

研究报告

2017年第8期

2017.01.22

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 苕 朱 妮 刘 新

反弹动力不足致筑底过程漫长 新旧产业更替引“资产荒”持续 ——2016 年中国宏观经济金融走势回顾、 政策分析和 2017 年展望

要点

- 2016 年，中国经济增长基本符合预期，但商业银行业务经营仍面临较多风险和挑战：**首先**，经济增速放缓背后是新旧产业的更替，对商业银行来讲意味着“资产荒”将在较长时间内持续；**其次**，区域经济分化进一步加剧，银行业经营风险正从东部沿海向中西部和东北地区转移；**第三**，债券市场违约事件频发，商业银行信用风险、杠杆风险、兑付风险上升；**第四**，汇率风险有所上升，冲击商业银行资产负债表；**第五**，房地产市场高位调整，个人按揭贷款放量扩大了集中度风险。
- 我行需要顺应当前经济结构转型趋势，提前布局经济新动能产业；要加大区域分类指导和差异化管理；信贷投放要“既抓大又抓小”；坚守风险控制底线，持续加强全面风险管理；房地产信贷政策要因地制宜，实施差异化的房地产信贷政策，并提前做好应对措施储备，避免由于楼市大幅调整带来的信贷资金损失。

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。

反弹动力不足致筑底过程漫长

新旧产业更替引“资产荒”持续

——2016 年中国宏观经济金融走势回顾、政策分析和 2017 年展望

2016 年，中国经济运行保持在合理区间，经济增长基本符合预期，但经济运行中的矛盾和问题依然较多，给商业银行的业务经营带来了较多风险和挑战，预计“资产荒”将在未来较长时间内存在，信用风险、杠杆风险、兑付风险以及汇率风险明显上升，与此同时，区域经济分化引致各分行效益分化。在这样的大背景下，商业银行不仅需要加快转型和创新步伐，加大区域分类指导和差异化管理，而且信贷投放要“既抓大又抓小”，积极应对当前经营中面临的各种风险和挑战，实现全行的稳健经营和健康发展。

一、2016 年中国宏观经济金融运行特点及 2017 年展望

（一）经济增长符合预期，工业领域通缩压力有所减轻

2016 年中国 GDP 同比增长 6.7%，总量达到 74.41 万亿元，经济增长基本完成预期目标。2016 年 PPI 同比下降 1.4%，降幅比上年收窄了 3.8 个百分点，其中 12 月 PPI 同比上涨 5.5%，连续 12 个月回升，工业领域通缩压力有所减轻。2016 年 PPI 连续回升的原因包括：一是受汇率波动、油价反弹等多因素影响，进口大宗商品价格上涨，推升了部分工业品出厂价格；二是受去产能、去库存政策推动，市场供需关系有所改善，推动工业产品价格回升。

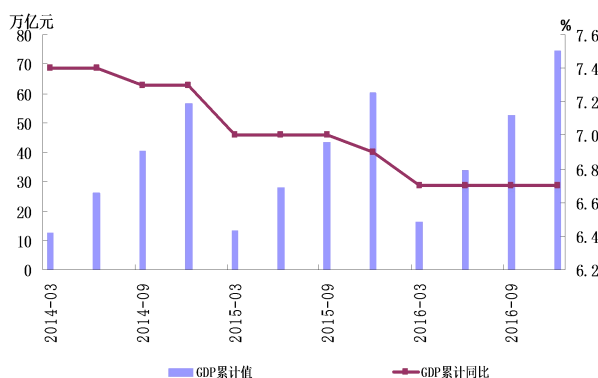


图 1 GDP 总量及增速（不变价）（2014. 3-2016. 12）

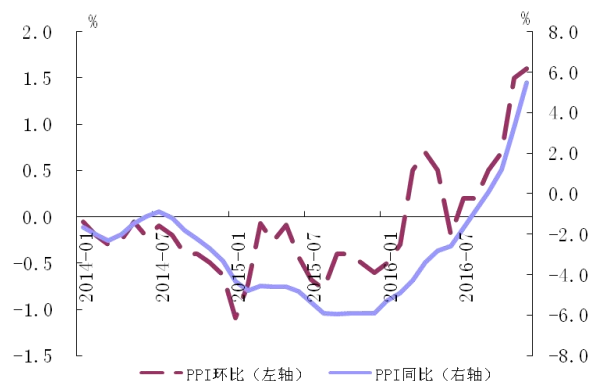


图 2 PPI 同比及环比增速（2014. 1-2016. 12）



数据来源：WIND，下文除特别注明来源外，其余均来自 WIND。

（二）“三驾马车”中消费贡献最大，服务业占比提升

2016 年前三季度，消费对 GDP 增长的贡献率达到 71%，比上年同期提高 12.6%，传统投资驱动型增长模式正向新型消费拉动型增长模式转变。总体上看，网上消费和小汽车消费是 2016 年的两大亮点。2016 年全国实物商品网上零售额同比增长 26.2%，比社会消费品零售总额增速（10.4%）高 15.8 个百分点。受居民消费升级需求以及小排量汽车购置税优惠等因素影响，中国 2016 年乘用车销量增长了 15.9%，是 2013 年以来的最快增速。

2016 年，第三产业增加值 38.42 万亿元，比上年增长 7.8%；第三产业占 GDP 比重 51.6%，比第二产业高出 11.8 个百分点。2016 年，服务业增长对 GDP 贡献率为 58.4%，比第二产业高出 21.2 个百分点，比上年提高 4.7 个百分点。在投资增速总体趋缓的形势下，2016 年第三产业投资保持 10.9% 的增长速度，增速高出第二产业投资 7.4 个百分点。

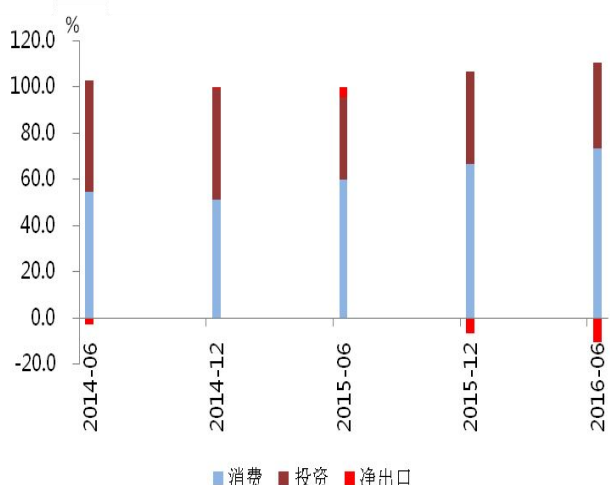


图3 “三驾马车”对 GDP 增长贡献率
(2014.6-2016.6)

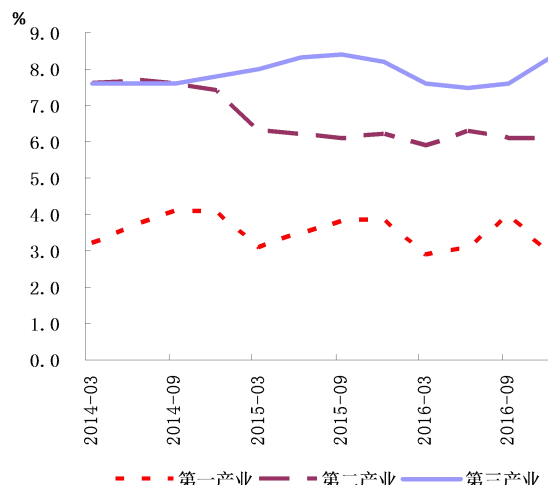


图4 三大产业增速变化 (2014.3-2016.12)

（三）投资增速整体下行，民间投资尤为低迷

2016 年，全国固定资产投资同比增长 8.1%，增速比 1-11 月份回落 0.2 个百分点，比上年减少 2 个百分点，投资增速整体下行。2016 年，基建投资和房地产投资对整体投资贡献率较 2015 年提高 1.8%，其中房地产开发投资增速较

1-11 月提高 0.4 个百分点至 6.9%。2016 年民间投资同比增长 3.2%，仍然延续 2016 年年中以来的低迷态势，经济内在增长动力仍显不足。

固定资产投资的四个重点投资领域，即基础设施投资、制造业投资、房地产投资和其他投资中，制造业投资是典型的顺周期变量，即在经济形势较好时，增长速度比其他投资更快，而经济下行时比其他投资降幅也更大。制造业投资增速能够企稳，是总投资企稳的基础条件。2011 年我国制造业投资增速高达 31.8%，到 2015 年大幅降低至 8.1%，平均每年下降 5.9 个百分点；2016 年，制造业投资增长 4.2%，仍旧延续低迷态势，尚不能判断制造业投资已经企稳。

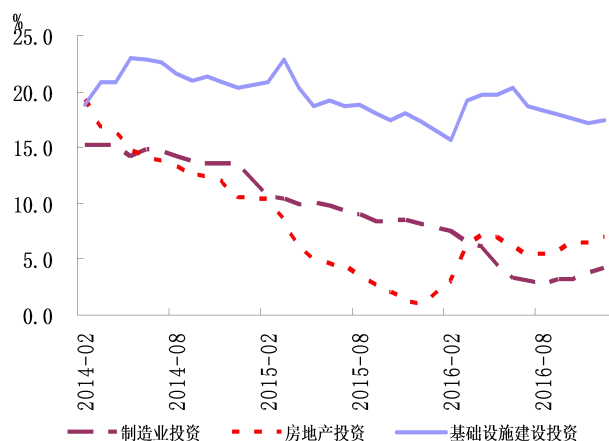


图 5 三大投资子项增速变化情况
(2014.2-2016.12)

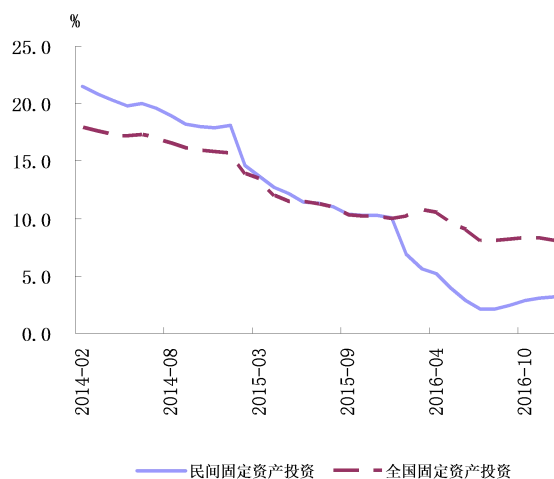


图 6 民间投资和全国投资增速 (2014.2-2016.12)

(四) 部分产能过剩行业效益反弹，但预计反弹难以持久

2016 年，钢材和煤炭价格年内分别回升 56% 和 30%，钢铁行业实现利润总额 331 亿元，扭亏为盈；煤炭行业利润总额较去年同期增长 1.1 倍。价格反弹对工业企业利润增长贡献率达 67.9%，不过，这些产品价格的上涨得益于房地产市场的刺激和“去产能”政策压供给的双重利好，而不是来自于市场内生需求的推动，因此，预计效益反弹难以持久。

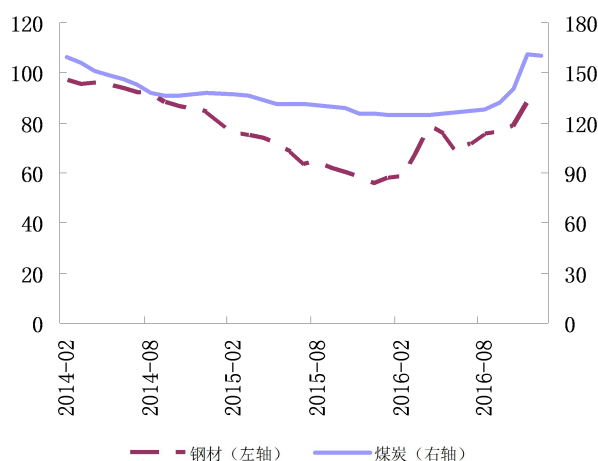


图7 钢材 SHCNSI 指数与中国煤炭价格指数
(2014.2-2016.12)

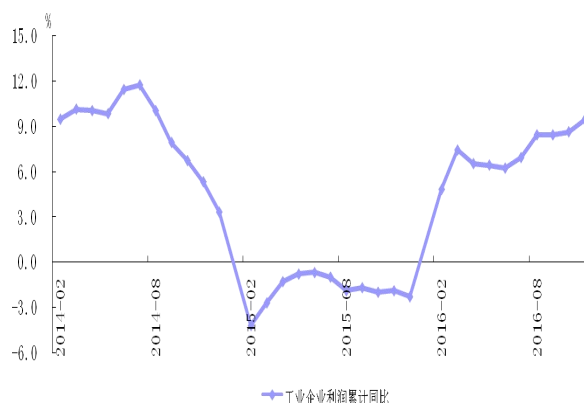


图8 工业企业利润累计同比
(2014.2-2016.11)

(五) 居民中长期贷款快速增长，居民新增贷款已超过企业部门

2016年，居民累计新增贷款6.3万亿，已超过企业部门的6.1万亿，其中居民中长期贷款占新增贷款的45%。不过，2016年12月居民中长期新增贷款从上月5700亿回落至4200亿，前期地产销售端回落、贷款政策趋严的影响开始显现。

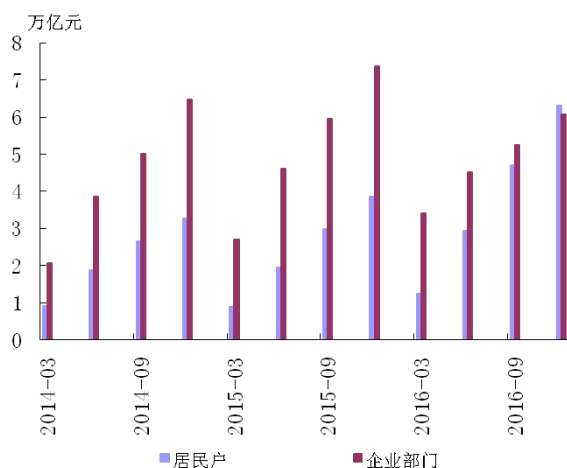


图9 居民和企业部门累计新增贷款规模
(2014.3-2016.12)

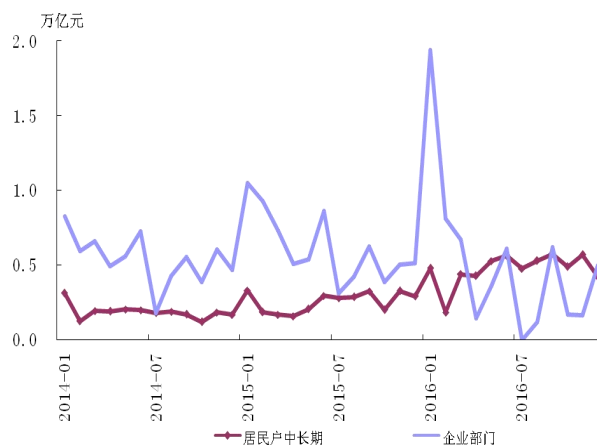


图10 居民中长期和企业部门新增贷款规模
(2014.1-2016.12)

2016年房地产市场火热，居民户中长期贷款成为新增信贷的主力。2016年国庆节前后，全国21个热点城市出台楼市调控政策，销售端逐步走弱，并最终传导至投资端和信贷端，预计未来居民户中长期贷款对信贷支撑作用将逐步减弱。

（六）宏观经济走势展望：预计 2017 年我国 GDP 小幅缓降至 6.5%左右

预计 2017 年财政政策将更加积极有效，货币政策保持稳健中性。第一，基建投资托底对积极财政政策提出了要求；第二，货币政策的表述从此前的“灵活适度”变成“稳健中性”，表明今年货币政策可能偏紧，但出于稳增长考虑，短期内加息概率很低。

在房地产投资大概率放缓、去产能持续推进的情况下，基建投资将发挥托底作用，预计全年投资增速保持平稳。经济下行压力将通过抑制居民收入影响到消费增长，房地产调控影响到住房相关商品消费，小汽车消费潜力部分已提前透支，预计社会消费品零售总额增速稳中略降。受全球贸易疲软及保护主义加剧影响，预计出口增速将进一步下滑。2016 年 11 月，工银投融资经济景气指数为 96.88，仍然延续 2012 年底的下行趋势而没有明显逆转的迹象。根据工银经济先行指数一般领先经济 6 个月的时间推算，预计经济在未来 6 个月仍难言触底回升。

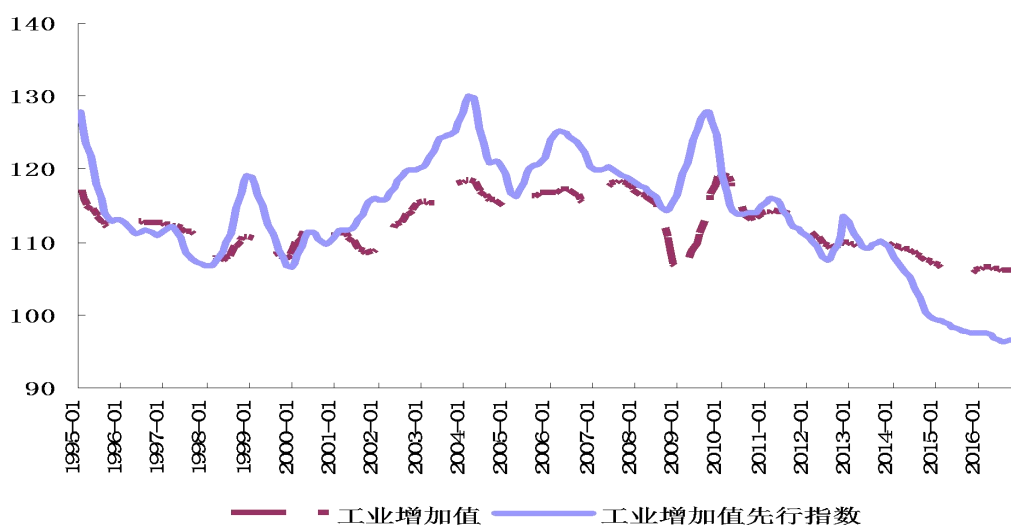


图 11 工银经济先行指数走势图（1995.1-2016.11）



二、当前经济运行存在的主要问题及对商业银行的影响

（一）经济增速放缓背后是新旧产业的更替，对商业银行来讲则意味着“资产荒”将在较长时间内持续

当前我国正在迈入工业化后期，根据经济发展规律，工业化高度发展阶段以后，经济增长的主导产业将转向高技术制造业和现代服务业。从2016年我国经济发展情况来看，这一迹象已明显呈现：前11月，我国高技术制造业和创新产业增加值同比增长10.6%和10.87%，比规模以上工业增加值增速（6%）分别高出4.6和4.87个百分点。但新产能体量有限，以战略性新兴产业为例，虽然近年来增速一直较高，但27个重点行业增加值占GDP比重仅由2010年的4%提升到2015年的约8%，因此，在新旧动能转换过程中，短期内新动能的增强尚不能完全抵消旧动能的减弱，这是近年来经济增速下降背后的一个重要原因。受产业结构变化及其资金需求特性的影响，近两年来，商业银行“资产荒”问题持续存在。因为传统产业项目投放受限，而新兴的服务业、民营企业、科创型企业不仅资金需求相对较少，而且普遍经营艰难，实体经济投资回报率降低，整个市场面临可投资资产匮乏的局面。展望2017年，在“去产能”的大背景下，商业银行面临的来自传统产业的信贷需求仍将较为疲弱，而新产能的壮大尚需时日，预计银行将在较长时间内面临“资产荒”。

（二）区域经济分化进一步加剧，银行业经营风险正从东部沿海向中西部和东北地区转移

2016年以来，中国区域经济差距进一步拉大，突出表现在广东、江苏、山东、浙江、福建等东部沿海地区经济普遍高于全国增速。2016年前3季度，东部地区经济总量占全国比重较2014年底上升了1.61个百分点，中部地区上升0.22个百分点，西部地区下滑0.51个百分点，东北地区则下降1.33个百分点。与经济增长分化相对应的，是东部沿海地区和中西部、东北地区财政收入的分化。2016年前3季度，东部沿海地区上海、广东、浙江财政收入同比增速分别为21.6%、14%、11.6%，远高于全国增速（5.9%），这意味着其他地区的普遍低速增长，新疆、黑龙江、吉林等省仅分别增长0.5%、0.6%、3.5%，辽宁（-7.6%）、

山西（-7%）两省财政收入则陷入负增长。财政收支的压力预示中西部、东北地区的高投资增速难以持续，势必对这两个区域未来的经济增速产生影响。中西部固定资产投资增速已由 2014 年以来的 20% 以上跌至 2016 年前 11 月的 12% 左右。

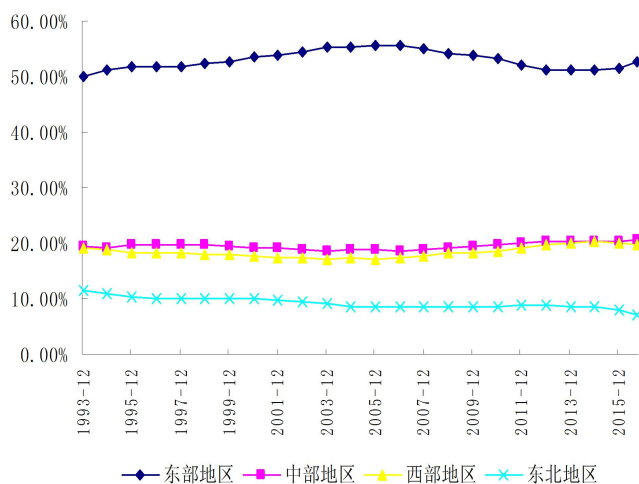


图 12 四大板块地区生产总值占全国比重
(1993.12-2016.09)

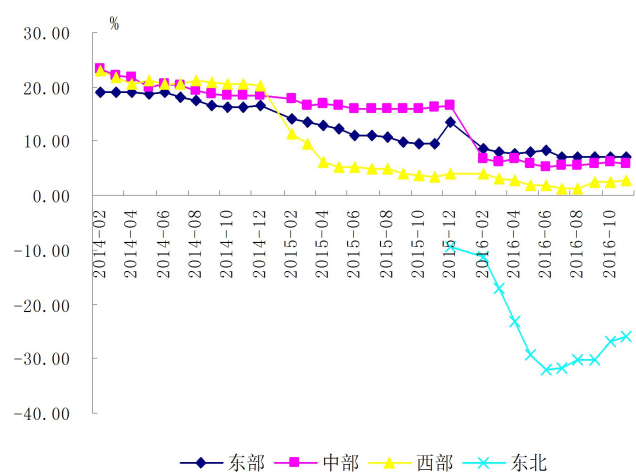


图 13 东、中、西、东北民间固定资产投资累计同比增速
(2014.02-2016.11)

受区域经济发展分化影响，银行业风险正从东部沿海向中西部和东北地区转移。截至 2016 年 11 月末，上海、浙江等东部地区不良贷款环比二季度“双降”，资产质量劣变势头明显减缓，部分地区基本稳定甚至已经触底回升。而中西部、东北地区的风险仍在加速暴露，甘肃等西部地区的不良贷款呈现“双升”态势，黑龙江、吉林、河南等省份整个银行业的不良率高达 3% 以上。受不良核销等因素影响，商业银行各省分行之间经营效益开始出现分化，部分分行年度间净利润波动较大。

（三）债券市场违约事件频发，商业银行信用风险、杠杆风险、兑付风险上升

由于定期存款利率持续走低，理财产品与银行定期存款利差持续攀升，加速推动定期资金转向理财市场，商业银行理财产品近三年年均增速超过 40%，截至 2016 年上半年，商业银行理财余额达到 26.3 万亿元，其中同业理财 4.02 万亿元规模。在“资产荒”的背景下，理财资金对享有刚性兑付优势的债券和货



币市场工具的投资额几乎翻番，2016年上半年理财资金对债券的投资比例为35.88%，而其中信用债投资比例高达28.96%，全国性大行、城商行是一级市场最大申购主力。2016年，债券市场共发行各类债券22.34万亿元，同比增长24.71%。理财资金的配置偏好在一定程度上代表了整个市场的配置趋势。此外，银行理财资金也是委外业务（自营类+理财类）的主要资金来源，约占商业银行委外业务规模的1/3，并通过期限错配、重复抵押进一步“加杠杆”。

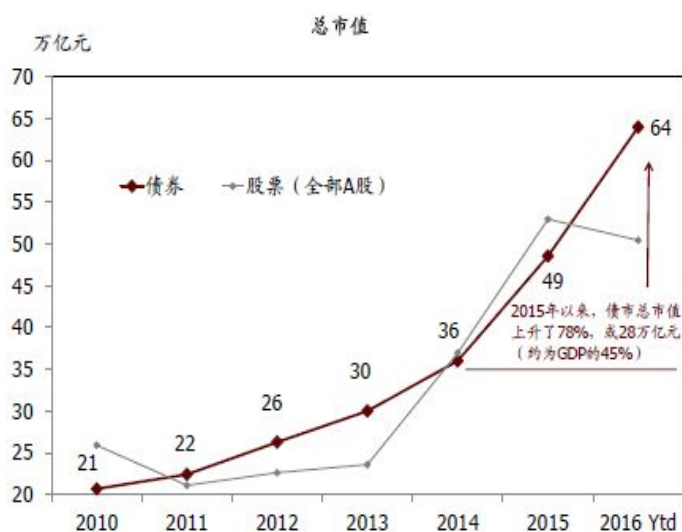


图14 股市、债市总市值(2010-2016)

但值得警惕的是，2015年下半年至今，债券市场信用风险频频出现，商业银行面临的信用风险、杠杆风险、兑付风险明显增加。几乎每个月都有债券发生违约。2016年共有79只债券发生违约，违约规模398.94亿元，同比增长超两倍。除了信用债风险，杠杆风险也开始抬头。在年末资金紧张和大额赎回的冲击下，债市交易机构杠杆率大幅波动。2016年12月份，银行理财杠杆率上升17.3%达到了135.8%。尤其中小银行受MPA监管新规的影响，超储备付资金趋紧，杠杆率被动大幅飚升，信用社、村镇银行、农商行的杠杆率分别达到了137.6%、151.5%和133.4%。在信用风险和杠杆风险加剧同时，银行理财资金的兑付压力也逐步加大。截至2017年1月13日，将在半年内到期的银行理财资金规模占比高达64.29%。

（四）汇率风险有所上升，冲击商业银行资产负债表

随着美元进入加息通道，自 2016 年 9 月起人民币兑美元出现急贬，12 月跌破 6.9 元/美元。截至 2017 年 1 月 10 日，人民币兑美元汇率中间价为 6.92 元/美元，较 2016 年初贬值 4202 个 BP，贬值幅度达 6.46%。CFETS 人民币汇率指数 95.25，较 2016 年初贬值 4.71%。在此背景下，境内资金外流的风险明显加大。2016 年前 11 月，我国对外投资高速增长，非金融类对外直接投资 1617 亿美元，同比增长 55.3%，超过 2015 年全年的对外投资总量。在中国企业积极“走出去”的同时，资金外流隐忧显现。人民币贬值预期与资本外流相互作用，使我国外汇储备承受较大压力。截至 2016 年 11 月底，我国外汇储备规模为 3.05 万亿美元，为 2011 年 3 月以来的最低水平，前 11 个月累计减少 2788 亿美元。

上述趋势预计在 2017 年将持续，并可能对商业银行的资产负债表产生较大的冲击，形成较大的汇率损失。一方面，美元负债的价值在升高，另一方面，非美元资产的价值却在下降，随着汇率的波动形成账面损益，对我国商业银行来讲，美元指数上升形成账面损失的可能性更大。另外，美元加息还可能通过金融市场引发人民币大类资产价格波动，形成市场风险并直接冲击商业银行资产组合中的债券和股权价值（包括股权质押类信贷等）。此外，随着监管部门对外汇业务窗口指导力度持续加大，加上境内外投资者套汇和套利的动因，国际业务政策风险也明显加大。

（五）房地产市场高位调整，个人按揭贷款放量扩大了集中度风险

2016 年，中国房地产持续量价上涨。从房价绝对值来看，根据搜房网房天下数据，2016 年 12 月，北京、上海、深圳二手房均价分别为 5.92、5.32、4.73 万元/平方米，跻身国际高房价城市行列；二线城市如合肥、苏州、厦门、南京等在 2016 年已接棒一线城市，成为上涨主力军。房价的持续快速上涨使房地产市场“吸金”效应明显。2016 年，新增居民中长期贷款 5.68 万亿元，1-11 月全国房地产开发资金来源中有 1.63 万亿元是银行贷款，两者相加为 7.31 万亿元，在全年新增贷款中占 57.8%，已超过美国 2007 年峰值占比。居民月供比（月还贷金额/月收入）是观察居民买房杠杆率的最直观指标，全国月供比一般在 30%



左右,但 2016 年末,一线城市的月供比已经飙升至 80%以上;从房地产开发企业来看,一方面地价高企,另一方面部分房企激进拿地,房企开发投入的自有资金已经越来越少,甚至个别房企自有资金比例仅为 10%,房企高杠杆现象明显。因此,家庭住房交易杠杆率、按揭贷款还款负担率、开发商开发贷和负债率均猛增至历史高位,贷款集中度风险明显加大。

但从按揭利率来看,目前居民按揭贷款最低依然能拿到基准利率 8.5 折的优惠,说明按揭贷款依然是银行普遍追逐的“优质”信贷项目。值得关注的是,随着房地产调控政策效应显现,房地产市场出现高位调整态势,预计按揭贷款市场将必然受到影响。

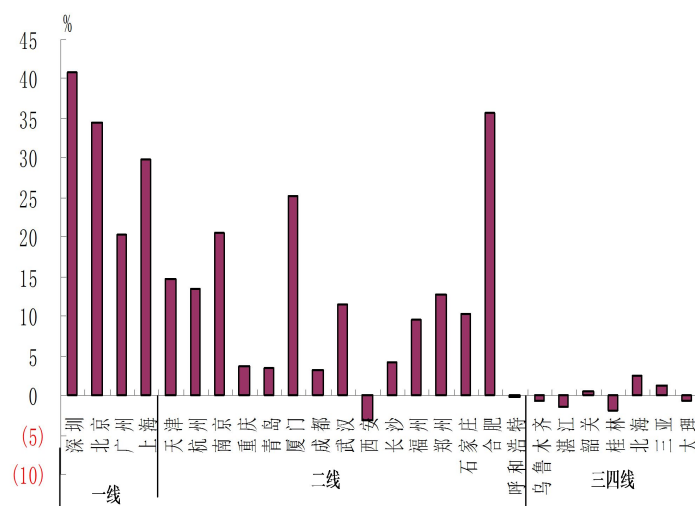


图 15 各城市二手住宅价格累计同比增速 (2016 年前 11 月)

三、我行对策和建议

(一) 面临“资产荒”，建议我行信贷投放要“既抓大又抓小”

“抓大”指抓重大项目、基础设施等领域。值得关注的是,PPP 模式正在成为撬动基建产业链和“积极财政政策”的“支点”。当前全国各地推出的 PPP 项目投资总额已超过 12 万亿元,即使最终只能落实 20%,也有 2 万多亿的市场。因此,“抓大”需要高度关注基建 PPP 项目的进展。“抓小”指抓小微企业。小微企业尽管总体不良率偏高,但并不意味着小微企业中就没有优质市场。在支

持小微企业经营上，最重要的是要提高实质性风险把握能力。任何一个小微企业或一笔业务，总有一个或几个关键的风险点，如股东经营能力和思想品德、企业多头融资、股东多元投资等，因此，在支持前首先要明确一笔贷款或一类业务的实质性风险点在哪儿，然后重点针对这种风险点采取措施，这种措施既可能是某个操作细节、某种担保方式，也可能是某个贷后措施、某种监测手段，还可能是某个管理体制、某种经营模式等。

（二）顺应当前需求结构转型和经济服务化趋势，提前布局经济新动能产业

顺应经济由“重”转“轻”的趋势，通过调整考核机制、探索信贷新模式，引导基层行提前布局、尽早介入高技术制造业和现代服务业。目前现代服务业市场中两极分化较为明显，呈现大型国企、事业单位和中小型民营企业并存的局面。前者营销难度高，后者业务风险高，只有调整考核机制这个“指挥棒”，逐步改变既有考核体系以存款余额、创利总额等总量指标为主的模式，加入体现行业差异的结构性指标，并对新进入行业提高考核容忍度，才能调动基层行业务转型的积极性。

另一方面，目前的商业银行制度，是针对成熟企业的一种设计，授信审批本质是以企业过去的现金流作为依据。而高科技创新型企业的轻资产，尚未实现盈利、且企业破产失败的风险极高。这种高风险与商业银行的安全性要求背道而驰，与传统授信标准相差甚远，是典型的高风险行业。但在当前“资产荒”的背景下，我行再不能坐等新兴产业从萌芽到成熟再介入，而要主动出击，将金融服务向企业生命周期前期延伸，探索以“投”与“贷”结合的模式，尽早培育经济新动能产业客户，抢占经济转型的产业先机。

（三）坚守风险控制底线，持续加强全面风险管理

面对信用风险、汇率风险、兑付风险等风险上升，我行要密切关注金融风险变化的趋势、规律和特征，完善风险管理架构、流程和制度，有效控制和隔离跨市场、跨领域风险，提高集团的全面风险管理水平。一是要突出加强债券违约风险防控。警惕债券市场违约的影响，紧密跟踪债券相关项目，有问题争



取尽早发现，并提前做好应对预案。二是突出加强汇率风险防控。密切跟踪美联储加息对汇率走势的影响，完善境外机构资本金和留存利润汇率风险管理，前瞻性地调整币种持有品种和结构，做好风险对冲。三是突出加强兑付风险管理。要重视理财产品到期时间结构，合理安排产品期限，提前预留理财产品到期资金，避免发生兑付危机。

（四）加大区域分类指导和差异化管理，提高区域管理和风险防范能力

顺应经济区域分化态势，根据区域特点调整优化资源配置和考核机制，挖掘区域发展潜力。一是建议在传统的六大区域划分基础上，建立“4+3”条块结合的区域分析和资源配置机制，更好地将本行经营发展与区域经济发展态势、国家区域宏观战略契合。二是适应产业集群化、产业梯度转移等特征，贯彻好有所为有所不为、有进有退的原则，对重点地区分行给予信贷投向、授信和信贷创新等方面的政策倾斜。如关于跨境业务和内保外贷，对边贸发达地区可适当降低行业准入标准或行业限制。三是根据区域特点优化考核激励机制。如对于发达地区分行，与其服务业比重较大、金融需求多元化的特点相适应，建议适当弱化规模类考核指标，加强资管、投行类新兴业务考核权重。

（五）因地制宜，实施差异化的房地产信贷政策

需要注意的是，我行在快速进入房地产市场时应判断不同地区房价快速上涨的原因及可持续性。如今出现产能过剩的钢铁、水泥等传统行业也曾有过快速增长期，是当时国内银行竞相追逐的对象。伴随国内外环境发生变化、国内市场需求趋于饱和加上经济结构转型的推进，这些传统行业逐渐出现了产能过剩，企业经营困难加大，贷款不良率上升，银行不得不安排产业退出。鉴于此，银行对房地产市场也应保持警惕，水可载舟，也可覆舟，在分享行业快速发展带来红利的同时，还要保有忧患意识，在房地产市场分化加剧、部分地区楼市库存居高不下的情况下，要以发展的眼光看待各地楼市，因地制宜，实施有区别的房地产信贷政策，并提前做好应对措施储备，避免由于楼市大幅调整带来的信贷资金损失。