

## 经济指标出现改善 金融领域风险犹存

——2016 年 12 月国内经济金融市场走势述评

**关键词：**工业增加值 投资 消费 汇率 债市

**内容摘要：**2016 年 11 月，我国经济运行整体稳中向好，多数指标有所改善。从工业生产来看，11 月工业增加值同比增长 6.2%，比上月加快 0.1 个百分点。从投资来看，1-11 月固定资产投资同比增长 8.3%，增速和 1-10 月份持平。从社会消费品零售总额来看，11 月份名义同比增长 10.8%，比上月加快 0.8 个百分点，是今年单月的最高增速。从出口来看，以人民币计价的出口由降转升，11 月份同比增长 5.9%，上月是负增长 3.4%。无论是从工业生产还是从“三驾马车”的情况来看，经济增长总体呈稳中向好态势。金融领域方面，11 月，按揭贷款助推银行信贷超预期增长，9.30 楼市新政对按揭贷款的制约作用尚未显现。人民币汇率承压，美国进入加息周期和经济数据的反弹将会对人民币汇率带来持续的贬值压力，预计 2017 年人民币兑美元汇率突破 7，最低在 7.2 左右。贬值压力下，资本外流风险上升，并与人民币贬值形成相互强化。债券市场风险事件频发，债券违约风险上升，各种风险事件可能在 2017 年继续发酵。中央经济工作会议召开，为 2017 年楼市、货币政策、金融风险防范等定下基调。

## 一、经济领域：经济运行稳中向好，积极变化增多

### （一）工业生产保持平稳，企业债务风险需关注

11 月全国规模以上工业增加值同比实际增长 6.2%，增速比上月加快 0.1 个百分点，工业生产总体呈平稳运行态势。一是出口需求有所恢复，11 月规模以上工业出口交货值同比由上月下降 0.2% 转为增长 1.7%。二是高技术产业增长继续加快，11 月份高技术制造业增加值同比增长 10.6%，增速较上个月加快 0.1 个百分点。三是消费品制造业增速继续回升，11 月份消费品制造业增加值同比增长 5.4%，增速较上个月加快 0.5 个百分点。

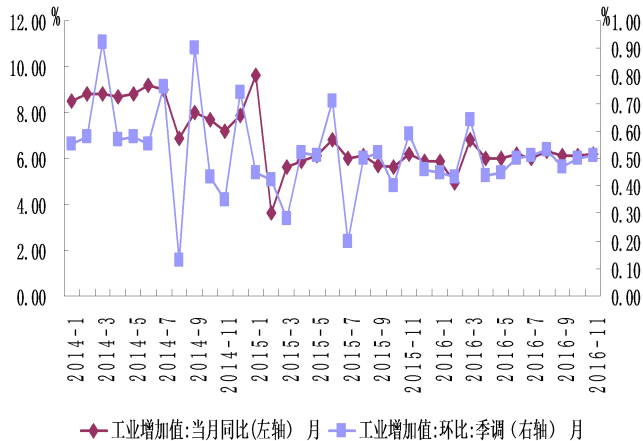


图 1 工业增加值同比及环比变动情况 (2015. 1-2016. 11)

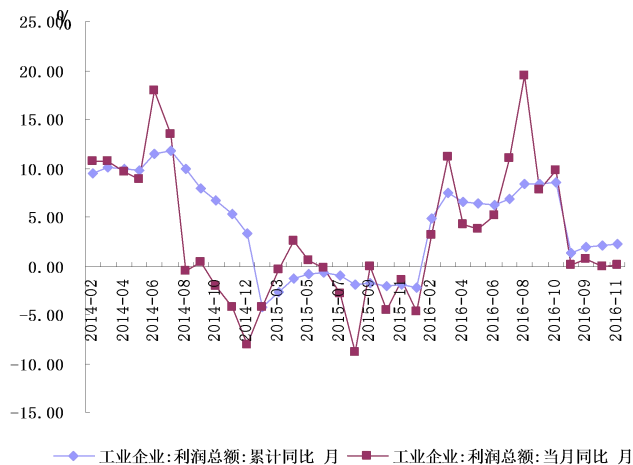


图 2 工业企业利润增长变动情况 (2014. 1-2016. 11)

1-10 月全国规模以上工业企业利润增长 8.6%，比 1-9 月加快了 0.2 个百分点；10 月份当月利润同比增长 9.8%，比上月加快了 2.1 个百分点。企业利润的好转，主要受益于价格上涨因素。不过，利润增长的同时，负债总额也在快速

攀升，企业债务风险需关注。根据国资委数据，1-10 月国有企业(不含金融企业)利润总额 19197 亿元，同比仅增长 0.4%，而截至 10 月底国有企业（不含金融企业）负债总额 86.5 万亿元，同比增长 10.4%，可见负债的增长幅度要远超利润的增幅，资产负债率水平仍在上升。

## **（二）固定资产投资保持平稳，制造业投资增速加快**

1-11 月，全国固定资产投资同比增长 8.3%，增速与 1-10 月份持平。1-11 月固定资产投资运行主要有以下几方面特点：**一是**工业投资增速低位企稳回升，制造业当月投资增速为今年最高。1-11 月工业投资同比增长 3.4%，增速比 1-10 月份加快 0.4 个百分点。11 月当月制造业投资同比增长 8.4%，增速比 10 月份加快 5.6 个百分点。**二是**房地产开发投资增速回落。1-11 月份房地产开发投资同比增长 6.5%，增速比 1-10 月份回落 0.1 个百分点。**三是**民间投资恢复，但仍不景气。1-11 月民间固定资产投资同比增长 3.1%，增速比 1-10 月加快 0.2 个百分点，但该增速仍处历史低位。

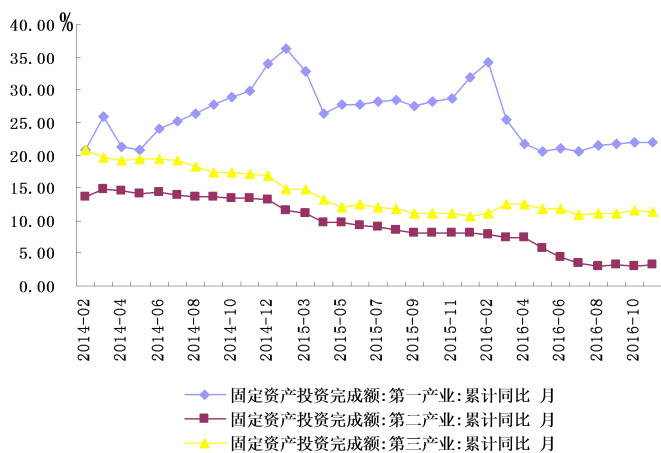


图3 三大产业投资增速变动情况 (2015.1-2016.11)

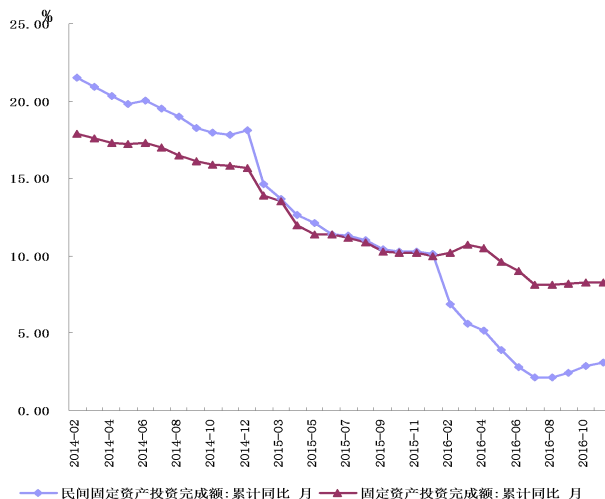


图4 民间固定资产投资增速变动情况 (2014.1-2016.11)

### （三）社会消费品零售总额创今年单月最高增速

从同比看，11月社会消费品零售总额同比增长10.8%，增速比10月份加快0.8个百分点，创今年单月最高增速；从环比看，经季节调整后，11月社会消费品零售总额环比增长0.97%，增速比10月份加快0.22个百分点。

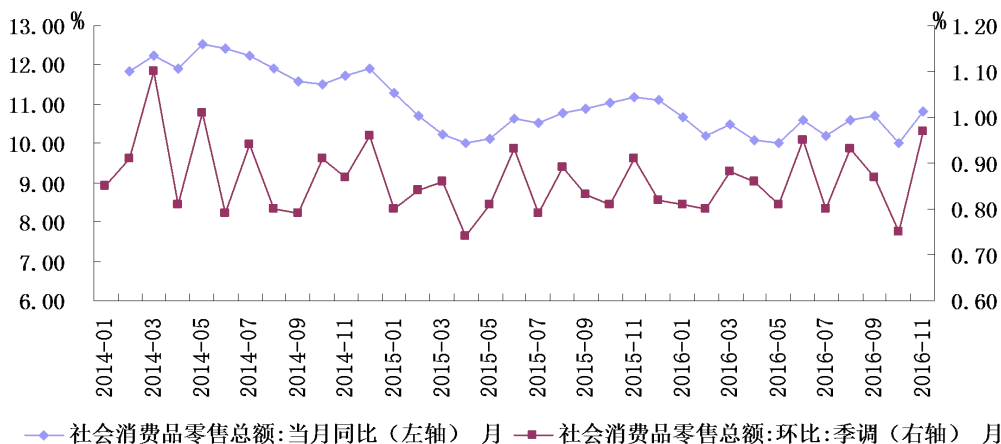


图5 社会消费品零售总额同比及环比变动情况 (2014.01-2016.11)

11月消费品零售总额加快增长，主要受益于汽车销售和网上销售。第一，受居民消费升级需求、年底汽车促销力度加大以及小排量汽车购置税优惠即将到期等因素叠加影响，

11 月限额以上单位汽车类同比增长 13.1%，增速比上月加快 4.4 个百分点。12 月 15 日，财政部发布通知：自 2017 年 1 月 1 日起至 12 月 31 日止，对购置 1.6 升及以下排量的乘用车减按 7.5% 的税率征收车辆购置税。自 2018 年 1 月 1 日起，恢复按 10% 的法定税率征收车辆购置税。新政的税收优惠力度小于目前正在执行的 5% 税率，或导致 12 月汽车消费增速同比继续提升，但有可能透支 2017 年的小汽车消费潜力，对明年的汽车销售形成压力。**第二**，今年“双 11”购物节期间，各大电商纷纷推出各种优惠促销活动吸引消费者选购商品，相比往年，涉及到的行业、商家以及商品范围更加广泛，并且活动时间延长冲高销量。从总体数据看，1-11 月全国实物商品网上零售额同比增长 25.7%，比 1-10 月提高 0.8 个百分点。

此外，消费升级类相关商品保持快速增长。11 月限额以上单位体育娱乐用品类、通讯器材类、文化办公用品类分别同比增长 24.8%、17.8% 和 15.4%。**受房地产市场降温影响，家居家装类商品增速有所放缓。**11 月限额以上单位家具类、建筑及装潢材料类商品分别同比增长 8.8% 和 11%，比上月分别回落 2.2 和 1.3 个百分点。

#### **（四）出口增速由负转正，进口增速进一步加快**

按美元计，11 月我国出口 1968 亿美元，同比增长 0.1%，增速较 10 月加快 7.6 个百分点。按人民币计，11 月出口 1.32

万亿元，同比增长 5.9%，增速较 10 月加快 9.3 个百分点，人民币计价的出口增速快于美元计价的出口增速，基本反映了一年来人民币汇率的贬值情况。11 月出口增速回暖一是由于去年基数较低带来的基数效应，二是圣诞季来临导致的季节性消费回升。

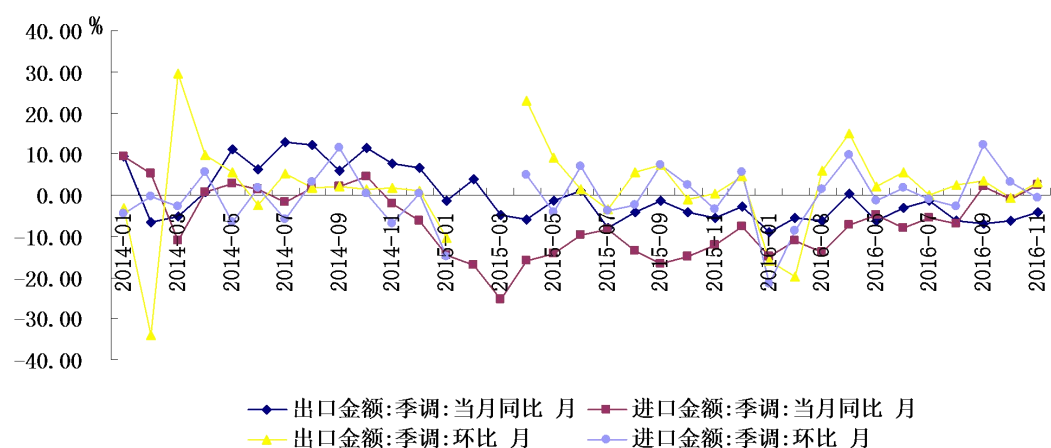


图 6 进出口金额同比及环比变动情况（2014. 01-2016. 11）

按美元计，11 月我国进口总额 1522 亿美元，同比下降 6.7%，增速较 10 月加快 8.1 个百分点。按人民币计，11 月进口 1.03 万亿元，同比增长 13%，增速较 10 月加快 9.8 个百分点。进口增速同比加快，主要是大宗商品价格上涨导致进口支付增加，也与我国内需有所复苏有关。

### （五）CPI 涨势温和，PPI 增速超预期

11 月份，居民消费价格指数（CPI）仍然处于温和上涨的态势：CPI 同比上涨 2.3%，比 10 月份提高 0.2 个百分点，环比上涨 0.1%。11 月份 CPI 温和上涨的主要原因，一是进入冬季以来，蔬菜的种植成本和运输成本有所上升，导致蔬

菜价格上涨比较多，带动了食品价格上涨；二是汽油和柴油价格的上涨。汽、柴油价格同比分别上涨 4.6% 和 6.0%，涨幅分别比上月扩大 2.3 和 3.4 个百分点。从过去的经验来看，食品价格受季节性、节假日波动因素比较大，个别月份 CPI 涨幅可能会出现一些波动，但不具有可持续性。

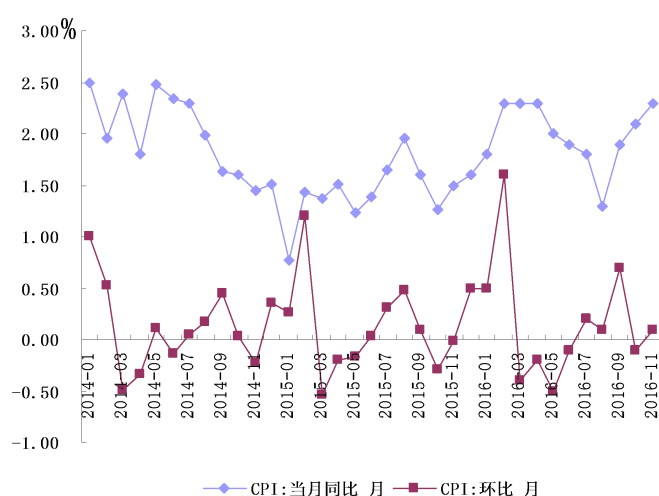


图 7 CPI 同比及环比变动情况（2014.01-2016.11）

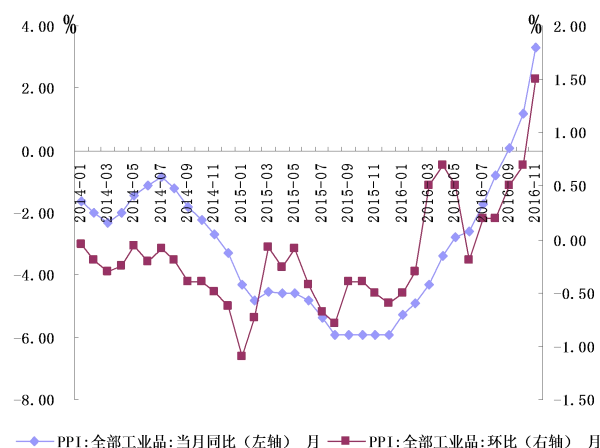


图 8 PPI 同比及环比变动情况（2014.01-2016.11）

11 月工业生产者出厂价格指数 PPI 同比增长 3.3%，比上个月提高了 2.1 个百分点；环比增长 1.5%，比上个月提高了 0.8 个百分点。PPI 上涨的主要原因：**第一，基数效应。**很长一段时间以来，PPI 一直在下降，同比出现了 54 个月连续下降，一直到今年 9 月份才开始转正。工业品价格持续下降，到一定程度存在反弹的内在需求。**第二，国际影响。**最近一段时间，国际大宗商品价格上涨比较多，一定程度上增加了工业品价格上涨的输入性压力。**第三，国内市场供求关系出现改善。**最近一段时期以来，我国市场需求有所回暖，

带动了工业品价格一定程度的上涨，特别是一些工业产品，包括钢铁、煤炭、有色、建材上涨幅度比较多。

## （六）热点城市房地产继续降温

“十一”国庆长假前后，国内21个热点城市密集出台了楼市限购限贷政策，最新统计数据显示，调控政策实施以来，热点城市房地产市场继续降温。11月份70个大中城市中，新建住宅和二手住宅价格环比上涨的城市分别比上月减少7个和8个，环比下降的城市个数分别比上月增加4个和7个。分城市看，一线城市房价环比基本持平。11月一线城市新建住宅和二手住宅价格环比分别为上涨0.1%和持平，分别比10月回落0.4和0.6个百分点。二线城市房价环比涨幅进一步回落。11月二线城市新建住宅和二手住宅价格环比分别上涨0.4%和0.3%，分别比10月回落0.9和0.5个百分点。

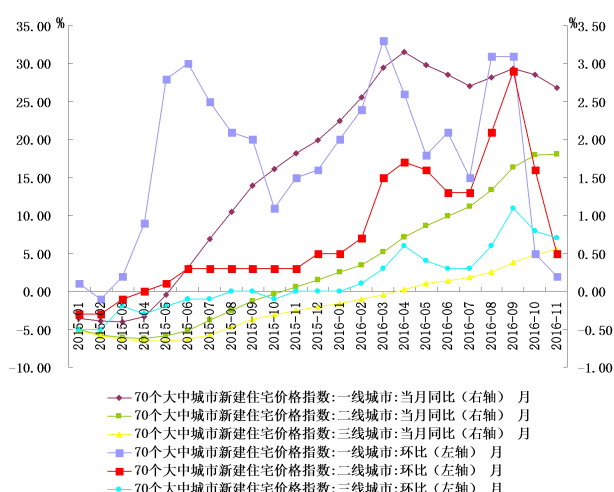


图9 70大中城市新建住宅价格变化

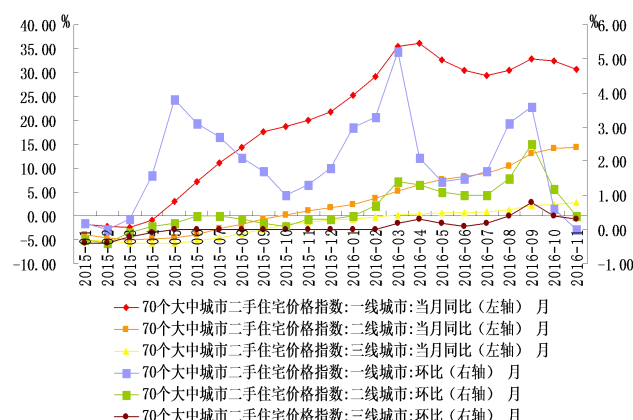


图10 70大中城市二手房价格变化

房地产调整政策出台以来，房地产市场走向备受市场关注。1-11月，全国商品房销售面积同比增长24.3%，增速比



1-10 月放缓了 2.5 个百分点；全国房地产开发投资同比增长 6.5%，增速比 1-10 月份回落 0.1 个百分点。商品房销售面积增速和房地产开发投资增速双双放缓，与楼市调控政策效应逐步显现有关。今年经济能够企稳，房地产投资发挥了一定的支撑作用。随着楼市调控政策的效应显现，从前端量价调整传导至后端房地产投资增速放缓，将是未来一段时期中国经济运行中的不稳定因素之一。

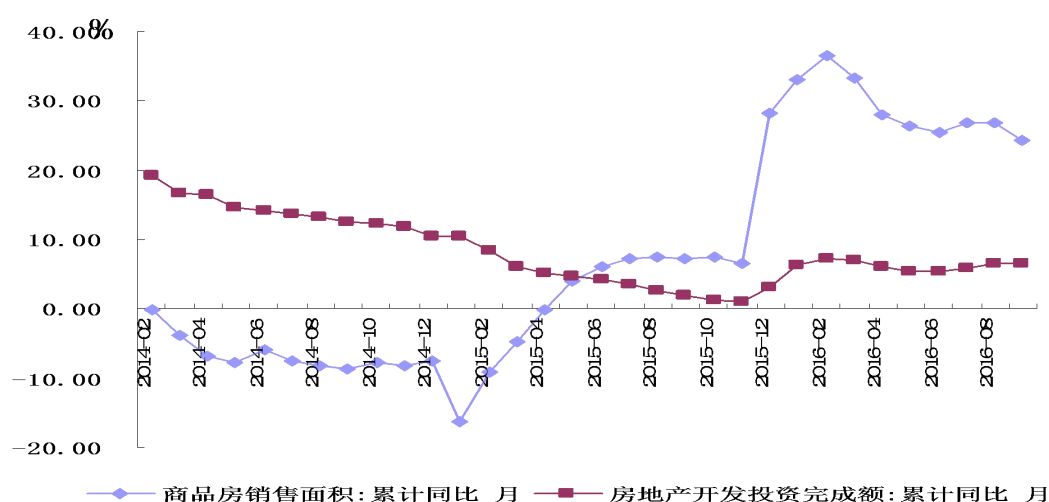


图 11 商品房销售面积和房地产开发投资变动情况

## 二、金融领域：人民币贬值、资金外流与债市违约

### （一）M1、M2 剪刀差继续收窄

11 月末，我国广义货币供应量 M2 余额同比增长 11.4%，比 10 月末下降 0.2 个百分点，是 8 月份以来第一次回落。主要原因一是去年基数较高（13.7%），二是 11 月外汇占款大幅减少 3827 亿元，连续第 13 个月下滑，创今年 1 月以来单月最大降幅。M1 余额受去年同期高基数影响（15.7%），

11 月末同比增长 22.7%，比 10 月末低 1.2 个百分点，连续第四个月回落。M1、M2 增速剪刀差继续收窄至 11.3 个百分点。

## **（二）信贷与社会融资超预期增长**

11 月，我国信贷和社会融资数据表现强劲。当月新增人民币贷款 7946 亿元，环比多增 1433 亿元，同比多增 857 亿元。从结构来看，以按揭贷款为主的居民中长期贷款增长 5692 亿元，创历史次高（今年 9 月以 5741 亿元创历史最高），占新增信贷总量的 72%，9.30 房地产调控措施对居民房地产贷款的影响效果尚未显现，11 月的按揭贷款数据对应的仍然是 9.30 调控之前的楼市交易。并且，目前个人按揭商业贷款利率最低仍能拿到基础利率的八五折，说明该类贷款也受到商业银行的青睐。考虑到 11 月全国商品房销售面积同比增速从 10 月份的 26.4% 大幅下跌至 7.9%，11 月底，上海、天津楼市政策再次收紧，地产调控日趋严厉，预计未来楼市价、量均有缩减压力，地产调控效果将逐步体现为居民中长贷的逐步下行。11 月，企业部门新增信贷有所改善，非金融企业及机关团体贷款增加 1656 亿元，其中非金融性公司中长贷款新增 2018 亿元，比上月大幅多增 1290 亿，同比多增 701 亿，这与当月制造业投资增速明显反弹相联系。

11 月，社会融资规模新增 1.74 万亿元，分别比上月和去年同期多增 8437 亿元和 7111 亿元，主要原因是表外融资规

模出现明显回升。当月委托贷款和信托贷款合计增加 3619 亿,同比多增约 3000 亿,而前期票据监管冲击逐步消退,新增未贴现银行承兑汇票 1173 亿,同比多增 3718 亿。表外融资合计同比多增 6737 亿元,占当月社会融资规模的 27.5%,是当月社会融资规模增长的主要力量。直接融资方面,受 11 月中下旬债市大幅调整的影响,部分企业推迟债券融资计划,公司债增速下降,11 月企业债券融资 2865 亿,同比少增 513 亿元。

### **(三) 人民币贬值和资本外逃风险加大**

**人民币贬值。**今年以来,人民币兑美元汇率大致经历了三轮贬值。第一轮是今年元旦前后,人民币跌去近 1000 个基点;第二次是今年 5 至 7 月的“渐进式”下跌,从 5 月 3 日至 7 月 20 日共计跌去 2400 个基点。随着英国脱欧、美国大选跌宕起伏加重了国际市场的不确定性,人民币贬值预期逐渐增强,9 月底开始,人民币兑美元出现急贬。9 月 30 日至 11 月 18 日,汇率中间价从 6.6778 跌至 6.8796,下跌幅度达 3%。11 月中旬,人民币兑美元汇率经历了几乎每天跌破一个整数关口急速贬值,24 日,中间价跌破 6.9,报 6.9085,为逾八年新低。12 月以后,中间价在 6.9 上下波动,12 月 16 日,受美联储加息影响,人民币兑美元中间价以 6.9508 创下汇改以来最高,之后在 6.94 上下浮动。从未来汇率走势看,市场“黑天鹅”事件的影响会逐渐被市场消化,美元

当前的强势升值态势会随着加息“靴子”的落地而减弱，虽然特朗普促进增长和就业的承诺受到市场追捧，但具体的政策纲领尚不清晰，并且实施过程中还会出现不确定性。未来人民币急速贬值的压力有望得到缓解。但美国进入加息周期和经济数据的反弹仍然会对人民币汇率带来持续的贬值压力，预计 2017 年人民币兑美元汇率突破 7，最低在 7.2 左右。

**资金加速外流。**货币贬值预期是驱动短期跨境资金流动的重要因素，且两者之间存在相互强化的关系。在人民币贬值预期上升的情况下，境内资金外逃的风险明显加大。2014 年第一季度至 2016 年第三季度，我国资本与金融账户连续十个季度出现逆差，2016 年第三季度，非储备性质的金融账户逆差（含净误差与遗漏）为 2073 亿美元逆差。具体来看，对外资产方面，对外直接投资资产净增加 550 亿美元，环比收窄 14%；据不完全统计，合格境内机构投资者（QDII）、港股通等对外证券投资净增加超 300 亿美元，对外贷款净增加超 400 亿美元。受美联储加息预期进一步升温、美元汇率持续走强、全球主要非美货币普遍下跌的影响，11 月份我国跨境资金流出压力较 10 月份有所增加，当月银行结售汇逆差 334 亿美元，同比下降 39%，10 月份为逆差 146 亿美元；企业、个人等非银行部门涉外收付款逆差 246 亿美元，同比下降 42%，10 月份为逆差 141 亿美元。值得注意的是，11 月国内外汇贷款集中偿还压力明显减弱，企业偿还国内外汇贷

款购汇 51 亿美元，与 10 月份基本持平，同比下降 57%，处于近三年来的较低水平。这说明当前跨境资本流出的动力主要源自于国内居民与企业积极主动配置海外资产。美联储加息缩小中美利差水平，而中国国内经济基本面尚未出现根本改善，产能过剩依然严峻，环境问题凸显，楼市调控加码，银行体系风险逐渐积聚。这些因素将在未来一段时间里继续强化市场的避险情绪，增加短期资本流出中国的可能性，并与人民币兑美元贬值预期之间相互强化。

#### **（四）债券市场信用风险上升**

受货币政策锁短放长、近期央行收缩流动性、年底资金紧张、美元加息等因素的综合影响，近来债券市场流动性预期发生较大改变，债市剧烈调整。2016 年的最后一个月，债券市场风险事件频频发生。12 月 14 日，华龙证券、五矿证券曝出债券技术性违约，同日，国海证券曝出团队负责人失联，其利用假公章冒用国海证券名义进行交易，令廊坊银行代持的 100 亿元债券浮亏巨大。15 日，国海证券发布停牌公告。当日，国债期货上演“惊魂一幕”，上市以来首次在盘中触及跌停。“假章门”事件之后，债券市场的代持交易再次进入人们的视野之中。债券代持是指在银行间市场通过不转移实质所有权的交易，而请他人代其持有债券的业务。债券持有方通过购买债券——委托代持——获取资金——再购买债券——再委托代持循环，可快速放大资产规模提高投

资杠杆。但是一旦市场利率上升，债券价值下降，债券持有方将面临多倍亏损的风险。同时，由于债券代持业务隐性放大数倍的债券持有规模并未在会计报表中予以反映，也没有在附注中披露相关信息，可能造成报表使用人判断失误。

此次债券代持风险事件的背后，反映的是债券市场信用风险的上升，债券代持只是将信用风险加以放大。中国经济面临下行压力的大背景下，近两年来我国债券市场违约事件逐渐增多，并对债券发行产生负面影响。进入11月以后，已有逾150只信用债取消或推迟发行，涉及金额1700亿元；特别是进入12月后，影响尤为明显，截至12月23日，已有114只信用债延迟或者取消发行，涉及金额1300亿元。债券市场调整也使投资热情降温，从认购倍数来看，10月份以来月均认购倍数逐渐下降，10月为1.37倍，11月为1.29倍，12月进一步降至1.14倍。2017年还将有约4亿元信用债到期，且上半年到期数量明显高于下半年。预计债券市场违约风险还会有进一步上升的可能。

### **三、热点问题：中央经济工作会议为2017年定调**

12月中旬召开的中央经济工作会议（以下简称会议）为明年的经济金融工作定下基调。需要重点关注的有房地产市场发展、非金融企业去杠杆、货币政策取向和防范金融风险等方面。

#### **（一）楼市发展定位：“房子是用来住的、不是用来炒**

的”

会议从行业发展定位、货币信贷政策、长效机制建设等多个方面对房地产市场进行了研究部署，为未来一年乃至更长时间房地产市场发展指明了方向。**第一**，会议进一步明确并强调房屋的居住属性，短期内有利于引导社会形成合理的房屋消费预期。**第二**，会议提出“要在宏观上管住货币”，显示出明年房地产货币投放将趋紧；在信贷政策方面，会议提出要“支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房”，意味着差别化信贷政策将继续发挥重要作用，投资投机置业需求和高端改善置业需求将受到抑制。**第三**，会议将房地产长效机制建设作为促进行业健康发展的重要内容，这是继2016年11月9日的中央政治局会议提出“加快研究建立符合国情、适应市场规律的房地产平稳健康发展长效机制”之后，本届政府首次明确阐述房地产市场长效机制的具体内容。可以预期的是，未来围绕房地产市场供给、需求及市场交易行为的一系列制度建设将步入快车道。

## **（二）加快推进非金融企业去杠杆**

会议提出把降低企业杠杆率作为重中之重。会议针对非金融企业去杠杆一共提出三个办法：**第一**，支持企业市场化、法治化债转股。9月22日，国务院发布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》及其附件《关于市场化银行债权转股权的指导意见》，自此以后，债转股速度已明显加快。**第二**，

加大股权融资力度。在 2015 年股灾之后，监管层高度重视抑制资本市场泡沫，避免市场大起大落，这有助于营造健康、可持续的股权融资环境。**第三**，加强企业自身债务杠杆约束。这与国企改革有一定逻辑联系，混合所有制改革有助于完善国企治理机制，强化企业预算约束。

### **（三）货币政策取向是稳健中性**

2015 年中央经济工作会议强调“稳健的货币政策要灵活适度，为结构性改革营造适宜的货币金融环境，降低融资成本，保持流动性合理充裕和社会融资总量适度增长”，2016 年则变为“货币政策要保持稳健中性，适应货币供应新变化，调节好货币闸门，努力畅通货币政策传导渠道和机制，维护流动性基本稳定”，这表明 2017 年货币政策将不如 2016 年宽松，主要是制约货币宽松的政策开始增多：房地产调控、通胀预期升温、人民币贬值和资本流出压力加大、美联储加息次数预期上调等。

### **（四）明年更重视防控金融风险**

会议强调“要把防控金融风险放到更加重要的位置，下决心处置一批风险点，着力防控资产泡沫，提高和改进监管能力，确保不发生系统性金融风险”。可以预期，未来一段时间房地产调控仍将处于高压姿态，对于环比价格上涨的热点城市或将加码限购限贷政策，否则地方政府将被问责；2014-2015 年人民币汇率积累了高估压力，预期未来汇率将



继续修正高估，回归均衡合理水平；受美联储加息次数预期上调、中美利差收窄等因素影响，人民币贬值预期下资本流出压力加大；部分金融机构借助理财等表外业务逃避监管，进行监管套利，为此银监会拟加强对商业银行表外业务风险的监管，央行拟将表外理财业务纳入宏观审慎评估（MPA）广义信贷范围进行考核。

（执笔：朱妮 刘新）