

| 全球研究 | 2016 年 1 月 28 日

中国 2016 – 更高难度的平衡术

- 过剩产能逐步消化导致产出损失在所难免，但决策层或难接受经济增长低于 **6.5%**
- 我们预测 **2016 年**在更为宽松的财政政策作用下，**GDP 增长或达 6.8%**；且认为经济下行风险和上行潜力并存
- 人民币贸易加权汇率或将保持平稳；人民币对美元汇率走势或随美元强/弱而相应变化
- 资本流出压力较大背景下，我们预计资本项目开放或被暂时搁置
- 供给侧改革或将聚焦于放松管制、降低税负和逐步去产能

中国经济有潜力实现 7% 左右的增长，前提是产能得以充分利用。然而，过去 10 年间信贷拉动的过度投资导致产能超过需求。如无扩大内需的政策出台，我们预计目前中国自我维持的经济增长至多在 6%。2016 年中国政府面临难度更高的平衡任务，既要削减过剩产能并降低债务杠杆水平，同时确保 GDP 增长不低于 6.5% 以达成 2020 年底前实现“小康社会”的宏伟目标。未来五年内，我们认为中国 GDP 增长一旦面临跌至 6.5% 以下的风险时，稳增长都将成为政府工作的首要任务，而当增长目标达成较有把握时，去产能和去杠杆会成为政府关注焦点。

我们预计未来几年中国经济增长将维持在 6.5% 以上，逐步实现经济再平衡并平稳有序地削减过剩产能。欲实现 2016 年 6.5% 以上的增长目标，政策支持必不可少，我们预计财政政策将名副其实地转向更加积极。我们预计 2016 年政府预算赤字率将由 2015 年估测值 2.7% 扩大到 3.3%（约合 2.4 万亿元）。我们预计 2016 年人民银行将下调存款准备金率 4-5 次（共计降准 2.0-2.5 个百分点）以确保市场流动性充足。

我们预计到 2016 年底人民币贸易加权汇率指数将接近当前水平，在 100 附近，但年内或出现上下波动。当局已转向一种新的汇率体制，更加关注人民币对一篮子货币币值的稳定。美元走强或导致 2016 上半年人民币对美元进一步贬值，但若联储加息周期最终短暂收尾，下半年人民币币值可能得以恢复。政府或将人民币对美元的年度贬值幅度控制在 5% 以内，以预防家庭恐慌性地将储蓄由人民币大量换成美元。

若大范围资本流出持续，我们预计资本账户开放或被暂时搁置。中国国际收支经常项目顺差将继续支撑人民币走强，但人民币贬值预期加剧了资本流出并导致外汇储备下降。我们预计中国需约 3 万亿美元的外汇储备用于应对潜在的负面外部冲击，按当前外汇储备下降速度来看，中国外汇储备（截至 2015 年 12 月底为 3.3 万亿美元）不久将降至该水平以下。鉴于政府认为目前市场购汇量的很大部分并非出于真实业务需求，我们预计现有资本管制措施将会严格执行。

我们认为 2016 年中国经济既面临下行风险也具备上行潜力。我们认为下行风险主要来自于资本流出规模超出市场预期、急剧削减产能和不良贷款大幅上升同时出现，以及政府政策出现失误。房地产投资和出口的转好或将给 2016 年经济增长带来积极的惊喜。

丁爽 +852 3983 8549
Shuang.Ding@sc.com
Head, Greater China Economic Research
Standard Chartered Bank (HK) Limited

颜色 +86 10 5918 8302
Se.Yan@sc.com
Senior Economist, China
Standard Chartered Bank (China) Limited

申岚 +86 10 5918 8261
Lan.Shen@sc.com
Economist, China
Standard Chartered Bank (China) Limited

王蕊 +852 3983 8564
Betty-Rui.Wang@sc.com
Economist, NEA
Standard Chartered Bank (HK) Limited

中期增长：低于潜在水平但高于 6.5%

我们认为 2015-16 年中国经济潜在增长率仍位于 7% 左右，尽管过去几年增长显著放缓。潜在增长是供给侧概念，定义是在当前生产率水平下，产能（包括劳动力和资本）充分利用时一经济体所能达到的扩张速度。我们利用标准科布-道格拉斯生产函数来确定过去的增长来源（劳动力、资本和全要素生产率）并基于我们对上述增长来源可持续性的判断来预测未来潜在增长。¹

- 基于联合国预测的劳动年龄人口数据，2015 年中国劳动力增长由正转负且到 2020 年负增长将扩大。
- 我们预计去产能背景下固定资产投资增长将持续减速，致使 2020 年底资本存量积累速度放缓。
- 鉴于结构性改革的缓慢增量特性，我们预计未来五年全要素生产率不会出现显著提高。我们预计未来五年年生产率增长将稳定在 2.5% 的水平。
- 基于上述假设，我们估计 2015 年潜在增长率略高于 7%，2020 年潜在增长率略低于 6.5%（图表 1）。通胀下降等其他因素表明当前经济增长低于潜在水平。

近期中国经济增长或持续低于潜在水平

我们认为未来几年中国经济增长将被迫低于潜在水平以消化过去十年积累的过剩产能。2008 全球金融危机前后中国经历了高于潜在水平的经济增长（图表 2），主要推动因素在于固定资产形成和信贷双位数增长。过度投资同时导致了传统产业（如钢铁、水泥、平板玻璃、电解铝及造船业等）和新兴产业（太阳能电池板、风力发电设备等）的产能过剩。这将降低未来投资的增长空间。

图表 1：增长核算和潜在增长

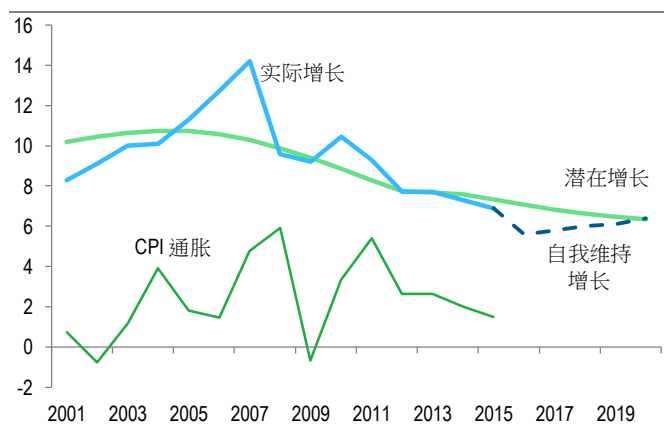
百分数

	1991-2000	2001-10	2015	2020
实际 GDP 增长	10.5	10.5	7.3	6.4
要素积累*	5.7	5.2	4.8	3.9
劳动力	1.5	1.2	-0.1	-0.2
资本	10.3	9.1	9.5	7.7
全要素生产率	4.8	5.3	2.5	2.5
备忘项目				
劳动份额	0.53	0.50	0.49	0.49

*劳动力和资本的积累，2015 和 2020 年分别利用要素份额为 0.49 和 0.51；来源：联合国，环亚经济数据，渣打银行全球研究部

图表 2：去产能需维持低于潜在水平的经济增长

% 同比



来源：环亚经济数据，渣打银行全球研究部

¹ 标准科布-道格拉斯生产函数中，产出由劳动力、资本和全要素生产率决定： $Y = A \cdot L^\alpha \cdot K^\beta$ ，Y 代表实际 GDP 增长，A 代表全要素生产率，L 代表雇佣就业总人数，K 代表资本存量， α 代表产出的劳动力弹性（用劳动力收入份额表示）， β 代表产出的资本弹性（用资本收入份额表示）。1978 年以前资本存量是基于 Gregory Chow and Kui-Wai Li (《中国的经济增长：1952-2010》) 中的估测数据，1978 年以后的资本存量是利用永续存盘法测算，假定常数折旧率为 5%， $K_t = K_{t-1} \cdot (1 - \delta) + I_t$ ， δ 代表折旧率，I 代表投资。

中国对债务融资的严重依赖导致杠杆水平急剧攀升。我们估算 2016-2020 年间年均增长需放缓至 6% 以利于 2001-2020 年间年均实际增长与潜在增长相等，这对于完全消化过剩产能而言十分必要。

据我们估算，当前中国缺乏政府政策支持自我维持增长率至多为 6%。这一增速符合去产能所要求的低于潜在增长的条件。尽管 2015 年前三个季度整体 GDP 增长接近 7%，我们估计剔除超出正常股市交易水平后的实际增长仅略高于 6%（图表 3）。这一增速的实现得益于广义货币供给量（M2）增长达 13-14%，超过 12% 的官方增长目标。如果财政政策和货币政策维持中性，则实际经济增长可能低于 6%。

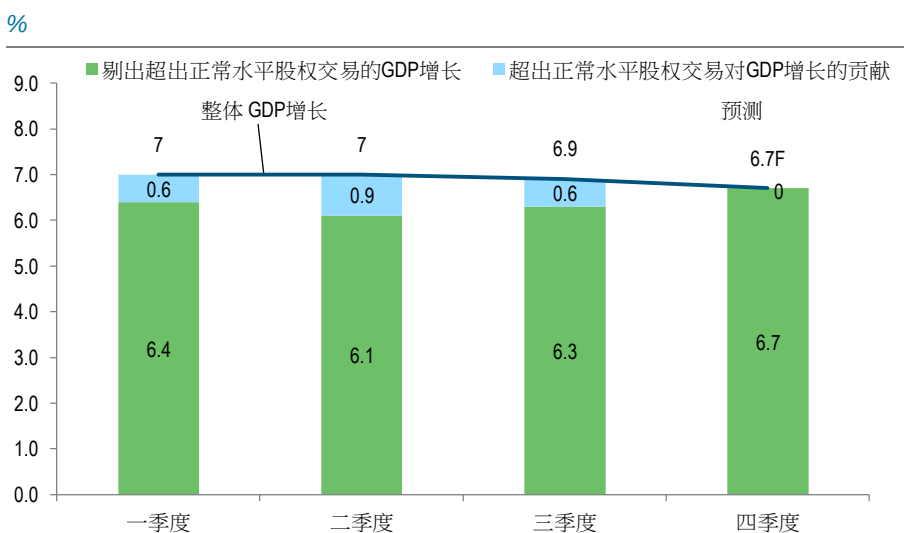
政府需出台支持政策以实现“十三五”期间年 5% 的增长目标

我们认为未来五年政府或很难接受经济增长低于 6.5%。中央承诺将在 2021 年建党 100 周年时实现“小康社会”的宏伟目标。更具体一点看，中央强调到 2020 年中国 GDP 总量较 2010 年要翻一番，意味着“十三五”期间（2016-2020）年均增长须至少达到 6.5%，

政府有手段实现这一增长目标，代价是放缓去产能和去杠杆进程。如果宏观经济政策立场维持中性且股市成交量回归正常水平，我们认为增长可能降至 6% 及以下。为实现增长 6.5% 以上这一目标，假定外部需求无显著改善，我们认为需求刺激政策需对 GDP 增长贡献至少 1 个百分点。

- 过去 10 年一般公共预算赤字率一直低于 3%，广义的一般政府债务 GDP 占比约达 60-70%（配置大量国有资产）。这一数据表明政府仍有余地采取更为扩张的财政政策（图表 4-5）。
- 名义利率仍显著高于零利率，同时大型商业银行存款准备金率仍维持在 17.5% 的高位。我们认为政府仍存在较大操作空间，通过降低市场利率和降准来维持宽松货币政策立场。
- 然而，政策支持或推高投资增长至超出消化过剩产能所需要的水平。换言之，由于未来五年政府将主要关注经济增长，预计经济结构调整或仅能实现一部分。去杠杆或将延后且去产能或将花费更多时间，导致效率损失和金融风险增大。

图表 3：超出股市正常交易水平的金融交易对 GDP 增长的贡献或降低



2016 年经济增长：我们保持 6.8% 的预测不变

相对宽松的政策环境下，近期经济增长势头已有所改善

我们追踪的经济增长势头指标显示，2015 年 11 月当前及前瞻性指标均出现改善。15 项当前经济运行指标中，10 项显示积极变化、4 项显示消极变化，较去年 10 月的 5 项积极、8 项消极有明显改善（图表 6）。7 项前瞻性指标中，5 项出现改善、2 项出现恶化（图表 7）。我们基于官方制造业和非制造业采购经理指数（PMI）编制的综合 PMI 指数显示，12 月指数由 11 月的 51.9 升至 52.5（图表 8）。上述结果表明货币政策相对宽松和 2015 年财政预算积极落实开始推动实体经济发展。

我们预计 2015 年四季度到 2016 年初实体经济活动将有所改善，但由于股市成交量回归正常，超出正常水平的金融交易对 GDP 增长的贡献或可忽略不计甚至为负值。受此影响，2015 年四季度整体 GDP 同比增长或降至 6.7%（图表 3）。我们维持 2015 年度 GDP 增长为 6.9% 的预测不变。

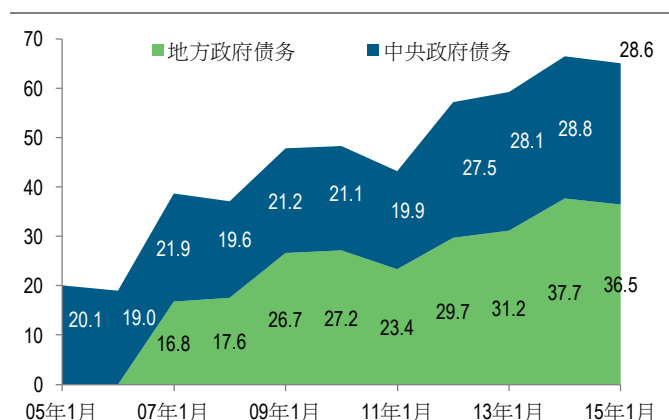
政府可能将 2016 年 GDP 增长目标设在“6.5% 以上”。如上所述，“十三五”期间年均增长需高于 6.5% 以实现 2020 年实现“小康社会”。2016 作为“十三五”规划开局之年，我们预计政府将尽力实现较快增长，以为后来几年可能出现的经济减速形成。政府或将采取相对扩张的政策立场推动内需增长，同时阻止人民币有效汇率显著升值。

若人民币名义有效汇率停止升值（相对一篮子货币），则净出口对 GDP 增长的贡献或将由负数转向小额正数，进口、出口都有望实现正增长。

- 我们预测 2016 年中国出口增长或达 5-7%。2015 年 1-11 月出口同比下滑约 3%，外需疲软（国际货币基金组织估算 2015 年全球经济增长或由 2014 年的 3.4% 放缓至 3.1%）和人民币走强（据国际清算银行数据显示，2015 年 9 月人民币有效汇率同比升值近 10%，但 11 月升值幅度降至 6%）是主要拖累因素。中国出口表现虽然未达市场预期，但仍领先主要贸易伙伴，且市场份额进一步扩大，表明中国的生产效率要高于多数贸易伙伴（图表 9）。我们预计 2016 年人民币有效汇率将保持相对稳定，这将有助于维持中国出口竞争力。我们的估测数据显示在其他因素不变的情况下，人民币有效汇率升值幅度下降 1% 将推动出口增长 1-1.3 个百分点。

图表 4：广义政府债务占 GDP 的比例低于 70%

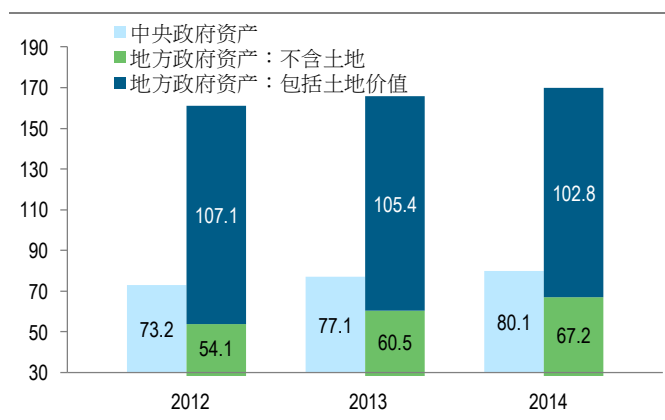
GDP 占比 %



来源：环亚经济数据，渣打银行全球研究部

图表 5：政府资产规模远超负债规模

GDP 占比 %



来源：中国社科院，渣打银行全球研究部

- 我们预测 2016 年中国进口将增长 1-2%。2015 年 1-11 月中国进口同比下滑约 15%，主要由于国际大宗商品价格下跌（IMF 估测降幅达 35%），以及 2015 年中国 GDP 增长由 2014 年的 7.3%降至估测的 6.9%所导致的内需疲软。我们预计 2016 年内需虽不会显著改善，但有望由目前水平温和上升，推动进口名义额增加。
- 我们预测 2016 年贸易顺差或达约 7,000 亿美元，高于 2015 年的约 6,000 亿美元。我们预计 2016 年净出口对 GDP 增长的贡献比例或达约 0.2 个百分点。

图表 6：增长势头变化-当前指标

红色阴影（绿色/灰色）代表与上月相比出现积极（消极/无）变化

当前指标	2014												2015											
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	
制造业 PMI																								
非制造业 PMI																								
社会消费品零售额																								
固定资产投资																								
工业增加值																								
用电量																								
出口																								
进口																								
CPI																								
PPI																								
政府收入																								
政府支出																								
广义货币供给量(M2)																								
贷款																								
社会融资总量(TSF)																								

来源：环亚经济数据，渣打银行全球研究部

图表 7：增长势头变化-前瞻性指标

红色阴影（绿色/灰色）代表与上月相比出现积极（消极/无）变化

前瞻性指标	2014												2015											
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	
制造业 PMI: 新订单																								
非制造业 PMI: 新业务																								
新开工项目下计划投资																								
担保投资																								
已售住宅面积																								
土地成交量																								
政府：土地出让金收入																								

来源：环亚经济数据，渣打银行全球研究部

我们维持2016年GDP增长在6.8%的预测不变，消费或成为主要支撑因素

我们预测2016年消费增长将维持在7-8%的强劲水平，主要受益于劳动力市场稳固和“二胎政策”。

- 中国经济增长虽有所放缓，但调查失业率仍相对稳定在5.0-5.2%。2015年9月劳动力市场供需比为1.12，表明劳动力市场需求高出供给12%（图表10）。整体劳动力供给短缺主要由于劳动年龄人口下降和进城务工人员增长放缓（图表11）。劳动力市场相对紧张的背景下，我们预计居民工资增长速度将持续超过GDP增速，继而支撑消费增长。
- “二胎政策”于2016年1月1日起正式生效。我们认为这一计生政策改革将促使未来几年中国新出生婴儿每年增加300万，而过去几年新生儿每年仅1,800-1,900万人。这将刺激婴儿配方奶粉、纸尿裤和玩具等孕/婴相关类产品的消费。
- 我们预计2016年消费对GDP增长的贡献比例或达3.5-4.0个百分点。

政策支持有望维持投资增长达到6%左右。2015年前三个季度资本形成总额同比增长6.4%。房地产投资减少的负面影响被稳健的基建投资所部分抵消，后者主要受信贷环境相对宽松和2015年前三季度财政支出力度较大等因素支撑。2016年旨在增加进城务工人员购房需求的政府政策有望降低房屋库存，稳定房地产投资。作为“十三五”规划的开局之年，我们预计随着新项目陆续上马，2016年基础设施投资将保持强劲增长。

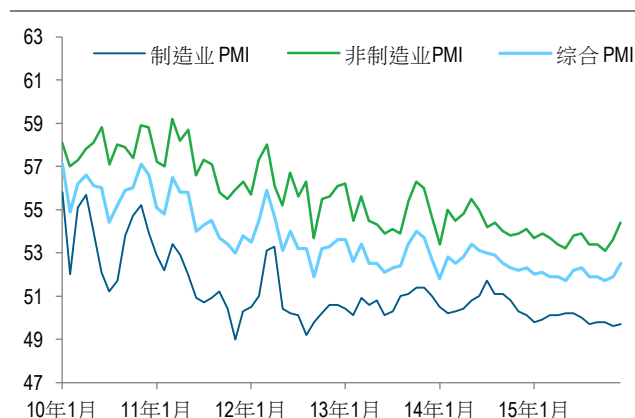
包括改善民间资本投资渠道及减税等供给侧改革（详见下文）或将推动新一轮民间资本投资热潮。我们估计2016年投资对GDP增长的贡献比例有望达到2.5-3.0个百分点。

经济再平衡过程中，投资GDP占比或降至43%

我们维持2016年中国GDP增长6.8%的预测不变，并预计投资GDP占比或将进一步下滑至43%。财政刺激主导的投资繁荣促使2010年投资GDP占比达到49%，此后由于投资增长放缓和投资平减指数下降，这一比例不断下滑。另一方面，私人消费GDP占比由2010年的36%的低位不断上升，表明经济正逐步实现再平衡。我们预计2016年投资GDP占比将降至43%，私人消费GDP占比将升至40%（图表12）。金融服务对GDP增长的贡献降为负值（由于2015年较高的基数），以及2016年财政预算方案审批通过之前财政支出暂时放缓等都可能拖累二季度的经济增长。

图表8：近期官方PMI指数出现改善

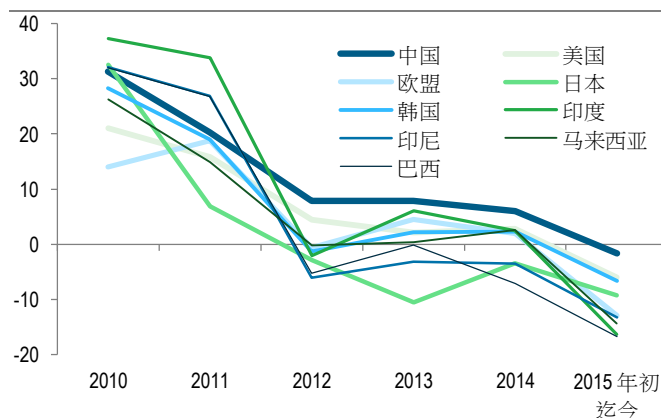
采购经理指数（PMI）



来源：环亚经济数据，渣打银行全球研究部

图表9：中国出口表现继续领先主要贸易伙伴

% 同比



来源：国际货币基金组织，渣打银行全球研究部

人民币汇率：相对一篮子货币基本稳定

2015 年 8 月人民币汇率中间价形成机制再迎改革，每日中间价更贴近上一交易日收盘价，促使人民币汇率走势更多反映市场因素，再加上政府出台政策缩小在岸和离岸人民币利差以及定期发行 3 个月国库券，都将有助于人民币达到国际货币基金组织的要求，继而推动国际货币基金组织于 2015 年 11 月将人民币纳入特别提款权（SDR）货币篮子，2016 年 10 月 1 日起正式生效。我们的计算数据显示自 2015 年 8 月以来人民币汇率中间价和收盘价间的相关性显著上升（图表 13）。

当局关注焦点已转向人民币兑一篮子货币币值的稳定

中国政府似乎已转向一种新的人民币汇率形成机制，即更加注重人民币对一篮子货币的币值稳定，但市场仍然关注单一的人民币兑美元汇率（USD-CNY）。自 2016 年初以来人民币对美元出现贬值，加重市场对竞争性贬值的担忧。我们认为这一转变表明中国政府最终开始付诸实践，在人民币定价过程中参考一篮子货币。我们认为政府此举旨在避免人民币有效汇率进一步升值，继而增强出口商品的竞争力。

新的外汇体制下，为维持人民币有效汇率的稳定，如果美元对多数主要货币升值，则人民币将被迫对美元贬值，反之亦然。尽管近期 USD-CNY 出现上升，中国外汇交易中心（CFETS）定义并发布的人民币贸易加权汇率指数一直相对稳定在 100 附近（图表 14）。

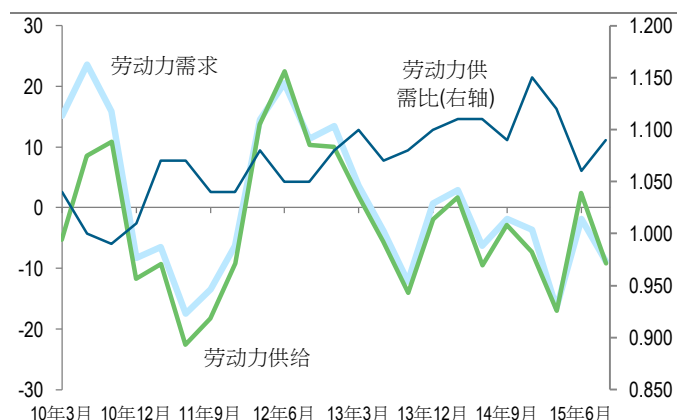
我们预计 2016 年底前 CFETS 人民币汇率将接近目前 100 左右的水平，尽管期间波动可能增大。中国人民银行 1 月 7 日发布公告显示，当局将目前人民币汇率水平（接近 2014 年底时的水平）视为短期内的公允价值。公告还反映出只要人民币不对一篮子货币贬值，人民银行仍会宣称人民币是国际储备货币中的强势货币，这将深化人民币的国际使用。公告强调增加人民币汇率双向波动的重要性，暗示人民银行避免被视为人民币汇率盯住一篮子货币。我们认为尽管 CFETS 人民币汇率指数将维持相对稳定，其将基于市场供需状况围绕 100 上下浮动。

USD-CNY 或随美元走强/弱而相应变化

美元走强或导致上半年人民币对美元进一步贬值，但若美联储加息步伐慢于市场预期，下半年人民币有望重返升值路径。鉴于美国非农就业数据仍显稳健，我们预计一季度联储将再度加息，但由于近期美国制造业、出口和薪资增长等数据令人失望，暗示未来经济或趋于疲软，预计一季度后联储加息周期或将结束。因此我们预计上半年美元或将对多数主要货币走强，但下半年势头或将转弱。

图表 10：劳动力供给出现缺口

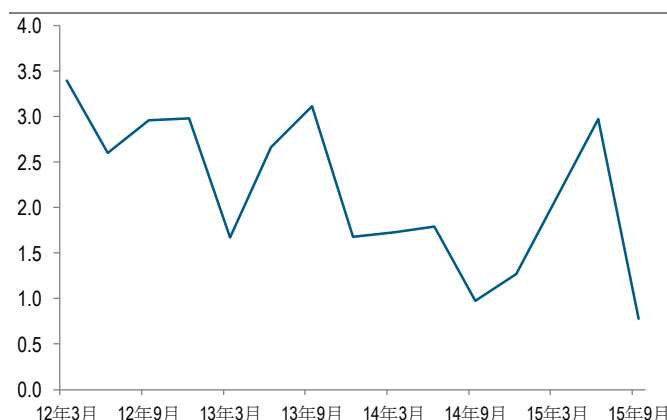
劳动力供给和需求，同比 %（左轴）；劳动力供需比（右轴）



来源：环亚经济数据，渣打银行全球研究部

图表 11：农民工增长停滞不前

农民工增长，同比 %



来源：环亚经济数据，渣打银行全球研究部

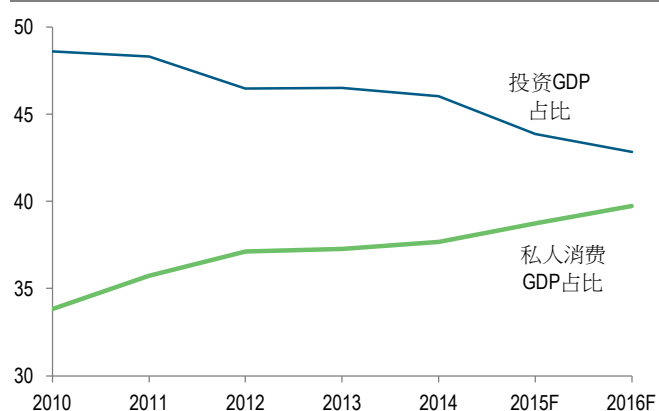
考虑以上因素，当前我们预计 3 月底 USD-CNY 或达 6.65（一季度波峰或突破 6.65），随后或将温和复苏，12 月底或达 6.56（图表 15）。我们认为当局或努力维持 2016 全年人民币对美元贬值幅度不超过 5%，以阻止家庭储蓄由人民币资产转换为美元资产。由于近期市场对人民币普遍持贬值预期，一季度在岸和离岸人民币对美元的汇率价差或保持在 1,000 个基点左右的较宽水平，但年底或降至 500 个基点。

基于 IMF 外汇储备充足率指标，中国外汇储备似乎仍然充足。IMF 指标基于四个变量评估外汇储备充足率：短期外债、其他资产负债、广义货币及出口。选用广义货币是为了衡量资本外流的风险，因为近期多次资本账户危机都伴随着国内居民储蓄流往境外。依据 IMF 测算方法，中国若实行固定汇率制，需持有 2.8-4.2 万亿美元的外汇储备；若实行浮动汇率制，需持有 1.6-2.4 万亿美元的外汇储备。我们认为中国目前的汇率形成机制介于两者之间，因此 3 万亿美元的外汇储备规模是得以应对外部冲击负面影响的一个较为合理的水平。

然而以目前的下降速度，中国外汇储备或将很快降至警戒水平以下。由于大量资本流出（图表 16），2015 年底时中国外汇储备由 2014 年 4 月的 4 万亿美元大幅降至 3.3 万亿美元。据我们估算，2015 年非外商直接投资类资本流出月均规模达到 600-700 亿美元。自 2014 年 4 月人民币单边升值预期被打破以来，资本流出已经加速。资本流出反映企业竞相填补美元空头仓位（偿还外债或是积累美元资产），就近期来看，大量

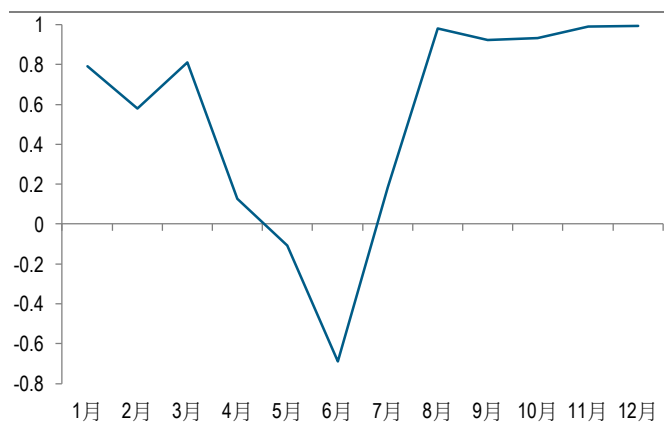
图表 12：经济逐步再平衡

投资和私人消费在 GDP 中所占比例，百分数



来源：环亚经济数据，渣打银行全球研究部

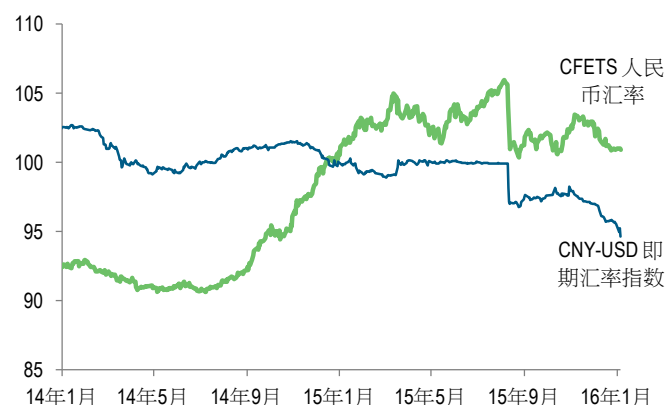
图表 13：人民币汇率中间价和收盘价间相关性增强



来源：彭博，渣打银行全球研究部

图表 14：人民币贸易加权汇率一直相对稳定

设定 2014 年底 = 100



来源：彭博，渣打银行全球研究部

图表 15：渣打银行汇率预测

	2016 年 一季度	2016 年 二季度	2016 年 三季度	2016 年 四季度
USD-CNY	6.65	6.62	6.54	6.56
USD-CNH	6.75	6.70	6.60	6.61
CNY-CNH 价差 (基点)	1,000	800	600	500

来源：渣打银行全球研究部

居民储蓄由人民币资产换为美元资产（个人每年 5 万美元的换汇额度）。如果外汇储备继续以每月减少 1,000 亿美元的速度下降，未来三个月内中国将面临外汇储备短缺，广义货币供给量持续以双位数同比增长时情况更是如此。

大范围资本外流背景下，资本账户开放 或将暂缓

鉴于“不可能三角”理论的约束（一经济体无法同时实现固定汇率制度、独立的货币政策及资本账户完全开放这三个政策目标），现存资本管制措施或被严格执行。我们认为政府已意识到外汇储备持续下降的风险，在配置现有外汇储备时将更加谨慎。需注意的是，当局或将减少对离岸人民币市场的干预并增大对在岸和离岸人民币间价差较大的忍耐程度。即便在国内市场，人民银行或将减少外汇干预（净卖出外汇），并在美元指数（DXY）上升时允许人民币对美元逐步贬值。尽管如此，当人民币贬值预期盛行时，上述措施仍不足以维持人民币对一篮子货币的币值稳定。

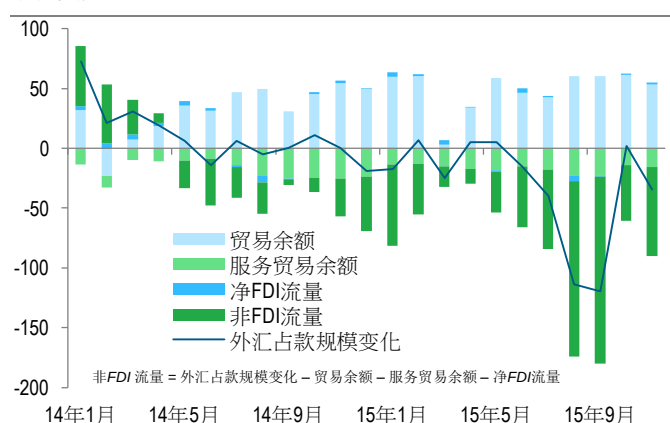
我们并不认为中国很快能实现自由浮动汇率制，同时预计政府将利用资本管制放缓资本流出的速度。

- 中国经常项目顺差支撑人民币走强。我们估算 2015 年经常项目顺差 GDP 占比由 2014 年的 2.1% 增加到 2.8%。2016 年，随着人民币名义有效汇率企稳，我们预计贸易顺差规模将进一步扩大，经常项目顺差 GDP 占比或达 2.9%。经常项目顺差扩大这一趋势表明，基于传统的货币估值理论，人民币实际上存在低估。这也是人民银行认为经济基本面并不支持人民币贬值的理论依据之一。
- 尽管如此，资本流出规模已超过经常项目顺差，加重人民币贬值压力并导致外汇储备下降。2015 年中国加速放开资本账户，一定程度上增大了人民币加入 SDR 货币篮子的可能性。资本账户进一步开放也为资本双向流动开辟了更多渠道。
- 中国政府承诺将有序放开资本账户，但保留遭遇外部冲击时采取资本管制的权利。无论如何，中国均旨在实现“有管理可兑换”而非完全放开资本账户。人民银行明确表态称人民币汇率将更多地由市场供需状况决定，但其中需求指的是“实际经济需求”而非“投机性需求”。官方国际投资状况数据显示 2015 年 9 月中国非政府部门贷款和贸易融资净额转向显著正值，增加到 2011 年可用数据首次公布时近 3,000 亿美元的最高水平，主要原因在于偿还债务和企业购汇。这一数据表明企业部门作为整体已经存在过度对冲（图表 17）。当局或将目前较大部分的强劲换汇需求视为投机行为。

数据显示企业外汇持仓头寸已为正数； 人民银行严厉打击投机性购汇

图表 16：资本流出导致外汇储备显著下降

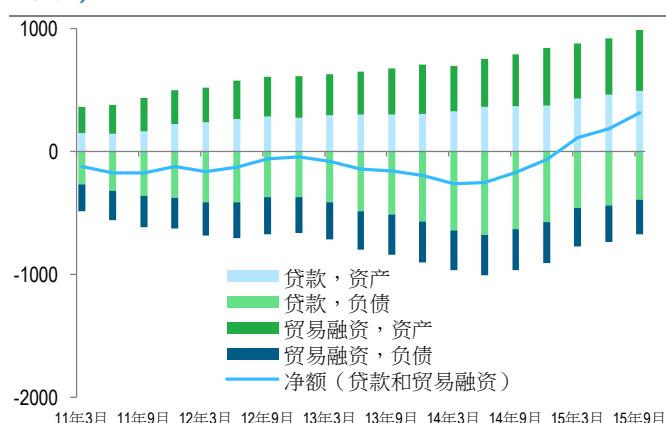
十亿美元



来源：环亚经济数据，渣打银行全球研究部

图表 17：非政府部门贷款和贸易融资净额已转向显著正值（十亿美元）

十亿美元



来源：环亚经济数据，渣打银行全球研究部



- 当局已经收紧部分已有的资本管制措施，且必要时或出台更多管制政策。据彭博社和路透社消息，中国政府叫停向境外银行和人民币合格境内机构投资者（RQFII）项目发放的回购贷款，以增加短期持有人民币的成本，并叫停数家外资银行的部分跨境外汇业务。我们认为旨在允许个人投资者进行海外投资的合格境内个人投资者（QDII2）项目的推出或将延迟，直至资本流出相对缓和。

政策支持：财政政策占主导

政府需出台需求刺激政策以达成未来五年年均 GDP 增长达 6.5% 以上这一目标。我们预计政府政策组合将转向更加扩张的财政政策和更加中性的货币政策。我们认为与过去几年人民币显著升值相比，当局将更加关注人民币相对一篮子货币币值的稳定，这将在一定程度上支撑经济增长。此外，政府计划出台措施降低房屋库存，加剧房地产投资进一步下行的风险。

中性货币政策立场下，我们预计 2016 年存款准备金率将下调 4-5 次，但基准利率不会下调

我们认为 2016 年政府货币政策立场将由 2015 年的相对宽松转向中性，但“稳健的货币政策”这一官方措辞或保持不变。2015 年货币及信贷增长达 13-15%，大幅超过 GDP 增长并导致负债比率上升。中国领导层虽认可杠杆水平仍存在进一步上升的余地，但愈发担忧债务上升可能引发的金融风险，并质疑货币政策放松的效力。

- 我们预计 2016 年当局将维持广义货币供给（M2）增长在 12%，并避免偏离这一目标。
- 假设 2016 年资本流出规模约为 2015 年的三分之一，我们认为 2016 年人民银行需 4-5 次下调存款准备金率（共计 2.0-2.5 个百分点）以维持市场流动性充足和相对较低的融资成本。
- 鉴于近期 CPI 通胀温和上扬（我们预测 2016 年平均通胀在 1.7%，较 2015 年 1.4% 略有上涨）和联储继续加息的市场预期下政府有必要抑制资本流出，我们预计 2016 年或无更多下调基准存贷款利率政策出台。

2016 年财政政策或转向更加扩张，预算赤字率或将升至 3.3%

未来几年预算赤字率或将突破 3%。2015 年 12 月举行的中央经济工作会议上，领导层呼吁积极的财政政策要“加大力度”并阶段性提高财政赤字率。

- 2015 年政府虽仍维持积极的财政政策立场，但由于中央加强对地方政府债务融资管控继而收紧地方预算外支出，我们估计政府整体财政政策立场依然保持基本中性（参见[近期动态](#)，2015 年 11 月 26 日，“中国- 透过预算看财政政策”）。
- 尽管中国尚无明确赤字率相关财政法规，政府仍试图维持财政预算赤字率在 3% 以内，因此过去数次要求扩张财政政策的呼吁一直被忽略。近期有政府高层质疑这类自我设定赤字警戒线的合理性。
- 我们预计 2016 年赤字率将由 2015 年估测值 2.7% 升至 3.3%（约合 2.4 万亿）（2 项数据均基于我们的算法）。2015 年 12 月底财政部召开年度会议，会议公报显示未来几年预算赤字率或突破 3%。3 月初即将召开的全国人大会议将讨论并批准预算草案，预期中的减税以降低企业经营成本以及部分由于社会支出预期将增加，因此 2016 年预算增加将十分必要。

我们预计政府将通过抽调国库存款为部分预算赤字融资（约 4,000 亿元），其余部分（约 2 万亿）将通过发行债券融资。这一操作与历史惯例有所不同，以往预算赤字几乎全部通过发债融资。2015 年 1 月政府开始清理历年支出节余所积累政府储蓄。财政部表态称 2012 年以前的储蓄积累将被转移至中央预算稳定调节基金（BSF）并用于为



2015 年以后的预算融资。截至 2015 年 11 月，财政部已清理出 3,660 亿元的政府储蓄并转移至预算稳定调节基金。

政府旨在刺激进城务工人员的购房需求

楼市去库存是 2016 年政府工作重点之一。我们预计政府将采取措施拉动房屋需求，尤其是进城务工人员的购房需求。可能采取的措施包括：（1）落实农民工进城落户以增加其购房需求，“十三五”期间政府将放宽落户条件，每年要让 1,600 万没有获得的城市户籍的人成为城市户籍人口；（2）为农民工提供保障性住房福利；（3）放松按揭贷款政策并减免按揭贷款利息；（4）政府购买商品房的以达成社保住房目标。我们认为上述措施或将主要集中在房屋库存水平持续上升且开发商投资意愿较低的低线城市。尽管房地产投资反弹的前景较为暗淡，我们期待 2016 年楼市投资能避免出现负增长。

改革：聚焦供给侧

政府领导层强调需推动供给侧改革以维持中长期经济增长。改革主要目的是降低资源错配、提高全要素生产率以及增强有效供给。依据政府高层言论，中国经济面临结构性问题，无法单纯通过刺激需求来解决。问题的根源在于供给侧，原本进行低效供给（如存在产能过剩的行业）的稀缺资源（如土地、劳动力及信贷）可被用于推动有效供给以应对需求增长（如农业基础设施、高端制造业和服务业）。供给侧改革将聚焦微观经济层面，刺激企业业务创新。

改革措施旨在鼓励创业及革新

部分承诺的改革措施旨在鼓励企业扩展新的商业机会：

- 拓宽私营部门进入能源、电信、金融等此前垄断行业的投资渠道，营造公平的竞争环境。
- 降低企业经营成本。可能的措施包括：（1）放松管制以降低创业成本；（2）降低税费，包括可能的制造业增值税减免；（3）降低企业的职工保险缴纳比例；（4）降低融资成本；（5）降低电价及物流成本。部分上述措施或将降低政府财政收入，尤其是降低税费和职工保险缴纳措施。
- 保护土地产权和知识产权，推动创业和创新。
- 打破各个省市间市场壁垒，促进资源跨地区自由流动。

其他措施旨在解决过剩产能；实际上，去产能是政府 2016 年工作重点之一。领导层强调有必要完善企业破产流程并加速破产清算以关停“僵尸”企业，以便为优质企业生存和发展创造广阔空间。与此同时，政府强调削减过剩产能需有序推进，尽可能多兼并重组（受资本市场支撑），少破产清算。我们认为企业兼并重组将是去产能的主要渠道，以便最小化对社会稳定所带来的冲击。

*去产能是政府 2016 年工作重点之一，
但具体实施或将有序可控*

去产能或将导致短期产出损失，但其负面影响大部分或被需求支撑政策所抵消。政府担忧改革或导致企业破产、失业率上升和不良贷款上升。然而，政府高层已指出其社会成本或低于上世纪 90 年代的国企改革，因为目前市场对劳动力的需求相对强劲且社保网络覆盖范围更广。政府还强调供给侧改革与旨在提供稳定的宏观经济环境并预防顺周期收紧的需求管理政策之间并不冲突。2016 年政府预算赤字率将会提升，货币政策将确保流动性供给充足，降低房屋库存的政策将有助于稳定楼市投资。我们认为只要中国经济增长仍位于 6.5% 以上，政府将继续推进去产能。但当增长目标面临难以达成的风险时，稳增长将成为政府工作重点。



风险：经济下行风险与上行潜力并存

2016 年初股市大跌表明中国经济仍持续面临下行风险。

- 资本流出规模远超市场预期或进一步对人民币施加贬值压力。由于自 2014 年 5 月以来的资本流出（本质是外汇占款减少与外汇资产增加）已导致企业部门外汇头寸更加均衡，因此当前我们预计 2016 年资本流出规模将降至 2015 年的三分之一。尽管如此，如果人民币贬值预期进一步高涨，家庭储蓄流出或将加速。假设 5% 的中国居民使用 5 万美元的年度换汇额度，则每年外汇储备将减少 1 万亿美元。为管理这一风险，我们预计当局将避免人民币出现大幅贬值继而导致恐慌性挤兑外汇，并将放缓开放资本账户的步调（尤其是资本流出）。
- 骤然大幅削减产能或导致大范围的企业破产和不良贷款上升。目前不良贷款比例虽仍低于 2%，但不良贷款总量和“需要关注的贷款”（有可能转化为不良贷款）占未偿贷款总量的比例已升至 5-6%。政府关闭“僵尸”企业的相关措施可能导致不良贷款增加。下列因素或将缓和这一风险：（1）政府或将管理“僵尸”企业的破产程序，避免不良贷款大幅上升；（2）流向“僵尸”企业的相当一部分贷款或已被划分为“需要关注的贷款”；（3）地方政府债务置换计划应能提升银行业贷款资产质量，代价是支付一定的利息。
- 政府政策失误可能扰乱市场。2015 年政府对股市的干预是政策失误的典例，不仅导致巨大的金融成本，也破坏了市场规则并损伤市场信心。随着中国经济规模的增大和对全球经济影响力的增加，此类政策失误的负面影响将传导至周边地区乃至全球。尽管政府或许从过往经历中吸取教训，但由于其将管理一个愈发成熟、完备的经济体，特别是鉴于各监管部门之间的协作仍然不尽人意，政策失误仍有可能发生。

中国经济亦具备上行潜力 我们认为中国经济亦具备上行潜力。

- 我们认为房地产行业仍具备上升潜力。我们的基本假设是 2016 年房地产投资或出现零增长。房价回升和涨幅放缓有利于房地产行业的稳定。开发商购地状况已开始改善，尽管增长仍为负值。如果政府出台的楼市支撑政策成功增加农民工购房需求，预计楼市投资信将会改善。
- 出口或将从人民币名义有效汇率的稳定中受益更多。2011-15 年人民币对一篮子货币持续升值，累计升值幅度超过 25%。人民币升值虽导致出口增长略为负数，但中国出口表现仍好于许多主要贸易伙伴。若 2016 年 CFETS 人民币汇率指数能稳定在 100 附近，预计中国出口增长将有望意外上行。



揭露附录

分析师认证信息披露：

研究分析师以及此研究报告内容之负责研究分析师特此证明：(1) 研究分析师或此研究报告之负责研究分析师表达的看法，已准确反映个人对标的证券、标的发行者及/或其他标的的意见，(2) 该研究分析师之薪酬中，无论过去、现在或未来，皆无任何部分与此研究报告刊载的某些建议或观点，存有直接或间接的关联性。大致上而言，文中所述建议之价值，是评价分析师绩效的审酌点之一。

全球免责声明：

渣打银行及/或附属公司（「SCB」）对此文件及文件内刊载及引用的任何信息，一概未做任何种类的明示、隐含及法律性声明及保证。

此文件提供的信息仅供参考。无论对任何人，此等信息皆不构成进入某些交易或采用某些避险、买卖或投资策略的要约及建议，亦不构成对某些利率或价位未来可能之变动的预测，亦不代表未来任何此类变动不会超出报告中表述之程度。报告中（如果有）提及任何证券之价格仅代表报告日所指之价格，并不表示任何交易可以于该价格执行。此档经过合理审慎的准备，我们不承担任何由于对事实表述错误而带来的责任以及由于所阐述观点而引起的义务。由于此文件并非基于特定投资目标或针对特定投资者之资金状况而写，其所包含内容并不适用于所有投资者。任何人使用此档时，仍应自行寻求专业咨询，以求了解本身是否适合投资或采用此档所列证券或金融工具或所述投资策略，并应理解，任何与未来展望有关之说明，皆未必能实现。此档中（如果有）各项意见、预测、假设、估计、衍生估值、目标价格预测仅代表报告日所指之情形，并可能会随时修正，恕不另行通知。我们所做的预测均会进行定期调整。此文件所列证券或金融工具之价值或收益，可能会上涨或下跌，投资人所得可能会少于本金。未来收益并不能保证，同时本金也有可能遭受损失。以外币计价的证券及金融工具极易受汇率波动影响，对其价值、价格及收益造成有利或不利影响。以往之表现无法做为未来表现成果之指标，亦无法对未来表现提供任何声明或保证。尽管我们努力在合理的基础上更新此文件所述信息及相关观点，但是不排除由于监管、合规以及其他因素而停止此类做法的可能性。相应的，我们所掌握的信息并非完全反映在此档中，同时我们有可能在此档发表之前或之后利用该种信息采取某些行动。SCB 并非法律、监管、商业、投资、金融、会计及/或税务顾问，亦无意提供法律、监管、商业、投资、金融、会计及/或税务咨询。投资人若需咨询某笔投资牵涉之法律、监管、商业、投资、金融、会计及/或税务问题，请自行寻求独立之法律、监管、商业、投资、金融、会计及/或税务意见。

SCB 及/或附属公司可能持有本档所列货币或证券等金融工具。SCB 及/或附属公司或代表人员、董事、员工福利计划或员工，以及参与本档出版或准备工作的个人均可以在任何时间，在相关法律规章允许的范围内，做多或做空此档或渣打全球研究部网站上刊载之证券或金融工具。上述个人或团体亦有可能在此等证券或相关投资中获得重大利益或者是唯一的造市商。他们亦有可能为该投资标的之发行者提供或曾经提供建议、投资银行服务或其他服务并可能因此获得相应报酬。

SCB 渣打全球研究部及其他各个公众或私人业务职能之间，皆设有物理信息防火墙，亦订有一定的政策及程序，以确保机密信息（含内部信息）不会对外披露，除非该披露符合政策及程序规定并经监管机关同意。本报告所包含之数据、观点及其他信息亦有可能通过其他公开管道获得。SCB 在此明确声明并不对上述公开信息的准确性或完整性提供任何声明及保证，以及承担任何责任。SCB 亦不为任何第三方网站信息和数据的准确性或可信性提供任何声明及保证，以及承担任何责任。

谨此告知，您本身应（如果有必要，在寻求专业建议的基础上）独立判断本文件刊载之任何信息，同时亦不可将本文件作为任何交易、避险以及投资决策的依据。SCB 无义务亦不承担任何由于直接或间接使用本档所带来的损失（包括个案性，附带性，衍生性，惩罚性或惩戒性的损害赔偿），无论这种损失因何缘故发生，包括但不限于此档、其内容或相关服务瑕疵、错误、不够完整、过失、谬误或不准确，抑或由于无法取得此档或其中某些部分或其中的内容或相关服务而导致的损失。

本数据仅供预期的收件人使用，在某些司法管辖区，对私人或零售客户分发本数据时若发行人需要进行注册或持牌而未就绪的，本数据在该等司法管辖区仅限于在专业和机构投资者内进行发行。

国家披露事项 – 您若是在下列国家收到此文件，请注意以下说明：

英国及欧洲经济区域：SCB 在英国的授权机关为审慎监管局（Prudential Regulation Authority）、监管机关为金融行为监管局（Financial Conduct Authority）和审慎监管局，但此项通告非以 2004/39/EC 指令定义之欧洲经济区域零售客户为对象，且此文件的所有内容皆不构成 2004/39/EC 指令定义之个人建议或投资建议。**澳大利亚：**SCB 的澳大利亚金融服务执照号码：246833；澳大利亚注册企业编号（ARBN）：097571778；澳大利亚投资人应注意，本档仅以「澳大利亚公司法」2001（Cth）中 761G 和 761GA 条定义之“企业客户”为对象，并非针对定义之“零售客户”。**孟加拉国：**本档并非在孟加拉国所做。本档（包括与 SCB 有关之内容）由研究分析师独立自主完成。本报告中提及之证券不曾亦不会孟加拉国登记，同时若没有孟加拉国监管当局事先审批可能不得在孟加拉国发售或买卖。收件方对此文件的任何后续操作都应遵循孟加拉国相关的法律规范；尤其应遵循孟加拉国现行外汇管理条例。**博茨瓦纳：**此档于博茨瓦纳系以 Standard Chartered Bank Botswana Limited 为发行及负责机构，本机构为根据「博茨瓦纳银行法」第 46.04 章第 6 条合法注册的金融机构，并于博茨瓦纳证券交易所上市。**巴西：**SCB 免责声明依据巴西证券交易委员会（CVM）指引 483/10 所定：本研究并非在巴西所做。本档（包括与 SCB 有关之内容）由研究分析师独立自主完成。本报告中提及之证券不曾亦不会根据巴西证券和交易委员会的要求进行注册，同时可能不得在巴西发售或买卖。任何例外均需获得合法的豁免批准并符合巴西证券法的规定。**中国：**此档于中国系以渣打银行（中国）有限公司为发行及负责机构，该机构之主要监管机关，包括中国银行业监督管理委员会（CBRC）、国家外汇管理局（SAFE）及中国人民银行（PBoC）。**德国：**此档于德国系以 Standard Chartered Bank Germany Branch 为发行机构，该机构之监管机关为德国联邦金融监管局（BaFin）。**香港：**此文件，除对期货合约交易提供意见或者为便于期货合约交易的决定的任何部分之外，于香港系以渣打银行（香港）有限公司为发行及负责机构，该机构之监管机关为香港金融管理局。**印度：**此档于印度系以 Standard Chartered Bank, India Branch (“SCB India”)为发行及负责机构，该机构属于 SCB 印度分行，经印度储备银行（RBI）批准在印度开展银行业务。该机构亦经印度证券交易委员会（SEBI）注册，担任商人银行、投资顾问、为公开发行提供服务的银行、托管人等等角色。在印度经营的集团公司详情请参见 https://www.sc.com/in/india_result.html。本文件包含特定内容仅旨在提供信息。本档不构成针对任何个人与 SCB India 间进行任何交易的要约及建议。本文件中特定内容或交易建议或未经印度相关监管机构特别许可；因此，本文件用户使用文中信息进行交易前请务必寻求专业的法律意见。**印度尼西亚：**此等信息皆不构成进入某些交易或采用某些避险、买卖或投资策略的要约及建议，亦不构成对某些利率或价位未来可能之变动的预测，亦不代表未来任何此类变动不会超出报告中表述之程度。**日本：**此档仅可供「日本金融工具及外汇法」（FIEL）定义之「特定投资人」做为参考，不可作为要约进行 FIEL 定义之「金融工具交易」或日本银行法定义之「特定存款」等目的使用。**肯尼亚：**Standard Chartered Bank Kenya Limited 受肯尼亚中央银行监管。此档仅供专业客户使用，不适用于且不得向零售客户发行。**韩国：**本文件于韩国系以 Standard Chartered Bank Korea Limited 为发行及负责机构，该机构之主要监管机关为韩国金融监管院及金融服务委员会。**澳门：**此文件由 Standard Chartered Bank (Macau Branch) 在中华人民共和国澳门特别行政区内发布，其监管机关为澳门金融管理局。**马来西亚：**本档由 Standard Chartered Bank Malaysia Berhad 在马来西亚境内仅面向机构投资者或企业客户发布。马来西亚境内的邮件接收者由本文件产生、或与之有关的任何问题，应接洽 Standard Chartered Bank Malaysia Berhad。**毛里求斯：**Standard Chartered Bank (Mauritius) 受毛里求斯中央银行和金融服务委员会监管。本文件所有内容皆不构成 2005「毛里求斯证券法」定义之投资建议或鼓励其从事证券交易的任何建议。**新西兰：**新西兰投资者应注意，本档仅以 2008「新西兰金融顾问法」第 5C 条定义之“企业客户”为对象，并非针对该法定义之“零售客户”。本文件不构成任何对新西兰公众的任何要约的组成部分。SCB 不属于（1989 年新西兰储备银行法案）框架下定义之新西兰“注册银行”。**巴基斯坦：**本文件所提及的证券不曾亦不会在巴基斯坦登记，同时若没有巴基斯坦监管当局事先审批，可能不得于巴基斯坦发售或买卖。**菲律宾：**本文件于菲律宾可能系以 Standard Chartered Bank (Philippines) 为发行机构，该机构之监管机关为菲律宾中央银行（Telephone No. (+63) 708-7701, Website: www.bsp.gov.ph）。本文件仅提供信息之用，不曾亦不应构成未在菲律宾证券交易委员会登记的证券的发售、买卖、承诺买卖或发行的建议，除非该证券符合「菲律宾证券法」第 9 条规定的豁免证券，或证券发行或出售符合「菲律宾证券法」第 10 条规定的豁免交易。**新加坡：**本文件于新加坡系由 SCB 新加坡分行及/或 Standard Chartered Bank (Singapore) Limited 发行，本文件涉及的有关产品或仅向符合「新加坡证券及期货法」第 289 章定义的认证投资者、专业投资者及机构投资者而发行，新加坡收件人若有任何与此文件产生、或与之有关的任何问题，应接洽 SCB 新加坡分行或 Standard Chartered Bank (Singapore) Limited（视情形而定）。**南非：**SCB 依 2002 年金融顾问及中介服务法 37 第 8 条之规定，持有金融服务提供商执照，SCB 亦按照 2005 年国民授信法成为注册信贷提供者，登记号码为 NCRCP4。**泰国：**此文件旨在传播一般信息且专门为泰国证券交易委员会办公室发布的有关豁免投资咨询服务的通告所定义的机构投资者准备，不定期进行修改和补充。本文件不对泰国公众发行。**阿联酋：**Standard Chartered Bank UAE 在阿联酋国家对阿联酋居民不提供任何财务分析或咨询服务，本文件所有内容亦不构成 2008 阿联酋证券及商品管理局第 48/r 号决议所定义之金融咨询和财务分析。**阿拉伯联合酋长国（DIFC）：**SCB 于迪拜的国际金融中心系以迪拜金融服务局为监管机关，此档仅供专业客户及市场交易对手使用，不适用且不得向零售客户发行。**美国：**除有关外汇（FX）、全球外汇（Global FX）、利率及商品之档外，此档若需于美国发行、或发行于美国人时，均仅限于美国 1934 年证券法第 15a-6(a)(2)号规则定义之大型机构投资者为对象。任何收到此档之美国人在接受此档后，即表示已声明及同意本身确属大型机构投资者，并了解从事证券交易涉及之风险。此档之任何美国收件人，若需要额外的信息或欲执行此文件所列证券或金融工具交易，皆应联系 Standard Chartered Securities (North America) Inc. 注册代表，地址：1095 Avenue of the Americas, New York, N.Y. 10036, US，电话：+1 212 667 0700。我们不以美国人为对象，从事证券募集或销售活动，除非：(A) 该证券已向美国证券及外汇交易委员会及美国各相关州之监管当局完成销售登记，或(B) 该证券或该特定交易获得美国联邦及州证券法律之豁免。我们不以美国人为对象，从事证券募集或销售活动，除非：(i) 我方或我方附属公司及相关人员均已依法完成登记或取得执照，从事相关业务，以及(ii) 我方或我方附属公司及相关人员符合美国联邦及州相关法律之豁免资格。本文件涉及任何有关美国人、授权子公司或管道分支（参见美国商品期货交易委员会规定、阐释、指导或其他此类条例之定义）的外汇、全球外汇、利率及商品的内容，仅旨在向符合「美国商品交易法」第 1a(18)章节中定义的合格的契约内各参与方。**赞比亚：**Standard Chartered Bank Zambia Plc 在赞比亚登记注册并符合「赞比亚银行和金融服务业法」第 387 条中商业银行之定义，其主要监管机关包括赞比亚中央银行，卢萨卡证券交易所及赞比亚证券交易委员会。

著作权 2016 Standard Chartered Bank 及附属公司。版权所有。此处刊载之各项材料、文本、文章及信息之著作权，皆属 Standard Chartered Bank 及/或附属公司之财产，未经授权签字人同意，任何人皆不得擅自复制，再转发、修改、变更、改写、以及以各种形式传播或以各种方式翻译。

本文件乃以英文编制。本中文翻译版仅供参考，以英文版为准。

编辑、签发：

本资料除指明外截至：

丁爽

2016 年 1 月 12 日

中国首席经济学家

（英文报告“On the Ground - China – A tougher balancing act in 2016”发布日期）

本中文报告发布于：

2016 年 1 月 28 日 格林威治标准时间 07:30