制度约束力大大减弱，也不利于发挥财政“逆周期”调节作用，已经越来越难以适应我国宏观经济管理的需要。十八届三中全会首次提出改进预算管理制度，建立跨年度预算平衡机制。“十三五”规划也提出要完善政府预算体系，实施跨年度预算平衡机制和中期财政规划管理。实现预算管理从年度平衡到跨年度平衡的跨越，对建立现代财政体制、实现宏观经济调控目标意义重大。本专题对相关关键环节的进展、需要着重处理的几个问题进行了讨论。

（一）关键环节的进展情况

近年来，为满足现代财政和经济发展的要求，我国已经在建立跨周期预算平衡方面做了许多有益的探索和尝试，为预算管理体制的改革奠定了一定的基础。

一是启动中期财政规划，编制三年滚动预算。2008年起财政部预算司分别选取河北省、河南焦作市和安徽芜湖县作为中期预算的省级、市级和县级试点单位，开始了在地方政府的区域性试点工作。2014年财政部要求启动2015-2017年三年期滚动预算编制，各地开始积极探索。2015年1月21日《国务院办公厅关于进一步做好盘活财政存量资金工作的通知》公布，明确提出“从2015年起，在财政部编制全国三年财政规划、地方财政部门编制本地区三年财政规划的同时，对目标比较明确的项目，各部门必须编制三年滚动预算，特别是在水利投资运营、义务教育、卫生、社保就业、环保等重点领域开展三年滚动预

算试点”。2015年1月23日，国务院公布《关于实行中期财政规划管理的意见》，明确提出“中期财政规划按照三年滚动方式编制，第一年规划约束对应年度预算，后两年规划指引对应年度预算。年度预算执行结束后，对后两年规划及时调整，再添加一个年度规划，形成新一轮中期财政规划”。

中期财政规划是中期预算的过渡形态，是在对总体财政收支情况科学预判的基础上，重点研究确定财政收支政策，做到主要财政政策相对稳定。未来政府将根据经济社会发展情况适时研究调整，使中期财政规划渐进过渡到真正的中期预算。

二是建立健全预算稳定调节基金机制。预算稳定调节基金是连接中期预算与年度预算的重要纽带，是实现预算平稳运行的重要手段之一。2007年中央设立预算稳定调节基金。地方财政也可根据本级财力状况建立地方各级预算稳定基金。2008年1月，上海市成为地方第一个实质性建立预算稳定调节基金的地区。截至2012年，全国绝大部分地区已出台预算稳定调节基金的管理办法，并于每年预算报告中加以说明。

新预算法对预算稳定调节基金的来源和使用进一步规范化和法制化。《国务院办公厅关于进一步做好盘活财政存量资金工作的通知》规定了预算稳定调节基金的规模，提出“预算稳定调节基金编制年度预算调入后的规模一般不超过当年本级一般公共预算支出总额的5%，超过5%的，各级政府应加大冲减赤字或化解政府债务支出力度”。

三是推动政府会计制度改革。政府会计工作是预算管理的基础。过去政府采用收付实现制的会计处理方式，只能体现实际发生的现金收入或支出等流量信息，无法全面反映政府财务状况，也无法为滚动预算的编制提供详实的基础信息。随着我国政府职能转变和公共财政体制的建立和完善，收付实现制的会计制度已经难以适应新形势的需要。为此，十八届三中全会提出要改革政府会

计制度，建立权责发生制的政府综合财务报告制度。新预算法明确提出“各级政府财政部门应当按年度编制以权责发生制为基础的政府综合财务报告，报告政府整体财务状况、运行情况和财政中长期可持续性”。

近年来我国也在建立以权责发生制为基础的政府会计核算制度方面做了许多探索和实践。2010年开始在行政事业单位进行推广。2010年底选择浙江等11个省份进行权责发生制政府综合财务报告的试编工作。2014年《权责发生制政府综合财务报告制度改革方案》公布，提出力争在2020年前建立起具有中国特色的政府会计准则体系和权责发生制政府综合财务报告制度，同时明确了实施步骤。

四是完善相关的立法保障。2014年审议通过的新预算法将过去“各级预算应当做到收支平衡”修正为“各级政府应当建立跨年度预算平衡机制”，明确预算审核的重点转向支出，包括预算安排是否贯彻国民经济和社会发展的方针政策、重点支出和重大投资项目的预算安排是否适当等等。同时明确各级一般公共预算可以设置预算稳定调节基金，用于弥补以后年度预算资金的不足，还提出编制以权责发生制为基础的政府综合财务报告。这为推动建立跨年度预算平衡奠定了法律基础，使得相关改革有法可依，使过去单纯的部门指导性文件变成了具有法律约束力的指导性计划。

（二）建立跨年度预算平衡机制的难点与问题

跨年度预算平衡机制的建立涉及诸多技术性问题，需要在相当长的一段时间内不断实践、改进和完善。在推行的过程中，还需要着重处理好以下几个问题。

一是中期财政规划与国民经济发展规划的有效衔接。首先，财政与规划期内项目对接。中期财政规划要求根据国民经济和社会发展规划、专项规划、区域规划等，研究确定未来三年涉及财政收支的重大改革和政策、重大项目，

对重大项目进行中长期的科学论证，做好项目储备。而当前我国中期财政规划仍处于起步阶段，部门支出项目库建设落后，存在编制不规范、随意等问题，发展规划能力还不够。其次，宏观经济和财政收支预测。跨年度预算的编制要求在做好经济预测的基础上，通过可靠的数据和计量模型分析影响财政收支的各项因素，预测未来财政收支情况。

二是年度预算与跨年度预算的协调。跨年度预算平衡实施过程中，需要在中期预算框架内拟定年度预算，如果预算编制不准或实施不到位，年度预算执行进度失衡，会导致本年内预算难以按照规划保证重点和优先领域的支出，影响后续年度的预算安排和执行。对年度预算约束力的不足，将影响中期财政规划跨周期调节的效果。

三是预算支出的绩效评价。绩效管理是规范预算管理的一个重要抓手。如何增强预算决策的科学性，解决预算编制与执行不一致问题，提高预算资金的使用效益，需要将预算绩效管理与预算编制、执行等环节有机结合，发挥绩效信息的反馈与指导作用。2011年政府公布《关于推进预算绩效管理的指导意见》，提出把推进预算绩效管理作为当前和今后一个时期深化预算管理改革的一项重要工作来抓。预算绩效管理在我国才刚起步，目前我国绩效评价的制度建设较为滞后，相关操作细则及绩效评价指标、标准、方法仍不完善。建立科学、公正、合理的预算绩效管理体系还任重道远。

四是各部门的协调配合。跨年度预算平衡的建立涉及多个部门，在收入政策方面，需要与税务、海关、发展改革等相关部门就税制改革、重大税收政策调整等进行协商，在支出政策方面也要与相关部门梳理规划期内支出政策和支出项目，明确政策目标和工作任务。有由上而下的确定预算资源总量，也有由下而上的确定部门支出规划和预算项目。而我国管理体制中仍存在不少“条块分割”、“政出多门”等问题，同时，一些部门认识不到位，参与积极性不高，这些都对我国行政管理能力提出了更高要求。

（三）政策建议

跨年度预算平衡机制的建立是复杂、庞大的系统工程，涉及面广、工作量大、政策性强，需要各方共同努力，加强各配套措施的跟进。

1. 做好顶层设计

可考虑建立以财政部为核心的跨部门预算管理委员会，加强财政与各级部门和单位的协调合作，研究相关行业、领域的重大改革和政策措施，开展对中长期重大事项的科学论证，确立预算优先性安排。

财政部门要发挥主导作用，完善中期财政规划和三年滚动预算编制在方法、内容、技术等方面的修订，明确预算调整的程序、审批权限和责任主体，加强各项相关政策在各级政府及相关预算单位中的推广实施；开发和完善预算编制、会计核算等信息系统，加强各级部门之间信息的共享和统一。

2. 加强中期预算与政府中长期规划的对接

完善项目库建设和管理。搭建统一的项目管理和预算审核系统，加强预算支出中期规划与财政专项资金项目库的信息对接和同步更新。做好项目的分类与清理，通过筛选、论证、排序、审核支出项目，提前进行项目储备。

提高经济与财政预测能力。建立完备的经济财政数据库，包括经济、社会、财税、金融等方面信息，为预算管理提供数据基础。加强数据挖掘能力和现代经济模型分析技术，提高中长期经济预测和财政收支预测的准确性和可靠性。加强相关领域的基础研究，广泛发挥社会力量，与高校、研究机构及相关领域的专家展开密切合作。

3. 加强配套制度建设

细化预算稳定调节基金、预算周转金的建立、调入、使用以及监管等管理政策。根据各地财力状况，适当调整预算稳定调节基金、预算周转金的比例要

求，将预算稳定调节基金、预算周转金的设置和调入与地方财力和收支结构挂钩。

逐步完善和实施预算的绩效管理。建立涵盖绩效目标、绩效监控、绩效评价、评价结果应用各环节的管理制度，制定具体的工作流程和操作细则，加强其与预算编制、执行、监督等的有效衔接。完善评价体系建设，加强财政和预算部门绩效评价主体地位，探索引入社会中介等第三方力量；系统制定包括综合支出、项目支出等的评价指标体系和评价标准；将绩效评价结果与预算资金安排相结合。