

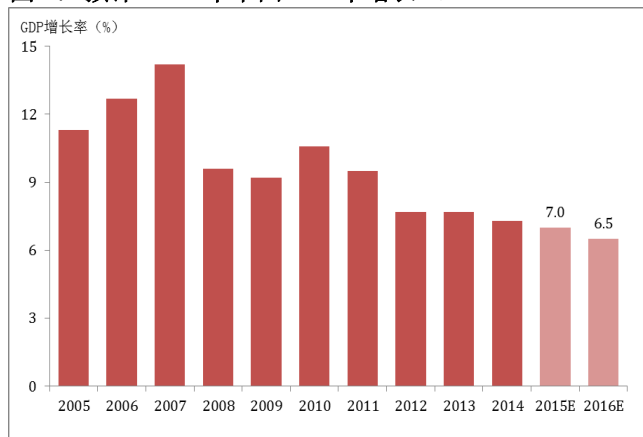
## 2016年中国宏观经济发展展望——寒冬未过，增速放缓

### 预计2016年GDP增长6.5%

2016年中国经济仍然将面临较大的下行压力。传统制造业持续萎缩，经济通缩压力加剧，虽然消费增长平稳、新兴产业发展势头喜人，但从规模上难以即刻弥补传统行业衰退造成的空缺；前期刺激政策过后，过剩产能和债务风险均需时日得以消化；随着美国加息进程推进，资本流出压力有增无减。当“三期叠加”遇上全球复苏缓慢，恐将引发经济超预期回落。我们预计2016年中国经济增长先抑后扬，上半年GDP增速可能降至6.5%以下，下半年随着前期刺激发力，经济逐渐释放出增长潜能，全年GDP增长预计为6.5%。2015年GDP增长预计能够实现7.0%。

丁文捷, PhD  
(852) 3900 0856  
dingwenjie@cmbi.com.hk

图1：预计2016年中国GDP年增长6.5%



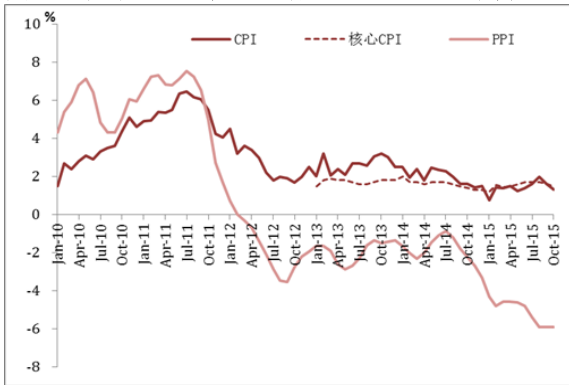
来源：国家统计局。招银国际预测。

### 通缩压力加剧

**2016年CPI增长预计为1.4%，食品价格上涨空间有限。**CPI主要由食品和非食品价格构成。非食品价格在经济下行的背景下难有提升。近年来，CPI的波动主要来自食品价格波动（图3），而未来食品通胀空间比较有限。从2015年下半年的趋势推断，食品（尤其是猪肉）供给紧缺的状况逐渐得到缓解，此外，三大主粮玉米、小麦和大米的价格均呈现出下行趋势。综合而言，我们预计2016年CPI增速将基本维持今年的水平1.4%。值得一提的是，统计局可能将在2016年调整CPI各分项的权重，其中食品类的权重会逐渐降低，而居住类的权重将逐渐提升。调整后的CPI走势将更为平稳。

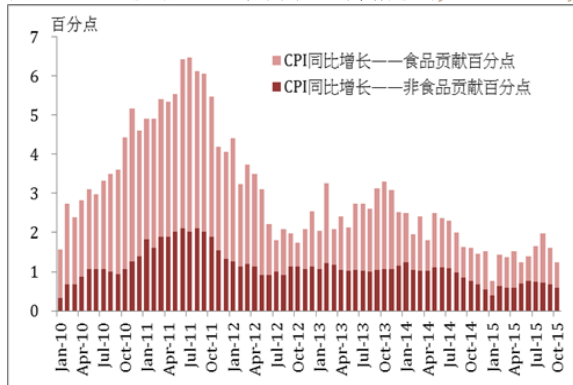
**预计PPI继续下滑，明年上半年降幅恐难收窄。**自2012年3月起，生产者出厂价格指数（PPI）已连续40多个月同比下降。降幅较大的行业主要有：石油、天然气和煤炭开采及加工；黑色和有色金属冶炼及加工等。2016年，受到全球供给过剩、中国需求疲软等因素的持续作用，全球能源和大宗商品的价格仍将承受较大的下行压力。根据IMF的预测，全球能源和金属价格在未来5年内将维持低位徘徊（图4）。据此，我们预计2016年中国PPI将继续处于下滑通道，下半年降幅逐渐收窄，按年下降5%。

图 2：预计 2016 年 CPI 增长 1.4%，PPI 下降 5%



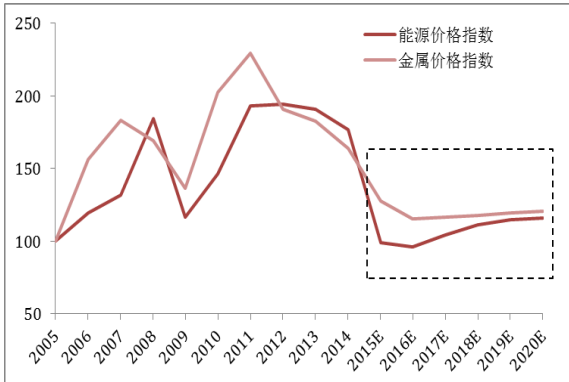
来源：国家统计局。招银国际整理。

图 3：CPI 波动主要来自食品价格波动



来源：国家统计局。万得数据。招银国际整理。

图 4：预计全球能源和金属价格 2016 年低位徘徊

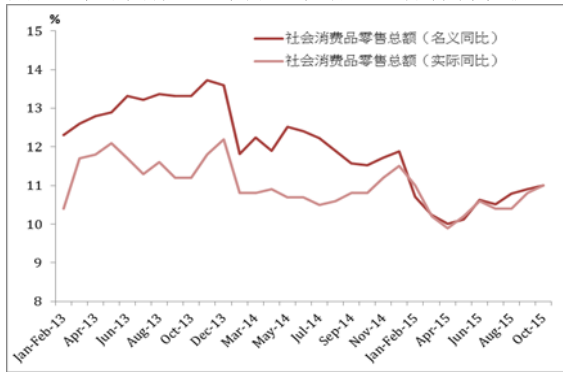


来源：IMF。能源指数包含石油、天然气和煤炭；金属价格指数包含铜、铝、铁矿石等。2005 年取值为 100。

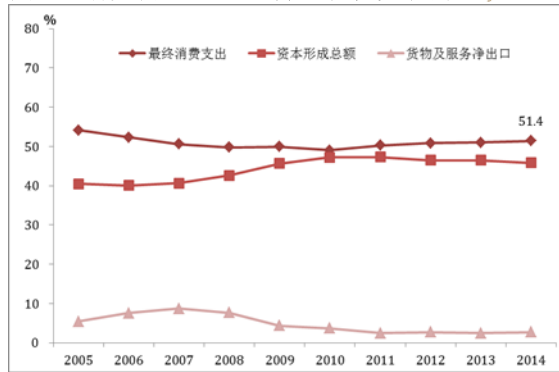
**物价温和为加速推进价格改革创造契机。**2015 年 10 月发布的《国务院关于推进价格机制改革的若干意见》以及“十三五”规划《建议》均明确要减少政府对价格形成的干预，加快完善主要由市场决定价格的机制，其中涉及的内容包括放开电力、石油、天然气、交通运输、电信等领域竞争性环节价格、改革农产品价格形成机制和理顺医疗服务价格等。价格调整与人民生活紧密相关，在把价格交给市场决定的过程中，老百姓最担心的就是涨价，而低通胀的环境无形中为政府推进价格改革提供了较好的契机。

## 消费增长将面临压力，但仍有潜力可挖

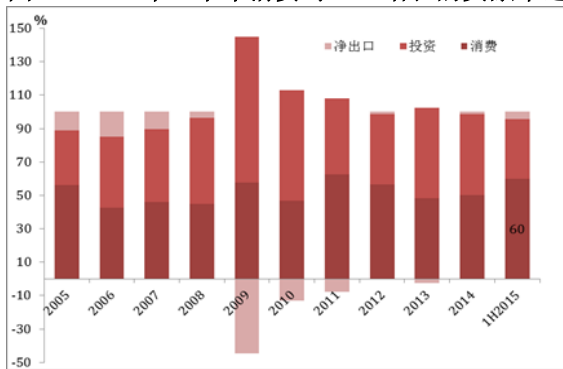
**消费比重逐渐增加。**消费增速近年来总体保持稳健。社会消费品零售总额在 2015 年一季度有所滑落，随后稳步攀升，10 月份实现同比增长 11.0%（图 5）。随着经济结构转型稳步推进，消费占 GDP 的比重自 2010 年来平稳上升，于 2014 年达到 51.4%；消费对于 GDP 增长的贡献率 2015 年上半年达到 60%（图 6、7）。我们预计未来几年消费占 GDP 的比重将以每年 0.4-0.5 个百分点的速度增长，到 2020 年末达到 54%左右。消费将成为最重要的引擎，发挥对经济增长的“基础作用”。

**图 5：社会消费品零售总额增速总体保持稳健**


来源：国家统计局。招银国际整理。

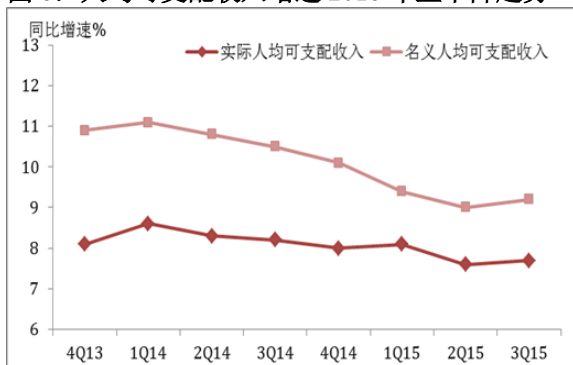
**图 6：消费占 GDP 比重将继续稳步提升**


来源：国家统计局。招银国际整理。

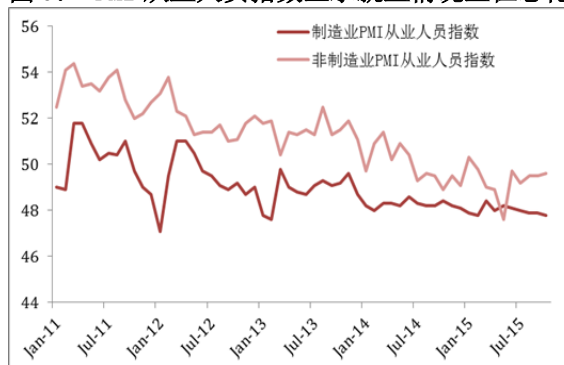
**图 7：2015 年上半年消费对 GDP 增长的贡献率达 60%**


来源：国家统计局。万得数据。招银国际整理。

**就业疲软和收入下降一定程度上会抑制消费。**在经济下行周期中，消费能否继续保持稳健增长？对此我们的态度谨慎乐观。一方面，经济增速放缓会通过就业疲软、工资水平下降等渠道抑制消费增长。就业和工资水平通常被视为经济状况的滞后指标，从我们掌握的数据中，已经能看出经济下行对就业市场的冲击。实际人均可支配收入 2015 年的增速比上年同期下降近 0.5 个百分点，若不考虑通胀因素，名义人均可支配收入增速则比去年同期下降近 1.5 个百分点（图 8）。统计局每月公布的采购经理指数（PMI）中有一项从业人员指数，反映行业中工作着并领取报酬的真实就业人数。其中，制造业从业人员指数自 2012 年下半年起一直位于 50 荣枯线下，且 2015 年总体趋势向下；非制造业从业人员指数上下波动较大，但在自 2014 年下半年起的大部分时间内均位于 50 荣枯线下（图 9）。由智联招聘编制的中国就业市场景气指数 2015 年二、三季度亦显著下降（图 10）。综合以上数据，我们认为经济下行已经影响到就业和居民收入，其未来可能对消费造成的抑制作用不容小觑。

**图 8：人均可支配收入增速 2015 年呈下降趋势**


来源：国家统计局。招银国际整理。

**图 9：PMI 从业人员指数显示就业情况正在恶化**


来源：国家统计局。万得数据。招银国际整理。

图 10：中国就业市场景气指数正在下行



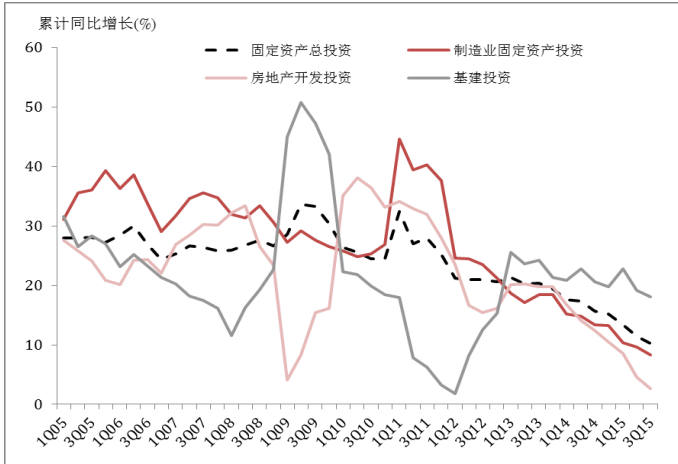
来源：智联招聘。招银国际整理

另一方面，潜在消费需求可观，消费新增长极有待挖掘。虽然居民收入增速放缓可能抑制消费意愿，但另一方面，从近年来繁荣的出境旅游及出境消费景象看，居民潜在的消费需求相当可观。在现行的消费结构中，不乏网上消费、跨境消费、农村消费、移动客户端消费等新的增长极有待挖掘。目前，网上商品销售按年增长 30%-40%，占比消费品零售总额达到 10%，未来随着物流行业服务提升、农村电商的发展以及移动端消费业态的深入普及，网上零售还有很大的增长空间。跨境消费方面，国务院已部署各项税收优惠和流程简化政策扶持跨境电商的发展，并支持开设跨境商品体验店，促进“海淘”消费的发展。此外，信用消费市场日渐成熟，消费金融公司的蓬勃涌现也将为居民消费，尤其是耐用品消费提供更多支持。综上，我们认为，新业态、新思路和新工具的涌现能够弥补潜在的不断增长的消费需求和居民现有消费渠道之间的差异，有助于进一步挖掘居民消费潜力，促进消费升级提速。我们预计 2016 年整体消费能够维持 7%左右的稳健增长。

### 投资：短期企稳看基建，改结构、增效率为长期目标

中国经济增长模式正在由投资驱动型向消费和服务驱动型转变，但是转型并非一蹴而就，转型也不意味着弱化投资。短期而言，投资对于 GDP 增长的贡献率仍在 40%左右，投资增速下滑直接影响到经济增长，因此稳投资是稳增长的重要途径之一。而从长远目标来看，逐步调整投资结构、提高投资效率，才能更好地发挥投资对经济增长的“关键作用”。

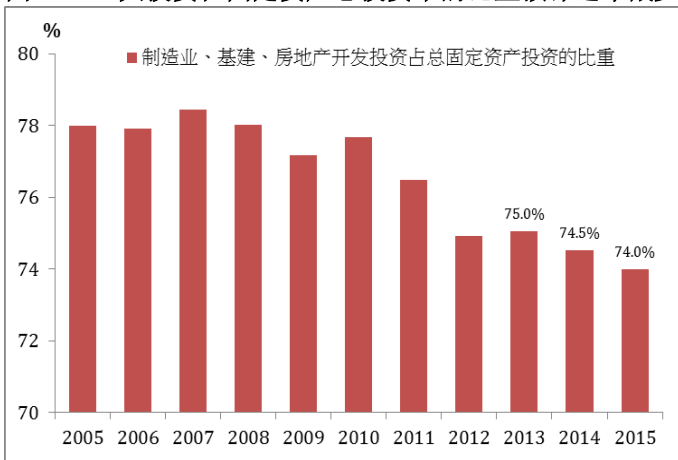
2016 年制造业投资、房地产开发投资预计将维持疲软，稳投资靠基建。近年来，城镇固定资产投资增速严重下滑：2013 年增速为 19.4%、2014 年为 15.2%，而 2015 年预计只有 10%。制造业投资、基建投资和房地产开发投资是固定资产投资最重要的的三个组成部分，占比超过 70%。在三大投资中，制造业投资自 2011 年起增速一直处于下行通道，房地产开发投资在经历了 2012-2013 年短暂的企稳回升后，于 2014 年起加速下滑，尚未显示出企稳态势。只有基建投资增速保持稳健（图 11）。我们预计 2016 年，基建投资仍将维持 20%左右的增速，支撑整体投资增速企稳。制造业复苏前景不明朗，投资增速难以回升；高端制造业虽增长势头迅猛，但其占比在短时期内难以弥补传统制造业衰退留下的空缺。房地产市场方面，住房交易和土地交易自 2015 年二季度始出现回暖迹象，但是大部分的非一线城市库存压力仍然很大，新开工量只跌不升，开发商对于投资的态度依然很谨慎。

**图 11：三大类固定资产投资中，只有基建投资增速保持稳定**


来源：国家统计局。万得数据。招银国际整理。

**投资疲软症结何在？** 2015 年以来，货币和财政政策双发力，但投资增速尚未见企稳，企业投资积极性不高，我们认为有以下原因：（1）企业观望情绪较浓，等待经济筑底完成；（2）某些涉及改革和转型的企业放慢投资步伐，期待明确的政策指引；（3）项目资本金不到位；（4）先前部分投资计划由于配合反腐调查而暂缓。政府正在采取相应措施解决以上症结：比如降低部分类型投资的最低资本金要求、扩大固定资产加速折旧范围；积极配合顶层设计出台分地区及分行业指引；通过政策性基金补充项目资本金；放松外商投资限制等等。我们认为，2016 年各项稳投资政策将密集推出，投资增速有望企稳。

**服务业投资占比将提升，投资效率逐渐改善。** 伴随着经济结构调整，制造业、基建和房地产开发三大传统投资占总投资的比重将逐年减少，我们预计到 2020 年，其占比将由目前的 74% 下降至 70%（图 12）。“十三五”期间将加大发展天使、创业和产业投资，配合“互联网+”、“双创”等概念的推进，这将提升服务业，尤其是科技类服务业投资在总投资中的占比。此外，投资效率和企业效率明显上升是“十三五”规划中提及的目标之一，未来国企改革“1+N”方案的跟进和落实将有助于实现此目标。

**图 12：三大投资在固定资产总投资中的比重预计逐年减少**


来源：国家统计局。万得数据。招银国际整理。



## 进出口：由于 2015 年低基数效应，2016 年料小幅增长

**进口仍较疲软。**国内制造业及房地产投资下滑导致内需维持低迷，全球大宗商品低位徘徊，在这两大主要因素的作用下，2015 年进口额（按美元计）同比可能减少 15%，2016 年将维持疲软态势。但由于 2015 年低基数的影响，预计 2016 年进口额（按美元计）同比增长 2%。

**出口有望小幅增加。**2015 年出口下滑主要受到两大因素拖累：（1）全球经济复苏缓慢、市场波动加剧；（2）中国出口结构调整，由于劳动力成本提升，劳动密集型出口行业优势不再。2016 年，全球经济在美联储加息的带动下，增速有望高于 2015 年，需求端缓慢复苏。此外，中国在全球价值链中的位置上移，出口结构改善，高端高附加值产品占比逐渐提升，将带动出口增长。汇率对出口提振作用比较有限，因为以贸易比重为权重计算的人民币有效汇率预计将保持稳定。综上，我们预计 2016 年出口小幅改善，同比增长 5%。

图 13：2015 年进出口增速下滑，衰退型贸易顺差累积



来源：海关总署。万得数据。招银国际整理。

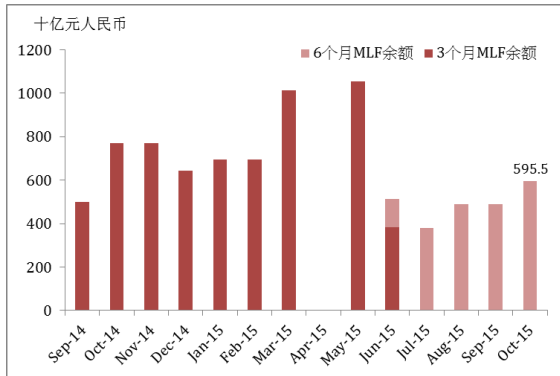
## 货币政策以专项、定向为主，宽松仍有空间

**专项定向刺激将唱主角。**在目前银行惜贷、坏账飙升、企业投资意愿普遍较弱的情况下，通过降息降准刺激信贷投放的效应并不如预期。2014 年 9 月以来，定向刺激工具层出不穷。除利用外汇储备注资政策性银行之外，央行还多次通过定向降准、MLF（中期借贷便利）操作等方式为金融机构注入流动性，鼓励“三农”和中小微企业等重点领域和薄弱环节贷款。此外，政策性金融机构发行专项金融债，盘活存量资金，是为项目补充资本金、撬动银行贷款的新工具。我们预计，未来货币政策趋于稳健，以专项和定向刺激为主。专项刺激在降低企业融资成本的同时，更加灵活高效地助推产业升级，也能够起到引导长端利率的作用。

**降息降准仍有空间，预计 2015 年末至 2016 年有 4 次降准、2 次降息。**虽然降准降息对于刺激信贷投放的作用在减弱，但是以之作为定向刺激的辅助手段，仍然是必要的。降息能够切实减轻企业债务负担、降低融资和再融资成本，降准能够对冲外汇占款收缩带来的流动性压力，而且“双降”作为大家熟知的传统货币政策工具，在一定程度上能起到提振信心的作用。2016 年通胀的下行也将为降息提供空间。我们预计 2015 年底至 2016 年有 2 次降息，最终一年期存贷款基准利率将下调至 1% 和 3.85%。降准较于降息而言空间更大（当前大银行存款准备金率为 17.5%），我们预计 2015 年末至 2016 年有 4 次降准，大银行存款准备金率将

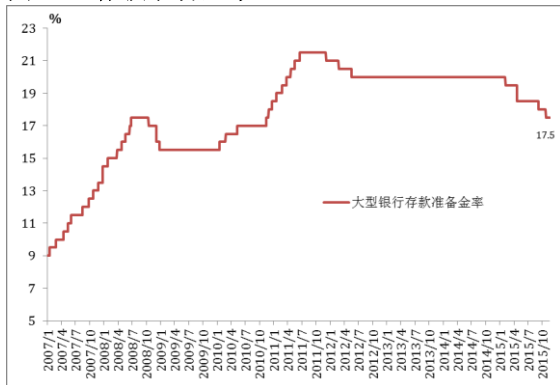
降至 15.5%，与金融危机时的水平持平。

图 14: 2015 年 10 月底央行 MLF 余额为 5955 亿元



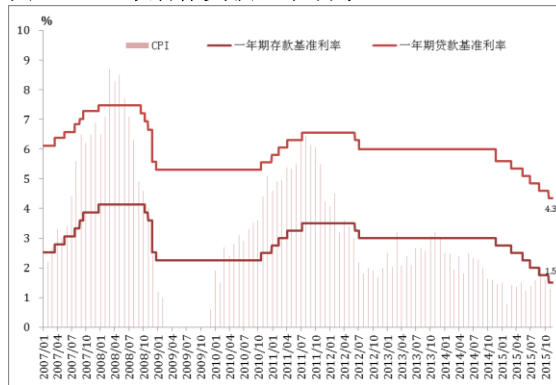
来源: 中国人民银行。招银国际整理。

图 15: 存款准备金率



来源: 中国人民银行。万得数据。招银国际整理。

图 16: 一年期存贷款基准利率



来源: 中国人民银行。万得数据。招银国际整理。

## 汇率

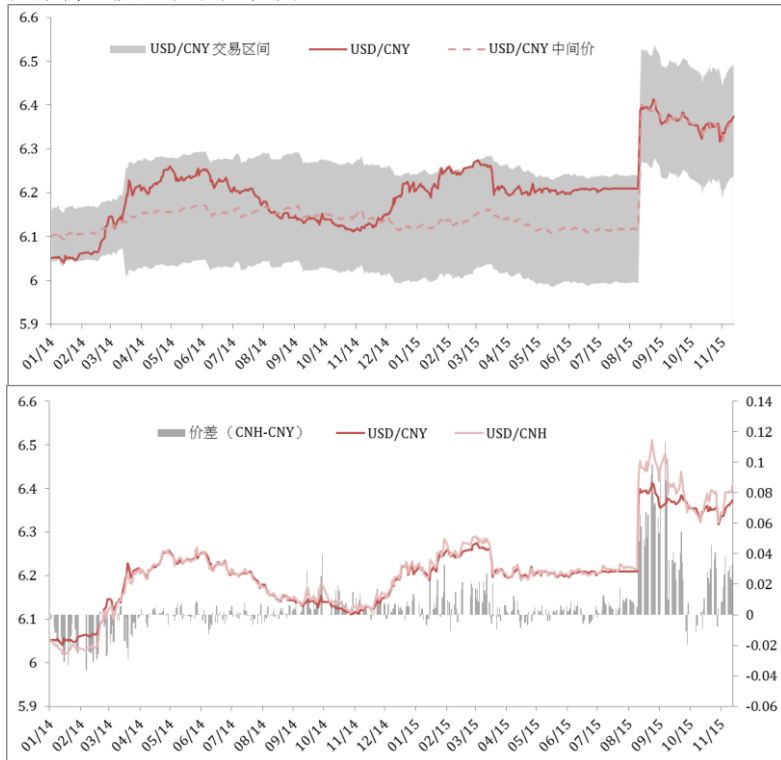
“8.11”中间价形成机制改革带来的贬值效应逐渐消化。自 2015 年 8 月 11 日央行推行人民币中间价形成机制改革后，中间价与在岸收盘价差距显著缩小，中间价更准确反映市场情况（图 17）。此举增加了中国货币政策独立性，是人民币国际化进程中的关键一步，得到了 IMF 的认可。“8.11”后人民币迅速贬值，央行随即出面干预汇市、一些结售汇限制措施相继出台，人民币兑美元汇率在 6.40 左右得到支撑，2015 年 11 月底人民币加入 SDR 预期增强也在短期内对人民币汇率起到一定的支撑作用。我们预计到 2015 年底，人民币兑美元汇率将维持在 6.45 左右。

预计 2016 年人民币兑美元贬值至 6.70。汇率中间价改革意味着人民币逐渐与美元脱钩，而人民币加入 SDR 后作为一种独立的货币，与美元脱钩更是大势所趋。随着美联储加息进程启动、美元小幅走高，我们预计人民币兑美元汇率到 2016 年底将贬值至 6.7。然而以与各国贸易比重为权重计算的人民币有效汇率将保持稳定，所以贬值对出口的提振作用比较有限。

预计人民币顺利加入 SDR，资本账户开放和人民币国际化进程加速。预计 IMF 将在 2015 年 11 月底同意人民币加入 SDR 货币篮子，这将加快中国资本账户开放的步伐。虽然有关部门可能会出台审慎管理举措应对市场波动，但是我们认为资本账户的开放并不会因此裹足不前。未来开放的方向包括：在自贸区试点个人境外投资（即 QDII2）、扩大个人及非金融企业本外币兑换限额；推出深港通、研究

沪伦通可行性；修改《外汇管理条例》；研究开放金融衍生品市场等。

图 17：“8.11”后人民币迅速贬值，中间价与在岸价靠拢；离岸价与在岸价一度出现较大偏离



来源：Bloomberg。招银国际整理。

## 财政政策将更为积极

财政政策继续加码，赤字率预计扩大。由于经济下行、政府推行减税降费政策等原因，财政收入近年来增速缓慢下降，2015年1-10月累计同比增长7.7%。与此同时，由于推行积极的财政政策稳基建投资，2015年财政支出的增速显著提升，1-10月份累计同比增长18.1%（图18）。赤字率（即财政赤字占GDP的比重）在2013和2014年均均为2.1%（图19），离国际通用的3%警戒线尚有一定距离。我们认为未来财政赤字会扩大，一方面基建投资将加码，另一方面政府将继续推出税费减免措施为企业和个人减负。我们预计2015年赤字率为2.3%，2016年为2.5%。

图 18：2015 年财政收支增速分化



来源：财政部。万得数据。招银国际整理。

图 19：预计财政赤字规模将扩大



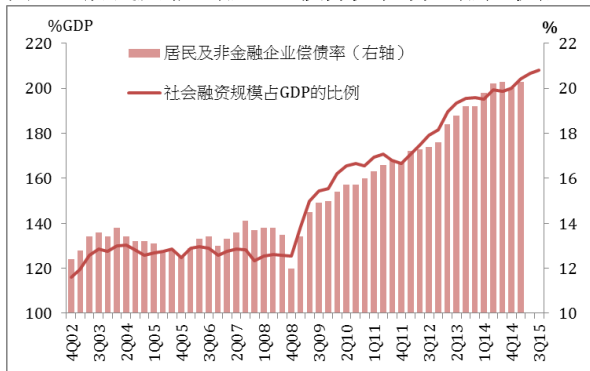
来源：财政部。招银国际整理。



## 风险与挑战

**债务高企。**全球金融危机后，中国信用扩张十分惊人，个人及非金融企业的债务负担繁重。彭博数据显示，社会融资规模（即实体经济从金融系统获得的全部资金总额）占GDP的比重由2007年底的123.2%飙升至2015年三季度末的208.1%。根据国际清算银行的统计，中国居民及非金融企业偿债率（即应付本金和利息的金额与总收入的比值）也迅速增加，于2015年一季度末达到20.3%。

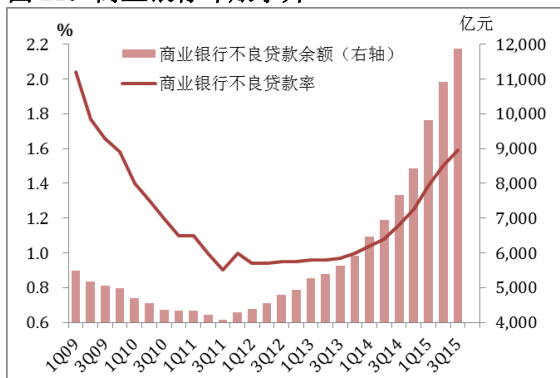
图 20: 居民及非金融企业债务负担自金融危机后迅速增加



来源：国际清算银行。Bloomberg。招银国际整理。

**坏账攀升和债务违约。**高债务外加经济周期性下行，难以避免的结果便是银行坏账攀升、债务违约事件频发。银监会数据显示，银行不良贷款余额和不良贷款率由2014年开始显著“双升”。截至2015年三季度，商业银行不良贷款率达到1.59%，比2013年年末上升0.59个百分点；同期关注类贷款比例达到3.77%，比2013年年末上升1.27个百分点。与此同时，2015年企业债务违约现象逐渐增多，在行业分布、地区分布方面都有扩大的趋势。我们预计2016年银行坏账和企业违约事件还将涌现，给金融机构化解不良资产增添压力。央行通过降息等方式可以减轻企业财务负担及融资成本，一定程度上能避免违约事件的发生。

图 21: 商业银行坏账攀升

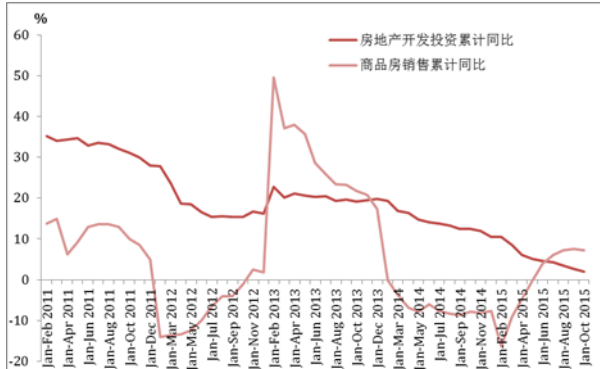


来源：中国银监会。万得数据。招银国际整理。

**房地产投资增速恐继续下滑。**尽管2015年已出台一系列政策支持房地产市场发展，如放松房贷和限购政策、放宽境内发债条件降低开发商融资成本等，但是就全国平均而言，房地产市场萎靡态势还在持续，其关键症结在于缺乏好的投资机会，开发商投资态度谨慎。从结构上看，地区分化在加剧。自2015年二季度始，一线城市和部分二线城市住房销售回升，开发商扎堆，进而带动土地市场交易量价齐升。然而大多数非一线城市房地产市场的复苏前景并不乐观。支撑房地产市场长远可持续发展的最重要因素是人口、就业和工资水平。一些非一线城市产业结构单一，遭受经济下行的冲击较大，面临人才流失、就业市场萎缩、薪酬水平

下降等难题，外加先前住房供给过剩、库存难以消化，在这样的背景之下，房地产市场在短时期内恐难复苏。我们预计，2016 年全国房地产投资增速继续放缓仍将是经济面临的挑战之一。

图 22：2015 年房地产开发投资放缓，销售有回暖迹象



来源：中国统计局。万得数据。招银国际整理。

### 落实改革是关键，机遇与挑战并存

2016 年作为“十三五”规划的开局之年，将是中国推动转型和改革的关键节点。结构性改革的成败与否，将是中国能否跨越中等收入陷阱、在未来实现长远经济增长的决定因素之一。在经济下行期推进改革，难度更大，但如果能够发现并解决经济下行期所暴露的问题，改革亦将更为彻底。2016 年，以国企改革为重点的各项改革将在顶层设计的基础上逐步细化，为市场带来新机遇，为经济注入新活力。

表 1：中国宏观经济指标年度预测

	2013	2014	2015E	2016E
实际GDP（同比增速，%）	7.7	7.3	7	6.5
消费支出（同比增速，%）	7.3	7.4	7.1	7
资本形成（同比增速，%）	8.9	7.2	5.8	5.6
CPI（同比增速，%）	2.6	2.0	1.4	1.4
出口额（按美元计，同比增速，%）	7.9	6.1	-0.5	5.0
进口额（按美元计，同比增速，%）	7.1	0.4	-15.0	2.0
1年期存款基准利率（%，年末值）	3.00	2.75	1.25	1.00
1年期贷款基准利率（%，年末值）	6.00	5.6	4.1	3.85
大型银行存款准备金率（%，年末值）	20.0	20.0	17.5	15.5
人民币兑美元汇率（年末值）	6.05	6.21	6.45	6.70

来源：彭博。万得数据。招银国际预测。

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融控股有限公司之全资附属公司(招银国际金融控股有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。