

# 中国经济金融展望报告

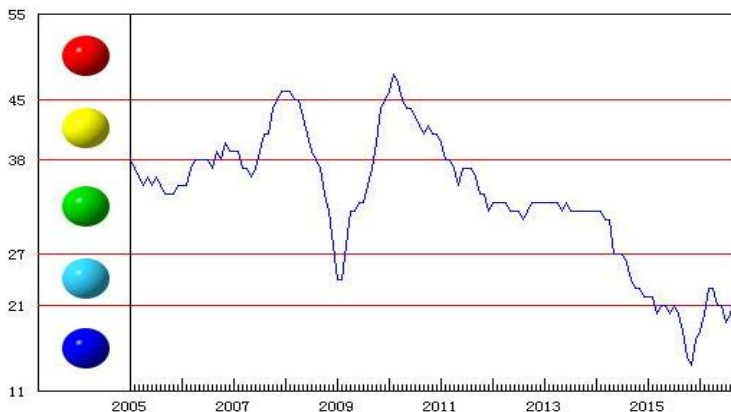
2017 年年报（总第 29 期）

报告日期：2016 年 12 月 8 日

## 要点

- 2016 年，受稳增长政策累积效应释放、房地产市场持续升温 and 大宗商品价格走高等因素影响，中国经济保持平稳增长，下行压力有所缓解，呈现稳中有进特征。估计全年 GDP 增长 6.7% 左右，CPI 上涨 2.0% 左右，落在政府确定的目标区间之内。
- 展望 2017 年，中国将进一步推进供给侧改革，经济新旧动力进一步切换、新旧模式进一步转换，预计经济运行总体趋稳，GDP 增长在 6.7% 左右，与 2016 年基本持平；CPI 上涨 2.5% 左右。但国内外发展环境和条件更加复杂多变，不确定性明显增多。
- 尽管中国经济出现了企稳趋势，但由于不确定性增加，经济减速压力依然存在。宏观政策需要特别关注稳增长、抑泡沫和防风险三大重点。财政政策应保持积极取向，力度有望进一步加大；货币政策将保持中性适度，大幅放松或收紧的可能性均不大；供给侧改革在推进“三去一降一补”过程中将更加注重引导产业转型升级，更加注重政策间的协调与配合；房地产调控将更加强调控房价、去库存和建机制。

中国宏观经济预警指数



红色：过热；黄色：偏热；绿色：正常；浅蓝：偏冷；深蓝：过冷

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

鄂志寰（香港）

陈志华（中银基金）

瞿亢（伦敦）

联系人：周景彤

电话：010-66592779

邮件：zjtlucky@163.com

## 在更多不确定性中砥砺前行

### ——中国银行中国经济金融展望报告（2017年）

2016年，受稳增长政策累积效应释放、房地产市场持续升温和大宗商品价格走高等因素的影响，中国经济保持平稳增长，下行压力有所缓解，总体表现好于市场预期，呈现稳中有进特征。估计全年GDP增长6.7%左右，CPI上涨2.0%左右，落在政府确定的目标区间之内。展望2017年，中国将进一步推进供给侧结构性改革，经济新旧动力进一步切换、新旧模式进一步转换，预计经济总体上将稳定运行，GDP增长在6.7%左右，与2016年基本持平；CPI上涨2.5%左右。但国内外发展环境和条件更加复杂多变，不确定性显著增多，大大增加了研判形势和政策抉择的难度：一是特朗普任内美国经济贸易投资政策变化、英国脱欧进程、各国经济走势和宏观政策不同步等，都会影响国际资本流动，也会对中国对外贸易、“走出去”等产生重要影响；二是基础设施投资能否保持高增长，“新政”之后房地产投资回升势头能否持续的不确定较大，而基础设施投资高增长、房地产投资回升是2016年投资增长乃至稳定经济的重要支撑；三是制造业去产能、PPI上涨的可持续性，影响着企业的生产经营、效益和积极性；四是人民币汇率波动、跨境资本流动、资金“脱实向虚”和居民部门过快加杠杆等金融风险犹存。尽管中国经济近期出现了企稳趋势，但由于不确定性显著增加，2017年经济减速的压力依然存在。宏观经济政策将更加关注稳增长、抑泡沫和防风险三大重点。财政政策将保持积极取向，力度有望进一步加大；货币政策将保持中性适度，大幅放松或明显收紧的可能性均不大；供给侧改革在推进“三去一降一补”过程中更加注重引导产业转型升级，更加注重政策间的协调与配合；房地产调控将更加强调控房价、去库存和建机制。

## 一、2016 年经济形势回顾与 2017 年展望

### （一）2016 年经济运行主要特征：“三稳三进”

2016 年，中国经济发展的外部环境依然复杂多变，全球经济复苏弱于预期，贸易增长持续乏力，经济和政策走势分化更加明显，欧洲难民、英国脱欧和美国大选等事件都给中国市场带来了较大冲击。但是，受稳增长政策累积效应释放、房地产市场持续升温和大宗商品价格走高等因素的影响，中国经济运行总体平稳，下行压力有所缓解，具体呈现“三稳三进”特征：

**“三稳”：**一是增长稳。与上年 GDP 增长走势总体放缓不同，2016 年中国经济走势非常平稳，一、二、三季度 GDP 增长均为 6.7%（图 1），估计四季度和全年增长也在 6.7%左右，将落在政府年初确定的目标区间（6.5%-7%）之内。这一增速也和我们在 2015 年底时的预测（6.8%）基本一致。二是就业稳。前三季度，全国新增就业达到 1067 万人，提前一个季度完成全年目标（1000 万）任务。同时，城镇登记失业率（4.04%）比上年同期略有下降，调查失业率（4.97%）保持基本稳定。三是物价稳。2016 年 CPI 平稳增长，PPI 结束了长达 54 个月的负增长，转负为正（具体分析见下文）。

**“三进”：**一是经济结构快速转变。2016 年，经济增长看似“风平浪静”，但结构转换实则“波涛汹涌”，集中体现在：消费、服务业较快增长，对经济增长的贡献率进一步提高；生产性服务业快速发展，装备制造业、高技术产业加快增长；传统行业如采矿业和六大高耗能产业增速进一步放缓。二是企业效益显著改善。受经济企稳、减税降费、PPI 回升等因素影响，2016 年工业企业效益明显好转，前 10 个月利润增长 8.6%，去年同期则为下降 2%；前 9 个月亏损企业亏损额下降 7%，去年同期则为增长 26.9%。三是供给侧结构性改革加快推进，“三去一降一补”取得重要进展。钢铁、煤炭等行业去产能任务已经完成超过 80%，进展快于预期，产能过剩行业供求关系发生变化，价格回升；房地产

销售快速增长，不同城市之间更趋分化，待售面积和库存显著减少；企业融资、税费等成本有所降低；农业、水利、教育等短板行业投资快速增长，增速大多在 20% 以上。

根据中国银行中国宏观经济景气预警系统，2016 年下半年中国经济运行态势有所好转，从“过冷”区间进入“偏冷”区间。在主要经济金融指标中，铁路货运量、进口、PMI 从业人员等指标明显好转，表明经济显现向好迹象，而投资、消费、工业增加值、出口等指标仍处于“过冷”区间。

图 1：中国 GDP 增长走势

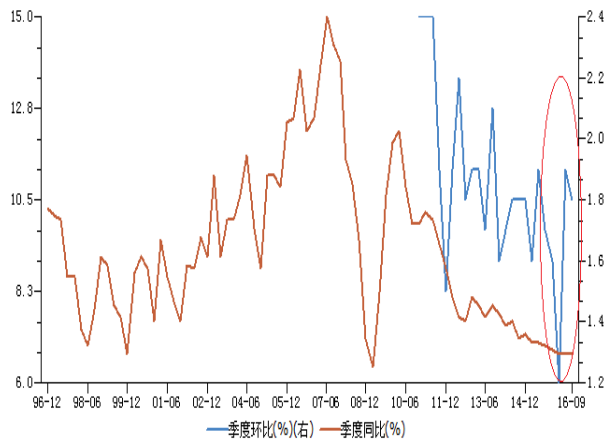


图 2：中国宏观经济预警指标体系

指标名称	2015		2016										
	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1. 各项贷款余额：同比	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
2. 固定资产投资：累计同比	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
3. 工业增加值：当月同比	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
4. 进口金额：当月同比	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
5. PMI从业人员	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
6. PMI原材料购进价格	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
7. 铁路货运量：当月同比	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
8. 投资自筹资金：累计同比	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
9. CPI(当月同比)	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
10. 出口金额(当月同比)	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
11. 社会消费品零售总额(当月同比)	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
综合判断	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●

资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

### 1. 内需缓中趋稳，出口逐步探底

投资增长总体缓中趋稳。2016 年投资增长连续第七年放缓，前 10 个月同比增长 8.3%，增速比上年回落 1.7 个百分点，成为经济增长下行的主要原因（图 3）。前三季度，资本形成拉动 GDP 增长 2.5 个百分点，比上年下降 0.5 个百分点。投资减速主要与三个原因有关：一是盈利前景不佳、市场信心不足，社会资本缺乏投资积极性，导致民间投资增速大幅下滑。前 10 个月，民间投资同比增长 2.9%，比上年下降 7.2 个百分点。二是产能过剩、高成本、高杠杆等结构性问题突出，导致制造业投资增长明显放缓。前 10 个月，制造业投资同比增长



3.1%，为 2000 年以来最低增速。三是东北地区经济困难增大，投资再现深度下跌。前 10 个月，东北地区投资同比减少 25.5%，部分省份降幅甚至超过 60%，如此大幅度的下跌为改革开放以来所罕见。

在投资增速总体下滑的同时，也存在三大“亮点”：一是一、二线城市房地产市场回暖，带动房地产投资大幅回升。前 10 个月，房地产开发投资同比增长 6.6%，比上年全年提高 5.6 个百分点。二是财政资金、专项建设基金、PPP 项目等联合发力，推动基础设施投资加速。前 10 个月，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 19.4%，比上年提高 2.2 个百分点。三是产业结构加快调整，现代服务业投资加快增长。前 10 个月，第三产业投资同比增长 11.5%，其中租赁和商务服务业、教育、科研技术服务和地质勘察业、文化体育娱乐业投资增速分别比上年提升 6.7、6.7、6.2、5.9 个百分点。

图 3：投资增长缓中趋稳

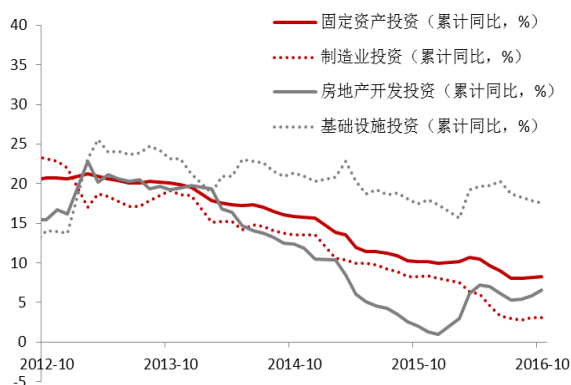
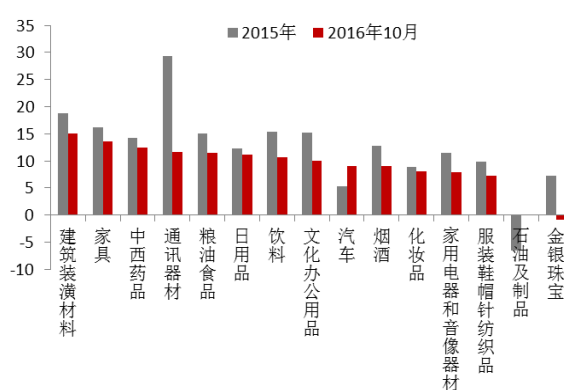


图 4：分类商品消费增长 (%)



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

**消费增速小幅下滑。**2016 年消费增长总体稳定、略有放缓，前 10 个月同比增长 10.3%，比上年全年下降 0.4 个百分点。扣除价格因素，消费实际增速下滑幅度大于名义增速，前 10 个月实际增长 9.7%左右，比上年全年下降约 0.9 个百分点。由于投资减速且增速低于消费，使得消费对 GDP 增长的贡献率显著上升，前三季度达到 71%，比上年大幅提高 9.1 个百分点。分类别看，在规模

以上单位主要项目中，除了汽车和石油制品之外，几乎所有分类消费增长均有所放缓。具体而言，**第一**，增长最快的消费项目是建筑装潢材料、家具和中西药品，前 10 个月分别同比增长 15.1%、13.5%和 12.4%，分别比当年同期消费总体增速高 4.8、3.2 和 2.1 个百分点；**第二**，增长放缓幅度最大的项目是通讯器材、金银珠宝和文化办公用品，前 10 个月增速分别比上年全年降低 17.6、8.2 和 5.2 个百分点；**第三**，对消费增长贡献率最大的是汽车、粮油食品和服装鞋帽针纺织品，对前 10 个月消费增长的贡献率分别为 39%、15%和 9%（图 4）。此外，网上零售继续保持高速增长，但增速也出现了明显下滑，前 10 个月网上商品和服务零售额同比增长 25.7%，比上年全年降低 7.6 个百分点。

**出口逐步探底，进口持续回升。**2016 年前 10 个月，按美元计价，货物贸易出口同比下降 8.2%，降幅比上年扩大 5.6 个百分点；进口同比下降 7.5%，降幅比上年收窄 8 个百分点。具体来看：**一是**外需变化决定了出口探底走势（图 6）。全球制造业 PMI 从 2015 年开始持续回落，到 2016 年二季度开始触底回升，支撑了全球贸易企稳。中国出口增速在 2015 年末、2016 年初经历低谷后，在二、三季度逐步企稳。出口这一走势与外需变动基本一致，与中国国际分工联系紧密的韩国出口也呈现出相似特征。**二是**一般贸易出口好于整体，民营企业成为出口主力军。当前出口结构转型升级更多表现在贸易方式中一般贸易更为突出，在贸易主体中民营企业更为突出，加工贸易和外资企业相应占比缩小，使得贸易优势含金量进一步提高。前 10 个月，一般贸易、民营企业出口增速分别好于总体 1、3.7 个百分点，占总体比重较上年同期分别提升 0.6、1.6 个百分点。**三是**国内经济企稳和大宗商品价格回升决定进口增速整体向好。从制造业 PMI 来看，2016 年以来工业生产和需求均出现稳中趋升态势，发电量、开工率、工业品价格等高频指标也指示经济企稳信号增多，决定了中国进口增速整体呈现回升趋势。在重点商品中，前 10 个月铁矿石、原油、铜进口数量分别增长 8.9%、13.6%、6.6%，增速分别比上年同期提升 9.4、4.7、10.8 个百分点。

图 5：进出口增速与贸易差额

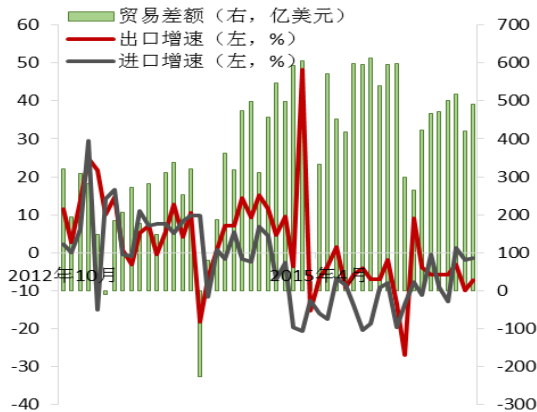
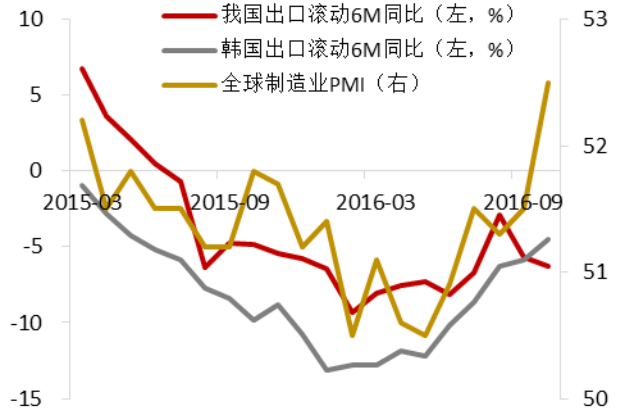


图 6：外需影响中国出口走势



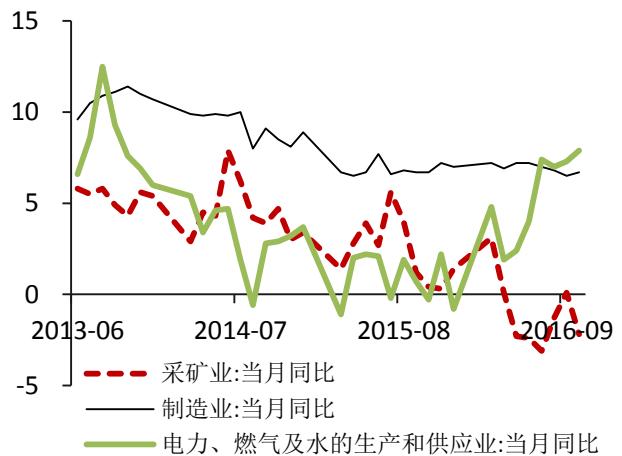
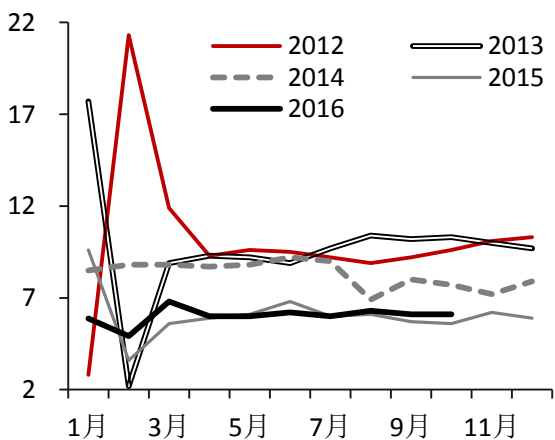
资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

## 2. 工业生产稳中略升，金融业大幅回落拉低服务业增长

2016 年年初，在需求整体偏弱背景下工业增加值增速出现较大回落，前 2 个月仅为 5.4%，较上年同期回落 1.4 个百分点。但 3 月以来受稳增长政策拉动、产品价格回升、房地产升温等影响，工业生产比年初有所回升（图 7），前 10 个月增速比一季度小幅回升 0.2 个百分点。下半年以来“稳”的特征尤为明显，各月累计增速均保持在 6%。估计 2016 年工业增加值增长 6%左右。

图 7：工业增加值月度增速（当月，%）

图 8：各大类行业增速（%）



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

新兴产业、设备制造业、电力燃气和水的生产供应业是工业稳定增长的重要支撑。2016年这些行业增加值增速均呈加快趋势，前10个月医药、仪器仪表等高技术制造业增速分别比上年同期加快0.4、2.5个百分点；通用设备、专用设备、汽车、电气机械器材等制造业增速分别比上年同期加快2.1、2.5、9.8、1.4个百分点；电力燃气和水的生产供应业增速较上年同期加快3.2个百分点（图8）。与此同时，消费品制造业增长总体略有放缓，除农副食品加工、食品制造业、木材加工等制造业增速较上年同期有所回升，纺织、家具、文体娱乐等其他制造业增速均有所放缓。

图9：产品价格指数

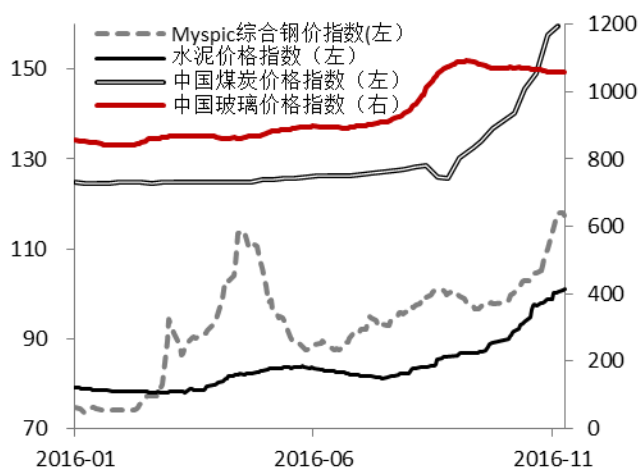
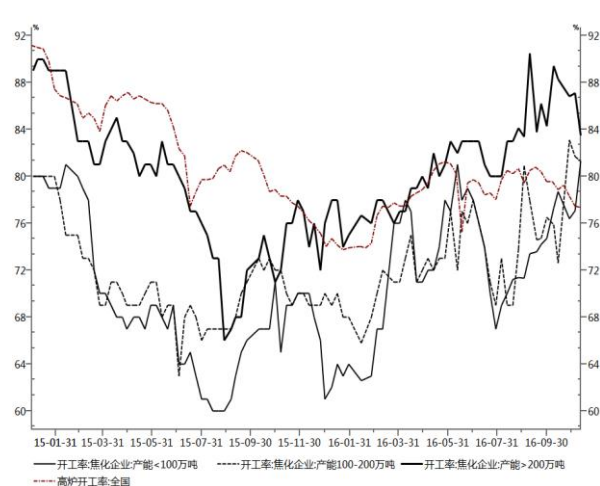


图10：焦化企业和高炉开工率



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

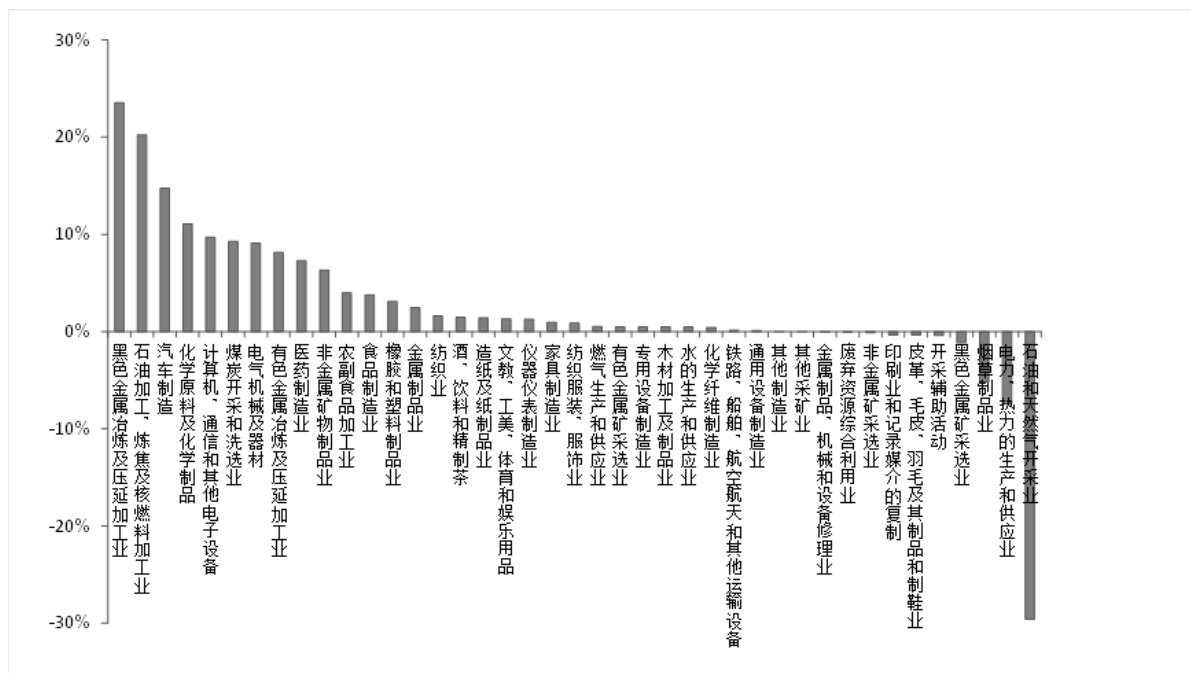
资源类、高耗能类重工业生产总体大幅放缓，产能过剩行业出现分化。除受房地产市场升温带动，非金属矿物制品业、金属制品业增加值增速分别较上年同期加快0.2、1.2个百分点，其他如采矿业、化学制品业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业、黑色金属和有色金属加工业等行业增加值增速均有所放缓，尤其是钢铁、煤炭相关行业，在去产能作用下降幅相对较大。主要产能过剩产品价格均出现回升（图9），尤其是煤炭价格上涨较快，环渤海动力煤价格从年初的371元/吨上升到11月初的606元/吨。不同产品的生产出现分化：原煤产



量降幅不断扩大，1-10月下降10.7%，降幅分别比上半年、上年同期扩大1、7.1个百分点，而粗钢、水泥、平板玻璃等产品增速加快，1-10月分别比上年同期加快2.9、7.2、13个百分点。焦化企业开工率回升（图10），而由于6月底以来煤炭价格涨幅明显扩大，钢企生产成本增加，高炉开工率有所降低。

**工业企业效益改善，部分重工业、设备制造业、高技术行业带动作用明显。**在经济趋稳、产品价格回升、成本降低等因素影响下，2016年工业企业利润增长加快，1-10月增速为8.6%，比上年同期快10.6个百分点。这主要在于部分重工业、设备制造业、高技术行业的盈利大幅改善。重工业中，煤炭采选业、黑色金属加工业、有色金属加工业、非金属矿物制品业的利润增速由负转正，石油加工业、化学制品业的利润增速加快，这6个行业对工业利润累计贡献率为78.5%。汽车制造业利润增速由负转正，计算机通信电子、电气机械及器材、医药等制造业利润增速加快，这4个行业对工业利润累计贡献率为40.9%（图11）。

**图 11：各行业对工业利润累计同比贡献率**



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

服务业增长放缓，金融业回落是其主因。前三季度服务业增长 7.6%，比上年同期放缓 0.8 个百分点，但其对 GDP 贡献率为 58.3%，较上年同期提高 4.6 个百分点。主要服务业中，金融业增加值增速从上年前三季度的 17% 下降到 2016 年同期的 6.3%，这是拉低 2016 年服务业总体增速的主要因素。考虑到保费收入、企业债券成交和发行增速均高于上年水平、年末股票成交降幅收窄，估计四季度金融业增速比二、三季度回升，但全年增速继续放缓，增长 6.2% 左右。在工业生产稳中略升趋势下，交通运输、仓储和邮政业增长加快，前三季度增速较上年同期加快 0.7 个百分点，估计 2016 年增长 5.6% 左右。各主要生活性服务业增长均有所加快。前三季度住宿餐饮业、批发零售业、房地产业增速分别较上年同期快 0.8、0.4、5.3 个百分点。估计住宿餐饮业、批发零售业 2016 年增速均在 6.7% 左右。房地产调控政策的影响在年末将有所显现，房地产销售增速将有所放缓，11 月 30 个大中城市商品房平均日成交套数为 5680 套，比上年同期降低 25.2%，年末房地产业增速将有所放缓。但考虑到房价与上年同期相比仍保持高位，房地产开发投资增速仍在回升，房屋新开工面积增速快于上年同期，房地产业 2016 年增速仍要高于上年。综合来看，估计全年服务业增长 7.6% 左右。

### 3. 物价稳定、通缩减轻，PPI 终于转负为正

2016 年，受经济企稳、消费旺盛和能源原材料价格上涨等因素的影响，物价总体保持平稳，通缩压力有所减轻。前 10 个月，居民消费价格（CPI）累计上涨 2%，涨幅比上年同期扩大 0.6 个百分点；工业生产者出厂价格（PPI）累计下降 2.5%，降幅比上年同期大幅收窄 2.6 个百分点，当月同比增速已连续两个月为正。

第一，CPI 总体呈“U”型走势，但“两头”向上的原因各有不同。从全年来看，CPI 运行总体上呈现出年初、年末较高，年中较低的“U”字形走势，这主要与食品价格变化趋势有关，即食品价格在年初和年末涨幅均比较高，年中

比较低。但在影响食品价格变动中，上半年与下半年的影响因素却有很大不同。如果说上半年主要受“猪周期”（4、5月份猪肉价格涨幅超过33%）和菜价上涨（3月份蔬菜价格涨幅高达36%）的影响，那么下半年尤其是四季度，则主要由于天气变冷等原因使得蔬菜和鲜果价格涨幅回升，蔬菜价格由5月份的下降6.5%回升到10月份的上涨13%，鲜果价格由上半年的累计下降7.4%转变为10月份的上涨6%（表1）。另外，9月、10月CPI回升还与服务价格持续走高有关。前6个月，服务价格累计涨幅仅为2%，与上年同期持平，但9、10月份服务价格涨幅分别达到2.4%、2.5%。服务价格上涨且高于消费品价格涨幅，一方面反映了随着老龄化加剧、农村转移劳动力减少和人口红利衰减，中国劳动力成本持续上涨的事实，另一方面也表明随着经济进入新阶段以及经济结构的转换，服务业快速发展，呈现出“供需两旺”的格局。

**表 1：2016 年 1-10 月 CPI 分类上涨情况 (%)**

月份	CPI	非食品	食品	其中： 猪肉	牛肉	羊肉	水产品	蛋类	鲜菜	鲜果
权重	100	66.39	28.19	1.55			1.62		1.59	2.19
1	1.8	1.2	4.1	18.8	-0.1	-9.5	2.70	-3.90	14.70	-6.80
2	2.3	1.0	7.3	25.4	0.3	-7.8	3.50	-3.60	30.60	-7.90
3	2.3	1.0	7.6	28.4	-0.1	-7.7	2.70	-5.76	35.77	-10.21
4	2.3	1.1	7.4	33.5	0.4	-6.8	4.12	-1.56	22.65	-7.88
5	2	1.1	5.9	33.6	0.5	-5.1	4.85	-0.22	6.41	-7.59
6	1.9	1.2	4.6	30.1	0.5	-5.0	5.50	0.29	-6.47	-3.40
7	1.8	1.4	3.3	16.1	0.4	-5.3	5.81	-1.96	-4.33	0.46
8	1.3	1.4	1.3	6.40	0	-5.7	5.39	-7.36	-3.90	-0.58
9	1.9	1.6	3.2	5.80	0	-5.4	6.07	-4.56	7.51	6.70
10	2.1	1.7	3.7	4.80	-0.1	-5.2	5.00	-2.40	13.00	6.00

资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

第二，大宗商品价格上涨，PPI 涨幅终于转负为正。2016 年，PPI 降幅连续收窄，并且在 9 月份终于“转正”，结束了 PPI 长达 54 个月的负增长。PPI 结束负增长且“转正”，既与中国经济企稳、基建投资高增长、房地产市场升温等对能源原材料的需求显著增加有关，也与供给侧改革推进、去产能使得部分

行业供给减少有关，这“一增一减”导致相关行业供求关系发生了变化，价格持续上涨。截至11月21日，焦煤期货结算价为1475元/吨，相比上年初增长了2.64倍；NYMEX轻质原油46.36美元/桶，比年初上涨了26.1%；螺纹钢价格2904元/吨，比年初上涨了32.8%（图12）。分类别看，尽管生产资料和生活资料均呈现“降幅收窄→转负为正”态势，但涨幅差别较大，其中生产资料价格涨幅由年初的-6.9%变为10月份的1.6%，增速差达到8.5个百分点，生活资料价格涨幅则由年初的-0.5%转变为10月份的0.1%，增速差仅为0.6个百分点。

**第三，CPI和PPI“剪刀差”不断变小，通缩压力显著减轻。**CPI和PPI分别处于经济循环的不同阶段，两者相互影响，处于前段的PPI下降或上升，对处于后端的CPI产生向下或向上的拉动作用。尽管CPI和PPI都会随经济景气周期而变化，但总体上PPI变化幅度要大于CPI。2016年，由于PPI降幅收窄和转负为正，CPI总体稳定，两者增速差显著变小，10月份仅为0.9%，而去年同期则为7.2%（图13）。CPI和PPI“剪刀差”变小，PPI对CPI的下拉作用减小甚至消失，消费和生产领域的通缩压力均有减小，这对增强企业信心、改善生产经营意义重大，是经济企稳回升的重要判断指标。当然，随着PPI转正，未来其涨幅也许会超过CPI，届时又会对CPI产生推高压力。

图12：国内主要钢材品种价格指数

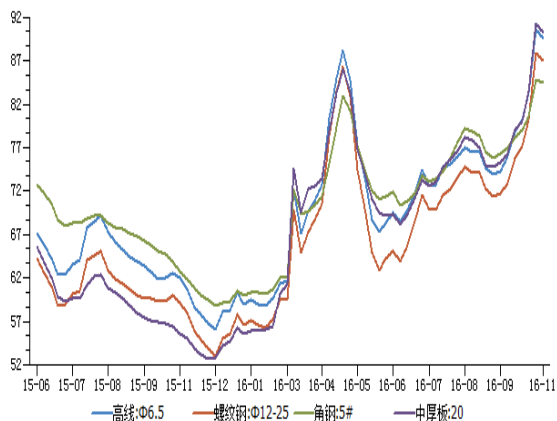


图13：CPI和PPI“剪刀差”持续收窄



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所



## （二）2017 年经济形势主要判断

2017 年，全球政策分化持续、全球化和去全球化力量博弈进一步加剧，尤其是美国新当选总统特朗普上台，将给美国乃至全球经济、贸易和国际政治格局带来重大的不确定性。2017 年是中国全面建成小康社会的关键之年，中国经济将进一步加快推进新旧动力切换、新旧模式转换，预计经济形势总体趋稳，但仍存在许多不确定性。要保持经济稳定运行，需要特别关注以下方面：一是特朗普当选后的美国经济贸易投资政策变化、英国脱欧进程、各国经济走势和宏观政策不同步等，都是影响中国经济的重要外部因素；二是基础设施建设投资能否保持 20%左右的高增长，房地产“新政”将影响市场预期，房地产投资回升势头能否持续面临较大的不确定性；三是制造业持续去产能、PPI 上涨可持续性，都影响着工业生产和制造业投资能否持续回升；四是人民币汇率波动、跨境资本流动等风险犹存，企业杠杆率过高、资金“脱实向虚”倾向增大，金融风险对经济稳定存在潜在冲击。综合判断，预计 2017 年 GDP 增长在 6.7%左右，与 2016 年基本持平。

### 1. 投资增速将逐步企稳

2017 年，影响投资增长的主要因素包括：**第一**，从投资意愿看，企业利润增长显著加快将提高投资积极性。2016 年工业企业利润增长转负为正，增速同比提高 10 多个百分点。**第二**，从投资项目看，11 大类重大工程包专项项目陆续推出，进一步增大补短板投资力度。2016 年投资新开工项目高速增长，前 10 个月计划投资额同比增长 21.8%，比上年提高 16.3 个百分点；项目个数同比增长 26.9%，比上年提高 9.9 个百分点（图 14）。**第三**，从投资资金看，财政资金、专项建设基金、民间资本继续保障投资，特别是 PPP 模式将发挥重要作用，促进投资稳定增长。截至 2016 年 10 月，财政部共推出 748 个 PPP 示范项目，总投资额近 2 万亿元；而全国 PPP 入库项目 1 万多个，总投资额超过 12 万亿元。

具体到大类投资，**第一**，得益于产品价格回升、企业盈利好转以及去产能、去库存稳步推进，制造业投资有望逐步企稳，实际上 2016 年三、四季度制造业投资已经有所企稳；**第二**，新一轮房地产调控收紧了开发商融资链条，甚至要求竞买土地必须使用自有资金，对房地产及关联行业投资的抑制效应将逐渐显现；**第三**，基础设施投资在财政空间有限、资金来源偏紧、2016 年增速较高的情况下，增长面临一定的放缓压力；**第四**，居民消费结构加快升级，科教文卫、商务服务、体育娱乐等服务业投资仍有望保持高速增长。此外，辽宁等东北省份投资在 2016 年深度下跌之后，增速有望迎来一定的反弹。综合分析，预计 2017 年固定资产投资增长 8.3% 左右。

图 14：投资资金来源与计划投资

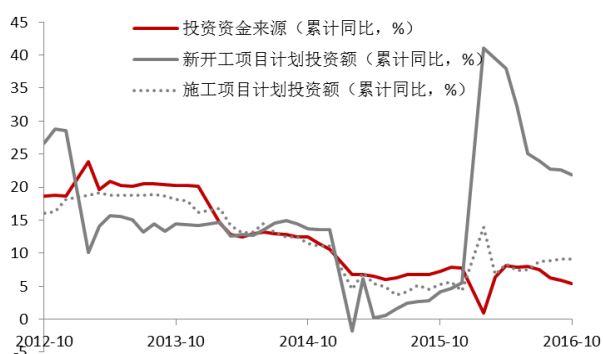
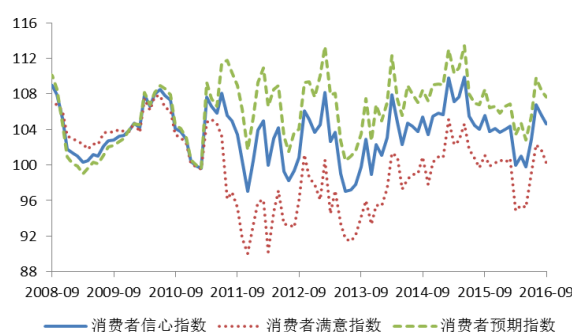


图 15：消费者信心增强



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

## 2. 消费仍将保持较快增长

2017 年，影响消费增长的主要因素包括：**第一**，从消费结构看，随着消费领域的新产品、新业态、新模式不断推出，通讯器材、中西药品、养老健康、网上零售等有望保持快速增长。**第二**，从消费意愿和消费信心看，居民消费意愿上升、消费信心增强。央行储户问卷调查表明，近期消费意愿比例处于 2009 年二季度以来的最高水平，购车、购买大额商品、旅游等消费意愿比例同样达到近些年最高水平。同时，消费者信心指数、满意指数、预期指数均有所上升，有利于促进消费增长（图 15）。**第三**，从收入基础看，居民收入增长放缓，对

消费的支撑强度减弱。2016 年前三季度，全国居民人均可支配收入名义同比增长 8.4%，比上年降低了 0.5 个百分点；实际同比增长 6.3%，比上年降低了 1.1 个百分点，低于同期 GDP 增速 0.4 个百分点，不利于消费更快增长。**第四**，从消费政策看，减半征收车辆购置税政策效应释放完毕，汽车消费（在消费中占比约 27%）增长可能将有所放缓；新一轮房地产调控实施，不利于建筑装潢材料、家具、家电等居住类消费（在消费中占比约 10%）加快增长。考虑到粮油食品、服装鞋帽、通讯器材等消费在增速下滑后可能出现回升，特别是石油及制品消费（在消费中占比约 13%）继续恢复性增长，综合分析，预计 2017 年消费品零售总额同比增长 10.2% 左右。

### 3. 外贸企稳复苏之路将依然漫长

2017 年，外贸企稳复苏之路依然漫长，外部因素影响大于内部因素，进口形势好于出口。**一是**尽管全球经济或将略好于 2016 年，但未必对中国出口就有很大的带动作用。IMF 和世界银行均预计 2017 年全球经济将稳中略升，美国经济进一步稳健复苏，部分资源能源国增速由负转正，这总体上对中国外贸形成利好。但是，诸如美国住房建造复苏、潜在的基建刺激政策以及大宗商品回暖等增长对中国出口的直接作用较小。**二是**当前逆全球化迹象不断汇聚。尽管金融危机以来每次国际会议都强调反对保护主义，但各国贸易摩擦反而不断增多。2015 年 10 月至 2016 年 5 月，G20 成员新增贸易壁垒达到了自 2009 年监测以来的最高水平。英国脱欧、美国大选等事件也显露了保护主义、民粹主义思潮抬头，特朗普倡导的美国企业回流对贸易有直接负面影响。**三是**不确定性将持续制约贸易订单复苏。当前汇率市场波动不定、通胀预期左右摇摆、特朗普政策方向尚未成形，美联储加息、欧洲国家大选等一系列因素存在较多不确定性。这使得贸易订单短期化、汇率风险复杂化，企业供应链管理从全球化倒退至本土化，相应的也导致供应链贸易减少。世界贸易组织（WTO）首次就全球贸易增速给出了区间预测（1.8%-3.1%），也反映出未来不确定性较多。**四是**进口将更

多地反映国内经济的平稳态势。工业生产回稳和基础设施投资高增长将继续支撑大宗商品等相关需求，使得进口形势好于出口。

#### 4. 工业生产将以稳为主，房地产增速回落将制约服务业较快增长

展望 2017 年，一方面，工业领域面临一些不利因素：**一是**全球经济与贸易领域的不确定性仍然较多，如特朗普当选后可能更加注重制造业回迁和对本国的贸易保护，这会影响到与出口相关的制造业发展；**二是**居民收入增长放缓、杠杆率上升，可能会对消费进而对相关制造业形成一定制约；**三是**房地产调控政策仍将延续，2017 年房地产销售、投资将有所回落，这不利于其上下游工业行业的生产；**四是**煤炭、钢铁等相关行业总体供过于求的状况没有改变，去产能仍将持续推进，相关工业行业生产仍将保持低增长。

另一方面，也存在一些有利条件：**一是**伴随美国进入加息周期，人民币兑美元汇率可能仍会有小幅贬值，同时，“一带一路”已取得越来越多国家的支持和认同，中国对外合作不断加大，这些都有利于推动工业出口的增长；**二是**“中国制造 2025”不断推进和落实，创新氛围逐步形成，传统产业的转型升级和新兴产业的培育步伐将加快，产业结构的优化调整有利于工业的稳定增长；**三是**经济趋稳、去产能背景下工业产品价格或将延续回升，同时，2016 年 8 月国务院公布的《降低实体经济企业成本工作方案》提出要经过 1-2 年努力使降成本工作取得初步成效，2017 年降成本力度还会加大，这有利于企业盈利能力的持续改善；**四是**工业行业库存压力减小，2016 年前 10 个月产成品库存降低 0.3%，呈逐月收窄趋势，这有利于未来产能的释放和生产的扩大，2017 年大概率进入回补库存阶段。总体判断，预计 2017 年工业生产仍以稳为主，工业增加值增长 6.1% 左右。

**房地产增速回落是制约服务业较快增长的主要因素。**防范资产价格泡沫成为政策的重点，预计 2017 年房地产调控政策还将延续，其影响也将更加突出，



销售增速可能出现较大回落，房地产业增速将有所放缓，这会是制约服务业增长的主要因素。促消费是政府稳增长政策的重要方面，2016年10月国务院常务会议提出以改革创新增加消费领域特别是服务领域有效供给，这有利于批发零售业、住宿餐饮业的稳定增长，特别是旅游、文化、娱乐等现代服务业的较快发展。工业生产的总体稳定将带动交通运输、仓储和邮政业的加快增长。金融业方面，不利因素在于2017年新增贷款规模难有回升，同时地方政府债务置换规模仍会增加，这会影响到银行业收入增长；但股市成交量基数较低、保险和债券市场加快发展则有利于金融业增速回升，综合预计金融业增速可能有所加快。总体考虑，预计2017年服务业增加值增长7.6%左右，与上年基本持平。

## 二、2016年金融形势回顾与2017年展望

### （一）2016年金融运行的主要特征

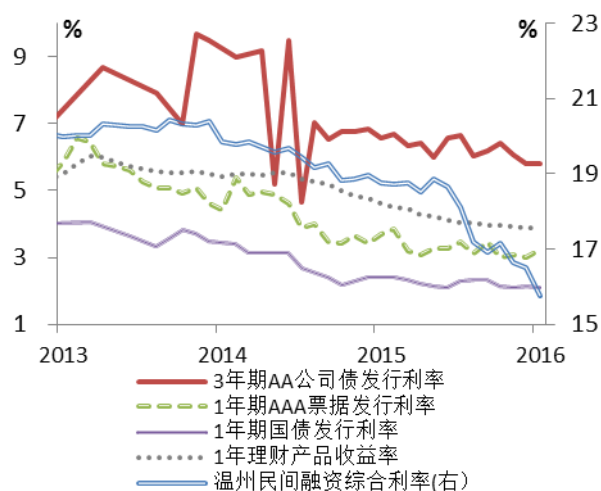
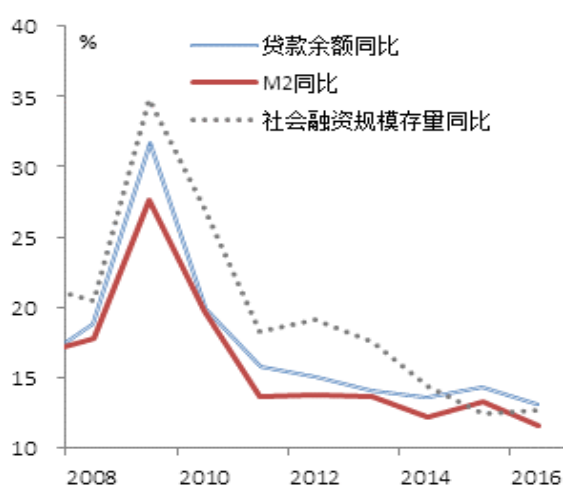
2016年，中国继续实行稳健的货币政策，更加注重灵活适度。年初降准1次，组织实施宏观审慎评估体系，货币信贷和社会融资规模平稳较快增长，社会融资成本下行。利率走廊调控机制初见成效，货币市场利率总体低位运行。股市稳定发展，股指中枢水平小幅上升；人民币汇率稳中有贬，双向波动更加明显；受“弱基本面+强改革+避险情结”三重因素驱动，债市延续“牛市”行情。金融改革再次提速，深港通获批启动，债券市场开放和产品创新再上新台阶。但是受实体经济去产能、民间投资活力不足等影响，也出现了资金“脱实向虚”，企业信贷增长乏力、按揭贷款增长过快、人民币贬值压力加大、债券违约增加等新问题。

#### 1. 货币供应松紧适度，融资成本下降

2016年，货币政策继续坚持稳健的基本取向，更加注重为供给侧改革创造稳定的融资环境，以推动实体经济温和降杠杆，货币信贷稳定增长。截至2016年10月末，广义货币M2增长11.6%，人民币贷款余额增长13.1%，增速分别比

上年末下降 1.7 和 1.2 个百分点，社会融资规模存量同比增长 12.7%，比上年末提高了 0.3 个百分点（图 16）。随着地方债发行趋缓以及房地产市场逐步降温，未来两个月信贷增长将放缓。估计 2016 年全年 M2 增长 11.8%，低于年初 13% 的增长目标，社会融资规模存量同比增长约 13%，全年新增人民币贷款近 12 万亿元。总的来看，货币供应量松紧适度，与实体经济信贷需求基本相适应。

**图 16：主要货币供应量指标**      **图 17：主要金融产品发行利率/收益率**



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

社会融资成本下行，企业融资难融资贵问题有所缓解。2016 年 9 月末，金融机构贷款加权平均利率为 5.22%，相比 2015 年末下降 0.05 个百分点，基准利率上浮比例也由最高点的 73.7% 下降至 11 月的 60.4%。11 月末，温州民间借贷综合利率为 15.8%，相比 2015 年 12 月末下降了 3 个百分点；1 年期国债发行利率为 2.1%，1 年期 AAA 票据发行利率为 3.24%，1 年期人民币银行理财产品预期收益率为 3.9%，3 年期 AA 公司债发行利率为 5.8%，分别比 2015 年末下降 0.3、0.6、0.6 和 0.9 个百分点（图 17）。

直接融资占比上升，表外融资萎缩。前 10 个月，社会融资规模累计新增 11.7 万亿元，相比上年同期增加 1.15 万亿元。其中，人民币贷款稳中有增，前 10 个月，新增人民币贷款占新增社会融资比重为 73.8%，相比 2015 年末上

升 0.5 个百分点。直接融资（股市和债市融资）占比为 27.3%，相比 2015 年末提高了 3.3 个百分点。表外融资（指信托贷款、委托贷款和未贴现银行承兑汇票）占比则下降 0.8%。其中，委托贷款和信托贷款规模回升，前 10 个月，新增委托贷款和信托贷款占社会融资规模比重分别为 11% 和 3.7%，分别相较 2015 年末上升 0.7 和 3.4 百分点；票据融资规模降幅较大，前 10 个月，新增票据融资占社会融资规模比重分别为 -15.5%，降幅较 2015 年末扩大 8.6 个百分点，这主要与监管当局加大了对票据业务治理等有关。外币贷款降幅收窄，外汇贷款余额同比下降 7.7%，相比 2015 年末收窄 1.9 个百分点，经济主体加快偿还外债的行为有所减少（图 18）。

图 18：新增社会融资规模结构

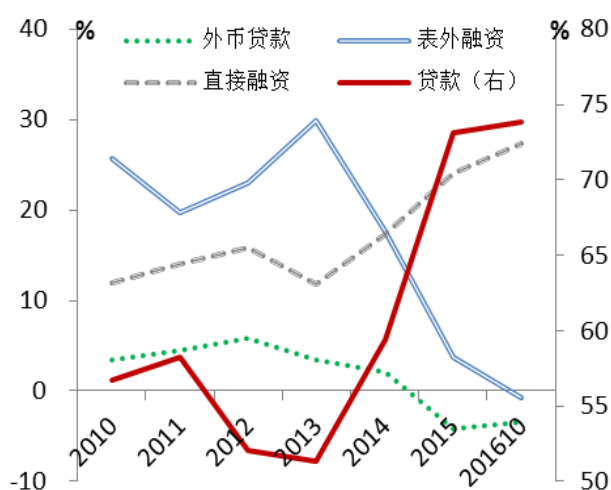
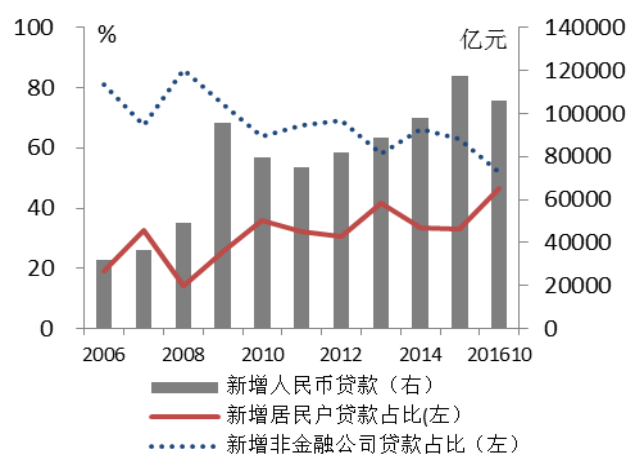


图 19：新增人民币贷款结构



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

“M1-M2”出现剪刀差，资金“脱实向虚”压力加大。2016 年出现了 M1 增速明显快于 M2 的“剪刀差”现象，原因主要有：一是部分企业投资信心不足，将长期资金转变为持有大量活期存款。前三季度，住户和非金融企业存款增量中活期占比为 42.6%，比上年同期提升 19 个百分点。二是资金“脱实向虚”。一线楼市房地产价格较快上涨，部分资金可能以各种形式流入楼市。三是地方债发行对信贷产生替代效应，货币创造能力下降，进而导致 M2 增长放缓。前

10 个月，地方政府债券累计发行 5.56 万亿元，是去年发行量的 1.45 倍。

**贷款增长冷热不均，非金融企业信贷增长乏力。**受房地产市场升温而实体经济持续去产能等影响，贷款增长冷热不均。一方面，住房抵押贷款增长较快。前 10 个月，新增居民部门贷款约 5.1 万亿元，占新增贷款比重为 48.6%，比重相比 2015 年增加 15.6 个百分点；另一方面，非金融企业信贷增长乏力。前 10 个月，新增非金融企业部门贷款 5.43 万亿元，占新增贷款比重为 51.3%，相比上年末下降 11.6 个百分点，处于 2006 年以来的历史较低点。

## 2. 货币市场利率波动性降低，资金价格“短升长降”

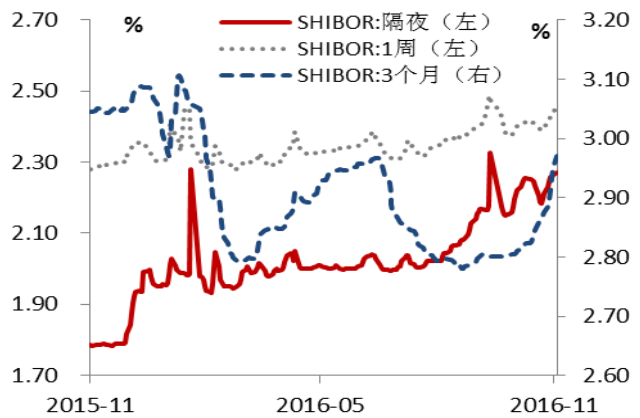
2016 年，央行通过降低存款准备金率、调整存款准备金考核方法以及常态化开展公开市场操作等工具和方法，熨平内外部因素引发的短期资金价格波动，较好地稳定了市场预期，利率波动性明显下降。但是受货币政策更趋稳健、债券大规模发行以及跨境资本流动加大等因素影响，三季度以来也出现了利率中枢略有上行，资金价格“短升长降”等新情况。**第一**，货币市场的波动性明显降低。截止 11 月 30 日，隔夜 Shibor 的方差值为 0.01，相比 2015 年 0.51 的方差明显下降（表 2）**第二**，货币市场利率处于历史较低水平。截止 11 月 30 日，隔夜 Shibor 的平均值为 2.03%，相比 2015 年 2.01% 的平均值略有上行，仍处于过去五年以来的历史较低水平，其它各期限 SHIBOR 相比 2015 年则下行。**第三**，流动性稳中趋紧，资金价格“短升长降”。2016 年下半年，在经济企稳背景下，货币政策更加关注降杠杆、防风险和稳汇率，通过“锁短放长”以引导金融机构加快去杠杆。“锁短放长”指的是央行通过锁定短期资金和投放 6 个月和 1 年期 MLF 等长期资金，以达到既能保证金融体系流动性合理充裕又能锁定低成本资金的操作，这使得隔夜 SHIBOR 突破 2% 的天数明显下降（上半年仅有个别天数突破 2%），资金价格“短升长降”。2016 年 11 月 30 日，隔夜 Shibor 较 2015 年末上升 33 个 BP，3 个月 Shibor 则较 2015 年末下降 5 个 BP（图 20）。



表 2: Shibor 均值和波动率

各期限品种		2011	2012	2013	2014	2015	2016 (截至 11.30)
隔夜	平均值	3.27	2.82	3.32	2.77	2.01	2.05
	方差	1.69	0.69	1.78	0.28	0.51	0.01
1周	平均值	4.03	3.49	4.08	3.58	2.87	2.35
	方差	2.15	0.53	1.43	0.47	0.75	0
3个月	平均值	5.22	4.29	4.44	4.97	3.68	2.89
	方差	0.43	0.43	0.3	0.22	0.68	0.01
1年	平均值	4.92	4.77	4.43	4.96	3.89	3.08
	方差	0.19	0.13	0.01	0.01	0.42	0.01

图 20: Shibor “短升长降”



资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

### 3. 受“弱基本面+强改革+避险情绪”三重因素驱动，债市延续牛市行情

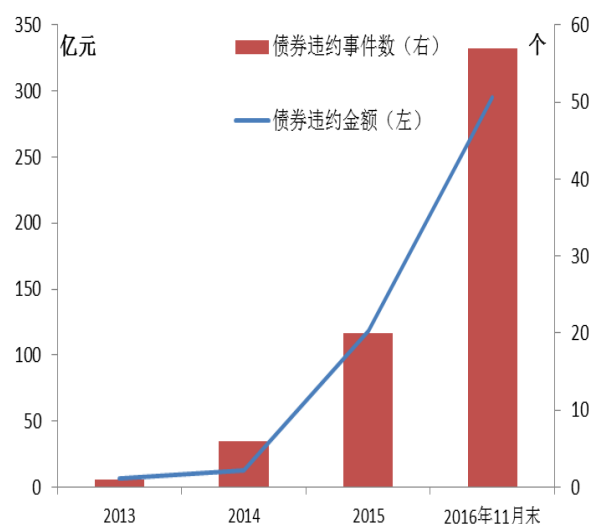
2016年，受经济基本面偏弱、债券市场开放提速和资金避险情绪上升等因素影响，债券市场延续了2015年以来的“牛市”行情。11月末，中债总指数为172.6，相比2015年末上行4.9个百分点，但是四季度以来，受经济企稳信号增加、货币市场流动性趋紧等影响，债券市场出现了一定回调。**第一**，债券发行加快，债券收益率呈现“三低”（即绝对收益率低、期限利差低、信用利差低）特征。截至2016年10月，新增债券发行16.1万亿元，相比2015年全年增加了12%。年初以来，在流动性整体较为充裕的背景下，债券收益率趋于下行，但受债券违约现象增加等影响，期限利差和信用利差有所上升，四季度再度扩大（图21），但总体看仍处于历史低位。**第二**，债券产品创新加快，熊猫债和绿色债券增长迅速。2016年5月，不良资产证券化在时隔十年之后重启，截至10月底，已有五家试点银行累计发行了76.9亿元不良资产证券化产品。信用违约互换、信用联系票据等创新性风险缓释品种也相继在9月份获批。前10个月，已有17家境外发行人在中国银行间市场获得熊猫债发行核准或进行熊猫债注册，核准/注册额度共计1255亿元。前10个月，中国共计发行绿色债

券 219 亿美元，成为全球最大的绿色债券发行市场（占全球当年新发绿色债券份额为 35.8%）。**第三**，债券市场开放再上新台阶，对国际投资者吸引力上升。年初以来，监管层发布了多项关于债券市场开放的文件，目前债券市场已基本实现对所有投资者的全面开放，且无额度限制，实行备案制管理等。截至 10 月末，中国债券市场境外机构投资者数量为 370 家，较上年末增加 65 家，持有人民币债券余额达 8060 亿元，比 2015 年增加了 7.2%。**第四**，违约风险加大。2016 年，债券市场违约事件明显增加。前 11 个月，共有 57 个债券违约事件，涉及规模 295.4 亿元，违约金额是上年全年的 2.4 倍（图 22）。

图 21：债券收益率和利差



图 22：债券市场违约数量



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

#### 4. 股市窄幅震荡，监管趋严促进健康发展

2016 年一季度，在市场内在回调压力、汇率贬值冲击风险偏好、熔断机制“水土不服”等因素影响下，中国股市出现了较大幅度波动。此后，在监管全面趋严、市场存量资金博弈、上市公司整体盈利好转等因素影响下，股市开始企稳，窄幅震荡是全年运行的主基调。具体看：**一是**监管求严求稳成为今年政策主旋律。继 2015 年三季度异常波动和 2016 年年初大起大落之后，加强监管和防范风险成为重点。2016 年以来证监会单就操作风险已经处罚 26 起案件，

立案 52 起，立案数量比 2015 年同期增长 68%。证监会还就并购重组、借壳上市、资管产品等出台新规，旨在打击壳资源股票炒作，降低金融产品杠杆。二是震荡中市场估值逐渐走高，但活跃度仍然较低。三季度以来，受经济企稳信号增加等因素影响，上证综指和深证成指明显走高，截至 11 月 30 日，上证综指、深证成指分别收盘于 3250 点、10889 点，尽管较 2015 年末分别下跌 8.2%、13.0%，但相较 1 月末分别上行了 18.7%和 16.9%。与此同时，上证综指市盈率在 2015 年牛市达到了 20 倍之后，一路回落至 2016 年年初的 12 倍，此后震荡向上又回升至 16 倍，显著高于熊市时期不足 10 倍的市盈率水平。但与此同时，市场活跃度却没有明显回升，上证综指每周振幅在 2016 年逐步回落，振幅水平目前已经降至历史低位，与 2014 年熊市时期相仿。三是深港通蓄势待发。作为资本市场改革开放的重要一环，深港通比沪港通在总额限制、投资标的、参与机构等方面有进一步突破，市场期待已久。在 2016 年三季度获国务院批准之后，各方面技术准备已经就绪，只待 12 月 5 日正式实施。

图 23：沪深两市窄幅震荡上行

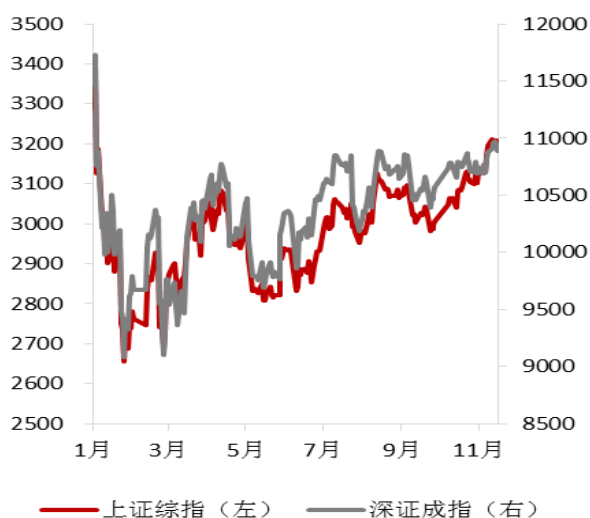
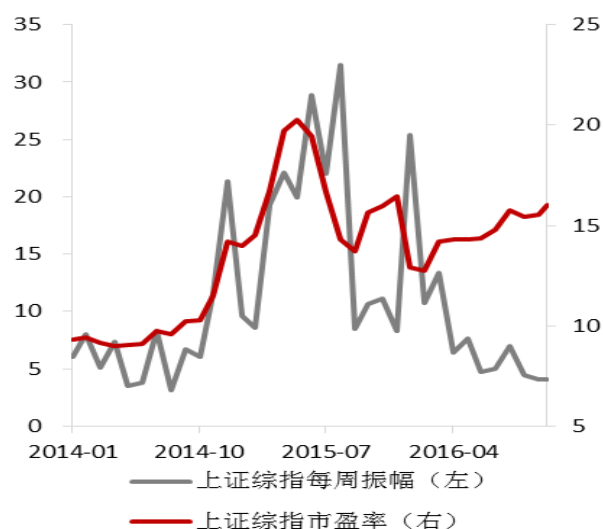


图 24：市场估值回升但活跃度回落



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

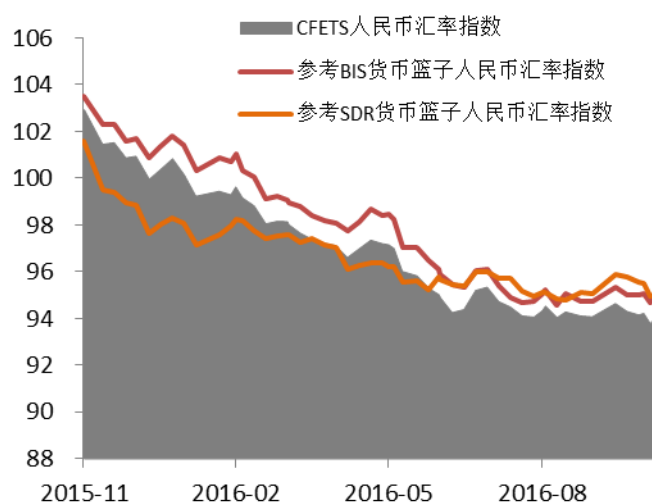
## 5. 人民币对美元汇率阶段性贬值，汇率预期总体平稳

2016年，在国际金融市场波动加大、主要经济体政治形势变动等因素影响下，人民币对美元汇率呈阶段性贬值态势，接连冲破6.6、6.7、6.8和6.9关口。11月30日，人民币对美元汇率中间价报6.8865，较年初（6.5032）贬值5.57%，已超过2015年全年贬值幅度。11月30日，CFETS人民币汇率指数、参考BIS货币篮子和SDR货币篮子的人民币汇率指数分别为94.33、95.51和95.11，较年初分别贬值5.28%、4.9%和2.46%。

图 25：人民币对美元汇率走势



图 26：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

人民币呈现阶段性贬值，主要原因是：**第一**，美元走强是主因。近期美国经济数据好转、年底加息预期日渐明朗等助推美元指数持续上涨并冲破100关口，人民币对美元汇率持续创新低。**第二**，英国脱欧等事件造成国际汇市剧烈波动，引发包括人民币在内的多国货币出现不同程度的贬值。**第三**，近期美国等国家的主权债券收益率明显回升，加剧了资本外流压力，人民币贬值预期有所强化。此外，市场在人民币汇率形成中发挥更大作用。10月银行结售汇数据



显示，当前市场主体结汇意愿较为稳定，购汇率环比有所回落，这显示近期的一轮贬值并未引发居民的恐慌性购汇。

## （二）2017 年金融形势主要判断

### 1. 降杠杆政策推行，信贷结构进一步改善

2017 年，受实体经济去产能、房地产抑泡沫和金融降杠杆等影响，货币信贷进一步扩张可能性较小，整体将稳中趋缓。考虑到股市进一步企稳，债市回调压力加大但幅度较小，这将使得资本市场在支持实体经济融资过程中作用进一步增大，直接融资占比进一步上升。与此同时，受房地产市场降温、基建投资进一步发力、新兴产业加快形成等影响，信贷结构将较 2016 年有所改善。**第一**，非金融企业贷款需求回升。近期出现了工业生产和投资形势好于预期的苗头，尤其是民间投资触底回升，这一增长势头将延续至 2017 年，带动相关融资需求回升。**第二**，基建投资融资需求仍然较大。2017 年，预计宽财政将进一步发力，基础设施投融资领域的信贷需求仍将保持较快增长。**第三**，个人住房按揭贷款增长放缓。受新一轮房地产调控政策影响，房地产市场将在 2017 年进一步降温，主要表现在房地产销售放缓和个人按揭贷款增长回落。预计 2017 年 M2 增长 11.5%左右，社会融资规模存量增长 12.5%左右，新增人民币贷款 11 万亿元左右。

### 2. 流动性或延续阶段性紧平衡，利率低位窄幅波动

2017 年，国内外环境仍然存在诸多不确定性，货币市场的扰动因素较多，预计资金价格将窄幅波动，流动性或延续阶段性的紧平衡态势。从国际来看，主要经济体货币政策走向存在不确定性，一系列不稳定因素将加大金融领域的潜在风险。同时，美联储走上加息通道，美元阶段性走强将使得短期人民币汇率继续承压，市场情绪变化和跨境资金流动将会加大对市场流动性的抽离。从国内来看，主要有三方面影响：**一是**为应对债市高杠杆、资产价格泡沫化等问

题，货币政策将延续更加注重降杠杆、防风险和稳汇率的思路。近期中长端利率抬升，显示市场对未来流动性预期更趋谨慎。二是针对外汇占款持续下降引发的流动性缺口，有关部门仍将慎用降准。以 MLF 为主要渠道补充基础货币存在一定的期限错配，将持续加大资金到期压力。三是宏观审慎评估（MPA）全面实施等监管因素，也可能加大市场流动性和资金价格的波动。但是，也要看到，随着货币政策操作工具和期限品种的丰富，其预调微调能力不断提升。同时，央行与市场的沟通日益加强，货币政策意图的透明度不断提高，稳定市场预期能力也在逐步增强。随着利率走廊机制的加快探索和完善，相关部门的利率调控能力将不断增强，预计短期利率波动可以得到更好地控制，不会出现太大幅度的冲击。

### 3. 回调压力加大，债券市场收益率易升难降

2017 年，考虑美元走强趋势不会变化、中国货币政策温和降杠杆意图，预计市场流动性较 2016 年将偏紧。即使央行保持流动性合理充裕态度不变，但更多是通过 MLF 等渠道增加资金供给，投放的资金成本较高，制约利率下行空间。与此同时，考虑到经济企稳信号继续增加，通胀预期也比 2016 年明显，这也加大了利率上行压力。此外，监管趋严会对机构配置债券产生不利影响。这些政策包括《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》，限制质押式债券回购业务加杠杆空间和表外理财未来或将纳入宏观审慎评估中的广义信贷指标范围等。但债券市场也面临诸多有利因素：**第一**，经济弱势增长局面难以根本改观，利率债仍将是低风险偏好资金抱团取暖的避风港。**第二**，人民币加入 SDR 后，债券市场国际化纵深发展，国际投资者配置债券的意愿不会发生根本性变化。**第三**，债券产品创新继续提速，有利于将资本引入债券市场。2016 年 8 月，国家发改委发布了《关于做好传统基础设施领域政府和社会资本合作工作通知》，推动 PPP 项目与资本市场深化发展相结合，2017 年相关政策会加速落地，有利于各类资本进入债市。综合来看，2017 年债券市场收益率易升难

降，信用利差收窄空间有限，但上升幅度不会太大。

#### 4. 股票市场将呈窄幅震荡、小步上行趋势

2017年，供给侧结构性改革加快推进，新产业、新行业加快形成，基础设施继续加码，将成为股市上行的重要驱动因素，股票市场面临比2016年更好的机遇。但考虑到经济基本面难改弱势格局，企业盈利难以根本改善等影响，整体而言将延续窄幅震荡、小步上行走势。一是大类资产轮动将改善市场资金环境。债市、房市已经处于历史高位，与之相比股市估值则较为安全，距离历史高位仍有一段空间，资产轮动将成为股市重要动力。二是下半年“十九大”召开有助于进一步提振市场信心。十八届六中全会确立“核心”、国企改革有效推进已经激发市场活力浮现，“十九大”将打开改革红利的想象空间，提振市场信心。三是供给侧结构性改革稳步推进有助于改善市场风险偏好，促进新消费、新产业、新供给等热点轮动。

但是2017年股市也难以形成趋势性大幅上涨行情。一是总体货币环境仍然坚持稳健导向，流动性处于紧平衡，对股市有托底作用但没有推升动力。二是企业盈利难以像2016年一样出现超预期改善。2016年工业企业利润改善与产品价格超预期回升等因素紧密相关，市场已对此做出价值重估的反应。三是修复市场微观结构仍需较长一段时间。从2015年异常波动到2016年年初快速回落，在微观结构上使得大量投资者集中套牢于狭小区间内，仍然需要较长的一段市场活跃期、乐观投资者充分入场才能修复市场结构。

#### 5. 人民币对美元汇率或温和下行，市场作用将更加突出

2017年，人民币对美元汇率仍然存在一定的贬值压力，但不会出现持续单边贬值，汇率或将保持宽幅双向浮动。一方面，2017年美联储或将延续加息步伐，人民币对美元汇率将继续承压。同时，英国脱欧的后续影响依然存在，欧、日等经济体复苏态势不明朗等，这些不确定性因素随时可能加大国际金融市场

的波动。另一方面，特朗普新政能否明显提振美国经济，进而加快美联储货币政策正常化步伐存在不确定性。而且，随着美联储加息预期的阶段性消化，美元指数将呈现双向震荡态势，人民币汇率的贬值压力也会随之阶段性减小。随着跨境资本流动宏观审慎管理能力的提高，人民币对美元汇率料不会出现大幅度单边贬值。从中长期来看，在中国经济基本面较好、贸易顺差较高以及外汇储备充足等背景下，人民币不具备长期贬值的基础。同时，人民币正式纳入 SDR 提振人民币资产配置需求，将助益外汇市场供求改善。这一系列因素将支持人民币在合理均衡水平上保持基本稳定。

**表 3：2016-2017 年中国经济金融主要指标预测 (%)**

指 标	2013 (R)	2014 (R)	2015 (R)	2016					2017 (F)
				Q1 (R)	Q2 (R)	Q3 (R)	Q4 (E)	全年 (E)	
GDP	7.7	7.3	6.9	6.7	6.7	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	6.1	6.1	6.1	6.0	6.1
服务业增加值	8.3	7.8	8.3	7.6	7.5	7.6	7.6	7.6	7.6
固定资产投资额	19.6	15.7	10.0	10.7	8.1	7.1	8.6	8.3	8.3
消费品零售总额	13.1	12.0	10.7	10.3	10.2	10.5	10.1	10.3	10.2
出口	7.8	6.0	-2.9	-9.6	-3.9	-7.0	-6.8	-7.3	-2.0
进口	7.3	0.5	-14.3	-13.4	-6.7	-5.3	-3.8	-7.0	1.0
居民消费价格 指数 (CPI)	2.6	2.0	1.4	2.1	2.1	1.7	2.1	2.0	2.5
工业品出厂价格 指数 (PPI)	-1.9	-1.9	-5.2	-4.8	-2.9	-0.8	1.5	-2.3	2.0
广义货币 (M2, 期末)	13.6	12.2	13.3	13.4	11.8	11.5	11.8	11.8	11.5
社会融资规模 (存量)	17.5	14.3	12.4	13.4	12.3	12.5	13.0	13.0	12.8

资料来源：中国银行国际金融研究所



### 三、2017 年经济金融领域值得关注的主要问题

#### (一) 财政稳增长存在空间，但也面临挑战

在货币政策继续保持稳健的背景下，积极财政政策依然是稳增长的重要支撑。2017 年我国经济增长面临一定的不确定性，财政收入增速或进一步回落，基建、民生等领域支出保持刚性，财政形势将会更加严峻，财政稳增长有空间，但也面临一定挑战。首先，在财政和债务风险可控的基础上，赤字率可能在 2016 年的基础上有所上调，延续阶段性提高赤字率的调控思路。其次，从国际经验来看，减税不仅可以减轻企业税负、促进企业增加有效投资，又能够促进资本、劳动和技术等生产要素的供给，提高资源配置效率，是稳增长和供给侧改革的利器。尽管财政收入不容乐观，但新增赤字可以主要用于弥补减税降费带来的财政减收，这为 2017 年继续深入推进结构性减税创造了条件和空间。第三，基础设施投资仍然是当前稳增长的重要抓手，但当前地方政府不仅财政收入下降，而且部分地区偿债压力较大，尤其是市县级政府面临较大的资金约束压力。估计 2016 年财政支出增速在 12% 左右，2017 年或将进一步下滑。新增赤字将主要用于弥补减收以及保障政府应该承担的支出责任，安排在基建领域的资金或较为有限。公共财政必须借力其他渠道，才能支撑起一定规模的基建投资：作为稳增长的新工具，总规模万亿元（三年左右时间）的专项金融债将继续为基建投资注入新动力；随着政府投资模式的转变和深化，各类政府投资基金或将撬动更多的社会资金，培育市场需求和提高财政资金的使用效益等；截至 2016 年 9 月末全国 PPP 入库项目规模已达 12.46 万亿元（进入执行阶段的总投资额 1.56 万亿元），其中市政工程、交通运输和片区开发等投资额占比较高。整体而言，以上准财政手段为财政稳增长带来动力和希望，但由于基金运作、PPP 执行和落地等情况仍有待观察，它们能够发挥多大效力存在一定的不确定性。

## （二）非金融企业偿债压力加大

近年来，中国非金融企业的债务问题引发了国内外各界的高度关注。国际清算银行（BIS）测算认为，2016 年一季度末，中国非金融企业部门债务率为 254.9%，国际货币基金组织（IMF）的测算结果为 223.1%。如何全面、准确、客观评价中国企业的债务问题？我们认为，有必要对债务评价方法、指标选择及债务承受能力等进行深入剖析。

笼统地通过信贷/GDP 作为企业部门债务率来判断中国非金融企业高杠杆压力可能导致认识不全面。BIS 和 IMF 在计算中国非金融企业部门的债务率时，采用信贷/GDP 或者（信贷+债券+委托贷款+未贴现银行承兑汇票等+跨境贷款）/GDP 这一指标，并将部分城投公司视作非金融企业。这一方法值得商榷。**第一**，未考虑中国特殊的金融结构。中国金融体系以间接融资为主，银行信贷是企业获取资金的主要渠道，这毫无疑问会推高企业的宏观杠杆水平（即全社会债务资金规模与 GDP 的比重）。比如，2016 年前三季度，中国非金融企业股权融资仅占当年新增社会融资规模的 7.5%，其余均为债务型融资。股票市值仅占银行业资产的 21.9%。反观欧美国家，股权性资本往往是债务型资本的数倍。2015 年，美国股票市值是银行业资产的 1.6 倍（还不包括种类繁多的风险投资、共同基金等各种股权性资本）。**第二**，不能将宏观债务率与企业偿债能力划等号。衡量一家企业的偿债能力，更多关注的是资产负债率、利息保障倍数等指标。2016 年上半年，中国全部 A 股上市公司资产负债率为 43.08%，为历史最低值；已获利息倍数则为 40.9，较 2011 年的 78 下降不少，但相比 2012-2015 年已获利息倍数均值 36，并不算低。**第三**，最优合适债务水平在理论和实践中并无定论，在不同国家不同发展阶段企业的债务水平也不尽相同。例如，发展中国家在经济赶超阶段，往往容易出现债务水平上升较快的现象。

当然，中国确实存在着企业部门债务上升较快、部分行业和地区债务偿债压力上升等问题。2007 年，中国非金融企业部门债务率只有 79.3%，2015 年末

则上升至 160%，在七年时间内上升了约 80.7 个百分点，上升速度为全球第二，仅次于香港地区（90.6%）。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，从上市企业质量看，2014 年中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。与此同时，部分企业的偿债压力明显加大。2016 年前 10 个月，中国工业企业利润同比增长 8.6%，改变了 2015 年利润负增长的局面，但相比过去十年年均 17%的增速明显下降。从上市公司情况看，今年上半年全部 A 股上市公司的净资产收益率只有 3%，相比 2015 年降幅明显（2015 年为 6.7%）。

### （三）人民币汇率与跨境资本流动风险上升

2015 年 8 月 11 日新一轮汇改和 2015 年底美联储启动加息之后，人民币承受了一定贬值压力。人民币对美元贬值是多重因素作用结果，既有经济因素，也有金融因素，还有国际收支因素。从经济基本面看，2016 年下半年美国经济复苏进程加快，中国经济则进入转速换挡的新阶段。从金融因素看，美联储加息进程开启，新兴市场整体脆弱性加剧，新兴市场普遍出现资本外流加剧、汇率贬值压力加大的新现象。从国际收支看，中国国际收支模式由过去的双顺差进入经常项目顺差收窄而资本项目输出的新阶段，人民币汇率更易受到跨境资本流动的波动性和易变性冲击。2017 年，外部发展环境更趋复杂（包括美元走强、英国脱欧后续影响、部分国家的政坛更迭等），中国经济增长不确定性上升，将是影响人民币汇率短期波动的主要因素。

## 四、宏观经济政策取向

### （一）继续保持积极基调，实施更加有效的财政政策

为稳定增长和推进供给侧改革，预计 2017 年财政政策将继续保持宽松基调。

**第一，优化财政支出结构，着力增加有效供给。**围绕推进供给侧结构性改革主线，补短板仍然是财政政策的主要着力点。加快推进全局性、战略性和基础性重大基础设施项目，扩大有利于加快脱贫攻坚、缩小城乡发展差距和增强经济发展后劲的投资；加大教育、医疗、养老等民生领域投资，推进公共服务领域的短板建设，增加有效供给；推进机制体制创新，提高 PPP 落地率，更大程度地调动民间资本，加大力度盘活和统筹使用沉淀资金，更好地发挥财政资金的导向和杠杆作用，提高资金使用效益，促进供给结构升级。

**第二，持续推进减税降费，促进经济发展和结构升级。**2017 年，尽管营改增等政策性减收因素仍将在一定程度上影响财政增收，但减税降费依然是积极财政政策的应有之义。继续完善增值税抵扣链条，切实降低各行业税负；加大涉企收费基金的清理规范力度，为企业发展增添动力；加快完善高新技术企业、科技企业孵化器税收优惠政策，加大对科技创新的扶持力度；出台和完善相关政策，引导激发居民在智能、健康和绿色等领域的消费需求，促进消费和经济结构升级。此外，在营改增全面推开后，房地产税和个人所得税等直接税改革将成为未来一段时间税制改革的重点推进领域。

**第三，进一步完善地方政府债务管理制度，严控各类潜在风险。**持续推进地方政府债务置换、加快融资平台市场化转型和大力发展 PPP 模式等是规范地方政府举债融资机制的重要途径。当前一些老问题和新风险不断凸显，已经引起政府的高度关注，如部分地区偿债能力下降、债务风险超过警戒线，PPP 的政策法规和监督管理不尽完善、存在地方政府变相举债问题以及违法违规担保融资行为尚未得到有效遏制等。政府将尽快建立严格的问责机制，加大对违法



违规举债的惩处力度，加快完善地方政府债务管理体制，严格防控各类风险。

## （二）货币政策更趋稳健，做好重点领域风险防范

2017年，货币政策调控的复杂性和操作难度将明显上升。从外部环境看，全球经济与政策的不确定性上升，加大人民币贬值压力，进而对货币政策形成制约。从内部环境看，供给侧结构性改革深入推进，房地产调控、企业债务、民间投资不振等问题交织，要求货币政策审慎平衡稳增长与防风险的关系。一方面，要满足实体经济的有效资金需求，防止总需求短期过快下滑，另一方面，也要避免过度放水，推高债务水平和资本外流压力。总的来看，2017年货币政策整体将更趋稳健，重心放在汇率、资产价格等领域的风险管理上。

**第一，降准降息概率较小。**考虑到2017年美元继续走强概率仍然较大，全球流动性面临拐点，进而对中国基础货币形成、国际收支、金融稳定等产生较大冲击，中国货币政策宽松预期延后，上半年降准降息概率较小。

**第二，多措并举，防范汇率超调风险。**人民币汇率波动是当前市场最为关注的风险之一，尽管人民币汇率不具备长期走贬基础，但不排除受外部环境、不稳定预期上升等影响，某些时间段出现超调风险，需要央行做好前瞻性应对。保持汇率中枢稳定，提高人民币汇率上下波幅，宽幅震荡中顺势释放贬值压力；提高汇率波动容忍度，缓解外储过度流失压力。严厉打击管控资本外流的灰色渠道，为人民币贬值减压，主要包括虚构贸易、虚假直接投资转移、QDII额度利用、内保外贷等银行特殊业务等。

**第三，积极培育市场基准利率和收益率曲线，做好流动性管理。**当前，银行业面临的流动性管理难度越来越大，2017年这一趋势将更加明显。一方面，大规模地方债置换占用了信贷额度，但又不带来相应的流动性创造（即地方债不能像国债一样作为公开市场的抵押品使用，也不能在二级市场交易流通），导致银行越来越依赖于向央行通过公开市场操作等工具融入资金。另一方面，汇

率市场波动对货币市场流动性也产生了一定冲击。未来，央行将加快流动性管理创新，保障银行体系流动性合理充裕，适当扩大押品范围，适当降低 MLF 等的利率，通过收益率曲线的平坦化，提高银行业为实体经济投入低成本资金的能力。

### （三）通过推进“三大战略”实现宏观战略效果

**第一，力争在东北振兴上取得突破。**就“四大板块”（西部大开发、中部崛起、东北振兴和东部率先）而言，当前中国东部内生发展动力强，中部承接产业转移基础好，西部后发优势明显，而东北经济困难最大，脱困任务最艰巨。2016 年，中央印发了《关于全面振兴东北地区等老工业基地的若干意见》。在此基础上，2017 年将是滚动实施新一轮东北振兴战略的关键一年。首先，加快落实已经确定的 36 项重点工作，涉及完善体制机制，推进结构调整、鼓励创新创业、保障和改善民生等；其次，开工建设 33 个重大项目，覆盖交通、能源、水利、工业、农业、城乡建设等；第三，建设辽宁自贸实验区，推动东部省市（江苏、浙江、广东、北京、上海、天津、深圳等）与东北省市对口合作。第四，设立东北产业振兴基金，成立首家民营银行，加大转移支付和 PPP 落地力度。

**第二，进一步加快实施“三大战略”。**在“三大战略”（“一带一路”、京津冀协同发展和长江经济带建设）中，“一带一路”获得了广泛的国际认同，取得的成效最为显著。在启动实施《中蒙俄经济走廊规划纲要》的基础上，2017 年中国将积极推进建成一批示范效应强的旗舰项目，并在其他国家和地区推广成功经验，推动制定和实施新亚欧大陆桥、中国-中亚-西亚、中国-中南半岛、中巴、孟中印缅等经济走廊规划。

京津冀协同发展方面，2017 年将在搬迁北京市属行政事业单位上取得实质性进展，大力疏解北京非首都功能，在京津冀交通一体化、生态环境保护、产

业升级转移等领域重点突破，比如在主要城市之间实现“一卡通”，打通京台高速、京秦高速、密涿南线，消除断头路等。

长江经济带建设方面，2017年将依托长江黄金水道，发挥上海、武汉、重庆等超大城市和南京、杭州、成都等特大城市的引领带动作用，实现长三角、长江中游、成渝、长株潭等城市群之间的互动合作，增强城市群内部和城市群之间的联动发展能力，在生态环保、创新驱动和产业集群上取得明显进展。

**第三，坚持试点试验、单点突破，发挥国家级新区、试验区、示范区等的引领作用。**2017年将更充分地发挥18个国家级新区、11个自由贸易试验区（有7个即将确定）、17个国家级自主创新示范区的探路带路作用，特别是在体制机制上总结可复制可推广的经验，为新一轮改革开放创新再立新功。

**（四）“三去一降一补”推进中更加注重引导产业转型升级，更加注重政策间的协调与配合**

**去产能方面**，2017年是推进煤炭和钢铁行业淘汰落后产能工作任务的第二年，去产能还将是重点任务，通过安全、质量、环保、技术等引导产能退出，严控新增产能，加强企业兼并重组等仍是主要手段。同时将更加注重通过智能化水平和产品质量提升、节能环保改造升级等促进过剩产能行业的转型升级。2016年煤炭、钢铁行业退出目标分别为未来5年去产能工作目标的30%-45%、50%左右，均有望提前完成，这为后续去产能的推进争取了更多空间。2016年8月后煤炭价格过快上涨问题显现，预计2017年去产能节奏会有所调整，在更加注重与价格过快回升协调的同时，推动部分优势产能和有效供给的有序释放。

**去库存方面**，**第一**，因城施策仍是房地产调控的主要思路。针对一线和部分二线热点城市的收紧政策还将延续，重点是抑制过度投资、投机、违规等行为。**第二**，满足居住需求是房地产调控的重要着力点。人口资源环境压力较大城市的土地供应和保障房建设会适度加大，去库存压力较大的城市仍将着力促

进住房需求的合理释放；通过支持中小城市、特色小镇的基础设施和产业发展，促进不同类型城市的平衡发展。**第三**，促进房地产市场健康发展的长效机制将继续推进。包括培育发展住房租赁市场，推动建立全国房地产库存和交易监测平台，推进全国不动产统一登记工作等等。

**去杠杆方面**，2016年《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》对企业降杠杆提出了7大举措，《地方政府性债务风险应急处置预案》为预防区域性系统风险做出安排，相关措施将在2017年有实质性的推动和落实。推进过程中将特别注重防范可能由此引发的金融风险，注意与企业改组改制、降低企业成本、去产能、企业转型升级等工作的结合与协调。

**降成本方面**，2016年《降低实体经济企业成本工作方案》对降低税费、融资、制度性交易、人工、能源、物流等6类企业成本进行了具体部署，预计2017年降成本工作将更加综合系统，推进的力度也会进一步加大。

## 五、专题研究：中国经济何时见底回升？

2011年以来，中国经济增速连续六年降低，未来是继续下行还是有望企稳回升，市场上存在不同声音。对中国经济周期波动经验的考察表明，2016年基本符合经济周期见底的主要特征。但是，受国内外各种不确定性影响，未来经济难以强力回升，出现“双底”可能性较大，而2016年将为“双底”之一。

### （一）对当前中国经济是否见底存在争议

关于中国经济是否见底，当前社会上存在各种不同观点，概括起来，主要有三种：**一是**已经见底，持此观点的代表是陈东琪、曹远征、姚洋、李稻葵等；**二是**尚未见底，持此观点的代表是厉以宁、李迅雷、马光远等，其中有人甚至认为探底过程“远远没有结束”；**三是**即将见底，持此观点的代表是刘世锦、屈宏斌、巴曙松等。除了关注何时见底，国内外市场还非常关心中国经济何时或能否实现回升。这两个问题既紧密联系，又有所区别。因为经济在见底之后，



可能立即回升，呈现 V 形走势，比如 2008 年国际金融危机爆发后，中国经济 2009 年见底，2010 年快速复苏；也可能在底部徘徊，呈现 L 形，而 L 型持续多久，之后回升还是下行都需要进一步分析。

## （二）当前经济形势与以往典型周期之间的比较

在中国经济实际运行中，每一个经济周期都有所不同。按照“波峰-波峰”法划分，1978-2010 年中国一共经历了 5 个完整的经济周期，平均期限为 6.4 年（图 29）。其中，波谷分别出现在 1981 年、1986 年、1990 年、1999 年、2009 年。2011 年以来，中国经济一直处于新一轮经济周期的下行期，截至目前已经持续下行了 6 年。

从经济下行期的时间长度看，近几年宏观经济运行与 1993-1999 年有相近之处。但是，仔细考察两个阶段所处的经济环境、条件、政策等，可以发现存在五个方面的重要差异：**一是**经济市场化程度不同；**二是**经济减速发生的背景不同；**三是**宏观经济政策的动因和力度不同；**四是**与经济金融危机的关系不同；**五是**潜在经济增长率的变化不同。

图 29：中国实际 GDP 增长率

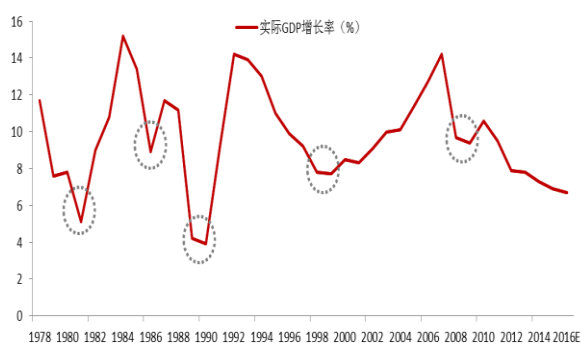


图 30：中国名义 GDP 增长率



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

尽管当前经济下行与以往的典型周期存在不同，但在判断经济何时见底回升时，把握基础性的经济规律还是能够起到一定的参考作用。**第一**，经济主体

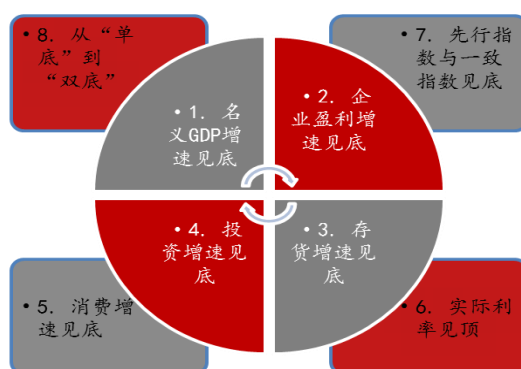
会对价格变动做出反应；**第二**，经济主体会对盈利变动做出反应；**第三**，库存变动反映经济形势变动；**第四**，投资和消费是经济走势的同步指标；**第五**，实际利率影响投资和消费；**第六**，逆周期的宏观经济政策主要是平抑波动，而不是根本地逆转经济周期。

### （三）从经验看中国经济见底的特征性事实

通过考察改革开放以来中国的经济周期波动经验，特别是经济波谷前后主要经济指标的变动规律，同时结合宏观经济运行的相关理论，可归纳出经济见底的八个特征性事实（图 31）。下面结合最新的经济形势和统计数据，对中国经济是否见底作进一步分析。

**第一，名义 GDP 增速已于 2015 年见底。**2015 年，中国名义 GDP 同比增长 6.4%，创下 2000 年以来新低（图 30）；2016 年前三季度，名义 GDP 同比增长 7.8%，增速比上年显著回升。由于 CPI 相对稳定、PPI 小幅转正，估计 2015 年名义 GDP 增速为阶段性底部。

图 31：中国经济见底的 8 个特征性事实



资料来源：中国银行国际金融研究所

**第二，企业盈利增速已于 2015 年见底。**2015 年，规模以上工业企业利润总额同比减少 2.3%；2016 年前 10 个月，工业企业利润总额同比增长 8.6%，增速大幅回升。从非金融上市公司数据看，利润总额增速从 2015 年下降 8.7%转

为 2016 年前三季度增长 16.9%（图 32）。

图 32：上市公司利润总额增速

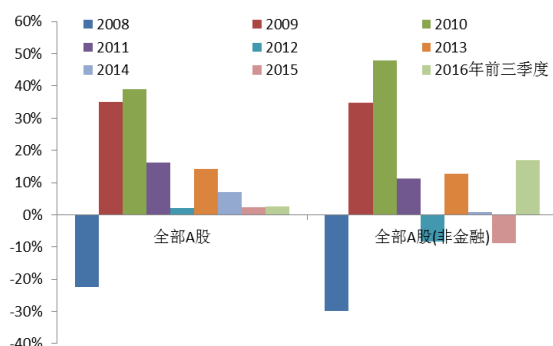
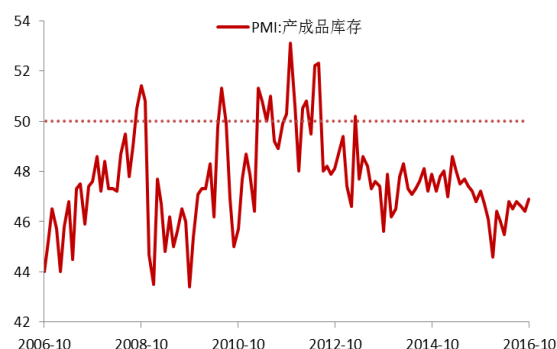


图 33：PMI 产成品库存



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

第三，存货增速仍在探底，但已出现触底迹象。2015 年，工业企业产成品存货同比增长 3.3%；2016 年前 10 个月，工业企业产成品存货同比减少 0.3%，连续 7 个月负增长，表明企业正在去库存。但产成品库存 PMI 低于 50 的荣枯线，但降幅有缩小趋势（图 33）。综合判断，2016 年产成品存货增速见底概率较大。

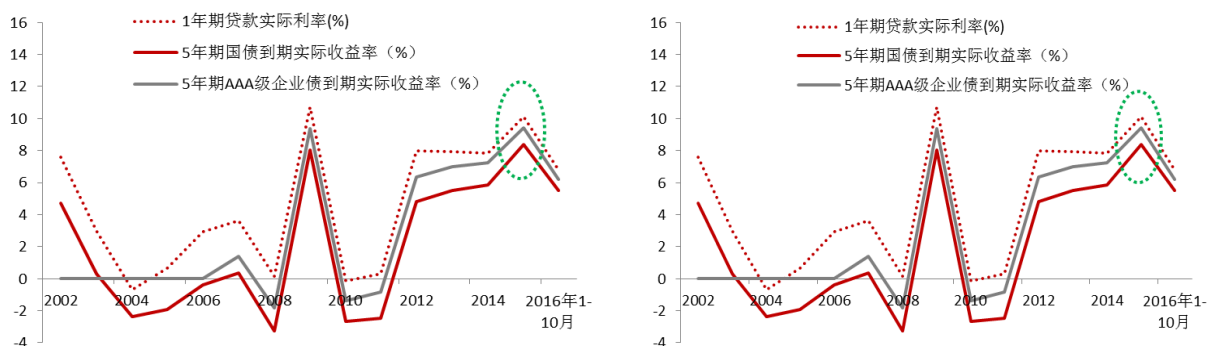
第四，投资增速出现见底回升迹象。考虑到企业盈利增速加快，同时政府加快“补短板”相关投资步伐，“十三五”规划重大项目陆续开工，专项建设基金大量投放，PPP 项目加快落地实施，未来投资增速有望继续提升，估计 2016 年见底可能性较大。

第五，消费名义增速见底，且其对经济增长的贡献率见顶。从消费对经济增长的贡献率看，2016 年前三季度为 71%，比上年同期上升 11.6 个百分点，为 2001 年以来最高。随着投资增速及其对增长的贡献率上升，消费的贡献率可能下降，估计 2016 年将达到阶段性高点。

第六，实际利率已于 2014-2015 年见顶。投资理论和消费理论以及相关实证研究表明，实际利率更能反映企业和家庭的真实融资成本。贷款、国债、企业债等实际利率数据均表明，经 CPI 调整的实际利率已于 2014 年见顶（图 34），

而经 PPI 调整的实际利率已于 2015 年见顶（图 35）。

**图 34：实际利率（经 CPI 调整）**      **图 35：实际利率（经 PPI 调整）**

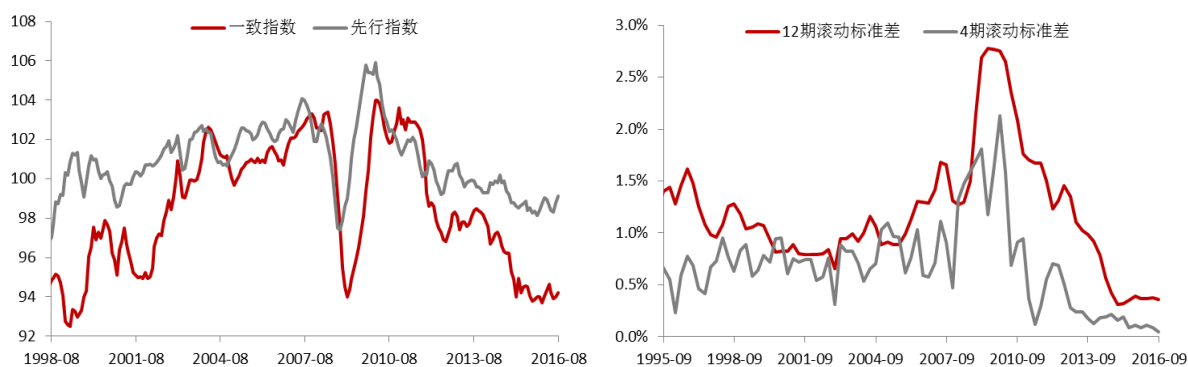


资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

第七，先行指数已于 2015 年见底，一致指数可能于 2016 年见底。2016 年前 8 个月，先行指数、一致指数平均值分别为 98.64、94.07（图 36），其中先行指数比 2015 年有所上升，意味着其可能已经见底；而一致指数还在继续下降，但综合上文对工业生产、盈利、投资、消费等的分析，估计一致指数在 2016 年见底的可能性较大。

**图 36：一致指数与先行指数**

**图 37：中国经济增长波动**



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

第八，本轮经济周期波谷再度出现“双底”的可能性较大。2012 年以来，中国经济周期波动显著减小，季度 GDP 增速波动创下新低（图 37）。在宏观政



策不搞“强刺激”的情况下，经济运行短期内不可能实现 V 形反转，而在经济见底特征逐步显现、经济下行遭遇“阻力位”的情况下，再度大幅下行可能性同样较小。因此，本轮经济周期将大概率再度出现“双底”，而 2016 年将成为“双底”之一。

#### （四）经济回升仍然面临不确定性

经济理论的长处在于解释，而不在于预测。凯恩斯曾调侃道，在过去的 5 次经济危机中，经济学家预测到了 15 次。由于宏观经济运行充满不确定性和复杂性，特别是当前中国经济正在经历深度调整，预测经济何时见底回升的难度很大。

从来没有哪个经济体经济增速一直下行，也从来没有哪个经济体完全摆脱了经济周期波动，中国经济不会成为例外。中国经济运行呈 L 型走势，并不意味着没有波动，2016 年一、二、三季度 GDP 当季同比增长率均为 6.7%，表现出了极少见的高度稳定。这恰恰是经济正在筑底的重要迹象，表明经济处于积聚新能量的蓄势阶段。

2016 年大致符合中国经济见底的主要特征，三、四季度经济出现回暖迹象，增加了经济触底的证据。未来这一判断还要经受两大考验：一是中国经济不可避免地受国际经济金融形势的影响，特别是美联储加息动向将持续扰动全球市场；二是新一轮房地产调控强力启动，将循着房地产供求-房地产价格-房地产开发投资-相关产业投资这一链条，影响经济回升前景。也就是说，虽然经济已经基本见底，但短期内难以强力回升，因此 2016 年将成为“双底”之一。

---

## 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**