

2016 年 01 月 08 日

# 这一次真的不一样

## ——2015 年中国经济回顾与 2016 年展望

### 相关研究

掘金供给革命——2016 宏观经济报告  
2015-11-25

十三五中国经济的五大趋势：步入新周期  
2015-07-27

### 证券分析师

李慧勇 A0230511040009  
lihy@swsresearch.com  
李一民 A0230515080002  
liym@swsresearch.com

### 研究支持

牟冰旋 A0230116010001  
mubx@swsresearch.com  
李勇 A0230115110008  
liyong@swsresearch.com  
邱涤凡 A0230115110004  
qiudf@swsresearch.com  
王健 A0230115120003  
wangjian3@swsresearch.com

### 联系人

余子珍  
(8621)23297818×7595  
yuzz@swsresearch.com

### 结论或者投资建议：

- 很多投资者反映现在很难找到一篇真正的概览式的中国经济报告，值此辞旧迎新之际，我们隆重推出这篇蓝皮书式的中国经济报告。
- 本报告中我们参照几大央行货币政策报告的行文范式，对资本市场最为关注的经济和政策变量进行分析，并以专栏形式对若干比较有意思的话题进行探讨。涉及到的关键点包括：经济增长、投资、出口、消费、货币供给、利率、汇率、物价、财政收支、就业以及重要行业。既包括 2015 年中国经济的全景式回顾，也包括 2016 年中国经济的前瞻。
- 2015 年中国经济总体下行。三大产业增速均下滑，第二产业增速下滑幅度最大，第三产业（尤其金融业和房地产业）对 GDP 的贡献率明显增加。固定资产投资持续回落，消费增长平稳，消费对经济增长贡献率稳定提高。全年出口整体负增长，对美出口一枝独秀，对“一带一路”沿线国家出口差于整体出口；机电产品出口微增，劳动密集型产品出口明显下滑。
- 流动性宽松，但货币和经济的关系似在打破。历史上看，固定资产投资增长率和 M2 增长率变化趋势总体一致，但 2015 年 4 月份以来 M2 增速总体加快，但是投资增速却持续下行，宽松的货币并没有推动投资的增长。原因可能是两个方面，其一是资金在金融系统内空转，并没有进入实体经济；其二是地方政府和企业的去杠杆。宽松的货币政策效果主要体现在利率的下降以及财务费用的节约。
- 2016 年中国经济环境的变化集中体现在两个方面。第一：供给侧改革。由于供给侧改革，中国经济建立新均衡，步入新周期的时间会缩短，从战略上我们可以更乐观。但从战术上看，伴随着去产能、去库存、去杠杆的推进，就业债务等隐性风险可能显性化，中国经济将更加深刻地感受到转型之痛。第二，美联储加息。无论加息节奏如何，加息周期已经启动，这将带来的全球货币和流动性的再平衡，从历史情况看，新兴市场包括中国将不可避免地受到冲击。
- 人民币汇率市场化水平的提高，一方面使得汇率作为一项宏观政策在宏观调控中可以发挥更大的作用，也使得其他货币政策尤其是利率政策的独立性显著提升。我们认为决定人民币汇率的最核心因素是中国经济表现以及汇改，美联储加息可能只是一个影响因素。在中国经济步入新周期之前，人民币总体承压，我们认为在 2017 年之前美元兑人民币汇率大概可以见到 7 左右。
- 2016 年的利率仍将以下行趋势为主，但考虑到 2015 年 5 次降息，2016 年可能只降 2 次。2016 年的利率环境在边际上没有 2015 年宽松，2016 年 10 年期国债指标利率可下降到 2.5% 左右。值得关注的是，2016 年国家将推动供给侧改革，信用风险事件可能更多发生，利率中枢总体下移的同时利率波动可能会显著加大。
- 按照有破有立，有保有压的政策组合，2016 年经济增长的风险可能并不大，预计全年经济增长 6.8% 左右，下行有限。但在需求不足，PPI 继续下跌，坏账风险显性化的情况下，宏观好，微观差的情况会愈加明显，制造业和金融企业效益可能会进一步恶化。
- 2016 年中国经济面临的风险主要包括三个方面：一是资金外流汇率大幅度贬值的风险；二是阶段性流动性冲击的风险；三是 IS 地缘政治扩大化的风险。



申万宏源研究微信服务号

## 目录

<b>1.2015 年宏观经济形势回顾</b>	<b>7</b>
1.1 经济运行状况	7
1.2 固定资产投资	9
1.3 消费	11
专栏 1 关于消费结构变动的探讨	11
1.4 出口	14
1.4 物价	17
1.5 金融市场	20
专栏 2 如何看待 M2 与投资增速的背离	24
1.6 外汇市场	28
专栏 3: 人民币加入 SDR	31
专栏 4: 人民币汇率改革	32
1.8 财政	33
1.9 就业	34
1.10 行业分析	37
1.10.1 上游行业	37
1.10.2 中游行业	40
1.10.3 下游行业	42
1.11 2015 年大事记	45
<b>2.2016 年宏观经济形势展望</b>	<b>45</b>
2.1 经济运行状况判断	45
2.1.1 投资难改疲弱格局, 消费或稳中有升	47
专栏 5 房地产去库存	49
2.1.2 通货紧缩仍是经济中的主要矛盾	50
2.2 有破有立、有保有压的政策组合	52
2.3 利率: 中枢总体下移, 波动或显著加大	54
专栏 6 供给侧去产能案例	55
2.4 汇率: 人民币总体承压	58
2.5 三大风险	58
专栏 7 不良资产规模面临历史性爆发	59
2.6 2016 年大事前瞻	62

## 图表目录

图 1: 第三产业对 GDP 的贡献率明显增加 .....	7
图 2: 各行业 GDP 累计同比贡献率 .....	8
图 3: 最终消费对 GDP 贡献率 .....	8
图 4: 最终消费对 GDP 增长的贡献率持续高于投资和出口 .....	9
图 5: 2015 年以来三大投资累计增速持续下滑 .....	9
图 6: 自筹资金增速小幅回落, 国内贷款和外商直接投资增速显著回落, 国家预算内 资金增速大幅提高 .....	11
图 7: 城镇居民食品、衣着、家庭设备用品、居住等消费品等传统消费占比下降 .....	12
图 8: 新兴消费兴起, 交通通信、医疗保健、教育文化娱乐消费占比明显上升 ....	12
图 9: 中国每户家庭年度各类型消费百分比预测 .....	12
图 10: 不同收入人群结构变动预测 .....	13
图 11: 家庭消费结构变动 .....	13
图 12: 前 11 个月我国出口累计同比增速为-3% .....	14
图 13: 我国对美国、欧盟和日本出口累计增速 .....	15
图 14: 我国对东盟、南非和巴西出口累计增速 .....	15
图 15: 我国对俄罗斯、加拿大和新西兰出口累计增速 .....	15
图 16: 我国对一带一路沿线国家出口累计增速 .....	15
图 17: 出口产品类型累计增速 .....	16
图 18: PMI 新出口订单和外贸先导指数加速下滑 .....	16
图 19: 2015 年 CPI 和 PPI 走势 .....	18
图 20: 2015 年能源和黑色金属价格持续下跌 .....	18
图 21: 主要进口大宗商品价格均价同比大幅下跌 .....	19
图 22: GDP 平减指数累计同比和当季同比 .....	19
图 23: 货币总量增速较高 .....	21
图 24: 存款增长较快 .....	21
图 25: 金融机构存贷款利率总体走低 .....	22
图 26: 货币市场利率走低 .....	22
图 27: 国债收益率曲线 .....	23

图 28: 10 年国债收益率和 1 年国债收益率走势 .....	23
图 29: 近几个月外汇占款的暴跌并没有产生负面影响, M0 同比增速在 3% 左右 .....	24
图 30: 2015 年以来 M2 同比保持高增长, 但是投资增速却趋势性下行 .....	24
图 31: 近期货币乘数与经济的背离快速扩大 .....	25
图 32: 新增社融增速维持负增长, 而社融余额增速仍在底部徘徊 .....	25
图 33: 工业企业的资产负债率持续下降, 利息支出同比增速也大幅下滑 .....	26
图 34: 近期新增委托贷款规模出现反弹 .....	26
图 35: 商业银行对政府债权和企业活期存款的变化口径及趋势吻合 .....	27
图 36: 服务业信贷高增长 .....	27
图 37 美元兑人民币即期、中间价及离岸汇率 .....	28
图 38 人民币有效汇率指数 .....	29
图 39 各季度国际收支差额 (亿美元) .....	29
图 40: 近一年半以来外汇储备呈明显下降趋势 .....	30
图 41: 外汇占款口径跨境热钱波动和人民币汇率预期相关性极高 .....	30
图 42: 外汇储备在对外资产中的比重逐年下降 .....	31
图 43: 公共财政收支 .....	33
图 44: 月度财政支出收入比 .....	33
图 45: 财政税收与非税收入增速 .....	34
图 46: 主要税种增速明显下降 .....	34
图 47: 历年 GDP 增长与就业人员 .....	35
图 48: 9 月份调查失业率数据为 5.2% .....	35
图 49: 求人倍率 .....	36
图 50: 各产业就业人员比例 .....	36
图 51: 渤海动力煤价格持续下降 .....	37
图 52: 秦皇岛煤炭库存 .....	37
图 53: 国内农产品价格指数 .....	38
图 54: 主要国际农产品价格 .....	38
图 55: 铁矿石价格呈波动性下跌 .....	39
图 56: 主要港口铁矿石库存总量小幅下跌 .....	39

图 57: 布伦特原油、WTI 原油价格波动性下跌 .....	39
图 58: 钢材综合指数持续下降 .....	40
图 59: 社会总库存小幅上涨后回跌 .....	40
图 60: 发电量增速 .....	41
图 61: 第一、第二和第三产业用电量 .....	41
图 62: LME 有色金属价格 .....	42
图 63: SHFE 基本金属价格 .....	42
图 64: 房地产投资和新开工面积增速下滑, 销售面积增速回升 .....	43
图 65: 30 大中城市一、二、三线城市商品房销售同比增速 .....	43
图 66: 百城房价同比和环比 .....	44
图 67: 一线城市房价上升最快, 三线城市房价跌幅收窄 .....	44
图 68: 汽车销售增速自 9 月份开始恢复正增长 .....	44
图 69: 乘用车销售增速持续下滑, 商用车销售跌幅收窄 .....	44
图 70: 2016 年 GDP 同比增速预测 .....	46
图 71: 商品房销售占施工及待售的商品房面积的比例不到 10% .....	47
图 72: 房地产政策刺激可以拉动商品房销售增速 .....	48
图 73: IMF 年度预测 .....	48
图 74: 城镇居民可支配收入增速 .....	49
图 75: 大宗商品的上中下游呈现金字塔型产业结构 .....	51
图 76: PPI 和 CPI 的变动趋同, 通货紧缩风险很大, 仍将低于预期通胀目标 .....	52
图 77: 工业企业效益与工业增加值 .....	52
图 78: R007、Shibor3M 和 10 年期国债收益率 .....	55
图 79: 2015 年全国煤炭行业关停倒闭情况分布图 .....	56
图 80: 2015 年全国钢铁行业关停倒闭情况分布图 .....	57
图 81: 2015 年全国水泥行业亏损情况分布图 .....	57
图 82: 商业银行不良贷款余额 (亿元) .....	59
图 83: 工业企业应收账款净额 (亿元) .....	61
图 84: 商业银行拨备覆盖率 (%) .....	61

表 1: 2015 年大事记 .....	45
表 2: 2015-2016 年主要经济指标及预测 .....	46
表 3: 2014 年商业银行不良贷款的行业分布.....	60
表 4: 一张图看懂中国 2016 年重大事件.....	62

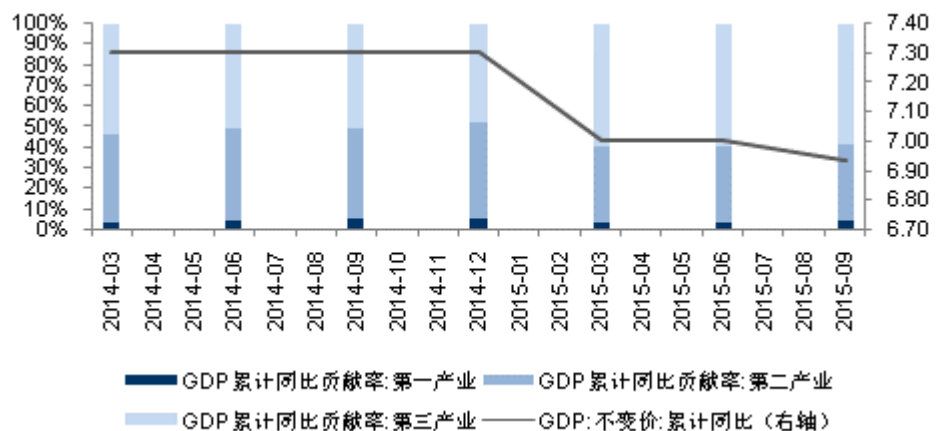
本文中，我们从经济增长、投资、出口、消费、金融市场、外汇市场、物价水平、财政、就业、中观行业和国内大事件等 11 个方面入手，全面梳理了 2015 年的整体宏观经济形势，并对 2016 年的经济数据、利率、汇率、财政货币政策、风险和未来大事作出前瞻判断。

## 1.2015 年宏观经济形势回顾

### 1.1 经济运行状况

2015 年中国经济持续处于下行压力中，但全年运行平稳。前三季度中国 GDP 累计同比为 6.9%，较 2014 年同期增速下降 0.4 个百分点，经济增速在下台阶；第一、第二和第三季度同比增速分别为 7.0%、7.0% 和 6.9%，全年经济运行是比较稳定的。从三产结构来看，三大产业增速均下滑，第二产业增速下滑幅度最大，第三产业对 GDP 的贡献率明显增加。截至三季度末，第一、第二和第三产业的累计增速分别为 3.8%、6.0% 和 8.4%，较 2014 年同期分别下滑 0.3、1.4 和 0.8 个百分点；第一、第二和第三产业对 GDP 累计同比贡献率分别为 4.4%、36.8% 和 58.8%，较 2014 年同期分别下降 0.3、下降 7.9 和上升 8.2 个百分点。

图 1：第三产业对 GDP 的贡献率明显增加



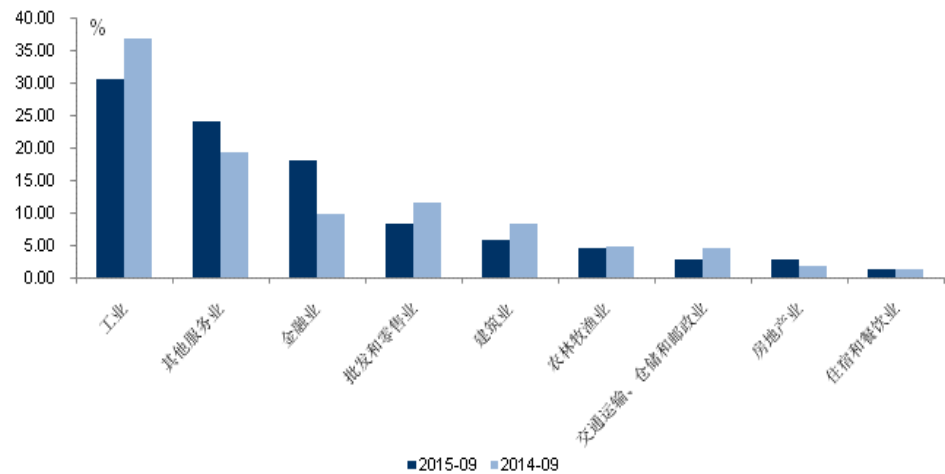
资料来源：WIND，申万宏源研究

从行业来看，工业对 GDP 增长的贡献率下降，金融业和房地产业贡献率增加。工业增长贡献率下降，主要是因为 2015 年以来，受到传统行业产能过剩制约，工业制造业增长明显放缓，尤其是重工业行业的增速明显降低。而另一方面，服务业的贡献率开始上升，2015 年受到资本市场发展带动，金融业对经济增长的贡献明显提高；房地产销售自 2015 年 6 月份开始恢复正增长，房地产业对 GDP 增长的贡献有所提高。截至三季度末，工业对 GDP 累计同比的贡献率最大，为 30.7%，但比 2014 年同期大幅下降 6.4 个百分点；金融业贡献率为 18.2%，比 2014 年同期增加 8.2 个百分点；批发和零售业贡献率为 8.5%，比 2014 年同期减少 3.2 个百分点；建筑业、



农林牧渔业、交运和邮政业的贡献率均小于 2014 年同期，而房地产业的贡献率由 2.1% 小幅上升至 3.1%。

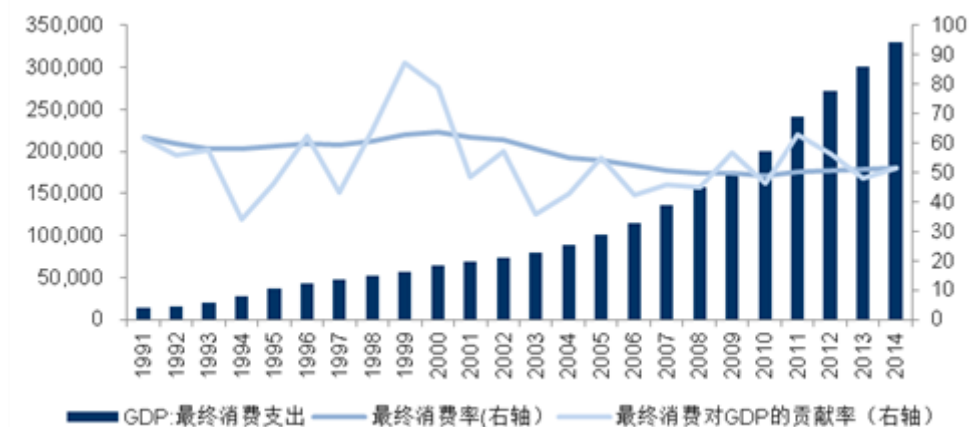
图 2：各行业 GDP 累计同比贡献率



资料来源：WIND，申万宏源研究

2015 年前三季度，消费对 GDP 增长的贡献率为 58.4%，比 2014 年同期提高了 9.9 个百分点，超过资本形成总额 15 个百分点。货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献率为 -1.8%，比去年同期低 12 个百分点。2014 年消费、资本形成总额、货物和服务净出口三大需求对国内生产总值（GDP）增长的贡献率分别为 51.56%、46.74%、1.7%，三大需求对 GDP 增长拉动为 3.76 个百分点、3.41 个百分点和 0.12 个百分点。消费增速稳健，在经济存量和增量中占据第一，成为三驾马车中的主动力。预计 2015 年最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 60.0%，比上年同期提高 5.7 个百分点，其贡献率将达到 2012 年以来的最高水平。

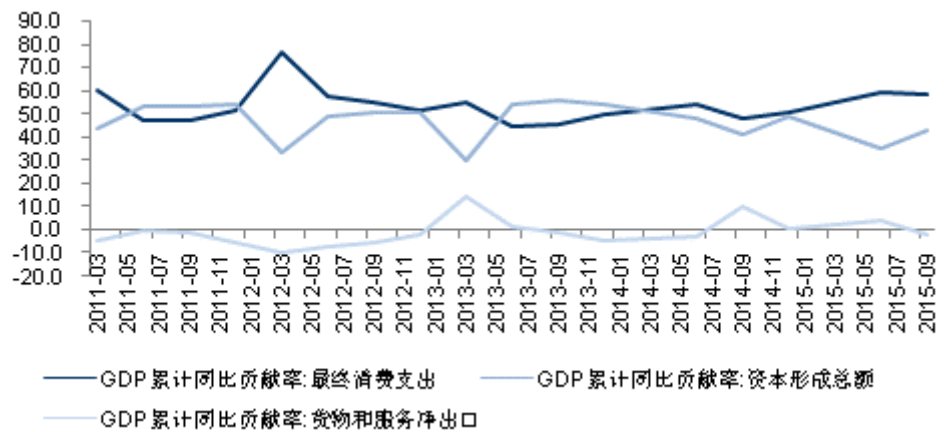
图 3：最终消费对 GDP 贡献率



资料来源：WIND，申万宏源研究



图 4：最终消费对 GDP 增长的贡献率持续高于投资和出口

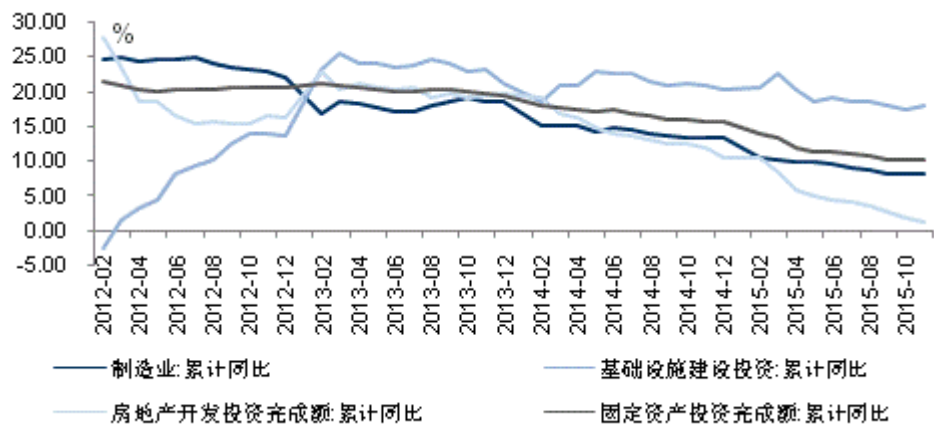


资料来源：WIND，申万宏源研究

## 1.2 固定资产投资

截至 11 月份，固定资产投资累计同比增长 10.2%，创 2000 年以来最低值。固定资产投资的三大领域，制造业投资、房地产投资和基建投资，自年初以来增速均表现为持续的下滑。

图 5：2015 年以来三大投资累计增速持续下滑



资料来源：WIND，申万宏源研究

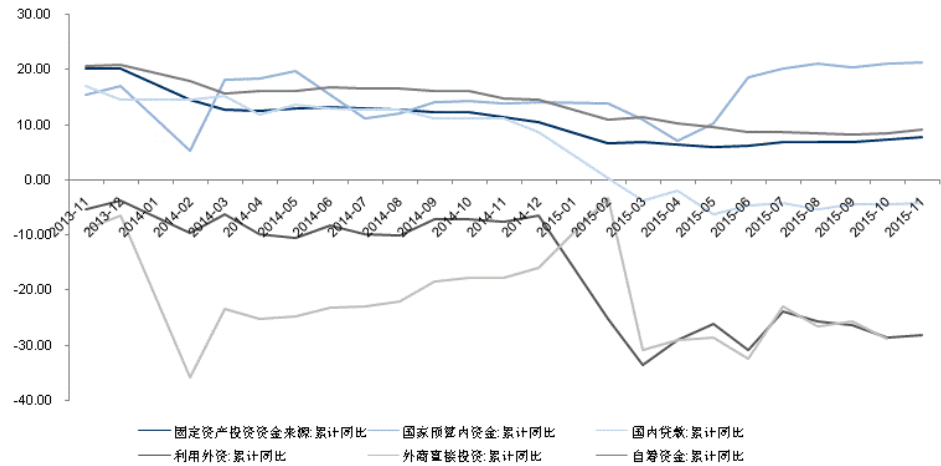
制造业转型尚需时日，投资短期难回暖。受到产业结构调整的影响，目前我国传统工业处于去产能、去杠杆时期，制造业下行压力依然较大。截至 11 月份，制造业投资累计同比增长 8.4%，较 2014 年同期增速回落 5.1 个百分点。制造业投资增速自年初的 10.6%，下降至 4 月份的 9.9%，虽然 5 月份有短暂的回升，但此后逐月递减。随着中国从重化工业步入到后工业化时代，传统工业化红利逐渐消失，而通过互联网+、中国制造 2025 等战略再造工业化红利仍需要一段时间，新旧动能无法完美衔接使制造业投资在中短期内难以好转，同比增速仍将处于低位。

房地产投资仍处于库存出清过程，地产投资持续下滑。房地产投资累计增速自年初 10.4%一路下滑至 11 月份的 1.3%。从当月增速来看，虽然在 6 月份当月投资小幅回升，但从 8 月份开始转为负增长，截至 11 月份，当月增速为负增长 4.5%，连续四个月负增长且跌幅持续扩大。8 月份以来，主要城市商品房销售势头明显减弱，三线城市成交面积甚至出现负增长，各城市间房地产交易分化现象严重。从商品房新开工面积来看，2014 年以来一直处于同比负增长阶段，同时受到开发商拿地积极性不高影响，待开发土地面积持续下跌，未来新开工面积也将受到制约，房地产投资总体仍将保持低迷。长期来看，随着我国人口结构逐步显现出老龄化趋势，过去十年对真实需求的过度透支也将使房地产行业面临一个痛苦而漫长的去库存过程，房地产投资的长期放缓不可避免。

基建投资表现为下行趋势。基建投资累计增速自年初的 20.8%下降至 11 月的 18.0%，截至 11 月，基建投资月均增速为 18.3%，较 2014 年月均增速下降 2.2 个百分点。从节奏上来看，基建投资单月增速在 3 月份达到最高增速 24.5%，此后大幅放缓至 5 月份的 15.1%，在二季度末 6 月份回升至 20.5%，在 8 月份达到第三季度的 19.7%的高峰，进入四季度后在 10 月份至全年最低增速 12.9%，11 月份又大幅回升至 23.3%，表现为每到季度末基建投资增速则将达到该季度的高峰，但总体来看，基建投资累计增速很难再持续维持类似 2013 年和 2014 年 20%以上的高增速。虽然发改委全年审批的项目和专项金融债投入的项目很多，但基建投资仍表现为下行趋势，主要原因一是受制于经济下行，传统吸纳资金部门存在严重过剩，重化工业投资需求下降，而新兴产业投资需求有限，地方短期能产生现金流的项目有限，二是上半年地方融资平台政策的大幅调整也在一定程度上扰动了地方投资积极性。

从投资资金来源来看，前十一个月固定资产投资资金累计同比为 7.9%，较 2014 年同期减少 3.6 个百分点。自 5 月份达到 6.0%的最低增速以来，稳中有升。从结构上来看，自筹资金占比稳定在 70%，增速小幅回落，国内贷款和外商直接投资增速显著回落，国家预算内资金增速大幅提高。固定资产投资资金占比最大的是自筹资金，截至 11 月份占比为 71.0%，比例一直稳定在 70%上下，但累计增速由年初的 11.0%降至 11 月份的 9.2%；国内贷款占比为 10.6%，较 2 月份下降 4.9 个百分点，并且累计增速由 2 月份的 0.2%降至负增长 4.3%，较 2014 年前 11 月份累计增速下降 15.5 个百分点，增速显著回落；国家预算内资金占比为 5.3%，较年初占比增加 1.8 个百分点，并且累计增速明显回升，由 2 月份的 14.0%升至 11 月份的 21.4%，较 2014 年前 11 个月的增速回升 7.4 个百分点；外商直接投资 10 月份占比为 0.3%，较 2 月份下降 0.1 个百分点，增速一直大幅负增长，前 11 个月大幅下降 28.8%，而前两个月仅下降 3.3%，2014 年前十一个月下降 17.9%。

图 6：自筹资金增速小幅回落，国内贷款和外商直接投资增速显著回落，国家预算内资金增速大幅提高



资料来源：WIND，申万宏源研究

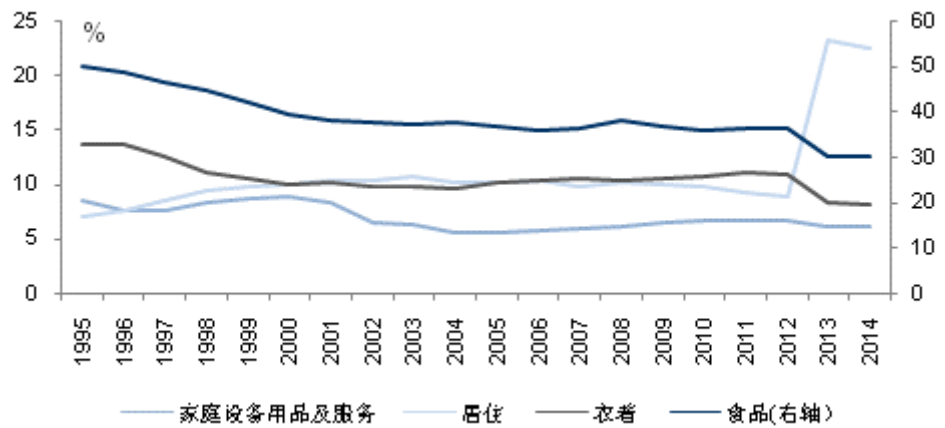
### 1.3 消费

2015 年随着中国经济发展进入新常态，消费市场继续保持平稳较快增长，对经济增长的贡献率持续提高。在稳增长、调结构背景下，经济依靠从传统的投资、工业转向服务业、消费、新兴产业。1-11 月，社会消费品零售总额 272296 亿元，同比实际增长 10.6%，对 GDP 贡献率为 58.4%，比上年同期提高 9.9 个百分点。7 月到 11 月消费增速从 10.5% 上升到 11.2%。2015 年消费对经济增长的贡献率达到 6 成以上，主要是由于出口一直处于负增长状态，投资踌躇不前。

#### 专栏 1 关于消费结构变动的探讨

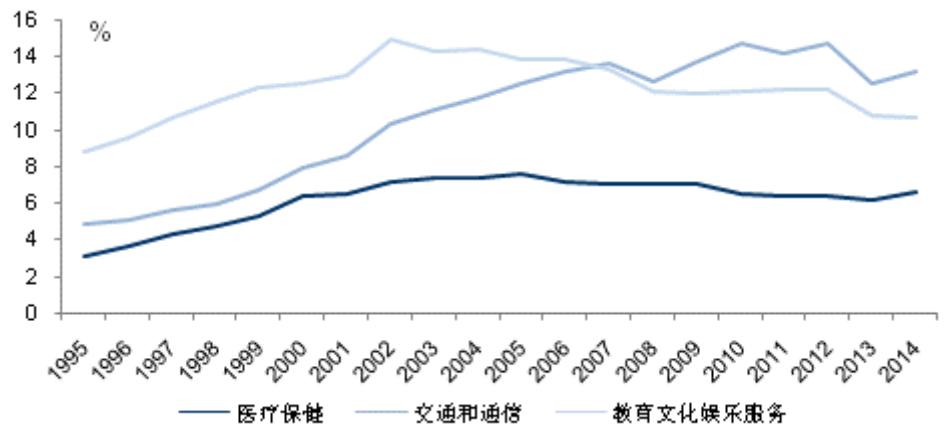
随着国民收入进一步提高，我国消费升级将从商品消费驱动转向服务消费驱动，从传统消费驱动转向新兴消费驱动。新技术催生新消费热点、新理念带动服务消费增加。保持中高速增长居民收入为消费结构升级提供了有力支撑。随收入水平提高，必需品消费占比不断下降，奢侈品消费占比逐渐上升，未来传统消费逐渐衰落，新兴消费逐渐兴起。中国城镇居民食品、衣着、家庭设备用品、居住等消费品等传统消费占比下降。新兴消费兴起，交通通信、医疗保健、教育文化娱乐消费占比明显上升。消费结构升级趋势：从低端到高端，从生存型到服务型，从低层单一型到奢侈实用型。未来基本生活类消费支出所占比重下降，发展型消费支出显著增长，享受型消费支出稳步增长。

图 7：城镇居民食品、衣着、家庭设备用品、居住等传统消费占比下降



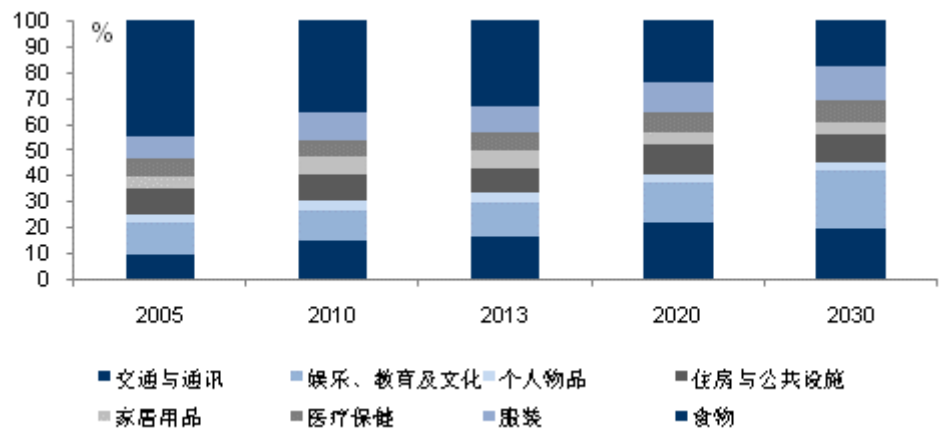
资料来源：WIND，申万宏源研究

图 8：新兴消费兴起，交通通信、医疗保健、教育文化娱乐消费占比明显上升



资料来源：WIND，申万宏源研究

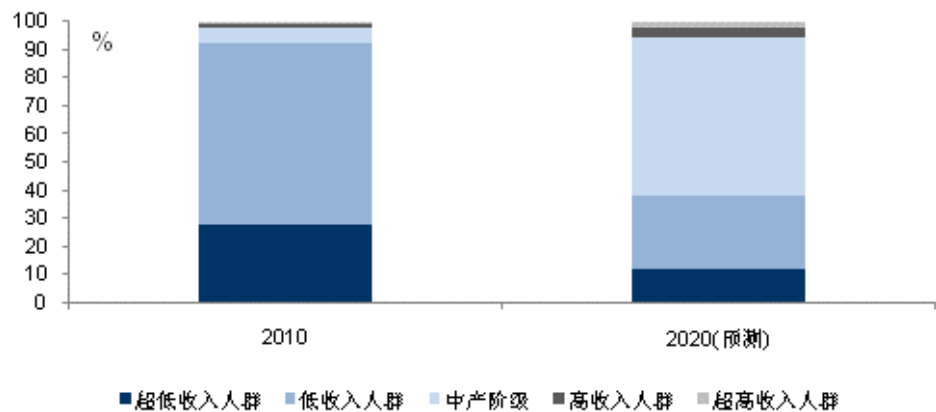
图 9：中国每户家庭年度各类型消费百分比预测



资料来源：WIND，申万宏源研究

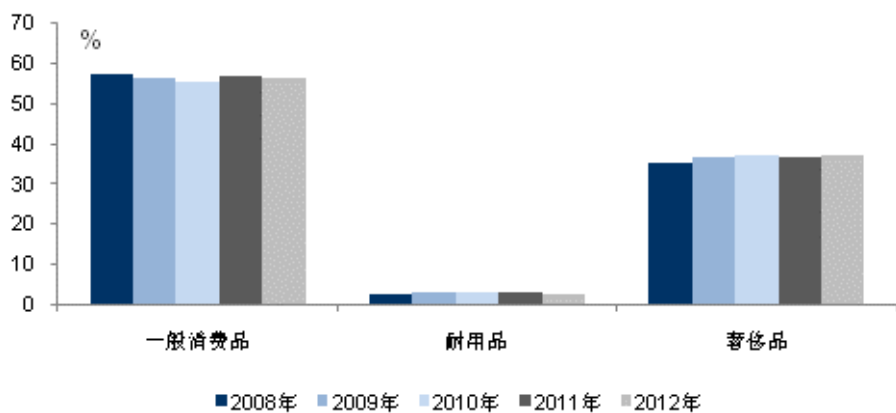
随着我国人均 GDP 持续提高，收入阶层中中产阶级人数迅速增长。中产阶级为家庭年收入在 6-22.9 万元间，于 2000 年占我国城市家庭的 4%，到 2012 年该比例增至 68%。截至 2015 年，我国中产阶级绝对人口达 1.09 亿人，雄踞世界第一。预计 2020 年，中国中产阶级人口超过 4.7 亿。中产阶级作为消费新金矿，开始崛起。自 2000 年以来，中国中产阶级的财富大幅增长 330%，2015 年已达 7.3 万亿美元，占全国财富的 32%，这些家庭的消费支出增长将在当前至 2020 年期间的消费增长总额中占 90%。中产阶级消费结构中一般消费品（食品、衣着、家电设备及用品）占消费支出比例下降，奢侈品占比增加，耐用品基本趋于稳定，变动较小。中产阶级的家庭消费中，较少的比例用于满足生存消费需求，而更多的消费支出用于提高生活品质上，而家庭耐用品消费支出占比恒定说明，中产阶级大多都达到了现代生活的基础水平。中等收入消费群体更多有略微奢侈抑或高消费倾向，注重感官和物质享受的消费偏好，追求更舒适、享受和高效率的生活方式。

图 10：不同收入人群结构变动预测



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 11：家庭消费结构变动



资料来源：WIND，申万宏源研究

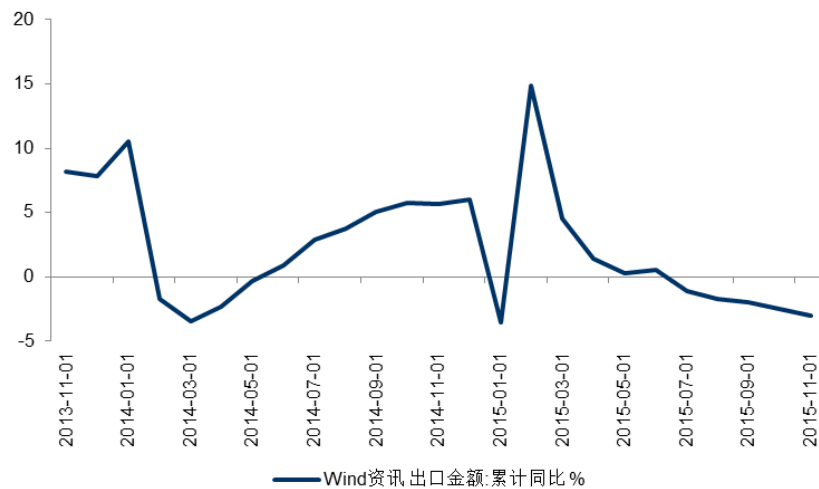
多点支撑扩大消费，新增长点潜力巨大。由于供给的短板和国内消费环境不够完善，文教娱乐养老医疗信息服务等并没有充分得到满足。十三五国家明确提出要通过

供给侧改革补短板，促消费。我国大幅度增加创新驱动和消费拉动力的可持续增长新模式将基本确立。

## 1.4 出口

2015年以来，我国出口整体呈负增长的低迷态势。前11个月我国累计出口额2.05万亿美元，2014年同期为2.11万亿美元，累计增速为-3%。出口月度数据波动较大，如果剔除一季度春节错位因素的影响，则2015年4至11月出口月度同比增速中枢在-5%左右。

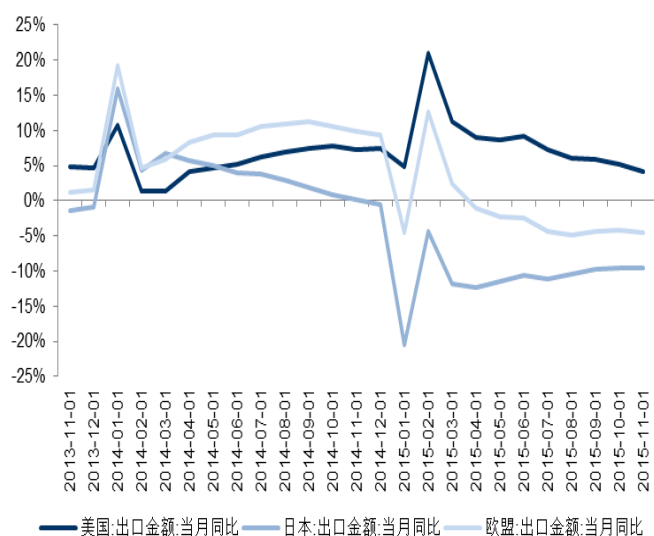
图 12：前 11 个月我国出口累计同比增速为-3%



资料来源：WIND，申万宏源研究

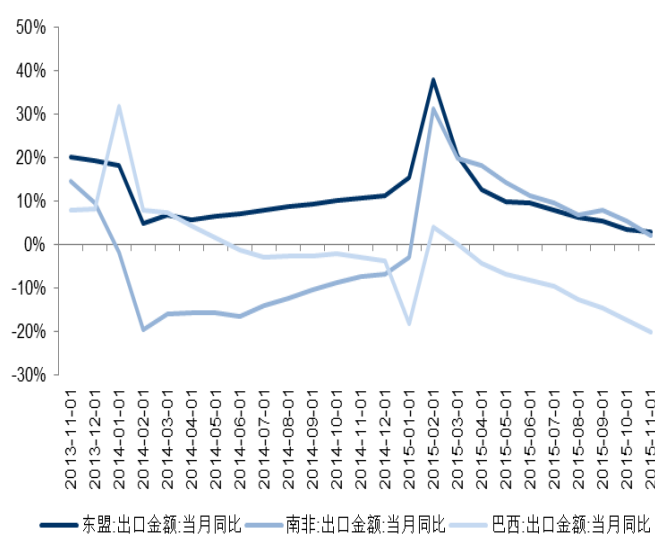
从出口的地区结构来看，我国对传统国家的出口呈现分化，对“一带一路”沿线国家出口差于整体出口。前11个月，我国对发达地区出口中，除了对美国出口累计增速4.1%保持正增长外，对欧盟和日本出口累计增速均为负增长，分别为-4.6%和-9.6%；前期保持两位数增长的对东盟出口也出现明显放缓，累计增速仅为2.9%；对香港、俄罗斯和巴西等新兴市场出口出现明显萎缩，累计增速分别为-11.2%、-36%和-20%。此外，前期增长较快的我国对“一带一路”沿线国家出口也明显放缓。截至10月底，我国对“一带一路”沿线国家出口额占同期出口总额的比重为26%，累计同比增速为-3.57%，低于同期出口增速0.57个百分点，其占比和增速均从二季度以来呈现逐月下滑的态势。

图 13: 我国对美国、欧盟和日本出口累计增速



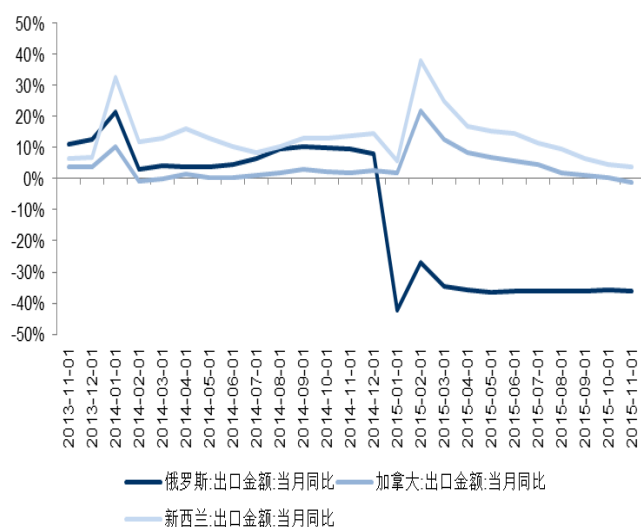
资料来源: WIND、申万宏源研究

图 14: 我国对东盟、南非和巴西出口累计增速



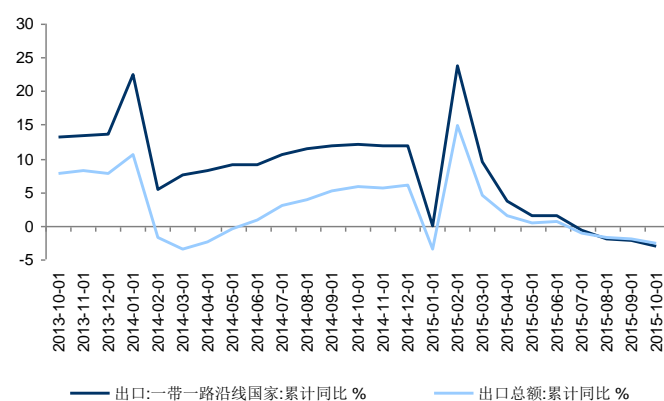
资料来源: WIND、申万宏源研究

图 15: 我国对俄罗斯、加拿大和新西兰出口累计增速



资料来源: WIND、申万宏源研究

图 16: 我国对一带一路沿线国家出口累计增速

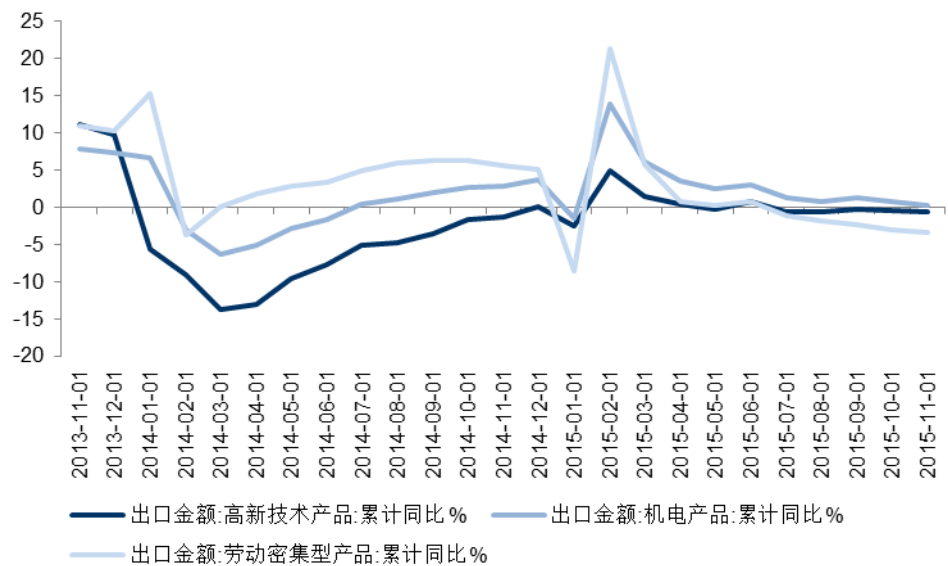


资料来源: WIND、申万宏源研究

从出口的商品结构来看，机电产品出口微增，劳动密集型产品出口明显下滑。前 11 个月，机电产品出口 1.18 万亿美元，占出口总额的 57.6%，累计增速 0.2%，是目前中国出口的主要部分。此外，高新技术产品累计增速 -0.6%，劳动密集型产品累计增速 -3.4%。相比 2014 年，2015 年出口产品结构呈现三个特征。第一，2014 年高增长的劳动密集型产品 2015 年增速明显下行；第二，各类型产品出口累计增速均逐月下降；第三，从占比结构来看，各类型产品出口额在总出口额中的比重并没有明显改变。



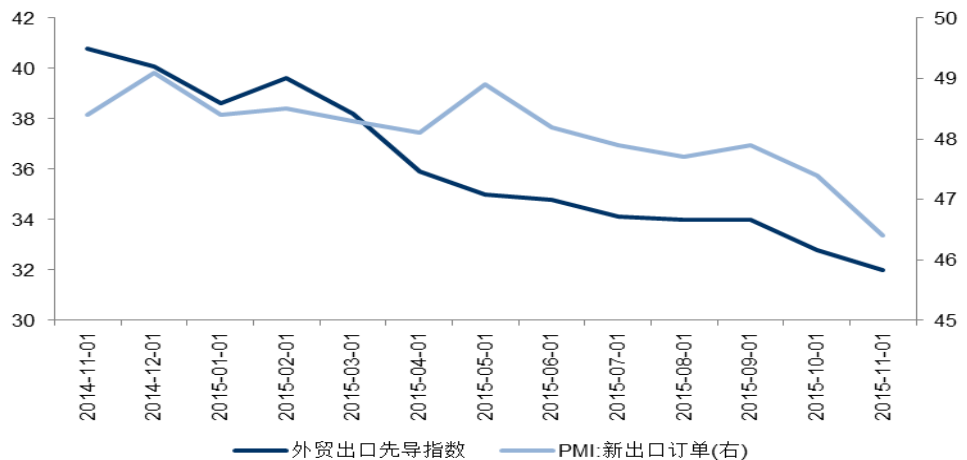
图 17：出口产品类型累计增速



资料来源：WIND，申万宏源研究

总体来看，2015 年“一带一路”战略对出口的提振作用还未见效，而国内出口企业和产品的转型升级也没有看到实质性进展，我国整体出口形势较差。出口增速的下行是短期和长期因素的共同作用。短期来看，外部需求仍然较为疲软，而人民币对欧元、日元等非美货币的实际有效汇率整体呈升值态势，导致我国出口承压。我们看到，近期 PMI 新出口订单和出口先导指数均出现加速下行，预计 2016 年的出口形势仍不容乐观。而长期来看，随着我国人口红利逐渐消失，人工等生产要素成本持续提升，导致出口企业传统竞争优势逐渐丧失。尤其是金融危机以后，我国的出口受到了发达国家再工业化和发展中国家低成本的双重压力。出口中加工贸易的比重和增速 2015 年来更是出现了持续负增长，这反映了低附加值制造业的衰落。中国出口企业的结构调整和转型升级仍需时间，未来出口保持低增速将成为常态。

图 18：PMI 新出口订单和外贸先导指数加速下滑



资料来源：WIND，申万宏源研究

## 1.4 物价

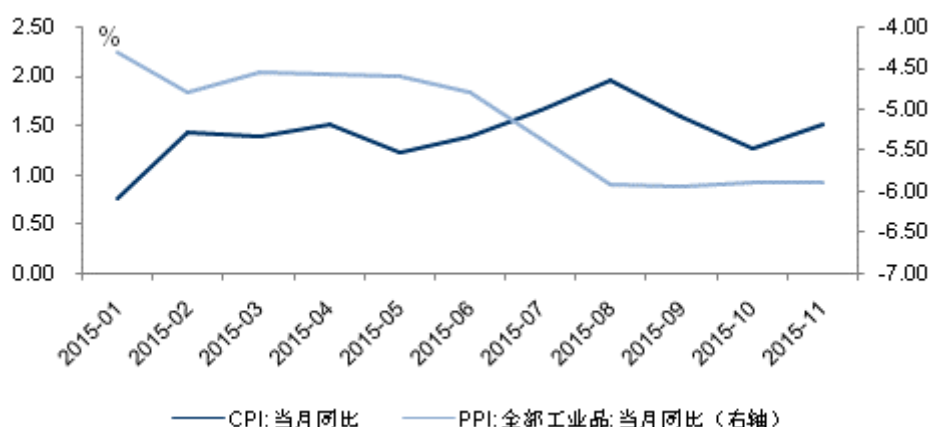
从主要价格指数看，目前经济的主要矛盾仍然是通货紧缩。

整体来看，2015 年 CPI 呈现前低后高的走势，多数月份的 CPI 环比、食品和非食品环比均低于过去 6 年同期平均水平。受春节因素扰动，CPI 在 1 月份降至 0.8%，2 月份回升至 1.4%；基数效应带动蔬菜及猪肉价格同比大幅增长，4 月份升至 1.5%；5 月份由于季节因素造成鲜活食品价格普遍下降，CPI 小幅降至 1.2%，但 5 月 10 日起国家提高了卷烟批发环节价格税率，并加征从量税，导致全国烟草价格上涨 3.6%；6、7 和 8 月份猪肉价格环比明显回升，蔬菜价格也由跌转升，CPI 受食品项目温和抬升，8 月份达到全年高点 2.0%；9 月和 10 月蔬菜和猪肉价格涨幅收窄或转跌，非食品价格涨幅低于往年，CPI 回落至 1.3%；11 月份受雨雪天气影响，蔬菜价格止跌回升，鲜果价格小幅上涨，CPI 升至 1.5%。猪肉价格自 5 月份开始环比回升，至 7 月份环比增速达到最高点 9.9%之后增速开始回落，11 月份环比回落 2.8%；相应的，同比增速在 3 月份止跌转升，在 8 月份达到最高增速 19.6%，此后同比增速逐月递减，至 11 月同比增加 13.9%。本次猪肉价格反弹主要是受到供给端收缩的影响，但同时也伴随着需求端的收缩。非食品价格方面，受石油等大宗商品价格持续回落的影响，交通通讯项目价格和燃料价格自年初开始环比下降，油价下行压力对交通运输价格的有持续的向下带动作用；居住价格和服务类价格较为稳定，主要是由于居民收入增速仍保持稳定。

2015 年 PPI 持续负增长，总体呈现前高后低的走势。11 月，PPI 环比下跌 0.5%，较上月跌幅扩大 0.1 个百分点；同比下跌 5.9%，较 2014 年同期跌幅扩大 3.2 个百分点，已连续 45 个月负增长。11 月降幅略有扩大，原因一是部分工业行业价格降幅扩大，如有色金属冶炼和压延加工、有色金属矿采选、黑色金属矿采选价格环比降幅均扩大，二是石油加工价格环比由升转降。

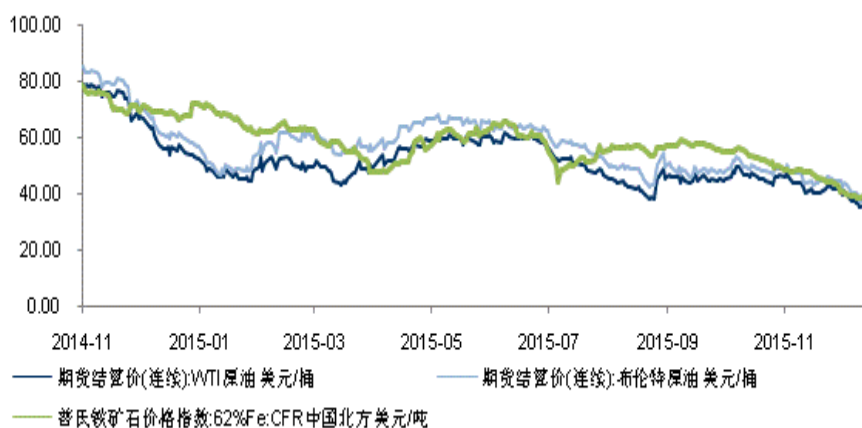
2015 年能源和黑色金属价格持续下跌，截至 12 月 31 日，WTI 原油价格由年初的 52.69 美元/桶跌至 37.04 美元/桶，2015 年已经下跌 29.7%，供大于求是本轮国际油价下跌的主要原因，而 OPEC 近期仍未表现出减产意愿，石油价格下跌还未到位。铁矿石价格由年初的 71.75 美元/吨下跌至 43.25 美元/干吨，2015 年已经下跌 39.72%；主要是受到下游行业投资需求不振的影响，同时低成本主要生产商仍在进一步增产。

图 19：2015 年 CPI 和 PPI 走势



资料来源：WIND，申万宏源研究

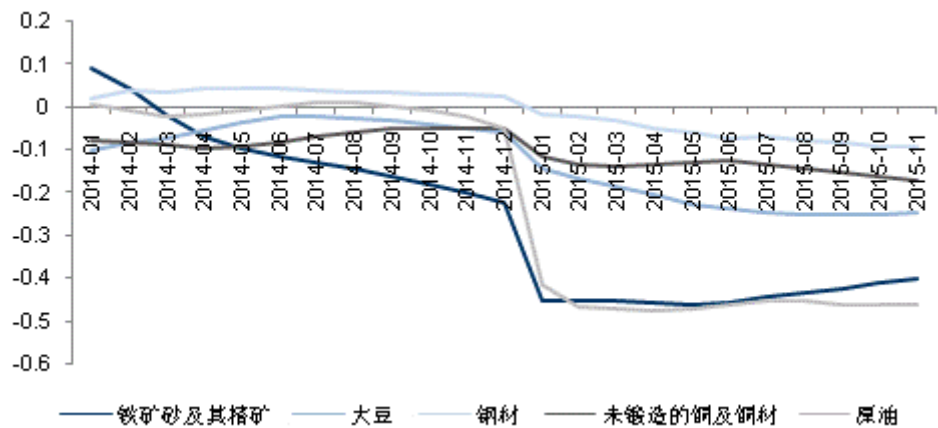
图 20：2015 年能源和黑色金属价格持续下跌



资料来源：WIND，申万宏源研究

通缩压力还体现在进口价格上。截至 11 月份,主要进口大宗商品价格普遍下跌,其中原油价格跌幅达 45.6%。铁矿砂、原油、粮食、成品油等进口量增加,煤、钢材等进口量减少。前 11 个月,我国进口铁矿砂 8.57 亿吨,增加 1.3%,进口均价为每吨 61.6 美元,下跌 40.4%;原油 3.02 亿吨,增加 8.7%,进口均价为每吨 410.0 美元,下跌 46.0%;进口大豆 0.73 亿吨,增加 15%,进口均价为 431.9 美元/吨,下跌 24.7%;进口钢材 1160 万吨,下跌 12.0%,进口均价为 1131.5 美元/吨,下跌 9.1%;进口铜材 428 万吨,进口均价为 6144 美元/吨,下跌 17.2%。

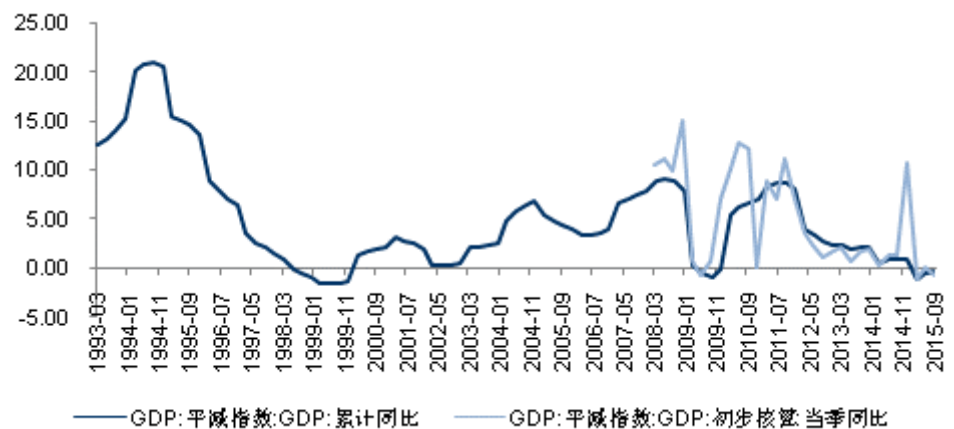
图 21：主要进口大宗商品价格均价同比大幅下跌



资料来源：WIND，申万宏源研究

GDP 平减指数同比下降。2015 年前三个季度，GDP 平减指数当季同比分别为下降 1.1%、增加 0.1%和下降 0.6%；前三个季度 GDP 平减指数累计同比下降 0.3%，较 2014 年同期下降 0.7 个百分点。而历史上仅有两次出现 GDP 平减指数累计同比为负增长的情况，分别是 2009 年二季度至四季度，1998 年二季度至 1999 年四季度。

图 22：GDP 平减指数累计同比和当季同比



资料来源：WIND，申万宏源研究

价格改革进程明确，稳步推进。6月1日起，我国取消了除麻醉药品、第一类精神药品之外的 2000 多种药品最高零售限价管理，药品实际交易价格主要由市场竞争形成，到 2020 年将基本理顺医疗服务比价关系。阶梯气价制度已在 18 个省份的 160 多个城市建立，其余地方正有序推进；非居民用存量气和增量气门站价格并轨，放开直供用户用气价格，我国 40% 以上天然气价格实现市场化。从 2016 年 1 月 1 日起下调燃煤发电上网电价，全国平均每千瓦时降低约 3 分钱，同时将完善煤电价格联动机制，对高耗能行业继续实施差别、惩罚性和阶梯电价。

10月12日，国务院发布《关于推进价格机制改革的若干意见》，明确到2017年，竞争性领域和环节价格基本放开，政府定价范围主要限定在重要公用事业、公益性服务、网络型自然垄断环节。到2020年，市场决定价格机制基本完善，科学、规范、透明的价格监管制度和反垄断执法体系基本建立，价格调控机制基本健全。

## 1.5 金融市场

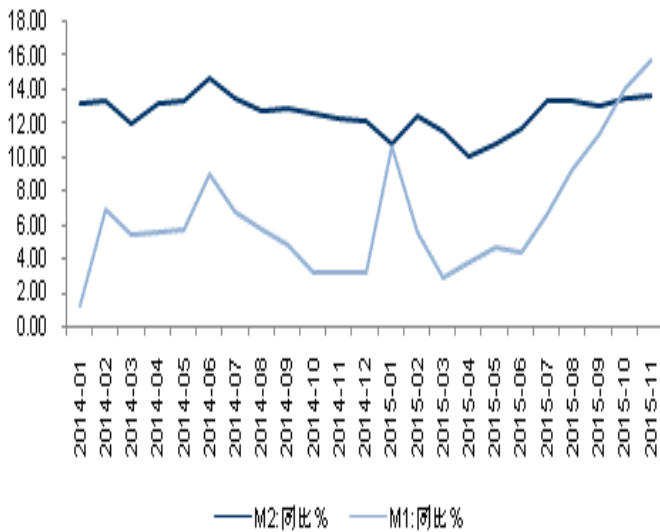
2015年以来，央行维持宽松货币政策，综合运用多种货币政策工具，提供了充裕的流动性，引导利率水平下行，货币信贷平稳较快增长，加大对实体经济领域的支持力度。

货币总量增速较高。截至11月末，广义货币M2余额为137.4万亿元，同比增长13.7%，比2014年末高1.5个百分点。狭义货币供应量M1余额为38.8万亿元，同比增长15.7%，连续3个月增速达到两位数，比2014年末高12.5个百分点。流通中货币M0余额为6.0万亿元，同比增长3.2%，比2014年末高0.3个百分点。前11个月现金净投放41亿元，同比多投放177亿元。2015年以来M2增速总体明显上升，前11个月M2新增14.6万亿元，同比多增4.4万亿元。商业银行通过购买地方政府债券等证券投资供给了大量货币。目前M2增速高于名义GDP增速较多，货币供应总体较为充裕。

存款增长较快。11月末，金融机构人民币各项存款余额为135.7万亿元，同比增长13.1%，增速比2014年末高4.0个百分点，比年初增加21.9万亿元，同比多增13.1万亿元。外币存款余额为6305亿美元，同比增长0.9%，比年初增加570亿美元，同比少增965亿美元。

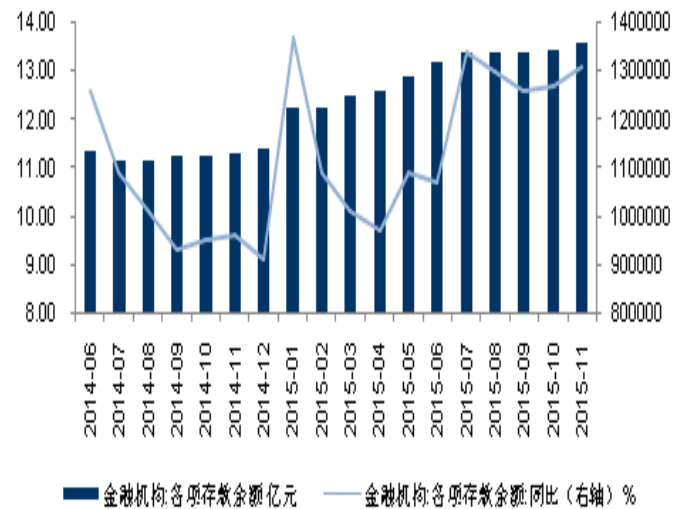
从人民币存款部门分布看，各部门存款增速均有所上升。11月末，住户存款余额为53.7万亿元，同比增长12.8%，增速比2014年末高4.4个百分点，比年初增加5.2万亿元，同比多增2.3万亿元。非金融企业存款余额为41.5万亿元，同比增长10.0%，增速比2014年末高2.9个百分点，比年初增加2.6万亿元，同比多增1.2万亿元。财政存款余额为4.9万亿元，比年初增加1.3万亿元，同比少增4868亿元。非存款类金融机构存款余额为35.6万亿元，同比增长55.1%，增速比2014年末高42.3个百分点，比年初增加12.8万亿元，同比多增10.1万亿元，主要因证券公司客户保证金和SPV存放（包括表外理财、证券投资基金、信托计划等）等大幅增加所致。

图 23：货币总量增速较高



资料来源：WIND、申万宏源研究

图 24：存款增长较快



资料来源：WIND、申万宏源研究

贷款增长总体平稳。11月末，人民币贷款余额为93.4万亿元，同比增长14.9%，比2014年末高1.3个百分点，比年初增加11.7万亿元，同比多增2.6万亿元。金融机构外币贷款余额为8407亿美元，同比下降4.9%，比年初增加56亿美元，同比少增437亿美元。

从人民币贷款部门分布来看，各部门贷款增长均相对平稳。11月末，住户贷款余额为26.8万亿元，同比增长16.5%，与2014年末基本持平，比年初增加3.6万亿元，同比多增4844亿元。非金融企业及机关团体贷款余额为65.3万亿元，同比增长12.7%，与2014年末基本持平，比年初增加6.9万亿元，同比多增8567亿元。从期限看，中长期贷款比年初增加6.0万亿元，同比多增5876亿元，增量占比为58.9%，比2014年同期低2.3个百分点。包含票据融资在内的短期贷款比年初增加4.2万亿元，同比多增7488亿元；其中，票据融资比年初增加1.7万亿元，同比多增6284亿元。

社融规模存量增速下滑。2015年11月末社会融资规模存量为136.2万亿元，同比增长12.3%，2015年以来增速总体下滑，比2014年末低3.0个百分点。前11个月社会融资规模增量为13.4万亿元，同比少增1.3万亿元，从构成上看，主要是表外融资扩张放缓以及外币贷款同比少增较多。

前11个月社会融资规模增量主要有四个特点。一是对实体经济发放的人民币贷款明显增加，占比大幅上升，占同期社会融资规模增量的79.0%，比上年同期高17.3个百分点。二是对实体经济发放的外币贷款同比少增较多，前11个月对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少5118亿元，比上年同期少增8134亿元。三是非金融企业直接融资占比上升。前11个月非金融企业境内债券和股票合计融资3.02万亿元，比上年同期多3498亿元，占同期社会融资规模增量的22.5%，创历史同期最高水平，比上年同期高4.4个百分点。四是委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票



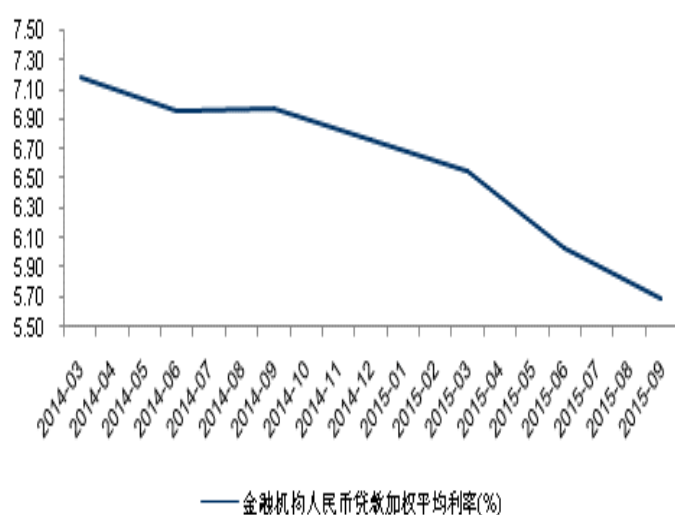
等表外融资同比少增，前 11 个月实体经济以委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票方式合计融资 334 亿元，比上年同期少 2.14 万亿元，占同期社会融资规模增量的 0.2%，比上年同期低 14.5 个百分点。

金融机构存贷款利率总体走低。在央行宽松货币政策的引导下，人民币存款利率走低，一年期定存利率从 2014 年末的 2.75% 下降至 1.5%。此外，贷款利率总体下行。截至三季度末，非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 5.70%，比 2014 年末下降 1.07 个百分点。其中，一般贷款加权平均利率为 6.01%，比 2014 年末下降 0.91 个百分点；票据融资加权平均利率为 4.29%，比 2014 年末下降 1.38 个百分点；个人住房贷款加权平均利率为 5.02%，2014 年末下降 1.23 个百分点。

货币市场利率走低。截至 12 月底，相比 2014 年末，银行间 7 天、14 天、21 天和 1 个月回购利率分别下降 268、311、376 和 280 个基点，至 2.39%、2.90%、3.19% 和 2.95%。R007 五日、十日均值分别下降 231 和 270 个基点，至 2.52% 和 2.48%。

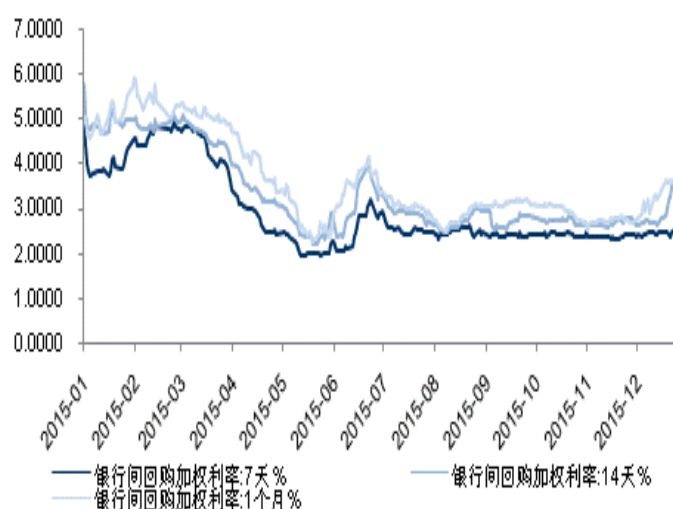
国债收益率下行，期限利差扩大。今年以来，受经济下行、市场流动性充裕等因素的推动，国债收益率收益率曲线整体下行，收益率曲线自年初开始陡峭化下移，在 6 月初之后平坦化下移。截至 2015 年 12 月 31 日，1 年期、3 年期、5 年期、7 年期和 10 年期国债收益率相比去年末分别下降 96.1、81.7、81.1、76.9 和 80.1 个基点，分别至 2.30%、2.55%、2.70%、2.84% 和 2.82%。10 年期与 1 年期国债期限利差为 84 个基点，较 5 月 29 日收窄 80.0 个基点，较去年末增加 59.5 个基点。10 年期国债收益率由年初的 3.63%，小幅降至 2 月中旬的低点，随后升至 4 月 9 日的全年高点 3.70%；在经历了两个月下降和回升的走势后，自 6 月份开始收益率不断下移，最低降至 2.80%。

图 25：金融机构存贷款利率总体走低



资料来源：WIND、申万宏源研究

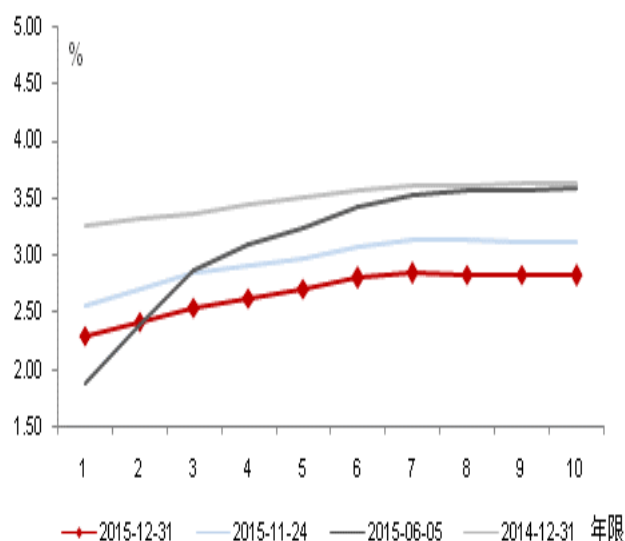
图 26：货币市场利率走低



资料来源：WIND、申万宏源研究



图 27：国债收益率曲线



资料来源：WIND、申万宏源研究

图 28：10 年国债收益率和 1 年国债收益率走势



资料来源：WIND、申万宏源研究

货币政策。2015 年，央行货币政策总体维持宽松，更加注重结构性调控和预调微调，货币政策的灵活性得到了增强，同时加快推进各项金融改革，更好地发挥市场在资源配置中的决定性作用。

存贷款基准利率方面，央行 2015 年总共降息 5 次，每次 25 个基点，总计下调存贷款利率 125 个基点。目前金融机构一年期人民币存款和贷款基准利率分别为 1.5% 和 4.35%，2014 年末分别为 2.75% 和 5.6%。央行下调存贷款基准利率的同时，三季度还完全放开了存款利率上限，我国的利率市场化改革迈出了关键一步。

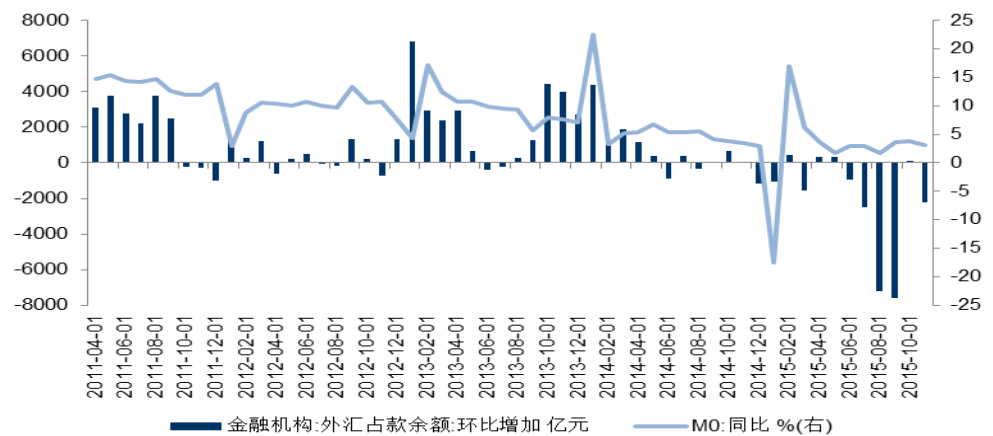
准备金率方面，央行注重普降和定向结合。2015 年以来，央行总计降准 5 次，其中 4 次是以普降加定向的方式降准，1 次是定向降准，大型存款类金融机构准备金率从年初的 20% 下降到 17%。央行采取普降加定向的方式降准，一方面是对冲外汇占款趋势性下滑所导致的基础货币投放缺口，另一方面也是着重引导信贷资源加强对“三农”和小微企业等重点领域和薄弱环节的支持。此外，央行在三季度对存款准备金考核制度进行改革，由时点法考核改为平均法考核，有利于增强金融机构流动性管理的灵活性，平滑货币市场波动。

公开市场操作方面，在国内金融市场和跨境资本流动波动加大的背景下，央行灵活运用逆回购、MLF 等中短期流动性调节工具，配合法定存款准备金等其他政策，保持银行体系流动性的合理充裕。截至 12 月末，央行净投放中期借贷便利 213 亿元，期末余额 6658 亿元；累计开展常备借贷便利操作 3347 亿元，到期已全部收回，期末余额为 0；累计开展抵押补充贷款提供资金 6981 亿元，期末余额 1.08 万亿元；累计开展公开市场逆回购操作投放流动性 3.25 万亿元，开展 SLO 操作投放流动性 5200 亿元。此外，央行进一步加强对货币市场利率的引导和调节。10 月底以来，7 天期公

开市场逆回购操作利率稳定在 2.25% 的水平，较年初下降 185 个基点，以引导和稳定市场预期，降低社会融资成本。同时，央行适时开展中央国库现金管理商业银行定期存款业务。2015 年以来，共开展 9 期中央国库现金管理商业银行定期存款业务，操作规模总计 5100 亿元，其中 3 个月期 2700 亿元，6 个月期 2100 亿元，9 个月期 300 亿元。

2014 年以来，外汇占款出现趋势性下滑，2015 年 8 月份汇改后更是加速大跌。在此背景下，央行通过降准、MLF 等工具对货币投放缺口进行对冲，保证了基础货币的稳定合理增长，同时灵活运用逆回购、SLO 等工具对短期流动性波动进行平滑。从 M0 增速来看，近几个月外汇占款的暴跌并没有产生负面影响，M0 同比增速保持在 3% 左右。

图 29：近几个月外汇占款的暴跌并没有产生负面影响，M0 同比增速在 3% 左右

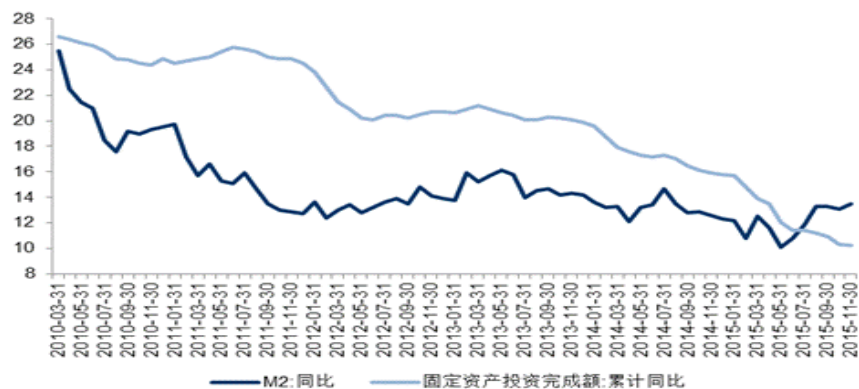


资料来源：WIND，申万宏源研究

## 专栏 2 如何看待 M2 与投资增速的背离

历史上看，固定资产投资增长率和 M2 增长率变化趋势总体一致，但 2015 年 4 月份以来 M2 同比保持高增长，但是投资增速却持续下行，宽松的货币并没有推动投资的增长。对于这种背离，我们认为可以从以下几个方面进行分析：

图 30：2015 年以来 M2 同比保持高增长，但是投资增速却趋势性下行



资料来源：WIND，申万宏源研究

从 M2 的影响因素来看，M2 的快速增长主要来自货币乘数持续扩张，可能是资金在金融系统内的空转导致。货币乘数是商业银行利用基础货币进行货币创造的衡量指标，反映了社会信用的扩张程度。在正常情况下，货币乘数与 GDP 应该呈较强的正相关性。历史数据也确实如此，且货币乘数的拐点往往领先于经济的拐点。当前经济下行，而货币乘数上行，在一定程度上说明国家稳增长投放的资金并没有进入实体经济。

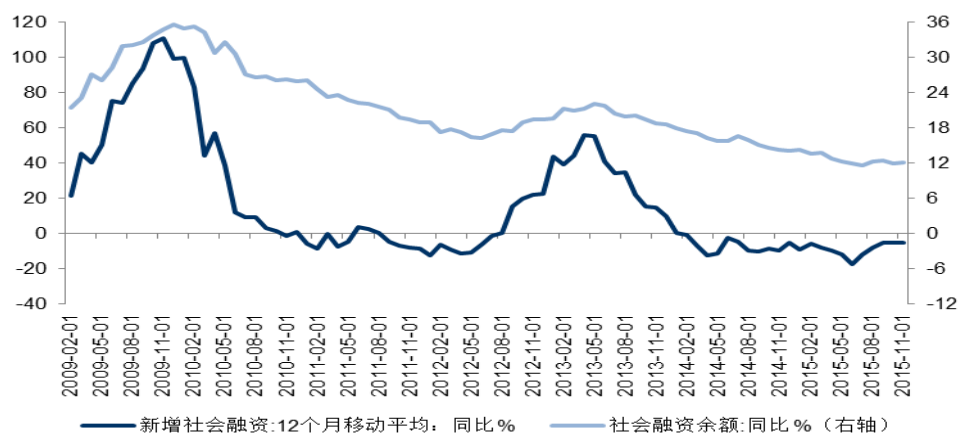
图 31：近期货币乘数与经济的背离快速扩大



资料来源：WIND，申万宏源研究

从反映实体经济从金融部门获得资金规模的社会融资规模的情况看，似乎也能印证这一判断。虽然股权和债券等直接融资规模近期扩张较快，但委托贷款和信托贷款等非标融资同比仍在收缩，外币贷款增速出现趋势性下滑，人民币贷款增速的稳定上升更多的是由于企业间信用通过票据贴现转化为银行信贷所致。总体来看，目前社会融资规模并没有明显改善，新增社融增速维持负增长，而社融余额增速仍在底部徘徊，这与经济下行的趋势是一致的。

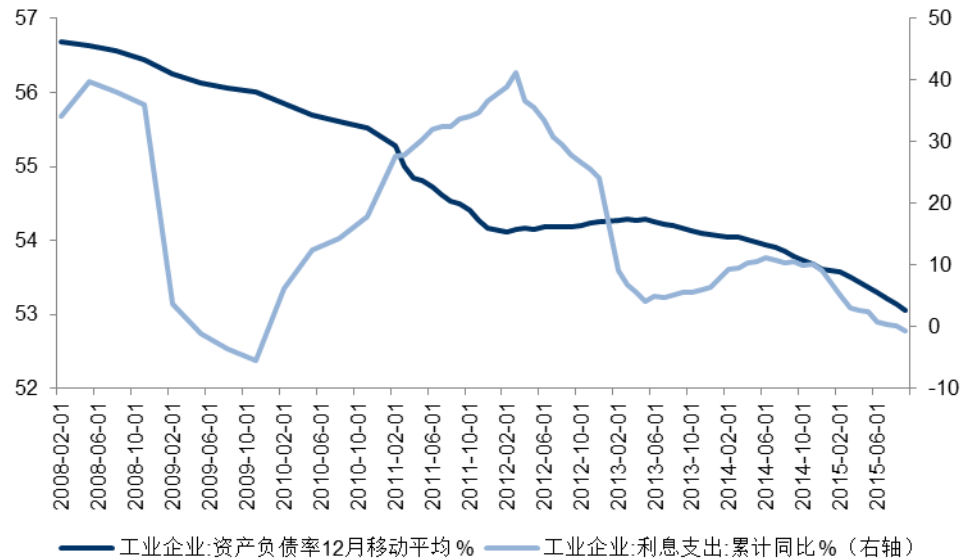
图 32：新增社融增速维持负增长，而社融余额增速仍在底部徘徊



资料来源：WIND，申万宏源研究

第三，可能和主动降杠杆有关。四万亿强刺激以后，地方政府和企业的财务杠杆快速攀升。当前经济下行和通缩风险加剧背景下，企业降杠杆的意愿较强。工业企业的资产负债率持续下降，利息支出同比增速也大幅下滑。这表明，企业的部分信贷并没有转化为投资，而是被用来滚动存续债务，特别是前期大规模扩张的非标贷款等。

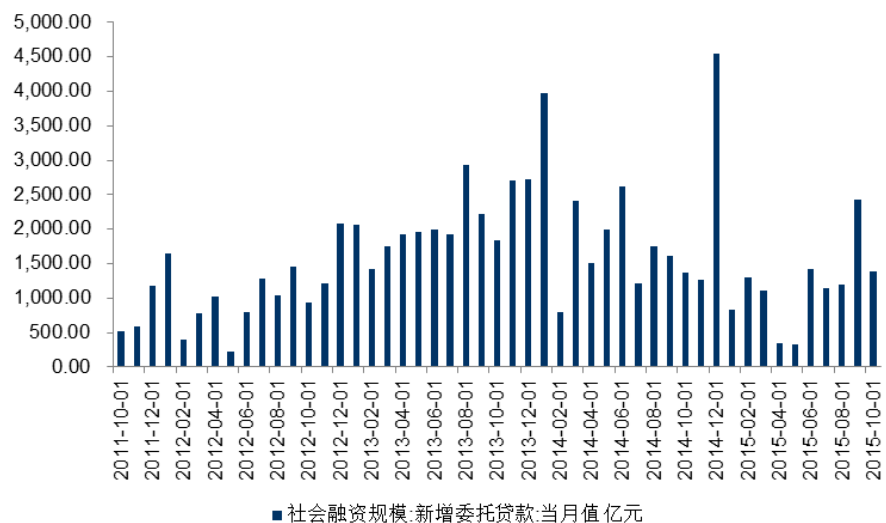
图 33：工业企业的资产负债率持续下降，利息支出同比增速也大幅下滑



资料来源：WIND，申万宏源研究

除了企业主动降低杠杆以外，经济下行背景下，投资回报率的持续下降也导致企业加大投资的意愿不强。此外，随着央行持续引导利率下降以及股市暴跌，高收益资产的缺乏也使大量企业资金回流存款，或者通过委托贷款追求高收益，这也解释了近期新增委托贷款规模出现反弹的原因。

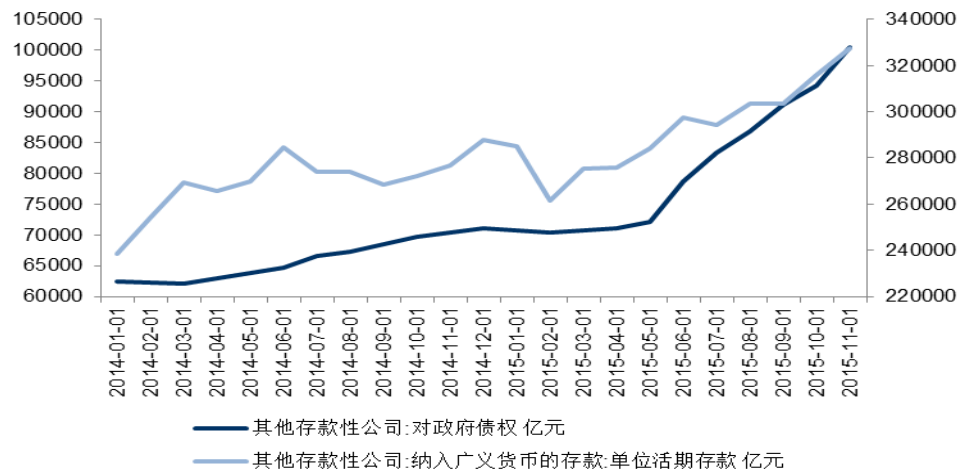
图 34：近期新增委托贷款规模出现反弹



资料来源：WIND，申万宏源研究

由于地方债务置换导致企业活期存款出现大增对货币增长影响明显。我们看到，商业银行资产端的对政府债权在2015年5月至11月增加了2.8万亿，且下半年增速明显加快，月均新增在4000-5000亿左右，预计到12月底正好新增3.2万亿，这和债务置换口径以及下半年开始加速发行的趋势均非常吻合。与此对应，银行负债端单位活期存款5月至11月末增加了4.3万亿，总体趋势和对政府债权基本一致。

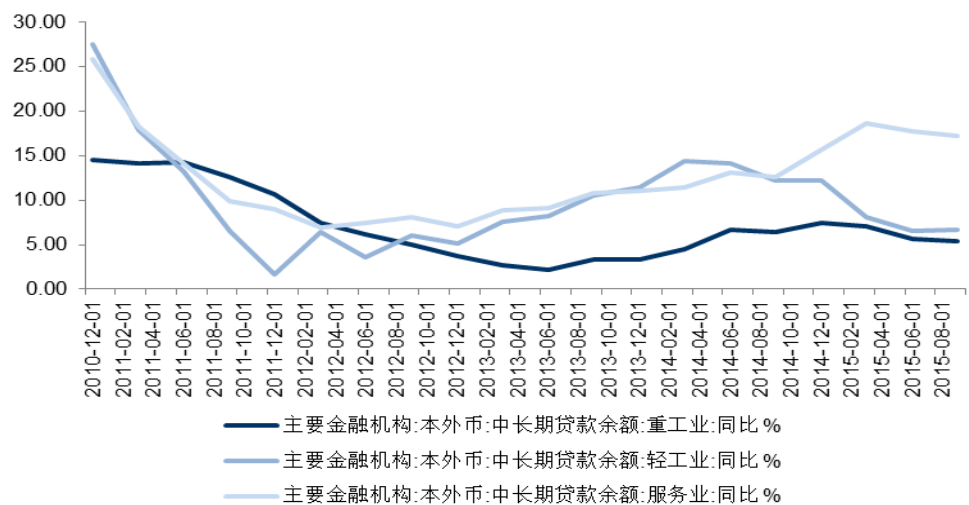
图 35：商业银行对政府债权和企业活期存款的变化口径及趋势吻合



资料来源：WIND，申万宏源研究

第四，可能和产业结构转型有关。经济结构调整背景下，重工业信贷增速保持低位徘徊，而出口转型和外需疲软导致轻工业信贷增速也持续下滑。与之相反，服务业中长期贷款2015年来一直保持15%以上的高增速，且处于加速上升趋势。目前我国服务业成为吸引信贷的主要领域，但服务业的轻资产特性导致流向服务业的信贷不能有效转化成投资以拉动经济增长。

图 36：服务业信贷高增长



资料来源：WIND，申万宏源研究

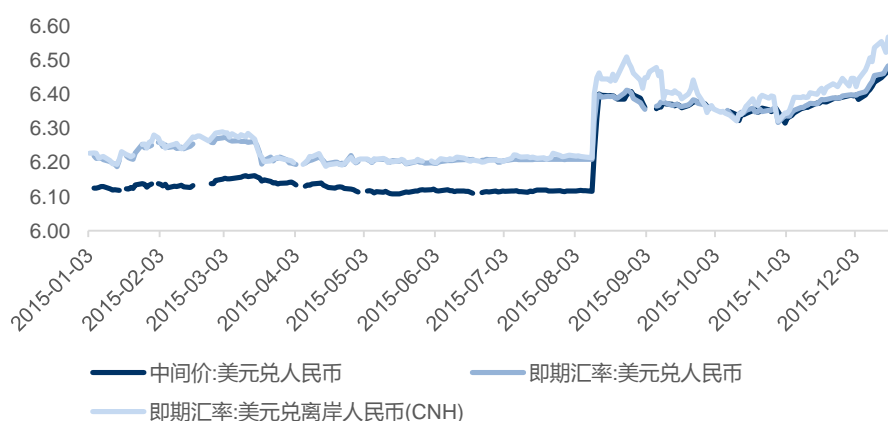
## 1.6 外汇市场

2015 年，人民币总体上显著贬值，截至 12 月 31 日，即期汇率由年初的 6.22 提高到 6.4936，人民币贬值 4.4%。人民币的贬值压力来自于两个方面：一是中国经济下行，出口持续承压；二是美元处于强势周期，美联储加息预期下，资本大量流出国内市场。

811 汇改是中国汇率市场化的重要一步。在 811 汇改前后，人民币汇率的走势存在明显的分化。汇改前，人民币即期汇率与中间价汇率之间长期存在显著的正向偏离，显示人民币中间价汇率显著高估。自 811 汇改始，人民币中间价汇率参考上日银行间外汇市场收盘汇率。8 月 11 日，美元兑人民币中间价由 6.1162 提高至 6.2298，人民币快速贬值 1.86%。8 月 11 日至 10 月 30 日人民币汇率总体上是稳中有升。10 月 30 日开始人民币再次开始贬值。

汇率政策方面，8 月份央行对人民币兑美元汇率中间价报价机制进行改革，中间价更能够反映市场供求，使人民币市场化水平进一步提高。此外，12 月份中国外汇交易中心正式发布 CFETS 人民币汇率指数，标志着人民币汇率将逐渐转向以一篮子货币计算的有效汇率为主要参照。这些改革意味着，央行的汇率政策会更加注重于国内的经济增长。从汇率自我调节的角度来看，只要经济下行、出口承压，汇率就应该贬值。在这种情况下，经济基本面将成为决定汇率的最根本因素，市场对汇率走势的预期也应基于中国经济的走势。

图 37 美元兑人民币即期、中间价及离岸汇率



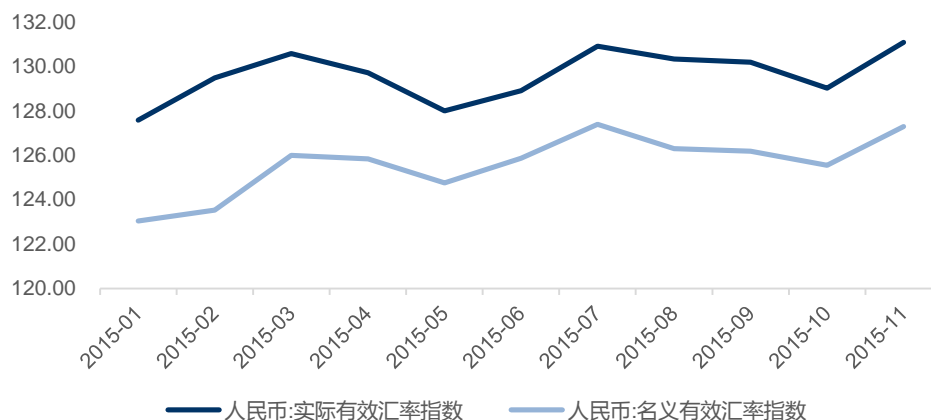
资料来源：WIND；申万宏源研究

由于人民币汇率主要盯住美元，在美元强势周期下，其他货币纷纷贬值。尽管人民币兑美元贬值明显，但有效汇率不降反升。人民币实际有效汇率指数则由 2015 年 1 月的 127.58 上升至 11 月的 131.08，升值 2.74%，同期名义有效汇率则升值 3.45%。在非美元货币大幅贬值的背景下，人民币有效汇率不降反升，意味着中国在全球市场



竞争力的弱化，严重损害了中国出口。因此，人民币与美元脱钩是大势所趋。在这一背景下，12月11日，中国外汇交易中心正式发布CFETS人民币汇率指数。人民币汇率将逐渐转向以一篮子货币计算的有效汇率为主要参照。

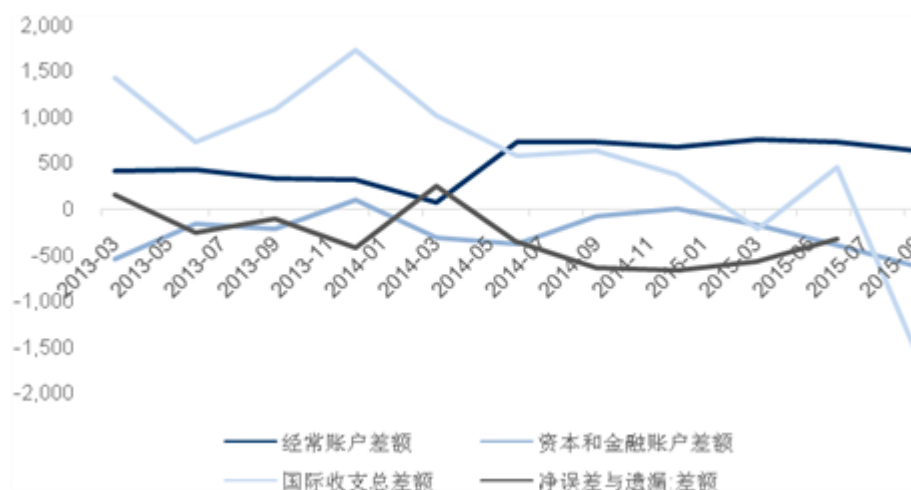
图 38 人民币有效汇率指数



资料来源：WIND；申万宏源研究

2015年，国际收支逆差扩大，总差额由-225.79亿美元下降到-1605.2亿美元。主要原因还是在美联储加息预期下，资本流出的压力比较大。具体来看，经常账户余额变化不大，在2015年3季度仍保持634亿美元的顺差；但同期资本项目净流出-634亿美元。从结构上看，国际收支的巨额逆差更大程度上来自于净误差与遗漏。

图 39 各季度国际收支差额（亿美元）

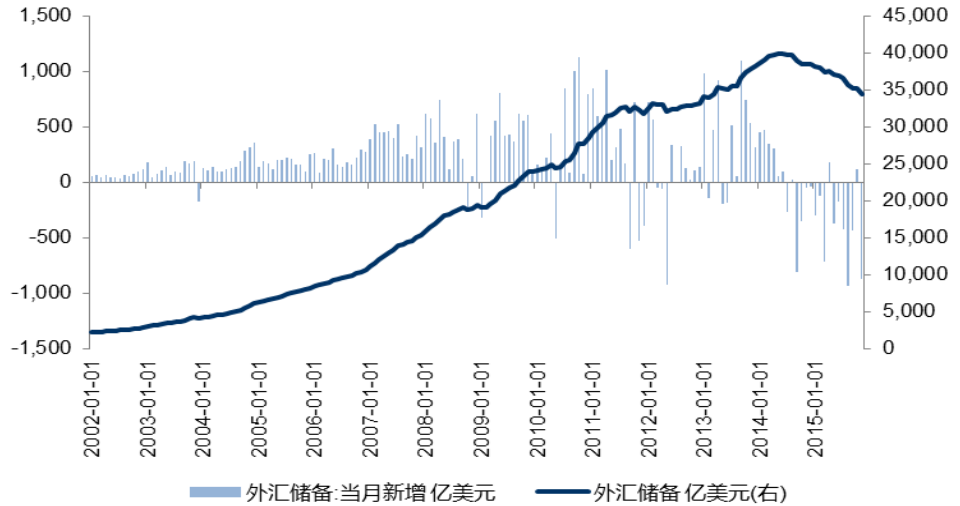


资料来源：WIND；申万宏源研究



我国外汇储备规模自 2014 年 6 月份达到 3.99 万亿美元的历史高点后,呈现出明显的加速下降趋势。截至 2015 年 11 月底,现有外汇储备规模为 3.44 万亿美元,已经累计减少了 5549 亿美元,回落至 2013 年中期的水平。

图 40: 近一年半以来外汇储备呈明显下降趋势

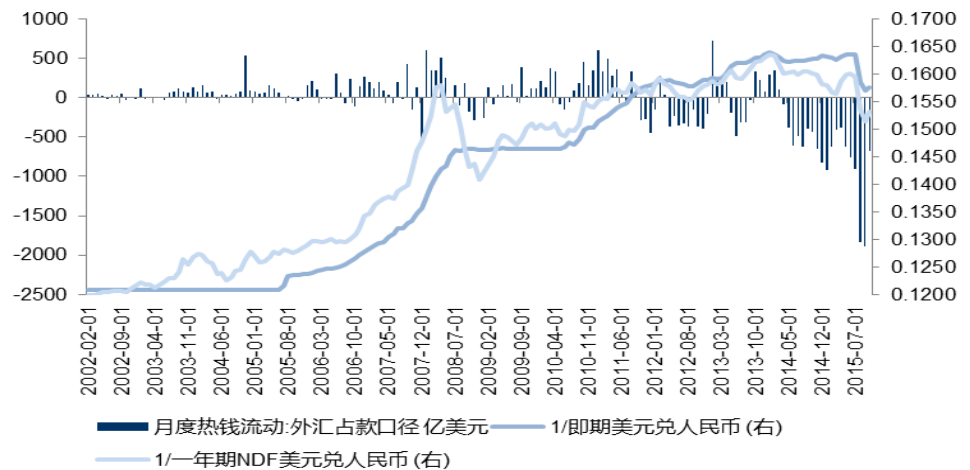


资料来源: WIND, 申万宏源研究

我国外汇的来源主要由贸易顺差、FDI 和其他跨境资本流入构成。过去的十多年,在长期保持双顺差以及人民币升值的背景下,大量外汇持续涌入我国,且最终基本都由央行购入,因此积累了巨额外汇储备。外储从 2014 年下半年开始的持续下滑,尤其是近几个月的大跌,是其来源、形成、使用和汇兑损益四方面因素共同作用的结果。

第一,贸易顺差、FDI 和外汇占款的背离说明跨境热钱出现了大规模的外流。以外汇占款口径测算,2014 年 6 月至 2015 年 10 月,跨境热钱已累计流出 1.3 万亿美元,近半年的单月流出规模均超过 500 亿美元,且 8 月和 9 月份连续两个月流出规模都超过了 1800 亿美元。从历史上看,跨境热钱流动主要是受到人民币汇率走势预期的影响,两者之间呈现出极高的相关性。

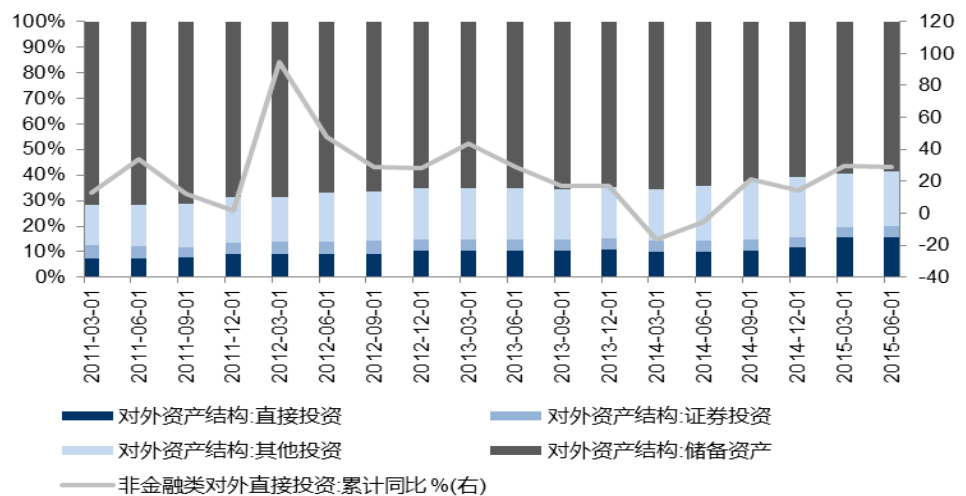
图 41: 外汇占款口径跨境热钱波动和人民币汇率预期相关性极高



资料来源: WIND, 申万宏源研究

第二，资本外流导致了外汇来源的收缩，而在此过程中，藏汇于民则改变了我国对外资产的结构。实际上，在当前的意愿结售汇制度下，受到美元升值预期的影响，私人部门的持汇意愿不断增强，资产外币化、负债去美元化的倾向较高。此外，随着“一带一路”和企业走出去战略的推进、居民财富的增加、民间外汇资金用途管制减少和外汇投资渠道多元化，我国企业和居民对于境外资产的投资和配置需求也增加了藏汇于民的规模。从我国对外资产的结构来看，外汇储备的比重正在逐年下降。相比 2011 年的 71.7%，目前已经降至 58.6%。与此同时，我国对外投资的规模迅速扩大，尤其是对外直接投资，同比增速长期保持在两位数以上，在对外资产中的比重也明显上升，从 2011 年的 7.4% 上升到目前的 15.7%，翻了一倍有余。

图 42：外汇储备在对外资产中的比重逐年下降



资料来源：WIND，申万宏源研究

第三，除了被动售汇以外，央行为了稳定人民币汇率在外汇市场的主动干预也是造成近期外汇储备下降的原因之一。尤其是 8 月份汇改后，观察在岸即期市场，不难发现央行多次通过代理行在尾盘集中抛售美元，以对人民币汇率起到维稳和提振作用。而路透、彭博等多家媒体通过采访交易人士也透露，近几个月央行也委托了中资大行在香港等离岸人民币市场出手干预，缩小离岸和在岸市场汇差，打击套利资金。

第四，在 2014 年下半年美元指数快速走高的背景下，美元对欧元、日元等储备货币升值所造成的汇兑损益同样是我国外汇储备不断缩水的重要原因之一。我们测算发现，汇兑损益造成外汇储备下降的规模非常大。从 2014 年 6 月份的历史高点至 2015 年 11 月底，由于汇兑损益减少的部分占比达到 40% 以上，严重拖累了外储数据。

### 专栏 3：人民币加入 SDR

11 月 30 日，国际货币基金组织（IMF）宣布将人民币纳入 SDR，新的货币篮子将在 2016 年 10 月 1 日生效。人民币成为继美元、欧元、日元、英镑后 SDR 篮子中的第五种货币，所占权重为 10.92%，而美元、欧元、日元和英镑的权重分别为 41.73%、30.93%、8.33% 和 8.09%。这是自 1981 年以来 SDR 第一次纳入发展中国家的货币，也是对中国积极推行金融改革的充分肯定。

## 1 加入 SDR 有助于加快人民币国际化进程。

首先，人民币加入 SDR 可以得到 IMF 成员国的官方认可，这有助于增强持有人民币的信心，提高人民币的国际可接受性和金融便利性，提升人民币的影响力。其次，SDR 属于当前国际货币体系与规则的一部分，加入 SDR 意味着人民币跻身全球主要货币之一，也意味着我国对现有国际规则的承认与接受，可以提升我国在国际货币体系中的主体地位。再次，加入 SDR 可以降低市场主体持有人民币的成本，增强外界使用人民币的信心和热情，改善我国经济发展的外部环境，推动我国的对外直接投资及加快企业走出去的步伐。最后，人民币加入 SDR 也具有重要的政治意义。人民币加入 SDR，可以提高 SDR 的代表性和合法性，并借助于 SDR 挑战美元的霸权地位，撬动国际货币体系改革，并最终实现国际储备货币的多元化。以人民币加入 SDR 为契机，十三五期间，人民币国际化将成为中国经济的一大亮点。

## 2 加入 SDR 有助于推动中国资本市场对外开放

加入 SDR 有利于促进中国资本市场的国际化，例如有助于促进 A 股指数纳入 MSCI，国内债券市场也将被更多纳入债券类国际指数，如 MSCI 固定收益指数，从而带来配置性需求的增加。

## 专栏 4：人民币汇率改革

2015 年 8 月 11 日的中间价及外汇报价机制改革，宣布做市商在每天银行间外汇市场开盘前，参考前一天银行间外汇市场收盘汇率，综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化向中国外汇交易中心提供中间价报价。2015 年 9 月国务院提出《中共中央国务院关于构建开放型经济新体制的若干意见》，要求完善人民币汇率市场化形成机制，扩大人民币汇率双向浮动区间，进一步提高跨境贸易人民币结算的便利化水平，人民币汇率改革一直在持续有序进行。

12 月 11 日，中国外汇交易中心正式发布 CFETS 人民币汇率指数。同一天，央行刊文《观察人民币汇率要看一篮子货币》。人民币汇率将逐渐转向以一篮子货币计算的有效汇率为主要参照。CFETS 人民币汇率指数参考 CFETS 货币篮子，具体包括中国外汇交易中心挂牌的各人民币对外汇交易币种，样本货币权重采用考虑转口贸易因素的贸易权重法计算而得。其中，权重最高的几种货币，美元 26.4%、欧元 21.39%、日元 14.68%。

人民币逐渐脱钩美元是大势所趋。首先，发挥人民币加入 SDR 的实际价值。人民币加入 SDR 后，出于 SDR 汇率定值的需要，人民币也应该有自己较为独立的参考汇率，而不是作为美元的影子货币。若是主要与美元挂钩，那么在 SDR 篮子中纳入人民币，就难以发挥多元篮子货币下分散汇率风险的目的。仅仅是在 SDR 中纳入一个美元的影子货币，其实际意义就大打折扣了。其次，人民币国际化的需要。以加入 SDR 为契机，人民币的国际化将大大提速。周小川行长也曾提出，“十三五”期末，人民币将成为一种国际性货币。如果仅仅是作为美元的影子货币，那么人民币在国际结算和国际储备中的应用就会比较鸡肋。我们观察日本的案例就可以发现，作为美元

影子货币的日元的国际化程度是显著滞后的。再次，完善汇率调节机制的需要。汇率作为一种价格信号，自身具有调节贸易和国际收支的功能。当成本提高导致出口承压时，就需要汇率的贬值来促进出口，稳定增长。但是，主要参考美元的人民币汇率，无法反映国际贸易的实际状况，这也导致强势美元周期下的人民币走强削弱了中国出口的竞争力。而人民币汇率指数则是以贸易为权重计算得到的，可以有效发挥其市场调节功能。

这些改革意味着，央行的汇率政策会更加注重于国内的经济增长。从汇率自我调节的角度来看，只要经济下行、出口承压，汇率就应该贬值。在这种情况下，经济基本面将成为决定汇率的最根本因素，市场对汇率走势的预期也应基于中国经济的走势。

## 1.8 财政

2015年1-11月，全国一般公共预算支出累计值达150223亿元，比2014年同期同口径增长17.4%。1-11月累计预算完成87.6%，高于2014年同期5.1个百分点，其中，中央本级一般公共预算支出比2014年同期进度加快4.4个百分点；地方一般公共预算支出比2014年同期进度加快5.1个百分点。2015年1-11月，全国一般公共预算收入139935亿元，比2014年同期同口径增长8%。受中国经济增速放缓、结构性减税等因素影响，财政收入增速显著下降。

图 43：公共财政收支

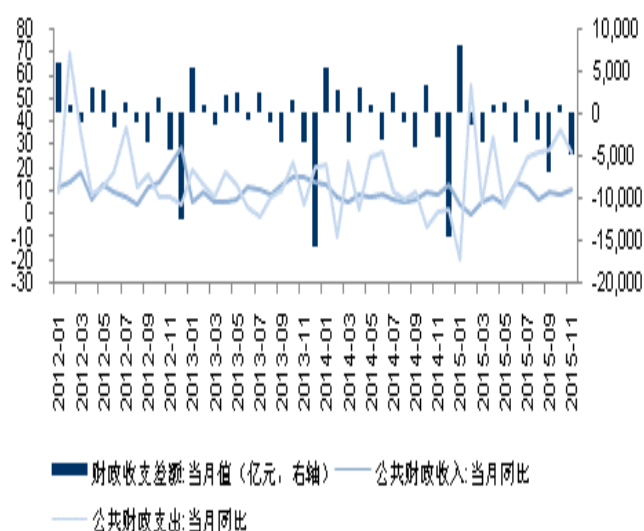
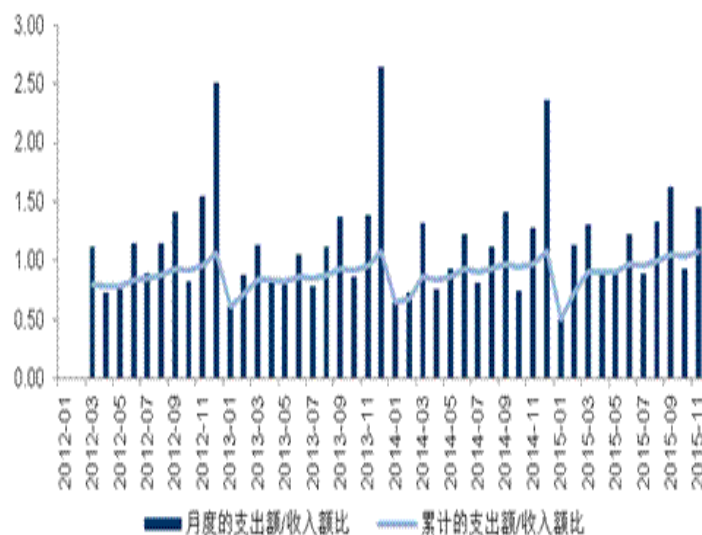


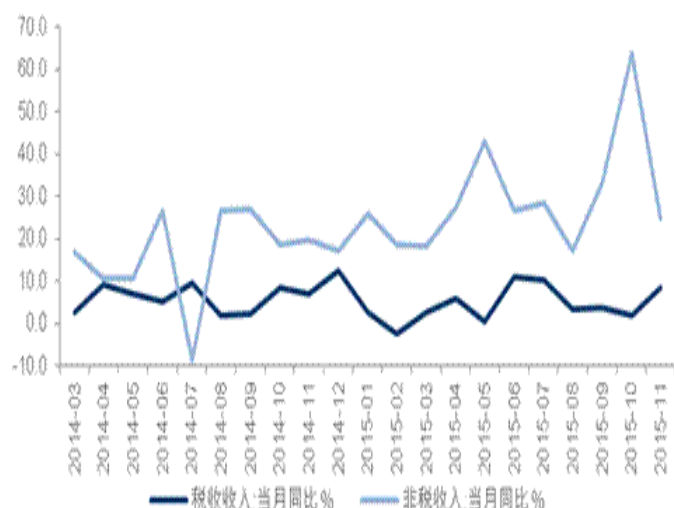
图 44：月度财政支出收入比



资料来源：WIND、申万宏源研究

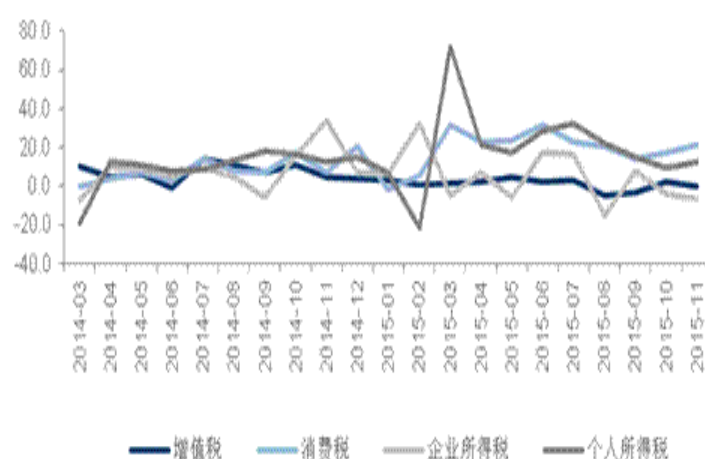
资料来源：WIND、申万宏源研究

图 45: 财政税收与非税收入增速



资料来源: WIND、申万宏源研究

图 46: 主要税种增速明显下降



资料来源: WIND、申万宏源研究

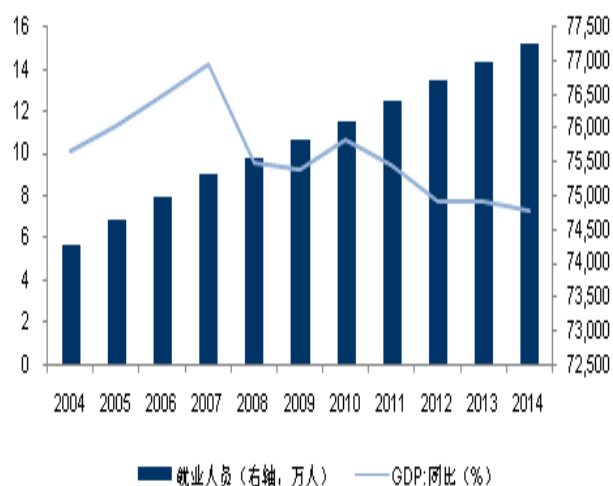
地方政府债务置换存量债务额度持续扩大，财政支出鼓励 PPP 模式积极推进。PPP 项目吸引社会资本投资公共服务领域，有利于减轻当期财政支出压力，平滑年度间财政支出波动，撬动社会资本投入公共服务领域，防范和化解政府性债务风险。半年前 PPP 项目签约率不足 20%，截至 11 月底，已签约项目 329 个，占推介项目数量的比例为 31.5%。目前国家推出的示范、推介项目与已签约但未纳入中央项目库的项目之和已经超过 2400 个，合计金额至少达 5 万亿元，涵盖了道路交通、环境保护、城市公共事业等多个领域。

## 1.9 就业

2015 年低增速经济拉动高城镇就业，前三季度经济增速仅为 6.9%，与经济增速鲜明对比的就业目标超额完成，态势稳定且良好。2015 年前三季度城镇新增就业突破全年 1000 万人就业目标达 1066 万人，略低于 2014 年同期的 1082 万，就业形势总体稳定并好于预期。1-9 月，城镇失业人员再就业 435 万人，就业困难人员实现就业 129 万人。9 月份调查失业率数据为 5.2%，比前两个月稍微有上升，但近三个月调查失业率在逐月递减。11 月从业人员指数为 47.6%，低于 10 月 0.2 个百分点，继续低于临界点，表明制造业企业用工量减少。整体来看，目前中国经济保持中高速度增长，增速有所降低但就业却处在一个很平稳的阶段。

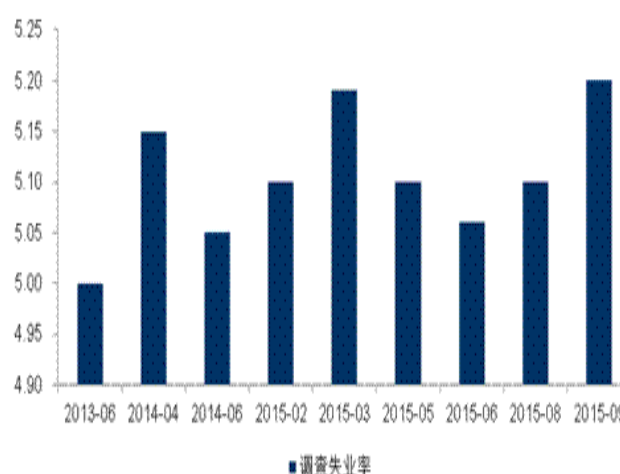


图 47：历年 GDP 增长与就业人员



资料来源：WIND、申万宏源研究

图 48：9 月份调查失业率数据为 5.2%



资料来源：WIND、申万宏源研究

城镇新增就业人数继续保持相对稳定。目前我国劳动力市场形势总体求大于供，由于我国经济总量不断增加，GDP 边际就业量提升创造更多的就业岗位和机会，人口结构中适龄劳动人口比例降低进一步改善了劳动力市场供需状况，维持相对宽松局面。全国求人倍率保持在较高水平，表明就业市场供不应求，失业问题暂得缓解。截至 2015 年三季度，求人倍率连续 20 个季度维持在 1 以上，趋势波动上升，可以明显看到 2015 年上半年求人倍率大幅下降，但在 3 季度明显改善。

大学生就业难以及经济结构偏重资源型、压缩产能严重地区失业率较高问题较为突出。2015 年我国高校毕业生人数将达到 749 万人，比 2014 年增加 22 万人。2014 年我国高校毕业生初次就业率达到 70% 以上，2015 年以来高校毕业生就业基本维持在上年水平。

2015 年东北地区经济下滑明显，由此带来的失业问题也较为严重。亏损严重甚至停产企业员工实际处于半失业状态。资源型重工业省份产能严重过剩，经济增速下滑明显，企业面临破产风险，就业危机出现。这些地区失业率比全国平均水平高 1 个百分点。东部沿海地区就业也面临挑战，我国外贸总体形势偏弱，出口进口双降问题对外贸企业影响严重。

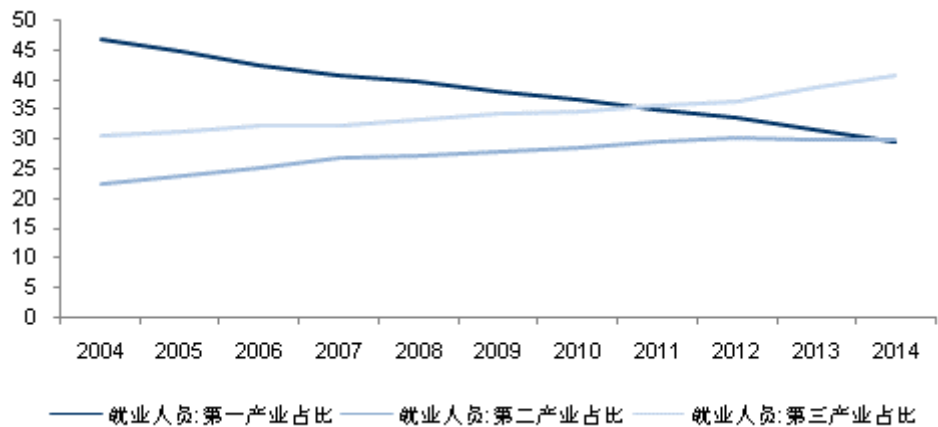


图 49: 求人倍率



资料来源: WIND, 申万宏源研究

图 50: 各产业就业人员比例



资料来源: WIND, 申万宏源研究

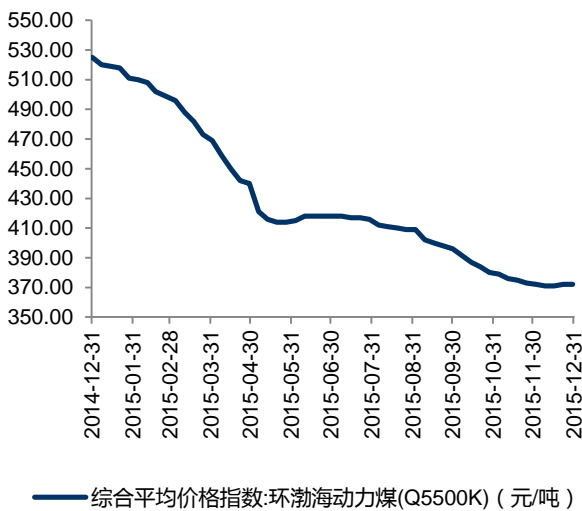
国企隐性失业、外企裁员公开失业、大学生就业难等就业风险仍然存在,致使新增劳动力放缓。但产业结构向服务业转型吸纳就业增多,比重持续加大,创业潮消化大批次就业人群劳动力人口减少缓解就业压力,为中国经济结构转型提供了缓冲时间。虽然未来就业可能会出现一定压力,但是大规模失业触发基本不可能发生。面对就业压力加大的形式,国家采取将企业吸纳就业税收优惠人员范围时间放宽半年;放宽新注册企业场所登记条件限制,推动“一址多照”、集群注册等改革;将小额担保贷款调整为创业担保贷款;采取鼓励农村劳动力创业的政策措施,发展农民工返乡创业园,支持农民网上创业;加大困难人员就业援助等积极就业政策,把创业和就业结合起来,以创业创新带动就业,为就业创业减负清障。

## 1.10 行业分析

### 1.10.1 上游行业

煤炭行业: 煤价持续下行, 煤炭库存维持低位, 电价下调或导致煤价进一步下跌。截至 12 月 31 日环渤海动力煤价格从年初的 520 元/吨下跌 28.5% 降至 372 元/吨, 价格持续走低; 焦煤价格 (含税车板价) 从年初的 775 元/吨下跌 25.3% 降至 560 元/吨, 煤炭经济持续低迷。库存方面, 截至 12 月 31 日, 秦皇岛库存较年初大幅下降 52.6% 至 329.68 万吨, 6 大电厂煤炭库存下降 15.0% 至 1160.3 万吨, 钢厂炼焦煤平均库存较年初下降 27.1% 至 11.45 万吨。

图 51: 渤海动力煤价格持续下降



资料来源: WIND、申万宏源研究

图 52: 秦皇岛煤炭库存



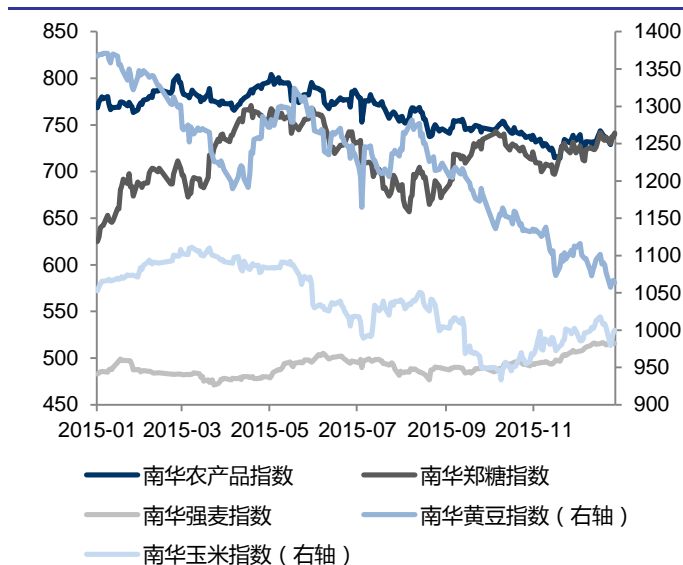
资料来源: WIND、申万宏源研究

全年国内农产品指数小幅波动, 以跌为主。较年初相比, 南华农产品、黄豆、玉米、棉一和豆粕指数分别下降 3.68%、22.22%、5.01%、14.38% 和 11.74% 至 740.32、1063.48、999.95、509.93 和 1567.32, 郑糖和强麦分别上升 18.60%、6.86% 至 741.17 和 515.89。国际农产品价格普遍下跌。具体来看, CBOT 大豆、CBOT 玉米、CBOT 小麦和 NYBOT 咖啡价格分别下降 13.16%、9.59%、18.97%、21.54% 至 871.00 美分/蒲式耳、358.25 美分/蒲式耳、470.00 美分/蒲式耳和 126.00 美分/磅, NYBOT 2 号棉花和 NYBOT11 号糖分别上升 6.26% 和 6.74% 至 63.32 美分/磅和 15.21 美分/磅。

总体来看, 国内农产品普遍呈现下跌趋势。在大宗商品市场, 需求不足、供应过剩、库存高位已经成为普遍现象, 促使农产品价格持续低迷。国际方面, 大豆、玉米、小麦等将持续出现供应过剩, 同时需求增速下降, 价格将维持弱势。糖价从四季度开始出现明显回升, 主要是由供给方面出现短缺造成的, 巴西作为产糖大国因其降雨不

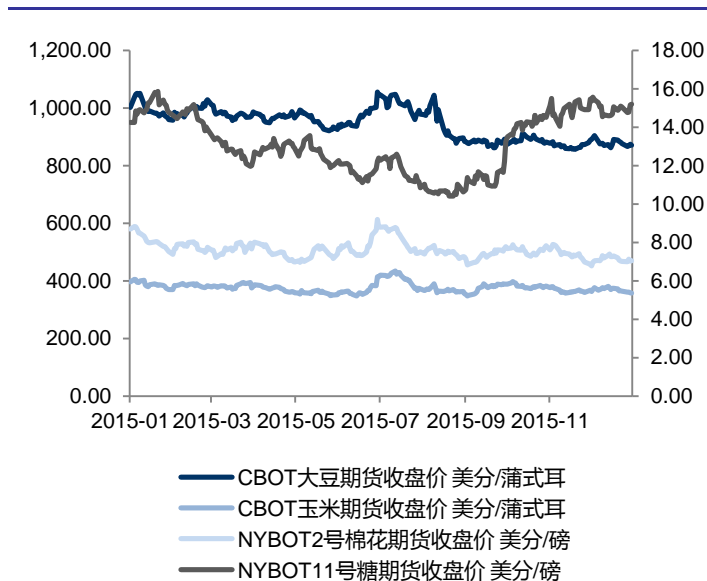
足导致产量下降,而其他主要的产糖地区中国和欧盟国家等减少了其制糖作物的种植面积,使得市场上供不应求,进而推高糖价。

图 53: 国内农产品价格指数



资料来源: WIND、申万宏源研究

图 54: 主要国际农产品价格



资料来源: WIND、申万宏源研究

铁矿石价格全年呈波动性下跌趋势。铁矿石价格由年初的 71.75 美元/吨下跌至 43.25 美元/吨, 2015 年已经下跌 39.72%; 澳大利亚 PB 粉矿价格下跌 34.95%, 至 322 元/湿吨, 主要港口铁矿石库存总量小幅下跌 5.12% 至 9321 万吨, 走势相对平稳。

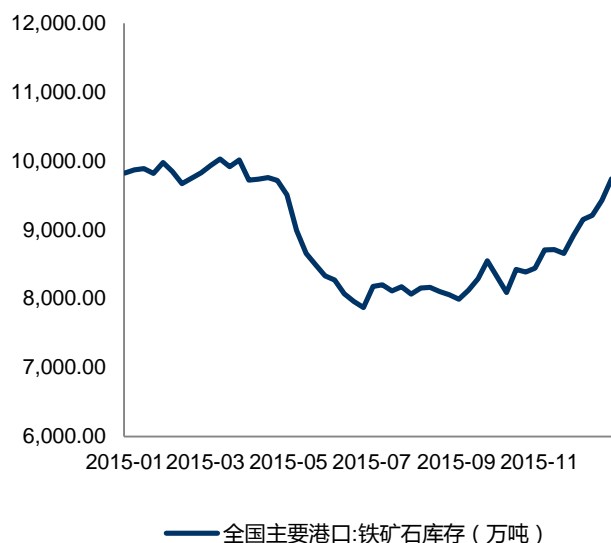
一季度矿价持续回落主要与当时环保限产和去库存有关, 至 4、5 月份非主流矿的退出、低成本矿扩产推延与钢厂补库需求提高促使矿价持续回升, 港口库存小幅下跌; 从 7 月份开始港口矿石库存逐步回升, 这主要是巴西与澳洲作为中国最大的进口地其发货量大幅增长造成的, 而同时国内铁矿石需求疲弱, 随着去产能进程的加深更多钢厂被迫减产, 促使铁矿石需求远远不及供应量的增长, 使得矿价再次下滑; 此后部分钢厂陆续恢复生产, 加上铁矿石期货走高, 使得矿价随之小幅上升, 但产业链主动去库存而导致的中小钢厂的不断减产以及关停使得市场情绪较为悲观, 需求不断收缩, 进而导致矿价不断走低。年底铁矿石价格出现小幅抬高, 但整体弱势依旧, 难改颓势。

图 55：铁矿石价格呈波动性下跌



资料来源：WIND、申万宏源研究

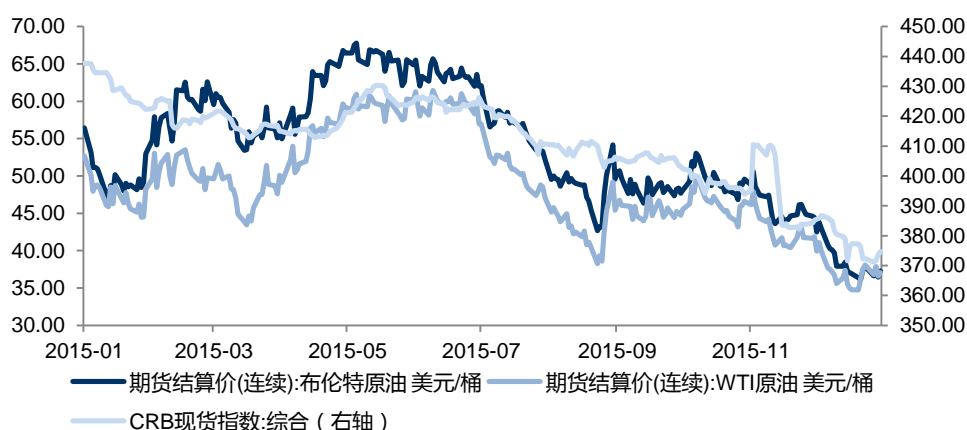
图 56：主要港口铁矿石库存总量小幅下跌



资料来源：WIND、申万宏源研究

国际原油价格整体呈现波动下跌趋势，造成这种现象的原因主要还是原油供求不均衡，供给严重过剩。截至12月31日，WTI原油价格由年初的52.69美元/桶跌至37.04美元/桶，2015年已经下跌29.7%，供大于求是本轮国际油价下跌的主要原因，而OPEC近期仍未表现出减产意愿，石油价格下跌还未到位，供给强势，需求不振，预计未来原油价格还将持续下跌。

图 57：布伦特原油、WTI原油价格波动性下跌



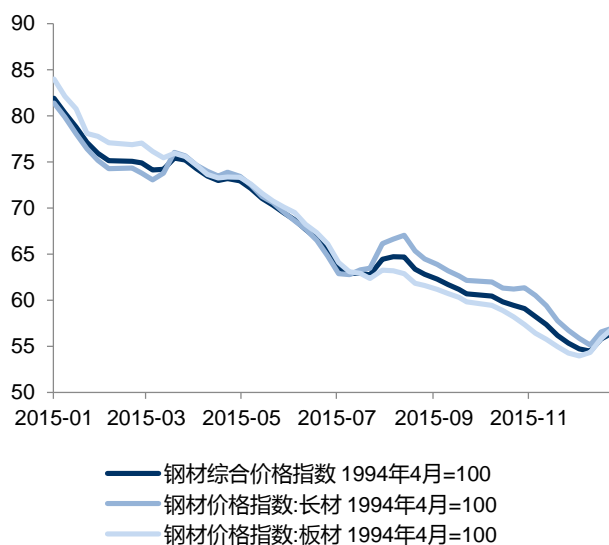
资料来源：WIND，申万宏源研究

## 1.10.2 中游行业

钢铁价格全年持续回落，库存先升后降：截至12月31日，钢材综合指数、长材价格指数、板材价格指数与年初相比大幅下降，分别下降31.2%、30.1%、32.4%至56.37、56.92、56.79，螺纹钢价格下降28.23%至1996元/吨，热轧板卷价格下降34.84%至2020元/吨，冷轧板卷现货价格下降26.13%至3110元/吨；螺纹钢期货价格持续环比下降30.1%至1784元/吨。造成钢价持续下降的原因主要还是供需失衡造成的。粗钢生产下滑，截至12月31日，全国高炉开工率降至75.14%；同时，原料方面铁矿石及焦炭价格呈现下滑趋势，成本或进一步降低，可能会使钢价平滑下移；需求方面进一步减弱，目前季节性需求萎靡，下游需求愈加疲弱。尽管有唐山松汀钢厂焖炉等利好消息提振，但受制于疲弱需求，钢材价格依旧表现弱势。

库存：主要城市钢材库存先升后降。与年初相比，社会总库存下跌14.73%至866.85万吨。总体来看，2、3月份因为春节使得下游逐步进入休假状态导致出货量下降，社会库存开始累积，各种钢材库存呈现小幅上涨；之后螺纹钢、热卷板与冷轧板库存均在一定程度下降，但库存去化速度仍未达到预期，随着需求持续走低，库存去化较缓。

图 58：钢材综合指数持续下降



资料来源：WIND、申万宏源研究

图 59：社会总库存小幅上涨后回跌



资料来源：WIND、申万宏源研究

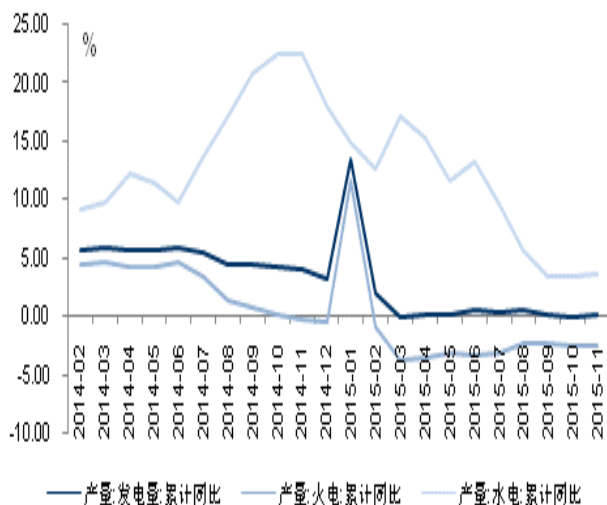
从高频数据6大发电集团日均耗煤量来看，截至年底，日均耗煤量已降至61.87万吨，与年初相比环比下降10.42%，且2015年的周度日均耗煤量普遍低于历史同期值。发电量增速持续回落，火电跌幅扩大。前11个月发电量累计同比为0.1%，较2014年同期回落3.8个百分点，其中，水电发电量累计增速为3.6%，较2014年同期回落18.8个百分点，火电发电量累计同比下降2.4%，较2014年同期跌幅扩大2.1个百分点。2015年上半年受经济结构调整、能源结构改善等因素影响，下游煤炭需求平淡，

电厂耗煤持续低位；直到夏季受酷暑高温影响，空调负荷增加，民用电激增，促使电厂耗煤数量恢复到正常水平；进入九月份，民用电大幅下降，工业用电持续低迷，加速了电厂日耗量的加速下滑；进入十一月份后，北方地区取暖用煤逐步增加，提高了平均的日耗煤量；但 2015 年以来，电厂的日均耗煤量还是整体偏低于往年，加上 12 月 2 日国务院常务会议决定，全面实施燃煤电厂超低排放和节能改造，大幅降低发电耗煤和污染排放，预计这种低耗趋势还将持续下去。

用电量增速回落。2015 年年初用电量超预期回落，前两个月仅同比增长 2.5%，3 月当月同比下降 2.2%，创 2009 年 6 月以来新低。4 月用电量增速由负转正，并在之后的两个月持续回升，但 7 月又出现负增长，经历了 8 月的短暂回升后，9 月、10 月再度陷入负增长，这种趋势在 11 月份得到扭转，11 月当月同比增加 0.6%，主要是受到稳增长措施以及气温降低双重因素影响，但与 2014 年同期相比其增速回落 2.7 个百分点。

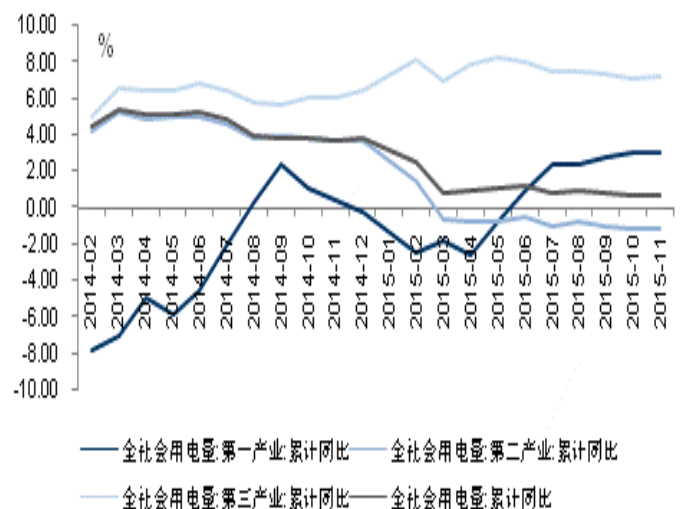
从用电结构来看，前 11 个月第一、第二和第三产业用电量累计同比分别增加 3.0%、减少 1.1% 和增加 7.3%，分别较 2014 年同期增加 2.6 个、减少 4.9 个和增加 1.2 个百分点。第三产业用电量增速最大，第二产业用电量连续九个月负增长。

图 60：发电量增速



资料来源：WIND、申万宏源研究

图 61：第一、第二和第三产业用电量



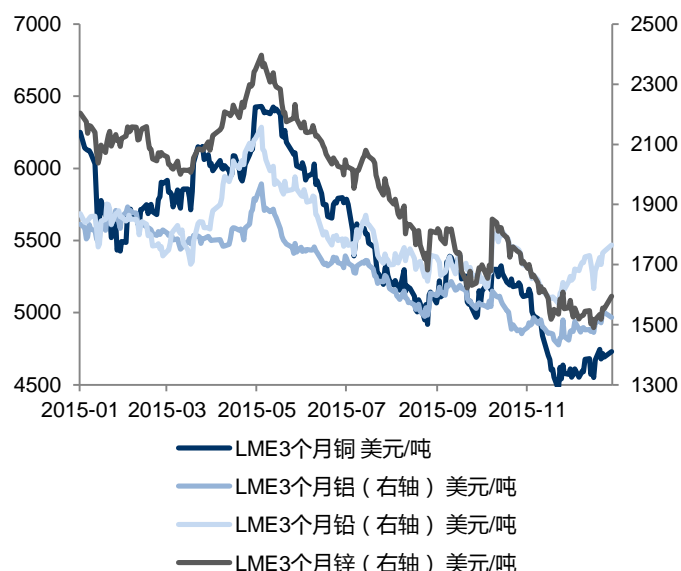
资料来源：WIND、申万宏源研究

截至 12 月 31 日，LME 铜、铝、铅、锌、镍和锡价格较年初均大幅下跌，分别下降 24.32%、16.87%、5.59%、27.63%、41.23% 和 25.81%；LME 库存方面，铜、镍库存分别上涨 33.44%、6.36%，铝、铅、锌和锡库存分别下跌 31.14%、13.66%、32.78% 和 49.40%。SHFE 价格同样下跌。SHFE 铜、锌和铝价格分别下跌 18.49%、19.47% 和 16.67%，铅价格上涨 4.18%。SHFE 库存以升为主，锌、铝和铜库存分别上升 130.14%、46.81% 和 57.86%，铅库存大幅下跌 78.79%。



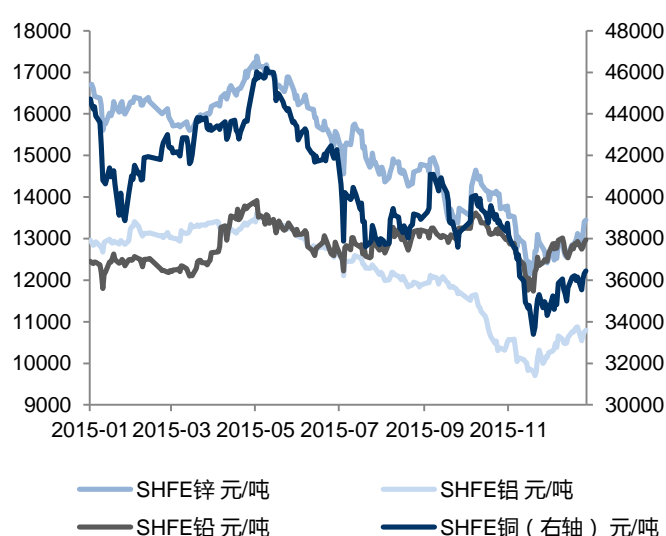
从 2015 年国内有色金属的价格走势来看，除 5 月和 10 月价格有所反弹外，在库存增加和需求低迷的持续影响下，其余月份均呈跌势，显示金属市场持续疲弱。

图 62: LME 有色金属价格



资料来源: WIND、申万宏源研究

图 63: SHFE 基本金属价格

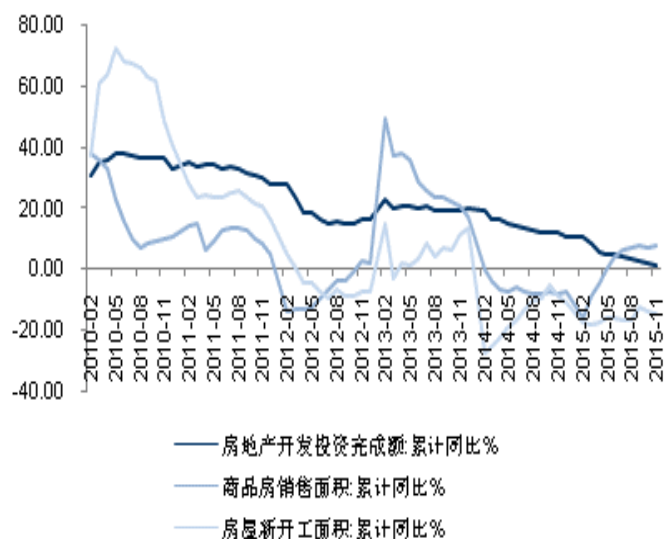


资料来源: WIND、申万宏源研究

### 1.10.3 下游行业

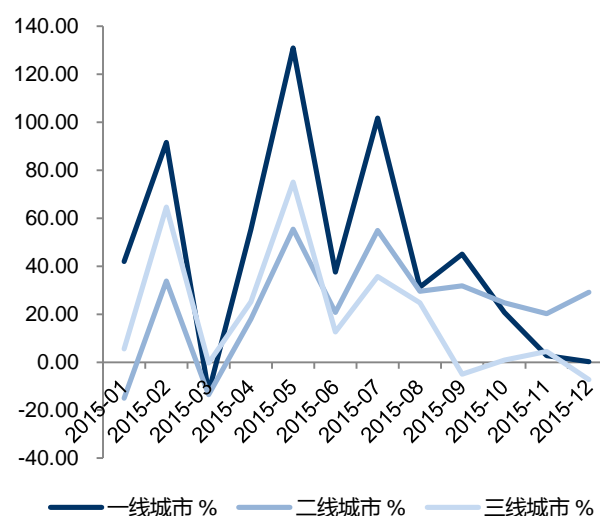
2015 年房地产销售面积累计增速由年初的负增长 16.3% 逐月回升，截至 11 月份累计增速已升至 7.4%。从月度增速来看，2015 年走出了一个倒“V”字形，3 月当月增速为负增长 1.5%，330 新政刺激房地产销售连续 4 个月回升，在 7 月份创出年度最高增速 19.3%，8、9 和 10 月份销售增速逐月递减，在 930 房地产政策出台后，11 月份销售增速回升至 8.7%。从我们跟踪的 30 大中城市的每周成交量来看，一线城市商品房销售同比增长最快，5 月份之前三线城市商品房销售同比高于二线城市，而从 6 月份开始，二线城市销量增速高于三线城市。

图 64: 房地产投资和新开工面积增速下滑, 销售面积增速回升



资料来源: WIND、申万宏源研究

图 65: 30 大中城市一、二、三线城市商品房销售同比增速

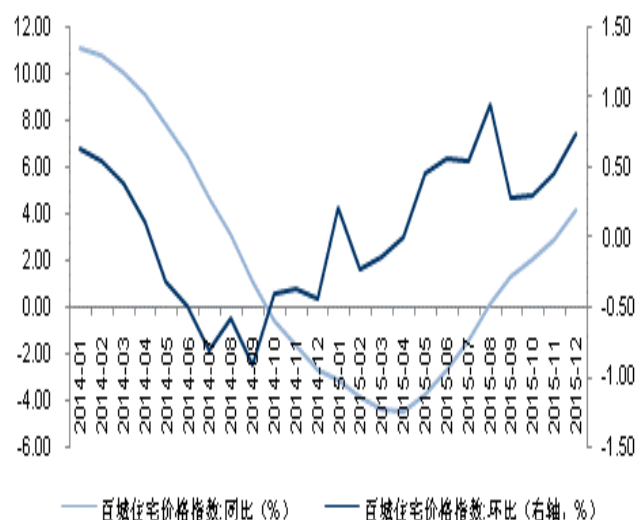


资料来源: WIND、申万宏源研究

房地产投资累计增速自年初以来一直持续下滑, 且月度跌幅有扩大的趋势。2015 年前两个月累计增速为 10.4%, 逐月递减, 前十一个月累计同比仅增长 1.3%, 较 2014 年同期增幅缩窄 10.6 个百分点。从月度数据来看, 3 月当月房地产投资同比增加 6.5%, 6 月份开始增速逐月递减, 尤其在 8 月份之后同比增速降为负增长, 截至 11 月份当月同比降至负增长 4.5%。房屋新开工面积累计同比持续下降, 前 11 个月累计同比下降 14.7%, 较 2014 年同期跌幅扩大 5.7 个百分点。虽然累计同比持续下滑, 但新开工面积仍持续大于销售面积, 库存压力加大。

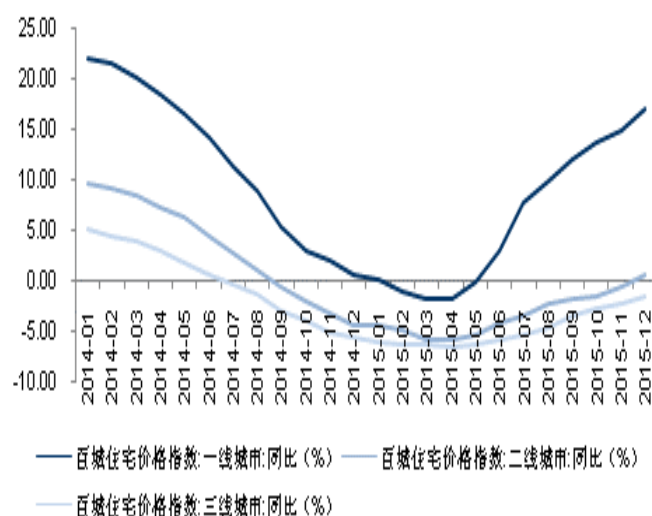
百城房价增速回升, 一线城市房价上升最快, 三线城市房价跌幅逐月收窄。从百城房价来看, 在经历连续 7 个月负增长之后, 百城房价自 5 月份开始同比跌幅缩窄, 8 月份开始恢复正增长, 截至 12 月, 百城房价同比增长 4.2%, 而 2014 年 12 月同比下跌 2.7%。各线城市来看, 截至 12 月, 一线城市房价同比增长 17.2%, 较 2014 年同期增加 16.6 个百分点, 同比增速自 6 月开始恢复正增长; 二线城市房价同比增长 0.6%, 而 2014 年 12 月同比下降 4.3%, 2015 年前 11 个月同比增速均为负增长; 三线城市全年房价均为同比负增长, 自 4 月份开始跌幅逐月收窄, 截至 12 月份三线城市房价同比下降 1.5%。

图 66: 百城房价同比和环比



资料来源: WIND、申万宏源研究

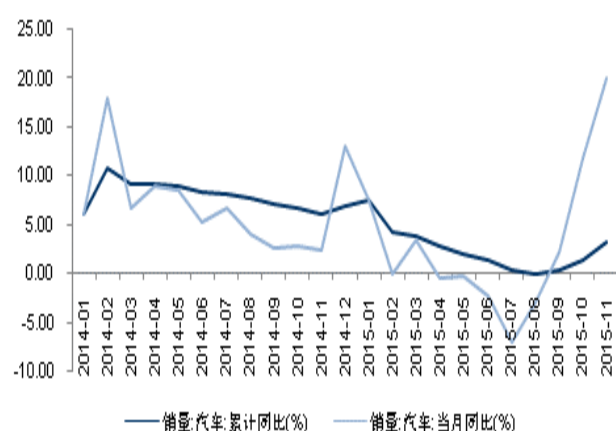
图 67: 一线城市房价上升最快, 三线城市房价跌幅收窄



资料来源: WIND、申万宏源研究

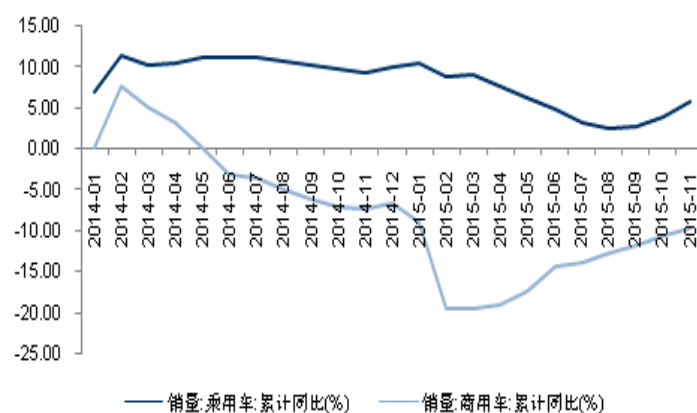
汽车销售低迷, 自 9 月份开始增速回升。2015 年前 11 个月, 汽车销售量为 2178.7 万辆, 累计同比增加 3.34%, 较 2014 年同期增速减少 2.8 个百分点。汽车销量当月增速持续保持低迷, 从 4 月至 8 月份连续 5 个月负增长, 最低增速为 7 月份的 -7.1%; 而自 9 月份开始汽车销售在减税政策刺激下恢复正增长, 10 月和 11 月的当月增速分别为 11.8% 和 20.0%。乘用车销售增速持续下滑, 商用车销售跌幅逐月收窄。前 11 个月乘用车销售累计同比增长 5.9%, 低于 2014 年同期 3.3 个百分点, 且自 9 月份开始累计增速逐月提高。前 11 个月商用车销售累计同比负增长 9.7%, 较 2014 年同期跌幅扩大 2.4 个百分点, 且自年初开始跌幅逐月收窄。

图 68: 汽车销售增速自 9 月份开始恢复正增长



资料来源: WIND、申万宏源研究

图 69: 乘用车销售增速持续下滑, 商用车销售跌幅收窄



资料来源: WIND、申万宏源研究

## 1.1 2015 年大事记

表 1：2015 年大事记

日期	事项
1月21-24日	冬季达沃斯
3月3日-5日	2015年全国两会
3月26日	亚洲博鳌论坛在中国海南省召开
4月22日	习近平主席在印度尼西亚出席亚非领导人会议
6月17日	中澳正式签署《中华人民共和国政府和澳大利亚政府自由贸易协定》
6月27日	希腊银行挤兑危机
7月6日	希腊公投
7月8-10日	习近平主席在俄罗斯乌法举办的金砖国家领导人第七次会晤和上海合作组织成员国元首理事会第十五次会议
7月31日	北京当选为2022年冬奥会主办城市
8月11日	人民币汇率中间价调整
8月23日	9.3抗战胜利70周年阅兵
9月9日-11日	夏季达沃斯
9月23-25日	习近平主席访美
10月5日	TPP12个谈判国达成协议
10月19日-23日	习近平访问英国
10月29日	五中全会
11月13日	巴黎枪击爆炸事件
11月15日	习近平主席参加20国集团领导人会议
11月26日	习近平在人民大会堂会见来华出席第四次中国—中东欧国家领导人会晤
12月1日	人民币加入SDR货币篮子
12月14日	中国加入欧洲复兴开发银行
12月14~15日	上合总理十四次会议在郑州召开
12月16日	第二届世界互联网大会
12月17日	美联储10年来首次加息
12月18-21日	中央经济工作会议
12月20日	中韩自贸协定正式生效
12月21日	中央城市工作会议
12月22日	中央农村工作会议

资料来源：申万宏源研究

## 2. 2016 年宏观经济形势展望

2016 年中国经济环境的变化集中体现在两个方面。第一：供给侧改革。由于供给侧改革，中国经济建立新均衡，步入新周期的时间会缩短，从战略上我们可以更乐观。但从战术上看，伴随着去产能、去库存、去杠杆的推进，就业债务等隐性风险可能显性化，中国经济将更加深刻地感受到转型之痛。第二，美联储加息。无论加息节奏如何，加息周期已经启动，这将带来的全球货币和流动性的再平衡，从历史情况看，新兴市场包括中国将不可避免地受到冲击。

### 2.1 经济运行状况判断

2016 年宏观经济将继续面临持续的下行压力，投资、消费、出口“三驾马车”压力依然较大，传统制造业去产能和房地产去库存任务艰巨。产能过剩、投资和出口

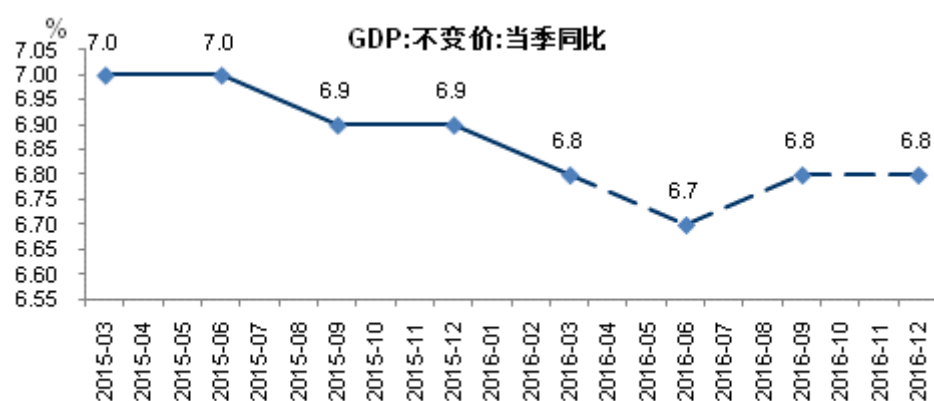
需求弱、银行不良率攀升将持续制约经济增长，以新基建为主的稳增长政策自二季度开始集中发力，稳增长效果将逐渐显现。按照有破有立，有保有压的政策组合，2016年经济增长的风险可能并不大，预计全年经济增长 6.8% 左右，下行有限。预计一、二季度 GDP 将惯性下滑至 6.80% 和 6.70%，三四季度将小幅回升至 6.80%，2016 年整体经济增速将下滑至 6.80%。预计 2016 年全年固定资产投资增速为 10.0%，消费增速为 10.8%，出口增速为 0%。2016 年的利率仍将以下行趋势为主，但考虑到 2015 年 5 次降息，2016 年可能只降 1-2 次，降准 6 次，平均每两个月一次 2016 年的利率环境在边际上没有 2015 年宽松，2016 年 10 年期国债指标利率可下降到 2.5% 左右，但利率中枢总体下移的同时利率波动可能会显著加大。

表 2：2015-2016 年主要经济指标及预测

指标	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
GDP：实际（%）	9.1	10.3	9.2	7.8	7.7	7.4	6.9	6.8
工业增加值增速（%）	11	15.7	13.9	10	9.7	8.3	6.1	6.1
固定资产投资增速（%）	30.5	24.3	23.8	20.6	19.6	15.7	10.2	10
社会消费品零售总额增速（%）	15.5	18.3	17.1	14.3	13.1	12	10.6	10.8
出口（%）	-16	31.3	20.3	7.9	7.9	6.1	-2.5	0
进口（%）	-11.2	38.7	24.9	4.3	7.3	0.4	-15.5	-5
居民消费价格指数（CPI）	-0.7	3.3	5.4	2.6	2.6	2	1.5	1.7
生产资料价格指数（PPI）	-5.4	5.5	6	-1.7	-1.9	-1.9	-5.3	-3.8
一年期存款利率（%）	2.25	2.75	3.5	3	3	2.75	1.5	1
一年期贷款利率（%）	5.31	5.81	6.56	6	6	5.6	4.35	3.85
人民币贷款余额增速（%）	31.7	19.9	15.9	15	14.1	13.6	15	14.1
M2（%）	27.7	19.7	13.6	13.8	13.6	12.2	13.5	13
人民币/美元（年末）	6.83	6.62	6.3	6.29	6.1	6.12	6.4	6.7

资料来源：WIND，申万宏源研究

图 70：2016 年 GDP 同比增速预测



资料来源：WIND，申万宏源研究

### 2.1.1 投资难改疲弱格局，消费或稳中有升

投资是决定短期经济增长的关键，投资总体疲弱的格局难以有实质性改变。一是劳动成本优势减弱，二是产能过剩，这不仅存在传统制造行业如钢铁、水泥、电解铝等高消耗、高排放行业，也存在于一些新兴产业如风能和太阳能。随着中国从重工业化步入到后工业化时代，传统工业化红利逐渐消失，而通过互联网+、中国制造 2025 等战略再造工业化红利仍需要一段时间。

随着去库存的加快，房地产投资可能最快会在 2016 年触底回升。住房供需严重失衡是导致本次房地产市场下滑的关键因素。房地产去产能的实现路径主要集中在：1、通过新农民工市民化消化；2、通过房地产企业购并消化；3、通过取消限购（包括限外、限农）来消化；4、通过扩大政府购买消化。这四条路径可能造成的影响是，地产库存增幅逐渐减缓至缓慢去化，房地产业行业集中度提高，投资增速或在 2016 年迎来拐点，我们预计 2016 年房地产增速可恢复到 5% 左右。

基建投资仍是对冲房地产下滑的主要手段。对于目前抑制投资的因素，预计到 2016 年能够出现的改善是，加大地方债务置换力度，大力发挥政策性银行“第二财政”的作用，加大专项金融债规模。重点投向除了传统的民生领域之外，地下管廊、海绵城市等新基建有望发力。

整体来看固定资产投资增速仍能维持在 10.0% 左右。

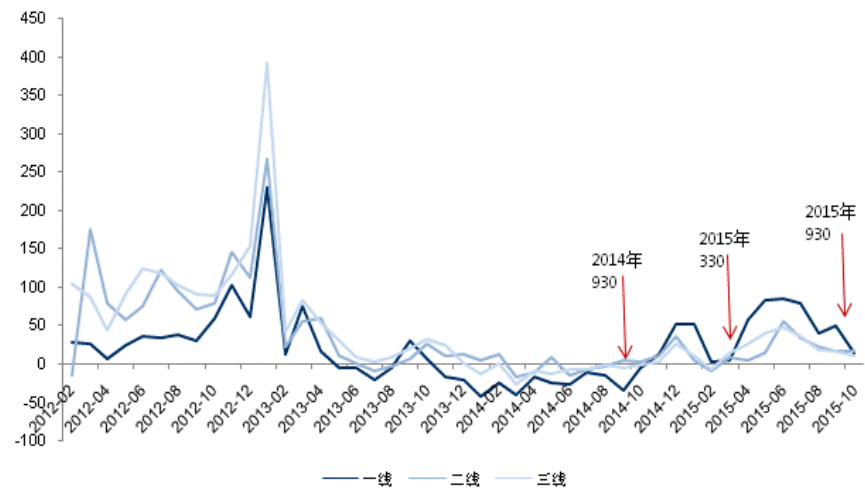
图 71：商品房销售占施工及待售的商品房面积的比例不到 10%



资料来源：WIND，申万宏源研究



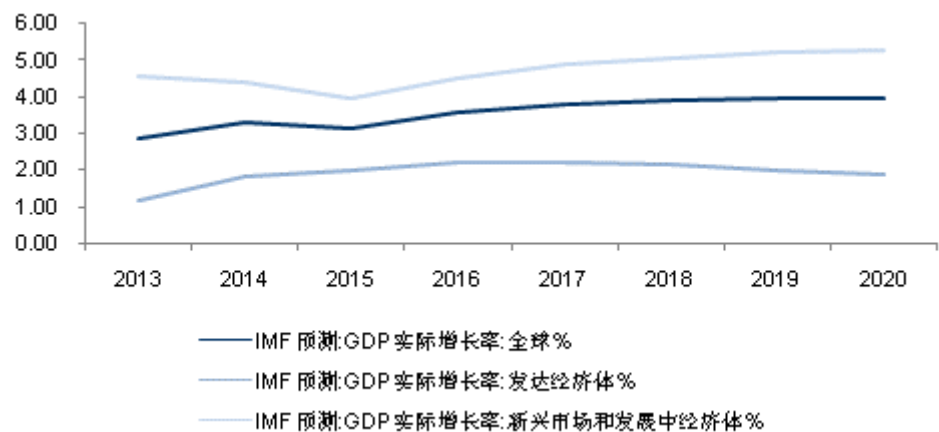
图 72：房地产政策刺激可以拉动商品房销售增速



资料来源：WIND，申万宏源研究

出口方面，2016 年外围环境会略好于 2015 年。根据 IMF 的预测，2016 年全球经济增速在 3.6% 左右，其中发达经济体增速为 2.2%，两者均较 2015 年上升 0.4 个百分点，全球经济复苏的趋势仍将延续，外需有望改善。具体而言，美国经济向上趋势不变，但短期来看仍缺乏强劲扩张的动力，仍将继续处于弱复苏；欧央行将长期维持宽松货币政策，欧元区经济复苏的趋势较为明确，但需要警惕地缘政治等“黑天鹅”因素造成经济短期动荡的可能；日本经济仍不乐观，复苏主要靠的是 QE 印钞票，安倍的“第三只箭”，即经济成长战略，成效并不明显。另一方面，伴随着人民币汇率的调整，人民币实际汇率过高抑制出口的局面可能有所缓解。综合判断，2016 年我国出口或止跌，对中国经济的拉动作用有望提升。

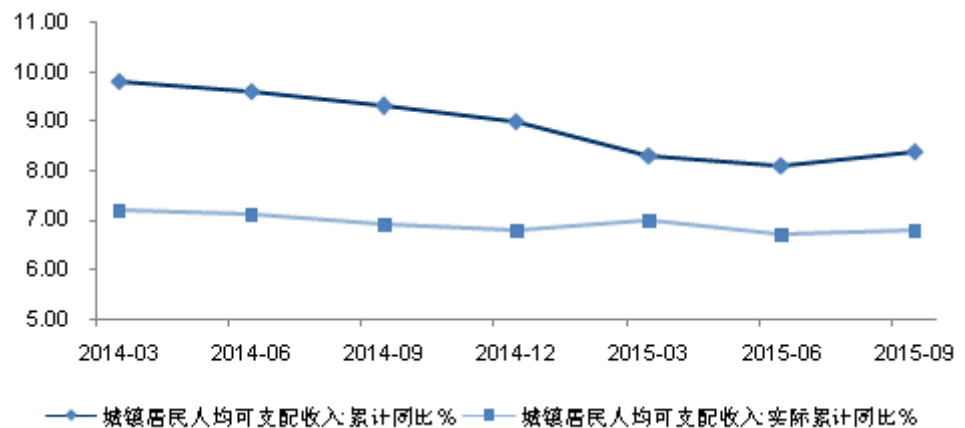
图 73：IMF 年度预测



资料来源：WIND，申万宏源研究

消费总体将保持稳中有升。消费保持稳定的前提是居民收入增速仍较为稳定，2015 年前三季度的城镇居民人均可支配收入累计同比增长分别为 8.3%、8.1%和 8.4%，预计在经济增长保持较为稳定的前提下，2016 年城镇居民可支配收入增速仍较为稳定。消费的上行因素，其一来自于转型和改革的政策支持，预计将加快推进支持消费和大众创业的政策，加大公共产品和公共服务供给，完善重大消费工程。其二，若房地产销售能够持续，也将持续拉动家电和建筑材料等领域的相关消费。另一方面，制约消费的下行因素也长期存在。其一，进一步刺激消费的难度在于提高居民收入，但受制于经济下行，收入调整难度大，居民收入短期难有提高。其二，汽车购买力饱和，而大城市限行限购，导致难以出现过去两年的高增长。

图 74：城镇居民可支配收入增速



资料来源：WIND，申万宏源研究

## 专栏 5 房地产去库存

我们认为可能的房地产去库存的路径有以下四种，1、通过新农民工市民化消化；2、通过房地产企业购并消化；3、通过取消限购（包括限外、限农）来消化；4、通过扩大政府购买消化。这四条路径可能造成的影响是，地产库存增幅逐渐减缓至缓慢去化，房地产业行业集中度提高，居民加杠杆，投资增速或在 2016 年迎来拐点，但政策实施存在一定的风险和平衡难度。

路径一：通过新农民工市民化消化，影响力度取决于户籍等限制措施开放的力度；通过财政补贴支持购买力较低的农民进城买房，未来需要持续维持房地产价格相对稳定、购房成本下降和农民工收入增长稳定。2016 年将通过户籍改革让渡公共服务，加快农民工市民化进程，释放这部分新市民此前被人为抑制的需求，着力消化房地产库存。第一，农民工市民化等限制放开力度受到财政支出制约，可能采取分层次放开城市迁入限制，从中西部三四线城市入手。第二，从效果上来看，短期内政府支持农

民工买房确实可以消耗商品房存量，但大部分农民工缺乏支付和购房能力，这部分购买需求只是“需要”而非有效需求，按揭买房存在一定的潜在风险。为避免信贷风险的发生，未来需要持续维持房地产价格相对稳定、购房成本下降和农民工收入增长稳定。

路径二：通过房地产企业购并消化和发展租赁市场。首先，鼓励房企调整价格，房地产行业集中度加大，房地产企业营销策略将转变。本次中央从房地产行业供给的角度进行调控，鼓励房企降低房价和兼并重组。引导降低房价的影响较难评估。若房价发生普遍性降价，则可能会影响潜在购买需求和投资需求，反而会影响房地产销售，因此房企主动普遍性下调房价的可能性并不大；可能出现的情况是新市民增加较多的三四线城市房价出现调整。未来三四线城市量升价跌现象有可能发生。其次，租赁市场将得到发展，非户籍人口扩大公租房租赁需求。未来机构投资者购买库存商品房后，可以成为租赁市场的房源提供者，扩大租赁供给同时推动库存去化；在房价出现下调的同时，租金回报率有望提升，目前商品房租金回报率多数在 2%-3%，低租金回报率对于发展住房租赁企业效果或有限。

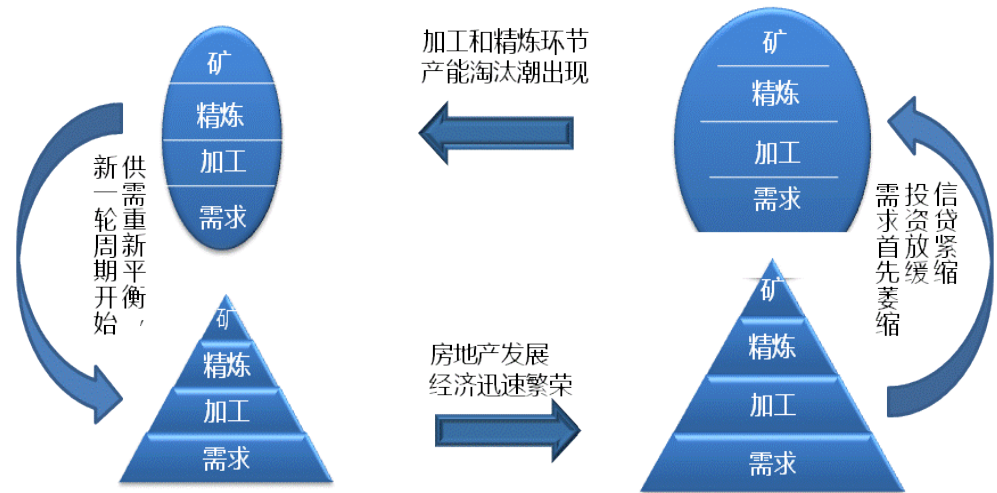
路径三：通过取消限购来消化，更多城市限贷或限购政策待取消，特大城市二手房限制政策或放宽。会议指出，要在房地产领域取消过时的限制性措施，这意味着未来与已执行的政策相冲突的限购类政策有望得到取消。在北上广深成交量和房价不断上升且特大城市人口调控下，北上广深的限购政策或许尚未过时，因此取消的可能性并不大，而大部分城市房地产限购和限贷的意义不大，因此可以期待 2016 年更多城市取消限购或限贷政策。而对于特大城市来说，目前二手房市场需求大于供给，一些对于二手房市场的限制政策可能会得到修正，比如对于二手房个税的优惠限制或对于限购微调。

路径四：通过扩大政府购买消化。2016 年政府收购力度将加大，重点体现在打通商品房市场与棚改安置房、公租房和租赁市场。国家住房银行设立的条件已基本具备，还需要高层次顶层设计。

## 2.1.2 通货紧缩仍是经济中的主要矛盾

需求不足，供给过剩的格局决定 2016 年通货紧缩仍是经济中的主要矛盾。PPI 已经连续 45 个月负增长，目前大宗商品还未进行上游的矿业去产能，尚处投资缩减、资本退出阶段，不同环节投资周期不同，产业链还未收缩到最后的低点，很难谈大宗商品价格见底，预计 2016 年 PPI 负增长的格局很难改变。

图 75：大宗商品的上中下游呈现金字塔型产业结构



资料来源：申万宏源研究

当前经济环境下，通货紧缩预期和通缩风险仍然很大。回顾 1996 年至今的 CPI 与 PPI 的变化可以发现，在 PPI 为负增长的三个阶段，PPI 分别连续负增长 31 个月、20 个月和 12 个月，同时期的 CPI 均经历了连续负增长，分别为 22 个月、14 个月和 9 个月，且 PPI 开始正增长之后，CPI 也随之恢复正增长。本次 PPI 已经连续负增长 45 个月；而同时期的 CPI 从 3.6% 下降至 1.5%，由此前三次 PPI 和 CPI 的变动趋同来看，通货紧缩风险很大，仍将低于预期通胀目标。与 1998-2002 年的经济调整相比，2015 年 CPI 并没有出现负增长，主要是由于食品和服务项目价格的上涨，对制成品价格下跌进行了对冲。从服务项目来看，在居民收入稳定和消费保持稳中有升的趋势下，服务类价格仍有支撑。食品项目来看，生猪供应仍处于较低水平，猪肉消费需求尤其是旺季消费需求可能仍将与 2015 年类似。2015 年 11 月份生猪存栏量环比下降 0.7%，而 10 月份增加 0.3%；同比减少 10.0%，较 10 月缩窄 0.3 个百分点。能繁母猪存栏量环比减少 0.6%，跌幅较 10 月扩大 0.5 个百分点，结束连续三个月的缩窄；同比下降 12.4%，跌幅缩窄 0.6 个百分点。饲料降价提高了养殖利润，猪粮比高达 7.92 的年内高位。总体来看，预计 2016 年食品和服务项目价格的上涨对制成品价格下跌进行对冲的格局将会延续，CPI 涨幅大概在 1.7% 左右。

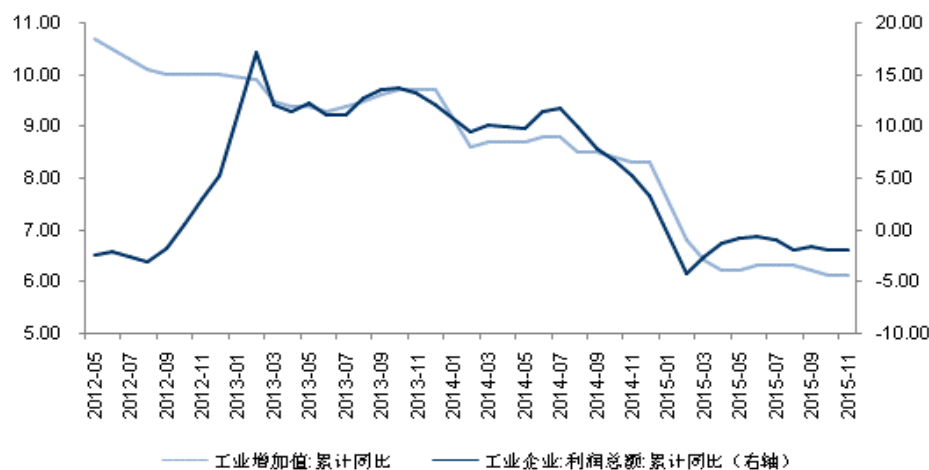
图 76: PPI 和 CPI 的变动趋同, 通货紧缩风险很大, 仍将低于预期通胀目标



资料来源: WIND, 申万宏源研究

2013 年以来, 工业企业利润增速变化趋势与工业增加值基本一致。2015 年 1-11 月工业企业利润累计同比-1.9%, 全年在-1.8%左右。在需求不足, PPI 继续下跌, 坏账风险显性化的情况下, 预计 2016 年工业企业效益将进一步恶化。

图 77: 工业企业效益与工业增加值



资料来源: WIND, 申万宏源研究

## 2.2 有破有立、有保有压的政策组合

伴随着 2015 年中央经济工作会议召开, 2016 年主要经济工作的思路逐渐明确。与 2014 年将保增长作为首要任务不同, 2016 年主要工作定位为推进供给侧改革。在中国经济增长率从 10% 以上的高速增长下降到 7% 左右的中速增长的背景下, 我



们认为加强供给侧改革正当其时，一是需求管理边际效应开始递减；二是在产能过剩的同时，中国仍存在相当多的需求有待满足；三是短期经济增长靠需求，但最终要靠供给，依赖于全要素生产率的提高。在这种情况下，通过淘汰落后产能，既可以改善旧经济通货紧缩的状况，也可以为新经济腾出发展空间。

供给侧改革对于提升中国中长期经济发展潜力是必要的，但去产能、去库存、去杠杆难免使得破产、失业、债务违约等隐性风险显性化，这将对经济和金融产生冲击。如何在推进供给侧管理的同时守住经济增长的底线，守住不发生系统性金融风险的底线需要相关的配套条件和政策制度的设计进行对冲。如果没有预先的政策设计，就盲目推进去产能去库存去杠杆很可能事与愿违，不但不能解决问题，甚至有可能导致新的问题产生。对这个问题好多有识之士表示过担心，可喜的是，国家在部署供给侧改革的同时已经考虑到相关方面的安排，这将在一定程度上保证 2016 年中国经济有惊无险。具体来看，这种安排集中体现在以下三个方面：

其一，通过宽松的宏观政策降低改革的冲击。通过比较，我们更能发现 2016 年无论是财政政策还是货币政策都将更加宽松。从财政政策来看，2015 年中央经济工作会议强调“积极的财政政策将更加有力”，2014 年工作会议的表述是：“积极的财政政策要有力度”。2016 年宽财政主要表现在四个方面：一是减税。除了结构性减税之外，还包括针对负担比较重的制造业的普遍性减税。二是增支。增支的重点除了医疗教育社保等民生领域之外，还包括地下管廊、海绵城市等新基建、节能减排智能制造等新产业。三是扩大赤字率，财政部副部长朱光耀此前表示，3% 赤字率红线可以调整，释放了信号。与国际相比，我国赤字率也显保守。2015 年赤字率 2.3% 左右，在增支减税的背景下，2016 年赤字率有望提高到 3% 左右。四是发挥国开行等政策性金融的作用，加大对需要国家扶持的产业和企业的支持。

从货币政策来看，2015 年中央经济工作会议对货币政策的表述是：“稳健的货币政策需要加大灵活度”。2014 年工作会议的表述是：“货币政策要更加注重松紧适度”。稳健的提法与前期表述一致，加大灵活度提法的有两层含义，一是加大政策工具的灵活性。短期与长期流动性管理工具相结合，运用新型货币政策工具 MLF，PSL，SLO 等，同时也配合运用降准降息等传统金融工具调节。二是加大操作方式的灵活性。注重松紧适度，适时适度预调微调；加大相关政策参数的调整力度和频度。在汇率市场化程度提高的同时，利率政策的自主性也将明显提升。预计 2016 年仍将有 1-2 次降息。

其二，采取一揽子措施，切实降低企业成本。降成本，主要包括降低制度性交易成本、企业税费负担、社会保险费、财务成本、电力价格、物流成本等。其中，降低制造业增值税税率、降低社会保险费精简归并“五险一金”是亮点。2015 年五次降息，2016 继续降息，在一系列降息措施的作用下，预计政策效果将在 2016 年集中显现。



其三，去产能多兼并重组、少破产清算。考虑到激进式的去产能过程可能引起较大的系统性风险，中央经济工作会议明确去产能以兼并重组为主，更注重节奏，渐进推行，这样的制度安排有助于降低大面积破产对经济产生太大的冲击。同时会议提出，对于依法需要实施破产清算的，要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，这也有望对冲去产能对经济社会稳定的冲击。

## 2.3 利率：中枢总体下移，波动或显著加大

在开放经济条件下，利率走势既受到国内经济环境影响，也受到资金跨境流动影响，整体来看，2016年的利率仍将以下行趋势为主，但考虑到2015年5次降息，2016年可能只降1-2次，2016年的利率环境在边际上没有2015年宽松，2016年10年期国债指标利率可下降到2.5%左右。值得关注的是，2016年国家将推动供给侧改革，信用风险事件可能更多发生，利率中枢总体下移的同时利率波动可能会显著加大。

首先，经济筑底决定了利率总体仍将下行。根据我们前面对2016年经济形势的分析，投资总体疲弱的格局难以有实质性改变，需求不足，供给过剩的格局决定2016年通货紧缩仍是经济中的主要矛盾，2016年CPI涨幅大概在1.7%左右。低增长和低通胀的环境决定了利率总体仍将下行。

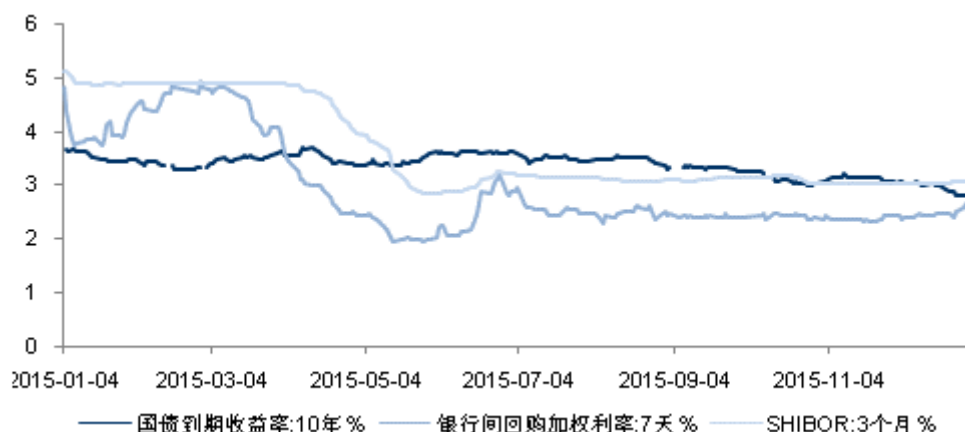
第二，资本外流造成利率上行压力。2016年新兴经济体将继续受困于大宗商品下跌、过剩产能去化、政治动荡等多重问题，预计新兴经济体的经济增速将面临进一步下滑。预计在中国经济明确触底之前，人民币汇率都将呈现震荡贬值的趋势，跨境资金将持续流出，而流出速度或将视中国经济改革成效以及美联储的加息节奏、中国经济和资本市场的动向、中国货币和汇率政策等短期因素的影响。如果2016年4月份美联储再次加息，则美国加息周期的确立将显著刺激资本加速流出，届时国内的流动性将面临较大的压力。在其他条件不变的情况下，这将导致国内的利率水平上升。

第三，打破刚兑可能对利率产生冲击。从监管层近期的表态来看，对于信用风险的容忍程度在加大，在守住不发生系统性风险底线的前提下，打破刚兑是大势所趋，风险资产将重新定价，使得风险偏好与相应风险溢价资产匹配，降低无风险收益率，信用利差上升。2016年经济形势更加严峻，商业银行利润增速下滑，地方财政收入存在压力，依靠国有银行和地方政府兜底的刚兑模式不是长久之计。信用风险事件频发，打破刚性兑付的进程有望加速。从经济有底的稳增长思路看，刚兑打破采取渐进性模式，可能的路径是产业类国企先于城投企业，地方财力相对较弱的过剩产能企业打破刚兑的可能性较大。

综合分析，经济增长下行，投资回报率下降，决定了利率将进一步走低。保增长以及供给侧改革需要一个宽松的宏观环境，要求货币政策进一步放松。降低企业成本，需要进一步降息。资本流出，被动的流动性收缩需要宽松的货币政策对冲。811汇改和一揽子汇率指数的推出，增加了汇率弹性，使得利率的自主性增加。相对于欧美日

的零利率，我国目前政策利率（以一年期定存为代表）还有 1.5%，仍有降息空间。利率下降，既有必要也有可能。2016 年大概率利率仍将下行。以 10 年期国债收益率为代表，将下降到 2.5% 的水平。考虑到 2016 年国家将推动供给侧改革，信用风险事件可能更多发生，利率中枢总体下移的同时利率波动可能会显著加大。

图 78：R007、Shibor3M 和 10 年期国债收益率



资料来源：WIND，申万宏源研究

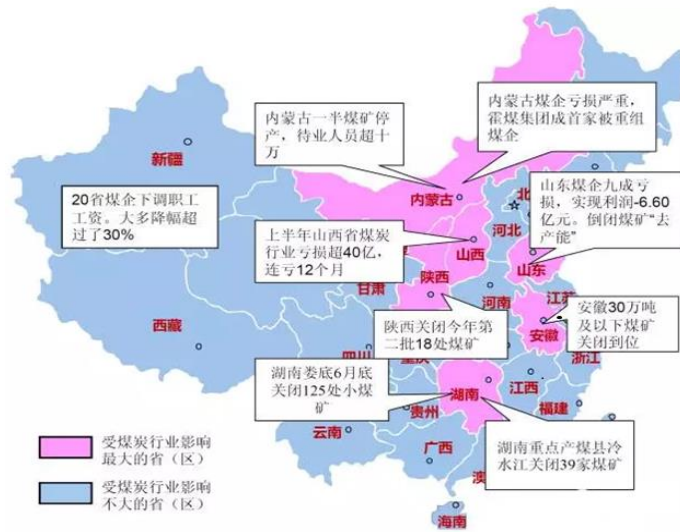
## 专栏 6 供给侧去产能案例

2015 年受市场低迷影响，煤炭、钢铁、水泥等产能过剩行业经营状况恶化，倒逼企业减产、停产。

煤炭行业形势严峻，煤炭消费低迷和产能过剩问题突出，产量降速不及需求。数据显示，2015 年前 11 个月国内煤炭产量 33.7 亿吨，累计同比下降 3.5%；1-11 月份全国煤炭销量累计完成 32.3 亿吨，同比减少 1.38 亿吨，下降 4.1%。根据矿业界的统计，煤炭行业关停和亏损的企业如下图所示。

2015 年内蒙古煤企亏损严重，接近半数的煤矿处于停产或半停产状态；湖南省重点产煤县冷水江市关闭 39 家煤矿，其关闭率达到 60%，娄底市 6 月底关闭 125 处小煤矿；甘肃省年初公布了 76 处 3 万吨/年及以下实施关闭退出的煤矿名单；云南省 2014 年关闭了 285 个煤矿，计划到 2015 年底，全省煤矿数量关闭 240 对以上；安徽省关闭 5 座小煤矿，年产 30 万吨及以下小煤矿已彻底退出。陕西省停产企业 2015 年已公布名单的煤企有 100 多家，2 月份第一批关闭的煤矿包括直接关闭和整合关闭，涉及榆林、咸阳、安康以及商洛的 12 家煤矿；10 月份第二批关闭的煤矿包括府谷县新民镇阴峁沟煤矿等 18 处；11 月份省煤炭生产安全监督管理局对 61 处经营困难、建设资金不足、预期效益不理想的生产、建设煤矿实施停产、停建。

图 79：2015 年全国煤炭行业关停倒闭情况分布图



资料来源：矿业界

钢铁行业过去六年已经淘汰 9000 万吨落后炼钢产能，仍有 1.7 亿吨落后产能面临淘汰。据我的钢铁网和矿业界统计，2015 年的钢铁企业关停和退出的情况如下。3 月四川攀成钢冶炼区高炉、转炉及棒线材生产机组正式停产关停；5 月太钢集团临钢冶炼系统全部关停，临钢年产 43 万吨焦的 66 孔焦炉永久关停，标志着临钢所有的冶炼系统设施全部淘汰；山东临沂市 57 家钢铁、建材等企业责令停产；山西钢厂开始出现大面积检修停产现象，有 22 家钢厂高炉检修，日均影响铁水产量达到 8.8 万吨，有 10 家钢厂高炉处于全部关停状态，全部关停的年化产能达到 1970 万吨；湖北要求在 2015 年 12 月前拆除 544 高炉，淘汰年产 65 万吨炼铁产能；江苏汾湖关停轧钢厂 13 家；杭钢集团钢铁生产线停产；青钢已关停了 3 座高炉、1 个炼钢厂、3 条轧材生产线，关停产能已近 50%。

图 80：2015 年全国钢铁行业关停倒闭情况分布图



资料来源：矿业界

在房地产步入调整期之后，建材行业需求大幅下滑，整体进入衰退期，水泥行业2015年全国计划淘汰落后产能超过5000万吨。据矿业界统计，2015年新疆水泥行业被逼至绝境，产量、销量均下降10%左右，全行业亏损严重；四川平板玻璃大幅亏损；10月怀柔最大水泥厂停产；江苏张家港的民营玻璃巨头华华润停产清算。

图 81：2015 年全国水泥行业亏损情况分布图



资料来源：矿业界

## 2.4 汇率：人民币总体承压

人民币汇率市场化水平的提高，一方面使得汇率作为一项宏观政策在宏观调控中可以发挥更大的作用，也使得其他货币政策尤其是利率政策的独立性显著提升。我们认为决定人民币汇率的最核心因素是中国经济表现以及汇改，美联储加息可能只是一个影响因素。在中国经济步入新周期之前，人民币总体承压，我们认为在 2017 年之前美元兑人民币汇率大概可以见到 7 左右。

## 2.5 三大风险

我们判断 2016 年主要存在下述三个风险，一旦发生将可能对中国产生冲击。

一是资金外流汇率大幅度贬值的风险。预计在中国经济明确触底之前，人民币汇率都将呈现震荡贬值的趋势。随着美联储加息周期的启动，中美利差进一步缩小，资金外流的压力加大，汇率面临着较大的贬值压力。一旦资本大幅流出，汇率出现短期的大幅度贬值，将会引发市场恐慌情绪，导致恶性循环。

二是阶段性流动性冲击的风险。一方面是资本外流造成利率上行压力。预计在中国经济明确触底之前，人民币汇率都将呈现震荡贬值的趋势，跨境资金将持续流出。如果 2016 年 4 月份美联储再次加息，则美国加息周期的确立将显著刺激资本加速流出，届时国内的流动性将面临较大的压力。在其他条件不变的情况下，这将导致国内的利率水平上升。类似于 811 汇改后，由于汇率急剧贬值，导致资本外逃，流动性收缩，利率上升，最终的结果是股债双杀。在 811 汇改后的两周，美元兑人民币汇率由 8 月 10 日的 6.2097 提高至 8 月 25 日的 6.4128，人民币快速贬值 3.27%。而同期上证综指则由 3928.415 下降至 2964.967，下跌接近 1000 点，跌幅高达 24.53%。一年期国债收益率也由 2.1843% 上升到了 2.28%。另一方面是打破刚兑可能对流动性产生冲击。2016 年经济形势更加严峻，依靠国有银行和地方政府兜底的刚兑模式不是长久之计。信用风险事件频发，打破刚性兑付的进程有望加速。打破刚兑是大势所趋，风险资产将重新定价，使得风险偏好与相应风险溢价资产匹配，降低无风险收益率，信用利差上升。

三是 ISIS 地缘政治扩大化的风险。未来 ISIS 还将带来两种地缘政治重大威胁，一是中东区域的长期混乱，二是全球范围的恐怖袭击。ISIS 曾在 2015 年制造了震惊世界的法国巴黎 11.13 系列恐怖袭击事件，目前，ISIS 恐怖袭击的威胁仍然持续存在，并且涉及到欧洲和美国。一旦 2016 年 ISIS 地缘政治扩大化，甚至威胁到作为全球经济和金融中心的美国，将会对全球资本市场带来巨大的冲击。

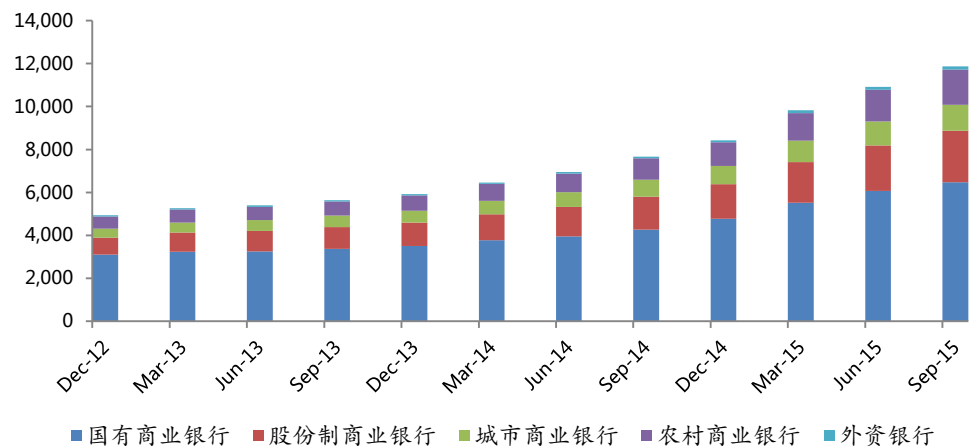


## 专栏 7 不良资产规模面临历史性爆发

近年来，受经济结构调整深度推进、经济下行压力增加以及利率市场化的影响，经济运行中的风险加快暴露，无论是金融机构还是企业，其不良资产规模均面临历史性爆发。

当前，我国的不良资产管理规模处于历史性爆发阶段。以银行体系的不良贷款(我国不良资产的主要来源)为例。我国商业银行不良贷款余额及不良贷款比率呈现双升的趋势，且上升速度有可能处于加快通道。截至 2015 年第三季度末，我国商业银行不良贷款余额共计 11863 亿元，其中国有商业银行不良贷款余额为 6474 亿元，占商业银行总不良贷款余额的 54.57%。在不良贷款比率方面，我国商业银行的平均不良率为 1.6%，其中农村商业银行的不良贷款比率达到 2.35%。

图 82：商业银行不良贷款余额（亿元）



资料来源：WIND、申万宏源研究

当前宏观经济具有以下三点较为明显的特征：一是从长期的趋势来看，我国经济处于结构性调整当中，传统产业的去产能以及创新模式的试错，都可能意味着不良资产的新增；二是，从经济周期的角度来看，我们正处于经济周期的底部，经济运行的风险较高；三是，从利率市场化趋势来看，银行资金成本的上行，也会倒逼银行资产端配置风险偏好的提升，客观上也会进一步拉升银行不良贷款和不良率的上升。因此，基于以上三点，我们认为，不良资产的总体规模仍将持续扩张。

### （1）经济结构性调整，推动不良资产规模上升

在我国经济发展模式转化、结构调整、产业升级的背景下，不良资产规模进一步扩张。一方面，我国传统行业面临着去产能、去杠杆和产业转型升级的压力，企业的过剩产能与高杠杆经营带来的风险在转型时期释放；另一方面，创新型企业正处于发展的试错阶段，创新模式的选择与实施面临着较大的失败风险，企业在试错过程中将伴随着不良资产规模的扩张。



以上市企业为样本，截至 2014 年底，不良贷款余额为 8400.2 亿元，其中传统行业制造业与批发和零售业的不良贷款余额最多，分别为 3035.6 亿元和 2695 亿元。

表 3：2014 年商业银行不良贷款的行业分布

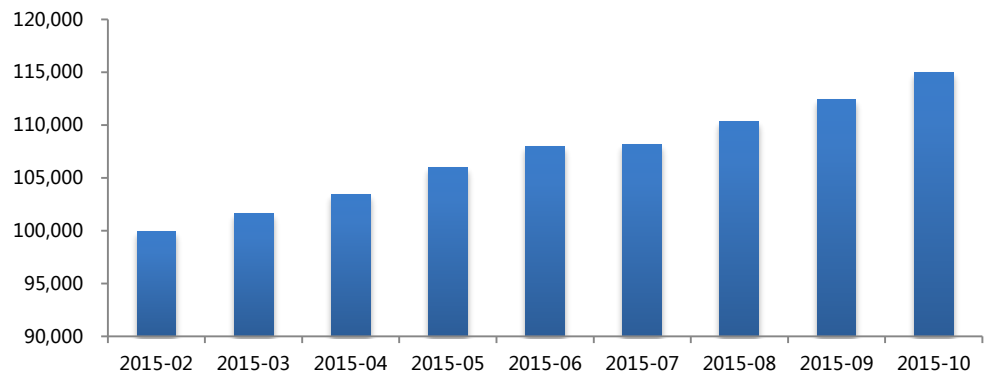
行业分类	上市公司数量 (A 股)	不良贷款余额 (亿元)
制造业	1680	3,035.60
批发和零售业	138	2,695.00
个人贷款	-	882.3
农、林、牧、渔业	49	388.3
交通运输、仓储和邮政业	82	274.3
房地产业	126	263.3
建筑业	63	214.3
采矿业	70	181.6
租赁和商务服务业	22	107.2
住宿和餐饮业	11	104.8
金融业	48	8.1
电力、燃气及水的生产和供应业	83	98.6
居民服务和其他服务业	16	50.4
信息传输、计算机服务和软件业	243	36
水利、环境和公共设施管理业	17	18.4
教育	-	17.3
文化、体育和娱乐业	48	13.6
科学研究、技术服务和地质勘查业	28	9.2
公共管理和社会组织	-	6.4
卫生、社会保障和社会福利业	5	3.4
国际组织	-	0.2
其它	51	-
合计	2780	8408.3

资料来源：WIND、申万宏源研究

## (2) 经济持续承压，运行风险增加

随着经济的增速放缓，企业盈利水平下降，部分企业面临负债率偏高、应收账款周转率偏低的困境。根据国家统计局的统计，规模以上工业企业应收账款净额从 2012 年 12 月 31 日的人民币 8.2 万亿元增长至 2015 年 6 月 30 日的人民币 10.8 万亿元。在新常态的经济环境下，企业盘活存量需求将持续增加，处理不良资产的压力增大。

图 83：工业企业应收账款净额（亿元）



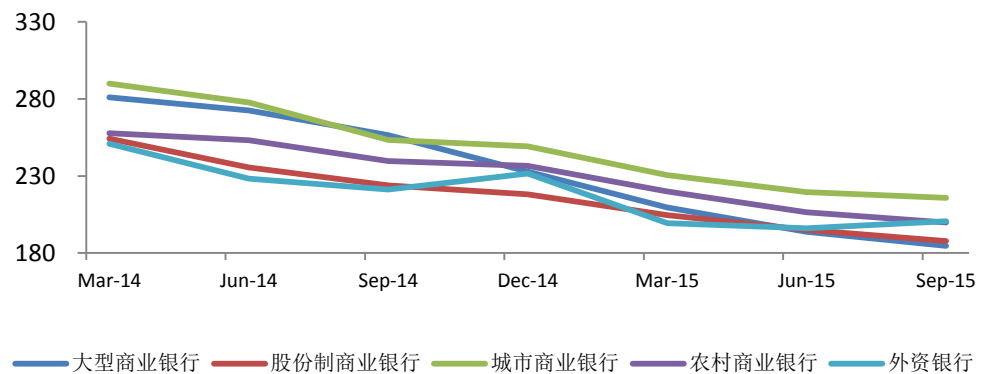
资料来源：WIND、申万宏源研究

### （3）利率市场化进程加快，银行资产端风险偏好上升

利率市场化背景下银行存贷利差收窄，风险偏好上升，资产质量下降。在利率市场化初期，银行为争夺存款竞相提高存款利率，导致负债成本上升；成本上升加大了银行的经营压力，为了对冲掉存款成本上升对利润的挤压，长期来看，银行有可能提高自身资产端的风险偏好水平，将生息资产向收益率较高，风险较高的贷款倾斜，这也将直接导致银行系统的不良率和不良贷款规模的双升。

近期，商业银行的平均拨备水平不断下降，拨备覆盖率的下行空间愈发缩窄，银行系统消化自身不良资产规模的诉求也随之不断提高。

图 84：商业银行拨备覆盖率（%）



资料来源：WIND、申万宏源研究

## 2.6 2016 年大事前瞻

表 4：一张图看懂中国 2016 年重大事件

序号	时间	事件	关注点
1	3月3日-5日	两会	讨论关系国计民生的重大问题，审议政府工作报告，十三五规划全文，二胎放开，健康中国，美丽中国
2	每个月召开一次	中央政治局会议	政治、经济、法制、党建、民族、社会等领域重大事件
3	7月上旬至8月上旬	北戴河会议	政治、经济重大问题。可能涉及反腐及保增长
5	12月上旬	中央经济工作会议	2015年经济形势的总结，确定2016年经济增长的目标和部署工作任务。
6	不定期，平均每月一次	中央深改组会议	改革重大举措、2016年主要是供给侧改革、创新驱动、结构性减税、土地制度改革、户籍制度改革、金融领域改革
7	不定期，平均每季度一次	中央财经领导小组会议	讨论并部署重要经济工作问题，2016年侧重于稳增长、定向和精准调控
8	平均每周一一次	国务院常务会议	讨论国内重要经济形势，扶贫工作、民族团结、简政放权
9	定期，每个季度	中央货币政策委员会例会	金融形势及货币政策执行情况、人民币国际化进展、银行体系改革、利率和汇率改革
10	12月	G20	国际事务治理权和话语权、气候变化

资料来源：申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。