



清华大学中国与世界经济研究中心
Center for China in the World Economy

2017 年 中国宏观经济分析与预测

国际形势乱象丛生
中国经济缓中趋稳

研究报告（总第 77 期）

Working Papers （No.77）

清华大学中国与世界经济研究中心

2017 年 01 月 08 日发布

国际形势乱象丛生，中国经济缓中趋稳

■ 中国经济：

- 固定资产投资——2016 基建贡献近半，2017 增速缓慢回升
- 房地产——增速回落，面临调整
- 汇率与资本流动——贬值外流需警惕，多管齐下稳预期
- 进出口——全球贸易格局有变，中国出口降中求稳
- 价格指数——CPI 保持温和上行，PPI 上涨势头不变
- 消费——汽车产销增速放缓，零售增长稳中略降
- 去产能——去产能力度加大，“硬骨头”开始显现
- 金融——银行坏账处置需加快，债市违约规模可控制

■ 国际形势乱象丛生，警惕“特朗普冲击”

■ 专家专栏

- 李稻葵：多管齐下，务实解决资金外流及汇率贬值问题
- 袁钢明：只有纠偏重大结构失衡才能走向稳定增长

2016年三季度以来，中国经济出现了缓中趋稳、稳中向好的良好势头，经济增速继续运行在合理区间。零售消费平稳增长；进出口同比降幅收窄；投资增速企稳迹象进一步巩固；PMI连续五个月保持在扩张区间；工业企业利润继续改善。总体而言，中国经济虽仍处在下行筑底阶段，但增速下行的幅度在收窄，缓中趋稳、稳中向好的态势逐步显现。

展望2017年，中国将面临的是一个乱象丛生的国际经济和金融环境。以特朗普当选、意大利公投、英国脱欧等为代表的民族主义、贸易保护主义抬头，全球经济、金融和贸易格局面临深层次调整。从国内情况来看，2017年稳增长、稳预期、稳市场将是经济政策的着力点；需重点防范人民币贬值和资本外流风险，加快去产能和去库存步伐，想方设法调动民间投资积极性，防止外贸溃败性下滑。

根据以上分析，CCWE预测2016年中国经济增长速度为6.7%，2017年中国经济增长速度为6.6%。

	2015 年全年	2016 年上半年	2016 年全年	2017 年全年
GDP (%)	6.9	6.7	6.7*	6.6*
CPI (%)	1.4	2.1	2.0*	2.2*
PPI (%)	-5.2	-2.6	-1.4*	3.0*
出口同比 (%)	-2.8	-7.7	-6.9*	-3.5*
进口同比 (%)	-14.1	-10.2	-4.9*	-0.5*
M2 余额同比 (%)	13.3	11.8	12.4*	11.9*
零售同比 (%)	10.7	10.3	10.4*	10.0*
固定资产投资同比 (%)	10.0	9.0	8.3*	8.9*

注：带*的为预测值，除 M2 外所有指标均为年初至该时段末的累计同比。

CCWE 宏观预测课题组成员：

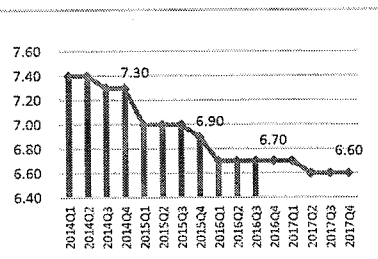
李稻葵、袁钢明、厉克奥博、冯明、吴舒钰、石锦建、周迪、金星晔、胡思佳、陈大鹏、张驰、陈逸凡、王绪硕

联系方式

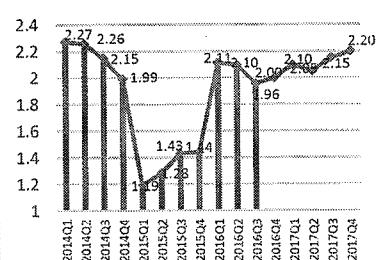
电话：010-62797782

网址：www.ccwe.tsinghua.edu.cn

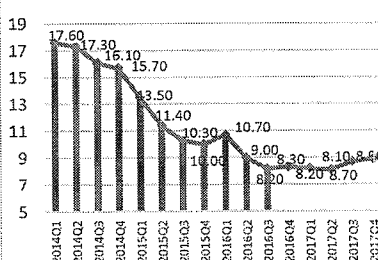
GDP增长率季度累计同比



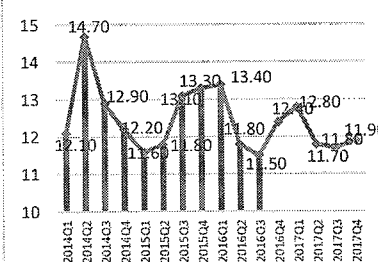
CPI季度累计同比



固定资产投资季度累计同比



M2季度累计同比



资料来源：国家统计局，中国人民银行，

CCWE

一、中国经济

2016年三季度以来,中国经济出现了缓中趋稳、稳中向好的良好势头,全年GDP增速有望达到6.7%,继续运行在合理区间。2016年前三季度,中国单季和累计GDP增速均保持在6.7%,较2015年6.9%的增速下滑0.2个百分点;而2015年GDP增速相对于2014年下滑幅度为0.4个百分点,这表明GDP增速下行的态势逐步走缓。2016年消费增速保持平稳增长、消费结构持续优化,全年零售同比有望达到10.4%,略低于2015年10.7%的水平。2016年1-11月固定资产投资同比增速为8.3%,虽相对于2015年10%的增速出现1.7个百分点的下滑,但自8月以来投资增速已出现阶段性企稳态势,尤其是严重拖累投资增速的民间投资及与之密切相关的制造业投资已出现企稳及缓慢回升的迹象,逐步从全年低点回升到3%-4%的增速水平。2016年全年进出口仍将延续负增长态势,但近几个月以来进出口降幅已逐步收窄。从工业生产来看,2016年3月以来规模以上工业增加值实际增速始终保持在6%以上,显示工业生产平稳增长;中国制造业采购经理指数(PMI)8月以来均保持在50%以上的扩张区间,表明制造业生产缓中趋稳。从价格水平来看,四季度以来居民消费价格指数(CPI)同比增速重回“2”时代,工业生产者出厂价格指数(PPI)单月同比自9月转正以来持续上涨,基本走出结构性通缩区间。以上分析表明,中国经济虽仍处在下行筑底阶段,但增速下行的幅度在收窄,缓中趋稳、稳中向好的态势逐步显现。

展望2017年,中国将面临的是一个乱象丛生的国际经济和金融环境。特朗普上台可能推行的贸易保护、基建投资、联储加息、财政刺激等措施将对全球经济和金融市场带来冲击;欧盟经济复苏相对脆弱,政治大选、难民问题、银行不良、保守主义等问题将给欧盟及全球经济增长及金融稳定带来不确定性;发达经济体和新兴经济体之间、新兴经济体内部的分化将进一步凸显,全球流动性或将出现短期拐点。总之,国际形势乱象丛生。从国内情况来看,2017年稳增长、稳预期、稳市场将是经济政策的着力点。消费增长将面临可支配收入增速放缓、汽车拉动作用减弱等不利因素;外贸形势面临国际贸易格局改变、贸易保护趋势抬头等挑战;民间投资增速能否走出低位运行区间仍将是投资增速企稳回升的最大不确定性。同时,国内汇市、债市、银行等金融市场风险不容忽视,需谨慎应对。我们建议应高度警惕汇率贬值和资本外流形势,多管齐下稳定外汇市场预期;加大去产能、去库存力度和加快银行呆坏账处置;营造良好的营商环境,想方设法激活和调动民间投资积极性。如果政策和调整到位,2017年中国经济将保持缓中趋稳、稳中向好的态势。

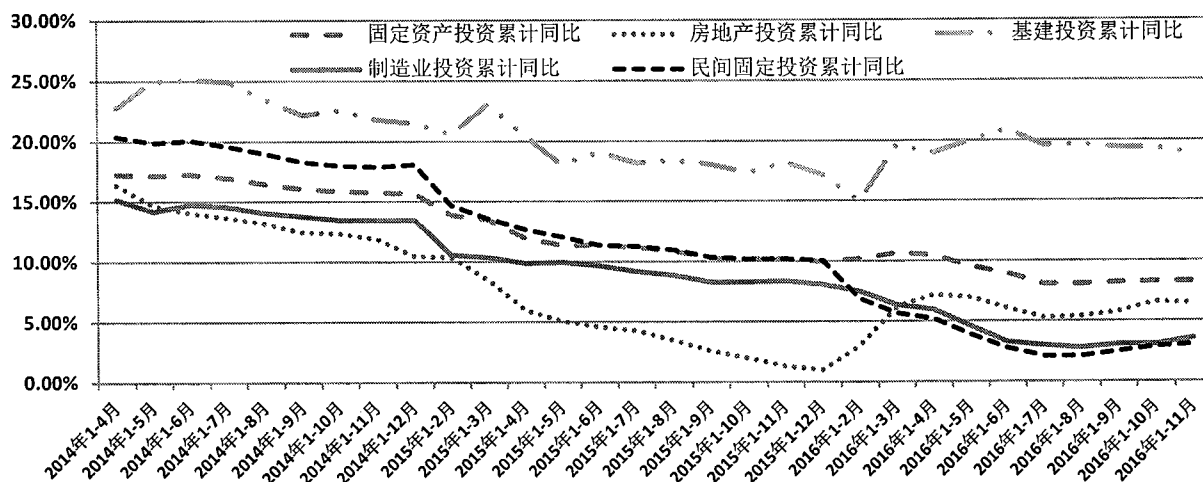
综合以上分析,CCWE预计2016年中国GDP增速为6.7%,2017年中国GDP增速为6.6%。

1. 固定资产投资:2016基建贡献近半,2017增速缓慢回升

2016年1-11月全国固定资产投资538548亿元,同比增速为8.3%,已连续四个月稳定在8%以上,投资的阶段性企稳特征进一步巩固。固定资产投资增速从年初10%以上的水平下滑到1-11月8.3%,全年前高后低的走势已成定局,这和我们2016年二季度的报告判断是一致的。制造业投资与民间投资增速的大幅下滑是全年投资增速走缓的主要原因,而基建投资和其他投资¹成为稳投资的主要力量。2016年1-11月,制造业投资和民间投资增速的下滑分别拖累固定资产投资下滑1.5和4.5个百分点。从对固定资产投资增速的贡献来看,基建投资和其他投资的贡献率分别为40.8%和31.2%,两者合计拉动了70%以上的投资增长。

¹ 其他投资定义为:其他投资=固定资产投资-制造业投资-房地产投资-基建投资,以2016年1-11月的数据计算,制造业投资、房地产投资、基建投资和其他投资占固定资产投资的比重分别为31.6%、17.3%、19.7%和31.4%。

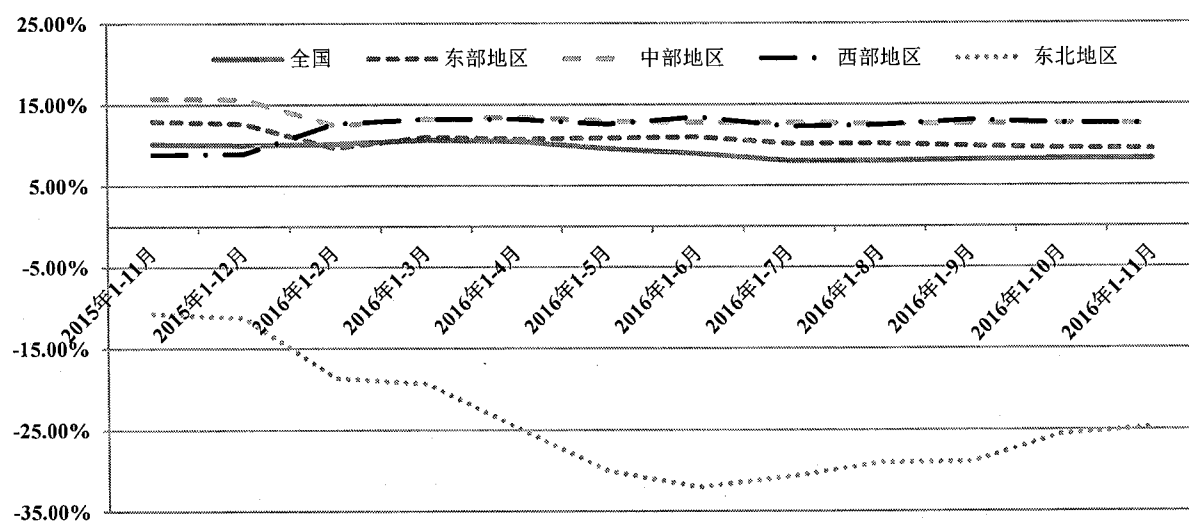
图1 固定资产投资及组成部分同比增速



数据来源：国家统计局

2016年以来，固定资产投资增速的区域分化非常明显。从区域经济的角度，东北地区投资增速在2016年出现断崖式下跌，从2015年全年的-10.7%进一步下滑到2016年1-6月的-32%，此后跌幅逐步收窄至1-11月的-24.7%；而东部、中部和西部地区投资增速在2016年以来虽有小幅波动但总体保持平稳增长，基本保持在10%以上的增速，相对于2015年并没有出现显著下滑，东中西三大区域的投资增速始终高于全国平均增速。尤其是西部地区逆势而上，2016年以来月度累计增速始终保持在12.5%以上的水平，较2015年全年提高3个百分点以上。数据分析表明，从区域经济的角度，东北地区投资增速的断崖式下跌是拖累2016年全国投资增速的主要因素，东北地区固定资产投资占全国固定资产投资的比重从2015年全年的7.3%下滑到2016年1-11月的5.3%，东北地区投资增速的断崖式下跌直接拖累全国投资增速下滑0.88个百分点，这可以解释2016年投资增速下滑幅度的46%。

图2 全国四大区域固定资产投资增速比较



数据来源：国家统计局

展望2017年，固定资产投资增速将保持稳中有进、稳中向好。

从区域经济的角度来看，东北地区的固定资产投资累计增速有望在2017年三季度至四季度转正，这将

带动全国投资增速提升 1 个百分点以上。判断依据主要包括两个方面。其一，2016 年以来，国务院已出台了包括新一轮东北振兴战略在内的多项扶持政策，东北三省也配合中央政策出台了很多促进地区经济复苏和振兴的相关政策。随着这些政策的落地和推进，东北地区经济下滑的态势初步得到遏制，东北地区固定资产投资增速已经从 2016 年 1-6 月 -32% 的最低值逐步收窄到 2016 年 1-11 月的 -24.7%，2017 年投资增速负增长收窄的趋势将持续。其二，东北地区此前的统计数据存在一定水分，2016 年主要宏观经济指标负增长与统计数据“挤水分”有一定关系，随着“挤水分”工作逐步完成和较低的对比基数，东北地区 2017 年宏观经济指标将出现明显好转，预计固定资产投资累计增速有望在三季度至四季度转正。

从固定资产投资的主要组成部分来看，占比达到近三分之一的制造业投资增速在 2017 年将保持缓慢回升趋势，全年增速有望恢复到 6.5% 至 7.5%。原因在于两个方面，第一，PPI 和 CPI 在 2017 年将保持温和上涨，这将带动工业企业包括制造业利润进一步改善，制造业投资回报率也将有所改善。此外，2016 年 12 月的制造业采购经理指数（PMI）为 51.4%，继续保持在扩张区间，这已是该指数连续五个月超过 50%，这在一定程度上也表明制造业有企稳复苏的迹象。第二，减税等降成本措施将进一步惠及制造业企业，给企业新增投资带来动力。尽管去产能仍是 2017 年的经济工作的主要任务，但据我们估算，主要产能过剩行业的制造业投资占整个制造业投资的比重在 20% 左右，这意味着制造业去产能对制造业投资的影响相对较小，同时去产能引起供需结构发生变化进而导致价格回调，也会刺激过剩产能行业优质产能的投资力度。

基建投资仍然是 2017 年稳投资和稳增长的最主要力量，全年有望保持 18% 至 20% 的高速增长。尽管当前财政收入增速放缓及财政收支矛盾较为突出，但考虑到 2017 年财政赤字有可能进一步扩大；且目前基建投资的资金来源中财政预算资金不超过 20%，大量的其他资金主要来自于地方政府和企业自筹资金、银行贷款、PPP 项目融资等，财政收支问题不会对基建投资的高速增长形成较大的约束。截至 2016 年末，国家发改委已推介了三批 PPP 项目，总规模达 6.37 万亿元；预计 2017 年 PPP 项目落地规模或达 3.8 万亿元，这将有力支撑基建投资的高速增长。此外，2016 年 10 月以来的楼市调控新政，使得商业银行的房贷资金逐步收缩，基建投资很有可能成为这部分资金较好的贷款去向。

房地产投资受楼市调控新政和抑制资产泡沫等政策影响，2017 年将逐步走缓，预计全年增速为 2.5% 左右。房地产投资走势将在下文作具体分析，此处不再赘述。

当前民间投资增速虽暂时企稳但仍徘徊在 3% 左右的较低水平，2017 年政策需重点发力以鼓励和刺激民间投资的回暖。民间投资占整个投资的比重超过 60%，其增速高低代表着经济自发增长的动力强弱，只有民间投资的真正企稳回升方能带动整个投资真正的企稳回升，否则靠基建和房地产等推动的投资回稳，基础仍是相对脆弱的。这也是中国经济内生增长动力恢复的关键。

综合以上分析，CCWE 预计 2016 年固定资产投资增速为 8.3%，2017 年固定资产投资增速为 8.9%。

2. 房地产：增速回落，面临调整

■ 2016 年：从需求释放到增速回落

2016 年中国经济保持平稳运行，房地产市场做出了重要贡献。根据统计局发布的信息，三季度房地产对经济增长的贡献率在 8% 左右，1-11 月房地产投资对固定资产投资增长的贡献率为 13.7%。

• 销售：增速开始高位下行

1-11 月商品房销售面积 135829 万平方米，同比增长 24.3%，比上月下降 2.5 个百分点，比 2015 年底高近 20 个百分点。其中，住宅销售面积增长 24.5%，办公楼销售面积增长 31.4%，商业营业用房销售面积增长

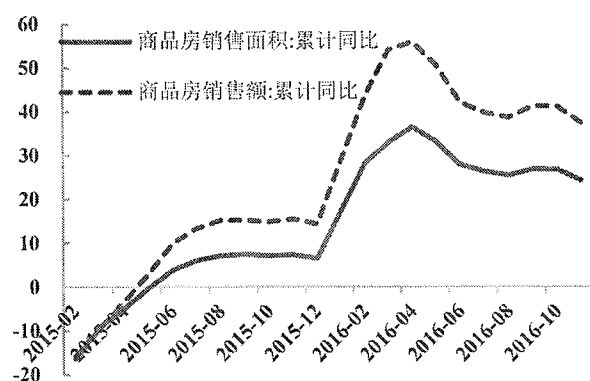
17.5%。

1-11 月商品房销售额 102503 亿元，增长 37.5%，比上月下降 3.7 个百分点，比 2015 年底高出超过 20 个百分点。其中，住宅销售额增长 39.3%，办公楼销售额增长 46.5%，商业营业用房销售额增长 20.1%。

11 月百城样本住宅平均价格为 12938 元/平，同比升 18.7%，比上月回升 0.50 个百分点；环比升 0.88%，比上月降 0.77 个百分点。

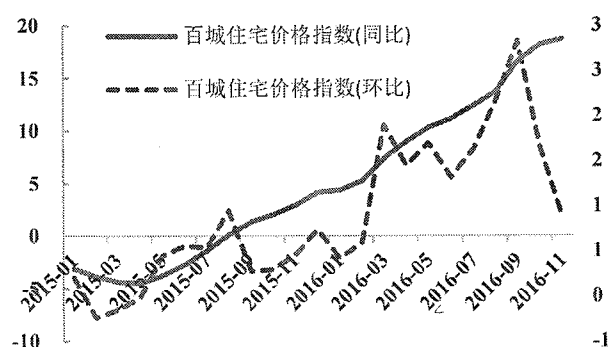
良好的销售源于需求的全方位释放。2014 年 9 月至 2016 年 2 月，先后出台四次宽松政策，包括限购放开、首付比例降低、利率下调、契税减免等措施，意在全力去库存。首先，购房门槛下降，直接助力**刚性需求**的释放。其次，对二套房认定、首付和契税的降低，对**改善性需求**形成良好的促进。最后，两方面因素刺激**投资性需求**释放，一是房价上涨的预期，另一个是资金充裕下的资产配置需求。自 2015 年 4 月此轮回暖以来，房价已经走出连续 16 个月同比上涨的行情；同时理财产品预期年化收益率以及 10 年期国债到期收益率也在不断下降。房价继续上涨的预期以及宽裕的资金和其他渠道投资逐渐走低的收益率，助力本轮投资性需求的不断增长。

图 3 房地产销售



数据来源：国家统计局，wind 数据库

图 4 房地产价格



数据来源：国家统计局，wind 数据库

• 去库存成效显著

整体而言，良好的销售助力库存去化也取得了较好的成效，但住宅、非住宅商品房库存去化周期差异较大²。2016 年 11 月，按照“待售+在建”方式测算的广义房地产库存去化周期下降到 50 个月，分别比 2015 年、2014 年、2013 年同期下降 10 个月、13 个月、2 个月，去库存成效显著。

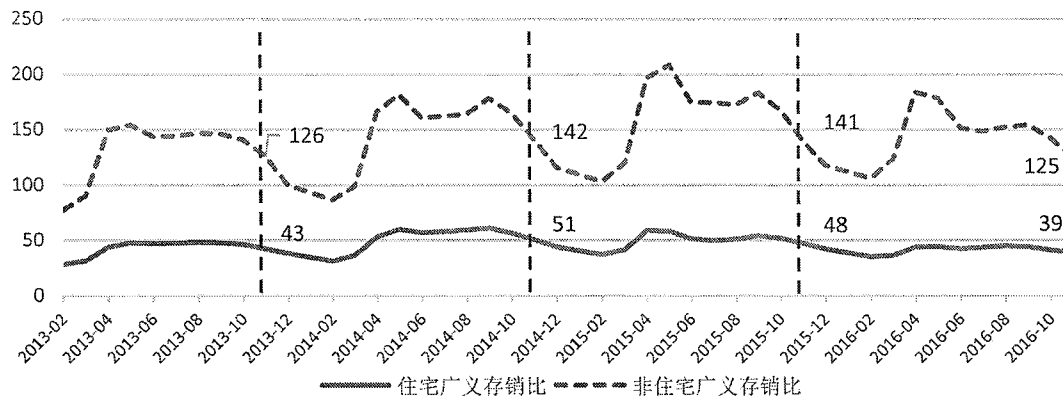
分类型看，2016 年 11 月住宅的存销比为 39 个月，非住宅的存销比为 125 个月。虽然住宅和非住宅存销比都处于历史同期低位，但两者数值差异显著，这意味着房地产市场上非住宅的去库存压力要远远高于住宅的去库存压力。

分城市看，分化较为明显。商品房库存下降最明显的是一二线城市，这些也是房价上涨幅度较大的城市；

² CCWE 利用商品房广义存销比反映商品房的库存状况与化解库存所需的时间。广义存销比是商品房的存量与一定时期内（通常指一个月）内销量的比值，计算公式如下：商品房广义存销比=(商品房待售面积 + 商品房在建面积)/平均每月商品房销售面积。其中，平均每月商品房销售面积用最近 3 个月销售面积的滑动平均值来计算；商品房在建面积包括住宅施工面积、办公楼施工面积和商业营业房施工面积等。

而统计的 20 个三线城市库存去化周期有降有升，均值仍远高于一二线城市，考虑到样本中鲜有来自存销比较高的东北、西北地区的城市，真实的三线城市存销比或更高。

图 5 化解库存所需时间（单位：月，红色虚线标出了历年 11 月份的存销比数值。）



数据来源：WIND 数据库

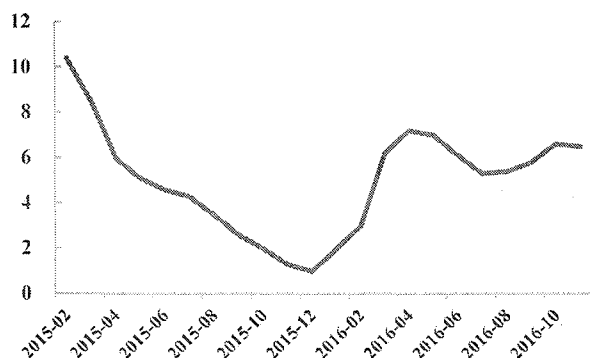
• 投资：累积增速开始放缓

1-11 月，全国房地产累计开发投资为 93387 亿元，同比增长 6.5%，比上月回落 0.1 个百分点，比 2015 年底高出超过 5 个百分点。其中，商品住宅投资 62588 亿元，同比增长 6.0%，占房地产开发投资比重为 67.0%。

1-11 月，全国房地产开发企业土地购置面积 1.9 亿平方米，同比减少 4.3%，依然保持持续负增长势头。

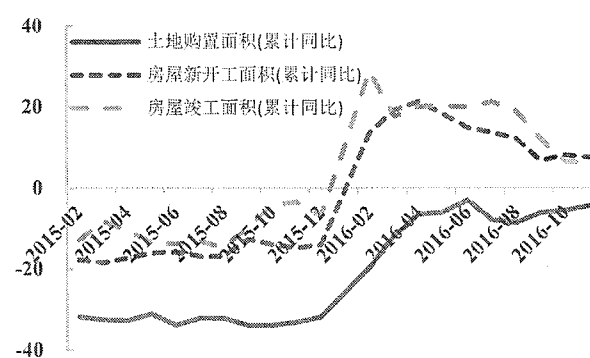
1-11 月，全国房地产开发企业房屋新开工面积 15.13 亿平方米，同比增加 7.6%，较上月回落 0.5 个百分点。房屋竣工面积 7.7 亿平方米，增长 2.9%，增速回落 0.4 个百分点。

图 6 房地产投资累计同比



数据来源：国家统计局，wind 数据库

图 7 土地购置和新开工面积



数据来源：国家统计局，wind 数据库

■ 2017 年：进入下行通道

我们认为，这一轮房地产市场上涨行情在 2016 年或已见顶，2017 年面临较大的下行风险，具体原因包括以下几个方面。

• 政策收紧全方位压缩需求

限购限贷力度空前，影响四分之一的销售面积，超过三分之一的房地产投资，近一半的房地产销售。国庆期间 20 余城重启或者更新限购限贷政策，旨在抑制本地二套及以上改善型需求和外地户籍投资性需求。根据我们的计算，这些限购城市的房地产销售面积占全国房地产销售面积的 25%，投资额的 36%，销售额的 48%。此后，部分热点城市收紧政策继续二次调整，其中在行业政策方面，从严执行限购政策，提高购房门槛。

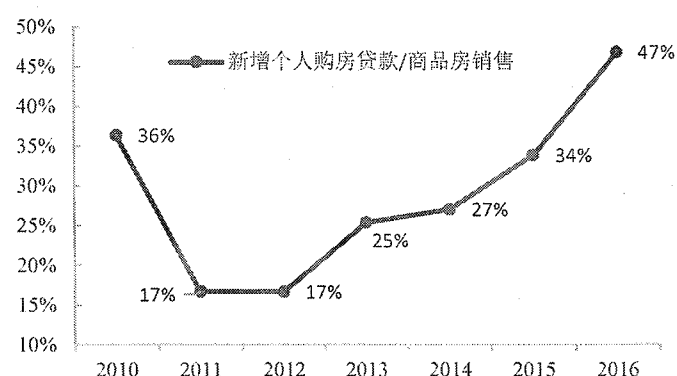
另外，2016 年中央经济工作会议指出“房子是用来住的、不是用来炒的”，和去年“去库存”的房地产政策思路存在很大差别。除了采取“宏观上管住货币”、“严格限制信贷流向投资投机性购房”等抑制需求的政策外，还采取“增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市限制和抵消用地”等政策，给楼市降温。在 2017 年房地产行业“抑制资产泡沫、防范金融风险”的新政策基调下，房地产业宽松政策环境不复存在。

从政策的具体影响看，首先，此次调控收紧，首套房首付比例普遍提升至 30%，并且目前房价在经过十六个月的环比上涨后处于较高位置，使得刚需的购房门槛大幅提升。并且截至今年前 11 月，行业整体放量，一二三线城市商品房销售面积累计同比分别实现 30.81%、42.39%和 33.05%的超高增速，**此轮刚性需求已经充分释放**。因此随着购房门槛的提高以及前期的大量释放，小周期下半段的刚需将逐渐失去支撑。另外，**二套房首付比例对改善性需求的影响相对较大**。最后，一二线城市力度较大的限购措施使得部分房屋投资者失去购房资格，形成一定限制。本次调控后，10 月 70 个大中城新建住宅价格指数环比增速已现回调，市场对于接下来房价会进行一定的调整已形成较一致的预期，**投资性需求也将步入下行通道**。在需求全方位压缩，而土地供给增加的政策影响下，2017 年房地产市场难以形成上涨行情。

• 房贷杠杆快速上涨

近四年来，居民购房杠杆加速上涨：2012 年新增个人购房贷款占商品房销售额的比重仅为 17%，但到 2016 年底为止，这个比率已经攀升至 47%，**意味着今年前三季度居民购房金额的一半来自于杠杆**。因此，居民购房需求很大程度上受到银行信贷政策的影响，这使得当前严格限贷政策的影响被进一步放大。此外，购房杠杆近几年以较大幅度快速上涨，急速缩窄了后续杠杆的提升空间。所以当前时点来看，后续继续大力加杠杆的概率较小，难以对房地产销售端形成有效支撑。

图 8 历年前三季度居民购房杠杆率



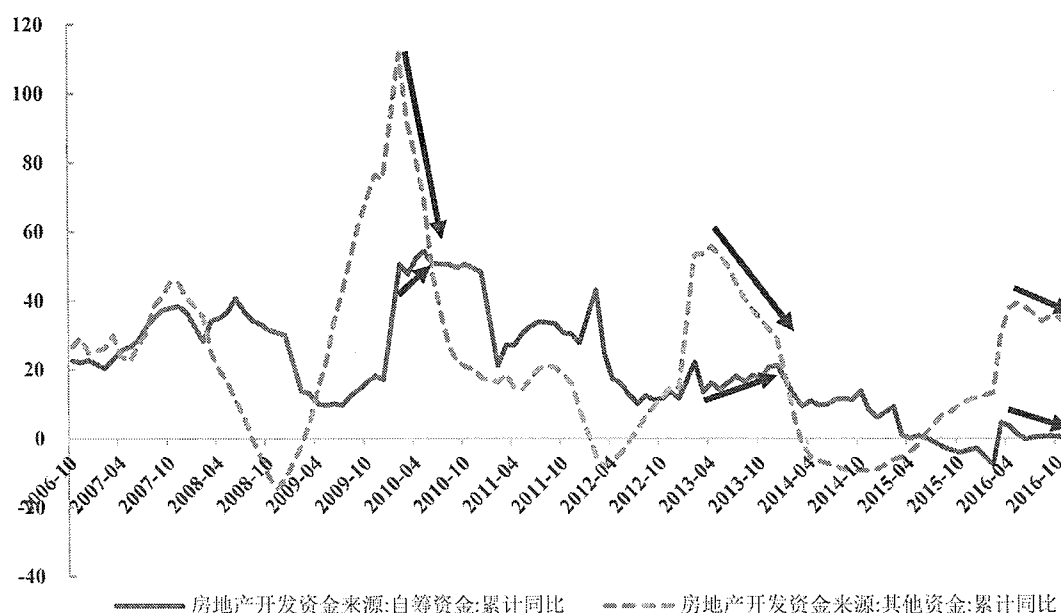
数据来源：WIND 数据库

• 房企投资意愿下降

2016 年 11 月广义库存面积（即待售+在建）高达 80 亿平方米，其中住宅库存面积为 55 亿平方米，非住宅库存面积为 25 亿平方米。虽然当前房地产存销比较低，但从库存面积的绝对值来看位于历史最高水平，在 2017 年销售端低迷的预期下，房地产企业进一步增加投资的意愿不强。

例如，在前几轮周期中，当房地产开发资金来源中其他资金即销售回款下滑时，房企的自筹资金并没有因此而减少，反而有所增加，这在一定程度上表明了其对后续市场的看好；而本轮周期下行中，二者变化趋势相同，说明房企对未来市场的预期已经开始降低，投资意愿也有所下降。

图 9 今年销售回款下降时房企自筹资金也同向向下，表明房企投资意愿减弱



数据来源：WIND 数据库

综合以上分析，CCWE 预测 2017 年房地产投资增速将下滑至 2.5% 左右。

3. 汇率与资本流动：贬值外流需警惕，多管齐下稳预期

2016 年 10 月以来，人民币外汇市场再度出现大幅波动。12 月 30 日，人民币兑美元汇率报 6.95，创出年内新低，较年初贬值 6.56%，其中 10-12 月贬值幅度达到 4.02%。截至 2016 年 11 月，官方外汇储备相较 2015 年 12 月底下降 2788 亿美元。据清华大学中国与世界经济研究中心（CCWE）估算，2016 年 1-11 月广义的“资本外流”达到 5186 美元³，主要是企业部门通过经常账户通道转移资金。2016 年 12 月，美联储加息靴子落地，美国经济复苏背景下新一轮加息区间正式开启，这与特朗普可能采取的财政扩张政策共同造成了美元流动性收紧的预期。因此，尽管本外流压力远小于 2015 年，但市场对强势美元所造成的人民币汇率及资本流动波动的担忧再次上升。

³ 按照 CCWE 的测算方法，广义资本外流=外汇储备减少值+贸易顺差（包括商品和服务贸易）-汇率波动造成的外储贬值效应。其中，2016 年 1-11 月，贸易顺差累计为 2695 亿美元，由于美元对其他货币汇率波动导致外汇储备估值减少量约为 296 亿美元

尽管从长期看，中国宏观经济基本面不支持大幅度贬值，但汇率本身是外汇价格，受供求影响，在短期会因预期的改变而极大地背离基础价值，这是金融资产价格的天然属性。当前，受经济增速尚未筑底、股市债市大幅波动、国际利率逐步上行等因素的影响，国际投资者对人民币需求的增长有限。一旦汇率贬值与资本外流的压力相互作用形成反馈循环，国内投资者必然将手中的人民币资产转换为美元资产以赚取收益。彼时，中国 21 万亿美元的货币存量都将成为潜在的人民币供给，3 万亿美元的外汇储备与之相比不过是杯水车薪。居民资产的外币化将剧烈地影响国内储蓄、投资平衡，对实体经济造成难以估量的打击。

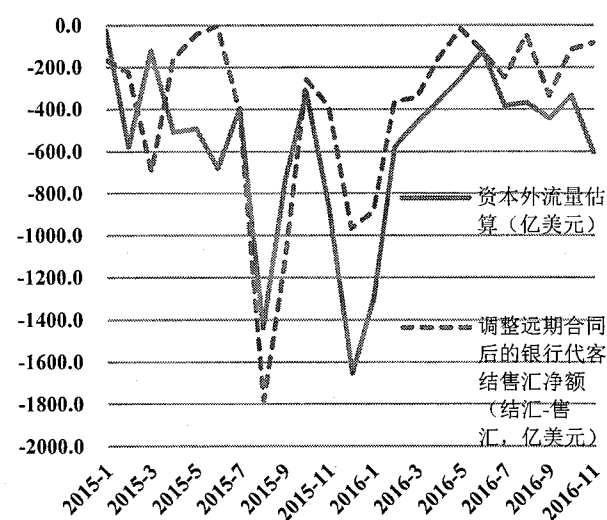
我们认为，面对外汇市场风险，货币当局应多管齐下果断出击，坚决扭转市场贬值预期。一方面，要适当管理资本流动。具体而言，要加大经常账户尤其是贸易项目结售汇真实性审核，防止投机者借用贸易渠道转移资本；要加强对外币存、贷款等流动性外汇资产的管理；要谨慎评估人民币直接投资的风险，避免因大量人民币外流而对离岸市场造成贬值压力。企业部门是资本流动管理的重点，但在操作中要抓大放小，放行真实地小额对外投资，重点审查大额资本外流。要避免在居民换汇管理上大做文章，稳定民众预期、消除恐慌。

另一方面，要利用多种工具稳定离岸、在岸即远期市场，运用拆借利率等市场化手段加大投机成本，使得外汇储备的使用发挥四两拨千斤的作用。没有资本流动管理，外汇干预将很快耗尽储备；没有汇率市场的稳定，逆预期的资本流动管理必将是高成本低效率的。因此，只有资本流动管理和外汇市场干预双管齐下才能有效地化解本轮外汇市场风险。

■经常账户结售汇是资本流出的主要通道

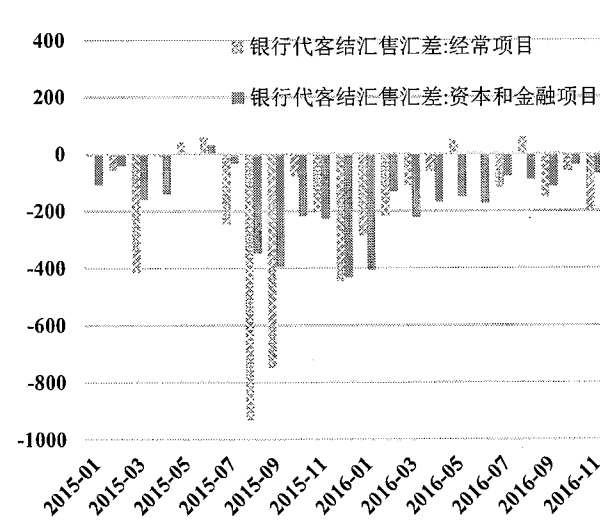
2015 年“8-11 汇改”后，资本外流压力开始急剧升高。2015 年 8 月经常账户下的银行即期结售汇逆差达到 931 亿美元，比 7 月增长近 700 亿。短暂平静后，结汇逆差在 2015 年 12 月再次放大，规模超过 500 亿美元，而后平稳回落。最近三个月来，经常项目结售汇逆差持续扩大，11 月的经常账户净售汇高达 200 亿美元，接近年初水平。不难发现，经常账户和资本、金融账户的结售汇逆差放大均与汇率市场波动有一定的同步性，但从波动幅度来看，经常账户下的银行结售汇波动远远超过资本和金融项目下的波动。因此，我们认为经常账户是跨境资本管理的重点。

图 10 广义资本外流估算



数据来源：WIND 数据库，CCWE 测算

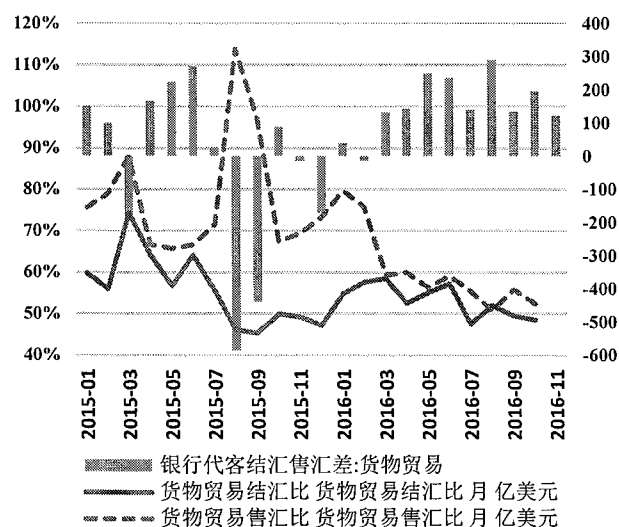
图 11 银行代客即期结售汇差额



数据来源：WIND 数据库

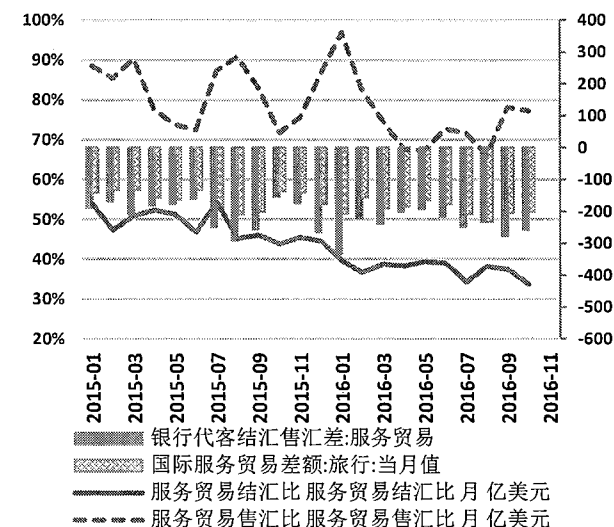
将经常账户分解为货物贸易与服务贸易，如图 5 和图 6 所示。2015 年 8 月，伴随货物贸易结售汇转为逆差，货物贸易售汇占比大幅增长，贸易进口换汇额超过当月进口额，**贸易售汇与贸易行为脱钩，成为资本流动的重要通道**。与之相对，结汇占比尽管有所下降，但降幅较小。服务贸易结售汇始终为逆差，结汇占比不断下降，售汇占比在 2016 年 1 月显著上升，但近期趋于平稳。尽管旅游逆差占服务逆差的比例较大，但波动性很小，因此并不是上一轮资本流动的主要通道。2016 年 11 月，经常项目结汇收汇逆差再度升高至 200 亿美元，应该予以重视。

图 12 银行代客即期结售汇差额：货物贸易



数据来源：WIND 数据库，CCWE 测算

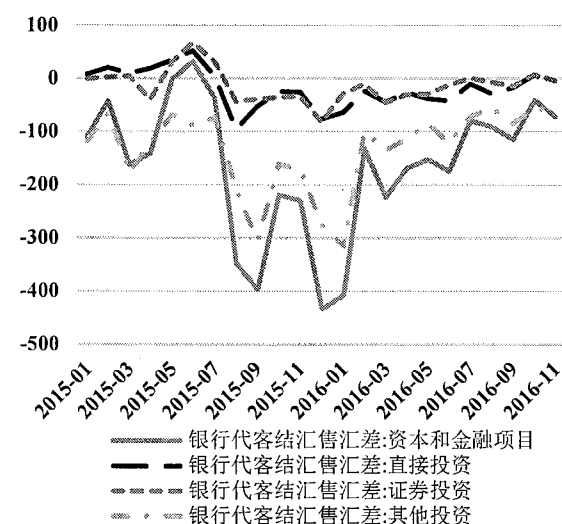
图 13 银行代客即期结售汇差额：服务贸易



数据来源：WIND 数据库，CCWE 测算

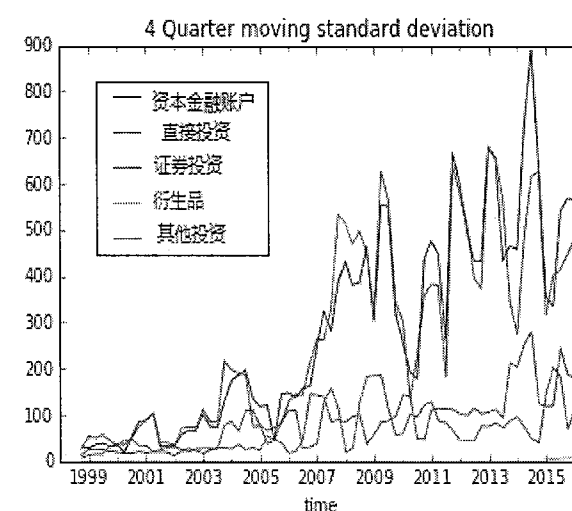
■流动性资本主导金融账户下的资本流出

图 14 银行代客即期结售汇差额：资本金融项目



数据来源：WIND 数据库

图 15 国际收支平衡表资本金融项目移动平均标准差

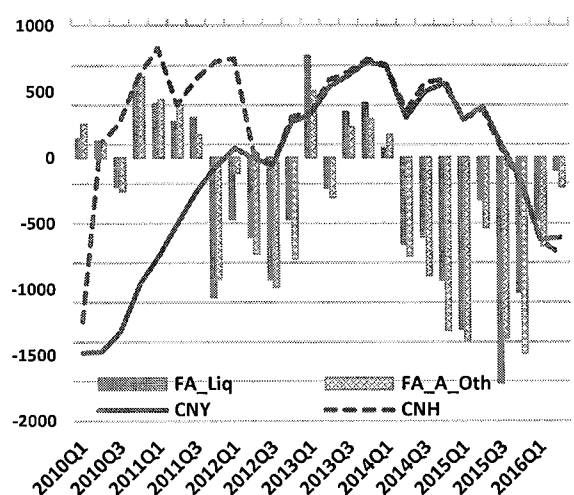


数据来源：外汇管理局，CCWE 测算

将金融账户下的银行结售汇按照资本品种类细分，我们发现直接投资和证券投资所引发的资本流动不论

从规模还是从波动性来看都相对较低，这与国际收支平衡表季度数据特征相吻合。利用国际收支平衡表数据计算资本金融项目组份的移动平均标准差，发现其他投资自 2007 年后大幅升高，且远高于其它组份。可以说，金融项目的结售汇差额主要由其他投资驱动，而其他投资主要由货币储蓄、贷款、贸易信贷等流动性相对较高的资产组成。定义流动性资本为国际收支平衡表金融项目的其他投资中的货币储蓄与贷款，由图 9 和图 10 我们发现，流动性资本流动与汇率、利差高度相关。在国内外货币政策分化的背景下，利率平价仍会趋使流动性资本追逐境外市场的高回报。因此，监管机构需尤其关注存、贷款等具有高度流动性的短期资本的跨境流动。

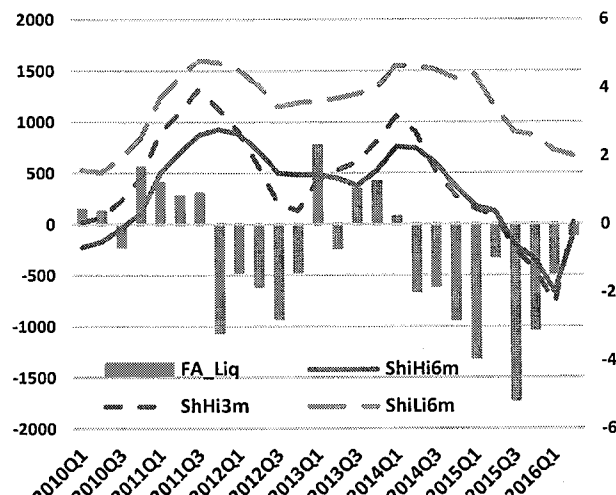
图 16 流动性资本与汇率



数据来源：外汇管理局，CCWE 测算

注：FA_A_Oth 为国际收支平衡表中的“其他投资”；FA_Liq 为“其他投资”中的货币储蓄与贷款之和；CNY 为在岸人民币汇率；CNH 为离岸人民币汇率

图 17 流动性资本与利差

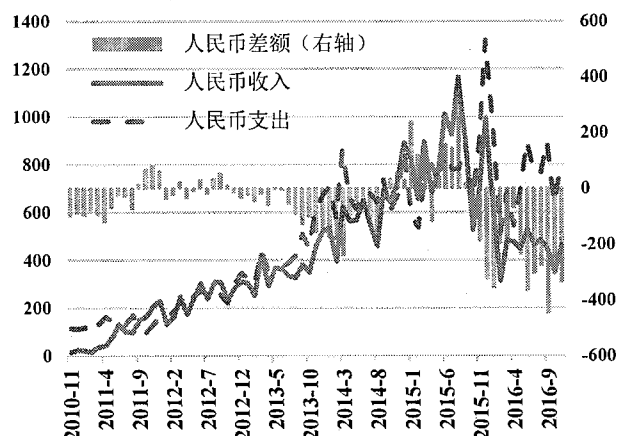


数据来源：外汇管理局，CCWE 测算

注：FA_Liq 为“其他投资”中的货币储蓄与贷款之和；ShiHi6m 为 6 个月 Shibor 与 Hibor 利差；ShiHi3m 为 3 个月 Shibor 与 Hibor 利差；ShiLi6m 为 6 个月 Shibor 与 Libor 利差

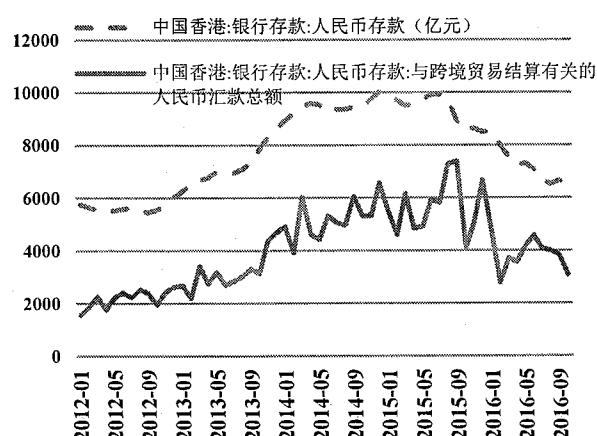
■人民币流出也是资本流出的重要方式

图 18 国际交易中人民币收付款额(亿美元)



数据来源：外汇管理局

图 19 香港人民币存款(亿元)



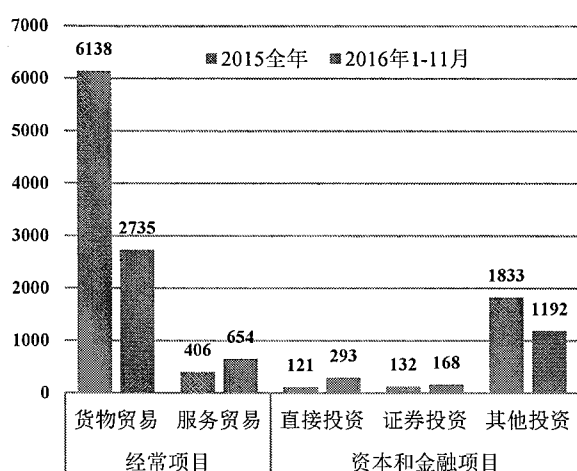
数据来源：WIND 数据库

除了银行结售汇中所涉及的资本外流，有大量资本直接以人民币的形式流出。如图 11 和图 12 所示，包含经常项目、资本和金融项目的境内银行代客涉外收付款差额在 2015 年 8 月以来持续为负，且在汇率剧烈贬值区间有显著扩大的趋势，这表明有大量人民币通过贸易和金融渠道向境外输出。2016 年 1-11 月，累计人民币流出额高达 3085 亿美元。人民币流出之后在离岸市场上完成汇兑，可在离岸市场上造成人民币贬值压力，也是不可忽略的一部分资本外流。

■ 资本外流的结构

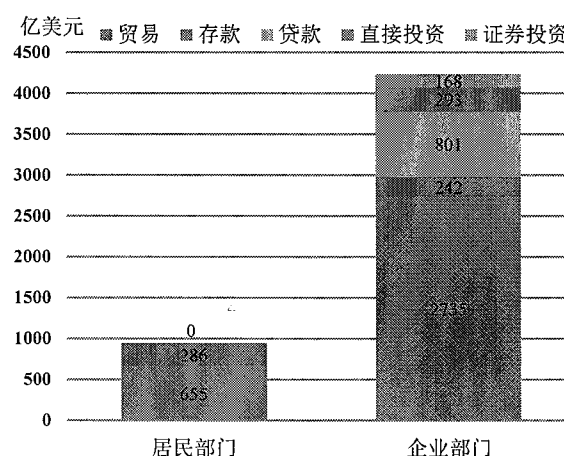
根据 CCWE 测算，假设低于货物贸易顺差的结汇部分以及超过服务贸易逆差的售汇部分均转化成私人部门持有的美元资产外流，那么 2016 年 1-11 月经常账户下隐藏了 3389 亿美元的资本外逃，约占总流出量的 67%。按资产类别划分，资本和金融账户流出中的存款等流动性资产在 2016 年 1-11 月贡献了 1192 亿美元的资本流出，约占总流出量的 24%；外币直接投资贡献了 293 亿美元的净资本流出，约占总流出量的 6%；美元证券（包括债券和股票）贡献 168 亿美元的净资本流出，约占总流出量的 3%。自 2015 年 8-11 汇改后人民币进入贬值区间以来，资本的外流仍然借助贸易为主要渠道，而金融项目下流动性资本的外流也是不容小觑的一部分。

图 20 按 BOP 项目分类的资本外流



数据来源：Wind 数据库，CCWE 计算

图 21 按资产持有主体划分的资本流动结构



数据来源：中国人民银行，CCWE 计算

同样值得关注的是，将资本外流总量按照资产持有主体划分，我们发现居民部门的资本流出远低于企业部门。如图 14 所示，2016 年 1-11 月以来，居民部门主导的资本流出约为 940 亿美元，而企业部门主导的资本流出约为 4236 亿美元⁴。这说明目前的资本外流主体仍为企业部门，其中非金融机构以进出口结算、外债偿还等名义的进行的美元汇兑主导了此轮资本外流。管涛（2016）认为，境内企业加速外债偿还还是资本外流的主要渠道。他通过外汇贷存比数据发现近年来，企业部门的外债杠杆率持续下降，截至 2015 年 12 月，该比例已降至 2007 年危机前的水平。CCWE 的测算同样支持这一论断，研究发现在人民币贬值预期下，企业部门加速了外债偿还进程，2016 年 1-11 月，企业部门净偿还了约 800 亿美元的外债。除此之外，很多学者

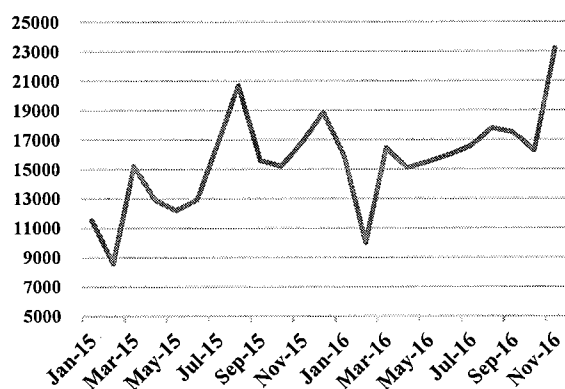
⁴ 在将资本流出按资产持有主体划分时，我们做了如下相关假设：1. 认为经常账户项下，隐藏在货物贸易中的资本流出为企业部门所主导，而隐藏在服务贸易中（主要为旅游）的资本流出为居民所主导；2. 认为证券投资、直接投资所涉及的资本流出的执行主体为企业部门，理由是证券投资主要为金融机构借助 QDII 等渠道流出，而直接投资大多为国企及民营企业行为；3. 在其他投资项中仅考虑境内存贷款，其中住户存贷款为居民部门主导，非金融企业存贷款为企业部门主导。

认为资本外流中有一部分是从央行的官方储备向居民部门储备转移，即“藏汇于民”。然而据 CCWE 测算，截至 11 月底，居民部门相比于 2015 年底共增持了 286 亿美元的美元存款，仅占总资本流出的 5.5%，说明绝大多数资本外流并没有转化成居民存款，而是通过企业部门的贸易及投资项向境外转移。

■ 银行间市场和衍生品市场是外汇干预的重点

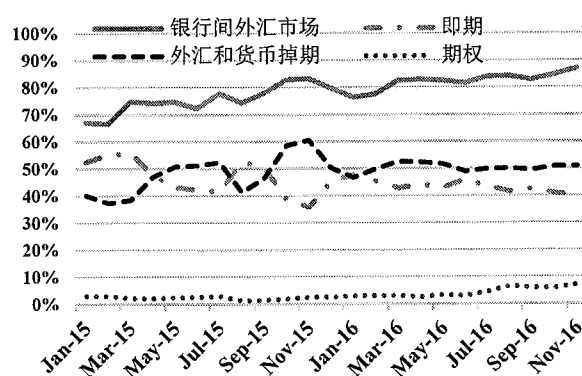
从整个外汇交易市场来看，交易总量自 2015 年 8 月达到峰值后一度平稳回落，但 2016 年 11 月再度冲高，达到 23000 亿美元。从结构上看，银行间外汇市场交易占比持续升高，从 2015 年初的 66% 上涨到目前的 87%。在交易品种方面，即期交易占比从 55% 下降到 50%，期权交易从 3% 上升到 7%，且仍有上升趋势。结合以上分析，我们认为前期对个人及企业的资本流动管理措施是有效的，本轮贬值压力目前并未引发非金融部门的巨幅资本流动，但随着外汇市场交易额的放大，资本流动压力仍然存在。对资本流动的管理要包含银行间市场和衍生品市场。

图 22 外汇市场交易量（亿美元）



数据来源：中国人民银行外汇管理局

图 23 外汇市场交易占比



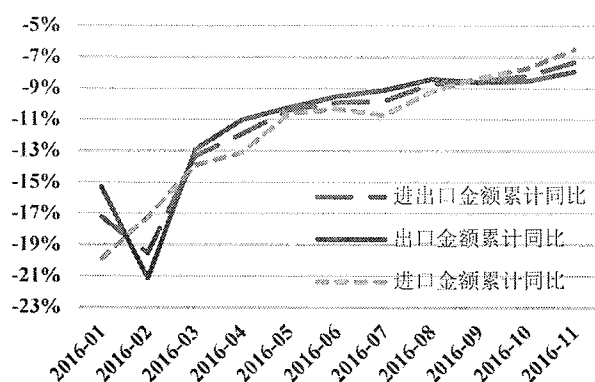
数据来源：中国人民银行外汇管理局

综上所述，我们认为造成资本流出的主要通道是银行结售汇口径下的经常账户结售汇逆差。尽管近期经常账户结售汇数据平稳，但仍需保持警惕，加强贸易结售汇的真实性审核。同时，在货币政策分化的大背景下，要加强对流动性资本的管理和引导，并对以人民币形式流出境外在离岸市场上交易的资金进行严格监管。最后，要加强对人民币远期市场的干预。在实际操作中，要重点管理企业部门的大额资本流动，谨慎处理涉及居民部门的政策调整以稳定预期。只有价格工具和数量工具相互配合，才能从根本上扭转人民币过度贬值的预期。

4. 进出口：全球贸易格局有变，中国出口稳中略降

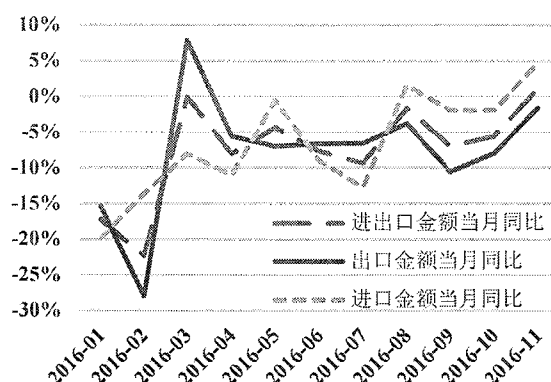
作为曾经拉动中国经济高速增长的引擎之一，中国进出口在 2016 年的表现并不是非常理想。根据海关总署的相关数据（美元计价），自 2015 年 1 月以来，中国进出口的累计同比增长率一直为负，2016 年 1-11 月进出口累计同比下降 7.3%。其中，1-11 月进口金额累计 14168.69 亿美元，同比下降 6.5%；1-11 月出口金额累计 18889.45 亿美元，同比下降 7.9%；1-11 月贸易差额为 4720.76 亿美元。根据图 17 和图 18 显示，中国的进口和出口累计同比在年初均处于低位，从 3 月开始降幅逐渐收窄。此外，中国 11 月进口金额当月同比已经转正为 4.7%，达到了 2016 年以来的最高值。

图 24 进出口累计同比



数据来源：WIND 数据库

图 25 进出口当月同比



数据来源：WIND 数据库

■进口：工业类进口降幅大

1-11 月份从发达经济体（美国、欧盟、韩国等）进口的机电、音像设备及其零件、附件和从东南亚国家（菲律宾、马来西亚、印度尼西亚等）进口的矿产品是对中国进口降幅贡献最大的分类。表 1 为中国进口类别和贸易分类贡献率。首先，我们将中国全部二十二类进口产品划分成工业类、消费类和其他进口三类⁵。其中，2016 年工业类进口的下降是中国进口疲软最重要的原因。在工业类进口中，降幅最大的三类是“矿产品”、“机电、音像设备及其零件、附件”和“贱金属及其制品”；在消费类进口中降幅最大的是“珠宝、贵金属及制品；仿首饰；硬币”、“光学、医疗等仪器；钟表；乐器”和“植物产品”。

工业类进口中的“机电、音像设备及其零件、附件”包括了机器器具及零件，电机、电气设备及其零部件等；“矿产品”包括了矿砂、矿物燃料等；“贱金属及其制品”包括了钢铁、铜、镍、铝等及其制品等。可见这三项分类的进口品多用于工业生产。因此我们认为，工业类进口下滑主要跟 2016 年全年国内“去产能”政策以及制造业表现欠佳有关，工业企业及相关制造业的进口需求降低。在报告的固定资产投资部分，我们预测在整个固定资产投资中占比达到近三分之一的制造业投资增速将保持缓慢回升趋势，而第三季度以来国内 PMI、PPI 等指数表现良好，且 2017 年大宗产品的价格将迎来上涨。这些因素都会在一定程度上帮助进口回暖。不过在报告的去产能部分，我们预测 2017 年去产能会进一步发力，相关企业对相关原料、设备的需求恐怕会继续降低。结合以上分析，我们认为 2017 年工业类进口表现会稍微有所回升。

在消费类进口中，出现下滑的主要是包括珠宝首饰、钟表乐器等较为贵重的消费品。而且，根据进口数量指数，可以发现这三类产品的进口数量亦出现下滑。结合报告下文的消费部分，可以发现社会消费品总额中“金银珠宝”类 1-11 月份累计同比增速是所有类别中唯一为负的一类，而其余消费的累计同比增速均为正。因此，我们认为消费类进口出现下滑的第一个原因是居民收入增速放缓，房地产贷款产生的挤出作用传递到了“金银珠宝”这一类贵重消费品的进口需求中；第二个原因则是进口产品的吸引力在下降，国内产品的竞争力在不断上升。比如中国的手机市场，目前小米、华为等国产手机的市场份额和销售收入均表现强劲，

⁵ 具体划分标准如下，工业类进口为：矿产品，机电、音像设备及其零件、附件，贱金属及其制品，塑料及其制品；橡胶及其制品，化学工业及其相关工业的产品，纺织原料及纺织制品，武器、弹药及其零件、附件。消费类进口为：珠宝、贵金属及制品；仿首饰；硬币；光学、医疗等仪器；钟表；乐器；植物产品；车辆、航空器、船舶及运输设备；生皮、皮革、毛皮及其制品；鞍具及挽具；旅行用品、手提包；动、植物油、脂、蜡；精制食用油脂；木浆等；废纸；纸、纸板及其制品；食品；饮料、酒及醋；烟草及制品；艺术品、收藏品及古物；鞋帽伞等；已加工的羽毛及其制品；人造花；人发制品；杂项制品；木及制品；木炭；软木；编结品；活动物；动物产品；石料、石膏、水泥、石棉、云母及类似材料的制品；陶瓷产品；玻璃及其制品。其他进口为：特殊交易品及未分类商品

和进口的苹果、三星手机比有了较强的竞争力。

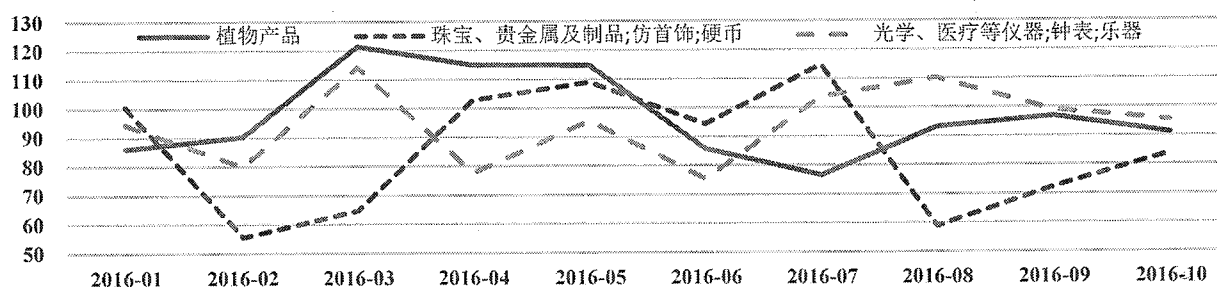
综合以上分析，CCWE 预计 2016 年全年进口累计增长率为-4.9%，2017 年进口累计增长率为-0.5%。

表 1 进口类别和贸易分类贡献率

进口类别	类别贡献百分比	降幅贡献最大的分类	分类贡献百分比
工业类进口	-5.18%	矿产品	-1.91%
		机电、音像设备及其零件、附件	-1.74%
		贱金属及其制品	-0.58%
消费类进口	-1.90%	珠宝、贵金属及制品；仿首饰；硬币	-0.92%
		光学、医疗等仪器；钟表；乐器	-0.45%
		植物产品	-0.41%
其他进口	0.75%	特殊交易品及未分类商品	0.75%

数据来源：Wind 资讯、CCWE 计算

图 26 进口数量指数



数据来源：Wind 数据库

■出口：美国“再工业化”发力，贸易格局悄然改变

出口方面，表 2 为出口主要经济体占比及贸易分类贡献率。在 1-11 月份，中国对世界主要经济体国家的累计出口增长率大部分为负。欧盟、日本等发达经济体在 2016 年依然处于经济增长的泥淖中，对外需求下滑；南非、巴西这两个金砖国家，马来西亚、新加坡和印度尼西亚等东盟国家的经济增速也有所放缓，中国对其出口也有所下降。从进一步分解的结果来看，降幅贡献最大的分类是机电、音像设备及其零件、附件。因此我们认为，中国出口下滑的第一个原因是全球工业、制造业表现疲软，世界经济复苏缓慢，部分发达经济体深陷泥淖，部分新兴市场国家则增速放缓、需求下降。

美国是中国最重要的对外贸易伙伴，1-11 月中国对美出口累计增长率为-6.8%，且对美出口占中国总出口的 18.45%。来自美国的数据显示，美国 1-10 月进口总额累计下降 4.1%。对这一现象的分析如下：

考虑到美国和欧盟在中国总出口中占比相近，经济发展水平、经济体量和市场结构也较为相近。根据 IMF 的 WEO 预测，欧盟 2016 年 GDP 增长率（1.9%）将比 2015 年（2.3%）下滑 0.4 个百分点，而中国 2016 年 1-11 月对欧盟的出口累计增长率（-4.6%）与 2015 年同期（-4.6%）保持一致；美国 2016 年 GDP 增长率（1.6%）将比 2015 年（2.6%）下滑 1 个百分点，而中国 2016 年 1-11 月对美国的出口累计增长率（-6.8%）却比 2015

年同期（4.0%）大幅下降 10.8 个百分点。通过美国和欧盟的比较，我们发现中国对美国的出口出现了和其 GDP 增长率不相匹配的下滑，我们认为这是美国市场中有部分产品对中国的产品产生了挤出。而且，我们认为这种挤出并不是东南亚国家的替代效应引起的。与 2015 年同期相比，2016 年 1-10 月美国从中国进口的累计总额下降 211.14 亿美元，而从印尼、菲律宾、泰国、越南、马来西亚等东南亚国家进口的累计总额仅增加 50.4 亿美元，只能解释 25% 的下降额。综上分析，世界贸易格局很有可能已经悄然发生变化，中国对美国出口下滑不是因为东南亚国家的替代效应，而是因为美国市场中的“美国制造”已经开始对“中国制造”产生挤出。

表 2 出口主要经济体占比及贸易分类贡献率

	总出口占比	1-11 月累计增长 %	降幅贡献最大的分类	贡献率 %
美国	18.45%	-6.80	机电、音像设备及其零件、附件	-3.62
欧盟	16.19%	-4.60	核反应堆、锅炉、机械器具及零件	-1.33
日本	6.25%	-4.60	机电、音像设备及其零件、附件	-1.95
韩国	4.43%	-9.20	机电、音像设备及其零件、附件	-5.42
东盟	12.16%	-8.30		
泰国	1.79%	-3.10	机电、音像设备及其零件、附件	-1.16
菲律宾	1.44%	12.20	化学工业及其相关工业的产品	-0.43
马来	1.76%	-17.30	机电、音像设备及其零件、附件	-4.44
新加坡	2.11%	-14.60	矿产品	-1.82
印尼	1.52%	-8.40	植物产品	-0.71
印度	2.81%	0.20	化学工业及其相关工业的产品	-4.03
香港	13.47%	-10.60	机电、音像设备及其零件、附件	-7.16
台湾	1.92%	-11.30	机电、音像设备及其零件、附件	-7.44
澳大利亚	1.79%	-7.80	机电、音像设备及其零件、附件	-3.69
俄罗斯	1.77%	7.00	纺织原料及纺织制品	-2.29
南非	1.04%	-19.90	机电、音像设备及其零件、附件	-6.17
巴西	0.62%	-22.20	机电、音像设备及其零件、附件	-5.02

数据来源：Wind 资讯、CCWE 计算

可以预见的是，2017 年美国新任总统特朗普上台后将会采用比奥巴马政府更加激进的外贸政策。特朗普总统的“百日新政”及最新言论表明，他将采取更多的措施让工作岗位和工业生产重新回到美国，并希望下一代的生产和创新都发生在美国。此外，更值得警惕的是，特朗普总统的过渡团队正在考虑对从海外经济体进口的商品征收 5% 的一致性关税（Border Adjustment Tax，下文简称 BAT）。若 BAT 在特朗普总统上台后得到实施，那么将对世界贸易的格局产生进一步的冲击：

首先，BAT 若得到落实，“美国制造”对“中国制造”的挤出作用将更加明显。由于 BAT 针对的是所有国家的进口产品，因此并不会直接影响其他国家的产品在美国市场的互相竞争。其次，若 BAT 落实后，最有可能的结果是部分中国企业和部分美国消费者的利益受损，且部分中国产品将因为失去竞争优势而被驱赶出美国市场。最后，还应该考虑到人民币贬值和 BAT 的混合影响。BAT 征收的是美元计价的关税，如果人民币在 2017 年继续贬值，那么中国出口的产品以人民币计价的价格未变，而人民币贬值带来的出口优势和 BAT 带来的出口劣势相互抵消，这些产品在以美元计价的美国市场继续拥有竞争优势。这种情况下，部分中国企业以人民币计价的利润很有可能不受影响。

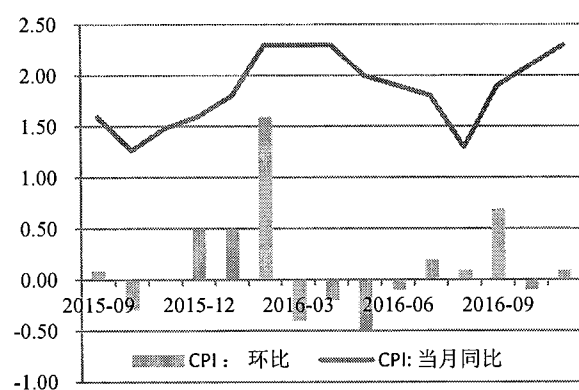
BAT 落实后, 中国的出口或多或少会受到影响。不过, 特朗普总统实行的 BAT 对国内、国外产品使用“因人而异”的做法有可能违反 WTO 的公平竞争原则。可以预计, 若 BAT 真正被落实, 包括中国、欧盟在内的世界各大经济体很有可能去 WTO 投诉美国。不过考虑到投诉过程的持续时间往往会在一年以上, 所以 2017 年中国必须做好应对 BAT 的准备。

根据以上分析, CCWE 预计 2016 年全年出口累计增长率为-6.9%, 2017 年出口累计增长率为-3.5%。最后, 预计 2016 年贸易顺差在 5250 亿美元左右。

5. 价格指数: CPI 保持温和上行, PPI 上涨势头不变

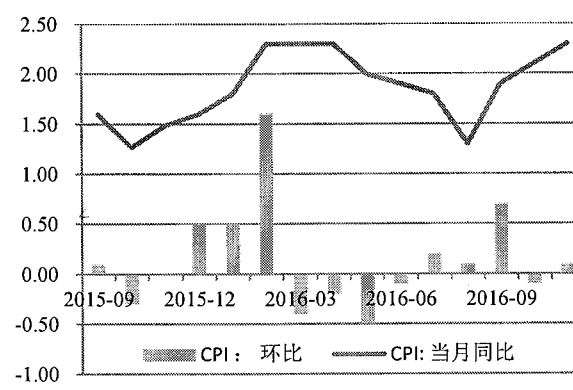
2016 年 11 月, 全国居民消费价格指数同比上涨 2.3%; 前 1-11 月, 全国居民消费价格指数比去年同期上涨 2%。11 月份, 全国居民消费价格指数环比上涨 0.1%, 其中食品环比上涨 0.2%。而食品中涨幅最大的是鲜菜类。冬季鲜菜因大棚生产, 生产成本增加, 且在全国范围寒潮天气影响下, 鲜菜价格环比上涨 5.5%, 拉动影响 CPI 环比上涨约 0.15 个百分点。食品中其他类别, 如鲜果、猪肉、水产品、蛋类、禽肉价格环比继续下降, 合计影响 CPI 环比下降约 0.1 个百分点。另一个拉动 CPI 上行的因素是国内部分能源产品价格回升。其中汽油、柴油、液化石油气、居民用煤等能源价格的上涨合计影响 CPI 环比上涨 0.05 个百分点。

图 27 CPI 同比环比增长率



数据来源: 国家统计局

图 28 PPI 同比环比增长率



数据来源: 国家统计局

从未来食品价格来看, 其仍将是拉动 2017 年第一季度 CPI 上涨的主要因素。因拉尼娜现象, 目前气象学家已普遍形成今年“寒冬”的共识, 这将影响种植业和畜牧业, 特别是对鲜菜的供应造成较大压力。加之“春节”假期居民对于食品市场的需求有所扩大, 因此在近两个月内, 食品价格仍将保持增长。另外猪肉价格也将进入一个上行通道。预计 2017 年 CPI 大致走势为长“U”形, 而另一个在全年拉动 CPI 上行的动力来自 PPI 的传导机制, 伴随着能源价格的上涨, CPI 非食品类消费品价格将进入上行通道。根据过往年份 CPI 同比及环比的平均走势情况以及明年的外需形势, CCWE 预计 2016 年全年 CPI 同比上涨为 2.0%, 2017 年全年 CPI 年同比上涨为 2.2%。

2016 年 11 月份, 工业产品出厂价格同比上涨 3.3%, 增幅与上月相比增加 2.1%; 环比上涨 1.5%, 增幅较上月扩大 0.8%。其中上游成本价格的快速上涨导致 PPI 同比增速超预期上涨, 原材料和采掘工业对 PPI 上涨的合计贡献率为 50%。在具体行业来看, 中上游行业中, 煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼和压延加工、有色金属冶炼和压延加工、石油加工业、石油和天然气开采业这五个行业合计影响 PPI 同比上涨约

60%，是带动 PPI 同比上涨的主要因素。

从国际大宗商品来看，总体上能源和金属价格还会上涨，将持续影响 PPI，成为拉动其上涨的最主要动力。其中在 2016 年上涨尤为迅速的煤炭和铁矿石在 2017 年将保持价格的上升，但是势头减弱。但是明年去产能、去库存的压力没有减弱，行政去产能仍将是影响煤价的重要因素，将对煤价形成阶段性支撑，预计煤价在今年绝对数值将小幅波动，但均价较去年仍然有着显著回升。目前铜铝铅锌等有色金属的显性库存处于历史较低位置，价格弹性相对较好，在 2017 年上半年价格相对平稳，下半年因美国需求的发力有望为有色金属价格上涨带来支撑。

而明年需要关注的是石油价格。去年 11 月 30 日，石油输出国组织（OPEC）在维也纳召开会议上，达成 8 年来首次减产协议，决定将石油日产量缩减 120 万桶，降至 3250 万桶。此减产协议自本月 1 日生效，限期 6 个月。其中组织内最大产油国沙特将接受产量削减，将其每日产量削减 50 万桶；而伊朗方面则不接受减产，并适当增产 10 万桶每日。同时，OPEC 与非 OPEC 产油国于去年也在维也纳达成了 15 年来首个联合减产协议，非 OPEC 产油国同意每日减产 55.8 万桶原油以配合 OPEC 产油国的减产行动。预计俄罗斯在 2017 年上半年每日减产 30 万桶，下降约 2.7%。这在一定程度上会造成油价在 2017 年的上涨预期。

但另一个值得关注的抑制油价过快上涨的因素来自美国方面。2017 年美国在石油产量有望开启增长模式，数周末美国继续增加石油钻井平台的数量，和加大对页岩油的投资。预计 2017 年第一季度末美国页岩油井增加 60%，日产量增加 30 万-40 万桶。总计全球石油在今年上半年日产量将实际减产约 130-140 万桶左右，较之前相比下降 1.5%，可见 2017 年前 6 个月油价存在着上涨空间，但下半年随着减产协议到期，油价波动的不确定因素会更多。

全球粮食大宗方面，根据库存和需求基本面分析，2016 年度全球小麦期末库存将创下历史最高纪录，继续令麦价在 2017 承压下行。由于玉米价格近期依然低迷，2017 年美国将减少播种面积，降低供应过剩的规模。同时玉米播种面积下滑的情况不仅出现在美国，全球供应的下滑将有助于玉米价格在长期小幅反弹。随着库存减少和运输成本的上升，明年工业属性更强的大豆价格则有望跟随油价震荡上行。

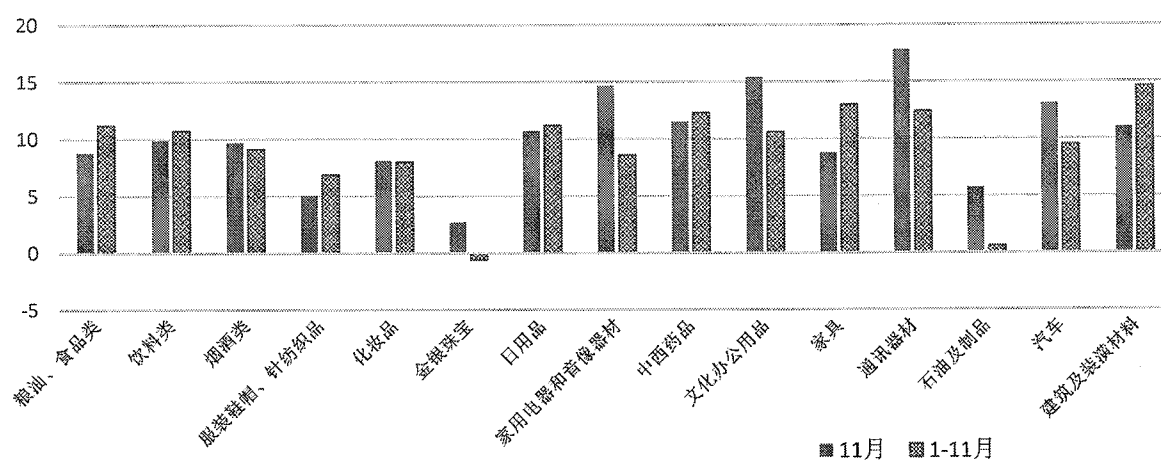
预计未来工业品价格将持续平稳上涨。从行业内部看，PPI 上涨行业逐步从上游行业向中下游行业传导，上涨的行业数目会逐渐增多，更多行业产品价格上涨，并且加工工业对于 PPI 上涨的贡献力会增加。同时由于 2016 年的低基数效应，2017 年 PPI 同比会较高。根据过往年份 PPI 同比及环比的平均走势情况以及明年的外需形势，CCWE 预计 2016 年全年 PPI 同比上涨 1.4%，2017 年全年 PPI 同比上涨为 3.0%。

6. 消费：汽车产销增速放缓，零售增长稳中略降

2016 年 11 月份，社会消费品零售总额 30959 亿元，同比名义增长 10.8%（扣除价格因素实际增长 9.2%）。其中，限额以上单位消费品零售额 14792 亿元，增长 9.5%。1-11 月份，社会消费品零售总额 300560 亿元，同比增长 10.4%。其中，限额以上单位消费品零售额 137203 亿元，增长 7.9%。消费者信心指数持续回升，并于 11 月份达到 108.6，比上月提高了 1.4 个百分点，表明当前消费仍位于乐观区间。其中汽车消费仍保持强劲势头：11 月份，汽车类零售额同比增长 13.1%，1-11 月份汽车类零售额同比增长高达 9.5%。经测算，2016 年全年汽车销售量将超过 2600 万辆。

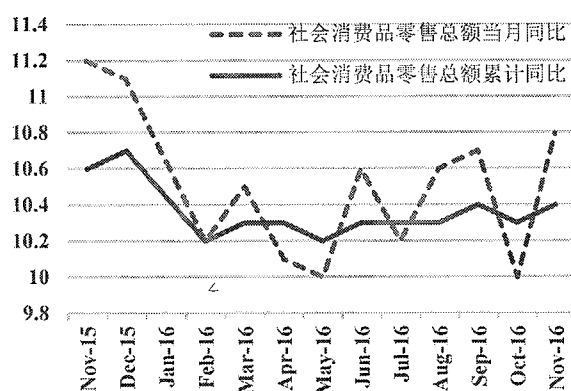
但是，2016 年消费没有达到更高增长率的一个原因是二胎红利低于预期。根据 CCWE 早先的季度报告，2016 年二胎的生育或将成为拉动消费的一大动力。根据计划生育、住院分娩统计和各省出生人口与孕情资料综合研判，2016 年出生人口将在 1750 万左右，较 2015 年增加 100 万，远低于先前预计的 250 万。

图 29 社会消费品零售总额主要分项同比增速



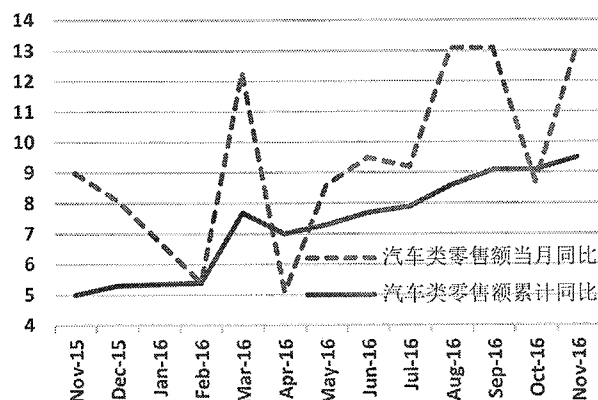
数据来源：国家统计局

图 30 社会消费品零售总额同比增速



数据来源：国家统计局，wind 数据库

图 31 汽车类零售额同比增速



数据来源：国家统计局

尽管下半年消费增长势头仍然保持强劲，但良好的增长趋势在进入 2017 年后较难维持。

其一是因为 2016 年居民消费回稳很大程度依赖汽车销售的火爆。2016 年 11 月社会消费品零售增速较 10 月份多 0.8 个百分点，其中汽车销售增速较 10 月份多 4%，而 11 月汽车销售在社会消费品零售总额中的占比超过 12%。经过计算可以发现，消费增长绝大部分动力来自汽车销售。进入 2017 年后，尽管购置税优惠政策延续至 2017 年底，但由于新政策出台较迟，且 17 年优惠力度仅为 16 年的一半，有极大可能导致汽车消费在 2016 年透支，销售火爆趋势在 2017 年难以为继。

其二，收入和房贷的双重压力一定程度上限制了居民购买力。2016 年前三季度，全国居民人均可支配收入实际增长 6.3%，低于 GDP 增长速度。而截至 2016 年第三季度，居民房贷存量高达 17.9 万亿，超过居民储蓄的 30%；2016 年新增房贷高达 3.8 万亿。考虑房贷主要由年轻人负担，而年轻人是社会消费的主力，高房贷将对居民消费产生较大的挤出效应。随着房贷利率的上调，房贷压力进一步增大，对于 2017 年社会消费的增长将带来负面影响。

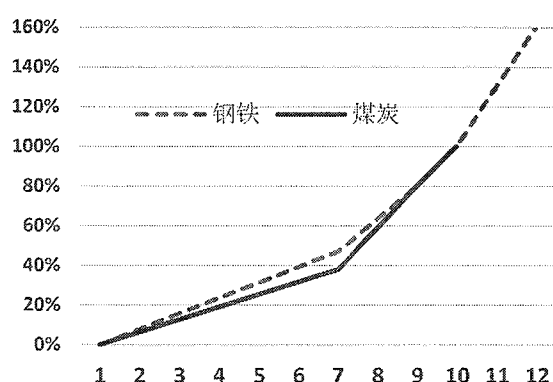
根据以上分析，CCWE 预计 2016 年全年社会消费品零售总额同比增速为 10.4%，2017 年社会消费品零售总额同比增速为 10.0%。

7. 去产能：去产能力度加大，“硬骨头”开始显现

2016 年去产能目标钢铁 4500 万吨，煤炭 2.5 亿吨，目前已经超额完成。但其在年内的进程却并非一帆风顺。8 月召开的钢铁煤炭行业化解过剩产能和脱困发展工作部际联席会议指出，截至 7 月底，钢铁、煤炭行业去产能分别完成全年任务的 47%、38%，总体进度不理想，地区之间进展不平衡。但是，10 月份有消息称钢铁煤炭去产能已经完成 80% 以上，到 10 月底，钢铁和煤炭都已提前完成全年去产能目标任务。根据 26 省汇报的钢铁去产能情况，全年钢铁压缩产能合计超过 7200 万吨。甚至有预测称，钢铁实际去产能年内有望实现初定目标的两倍。

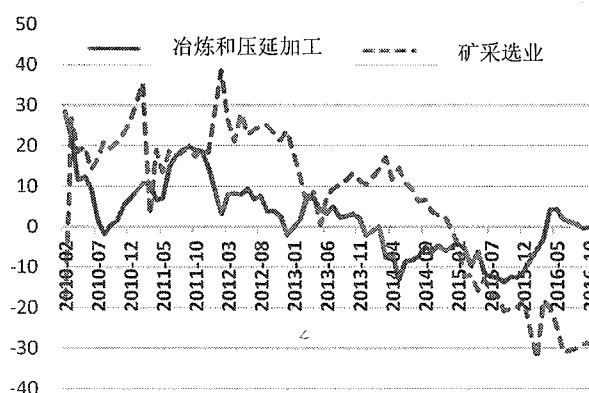
按照以上数据，8、9 两个月钢铁平均每月去产能 742.5 万吨（占年初目标的 16.5% 以上），10 月去产能 900 万吨（占年初目标的 20%），11、12 月平均每月去产能 1350 万吨（占年初目标 30%）。甚至有预测称，钢铁实际去产能年内有望实现初定目标的两倍。煤炭去产能同样“加速”生猛，8、9 两月平均每月完成 21%，10 月完成 20%。

图 32 2016 年全年钢铁、煤炭去产能进程



数据来源：网络数据整理

图 33 黑色金属行业固定资产投资完成额（累计同比）



数据来源：wind 数据库

可见，年内去产能力度加大。伴随着去产能，过剩产能行业的固定资产投资下降，如图 33 以黑色金属行业（主要是钢铁）为例，矿采选业维持 30% 左右的下降速度，冶炼和压延加工也开始下降。去杠杆和去产能互相配合，也取得显著成果。如图 34，煤炭、黑色金属和有色金属行业的杠杆率上升势头遭到遏制，年内已经开始逐渐下降。

在去产能具体方法上，两个行业的“策略”不同。

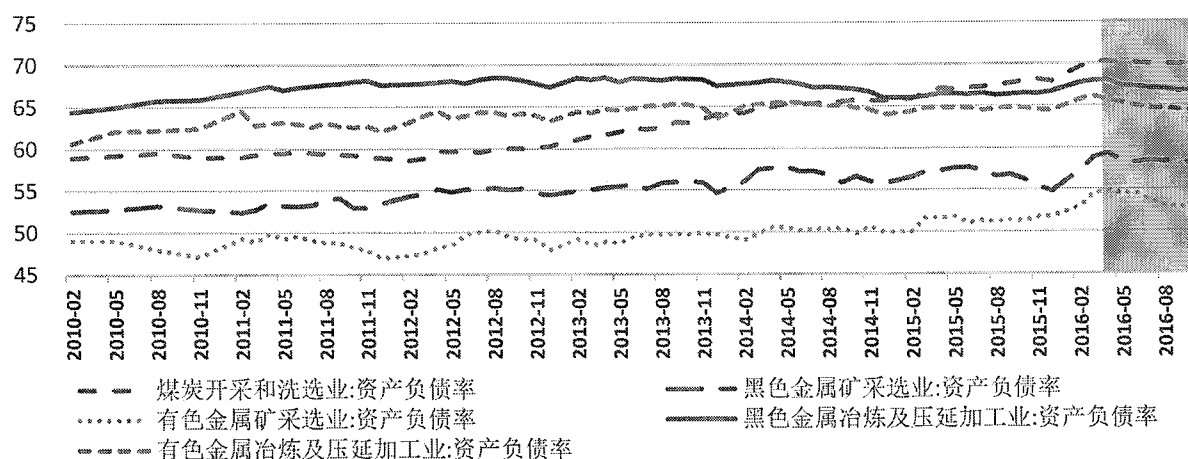
钢铁行业 2016 年去产能主要是“核销”死产能，即已经不从事生产的产能。以炼铁为例，预估“死产能”总量约为 4000 万吨。其中，有 2700 万吨今年已经退出市场，剩下 1300 万吨将在 2017 年退出。2017 年全年炼铁产能压减任务超过 3300 万吨，“死产能”只占不到 40%，这意味着去产能不得不“动真格”，真正触动“在产产能”的蛋糕。

煤炭行业去产能除了关停小煤矿（年产 30 万吨以下）、推动并购重组，还采取了产能利用率的管制政策，例如全年 276 个工作日政策。限制产能利用率严格来说并不是去产能，只是减产量。预计 2017 年煤炭将进

⁶ <http://stock.jrj.com.cn/2016/12/27053621890399.shtml>

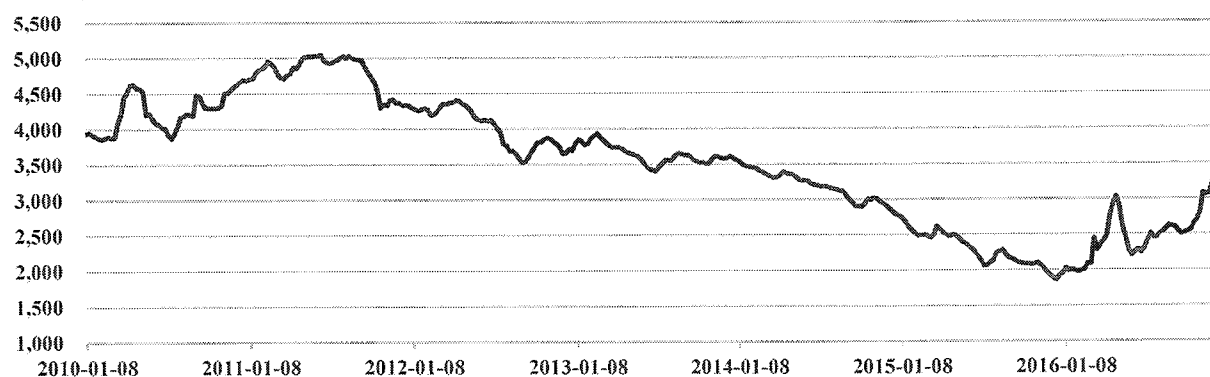
一步从“减产量”向“去产能”转换。

图34 过剩产能行业杠杆率变化



数据来源: Wind数据库

图35 螺纹钢(Φ12-25)含税价(元/吨)



数据来源: Wind数据库

这都意味着过剩产能的“赘肉”已经有效减少,下一步要碰“硬骨头”了。我们要有“刮骨疗毒”的勇气。但去产能并不是终极目标,其目的是产业的转型升级和经济-社会-环境的可持续发展。

当下,以雾霾为代表的污染问题刺痛了国人的神经,挑战着公众的心理底线。根据陈吉宁部长的介绍,京津冀及周边6个省市,占全国7.2%的面积,消耗了全国33%的煤炭,单位面积的排放强度是全国平均的4倍左右,钢铁产量3.4亿吨,占全国的43%,焦炭产量占全国的47%,电解铝产量占全国的38%,平板玻璃产量占全国的33%,水泥产量占全国的19%。北方地区严重的雾霾问题与这些高能耗、高污染的过剩产能行业的集中很可能有着紧密联系。在这个意义上,去产能不仅关系到某几个过剩产能行业,更与整个中国经济的可持续发展和国民的生活水平提高息息相关,必须加大力度推进。

今年去产能目标虽然提前实现，但因为随着去产能的推进，市场供过于求的矛盾得以缓解，钢铁和煤炭价格回升。这也刺激了部分企业的神经，去产能的决心一度有松动。甚至少数企业开始“顶风作案”、落后产能重新上马，催生了“落后产能挤占先进产能”的问题，例如某些小钢厂又开始违规生产销售“地条钢”，扰乱了正常的市场秩序。对于这些落后产能，要“拔草除根”，严防“死灰复燃”。我们**建议提高钢厂环保标准，并加强环保执法，对于不符合标准的一律取缔。**

我们也要认识到，正如我们在 2016 年第二季度宏观经济预测报告中强调的，去产能要加减乘除并用，剜掉“腐肉”的同时也要“增肌”——**建设先进产能，推动产业转型升级。**这将成为中国经济的新的、可持续的增长引擎。以钢铁行业为例，如果以“小散污”的钢铁厂为代表的**落后产能得到有效化解，钢铁的价格就能得到有效支撑，钢厂盈利性就能改善，盈余资金可以用于投资建设新型的、环保的、高技术的钢铁产能，实现从落后产能向高级产能的升级。**

我们建议政府在沿海地区建设高技术、低污染的钢厂，从国外进口高质量铁矿石和焦炭，用清洁生产技术进行冶炼、加工，供应国内外市场。将钢铁等重化工业布局在沿海一带，也使得中国能够更好地实施一带一路等发展战略，当未来印度等国家经济起飞之时，由于其基础设施建设和工业化能力远远不足，我们这些现代化钢铁厂正好可以把大量的产品销售到这些地区。在这一方面，首钢的案例值得研究。首钢从北京迁到曹妃甸之后，不仅融合了当今国际最先进的钢铁制造技术，同时也建设成极具生态的现代化重工业园区。铁矿石从专用码头直接运往加工车间，流程紧凑、装备智能的高效生产线有序运转，成品可直接通过成品码头运达世界各地，各环节环环相扣，节省了能源，降低了污染。“绿色生产”是厂区的一大特色，京唐公司环保投资 75.96 亿元，占工程总投资的 11.21%。其中：废气处理设施 128 台；废水处理设施 8 套，每年可节约地表水资源约 2400 万吨，煤气，废水基本实现零排放。2013 年，首钢京唐吨钢烟粉尘排放量为 0.418 千克，吨钢 SO₂ 排放量为 0.398 千克，大气环境质量 SO₂ 指标平均为 24 微克/立方米，优于国家二级标准年均值 60 微克/立方米，人工监测降尘为 15.8 吨/平方公里·月。从 SO₂ 排放的角度来看，曹妃甸首钢的排污是小钢厂的 9%，是重点钢厂平均水平的 26.2%。技术升级不仅没有压缩产能，反而促进了生产，产能从 800 万吨上升到 1000 万吨，一期投资 677 亿元。一期设计年产铁 898 万吨、钢 970 万吨、钢材 913 万吨。而且显著节约了成本，每吨成品平均可节约 100~150 元，按每年 900 万吨的产量算，年节约 9 亿多元。我们认为，对这些先进产能的投资会成为拉动经济增长的绿色新引擎。

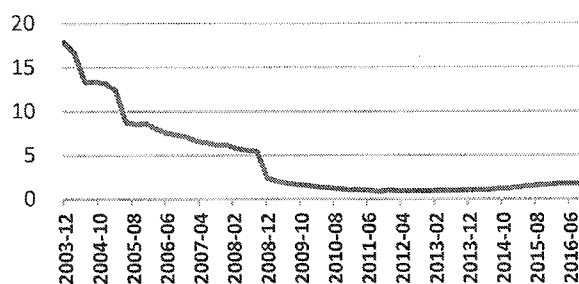
8. 金融：银行坏账处置需加快，债市违约规模可控制

■银行坏账处置需加快

根据银监会数据，2016 年第三季度，我国商业银行坏账率达到 1.76%。自 2012 年第一季度以来，不良率一直维持上升态势，从 0.94% 上升至 1.76%。虽然这远低于 2003~2008 年的水平，但其上升势头引发了市场担忧。与之相对应，商业银行的坏账拨备覆盖率从 2012 年末开始持续下降，从 2012 年第四季度的近 300% 下降到 2016 年第三季度的 175.5%。截至 2016 年第三季度，商业银行不良贷款余额 14939 亿元，贷款损失准备金余额 26221 亿。

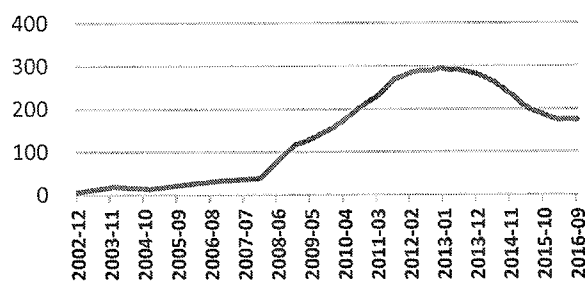
分行业来看，以 2015 年末的不良率水平，批发零售最高（达到 4.3%），农林牧渔、制造业、采矿业紧随其后，建筑业（1.5%）和房地产业（0.8%）并不算高。近年来，各行业不良率都有“抬头”趋势，其中采矿业和批发零售业最明显，2015 年相对 2014 年增加超过 1%。

图 36 不良贷款比例



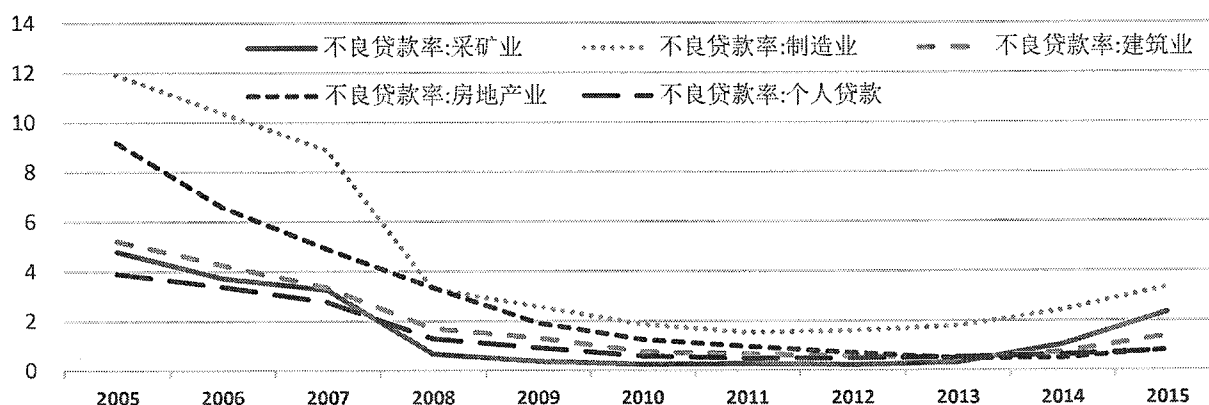
数据来源: wind 数据库

图 37 拨备覆盖率



数据来源: wind 数据库

图38 分行业不良贷款比例变化

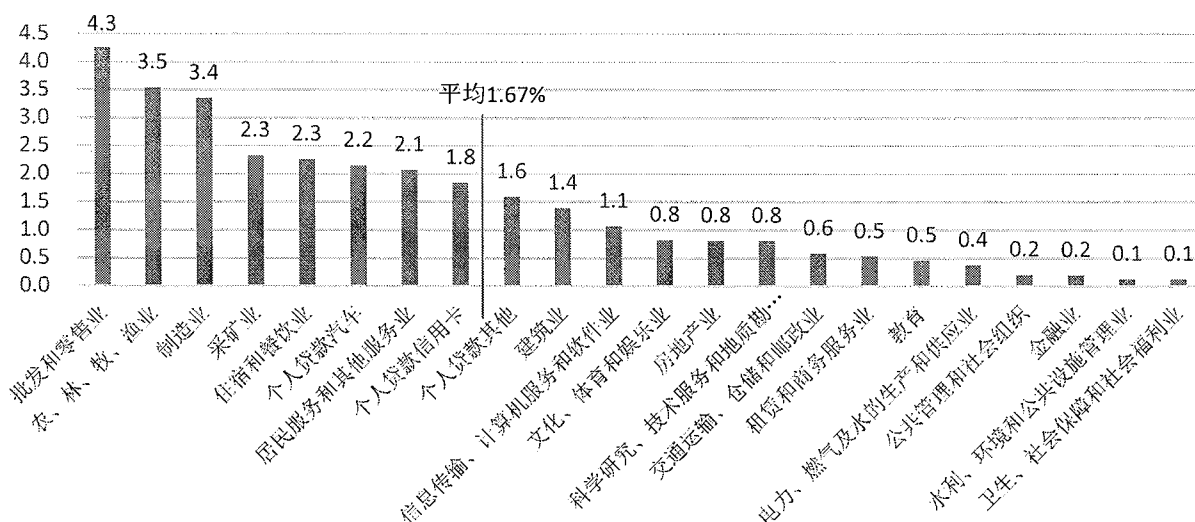


数据来源: Wind数据库

有不少市场机构质疑我国不良率的统计口径和统计数字。例如法国里昂证券认为贷款企业连续两年利息偿付率小于 1 或连续两年亏损,其贷款可被视作“坏账”,这样估算 2014 年中国不良率超过 4%,远超官方汇报的 1.25%,且 2015 年会持续上升。IMF《全球金融稳定报告》(2016)认为中国企业风险债务(debt-at-risk)占比在 15%左右,连续两年及以上的风险债务则为 9%。麦格理集团首席经济学家胡伟俊以大口径估算我国风险债务约为 7.2 万亿,按照巴塞尔委员会使用的 45%不良贷款损失率,实际损失约为 3.2 万亿。胡伟俊认为即使真发生这样的损失,银行体系也能够吸收。

不管以哪种口径,不良率抬头的结论是一致的。我们认为,目前不良率抬头是消化之前坏账积累的阶段。看到不良率抬头的同时,我们也要看到中国政府和银行体系在处理不良方面的努力。2016 年前两季度,16 家上市银行共核销及打包出售 2400 多亿元不良贷款,占到第二季度末不良贷款余额的近 20%,处置规模比去年同期增长 50%以上。可见,我国商业银行积极处置不良贷款,且考虑到我国银行业拨备充足(拨备覆盖率明显高于国际同行),随着去产能和去杠杆的推进,僵尸企业退出市场,新增贷款流向质量较好的企业,新增不良也会得到控制,坏账带来的系统性风险整体可控。但不良率上升的确需要警惕,即使银行可以通过核销或者转让“摆脱”不良资产,可毕竟资产已经“不良”了,“背锅”的还是股东、储户、纳税者。从源头上保证信贷的有效配给,服务于经济转型和产业升级,才是解决不良问题的“王道”。我们建议商业银行进一步加大不良贷款的处置力度,尤其是对于过剩产能行业,大刀阔斧地让落后产能破产,核销或者重组相关债务,尽快甩掉包袱,以优化银行资产结构并引导信贷资金支持先进产能。

图39 分行业不良贷款比例（2015）

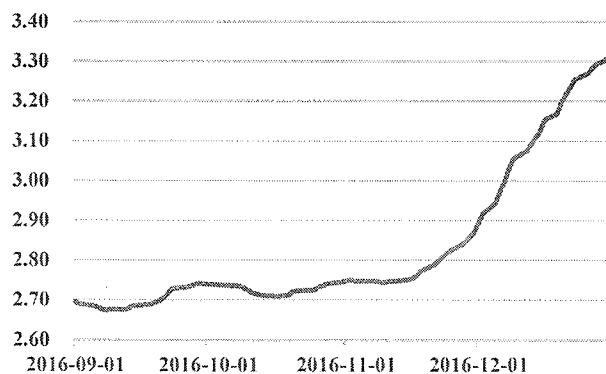


数据来源: Wind数据库

■债市违约规模可控制

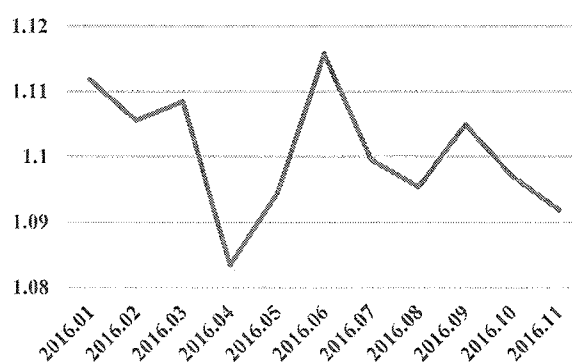
2015年整年的债务违约额为126亿元，而2016年第一季度的违约额就达到127亿元，2016年整年的债务违约额超过400亿元，其数量将近14年和15年总和的三倍。债市的风险在2016年逐渐显露。而在刚刚过去的12月份，国海证券的“假章门”事件可谓给债券市场又蒙上了一层阴霾。在国海证券事件引起的市场恐慌之外，又有种种因素对债券市场产生了重创。

图40 SHIBOR 一个月利率



数据来源: wind 数据库

图41 债券市场杠杆率



数据来源: wind 数据库

第一，货币政策保持稳健，中央政治局会议要求货币政策要稳健并注重防范风险。虽然在年底会出现资金紧缺的现象，但由于受到人民币贬值压力等其他因素的影响，央行并没有向市场注入大量的流动性。相反，11月、12月以来，央行实则进行了小量的资金净回笼。市场上资金相对紧缺，一个月SHIBOR利率也持续走高，反映出当前资金面趋紧的情况。

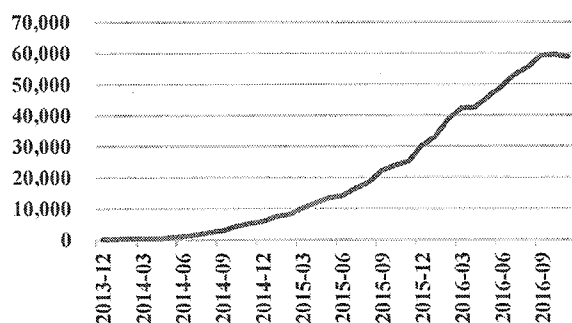
第二，增速止跌的苗头初显，中国制造业采购经理指数（PMI）连续五个月位于临界点之上，16 年 12 月虽然有小幅下降，但仍为 16 年全年次高点，达到 51.4%，非制造业 PMI 则达到了 54.5%。此外，工业生产者出厂价格（PPI）11 月环比和同比涨幅继续扩大，规模以上工业企业利润 1-11 月累计增长 9.4%，也持续向好。因此，种种指标显示中国经济增速止跌的苗头初步显现。经济的向好也吸引资金流向实体经济，对于债市也会带来负面的冲击。因此，货币政策的稳健以及经济回暖迹象的初步显现都给债市带来压力。

那么未来的债券市场是否存在风险？

很多观点认为是由于债券市场的杠杆增加导致债券市场的风险累积。我们认为，债券市场的杠杆并不大，我们用债券托管量/（债券托管量-待购回债券）来计算债券市场的杠杆率，如图 41 所示。我们发现杠杆率有下降趋势。因此，我们认为债券市场的杠杆率并不是债券市场的风险来源。

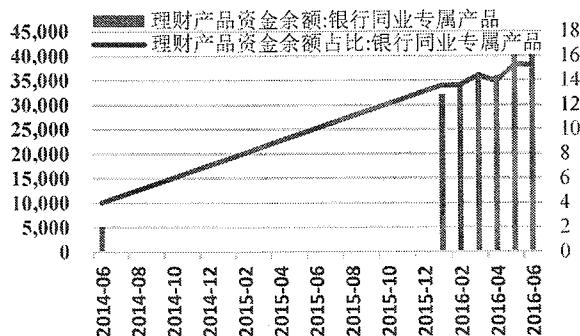
虽然我们认为债券市场的杠杆率并不是债券市场的风险来源，但是在上述分析中所指杠杆率主要是表内杠杆，而实际上由非正规代持和正规同业存单等行为增加的表外杠杆则是引发债券市场风险的重要来源之一。据中央国债登记中心统计，整个代持链条上，最保守估计表外代持的债券规模至少为 2000 亿元；再加上交易所债市，合计总规模可能涉及 5000 亿元以上的债券。由于代持是交易双方之间的非正规行为，多为口头协议，且不受任何部门的正规监管，也没有法律约束，因此，在缺少制度等保障的条件下，交易中更容易出现违约行为。同时，由于同业存单以及代持所得的资金将会被应用于接下来的金融行为，一旦发生违约，会导致一系列不良的连锁反应。近年来，银行同业存单井喷式增长，2013 年 8 月，央行已考虑在银行间市场尝试发行同业存单，完善同业借贷市场 Shibor 报价的短、中、长期利率，以此掀起存款利率市场化改革的进程。同样，同业存单所得也会以多种方式方式来获取更多的收益，一旦违约行为发生，将会导致整个链条的断裂。然而，尽管如此，代持和同业存单的规模相对于银行呆帐坏帐的规模而言仍然较小，可能在短期内，债市违约事件会引起市场的恐慌，但并不会由此引发系统性的风险。

图 42 银行同业存单



数据来源：wind 数据库

图 43 银行同业专属理财产品



数据来源：wind 数据库

此外，债券市场需要注意的另一个风险来自于 2017 年债券到期量。2016 年总偿还量为 20.3 万亿人民币，目前 2017 年到期的总偿还量为 15.9 万亿。但考虑到 2016 年发行的一年以内的债券总额为 18 万亿，金额比重达到了 49.76%，因此我们可以推算 2017 年债券总偿还额一定超过 2016 年的金额。从 2016 年违约债券分布的行业来看，主要集中在钢铁、煤炭、有色等与去产能行业以及建材、水泥等与房地产相关行业。由于 2017 年是进一步深化供给侧结构性改革，也是房地产受到较强调控的一年，因此我们认为 2017 年的债务违约量将进一步扩大。此外，农业、食品、物流等行业的部分企业也由于盈利能力差也出现了债务违约的情况，未来一年相关行业的盈利能力并不会会有显著的提高，因此相关行业的债务违约也值得关注。

未来一年，债券市场的违约风险仍需关注，但相比于银行呆坏账，债券市场可能发生的违约规模相对较小，并不会引起系统性金融风险。

二、国际形势乱象丛生，警惕“特朗普冲击”

外部环境的不确定性是2017年中国经济“稳中求进”的一大挑战。展望2017年，“景气分化”和“特朗普冲击”将成为全球经济的两大关键词。

1. 分化首先发生在发达国家内部

整体而言，美国经济短期向好，欧洲和日本经济仍旧低迷。

■美国：经济短期向好，“特朗普冲击”来袭

从GDP增速、就业、CPI等指标来看，美国经济已经呈现出短期复苏趋稳的迹象。在增长动力改善的情况下，美联储升息步伐加快，2016年12月份议息会议后第二次加息落地，并预示2017年将有多次升息。

“特朗普冲击”将在2017年影响美国以及全球经济。新当选总统特朗普将于2017年1月20日上任。特朗普当选美国总统是2016年的一大“黑天鹅”事件，而特朗普本人也被广泛认为是美国历史上“最有个性”的总统之一。特朗普的施政原则可以凝练地概括为“美国优先”（America First）。其中，他最关注、也最明确的经济目标是——“让美国实现5%的名义GDP经济增长”。

为此，特朗普提出了与美国现行政策存在诸多不一致的政策主张。其上任之后，美国在内政外交的诸多方面很可能会出现较大幅度的政策转向，预计主要将体现在以下三点：

一是由宣扬自由贸易的旗手转向贸易保护主义；。特朗普已明确表示上任后美国会退出TPP；另外还曾提出“对所有进口货物征收5%-10%的一致性关税（Border Adjustment Tax, BAT）”的政策主张，尤其是要对墨西哥和中国征收惩罚性关税。

二是由美国企业走向全球转向制造业回流本土。为此，特朗普提出如下减税激励：对于美国公司在海外子公司提取回国的累积利润一次性收取10%的税，分十年付清；同时，对美国公司在海外子公司的未来利润每年征税。

三是由货币宽松转向财政刺激。主要举措是：其一，大幅减税，企业税从目前的35%降到15%；其二，运用财政支持基础设施建设。

四是加强基础设施建设，特朗普提出了5500亿美元的基建计划。如果平摊分摊到四年任期，每年为1375亿美元。

如果这些政策主张能够落实，的确会对美国短期经济增长起到提振作用。预计2017年美国实际GDP增速为2.2%，高于2016年约0.5个百分点。

但是，特朗普新政能否提高美国经济的长期潜在增长速度仍有待观察。在收入差距持续拉大、劳动参与率不断走低的情况下，美国经济的长期增速中枢已经显著下移。而特朗普减税、扩张财政等政策可能会进一步恶化收入分配结构，使得富人更富、穷人更穷，这会损伤总需求，侵蚀美国经济内生增长动力。另外还需要意识到，特朗普的政策主张存在诸多矛盾之处。例如，减税和基础设施建设都意味着增加财政赤字和政府债务率，而加息则会限制赤字空间。再如，加息会引起美元强势，而美元升值又对制造业回流不利。

总而言之，需要高度关注特朗普新政对美国 and 全球经济可能产生的冲击，但不宜过分夸大。目前的金融市场很可能高估了特朗普新政的力度和影响力，更多的是出于对“特朗普意愿”而非“特朗普能力”的反映。这一情况很可能会持续至 2017 年特朗普政府上台执政初期，但之后随着上任后其实际执政表现不断地公之于众，市场预期会向“能力”逐渐回调。

■欧洲：复苏依然脆弱，政治风险上升

欧元区经济依然脆弱，2016 年经济增速整体弱于 2015 年。金融环境仍然高度不稳定，尤其是意大利等国银行不良率居高不下。货币政策空间受限：QE 越来越面临着无债可买的窘境；负利率不仅效果存疑，而且加剧了银行业经营环境的恶化。在高债务率的限制下，财政政策和结构性改革更是捉襟见肘。预计 2017 年欧元区经济增速为 1.5% 上下，低于 2016 年 0.1-0.2 个百分点。

2017 年是欧洲的大选年，德国、法国、意大利、荷兰等大国将举行政治换届选举。在经济问题、劳工问题、反恐问题、民族问题相互交织下，不少国家已经出现了保守主义和民族主义倾向。德国是欧元区最为关键的“核心国家”，2017 年 9 月份德国大选的结果直接关系到未来欧洲一体化的走向。在民粹主义的推波助澜下，欧洲接连发生的恐怖袭击事件使得默克尔政府的难民政策越来越受到质疑和反对。目前，以“另类选择党”（AFD）为代表的右翼民粹主义势力在德国的民调支持度持续上升。尽管该党派 2013 年才成立，但很快已成为德国的第一大反对党；而默克尔所在的基督教民主联盟（CDU）和偏左派的社会民主党的民调支持度则出现了下滑。另外，英国将启动复杂而充满不确定的脱欧程序，这些因素都加剧了欧洲经济明年的风险。

■日本：经济低迷，难见转机

日本经济仍然深陷“通缩”和“流动性陷阱”的泥潭。人口老龄化导致消费不振，商业销售同比增速已经转为负增长。货币政策不仅对刺激经济失效，而且负利率对银行业造成了一定的负面冲击。财政政策空间被高负债限制——每年中央政府支出中有约四分之一需要用来偿还存量债务本息。

整体而言，日本经济已经处于世界经济增长前沿，人均资本存量也居于世界领先水平，因而，在未出现产业革命级的技术突破之前，人口结构是决定日本经济走向的最核心因素。我们认为，日本经济在 2017 年难以看到明显的转机，全年经济增速将维持在 0.5%，大致与 2016 年持平。尽管国际大宗商品价格上升可能推升物价，但核心通胀仍将维持在负区间或者零上下。

2. 更大的分化发生在美国和新兴市场之间

一方面，美国经济复苏和美联储政策收紧意味着全球流动性在短期出现拐点，而新兴市场国家在美元流动性拐点面前更加脆弱。大部分新兴市场国家的经济基本面需要宽松的货币政策环境，而美国利率上升又迫使这些国家调整政策以应对可能的资金外流。事实上，美元流动性拐点的冲击在 2014 年下半年已经预演过一轮，当时受冲击最大的是大宗商品价格和资源出口型新兴国家。考虑到大宗商品价格明年的表现将优于过去两年，在 2017 年，墨西哥、越南等制造品出口国受到的冲击将大于俄罗斯、巴西等资源出口国。

另一方面，在贸易保护主义抬头的大环境下，对出口依赖较高的新兴市场国家将面临更加严峻的外部环境，不论是与贸易对手方、还是与贸易竞争者之间的博弈格局都将更加激烈。美国新当选总统特朗普有着明显的贸易保护主义倾向，如果世界第一大经济体和头号大国的经济政策调转船头，由自由贸易转向贸易保护主义，那毫无疑问会对全球经济产生深刻影响——影响将不仅发生在国际经贸实践和国际经济政策上，还将发生在经济思想和经济学思潮上。这些因素将进一步冲击那些对制造品出口依赖度较高的新兴市场国家。

印度“废钞令”币制改革牵一发而动全身，可能短期内削弱其经济的运行效率，加剧资本外流和货币贬值风险。为了打击腐败和假币，同时希望将规模庞大的地下经济纳入税收来源，2016年11月8日，印度莫迪政府宣布在年底之前废除旧版500及1000卢比纸币。被废除的现钞总额约占印度货币总流通量的80%。12月8日，为了配合“废钞令”的进行，印度政府进一步宣布，对居民持有黄金采取限制措施：每位已婚、未婚女性仅可以分别持有500克和250克限额的黄金，男性的限额为100克，超出限额则被认为是非法持有。

由于现钞交易在印度社会的普遍性，“废钞令”币制改革的影响巨大。首先，“废钞令”在引发了一定程度的社会骚乱：新钞供应不足、银行和ATM机前排满长队、黄金等奢侈品遭抢购、很多交易不得不回归到“以物易物”的原始模式。同时，“废钞令”短期内削弱了印度经济整体的运行效率，金融业、零售业、制造业、房地产业⁷均受到一定程度的冲击，11月份制造业PMI和服务业PMI均出现下滑。受“废钞令”影响，卢布出现大幅贬值，卢比兑美元汇率由币制改革之前的66.7贬值到11月28日的68.7，贬值幅度接近3%。此后有所回调，但仍在68附近波动，远低于币制改革之前的汇率水平。

在美联储加息、美元强势周期的背景下，“废钞令”进一步加剧印度经济资本外流和卢比贬值的风险。应对此保持高度警惕。2016年前三季度，印度GDP增速分别为8.0%、7.1%和7.3%，预计四季度GDP增速将显著下降。2017年，预计印度GDP增速将扭转前五年的上升趋势，下降至7%以下。

⁷ 购置房地产是印度最常见的洗钱途径之一。有报道称，“废钞令”已经对孟买等大城市的房地产交易量带来了负面影响。

专家专栏

李稻葵：多管齐下，务实解决资金外流及汇率贬值问题

2017年中国经济面临的第一大风险来自于外部，主要是美国。特朗普上任之后，美国在经济层面上最有可能做三件事。第一是大规模减税，尤其是降低个人所得税以刺激本国居民消费；第二是很可能出台针对所有美国进口产品的关税，称为边境调节税，相关的进口替代效应将刺激美国本土经济；第三将大规模推出基础设施建设计划，规模在每年500-800亿美元。这三件事将在短期内刺激美国经济，使得美国的货币需求上升，导致美国各种利率的上升。与此同时，美联储面对这种情况将会加快加息步伐。这两件事的组合与1980年的美国经济有相似之处。当时，里根总统上台后实施了财政刺激计划，同时美联储主席沃克采取了加息政策。这样的政策组合将会产生深远的国际影响，使得资金从世界各地加快流入美国，美元汇率将会继续上升。

在这种情况下，短期内人民币仍存在贬值压力，中国必须务实管理好汇率和资金外流的难题。首先，要切实管好基于不合理预期的企业行为。很多企业认为美国资产价格较低，人民币会大幅度贬值。基于这一预期，他们把人民币换成美元出国投资。但由于许多制造业企业缺乏参与国际金融市场的经验，相关投资可能蒙受较大损失。管理层应该出台相关措施，加强贸易真实性审核，预防贸易项下以投机为目的的资金外流。根据我们的研究，这是目前资金外流的主要通道。同时，不应该针对居民的换汇需求出台更严厉的措施，因为这种严厉的措施反而会制造恐慌，不利于稳定居民预期。另外，要通过市场化手段在境内外市场加强汇率引导，如通过提高人民币银行间市场短期利率加大做空人民币的成本，稳定离岸市场汇率。

人民币汇率无小事。今天的人民币已经不是20年前的普通货币，它的任何大幅波动都将成为全球化话题。这种情况下，要强调汇率稳定的重要意义。2017年上半年是一个关键时期，要力争避免资金外流与人民币汇率问题成为新闻焦点。只要保持战略定力，汇率与资本流动都将最终稳定下来，这将为中国的经济发展营造较好的外部环境。

袁钢明：只有纠偏重大结构失衡才能走向稳定增长

2016年中国经济各季度增速保持6.7%不变，全年增速比去年减缓0.2个百分点，是近三年来减缓幅度最小的一年。但是靠房地产暴涨和国有投资推动的增长付出了巨大代价，加重了结构失衡和风险隐患，给未来经济运行带来更大的下行压力。

2016年70个大中城市中一线城市房价平均同比上涨30%，是多年来房价上涨最高最猛的一年。房价暴涨带动房地产相关原材料价格大幅上涨，煤炭、钢铁、铁矿石等期现货价格上涨60-70%。房价暴涨使房产商、投机者、地方财政、相关行业获得暴利。银行贷款、市场融资等各路资金大量涌入房地产，造成资源配置严重失衡。房地产贷款增速高于全部贷款的失衡程度不断加重，今年前三季度，房地产贷款增长25.2%，比全部贷款增速高12.2个百分点，比去年同期房地产贷款超高程度增大7个百分点；全部贷款余额和贷款新增额中房地产贷款比重升高到24.3%和42.5%，比去年同期高2.4和14.1个百分点。7月份个人购房新增贷款占全部新增贷款98.7%。当月新增贷款几乎全部为购房者所用，导致生产经营企业贷款使用额绝对减少。11月个人购房新增贷款占全部贷款71.6%，当月生产经营企业新增贷款占比下降为20.8%，其中短期流动资金贷款占比降低至5.4%。绝大部分新增贷款被房地产商和购房者所使用，房地产价格及相关投资品价格因资金推涌而疯涨，制造业等实体经济因资金失血而难以生存。2009年末房价狂涨造成相关行业急速扩张，煤炭、钢铁、铁矿石产能过剩，构成经济下行沉重压力。2016年房价新一轮暴涨使正在缩减的过剩产能重又扩张，使经济下行压力复又加重。有关部门称今年钢铁煤炭价格上涨是压减产能过剩政策的效果体现。这种说法与事实不符。2015年钢铁、煤炭、水泥等过剩产能受房地产低落影响已产生下降变化。房地产去库存政策加大购房贷款杠杆，推动房价及相关产品价格暴涨，打断了房地产市场自身的合理下落调整及相关行业正在进行的去产能过剩市场自主调整进程。2016年粗钢、水泥产量由上年-2.3%和-4.9%的下降变为1.1%和2.7%的上升，铁矿石减产幅度由-7.7%缩小为-3.6%，只有煤炭行业在市场压力下延续了减产趋势，减产幅度由-3.5%扩大到-10%。如果房地产投机狂潮伺机再起，产能过剩行业将迅即再次扩张，给经济运行带来新的更大危害。

中央经济工作会议提出，中国经济存在的重大结构性失衡导致经济循环不畅。从宏观经济层面分析，多年来政府主导的大规模投资造成投资率过高，是比房地产过度膨胀占比过高更为严重的重大结构失衡。自2009年政府实施大规模投资刺激措施以来，投资率升高到46%以上，2015年投资率为44.9%，远高于世界各国一般25%左右和中国1978年至2008年期间最高不超过40%的水平。2008年至2015年投资率升高超过43%至45%左右，经济增长率从9.6%节节下降到6.9%。国家统计局称当前消费贡献率71%，高于投资贡献率，表明消费对经济增长起主要作用，投资率并不过高。然而从另一角度看，投资占比高达45%左右，对经济增长贡献率只有29%。投资对经济增长贡献率太低，与投资率过高及投资结构不合理密切相关。很多人认为，政府大规模基础设施建设，既提高经济发展基础支撑水平，又扩大工程建设和装备制造市场需求，发挥了强有力的支持增长作用。但是，基础设施投资比重过高造成投资资金周期过长，循环不畅。2008年以来，大型银行资金周转期延长一倍，投资边际产出率（GDP增量/投资）从0.36下降到0.16，投资效益下降了约一半，经济增长率也下降了近一半。

政府大规模基础设施投资和居民购房长期贷款过多，造成资源配置结构严重失衡。2015年下半年以来，居民购房按揭贷款迅猛增长，导致中长期贷款占贷款总额比重从55%升高到57.8%。新的货币放松工具，主要以政府债券和政策银行资产为抵押，使新增货币贷款越来越多地为政府基础设施和大项目投资所便利使用，民营企业使用银行贷款越来越困难，频遭银行抽贷、压贷、断贷无情打击。2016年1-11月，基础设施投资和国有投资加速增长18.9%和20.2%，制造业投资和民间投资被挤压降低到3.6%和3.1%。实体经济和民营经济急剧衰落，中国经济痛失增长活力。

重大结构失衡得不到纠偏调整，经济增长就无法实现止落回稳。最新发布的PMI指数51.3%。国家统计局称连续5个月超过50%，生产、新订单等分项指数更高幅度高于50%，经济稳定增势得到加强。但

是，统计局没有提及 PMI 指数中上升幅度最大的原材料购进价格分项指数。该分项指数高达 69%，远高于生产经营等分项指数。很明显，煤炭、钢铁等原材料价格是因房价暴涨而大幅上涨，是投机泡沫推涌的动荡风险加重，对经济稳定运行形成了新的威胁。下一步，躲不开的房地产去泡沫过程，必然带来新一轮经济下滑。12 月钢铁 PMI 下降为 47.6%，钢价下跌警报鸣响。2017 年经济增速可能下落到 6.5% 之下到 6.3% 左右。

只有清楚辨认重大结构失衡，对之进行纠偏调整，才可能实现经济持续稳定增长。应加紧落实中央经济工作会议，纠偏房地产发展方向，使其从炒作邪路转向居住正路，消除对房地产的贷款定向政策支持，降低房地产贷款配置比重，加快推进房产税，根治房地产投机炒作。转变投资方式，降低过高投资率，减少政府大规模投资，增大民间投资的融资便利，推进投资结构调整及效益提高，支持经济均衡稳定发展。

.....

免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使清华大学中国与世界经济研究中心（CCWE）违反当地的法律或法规或可致使清华大学中国与世界经济研究中心（CCWE）受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属清华大学中国与世界经济研究中心（CCWE）。未经清华大学中国与世界经济研究中心（CCWE）事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被清华大学中国与世界经济研究中心（CCWE）认为可靠，但清华大学中国与世界经济研究中心（CCWE）不能担保其准确性或完整性，而清华大学中国与世界经济研究中心（CCWE）不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。清华大学中国与世界经济研究中心（CCWE）可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映学者或研究人员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表清华大学中国与世界经济研究中心（CCWE）。

清华大学中国与世界经济研究中心（CCWE）版权所有。保留一切权利。

	清华大学中国与世界经济研究中心（CCWE）
地址:	北京市海淀区清华大学经济管理学院舜德楼 128 室（100084）
电话:	(010)62797782
传真:	(010)62797782
网址:	http://www.ccwe.tsinghua.edu.cn