

# 研究报告

2016年第69期

2016.07.29

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、朱妮、藏波

## 信贷大增难转下行态势 托底经济仍期供给侧发力

—— 2016年上半年中国宏观经济金融走势、政策分析及展望

### 要点

- 今年上半年，我国经济运行主要特点是“平稳、改善、向好”。但各指标在1季度末反弹之后，2季度再度小幅回落，表明当前经济反弹动力不足。经济下行压力仍然较大，表现在民间投资增速出现显著下降；CPI虽保持稳定，但螺纹钢等大宗商品价格波幅大；贷款高速增长，但金融资源配置效率没有显著改善；百城房价再创新高，房地产市场区域分化进一步加剧；汇市、债市、股市等金融市场波动性普遍加大。
- 展望未来，短期内外部环境没有根本好转，国内深层次矛盾难以根本缓解，新旧发展动能的转换需要一个过程，经济运行将继续承压甚至可能突破预期目标区间下限，初步预计2016年经济增速在6.6%左右。从政策来看，加力增效实施积极的财政政策，灵活适度实施稳健的货币政策，供给侧改革将深入推进。在新的形势下，我行要在重点关注信用风险继续加大的同时，高度重视市场风险的积聚和提升；并高度关注顺应经济转型需求产生的金融创新类业务可能带来的风险隐患，包括互联网金融专项整治、PPP模式推进以及投贷联动试点等一系列改革带来的影响。

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。

## 信贷大增难转下行态势 托底经济仍期供给侧发力

—— 2016年上半年中国宏观经济金融走势、政策分析及展望

在世界经济低迷、贸易增长乏力、市场动荡加剧的背景下，我国坚持稳中求进工作总基调，上半年经济社会发展实现“十三五”良好起步，在经济运行基本平稳的同时，结构转型升级步伐加快，新经济活力增强。总体来看，我国经济发展长期向好的基本面没有变，经济韧性好、潜力足、回旋余地大的基本特征没有变，经济持续增长的良好支撑基础和条件没有变，经济结构调整优化的前进态势没有变；但短期内外部环境没有根本好转，国内深层次矛盾难以根本缓解，新旧发展动能的转换需要一个过程，经济运行将继续承压甚至可能突破预期目标区间下限。如果国内外一些潜在风险演化为现实冲击，部分重要指标特别是民间投资不能有效止跌回稳，经济将可能持续惯性回落。

### 一、2016年上半年我国经济金融运行主要特点

上半年经济运行的主要特点是“平稳、改善、向好”。“平稳”主要表现为**经济增速稳、就业收入稳、物价消费稳**。上半年经济增长6.7%，其中2季度增长6.7%，与1季度持平。上半年城镇新增就业717万人，6月末31个大城市城镇调查失业率5%。上半年全国居民人均可支配收入实际增长6.5%，居民消费价格上涨2.1%，社会消费品零售总额增长10.3%。“改善”主要表现为**供给侧结构性改革取得新进展、经济结构进一步改善、改革开放纵深推进**。去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务成效初步显现。上半年粗钢、煤炭产能分别退出1385万吨和7227万吨，均完成全年任务的30%左右。商品房待售面积连续4个月减少，5月末规模以上工业企业产成品库存同比下降1.1%。5月末规模以上工业企业资产负债率同比降低0.5个百分点。上半年，服务业对经济增长贡献率达59.7%，同比提高4.1个百分点；内需对经济增长的贡献率达到110.4%。“向好”主要表现为**创新发展势头好、生态环保进展好、民生福祉保障好**。科技创新支持力度加大，大众创业万众创新热情持续高涨，新经济增势良好；环境治理取得新成效，生态建设取得新进展；精准扶贫精准脱贫全力推进，



社会保障体系不断完善，基本公共服务水平不断提高。

与此同时，经济运行中的若干现象值得注意：

**（一）我国经济在3月出现明显反弹，但2季度各指标小幅回落，表明经济反弹动力仍不足**

上半年，我国工业增加值、投资、消费、出口分别同比增长6%、9%、10.3%、-7.7%，分别较3月当月增速回落0.8、2.7、0.2、19.2个百分点（见表1）。

表1 我国经济先反弹后回落

单位：%

	2016年上半年	2016年3月	2016年前2月	2015年
工业增加值	6	6.8	5.4	6.1
固定资产投资	9	11.7	10.2	10
社会消费品零售额	10.3	10.5	10.2	10.7
出口	-7.7	11.5	-17.8	-2.8

剖析3月经济反弹的推动力，从投资领域来看，主要是基建和房地产投资带动，其分别从1-2月的15.7%和3%升至19.3%和6.2%。但制造业投资继续放缓，1季度累计增长6.4%，比1-2月低1.1个百分点。在基建投资和房地产投资的拉动下，部分产能过剩行业出现明显反弹。3月，生铁和粗钢产量分别同比增长2.2%和2.9%，结束了去年以来的持续负增长；水泥产量同比大增24%，创下近三年以来最高增速。从投资主体来看，国有及国有控股企业投资增速今年以来跳升，1季度增长23.3%，为2010年3月以来最高，而民间投资自今年以来加速放缓，1季度仅增5.7%。

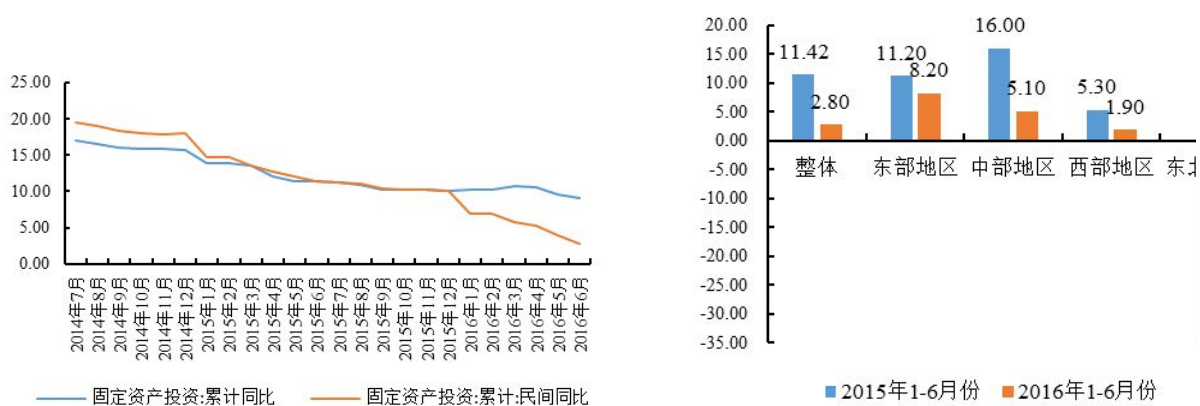
总体来看，3月经济的反弹主要是靠政府投资力度的加大以及房地产投资的反弹，经济仍然缺乏内在增长动力，说明中国经济运行的固有矛盾并未缓解，经济下行压力仍然较大。中国经济要实现真正意义上的触底回升，有赖于“三去一降一补”五大任务的真正完成，这不是一两年时间能解决的，经济将在较长时间内面临下行压力。

**（二）受多重因素影响，民间投资增速表现不佳**

上半年，我国民间投资同比增长2.8%，较去年同期下降8.6个百分点，民

民间投资与全国固定资产投资的增速差距进一步放大至 6.2%（见图 1）。从地区来看，东北和中部地区下降最突出。上半年，中部地区民间投资增速 5.1%，较去年同期下降接近 11 个百分点；1-5 月东北地区民间投资增速则深度下滑至 -29.3%，民间投资的大幅下降主要来自这两个区域（见图 2）。从行业来看，民间投资面临全行业投资增速下降。横跨一、二、三产业的主要大类行业分类中，每个行业的民间投资增速都无一例外的下降。其中，卫生和社会工作，公共管理、社会保障和社会组织，交通运输、仓储和邮政业是较去年同期降幅最大的前三位行业，降幅分别达到 35.8、31.9 和 22.4 个百分点。制造业是民间投资下降的最主要行业。制造业民间投资增速从去年同期 10.7% 下降至今年上半年的 2.5%。从制造业细分行业看，在总体增速下降的背景下，本该做减法的行业增速却出现了上升，该做加法的行业也在做减法，经济结构转型堪忧。需要压缩产能的黑色金属冶炼及压延加工业增速较去年同期上升 14.3 个百分点，但需要增加供给的水利、环境和公共设施，教育，卫生和社会工作，文化、体育和娱乐、公共管理和社会组织等领域的民间投资增速却在大幅下降。

图 1 民间投资增速出现大幅下滑（2014.7-2016.6） 图 2 民间投资分区域增速（%）



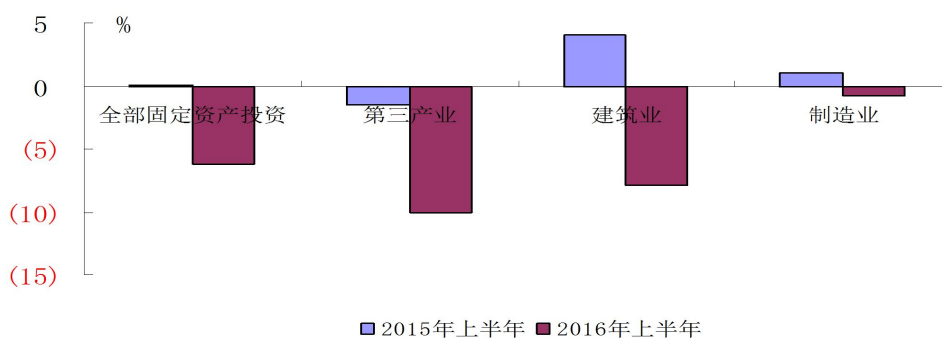
注：东北地区的的数据是 1-5 月份的累计。

民间投资增速大幅下滑，除了改革不到位等老问题外，还有民营经济对经济冷暖感知敏锐的天性、稳增长目标下民企资源受挤以及营业税改增值税等因素的影响。首先，民营经济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。从到位资金可以看出民营资本投入意愿不足，上半年固定资产投资到位资金同比增长8%，其中，预算内资金增速为21.8%，但自筹资金仅增长1.4%。**其次**，在稳增长目标下，容易出现资源错配，民企部分资源被挤占。根据财政部数据，所有国企1-5月份负债同比增加17.7%，但利润却下降了9.6%，说明盈利负增长的国企在投资加杠杆。**再次**，“营改增”扩围以及与之相关的数据不真实也可能是一个原因。营业税属于地方税。过去地方政府为了鼓励民营企业投资、创造GDP，往往将企业缴税税款中的一部分返还给企业作为激励，刺激了企业高报投资额行为。但营改增后，原来由地方政府征管改为中央国税系统征管，原有的合谋高报数据激励相容机制变得不复存在了。图3列出了建筑业和第三产业（在此近似代替生活服务业）民间固定资产投资减去该行业全部固定资产投资的增速差距<sup>1</sup>。今年5月1日开始，建筑业、房地产业、金融业、生活服务业四大行业开始纳入营改增试点。可以看出，尽管2016年上半年与上年同期相比，三大类行业的民间投资相对增速都有所下降，但受营改增影响的第三产业和建筑业下降幅度更大，而不受营改增影响的制造业的下降幅度则要小得多。

图3 分行业民间投资与各自固定资产投资增速差距



### （三）CPI 基本平稳，PPI 降幅收窄，螺纹钢等大宗商品价格波幅大

上半年，CPI同比上涨2.1%，较去年同期高0.8个百分点；PPI同比下降3.9%，连续第51个月同比负增长，降幅较上年同期收窄0.7个百分点。与此同时，螺纹钢、国际原油、铁矿石、黄金、大豆、铜、铝等大宗商品价格出现暴涨暴跌（见

<sup>1</sup> 由于房地产和金融业的民间投资数据不可得，图中柱子的高低表示民间固定资产投资增速减去全部固定资产投资增速的差额。



表2)。以螺纹钢为例，4月21日，螺纹钢期货收盘价为2750元/吨，较去年末上涨54%。但到5月底，螺纹钢期货价格较4月21日高点跌去30%，铁矿石价格也跌了28%，价格均已跌回2月底的水平。

表2 2016年以来大宗商品价格波动表

商品	单位	价格低点/日期		价格高点/日期		较低点 涨幅 (%)	价格低点/日期		较 高 点 降幅(%)
英国布伦特原油现货价	美元/桶	28.01	1月19日	51	6月8日	<b>81.08</b>			
62%Fe TSI 铁矿石价格指数	美元/吨	39.3	1月13日	69	4月21日	<b>74.81</b>	49	6月1日	<b>-28.24</b>
螺纹钢期货收盘价(活跃合约)	元/吨	1741	1月12日	2750	4月21日	<b>57.96</b>	1955	6月1日	<b>-28.90</b>
CBOT 大豆期货收盘价(活跃合约)	美分/蒲式耳	856	1月4日	1178	6月8日	<b>37.52</b>	1080	6月24日	<b>-8.26</b>
LME 铜现货收盘价(场内盘)	美元/吨	4388	1月13日	5096	3月17日	<b>16.14</b>	4501	6月9日	<b>-11.69</b>
LME 铝现货收盘价(场内盘)	美元/吨	1449	1月12日	1670	4月29日	<b>15.27</b>	1517	5月13日	<b>-9.16</b>

大宗商品价格的剧烈波动，容易引发一波又一波趋利避害行为的活跃，扰乱资源配置并恶化收入分配，成为通胀带给经济的真正危害，也是当前中国在CPI基本平稳情况下隐蔽的风险。

#### (四) 百城房价再创新高，房地产市场区域分化进一步加剧

6月份，百城住宅价格指数环比持续正增长，其中3、4、5、6月四个月分别环比增长1.9%、1.45%、1.7%、1.32%，创出历史新高，上半年，百城住宅价格指数累计同比涨幅为7.61%，其中，一线城市累计同比涨幅高达12.79%，分别高于二、三线城市7.46和8.52个百分点。具体从各月来看，5、6月相关指标出现“冲高回落”苗头。上半年全国商品房销售面积、销售额同比增长27.9%、42.1%，较1-4月分别下降8.6个、13.8个百分点；新开工面积同比增长14.9%，开发投资额同比增长6.1%，分别较1-4月下降6.5个、1.1个百分点。

值得关注的是，房地产市场区域分化进一步加剧。从成交量来看，上半年，



一线城市月均成交量同比增长 9.3%，增速在各类城市中最低，较 1 季度显著收窄 33.9 个百分点；二线代表城市月均成交量同比增长 41.2%，增速较 1 季度收窄 5.9 个百分点，但增幅在各线城市中最高；三线代表城市月均成交量同比增长 37.8%，增速较 1 季度收窄 22.1 个百分点。从成交价格来看，一线城市上半年累计上涨 12.79%，涨幅较去年同期扩大 7.62 个百分点；二线城市累计上涨 5.33%，其中苏州、南京累计涨幅超过 20%；三线城市累计上涨 4.27%，其中东莞、中山、惠州涨幅超过 25%，居全国前列。从调控政策来看，地方政府因城施策力度加大，一线城市出台调控收紧措施，苏州、南京等二线热点城市出台措施限房价地价，天津、武汉、青岛收紧公积金贷款政策。而多数三四线城市库存压力依然严峻，市场仍以去库存、促消费为主基调。

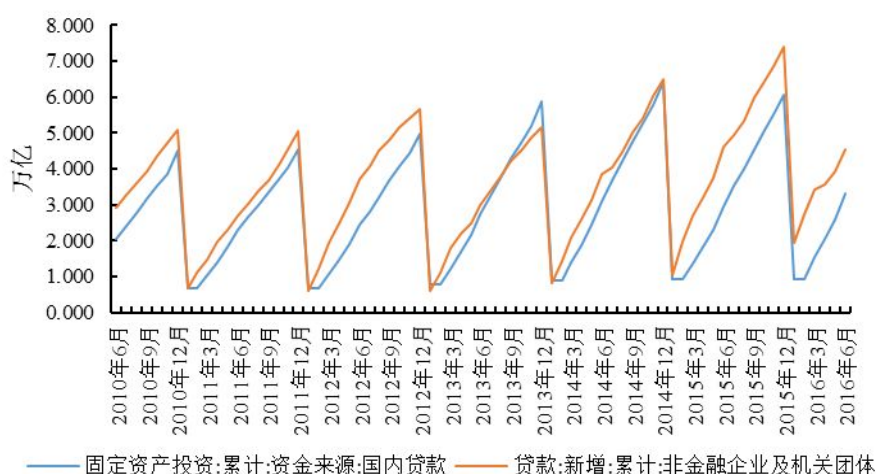
#### （五）贷款增速高，但金融资源配置效率未见显著改善

随着我国经济增速放缓，2015年下半年以来，中国开始出现“资产荒”现象，也就是在金融市场流动性充裕的同时，缺乏优质投资项目。在此背景下，新增贷款却屡创新高。上半年，人民币贷款增加7.53万亿元，同比多增0.97万亿元，比4万亿刺激政策推出时期（2009年上半年）新增贷款投放量还多出1600亿元人民币。若考虑地方债务置换因素的影响，上半年增量可能高达11.03万亿元左右。深入剖析，发现两者之间的矛盾反映出的是贷款配置效率降低，表明货币政策的有效性被削弱。

首先，从资金用途来看，部分信贷资金或被闲置，或被僵尸企业用于还款付息，还有一部分可能被企业用于金融或地产投资。2015年以来，非金融企业和机关团体贷款增量明显高于固定资产投资贷款，2016年以来这种趋势更为明显，而2006-2014年二者基本相当（见图4）。两者的巨大差异，可能有三方面原因，均反映很多贷款未被配置到合适领域，资金配置效率较低。一是贷款增速快，且未发生明显的币种意义上债务结构变化，即在国内借人民币贷款以偿还美元债务，可能意味着过量信贷资金虽投放到了实体部门但被“闲置”，并没有被及时运用到生产投资中，与企业对经济前景不看好有较大关系，企业主短期内宁愿持币待购（投），而不急于扩大生产或投资。正因为这个原因，宏观上看，

货币资金也呈现出“活化”特征。M1增速于2015年10月反超M2,且两者间的差距越来越大,截至6月末,M1增速已高出M2增速整整一倍(12.8个百分点),剪刀差达历史高位。二是非金融企业债务存量巨大且盈利能力显著下降,可能意味着大量贷款被用于偿还利息。截至2016年5月末,非金融企业贷款余额已达72.69万亿元;与此同时,规模以上工业企业利润同比仅增长6.4%;国有及国有控股企业利润同比下降7.3%。三是部分贷款可能被企业通过多种途径(如理财、财务公司等)用于金融或地产投资。1-5月,规模以上工业企业主营业务收入同比仅增长2.9%,但营业外净收入迅猛增长,3月份一度高达68.3%,4、5月份分别为56.2%和19.7%,虽有所回落,但仍远高于主营业务收入增速。据国家统计局测算,在3月工业企业新增利润中,30.5%来源于投资收益和营业外净收入的增加。

图4 非金融企业新增贷款及投资资金来源



其次,在稳增长目标下,金融资源被配置到了享有隐性担保、效率不高的国有部门。根据国务院发展研究中心测算,尽管国企收益率下滑幅度更大,且国有部门占GDP比重下降,但2015年国企有息负债增速达16%左右,高于2015年考虑地方政府债务置换因素后的非金融企业债务类社会融资规模存量增速(14.9%)。

再次,资金流向行业上,房地产市场占用过多金融资源,对其他行业形成挤占。从贷款增速看,房地产贷款(包括开发贷款和购房贷款)余额增速从2015





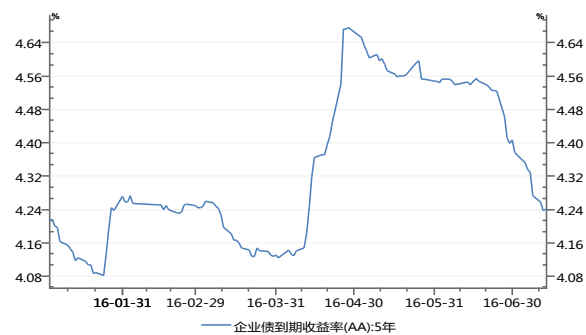
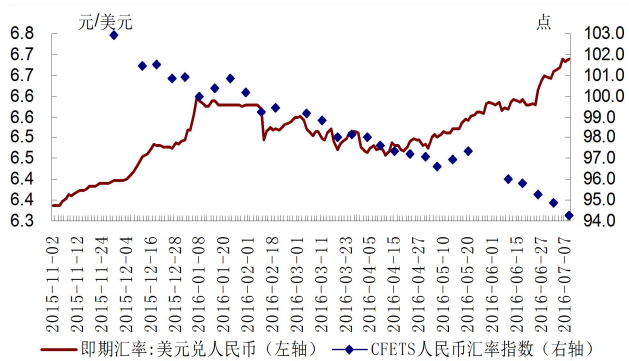
年3季度就开始加快，截至今年1季度末已达22.2%，为2011年以来最高。信贷资金加速向房地产市场汇聚，对其他行业形成挤占。今年3月末，我国工业和服务业中长期贷款余额同比增速分别仅为3.7%和12.9%。信贷资金过多被房地产占用，不仅直接挤占其他行业的信贷资源，而且在投资房地产高收益的吸引下导致经济主体无心从事实业生产，也使得房价难以预测、大起大落，经济发展存在隐患。

#### （六）汇市、债市、股市等金融市场波动性普遍加大

从汇市来看，上半年，人民币汇率走出一个N字形，年初快速贬值、缓慢升值，4月开始新的贬值，尤其6月23日英国脱欧后，汇率贬值态势进一步加剧。截至7月1日，人民币兑美元汇率为6.6582元/美元，较去年末贬值约2.5%，较2015年8月10日（中间价改革之前一天）贬值6.7%。CFETS人民币汇率指数为94.88，较2015年11月30日（首次公布日）贬值8%。从债市来看，受中铁物资等债券违约现象影响，企业债利率大幅攀升，以5年期AA级企业债为例，利率最低的时候不到4.2%（3月底），4月25日、4月26日的估值利率已经超过4.7%，一个月之内债券收益率上行超过50bp。而在发生钱荒的2013年，企业债利率的上行幅度是200bp。也就是说，4月一个月的债市跌幅已经相当于2013年钱荒时的1/4了。从股市来看，今年1月28日，上证综指收于2655点，较2015年（5166点，6月12日）高点降幅接近50%，随后在波动中小幅上涨，7月上旬在3000点左右波动，较1月底上涨15%。

图5 人民币汇率及汇率指数走势(2015.11-2016.7) 图6 5年期企业债(AA)到期收益率(2016.1-2016.7)

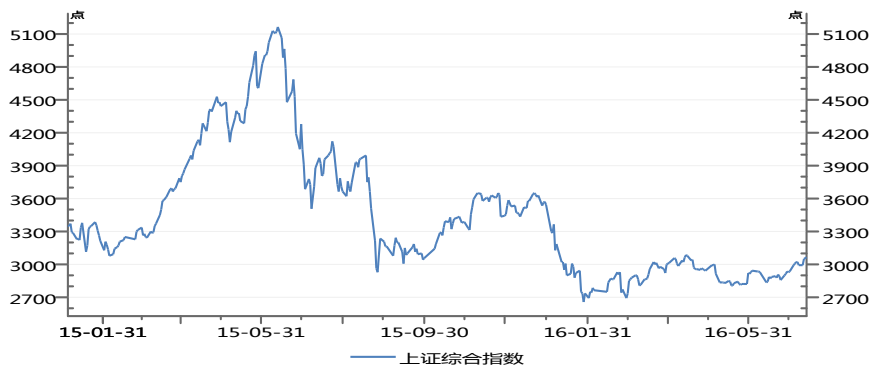
## 2016年上半年中国宏观经济金融走势、政策分析及展望



数据来源:Wind资讯



图7 上证综合指数走势(2015.1-2016.7)



数据来源:Wind资讯

## 二、2016年下半年宏观经济走势预测

(一) 宏观政策预测: 加力增效实施积极的财政政策, 灵活适度实施稳健的货币政策, 供给侧改革将深入推进

首先, 加力增效实施积极的财政政策。考虑到我国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。下半年有可能在进一步扩大财政赤字的基础上, 强化积极财政政策的定向宽松。一是加大重点领域有效投资。我国基础设施和民生领域投资需求空间较大, 下半年将继续加大交通运输、电力和水利等重大项目, 以及城镇棚户区 and 城乡危房改造、配套基础设施等建设力度, 保证基础设施建设规模, 发挥稳增长调结构惠民生的多重作用。二是进一步加快地方政府债务置换和发行。年初至今, 地方债净发行量已经达到 3.5 万亿元, 其中 2.68 万亿元用于置换地方政府融资平台贷款 (2015 年全年置换 3.2 亿元)。预计下半年地方债发行将保持类似速度。三是推进税制改革。7 月 1 日, 我国全面实施资源税从价计征改革, 将森林、草场、滩涂等自然资源逐步纳入征收范围, 对绝大部分矿产品实行从价计征。此外, 完善消费税制度、推进个人所得税改革、推进环境税立法等工作也将取得突破, 落实和完善营改增相关政策和过渡性措施, 确保所有行业税负只减不增。加大对东北地区财政一般性转移支付力度。督促已下达的资金和回收的存量资金尽快形成实际支出。设立国家融资担保基金。

其次，灵活适度实施稳健的货币政策。下半年，为了保持GDP增长目标、避免系统性债务风险，央行仍将灵活适度实施稳健的货币政策。央行将全面加强金融监管和宏观审慎管理，综合运用并创新流动性管理工具，保持流动性合理充裕。继续发挥好定向降准的正向激励作用，引导市场利率保持在较低水平。进一步盘活银行存款信贷资金，落实“分城施策、分类调控”的房贷政策，扩大个人住房抵押贷款证券化。鼓励地方设立企业资金链应急周转保障资金，支持中小企业及时续贷转贷。增强人民币汇率弹性。不过，国际黑天鹅事件使人民币面临的贬值压力增大，虽然美联储加息的不确定性增加，但资本出于避险需要仍有流出趋势，不排除央行后续通过降准来对冲流动性风险。

再次，深入推进供给侧结构性改革。以供给侧结构性改革引领经济新常态，已成为当前中国经济改革和发展的主轴。推进供给侧结构性改革，重点是做好加法和减法，调整存量，优化增量，尽快完成新旧增长动力转换。一是稳步推进“去产能”。2016年，我国计划去煤炭产能2.5亿吨，涉及安置员工70万人，去钢铁产能4500万吨，涉及安置职工18万人，2016年的去产能阶段性目标在“十三五”总目标中所占份额<sup>2</sup>将近一半。去产能涉及到员工安置、兼并重组、债权债务、转型升级以及产业布局，任务非常艰巨。二是有效拓宽去库存渠道。6月，国务院公布《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，提出实行购租并举，培育和发展住房租赁市场，推动新型城镇化进程，在新型城镇化的过程中消化房地产库存，而不是通过加杠杆的方式去房地产库存。已经形成的区域分化、区别对待的楼市调控政策，在下半年可能会体现得更加明显：进一步提高库存较多城市的棚改货币化安置比例；结合新型城镇化建设推进农民工等群体在城镇购房；合理引导过剩商业地产转向养老文化体育等用房。同时，房价较快上涨的城市可能会加大住宅建设用地供应规模。三是不断丰富和优化“去杠杆”方式。央企“十项改革试点”逐步启动<sup>3</sup>，电力、油气、铁路、民航、

<sup>2</sup> 据国家发改委规划，2016-2020年，我国计划用五年时间压减粗钢产能1.4亿吨，分流员工50万人；用3-5年去煤炭产能5亿吨，减量重组5亿吨，分流安置员工约130万人。

<sup>3</sup> 十项改革试点包括：关于落实董事会职权的试点、关于市场化选聘经营管理者的试点、关于推行职业经理人制度的试点、关于企业薪酬分配差异化改革的试点、关于国有资本投资运营公司的试点、关于中央企业兼并重组的试点、关于部分重要领域混合所有制改革的试点、关于混合所有制企业员工持股的试点、关



电信、军工等行业混改试点将集中开展。通过推动混合所有制改革和以“管资本”为主的国资管理体制的改革，积极有序地祛除“隐性担保”。出台实施积极稳妥降低企业杠杆率的综合措施，抓紧制定对高杠杆、有前景的企业实施市场化债转股的具体方案，实施好银行针对科创企业的投贷联动试点。**四是进一步综合施策降成本。**继续深化电力、天然气、医疗服务、交通运输等领域价格改革，包括改革环保电价补贴方式，完善可再生能源价格形成机制和补贴办法，落实超定额用水累进加价政策等。出台实施降低实体经济企业成本工作方案及配套政策，切实降低税费、融资、用能及制度性交易等成本，落实交通物流融合发展实施方案。**五是依托“双创”补短板。**鼓励和规范互联网金融，支持中小企业发展。依托“互联网+”的一系列重大政策和产业发展规划将陆续出台，如中国制造2025“1+X”规划体系，以及《大数据产业“十三五”规划》、《战略新兴产业“十三五”规划》等。一系列政策的出台有利于形成叠加效应、聚合效应、倍增效应，有效聚合政府、企业、社会等多方资源，推动新动能成长，促传统产业转型。

此外，民间投资下滑问题已引起决策层关注。国务院已组织对民间投资情况开展全国督查，并召开国务院常务会议专题部署。**其一**，下发了《关于在市场体系建设中建立公平竞争审查制度的意见》，意图打破地方保护、区域封锁、行业壁垒、企业垄断，消除民间投资遇到的玻璃门、弹簧门、旋转门等问题。**其二**，进一步简政放权，取消一批行政审批事项。抓紧建立市场准入负面清单制度，进一步放开民用机场、基础电信运营、油气勘探开发等领域。积极支持城市地下综合管廊、网络基础设施、棚户区、农村危房改造等重点领域和薄弱环节建设，着力补齐城市防洪排涝设施、小型水利工程等短板。**其三**，清理完善涉及民间投资的法规政策，加快推进PPP项目落地，加大反垄断和反不正当竞争执法力度，以政府资金撬动和吸引民间资本参与公共领域建设。

## （二）宏观经济走势展望：预计2016年我国GDP增长6.6%左右

### 1. 经济增长动力不足，GDP增速有进一步下行可能

于国有企业信息公开的试点、关于剥离企业办社会职能和解决历史遗留问题的试点。



从拉动经济的“三驾马车”来看，固定资产投资形势仍较为严峻，投资增速回落短期内还可能延续。2016年作为“十三五”规划开局之年，重大建设项目投资将集中启动，并释放出强大动力。但我国固定资产投资经近十年20%以上的高速增长后，近年已呈高位减缓趋势，投资效率低，第三产业投资比重增加，投资三大领域都面临下行压力：基础设施投资面临投资回报率低和融资来源缺乏难题；具有明显顺周期特征的制造业投资大幅减缓，受产能过剩矛盾制约，低水平扩张投资失去市场支撑；房地产投资面临供求关系转折和消费预期改变双重压力，预计未来房地产开发投资继续高速增长的可能性较小。在产能过剩、企业困难、市场前景不明的同时，民营企业在一些领域仍存在准入制约，再加上融资难融资贵、产权保护等营商环境有待进一步改进，导致企业投资意愿不强和能力不足。综合判断，预计2016年全年固定资产投资增速将在9.6%左右，较2015年下滑约1个百分点。

二是消费需求平稳，与上年基本持平。从积极因素来看，消费升级导致养老、医疗、旅游、教育等消费需求得以加速释放；住房改善性需求增加，住房销售总体平稳，并带动相关建材、家电等行业消费增长；全面二孩政策放开将扩大消费主体规模，继而带动母婴用品等行业消费增长。但经济下行的影响正在向就业、收入等领域传导。上半年全国居民人均可支配收入实际增长6.5%，低于GDP增长速度；处置僵尸企业与化解过剩产能将导致失业、半失业人员数量增加；网络购物等新业态前期高增长基数面临增速回落；一些日用消费品标准低于国际标准，食品药品等质量安全水平与需求存在差距，部分国产设备在稳定性、使用寿命、加工精度等方面仍存在差距。初步预测，全年我国社会消费品零售总额将增长10.1%左右，与上年基本持平。

三是外贸出口继续下降，年内转正难度大。下半年世界经济仍处于国际金融危机后的深度调整期，国际金融市场风险隐患较多，全球需求低迷、要素成本持续上升、竞争加剧等制约因素短期内难以消除。初步预测全年出口负增长1%左右，降幅较上年小幅收窄。



综上，我们预计下半年国内经济下行压力仍然较大，初步预计全年GDP增长6.6%左右。

## 2. CPI温和上涨

当前产能过剩问题突出，民间投资动力不足，居民收入增速回落，消费行为趋于谨慎，社会总供给大于总需求的状况没有改变。但**预计通货膨胀水平将有所提升**，主要原因：**一是**狭义货币M1增速加快，形成商品价格上涨的流动性基础。**二是**猪肉价格平稳上涨。本轮猪肉价格环比上涨始于2014年5月，中间虽有间歇小幅调整，但总体保持上涨态势；同比上涨则自2015年3月开始，7月出现两位数上涨。短期来看，国家政策性抛储、进入淡季等因素对猪肉价格产生了一定的抑制作用，但在供需矛盾没有根本解决的情况下，猪肉或将在阶段性调整之后再次上涨。**三是**南方洪涝灾害导致农业歉收，对下半年农产品构成涨价压力。今年以来，南方地区遭遇自1998年以来最为严重的大范围洪涝灾害，覆盖11个省市，主要集中在长江、淮河流域以及新疆地区。近期，受灾区菜籽油、豆油减少影响，油脂类农产品价格已经呈现大幅上涨之势。**四是**国际大宗商品价格企稳，原油触底反弹，输入型通胀压力有所抬头。**综合判断各方面因素**，我国价格存在上涨压力，但不会大涨，预计物价水平总体仍将在2%左右波动。

## 3. 房地产市场去库存仍是下半年主基调

下半年，房地产市场仍将以去库存为主，全年量价平稳增长，绝对水平将**创新高**。部分二线热点城市及热点区域将迎来更具差异化的政策，热点城市或将采取更审慎的价格监控及房地产信贷政策。而多数三四线等库存压力大的城市，未来将继续落实优惠政策、调节供应以加快楼市库存去化，其中推进户籍制度改革、鼓励农民工购房，稳步推进城镇化仍将是政策发力点。

**4. 预计2016年人民币汇率总体呈现小幅贬值走势，汇率波动频率和幅度将加大。**

下半年，人民币对美元汇率仍存在贬值压力，双向宽幅波动或成为主要特征。短期来看，英国退欧的直接影响（对英国、欧盟经济基本的负面预期）和

间接影响（英国央行、欧洲央行进一步宽松预期）仍在发酵，导致英镑、欧元汇率下行，美元指数走强，人民币继续承压。**中长期来看**，全球资本市场动荡，美国经济复苏低于预期，美联储年内加息预期或许落空，加之人民币将在2016年9月正式加入SDR货币篮子，带动一些经济体增加配置人民币资产需求，人民币汇率被动走弱的压力或在3季度之后有所减轻。随着对违规交易以及跨境套利套汇强化监管，以及央行更加重视市场沟通和预期管理，市场对央行政策的理解将更趋明晰，从而将缓解对人民币的悲观情绪，投机力量对离岸人民币市场的扰动将阶段性平缓。**预计2016年人民币对美元汇率将呈现宽幅震荡、波动中枢上移走势，波动区间介于6.6~6.9之间。**

表3 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 1季度	2016年全年预测
GDP增速(%)	7.7	7.4	6.9	6.7	6.6
城镇固定资产投资增速(%)	19.6	15.7	10	10.7	9.6
社会消费品零售总额增速(%)	13.1	12	10.7	10.3	10.1
出口增速(%)	7.9	4.9	-1.8	-4.2	-1
规模以上工业增加值增速(%)	9.7	8.3	6.1	5.8	5.8
CPI增速(%)	2.6	2	1.4	2.1	2.0
PPI增速(%)	-1.9	-1.9	-5.2	-4.8	-3.5
M2增速(%)	13.6	12.2	13.3	13.4	13.2
新增贷款(万亿元人民币)	8.9	9.78	11.72	4.61	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) 在重点关注信用风险继续加大的同时，要重视市场风险的积聚和提升  
股市、汇市、债市的大幅波动反映出在当前资产荒背景下，资金在运作过程中盲目炒作，寄希望于凭借炒作就炒出一个市场来，今年螺纹钢等大宗商品价格的大幅波动也反映了这一态势。当前非金融企业部门较高的杠杆率也使债务违约风险不断增加，为了偿还债务，企业会面临出售资产的情况，当大量企业面临此情况时会造成资产价格的大幅下降，从而加剧市场动荡，情形严重时



会导致资产价格崩溃。而且，企业之间还存在联合担保或相互担保的情况，当担保链的某一环节出现问题时，整个担保链上的企业风险均会上升，严重时还会加剧整个行业甚至整个金融市场的风险。今年以来，昆明泛亚、e租宝等非正规金融市场纷纷出现赎回危机。与此同时，随着汇率市场化的推进，人民币汇率波幅加大、频率加快将成为常态。总体来看，在当前实体经济下行的背景下，金融市场内在稳定运行基础趋于脆弱，而随着越来越多的企业参与其中，金融市场波动性越来越强、风险也越来越大。由于我行的债券投资、资产管理、结售汇、信用证等金融市场业务规模越来越大，金融市场波动对我行的影响不容小视。

建议在重点关注信用风险继续加大的同时，要重视市场风险的积聚和提升，多方施策降低风险水平。一是在高度关注金融市场动态的同时，创新相关风险管理体系。如加快研究市场化定价条件下利率、汇率、股市风险对冲新工具和新手段的应用等。二是“广积粮”，夯实风险储备，即提前募集资本，减少分红，提足拨备；三是及时确认不良，积极引导风险的有序释放，以“小震换大震”。

## **（二）高度关注顺应经济转型需求产生的金融创新类业务可能带来的风险隐患**

当前形势下，传统的经济发展路径越来越窄，产业结构转型和优化升级是转变经济增长模式的关键，其中创新将发挥至关重要的作用。对于金融而言，主要体现在创新融资模式，引导社会多余资金流向发展潜力大、资金需求迫切的产业领域，比如通过 PPP 模式实现资金来源多元化，通过投贷联动鼓励银行支持创新型企业发展；同时严守风险底线，严禁以互联网金融等创新为幌子误导社会资金流向的行为，防止扰乱金融秩序，甚至引发金融系统性风险。

### **1. 警惕互联网金融专项整治可能带来的风险**

近期互联网金融风险频发、危害增加。4月，国务院在全国范围内启动为期一年的互联网金融专项整治。整治过程中，一些潜在风险的加速暴露，可能给商业银行带来风险。

一是央行将推动逐步取消对支付机构客户备付金的利息支出，这将导致备

付金存管银行利息成本的减少。但同时，央行强化了备付金存管银行关于客户备付金损失的责任，明确银行在必要时提供流动性支持。这就要求银行今后更为审慎地选择合作支付机构，充分考虑支付机构风险暴露可能带来的负面影响，并建立有效的风险补偿机制。

二是银监会在 P2P 网贷平台风险整治中将采取“扶优抑劣”的原则，即扶持合规的优秀平台发展，严厉打击并取缔涉嫌非法集资等活动的平台，且明确政府在其中不承担兜底责任。一些劣质 P2P 平台在业务开展中可能利用银行信誉进行虚假宣传、误导欺诈投资者；可能介入非法集资、地下钱庄，资金链断裂后跑路；平台关联公司可能出现融资逾期，平台实际控制人可能发生个贷不良、信用卡逾期等。监管层整治力度的加大可能会使这些风险集中暴露出来。为此，银行有必要建立更加严格的 P2P 客户准入及合作机制，定期开展风险监测与排查，及时采取法律手段维护合法权益，严防各种输入性风险，避免声誉及资金损失。

## 2. 积极对待 PPP 模式，防范 PPP 介入风险

据财政部估算，预计到 2020 年，中国城镇化率将达到 60% 以上（2015 年末为 56.1%），带来的投资需求约为 42 万亿元，相应对商业银行信贷的需求量将会十分巨大。但是，由于 PPP 模式尚不成熟，商业银行应谨慎决策。

首先，从商业银行负债端来看，存款主要以中短期为主，在银根宽松时，商业银行可以用不断的短期流量资金来填补长期的投入，然而一旦银根收紧，商业银行资金来源就难以匹配 PPP 项目的长期需求。其次，商业银行资产获得收益的前提是确保资产的质量，而决定资产质量的重要因素是还款来源。在具体操作过程中，由于现实需要，各省推出的 PPP 项目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。因此，商业银行在介入 PPP 项目时，需要建立有针对性的评审机制，进行有效的筛选和鉴别，完善相应的风险防控措施。第三，各地政府积极探索以政府引导基金方式支持产业发展，大型商业银行往往涉足其中。但这些产业基金因制度设计不健全，大有一哄而上的架式，甚至可能引发严重的风险隐患。





### 3. 内部投贷联动试点对银行提出新要求

今年4月，银监会、科技部和人民银行联合发布《关于支持银行业金融机构加大创新力度开展科创企业投贷联动试点的指导意见》（以下简称《意见》），对商业银行内部投贷联动支持科创企业给出了指导性意见。在试点起步阶段，商业银行开展面向科创企业的内部投贷联动要审慎推进，相关机制建设要跟上：

**一是设置风险隔离机制。**在投贷联动中，商业银行必须建立严格的防火墙制度，建立“投”和“贷”两套独立的风控体系，做好贷款风险与投资风险的隔离，避免投资风险扩散到集团层面，这不仅是银行风险管理的基本要求，更是防控系统性风险的基础。**二是设立股权退出机制。**银行具有投资功能的子公司在对目标企业进行股权投资后，将面临适时退出的问题。要加强对投贷联动业务风险的监测评估，结合自身风险偏好，确定投贷联动业务试点退出的触发条件和机制，制定退出程序。退出渠道可参考通过创业板和新三板等渠道进行退出。**三是建立投贷资源共享机制。**要在投资与信贷之间建立资源共享和收益共享机制。为了搭建完备的企业准入条件审核框架，建立科创企业价值评估体系，银行业金融机构需要完成投贷联动信息共享平台的建设，促进母银行与投资子公司之间的信息共享，从而实现“投”和“贷”主体间的实时业务交流。