

研究报告

2016年第13期

2016.2.2

负责人：周月秋 樊志刚

国内宏观经济研究团队：

樊志刚、赵幼力、王小娥、

杨苒、李露、朱妮

供给侧改革保中国经济“L型”增长

——2015年中国宏观经济金融走势、政策分析及2016年展望

要点

- 2015年，中国经济同比增长6.9%，基本完成预期增长目标。经济运行呈现出明显分化，但凡与工业、投资等传统增长模式相关的行业、区域都困难重重。我国经济数据不乏亮点，但仍存在一些长期积累的结构性、体制性、素质性突出矛盾和问题，经济领域主要表现为“四降一升”，即经济增速下降、工业品价格下降、实体企业盈利下降、财政收入增幅下降、经济风险发生概率上升；金融领域则主要面临汇率贬值、资本外流和流动性波动叠加三重风险。面对这些问题，传统的凯恩斯需求刺激政策有局限性，根本解决之道在于结构性改革。
- 展望2016年，宏观政策将以供给侧改革为主，财政货币配合，为供给侧改革营造稳定的宏观经济环境。预计财政政策将以“减税降费”为重点，稳健的货币政策将更灵活适度，预计还会有降准降息等政策出台，二者中可能会更多采取降准措施。结构性政策着力于“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”。
- 预计2016年我国GDP小幅缓降至6.5%左右，CPI同比上涨1.5%左右。宏观经济新形势下商业银行的主要关注点有四：一要关注“供给侧改革”带来的影响；二要警惕汇率波动较大，人民币国际化进程不确定性带来的风险；三要积极加快资产负债结构调整，应对商业银行“资产荒”；四是商业银行规模扩张的边际效益处在下降通道，对此应做好应对。

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。

供给侧改革保中国经济“L 型”增长

——2015 年中国宏观经济金融走势、政策分析及 2016 年展望

2015 年以来,面对世界经济复苏放缓、国内经济下行压力加大的复杂形势,国家先后出台一系列稳增长、防风险的调控政策,我国经济运行保持缓中趋稳、缓中有进的态势,经济增长基本在预期目标范围内。展望 2016 年,我国经济运行中结构性问题突出,产能过剩矛盾依然严重、地方政府融资能力下降、企业经营困难、金融风险开始显性化、宏观调控政策边际效应下降,经济下行压力依然较大。但供给侧改革将继续释放经济内在增长动力,双创、互联网+、中国制造 2025 等战略举措将推动新产业新业态及现代服务业快速成长,预计我国经济可能会经历一个 L 型增长阶段,2016 年 GDP 将小幅缓降至 6.5%左右。

一、2015 年中国宏观经济金融运行主要特点

(一) 经济领域:经济运行呈现出明显分化

1. 经济增长基本完成预期目标,经济数据中不乏亮点

2015 年,我国 GDP 为 67.67 万亿,同比增长 6.9%,基本完成预期增长目标。2015 年经济数据不乏亮点。三驾马车中,受益于全国商品房销售逐步好转,网络零售等新型消费模式带动,消费继续保持了 2015 年下半年以来稳步回升的良好发展态势。2015 年,社会消费品零售总额同比增长 10.7%。最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 66.4%,比上年提高 15.2 个百分点(见图 1)。从行业看,服务业继续保持较快增长势头。2015 年,第三产业增加值同比增长 8.3%,较 2014 年快 0.5 个百分点,较第二产业快 2.3 个百分点(见图 2),占国内生产总值的比重为 50.5%,比第二产业高 10 个百分点。工业整体增长乏力,但高技术产业增加值增长速度达到 10.2%,比规模以上工业增长速度高出 4.1 个百分点,新产品像新能源汽车、工业机器人、智能终端、轨道交通设备等产品的产量实现两位数甚至成倍增长。随着行政审批制度改革和降税清费等一系列优惠政策持续发力,创业创新的气氛浓厚,新登记注册企业快速增加,各类创业集聚区、小微企业创业基地、孵化器、服务平台蓬勃发展,科技创新成果不断涌现。



图1 对GDP增长贡献率(2008-2015)

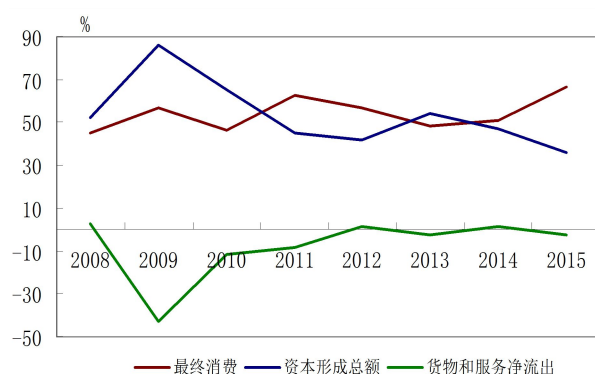
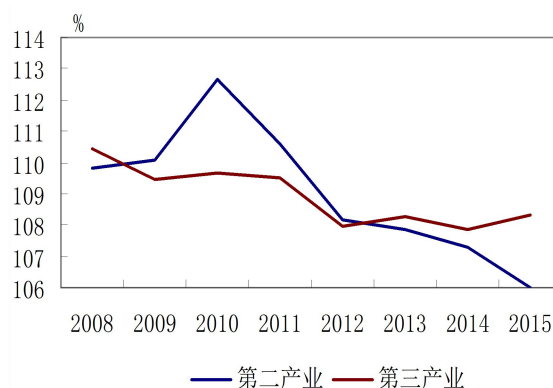
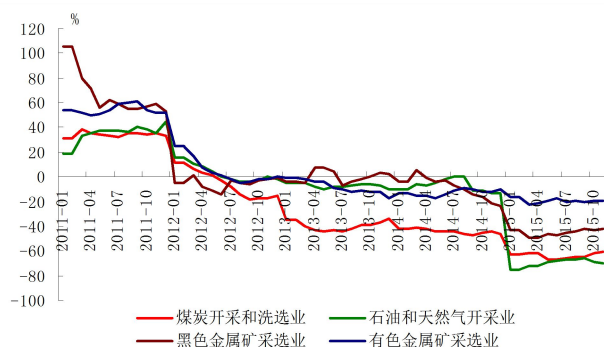
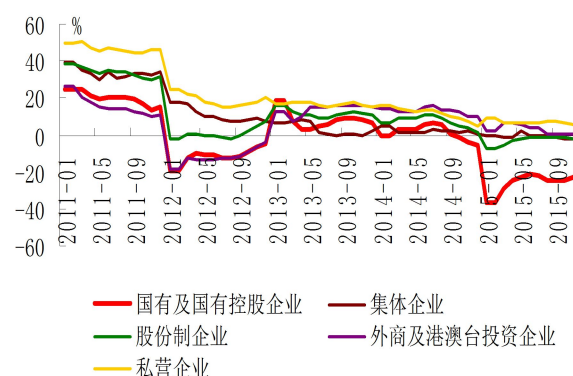


图2 各产业年增长率(2008-2015)



2. 经济运行呈现出明显分化, 但凡与工业、投资等传统增长模式相关的行业、区域都困难重重

从行业看, 下游好于中上游。企业整体盈利下滑主要是由产能严重过剩的煤炭、钢铁、油气、有色、建材等上游行业引起的(见图3)。1-11月份, 采矿业实现利润同比下降56.5%。从区域看, 重化工占比大的地区和资源型省份的困难加重。前三季度, 经济增速倒数5位的省份分别是: 河北(6.5%)、吉林(6.3%)、黑龙江(5.5%)、山西(2.8%)和辽宁(2.7%), 除了共和国工业的摇篮东三省外, 其余都是资源大省。从企业类别看, 国有大型企业生产经营状况较为困难。1-11月份国有控股企业实现利润同比下降23%, 是所有企业类型中盈利形势最为严峻的(见图4)。从价格指数看, 不同领域出现分化。消费价格温和, 工业品价格深度下跌, 房价反弹。2015年, 居民消费价格指数(CPI)同比上涨1.4%, 工业品出厂价格指数(PPI)同比下降5.2%, 工业生产者购进价格指数同比下降6.1%。多数生产资料价格已跌到2010年之前的水平, 水泥和钢材价格甚至分别跌至10年前和90年代初期的水平。全国百城住宅价格指数同比上涨4.15%(2014年为下跌2.7%), 环比从5月以来持续正增长。

图 3 工业企业经济效益利润总额累计同比
(2011.1-2015.11)图 4 工业企业利润总额累计同比
(2011.1-2015.11)

3. 经济运行中仍存在一些长期积累的结构性、体制性、素质性突出矛盾和问题

这些突出矛盾和问题近期主要表现为“四降一升”，即经济增速下降、工业品价格下降、实体企业盈利下降、财政收入增幅下降、经济风险发生概率上升。2015 年，GDP 增速 25 年来首次跌破“7%”，规模以上工业增加值同比增长 6.1%，全国固定资产投资同比增长 10%，进口同比下降 7%，出口同比下降 1.8%，纷纷创出历史新低。截至 2015 年末，代表工业企业产品出厂价格水平的 PPI 连续 46 个月同比负增长，与此同时，人力成本、财务成本、税收成本、销售成本等各项成本不断上涨，以财务成本为例，审计署 2015 年末发布的数据显示，在抽查的广东和吉林 30 户小微企业 84 笔银行贷款中，个别企业从商业银行贷款的实际成本达到 12.5%，山东省小微企业从小额贷款公司取得的贷款综合成本最高达到 30%。出厂价格与各项成本的剪刀差持续扩大使企业盈利能力承压。2015 年以来，规模以上工业企业利润增速持续负增长，2015 年利润总额同比下降 2.3%。企业盈利能力下降可能诱发财务风险并传导至金融市场；地方政府财政收入和土地出让收入缩减，地方政府债务陆续进入偿还期，可能危及银行等金融系统稳定；企业经营困难和房地产市场调整，引发银行贷款坏账率上升和影子银行风险增加，使得宏观经济发生系统性风险的可能性不断加大。

（二）金融领域：面临汇率贬值、资本外流和流动性波动叠加三重风险

1. 货币政策稳中有进，银行间市场利率下行



2015 年，央行年内 5 次降息，4 次普降法定存款金率，5 次对支持“三农”和“小微”达标的银行定向降准。宽松货币政策对“稳增长”目标形成了支撑：货币供应量增长超过预期。截至 12 月末，广义货币 M2 增长 13.3%，7 月份以来一直保持在 13% 以上；狭义货币 M1 增长 15.2%，第四季度的平均增速为 15.0%，较前三季度平均增速高 8.4 个百分点。随着社会资金供给量的增加以及央行降息的引导，银行间市场利率下行。12 月末，同业拆借加权平均利率为 1.97%，同比低 1.52 个百分点；质押式回购加权平均利率为 1.95%，同比低 1.54 个百分点；Shibor 隔夜、7 天、1 个月、3 个月利率分别为 1.99%、2.35%、3.00% 和 3.08%，同比分别下降 1.53、2.28、2.59、2.05 个百分点（见图 5、6）。

图 5 Shibor 利率走势

(2014.12-2015.12)

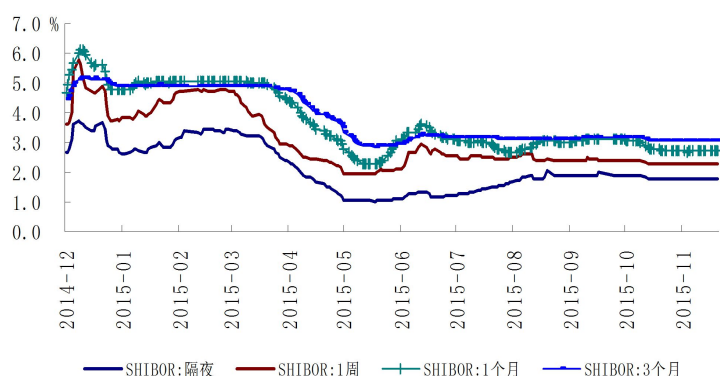
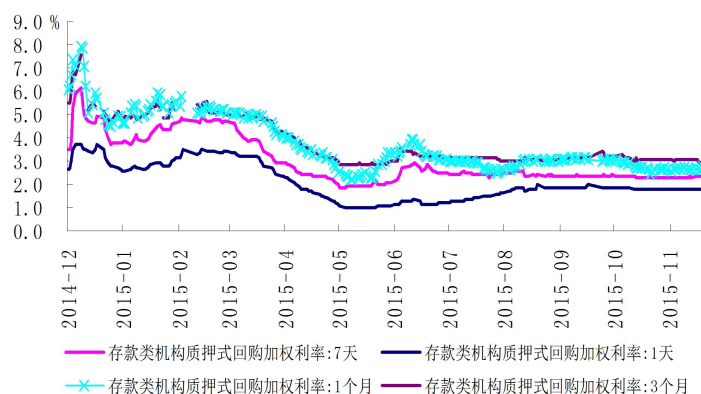


图 6 存款类机构质押式回购加权利率

(2014.12-2015.12)



2. 宽松货币政策的边际效用递减，贷款有效需求疲弱与实际增长强劲并存

从社会融资规模来看，2015 年社会融资规模增量 15.41 万亿元，比上年少 4675 亿元。在社会融资规模的构成中，表外业务（委托贷款、信托贷款、未贴现的银行承兑汇票）是同比少增的主力。全年委托贷款同比少增 5829 亿元；信托贷款同比少增 4740 亿元；未贴现的银行承兑汇票同比多减 9371 亿元。表明一方面企业投资意愿仍弱，资金滞留在金融体系内部，传导渠道不畅；另一方面随着国家转变经济发展方式，基础设施和房地产投资能力和投资意愿下降，这两大领域不仅占投资的大头，而且也是表外资金需求的主力，其降温直接导致商业银行表外业务骤减。从信贷新增来看，2015 年人民币贷款新增 11.27 万

亿元，同比多增 1.52 万亿元，如果再考虑地方融资平台贷款置换债券因素（目前完成置换 3.2 万亿元），贷款实际增长非常强劲。但从贷款结构来看，中长期贷款占比再次出现回落，票据融资增速很快，说明经济减速背景下多数市场主体经营困难，市场有效信贷需求疲软，商业银行在使用票据融资来占规模。深入剖析，信贷有效需求疲软背景下，信贷虚增主要受统计口径调整¹、“影子银行”回表和政府对股市救助等多重影响，其中统计口径调整的影响大约是 1 万亿，政府救市的影响大约是 8000 亿²，主要的影响因素还是在信贷需求不旺的背景下，商业银行表外业务（主要是房地产市场和地方政府融资平台）逐渐回归表内。此外，2015 年底 M1 增速超过 M2 增速 1.9 个百分点，说明货币乘数有所下降，也间接说明总量宽松的货币政策在目前环境下对经济增长的支持效果在不断减弱。

3. 金融市场波动增大，金融风险累积上升并显性化

2015 年我国金融改革取得了较大突破：存款保险制度正式落地；人民币兑美元汇率中间价报价机制完善；利率管制放开，利率市场化往前推进了一大步。但改革叠加内外部环境因素也带来了金融市场的大幅波动：**股市两度暴跌，市值大幅蒸发**，6 月监管层严令清理场外配资，股市从高杠杆资金向低杠杆资金逐级蔓延和扩大风险，出现恐慌性暴跌；2016 年开年，A 股熔断机制出台，市场两度触发熔断提前休市，经历了罕见的大幅下挫（见图 7）。人民币对美元汇率面临较大贬值压力，以“8.11”汇改和人民币加入 SDR 为标志，市场看作是央行放弃人民币盯住美元汇率政策、逐步走向浮动的开端。随着美联储加息预期的强化，人民币贬值预期大增，2015 年人民币对美元汇率全年贬值 4.64%（见图 8）。**跨境资金持续由流入转为流出**，银行结售汇和代客涉外收付款总体均呈现逆差。2015 年，按美元计价，银行结售汇逆差 4659 亿美元，涉外收付款逆差 734 亿美元。涉外收付款逆差明显低于结售汇逆差，体现出境内居民和企业普遍存在人民币贬值预期，因而在对本外币资产负债结构调整时，增持外汇资产，

¹ 人民银行自 2015 年起修订“各项存款”和“各项贷款”统计口径，原有的口径仅包括居民户和企业户，2015 年起将非存款类金融机构的存贷款纳入统计中。

² 在 6 月下旬至 7 月初的政府“救市”中，证金公司通过从央行申请再贷款、发行金融债券、抵押融资、向银行同业借款、拆借等多种渠道进行融资，造成 7 月份非银行业金融机构贷款增加 8864 亿元，占当月全部新增人民币贷款规模的 60%。



减少人民币资产和外汇负债。央行打击汇差套利行为消耗了部分外汇储备。2015年，我国外汇储备累计减少 5126.6 亿美元，平均每月下降 427 亿美元。与之相应，除 10 月份环比上升外，央行口径外汇占款也连续 9 个月下行，其中 12 月减少 7082 亿元人民币，创历史最大单月降幅。我国从以往国际收支持续双顺差的环境进入衰退性顺差后，外汇占款这个持续供给流动性的因素变弱了，只能依靠内部的央行政策创造结构性的流动性供给，必然会导致流动性的总体环境发生变化。

图 7 上证综合指数和深圳成分指数走势
(2015.6-2016.1)

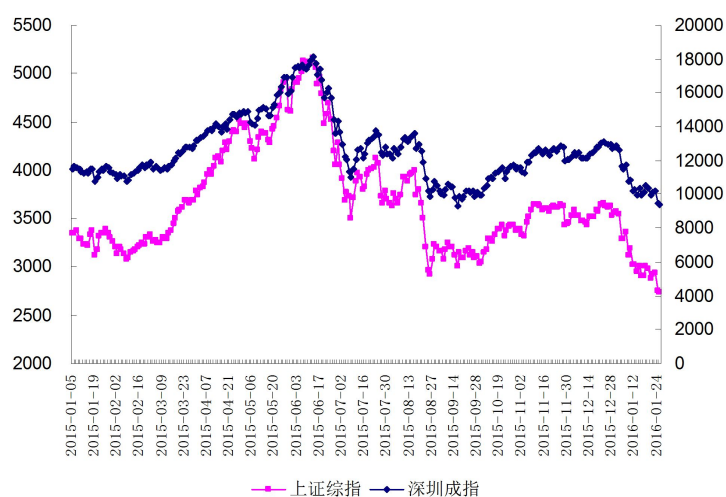
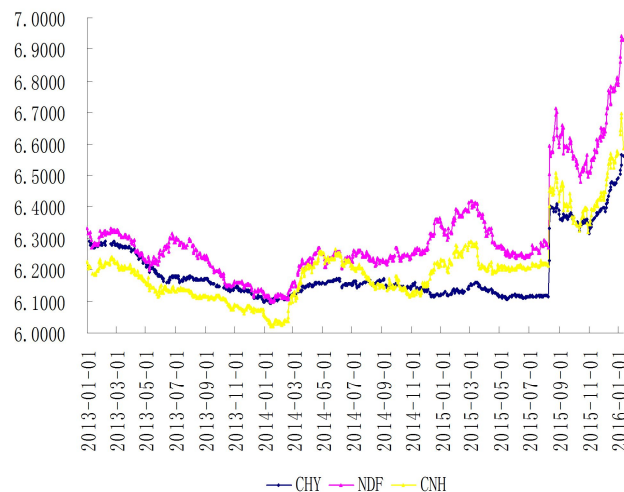


图 8 人民币对美元汇率在岸中间价和离岸即期价、远期价走势对比 (2013.1-2016.1)



二、2016 年宏观经济走势预测

(一) 宏观政策预测：供给侧改革为主，财政货币配合

根据中央经济工作会议，2016 年的政策重心以供给侧改革为主，并提出了五大任务，即“去产能、去库存、去杠杆、降成本和补短板”。围绕这五大任务，秉持“宏观政策要稳、产业政策要准、微观政策要活、改革政策要实、社会政策要托底”五大指导原则，具体宏观政策预计将从以下方面着手：

首先，积极财政政策将加大力度，稳健的货币政策将更灵活适度，为供给侧改革营造稳定的宏观经济环境。财政政策将以“减税降费”为重点，预计可能降低制造业增值税税率，清理各种不合理收费，降低社会保险费，精简归并

“五险一金”，降低企业税费负担。为了弥补降税带来的财政减收，财政赤字率将阶段性提高。货币政策具体出台措施可能如下：一是全面与定向相结合，强调精准发力。考虑到外汇占款放缓、通缩风险仍存，以及存款准备金率仍处于相对高位，预计 2016 年还会有降准降息政策出台。目前我国存贷款利率水平已经处于历史低位，再加上美联储即将步入加息过程，所以未来的降息空间会受一定限制，预计 2016 年会更多采取降准措施。如果 2016 年央行口径外汇占款减少 2.2 万亿人民币，与 2015 年基本持平，下调一次存款准备金率释放资金 6000 亿，预计 2016 年至少需要下调存款准备金率 3 次。二是 SLF、PSL、定向降准、再贷款等“微刺激”手段高频率使用。央行还将通过信贷资产质押再贷款、政策性银行注资等新的货币投放渠道，将更多资金引入三农、小微、基础设施建设等重点领域。三是在进一步加大银行不良资产核销力度的同时，积极探索通过资产证券化、打包商业化出售等多种方式加快不良资产处置。

其次，通过结构性政策“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”。一是依法为实施市场化破产程序创造条件，加快破产清算案件审理；提出和落实财税支持、不良资产处置、失业人员再就业和生活保障以及专项奖补等政策，资本市场要配合企业兼并重组；鼓励多兼并重组、少破产清算，同时，严格控制增量，积极稳妥化解产能过剩。二是通过户籍制度改革及加快农民工市民化等方式扩大住房有效需求；以建立购租并举的住房制度为主要方向，把公租房扩大到非户籍人口；鼓励个人及公司购买库存商品房成为租赁房源提供者；鼓励房地产开发企业顺应市场规律调整营销策略，适当降低商品住房价格，促进房地产业兼并重组，提高产业集中度；取消过时的限制性措施；多措并举化解房地产库存。三是通过简政放权、规范中介、降税清费、降低社会保险费、电价改革、流通体制改革、创造利率正常化的政策环境等方式帮助企业降低成本。四是支持企业技术改造和设备更新，创新金融支持方式，提高企业技术改造投资能力；培育发展新产业，加快技术、产品、业态等创新，补齐软硬基础设施短板，推动形成市场化、可持续地投入机制和运营机制；把资金和政策重点用在保护和提高农业综合生产能力以及农产品质量、效益上，扩大有效供给。五是做好地方政府存量债务置换工作，完善全口径政府债务管理，改进地方政府



债券发行办法，有效化解地方政府债务风险；坚决遏制非法集资蔓延势头，加强风险监测预警，守住不发生系统性和区域性风险的底线。

（二）宏观经济走势展望：预计2016年我国GDP小幅缓降至6.5%左右

展望2016年，世界经济将温和复苏，但同时又面临新的不确定因素，包括美元加息带来的跨境资本外流、TPP（跨太平洋伙伴关系协定）可能会带来一定的贸易转移等，出口难有明显起色。从国内来看，金融危机后中国经济领域的调整进程，有四个重要的转折性变化发挥了关键性作用，是引起经济增速持续下行的主导性因素。它们分别是：2012年，劳动年龄人口首次出现负增长；2013年，城镇户均住宅超过1套；2014年，地方政府高负债难以为继，国务院出台43号文着手治理；2012年，全球贸易增速从前10年明显高于GDP增速，回落至GDP增速以下。这四个因素分别对应于人口红利、中国制造、基础设施建设和房地产投资这四个中国经济的传统引擎。传统引擎的降速倒逼经济转型升级，但是升级中的新产业、新业态规模相对有限，新动力的成长尚不足以对冲传统动力的衰弱，而且市场需求总体偏弱，工业领域价格和企业效益低迷，因此，尽管我国经济长期向好的基本面没有改变，但考虑到上述国内外发展环境，预计我国经济不可能通过短期刺激实现V型反弹，将会经历一个L型增长阶段。我们研发的工银经济先行指数2015年12月为96.41，延续2012年底的下行趋势而没有逆转的迹象（见图9），根据其领先经济6个月的特征推算，预计经济在未来6个月仍难以出现触底回升。综合定性定量分析，预计2016年我国经济将小幅缓降至6.5%左右。

图9 工银经济先行指数走势图
(1995.1-2015.12)

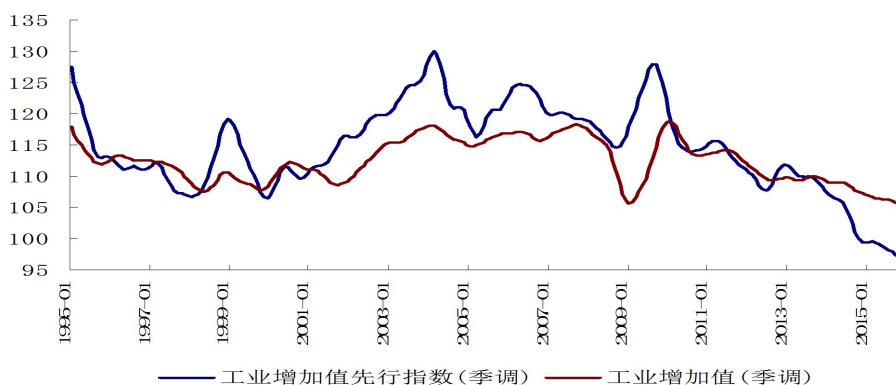


表 1 中国经济金融主要指标预测

主要经济指标	2013年	2014 年	2015年	2016年预测
GDP增速 (%)	7.7	7.4	6.9	6.5
城镇固定资产投资增速 (%)	19.6	15.7	10	9
社会消费品零售总额增速 (%)	13.1	12	10.7	10.5
出口增速 (%)	7.9	4.9	-1.8	1.5
规模以上工业增加值增速 (%)	9.7	8.3	6.1	5.9
CPI增速 (%)	2.6	2	1.4	1.5
PPI增速 (%)	-1.9	-1.9	-5.2	-3.5
M2增速 (%)	13.6	12.2	13.3	13
新增贷款 (万亿元人民币)	8.9	9.78	11.72	13

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。

三、宏观经济新形势下商业银行的关注点

(一) 关注“供给侧改革”带来的影响

一是过剩产能淘汰、转移带来的风险和机遇。国家加快落后产能退出和“僵尸企业”退出，将导致商业银行在未来一段时间面临存量贷款质量持续变化的压力。但与此同时，产能淘汰必然伴随着企业兼并重组，“一带一路”战略为部分冗余产能的跨境转移提供了空间，相应为银行投行业务、跨境业务发展带来新的机遇。

二是新供给将进一步扩张业务蓝海。国家鼓励大众创业、万众创新，并全面实施“中国制造 2025”、“互联网+”等战略部署，有利于进一步挖掘市场有效供给潜力并增强供给的适应性和技术性，相应为银行新客户、新市场拓展、信贷结构调整、业态和产品创新提供难得的历史契机。

三是围绕“供给侧改革”的相关政策变化带来的影响。在围绕“价、税、财”的配套改革中，“降低企业财务成本、为实体经济让利”再次被强调，商业银行可能面临更加严格的服务价格监管环境，中间业务盈利能力可能会受到一定影响。同时，国家支持金融业创新服务方式则为商业银行发展互联网金融、拓展综合化经营提供可期的政策支持。

(二) 警惕汇率波动较大，人民币国际化进程不确定性带来的风险



人民币进入 SDR 货币篮子、美联储启动加息周期与人民币汇率形成机制改革的效应叠加，增大了人民币国际化进程的不确定性，金融改革面临的“三元悖论”问题将更为突出，商业银行国际化战略实施和风险控制的环境更加复杂。

首先，美联储货币政策正常化可能增大商业银行海外业务风险。美联储加息引致的最大风险主要表现在美联储开始加息后 3-5 年时间，加息导致的流动性渐次收紧将集中产生质变后果，债务危机、金融危机集中爆发，新兴经济体往往遭受重创，增加商业银行海外经营风险。

其次，资本账户管制趋严使商业银行境外清算业务面临较大挑战。“811”汇改后，公安部在全国组织开展打击地下钱庄集中统一行动；近期，央行收紧境内和境外人民币流通渠道，使得跨境套利难度加大。离岸人民币资金池枯竭，人民币借钱极难，许多前期卖空人民币的资金亟需借钱平盘，导致近日离岸人民币拆借利率飙升。离岸人民币隔夜拆借利率一度达到 40-70% 的水平。这将增加商业银行对境外清算业务拓展的难度，对境外机构资产配置和风险控制能力提出更高要求。

再次，境外人民币业务缴存准备金冲击需提前应对。该政策主要涉及境外参加行存在境内代理行、清算行存在境内央行或母行清算账户的人民币存款。按正常存款准备金率征收之后，对境外参加行、代理行或母行的流动性均带来一定影响。其中大型金融机构在境外业务比重相对较高，季末缴纳时点缴存资金压力相对更大。

（三）应对商业银行“资产荒”状况，积极加快资产负债结构调整

当前我国正处于结构调整阵痛期，结构调整阵痛期的一个显著特征是企业效益总体下滑，相当数量的企业倒闭或退出市场。这种情况下，一方面，实体经济有效需求会降低；另一方面，金融风险会持续暴露，金融体系的信贷供给意愿下降，金融体系对实体经济的信贷支持力度将很可能会出现增量意义上的萎缩。

过去我国高度依赖投资拉动的经济高速增长时期，符合商业银行风险偏好的项目供给充足，银行要克服的主要是如何通过金融创新实现资产盈利。随着近年来经济进入新常态和对地方政府财政纪律约束的加强，以政府融资平台为

代表的隐性政府负债增量减少，大型国企中存在大量产能过剩企业，同业业务监管加强减少了同业信用供给，股市泡沫破灭减少了金融市场业务供给等，符合商业银行风险偏好的项目增量骤然减少，银行进入资产“荒”环境。然而另一方面，中小企业融资需求，以及产业重组、新兴行业的大量并购和股权融资需求，传统银行由于缺乏风险识别和管理能力又难以满足。因此，所谓资产配置荒反映的仍然是在经济新常态过程中社会对债务融资需求下降的背景下，银行传统经营模式的单一和对于表内外利差收窄的不适。加之互联网金融在商业银行零售领域的迅速渗透，加剧了银行业的竞争，银行资产负债结构的调整节奏恐怕不得不加速推进。

（四）由于经济下行压力加大，利率市场化提速，商业银行规模扩张的边际效益处在下降通道

此轮经济减速主要是经济的内在机理发生了变化，相应的，银行业盈利也表现出明显的、持续性的下调。2015 年前 3 季度银行业金融机构盈利增速仅为 2.1%，四大国有银行更是降至 1% 以下。2016 年可能会出现全行业微增长或零增长，部分行甚至可能出现负增速。与此同时，2015 年 10 月份，作为利率市场化“最后一跃”的存款利率管制被全面放开。利率市场化不可避免地会使银行业经历利差收窄、传统存贷业务收入下降的过程。2015 年前三季度，银行业净息差为 2.53%，较上年末下降 17BP。随着市场竞争强化和存贷款重定价效应显现，银行业净息差可能进一步收窄，信贷风险成本增加以及利率市场化带来的利差持续收窄，使商业银行规模扩张的边际效益处在下降通道。

另外，从市场基准利率体系建设视角看，国内利率市场化改革尚未结束。人民银行近期工作论文提出了建设利率走廊的路线图，未来央行可能通过区间管理和预期引导来稳定市场利率，并且随着市场基准利率体系形成和传导机制的完善，央行存贷款基准利率的作用可能将逐步弱化，甚至完全退出。这对银行完善资产负债管理体系尤其是利率定价机制提出了挑战。