

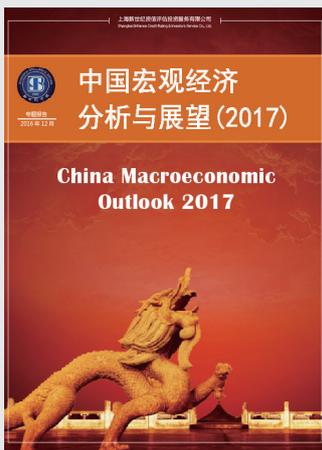


专题报告
2016年12月

中国宏观经济 分析与展望 (2017)

China Macroeconomic Outlook 2017





总 编：朱荣恩
主 编：丁豪樑
分析师：齐 涵 黄 田

联系人：齐 涵
电 话：021-63501349
邮 箱：qh@shxsj.com

重要声明：

本报告版权归新世纪评级所有，未经书面授权与许可，任何单位与个人不得复制、转载、散发和出售报告的信息。

新世纪评级系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

新世纪评级已力求系列报告的独立、客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见都不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，新世纪评级不对任何人因使用报告中的任何内容所导致的损失负法律责任。



微信扫一扫
关注“新世纪评级”

<http://www.shxsj.com>

更多内容请登录
新世纪评级官网

公司简介

新世纪评级成立于1992年7月，是中国成立较早、具有全部资质、有一定知名度和声誉的信用评级机构。新世纪评级自成立以来，立足上海、服务全国、辐射全球，为中国实体经济、金融机构、地方政府的信贷和债券融资、资产证券化等结构化融资、境外企业在境内发行熊猫债的融资提供了优质、高效的信用评级服务，评级业务覆盖了中国大陆全部省市及香港地区和境外的部分国家和地区，涵盖了全部信用评级业务品种。同时，新世纪评级与国际评级机构标准普尔建立了全面战略合作，形成了具有“国际视野、中国特色”的信用评级理念和方法，有力地促进了中国信用评级行业的发展。

公司资质

中国人民银行总行批准的从事全国企业债券信用评级业务资格；

中国人民银行总行认定的全国银行间债券市场评级业务资格；

中国国家发展和改革委员会认可的从事全国企业债券信用评级业务资格；

中国保险监督管理委员会认可的信用评级机构资格；

中国证券监督管理委员会核准的从事证券市场资信评级业务资格；

中国人民银行上海总部认可的从事上海市借款企业主体信用评级、集团企业评级、担保公司评级和中小企业评级业务资格。

摘要

2016 年发达经济体逐渐进入温和增长的区间，新兴市场经济体的状况总体好转。在中国增速放缓、印度贡献偏低的条件下，世界经济将进入一段中低速增长的时期，并且波动性将会增大。在美、英等国出现的逆全球化现象实质上是全球化的实现方式。2016 年中国经济的风险形势发生改变，由以往的下行风险为主转变为下行风险与泡沫风险并存。未来 1-2 年的时间或是中国经济的企稳阶段，在这段时间里中国经济将表现出“波动性筑底”的特征。在新的经济形势下，中国货币政策需要兼顾“稳增长”与“防风险”，因此将呈现出总体中性、具体灵活的特点。财政政策应当成为稳增长的关键，而不应受到信用风险的过多束缚。中性货币与积极财政相搭配，可以保证中国经济相对平稳地过渡。在结构性改革中，国企改革等所有制改革措施是释放经济活力的关键，也是完善市场经济体制的关键。中国的股票市场有时表现出较强的投机性，其根源并不在于股市本身，而在于中国金融市场结构尚不完善，因此股票市场的注册制改革应当谨慎。金融市场化是为经济的长期稳定增长服务的，因此其进程应当视经济的具体状况而定，在某些情况下，适当的放缓或收紧是一种通过维持短期稳定来保证长期改革的“以退为进”的办法，在长远上看是有利的。2017 年中国金融市场应当以“稳”为主。

关键词：中低速、波动性筑底、中性货币、稳健

目录

一、世界经济仍处于再平衡过程中.....	1
(一) 全球经济进入中低速增长时期.....	1
(二) 逆全球化是全球化发展的阶段性表现.....	3
(三) 世界经济的再平衡.....	4
二、中国经济与结构.....	5
(一) 经济下行压力暂时缓和.....	5
(二) 投资压力有所减轻.....	7
(三) 经济结构趋于优化.....	10
三、中国收入分配与财税.....	12
(一) 储蓄率仍然偏高.....	12
(二) 积极财政是“稳增长”的关键.....	12
四、中国货币金融.....	14
(一) 金融市场增长中结构优化.....	14
(二) 新风险形势下的货币政策.....	16
(三) 人民币汇率的预期需要引导.....	18
(四) 金融市场化进程应当稳健.....	20
五、中国经济总结与展望.....	21

图表目录

图表 1: 发达经济体趋向温和增长.....	1
图表 2: 新兴市场经济体总体好转.....	1
图表 3: 发达经济体基准利率.....	2
图表 4: 新兴市场经济体经济基准利率.....	2
图表 5: 中国经济贡献大但增速放缓.....	3
图表 6: 印度经济增长较快但贡献偏低.....	3
图表 7: 中国 GDP 总量及增速.....	5
图表 8: 中国第二与第三产业增速.....	5
图表 9: 工业增加值同比与环比增速.....	6
图表 10: 中国工业企业利润总额增速.....	6
图表 11: 中国制造业与服务业 PMI.....	6
图表 12: 中国各类企业制造业 PMI.....	6
图表 13: 中国商品房待售面积与销售面积.....	7
图表 14: 社会消费品零售总额及增速.....	7
图表 15: 商品零售与餐饮收入增速.....	7
图表 16: 中国固定资产投资累计同比增速.....	8
图表 17: 中国民间投资占比及增速.....	9
图表 18: PPP 项目投资额与落地率.....	9
图表 19: 中国 PPP 项目投资的行业分布.....	9
图表 20: 中国进出口贸易仍然低迷.....	10
图表 21: 中国经济产业贡献率.....	10
图表 22: 中国经济需求贡献率.....	10
图表 23: 前三季度各行业累计贡献率.....	11
图表 24: 2016 年 1-10 月中国对外贸易结构.....	11
图表 25: 中国国民储蓄率仍然偏高.....	12
图表 26: 消费增速总体高于投资.....	12
图表 27: 公共财政收支增速.....	13
图表 28: 税收与非税收入增速.....	13
图表 29: 公共财政支出构成.....	13
图表 30: 中国政府债券发行.....	14
图表 31: 2016 年前三季度中国金融市场增长情况.....	15
图表 32: 1-10 月社会融资规模构成.....	15

图表 33: 直接融资占比提高.....	15
图表 34: M1 与 M2 增速.....	16
图表 35: 上证综合指数.....	16
图表 36: 中国住宅价格指数同比增速.....	17
图表 37: 中国 CPI 与 PPI 同比.....	17
图表 38: 美欧日 CPI 能源同比.....	17
图表 39: 外商直接投资增速减缓.....	18
图表 40: 对外直接投资增长较快.....	18
图表 41: 银行结售汇逆差收敛.....	19
图表 42: 中国外汇储备有所下降.....	19
图表 43: 美元兑人民币中间价.....	20
图表 44: 人民币汇率指数.....	20
图表 45: 人民币国际支付份额.....	20
图表 46: 新增人民币互换规模.....	20

中国宏观经济分析与展望（2017）

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

研发部 齐涵 黄田

一、世界经济仍处于再平衡过程中

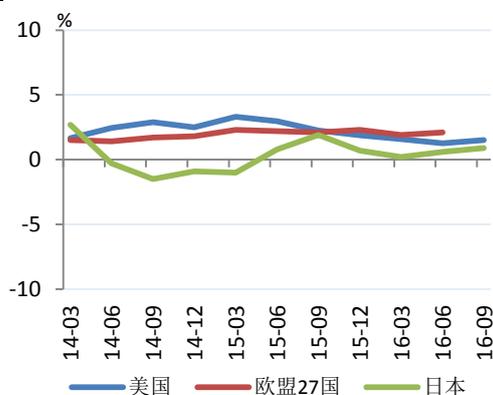
全球经济正在进入一段中低速增长的时期。逆全球化在世界范围内抬头，但实质是全球化的阶段性表现。美国新政策思路的实施力度有限，亚太关系仍将保持总体和谐伴有局部摩擦的状态。英国将尽量维持与欧盟的经济金融往来以降低脱欧的负面影响，欧盟一体化的长期趋势不变。新兴市场经济体总体好转。

（一）全球经济进入中低速增长时期

2016 年前三季度，美国、欧盟与日本等发达经济体呈现出温和增长的态势。美国经济与就业在经历了比较强劲的复苏之后，表现出一定的波动性，经济增速在 1.5% 附近；欧盟经济在扩张性量化宽松的刺激下，保持温和复苏的状态，经济增速在 2% 左右，就业市场仍有改善的空间；日本延续了低速经济增长，并且增速有所提高，第三季度为 0.9%，失业率现触底迹象。发达经济体总体上处在低速温和增长的区间（如图表 1）。

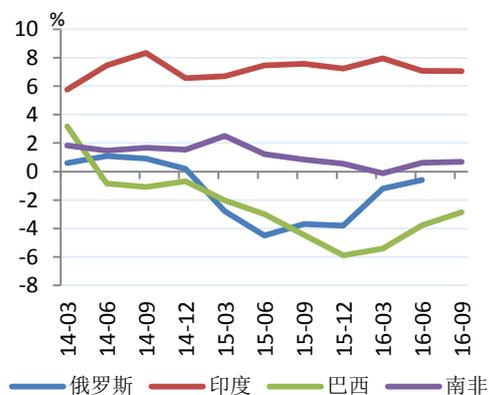
另一方面，新兴市场经济体分化状态有所收敛。2016 年前三季度印度经济增速有一定下滑，但仍然维持在 7% 以上，保持了中高速的增长态势；俄罗斯、巴西与南非在经历了 2015 年的资本外流与经济下行之后，本年前三季度经济增速纷纷收敛颓势，其中俄罗斯与巴西在转向正增长，南非经济增速略有提高。总的来看新兴市场经济体总体形势有所好转（如图表 2）。

图表 1：发达经济体趋向温和增长



资料来源：Wind，新世纪评级整理

图表 2：新兴市场经济体总体好转

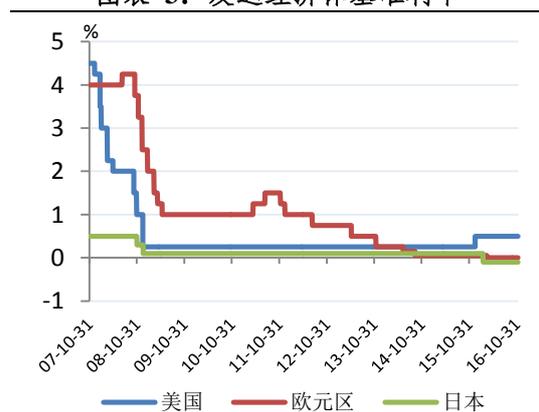


资料来源：Wind，新世纪评级整理

2016 年前三季度发达经济体仍然实行非常规的宽松货币政策。美联储在 2015 年底开启加息进程后,本年前三季度均维持基准利率在 0.5% 的超低水平(如图表 3),但 12 月加息可能性较大;欧央行于本年 3 月将主要再融资操作利率、边际贷款便利利率和存款便利利率分别下调 5 个、5 个和 10 个基点至 0%、0.25% 和 -0.40%,自 4 月份起扩大月度资产购买规模至 800 亿欧元,将资产购买范围扩大至欧元区非银行公司发行的欧元计价的投资级债券;日本央行于本年 1 月将部分超额准备金利率从 0.1% 降至 -0.1%,7 月份将交易性开放指数基金的年度购买规模从 3.3 万亿日元扩大至 6 万亿日元,9 月份决定引入新的货币政策框架即“配合收益率曲线管理的量化质化宽松政策”,以期加强利率管理并实现通胀目标。

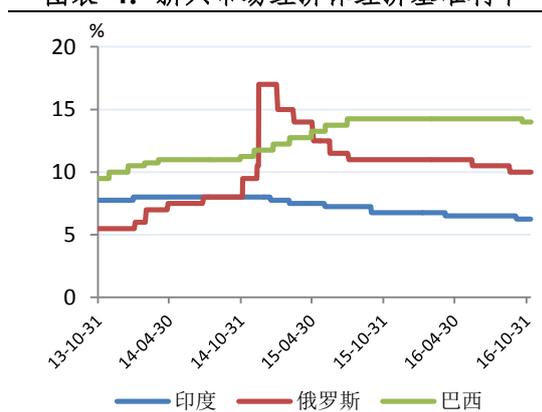
新兴市场经济体也实行偏宽松的货币政策。印度央行于本年 4 月将回购利率下调至 6.5%,并于 10 月进一步下调至 6.25%;巴西央行于本年 10 月将隔夜利率由 14.25% 下调至 14%;俄罗斯央行分别于本年 6 月将关键利率下调至 10.5%,并于 9 月进一步下调至 10%。因此新兴市场经济体的货币政策也偏宽松(如图表 4),但是其政策空间正在缩小。

图表 3: 发达经济体基准利率



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 4: 新兴市场经济体经济基准利率



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

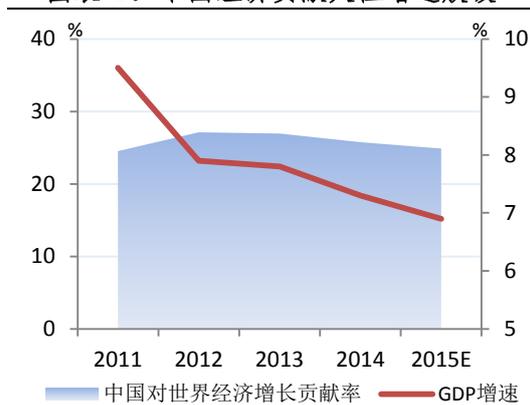
近年美国、欧元区与日本等发达经济体对世界经济增长的贡献率接近 30%,仍占到相当比例。但是这些发达经济体在中长期只能维持温和增长的态势,因此对世界经济的拉动力度有限。

金砖国家对世界经济增长的贡献率接近 40%,其中中国的贡献率约为 25%,占到世界的四分之一。但是在过剩和转型的背景下,中国经济增速近年有所下降,2015 年已降至 6.9%,2016 年前三季度则均为 6.7%,并且仍然面临下行的压力(如图表 5)。随着中国经济正在转入中高速的阶段,其对世界经济的拉动将不如从前,而印度对世界经济增长的贡献率则呈现稳步上升的态势,已接近 8%,但与中国相比仍然偏低(如图表 6)。巨大的潜力将使印度在未来世界经济舞台

上扮演重要的角色,但是制度方面的束缚决定了该国未来难以实现中国式的持续高速增长,而更可能保持中高速的长期均值,并且波动性将逐渐增大,因此其对世界经济的拉动与从前的中国相比会弱一些。

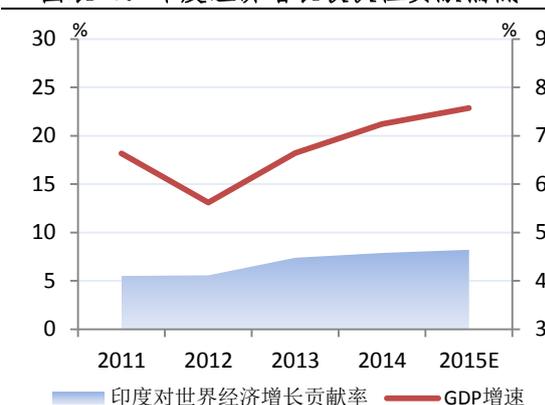
总的来看,在发达经济体总体温和、中国拉动作用减弱、印度潜力释放受限的条件下,全球经济进入一段中低速增长的时期,并且波动性将会增强。

图表 5: 中国经济贡献大但增速放缓



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 6: 印度经济增长较快但贡献偏低



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

(二) 逆全球化是全球化发展的阶段性表现

2016 年逆全球化的态势在世界范围内抬头,在亚太地区表现为美国对外政策的排斥性增强,在欧洲地区则表现为英国对欧盟的排斥性增强。

2016 年 2 月,美国等 12 个亚太国家正式签署跨太平洋伙伴关系协定(TPP),并开始各自国内的审批流程以促其最终生效。该协议体现了奥巴马时期美国强化亚太地区竞争而表现出的排他性。在 2016 年底新任美国总统的施政思路中,这样的排他性进一步增强,主要表现为移民政策更加强硬、主张退出 TPP 协议以及对中贸易政策的保守倾向。另一方面,2016 年 6 月 24 日,英国以 51.9%脱欧票率对 48.1%留欧票率的公投结果决定退出欧盟,使得英国与欧洲各国的隔离性增加。总的来看,与融合、交流相反的逆全球化现象在世界范围内抬头。

逆全球化态势出现的根本原因是全球化的进展。全球化及其所派生的区域化,包括欧盟成员国的融合与亚太地区的经济合作,意味着人口、资源、产品和服务等在区域范围和全球范围内的流动与配置。这样的配置是优化的,长远上有利于社会总体福利的增加,但是在短期内会因要素与产出结构的变化而使部分群体的利益暂时受损,因而这部分群体可能对上述配置表现出抵制的态度。因此全球化自始至终都是一个融合与抵制并存的过程。但在不同的阶段这二者会表现出不同的主次关系。融合是长期、根本的趋势,表现为自新航路开辟以来的全球经济连

结、欧盟的成立与发展以及亚太地区经贸组织的建立。不过每当这样的融合发展到一定阶段，逐渐积累的抵制作用便会爆发，暂时上升到主要地位，并通过某种方式得到解决，而进入下一个“变则通”的阶段。因此在根本上，逆全球化是全球化进一步实现的途径，是全球化每发展到新水平所必须经历的一个暂时阶段，全球化是通过逆全球化的不断加强和缓释而逐步实现的。

英国脱欧公投与美国保护主义的抬头，有相同的根源却有不同性质与影响。美国在亚太地区保护主义、孤立主义的抬头，根本上反映了在中国等新兴市场经济体融入世界经济的过程中，传统发达经济体所表现出的排斥性。这样的排斥性会体现在贸易、资本等领域，并可能影响原有的经济与金融格局。因此亚太地区的竞争，尤其是中国与美国之间的竞争，在长期中会对世界经济产生比较深刻的影响。英国脱欧是发达经济体融合过程中所产生的摩擦，这些经济体发展水平相对比较接近，并且在全球经济中处于相似的地位，因此这样的摩擦与亚太地区的矛盾相比具有次要性和暂时性。

（三）世界经济的再平衡

总的来看，世界经济仍然处在一段再平衡的过程中。发达经济体总体上逐渐恢复到温和增长的状态，包括中国在内的新兴市场经济体在进入中速或中高速增长区间。全球经济正进入一段中低速增长的时期，并且波动性将会增强。

美国以“减税”和“基建”为主的积极财政政策有利于经济增长，但是仍然处于发达国家传统经济政策的框架内，并可能受到多方面的束缚。美国贸易保护主义有所抬头，但不会跳跃式升级为全面的贸易争端，而更可能表现为某些具体行业的贸易壁垒。因此美国的新政策思路尚不会对亚太地区经济政治格局产生剧烈影响。在未来一段时期中，亚太关系仍将表现为总体和谐伴有局部摩擦。欧盟的一体化进程出现波折，英国政界处在比较尴尬的境地，希望将脱欧的负面影响降到最低。

技术进步引起的国际石油市场变革在缓慢进行，原有的垄断关系正在被打破，有利于石油资源的优化配置，使得全球经济总体受益。石油市场的重塑与石油价格的再平衡是比较缓慢的进程。传统的石油出口国在长期中面临着深刻的经济结构与发展方式转变。

从全球贸易和资本格局来看，新兴市场经济体提高自身地位的诉求与发达经济体所主导的现有世界经济与金融秩序存在着矛盾，并影响着未来世界经济与政治关系。

二、中国经济与结构

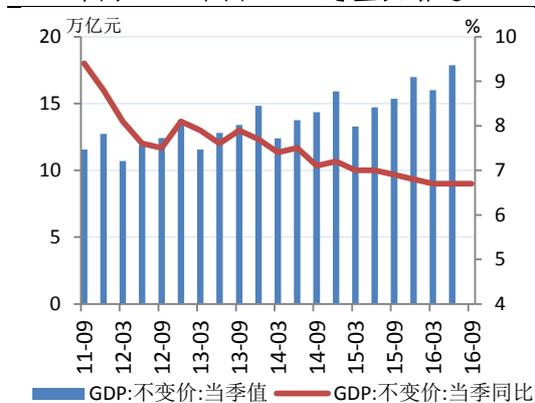
2016 年中国 GDP 增速仍然面临下行压力,但已经有所缓和。工业暂时企稳,企业利润回升,中小型制造业企业需要政策的进一步支持,房地产市场温和出清。消费需求起到支撑作用,投资需求压力减缓,PPP 项目发展较快,进出口贸易仍然低迷。第三产业和消费需求占比升高,经济结构进一步优化。

(一) 经济下行压力暂时缓和

2016 年前三季度中国实际国内生产总值为 525986.5 亿元,累计同比增长 6.7%。分季度来看,第一、二、三季度实际 GDP 当季同比增速均为 6.7%,环比增速分别为 1.2%、1.9%和 1.8% (如图表 7)。与 2015 年相比,本年 GDP 增速有一定下降,但年内各季度增速持平,因此 2016 年中国经济下行压力仍然存在但是暂时有所缓和。

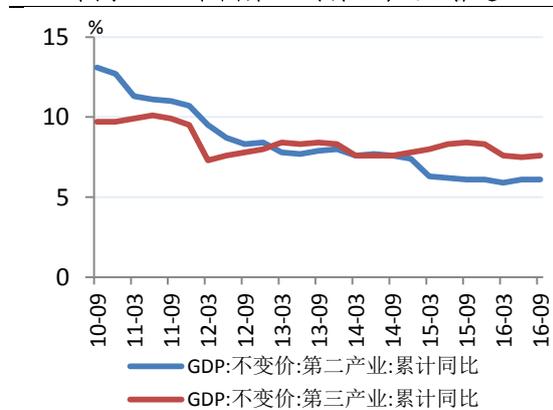
从产业看,2016 年前三季度中国第二产业实际累计同比增速分别为 5.9%、6.1%和 6.1%,与去年同期(6.2%、6.1%和 6.1%)相比降幅不大。第三产业实际累计同比增速分别为 7.6%、7.5%和 7.6%,与去年同期(8.3%、8.4%和 8.3%)相比有一定的下滑,但是年内总体平稳(如图表 8)。

图表 7: 中国 GDP 总量及增速



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 8: 中国第二与第三产业增速



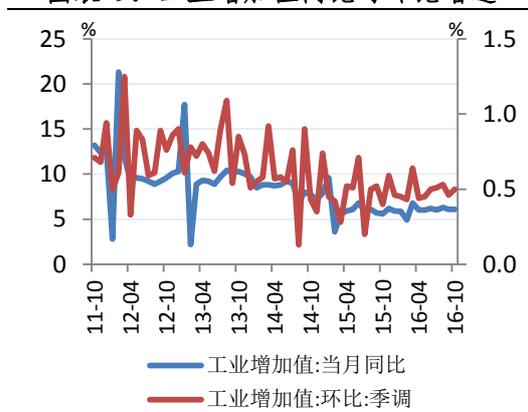
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

2016 年 1-10 月中国工业增加值当月同比增速相对稳定,下降态势有所收敛,并且总体维持在 6%附近,6-10 月环比增速大体恢复至 5%以上(如图表 9)。因此工业领域的下行压力有所减轻。

1-10 月规模以上工业企业利润总额累计同比增速与往年相比有大幅改善,该指标在 2015 全年维持负增长的状态,却在 2016 年初转负为正,并且增速由 2 月份 4.8%升至 10 月份 8.6%(如图表 10),因此库存的去化正在进展并有所巩固。

工业暂时平稳与企业利润改善的原因包括政策方面对去库存、去产能的支持和价格回暖帮助销售提升等。

图表 9：工业增加值同比与环比增速



资料来源：Wind，新世纪评级整理

图表 10：中国工业企业利润总额增速

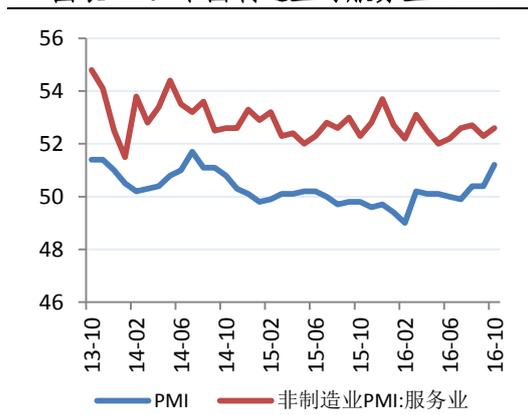


资料来源：Wind，新世纪评级整理

2016年1-10月中国制造业PMI扭转了2015下半年的颓势，总体位于枯荣线以上，并在10月份达到51.2的年内高值。服务业PMI则仍然维持在略高于52的水平（如图表11）。总的来看制造业与服务业PMI均保持乐观，并且服务业更优。两大行业PMI的分化态势有所收敛。

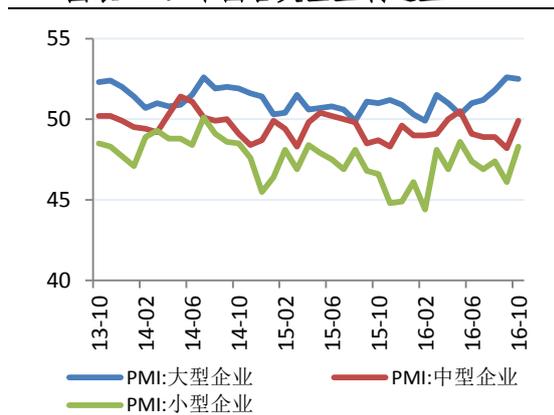
从企业类型来看，大型制造业企业PMI态势最好，不但持续位于枯荣线之上，并在1-10月呈现上升的态势，10月份为52.5。中型制造业企业PMI延续了去年的态势，徘徊在略低于枯荣线的水平。小型制造业企业PMI本年有所回升，但状况仍然较差，10月份为48.3（如图表12）。总的来看大型企业对未来比较乐观，中小型企业状况偏冷，需要政策的进一步支持。

图表 11：中国制造业与服务业 PMI



资料来源：Wind，新世纪评级整理

图表 12：中国各类企业制造业 PMI



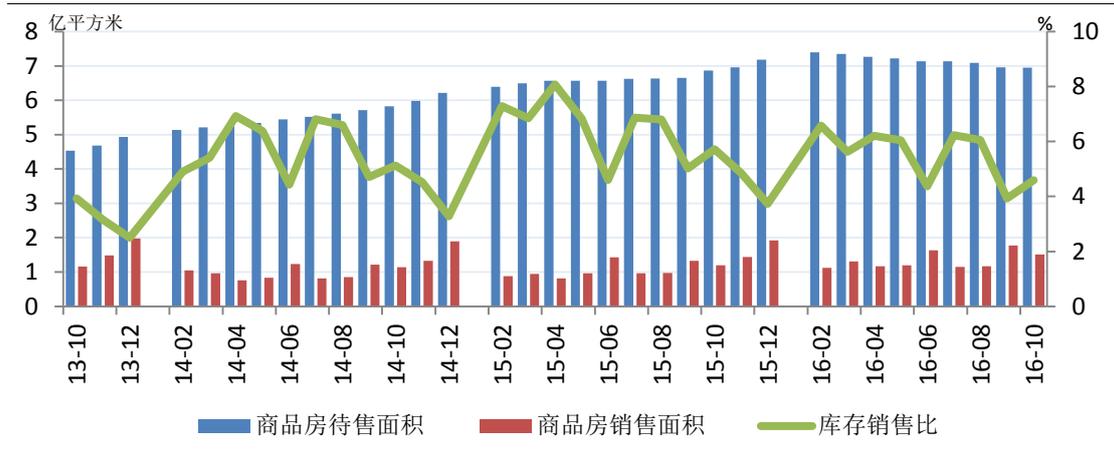
资料来源：Wind，新世纪评级整理

中国商品房待售面积在2016年初达到7.39亿平方米，为近年来的最高值，随后呈现出稳步下降的态势，2016年10月降至6.95亿平方米，可见房地产行业

库存压力有所减轻。在销售方面，2016年1-10月份商品房月均销售面积为1.34亿平方米，2015年与2014年同期则分别为1.05亿平方米与0.98亿平方米，因此商品房销售状况持续改善。商品房库存销售比相应地呈现高位回落的趋势，2014-2016年前10月均值分别为5.70、6.45与5.51（如图表13）。

总的来看房地产市场有所回暖、库存压力缓和，与政策的支持有很大关系。随着房地产行业的压力减轻，政策的力度应相应地适当调整，并应当注意防范楼市泡沫。稳健适度的政策是支持房地产理性出清的关键。

图表 13：中国商品房待售面积与销售面积

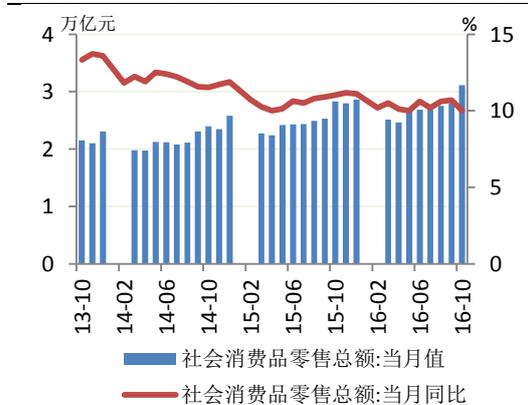


数据来源：Wind，新世纪评级整理

（二）投资压力有所减轻

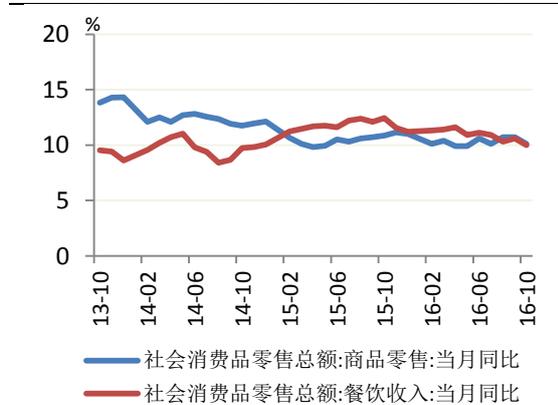
2016年1-10月中国社会消费品零售总额呈现稳步上升的态势，10月份为3.11万亿元。从增速来看，1-10月社会消费品零售总额同比增速维持在10%以上，与2015年同期总体持平（如图表14）。在整体经济增长放缓的背景下，消费对于总需求起到了支撑的作用。

图表 14：社会消费品零售总额及增速



资料来源：Wind，新世纪评级整理

图表 15：商品零售与餐饮收入增速

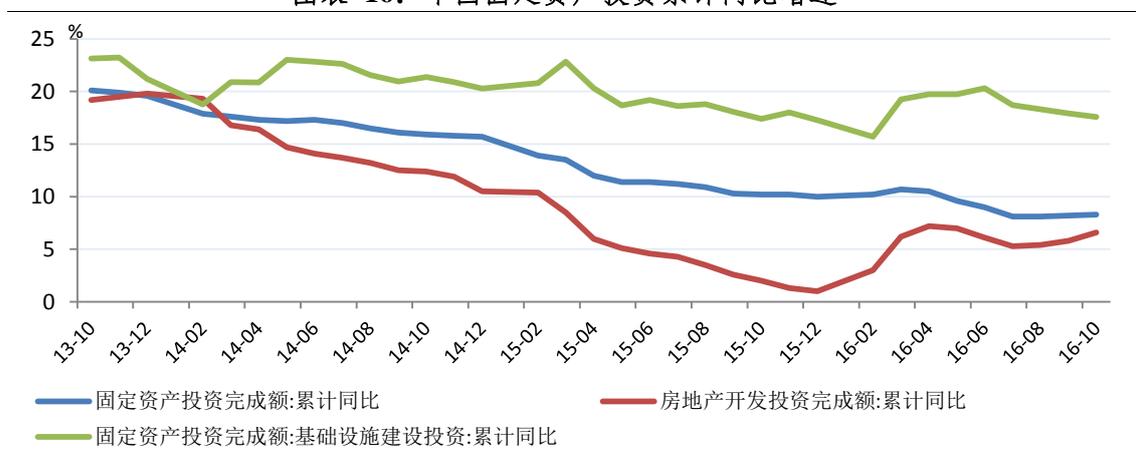


资料来源：Wind，新世纪评级整理

分项来看，商品零售额同比增速维持在 10% 左右，大致与去年同期相当；餐饮收入额同比增速与去年同期相比总体降低 1-2 个百分点，并且表现出下滑的倾向，可能对消费需求形成一定拖累（如图表 15）。但是在经济转型与收入改革的背景下，消费需求仍将是经济的重要支撑。

2016 年 1-10 月中国固定资产投资仍然面临下行压力，累计同比增速由年初 10.2% 降至 10 月份 8.3%，但是 7-10 月份压力有所减轻，增速略有回升。房地产开发投资完成额同比增速出现一定的回暖迹象，由 2015 年底 1% 的低值波动回升至 6.6%。在政策的支持下，基础设施建设投资仍然维持较高的增速，并且增长态势总体好于去年（如图表 16）。

图表 16：中国固定资产投资累计同比增速

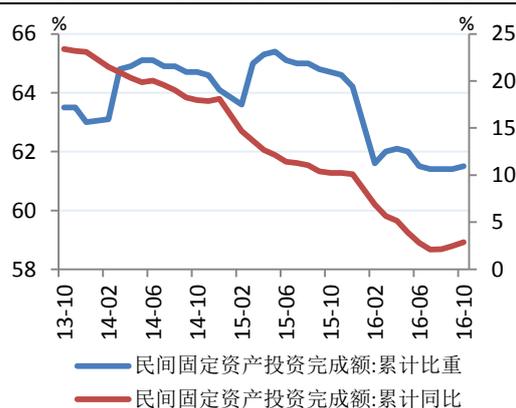


数据来源：Wind，新世纪评级整理

从投资主体来看，本年民间投资面临较大的下行压力。2016 年 1-10 月中国民间固定资产投资完成额累计同比增速由 6.87% 降至 2.87%，去年同期该指标则维持在两位数。从占比来看，本年民间投资在全社会固定资产投资中的比重约在 61% 左右，比 2015 年总体下降约 3 个百分点（如图表 17）。因此民间投资增长乏力，拖累投资需求的增长。

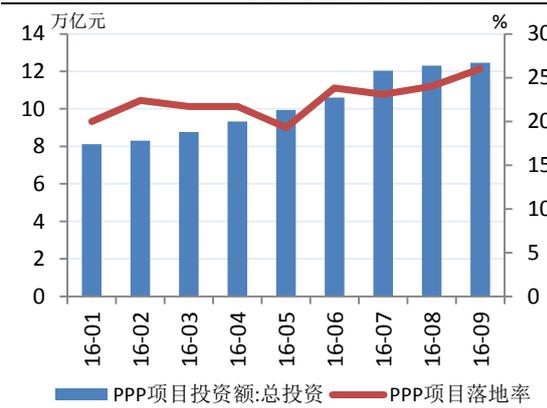
在民间投资需求疲弱的背景下，PPP 项目作为一种新兴的投资形式正在中国投资领域发挥更加重要的作用。2016 年 1-9 月中国 PPP 项目由 8.11 万亿元升至 12.46 万亿元，呈现稳步增长的态势。从落地速度来看，1-9 月中国 PPP 项目落地率由 20% 升至 26%，呈现加速落地的态势（如图表 18）。因此 2016 年中国 PPP 项目投资需求增长态势良好。这种公共部门与私人部门合作的项目运作模式，有利于满足政府的投资需求并扩大社会资金的运用途径，而达到“利益共享、风险共担”的效果，实质是一种社会资源的优化配置方式。

图表 17: 中国民间投资占比及增速



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 18: PPP 项目投资额与落地率

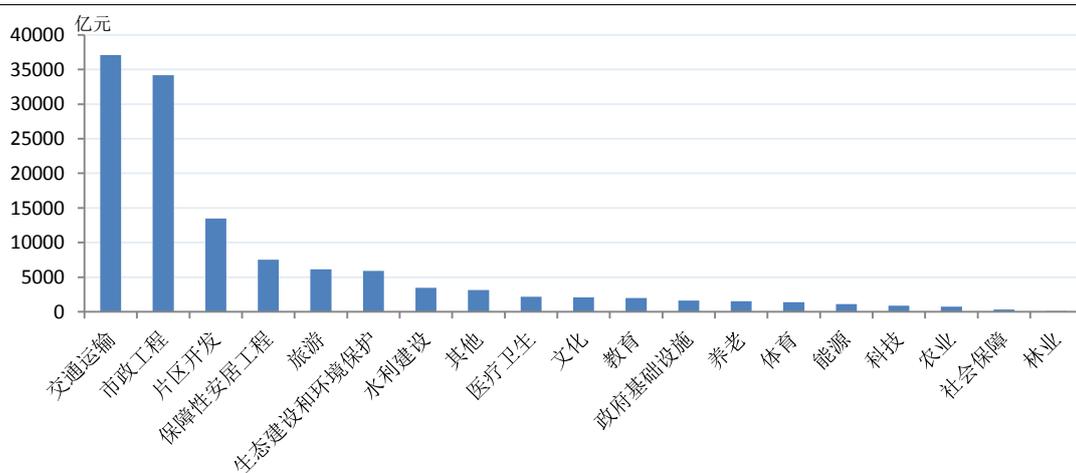


资料来源: Wind, 新世纪评级整理

从行业分布来看, 1-10 月中国 PPP 项目投资主要分布在交通运输、市政工程、片区开发、保障性安居工程、旅游、生态建设和环境保护以及水利建设等领域。其中交通运输与市政工程两项投资额较高, 分别为 3.7 万亿元和 3.4 万亿元, 两者之和占到 PPP 项目总投资额的大半 (如图表 19)。

PPP 项目作为一种公共部门与私人部门相互合作的投资方式, 在中国尚处在快速发展的阶段, 有利于资本领域的进一步拓宽与完善。当前中国经济处在漫长的出清过程中, 经济总体和投资领域都面临下行压力。为了保证经济的平稳过渡, 中国对基础建设投资领域的支持力度不断增加, 并因此扩大了其信用规模。从行业构成来看, 当前推行的 PPP 项目有相当一部分集中在基建领域, 有利于稳增长措施的推行。从资本构成来看, 在中国政府的鼓励和引导下, 民营资本对 PPP 项目乃至整个基建投资领域的支持力度都在增加, 有利于缓和政府的信用压力。

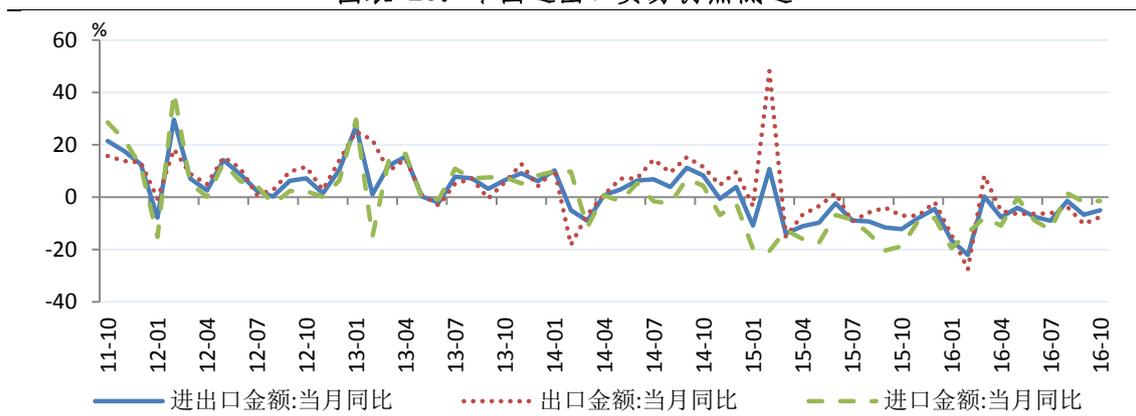
图表 19: 中国 PPP 项目投资的行业分布



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

2016年1-10月中国进出口金额延续了萎缩的态势，各月份当月同比几乎全部下滑，并且幅度较去年没有明显改善。1-10月出口金额当月同比跌幅与去年相当，表明出口需求依然乏力。进口金额也仍然低迷，但是与去年相比有一定改善，8-10月同比增速分别为1.5%、-1.8%和-1.4%，与2015年同期（-13.8%、-20.3%和18.7%）相比有所提高（如图表20）。总的来看中国对外贸易环境尚无明显改善，其原因一方面是国内劳动力成本上升导致出口红利减少，另一方面则与全球贸易总体低迷的背景有关。

图表 20：中国进出口贸易仍然低迷

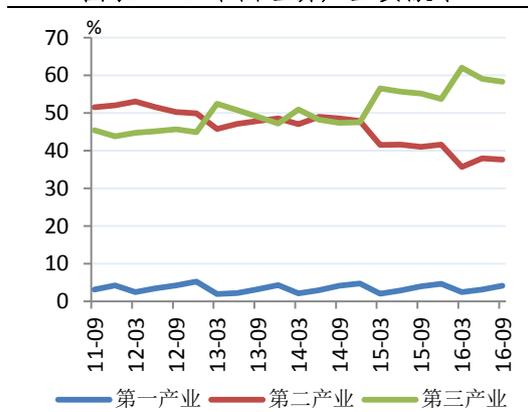


数据来源：Wind，新世纪评级整理

（三）经济结构趋于优化

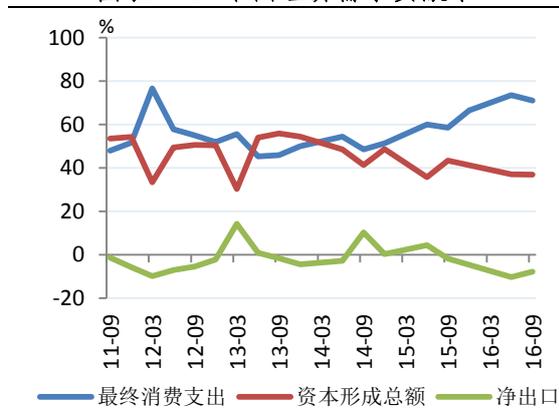
2016年前三季度中国三大产业累计同比贡献率分别为4.1%、37.6%和58.3%，第三产业占比上升（如图表21）。从需求结构来看，2016年前三季度中国最终消费支出贡献率为71.0%，占主导地位，资本形成总额贡献率为36.8%，有所下降（如图表22）。产业关系的变化与近年来中国工业领域的去库存压力及外部需求下降有关，但根本上是产业结构的升级，服务业和消费需求的地位更加重要。

图表 21：中国经济产业贡献率



资料来源：Wind，新世纪评级整理

图表 22：中国经济需求贡献率



资料来源：Wind，新世纪评级整理

分行业来看,2016年前三季度农林牧渔业对GDP增长累计贡献率为4.41%,工业贡献率为31.29%,建筑业贡献率为6.62%,交通运输、仓储和邮政业贡献率为3.61%,批发和零售业贡献率为9.33%,住宿和餐饮业贡献率为1.81%,金融业贡献率为8.12%,房地产业贡献率为8.02%,其他服务业贡献率为26.78%(如图表23)。从变化趋势来看,工业和建筑业占比的下降态势已经缓和,服务业占比总体升高。

图表 23: 前三季度各行业累计贡献率

行业	2013年	2014年	2015年	2016年
农林牧渔业	3.60	4.70	4.40	4.41
工业	38.80	37.40	31.30	31.29
建筑业	8.10	8.20	6.00	6.62
交通运输、仓储和邮政业	3.80	3.90	2.90	3.61
批发和零售业	12.40	13.00	8.30	9.33
住宿和餐饮业	0.80	1.40	1.50	1.81
金融业	9.20	8.40	18.00	8.12
房地产业	6.00	1.80	3.00	8.02
其他服务业	17.20	21.20	24.50	26.78

数据来源: Wind, 新世纪评级整理

2016年1-10月中国初级产品出口金额为837.2亿美元,占总出口金额的4.92%。工业制品出口金额为16188.3亿美元,占总出口金额的95.08%,其中机械及运输设备占46.56%。初级产品进口金额为3510.2亿美元,占总进口金额的27.64%,工业制品进口金额为9187.8亿美元,占比72.36%,其中机械及运输设备占比41.57%(如图表24)。总的来看中国贸易结构良好,随着电子及通信设备制造业、航空、航天器及设备制造业、信息化学品制造业和医药制造业等高新制造业的成长,中国高附加值产品的出口有很大的上升空间。

图表 24: 2016年1-10月中国对外贸易结构

项目	出口金额 (十亿美元)	出口结构 (%)	进口金额 (十亿美元)	进口结构 (%)
初级产品	83.72	4.92%	351.02	27.64%
食品及活动物	48.87	2.87%	40.58	3.20%
饮料及烟类	2.81	0.17%	4.96	0.39%
非食用原料(燃料除外)	10.66	0.63%	160.70	12.66%
矿物燃料、润滑油及有关原料	20.93	1.23%	139.62	11.00%
动植物油、脂及蜡	0.45	0.03%	5.16	0.41%
工业制品	1618.83	95.08%	918.78	72.36%
化学成品及有关产品	100.15	5.88%	131.93	10.39%
按原料分类的制成品	289.01	16.98%	98.42	7.75%
机械及运输设备	792.66	46.56%	527.84	41.57%

杂项制品	432.96	25.43%	102.84	8.10%
未分类的商品及交易品	4.04	0.24%	57.76	4.55%
总和	1702.55	100%	1,269.80	100%

数据来源：Wind，新世纪评级整理

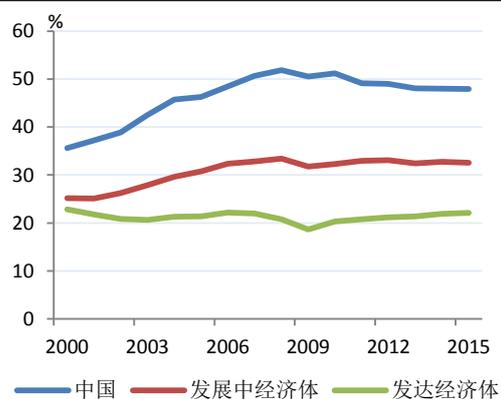
三、中国收入分配与财税

随着经济结构的改善，中国储蓄率将继续降低，居民可支配收入仍存在提高空间。。本年财政收入增速下降，财政支出则维持两位数增长。在货币政策受到约束的情况下，积极的财政政策将是稳增长的关键。赤字率和政府杠杆的增加或许会提升信用风险，但中国当前的赤字水平与政府债务水平尚低于世界总体水平，因此完全有条件保证其总体可控。

（一）储蓄率仍然偏高

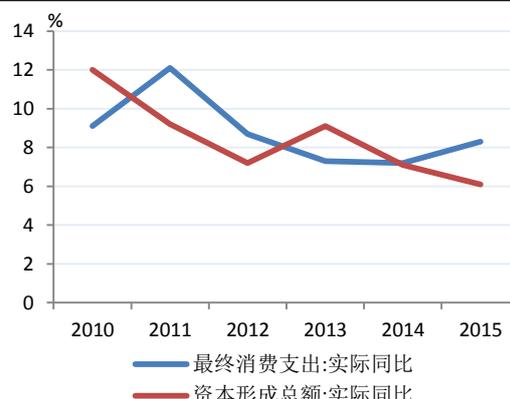
2013-2015 年中国国民储蓄率分别为 48.05%、47.96%和 47.90%，有一定的下降，但是在世界范围内来看，仍然处在较高水平。2015 年发展中经济体国民储蓄率平均水平为 32.52%，发达经济体平均水平则为 22.09%（如图表 25）。高储蓄率是中国曾保持投资主导型经济模式的结果，在历史上有利于中国的工业化进程。当前中国处在经济转型的过程中，投资对经济的拉动作用有所下降，而消费有很大的增长潜力。2011-2015 年期间，中国最终消费支出与资本形成总额实际同比增速均有一定下降，不过消费增长总体快于投资，2015 年消费增速为 8.3%，比 2014 年（7.1%）有所回升，投资增速则降至 6.1%（如图表 26）。要保证经济结构的进一步改善，中国的储蓄率仍然需要降低，居民可支配收入应当有提高的空间。

图表 25：中国国民储蓄率仍然偏高



资料来源：Wind，新世纪评级整理

图表 26：消费增速总体高于投资



资料来源：Wind，新世纪评级整理

（二）积极财政是“稳增长”的关键

2016年1-10月中国公共财政收入累计同比增速有所降低，处于近年的较低位（如图表27）。从构成来看，税收收入增速与2015年相比略有提高，非税收入增速则大幅下降，在某些月份出现负增长（如图表28）。财政收入降速有国内外的多方面原因，最主要的是结构性减税和普遍性降费带来的财政减收，其他原因则包括企业利润增幅回落导致企业所得税增幅回落以及大宗商品价格偏低和进口贸易下滑导致进口税收下降等。

图表 27：公共财政收支增速



资料来源：Wind，新世纪评级整理

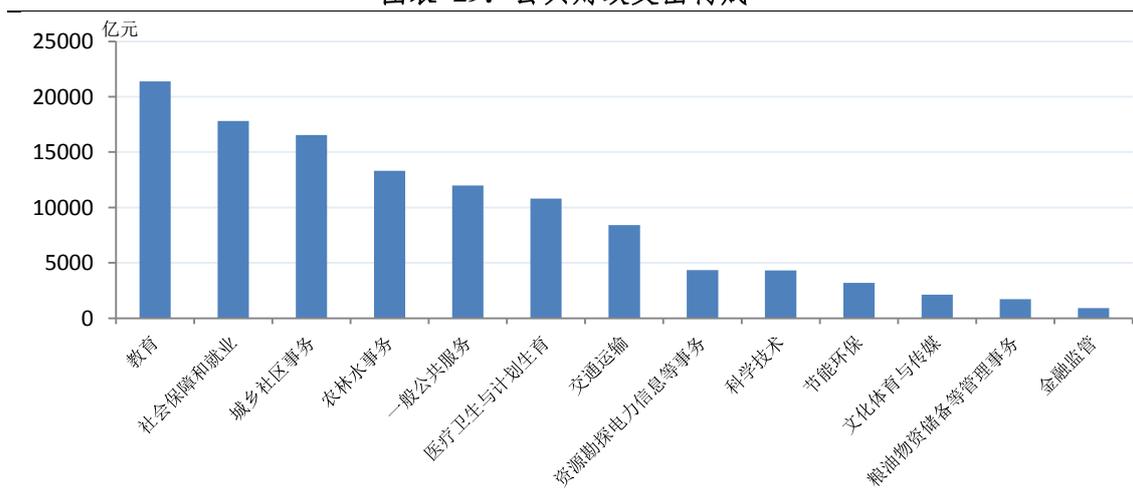
图表 28：税收与非税收入增速



资料来源：Wind，新世纪评级整理

中国公共财政支出累计同比增速也有所下降，但是在“稳增长”的政策思路下，仍然保持两位数的增长。从构成来看，教育支出占总支出比重最高，数额超过20000亿元，社会保障和就业支出、城乡社区事务支出和农林水务支出等也占比较高（如图表29）。

图表 29：公共财政支出构成

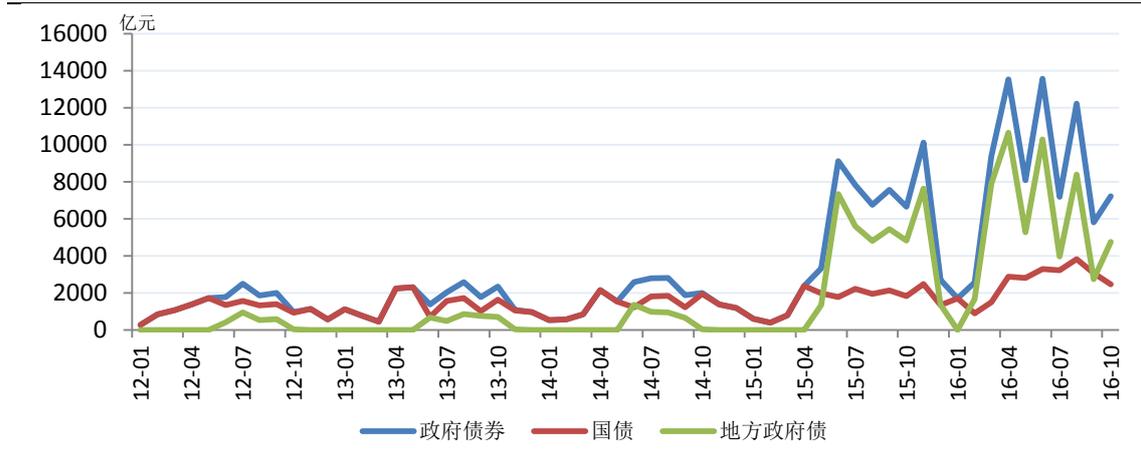


数据来源：Wind，新世纪评级整理

在积极的财政政策思路下，2016年1-10月中国政府债券发行数额进一步提高，多个月份的政府债券当月发行总额超过10000亿元。其中地方政府债占比较

高且增幅较大，国债有一定增长但占比较小（如图表 30）。据国际货币基金组织统计，2013-2015 年中国一般政府总债务占 GDP 比重分别为 36.93%、39.83%和 42.92%，呈现上升的态势。不过从国际视角来看，2015 年发达经济体一般政府总债务占 GDP 比重为 104.37%，发展中经济体为 44.57%，亚洲发展中经济体为 45.80%。因此在世界范围内，中国政府债务水平并不偏高。2016 年底中国进一步完善了地方政府债务预算的管理和债务风险应急处置机制，有利于加强政府债务风险的防范。

图表 30：中国政府债券发行



数据来源：Wind，新世纪评级整理

2017 年中国经济仍将面临一定的下行压力，而货币政策受缚于泡沫风险，总体上将维持中性，因此对经济的支持力度会减小。在这样的条件下，财政政策的力度可以增强。赤字率和政府杠杆的增加或许会提升信用风险，但中国当前的赤字水平与政府债务水平尚低于世界总体水平，因此完全有条件保证其总体可控。在经济结构仍待优化、新的增长动能尚未形成的背景下，各种“稳增长”措施是保障中国经济平稳过渡的前提，其中积极财政将发挥关键的作用。

四、中国货币金融

2016 年中国金融市场增长较快，社会融资结构优化。中国经济的风险形势已经发生转变，由过去以下行风险为主逐渐转变为下行风险与泡沫风险并存，这决定了未来中国货币政策应当总体中性、具体灵活。由于经济仍然面临较多不确定性，中国金融市场化的进程应当稳健。

（一）金融市场增长中结构优化

2016 年前三季度中国金融市场总体运行平稳，部分子市场呈现较快增长。其中银行间市场债券回购累计成交 462.3 万亿元，日均成交 2.5 万亿元，日均成

交同比增长 53%；同业拆借累计成交 74.5 万亿元，日均成交 3961 亿元，日均成交同比增长 75.6%；人民币利率互换市场达成交易 19387 笔，同比增长 18.5%，名义本金总额 25778 亿元，同比增长 15.2%；存单市场发展迅速，银行间市场陆续发行同业存单 11827 只，发行总量为 9.67 万亿元，二级市场交易总量为 48.56 万亿元；累计发行各类债券 27.6 万亿元，同比增长 75.3%，主要是地方政府债券、公司债和同业存单发行快速增长；股票市场筹资额有所增长，各类企业和金融机构在境内外股票市场上通过发行、增发、配股、权证行权等方式累计筹资 9218 亿元，同比增长 16%，其中 A 股筹资 8848 亿元，同比增长 41.2%（如图表 31）。总的来看 2016 年前三季度中国金融市场交易活跃，保持了良好的增长态势。

图表 31：2016 年前三季度中国金融市场增长情况

市场指标	数量	同比增长率
银行间市场债券回购	2.5 万亿元/日	53%
同业拆借	3961 亿元/日	75.6%
人民币利率互换	25778 亿元	15.2%
各类债券发行	27.6 万亿元	75.3%
股票市场筹资	9218 亿元	16%
A 股筹资	8848 亿元	41.2%

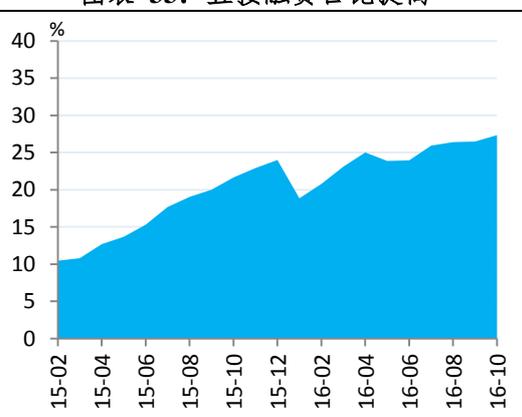
数据来源：中国人民银行，新世纪评级整理

2016 年前三季度中国社会融资规模累计增量为 13.47 万亿元，比去年同期增加 1.46 万亿元。从构成来看，1-10 月份社会融资规模增量中，新增人民币贷款占比较高，为 73.84%，同期内企业债券融资与非金融企业境内股票融资等直接融资方式占比分别为 19.86%和 7.48%，合计为 27.34%（如图表 32）。随着金融市场的完善，直接融资方式在中国社会融资中的占比近年来持续上升，2016 年前 10 月累计占比已经超过四分之一（如图表 33）。直接融资方式的发展有利于缩短资本链条、降低融资成本，加强金融市场对实体经济体的支持力度。总的来看中国资金市场结构进一步优化。

图表 32：1-10 月社会融资规模构成

项目	占比 (%)
新增人民币贷款	73.84
新增外币贷款	-3.44
新增委托贷款	11.04
新增信托贷款	3.71
新增未贴现银行承兑汇票	-15.54
企业债券融资	19.86
非金融企业境内股票融资	7.48

图表 33：直接融资占比提高



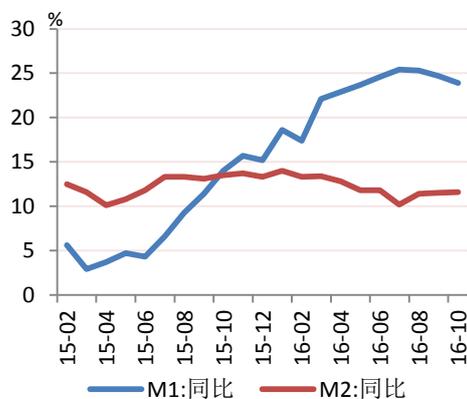
资料来源：Wind，新世纪评级整理

资料来源：Wind，新世纪评级整理

（二）新风险形势下的货币政策

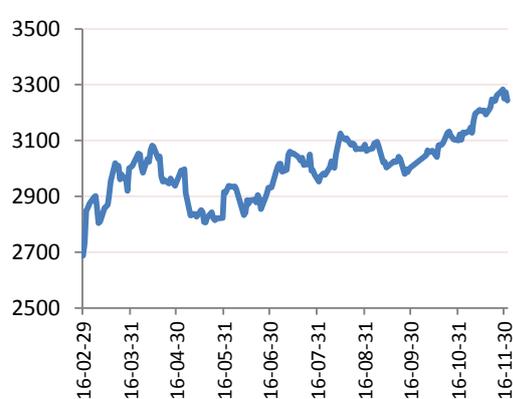
2016年中国经济的风险形势发生转变。在2015年，中国经济的风险以下行风险和通缩风险为主，主要表现为GDP同比增速的下滑与生产领域通缩态势的加剧。在2016年，经济压力有所缓和，前三季度GDP同比增速均为6.7%，说明下行风险有所减弱，与积极的财政政策与稳健偏宽松的货币政策有关。但是另一方面，2016年流动性对实体经济的支持力度减弱，而出现了一定程度的雍滞，M1与M2增速持续分化，下半年有些微收敛但差距仍然较大，10月份M1同比增速为23.9%，M2同比增速为11.6%（如图表34）。

图表 34：M1 与 M2 增速



资料来源：Wind，新世纪评级整理

图表 35：上证综合指数

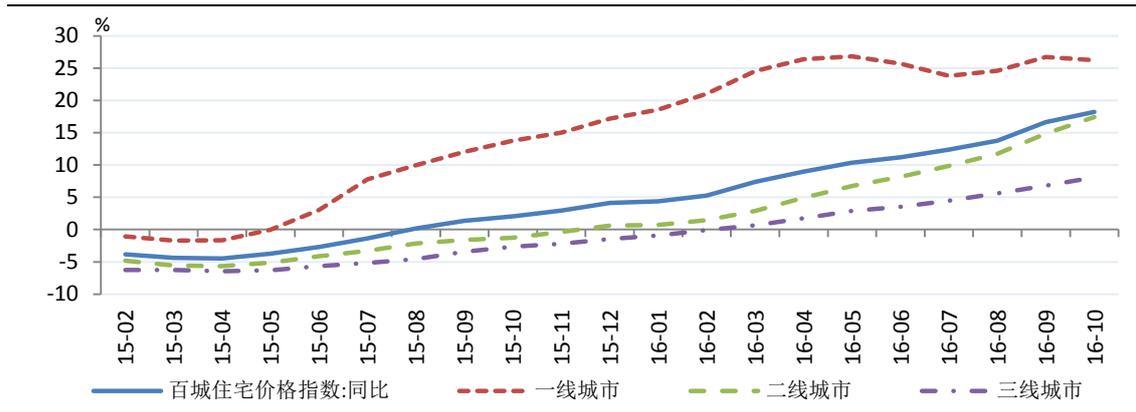


资料来源：Wind，新世纪评级整理

随着流动性支持作用的减弱，楼市与股市等市场上资金聚集，市场价格持续上升。2016年10-11月的两个月期间，上证综合指数由2900点左右升至3200点左右（如图表35）。中国百城住宅价格指数在1-10月也呈现加速上涨的态势，年初当月同比增速为4.37%，10月份已经攀升至17.4%。分城市来看，一线城市房价上涨势头最猛，年初当月同比增幅为18.56%，10月份为26.21%，二线城市与三线城市势头稍弱，但也在逐渐加速。近几个月二线城市房价增速的上升幅度最快，说明资金正在此聚集（如图表36）。

股市与楼市的价格上涨，当然与基本面状况好转、房地产投资回暖有关，但也有投机资金的作用。在期货市场上，近期也出现过短时间内涨停并闪跌的情况。因此在流动性作用减弱的背景下，泡沫风险正在整个资本市场抬头。

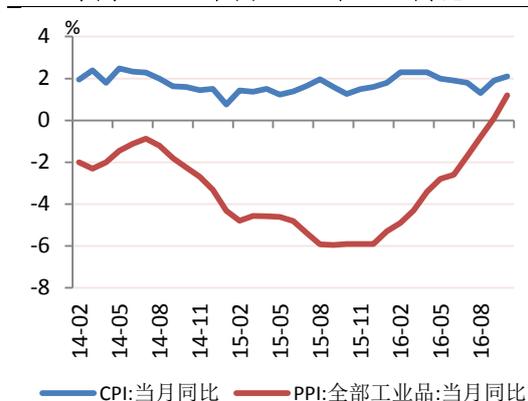
图表 36: 中国住宅价格指数同比增速



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

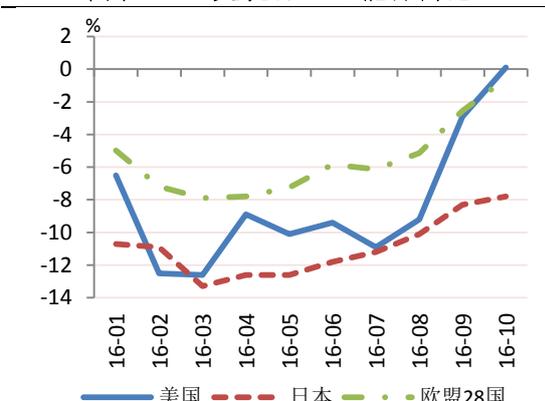
另一方面,中国的通缩风险已经减弱。2015 年底 PPI 同比增速为-5.9%,2016 年 10 月份则已经回升至 1.2% (如图表 37),因此生产领域的通缩态势已经大为收敛。CPI 仍然温和,但 8-10 月呈现上升的态势。从国际来看,美国、日本和欧盟等主要经济体的 CPI 能源同比跌幅均在收敛,尤其是美国与欧盟已经接近正值(如图表 38)。在中长期,包括中国在内的主要经济体可能面临不同程度的通胀压力。

图表 37: 中国 CPI 与 PPI 同比



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 38: 美欧日 CPI 能源同比



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

总的来看,2016 年中国经济的风险形势已经发生转变,由往年的以下行风险为主转变为下行风险与泡沫风险并存的态势,并且通缩风险已经大为减弱。在根本上,风险形势的转变反映出中国经济正在向新的增长区间过渡,并开始呈现出波动性筑底的状态。

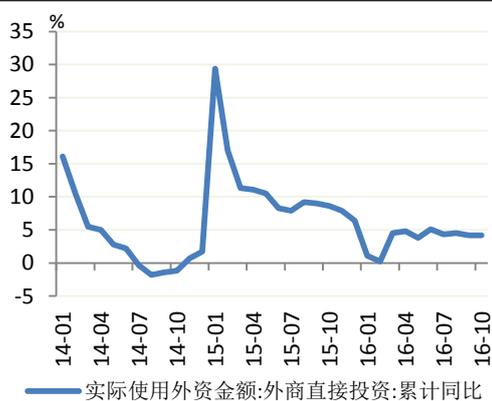
2016 年中国总体上实行稳健偏宽松的货币政策,以期支持实体经济、缓和下行压力。当前中国经济的风险形势已经转变,泡沫风险逐渐抬头。在这样的背景下,中国货币政策应更加灵活,兼顾经济的增长性与平稳性。应当注意的是,

下行压力的减弱并不能等同于实质性的企稳，因此中国经济增速在未来仍然有下降的可能。“中性”应是未来货币政策的基调，并可根据经济的具体状况适度收紧或放宽。

（三）人民币汇率的预期需要引导

2016 年中国经常账户与资本和金融账户收支状况呈现分化态势。按美元计值，前三季度经常账户顺差 1747 亿美元，其中，货物贸易顺差 3669 亿美元，服务贸易逆差 1830 亿美元，初次收入逆差 48 亿美元，二次收入逆差 45 亿美元。资本和金融账户逆差 856 亿美元，其中资本账户逆差 3 亿美元，非储备性质的金融账户逆差 3794 亿美元，储备资产减少 2941 亿美元。总的来看本年中国经常账户顺差尤其是货物贸易顺差依然稳健，而金融账户面临一定的资金流出压力。从直接投资来看，2016 年 1-10 月中国实际利用外商直接投资金额累计同比增速大概在 5% 附近波动，与去年同期相比总体有所下滑（如图表 39）。另一方面，1-10 月中国非金融类对外直接投资累计同比增速大概维持在 50% 以上，与往年相比有大幅提高（如图表 40）。

图表 39：外商直接投资增速减缓



资料来源：Wind，新世纪评级整理

图表 40：对外直接投资增长较快



资料来源：Wind，新世纪评级整理

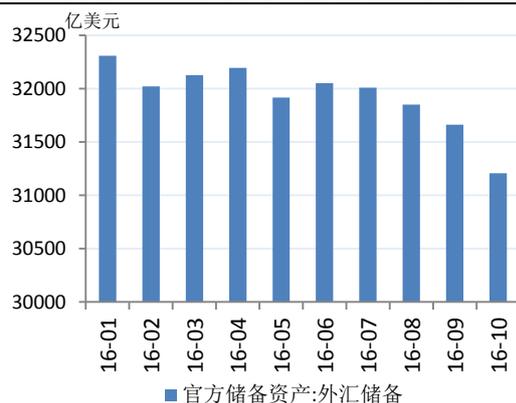
美国加息预期的升温对人民币形成了压力，2016 年 1-10 月中国商业银行代客结售汇仍然处在逆差的状态，但总体有所收敛。去年“8·11”汇改当月，该指标逆差超过 8000 亿元，2016 年初以来则呈现减弱的态势，10 月份差额为-684.71 亿元。外汇储备则呈现出持续下降的态势，由年初 32308 亿美元降至 31206 亿美元，体现出央行缓解人民币贬值压力的操作。银行代客结售汇逆差的收缩表明换汇压力减小，而央行外汇储备依然充足。

图表 41：银行结售汇逆差收敛



资料来源：Wind，新世纪评级整理

图表 42：中国外汇储备有所下降



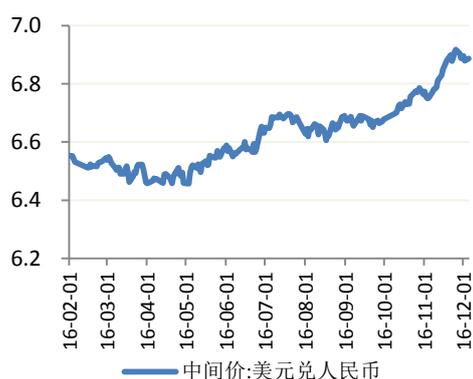
资料来源：Wind，新世纪评级整理

2016 年人民币对美元以及人民币汇率指数均总体上呈现贬值态势，其中美元兑人民币汇率中间价由年初 6.5 附近升至 12 月初 6.88 左右(如图表 43)，CFETS 人民币汇率指数则由年初 100 左右降至 12 月初 95 左右（如图表 44）。

人民币本年贬值态势的主要原因是美元的强势。美联储加息预期的升温和美国新总统的积极政策思路导致美元升值预期加强。人民币过去曾长期盯住美元，去年 8 月则实质性开启了对美元的市场化浮动。虽然 CFETS 人民币汇率指数在市场中的意义正在提高，但对人民币与美元关系的过分强调仍然存在，在一定的条件下会引发恐慌性贬值。以史为鉴，在“盯住美元”策略难以为继的情况下，东南亚国家曾突然放开本国货币汇率的浮动，而使得货币急剧贬值并引发银行业危机。因此人民币汇率尤其是兑美元汇率是需要调控的，汇率市场的预期是需要引导的。

当前中国经济压力减缓、结构优化，并且中长期仍然具有中高速增长潜力，因此人民币长期基本面良好。2016 年 10 月 1 日，IMF 发表声明宣布人民币加入 SDR 货币篮子正式生效，随着人民币国际化的发展，国际市场增持人民币资产的需求将有所增加，主要包括按照 SDR 配置资产的国际金融机构将按照新权重配置人民币资产、国外货币当局将增持人民币储备资产、境外工商业组织将增加人民币需求等。总的来看，人民币在长期中仍然有较好的基本面支撑与增长的外部需求。

图表 43: 美元兑人民币中间价



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 44: 人民币汇率指数



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

(四) 金融市场化进程应当稳健

2016 年中国金融市场化总体上有所发展, 表现为交易限制的放宽、新型金融产品的引入以及人民币的国际化等。9 月份中国银行间市场交易商协会正式发布了《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》及相关配套文件, 引入信用违约互换等风险对冲工具。12 月份全国社会保障基金理事会发布《基本养老保险基金证券投资基金投资管理机构评审结果公告》, 确定 21 家基本养老保险基金证券投资基金投资管理机构, 进一步推动了养老金入市的进程。不过在去年底曾提上议程的注册制改革由于本年初的股市异动而暂时放缓。

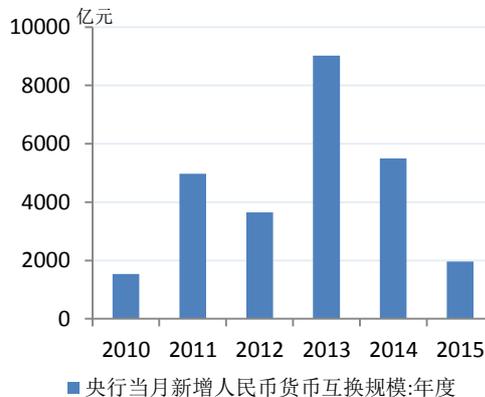
2016 年 10 月 1 日, IMF 宣布人民币正式加入 SDR 货币篮子, 这是人民币国际化道路的一个重要里程碑。但是从某些方面看, 2016 年人民币的国际使用暂时减少了。1-10 月人民币在全球市场的支付份额有所下降, 由 2.45% 降至 1.67% (如图表 45)。1-11 月中国央行新增人民币货币互换规模为 1615 亿元, 2014 和 2015 年则分别为为 5500 亿元和 1960 亿元 (如图表 46)。从这些指标衡量的人民币国际使用情况来看, 2016 年人民币国际化的脚步在某些方面有所放慢。

图表 45: 人民币国际支付份额



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 46: 新增人民币互换规模



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

金融的市场化意味着资金流动的自由化，这在根本上有利于促进资本市场对实体经济的支持。但是另一方面，自由化在一定的条件下也会导致市场的盲目而引发系统性风险，美国次贷危机的爆发就是一例。当前中国经济仍然面临一定的下行压力，流动性对经济的支持力度减弱，而投机风险有所积累。2016年中国多个市场都出现过非理性行为，包括衍生品价格的异动、商品房价格的较快上涨、杠杆收购行为的过度、人民币汇率的贬值预期加强和资本流出压力增加等。在这样的背景下，稳健的金融市场化进程或许是合适的，同时应当加强对市场行为的监管和对金融风险的防控。股票市场和资本项目是两个尤其应当注意的领域。当前中国金融市场结构有待进一步优化，股票市场的注册制应当适时、适度地推进，否则可能会培养泡沫。人民币当前面临一定的贬值压力，外部又有美联储加息等因素持续扰动，因此对于资本项目的改革应当审慎，甚至在必要的情况下，应当加强资本管制。总的来说，金融市场化是为经济的长期稳定增长服务的，因此其进程应当视经济的具体状况而定，而不需要也不应当一直保持推进的姿态，在某些情况下，适当的放缓或收紧是一种通过维持短期稳定来保证长期改革的“以退为进”的办法，在长远上看是有利的。

五、中国经济总结与展望

2016年发达经济体逐渐进入温和增长的区间，新兴市场经济体的状况总体好转。中国对世界经济的贡献较大，但增速已放缓，印度增长较快但贡献仍然偏低，并且体制性因素可能会束缚印度的长期增长前景，而不利于其跨越中等收入陷阱。因此世界经济将逐渐进入一段中低速增长的时期，并且波动性将会增大。各主要经济体的货币政策空间正在缩小，通货膨胀有抬头的倾向。国际石油市场的重塑是渐进的过程，石油输出国面临经济转型的需要，并且应当注意缓和其社会矛盾。本年所出现的逆全球化现象实质是全球化发展到新阶段的表现，是全球化的实现方式。

2016年中国经济的风险形势发生改变，由以往的下行风险为主转变为下行风险与泡沫风险并存。其指标表现包括经济增速下行趋势放缓、投资需求压力减轻、流动性出现一定雍滞和部分金融资产价格异动等。这样的转变在根本上反映出中国经济正在向新增长区间过渡的状态。因此未来1-2年的时间或是中国经济的企稳阶段，在这段时间里中国经济将表现出“波动性筑底”的特征。

中国经济政策所需要解决的问题归根结底有二：一是维持短期平稳，二是保证长期增长。二者相辅相成，而后者是根本。在新的经济形势下，中国货币政策

需要兼顾“稳增长”与“防风险”，因此将呈现出总体中性、具体灵活的特征。财政政策则不需要也不应当过于谨慎，而应当成为稳定经济的关键，至于积极财政所带来的信用风险，可以随着经济企稳而缓和，但经济不稳可能引发系统性风险，那么财政自身会受到影响。也就是说，如果保经济、扩财政，则二者皆得；如果保财政、误经济，则可能二者皆失。中性货币与积极财政相搭配，可以保证中国经济相对平稳地过渡。

在结构性改革中，国企改革等所有制改革措施是释放经济活力的关键，也是完善市场经济体制的关键。土地领域存在一定的矛盾，并且对经济发展产生一定的制约。中国的股票市场有时表现出较强的投机性，其根源并不在于股市本身，而在于中国金融市场结构尚不完善。在当前的背景下，股票市场的注册制改革应当谨慎。人民币的国际化是必然趋势，但并不意味着任何时候都要保持推进的姿态，以往的东南亚金融风暴与近期俄罗斯、巴西等国的经济困局，其背后都有国际资本的身影。因此在某些条件下，暂时的迂回有利于长远的发展。总的来说，金融改革是为经济增长服务的，所以需要同时关注经济增长的结构性与波动性。当前中国经济存在波动性的风险，因此金融市场化的进程应当保持稳健。

公司刊物

书籍系列



资信评级



英汉信用评级
词汇手册



信用评级基础
知识



新世纪信用评级
研究与探索



新世纪信用评级
国际研究

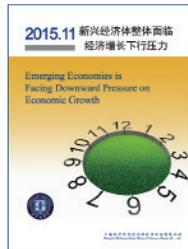
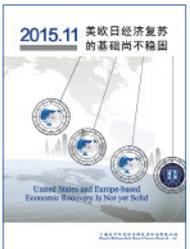
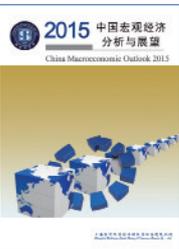
期刊系列



新世纪评级（季刊）

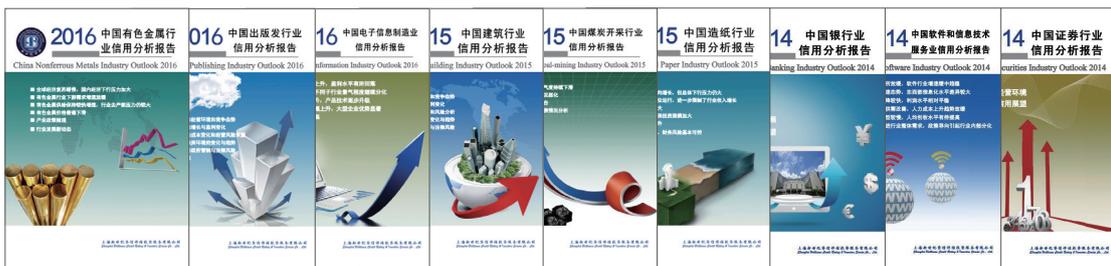
新世纪评级（年刊）

研究系列



宏观经济分析与展望

地方政府债券信用评级研究



行业信用分析报告

上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.



地址：中国 上海 汉口路398号华盛大厦14楼

邮编：200001

电话：021-63501349 021-63500711

传真：021-63500872

E-mail: mail@shxsj.com

<http://www.shxsj.com>