

# 中国经济金融展望报告

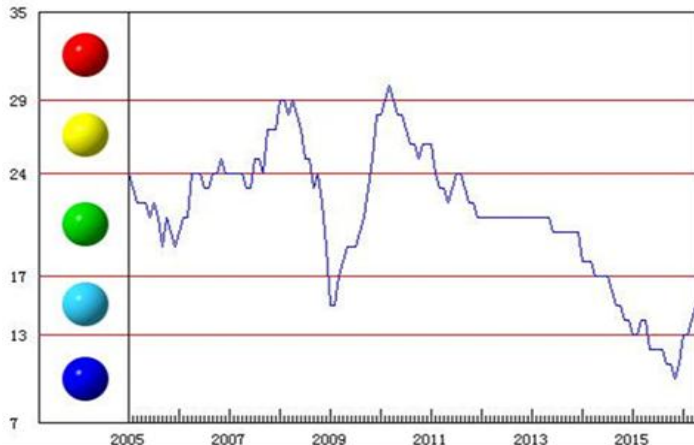
2016 年第 3 季度（总第 27 期）

报告日期：2016 年 6 月 30 日

## 要点

- 在政策托底、房市升温、简政放权等多重因素作用下，上半年中国经济运行总体平稳，企业效益改善，“三去”（去产能、去库存、去杠杆）取得新进展。但民间投资下滑、东北等地区转型艰难，经济下行压力依然较大。预计二季度 GDP 增长 6.7%左右，增速与一季度基本持平。
- 下半年，美国经济预期不佳、全球贸易低增长等，使得全球经济不确定性较多，中国经济外部环境难言乐观。国内经济需求疲弱、财政金融风险增大，经济短期扭转困局的难度较大。综合分析，三季度我国 GDP 增长在 6.7%左右，全年增长 6.7%左右。
- 由于经济下行压力较大，稳增长政策短期不能放松，需要采取更有力的政策措施扩大总需求，使实际增长靠近潜在增长，缓解经济进一步下滑压力，为结构改革和培育新动能腾挪出时间。短期要坚持“宽财政、稳货币”的基本取向，妥善处理好“三去”之间的关系；中长期要加快结构调整和供给侧改革，培育经济增长新动能，为经济持续增长奠定坚实基础。

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）

联系人：周景彤

电 话：010-66592779

邮 件：zjtlucky@163.com

## 稳定增长是推进结构性改革的前提

### ——中国银行中国经济金融展望报告（2016 第 3 季度）

在政策托底、房市升温、简政放权等多重因素作用下，上半年中国经济运行总体平稳，企业效益改善，“三去”（去产能、去库存、去杠杆）取得新进展。但民间投资下滑、东北等地区转型艰难，经济下行压力依然较大。预计二季度 GDP 增长 6.7% 左右，增速与一季度基本持平。下半年，美国经济预期不佳、全球贸易低增长等，使得全球经济不确定性较多，中国经济外部环境难言乐观。国内经济需求疲弱、财政金融风险增大，经济短期扭转困局的难度较大。综合分析，三季度我国 GDP 增长在 6.7% 左右，全年增长 6.7% 左右。由于经济下行压力较大，稳增长政策短期不能放松，需要采取更有力的政策措施扩大总需求，使实际增长靠近潜在增长，缓解经济进一步下滑压力，为结构性改革和培育新动能腾挪出时间。短期要坚持“宽财政、稳货币”的基本取向，妥善处理好“三去”之间的关系；中长期要加快结构调整和供给侧改革，培育经济增长新动能，为经济持续增长奠定坚实基础。

### 一、2016 年上半年经济形势回顾与下半年展望

#### （一）上半年经济运行主要特征

上半年，得益于前期国家稳增长政策的支撑，我国经济运行总体平稳，一些指标好于预期，但经济自主增长的动力依然较弱，经济企稳基础脆弱，尤其是民间投资大幅放缓、东北等地区经济转型困难以及房价高增长等问题值得特别关注。

#### 1. 经济增长总体稳定，稳增长政策功不可没

今年一季度，我国 GDP 增长 6.7%，这主要得益于政府稳增长政策的支撑作用（图 1）。如果说去年金融业（特别是上半年股市火爆）对经济增长贡献较大

的话，今年上半年房地产升温对经济增长发挥了重要支撑作用<sup>①</sup>，这在某种程度上又与政策有关。我们的测算表明，如果基础设施和房地产投资仅保持去年全年增速，一季度 GDP 增速可能会降低 0.6 个百分点，若再考虑到基础设施和房地产业对上下游行业的联动影响，经济回落幅度可能会更大。所以，如果没有稳增长政策作用，没有基础设施投资和房地产投资的高增长，今年一季度 GDP 增长是很难达到 6.7% 的，4、5 月份的经济数据也会逊色很多。从这个意义上讲，6.7% 的增长确实来之不易，稳增长政策功不可没。二季度以来，投资、消费、出口数据持续下行，经济下行压力依然较大，但是工业生产平稳有增，企业效益改善，为缓解经济下行压力提供了支撑。结合我所的宏观经济预警指数（图 2），我们认为，二季度 GDP 增长仍有望实现 6.7%，与一季度基本持平，季度之间的波动幅度明显减小，经济增长稳定性明显增强。

图 1：中国 GDP 季度增长走势

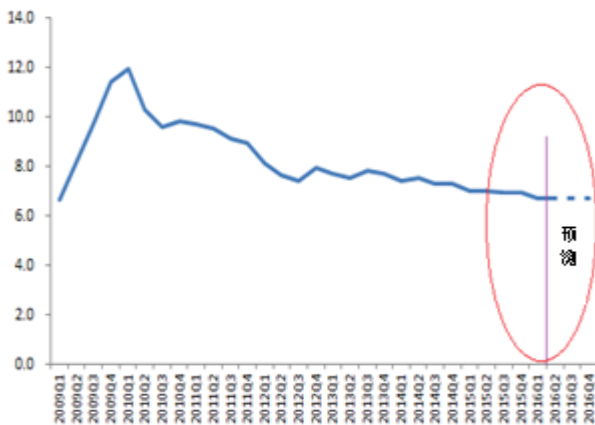
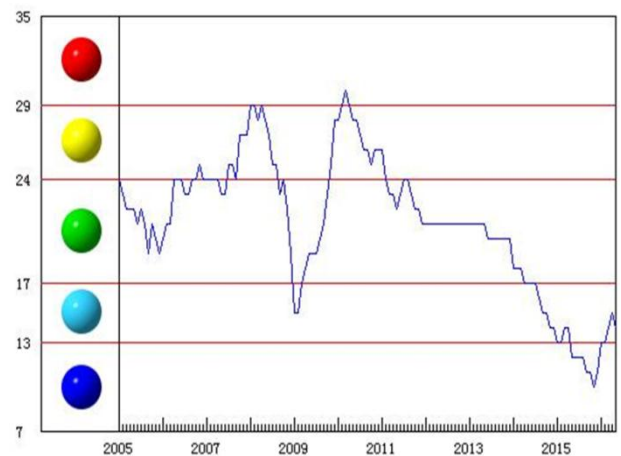


图 2：中国宏观经济预警指数



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

## 2. 结构调整取得新进展，消费对经济增长的贡献进一步上升

消费增长总体平稳，新业态、新产品保持高增长。前 5 个月，社会消费品零售总额累计增长 10.2%，比上年同期仅低 0.2 个百分点。从月度看，4、5 月

<sup>①</sup> 2016 年一季度，中国 GDP 增长 6.7%，房地产业对经济增长的贡献率为 8.6%，为 2008 年以来的历史最大值。从环比看，今年一季度 GDP 环比增长 1.1%，房地产业和金融业对 GDP 增长的贡献最大，分别为 9.1% 和 8.1%。

份增速分别比一季度回落 0.2 和 0.3 个百分点（图 3），但如果扣除价格因素，实际增速则与一季度基本持平。主要特征：**第一，居住类消费增长趋于分化。**随着部分城市加强房地产调控，房地产有所降温，进而影响居住类消费品市场。5 月份，家用电器和音像器材类、家具类销售额增长放慢，同比增长 15.1% 和 0.7%，分别比前 4 个月回落了 7 和 1.4 个百分点；与此相反，建筑及装潢材料类销售加快增长，同比增长 16.8%，比前 4 个月加快了 1.1 个百分点（图 4）。**第二，汽车油品消费增速有所回落。**受 4 月东部 11 省市开始实施机动车国五排放标准等因素影响，汽车销售增长随之放慢。前 5 个月，限额以上单位汽车类商品零售额同比增长 7.3%，增速比一季度回落 0.4 个百分点。而受汽油价格同比较低等因素影响，与汽车使用密切相关的油品消费增速由正转负，且降幅扩大。前 5 个月，石油及制品类商品零售额同比下降 4.5%，增速比一季度回落 4.8 个百分点。**第三，新业态、新产品保持高速增长。**以网购为代表的消费新业态继续快速扩张，网上零售占消费比重进一步提升。前 5 个月，实物商品网上零售额已占到社会消费品零售额的 11%，同期网上商品和服务零售额同比增长 27.7%，增速比一季度小幅下降 0.1 个百分点。受益于充电技术进步、新款车型不断推出、充电设施逐步健全等，前 5 个月新能源汽车销售 12.6 万辆，同比增长 134.1%！

图 3：社会消费品零售总额增长

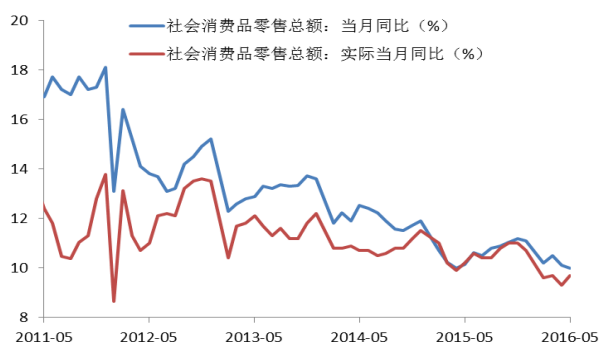
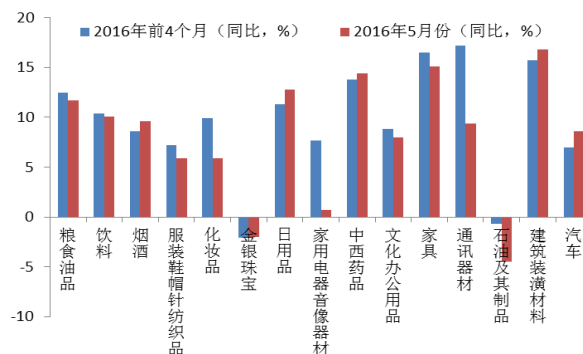


图 4：限额以上单位各类商品零售额增长



资料来源：Wind, 中国银行国际金融研究所

投资增长有所放慢，民间投资几近“失速”。前5个月，固定资产投资同比增长9.6%，增速比一季度回落1.1个百分点，比去年全年回落0.4个百分点。特别是近几个月，民间投资增长放慢得更加明显，直接增大了经济下行压力。具体看：**第一，三大产业投资增长同步放缓。**其中，第二产业投资增长放慢导致总体投资增速下降0.6个百分点，第三产业投资增长放慢导致总体投资增速下降近0.3个百分点（图5）。当前传统产业和过剩产能行业正处在“去产能”的重要阶段，扩大投资的机会和动力明显减小，导致制造业投资增速持续下滑。前5个月，制造业投资仅增长4.6%，增速比一季度回落1.8个百分点（图5）。根据以往经验，随着产能过剩进一步化解，制造业投资增速可能继续下滑。**第二，部分地区投资大幅下滑。**由于经济转型和结构调整步伐较快，东部地区投资保持较快增长，且增速略有加快，前5个月增长10.9%，增速比前4个月加快0.1个百分点。中、西部投资增长虽有所放慢，但绝对增速不低，前5个月分别增长13%和12.6%，均高于东部和全国总体的投资增速。但东北地区经济转型困难重重，同样反映在其投资的大幅减少上，前5个月同比下跌30%，跌幅比一季度扩大了11.7个百分点（图6）。**第三，民间投资增长明显减速。**受有效需求不足、化解产能过剩、盈利前景不佳等因素影响，民间投资增长进一步放慢，且增速显著低于总投资，占总投资的比重继续下降。前5个月，民间投资仅增长3.9%，增速分别比上年和今年一季度下降6.2和1.8个百分点；而同期总投资增长虽然也放缓了，但仅比上年和今年一季度下降了0.4和1.1个百分点（详见第五部分专题）。



图 5：三大产业投资增长

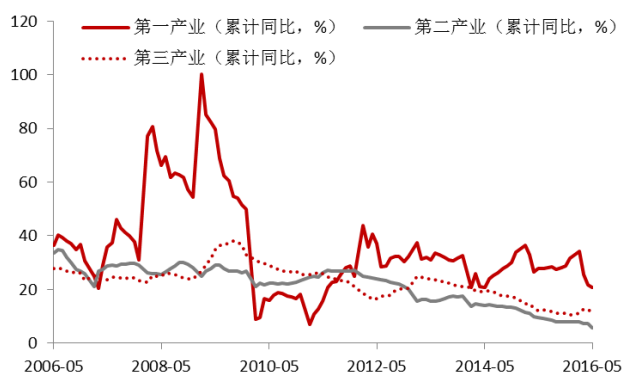
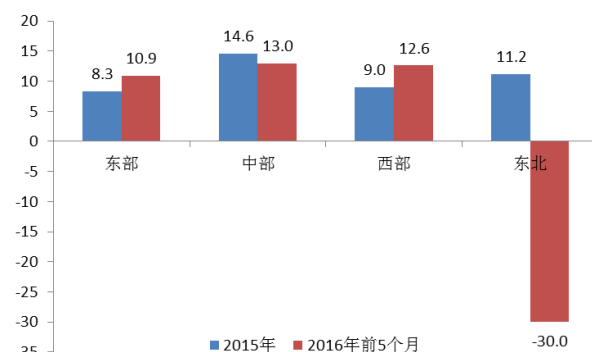


图 6：不同地区投资增长



资料来源：Wind, 中国银行国际金融研究所

出口受外需拖累低迷,进口受内需改善提振。前5个月,出口累计下降7.3%,降幅比一季度收窄2.3个百分点,但比去年全年回落4.4个百分点,进口累计同比下降10.3%,降幅比一季度收窄3.1个百分点,也比去年全年收窄4个百分点。受外需低迷影响,出口增速尽管比一季度有所好转,但仍低于去年同期。全球制造业PMI从4月的扩张状态(50.1)降至5月的荣枯线(50),美国、欧元区、日本、新兴市场的制造业PMI分别较前一个月下降0.1、0.2、0.5、0.6,反映了外部需求总体趋紧。进口改善突出表现在,剔除价格后的部分商品进口数量明显回升,这与近期工业生产和基建投资较为稳健有关。近期我国工业生产企稳,基础设施建设投资加速,有力地带动了相关商品进口。前5个月,原油、成品油、铁矿石进口数量累计增长16.5%、4.6%、9%,增速分别比一季度回升3.1、6.5、2.6个百分点,明显高于2015年全年的增速(8.8%、-0.1%、2.2%)。

图 7: 进口与出口形势分化

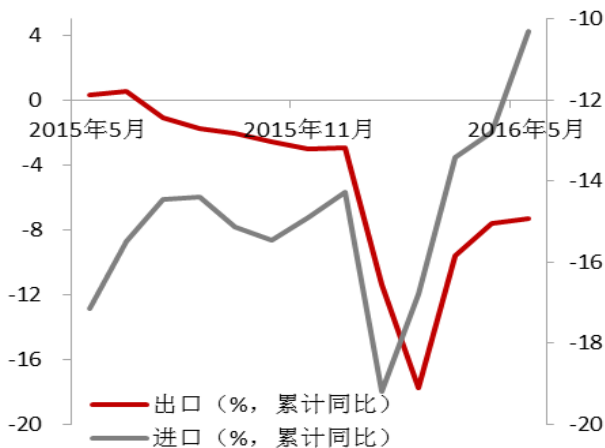
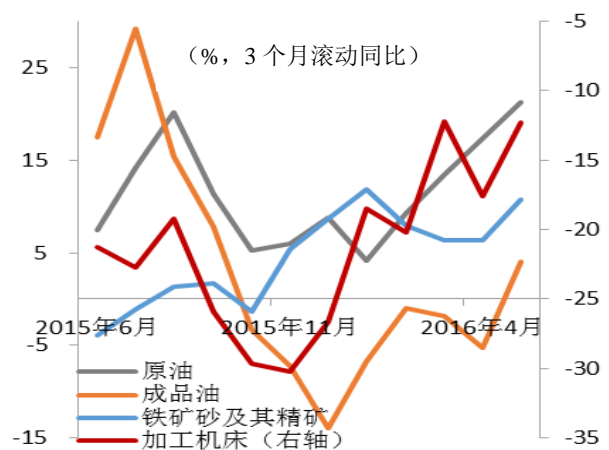


图 8: 重点商品进口数量持续回升

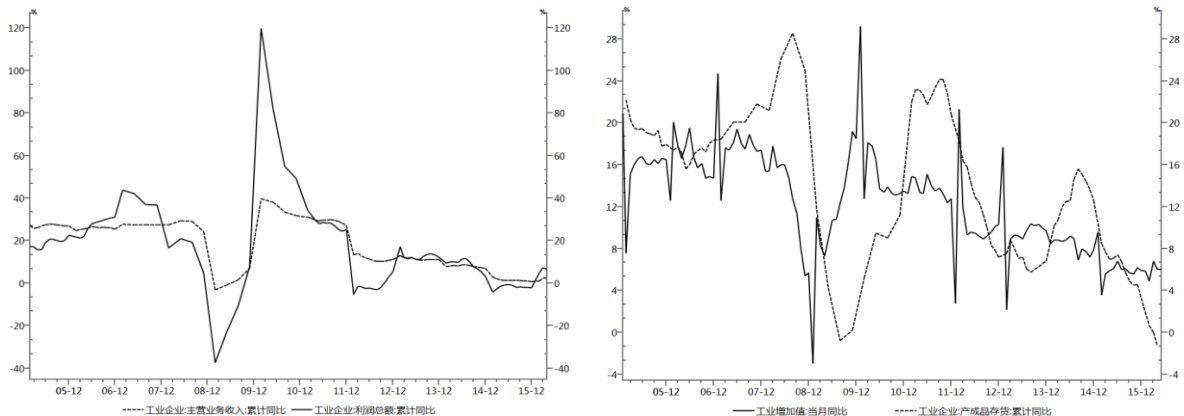


资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

### 3. 部分行业去产能加快, 工业企业效益明显改善

受益于前期政策刺激、基础设施投资和房地产快速增长、PPI 降幅收窄等, 今年以来工业生产较为平稳。前 5 个月, 规模以上工业增加值增长 5.9%, 虽然比上年同期低 0.3 个百分点, 比去年全年低 0.2 个百分点, 但较一季度小幅回升 0.1 个百分点, 预计二季度当季工业增加值增速在 6% 左右。随着去产能进程加快和能源原材料价格反弹, 部分行业产能利用率有所回升。截至 6 月 17 日, 浮法玻璃产能利用率为 73.1%, 比年初回升 2.7 个百分点。高炉、浮法玻璃、焦化企业开工率也较年初有所回升, 6 月 17 日分别为 75%、67%、77%, 较年初提高 1、3.2、8 个百分点。

与此相联系, 工业企业效益也有所改善: 一是企业盈利延续了年初以来的增长态势。1-4 月份利润同比增长 6.5%(图 9), 其中 3 月当月利润增速达到 11.1%。但随着近期需求和非主营业务收入的放缓, 4 月利润增速有所回落。二是去库存进程明显加快。4 月产成品库存累计 3.66 万亿元, 比上年末减少 2100 亿元, 同比下降 1.2%(图 10), 为 2009 年 8 月以来首次出现负增长, 增速比去年同期下降了 8.3 个百分点。

**图 9：主营业务收入与利润增速**    **图 10：工业增加值与产成品库存增速**


资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

**不同行业分化明显。**采矿业、黑色金属加工业增加值增速在不断放缓，1-5月分别为0.7%、1.5%，较一季度和上年同期均有所放缓。化学原料及化学制品制造业、非金属矿物制品、有色金属加工业等重工业增速回升，1-5月分别为9.5%、8.1%、10.3%，较一季度加快，有些甚至要高于上年同期。轻工业中占比较大的农副食品加工业增速回升，1-5月为6.2%，要高于一季度和上年同期，纺织业增速（1-5月为7.4%）虽然略低于一季度，但要高于上年同期。医药、计算机通信、仪器仪表等高技术制造业以及汽车、运输设备、专用设备制造业增速均较一季度有所回升（图11）。

**服务业增加值增速有所放缓。**一季度增长7.6%，较上年同期降低0.4个百分点。主要行业中，金融业受股市低迷影响，增速降至一季度的8.1%，比上年同期低7.6个百分点，由于上年二季度股市日均成交金额基数较高，平均高达1.5万亿元，预计二季度金融业增速将继续降低。1-5月餐饮收入、商品零售增速较上年有小幅放缓，预计二季度批发零售业、住宿餐饮业增速可能有小幅回落。随着房地产市场的回暖，一季度房地产业增速上升至9.1%，较上年同期加快8.1个百分点。进入二季度，房地产销售额和销售面积仍保持较快增长，1-5月增速分别达到33.2%、50.7%。预计二季度房地产增加值增速将继续回升。总



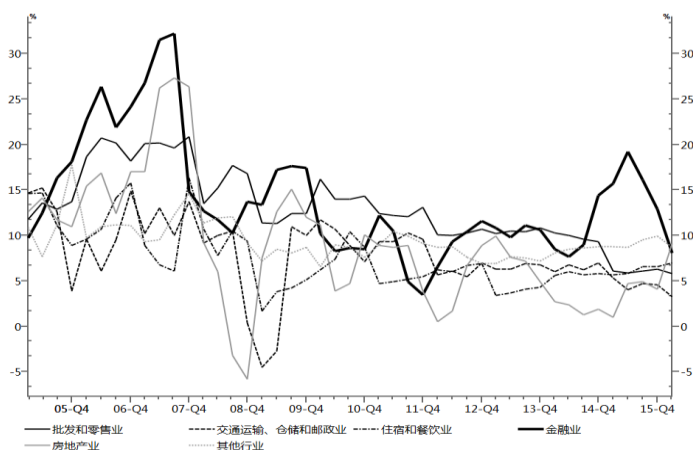
体判断，二季度服务业增速可能较一季度略有放缓，在 7.5%左右。

图 11：一季度与 1-5 月主要工业行业增加值增速对比 (%)



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

图 12：各类服务业行业增加值增速 (%)



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

#### 4. 消费物价总体稳定，PPI 降幅逐月收窄

今年 1-5 月，全国居民消费价格(CPI)累计上涨 2.1%，涨幅比上年同期加快 0.8 个百分点。分月度看，除了 1 月份，其他月份涨幅均在“二上三下”区间。5 月当月，CPI 同比上涨 2%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点，主要原因是

食品价格回落比较明显。物价运行还呈三个特点：一是鲜菜价格大幅回落。随着天气转暖、供应增加，鲜菜价格涨幅（6.4%）比4月（22.7%）回落了16.3个百分点，影响CPI上涨约0.14个百分点，而此数据4月为0.56个百分点。二是猪肉价格维持高位，牛羊肉价格基本稳定。5月，猪肉价格同比上涨33.6%，涨幅与上月基本持平，影响CPI上涨0.77个百分点；牛肉上涨0.5%，涨幅比上月扩大0.1个百分点，羊肉价格下跌5.1%，跌幅比上月收窄1.7个百分点。三是服务价格稳中有升。5月家庭服务CPI上涨2.1%，涨幅比4月小幅扩大0.1个百分点。除了通信服务外，家庭服务、教育服务、医疗服务和其他服务等价格上涨均在加快，同比分别上涨4.2%、2.3%、3.2%和2.2%，涨幅分别比上月扩大0.3、0.2、0.2和0.5个百分点。与消费品价格涨幅放缓不同，服务价格涨幅扩大，反映了我国经济发展进入新阶段以后，农村转移人口减少、人口老龄化加剧，进而“人口红利”衰减、劳动力成本持续上升的客观现实。

图 13：食品价格带动 CPI 涨幅回落

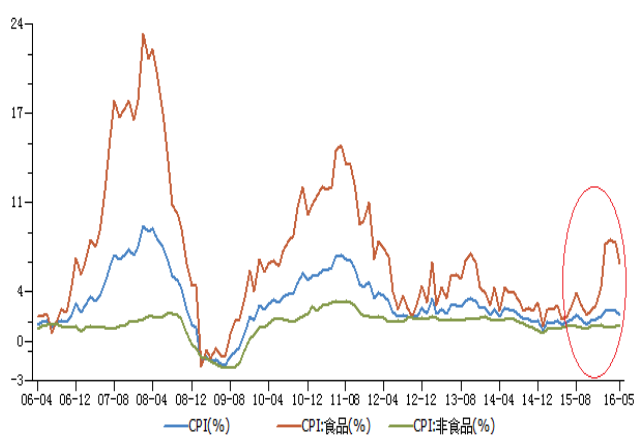
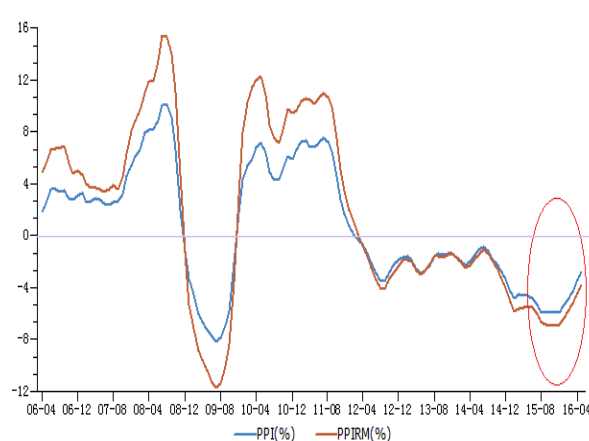


图 14：PPI 降幅逐月收窄



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

采掘工业价格降幅显著收窄，PPI“转正”可期。5月份，工业生产者出厂价格（PPI）同比下降2.8%，降幅比上月再次收窄0.6个百分点。这主要是因为近期采掘工业价格环比显著上涨，导致生产资料价格降幅明显收窄（0.8个百分点）。5月采掘工业价格同比下降9.6%，降幅比4月份收窄3.4个百分点，环

比上涨 3.8%，涨幅比上月扩大 0.9 个百分点，环比涨幅连续 3 个月为正。随着原油、钢铁、煤炭等大宗商品价格的温和反弹，以及翘尾因素逐月增大，未来几个月 PPI 降幅或将进一步收窄，个别月份甚至可能“转负为正”，从而结束长达 50 多个月的下降通道。PPI 如能“转正”，将有助于改善企业经营、提升市场信心、缓解产能过剩，进而对稳增长产生正面影响。

总之，在加大基础设施投资、房地产市场升温、简政放权等因素的作用下，上半年中国经济增长比较平稳，供给侧改革加快，“三去”（去产能、去库存、去杠杆）取得新进展。但投资尤其是民间投资增速下滑、部分地区经济转型艰难、经济增长下行的压力依然存在。初步预计，二季度 GDP 增长 6.7% 左右，增速比去年同期回落 0.3 个百分点左右，与一季度基本持平。

## （二）下半年经济形势判断

展望下半年，美国预期不佳、国际贸易低增长、全球金融市场动荡等，我国经济发展面临的外部不确定因素依然较多，国内经济总需求疲弱，去产能、去杠杆加快推进，主要经济指标回升难度较大，财政金融风险较大，经济短期明显好转的可能性不大。同时，新开工项目增加较多，基础设施投资较快增长，去库存加快房地产市场有望较快发展，新兴行业、新消费业态等增长较快，经济结构转变速度明显加快。综合分析，三季度我国 GDP 增长依然在 6.7% 左右，全年增长也在 6.7% 左右。

### 1. 消费加快增长难度较大

第一，近期居民收入增速显著放缓。一季度，全国居民人均可支配收入同比增长 6.5%，增速比去年全年下降 0.9 个百分点，大于同期 GDP 增速的降幅。第二，从央行所做的城镇储户问卷调查来看，居民对未来就业和收入的预期都不乐观，不利于居民扩大消费。一季度，城镇居民就业和收入预期指数为 44.8% 和 48.4%，分别比 2015 年四季度下降 0.5 和 0.7 个百分点。第三，居民消费信

心和意愿不足。4月份消费者信心指数为101，处于2014年以来的较低水平。同时，央行调查也显示，居民消费、购房、购车和购买大额商品的意愿都有所下降。综合上述因素，预计消费增长将保持基本稳定，加快增长难度较大。

## 2. 投资较快增长面临挑战

首先，产能过剩使得制造业投资增速可能继续下滑，房地产投资加快增长难以持续。其次，民间投资不振短期内难以明显改观。受成本高居不下、盈利前景不佳等因素影响，民间投资积极性不高，并且提振民间投资也并非一日之功，从政策发力到市场响应再到产生效果需要一定时间。第三，投资能否较快增长，还要看项目开工和资金到位情况。从新开工项目看，前5个月新开工项目计划投资额同比增长32.2%，增速比一季度下降7.3个百分点。从资金看，前5个月到位资金同比增长7.9%，增速比一季度加快1.5个百分点，资金紧张状况有所缓解。总体而言，预计三季度投资增长仍将有小幅回落。

## 3. 外贸短期走势或有波折

一方面，结构优化、外部环境、内部政策等中长期积极因素正在增多。今年前5个月，一般贸易出口增速好于加工贸易出口10.3个百分点，占总体比重升至56%，达到历史同期最高水平，反映出我国出口动力内生性、附加值水平不断提高。从国际环境来看，美联储6月议息会议显示其加息进程明显放缓，不确定性相对减弱，国际汇率和需求环境或将为外贸企稳提供更有利的条件。从国内政策来看，今年5月国务院出台了促外贸14条意见，再加上前期数次发文的相关工作逐步落实，也会形成一定支撑作用。另一方面，短期内出口依然存在较大的外部需求压力。全球制造业PMI新出口订单指数在5月大幅下滑至48.9，为三年以来少见。我国外贸出口先导指数未能保持前两个月的回升势头，在5月份也有所回落。总体上，预计三季度外贸形势企稳之路并不平坦。

#### 4. 工业回升基础不牢固，服务业保持较快增长

工业回升的基础不牢，主要是受三个因素制约：一是国内外需求仍然偏弱。制造业和民间投资不振短期内难以改变，外部需求相对低迷，这又集中体现在PPI 仍然保持负增长，1-5 月为-4.1%。二是房地产市场将有所降温。一线城市和部分上涨较快的二线城市政策进一步收紧，同时去年下半年之后基数较高，预计三季度房屋销售面积和销售额增速将有所降低。房地产投资能否持续回升也存在不确定性。三是随着去产能的推进，采矿业、黑色金属加工业等行业增加值增速将继续放缓。当然，也要看到工业生产保持稳定存在一定的有利条件：一是基础设施投资仍将保持较快增长，对工业生产提供有力支撑，房地产市场回暖的拉动作用仍然存在。二是企业去库存加快，有利于企业未来产能的释放和生产的增加。三是工业品价格降幅有望进一步收窄，降税减费措施的效果也逐步显现，有利于企业经营效益保持稳定。二季度非金属矿物制品等重工业、设备制造业增速已经有所回升，三季度可能还会延续。同时，新兴产业仍会加快成长，政策支持下高技术行业 and 高端装备制造业将保持较快增长。综合来看，传统产业转型升级和新兴产业培育需要时间，稳增长政策仍是工业生产保持稳定的关键，预计三季度工业增加值增速在6%左右，与二季度持平。

生活性服务业的主要行业中，由于消费总体稳定，批发零售业、住宿餐饮业等传统服务业将保持平稳增长。从房地产业的一些先行指标来看，5 月份，房地产开发投资增速达到7%，仍然保持较快增长，房屋新开工面积同比增长18.3%，土地购置面积降幅缩小至5.9%。预示房地产业仍会保持较快增长，但考虑到上年同期基数较高，同时房地产销售较二季度将有所降温，预计三季度房地产增加值增速将较二季度略有回落。

生产性服务业的主要行业中，受实体经济偏弱、工业增长乏力影响，交通运输、仓储和邮政业增速逐步回落，一季度为3.3%，较上年同期降低2个百分



点。三季度工业增长难有明显回升，预计交通运输、仓储和邮政业增速将延续回落态势。受股市成交低迷、金融风险上升等因素影响，同时考虑上年基数有所减小，三季度金融业增速可能与二季度持平。

文化、旅游、信息、租赁和商务服务、物流等政策重点支持产业仍将保持较快增长。综合以上分析，预计三季度服务业增速与二季度持平，在 7.5% 左右，其增速仍要高于工业。

## 二、2016 年上半年金融形势回顾与下半年展望

上半年，受外部环境更趋复杂、房地产价格上升较快等影响，货币政策更加注重“防风险”和“调结构”，通过加大公开市场操作力度、调整商业银行存准率计算方式等以维持资金面的平稳。同时，金融改革加快推进，启动商业银行投贷联动试点、债券市场开放再提速。在此背景下，金融运行总体平稳、信贷保持较快增长、股市波动减小、汇市企稳、地方债券发行加快。但是，受实体经济融资需求持续下降、债券违约风险加大等影响，也出现了资金供给和社会融资规模增长乏力、中长期利率稳中略升、债市震荡加剧的新现象。

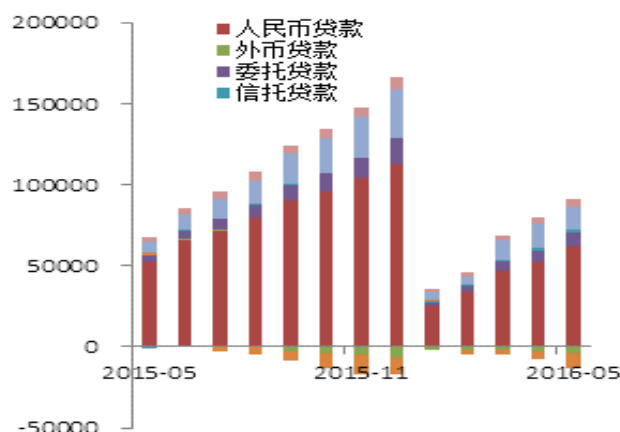
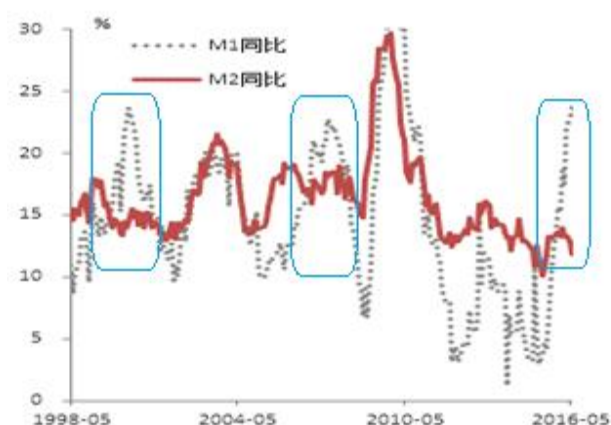
### （一）上半年金融形势回顾

#### 1. 货币供给和社会融资规模增长放缓

广义货币 M2 增速下降，M1 和 M2 增速出现背离。2016 年 5 月末，M1 增长 23.7%，为 2010 年 6 月以来最高增速，M2 放缓至 11.8%，增速相比 3 月末回落了 1.6 个百分点，也低于年初 13% 的增长目标。M1 增速高于 M2 增速这一现象此前只在 1999 年 9 月-2001 年 3 月，2006 年 8 月-2008 年 2 月期间出现过（图 15）。第一阶段（1999 年 9 月-2001 年 3 月）M1 和 M2 背离的背景主要与产能过剩高企，物价陷入通缩有关。第二阶段则主要与物价出现过热，通货膨胀严重有关，2007 年至 2008 年 CPI 涨幅分别为 4.8% 和 5.9%。

当前，M1 和 M2 走势出现背离，M2 增长放缓的主要原因：一是货币政策调控主基调由一季度的“稳健略宽”转向“稳中略紧”，央行主要通过增加中期借贷便利(MLF)、发放抵押补充贷款(PSL)等方式向市场注入流动性，未采用降准政策。二是地方政府债务置换加快导致贷款增量下降，影响了货币创造能力。4月1日到6月17日，共发行地方债务约 2.23 万亿元，相比一季度增加 1.28 万亿元。三是产能过剩占用大量资金，反映在 M1 为代表的基础货币供给在增加，但 M2 不升反降，这与 1999 年情况相似。

**图 15: M2 和 M1 增长出现背离**      **图 16: 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

**社会融资规模增量减少，存量增速下降。**今年前 5 个月，新增社会融资规模累计 8.1 万亿元，比上年同期增加 1.16 万亿元（图 16）。其中，一季度社会融资规模增长较快，月均增加 2.2 万亿元，明显高于 2015 年 4 季度月均新增 1.1 万亿元的规模。进入二季度，社会融资规模月均（4 月、5 月）新增额为 7055 亿元，相比一季度大幅减少，主要原因：一是实体经济资金需求低迷。5 月末，投资、消费和出口增速相较一季度均呈下降态势。二是随着违约风险加大和票据业务监管的强化，企业债券和票据融资下降较快。5 月，企业债券融资环比 4 月减少 2493 亿元，这是 1998 年以来的第二次单月净减少；未贴现银行承兑汇

票减少 5066 亿元，环比 4 月继续减少 2288 亿元。三是地方债券发行加快，相应冲减了社会融资规模。由于二季度新增社会融资规模大幅减少，使得社会融资规模存量趋于下降。5 月末，社会融资规模存量同比增长 12.6%，这是 2015 年 3 月以来，首次出现社会融资规模存量增速和 M2 同时趋于“双降”。

**人民币贷款平稳增长，住房贷款增长较快是重要原因。**尽管广义货币供给和社会融资规模增长放缓，但人民币贷款却继续保持了较快增长。前 5 个月，累计新增人民币贷款 6.17 万亿，相比上年同期增加 9047 亿元，占社会融资规模的比重为 76.1%。人民币贷款增长主要呈现以下特点：**一是**中长期贷款稳中有升。前 5 个月，中长期贷款余额为 56.77 万亿元，占全部人民币贷款余额比重为 56.7%，相比 3 月末上升 0.2 个百分点。**二是**住房抵押贷款是中长期贷款增长较快的重要原因。5 月，居民部门中长期贷款（主要为住房抵押贷款）占当月新增贷款的 53.6%，相比 3 月上升 21.5 个百分点，这一比值接近历史最高水平，成为推动人民币贷款较快增长的主要因素。**三是**非金融企业贷款增长乏力。5 月，非金融性公司部门贷款占当月新增贷款比重为 36.5%，相比 3 月下降了 12.4 个百分点，处于历史低位。**四是**人民币贬值预期下，外汇贷款继续减少。5 月末，外汇贷款余额同比下降 15.2%，降幅比 3 月末扩大了 3.6 个百分点。

## 2. 货币市场利率保持低位，波动性进一步降低

随着一季度末 MPA(宏观审慎评估体系)考核等影响的消退，4 月份以来银行间市场利率延续了一季度以来的低位运行态势，隔夜 SHIBOR 稳定在 2%左右，贷款基准利率(LPR)维持 4.3%不变。同时，利率波动进一步减小，4 月初到 6 月 15 日，隔夜和 7 天 SHIBOR 的标准差分别为 0.014 和 0.019，比一季度分别下行 0.032 和 0.028。具体而言，货币市场运行主要呈现以下特点：**一是**市场对前期政策整体仍处于消化期，流动性易受外部环境影响。4 月中下旬，受企业所得税汇算清缴、存准补缴及 MPA 推进等因素影响，短期资金面一度出现紧张。**二是**提前注入流动性，改善市场预期。二季度以来，央行灵活搭配使用公

开市场操作和 MLF 等工具，提前注入流动性，有效平抑了资金面波动。三是调整准备金缴存的“冲时点”压力，熨平货币市场波动。6月3日，央行决定自6月15日起，将人民币存款准备金的考核基数由考核期末一般存款时点数调整为考核期内一般存款日终余额的算术平均值，有利于缓解商业银行在“季末”和“年末”冲时点压力。

图 17：隔夜和 7 天 SHIBOR 走势

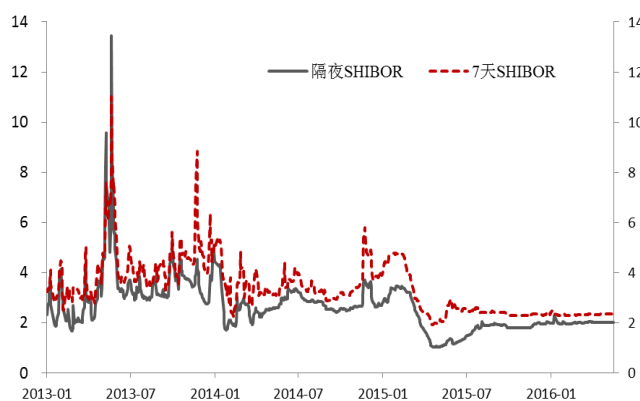
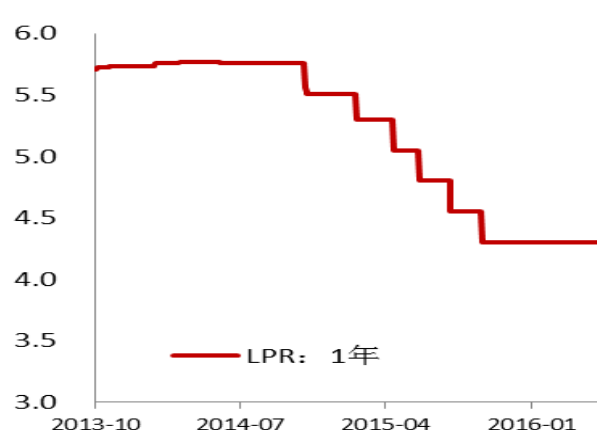


图 18：贷款基础利率（LPR）走势



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

### 3. 债券市场震荡加剧，债券利率稳中略升

在债券市场对外开放提速、地方政府债务置换加快推进的大背景下，上半年债券市场发行额不断增加、不良资产证券化再度重启。但是受企业盈利能力不佳、避险情绪上升等因素影响，债券市场也出现了波动加剧、违约上升、收益率上行等新现象。一是债券市场供给加快，不良资产证券化进入重启新阶段。1-5月，债券累计发行量为7.9万亿元，同比增长95%。其中，地方政府债券增长最为明显，4月和5月，地方债券共计发行1.59万亿元，相比一季度增长66.6%。5月26日，中国银行和招商银行分别发行了规模为3亿元和2.3亿元的不良资产证券化，这是事隔十年之后的再次重启。二是债市高位震荡。4月份以来，债券市场波动明显加大，中债总指数由一季度的震荡上行转为震荡下行。截至6月16日，中债总指数为169.34点，比3月末下降了约0.25个点，改变了2014



年以来持续上行的态势。三是债券利率稳中有升，短端利率上行较快。受资金面整体中性偏紧等因素影响，二季度不同期限国债收益率均出现了一定上行，短端利率上行更快。6月16日，1年期国债收益率收报于2.4006%，相较于3月末上升约31个BP，10年期国债收益率则上升了10个BP。四是债券违约继续增加。截止2016年6月16日，已有19家发行主体违约，涉及违约债券数量39只，涉及金额为237亿元，违约金额相比2015年增加了99%。不仅民营企业出现违约，国有企业也出现了违约，不仅产能过剩行业出现违约，部分新兴行业也出现了违约。

图 19：中债总指数变动

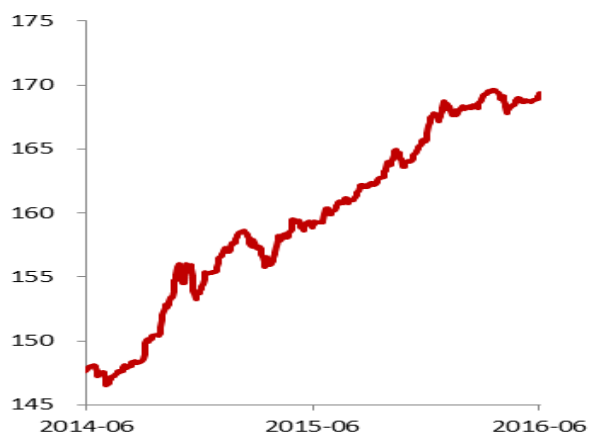
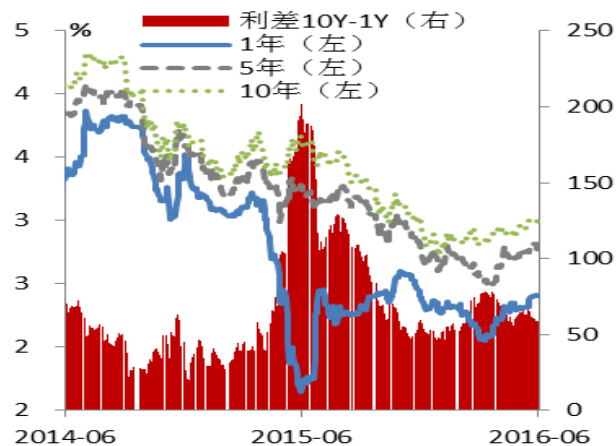


图 20：国债收益率曲线及利差变动



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

#### 4. 股指趋于窄幅震荡，市场成交相对清淡

上半年，我国A股市场经历了年初大幅波动之后，逐渐形成了窄幅震荡走势。6月16日，上证综指收于2870点，较3月底下跌4.4%；深证成指收于10094点，较3月底下跌2.7%。总体来看，股票市场运行有三个特点：一是股指处于窄幅区间波动。3月份以来，上证综指基本在2800点到3000点之间窄幅波动，深市走势与此相似，上行有顶，下探有底。二是波动幅度逐渐收窄。在3月到6月的四个月中，上证综指月涨幅分别为11.5%、-2.2%、-0.74%、0.36%，波幅逐渐收窄，与去年同期大起大落形成鲜明对比（13.2%、18.5%、3.8%、-7.3%）。



三是市场交易相对清淡。在3月到6月的四个月中，沪市日均成交额分别为2232亿、2107亿、1502亿、1848亿，远小于去年同期平均7769亿的成交额。造成股市窄幅震荡整理的主要原因在于市场资金处于存量博弈格局，场外资金流入乏力，场内资金只能形成局部热点，难以推动整体趋势性行情。

图 21：沪深两市股指窄幅震荡

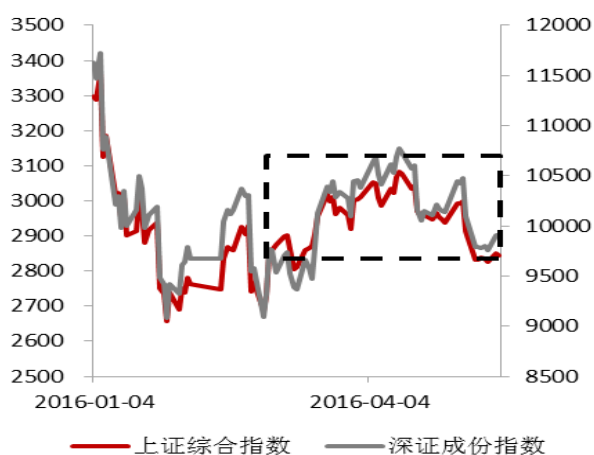
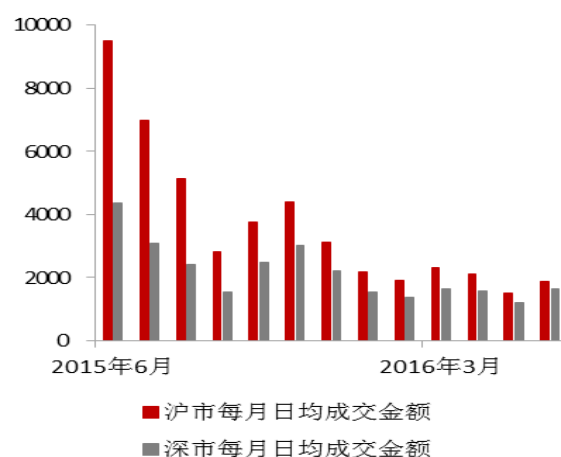


图 22：沪深两市成交相对清淡



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

## 5. 人民币兑美元汇率阶段性贬值，双向浮动特征更加明显

二季度以来，人民币兑美元双边汇率总体呈现阶段性贬值态势，6月17日，人民币兑美元汇率中间价报6.5795，较一季度末和年初分别贬值1.80%和1.16%。主要特征：一是受美联储加息预期等因素影响，人民币兑美元汇率在经历了4月较为平稳的运行后，呈阶段性走弱态势。5月份美联储加息预期重燃，美元指数由跌转升，5月30日人民币兑美元汇率中间价报6.5784，为2011年2月以来最低水平，单月累计贬值1.85%。此后，5月美国非农数据大幅走弱，6月中旬美联储宣布维持联邦基金利率在0.25%-0.5%不变，人民币贬值压力有所缓解。二是中间价形成机制的规则性和透明度提升。人民币中间价遵循“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的形成机制，同时央行不断加强与市场沟通，人民币汇率预期相对稳定，市场并未形成恐慌式贬值预期，境内外价差维持在低位。

三是4月份和5月份,CFETS人民币汇率指数分别较上月小幅贬值1.04%和微幅升值0.03%,人民币汇率根据市场供求变化自发调节、双向浮动的特征更加明显。

图 23: 人民币兑美元汇率走势

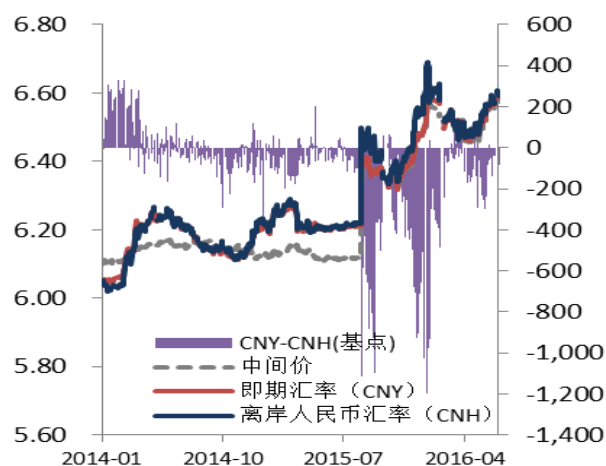
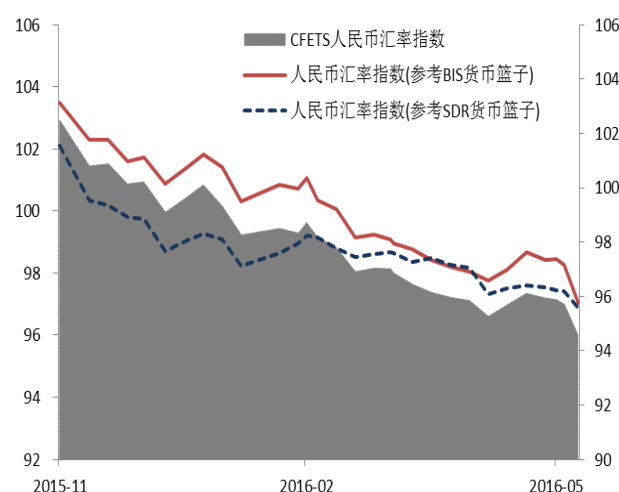


图 24: 人民币汇率指数走势



资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

## （二）下半年金融形势判断

### 1. 货币信贷继续保持增长，进一步扩张难度不小

下半年,随着外汇占款降幅收窄、基建投资保持稳定、房地产高位运行,货币信贷将继续保持较快增长。一是外汇占款降幅收窄。5月末,外汇占款余额为23.72万亿元,相比4月末下降537亿元,降幅已经连续5个月收窄,未来这一趋势将延续,有利于减轻货币紧缩的压力。二是货币信贷需求依然较旺。基建投资保持稳定、房地产高位运行,有利于增加信贷需求。但是,受房地产销售增速放缓、地方政府融资来源扩张受限等影响,房地产和基础设施投资带来的新增融资需求规模相比二季度会进一步下降。尤其值得关注的是,非金融部门贷款需求下降较为严重,这制约了货币信贷扩张空间。总的来看,促进金融数据反弹的内生动能较弱,预计三季度末,M2同比增长12%,社会融资规模

存量增长 13%，相比二季度微弱回升。

## 2. 货币市场利率窄幅震荡，流动性总体稳定

下半年，预计银行间市场流动性将继续保持稳中偏松格局，主要期限利率在低位窄幅震荡。主要原因有：**一是**美联储短期加息预期降温。近期美国经济数据出现分化，美联储 6 月中旬宣布维持联邦基金利率不变，短期内缓解了人民币兑美元贬值和资本外流压力。5 月份外汇占款环比减少 537 亿元，降幅连续 5 个月收窄，一定程度上有助于缓解基础货币供应缺口，减小流动性压力。**二是**货币政策工具的灵活性和有效性不断提升。公开市场操作和 MLF 的工具组合能够有效平抑资金面波动，SLF、PSL 等进一步丰富了政策组合。公开市场操作常态化、1 年期 MLF 恢复等举措，表明央行维稳长期资金面力度加大。存款准备金新政也有助于平抑资金面的时点扰动。总体而言，尽管流动性仍然存在时点波动的可能，但总体将保持稳定，不会出现大的波动。

## 3. 债市高位盘整，或略有下行

下半年，促进债券市场上行的因素主要有：**一是**债券市场对外开放再提速。5 月 27 日，人民银行决定引入更多符合条件的境外机构投资者，取消投资额度限制等。这有利于增加债券市场深度和广度，预计未来五年，境外投资者持有境内债券的比例有望从目前的 1.6% 提高至 5%-6%。**二是**全球低利率环境下，中国债市有吸引力。当前，在全球主要经济体维持低利率环境下，特别是日本和德国这两大经济体的十年期国债收益率都跌至负利率水平，近期中国 5 年期国债利率下降至 2.7% 左右，对国际投资者有吸引力。不利因素则主要有：**一是**去产能推进，企业债务高企，违约风险还将继续上升。今年二季度债券市场的违约个数已超过一季度。**二是**个别金融产品出现兑付问题。目前银行保本型理财和货币基金主要投向债券市场，随着违约事件的日益频发，部分杠杆运用过度的产品或将出现兑付不足，甚至引发产品赎回潮。总的来说，债券市场呈现高

位盘整、略有下行的运行态势。

#### 4. 股市延续震荡整理行情

下半年，预计股市将继续处于震荡整理行情，运行区间可能有所扩大。约束股市趋势性大幅上行的因素有：**一是**风险偏好较弱。融资融券余额稳中有降，已经不足去年高峰时期的一半，融资交易换手率也在低位徘徊，未来可能进一步下降。**二是**宏观流动性难以大幅宽松。货币政策不会“大水漫灌”，央行利率走廊和公开市场操作逐步成熟，宏观流动性处于松紧适度，对股市仅有托底作用。**三是**房地产市场回暖或将对股市形成一定挤出效应。另一方面，股市也面临一系列积极的因素影响：**一是**筹备已久的深港通在下半年有望实现，国际投资者的进入会逐渐影响市场的资金格局和估值取向。**二是**宏观经济逐步筑底将稳定市场预期，结构优化带来的新经济增长将给市场带来诸多亮点。**三是**国际金融环境较为有利，美联储6月议息会议偏向鸽派，加息进程明显放缓，对A股等新兴市场资产属于利好。

#### 5. 人民币汇率双向波动仍是主旋律

下半年，人民币兑美元汇率仍存在贬值压力，但不会出现趋势性走弱，宽幅双向波动或成为主要特征。主要原因有：**一是**5月国内投资、消费、工业等经济数据不及预期，宏观经济下行压力依然较大。**二是**美联储仍有加息可能。预计短期美元继续以盘整为主，如果美国经济活动改善、通胀回升、加息预期升温，美元仍有阶段性上行机会，加大人民币贬值压力。但与此同时，人民币汇率仍存在保持稳定的条件。**一是**中国经济基本面长期向好、经常项目顺差等基本面继续支撑人民币的强势货币地位。**二是**外汇占款降幅已连续5个月收窄，人民币汇率预期相对稳定。**三是**2016年10月人民币纳入SDR篮子货币，人民币国际化纵深发展，人民币资产的配置需求将进一步提高。四是中国债券和股票市场开放进程提速，有助于促进国际资本流入，改善外汇市场供求状况。



### 三、当前我国经济金融领域存在的突出问题

#### (一) 增长动力总体较弱，经济下行压力不减

一是传统动力正在不断衰减。房地产需求高峰已过。我国人均住房建筑面积已达到 32.9 平方米/人，高于人口密度相当的亚洲发达经济体，也接近于英、法等欧洲发达国家水平。随着老年抚养比提高、人口增速趋缓、城镇化进程放慢，未来住房需求或将有所放缓。基础设施投资需求有空间，但面临融资来源不足等困境。例如，私人资本参与意愿和动力不足、长期信用制度缺失以及政府举债模式有待规范等。

二是新动力正在形成，但尚不能挑起大梁。当前我国经济已经出现了结构优化、创新驱动加快发展的势头，但是，由于新产业的体量和规模较小，“互联网+”、绿色经济等新业态尚未形成气候，经济增长新动力还不能挑起经济发展的大梁。例如，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。

三是国际需求也在减弱。经济增长条件的变化、国际需求的减弱都使得我国的出口导向型经济不可持续。一方面，欧、美等发达国家的再工业化使得全球价值链加快重构，外需将长期保持低迷。另一方面，我国低成本制造竞争优势受到挑战，出口份额面临瓶颈。2015 年我国出口占全球比重已经达到 13.4%，位居全球第一，进一步扩大市场份额的空间非常有限。

#### (二) 产能过剩问题依然突出，去产能任务艰巨

按照国际通行标准，产能利用率低于 79% 为产能过剩，低于 75% 为严重产能过剩。2014 年，我国工业总体产能利用率约为 78.7%，处于近 4 年来的较低水平。产能利用率在 70% 以下的行业有 7 个，处于严重过剩状态。不仅钢铁、煤



炭等传统行业过剩，光伏、多晶硅等新兴产业也出现了过剩。产能过剩占用大量社会资源，影响了新供给的形成，还降低企业盈利和投资能力，加大经济下行压力。2015年，工业企业主营业务收入仅增长0.8%，利润下降2.3%，亏损企业家数增长31.3%，同比提高了19.1个百分点。钢铁、煤炭等企业亏损面达到50%以上。

### （三）企业和地方政府债务上升较快，短期难以下降

国际金融危机之后，我国杠杆率（债务与GDP之比）总体适中，债务风险可控，但地方政府部门和非金融企业部门杠杆率在金融危机后增长偏快。2015年末，我国非金融企业部门信贷与GDP的比重已达到160%左右，在全球处于较高水平。高杠杆企业主要来自产能过剩行业（例如原材料、重化工、能源等）、房地产行业、外贸消费等传统制造行业以及部分国有企业，东北、华北、西南等老工业区企业偿债压力普遍大于其它地区。例如，从上市企业看，2014年我国原材料部门的资产负债率为74.3%，比世界平均水平高约1.36个百分点；2014年东北、西南地区资产负债率约为90%，高于西北、华北、华东、中南约76%-82%的水平。企业部门杠杆较高的原因既与2008年以来为应对金融危机冲击采取的逆周期调控政策有关，也与我国金融体系以银行为主有关（银行部门只能以贷款的方式向实体经济提供资金，造成企业部门杠杆易上难下）。高杠杆必然带来高风险，控制不好就会引发系统性金融危机。

### （四）金融风险积聚，跨境、跨市场传播更加频繁

当前我国经济正处在“三去（去产能、去库存、去杠杆）”的关键时期，同时新型金融业态快速发展，各类金融风险可能进一步积聚。一是债务链条断裂的可能性上升。受实体经济去产能、去库存等因素影响，债务违约现象明显增加。二是金融风险跨市场、跨地区、跨境传播更加频繁和迅速。近年来已经发生数次跨市场风险交叉传播事件。2015年以来数次汇率大幅下跌均与离岸和在

岸两个市场在人民币汇率预期和定价存在分歧，离岸汇率对在岸汇率形成冲击等有关。三是跨境资本流动与人民币汇率波动相互强化。2015年以来，我国跨境资本流动总体呈现净流出态势。最近几个月，资本流出压力减弱。考虑美联储可能再度加息、居民全球财富配置意愿上升等因素，外汇资金可能继续净流出，并与人民币汇率贬值形成强化效应。

**表 1：2016 年下半年中国经济金融主要指标预测 (%)**

指 标	2013 (R)	2014 (R)	2015 (R)	2016			
				Q1 (R)	Q2 (E)	Q3 (F)	全年 (F)
GDP	7.7	7.3	6.9	6.7	6.7	6.7	6.7
规模以上工业增加值	9.7	8.3	6.1	5.8	6.0	6.0	6.0
固定资产投资	19.6	15.7	10.0	10.7	9.0	8.5	9.0
消费品零售总额	13.1	12.0	10.7	10.3	10.0	10.0	10.1
出口	7.9	6.1	-2.9	-9.6	-3.0	1.0	-2.0
进口	7.3	0.4	-14.2	-13.4	-7.0	-5.0	-7.0
居民消费价格指数 (CPI)	2.6	2.0	1.4	2.1	2.0	1.9	2.0
工业品出厂价格指数 (PPI)	-1.9	-1.9	-5.2	-4.8	-2.7	-0.9	-2.1
广义货币 (M2, 期末)	13.6	12.2	13.3	13.4	11.6	12.0	12.2
社会融资规模 (存量)	17.5	14.3	12.4	13.4	12.8	13.0	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

由于经济下行压力较大，既要注重短期需求管理，又要重视中长期结构性改革，两者不可偏废。短期稳增长政策不能放松，需要采取更有力的政策措施扩大总需求，使实际增长靠近潜在增长，缓解经济进一步下滑压力，为结构性改革和培育新动能腾挪出时间。中长期要加快结构调整和供给侧改革，培育经济增长新动能，为经济持续增长奠定坚实基础。

## 第一，“宽财政、稳货币”应成为短期宏观政策的基本取向

今年国家继续实行积极的财政政策，加大财政政策力度，增加赤字规模（由1.62万亿增加到2.18万亿），提高赤字率（由2.3%提高到3%）。有人担心赤字率提高会不会引起财政风险。实际上，财政上有一点赤字不要紧，关键是要做到跨周期财政动态平衡，在经济下行时加大支出和投入，在经济好的年份留有余地。在当前形势下，财政政策还是要继续在稳增长中发挥关键作用。一方面，加强预算执行管理、及时拨付财政资金，重点推进铁路、公路、重大水利工程、水电核电、特高压输电、智能电网、油气管网、城市轨道交通等“十三五”规划重大项目。另一方面，优化基础设施投融资体制，以市场化方式筹集专项建设基金、探索基础设施资产证券化、发挥政府引导基金作用、推进PPP项目落地等，调动社会资本参与热情。与此同时，支持供给侧结构性改革。一是切实发挥好财政资金的作用，解决好去产能过程中的职工安置等问题。二是在“营改增”全面推开的同时，继续完善增值税抵扣链条，切实降低企业负担。继续停征和归并部分政府性基金，督促监督各级地方政府的清费工作。加快完善高新技术企业、科技企业孵化器税收优惠政策。深化财税体制改革，全面改革资源税、加快推进消费税改革等，培育地方主体税种，增强地方自主发展动力。

货币政策并非越宽松越好，也不能因为杠杆高就一味收紧，关键是把握好度，做到既不太紧、也不太松。当前，我国经济下降压力依然较大，广义货币和社会融资规模存量出现了紧缩苗头，中国经济陷入“债务-信用紧缩”循环的可能性正在加大，货币政策需要更加有为，与财政政策等一起托住经济不令其突破下限。一是稳中求“进”。综合考虑目前经济下行压力大、物价水平较低、中长期利率稳中趋升等因素，近期可考虑降准。二是短期不宜降息。当前一年期存款实际利率已经为负（1年期存款利率1.5%，今年前5个月CPI为2.1%），再考虑到美联储如果进一步加息，可能会助推资产价格泡沫和跨境资本外流，因此近期不宜继续降息。三是促进“宽货币”向“宽信用”转变。进一步发挥

债券市场对实体经济的支持作用。在当前债券违约现象频发背景下，核心是健全债券投资者保护机制，加强债券违约事件披露，建立债券受托人制度。

## 第二，妥善处理好“三去”（去产能、去库存和去杠杆）之间的关系

解决产能过剩，有两种做法：一种是“关、停、并、转”，用减少产能的办法来消灭产能。这种做法通过淘汰僵尸企业、减少产量，PPI 就有可能提升、企业市场效率就可以提高。另一种做法是通过扩张性的财政货币政策，用刺激有效需求的办法来消灭过剩产能。前一种办法好处是可以增加企业竞争力，也有助于去杠杆（减少分子），但问题是如果没有新的增长引擎出现，这种办法可能会导致经济增长停滞，影响经济和社会稳定。后一种做法可以使经济在短期内恢复增长，可以为结构性改革争取喘息时间，同时有助于去库存和去杠杆（增大分母），但不会自动导致企业生产效率的提高，也可能使杠杆率进一步提升（余永定，2016）。今后一段时间，去产能无疑是一项重要工作，但需要一个过程，需要在既定政策框架内由市场自主决定和回答“去不去”、“去多少”、“怎么去”等问题，切忌过多地使用行政手段干预企业正常生产经营。去杠杆并不是要简单粗暴地压低分子，而是要多管齐下，促进经济企稳回升是基础（扩大分母），优化融资结构是根本（减少分子），这也都需要一个过程。如果操之过急，要么由于过度刺激导致经济进一步泡沫化，要么会因为人为过快压缩债务导致经济陷入衰退。因此，不能为降整个社会的杠杆，每个部门都去降杠杆。

## 第三，防范金融市场大幅波动，避免跨市场风险传染

要提高风险跨市场交叉传播的识别和处置能力，加快统一金融基础设施监管和金融综合统计体系，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协调机制。同时完善宏观审慎监管，在加强机构监管的基础上，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监管标准，减少监管套利和监管真空，为金融机构适应监管转型提供适应



期和缓冲空间。还要研究我国作为经济大国，在开放条件下货币政策的溢出效应和回溢效应，重视主要经济体之间的货币政策协调，促进内外部平衡。

从中长期来看，我国经济有潜力、有后劲，继续保持较快增长也有条件，但潜在增长率高不等于实际增长率就高，潜在增长率转化为实际增长率，需要做好以下几方面工作：

### **第一，保持经济持续增长，避免“大起大落”**

国际经验表明，一国经济要从不发达阶段进入发达阶段，关键是要保持经济的持续增长。在经历了三十多年的高增长后，我国经济潜在增长率有所下降，但依然保持中高速水平。我们研究认为，未来10年我国潜在增长率估计在6%-7%左右。要积极创造条件，推动潜在增长向实际增长转变，使经济保持持续增长。一是要通过推动供给侧结构性改革，提高全社会资源配置效率，培育经济增长新动能。二是以科技创新推动产业结构向中高端迈进，根据动态比较优势定位我国在全球价值链中的位置，并做好产业、投资、外贸等领域的政策储备。三是拓宽区域发展空间，从沿海向内陆延伸，打造新增长极，推动区域协同联动发展。

### **第二，促进制造业由全球价值链低端向中高端延伸**

制造业是国民经济的主体，是科技创新的主战场，关系到产业能否顺利迈向中高端。这次国际金融危机爆发后，各国开始重新反思以往的发展模式，制造业再回归成为全球性趋势，美国再工业化、德国工业4.0等都说明了这一点，我国在加紧实施“中国制造2025”战略。近年来，全球价值链的重构给全球经济带来了革命性的变化。面对新一轮全球价值链格局的大变革，我国应积极转变发展模式，从更大范围、更高水平上融入全球分工体系，从一般制造业向中高端制造业转变，谋求在全球价值链中地位的提升，带动我国经济向中高端水平迈进。要坚持“引进来”和“走出去”并举，加快设计、研发、营销等高级



生产要素的沉淀，培育向全球价值链中高端延伸的国际竞争新优势，在巩固“中国制造”、“中国加工”地位的同时，重点推动“中国创造”、“中国营销”和“中国品牌”。

### 第三，扩大中等收入群体，促进消费驱动型增长

收入不均等影响经济增长的理论假说认为，收入不均等或者通过实行分配性税收转移政策打击投资者的积极性，或者通过减少穷人对高回报、高增长项目进行投资的机会，或者通过抑制消费需求和加剧经济波动，进而影响经济增长。扩大中等收入群体，不仅有利于我国经济增长和发展模式的转变（消费驱动型），也是社会稳定的缓冲带和政治民主的前提。尽管过去几年我国中等收入群体规模不断扩大，但比重依然偏低，未来还需进一步扩大。包括增加城乡居民收入，合理设定个税起征点和税率结构，缩小区域、城乡间收入差别等。

### 第四，主动作为，积极创造有利于我国发展的新外部环境

过去三十多年，我国发展的外部环境总体是向好、宽松的，而未来，外部环境面临着不少挑战，我们预期总体上是偏紧的。未来，要准确评估世界经济政治形势及其变迁，立足自身，主动作为，努力构建新形势下有利于我国发展的新环境。一要基于我国参加全球分工的需求和条件，做好“取”与“舍”的顶层设计，明确战略方向和重点。二要积极利用 G20、IMF、世界银行、金融稳定理事会（FSB）等多边平台，全面参与国际经济金融政策协调，充分发挥我国在亚投行、丝路基金、金砖国家银行等新平台中的话语权优势，提升我国在国际规则制定中的地位和作用，由国际经贸规则的跟随者、执行者转变为主导者、制定者。三要通过“一带一路”建设等加强区域经济金融合作，加快人民币国际化，提高我国的全球影响力。

### 第五，金融要始终坚持服务实体经济原则不动摇

金融与实体经济的发展始终是共生共荣的关系。未来，金融发展要始终坚

持服务实体经济原则不动摇。一是构建与小微、初创型企业相适应的金融机构体系，将与实体经济的密切程度作为金融改革的指引方向。二是合理确定金融机构定位，制定监管指引和管理制度，提升金融产品、服务与资金需求的匹配度。三是引导好金融创新对实体经济的支持，降低企业融资成本。四是加紧建立覆盖所有金融机构和交易行为的综合统计监测体系，准确把脉金融支持实体经济力度，防止资金“脱实向虚”。五是提升服务企业“走出去”的能力。一国金融国际化程度越高、服务能力越强，越有利于一国经济的全球化。随着中国企业“走出去”投资、人民币国际化的加快，中国金融机构毫无疑问已经具备进入主流市场的条件和基础。我国金融机构要不断提高全球服务能力，在当地经济金融中扮演更加重要的角色。

## 五、专题研究：民间投资“失速”的原因、影响与相关建议

今年以来，我国民间投资增长明显放慢，引发社会广泛关注。分地区和产业看，主要是中东部地区、第三和第二产业拉低了民间投资增速。民间投资增速大幅放缓不利于稳增长、调结构、增就业等经济社会目标的实现，亟需政府推动降低民企经营成本、减少民资准入障碍、增大金融支持力度、提高服务民资水平，激活和做强民间投资。

### 1. 今年以来民间投资“失速”

近几年，我国经济持续换挡降速，投资增速下滑并非新鲜事。但今年以来，民间投资增速快速下降，在总投资中占比缩小，成为市场关注的焦点，也引起政府的高度重视。

民间投资增长罕见地开始慢于总投资。2008年全球金融危机爆发后，民间投资增速曾经大幅下降，一度呈“失速”之势。随着政府推出四万亿刺激政策，民间投资很快实现V型反转，且增速一直高于总投资。但2012年以来，民间投资增速逐步趋近于总投资，2015年二者已经基本一致，前者仅比后者高0.1个

百分点。进入 2016 年，民间投资增长开始慢于总投资，这在最近十多年间实属罕见，前 5 个月仅增长 3.9%，增速比上年下降 6.2 个百分点。尽管同期总投资增长也放缓了，但仅比上年放缓 0.4 个百分点。

**拉低民间投资增速的主要是中部和东部地区。**测算表明，相比于 2015 年，中部地区导致民间投资增速下降 3.2 个百分点，而东部地区导致民间投资下降 2.5 个百分点。以中部经济大省河南省为例，今年前 5 个月，民间投资同比增长 4.8%，增速比上年下降 11.8 个百分点，拉低全国民间投资增速 1 个百分点。今年前 4 个月，东部经济大省山东省的民间投资仅增长 2%，增速比上年同期下回落 11.4 个百分点，拉低全国民间投资增速 1.2 个百分点，而北京民间投资甚至出现负增长，前 5 个月同比下降 6.9%，增速更是比上年大幅下降 32.7 个百分点，拉低全国民间投资增速 0.3 个百分点。此外，西部地区民间投资增速降幅最小，东北地区民间投资降幅大幅扩大，但由于二者民间投资体量较小，合计导致全国民间投资下降 0.6 个百分点。

图 25：民间投资增长“失速”

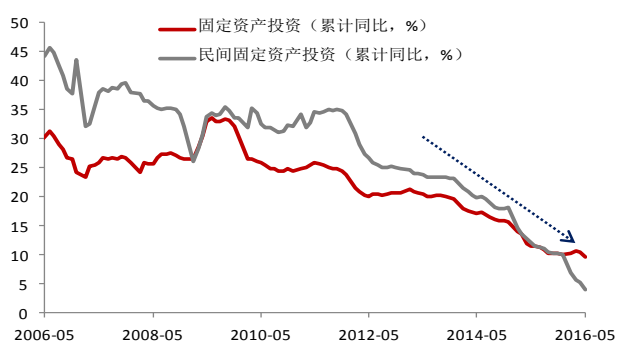
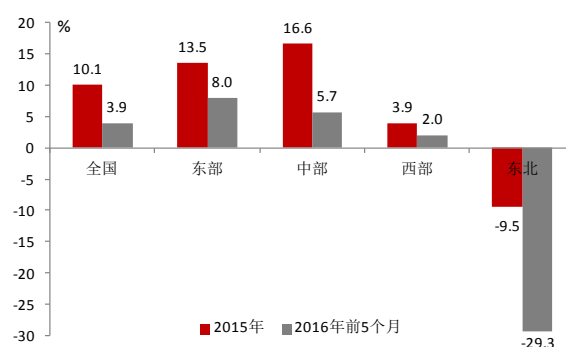


图 26：分地区民间投资增速



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

**第三产业拉低民间投资增速的幅度大于第二产业。**测算表明，第三产业对于民间投资增速下降的影响最大，拉低民间投资增速 3.3 个百分点，而第二产业拉低民间投资增速 2.4 个百分点，第一产业仅拉低 0.5 个百分点。具体到行业，第三产业中的交通运输、仓储和邮政业以及公共设施管理业拉低全部民间

投资增速 1.5 个百分点；而第二产业中的非金属矿物制品业、通用设备制造业、专用设备制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业合计拉低全部民间投资增速 1.2 个百分点。

图 27：分产业民间投资增速

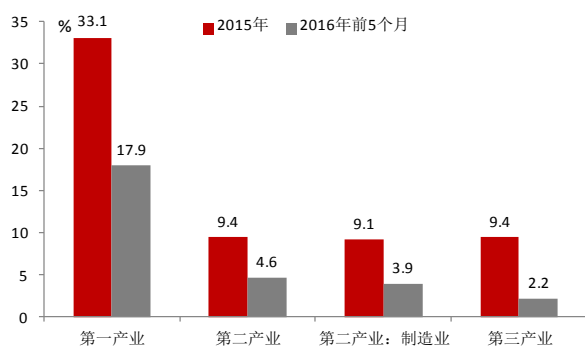
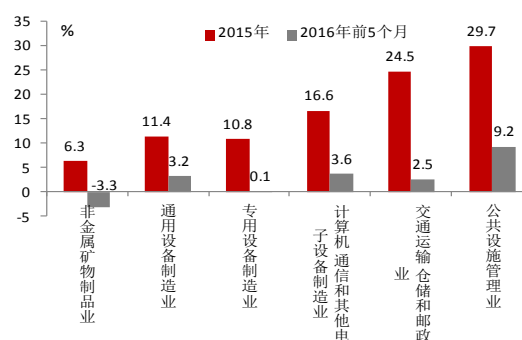


图 28：部分行业民间投资增速



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

## 2. 回报率低、机会有限抑制了民间投资

企业成本持续上升，民间投资利润率下降。以私营工业企业为例，今年前 4 个月其主营业务成本率 87.5%，高于 2012 年、2013 年、2014 年、2015 年的 85.4%、86.3%、87.1% 和 87.2%，基本呈逐年抬升之势。尽管今年民营企业利润增长有所加快，但从主营业务收入利润率看，民间投资盈利性变差。前 4 个月，私营工业企业主营业务收入利润率 5.64%，分别比 2012 年、2013 年、2014 年、2015 年下降 0.79、0.69、0.4 和 0.37 个百分点。尽管缺少私营企业专门的亏损统计，但今年以来规模以上工业企业亏损数量和亏损额均继续扩大，前 4 个月亏损额 3632 亿元，同比增长 7.5%；亏损家数 68769 家，同比增长 0.6%。

公益行业准入门槛高，缺乏对民间资本的吸引力。除了受产能过剩和需求不足影响的行业外，拉低民间投资的主要是交通运输、仓储和邮政业以及公共设施管理业。这些领域具有典型的公共性和公益性特征，传统上主要依靠政府财政和国有企业投资，盈利性较差，向民间资本开放的程度不足。近期国务院

督导组所做的调研发现，一些个别地方对国家鼓励民间投资的政策执行还不到位，“玻璃门”、“旋转门”在一些地方、行业仍不同程度存在。现在正在试点的PPP模式正在引入民间投资上进行探索，但进展缓慢，成效有限。

图 29：私营工业企业盈利状况

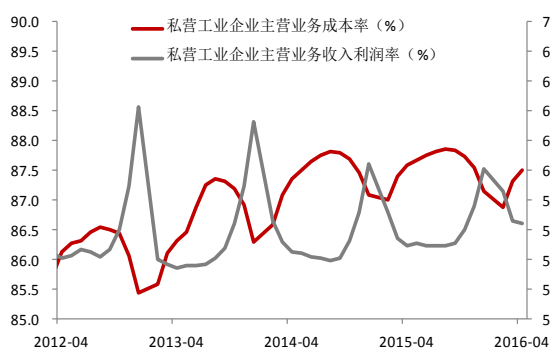
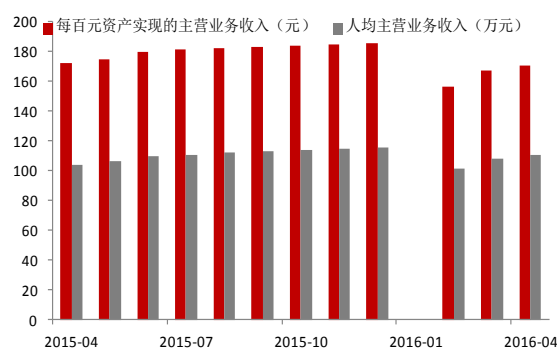


图 30：私营工业企业经营效率



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

**产能过剩问题积重难返，企业经营效率下降。**国内部分行业落后、低效、无效产能高居不下，去产能任务依然非常艰巨。平板玻璃作为典型的非金属矿物制品，2015年无效产能高达2.59亿重量箱，占总产能的23.1%。由于经济不景气，企业销售回款难度不断增大。今年前4个月，规模以上私营工业企业应收账款平均回收期27.7天，比2015年增加2.5天。同期，企业经营效率明显降低，资本和劳动的创收能力下降，私营工业企业产成品周转天数12.3天，比2015年增加0.7天；每百元资产实现的主营业务收入、人均主营业务收入170.8元和110.4万元，分别比2015年下降15.1元和4.8万元。

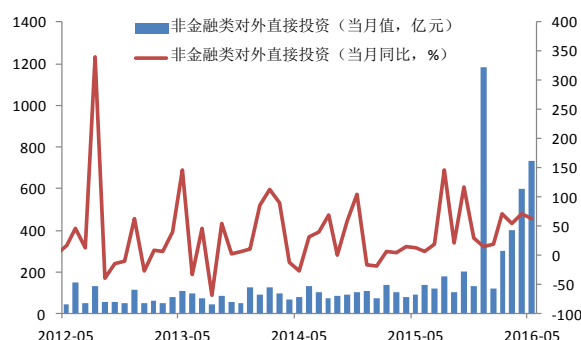
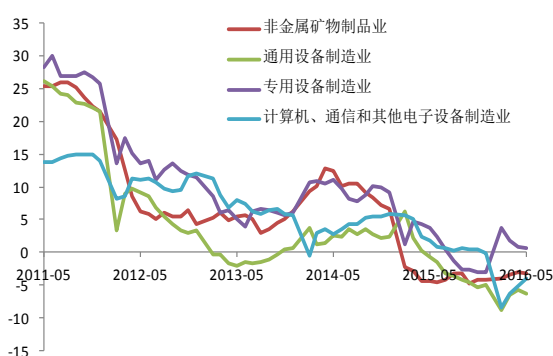
**国际市场需求低迷，民间投资意愿不足。**由于全球经济增长乏力，国际贸易继续萎缩，我国相关商品遭遇出口难题。以民间投资降幅较大的几个行业为例，2015年非金属矿物制品业、通用设备制造业、专用设备制造业出口交货值分别减少4.3%、4.9%和3%，降幅分别比工业总体出口交货值大2.5、3.1和1.2个百分点；今年前5个月，非金属矿物制品业、通用设备制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业出口交货值分别减少3.2%、6.3%和4%，降幅分别比工



业总体出口交货值大 1.7、4.8 和 2.5 个百分点。在出口减少、新订单不足的情况下，民间资本扩大投资的积极性显然会受到影响。

**对外直接投资超高速增长，民间资本境外谋求新机会。**随着劳动力成本上升、人民币实际有效汇率升值，我国部分行业在国际竞争中的比较优势有所弱化，加之国内高盈利的投资机会减少，越来越多的企业包括民营企业“走出去”，不断在全球范围内投资兴业。今年前 5 个月，我国对外直接投资 735.2 亿美元，同比增长 61.9%，增速比 2015 年高 47.2 个百分点；同比增加 281.1 亿美元，按照平均汇率计算，相当于同期国内固定资产投资的 1%。

**图 31：部分行业出口交货值同比减少**      **图 32：对外直接投资增长**

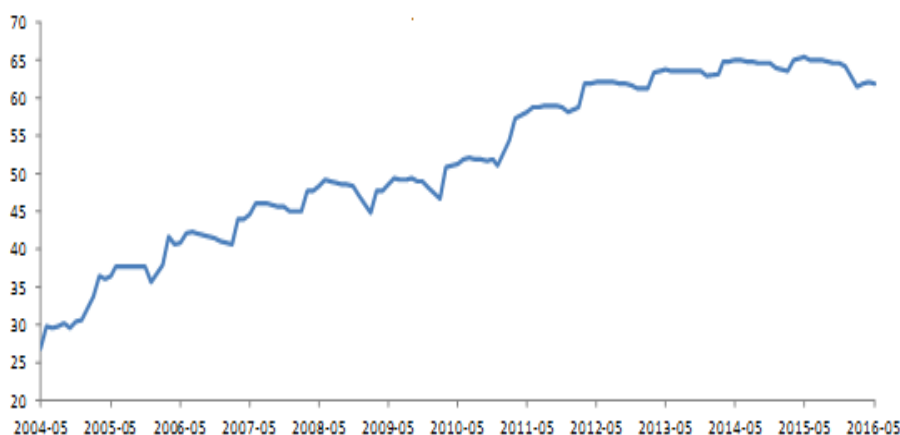


资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

### 3. 民间投资增速下滑有损经济增长动能

短期而言，民间投资增长失速增大了经济下行压力。最近十年，民营经济实力不断壮大，民间投资在总投资中的比重大幅提升，从 2005 年的 35.6% 提高到 2015 年的 64.2%。但今年以来，民间投资比重开始下降，今年前 5 个月降至 62%，直接导致总投资增长放慢。测算表明，前 5 个月总投资增速比上年下降 0.4 个百分点，其中仅民间投资就拉低了总投资增速 3.9 个百分点。如果不是积极地进行宏观调控，加大稳增长政策力度，推动预算内投资、国有控股单位投资加快增长，总投资下滑幅度将更大，年初制定的增长目标也将难以实现。

图 33：民间投资占全部固定资产投资比重（%）的变动



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

中长期而言，民间投资增速下滑有损经济持续增长能力。当期的投资需求形成一个经济体未来的生产能力，是增加更高质量新供给的基础条件。由于民间投资在我国总投资中日益重要，其增长明显放慢意味着一部分生产能力或者延后建立，或者转移至境外。这不仅会影响新需求的满足，还会拖累创新驱动发展的步伐。

此外，民间投资增长放慢还抑制了新增就业的数量。由于加速去产能将导致部分企业破产倒闭、工人下岗失业，同时新毕业的几百万大学生加入劳动力大军，而民间投资大幅下滑导致能提供的就业岗位减少，增加了解决就业问题的困难，也不利于人力资本的积累和形成。

#### 4. 政策建议

坚持市场在资源配置中发挥决定性作用，并不意味着政府对民间投资就可以不闻不问。部分成功经济体的经验表明，积极有效的产业政策在促进新产业成长、走出经济下行期中作用卓著。突破当前民间投资增长大幅放缓的困境，同样需要政府政策精准发力。

一是降低民营企业经营成本。要适当控制最低工资的提高幅度，制定实施

逆周期的社保费率缴纳机制，减小工资刚性加重经济下行期的企业负担。大力推进减税降费，适度扩大享受减免税的小微企业范围。对于房地产价格涨幅过大的地区，通过增加土地供应、指导性定价等措施，管控房租过快上涨。在提高名义汇率波动容忍度的前提下，保持人民币实际有效汇率基本稳定，或者促进其适度下降，这对于那些参与国际分工和竞争的企业比较有利。

**二是减少民资市场准入障碍。**要减少与民争利现象，加大让利于民力度，加快国有企业改革，推动国有资本逐步退出竞争性领域、国有企业缩减非主业领域经营。探索多种公私合营方式，平衡好公共公益性和盈利性。PPP 是能够和有望在这一方面取得突破的重要途径，但前期试点效果还不理想，亟需鼓励各地主动作为，创造性地解决推进中的问题，尽早取得成功范例和经验。对于原先那些民企禁入或难以参与的电信电力、铁路公路、石油石化、市政公用设施等领域，要更多地引入民间资本，改善国有资本治理和控制方式。

**三是完善支持民企金融体系。**受制于全社会信用体系不健全、良好的信用环境尚未形成、缺少守信激励失信惩戒机制等因素，民企获得的金融支持比较有限，一些有利于加快创新、增加就业、促进民生的中小微项目没有及时落地。鉴于此，应加快建立适合中小微企业的直接融资和间接融资并重体系，增加专门服务于中小微企业的多层次金融机构体系，鼓励运用互联网、大数据等更好地为民营企业提供增信、融资服务。

**四是提高政府服务民企水平。**当前政府着力推动“放管服”改革，但简政放权并非不作为，而是要降低行政审批等制度性交易成本，让民营企业投资时流程更简化、效率更高。除了提高投资审批效率之外，政府还应确保企业间公平有序竞争，打造统一有序的国内大市场，建设良好的道路、通信等基础设施硬环境和政策、法律、人才、知识产权保护等软环境，积极为民营企业提供技术、信息等投资服务。

---

## 免责声明

本研究报告由中国银行国际金融研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料。

本研究报告中包含的观点或估计仅代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行国际金融研究所可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为中国银行国际金融研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中国银行国际金融研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行国际金融研究所保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。



国际金融研究所

中国北京市复兴门内大街1号

邮编：100818

电话：+86-10-66592779

传真：+86-10-66030183