

经济延续底部企稳态势，新忧旧患加大经济运行风险

——中国宏观经济论坛月度数据分析（2016年12月）

（闫衍、袁海霞）

内容简介：

12月数据显示虽然经济下行压力仍存，但总体经济延续“稳中向好”态势。主要表现为：一是居民消费品价格持续温和上涨，PPI和PPIRM大幅上涨，涨幅超出预期；二是以美元计价的进出口同比增速受基数因素影响虽然有所下滑，但环比均大幅改善，外需有边际改善迹象；三是金融数据超预期，企业中长期信贷需求回升；M1-M2进一步回落，资金“脱实就虚”持续边际改善，反应实体经济企稳动能延续；四是企业效益持续改善，宏观经济的微观基础发生积极变化；五是近期人民币汇率波动明显，美元短期调整大大减轻了人民币贬值压力，但人民币被动贬值压力犹存，外汇储备降幅收窄；六是市场预期有所好转，主要景气指标有所改善。总体而言，虽然高频数据显示工业生产或略有放缓，但总体四季度和全年GDP有望延续6.7%。

12月份数据表明，中国经济总体延续“稳中向好”趋势，但经济运行中的旧患犹存，又增新忧，总体上我们认为2017年仍需要关注两大新忧和五大旧患。首先需要关注经济运行中的两大新忧：一是原材料购进价格大幅攀升，价格传导机制不畅通，制造业尤其是下游行业盈利受到挤压或将恶化；二是利率中枢有所上移，企业实际融资成本抬升。其次，需要关注经济运行中的五大旧患：一是去杠杆背景下，国有企业和私营企业走势进一步分化，资源配置效率有所恶化；二是债务风险尤其是非金融企业债务风险进一步抬升，“三去一降一补”推进加剧过剩行业信用风险加速释放；三是房地产市场有所降温，房地产调控矫枉过正，需要警惕挤压泡沫引发的下行风险；四是投资资金来源增速进一步下滑，未来仍面临整体资金来源的不确定；五是人民币汇率贬值预期持续存在，汇率贬值引发资本流出失控，仍需密切关注资本流出风险。

2017年作为典型“政策市”的房地产业在限购政策、行业供求关

系和库存因素等影响下，将逐步进入重新调整阶段，给经济运行带来下行压力，新的调控政策无疑将使房地产开发投资及相关产业增速进一步减缓。与此同时，世界经济复苏持续疲弱，外需大幅改善的概率较小。基础设施投资仍然是稳增长的主力，但在高基数以及财政收入放缓的背景下，再上台阶的概率甚微。因此，总体上内需将有所趋缓，而新产业新动能培育尚需时间；“三去一降一补”持续推进使制造业调整压力持续存在；新的政治周期也会给经济增长带来一定波动影响。总体来看，2017年将是中国经济持续筑底的一年，底部运行的长度将持续一年左右，2018年初宏观经济有望逐步回暖。

我们认为2017年GDP实际增速将微降至6.5%，比2016年下滑0.2个百分点，一季度GDP实际增长6.6%，全年走势呈现前高后低态势；2017年固定资产投资增速进一步回落至8.2%，1-2月投资增长8.1%左右，基建投资仍是主力；消费需求稳中趋缓，全年增长10.2%左右，1月份消费增长10.3%左右；出口下滑幅度进一步收窄，但总体依然延续下滑态势，全年同比下滑2.7%左右，考虑到基数较低，1月份出口同比增幅有望短期转正。价格中枢有所上移，全年CPI上涨2.1%，考虑到1月份为春节，扣除季节性因素，考虑基数效应和新涨价因素，预计1月CPI上涨2.9%。2017年PPI同比将呈现前高后低走势，全年上涨1.9%。

虽然经济呈现持续的底部企稳的态势，但运行中仍存在不少突出矛盾和问题，尤其是金融风险不断聚集等。基于此，结合中央经济工作会议，我们认为2017年经济工作将围绕六大方向展开，一是经济政策的重心将更注重防风险；二是在稳中向好的基本面下深化供给侧结构性改革，促进经济增长提速增效；三是防风险背景下，稳健的货币政策将中性偏紧；四是财政政策积极有效，更加注重结构性调控功能；五是对于经济与民生均影响颇大的房地产领域，房地产调控要注重“稳”，促进其平稳健康发展。六是制定“防风险、守底线”策略，稳步化解我国债务风险。

一、经济“L”型底部持续运行，延续“稳中向好”态势

2016年作为“十三五”的开局之年和供给侧结构性改革的元年，中国经济继续呈现增速放缓态势，但随着供给侧结构性改革逐步显效，在基建投资、住房和汽车需求全面回暖等综合作用下，宏观经济呈现底部企稳迹象，经济平稳收官。12月经济运行数据显示，虽然经济

下行压力仍存，但经济总体延续“稳中向好”态势，结合之前我们对中国经济增长的判断，宏观经济依然处于“L”型底部。

表 1 2016 年四季度中国宏观经济核心指标一览表

核心指标	2014	2015	2016 年（累计）				最新变化
		4 季度	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	
GDP 同比（%）	7.3	6.9	6.7	6.7	6.7	6.7*	↔
工业增加值同比（%）	8.3	6.1	5.8	6.0	6.0	6.0*	↔
固定资产投资（%）	15.7	10.0	10.7	9.0	8.2	8.3*	↑
全社会消费品零售额（%）	12.0	10.7	10.3	10.3	10.4	10.3*	↓
出口同比（%）	4.9	-1.8	-4.2	-2.1	-1.6	-7.7	↓
进口同比	-0.6	-13.2	-8.2	-4.7	-2.3	-5.5	↓
贸易顺差（亿元）	23489	36865	8102	16720	25852	33473	↑
M2 同比（%）	12.2	13.3	13.4	11.8	11.5	11.3	↓
社会融资规模（亿元）	164571	154086	65859	97539	134663	178000	↑
CPI（%）	2.0	1.4	2.1	2.1	2.0	2.0	↔
PPI（%）	-1.9	-5.2	-4.8	-3.9	-2.9	-1.4	↑

注：↓、↑、↔分别表示与 2016 年上半年相比，3 季度指标出现下降、上升或持平 *表示预测数值。

（一）2016 年实际 GDP 增速有望保持 6.7%，名义 GDP 增速有所回升

2016 年四季度和全年 GDP 同比增长有望达到 6.7%，维持我们前期的预测，落在中央全年 6.5%-7%的目标增长区间内，虽然低于 2015 年全年水平和同期水平，为 2009 年 3 月以来的历史低值。但季度 GDP 累计增速均为 6.7%，全年短期走出“L”型，环比增速均有所改善，显示经济底部企稳迹象明显。与此同时，名义 GDP 增速达到 7.7%，连续 5 个季度回升。反映供求水平的 GDP 平减指数持续为正，表明实体经济持续回稳的态势。

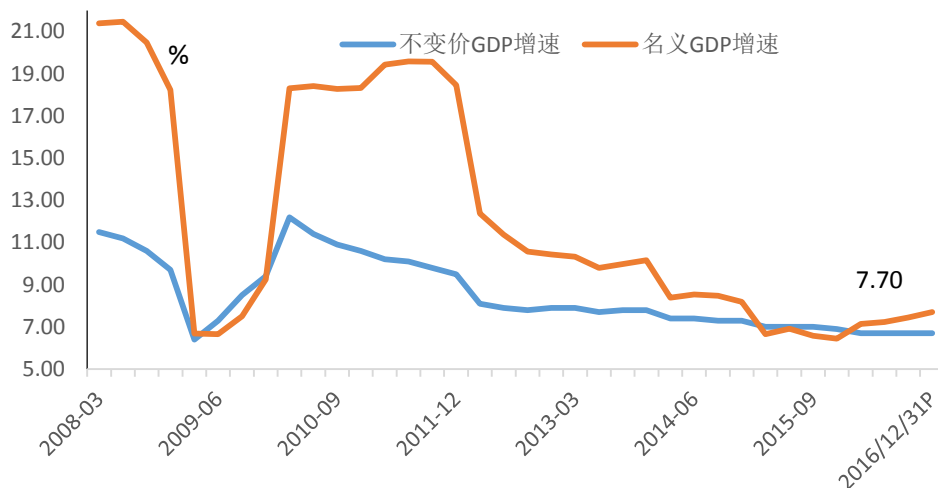


图1 2016年GDP走势平稳，全年短期走出“L”型

(二) 高频数据略有回落，工业生产稳中趋缓

从高频数据来看，12月六大发电集团耗煤量同比增长8.3%，比上月回落0.4个百分点。截止1月12日，1月30城市地产销售面积同比下降13.3%，高于12月同比-25.1%。中汽协12月乘用车销售同比增速9.1%，明显弱于11月的17.2%，体现出政策微退前的合理走势。高频数据显示工业生产表现较上月有所。与此同时，PMI指数以及生产指数比上月略有回落，尤其是生产指数结束连续四个月加速扩张后回落至53.3%，比上月回落0.6个百分点。大宗商品供需指数(BCI)为0.49，虽然仍处于扩张区间，但比上月有所回落，显示制造业扩张态势受到一定影响。虽然去年的基数较低，但总体来看，规模以上工业增加值增速小幅回落，12月份为6.1%，全年累计增长6.0%。

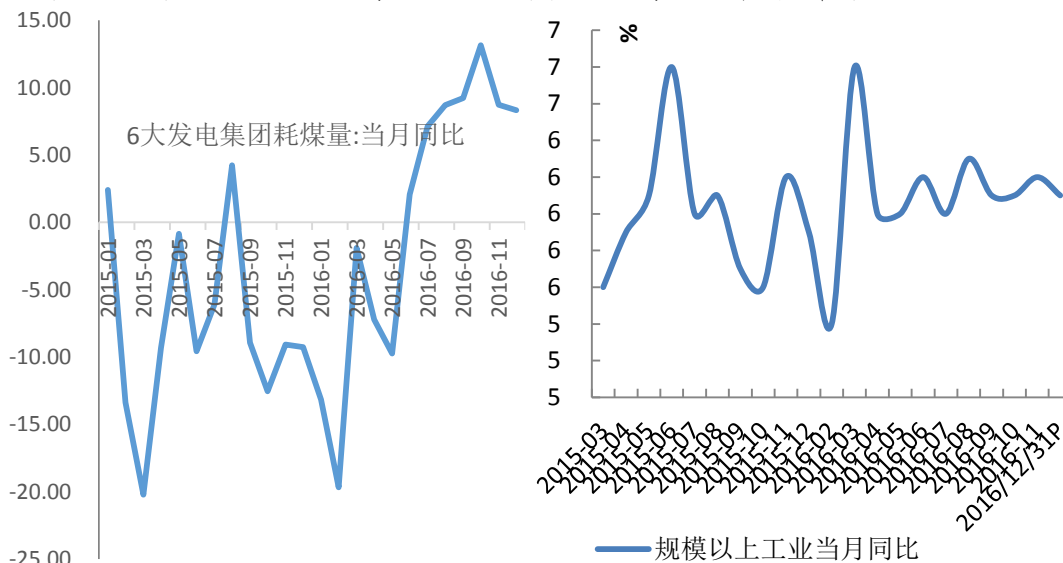


图2 六大发电集团耗煤量同比下降，规模以上工业增加值同比小幅回落

（三）出口下滑超出预期，进口增速有所回落，外需对经济增长贡献将持续为负

出口持续下滑，下滑幅度进一步扩大。高基数拖累同比增速，但环比数据好转。12月以美元计价的出口贸易下滑6.7%，跌幅比上月扩大4.9个百分点，但环比进一步改善，由上月的3%扩大至6.7%。与美日欧制造业PMI指数持续回升显示的外部经济改善有所背离，与PMI中新出口订单指数回落趋势一致，导致12月贸易数据回落的主要原因是高基数。

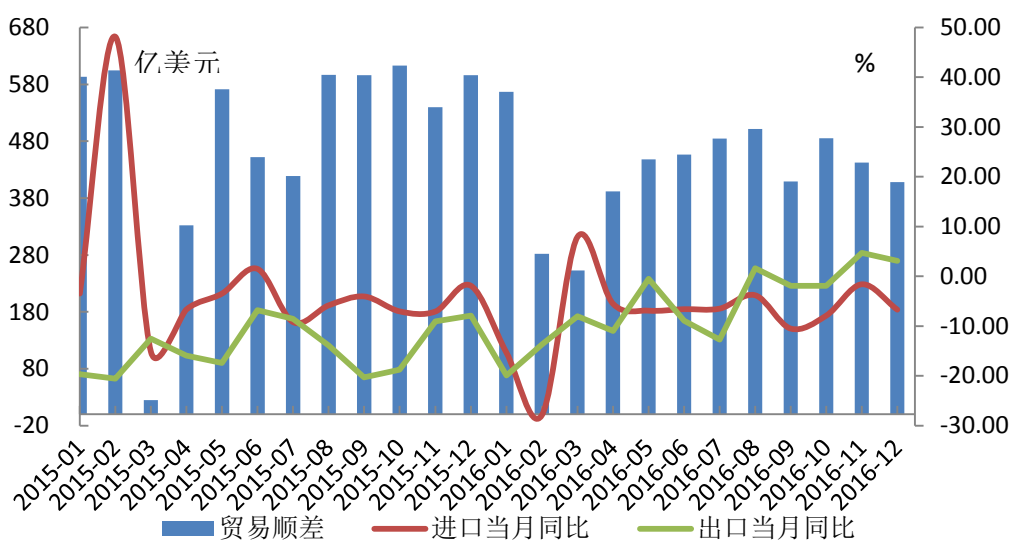


图3 出口下滑超预期，衰退式顺差持续

分地区看，主要贸易伙伴中，对美国出口进一步下滑至5.1%，对欧盟和日本出口由正转负，而对韩国出口增速由下滑转为增长8.3%。对新兴经济体出口下滑明显，可能跟美元升值背景下新兴经济体货币贬值等因素有关，在2017年美元加息背景下，这一现象可能仍将持续。分产品看，高技术产品和机电产品跌幅扩大。

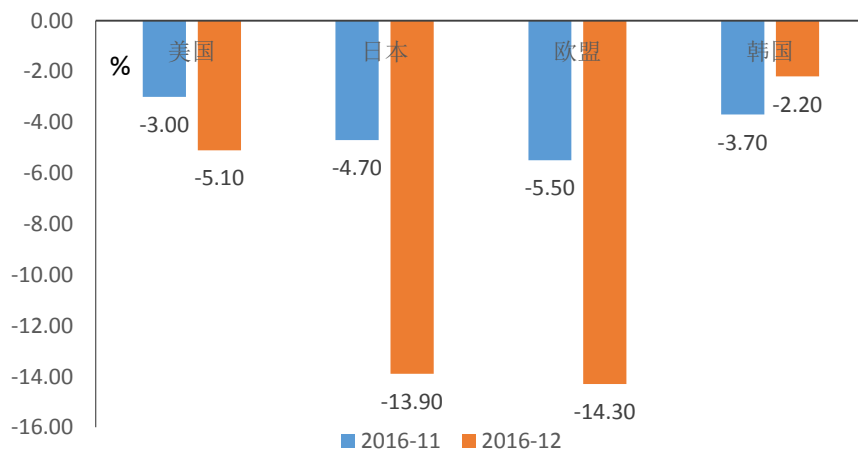


图4 主要出口国出口恶化

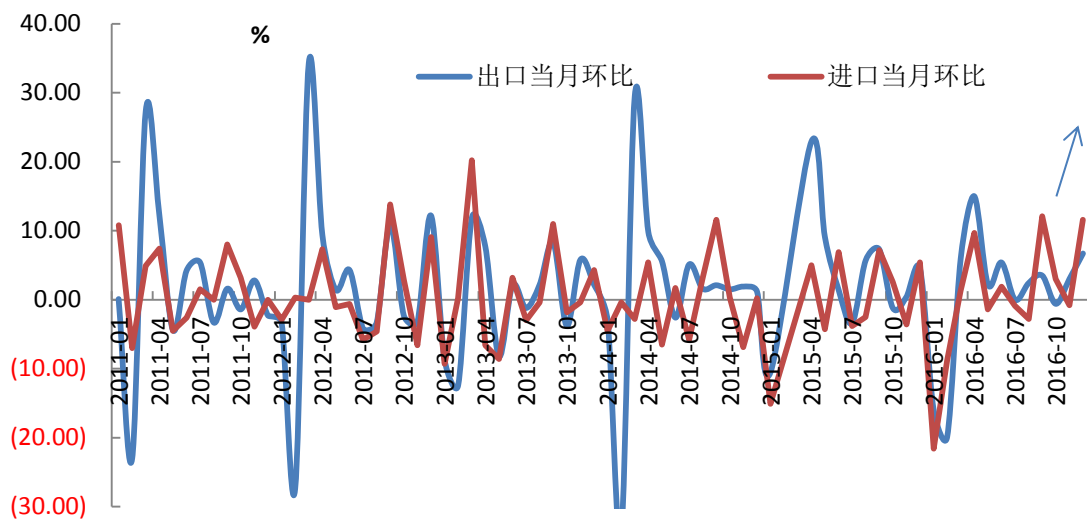


图 5 进出口环比均有所改善

进口增速有所回落，但进口金额回落幅度整体小于进口数量回落幅度。12月，进口增长由上月的4.7%回落至3.1%，大宗商品中铁矿石、原油、钢材等商品进口数量同比增速分别为5.0%、9.1%和7.6%，较上月回落7.0、9.3和13.7个百分点，但三种商品美元计价进口金额同比增幅回落10.8、0.6和5.1个百分点，进口金额回落幅度整体小于进口数量回落幅度，反映商品价格同比增速扩大对进口金额增速仍有一定的支撑作用。2017年大宗商品价格整体大概率高于2016年，将推高进口金额，相应压缩贸易顺差规模。

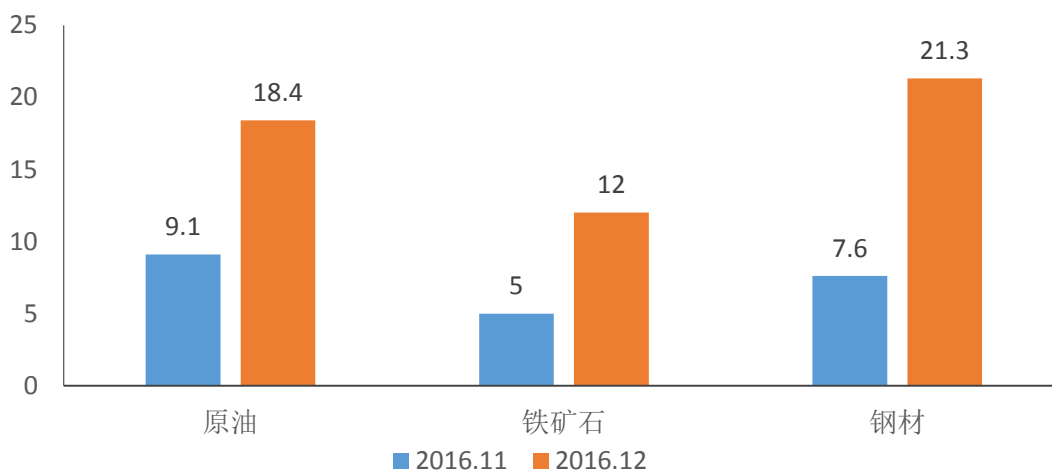


图 6 主要进口商品数量增速下滑

衰退式贸易顺差颓势不减。12月贸易顺差408亿美元，低于预期的476亿美元，比11月446亿美元下降。四季度贸易顺差同比下降23.6%，跌幅比3季度的13.4%进一步扩大。2016年全年贸易顺差5100亿美元，比2015年减少839亿美元，下降14.1%，净出口对GDP

贡献持续为负。

考虑到外贸先导指数有所回升，12月份为37.4%，比上月回升0.5个百分点，美日欧经济体PMI进一步改善，同时考虑的去去年基数较低（出口同比下滑19.9），预计2017年1-2月份贸易数据将会出现改善迹象。

（四）居民消费价格比上月小幅回落，“煤飞色舞”推动PPI回升超预期

蔬菜等食品价格涨幅回落带动12月CPI涨幅同比小幅回落。12月CPI同比增长2.1%，涨幅较上月回落0.2个百分点，环比上涨0.2%。剔除食品和能源后的核心CPI同比上涨1.9%，与上月持平，剔除鲜菜和鲜果的CPI则比上月涨幅扩大0.1个百分点。其中，食品价格和非食品价格分别同比上涨2.4%和2%，环比分别上涨0.4%和0.2%。从食品和非食品因素来看，由于气温总体偏高，鲜菜等食品价格涨幅低于历史平均水平（近五年的平均水平为9.6%），是CPI同比有所回落的主要原因，鲜菜价格涨幅由上月的15.8%下降至2.6%，对CPI的影响减少了0.3个百分点。而非食品因素中，医疗保健、其他用品和服务、教育文化和娱乐等服务类价格涨幅较快，12月同比涨幅分别为4.6%、4%和2.3%，医疗保健和教育文化娱乐价格涨幅分别比上月扩大0.2和0.1个百分点。从环比来看，交通、通信类，医疗服务环比涨幅较大。2016年CPI同比上涨2%，涨幅比上年扩大0.6个百分点，与我们之前的预测一致（见四季度宏观论坛）。

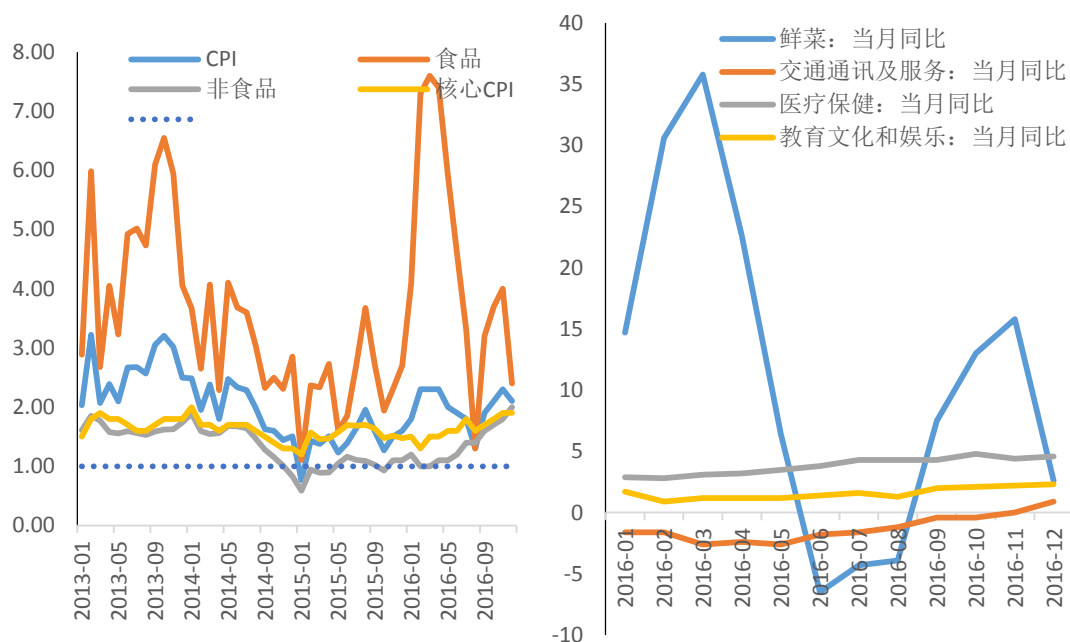


图7 鲜菜价格涨幅低于历史均值是CPI同比回落的主要原因

受煤炭、钢铁、原油价格上涨带动，工业生产类价格持续上涨，PPI 涨幅超出预期。全年 PPI 累计下滑 1.4%，降幅比上年同期收窄 3.8 个百分点。12 月 PPI 同比上涨 5.5%，涨幅比上月和上年分别扩大 2.2 个百分点和 11.4 个百分点，环比上涨 1.6%。从其构成来看，各类工业品价格出现普涨，而煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、黑色金属采矿业等上游采掘类生产资料价格涨幅扩大是 PPI 快速上涨的主要动力，这三大行业的价格均保持超过 10% 涨幅，带动采掘类生产资料价格涨幅由上月的 14.8% 快速攀升至 21.2%。全年 PPIRM 降幅为 2%，比上年同期收窄 4.1 个百分点，12 月当月 PPIRM 从上月的 3.5% 上涨至 6.3%。其中，从八大类构成来看，黑色金属材料、有色金属材料以及燃料动力类等上游端价格上涨带动 PPIRM 同比上涨 6.3%。总体来看，受去产能和原油等国际大宗商品价格反弹影响，上游行业价格上涨带动 PPI 大幅回升，但 PPI 对中下游行业的传导效用并不明显。

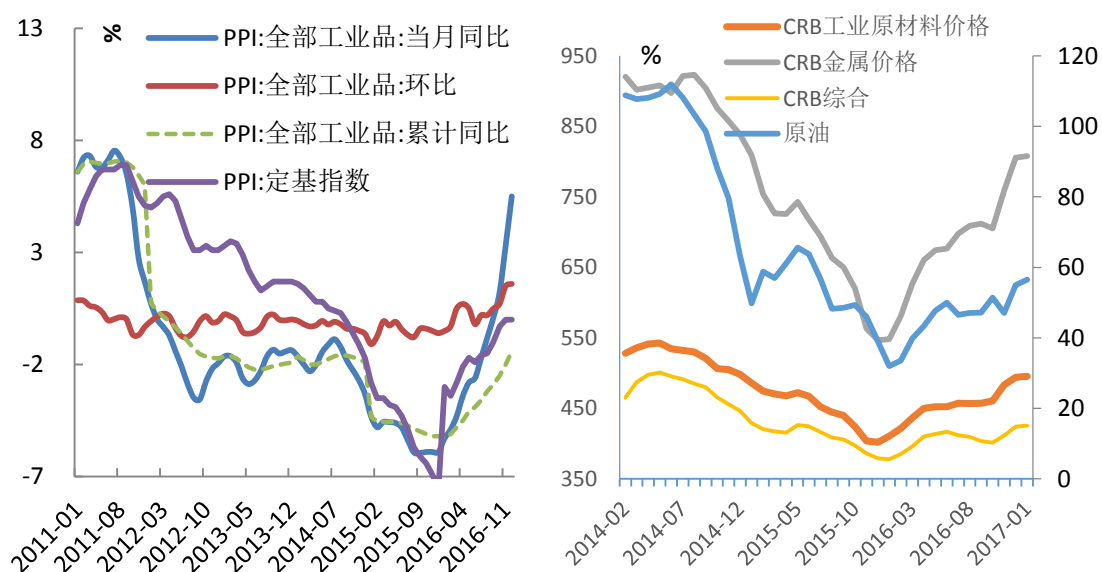


图 8 PPI 同比超预期，去产能、原油等价格上涨是推动 PPI 回升的主要力量

(五) 金融数据增速超预期，企业中长期贷款回升，M1-M2 进一步回落，资金“脱虚向实”进一步改善

12 月信贷和融资数据超预期，企业整体融资需求改善明显，居民信贷受房地产调控影响小幅减少；M1-M2 增速进一步回落，资金流向有所改善。

实体经济融资需求改善，经济企稳动能增强。12月，新增人民币贷款1.04万亿，明显超出市场预期，贷款余额同比增速上涨至13.5%。其中，新增企业中长期贷款由上月的2018亿元大幅攀升至6954亿元，处于年内次高点，这也是新增人民币贷款超预期的主要原因，这说明经济持续筑底过程中企业信贷需求有所改善。房地产调控效果渐显，新增居民中长期贷款4214亿元，较上月回落1475亿元，这与商品房销售面积回落态势一致(12月30大中城市销售面积同比下滑22.7%)。

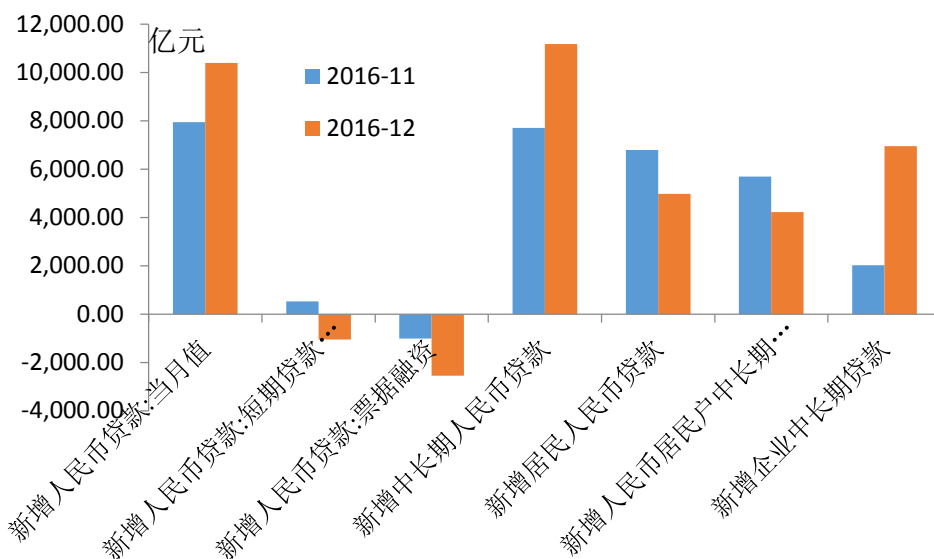


图9 企业中长期贷款大幅攀升带动新增人民币贷款超预期增长，房地产调控效果渐显

新增社会融资规模超预期，全年增速基本符合目标。社会融资余额全年同比增长12.9%，基本符合全年13%的增速目标。12月，新增社会融资总量1.63万亿，虽然比上月有所回落，但结构变化说明实体经济融资需求有一定改善。委托贷款、信托贷款和未贴现票据均有明显增加，尤其是新增表外融资超过7000亿元。而债券融资受近期发行利率走高，债市波动加大等影响减少1000亿元，人民币贬值压力加速推动外币贷款持续减少。

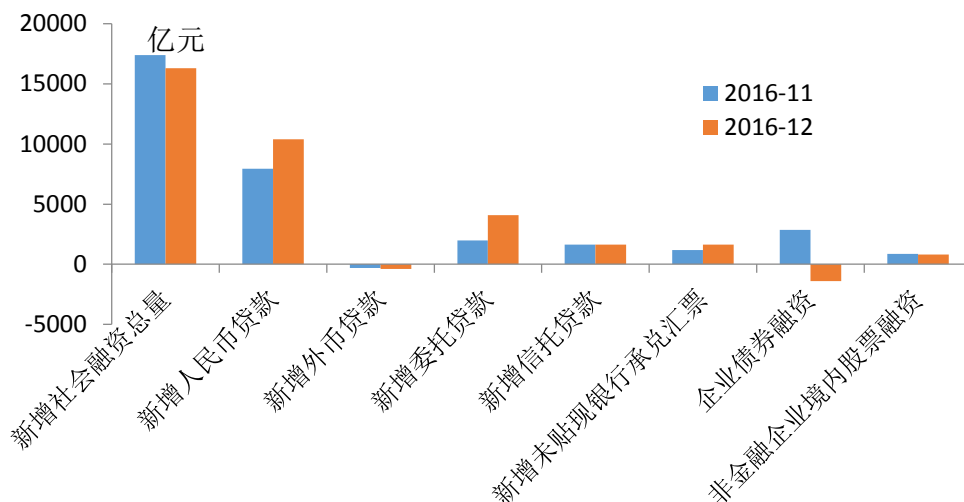


图 10 新增社会融资规模中实体经济融资需求有所上升

M1、M2 剪刀差持续收窄，资金脱实就虚改善。12 月份，广义货币(M2)余额 155.01 万亿元,同比增长 11.3%，增速分别比上月末和上年同期低 0.1 个和 2 个百分点；狭义货币(M1)余额 48.66 万亿元,同比增长 21.4%，增速比上月末低 1.3 个百分点，比上年同期高 6.2 个百分点；M1、M2 剪刀差为 10.1%，虽然仍处于近几年的高位，但已连续 6 个月保持下滑态势，反映随着金融去杠杆持续、房地产调控政策效果显现，资金呈现“脱虚就实”趋势。

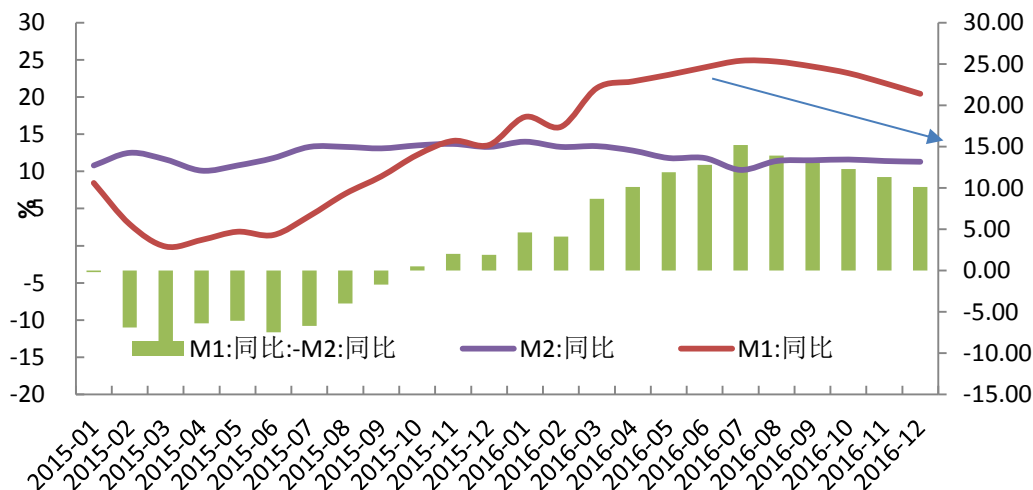


图 11 M1 与 M2 剪刀差持续收窄，资金流向有所

(六) 企业效益持续改善，宏观经济的微观基础发生变化

2016 年 2 月以来，在大宗商品价格触底反弹、去产能加速推进，企业补库存愿意增强等多种因素带动下，工业企业利润增长由负转正并持续增长，11 月效益指标进一步改善。

一方面，规模以上工业企业主营业务收入和利润总额增速持续提

升。2016年1-11月，规模以上工业企业主营业务收入累计同比增长4.4%，增速比上月提高0.5个百分点，比去年0.8%的增速提高3.6个百分点；规模以上工业企业利润总额累计同比增长9.4%，高于上个月增速0.5个百分点，相比去年下滑2.3%，有显著的提高，达到2014年8月以来的高点。



图 12 规模以上工业企业营收、利润进一步改善

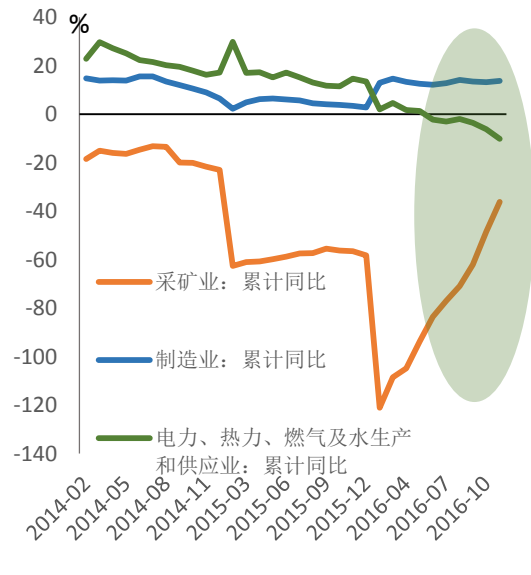


图 13 制造业、采矿业等盈利走势

另一方面，分行业来看，上游行业改善是工业企业效益改善的主要力量。分大类产业看，电力、热力燃气及水的供应业利润走势持续恶化，而制造业和采矿业利润走势均有不同程度的改善。1-11月，制造业利润增长13.7%，比上月和去年分别回升0.5个百分点和10.9个百分点。

在细分行业中，黑色金属冶炼及压延加工业，石油加工、炼焦及核燃料加工业，煤炭开采和洗选业等上游行业利润增长位列前三，分别增长274.7%、215%、156.9%，尤其煤炭开采利润同比增长比上月大幅提升96个百分点，均比去年全年大幅改善。从中下游行业来看，各行业利润走势不一，总体表现不如上游行业。以食品制造业、纺织业、家具制造业、通用设备制造业、专用设备制造业、汽车制造业为例，其利润增长分别为11.7%、4.4%、10%、1%、3.5%、12.7%，除纺织业、汽车制造业较上月增速有所回落外，其他行业利润增长均比上月有所改善。

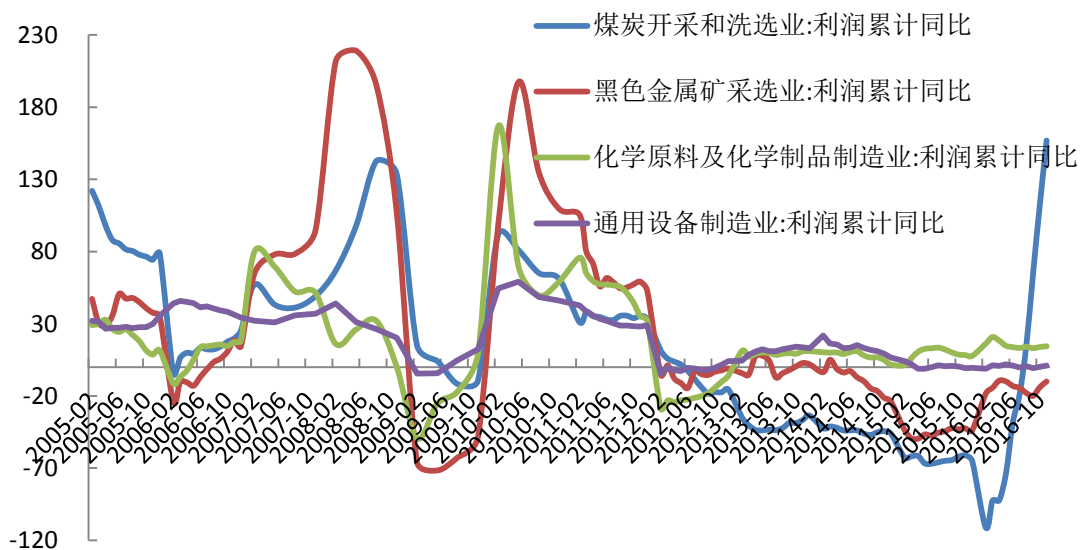


图 14 煤炭等上游行业是制造业盈利改善的主要力量

从不同性质的企业来看，国有控股企业和外商港澳台投资企业的利润走势均进一步改善。1-11 月，国有控股企业利润增长 8.2%，延续 9 月增速转正以来的持续改善态势，增速比上个月和去年全年分别提升 3.4 个百分点和 30.7 个百分点。私营企业利润同比增长 5.9%，有所改善但比上月回落 0.7 个百分点，连续 6 个月增速放缓。

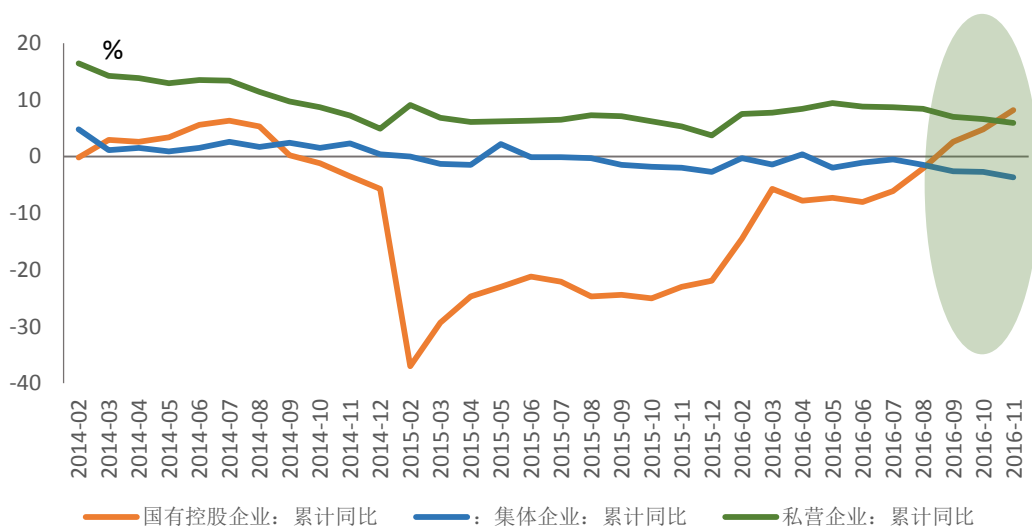


图 15 规模以上国有控股企业利润增长持续改善

与此同时，工业企业亏损企业数量和亏损额显著下降。1-11 月份亏损企业数量增速下降至 0.2%，比上月下降 0.5 个百分点，比上年的 20.6% 显著下降。

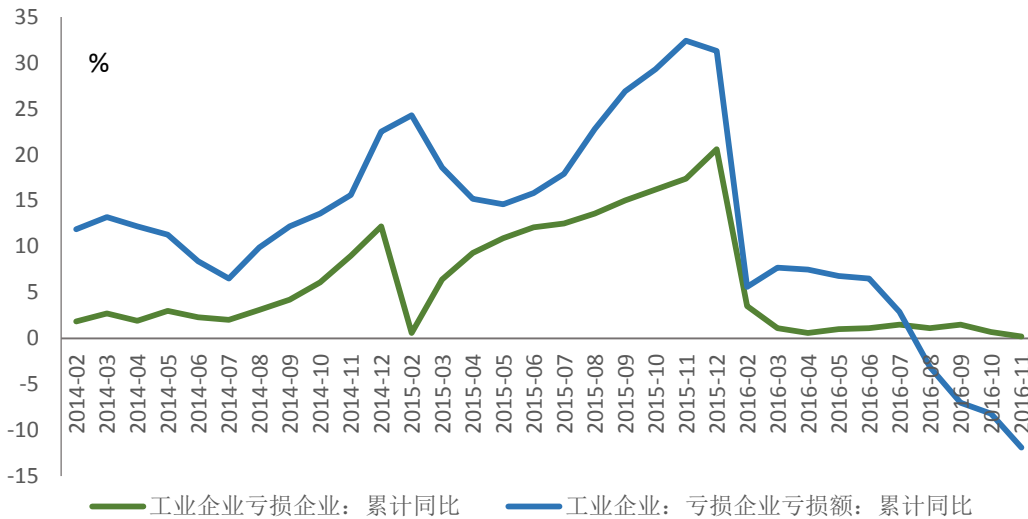


图 16 规模以上亏损企业和亏损额大面积减少

(七) 市场预期有所好转，主要景气指标有所改善

从采购者经理人指数来看,12 月份中采 PMI 和财新 PMI 走势有所分化,但二者均处于年内景气较高区间,尤其是财新 PMI 达到 2013 年 1 月份以来的高点。中采 PMI 为 51.4%,虽然较上月回落 0.3 个百分点,但为年度内次高,依然处于较高景气区间。从分项指标来看,需求端平稳而供给侧收缩,原材料价格持续上涨,新订单指数与上月持平,仍维持在 53.2%的水平,生产指数较上月有所下滑。财新 PMI 为 51.9%,比上月回升 1 个百分点,达到 2013 年 1 月以后的高点。整体来看,制造业整体运行较为平稳。

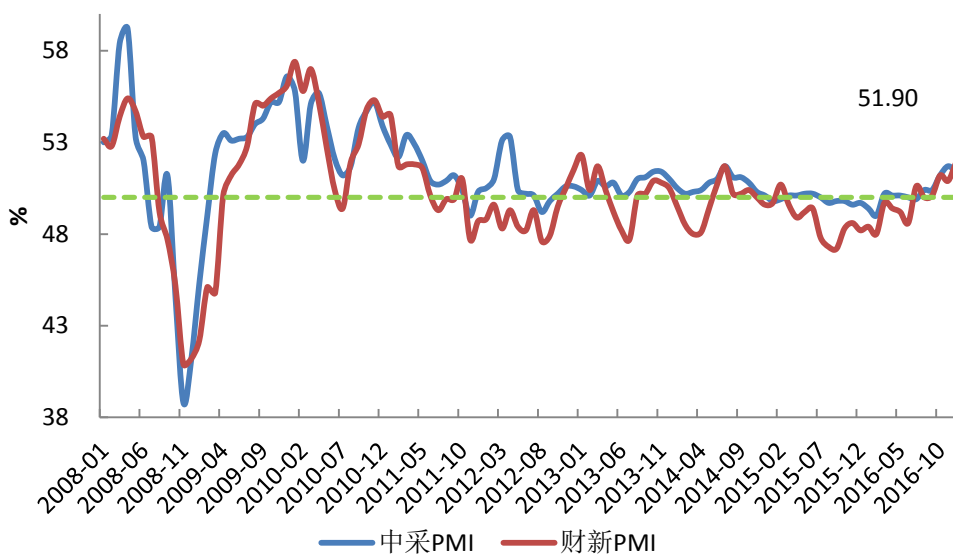


图 17 中采 PMI 和财新 PMI 走势略有分化

从宏观经济景气指数来看,11 月份宏观经济一致指标和先行指

标分别为 94.4 和 100，分别比上月提高 0.2 个百分点和 0.4 个百分点，说明未来一段时间经济底部企稳的迹象有望延续。

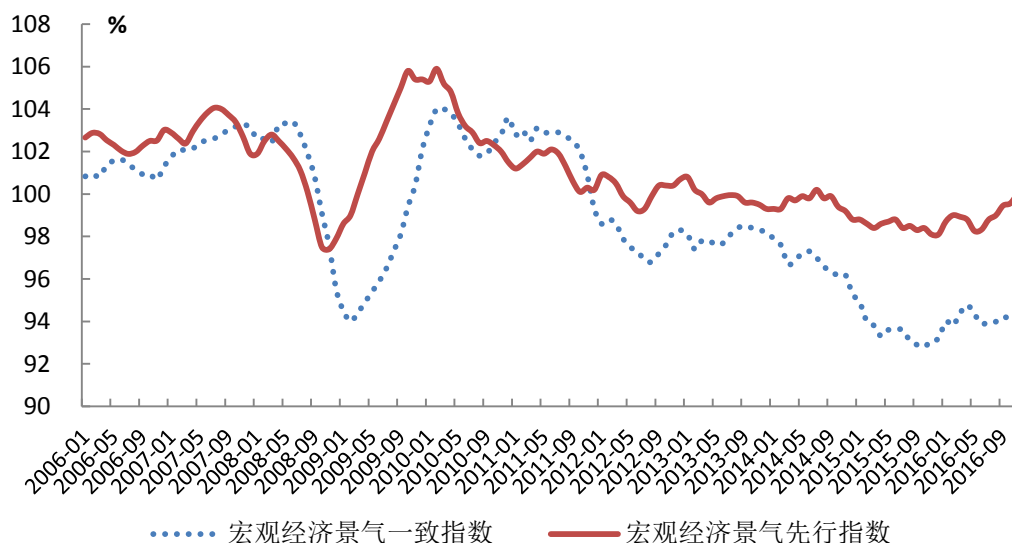


图 18 宏观经济景气指数进一步改善

从各类微观主体信心指数来看，经济延续持续企稳态势。居民未来收入信心指数、企业家信心指数以及银行家宏观经济信心指数三大信心指数表示各类微观主体对宏观经济信心持改善态度，四季度银行家信心指数和居民未来收入信心指数分别为 53.7%和 54.9%，均比上个季度有大幅提升，前者达到 2014 年二季度以来的高点，后者则是 2013 年一季度以来的新高。

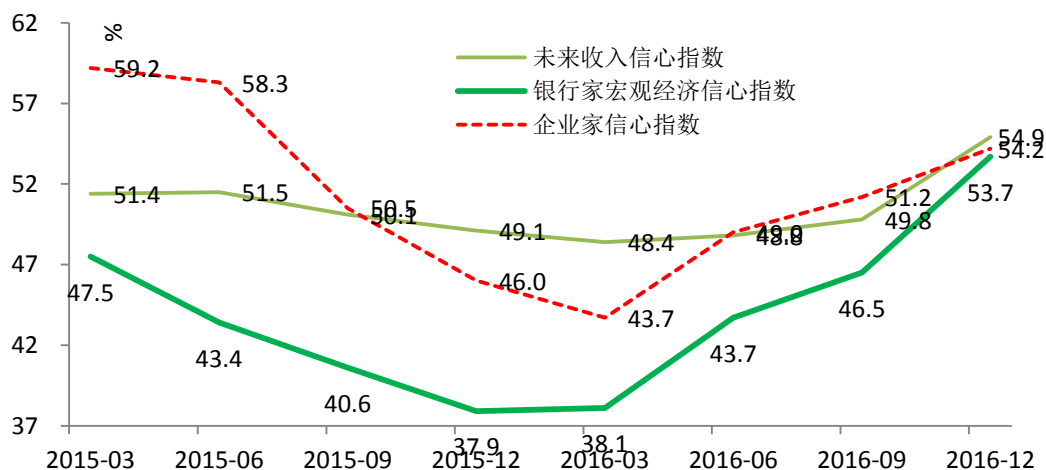


图 19 各类信心指数均有进一步改善

(八) 人民币汇率贬值幅度有所收窄，外汇储备降幅趋缓

人民币贬值预期的存在，使得在岸即期汇率收盘价在大部分时间低于中间价，造成人民币汇率“易贬难升”。12 月份，人民币对美元汇率贬值幅度和波动相对小于上月，外汇储备持续下滑，但降幅收窄。

人民币对美元汇率保持贬值态势，由于美联储加息预期落实，美元上行幅度有所减小，人民币兑美元贬值幅度有所收窄，12月份人民币兑美元平均汇率和期末汇率分别为6.9182和6.9370，分别比上月贬值1.18%和0.7%，相对于上月的贬值幅度1.38%和1.81%均有不同程度下降。2017年1月份受外汇政策（新的换汇政策、中国在对外并购、直接投资等资本管制收紧）等影响，人民币小幅升值。



图 20 人民币贬值幅度有所收窄

外汇储备规模延续减少态势，但降幅趋缓。12月底外汇储备为30105.17亿美元，较上月下降了410.81亿美元，外储连续六个月缩水，但降幅比上月收窄了280亿美元。2016年全年外汇储备下降3198.44亿美元，降幅比2015年收窄1928.12亿美元。从2016年外汇储备的走势来看，年初外汇储备并没有延续2015年三季度以来持续大幅下降的趋势（除2015年10月出现单月上升之外，其他各月均有400亿美元以上的下降），而是呈现双边波动特征¹。四季度，随着美国大选黑天鹅事件的冲击、各国经济政策的调整、美国加息持续升温、美元走强等，人民币贬值压力加大，10月份以来外汇储备降幅持续走扩。随着中国在对外并购、直接投资等外汇管制收紧政策作用的逐步显现，外汇流出的速度将逐步降低，12月份外汇流出降幅由上月690.57亿美元收窄至410.81亿美元。考虑到未来人民币汇率贬值的压力持续存在，2017年央行或持续执行“宽进严出”的外汇管理措施。

¹我们认为，外汇储备相对稳定的原因，一方面与世界经济复苏乏力的情况下，全球缺乏好的投资标的有关；近期，英国脱欧、英国降息以及日本货币放宽，一方面推动了欧元、日元等主要货币的贬值，另一方面在一定程度上降低了海外资产的吸引力。相对而言，中国经济依然处于筑底前行中，国内基本面相对比较稳定，外汇储备和人民币汇率走势均呈现一定程度的企稳。

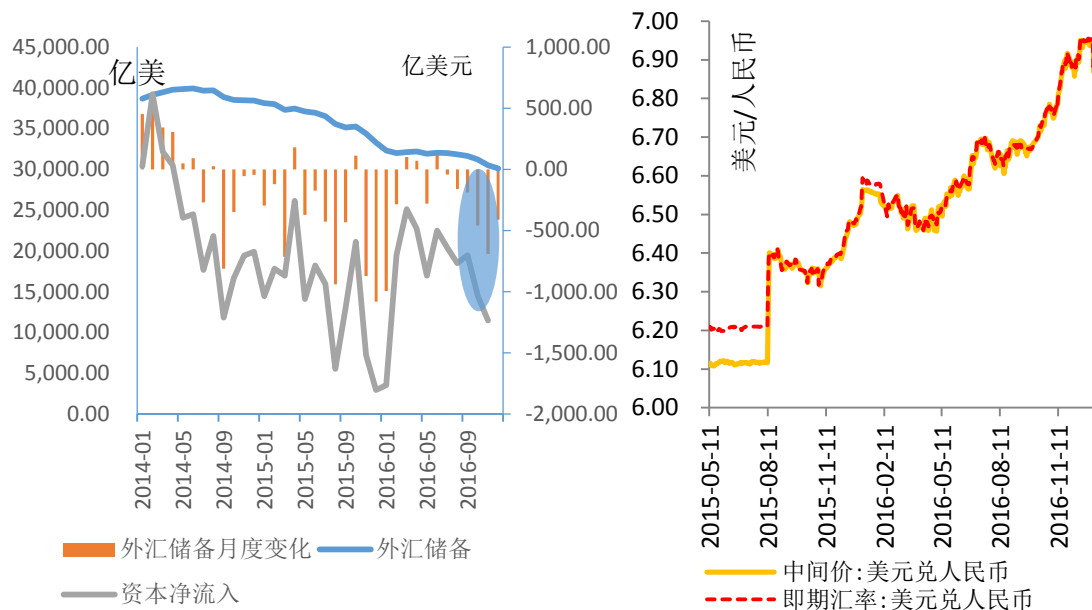


图 21 外汇储备变动和资本流动情况

二、经济企稳基础并不牢固，经济运行仍需关注“新忧旧患”

12 月经济数据总体延续“稳中向好”趋势，但经济运行中深层次问题并没有解决，不仅旧患犹存，而且又添新忧，宏观经济仍具有巨大的不确定性和潜在风险。总体上我们认为 2017 年仍需要关注两大新忧和五大旧患。

（一）经济运行中的两大新忧进一步加剧

1、原材料购进价格大幅攀升，价格传导机制不畅通，制造业盈利改善态势或有反复

12 月份，PPI 和 PPIRM 涨幅超预期，并延续上个月购进价格指数涨幅大于出厂价格指数的态势；而 CPI 相对上月涨幅有所回落，价格传导机制的不畅通进一步显现，CPI 与 PPI 二者之间的剪刀差由上月转负后进一步扩大至-3.4%，中上游价格成本无法向下游终端需求环节传导，进一步挤压中下游行业的盈利空间。

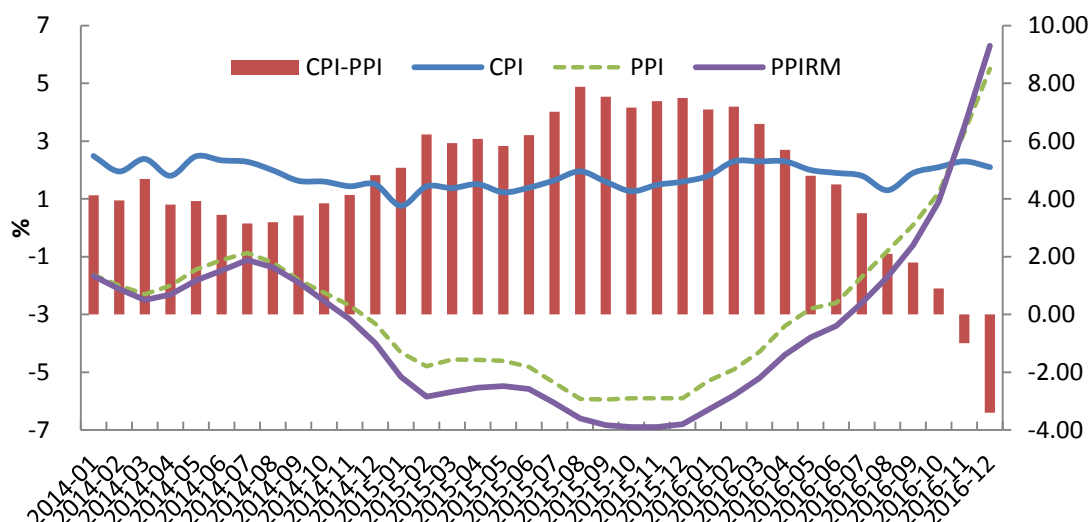


图 22 购进价格指数大幅攀升，价格传导机制不畅通

与此同时，12月 PMI 中原材料购进价格指数由上月的 68.3% 大幅攀升至 69.6%，而企业生产经营预期指数则大幅回落了 6 个百分点，跌落至 49.5% 的景气线之下。新订单指数虽然与上月持平，但新出口订单指数却进一步下滑，企业需求并没有明显改善。由于制造业仍处调整周期，企业盈利改善并非由于基本面实质性改善和需求提升带来，而是去产能带动生产收缩、大宗商品价格、原材料价格回升引致。而当前原材料购进价格大幅攀升，而企业也面临资金周转、还债压力等困境，未来不排除制造业盈利恶化的可能。

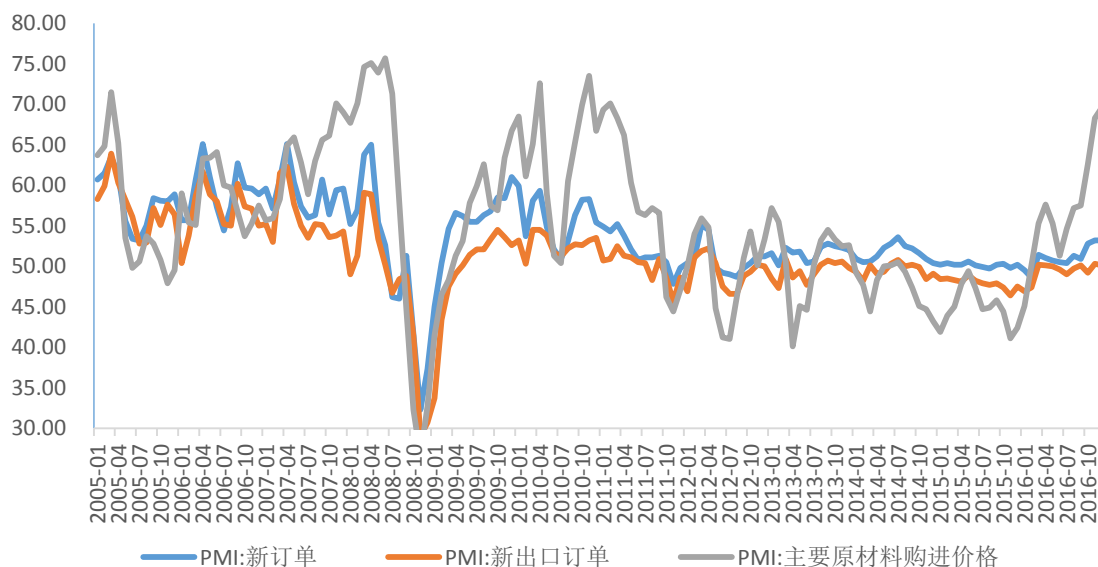


图 23 企业需求并没有明显改善，原材料购进价格快速攀升

2、利率中枢有所上移，企业实际融资成本抬升

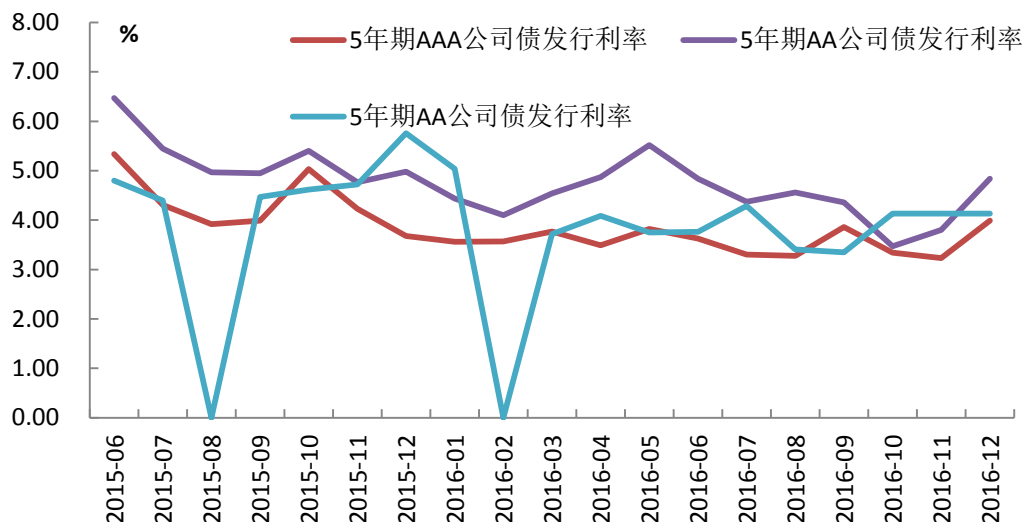


图 24 近期市场发行利率有所上行

无论是从债券发行利率，还是银行间拆借利率抑或是国债收益率均有不同程度回升。12 月份，银行间市场同业拆借加权平均利率和质押式债券回购加权平均利率为 2.44%和 2.56%，分别比上月和上年同期提高 0.18 个和 0.61 个百分点；5 年期 AAA 公司债平均发行利率达到 3.99%，比上年同期高出 0.3 个百分点。10 年期的国债收益率当月平均收益率为 3.15%，比上月回升 0.4 个百分点。与此同时，长三角票据直贴利率也有大幅攀升。利率中枢的上移，将抬升实体经济融资成本。

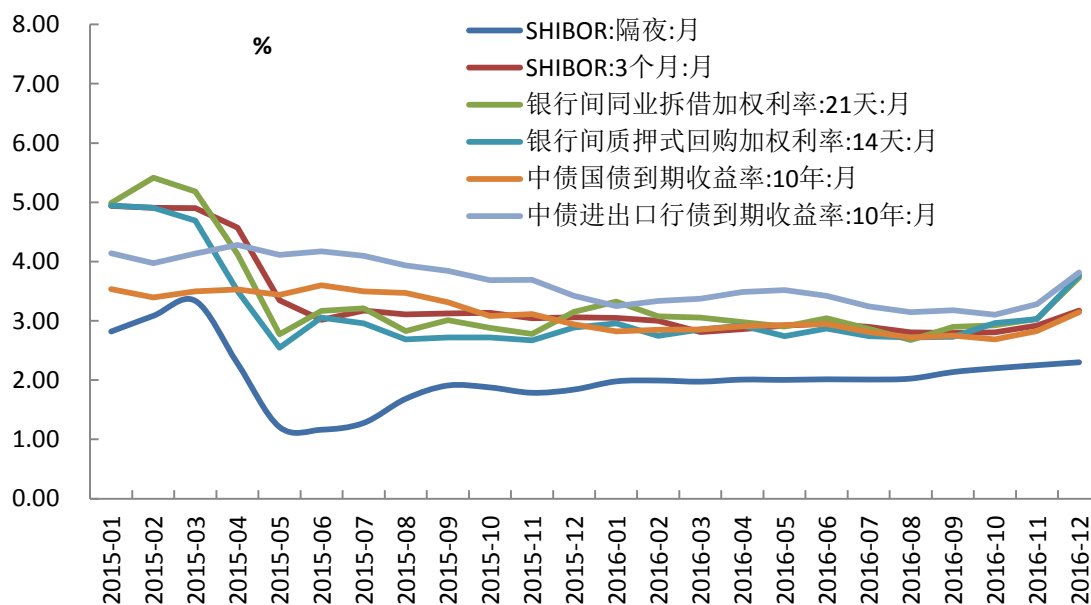


图 25 银行间市场拆借利率和收益率均有抬升

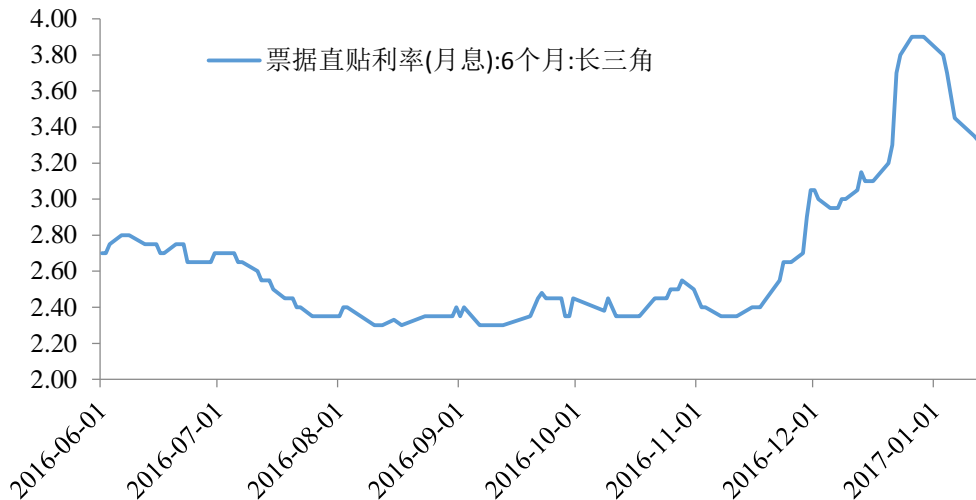


图 26 反应实体融资的长三角票据直贴利率有所上行

(二) 经济运行中的五大旧患仍存

1、去杠杆背景下国有企业和私营企业负债率走势进一步分化，资源配置效率有所恶化

从资产负债率指标来看，2016 年以来规模以上工业企业总体杠杆水平微幅下降，但是国有企业和私营企业去杠杆态势不一²，前者杠杆率进一步上升，而私营部门则持续去杠杆。1-11 月，全国规模以上工业企业资产负债率为 56.1%，比上年同期和年初分别下降 0.2 和 0.7 个百分点；国有控股企业资产负债率为 61.6%，比上月和上年同期分别上升 0.1 个百分点和 0.2 个百分点；私营企业资产负债率为 51.1%，比上月的 51.4%和年初的 52.7%均有明显下降。

² 从历史情况来看，近几年工业企业的资产负债率基本稳定在 47-58%左右，但是在经济处于低谷期，稳增长主要政府相对可控但是无效、同时也负有社会维稳责任的国有企业部门投资来保增长，因此国有及国有控股企业的资产负债率由金融危机之前的 56%左右上升至目前的 60%以上；私营经济并没有很深的介入政府主导的逆周期调控，基本上是顺应了经济的自然周期进行债务收缩，因此资产负债率由危机前的 58%左右下降至目前的 51%左右。

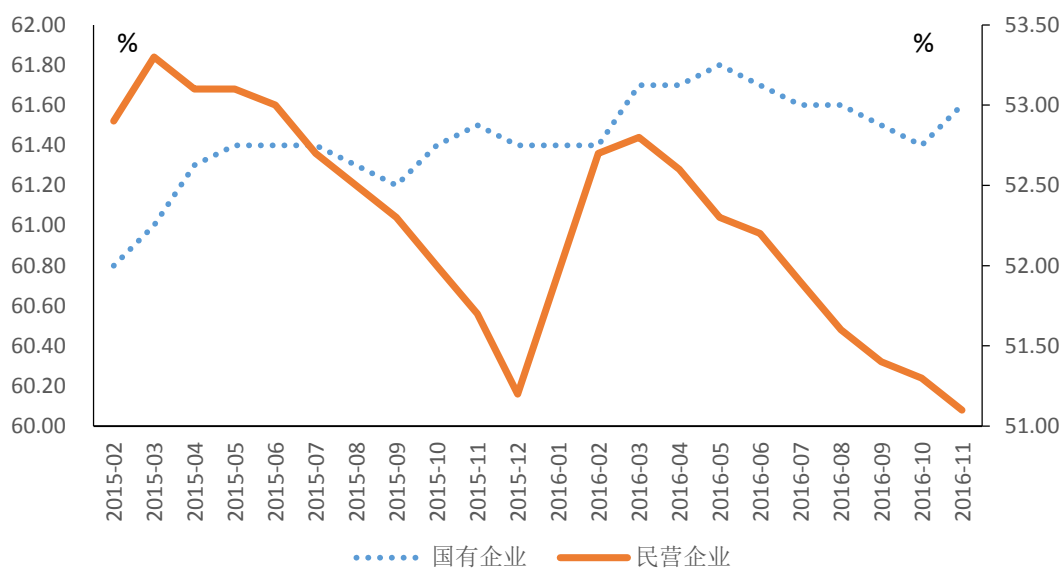


图 27 规模以上国有控股企业和民营企业去杠杆进程持续差异

这说明，随着经济结构调整和国有企业改革推进，国有经济在国民经济中的比重虽然有所下降，但在资源配置中的地位却是不断增强的。虽然国有企业的总资产贡献率明显低于民营企业，而信贷资源却大多投向国有企业，体现在国有企业（尤其是地方国企和平台公司）的债务风险快速累积，在一定程度上导致资源配置效果降低。与此同时，国有企业改革与国有企业债务化解的矛盾也不断凸显，加大了对宏观经济的冲击。

2、债务风险尤其是非金融企业债务风险进一步抬升，随着“三去一降一补”推进力度加码，加剧过剩行业信用风险加速释放

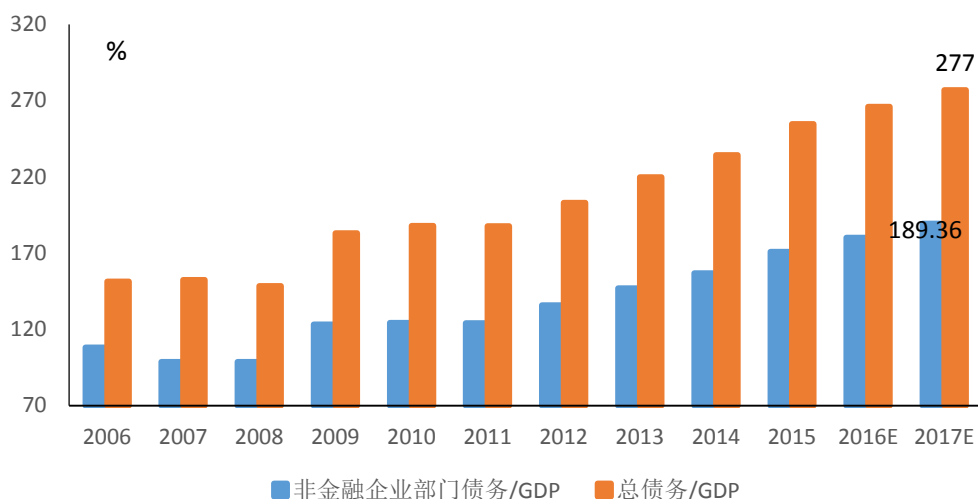


图 28 非金融企业部门债务/GDP 持续攀升

根据国际清算银行的最新数据，2016 年上半年，我国非金融部门债务/GDP 为 254.9%，比一季度进一步抬升，比 2008 年的 147% 上升

了 107.9 个百分点。与世界主要国家相比，已超过美国、韩国，也高于同等发展水平国家。其中非金融企业部门债务/GDP 为 167.6%，远高于 95%的世界平均水平、106.4%的新兴市场国家平均水平和发达国家平均水平。无论是国际比较还是自身发展来看，我国的债务水平尤其是非金融企业债务水平已经积累到相当程度。

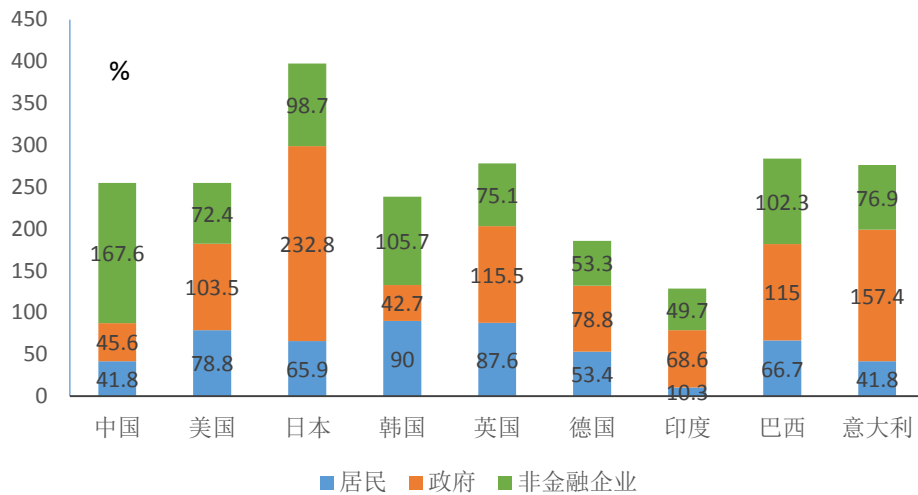


图 29 2016 年上半年国内外债务率水平比较

事实上，近两年来债务风险多点爆发，不论银行贷款、信托贷款还是债券市场，违约事件频繁发生。据中诚信国际统计，2016 年发生违约的债券达到 70 只，涉及发行人共 33 家，违约金额共计 342.58 亿元，已超过 2014 年-2015 年合计违约金额的 3 倍。违约率从 2015 年的 0.45% 上升到 0.6% 以上，近两年随着债券市场发行增量扩容，目前在社会融资规模中，债券融资已成为仅次于人民币贷款的第二大融资渠道，而信用风险也随之不断累积。

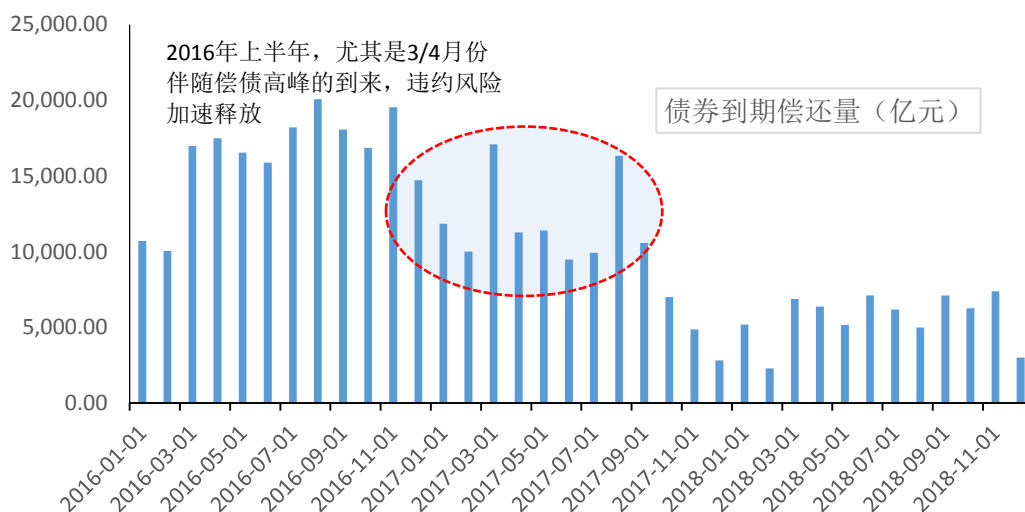


图 30 2017 年前三季度仍是债务偿还的高峰期

2017年仍是去产能、调结构的重要时期，去产能加码扩容，去杠杆路径将采取市场化、法制化的方式。随之而来的或将是过剩产能企业信用风险的进一步释放。目前从民企到国企，从煤炭、有色到汽车制造，违约事件和信用风险事件爆发频率均有所升级，更加说明了随着经济持续筑底，结构调整和过剩产能出清推进，违约事件常态化。在这个过程中，中小企业尤其是民营企业由于缺少扶植政策风险释放更为彻底。

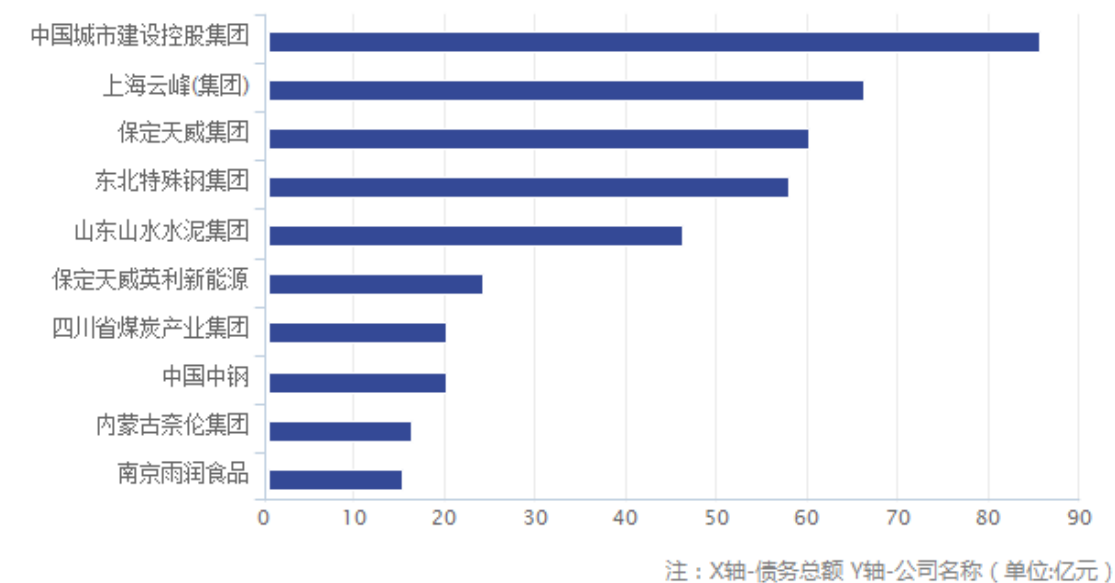


图 31 近几年的债券违约情况

为了偿还债务，企业将面临被动出售资产，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，即引发“明斯基时刻”。由于我国企业主要通过间接融资，最终资产价格下跌、担保链上的企业风险上升等传导至银行体系，银行的风险敞口将显著上升。由于银行系统会直接或间接参与非银行金融机构的融资过程。因此，银行系统所面临的风险将会由表外向表内不断扩大。随着风险在银行体系中不断积聚，银行资产质量将不断恶化，会加剧全球投资者对我国经济下行的预期，从而导致金融市场的大幅波动，并使存款刚性支付缺口问题凸显，进而引发银行等金融机构的支付风险向金融风险的转变，加剧经济系统的脆弱性。在信用风险加快暴露的过程中，风险在金融体系中传染，导致系统性风险发生的概率提升。

3、房地产市场有所降温，需警惕挤压泡沫引发的下行风险

随着实体经济收益率的下行，房地产和资产价格的上涨，资金“脱实就虚”不断凸显，表现为宏观刺激政策释放的超量货币在股市、债

市和房地产市场伺机流动，2016年在房地产市场表现尤为突出。

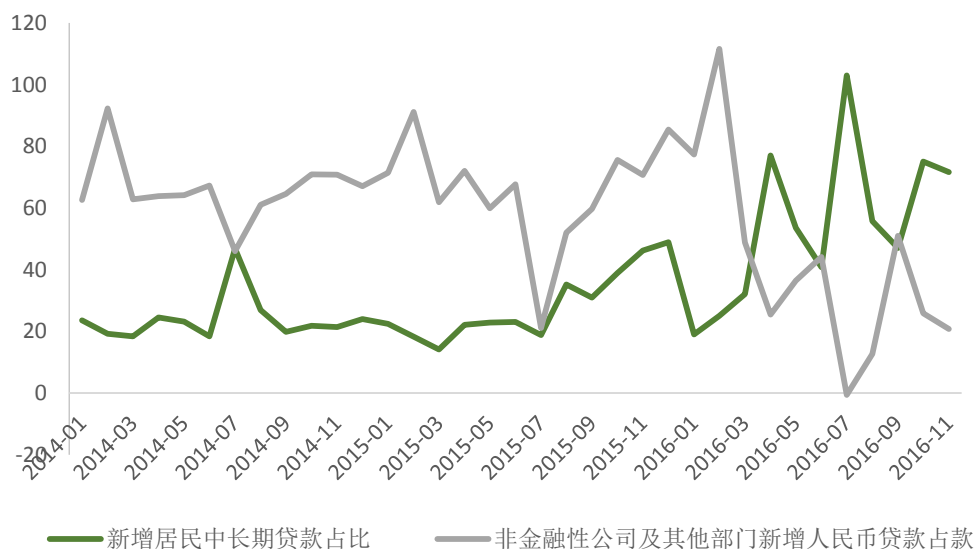


图 32 新增居民贷款的结构变化以及房地产贷款余额高位增长

房地产行业在周期性力量以及政策作用下，行业发展或将再次进入短期调整阶段，需要警惕挤压泡沫引发的经济下行风险。随着房地产调控政策效应的逐步显现，居民新增人民币贷款占比已经从年初的24.2%攀升7月的102.96%，而后回落至11月份的85.53%。11月以来全国商品房销售面积和销售价格持续回落，房地产开发投资增速、商品房销售价格以及国房景气指数已有所回落。而从价格来看，区域分化依旧严重，一线城市价格涨幅同比保持在25%以上，房地产价格泡沫化趋势并未本质改善。因此，在以防风险为重心的宏观调控政策作用下，挤压泡沫仍将持续进行。随着房地产销售萎缩、发债受限和严查理财、资管资金违规入市，房企的资金来源正在全面收紧，房地产投资将下滑，房地产行业下行对经济增长的影响将不断显现。

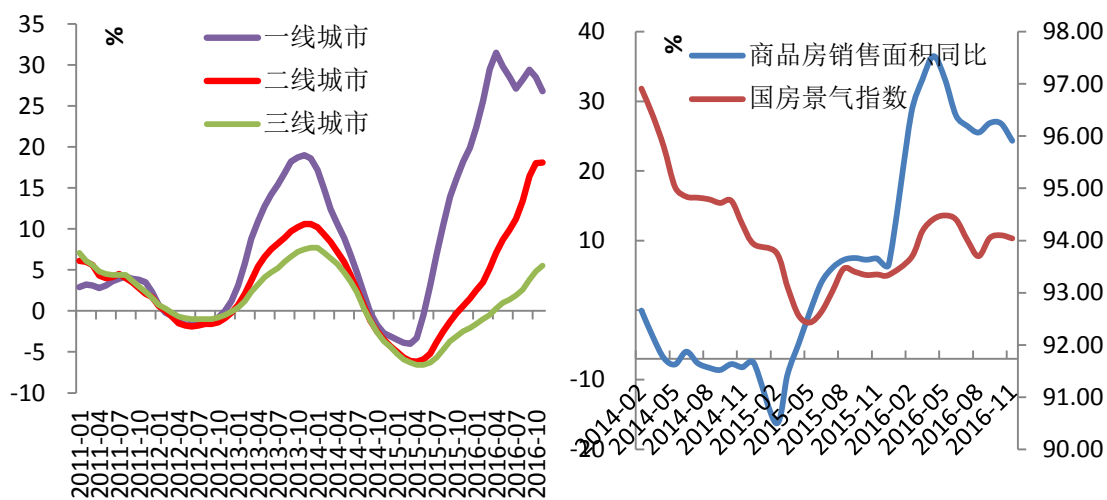


图 33 70 大中城市房屋销售价格同比走势 图 34 商品房销售面积增长趋势

4、固定资产投资资金来源增速下滑，财政收入增速持续放缓，基建投资将面临资金来源的不确定性

近两个月，固定资产投资资金来源增速均为 5.4%，为年内的次低点，也是 2000 年以来的历史次低点。从 2017 年看来，固定资产投资后续依然面临资金来源困境。具体来看，国家预算内资金保持增长，后期仍受到经济放缓、结构性减税等因素导致的财政收入增长放缓牵制，财政收支矛盾进一步加剧，预算内资金在高位增长的基础上再上台阶比较困难。占比 15% 以上的国内贷款，随着央行稳健中性的货币政策的持续，信贷增长将保持平稳态势，此项增速大幅改善的概率较小。随着实体经济投资回报率下降，投资信心有所影响，占比超过 50% 的企业自筹资金难以大幅改善，民间投资的走势持续低增长。利用外资持续下滑且幅度进一步扩大，说明市场主体对未来经济仍持谨慎态度。总体上来看，固定资产投资尤其是作为稳增长主力的基础设施投资极大可能仍然会面临资金来源约束。

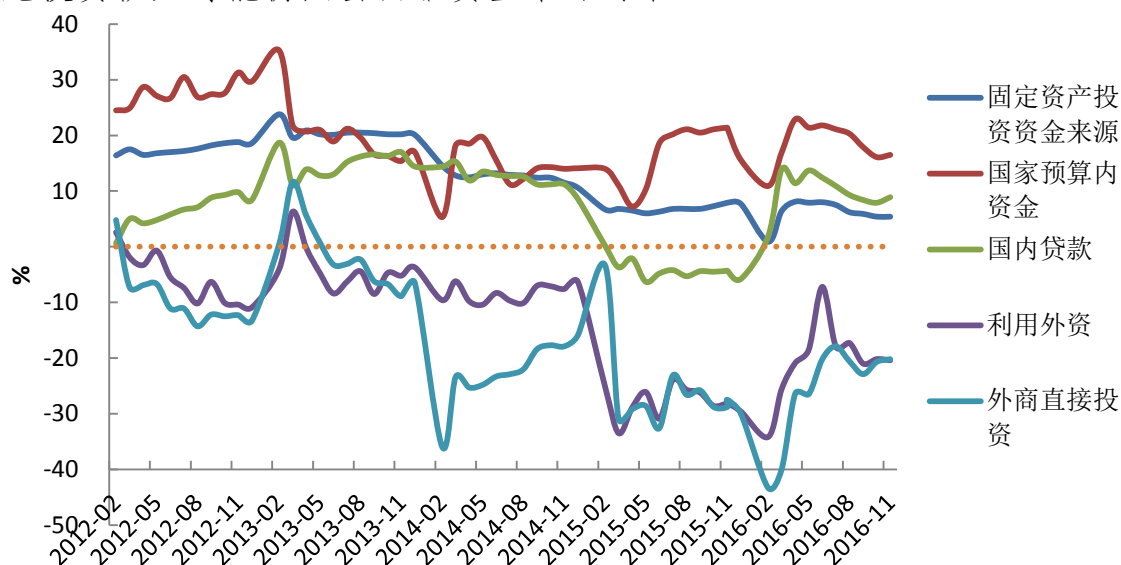


图 35 固定资产投资资金来源走势

5、人民币汇率贬值预期持续存在，汇率贬值引发资本流出失控，仍需密切关注资本流出风险

2017 年随着全球资产泡沫的加剧，将会带来流动性收紧预期。在外部冲击和全球流动性收紧预期下，人民币过度贬值和资本加速外逃的风险仍然存在。而在我国利率市场化和汇率形成机制改革向纵深发展的大环境下，境内外利差、汇差变动将推动着各类经济主体寻找市场投资和投机的机会，是推动资金跨境流动的重要力量，短期内跨境资金双向流动增加也是必然的。如果人民币过快贬值，资本外流加

剧,那么将国内资本市场波动形成恶性循环,压缩货币政策操作空间,有可能使货币市场利率上升,引发债市风险。

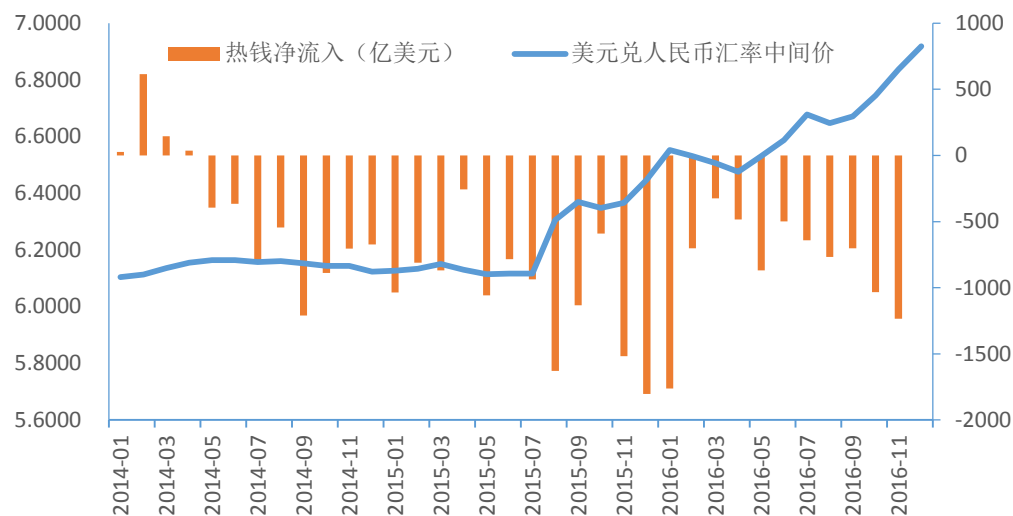


图 36 人民币汇率贬值与资本净流动变动

三、2017 年仍将持续筑底，经济增速微幅下滑

2016 年经济底部企稳在很大程度上是房地产复苏以及基础设施投资持续高位增长所带动,2017 年经济在房地产业新限购政策、持续去杠杆政策以及行业供求关系、补库存因素等影响下,将逐步进入重新调整阶段,经济运行下行压力仍存。与此同时,世界经济复苏持续疲弱,外需大幅改善的概率较小;基础设施投资仍然是主力,但在高基数以及财政收入放缓的背景下再上台阶的概率较小。因此,总体上内需将有所趋缓,新产业新动能培育尚需时间,“三去一降一补”的持续推进,制造业调整压力持续存在,新的政治周期也会给经济增长带来一定波动影响。总体来看,2017 年将是中国经济持续筑底的一年,底部运行的长度持续一年左右,2018 年宏观经济有望逐步回暖。

表 2 2017 年主要宏观经济指标预测

预测指标	2015	2016 (1-9 月)	2016	2017F	2017 年 1 月 F
GDP 增长率 (%)	6.90	6.70	6.70*	6.50*	6.60*
第一产业增加值 (%)	3.90	3.50	3.80*	3.90*	3.90*
第二产业增加值 (%)	6.90	6.10	6.10*	5.95*	6.0*
第三产业增加值 (%)	8.30	7.60	7.70*	7.50*	7.60*
全社会固定资产投资 (%)	9.76	8.2	8.30*	8.20*	8.20*
社会消费品零售总额 (%)	10.70	10.40	10.40*	10.20*	10.30*
出口 (%)	-2.80	-7.50	-7.70	-2.70*	5.50*
进口 (%)	-14.10	-8.20	-5.50	0.50*	2.11*

广义货币供应 (M2) 增长率 (%)	13.34	11.50	11.3	11.3*	11.3*
狭义货币供应 (M1) 增长率 (%)	15.20	24.70	21.4	15.6*	16.1*
居民消费价格指数上涨 (%)	1.40	2.00	2.00	2.10*	2.9*
GDP 平减指数上涨率 (%)	-0.43	0.70	0.7*	1.30*	—

其中*表示为预测值, 2017 年 1 月, GDP 和产业值为一季度数据, 投资和消费为 1-2 月数据。

(一) 经济持续筑底, 全年 GDP 同比增长 6.5%

在全球贸易依然处于萎缩状态, 针对我国的贸易冲突抬升, 外需难有明显改观。增长动力主要还是来自于内需, 消费需求受 2016 年收入放缓、房地产调控和小轿车购置税调整而稳中趋缓, 因此变化则主要取决于投资需求, 更具体的说是取决于基建、房地产、制造业这三大固定资产投资的增长。基础设施投资虽然是主力, 但再上台阶的概率甚微; 房地产投资大概率趋缓, 制造业投资底部趋稳; 产业方面, 新产业新动能培育尚需时间, “三去一降一补”持续推进, 去产能加码扩容, 制造业调整压力持续存在。在外需持续低迷疲弱、消费增长略有趋缓、去产能调结构持续推进等综合影响下, 预计 2017 年 GDP 实际增长 6.5%, 比 2016 年微幅下滑 0.2 个百分点; 一季度 GDP 实际增长 6.6%, 全年呈现前高后低增长态势。

(二) 工业生产呈现前高后低的趋缓态势, 服务业增长持续较快发展

2017 年以及未来几年, 中国产业结构依然处于向服务经济为主的格局转变过程中, 第三产业占经济总量的比重和对经济增长的贡献均呈不断提升的态势。随着去产能、调结构持续推进, 传统过剩行业持续调整, 企业破产、债务重组、债转股等存量调整有所进展, 决定中国经济仍将在底部徘徊。新兴行业持续较快发展, 但相比传统产业的体量难以在短期内形成支柱产业, 带动经济实现新的高速增长。

但我们也看到, 工业企业被动补库存已经开始, 将对工业经济增速形成一定支撑。考虑到基数效应, 工业和第二产业增加值将呈现前高后低态势。总体测算, 预计 2017 年三次产业分别增长 3.9%、5.95%、7.5%, 规模以上工业增加值 6.0%。

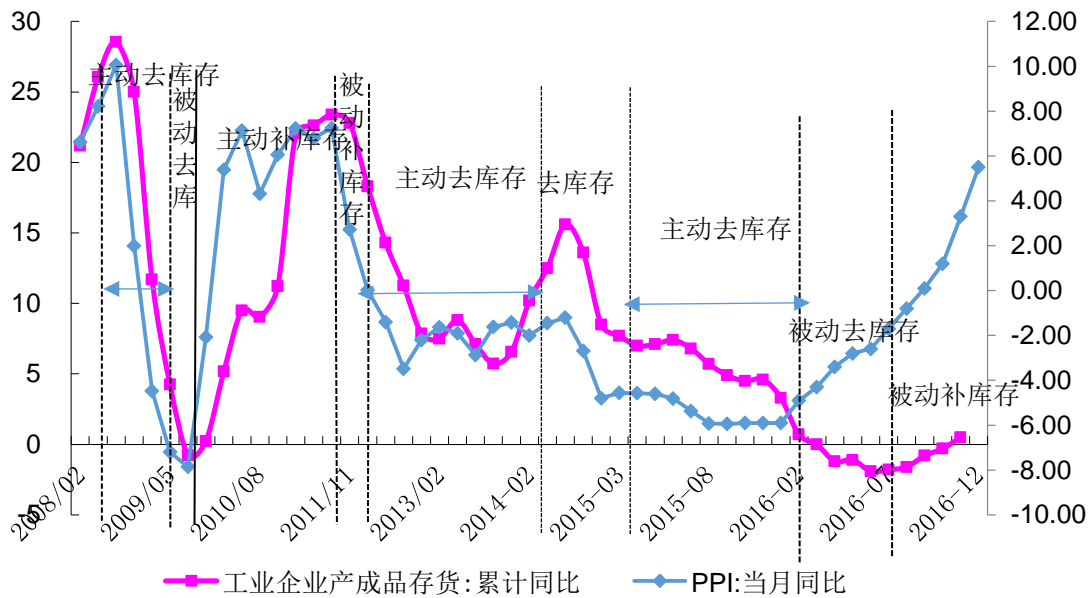


图 37 国内工业企业总体开始被动补库存

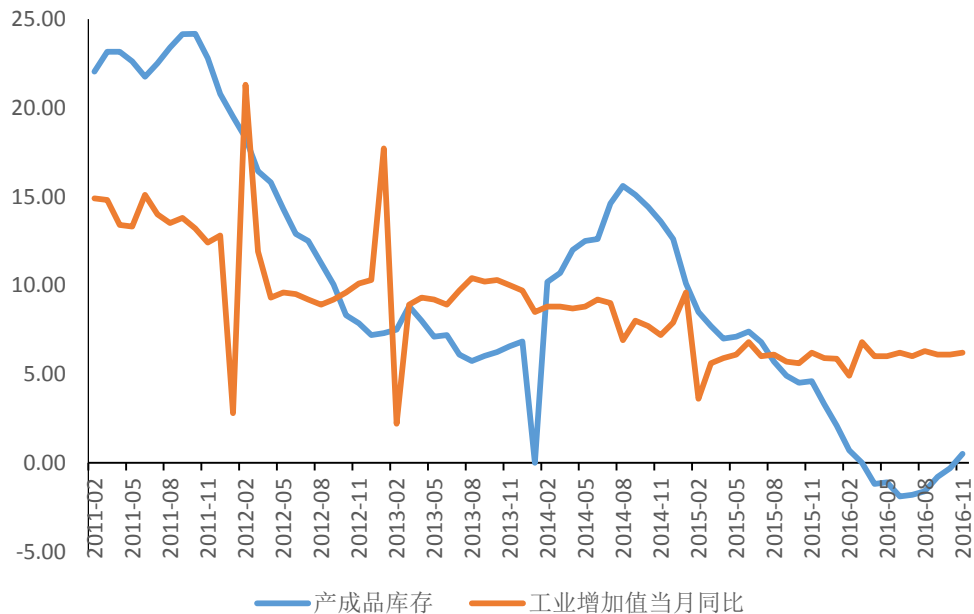


图 38 产成品库存变化一般领先于工业增加值 2-3 个季度

(三) 固定资产投资增速进一步回落，基建投资仍是主力；消费需求稳中趋缓，全年增长 10.2%左右

基础设施投资、房地产投资和制造业投资占固定资产投资比重超过七成，三者的走势基本可以决定固定资产投资的发展趋势。

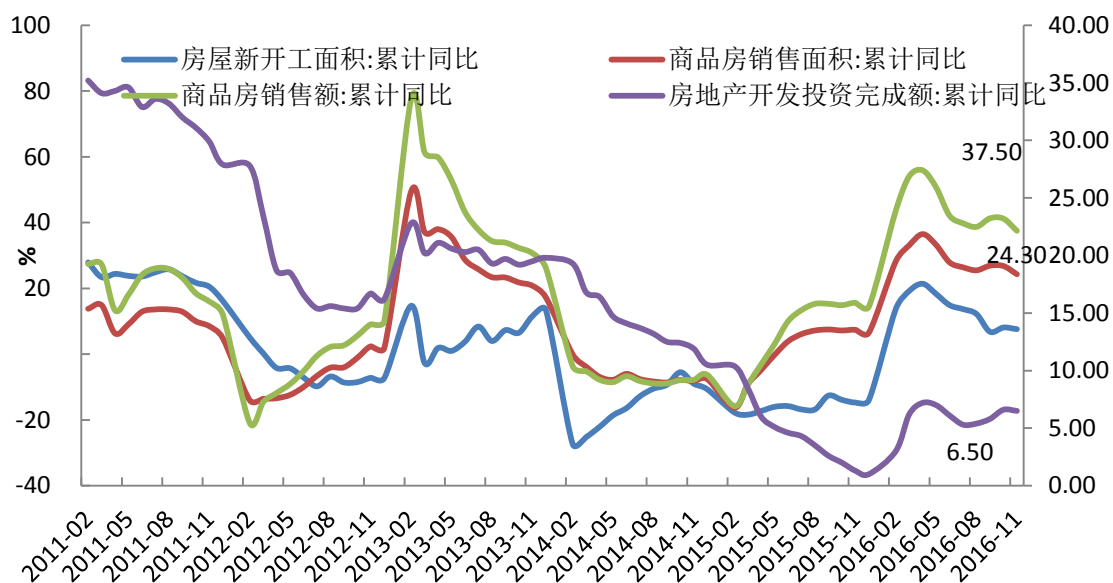


图 39 房地产销售先行于投资 9-10 个月，新开工面积为 2017 年形成支撑

从房地产业发展来看，调控政策效果将不断显现，销售面积和销售金额均有不同程度恶化，考虑到销售到投资的传导一般在 9-10 个月，而 2016 年 11 月新开工面积同比增长 7.6%，将对 2017 年房地产开发投资形成支撑，房地产投资增速持续下滑幅度有限，2017 年房地产开发投资增长下降 3%左右。由于房地产开发投资占投资的比重已经从 2016 年初的 24%下降至 17%，按照这个比例，将对投资的增长形成 0.5 个百分点的影响，2018 年左右房地产投资基本触底。

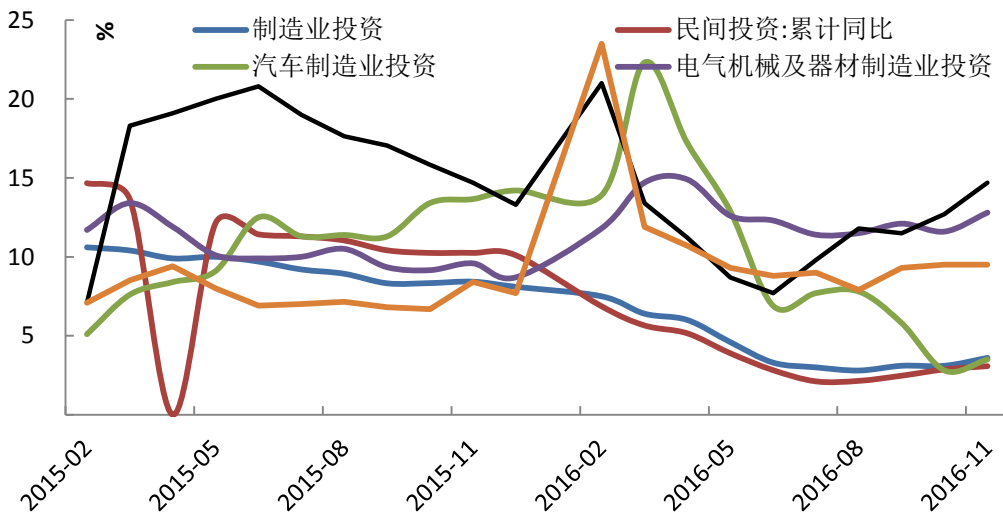


图 40 制造业投资增长有企稳迹象

随着城镇化的推进，基础设施投资仍有提升空间，尤其是水利工程、通信设施、农村基础设施等方面仍有较大投资空间。但考虑到地方政府负债大幅增长和投资能力等方面制约，同时考虑到基数效应，基础设施投资增速大幅提升的概率较小，预计 2017 年增长 17.5%左

右。

从最近的发展态势来看，随着国家多举措稳定民间投资，保护产权制度的出台，以及制造业盈利的改善，2016 年下半年来制造业投资增速有所改善，2017 年这些举措的政策效果进一步显现。综合来看，制造业投资有望进一步企稳回升，去产能范围扩大或压制其回升幅度，预计全年增长 4.5%左右，对投资提升 0.45 个百分点左右。

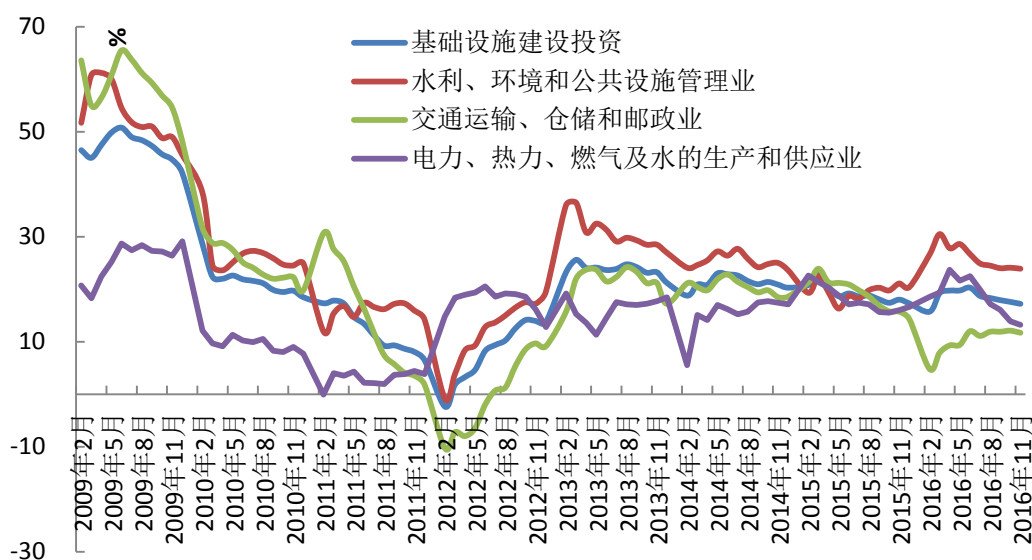


图 41 基础设施投资占比仍有提升空间

总体上看全社会固定资产投资全年增长 8.2%左右，1-2 月投资增长 8.1%左右。

消费需求平稳增长的基本趋势仍未改变，但是经济和收入放缓对消费的滞后影响将继续显现。同时，新兴消费需求缺乏实质创新，同时客户体验有待提高和存在监管漏洞等因素在一定程度还会制约新兴消费动能的提升。总体来看，消费增长将稳中趋缓，增速在 10.2%左右，同时考虑到春节较上年提前，1 月份消费增长在 10.3%左右。

（四）出口降幅有所收窄，全年依然处于下滑态势

随着全球经济复苏乏力，汇率波动加大，外部市场需求低迷仍将延续。逆全球化和全球经济不景气导致各国利益取向的分歧凸显，贸易保护主义有所抬头，尤其是针对我国的贸易壁垒尤为突出。WTO 预测 2017 年全球贸易增长在 1.8-3.1%，依然是金融危机以来的低迷水平。同时，考虑到基数效应，预计 2017 年出口下滑幅度将有所收窄，但总体依然处于下滑态势。预计 2017 年出口同比下滑 2.7%左右，1 月份出口回升 5.5%左右。进口方面，大宗商品价格回升导致 2016 年 12 月进口金额增速回升，2017 年大宗商品价格整体大概率高于 2016 年，这将推高进口金额，从而推升进口增速。

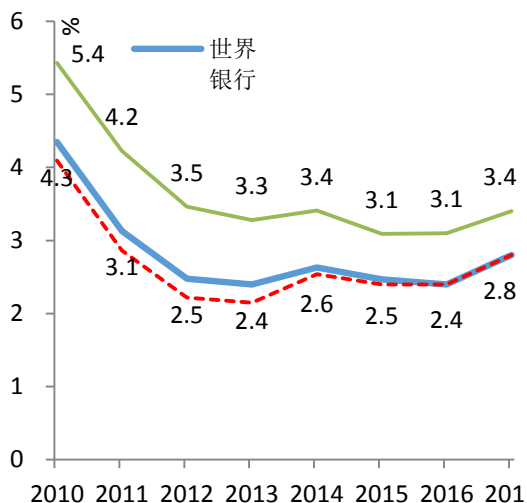


图 42 主要机构对明年经济增长走势预测

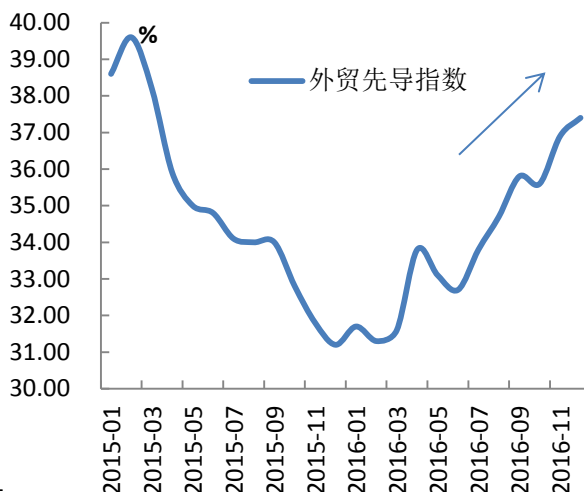


图 43 外贸先导指数有所回升

(五) 价格中枢有所上移，CPI 月度波动较大，PPI 全年走势前高后低

虽然全球需求低迷，但大宗商品价格整体触底后反弹，以及各种地缘政治的影响，输入性价格上涨压力加大。同时考虑到国内货币存量因素，在去产能等持续推进下带来的供给收缩，农业供给侧改革，人力成本趋升和消费需求结构转变带动服务类价格持续较快上涨，同时考虑新涨价因素和翘尾因素，总体上全年 CPI 上涨 2.1%左右，月度波动较大，价格中枢较 2016 年小幅上移。考虑到 1 月份为春节（去年为 2 月份），扣除季节性因素，考虑基数效应和新涨价因素，预计 1 月 CPI 上涨 2.2%。而由于 PPI 的本轮回升并非由总需求明显好转推动，上游行业价格的高涨对中下游行业利润挤压将会使得后期 PPI 走势有所限制，同时考虑到基数效应，我们认为 2017 年 PPI 同比将呈现前高后低走势，全年上涨 1.9%左右。

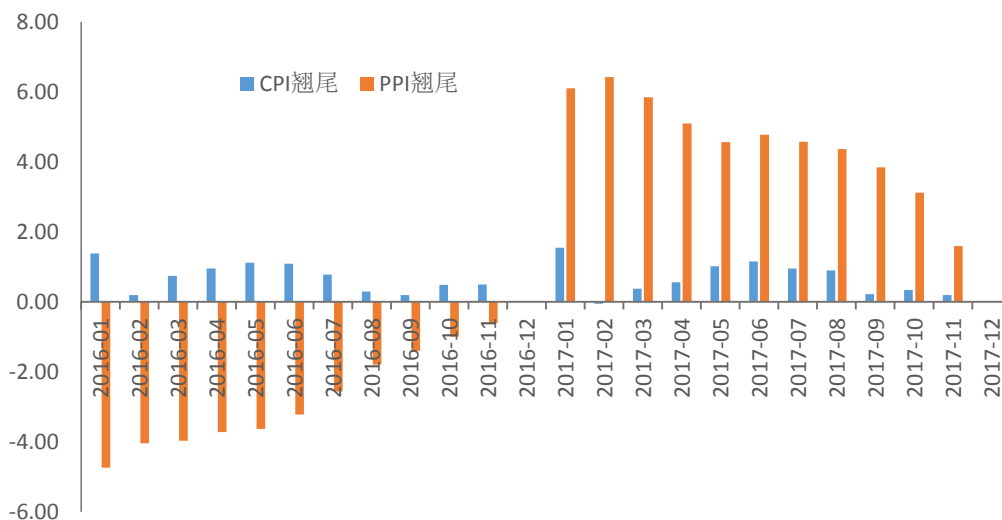


图 44 CPI 和 PPI 翘尾走势

四、2017 年经济政策调整：防风险、守底线

当前经济呈现持续的底部企稳的态势，经济运行中的积极因素在不断积累。与此同时，当前仍存在不少突出矛盾和问题，尤其是金融风险不断聚集。基于此，结合中央经济工作会议，我们认为 2017 年经济工作将围绕六大方向展开，一是经济政策的重心将更注重防风险；二是在稳中向好的基本面下供给侧结构性改革加码扩容，持续深化；三是防风险背景下货币政策将中性偏紧，调节好货币闸门，维持流动性基本平衡；四是财政政策积极有效，更加注重结构性调控功能；五是对于经济与民生均影响颇大的房地产领域，房地产调控注重“稳”，促进其平稳健康发展；六是制定“防风险、守底线”策略，稳步化解我国债务风险。

（一）宏观调控的重心从“稳增长”向“防风险”转变

从近年来的政策目标来看，2016 年首次提出了“防风险”，12 月中央经济工作会议中“稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险”，虽然“防风险”位列最后，但我们认为在实际的政策制定和政策出台中，目前宏观经济政策和宏观调控的重心已经由近十年的“稳增长”向“防风险”转变。

2016 年政策重心开始向“防风险”转变，上半年宏观调控明显体现了稳增长的主基调，下半年在政府主导力量带动经济企稳的同时，系统性风险有所上升，债务风险凸显，房地产价格暴涨，中央宏观调控政策开始发生转变。6 月国新办专门针对债务问题举行了“债务吹风会”；7 月中央政治局会议除了明确五大重点工作方向，尤其提出要“抑制资产泡沫和降低宏观税负”；9 月以来全国二十个城市集中出台对地产限购和限贷的政策；10 月，国务院出台《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》，以及《关于市场化银行债权转股权的指导意见》。10 月 28 日召开的政治局会议尤其强调了“货币政策要抑制资产价格泡沫和防止金融风险”。央行将表外理财资产纳入 MPA 广义信贷监测，严禁银行理财资金违规进入房地产领域，大幅提高地产债发行标准；12 月中央经济工作会议，进一步提出“要把防控金融风险放在更加重要的位置”。因此，2017 年抑制资产泡沫将进一步强化，同时在杠杆率高企的背景下，控制总体杠杆率和降低企业杠杆率是工作的重中之重，中央经济工作会议将“扩大直接融资比重”改为“加大股权融资力度”，更是明确了股权融资是化解债务风险的重要路径。

（二）经济底部企稳的背景下经济工作“稳中求进”，供给侧结

结构性改革不断深化

中央经济工作会议特别提出“稳重求进工作总基调是治国理政的重要原则”。我们认为，“稳”既是推动改革的环境，也是经济工作的目标，同时也是改革推动的准则和内容。中央经济工作会议将政策目标中重新加上了“促改革”，凸显进一步深化改革的决心。尤其是在当前宏观经济基本面稳中向好的背景下，2017年以“三去一降一补”为主要工作内容的供给侧结构性改革将坚定推进，不断深化。一方面，去产能加码扩容，2016年取得一定成效的煤炭、钢铁行业将加大去产能力度；另一方面，一些产能利用率很低、过剩产能比较严重的领域也会纳入去产能的范畴。同时，加快推进国有企业改革，尤其是加快经营类国企改革推进。与此同时，通过产品价格和要素价格改革，持续改革土地制度，提高全要素生产率。

（三）在防风险背景下货币政策将更趋向中性偏紧，将注重调节货币闸门，维持流动性基本平衡

对于货币政策，中央经济工作会议的表述从上年的“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……保持流动性合理充裕和社会融资总量适度增长”，转变为“货币政策要保持稳健中性，适应货币供应方式新变化，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”。我们认为，在当前以防风险为重心的背景下，防范资产泡沫与去杠杆持续，稳健中性的货币政策将相对有所收紧。主要原因是，一方面，在国内资产价格上涨，PPI和CPI超预期，通胀压力增加；另一方面，美国加息节奏加快，以及人民币汇率贬值预期都对货币政策形成一定掣肘。因此，在中性偏紧的货币政策下，随着人民币汇率贬值，外汇占款的趋势性下降带来基础货币供应方式的调整，以及在外汇求稳和内部去杠杆的环境要求下，通过调节货币闸门，维持市场流动性基本平衡。

（四）财政政策更加积极有效，强化结构性调控功能

从财政政策的角度出发，扩大财政赤字和减税降费是当前避免大规模违约爆发，给企业创造有利的生存条件的必要手段。2015年我国的财政赤字率是2.4%，2016年提高到3%，其中通过发行地方政府债券置换原有政府性债务，从一定程度上已经避免了地方融资平台出现大面积违约的情况发生。与此同时，继续用政府投资稳定需求的增长，从基建、养老、医疗、教育等仍需要大量投入的产业入手增加投资需求，给企业带来可持续性收入；继续减税降费，降低企业的经营负担，

让企业部门能够正常的经营和运转。在符合国家经济结构调整方向的产业上，政府应予以多种政策的支持和鼓励，降低部分企业在开拓新业务过程中的风险。

（五）房地产调控重在“稳”，建立长效机制并非首次提出，重在落实

对于房地产市场，中央经济工作会议提出“既抑制房地产泡沫，又防止大起大落”的政策目标，并再度提出要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。由于房地产对经济增长和民生影响颇重，对其调控首当重“稳”。而建立长效机制，则需要痛下决心，改革土地制度。

在经济持续筑底，防风险成为经济工作的重心背景下，2017年，房地产调控将突出“稳”，一方面，对于供给相对短缺，房价上涨压力较大的城市会合理增加土地供应；另一方面，三四线城市加大去库存，坚持分类调控，因城因地施策。而对于建立起房地产市场的长效机制，中央经济工作会议中的“加快研究”意味着短期内并不能实现，需要进行全方位的改革。从目前来看，持续高压的地产调控会冲击市场对房价的刚性预期，进而与防止房价大起大落的政策要求相背离，需要在抑制资产泡沫和防止房价大起大落之间寻求政策平衡。

（六）制定“防风险、守底线”策略，稳步化解我国债务风险

2017年债务化解将进入攻坚阶段，要突出“抓优破劣”的去杠杆思路。实体经济去杠杆要通过经济持续平稳增长逐步化解高杠杆（分母的作用）的同时控制债务规模过度上涨。从简单的逻辑来看，缓释债务风险，降低杠杆率或者延缓杠杆率扩张速度，可以从扩大分母（即持续稳定的经济增长）和降低分子（控制债务规模增长速度）两种途径来进行。同时，鼓励市场化债转股，充分使用混合资本工具，降低实体经济的负债率。此外，通过税制改革，对企业因减少债务而失去的税盾优势予以税收返还激励，鼓励企业扩充股本。加大金融去杠杆力度，控制市场流动性，平稳化解金融市场加杠杆导致的股市、债市和金融产品风险。