



2016 中国宏观经济 分析与展望

China Macroeconomic Outlook 2016

公司简介

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（以下简称“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提供了优质、高效的信用评级服务，评级业务覆盖了除中国台湾、香港、澳门外的全部省市，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技术合作关系，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。

新世纪评级在20多年的发展中取得了八个第一。在资质方面，新世纪评级是全国第一家取得中国人民银行（1997）、发改委（2003）、保监会（2003/2013）、证监会（2007）等全部资质的信用评级机构；在研究方面，新世纪评级出版了全国第一本以国际视野介绍的《资信评级》（1996）著作、全国第一本《英汉信用评级词汇手册》（2009）；在业务方面，新世纪评级出具了全国第一份投资价值报告——《青岛啤酒股份公司投资价值报告》（1994）、评定了全国第一支证券公司债券——国泰君安短期融资券（2005）、评定了全国第一批三支中小企业集合票据（2009）、评定了全国第一支外资银行人民币债券——三菱东京日联银行（中国）有限公司金融债券（2010）、评定了全国第一支地方政府债券——广东省地方政府债券（2014）。

新世纪评级将坚持“以本土信用评级机构为平台、以本土信用评级人员为主体、为本土及国际化信用评级市场服务”的发展战略，为中国信用评级市场和行业的发展、中国金融风险的防范和化解、中国金融的国际化贡献自己的力量！

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。



总 编：朱荣恩
主 编：丁豪樑
分 析 师：郭继丰
齐 涵

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。

摘要

2015 年，世界经济的复苏在艰难中行进，中国经济总体面临下行压力的同时升级转型、结构优化。从需求结构看，三大需求整体降速，进出口贸易已出现萎缩的同时消费对经济的拉动作用明显。从供给结构看，人口结构老龄化和劳动力供给不足并发，产能过剩严重与产业结构的持续升级转型并存。从市场价格水平看，制造业与服务业物价水平持续分化，物价指数维持在较低水平。从货币政策和金融体系看，货币稳健中有宽松，利率市场化和股票市场注册制改革在内的金融体系市场化改革继续推进，银行信贷不良率持续上升，债券和票据市场的信用事件和违约事件持续发生，人民币汇率存在较大贬值压力。从财政政策看，积极财政政策在拉动经济增长的效果明显的同时，政府债务水平明显提升。从短期看，中国政府将继续实施积极的财政政策和稳健中有宽松的货币政策，实现市场的出清和经济结构的优化。从中长期看，中国经济将通过经济结构的优化、“一带一路”战略和人民币国际化的推进而迈入中高速发展和增长的新常态。

关键词：经济增长 下行压力 升级转型 结构优化

目录

一、世界经济复苏艰难.....	1
（一）发达国家经济复苏基础尚不稳固.....	1
1.发达国家复苏过程中基础尚不稳固.....	1
2.发达国家货币政策总体宽松.....	2
（二）新兴经济体整体面临经济增长下行压力.....	3
1.新兴经济体整体面临下行压力且出现分化.....	3
2.新兴经济体宏观政策松紧不一.....	5
（三）全球经济复苏艰难进行.....	6
二、中国经济供给下行中有优化.....	7
（一）总产出下行压力增加.....	7
1.GDP 增长放缓但仍然维持在中高速区间.....	7
2.制造业与服务业 PMI 继续分化.....	8
3.工业增加值增速放缓.....	9
4.房地产行业面临严重过剩.....	10
（二）供给结构改革.....	10
1.人口老龄化增加了劳动力供给压力.....	10
2.产业结构在转型升级中优化.....	12
3.社会生产效率有很大的提高空间.....	13
4.混合所有制改革继续推进.....	14
三、中国经济需求下行中结构改善.....	15
（一）总需求三驾马车全部减速.....	15
1.社会消费品零售总额阶梯性降速.....	15
2.投资需求下行中基建加码支持.....	16
3.进出口贸易萎缩.....	17
（二）需求结构调整.....	18
1.消费需求对经济增长拉动作用增强.....	18
2.储蓄率偏高反映出需求结构仍需调整.....	19
四、中国收入结构.....	20
（一）企业可支配收入占比有待提高.....	20
（二）积极财政政策力度加强.....	21
五、中国货币金融体系.....	23
（一）货币流动与货币价值.....	23

1.物价水平面临通缩压力	23
2.货币政策稳健中有宽松	25
3.流动性注入实体经济稍显不畅	26
4.信用体系风险积累	27
5.人民币不存在持续贬值的基础	29
(二) 金融市场化之路仍未止步	30
1.利率的市场化	30
2.股票市场的注册制改革	31
3.人民币的国际化	31
六、中国经济总结与展望	32

图表目录

图表 1：主要发达国家 GDP 增速.....	2
图表 2：发达国家中央银行量化宽松政策.....	3
图表 3：发达国家基准利率水平.....	3
图表 4：新兴经济体 GDP 增速.....	4
图表 5：新兴经济体增长与通胀分化状况.....	4
图表 6：新兴经济体基准利率.....	6
图表 7：全球实际 GDP 同比增长率	7
图表 8：中国 GDP 总量与季度增长率.....	8
图表 9：中国制造业与服务业 PMI	9
图表 10：中国工业增加值同比与环比增速.....	9
图表 11：中国商品房待售与销售面积.....	10
图表 12：中国生育率.....	11
图表 13：中国人口结构及抚养比.....	12
图表 14：中国三大产业对 GDP 贡献率.....	13
图表 15：中国就业人口人均 GDP.....	14
图表 16：世界主要国家就业人口人均 GDP.....	14
图表 17：中国工业企业资产占比及生产效率.....	15
图表 18：中国社会消费品零售总额.....	16
图表 19：中国固定资产投资累计同比增速.....	17
图表 20：中国出口与进口金额同比增速.....	18
图表 21：主要经济体进出口总额同比增速.....	18
图表 22：中国三大需求对 GDP 贡献率.....	19
图表 23：中国和国际总储蓄率.....	20
图表 24：中国三大部门可支配收入占比.....	21
图表 25：主要国家总税率占利润比重.....	21
图表 26：中国财政收支与 GDP 增速.....	22
图表 27：中国和国际一般政府总债务占 GDP 比重	23
图表 28：中国 CPI 与 PPI 当月同比	24
图表 29：国际油价与各国生产价格指数.....	24
图表 30：中国金融机构人民币存款准备金率.....	25
图表 31：中国商业银行存款基准利率.....	25
图表 32：中国商业银行贷款基准利率.....	26

图表 33: 中国货币供给增速与社会融资存量增速.....	27
图表 34: 中国工业企业利润总额与亏损家数.....	27
图表 35: 中国债券市场违约情况.....	28
图表 36: 中国商业银行不良贷款余额及比例.....	29
图表 37: 人民币兑美元汇率与央行外汇储备.....	30
图表 38: 主要新兴经济体外汇储备.....	30
图表 39: 中国首发 A 股筹资金额与境内上市公司流通市值.....	31
图表 40: 人民币加入 SDR 前后比重变化.....	32
图表 41: 人民币国际支付份额与离岸中心人民币存款余额.....	32

中国宏观经济分析与展望（2016）

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

研发部 郭继丰 齐涵

一、世界经济复苏艰难

2015 年美、欧、日等发达经济体整体呈现复苏态势，但仍然存在一定不稳定性。美国复苏态势较强，欧盟比较温和，日本经济则尚未完全走出阴影。在复苏过程中发达国家普遍维持宽松的货币政策，但程度有所差别。以金砖国家为代表的新兴经济体整体面临下行压力。印度维持中高速增长，巴西与俄罗斯经济出现下滑，南非经济增速偏低。经济状况的差别导致新兴经济体货币政策松紧不一。

（一）发达国家经济复苏基础尚不稳固

1. 发达国家复苏过程中基础尚不稳固

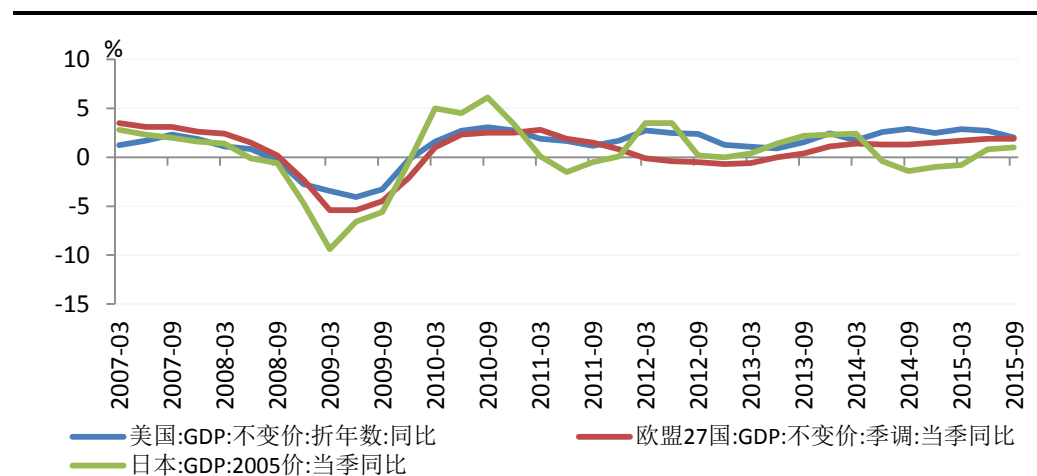
2015 年美国的经济总体上保持温和复苏的态势，就业率持续降低。服务业采购经理指数（PMI）处于 2008 年危机以来的最高水平，制造业 PMI 有所回落但依然乐观。总需求三驾马车中消费随总产出稳步上升，已经显著高于危机前水平，对经济总量起着稳定和支撑的作用，并且带动了服务业的持续增长；房地产等投资需求逐渐回暖，但步伐出现放缓倾向；进出口总额则较上年有所下滑；国际油价低迷导致通胀水平远不及 2% 的政策目标。在美联储结束第三轮 QE 政策后，美国经济仍然处在复苏的态势中，但也存在一定的不稳定性。

欧盟经济本年维持较低速的增长，就业形势持续改善但仍逊于危机前水平。制造业与服务业 PMI 指数维持在枯荣线之上。消费、投资需求与进出口总额均呈现温和增长的态势。低油价导致了一定的通货紧缩压力。各成员国当前施行的紧缩性财政政策有利于化解、但尚无法根除主权债务的风险。在量化宽松政策的刺激下，欧盟经济总体上呈现持续复苏的态势。

与美、欧国家相比日本经济本年增长较缓慢，就业形势好转但是为人口结构的问题所制约。制造业和服务业 PMI 指数略高于枯荣线。消费需求因消费税上调受到创伤后尚未走出阴影，拖累了经济增长，投资需求在量化宽松的持续刺激下现低速增势。国际油价低迷造成物价水平增长乏力。人口老龄化等结构性问题已经对日本经济产生了抑制，并且加剧了政府财政政策所受到的束缚以及主权债务积累所引起的风险。安倍政府已提出“新三支箭”、推行人口等方面的结构性改革

革以扭转其经济的疲态，但短期内难有实质性效果。

图表 1：主要发达国家 GDP 增速



数据来源：Wind

2.发达国家货币政策总体宽松

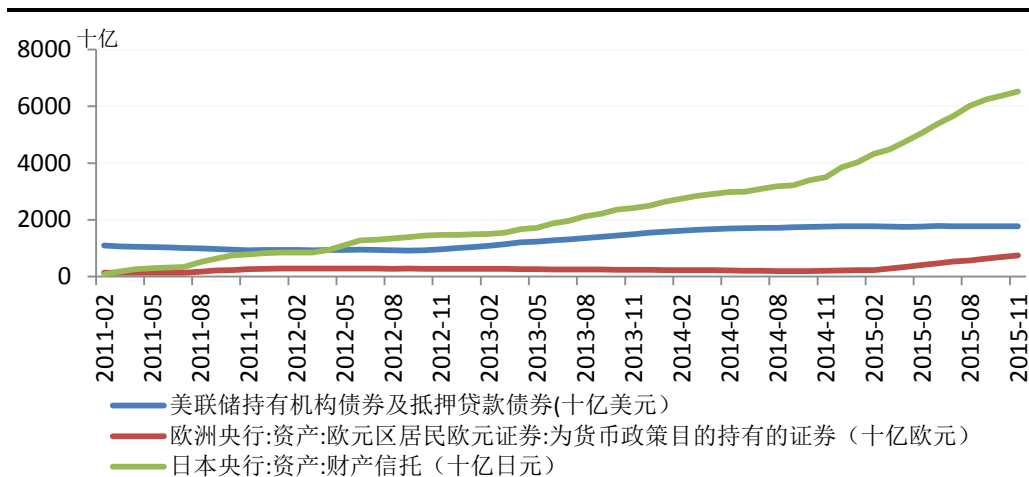
量化宽松（QE）是发达国家为经济复苏而普遍施行的刺激政策。从 2008 年 9 月至今，美联储已经施行了共三轮 QE 政策，其所持有的证券总额也增长了数倍。大量流动性的注入拉动了美国经济的增长，但是随着第三轮 QE 的结束，美国在经济在通胀水平和制造业前景上暴露出一定的不稳定性。美联储已经开启了回归常规货币政策的步伐。从产业和贸易结构上来看，本年 10 月的《跨太平洋伙伴关系协定》和《美国创新新战略》昭示着培育高新技术产业以及亚太地区贸易结构整合将是近年来美国产业结构和地区贸易政策的重点。预计 2016 年美国将继续恢复至温和增长的长期稳态，而科技力量和高素质移民等技术、人口方面的因素将为其提供持久的增长动力。

自本年 3 月启动量化宽松政策以来，欧盟的流动性投放初见成效，但是起步相对较晚。当前主权债务风险未除、通货紧缩压力尚存，使得经济复苏仍然存在变数，预计欧洲央行在 2016 年将维持宽松的货币政策。欧盟成员国的财政政策近期将偏向紧缩，而风险较高的希腊等国在就业和社会保障等方面的改革将继续进行，但是由于政治选举和居民生活等因素，其具体过程将面临反复与波折。在亚太地区关系愈发复杂微妙的背景下，欧洲国家与中国的贸易往来将会增加，为欧盟的经济增长注入新的动力。

面对经济尚未完全复苏而通缩压力显现的局面，2016 年日本将继续向市场注入流动性。近期消费的逐渐恢复与投资需求的温和增长有利于日本经济保持增势，但是老龄化导致的社会保障问题和政府债务风险的积累，将持续对经济构成

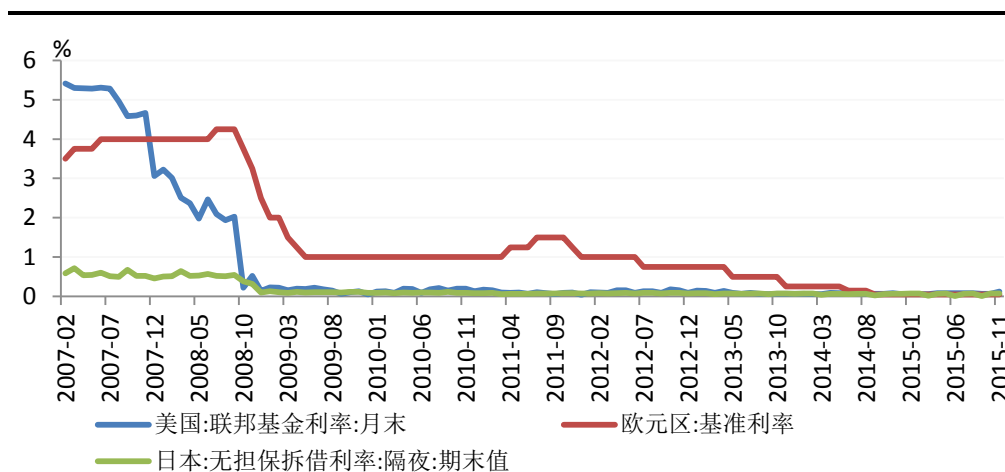
威胁。为实现经济增长、社会稳定和债务可持续等目标的兼顾，日本政府将继续推行以消费税作保的“机动灵活”财政政策而在不同的收、支、借渠道之间转换腾挪。安倍首相最近提出的经济改革“新三支箭”说明日本正试图调整人口结构以从根本上解决老龄化带来的诸多问题，但是短期内难以对经济增长有实质影响。

图表 2：发达国家中央银行量化宽松政策



数据来源：Wind

图表 3：发达国家基准利率水平



数据来源：Wind

（二）新兴经济体整体面临经济增长下行压力

1. 新兴经济体整体面临下行压力且出现分化

2015 年印度经济保持了较快速的增长势头，制造业和服务业 PMI 有所回落但依然乐观。第二、第三产业比重提高，已经形成以制造业、服务业为支撑的产业结构。消费需求稳步上升、投资需求呈现加速态势，对 GDP 起到了强劲的拉动作用。进出口总额同比大幅萎缩，出口呈现稳步下滑的趋势，而进口环比略有

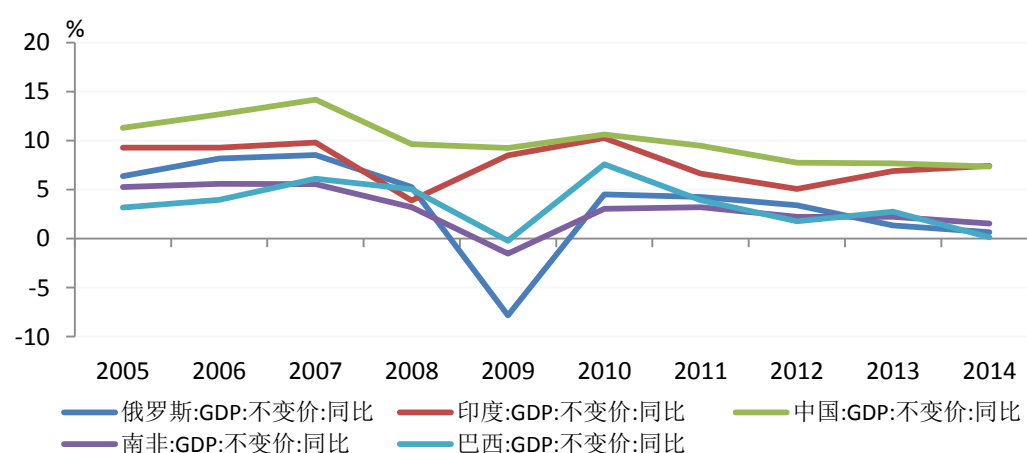
回升，部分原因是全球贸易需求的疲软以及卢比汇率的持续升高。由于石油等大宗商品价格走低，经常项目赤字本年虽有所回升，但仍处在较低的水平。通胀压力大为缓解，为宽松货币政策提供了一定的空间。

俄罗斯经济本年持续下滑，消费需求呈现萎缩态势，而投资需求急剧下降，拖动经济下行。面对全球需求放缓、油气市场持续供过于求，俄进出口贸易总额同比大幅度萎缩。对欧美实施的进口限令和卢布大幅贬值使得通胀压力不断升高。在国际油价低迷、大宗商品需求不振而国内投资信心严重不足的背景下，俄罗斯经济短期内尚难有实质性的恢复。

巴西经济 2015 年仍然面临下行压力，制造业和服务业 PMI 指数维持在悲观水平。消费需求疲软，投资需求则在投资者信心下降、资本大量出逃的背景下出现大幅萎缩。进出口总额同比双双呈现大幅下降的态势，但是在雷亚尔大幅贬值等条件下，进口需求下降幅度更为剧烈，使得经常项目有所改善。持续的干旱天气严重影响了农业产出，同时货币贬值加剧了输入型通胀，导致巴西物价水平快速上升，巴西经济的颓势短期难以根本扭转。

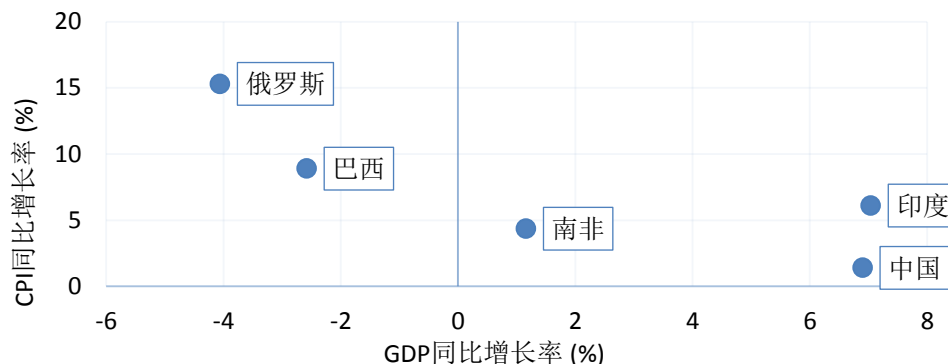
本年南非经济总体呈现低速增长的趋势，但缺乏稳定性，制造业和服务业 PMI 指数持续在临界水平上下徘徊。消费需求表现出温和而平稳的增长，但是投资波动较大，呈现增减交替的状态，其原因一方面是发达国家经济复苏引起资本外流，另一方面是国内失业问题与社会环境的恶化。欧美等传统贸易市场需求的复苏与兰特持续贬值拉动了南非出口的增长。在持续干旱导致农业减产、兰特汇率又持续走高的背景下，南非短期内通胀压力可能会加大。

图表 4：新兴经济体 GDP 增速



数据来源：Wind

图表 5：新兴经济体增长与通胀分化状况



数据来源：Wind

2. 新兴经济体宏观政策松紧不一

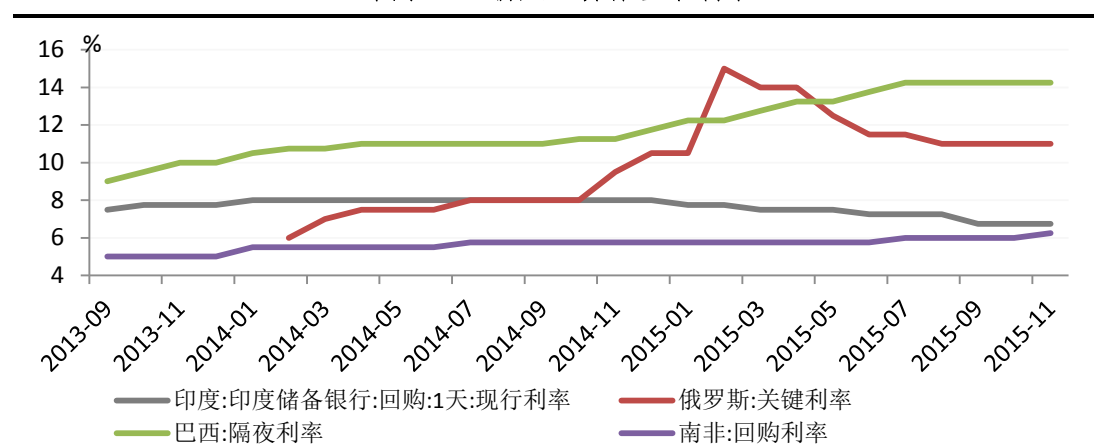
本年印度通胀水平的下行步伐已经放缓，为宽松货币政策提供的空间正在缩小。在通胀率尚低于目标水平而经济又存在不稳定性的状况下，预计印度央行短期内将维持相对宽松的货币政策，但是由于该政策的空间正在缩小，其态度将趋于谨慎。印度政府将继续推行以减税和基建投资为重点的扩张性财政政策，但是由于债务规模和财政赤字水平具有一定的不可持续性，其具体的实施过程可能会面临波折。印度的投资占 GDP 比重近年逐渐升高，工业化进程正在加速。其巨大的人口红利和投资潜力将为经济增长提供长期的动力。预计 2016 年印度经济将继续保持较高速度，成为拉动全球增长的重要动力。

经济的持续下行迫使俄罗斯央行近期将货币政策的重心由稳定币值转到了挽救经济上面，导致了急剧加息又急剧降息的局面。在经济恶性循环加剧的状况下，预计俄央行短期内将继续以支持经济为主要目标，同时兼顾打击通胀和支撑汇率。经济衰退与货币不稳定并存的局面短期难以实质性扭转，因此 2016 年俄罗斯货币政策将持续面临矛盾。

巴西为稳定币值而作出的努力目前收效较小，通胀压力仍较高。面对经济下行与通胀高企并存的局面，预计 2016 年巴西央行货币政策将继续面临较大的矛盾，需要做到支持经济与稳定货币的兼顾。在总产出颓势不改的状况下，短期内不能排除巴西为挽救危局、重树信心而将货币政策转向以支持经济为主的可能性。

与印度、中国等当前施行较宽松货币政策的国家相比，南非经济的对外依存度较高，并且外汇储备较有限。因此南非央行对低油价提供的政策空间将保持谨慎的态度。在经济尚且呈现低速增长趋势的背景下，预计南非货币政策短期仍将以货币稳定为主要目标，而难有大幅度宽松。

图表 6：新兴经济体基准利率



数据来源：Wind

（三）全球经济复苏艰难进行

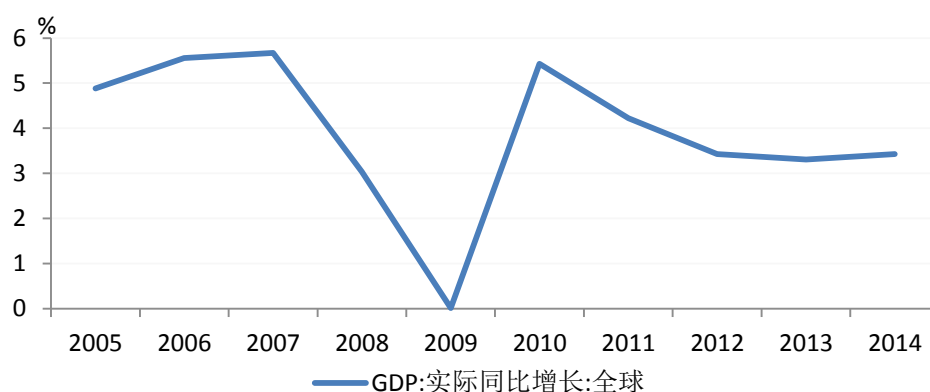
2015 年美、欧、日等发达经济体总体上呈现复苏的态势，但是步伐与程度不一。美国在多轮量化宽松政策的刺激下复苏较为强劲，欧盟各国呈现温和增长的态势，日本经济也有增长但略显疲态，并且受到老龄化问题的困扰。以金砖国家为代表的新兴经济体本年面临一定的下行压力，印度经济有所放缓但仍然保持着中高速增长，显示出较强的稳定性，俄罗斯和巴西本年则面临经济下行与通胀高企并存的局面，南非经济增速偏低，并且通胀压力增加。在迥异的经济状况下，各国的经济政策差别较大。美联储在经济增长与失业见底的背景下已经开始回归常规货币政策，而欧盟和日本则仍然维持量化宽松和超低利率的思路。受益于大宗商品价格走低，印度本年货币政策偏宽松，但空间正在缩小，俄罗斯和巴西分别祭出降息和加息的政策，以分别偏重支持经济与币值稳定的目标。南非面对币值不稳定的压力，实行偏紧的货币政策。总体来看发达经济体温温和复苏、新兴经济体面临下行压力，全球经济增长仍显乏力。

从根本上来看世界各国经济都处在各自的周期性变动中，只是周期的表现以及各国所处的阶段不同。金融体系自由而发达的美欧日各国，其周期往往表现为“加杠杆-信用危机-去杠杆”，如美国的房地产信用危机和欧盟国家的主权信用危机，都是信用关系（或者其衍生）过度发展的结果。金砖国家等对制造业和资源型行业依赖较大的新兴经济体，则往往表现出“繁荣-过剩-出清”的周期。过剩危机在整个国际制造链条蔓延开来，使得上游的大宗商品出口国家，不但面对过剩问题，而且发生货币危机的风险也在增加。这样的周期变动导致全球经济当前仍然处在供求失衡的状态，尚未完全从阴影中走出。

2016 年发达国家将维持复苏的态势，美国经济将进一步企稳，并继续缓慢

回复至常规货币政策，欧元区将维持量化宽松政策以支持经济的温和复苏，日本经济在 2016 年将有所回升，但是面对 2017 年的消费税阴影，届时可能再次跌入衰退泥潭，并且日本人口的老龄化对经济造成的结构性压力短期内难以消除。金砖国家等新兴经济体 2016 年仍然处在波动过渡至新常态的过程中，并且继续面临经济增速下行的压力。中国和印度的过渡将相对平稳，而俄罗斯和巴西将面临较大波动。新兴经济体仍然具有大量廉价劳动力和较大的投资潜力，因此长远来看将仍然是世界经济增长的主要动力。

图表 7：全球实际 GDP 同比增长率



数据来源：Wind

二、中国经济供给下行中有优化

2015 年中国 GDP 增速面临一定的下行压力，工业增加值增速放缓，房地产业面临较严重的过剩问题。制造业与服务业发展状况出现一定的分化。从结构上来看，中国人口老龄化的倾向增加了劳动端的压力，中期将逐渐加重，但在政策的调控下长期将有所缓和。中国产业结构本年继续优化，第三产业占比进一步提高。社会劳动生产率有所提升，但与发达国家相比仍有很大的空间。政府继续推行国企改革，增加混合所有制的比例。

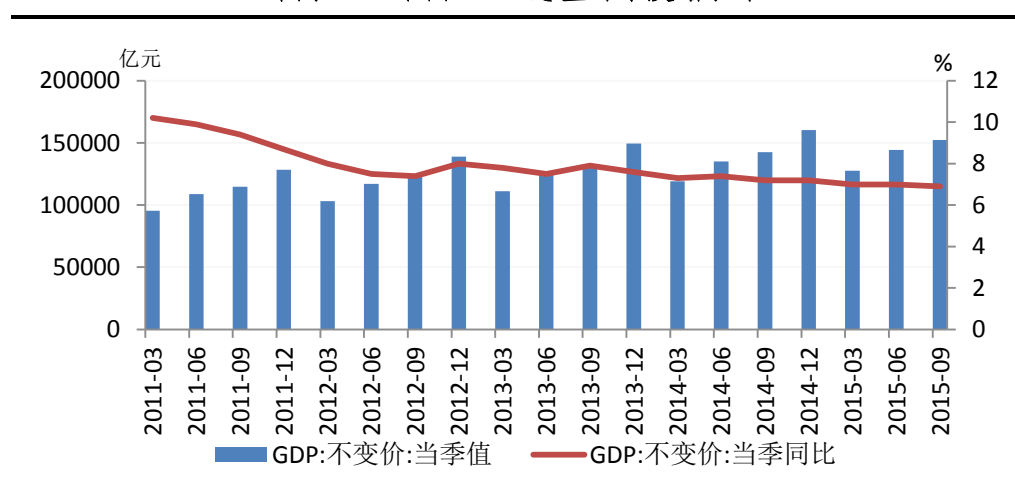
（一）总产出下行压力增加

1. GDP 增长放缓但仍然维持在中高速区间

2015 年前三季度中国实现国内生产总值 487774 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.93%。分季度来看，前三季度 GDP 当季同比增速分别为 7%、7%和 6.9%，环比增速分别为 1.3%、1.8%和 1.8%，均处于近 5 年来的最低水平。总体来看 2015 年前三季度中国经济保持了中高速的增长势头，但同时也继续面临一定下行压力。

中国政府面对 2008 年金融危机而采取的一系列刺激措施曾将经济重新带回两位数增长。在 2009 年中至 2011 年中的 2 年间，GDP 总体上保持了 10%以上的增速，但随后开启了持续放缓的步伐，在 2011 年中跌破 10%，在 2011 年底跌破 9%，在 2012 年中跌破 8%，并在本年第三季度跌破 7%。中国经济近年来的持续放缓，一方面原因是生产领域过剩，另一方面则是增长方式转变中的阵痛。中国国家主席习近平本年 11 月就《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》做出说明时表示，2016 年至 2020 年中国 GDP 年均增长率应保持在 6.5%以上。在过剩问题尚未解决、增长转型尚未完成但政府调节快速有力的背景下，预计 2016 年中国经济将继续面临下行压力但不会出现大幅波动。

图表 8：中国 GDP 总量与季度增长率



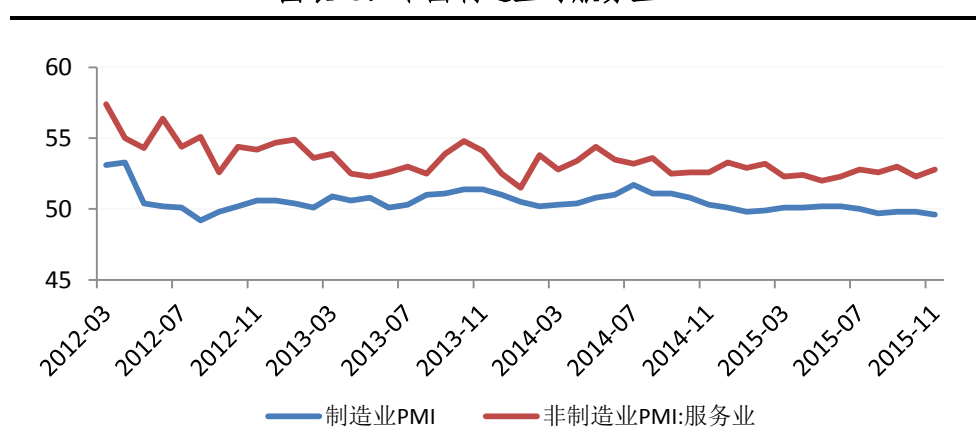
数据来源：Wind

2.制造业与服务业 PMI 继续分化

2015 年 1-10 月中国制造业与服务业采购经理指数（PMI）均有轻微回落，并且呈现出一定程度的分化。制造业 PMI 在整个 2014 年都维持在 50 的枯荣线之上，并且 5-10 月的半年期间均接近或高于 51，但是本年 1-10 月则在枯荣线上下徘徊，并且 1、2、8、9、10 等五个月份均在 50 以下。服务业 PMI 在 2014 年总体维持在 53 之上，本年 1-10 月则微降至 52-53 的区间内，但仍显著高于枯荣线，表现出较为乐观的态势。

制造业与服务业 PMI 双双轻微回落映射出中国经济步伐放缓，而其分化则体现出两大产业状况的差别。部分制造行业的产品与产能积存使其面临较大的出清压力，而在居民收入增长与政府政策支持条件下，服务业依然保持较好态势。预计 2016 年制造业 PMI 将持续在低位徘徊，而服务业 PMI 将维持在乐观水平。

图表 9：中国制造业与服务业 PMI



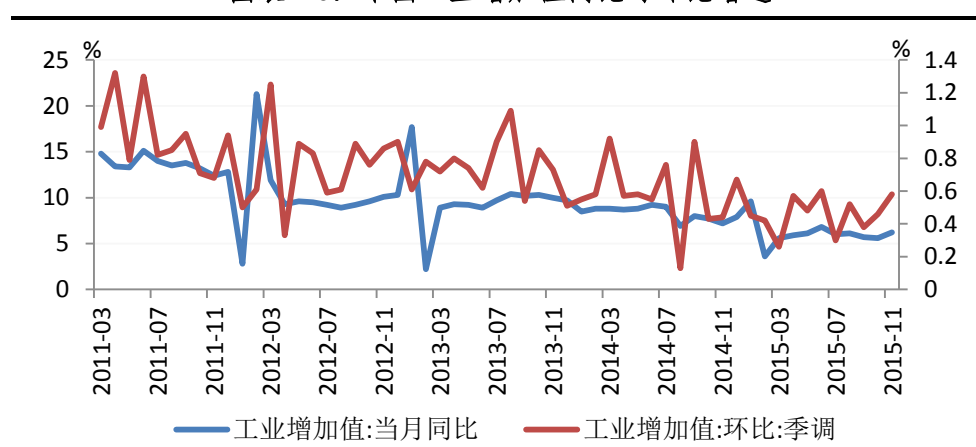
数据来源：Wind

3.工业增加值增速放缓

与经济总量的放缓相呼应，2015 年中国工业增加值增速持续下降。虽然表现出较强的季节性波动，工业增加值仍然表现出明显的放缓趋势。2011-2013 年期间工业增加值当月同比增速总体维持在 9% 之上，2014 年则落至 7%-9% 的区间内，本年 1-10 月则总体低于 7%。从环比来看，2013、2014 年工业增加值月环比增速维持在 0.5% 以上，本年则总体跌至 0.5% 之下。

与制造业 PMI 的疲态一样，工业增加值持续下行的压力主要源于当前制造领域的过剩问题。由于市场有效出清需要一定时间，预计 2016 年工业领域难有大幅度改善，但在政府的调节下也不会陷入衰退。

图表 10：中国工业增加值同比与环比增速



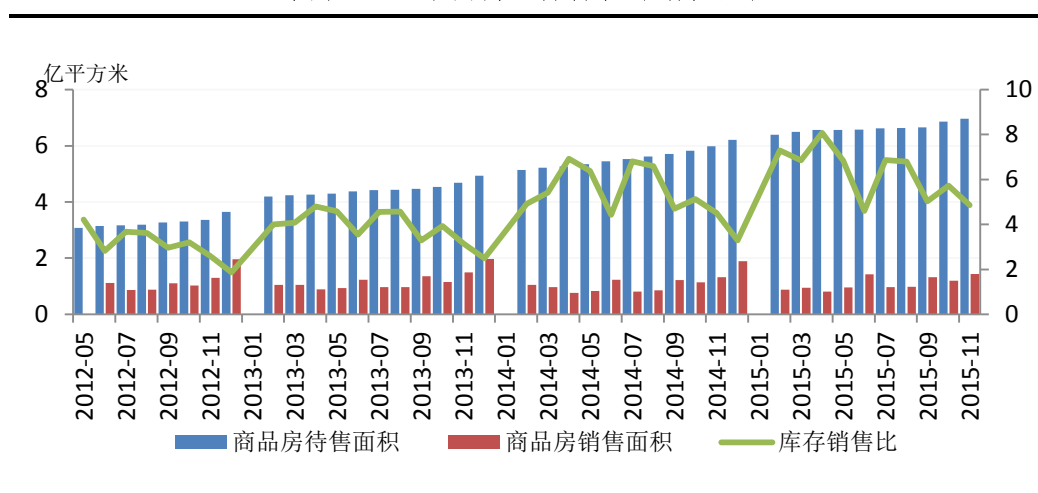
数据来源：Wind

4. 房地产行业面临严重过剩

房地产行业整个 2015 年面临较大的过剩问题。全国商品房待售面积近年一直保持稳步上升的态势，2014 年尚且总体维持在 6 亿平方米之内，2015 年 10 月则已经达到 6.86 亿平方米，为近 5 年来的最高库存水平。但另一方面待售面积的同比增速已经显著放缓，由 2014 年 10 月的 28.4% 降为本年 10 月的 17.4%。全国商品房销售速度近三年则持续回落，2013、2014、2015 年平均销售速度分别为 1.19 亿平方米/月、1.1 亿平方米/月和 1.05 亿平方米/月，商品房的库存与销售分化加大。与之相应，库存销售比近三年总体呈上升态势，2013 年总体维持在 2.5-4.5 的区间内，2014、2015 年则总体跃升至 5 以上，但是 2015 年的增速与 2014 年相比已经明显放缓，主要原因是库存面积增速的下降。

房地产及其相关行业在中国经济中占比较大，其过剩压力将对 GDP 产生向下的拖动作用。在当前全国大多数城市尤其是三、四线城市去库存压力较大的背景下，库存面积增长将继续放缓，而销售方面将受到一定的政策支持。因此 2016 年中国房地产业将继续温和出清。

图表 11：中国商品房待售与销售面积



数据来源：Wind

(二) 供给结构改革

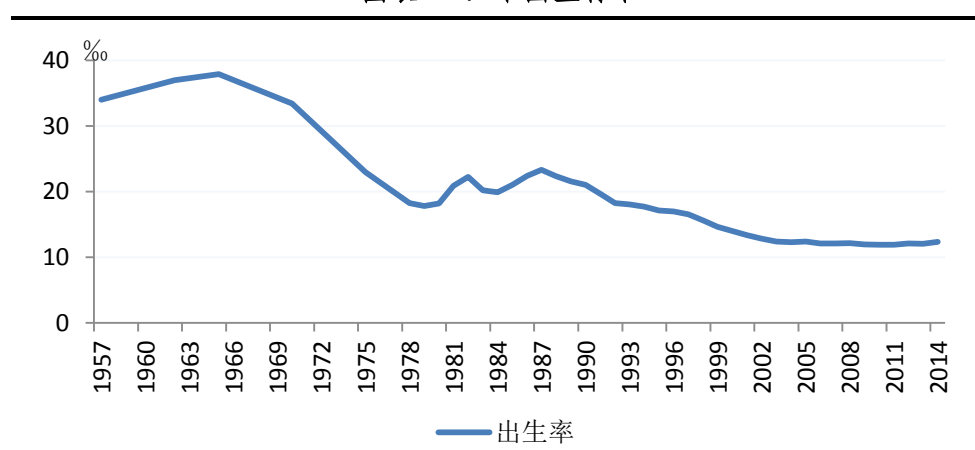
1. 人口老龄化增加了劳动力供给压力

中国的人口结构近年来面临老龄化加速的问题。从 2010 年至 2014 年的 5 年间，0-14 岁人口和 15-64 岁人口占总人口的比重双双呈现下滑趋势。其中 0-14 岁人口占比从 2010 年的 16.6% 降至 2014 年的 16.49%，而 15-64 岁人口占比从 2010 年的 74.5% 降至 2014 年的 73.41%。另一方面，65 岁以上人口占总人口比

重近 5 年来则呈现上升的态势，由 2010 年的 8.9% 升至 2014 年的 10.1%，建国以来首次突破了两位数。总的来看中国老年人口相较于其他年龄人口的比例持续升高，而出生率则持续降低，中国人口结构出现了老龄化倾向。

人口结构老龄化的趋势抑制了中国劳动人口的增长、增加了老龄人口的抚养压力。2014 年中国 15 岁到 64 岁之间的人口下降至 10.04 亿，减少了 160 万，为 20 年来的首次下滑。青壮年人口绝对数量的下降将导致劳动力的萎缩，而另一方面老龄人口却在持续增长，使得二者的结构性矛盾加深。2010 年至 2014 年的 5 年间，中国老年人口抚养比由 11.94% 稳步上升至 13.5%，达到了本世纪最高水平。总体来看老龄化的趋势导致中国老年人抚养压力增加。

图表 12：中国生育率

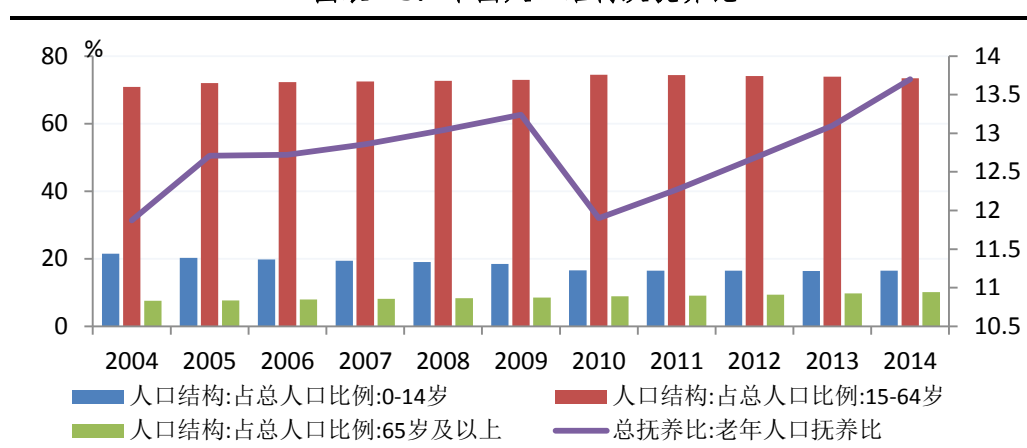


数据来源：Wind

中国的人口与劳动结构问题实质上是劳动端的生产与非劳动端的需求之间的冲突，也即总产出逐渐难以适应总需求的变化。如果这一问题得不到及时解决，中国可能会被迫走上依靠公共债务来满足老龄人口需求的问题，其结果将是财政负担的加重和主权信用风险的积累。解决该问题的思路总体上有两方面，一是扩充劳动端的潜在产出，二是缓解来自需求端的压力。

2015 年 10 月 29 日，中国中共十八大五中全会宣布要“促进人口均衡发展，坚持计划生育的基本国策，完善人口发展战略，全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策，积极开展应对人口老龄化行动”，由此全面放开二胎政策。同时中国政府准备实行渐进式延迟退休，以缓解劳动端与需求端的潜在矛盾。

图表 13：中国人口结构及抚养比



数据来源：Wind

中国的人口结构现状，与 19 世纪 80 年代政府实行的人口政策有很大关系，是用行政手段抑制人口过快增长的结果，因此我国潜在的人口与劳动问题仍然可以依靠行政手段得到缓解，只不过政策思路将发生很大的转变并且政策真正产生效力需要时间。因此人口问题从中期来看可能会因过去计划生育政策的惯性而有所加重，但是从长期来看又会因当前政策的放松而有所缓和。由此看来，虽然未来一段时间老龄化问题将会更加突出，但中国并不会过快正式进入老龄化时代。

2. 产业结构在转型升级中优化

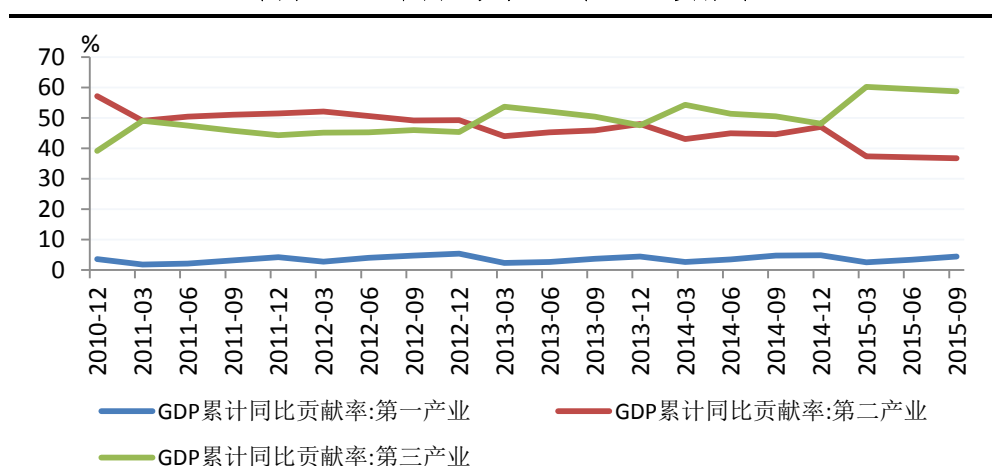
从产业结构来看，2015 年前三季度中国第一、二、三产业分别实现产值 39195 亿元、197799.2 亿元和 250799.4 亿元，对总产出累计同比增长的贡献率分别为 4.4%、36.8%和 58.8%。自 2011 年以来中国第三产业对经济增长的贡献率呈现阶梯性上升的态势，2011 和 2012 年各季度均处在 40%-50%的区间内，而 2013 和 2014 年则跃升至 50%以上，2015 年前三季度则已接近 60%。第三产业在总产出中占比的不断提升，一方面原因是第二产业近年面临过剩问题，更深层次的原因则是产业结构的持续改进。以服务业为支撑的第三产业逐渐在经济结构中发挥主要作用，成为中国经济的稳定支撑。

当前我国仍然面临较严重的产能过剩问题，大量产能在传统行业积压，反映出产业结构需要进一步调整。产能过剩的问题主要集中于钢铁、煤炭、有色、建材、化工等传统行业，并呈现出程度高、时间长的特点。这些产能过剩的行业、企业占用了大量资源，使得有限的资源无法投入到可以对中国经济提供新动力的新兴产业中。

2015 年 12 月的中央经济工作会议提出“要积极稳妥化解产能过剩”，把“去产能”列在 2016 年五大结构性改革任务首位，并且提出了“尽可能多兼并重组、少

破产清算”的具体思路与“提出和落实财税支持、不良资产处置、失业人员再就业和生活保障以及专项奖补等政策”的支持政策。去产能的过程也是引导产能由传统行业向新兴产业转移的过程，有利于产业结构的优化升级。

图表 14：中国三大产业对 GDP 贡献率



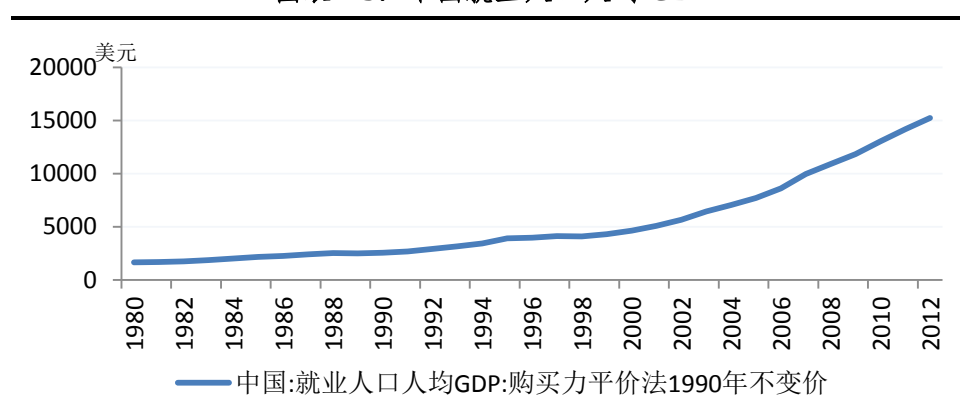
数据来源：Wind

3. 社会生产效率有很大的提高空间

随着市场经济制度的不断完善和技术、资本等生产要素的引进，中国经济的劳动生产效率持续升高。据世界银行以 1990 年为基期的测算，从 1980 年至 2012 年的约 30 年间，中国就业人口人均 GDP 从 1659 美元升至 15250 美元，增长了近 10 倍，其中前 20 年增速相对较缓，仅翻了一番，而本世纪初至今的约 10 年间则加速攀升，翻了两番。总体来看中国社会生产效率总体不断提高，并且由于知识、技术等因素作用的加强，增长速度有所加快。

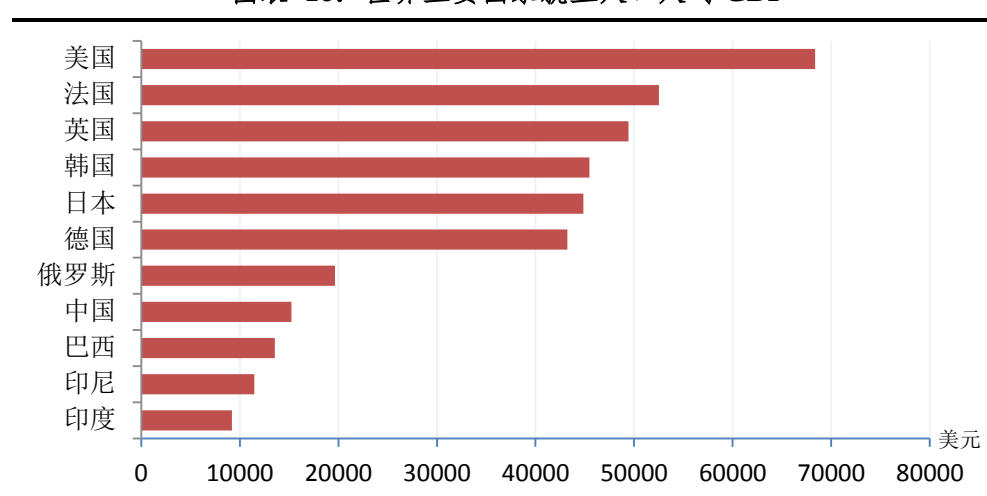
虽然中国经济的生产效率在不断提升，但是与发达国家相比目前仍然处于较低的水平。从 2012 年各主要发达国家和新兴市场国家的就业人口人均 GDP 来看，美国以 68374 美元居最高，而英、法、德、日等其他发达国家则大体上处于 40000 美元-50000 美元的区间内，属于第二阶梯。俄罗斯、中国、巴西、印度尼西亚和印度等新兴市场国家则全部在 20000 美元以下，属于第三阶梯，其中中国为 15250 美元，处于新兴市场的中上水平，而印度则低至 9200 美元。总体来看，包括中国在内的新兴经济体的就业人口生产效率与发达国家相比仍存在断崖式的差距，中国需要进一步改进生产方式、提高生产水平。

图表 15: 中国就业人口人均 GDP



数据来源: Wind

图表 16: 世界主要国家就业人口人均 GDP



数据来源: Wind

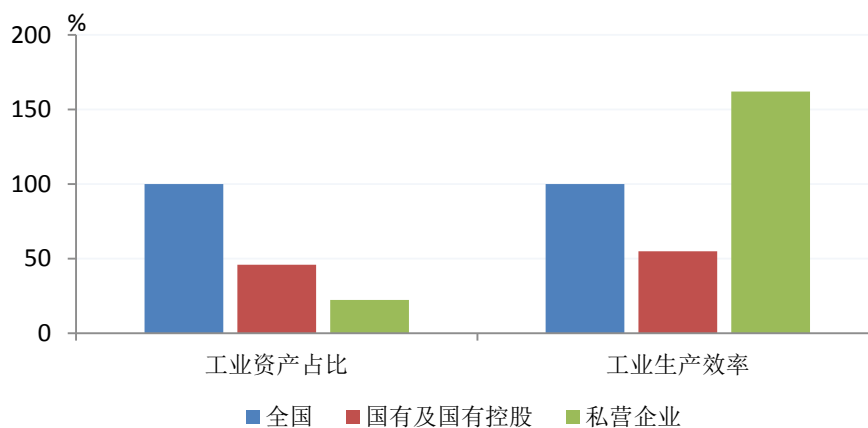
4.混合所有制改革继续推进

影响经济生产效率的因素包括技术水平、资本存量、产业结构和经济制度等,与中国近几十年对技术和资本的引进力度相比,制度的改革相对滞后,在近几年才重新发轫。所有制作为一项基本的经济制度,随着国有企业股份制改造的浪潮有所改善,但仍然存在一定的问题。2014 年全国规模以上工业企业总资产为 956777.2 亿元,其中国有及国有控股企业资产为 438263.4 亿元,占比 45.8%,私营企业资产为 213114.42 亿元,占比 22.3%。但是从产出效率来看,2015 年前 10 个月,全国规模以上工业企业每百元资产实现的主营业务收入为 113.7 元,国有及国有控股企业每百元资产实现的主营业务收入为 62.3 元,为全国平均水平的 54.8%,私营企业每百元资产实现的主营业务收入为 184.1 元,为全国平均水平的 161.9%。可见发挥私有制经济的作用有利于全社会生产效率的提高,中国应该继续鼓励私有制经济的发展。目前国有经济在一些垄断性行业占比依然很高,包括石油、石化、电力、冶金、铁路、军工、金融、民航、通信等。这有利于保

证国家经济的稳定，但不利于生产效率的提高。

2015 年 9 月中国国务院发布《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》，“鼓励非公有资本参与国企改革，有序吸收外资参与国有企业混合所有制改革”，而在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域，要“开展放开竞争性业务试点示范”。在政府的大力推动下，所有制改革将继续进行，民营资本将开始进入垄断领域。但另一方面改革受到的阻力也将增大，其过程可能面临波折与反复。市场经济体制的完善是必然趋势，但其过程将是一场持久战。

图表 17：中国工业企业资产占比及生产效率



数据来源：Wind

三、中国经济需求下行中结构改善

2015 年中国经济总需求三驾马车全部减速。社会消费品零售总额近 5 年持续呈现阶梯性降速趋势。投资需求本年持续放缓，其中房地产投资下行压力大，基建投资维持在较高增速，发挥了稳增长的作用。在国际贸易总体疲软、国内劳动力成本上升和人民币持续升值的背景下，中国进出口贸易总额本年双双萎缩。从结构来看，消费需求对经济增长的拉动作用增大，但是国内总储蓄率偏高体现出中国经济向消费驱动模式的转变远未完成。

（一）总需求三驾马车全部减速

1. 社会消费品零售总额阶梯性降速

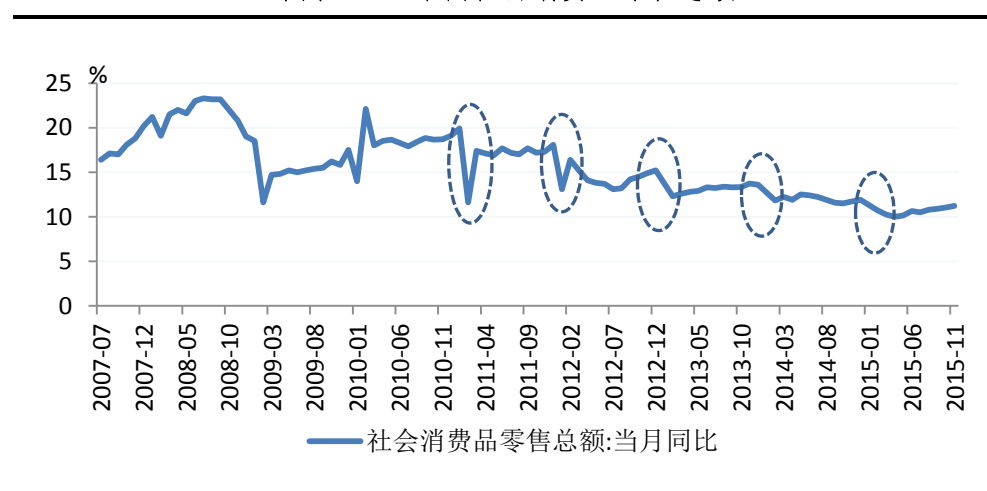
2015 年 1-10 月中国社会消费品零售总额与往年相比仍然处在较低水平，并且继续面临下行压力。受经济总量放缓的拖动，2010 年以来社会消费品零售总额增长速度总体上保持下行的态势，2010、2011 两年其当月同比增速曾维持在

16%以上的高水平，2012 年则开始持续回落，本年 4 月份落至 10%，为 10 年来最低点，5-10 月份又有轻微的回升，10 月份探至 11.02%。

应当注意的是，本年二、三季度社会零售总额增速的回升并不能看成是消费需求实质性的回温，而其实是阶梯性降速过程中的季节性波动。从往年的变化来看，自 2011 年开始社会零售总额增速均在年末翘尾而随后在下一年初大幅下降，并维持在低于往年均值的区间中。造成该现象的原因一方面是商家在节假日暂停营业，另一方面则是总收入放缓的拖动作用。

在当前经济继续面临下行压力、总收入增速已跌破 7%的背景下，消费需求作为总需求中比较稳定的一项，恐怕也难以维持两位数的增速，另一方面政府促进消费的措施也需要一定时间才能发挥效力。预计 2016 年初我国社会消费品零售总额增长速度将再次出现较大幅度的下跌，并且有可能进入个位数的增长区间。

图表 18：中国社会消费品零售总额



数据来源：Wind

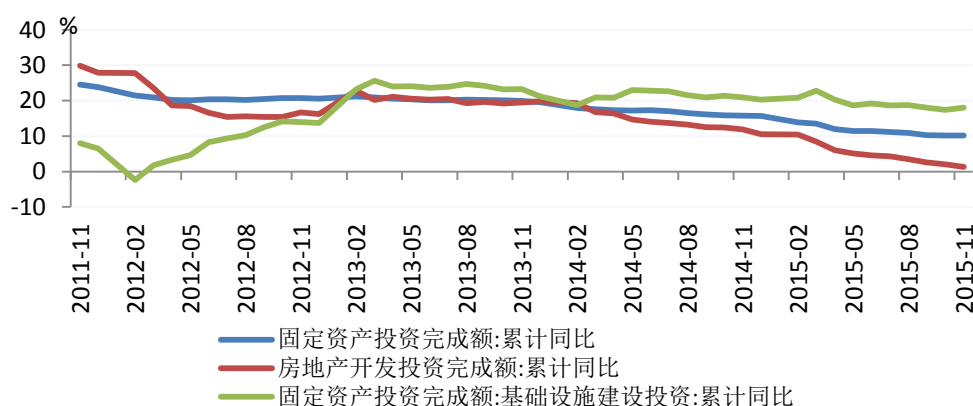
2.投资需求下行中基建加码支持

2015 年前三季度中国投资需求增速继续放缓。固定资产投资完成额前三季度当季同比增速分别为 14.5%、10.67%和 10.68%，已经降至本世纪最低水平。投资增速的持续放缓，主要原因是房地产投资等领域当前面临的过剩问题。近 5 年来中国房地产开发投资完成额（房屋建设工程、土地开发工程及公益性建筑的投资和土地购置费等）增长速度持续下滑，累计同比增速由 2011 年 10 月的 31.1% 逐渐降至 2015 年 10 月的 2%，已经几近停滞。房地产投资在总投资需求中占比近 20%，其增速放缓对投资总额产生向下的拖动作用。另一方面，在政策的支持下，基础设施建设投资（交通运输、仓储和邮政，电力、燃气及水的生产和供应业，水利、环境和公共设施管理业等三个行业投资额的总和）自 2012 年以来持

续发力，2013、2014 两年累计同比增速一直高于 20%，2015 年 1-10 月增速有所回落但仍然保持在 17%以上。

基建投资已经成为稳增长的主力，2015 年 10 月份占总投资额比重已经达到 23.2%，超过房地产投资占比。在当前消费需求随总收入放缓、房地产投资面临过剩、出口需求持续萎缩的背景下，2016 年基建投资将成为保证中国经济平稳过渡的生命线。在各级政府的大力支持下，预计基建投资增速将继续维持在高位。

图表 19：中国固定资产投资累计同比增速



数据来源：Wind

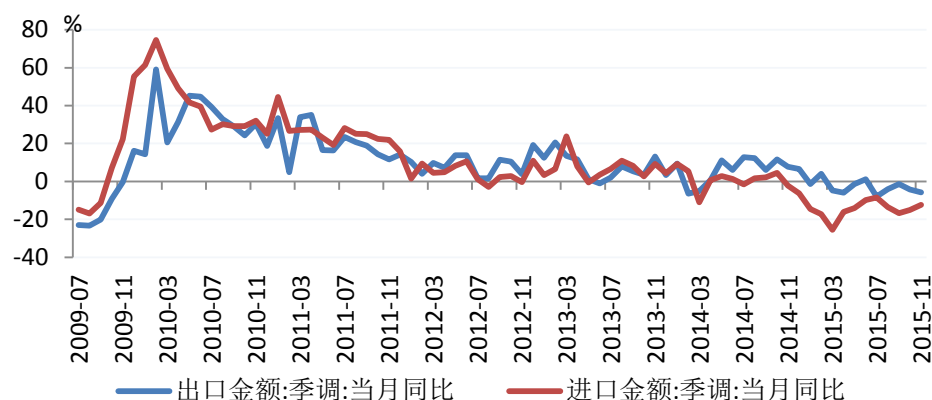
3.进出口贸易萎缩

2015 年 1-10 月中国出口总额与进口总额同比双双萎缩，其中出口总额除 2 月、6 月实现同比正增长以外，其他月份全部同比下滑，并且有 5 个月份增速低于-4%。进口总额 1-10 月总体上维持了两位数的下跌态势，并且除 6、7 月之外所有月份增速全部低于-13%。中国进出口总额下滑的原因一方面是国内劳动力成本上升和人民币升值导致的出口红利减少，另一方面则与全球贸易总体低迷的背景有关。2015 年前三季度全球进出口贸易总体低迷。伴随着经济复苏，欧盟、日本等发达国家出口总额有所回升，美国出口则同比减少 4%。金砖国家为代表的新兴市场出口贸易总额则全面萎缩，本年前三季度中国出口总额同比增速为-4%，印度为-16.7%，俄罗斯为-31.8%，巴西为-16.8%。从进口方面来看，2015 年发达国家与新兴市场进口贸易则全面萎缩，本年前三季度中国进口总额同比增速为-15.3%，美国为-2.3%，日本为-6.8%，印度为-14.2%，俄罗斯为-38.5%，巴西为-23%。全球贸易呈现疲软的态势。

2015 年中国及全球进出口贸易的疲软，一方面原因是处在需求端的发达国家经济尚未完全复苏，更多的原因则是处在国际制造链条上的新兴市场经济体整

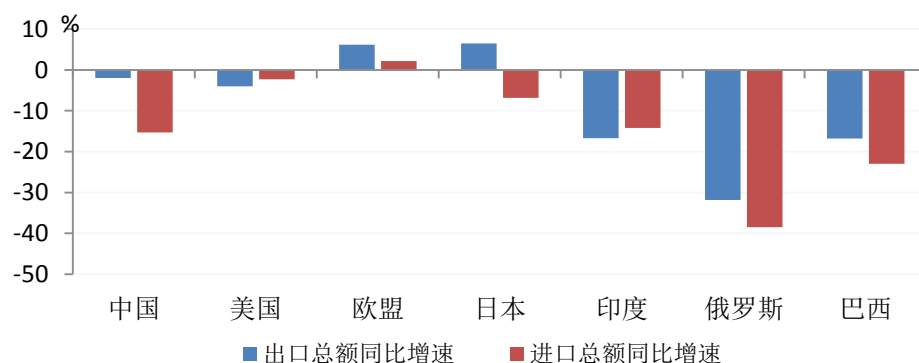
体面临出口过剩。处在下游的中国等制造业大国面临市场出清的问题，使得处在上中游的资源和初级产品出口国也面临了出口过剩问题，其重要表现就是当前国际大宗商品价格的持续下跌。

图表 20：中国出口与进口金额同比增速



数据来源：Wind

图表 21：主要经济体进出口总额同比增速



数据来源：Wind

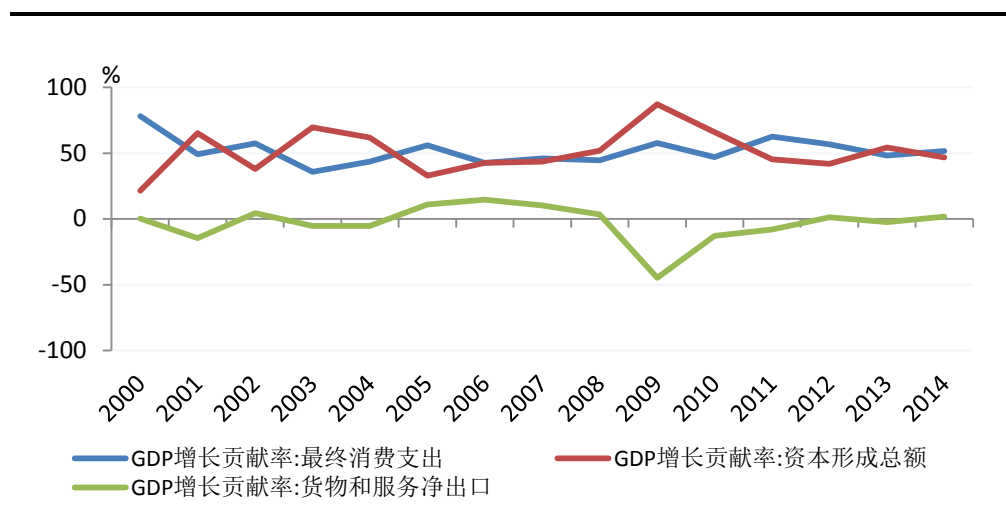
（二）需求结构调整

1.消费需求对经济增长拉动作用增强

在过去的约 10 年中中国总需求结构发生了较大变化。2003-20008 年期间，最终消费支出对 GDP 增长的贡献率总体在 45%以下，而资本形成总额与货物和服务净出口两项则贡献更大，并且在一些年份净出口贡献率高达两位数百分比。体现出中国仍然处于投资与出口需求为导向的经济增长模式。2009 年以来，最终消费支出对 GDP 增长的贡献率总体高于 50%，本年前三季度更是高达 58.4%，已经占据了 GDP 拉动作用的半壁江山，而投资与净出口前三季度的贡献率则分

比为 43.4%和-1.8%。消费需求在中国经济增长中的作用越来越强，有利于中国向消费主导型经济增长模式转变。

图表 22：中国三大需求对 GDP 贡献率



数据来源：Wind

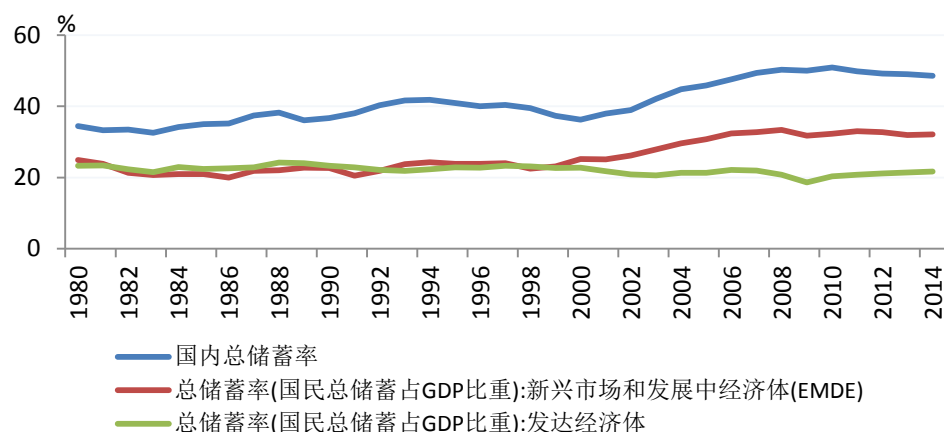
2. 储蓄率偏高反映出需求结构仍需调整

中国需求结构的变化，主要是消费需求与投资需求关系的演变，而这二者的结构性关系可以从国内储蓄率的变化中反映出来。1980 年至今的 30 年来，中国储蓄率总体大幅升高，19 世纪尚且增长缓慢，由 1980 年的 34.5%升至 2000 年的 34.3%，20 世纪则大幅升高，2014 年已经达到 48.58%，反映出中国投资拉动型经济模式的形成。从世界范围来看，发展中经济体总储蓄率在 20 世纪也有所上升，但总体远低于中国，2014 年仅为 32.08%，发达经济体由于已经完成向消费驱动模式的转变，近 30 年总储蓄率没有大幅变动，反而出现了轻微的下降，2014 年低至 21.66%。

要实现以消费为主导的经济运作方式，必须提高居民消费需求。但是当前国内储蓄率过高，不利于消费需求进一步发挥支持经济的作用。高储蓄率实质上反映了中国经济当前对投资需求依赖较大、消费需求远未完全激发的现状。

中国与世界储蓄率的差异，实质上反映了经济增长模式与总需求结构的差异，高储蓄率意味着中国当前对投资需求的依赖仍然很高。因此近年来中国消费需求对 GDP 拉动作用的增强，并不完全是结构性转变的结果，而相当一部分是由投资领域过剩引起的。中国经济总需求结构的转变是无法单独完成的，而必须搭配供给与分配结构的同时转变，才能真正过渡到消费驱动的增长模式。在国内储蓄率仍然偏高的背景下，中国需求结构的调整远不能说结束。

图表 23：中国和国际总储蓄率



数据来源：Wind

四、中国收入结构

近 5 年来中国居民和政府部门可支配收入占比均有所提高,但企业可支配收入占比下滑幅度较大。中国私人部门总税率在世界范围内处于较高水平,对企业活力形成抑制。在更加积极的财政思路下,中国财政收入与支出增速的差距将会拉开,赤字率相应上升。在世界范围内,中国政府债务尚处在适中的水平,为积极的财政政策提供了空间。

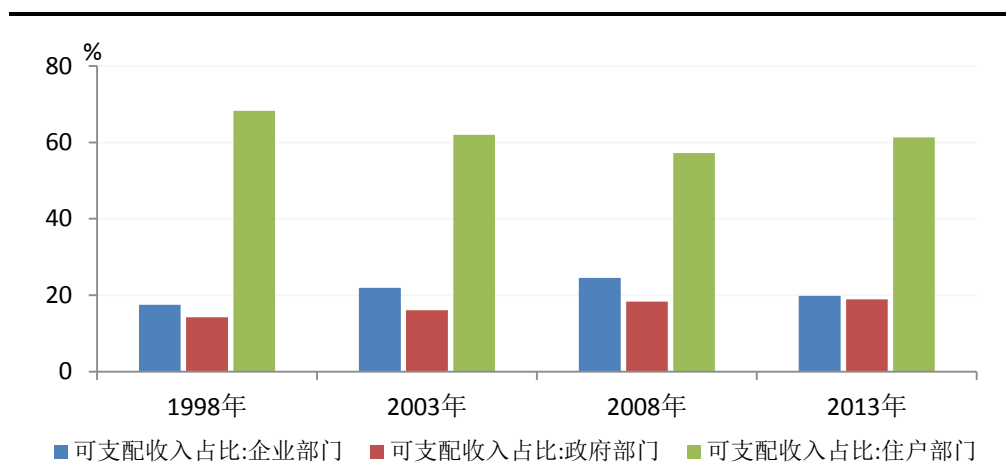
(一) 企业可支配收入占比有待提高

从 1998 年至 2013 年的 15 年间,中国住户、企业和政府三大部门在国民经济中获得可支配收入占比升降不一。住户部门可支配收入占比从 1998 年的 68.3% 稳步下降至 2008 年的 57.2%,随后有所回升,2013 年达到 61.3%,但与 15 年前相比仍然低了 7 个百分点。企业部门可支配收入占比从 1998 年的 17.5% 升至 2008 年的 24.5%,随后有所降低,2013 年降至 19.8%,与 15 年前相比微升 2.3 个百分点。政府部门可支配收入占比在 15 年间则呈现出稳步上升的态势,由 1998 年的 14.2% 升至 2013 年的 18.9%。总体来看居民部门可支配收入占比有较大幅度下滑,而企业部门和政府部门可支配收入占比则总体增长,但是政府部门占比增幅更大,企业部门略显乏力并且最近 5 年出现下滑。

分配结构的不平衡性也从中国私人部门总税率的方面有所体现。2014 年中国私人部门总税率为 64.6%,在世界范围内属于较高水平。在其他主要发达国家和新兴市场国家中,除法国以外,日、德、美、英、韩等发达国家私人部门总税率均在 50% 以下,而巴西、中国、印度、俄罗斯等新兴经济体则处于较高水平,

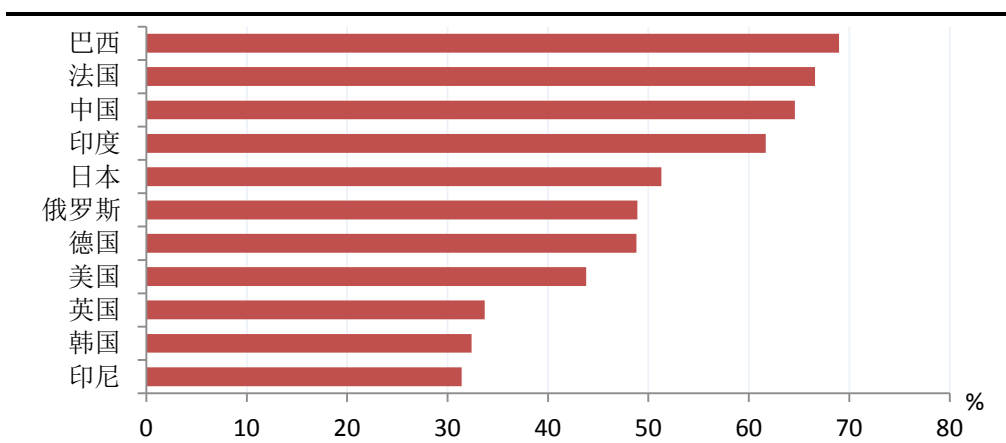
总体来看包括中国在内的新兴市场国家普遍存在企业税率较高的问题。长期来说，政府在收入分配中占比偏大将抑制企业活力和居民消费，不利于充分发挥市场的资源配置作用，也不利于消费主导型经济模式的建立。

图表 24：中国三大部门可支配收入占比



数据来源：Wind

图表 25：主要国家总税率占利润比重



数据来源：Wind

（二）积极财政政策力度加强

在 2005-2014 年的 10 年间，中国国内总产出增长速度的几何平均值为 10%，财政收入和财政支出各年增速差别较大，但近 10 年几何平均增速则均为 18.2%。从收支结构来看，近 10 年中国政府收入与支出基本上保持了平衡，使得财政赤字规模控制在较低的水平。从政府财政与经济总量的关系来看，财政收支平均增速持续高于 GDP 平均增速的现象缺乏可持续性，并且与中国政府近来所实行的增强企业活力与居民消费的目标有一定冲突。

2015 年 12 月召开的中央经济工作会议提出“积极的财政政策要加大力度，

实行减税政策，阶段性提高财政赤字率，在适当增加必要的财政支出和政府投资的同时，主要用于弥补降税带来的财政减收，保障政府应该承担的支出责任”。可见政府已经开始对财政收支的思路做出调整，预计未来几年财政收入增速将继续放缓，并且与财政支出的差距将逐渐拉开，赤字率会相应提高。

图表 26：中国财政收支与 GDP 增速

年份	GDP 增速	财政收入增速	财政支出增速
2005	11.3	19.9	19.1
2006	12.7	22.5	19.1
2007	14.2	32.4	23.2
2008	9.6	19.5	25.7
2009	9.2	11.7	21.9
2010	10.6	21.3	17.8
2011	9.5	25.0	21.6
2012	7.7	12.9	15.3
2013	7.7	10.2	11.3
2014	7.3	8.6	8.3
几何平均增速	10.0	18.2	18.2

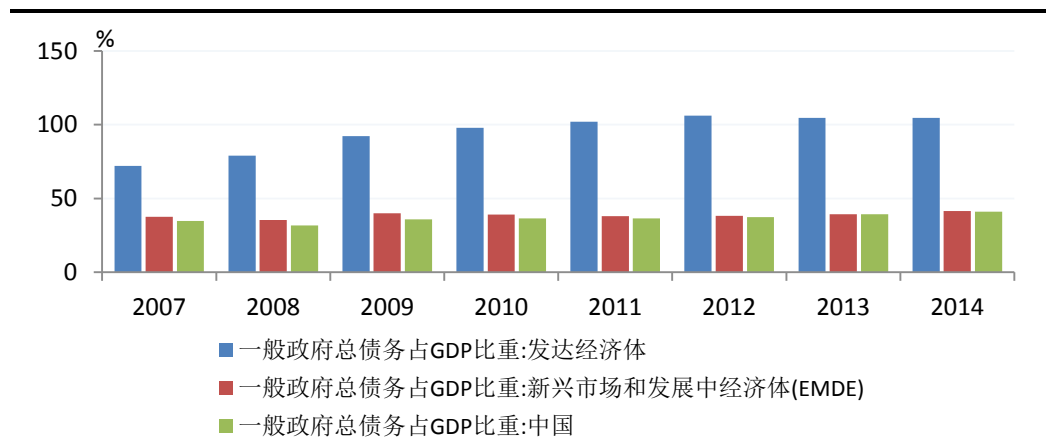
数据来源：Wind

作为中国政府另一方面的经费来源，政府债务在过去近 10 年中有所增加但仍然处在适中的水平。从国际货币基金组织的统计数据来看，2007-2014 年中国一般政府债务占 GDP 比重为 41.14%，略低于新兴市场和发展中经济体的 41.44% 的平均水平，发达国家一般政府债务占 GDP 比重则为 104.61%，远高于中国和新兴市场均值。从政府债务占比的增速来看，中国政府债务占比从 2007 年的 34.83% 上升至 2014 年的 41.14%，上升约 6 个百分点，新兴市场平均水平则从 2007 年的 37.65% 升至 2014 年的 41.44%，增幅约 4 个百分点，而发达国家政府债务占比则快速上升，从 2007 年的 72.12% 升至 2014 年的 104.61%，增幅超过 30 个百分点。与世界各国尤其是发达国家相比，中国政府当前的总体负债程度尚处在适中的水平，为积极的财政政策提供了空间。

在中国政府当前的调控思路中，稳增长的要求与增强企业活力、居民消费等目标并存，这意味着财政支出的增长存在刚性，而财政收入的增长却面临一定压力，未来中国政府财政收支差额可能出现扩大的倾向。另一方面，作为政府经费另一大来源的政府债务则处于相对较低的水平，仍然存在一定的上升空间。预计未来几年，企业部门和居民部门——尤其是后者——在中国分配结构中的参与力度将会增加，而政府收入的增长将减缓。在稳增长的压力下，中国政府的财政支出将继续保持较快增长，同时对债务的依赖性将有所增强。中国所实行的 3% 的

赤字率红线与 60% 的负债率红线存在调整的空间。

图表 27：中国和国际一般政府总债务占 GDP 比重



数据来源：Wind

五、中国货币金融体系

2015 年中国经济通缩压力有所增加，主要原因是国内制造业的过剩问题和国际原油价格走低。制造业和服务业物价水平出现一定的分化趋势。本年中国央行实行稳健中有宽松的货币政策，使得货币供给量增速提升，但是社会融资规模偏冷体现出流动性注入实体经济的过程稍微不畅。经济下行压力使得信用市场风险整体积累但总体仍然可控。在发达经济体复苏、美国开始加息的背景下，人民币面临一定的压力，但并没有持续贬值的基础。

（一）货币流动与货币价值

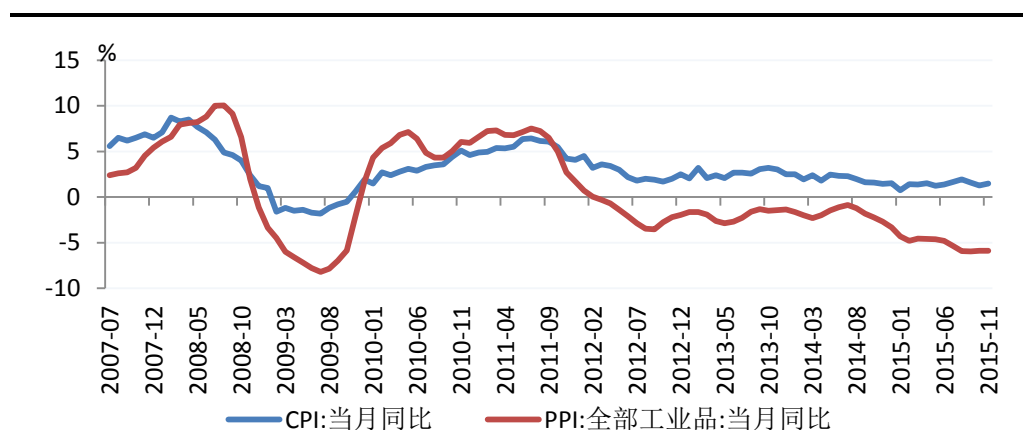
1. 物价水平面临通缩压力

2015 年 1-10 月中国消费者物价指数（CPI）和生产者价格指数（PPI）均维持在较低水平。CPI 当月同比增速总体上维持在 1%-2% 的区间内，表现出温和通胀的态势；PPI 则延续并扩大了 2014 年以来的跌势，同比增速由本年 1 月的 -4.32% 降至 10 月份的 -5.9%。当前中国 CPI 与 PPI 指数均处于 5 年来的最低水平，一方面原因是制造领域的过剩问题，另一方面则是国际大宗商品价格尤其是石油价格的低迷。自 2014 年下半年以来，国际石油价格一路下滑，北海布伦特与美国德克萨斯原油现货价格均已跌破 50 美元/桶。油价低迷主要原因是以沙特为代表的主要传统石油出口国为保持长期市场份额，在国际原油需求下滑的情况下仍然维持原产量以排挤试图进入市场的页岩油生产商。作为全球工业原料，石油价格的低迷使得中国、印度、欧盟、美国等石油进口国家的通胀压力从产业链源头得以减弱，甚至在工业领域造成了一定的通缩局面。

值得注意的是，CPI 与 PPI 自 2012 年至今一直呈现分化态势，前者虽有一定的放缓但仍然保持温和膨胀，而后者则持续下行，并且跌幅逐渐扩大。其原因在于两个物价指数所侧重的领域不同。造成物价下行压力的两大原因即产品过剩与油价低迷主要是通过制造领域起作用，PPI 作为偏重制造领域产品价格的指数，会受到较大的拖累作用。而 CPI 所衡量的消费价格，虽然也受产品价格的影响，但很大一部分有服务业的支撑，因此稳定性更强。

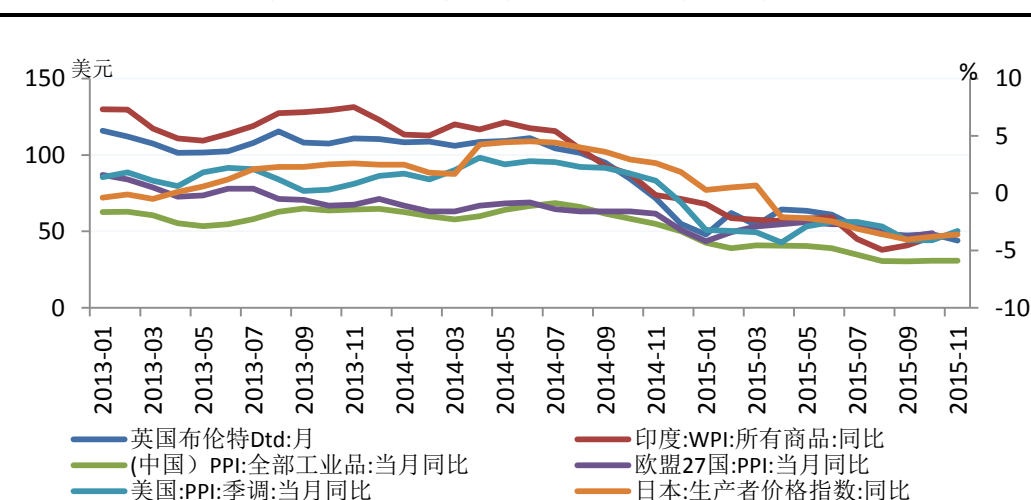
当前中国国内工业领域出清仍需要时间，而石油输出国组织（OPEC）在本年 12 月的会议上也将原油产出上限由 3000 万桶/日上调至 3150 万桶/日，将进一步加重国际原油市场供求的失衡。总的来看造成中国物价水平下行压力的两大因素短期内都难有实质性的缓解，预计 2016 年中国将继续面临一定的通缩压力。

图表 28：中国 CPI 与 PPI 当月同比



数据来源：Wind

图表 29：国际油价与各国生产价格指数



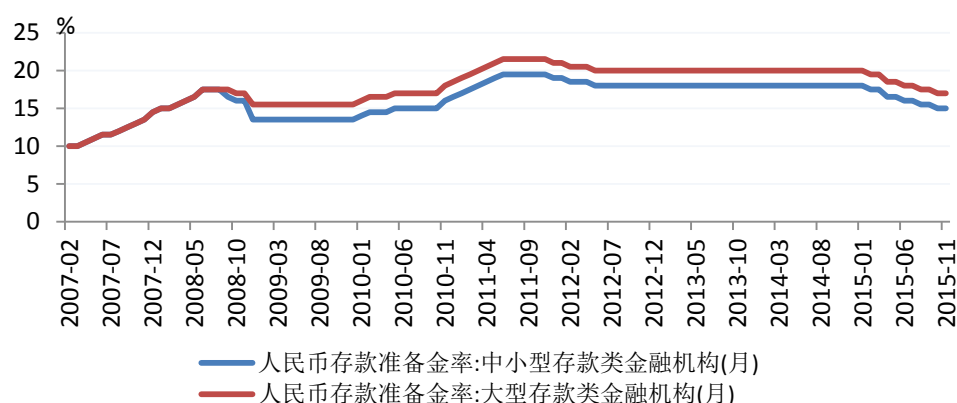
数据来源：Wind

2. 货币政策稳健中有宽松

面对经济增速不断放缓的压力，2015 年中国实行适度宽松的货币政策。在 2012-2014 年期间，中国中小型存款类金融机构与大型存款类金融机构的法定人民币存款准备金率分别维持在 18% 与 20% 的水平。但从 2015 年 2 月开始中国人民银行已经 5 次下调存款准备金率，频率为每隔一月下调一次，而每次下调幅度一般为 50 bp。本年 11 月中小型机构与大型机构法定存款准备金率已经分别降至 15% 和 17%。

作为宽松货币政策的另一部分，央行在“降准”的同时也持续“降息”。本年 3 月至 10 月，中国人民银行商业银行存款和贷款基准利率经历 5 次下调，总体降幅均为 100 bp。本年 11 月中国商业银行定期存款 3 月利率降至 1.1%，6 月利率降至 1.3%，1 年利率降至 1.5%，2 年利率降至 2.1%，3 年利率降至 2.8%；短期（1 年以内）贷款基准利率降至 4.35%，1-5 年期贷款基准利率降至 4.75%，5 年期以上贷款基准利率降至 4.9%。

图表 30：中国金融机构人民币存款准备金率



数据来源：Wind

图表 31：中国商业银行存款基准利率

变更日期	3 个月	6 个月	1 年	2 年	3 年
2015-03-01	2.10	2.30	2.50	3.10	3.75
2015-05-11	1.85	2.05	2.25	2.85	3.50
2015-06-28	1.60	1.80	2.00	2.60	3.25
2015-08-26	1.35	1.55	1.75	2.35	3.00
2015-10-24	1.10	1.30	1.50	2.10	2.75

数据来源：Wind

图表 32：中国商业银行贷款基准利率

变更日期	6 个月	6 个月至 1 年	1 至 3 年	3 至 5 年	5 年以上
2015-03-01	5.35	5.35	5.75	5.75	5.90
2015-05-11	5.10	5.10	5.50	5.50	5.65
2015-06-28	4.85	4.85	5.25	5.25	5.40
2015-08-26	4.60	4.60	5.00	5.00	5.15
2015-10-24	4.35	4.35	4.75	4.75	4.90

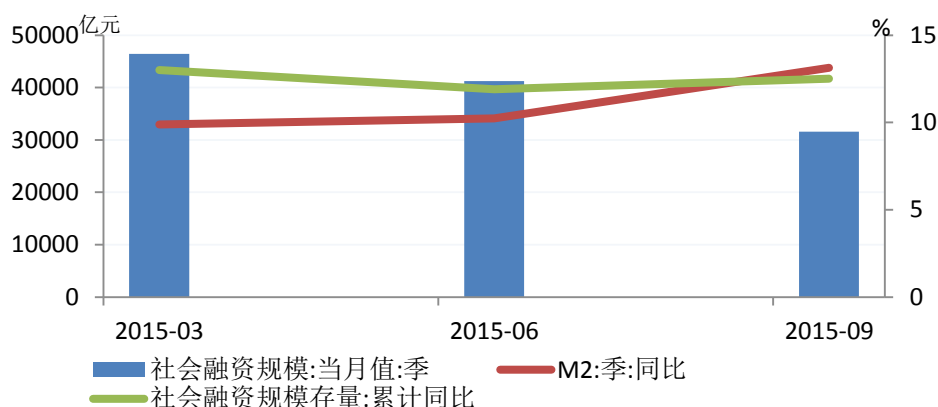
数据来源：Wind

3.流动性注入实体经济稍显不畅

在中国央行持续宽松的政策下，中国市场流动性在不断膨胀。2015 年前三季度中国 M2 同比增速分别为 9.88%，10.23%和 13.13%，呈现加速态势。但另一方面，衡量金融体系对实体经济支持力度的指标即社会融资规模不及预期。从增量来看，本年前三季度社会融资规模分别为 46440 亿元、41253 亿元和 31565 亿元，呈现出下降的倾向，而本年 10 月社会融资规模增量为 4767 亿元，分别比上月和去年同期减少 8523 亿元和 1770 亿元。从存量来看，本年前三季度社会融资规模存量累计同比分别为 13%、11.9%和 12.5%，第三季度增速已经低于货币供给增速。

总体来看中国流动性体系近期表现出货币升温而融资偏冷的状况。一方面金融市场流动性在央行连续加码的宽松政策下加速膨胀，但另一方面社会融资规模尚未表现出明显的扩张倾向，说明中国当前存在一定的流动性向实体经济转移不畅的问题。融资偏冷的微观根源在于产品过剩、需求下行引起投资项目内在回报率降低，从而导致企业有效融资需求不足。因此只有从微观上实质性提高企业的投资回报率，才能支持社会融资规模、理顺货币流动过程。当前社会融资规模存量增速仍然维持在较高水平，而中国政府也在维持宽松货币政策的同时实施了减免税负等一系列提高企业效率的措施，因此流动性体系近期出现大规模拥堵的可能性较小。

图表 33：中国货币供给增速与社会融资存量增速

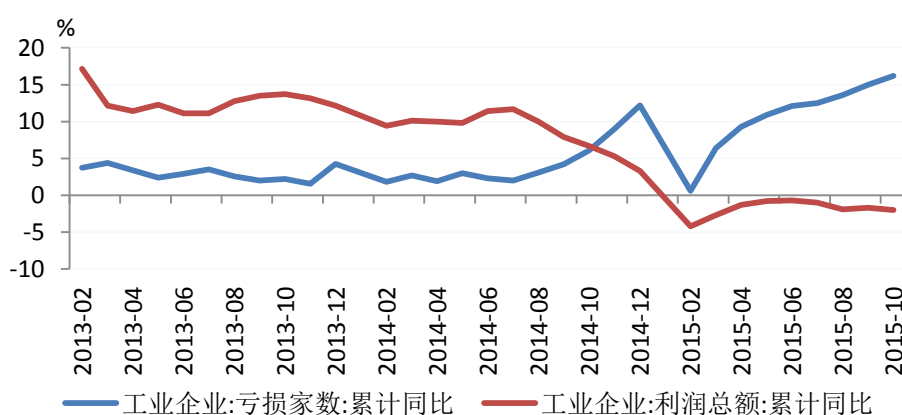


数据来源：Wind

4.信用体系风险积累

经济增速下行导致 2015 年部分企业利润萎缩，从而增加了银行信贷、票据及债券等信用市场的违约风险。中国工业企业利润总额在 2013 年全年及 2014 年上半年大体保持了两位数的累计同比增速，但 2014 年下半年则逐渐下滑，并在 2015 年初全面转盈为亏，1-10 月所有月份均累计下滑。本年前 10 个月工业企业累计实现利润总额 48666 亿元，同比萎缩 2%。与此相应，本年工业企业亏损家数同比增速不断升高，10 月份已经攀升至 16.2%，显示出工业领域亏损现象蔓延的态势。

图表 34：中国工业企业利润总额与亏损家数



数据来源：Wind

利润总体萎缩导致中国工业企业 2015 年普遍面临现金流减少的问题，使其偿还银行信贷及债券本息遇到困难，因此本年信用市场总体风险有所增加。2014

年3月至今,已经有“11 超日债”、“12 湘鄂债”、“11 天威 MTN2”、“12 中富 01”、“12 二重集 MTN1”、“10 中钢债”、“10 英利 MTN1”和“15 山水 SCP001”等8只债券发生实质性违约。从行业属性来看,违约现象集中在能源、钢铁、水泥等重工业领域,映射出制造业的过剩情况;从发行主体来看,违约现象逐渐由民营企业蔓延到国有企业甚至中央企业,涉及国有、私有和外资等各种所有制领域;从债券期限来看,由最初的公司债发展到中期票据又发展到最近的超短融;从违约蔓延的速度来看,2014 年尚且只有“11 超日债”这1只债券,而本年违约数量则暴涨至7只。总体来看债券和票据市场违约现象呈现出范围扩大且速度加快的倾向。

在信贷领域,中国商业银行的不良贷款率也在逐渐上升。2015 年前三季度商业银行不良贷款余额分别为 9825 亿元、10919 亿元和 11863 亿元,同比分别增长 52%、57%和 55%。不良贷款比例也由 2014 年初的 1%逐渐上升至 2015 年第三季度末的 1.59%。总体来看本年银行信贷市场风险不断增加,并且有扩大的趋势。

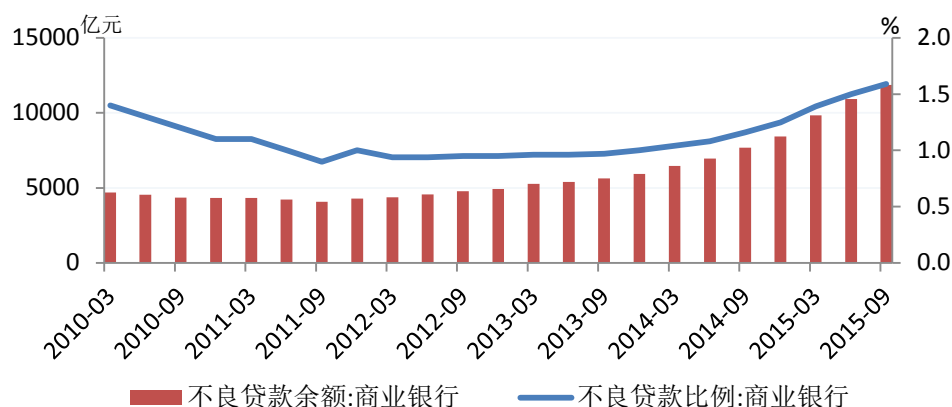
2015 年债券、票据市场的违约情况以及银行业不良贷款的增加,都反映出在经济下行压力大、制造业普遍过剩的背景下,企业在经济繁荣时期曾进行的信用扩张现在已经因缺乏业绩支持而面临危机。在工业领域仍然普遍面临出清问题的条件下,预计 2016 年中国信用市场将继续出现违约事件。但是另一方面,在政府对总供需的持续调节下,经济出现大幅波动的可能性不大,因此 2016 年信用事件的继续爆发并不会导致大规模的系统性风险。

图表 35: 中国债券市场违约情况

债券	违约时间	期限	发行主体	所属行业
11 超日债	2014 年 3 月	5 年	民企	能源
12 湘鄂债	2015 年 4 月	5 年	民企	餐饮
11 天威 MTN2	2015 年 4 月	5 年	国企	能源
12 中富 01	2015 年 5 月	3 年	民企	包装
12 二重集 MTN1	2015 年 9 月	5 年	央企	机械
10 中钢债	2015 年 10 月	7 年	央企	钢铁
10 英利 MTN1	2015 年 10 月	5 年	民企	能源
15 山水 SCP001	2015 年 11 月	210 天	外企	水泥

数据来源: 各发行主体公告

图表 36：中国商业银行不良贷款余额及比例



数据来源：Wind

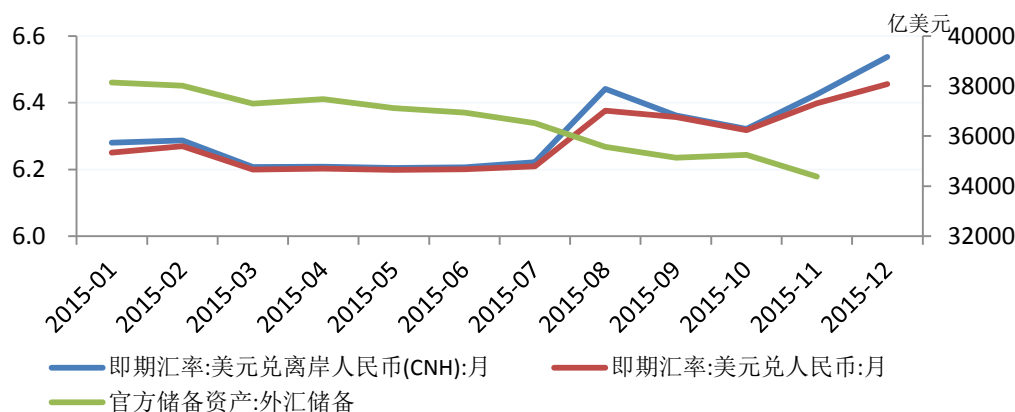
5.人民币不存在持续贬值的基础

2015 年美国经济的持续复苏、美联储已经开启加息的进程，同时中国等新兴市场国家普遍面临经济下行的压力，使得大量国际资本由这些国家流向美元资产，使得包括人民币在内的诸多新兴经济体货币面临不同程度的贬值压力。2015 年下半年美元兑人民币在岸与离岸汇率均总体升高，其中在岸汇率由 6 月底的 6.20 升至 12 月中旬的 6.46，离岸汇率则由 6 月底的 6.21 升至 12 月中旬的 6.54。在岸与离岸汇率的差别也在拉大。2015 年上半年二者差距维持在 2 BP 之内，但 12 月中旬已经扩大至 8 BP，离岸汇率持续高于在岸汇率的状况，反映出人民币面临一定的下行压力。

伴随人民币的贬值压力，中国央行持续进行市场操作来稳定汇率。2015 年 1-11 月中国人民银行外汇储备资产稳步下降，由 3.81 万亿美元降至 3.44 万亿美元，总共减少约 4000 亿美元，其中 11 月更是环比大降 872 亿美元。本年 11 月末央行外汇储备已经降至 2013 年以来的最低水平。

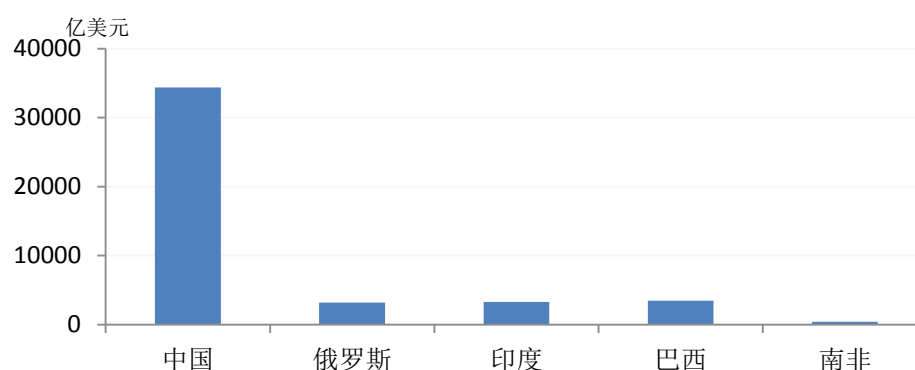
人民币本年所面临的贬值压力，主要是外部经济环境波动导致的，并且中国当前仍然拥有 3 万多亿美元的充足外汇储备，是俄罗斯、印度、巴西等国央行外汇储备的近 10 倍，是南非的近 100 倍。因此中国央行对本币汇率的调控能力仍然很强，可以保证汇率的稳定。在发达国家继续复苏、美联储开启加息步伐而新兴经济体短期仍然承压的背景下，预计 2016 年人民币和其他新兴经济体货币将继续面临一定的贬值压力，但是人民币汇率将总体保持稳定而不会出现大幅度的波动。

图表 37：人民币兑美元汇率与央行外汇储备



数据来源：Wind

图表 38：主要新兴经济体外汇储备



数据来源：Wind

（二）金融市场化之路仍未止步

1.利率的市场化

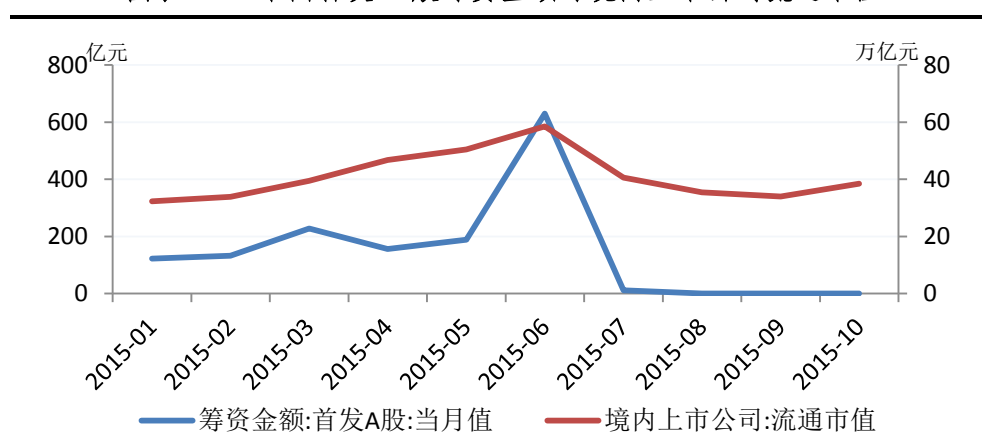
2015 年中国金融体系的改革继续推进，作为资金价格市场化的关键，利率市场化进一步突破。本年 10 月中国人民银行宣布对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动上限，意味着中国利率管制从此基本放开。资金价格的市场化有利于资源配置的优化，但需要注意的是，价格管制的放开并不意味着市场定价机制已经完全形成，而是为该机制的形成铺垫了道路。当前中国金融市场定价仍然存在非理性行为，并且央行对利率体系的调控方式也尚未转变，因此中国的利率市场化进程只能说在政策上搭建好了框架，而并不能说已经结束。利率基准利率体系的形成和利率调控机制的建立将成为重点。

2. 股票市场的注册制改革

2015 年中国股票市场的改革也备受瞩目。IPO 再次启动后，今年上半年中国首发 A 股当月筹资金额暴增，由 1 月份的 122 亿元陡增至 6 月份的 629.6 亿元，同时整个股票市场延续了长达半年的牛市，境内上市公司流通市值由 1 月的 32.2 万亿元膨胀至 6 月的 58.5 万亿元，增幅达 81%。但股市上升过程中出现的非理性投机行为导致了较大的波动性，使得流通市值 9 月份跌至 33.9 万亿元，而中国证监会也在 7 月份暂停了 IPO。在促进资金流入股市的同时，中国政府也在酝酿注册制改革，放宽对企业发股融资的限制。总体来看，作为金融体系市场化改革的一部分，中国股票市场改革虽然面临波动性但仍在推进。

股票市场的放宽限制根本上有利于优化资金的配置、鼓励中小企业的发展、激发企业活力和创新动力。需要注意的是，虽然市场化进程在不断推进，但目前包括利率水平和股票价格在内的金融市场理性定价机制尚未形成，因此对企业融资放宽限制的同时应当加强对非理性行为的引导或打击，并加强监管制度的建设。

图表 39：中国首发 A 股筹资金额与境内上市公司流通市值



数据来源：Wind

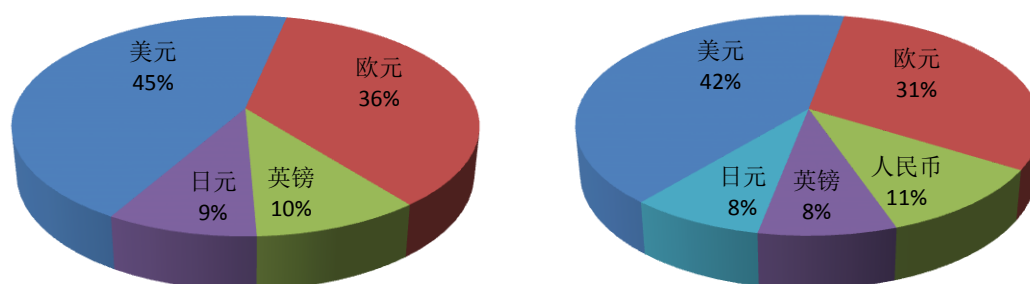
3. 人民币的国际化

2015 年人民币国际化的进程也有重大进展。本年 12 月 1 日，国际货币基金组织（IMF）正式宣布，人民币将于 2016 年 10 月 1 日加入特别提款权（SDR），这意味着人民币继美元、英镑、欧元和日元之后的五大国际储备货币之一，有利于中国在国际金融体系中地位的提高。长远来看以人民币结算的国际收支和流向人民币的国际资本都将增加。

人民币加入 SDR 是近年来人民币汇率市场化和国际地位提高的体现。近 3 年来人民币在国际金融市场的使用率不断提高。包括香港、台湾、新加坡和英国

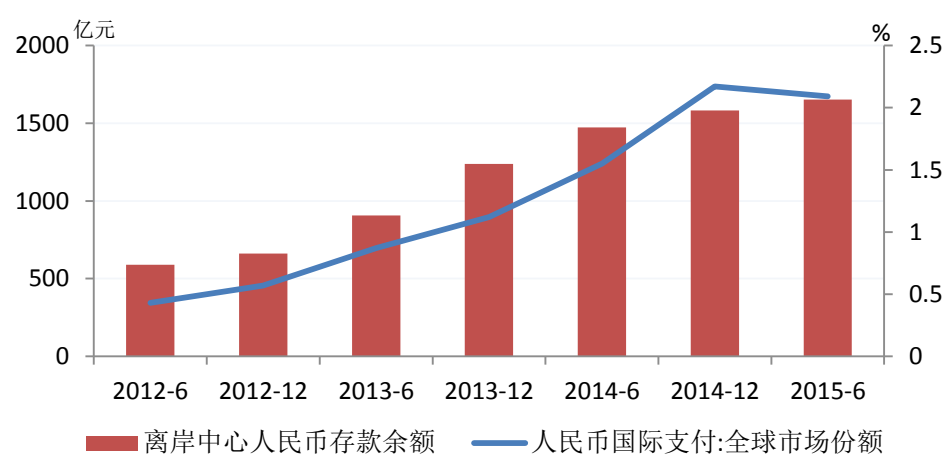
在内的离岸中心人民币存款余额稳步上升，由 2012 年 6 月的 590 亿元升至 2015 年 6 月的 1653 亿元。人民币在全球国际支付中的份额也总体上升，由 2012 年 6 月的 0.43% 升至 2.09%。但另一方面，目前人民币离岸中心和离岸存款仍然较少，在全球支付中的份额仍然很低。与美元等货币相比，人民币的国际地位仍然较低，其国际化进程尚有很长的路要走。

图表 40：人民币加入 SDR 前后比重变化



数据来源：Wind

图表 41：人民币国际支付份额与离岸中心人民币存款余额



数据来源：Wind

六、中国经济总结与展望

2015 年中国经济总体面临一定的下行压力，GDP 增速有所放缓但相对平稳，工业增加值增速下滑，制造业 PMI 低迷而服务业 PMI 仍然乐观，房地产业面临较严重的过剩问题。中国物价水平面临一定的通缩压力，并且 CPI 与 PPI 出现了一定的分化。三大需求集体降速，进出口贸易已出现萎缩。2015 年中国政府实行积极的财政政策以支持总需求，并持续降低基准利率与存款准备金率。在稳健

偏宽松的货币的政策下，金融体系流动性膨胀较快，但是由于融资需求的下降，流动性注入实体经济的过程稍显不畅。中国制造业当前面临较为严重的过剩问题，使得包括银行信贷、债券和票据市场在内的信用体系风险有所增加。从长期结构来看，中国在未来一段时间将面临人口结构老龄化与劳动端压力增加的问题，但是在政策的调控下终将缓和。产业结构本年继续改善，过剩产能的消化仍然需要时间。社会生产效率近年不断提高但总体仍然偏低，意味着所有制等领域的改革仍有必要。消费需求对经济的拉动作用不断提高，但是国内总储蓄率仍然远高于世界平均水平，说明需求结构的调整仍然远未完成。过去 10 年政府收入增速持续高于 GDP 增速，同时企业部门可支配收入占比总体下滑。包括利率市场化和股票市场注册制改革在内的金融体系市场化改革继续推进，但市场定价机制的完全形成尚需要时间。

从经济的波动性来看，中国以及其他主要发达和新兴经济体当前都处在各自的周期性变动中，只是周期的具体表现、波动的剧烈程度以及各国所处的阶段不同。中国等对制造业和资源型行业依赖较大的新兴经济体，其经济波动往往表现为“繁荣-过剩-出清”的周期，而中国当前所面临的过剩问题，直接原因就是 2009 年大规模刺激措施带来的繁荣，繁荣所导致的非理性活动进一步造成了泡沫和过剩。金融体系自由而发达的美欧日各国，其周期往往表现为“加杠杆-信用危机-去杠杆”的过程。与其他的主要新兴经济体相比，中国的周期性波动相对平稳，去杠杆、去库存和去产能的过程都在逐步推进，很大程度上得益于中国政府强有力的调控。

从经济结构性来看，中国及全球经济当前的状态乃至其所反映出的周期现象都是市场经济运作的产物，其周期表现方式与波动程度的差别也源于各国市场经济结构的差异。自由竞争与平等交换的经济运作方式，用“看不见的手”之力量激发了市场个体的效率，这种微观效率成就了宏观上的生产增长，但在一定的条件下也会导致生产、信用等领域的盲目扩张。因此市场的方式带来了效率，同时也在一定条件下提高了风险，而风险爆发的具体路径与剧烈程度，则受到各国产业、贸易和货币金融体系结构的影响。作为一个制造业大国，中国经济仍然以工业产成品的制造为主要支撑，因此也处于国际贸易链条制造端的下游，这样的产业结构与贸易地位决定了中国经济的波动往往表现为产品过剩的形式。中国的金融体系尚未全面市场化，并且政府拥有较强的调控能力，因此与其他新兴经济体相比，中国发生系统性风险的可能性不大。归根结底，中国经济目前所面临的过剩问题以及发达国家曾爆发的信用危机是市场体制下经济增长的副产品，而中国经济波动的方式及其在波动中所表现出的相对平稳，是由中国经济的结构性特点

决定的。

在工业领域仍然面临过剩问题、新的增长动力尚未形成的背景下，2016 年中国总产出将继续面临下行压力，但在持续的调控下不会出现大幅波动。信用体系的违约现象可能还会发生，但风险总体可控。在美国等发达国家继续复苏的国际环境下，人民币汇率短期继续承压，但不会发生系统性风险。政府将维持稳健偏松的货币政策，而不会实行大规模的宽松，因为那不但会妨碍市场的有效出清，还可能培养新的泡沫。在积极的财政思路下，财政支出对经济的支持力度将增大，而财政收入相对于企业与居民收入将会放缓，赤字率会相应提高，同时财政对政府债务的依赖性可能会增强。中国人口结构老龄化的压力中期将逐渐增加，但是在政府的调控政策下长期又将有所缓和。产业结构与需求结构继续改善，但短期难以看到新增长点的出现与消费主导模式的形成。金融体系市场化的道路继续推进，同时应当加强风险防范与市场监管。伴随短期“稳增长”的各种政策，中国政府将继续“调结构”以完善市场经济的体制。从中长期看，中国将平稳地过渡到中高速增长的新常态。

公司概况

上海新世纪资信评估投资服务有限公司成立于1992年7月，是一家专业从事债券评级、企业资信评估等信用服务业务的全国性信用评级机构，是我国信用评级行业第一家取得包括人民银行、证监会、发改委、保监会等全部评级资质的评级机构。

书籍系列



新世纪信用评级研究与探索



企业内部控制规范与案例



企业信用管理



资信评级



英汉信用评级词汇手册



信用评级基础知识

期刊系列



新世纪评级（季刊）



新世纪评级（年刊）

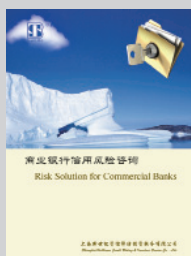
产品系列



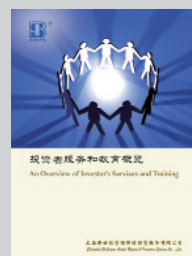
主体评级概览



债项评级概览



商业银行信用风险咨询

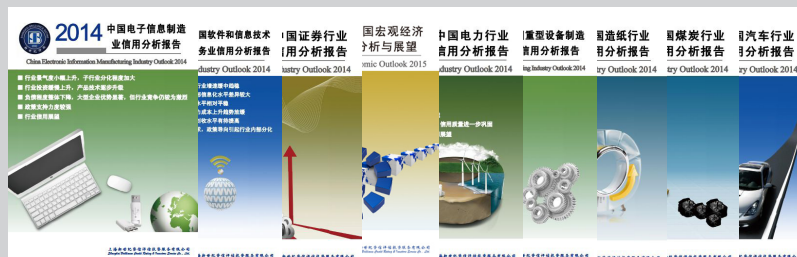


投资者服务和教育概览

研究系列



中国宏观经济分析与展望



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>