

研究报告

2016 年第 101 期

2016.10.27

负责人：周月秋 樊志刚

国内宏观经济研究团队：

樊志刚、王小娥、杨荇、朱妮、
藏波、刘新

房价上涨助推资金“脱实向虚”

经济企稳关键看制造业投资

——2016 年前三季度中国宏观经济金融走势、政策分析及展望

要点

- 今年第三季度，我国 GDP 同比增长 6.7%，与一、二季度持平。但 8、9 月份一些持续回落的关键指标出现反转向好，表明供给侧改革和稳增长政策的努力显效。不过，剖析当前经济反弹动力，仍然主要是依靠政府投资力度的加大以及房地产投资的反弹，经济内在增长动力不足。表现在自发性、主动性投资持续低迷；贷款高速增长，但脱实向虚现象没有改善；居民加杠杆和房地产风险积聚并存；人民币贬值压力加大，债市违约风险暴露。
- 展望四季度，鉴于经济增长动力不足，加之年度计划约束，财政政策空间已不大；货币政策边际效应递减，未来几个月降准降息的可能性很小，初步预计 2016 年经济增速在 6.6% 左右。在新的形势下，我行应警惕债券市场违约、企业信贷质量劣变等风险，与此同时，也要关注商业银行资本补充压力加大、参与 PPP 项目风险防范等问题。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

房价上涨助推资金“脱实向虚” 经济企稳关键看制造业投资

——2016 年前三季度中国宏观经济金融走势、政策分析及展望

2016 年第三季度，在供给侧结构性改革不断推进和稳增长政策效应持续释放的共同作用下，中国 GDP 同比增长 6.7%，与一、二季度持平，但一些持续回落的关键指标出现反转向好，如固定资产投资、制造业投资、民间投资低位反弹，企业利润也有所回升，PPI 由负转正，经济运行出现一些积极变化。展望四季度，国内外经济环境依然复杂严峻，投资增速企稳回升的基础尚不牢固；信贷资金脱实向虚现象严重，居民加杠杆导致房地产市场风险集聚；区域经济分化明显，债券市场违约风险暴露。鉴于经济增长动力不足，加之年度计划约束，财政政策空间已不大；货币政策边际效应递减，未来几个月降准降息的可能性很小，我国经济下行压力仍然较大，初步判断，2016 年全年 GDP 增长 6.6% 左右。

一、2016 年前三季度我国经济金融运行主要特点

（一）经济运行平稳向好，部分关键指标低位改善

2016 年第三季度，工业趋稳态势较为明显。工业增加值同比增长 6.1%，较二季度提升 0.1 个百分点。其中，8 月、9 月工业增加值分别为 6.3%、6.1%。从拉动经济的三驾马车来看，固定资产投资缓中趋稳，1-9 月份，全国固定资产投资（不含农户）同比名义增长 8.2%，增速比 1-8 月份加快 0.1 个百分点。其中，8 月、9 月分别增长 8.2%、9.0%，分别较上月回升 4.3、0.8 个百分点。社会消费稳中有升，第三季度社会消费品零售总额名义增长 10.5%，较二季度提升 0.3 个百分点。其中，9 月份增速为 10.7%，比 8 月提高 0.1 个百分点，创年内新高。进出口、出口和进口呈现逐季回稳向好态势，第三季度分别增长 1.1%、0.4% 和 2.1%，较二季度分别回升 1.3、1.7 和 1.5 个百分点。



图 1 全国固定资产投资和民间投资增速(2015. 1-2016. 9)

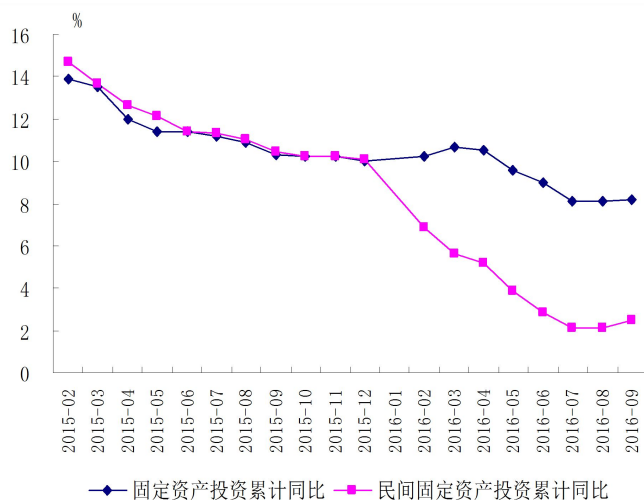


图 2 社会消费品零售总额增速(2015. 1-2016. 9)



三季度经济增长积极因素不断增多，表明新常态下转型升级的努力显效。

一是结构调整初见成效，前三季度服务业同比增长 7.6%，占 GDP 比重 52.8%，比第二产业高出 13.3 个百分点，比上年同期提高 1.6 个百分点。服务业对经济增长的贡献率从过去的 40% 左右上升到目前的 58.5%，而第二产业对经济增长的贡献率从过去最高时期超过 60% 下降到目前的 37.6%。二是去产能进展良好。煤炭、钢铁等行业去产能已完成全年任务的 80%。1-8 月份，全国规模以上工业企业实现利润同比增长 8.4%，增速比 1-7 月份加快 1.5 个百分点，为今年以来最高值。三是通缩压力有所减轻，PPI 由负转正。三季度，CPI 总体平稳，同比上涨 2.0%，涨幅比上半年回落 0.1 个百分点。PPI 同比降幅逐月收窄，由 1 月份的 -5.3%，收窄至 5 月份的 -2.8%，8 月份的 -0.8%，至 9 月份同比上涨 0.1%，结束了自 2012 年 3 月以来连续 54 个月下降的态势。在去产能、去库存政策作用下，钢铁、有色、煤炭等行业价格回升较为明显，工业领域通缩压力有所减轻。四是近期多项先行指标回升向好。9 月末用电量同比增长 4.5%，三季度增幅逐月上升，近 3 个月第三产业用电量增速保持在 15% 左右；8 月铁路货运量实现 32 个月首增，同比增长 1%，9 月同比实现增长 4.6%；非制造业 PMI 连续 7 个月高于 53%，制造业 PMI 连续两个月为 50.4%，位于荣枯线之上；出口先导指数、出

口经理人指数、中国航运景气指数和中国航运信心指数都有上升，预示出口形势有望缓慢改善。

（二）政策主导型投资成投资稳定器，自发性主动性投资低位反弹，但判断“经济见底”尚言之过早

剖析 8、9 月份经济反弹的推动力，仍然主要是依靠政府投资力度的加大以及房地产投资的反弹，经济内在增长动力不足。**从投资领域来看，主要是基建和房地产投资带动。**一般而言，我国投资可以分成四部分，基础设施约占 20%-25%，房地产占 25%左右，制造业投资约占 33%，其他投资占 15%-20%。**前三季度，基础设施投资增长 19.4%，比全部投资增速高 11.2 个百分点，占全部投资的比重较去年同期提高 1.8 个百分点。**其中，中、西部地区基础设施投资分别增长 23.6%、32.7%，比去年同期提高 0.7 和 7.8 个百分点；“一带一路”沿线地区交通、能源、通讯等重大标志性工程加快建设，涉及的 18 个地区中有 13 个基础设施投资保持两位数增长。**房地产开发投资增长 5.8%，较 1-2 月提高 2.8 个百分点，扣除价格因素实际增长 7.1%。**尽管房地产开发投资的增速远低于“十二五”期间的平均水平，但已经超过 2015 年同期的水平。随着销售增长持续快于竣工增长，待售商品房库存连续 8 个月减少，9 月末商品房待售面积 6.96 亿平方米，较上半年回落 0.18 亿平方米。前三季度，房地产行业对 GDP 的贡献率达到 8%左右。**但制造业投资持续处于低位**，前 1-9 月累计增长 3.1%，比 1-2 月低 4.4 个百分点，为历史次低位置，仅比 1-8 月提高 0.3 个百分点。近年来，制造业投资累计同比增速从 2004-2007 年间的均值 38.5%、2008-2012 年间的均值 28%、2013-2015 年间的均值 13.9%，一路下降到个位数，6 月当月同比甚至出现负增长（-0.4%）。制造业投资持续处于低位，与企业主投资意愿不强、投资回报率不断下降、企业对经济前景不看好有很大关系。



图 3 制造业、基础设施、房地产三大领域占投资的比重
(2005. 2-2016. 9)

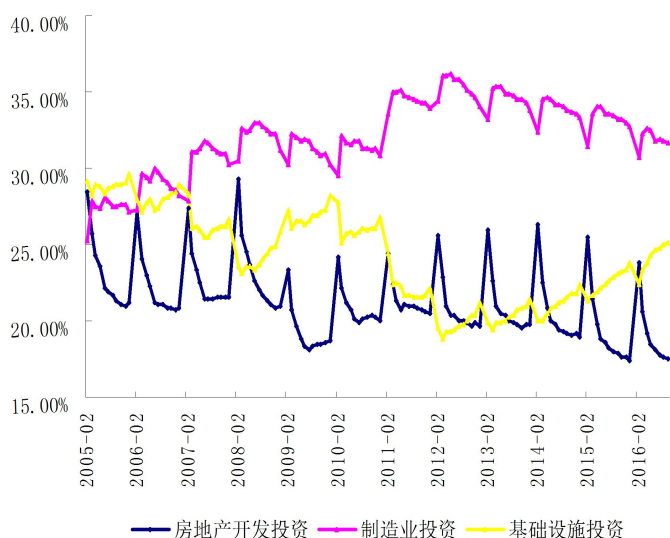
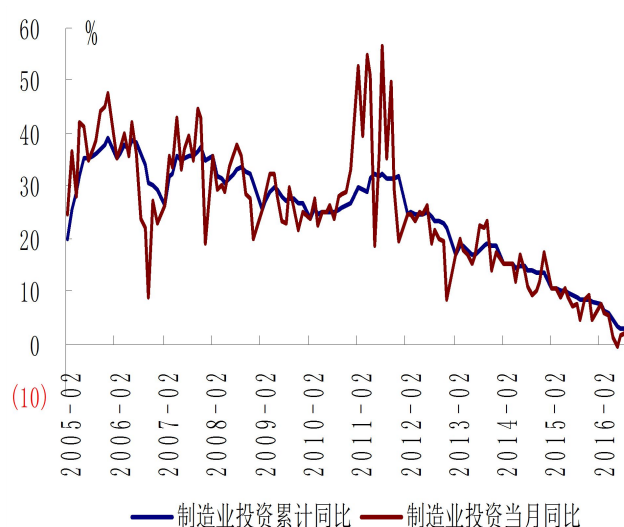


图 4 制造业投资增速持续下滑后出现反弹
(2005. 2-2016. 9)



我们认为，制造业投资的反弹将成为经济企稳的重要指征。一方面，从未来投资空间判断，基础设施投资作为政府稳增长的工具，最近几年一直保持较快增长，无论从基础设施投资占投资的比重、基础设施投资的效率，还是地方政府负债和投资能力来看，基础设施大规模扩张的空间和条件都有限。考虑到房地产存量依然较大，未来一段时间去库存依然是楼市的主要任务，销售端对投资端的拉动尚需时日。另一方面，以往在政府干预（比如对制造业的财政补贴）背景下，企业投资与盈利一度出现背离，即在盈利下滑的时候投资依然不减。随着供给侧结构性改革的深入，政府对经济的干预程度减小，制造业投资顺周期的特点逐步显现。未来，制造业投资能否持续回暖，很大程度上可以代表工业企业主体市场信心的恢复，而这对于经济的全面企稳至关重要。

从投资主体来看，国有及国有控股企业投资增速出现跳升，一改 2010 年以来连续 5 年低于 20% 增长的态势，今年连续 9 个月高于 20% 以上增长，1-9 月增长 21.1%；而民间投资持续处于低位，由有统计数据以来的两位数以上增长跌至个位数增长，其中 1-7 月仅增长 2.1%，为历史最低，1-9 月略有反弹至 2.5%。

民间投资出现大幅下跌，一是由于民营经济本身具有极其敏锐的逐利嗅觉，在当前经济下行压力较大、投资回报率下降的情况下，其增速下降在所难免。二是在稳增长的目标下，容易出现资源错配问题，国企挤占了民企的部分资源。在政府主导型投资拉动下，部分产能过剩行业出现明显反弹。9 月，粗钢、钢材和水泥产量分别同比增长 3.9%、4.3%和 2.9%，增速同比提高 6.9 个、4.9 个和 5.4 个百分点。钢材和煤炭价格大幅上涨，钢材价格 7、8、9 月份分别环比回升 3.29%、4.85%、1.67%，1-9 月份累计平均价格比年初上涨 20.08%；煤炭价格 7 月份环比小幅下降，8 月份止跌回升，9 月份环比大涨 11.87%，1-9 月份累计平均价格比年初上涨 5.54%。综上所述，三季度经济弱势反弹，是今年以来一系列稳增长政策刺激的效果。从长远来看，中国经济运行的固有矛盾并未明显缓解，经济下行压力仍然较大。

（三）工业企业经营仍然困难，企业信用债违约加速爆发和扩散

首先，非金融企业部门杠杆率偏高，资金周转效率创十五年新低。“中国国家资产负债表 2015”显示，截至 2015 年底，我国全社会杠杆率为 249%，在 2013 年提高 17%，2014 年有所放缓仅提高 3.5%，2015 年又再次加快，全年提高 13.6%。其中，非金融企业的杠杆率为 131.2%（不含地方政府融资平台），比 2014 年增加 7%，非金融企业部门加杠杆的趋势非但没有得到有效遏制，反而进一步加剧。2016 年，受产能过剩、销售不畅，以及“三角债”、“多角债”等因素影响，企业资金周转压力仍然较大。8 月，规模以上工业企业应收帐款同比增长 8.5%，增速比主营业务收入高 4.9 个百分点；应收账款平均回收期 38 天，较年初增加 3 天。据沪深上市公司数据，中国 932 家制造企业资金周转效率正处在 15 年来最差水平：这些企业过去 12 个月营运资本与收入之比升到 32.5%，为 2001 年以来新高，远超 22.5%的全球水平。企业融资杠杆率过高、应收账款周期长将增加企业的财务成本，紧缩企业资金流动性，进一步放大企业经营风险。

其次，债券违约事件加速暴露。2016 年前三季度，共有 48 只债券发生违约，违约金额超过 277 亿元，相当于去年全年违约金额的 2 倍多。顺周期、过剩产能行业是违约多发区。按照信用债违约金额排序，排在前十位的发债企业中，



属于产能过剩行业的有 6 家，房地产行业 1 家，贸易公司 1 家（上海云峰集团），食品行业与新能源行业各 1 家。信用债违约多发于钢铁、电气部件与设备、贸易公司与工业品经营、建材等强顺周期行业，经济增速的下滑使这些顺周期行业首当其冲，债券违约风险明显上升。一是从“刚性兑付”到“援助但不兜底”。长期以来，在国内债券市场上，当企业尤其是国企债务到期无法兑付时，总有大股东、政府等其他主体的接盘兜底。经济的转向使地方政府财政收支压力不断加大，为债务兜底的能力越来越弱；企业经营环境的恶化，也无法承受“刚性兑付”。二是经济周期调整暴露企业过度举债风险。在经济繁荣时期，刚性兑付下激发的非理性债券投资需求与企业债务融资需求往往不会大量暴露。一旦经济运行转向，再叠加债务集中到期，这些风险就会集中爆发。三是国内评级机构专业化程度较低增加债券违约风险。展望未来几个季度，整体债券市场的到期规模将攀升至顶峰，其中，钢铁、煤炭、有色三大产能严重过剩行业的累计债券到期规模近 7000 亿元，创历史新高。债务到期的规模加速增长，而企业和地方政府的利润和再融资空间有限，未来违约事件或将加速发生。

（四）区域经济分化明显，区域协同发展难度加大

随着经济进入下行周期，各地区由于发展阶段、发展能力等不同，省份间经济增长差距有扩大之势，出现了一定的区域分化。一是经济增长速度差异。上半年辽宁、山西、黑龙江、河北和云南五省 GDP 增速低于全国增速，其中辽宁负增长 1%；贵州、重庆和西藏三省 GDP 增速超过 10%。二是工业生产增长速度差异。1-8 月，辽宁、上海、山西、黑龙江、云南、北京、海南、新疆、河北、甘肃十个省市工业增加值累计涨幅低于全国，其中辽宁、上海、山西涨幅分别为 -8.6%、-2.3% 和 -0.6%；长江中上游地区的各省工业增加值涨幅高于全国。三是区域人均 GDP 的差异倍数进一步扩大。2015 年末，我国区域人均 GDP 的最大最小比值为 4.13 倍（天津：甘肃），较 2014 年扩大 0.15 个百分点。

分析区域经济增长分化的主要原因，主要与地区经济结构多元化、民营企业是否发达以及创新转型能力有很大关系。一方面，部分省份已呈现新兴业态引领发展态势。近年来，东部地区积极布局电子信息、装备制造、航空航天、

新能源汽车、船舶制造、海洋工程装备、精品钢材等先进制造业，民营经济表现出较强活力，民间投资保持快速增长。2016 年上半年，江苏民营工业增速达 10.3%；广东民间投资增长 19.6%，同比提高 3.4 个百分点，对整体投资增长的贡献率达 90%。另一方面，资源型、重工业大省受“去产能”冲击十分明显。2016 年上半年，共有吉林、甘肃、陕西、辽宁、新疆、黑龙江、山西等 11 个资源大省规模以上工业利润增速为负，最差的山西达到-892%。这些经济增速较低的地方的共性是：产业结构较为单一、国有企业占主导地位、市场高度垄断。其中东北经济塌陷现象尤为严重。东北经济素以煤油装备等重工业为主，在经济景气时期，特别是 2008 年底“4 万亿”刺激政策以后，重工业过剩产能不仅没有及时调整，反而进行新一轮扩张，导致在本轮下行调整中，出现产能利用率低、债务费用高企、营运资金紧张等困难局面。

在区域分化的背景下，区域之间的协同发展机制不健全，不协调。虽然制定了一系列区域发展规划，但因各级政府事权关系不合理、政府和市场关系尚未理顺、财税政策和法律法规不完善等因素制约，区域协同发展缺乏实质性举措，区域分割、恶性竞争、地方保护主义等现象依然严重，经常出现发展雷同、重复建设、产能过剩的现象。上述现象，不利于要素资源合理流动和空间配置效率提升，也不利于区域经济一体化和构建全国统一大市场。

（五）信贷资金脱实向虚，资金活化现象加剧

资金“脱实向虚”导致金融资源难以服务实体经济，其结果不仅使金融领域的风险加剧，也使得实体经济的资金进一步收紧，资源配置效率进一步弱化，加剧总体经济下行压力。一是 M1/M2 剪刀差仅回落 0.1 个百分点，企业存款活期意愿依然较高。从 2015 年 7 月开始，M1 增速进入快速上升通道，在短短一年时间里上升了 21.1 个百分点。而 M2 增速则相对稳定，一直在 10%和 14%之间波动。受此影响，M1 增速于 2015 年 10 月反超 M2，且两者间的差距越来越大，今年 7 月以 15.2 个百分点创下历史最高记录，9 月末为 13.2 个百分点，M1 增速（24.7%）已高出 M2 增速（11.5%）一倍多。M1 增幅比 M2 快，一般会被认为流动性没有注入实体经济。二是大量高负债国有企业大规模进军土地市场、海外



并购市场和金融投资市场。在对“僵尸企业”和高债务企业的整治过程中，大量高负债的国有企业通过各种融资渠道获得资金，大举进入三大领域：一是大规模进入土地市场和房地产市场，催生大量的“地王”出现，也间接促进一二线房地产价格全面飙升；二是大量进入海外并购市场；三是大量进入金融投资领域，进行金融套利活动，企业非主营业务收益和投资性收益大幅度上升。

历史上M1的高速增长往往伴随着经济上行。经济上行期，企业的支付结算和投资需求增加，这种情况下持有现金类资产的好处在于能够保证交易行为的连续发生，降低由于支付手段不足带来的交易中断、推迟或被迫取消的风险。但目前的情况恰恰相反，与M1增速快速回升相伴的是经济下行、通货膨胀低位徘徊、投资放缓。**是什么原因导致我国出现经济下行期的资金活化现象？**关键在于单位活期存款的快速积累。**原因之一是企业持币待投资**，在当前的经济环境下，企业以较少的利息损失换取资金的流动性，其目的大多不是为了投资实业，而是为了将资金随时投放到具有更高收益的金融产品上，甚至是进行房地产买卖。目前全市场一年期银行理财产品收益率为3.94%，比一年期定期存款高2.44个百分点，一些P2P理财产品，其年化收益率高达10%以上，更是削弱了定期存款的吸引力。**原因之二是房地产销售回暖，储蓄存款向房产开发企业活期存款转移。**销售回笼的大量资金以现金或现金等价物的形式滞留在房企的账户上。**原因之三是地方债务置换可能对M1形成扰动。**地方政府贷款置换了债务以后，相当于对债务偿还进行了展期，原本到期要偿还的贷款，置换为地方政府债之后并不急于马上偿还，这部分资金在一段时间内会体现在企业或者事业单位的活期账户上。**上述因素加剧了当前经济的脱实向虚问题。**在经济下行压力依然较大、企业部门杠杆率高企的背景下，企业投资意愿大幅减弱，而“借新还旧”动力增强。非金融企业巨大的债务存量且盈利能力显著下降，意味着大量的贷款可能被用于偿还利息。企业贷款不用于投资，而选择持币或者拿来还债，货币在实体经济部门中流通的环节明显减少，甚至根本不进入到实体经济中，只是在不同主体的金融账户间进行简单转移，造成资金的空转。

（六）人民币汇率持续贬值，资本外流趋势明显

近期，人民币兑美元汇率一再创 6 年新低。截至 10 月 24 日，人民币兑美元汇率中间价报 6.7690，在岸、离岸人民币兑美元即期汇率双双跌破 6.7。人民币兑美元汇率较 9 月末已下跌 912BP，贬值幅度超过 1.4%，年初至今的贬值幅度已经达到 4.24%。人民币大幅贬值加剧了资金外流。从外汇储备来看，9 月末外汇储备降至 3.17 万亿美元，环比下降 188 亿美元，创下 2011 年 12 月以来外储余额最低水平。以 SDR 计价的外储规模为 2.27 万亿美元，环比下降 159 亿 SDR。从对外非金融类直接投资来看，1-9 月，中国对外非金融类直接投资额约为 1342 亿美元，同比增长 53.7%，已超过了去年全年的对外投资规模。商务部预计，2016 年全年中国对外直接投资很可能超过 1700 亿美元。

图 5 2013 年-2016 年外汇储备变动情况

(2013.1-2016.9)

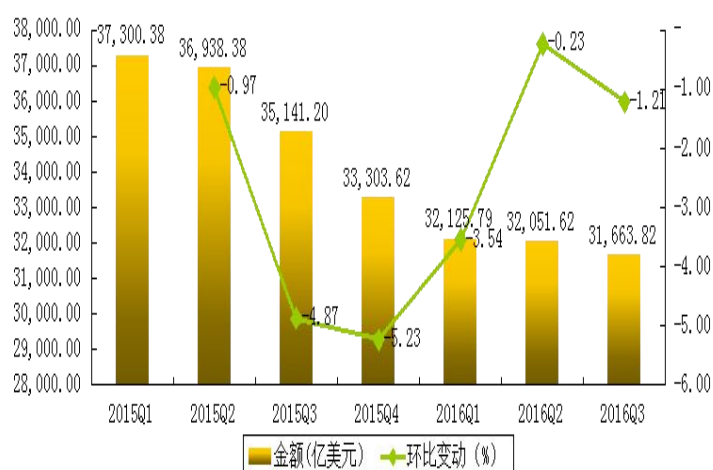
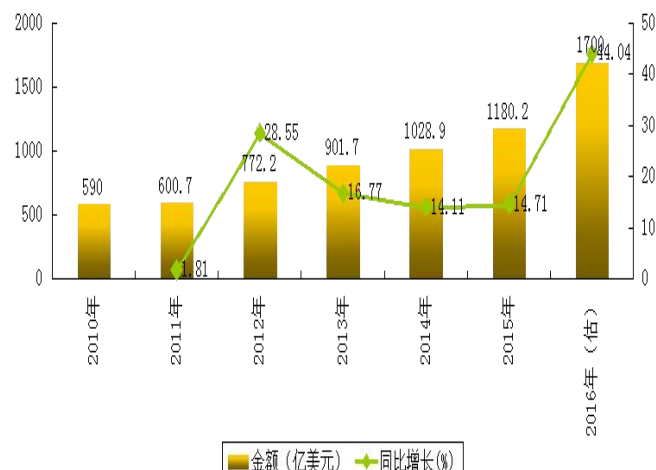


图 6 2010 年-2016 年对外非金融类直接投资额

(2010.1-2016.9)



总体来看，当前工业经济积极因素增多，活力渐增，向好趋势有所加强。但也要看到，国内外市场需求总体仍然偏弱，“三去一降一补”任务艰巨、难度加大，传统产业转型升级需要一个过程，工业生产增速持续回升的动力依然不足。经济运行面临的核心问题，将从经济增速持续下行引发潜在金融风险上升，转变为前期稳增长过程中不断累积的各类金融风险反过来牵制经济增长。特别是以房地产为代表的资产泡沫风险和以债券为代表的债务违约风险加速上

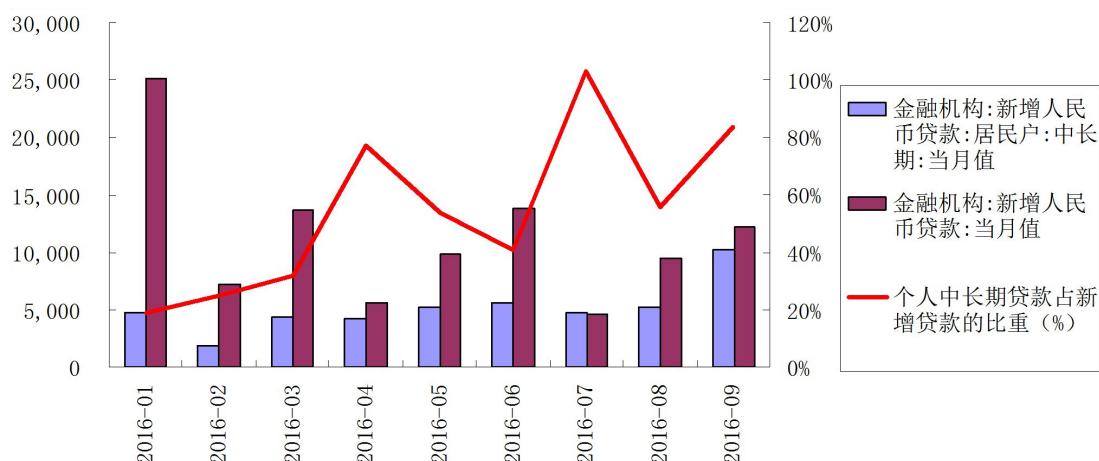


扬，叠加国际市场动荡带来外部冲击和资本外流，成为触发流动性危机和经济动荡的最大不确定因素。

二、房地产是当前中国经济面临的突出问题

当前我国实体经济和金融运行越来越不协调，突出表现在信贷上台阶的同时经济增速却在下降，资金出现“脱实向虚”问题，这当中有实体经济投资回报率走低的原因，但房地产价格的过快上涨也是一个不容忽视的诱因。房价持续的过快上涨导致资金在流入实体经济过程中出现了配置错位，即资金过度流向房地产而没有流向制造业。截至9月底，房地产贷款余额同比增长25.2%，为2011年以来最高，同期我国工业的中长期贷款余额同比增速仅为2.4%，房地产贷款增速远高于工业。1-9月房地产贷款增量占各项贷款总增量42.5%；其中，7月的新增贷款几乎全是房贷，8月新增贷款环比7月增加一倍多，个人房贷占比过半。事实上，除贷款外，还有一些资金通过其他渠道进入房地产，如多家上市公司或通过成立投资平台直接投资房地产开发，或通过股票二级市场购入有关公司股票间接投资于房地产业务。

图7 居民中长期贷款占新增贷款的比重



总体来看，当前房地产价格上涨更多地表现为货币现象。得出这一结论，主要基于以下几点：

第一，当前房价上涨和人口增加之间没有直接联系。与一线城市房价不断攀升相伴的，是近年来一线城市基于城市承载能力考虑开始控制人口数量，人口政策呈逐渐收紧的态势，一线城市的人口流入已趋缓，上海市2015年的人口

数已出现负增长，未来大城市人口控制政策预计也不会过于放松。而且，统计数据显示，流入城市的农民工，在打工城市购房的比例很小，多数农民工由于收入低，没有能力购买城市住宅。因此，农村流入城市的人口并不能构成城市房地产市场的有效需求。另外，即便是大学毕业后留在大城市工作的年轻白领，其个人收入也不足以支付城市房价。以上海为例，即便是收入较高的金融机构，大学（硕士）毕业生的平均工资不过10万元，夫妻平均税前月收入为2万，银行允许的每月贷款不能超过1万元，因此抵押贷款的最高额大约只有200万元，而目前市区小户型房价基本都高于4.5万，只有少数父母有实力资助的年轻白领才有能力购买住房。不难推断，无论是进城的农民工还是年轻白领，以其自身的薪酬收入都无法支撑目前的房价。因此，城市化带来的流入人口不是房产的接盘侠。

图8 北京、上海、深圳以及全国的存款余额增长情况
(2005.1-2016.9)

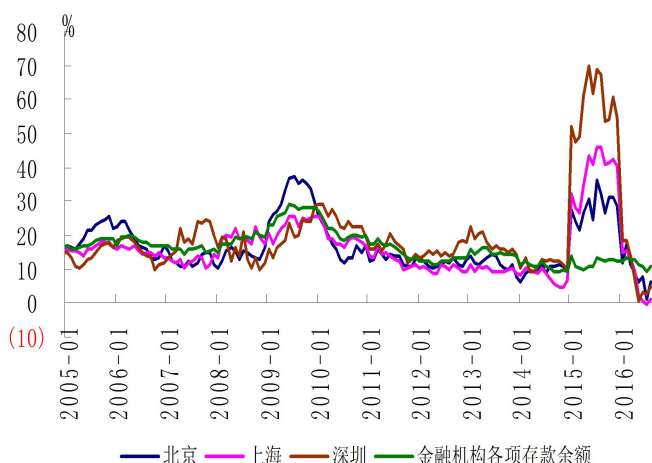
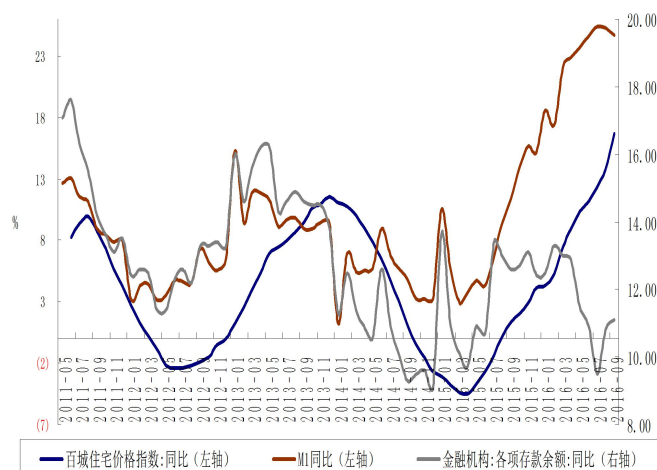


图9 商品房价格增速与M1及贷款余额增速的变动轨迹
(2011.1-2016.9)



其次，从历史数据来看，房价增速与M1增速、存款增速、贷款增速高度相关，房价增速均大约滞后上述三个指标3个月左右。房价与存款增速之间的相关性在今年深圳、上海、北京三地表现的尤为明显。央行“387号文”规定2015年起，同业存款被纳入各项存款范畴。由于同业存款主力如基金、保险、证券等机构的总部多在北京、上海、深圳，这推动了2015年北京、上海和深圳的金融机构各项存款余额出现大幅上涨，这直接为2016年北京、上海和深圳三地信贷大增下的房价暴涨埋下了伏笔。但值得关注的是，存款增速与房价增速的波动轨迹在进



入 2016 年后表现为“此消彼长”。这主要由于利率下行，更多的存款转变为“活化”资本，直观上表现为 M1 和 M2 增速的“剪刀差”不断扩大。

图 10 商品房价格与房地产贷款余额同比增长的变动轨迹

(2011.6-2016.9)

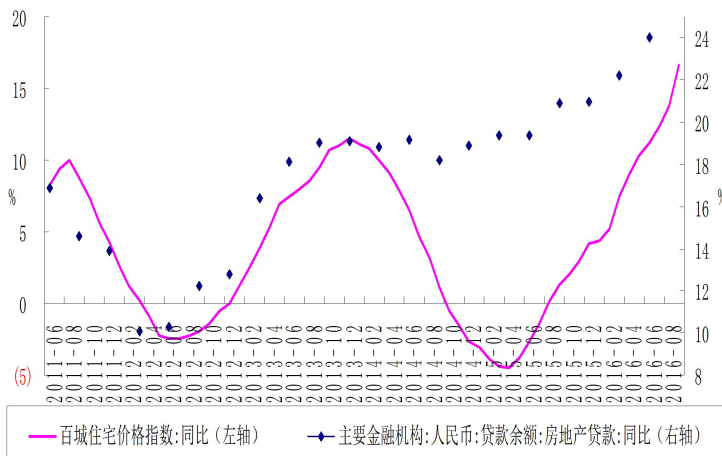
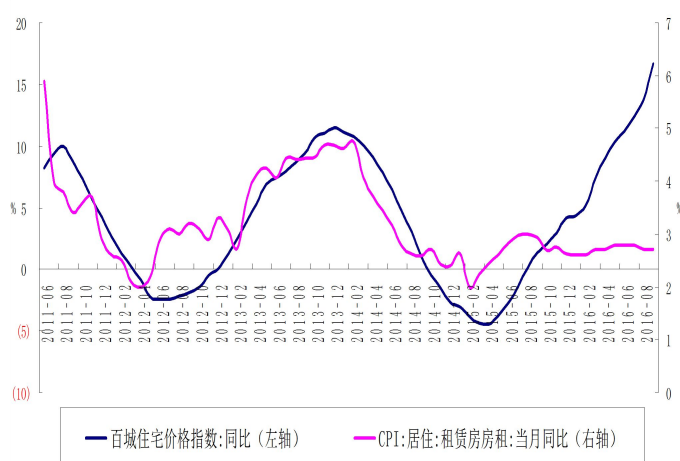


图 11 房价与房租的增长轨迹

(2011.6-2016.9)



第三，从租售价格来看，当前房价相比租价上涨更多，一定程度上也验证了此轮房价暴涨背后的货币逻辑。一般来讲，房价与房租应保持同比例增长态势，从图 11 可知，这种增长态势在 2015 年 10 月被打破，表现为房价快速上涨而房租平稳增长，且二者差距在 2016 年之后不断放大。相对于购房而言，租房更能体现基本的供求关系，二者的背离部分验证了此轮房价暴涨背后的货币逻辑。

本轮房价上涨是在经济下行、实体经济投资回报率下降的背景下，房地产相关政策放松推动大量的货币进入房地产使得房价在短时间内大幅上涨，价格上涨又进一步强化了市场预期，在预期房价还会继续上涨的作用之下，居民和企业部门持续加杠杆进入楼市，最终再次放大需求和推高房价。

由于本轮房价更多的是货币现象，“货币逐利性”就导致其流向未来上涨可能性更大的低库存地区，于是就出现“该减的地区库存没减，不该减的地区库存少了”的情况。9 月末，我国商品房待售面积 69612 万平方米，比 8 月末减少 1258 万平方米，比上半年减少 1804 万平方米。可见，从整体来看，今年 2 月份央行与银监会联合印发的“去库存”新政确实达到了预期效果。但从区域结构

来看，截至 9 月底，东部地区商品房销售面积占到了销售总量的近一半（48.5%），而库存集中的西部地区仅占 23.7%。也就是说，“去库存”主要集中于库存量少、资源禀赋较好、经济发展水平较高和供求矛盾并不突出的东部地区，西部地区的“去库存”相对于其庞大的存量则显得力度不足。

作为普通商品的房屋，无论涨还是跌，刚需决定了其不会流到市场上变成可售楼盘的供给。而作为投资品的房屋，一旦价格预期发生逆转，市场普遍看跌，则供给端会暴增，而需求则会快速收缩，因而，趋势预期导致的房价压力会在供求关系上被放大。而粗略估计，我国楼市的杠杆率已经超过 2015 年股市高点的近 2 倍¹，所以居民房贷和房价均高速增长的状态难以长期持续，一旦发生房价下跌，其给中国经济带来的冲击将比股市更大。10 月初，21 个重点城市出台限购政策，这次的限购虽然在执行策略上与 2010-2013 年的历次限购趋同，但此次明显针对性更强，且覆盖面更大，与此同时，此轮新政伴随人口老龄化和经济下行周期双重作用，其后续影响值得高度关注。

三、未来宏观经济走势预测

（一）宏观政策预测：财政政策保持积极，货币政策稳健灵活，供给侧结构性改革将深入推进

首先，财政政策将保持积极，但财政政策支持经济平稳增长的难度加大。第一，从稳增长角度看，财政政策仍将保持积极。目前我国企业部门杠杆率较高，而政府负债率和财政赤字率在世界主要经济体中均处于较低水平，政府仍有适当加杠杆空间。可以预期，在经济下行周期中，四季度财政政策将保持积极，为稳增长提供支撑。第二，通过财政政策支持经济增长的难度将加大。随着房地产市场限购限贷政策的出台，房地产投资对固定资产投资的支撑作用或减弱，而基建投资受限于政府预算，可能难以对冲房地产投资的下滑。根据 2016 年预算草案，今年 10-12 月份还剩下 44759 亿元的支出空间，而去年同期支出为 55105

¹粗略估算：2015 年我国的城镇人口 7.7 亿人，假设家庭人数为 3 人，家庭住房面积 80 平方米，单位面积商品房销售价格为 6793 元/平方米（2015 年全国均值），进而得到商品房的市值约 140 万亿。6 月底，个人购房贷款余额 15.4 万亿，开发贷款余额 5.9 万亿。由此可知，地产杠杆率约为 15.25%。2015 年股市杠杆资金最高时为 4 万亿，对应约 50 万亿市值，杠杆率约 8%。可见，楼市的杠杆率已达股市高点的近 2 倍。



亿元，这意味着今年财政支出进度较快，透支了未来政策空间。如果沿用当前的稳增长路径，需要对财政赤字扩大和政府债务规模上升有充分的心理准备。预计财政部还会继续盘活存量资金、从国有资本预算、政府性基金预算等渠道调入资金。**第三，PPP 将发力稳增长并激活民间投资。**在政府预算空间有限和地方债务高企的情况下，以 PPP 模式借力民间资本将成为政府更为现实的选择。10 月 12 日，发改委印发了《促进民间投资健康发展若干政策措施》，提出 26 条措施促进民间投资回稳向好，未来政府对于民间资本参与 PPP 项目的政策引导和激励力度应会加大，PPP 项目对民间资本的吸引力也将增加。

其次，货币政策将稳健适度，四季度降息或降准的可能性很小。稳健将是货币政策主旋律。一方面，降准或降息将加大人民币贬值压力。在美联储加息预期强烈的情况下，降准或降息将进一步加剧资本外流，加大人民币贬值压力。另一方面，宽松货币政策容易刺激资产泡沫形成。经济增长下行过程中，实体经济投资回报率下降，资金脱实向虚严重。新增居民户中长期贷款主要流向核心城市的房地产市场，资产泡沫风险上升。因此，综合考虑国内外因素，四季度降息或降准的可能性很小。

再次，供给侧结构性改革将深入推进。近期，习近平主席主持召开中央政治局会议，提出要坚持适度扩大总需求，采取正确方略和有效办法推进“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”五大重点任务。具体措施有：去产能和去杠杆的关键是深化国有企业和金融部门的基础性改革，去库存和补短板的指向要同有序引导城镇化进程和农民工市民化有机结合起来，降成本的重点是增加劳动力市场灵活性、抑制资产泡沫和降低宏观税负。未来一段时期，供给侧改革将围绕上述方针深入推进，通过国家和地方资产管理公司按照市场化原则实施债务重组，有序推进债务处置；积极推进不良资产证券化试点，完善市场化、法制化债转股机制，加快不良资产处置进度；加强简政放权力度，进一步改善投资环境；加大市场监管和服务力度，降低企业市场交易成本；推进能源领域市场化，降低企业运营成本。

（二）宏观经济走势展望：预计 2016 年我国 GDP 增长 6.6%左右

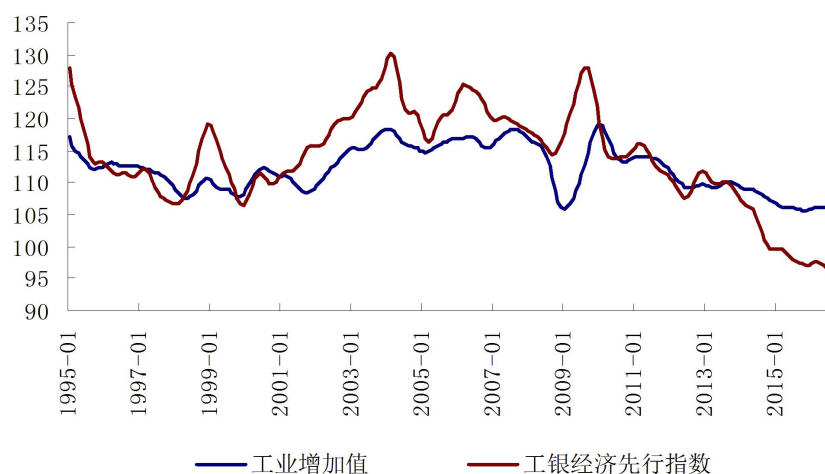
1. 四季度 GDP 增速有望保持稳定，但难言触底回升

一是投资对经济增长形成较好支撑，但支撑作用会减弱。前三季度，基建投资保持了较快增长，制造业投资出现了反弹，房地产开发投资回升，共同对经济增长形成较好支撑。不过，三四线城市库存压力仍居高不下，同时一线和热点二线城市出台房地产调控政策，这些因素将导致房地产开发投资增速回落；此外，随着基建投资规模持续扩大以及财政预算压力加大，基建投资增速可能趋缓；同时，在产能过剩压力并未根本缓解、出口难有明显改善的情况下，制造业仍将延续低位运行态势。综合判断，2016 全年固定资产投资增长 8% 左右，四季度投资对经济的支撑作用会减弱。

二是产业结构调整加速，新动能加快形成，但尚不稳定。近年来，消费对经济增长的贡献率在上升，新旧增长动能转换加快。但需要注意的是，消费贡献率持续提升，除了社会消费自身保持平稳增长外，出口的负增长以及去产能背景下的投资弱化也导致了消费的贡献率相对较高，因此需要客观看待消费对经济增长的贡献率，新动能有待进一步夯实。

三是宏观经济难言触底回升。2016 年 8 月，我们研发的工银经济先行指数仍然延续 2012 年底的下行趋势而没有逆转的迹象，8 月当月为 95.9，较上月回落 0.36。根据工银经济先行指数一般领先经济 6 个月的时间推算，单纯从工银经济先行指数来看，预计经济在未来 6 个月仍难言触底回升。

图 12 工银经济先行指数走势图（1995.1-2016.8）





综上，我们预计四季度经济运行将保持平稳，全年GDP增长将稳定在6.6%左右，但难言触底回升。

2. CPI温和上涨

虽然在经济下行压力下，总需求总体较为疲弱，给物价带来下行压力，但仍有一些推动物价上升的因素：一是受季节因素影响，四季度蔬菜价格可能继续回升；随着消费回暖，猪肉价格有望企稳。二是工业品价格回暖，将助推CPI回升；三是受俄罗斯协同石油输出国组织（欧佩克）限产预期提振，原油价格预计将继续反弹，输入型通胀压力有所抬升。综合判断，我国价格存在上涨压力，预计物价水平总体仍将在2%左右波动。

3. 人民币汇率仍存贬值压力，汇率波动频率和幅度加大

虽然从中长期来看，中国经济的韧性较强，经济运行质量在改善，经济结构在优化；货物贸易仍有较大顺差，外汇储备仍然庞大，人民币加入SDR也会带动一些经济体增加配置人民币资产的需求，人民币并不存在持续贬值的基础。但短期来看，美元加息预期的强化、英国退欧的后续影响叠加意大利债务危机，将导致英镑、欧元汇率下行，美元指数走强，人民币继续承压。此外，世界经济复苏疲软导致的出口乏力和持续的资本外流也对人民币汇率形成较大压力。综合来看，预计四季度人民币对美元汇率仍存贬值压力，汇率波动频率和幅度或加大，波动区间介于6.7-6.9元/美元之间。

表1 中国经济金融主要指标预测

主要经济指标	2014年	2015年	2016年上半年	2016年前三季度	2016年全年预测
GDP增速(%)	7.4	6.9	6.7	6.7	6.6
城镇固定资产投资增速(%)	15.7	10	9.0	8.2	8.0
社会消费品零售总额增速(%)	12	10.7	10.3	10.4	10.5
出口增速(%)	4.9	-1.8	-8.1	-7.5	-4.5
规模以上工业增加值增速(%)	8.3	6.1	6.0	6.0	6.0
CPI增速(%)	2	1.4	2.1	2.0	2.0
PPI增速(%)	-1.9	-5.2	-3.9	-2.9	-2.2
M2增速(%)	12.2	13.3	11.8	11.5	12.5
新增贷款(万亿元人民币)	9.78	11.72	7.53	10.16	12.5

注：GDP、工业增加值为可比价格的实际增长率，其他为名义增长率。

四、宏观经济新形势下商业银行的关注点

1. 警惕债券市场违约的影响

企业经营效益下降直接削弱其还本付息能力，导致企业信用债违约事件加速暴露。尽管商业银行在债券募集中只承担债券承销、资金托管等义务，对企业债务的最终偿还不承担实质性的偿付或担保责任，但在企业债违约事件中仍难以完全置身事外。一是企业信用债违约风险会波及到银行信贷资产。在经济下行、企业融资困难的背景下，企业往往寻求多元化的融资渠道，债务组成中既有银行贷款，也有债券融资。企业信用债违约风险上升会加剧市场恐慌情绪，降低投资者风险偏好，企业综合融资成本上升，融资难度加大，进一步削弱企业盈利能力和偿债能力，使商业银行的信贷资产面临更大风险。二是为应对资产荒，银行理财产品对于享有刚性兑付优势的债券的投资比重有所上升，刚性信仰被打破后，商业银行理财产品会出现收益下降甚至到期不能兑付的风险，尤其是当投资组合中遇到有债券暂停交易，投资者赎回量增大，银行将面临的流动性风险上升。投资者尤其是个人投资者对于购买理财产品的风险意识还不强，当银行理财产品收益率出现较大下滑，银行往往成为“刚性兑付”的承担者。三是银行在企业信用债的承销、托管等过程中，如果信息披露、尽职调查工作存在疏忽，当企业信用债出现违约时，将可能承担相应的责任，形成重大声誉风险。

2. 信贷质量劣变风险上升

首先，产能过剩行业将成不良贷款高发领域，同时，房地产和地方政府融资平台等领域的信贷资产动向仍需密切关注。预计下一阶段，不良贷款的高发领域仍然主要集中在产能过剩行业，特别是钢铁、煤炭等问题比较严重的行业，在“僵尸企业”重组退出的过程中，可能会形成一定的不良贷款。同时，房地产和地方政府融资平台等领域的信贷资产动向需密切关注。房地产开发贷款风险主要集中在部分房屋供给过剩的三四线城市，一些中心城市的商业地产也明显过剩；个人住房贷款中，2012年后房价较高时期发放的贷款约占8成，且在区域分布上也比较集中，北京、上海、江苏、浙江和广东5省市个人购房贷款



约占全国的四成。地方政府融资平台方面，在地方债持续置换的过程中，平台贷款总体还在增长，其中部分贷款可能存在一定的偿债风险。

其次，跨行业、跨市场的交叉性金融业务快速发展，潜在风险不断积聚。一是交叉性业务在银行表内主要集中在非债券投资领域。包括非保本理财产品、各类受益权和资管计划等。部分业务实质上为信贷业务，在银行的资产负债表上由“贷款”转化为“投资”，但银行承担的风险仍与直接贷款一样。二是交叉性业务在银行表外主要集中在资产托管、代客理财、委托贷款、委托投资等快速发展的金融资产服务领域。部分业务借助“通道”、“夹层”等形式规避监管和隐匿风险，资金最终投向类信贷资产，并存在贷后管理不到位、责任归属不明确、拨备和资本计提不充分等问题。

第三，银行业案件高发，民间借贷和非法集资风险比较严峻。当前银行业案件数量、涉案金额均呈现快速上升趋势。发案领域从传统的存贷款、票据业务向同业、表外等业务扩散，电信网络诈骗、信息泄露等事件频发。非法集资风险仍在快速暴露，部分财富公司、投资公司、互联网金融公司冒用银行信用问题突出，非法集资风险极易通过民间借贷、担保圈、客户链等渠道向银行体系传递。

3. 资本补充压力加大

目前，“规模扩张”仍是国内银行盈利的第一驱动力，国内银行高资本耗用的传统增长模式仍未得到根本性转变。一方面，据测算，平均来看，1个百分点的贷款规模增速会侵蚀资本充足率 1.6BP 左右。2016 年以来，稳增长政策发力带动项目投资增加使银行资金投放力度加大，前三季度，人民币贷款新增 10.16 万亿元，创历史同期最高。其中，中长期贷款新增占人民币贷款新增的比重为 72.94%。中长期贷款占比提高，意味着高风险权重业务增加，相应计提的资本占用也会增大，商业银行的资本补充压力较大。从年报看，部分银行已经开始下调分红比例。另一方面，根据测算，不良贷款率每提高 1BP，需增加贷款减值准备 6 亿元，影响净利润增长 0.15 个百分点。在不良率上升的影响下，今年上半年，作为国内银行最主要收入来源的净利息收入在五大行全部出现了负增长，

这是近年内未曾发生过的情况。同时，利率市场化改革进程的加速也对银行利润的增长形成掣肘，在连续降息、贷款重定价、营改增试点、资产荒导致资产收益率下降等因素的共同影响下，我国银行业息差水平从 2013 年逐步下行，今年上半年继续收窄，16 家上市银行中除了平安银行，NIM 或多或少都有所下降，多家银行 NIM 下降 30 多个 BP，直接削弱了银行内部融资能力。综上因素，未来一段时期，商业银行将面临较为严峻的资本补充压力。

4. 应关注银行参与 PPP 的风险

10 月 13 日，财政部会同 19 部委公布了第三批政府和社会资本合作示范项目，516 个项目成功入选，计划总投资金额 11708 亿元。本次第三批 PPP 示范项目数量和总投资规模大幅度超过前两批。PPP 模式由于能利用社会资本方的资金和技术，对于投资结构优化、产业升级具有重要推动作用，已成为当前全国各地大规模基础设施建设运营的首选模式。

但是，PPP 项目大多期限较长、收益较低，项目存续期受各种因素（比如技术革新、经济形势变化等）影响较大，项目未来发展的不确定性较高，且没有了以往融资平台的政府隐形担保。就 PPP 项目的还款方式而言，由于现实需要，各省推出的 PPP 项目，不大可能完全按照财政部思路仅选择有一定现金流的准公益项目，也会包括一定数量的没有经营性收益的公益性项目和依赖土地拍卖、资源补偿的项目。对于商业银行而言，信贷资金的收益并不能很好地反映承受的风险。因此，商业银行在选择 PPP 项目时应谨慎甄选，严防 PPP 领域“不良”的上升。