

中国经济金融展望报告

2016 年第 4 季度（总第 28 期）

报告日期：2016 年 9 月 29 日

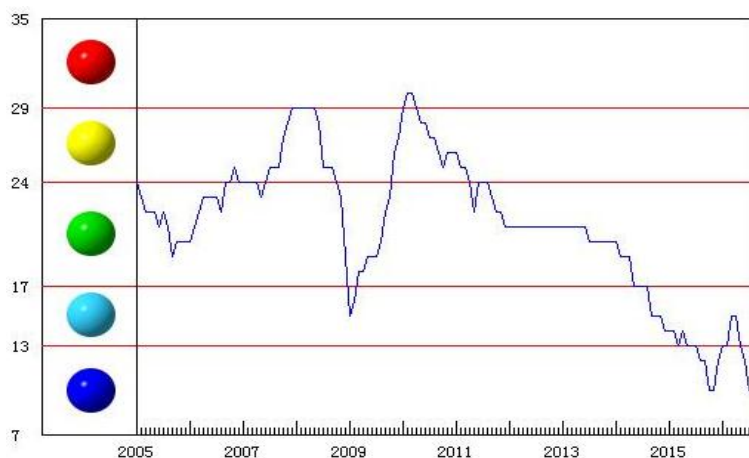
要点

●三季度，受政策累积效应显现、房地产市场升温、能源原材料行业回暖等因素影响，中国经济运行总体比较稳定。近期，包括投资、消费、工业生产和发电量等主要经济指标出现企稳，经济下行压力有所缓解。预计三季度 GDP 增长 6.7%左右，与上半年持平。

●展望四季度，出口继续回暖，财政政策持续发力，基建投资、新兴产业等领域得到支持，消费、服务业将平稳增长，经济短期趋于稳定。预计全年 GDP 增长 6.7%左右，落在政府年初设定的目标区间。

●房市不断升温，企业存款活期化、居民财富住房化导致 M1 增速远高于 M2，蕴含着较大的经济金融风险。宏观政策亟待平衡好稳定增长和抑制资产价格泡沫之间的关系。走出实体经济低迷、虚拟经济“火热”的窘境，财政政策要加大对“补短板”领域的支持，货币政策宜保持中性适度，重在通过与监管政策的配合，引导资金“脱虚向实”，同时根据市场流动性变化，选择合适时机进行对冲式降准。

中国宏观经济预警指数



红色：过热；黄色：偏热；绿色：正常；浅蓝：偏冷；深蓝：过冷

中国银行国际金融研究所
中国经济金融研究课题组

组 长： 陈卫东

副组长： 宗 良

成 员： 周景彤

李佩珈

高玉伟

李 艳

梁 婧

盖新哲

鄂志寰（香港）

陈志华（中银基金）

瞿 亢（伦敦）

联系人：周景彤

电 话：010-66592779

邮 件：zjt lucky@163.com

警惕经济回稳背后的风险隐忧

——中国银行中国经济金融展望报告（2016 第 4 季度）

三季度，受政策累积效应显现、房地产市场升温、能源原材料行业回暖等因素影响，中国经济运行总体比较稳定。近期，包括投资、消费、工业生产和发电量等主要经济指标出现企稳，经济下行压力有所缓解，但仍处于筑底过程中。预计三季度 GDP 增长 6.7% 左右，与上半年持平。展望四季度，出口继续回暖，财政政策持续发力，基建投资、新兴产业等领域得到支持，消费、服务业将平稳增长，经济短期趋于稳定。预计四季度和全年 GDP 增速均在 6.7% 左右（维持上期预测不变），落在政府年初设定的目标区间。值得关注的是，在去库存、货币增发、预期改变等多种因素推动下，房地产市场不断升温、房价节节攀升，企业存款活期化、居民财富住房化导致 M1 增速远高于 M2，经济“脱实向虚”问题更加突出，蕴含着较大的经济金融风险。宏观政策亟需平衡好稳定增长和抑制资产价格泡沫之间的关系。走出实体经济低迷、虚拟经济“火热”的窘境，财政政策需要加快支出进度、加大对“补短板”领域的支持，货币政策不宜进一步全面放松，保持中性适度，重在通过与监管政策的配合，引导资金“脱虚向实”，同时根据市场流动性变化，选择合适时机进行对冲式降准。

一、2016 年三季度经济形势回顾与四季度展望

（一）三季度经济运行主要特征

进入三季度，中国经济运行总体比较稳定（图 1）。外部需求回暖、人民币汇率贬值以及去年的低基数，使得出口下降压力得到一定缓解。同时，在稳增长政策累积效应、房地产市场升温、能源原材料行业改善等因素的影响下，投资、消费、工业生产和发电量等主要经济指标出现企稳迹象，民间投资也改变了逐月下滑趋势；PMI、出口先导指数等先行指标也表明近期经济将继续回稳。预计三季度 GDP 增长 6.7% 左右，与上半年持平（与我们上期的预测相一致）。

与此同时，部分城市房价非理性上涨、M1 增速居高不下且远高于 M2、部分能源原材料价格大幅上涨和外部不确定性增多等亟待关注，特别是通过居民快速加杠杆实现的去库存和经济回稳，既不安全，也不可持续，潜藏着较大的风险隐患。

图 1：中国 GDP 季度增长走势

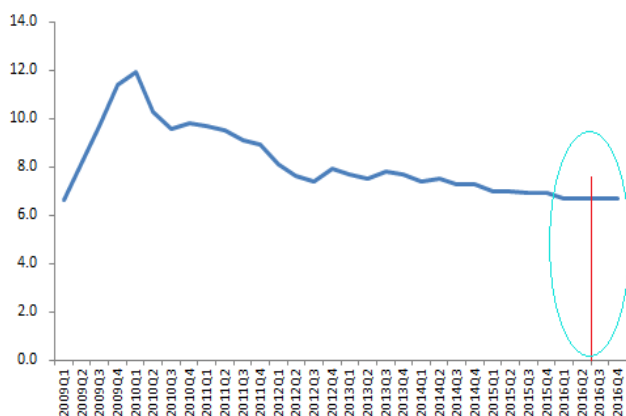
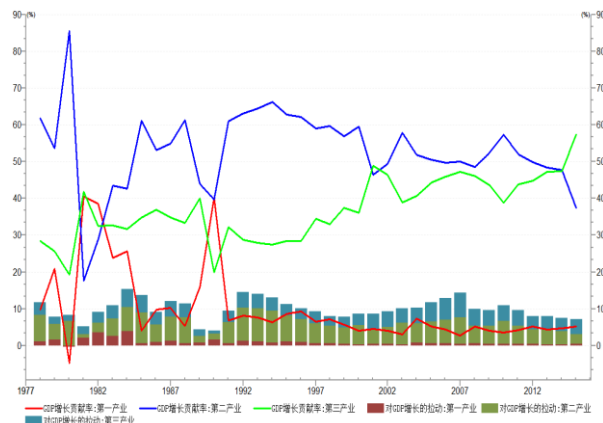


图 2：三大产业对 GDP 增长贡献率



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

1. 投资增长缓中有好，出口触底回升

投资出现企稳迹象，8 月房地产和基础设施投资增速回升。进入三季度，固定资产投资增长继续放缓，前 8 个月增长 8.1%，增速比上半年回落 0.9 个百分点（图 3）。但 8 月当月投资增长明显加速，增速（8.2%）比 7 月高 4.3 个百分点，也高于 5 月和 6 月。与此同时，民间投资也改变了持续下滑的态势，增速由负转正，8 月当月增长 2.3%。投资特别是民间投资缓中趋稳，是经济企稳的一个重要信号。当然，仅用 1 个月数据还难以断定投资已彻底好转，是否可持续还有待观察。从不同行业看，7-8 月制造业、房地产、基础设施投资增长总体放缓，同比增长 1.8%、3.8%、17.1%，增速比上半年分别下降 1.5、2.3 和 3.8 个百分点，但 8 月当月房地产和基础设施投资均有所回升，同时文化体育娱乐业、卫生和社会工作，以及公共管理、社会保障和社会组织等行业投资增长都有所加快。从不同地区看，东、中、西部地区投资增长放缓，但 8 月东、

西部地区投资增速均出现回升；东北地区投资降幅连续 2 个月收窄，但降幅仍在近 30%，特别是辽宁投资大幅下滑，幅度达 60% 左右，拉低全国投资增速约 3.3 个百分点。

图 3：固定资产投资月度累计增长

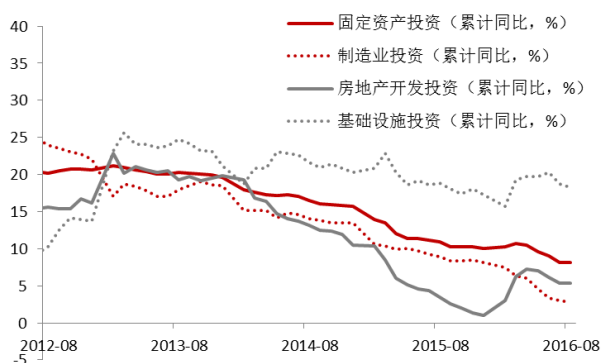
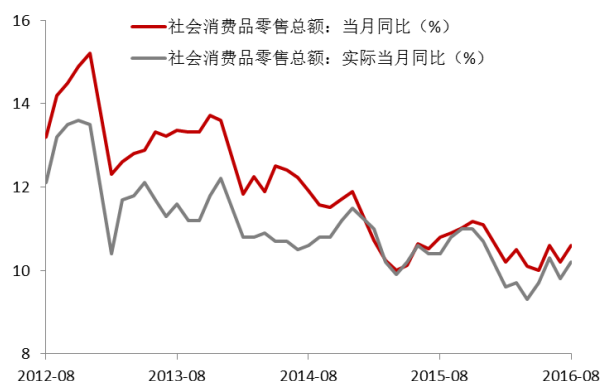


图 4：社会消费品零售总额增长



资料来源：Wind, 中国银行国际金融研究所

消费增长有所加快，建筑装潢、汽车等消费加快增长。7 月社会消费品零售总额增速与二季度持平，但 8 月增长明显加快（图 4），两个月合计同比增长 10.4%，增速比二季度、上半年分别回升 0.2 和 0.1 个百分点。扣除价格因素，7-8 月消费实际增长 10% 左右，比二季度、上半年分别回升 0.2 和 0.3 个百分点左右。消费名义增速与实际增速回升，意味着其对 GDP 增长的贡献率仍保持高位，其中二季度贡献率高达 73.4%。从具体类别看，**第一**，由于一、二线城市房地产持续旺销，与居住相关的建筑装潢材料、家具零售额快速增长。7-8 月建筑装潢材料零售额平均增速为 15.7%，而家具零售额平均增速超过 12%。**第二**，7、8 月，在消费中占比最大的汽车销售开始加速增长，零售额平均增速为 11.2%，比二季度、上半年都回升了 3.4 个百分点，其中纯电动汽车销量增长 165%。**第三**，石油及制品在消费中占比仅次于汽车。7-8 月其销售增速由负转正，合计同比增长 0.5%，而一、二季度均为负增长。**第四**，网上零售增长放缓。前 8 个月网上商品和服务零售额同比增长 26.7%，增速比上半年回落 1.5 个百分点，连续 2 个月回落。

出口增速触底回升，进口增速首次转正。三季度以来，我国货物贸易进出口有所改善，其中8月数据超出市场预期。8月，我国出口同比下降2.8%（美元计价，下同），降幅较7月（-5.4%）收窄2.6个百分点，进口同比增长1.5%，较7月（-12.5%）回升14个百分点（图5），这也是今年以来进口增速首次转正。具体来看：**一是**主要贸易伙伴需求稳定带动出口降幅收窄。8月我国对主要贸易伙伴出口增速均比7月有所好转。其中，对美国、欧盟、日本、韩国、台湾、东盟出口之和降幅收窄4个百分点，带动总体出口降幅收窄2.4个百分点。这与欧元区PMI持续稳定在荣枯线以上，日本、台湾、越南、印尼等经济体制造业PMI大幅回升有关。外需回暖也在我国周边的出口导向经济体有所印证。8月，韩国出口增长2.6%，比7月回升12.9个百分点，为20个月以来首次转正，同时台湾出口已经连续两个月正增长，这也是21个月以来首次出现。**二是**国内工业生产稳中有升和工业品价格回升带动进口增速转正。从8月制造业PMI来看，无论是生产端还是需求端均有所改善，再考虑到发电量，开工率，煤、钢、水泥等价格指标的表现，短期经济企稳信号较为明显，相应带动进口回升。8月，铁矿石、原油、煤及褐煤、塑料进口数量增速比7月回升15.7、22.4、52.3、9.5个百分点，均为今年以来较高涨幅（图6）。

图5：出口与进口额增速（%）

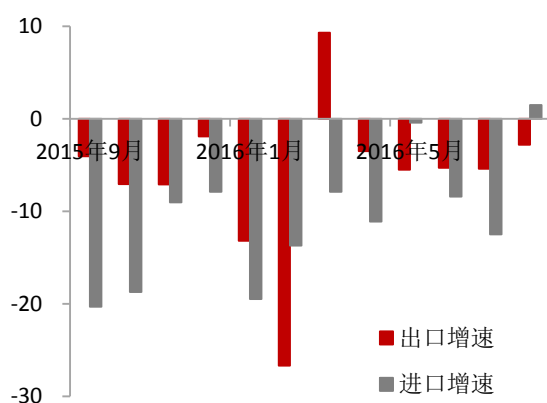
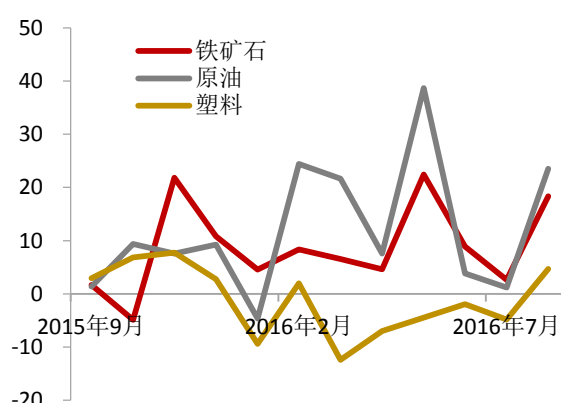


图6：重点商品进口数量增速（%）



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

2. 工业生产总体稳中略升，服务业增长保持平稳

进入三季度,受需求趋稳、效益改善等因素影响,工业生产总体稳中略升,1-8月工业增加值累计增长6%,与上半年持平,8月当月增长6.3%,分别比上月和上年同期回升0.3、0.2个百分点(图7)。预计三季度当季工业增加值增长6.2%左右。

图7: 工业增加值月度增速(%)

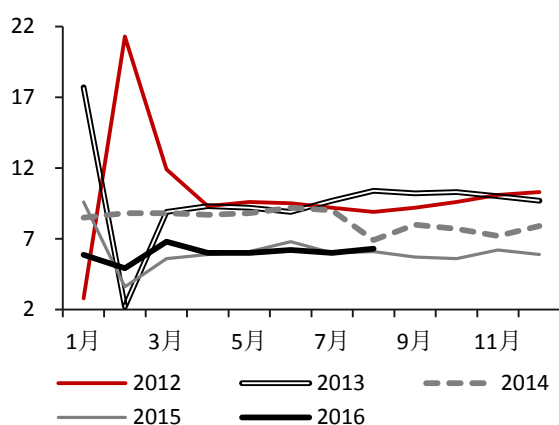
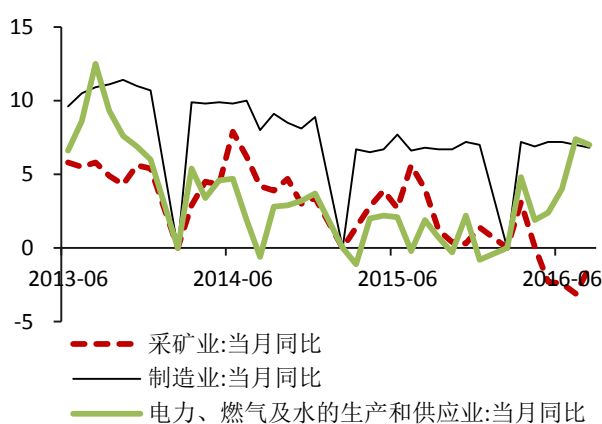


图8: 各大类行业工业增加值增速(%)



资料来源:Wind, 中国银行国际金融研究所

工业领域继续呈现积极变化。一是新兴产业和设备制造业较快增长。1-8月医药制造业、计算机通信及电子设备制造业分别累计增长10.6%、9.8%，较上半年分别提高0.2、0.6个百分点。汽车制造业受去年同期低基数、市场改善等因素影响，1-8月累计增长13.4%，比上半年加快2.9个百分点。通用设备、专用设备制造业生产也均有所加快。同时，符合产业升级、消费升级方向的新产品快速增长，1-8月工业机器人、集成电路、新能源汽车等产量分别累计增长33.1%、17.9%、84%。新产业、新产品加快增长为制造业保持稳定提供了重要支撑。此外，在稳增长政策下，电力、燃气及水的生产和供应业增长明显加快，1-8月累计增速为3.9%，比上半年加快1.3个百分点。

图 9：部分产品价格指数

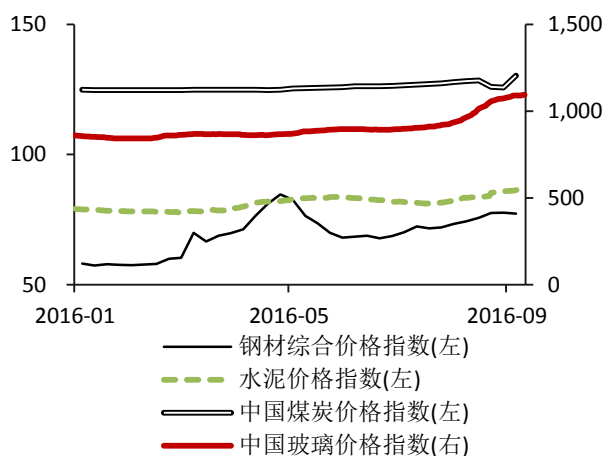
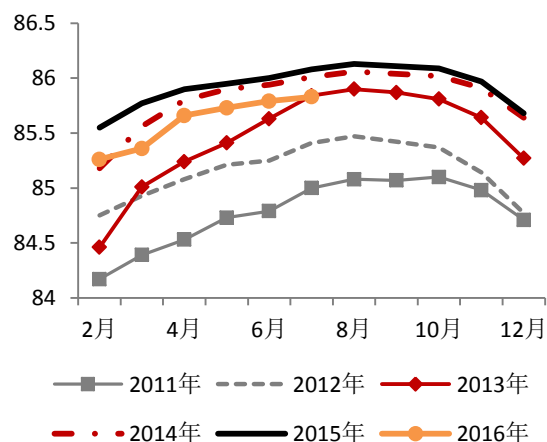


图 10：每百元主营业务收入中的成本



资料来源:Wind, 中国银行国际金融研究所

二是价格回升减缓产能过剩行业压力，部分行业产能利用率有所提高。三季度以来，煤炭、水泥、玻璃等产品价格继续回升，9月中旬其指数分别较6月末上升3.1%、5.7%、22.6%（图9）。尽管钢铁价格9月初以来略有回落，但其价格指数仍较6月末上升12.5%。这使得煤炭采选业利润降幅收窄，黑色金属加工业、非金属矿物制品业利润增长明显改善。与此同时，部分行业产能利用率继续回升。截至9月上旬，浮法玻璃产能利用率为74.5%，比6月回升1.4个百分点。高炉、浮法玻璃、焦化企业开工率也较6月有所回升，9月上旬分别为80.5%、68.2%、77.9%，较6月提高1.1、1.2、1.9个百分点。

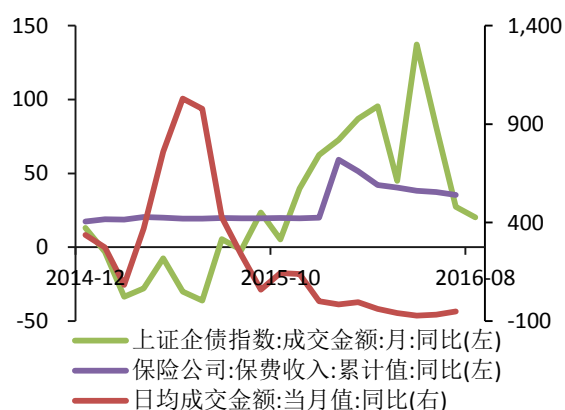
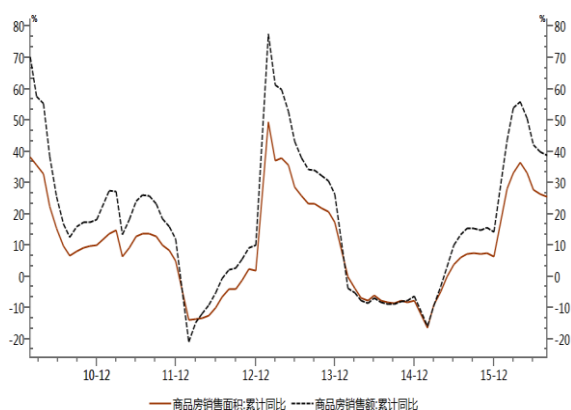
三是工业企业效益继续改善。三季度以来，PPI 同比降幅继续收窄，环比上涨，一定程度上带动了销售收入增长。同时，企业成本进一步降低，特别是7月当月每百元主营业务收入中的成本为86.08元，比上年同期减少0.42元，降幅比6月多减0.31元（图10）。收入提高、成本下降，使得企业效益加快改善，1-7月企业利润累计增长6.9%，增速比上半年加快0.7个百分点。

服务业增加值增速保持平稳。二季度增长7.5%，比一季度小幅回落0.1个百分点。生活性服务业中，在消费增长稳中略升趋势下，批发和零售业增长加

快，二季度为 6.5%，较一季度和上年同期均提高 0.7 个百分点。二季度住宿和餐饮业增长 6.8%，虽然较一季度放缓 0.2 个百分点，但高于上年同期 1 个百分点。在消费增长总体稳定的情况下，预计三季度这两个行业增速与二季度基本持平。由于上年同期基数较高，二季度房地产业增长 8.8%，较一季度放缓 0.3 个百分点。5 月以来房地产销售面积和销售额虽然增速较高（图 11），但呈放缓趋势，同时考虑到上年同期的高基数，预计三季度房地产业增长较二季度小幅放缓。生产性服务业中，伴随工业生产趋稳，二季度交通运输、仓储和邮政业增长 5.7%，较一季度、上年同期分别加快 2.4 和 1.7 个百分点，预计三季度较二季度略有加快。在上年同期高基数（19.3%）影响下，二季度金融业增长放缓至 5.3%，考虑到上年同期基数仍然较高（16%），预计三季度金融业增长较二季度将略有放缓（图 12）。总体来看，预计三季度服务业增长较二季度小幅放缓，在 7.4% 左右。

图 11: 房地产销售增速

图 12: 股市成交、保险收入、企业债成交情况



资料来源:Wind, 中国银行国际金融研究所

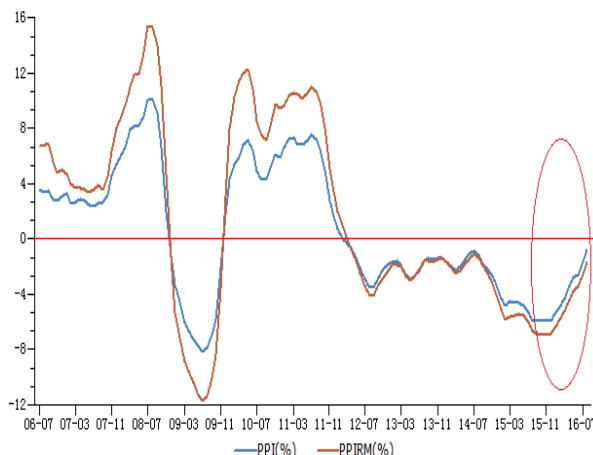
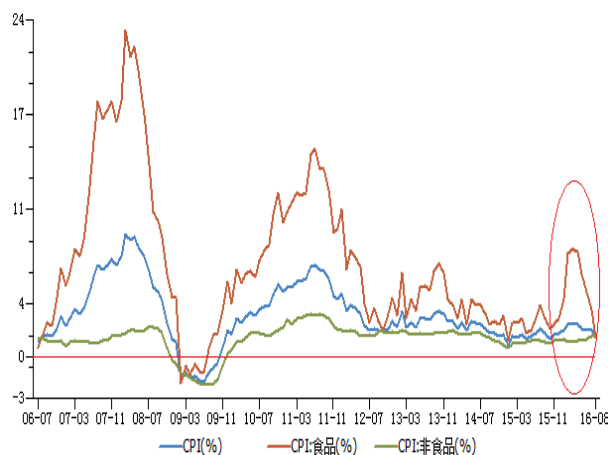
3. 消费物价涨幅放缓，CPI 和 PPI “剪刀差”不断缩小

进入三季度，受食品价格涨幅放缓和翘尾因素减小的影响，CPI 涨幅逐月放缓。7 月 CPI 上涨 1.8%，涨幅比 6 月回落 0.1 个百分点；8 月上涨 1.3%，涨幅比 7 月又回落 0.5 个百分点，创下自去年 10 月以来新低（图 13）。同期，PPI

降幅逐月收窄，7月、8月PPI分别下降1.7%、0.8%，降幅均比上月收窄0.9个百分点（图14）。8月CPI（1.3%）与PPI（-0.8%）涨幅之差为2.1%，比6月大幅收窄了2.4个百分点，CPI和PPI“剪刀差”不断变小与上年同期趋势正好相反。

图13：食品价格带动CPI进入“1时代”

图14：PPI降幅持续收窄



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

第一，两大因素导致消费物价逐月走低且保持在“1时代”。一是食品价格涨幅显著放缓。7月食品价格同比涨幅比6月回落1.3个百分点，8月（1.3%）又比7月回落2个百分点，直接影响CPI同比涨幅比上月回落0.38个百分点，其中猪肉、禽蛋和鲜果价格同比涨幅分别回落9.7、5.4和1.1个百分点。与此相反，非食品价格在7、8月均上涨1.4%，甚至高于二季度的涨幅（1.1%）。二是翘尾因素变小。8月CPI翘尾因素为0.3%，低于7月0.45个百分点，假定翘尾因素相同，7、8月的CPI涨幅将基本持平；而7月翘尾因素也比6月小了0.31个百分点。从CPI八大篮子看，总体上呈现“七涨一跌”格局，CPI同比上涨的包括：其他用品和服务、医疗保健、居住、食品烟酒、衣着、教育文化和娱乐和生活用品及服务；同比下降的是交通通信，但降幅有所收窄。另外，受今年以来房市不断升温 and 房价持续上涨的影响，7、8月房租价格分别上涨2.8%和2.7%，远高于同期CPI，环比涨幅已经连续7个月为正。

第二，PPI 降幅继续收窄，生产资料价格回升是主因。三季度以来，受煤炭、钢铁、原油价格上涨等因素的影响，PPI 跌幅继续收窄。前 8 个月，PPI 下降 3.2%，降幅比上半年收窄 0.7 个百分点；7、8 月 PPI 分别下降 1.7%、0.8%，降幅均比上月收窄 0.9 个百分点。分类别看，占 PPI 篮子权重高达 74.6% 的生产资料价格降幅收窄，是 PPI 降幅逐月减小的主要原因（表 1），前 8 个月降幅比去年同期收窄 2 个百分点。特别是采掘工业的 PPI，前 8 个月降幅比去年同期大幅收窄 7.4 个百分点，其中 8 月当月降幅为 3.2%，比去年同期收窄了 17.7 个百分点！与此相比，生活资料 PPI 总体上变化不大，今年前 8 个月下跌 0.2%，跌幅与去年同期持平，不过今年 7、8 月扭转了连续 20 个月负增长的局面，均为零增长。

表 1：近年来 PPI 分类变化情况（%）

年份	PPI	生产资料	生产资料			生活资料	生活资料			
			采掘工业	原材料工业	加工工业		食品类	衣着类	一般日用品类	耐用消费品类
2012	-1.7	-2.5	-2.4	-2.0	-2.7	0.8	1.4	2.1	0.9	-0.9
2013	-1.9	-2.6	-5.7	-3.1	-2.0	0.2	0.7	1.2	-0.1	-0.9
2014	-1.9	-4.3	-6.5	-3.0	-1.8	0.0	0.2	0.7	0.1	-0.8
2015	-5.2	-6.7	-19.7	-9.5	-4.3	-0.3	0.0	0.7	-0.7	-0.8
2015（1-8）	-4.9	-6.3	-19.3	-9.0	-3.9	-0.2	0.0	0.6	-0.6	-0.8
2016（1-8）	-3.2	-4.3	-11.9	-6.9	-2.6	-0.2	0.4	0.8	-0.3	-1.6

资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

（二）四季度经济形势判断

1. 经济增长总体企稳，但仍存在三大不确定性

展望四季度，财政政策持续发力将使得基建投资、新兴产业等领域得到支持，服务业、消费也将平稳增长，经济运行总体上将保持稳定。但未来一段时间，经济企稳态势能否延续存在三个不确定性：一是工业回升能否持续。在去产能大背景下，能源原材料价格上涨，进而带动工业回升，这一趋势能持续多久，主要取决于去产能带来的去化效应和价格上涨带来的回补效应两者的大小。

如果去化效应大于回补效应，工业生产将面临下行压力，反之将延续回升态势。**二是**在去库存和加杠杆之间如何取舍。去库存主要是去房地产库存，在去库存、宽货币和预期改变的共同作用下，今年以来部分地区房价出现了井喷式上涨，去库存与加杠杆的交互作用导致全国房价出现非理性上涨。近两个月更是开启了新一轮大涨，导致经济“脱实向虚”问题更加突出，大幅提高了全社会经济运行成本，透支了中国经济中长期发展潜力，拉大了全社会贫富差距。宏观政策既要去库存，又要挤泡沫，还要稳增长，如何拿捏的确很难抉择。过度打压房地产将使本已疲弱的经济进一步承压，但放任其“野蛮生长”、经济主体过度加杠杆同样不是好事，将滋生更大的经济金融风险。**三是**企业存款活期化和居民财富地产化使得 M1 和 M2 增速“剪刀差”持续扩大。这一现象值得特别关注，因为近些年历次金融危机发生前，都会出现 M1 增速大大快于 M2 这种现象（进一步分析见本报告第二部分）。结合各方面因素和景气预警系统运行结果综合判断，我们预计四季度和全年 GDP 增长均在 6.7% 左右，落在政府年初设定的目标区间，与我们年初的预判一致。

2. 投资增速有望企稳回升，外贸步入企稳复苏之路

投资增速有望企稳回升。**第一**，新开工项目快速增长，对投资企稳回升形成有力支撑。前 8 个月，本年新开工项目计划投资额同比增长 22.7%，增速比上年同期加快 20 个百分点；施工项目计划投资额同比增长 8.8%，增速比上年同期加快 3.7 个百分点，连续 3 个月回升。**第二**，PPP 项目落地率提高，推动基础设施及有关投资较快增长。截至 7 月底，全国 1 万多个 PPP 项目计划投资额超过 12 万亿元，但落地率不足 10%。随着第三批 PPP 示范项目通过评审，政府将加大项目实施力度，PPP 项目落地率有望提升，助力投资稳定增长。**第三**，由于工业企业盈利增速已转负为正，近 3 个月亏损家数比去年同期明显减少，加之去库存、去产能进程加快，预计投资动力和意愿将逐步恢复。**第四**，资金来源增长放缓，仍是掣肘投资增长的重要因素。前 8 个月，投资资金来源同比

增长 6.2%，增速比上半年回落了 1.8 个百分点，且连续 2 个月回落，其中财政、贷款、外资、自筹等资金来源增长均有所放缓。

消费将保持稳定增长。第一，消费者信心增强、预期改善。今年 7 月，消费者信心指数、预期指数分别为 106.8 和 109.8，分别比上月提高了 3.9 和 3.7，均为 2015 年 6 月以来的最高水平，并且连续 2 个月回升。第二，居住消费有望持续较快增长。7-8 月商品房销售面积、销售额同比增速仍高达 19.3% 和 30.2%，部分一、二线城市住宅销售甚至更加火爆，这将带动建筑装潢材料和家具零售实现快速增长。第三，汽车销售增速可能出现回落。2014、2015 年，汽车销售经历了连续 2 年的低速增长，增速分别仅为 6.9% 和 4.7%。受低基数影响，2016 年汽车销售出现补偿性增长，4 月以来增速逐月提高。由于去年四季度增长较快推高了基数，预计汽车销售加速增长的趋势难以延续，今年四季度增速可能有所回落。第四，由于新加入网上消费“大军”的边际人群减小，网上商品和服务零售额增长趋于放缓。

外贸步入企稳复苏之路，但道路依然漫长曲折。在上期报告中，我们判断外贸短期走势或有波折，但已逐渐走上企稳轨道，四季度仍然维持这一判断。从积极方面看，企稳复苏的共识正在形成。8 月外贸数据回升力度较大，一般贸易和加工贸易出口增速降幅都已连续两个月收窄，外贸出口先导指数也连续两个月回升，均呈现出相对积极的信号。但是，也要看到复苏基础并不牢靠。今年下半年外贸难以再现去年显著恶化景象，但对复苏力度、强度仍应保持谨慎乐观。当前全球贸易运行中枢趋势性下移，全球经济不确定性较多，整体环境制约了复苏力度。近期既有英国脱欧这样令人意外的政治事件，也有美国 8 月非农就业数据不及预期的经济冲击。这都意味着企稳复苏之路将较为漫长，甚至时有波折。在短期企稳与波动之外，长期视角下的结构转型同样值得关注。当前我国出口主体中民营企业表现越来越突出。今年前 8 个月，民营企业出口增速比外商投资企业高出 7.6 个百分点，出口占比达到 46.6%，比去年同期提

升 1.5 个百分点。

3. 工业生产平稳趋势不改，需关注去产能集中推进的影响

工业生产总体保持平稳的积极因素仍然存在。一是基础设施投资较快增长、房地产销售高增长仍将是拉动工业特别是一些传统工业增长的重要因素。二是企业库存压力减小，成本也将保持降低趋势，盈利有望继续改善，这有助于企业恢复生产信心。8 月 PMI 中生产经营活动预期指数为 58.2，已连续 2 个月回升。三是生产结构持续优化，高技术制造业、设备制造业等仍将保持较快增长。但与此同时，去产能的推进可能会拉低四季度的工业生产。截至 7 月末，钢铁、煤炭产能退出分别只完成全年目标的 47%、38%，这意味着全年去产能的压力将大部分集中在下半年。综合判断，预计四季度工业生产增速在 6.2% 左右。

服务业或将小幅回升。生活性服务业中，由于消费总体稳定，预计四季度批发和零售业、住宿餐饮业增长与三季度持平。房地产先行指标中，房屋新开工面积自 4 月以来持续放缓，而土地购置面积降幅自 6 月开始扩大，显示房地产企业对未来投资的不确定性上升。伴随部分热点城市限购限贷政策的出台，同时考虑高基数的影响，预计四季度房地产业增长将略有放缓。生产性服务业中，在工业生产平稳趋势下，预计四季度交通运输、仓储和邮政业增长与三季度持平。今年以来，保险公司保费收入、企业债券成交和发行的增速均明显高于上年水平，但保费收入增速呈逐月放缓趋势，而上年四季度企业债券发行和成交同比增速较高，预计今年四季度将有所放缓。再考虑上年四季度股票市场成交基数较低，预计四季度金融业增加值增速将略有回升。总的来看，预计四季度服务业增速将较三季度小幅回升，在 7.5% 左右。

4. 物价涨幅保持较低水平，大幅上涨可能性较小

四季度，影响 CPI 向上的因素包括：**第一**，近期经济出现企稳，市场需求增加，原油、煤炭、钢材等价格或将继续上涨，PPI 同比涨幅可能在未来 1、2

个月转负为正，这将增大 CPI 向上的压力。**第二**，8 月 CPI 环比涨幅依然为正，尤其是食品价格环比涨幅由前 5 个月均为负增长转为正增长（0.4%），未来这种趋势可能延续。**第三**，今年以来房价高涨，居住价格上涨压力依然较大。但翘尾因素变小、收入放缓等，使得 CPI 不存在大幅上涨的压力。预计四季度 CPI 上涨 1.6%左右；全年上涨 1.8%左右，涨幅比 2015 年（1.4%）有所扩大，但要低于年初政府设定的调控目标（3%）。

二、2016 年三季度金融形势回顾及四季度展望

三季度，中国金融改革再提速，绿色金融体系加快构建，上海自贸区人民币债券业务启动。同时，金融运行积极信号增加，货币政策保持中性适度，货币信贷反弹，贷款结构趋于改善；股市窄幅震荡，债市牛市行情持续，市场主体对人民币汇率双向波动适应性增强。但是，受民间投资下滑、实体经济融资需求不振、房地产资金“虹吸效应”加大等影响，金融领域也存在居民加杠杆过快、个人按揭贷款占比过大以及资本外流压力依然较大等问题。

（一）三季度金融运行形势回顾

1. “M1-M2”增速“剪刀差”收窄，贷款结构有所改善

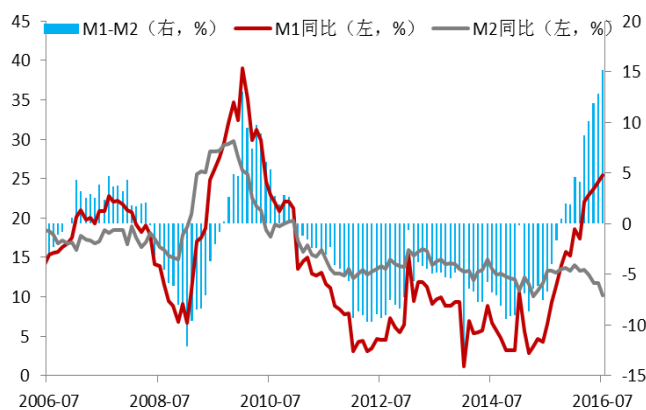
三季度以来，受去年同期基数较高、外汇占款余额减少等因素影响，货币供给和信贷增长一度出现大幅放缓的情况，但 8 月以来这一状况有所改善。8 月末，M2 增长 11.4%，增速比 6 月末下降 0.4 个百分点，但比 7 月末回升 1.2 个百分点；社会融资规模存量增长 12.3%，与 6 月末持平。当前，货币信贷增长主要呈现以下特点：

“M1-M2”增速“剪刀差”收窄，但资金“脱实向虚”依然比较明显。8 月，“M1-M2”增速“剪刀差”由 7 月的 15.2%缩窄至 13.9%（图 15）。8 月末，M2 增速 11.4%，比 7 月末回升 1.2 个百分点，这主要与非金融企业贷款回升较快、货币派生能力增强等有关。从各国金融发展历史看，“M1-M2”增速“剪刀差”

往往伴随着实体经济低迷、楼市或股市过度繁荣、资金“脱实向虚”或“流动性陷阱”等现象（表2）。需高度关注“M1-M2”增速“剪刀差”现象。

图 15：“M1-M2”增速“剪刀差”

表 2：“M1-M2”增速“剪刀差”：国际比较



	开始时间	结束时间	周期（月）
日本	1991/06	2006/10	185
韩国	1999/04	2005/10	79
印尼	1999/11	2005/08	70
泰国	1999/05	2006/01	79
马来西亚	1999/05	2004/07	63
美国	1985/07	1987/10	28
	1990/11	1995/04	54
	2008/09	2015/09	85
中国	2015/10		11

资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

社会融资规模平稳增长，直接融资增长较快。前8个月，新增社会融资规模累计11.7万亿元，比上年同期增加1.15万亿元。其中，直接融资（债券和非金融企业股票）比上年同期增加1.12万亿元，表外融资则减少4650亿元；8月当月新增社会融资规模增加较快，比7月大幅增加9818亿元。票据融资跌幅收窄、贷款和企业债融资回升是8月社会融资规模反弹的主要原因。8月，新增未贴现银行承兑汇票下降377亿元，比上月少降4745亿元，对社会融资回升贡献最大。受非金融企业信贷需求回升、房地产贷款占比仍然较大等影响，8月新增人民币贷款7969亿元，比上月多增3419亿元，占8月新增社会融资增量的34.8%。8月，新增企业债券融资回升至3306亿元，比7月多增1118亿元，占8月新增社会融资增量的11.4%（图16），企业债券融资显著回升主要与信用债市场行情火爆等有关。

图 16：新增社会融资规模及结构

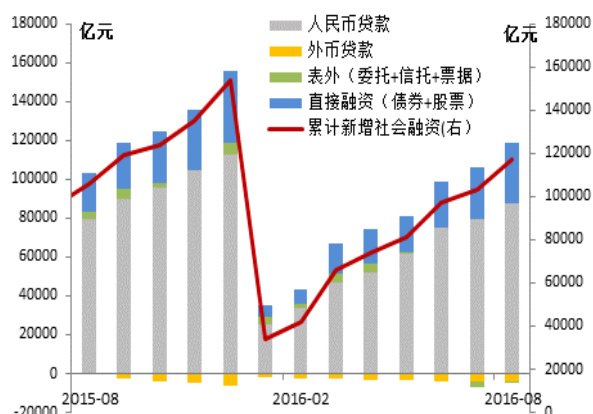
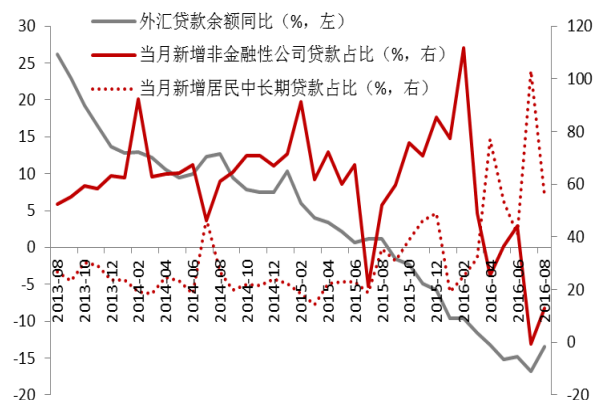


图 17：新增人民币贷款结构



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

贷款结构趋于改善，但住房贷款占比依然较高。随着企业融资成本下降和盈利能力逐步改善，三季度非金融企业信贷需求有所回升，并带动人民币贷款平稳有增。人民币贷款增长呈现以下特点：**一是**新增非金融企业贷款由负转正，但仍远低于历史均值。8月，新增非金融性公司部门贷款占当月新增贷款比重为12.7%，改变了7月新增贷款为负这一状况，但仍然远低于70%左右的历史均值。**二是**住房抵押贷款占比略有下降，但仍处于历史较高水平。8月，居民部门中长期贷款（主要为住房抵押贷款）占当月新增贷款的55.5%，比上月下降47个百分点，但仍处于2010年以来的较高水平（图17）。**三是**外汇贷款降幅收窄。8月末，外汇贷款余额同比下降13.9%，降幅比6月末收窄1.5个百分点，表明经济主体对人民币汇率双向波动的适应性增强，前期加快偿还外债的行为有所减少。**四是**中长期贷款稳中有升。前8个月，中长期贷款余额为58.9万亿元，占全部人民币贷款余额比重为57.2%，比6月末上升0.3个百分点。

2. 货币市场利率总体平稳，利率走廊机制初见成效

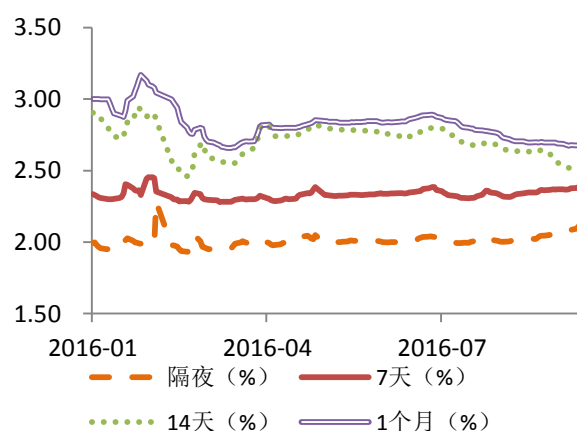
三季度以来，银行间市场流动性总体充裕。主要运行特点：**一是**货币市场交易较为活跃。7、8月货币市场成交量累计143.5万亿元，同比增长47.5%。隔夜品种是市场交易的主要品种，7、8月同业拆借和质押式回购隔夜品种的成

交易量占比平均达 89%左右。二是货币政策工具的期限结构进一步丰富。尽管存在缴准、企业税收上缴等扰动性因素，央行的逆回购和 MLF 工具组合较好地兼顾了不同期限的流动性需求，有效平抑了流动性波动（表 3）。同时，央行集中开展 6 个月和 1 年期的 MLF 操作、重启 14 天和 28 天逆回购，增加了中长期流动性。三是资金利率总体平稳。具体而言，央行进行“锁短放长”操作，资金利率呈现“短升长降”趋势。9 月 14 日，隔夜和 7 天 SHIBOR 分别报 2.128% 和 2.392%，较二季度末上升了 9 个和 1 个 BP，14 天和 1 个月 SHIBOR 分别下行了 28 个和 20 个 BP（图 18）。同时，央行通过提高公开市场操作频次、优化各类工具的期限组合等，稳定了市场预期，利率整体波动不大，利率走廊机制成效初显。

表 3: 2016 年各月逆回购和 MLF 净投放

月份	逆回购	MLF
	亿元	亿元
1 月	12350	6125
2 月	-2950	7525
3 月	-7550	
4 月	-550	-3880
5 月	-250	5672
6 月	8950	1900
7 月	-8400	-3210
8 月	3450	2490

图 18: 不同期限 SHIBOR 利率走势



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

3. 债券市场改革再提速，“债牛”行情持续

受债券市场改革提速、英国脱欧背景下债券市场避险功能上升等影响，三季度债券市场牛市行情持续。截至 2016 年 9 月 23 日，中债总指数为 173.0 点，比 6 月末上行了约 3 点。债券市场发展呈现以下特点：一是债券市场开放再提速。9 月 5 日，中国人民银行、国家外汇管理局发布《关于人民币合格境外机

构投资者境内证券投资管理有关问题的通知》，RQFII 由审批走向备案和审批管理相结合。截至今年 8 月底，共计有 170 家 RQFII 机构累计获批额度 5103.4 亿元人民币。**二是**人民币债券产品更加丰富，SDR 债券等开始发行，绿色债券扩容。8 月 12 日，中国人民银行发布公告称，世界银行已经获准在中国银行间债券市场发行 SDR 计价债券。这是推动 SDR 市场化运用的重大尝试，有利于增强国际货币体系的稳定性，提高人民币国际化程度，也为投资者规避单一货币的利率和汇率风险提供新的工具。今年前 7 个月，中国已经发行绿色债券近 1200 亿元人民币，占全球同期发行总额的 44%，已经成为全球最大的绿色债券市场。**三是**国债利率波动下行，信用利差降到低位。受英国脱欧背景下国债避险功能上升等影响，三季度国债各期限的收益率趋于下行（图 19）。9 月 23 日，1 年期国债收益率报收于 2.1584%，相较于 2016 年 6 月末下降约 23 个 BP，10 年期国债收益率则下降了 11 个 BP。与此同时，在实体经济需求不振、流动性相对宽松背景下，主要金融机构加大了对信用债的配置，导致信用利差不断降低。9 月 23 日，5 年期公司债 AA 和 AA+ 的信用利差为 47.2 个 BP，相比 6 月末下降 48 个 BP（图 20）。**四是**债券违约继续增加。截至 9 月 14 日，信用债市场共有 23 家发行主体的 45 只债券违约，违约金额达 268.11 亿元，是 2015 年的 2.3 倍。

图 19：国债收益率曲线及利差变动

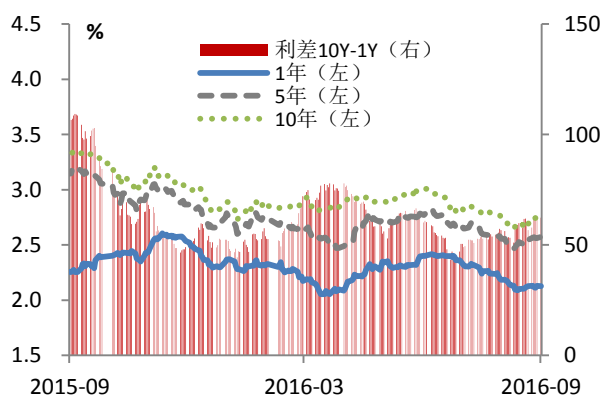
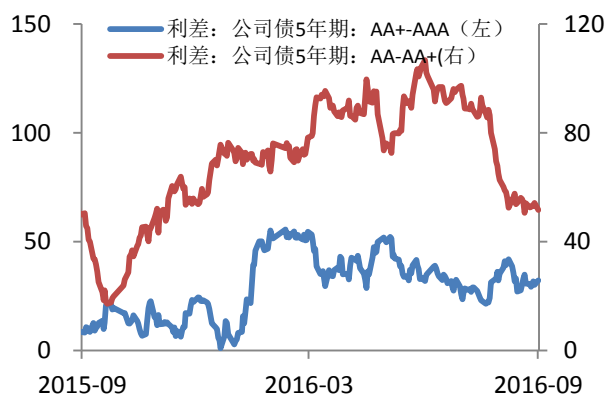


图 20：债券信用利差变动



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

4. 股市延续区间震荡走势，运行区间略有上移

三季度以来，我国 A 股市场基本延续了二季度的区间震荡走势（图 21），这与我们上期报告中的预期相一致。9 月 23 日，上证综指收于 3034 点，较 6 月底上涨 3.5%；深证成指收于 10610 点，较 6 月底上涨 1.2%。总体来看，三季度股票市场运行有三个关注点：

一是经济基本面数据改善，推动震荡区间整体上移。三季度，上证综指基本在 2900 点到 3100 点之间震荡运行。与二季度相似的是上行有顶、下探有底，不同之处在于震荡区间上下限较二季度上移了 100 点左右。区间整体上移与企业微观数据反弹、经济运行积极信号进一步增强有关。

二是监管趋严，影响了风险偏好和上行力度。尽管经济基本面和企业面数据改善带来了股票估值上升潜力，但三季度以来整体市场活跃度未有明显改善。这与金融监管趋严有关。如证监会针对重组并购、借壳上市提出新规，旨在打击壳资源相关股票炒作；保监会和证监会也分别发布了资产管理新规，旨在降低金融产品杠杆率。这一系列监管收紧动作导致了投资者风险偏好下降，市场资金配置趋于稳健，难以形成趋势性上涨行情。

三是呼声已久的“深港通”于三季度正式获批，但影响市场格局将是一个长期过程。作为资本市场开放和人民币国际化进程的重要一环，深港通对深市投资者结构和资金供求会有一定的影响。但由于深港两地投资理念差异明显，“深港通”短期内难以改变整体格局。从“沪港通”经验看，今年以来累计净买入规模不足 500 亿元，日均成交额占沪市的比例在 1-2% 左右，对整体市场影响较小。

图 21：股指与利率互动走势

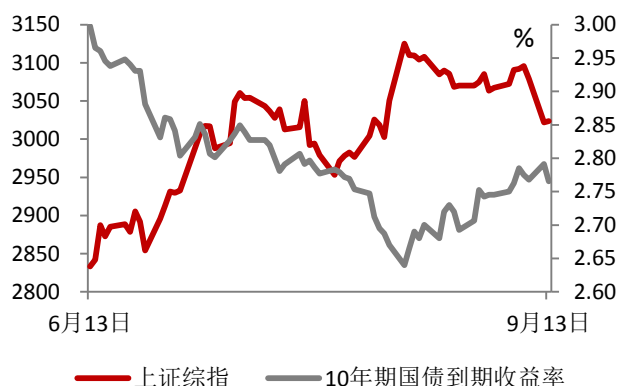
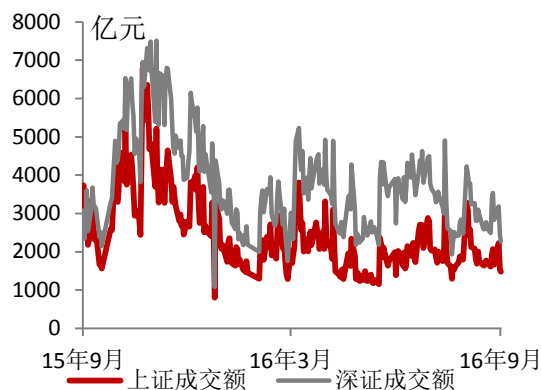


图 22：沪深两市成交依旧平淡



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

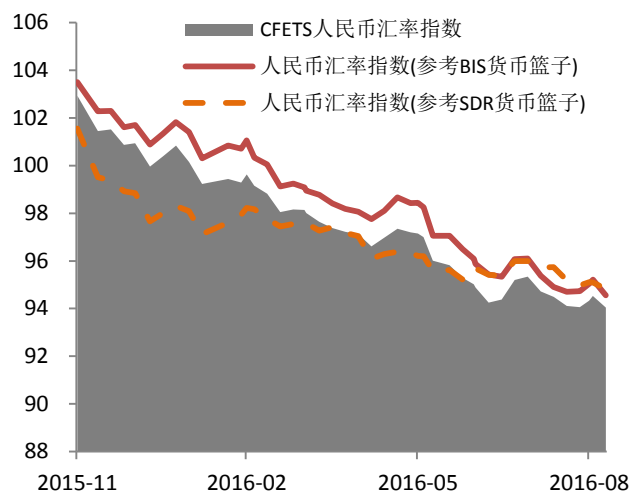
5. 人民币兑美元汇率双向波动，汇率弹性进一步增强

三季度以来，受英国脱欧余波未平、美联储加息、外汇供求变化等因素叠加影响，人民币兑美元汇率整体呈现双边震荡态势。主要特征如下：**第一**，在“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”机制的影响下，人民币兑美元汇率双向波动特征更加显著。以7月为例，月初在全球汇市震荡、美元走强、上市公司分红和留学购汇需求旺盛等因素的推动下，人民币兑美元汇率中间价一度跌破6.9关口，创2010年10月以来新低（图23）。但随着上述因素影响的逐步减退，月末人民币兑美元汇率中间价收于6.6511，较月中升值0.69%，较月初小幅贬值0.02%，汇率弹性进一步增强。**第二**，人民币汇率指数有升有贬，7、8月末CFETS人民币汇率指数分别为95.34和94.33，环比升值0.34%和贬值1.06%（图24）。8月CFETS人民币汇率指数年化波动率为3.13%，显著低于人民币兑美元汇率中间价的年化波动率（5.01%），人民币汇率指数整体保持了平稳态势。

图 23：人民币兑美元汇率走势



图 24：人民币汇率指数走势



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

（二）四季度金融形势判断

1. 货币信贷反弹内生动力较弱，平稳增长是主基调

受去年同期 M2 基数较高、外汇占款下降、民间投资不振、非金融部门贷款需求回升乏力、地方政府置换对信贷存在挤压效应等因素影响，未来一段时间货币信贷将平稳增长，大幅反弹可能性不大，M2 增长或将低于 13% 的年初增长目标。但是，也存在不少促进货币信贷增长的有利条件：**一是**工业生产和消费增长好于预期，贷款需求或将增加。**二是**基建投资融资需求加大。近期，第三批 PPP 项目批复，这将带来超万亿的潜在资金需求。PPP 项目的落地率也在提升。截至 2016 年 6 月底，财政部 PPP 示范项目进入执行阶段的数量比例为 45%，这增加了潜在基建融资需求的转化率。**三是**房地产信贷需求依然较大。三季度以来，房地产投资保持稳定、销售继续快速增长，这一趋势未来将持续，房地产相关贷款的融资需求依然强劲。预计四季度货币供给和信贷增长有所回升，年末 M2 增长 12% 左右，社会融资规模存量增长 13% 左右。

2. 市场流动性总体紧松适度，货币市场利率窄幅震荡

一方面，8月末我国外汇占款环比下降1918.95亿元，已连续10个月减少，其对资金面供给的不利影响持续存在。同时，考虑到美联储12月加息的可能性依然存在、人民币即将加入SDR，为维护人民币汇率稳定，近期央行将更多使用公开市场操作、MLF等工具平抑市场流动性波动。另一方面，随着14天和28天逆回购的重启，央行货币政策工具的期限结构更加丰富，这有助于进一步提高平抑资金波动的针对性和有效性。同时，日益完善的利率走廊机制，将更好地控制短期利率波动，保持利率中枢稳定。

3. 债券市场开启去杠杆进程，高位盘整是主基调

四季度，影响债券市场的有利因素：**一是**绿色债券政策体系更趋成熟。8月31日，人民银行等七部委联合发布《关于构建绿色金融体系的指导意见》，绿色债券的发展将面临更加成熟完善的制度环境。**二是**全球低利率、中国经济下行压力不减、资金“脱实向虚”背景下，债券市场的吸引力依然较大。不利因素有：**第一**，监管趋严。9月9日，《债券质押式回购交易结算风险控制指引》、《投资人保护条款范例》等监管法规相继发布，这使得债券市场目前过高的杠杆面临调整风险。此外，前期出台的对基金子公司业务、券商资产管理业务以及银行理财业务监管新规也将导致债市增量资金的减少。**第二**，资本外流压力和楼市泡沫制约货币政策宽松空间。美联储年内加息依然是大概率事件，给人民币带来贬值压力，降低境内债券产品的吸引力。总的来看，二级市场收益率难有进一步下行的空间，高位盘整仍将是运行主基调。

4. 股票市场难改震荡格局，波动幅度可能扩大

四季度，股票市场仍将处于震荡格局，难以出现趋势性行情，但波动幅度可能扩大。约束股市趋势性大幅上行的因素有：**一是**随着经济筑底信号增强，货币政策进一步宽松的预期减弱，难以出现流动性增量资金。此外，考虑到近

期监管层多次强调防范和化解金融风险，预计四季度监管还将趋势性收紧。二是美国加息与否可能引发市场波动。今年以来美联储加息预期尚未兑现，四季度成为加息最后的机会，届时加息与否可能对全球资产配置走向影响较大，埋下市场波动加剧的风险隐患。另一方面，股市也面临一系列积极因素：第一，四季度的企业效益将会延续回升趋势，盈利能力提升将为股市提供更加坚实的上行动力。第二，资产板块轮动可能改善股市的资金环境。四季度债券市场将从高位上行变为高位盘整、房地产市场面临政策调整压力，这相应可能使一部分资金转换到股票市场，提升股市的流动性和活跃度。

5. 人民币兑美元汇率下行空间有限，有望延续宽幅震荡态势

四季度，人民币兑美元汇率的贬值压力犹存，但下行空间有限，宽幅震荡态势有望延续。主要原因如下：从国内看，去产能、去杠杆持续推进一定程度上增添了国内经济运行的不确定性。但是，8月国内经济已出现一些积极变化，贸易顺差也有望实现上升。从国际看，全球的不确定性因素持续发酵，美联储12月加息预期依然存在等，将会加大资本外流和人民币贬值压力。但当前中美10年期国债利差仍然在100BP左右，且加息预期已有所消化，一次左右加息对人民币汇率的冲击较为有限。此外，人民币10月纳入SDR货币篮子以及境内债券市场对外开放步伐加快等有利因素，将会增加境外机构对人民币的配置需求。总体而言，人民币兑美元汇率不会出现持续性贬值，将会在合理均衡水平保持稳定。

表 4：2016 年四季度与 2017 年中国经济金融主要指标预测（%）

指 标	2014 (R)	2015 (R)	2016					2017 (F)
			Q1(R)	Q2 (R)	Q3 (E)	Q4(F)	全年 (E)	
GDP	7.3	6.9	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7
规模以上工业增加值	8.3	6.1	5.9	6.1	6.2	6.2	6.1	6.0
固定资产投资	15.7	10.0	10.7	8.4	6.7	8.0	8.1	8.0
消费品零售总额	12.0	10.7	10.3	10.2	10.5	10.5	10.4	10.5
出口	6.1	-2.9	-9.6	-4.8	-4.2	-4.3	-6.0	1.6
进口	0.4	-14.2	-13.4	-6.6	-4.8	-4.0	-7.1	2.0
居民消费价格指数 (CPI)	2.0	1.4	2.1	2.1	1.5	1.6	1.8	2.0
工业品出厂价格指数 (PPI)	-1.9	-5.2	-4.8	-2.9	-1.0	0.5	-2.1	1.0
广义货币 (M2, 期末)	12.2	13.3	13.4	11.8	11.6	-	12.0	12.0
社会融资规模 (存量)	14.3	12.4	13.4	12.3	12.5	-	13.0	13.0

资料来源：中国银行国际金融研究所

三、宏观政策取向

由于前期出台的一系列稳增长政策正在发挥作用，近期经济出现了一些企稳迹象。与此同时，在去库存等多种因素推动下，房地产市场不断升温，房价节节攀升；房地产库存压力缓解的背后，居民部门杠杆率却快速上升；企业存款活期化、居民财富住房化导致 M1 增速远高于 M2，蕴含着较大的经济金融风险。在未来一段时间，宏观政策更应平衡好稳定增长和抑制资产价格泡沫问题。

（一）多措并举拓展“宽财政”的稳增长空间

首先，进一步发挥“宽财政”的稳增长效力。在当前制造业增速下滑、民间投资乏力的背景下，基础设施投资仍然是稳增长的重要抓手。要继续通过增加财政支出带动基础设施投资，使其维持在一定的水平。当前政策性减收效应正在逐步显现，财政收入增长面临一定困难，但仍应按照年初预定 3% 的财政赤字率，加快支出进度，保证基建、民生等刚性支出。

其次，重点加大对“补短板”领域的支持力度。在着力推进供给侧改革的过程中，“补短板”是财政发力的重点领域，既可以带动扩大合理有效投资，又能够增加有效供给，培育经济增长的新动力。政府将围绕脱贫攻坚、水利治理加固、重大基础设施建设、新产业新动能培育等重大项目工程，加大支出力度。进一步加快安排投放专项建设基金，大力支持薄弱环节和重点领域。同时，政府还将继续深化简政放权，向市场扩大基础设施、生态环保领域以及教育、健康、医疗、养老等民生领域的开放程度，更好地调动社会资本的积极性。

第三，借力 PPP 拓展“宽财政”的空间。在财政收支缺口不断扩大的情况下，既要在控制好政府债务风险的基础上，充分利用赤字空间，又要借力 PPP 模式等进一步加大“宽财政”的支出力度。截至今年 7 月底，财政部 PPP 项目库的入库项目已达 10170 个，总投资额超过 12 万亿元，同时非国企参与率不断提高，入库项目的落地率呈加速上升态势。未来一段时间，随着 PPP 配套法规、融资模式、退出机制等市场环境的日益完善，地方 PPP 项目的需求将进一步增加，PPP 有望成为“宽财政”发力的重要支撑。

（二）货币政策保持中性适度，要有作为有所不为

经济“虚实不调”，“钱多钱少”并存埋下种种潜在风险，制约了货币政策进一步宽松的空间。要走出实体经济低迷、虚拟经济“火热”的窘境，货币政策要有所为有所不为。

一是暂不考虑降息。主要考虑是：第一，近期宏观经济数据有所改善，四季度经济稳定增长的概率较大。第二，基准利率已处于历史较低水平，进一步降息的空间相对有限。第三，近期房地产市场“过热”、房价上涨过快，降息信号意义过强，不宜使用。第四，美联储加息预期较强（特别是美国大选之后），人民币存在贬值压力。若降息，将进一步加大人民币贬值压力。

二是择机进行对冲式降准。以不过量投放货币为前提，可根据外汇占款减

少幅度、MLF 等工具到期情况，进行 1 次左右的对冲式降准。另外，目前银行业息差大幅收窄、经营压力加大。相较于 MLF 和公开市场操作等工具而言，降准可以释放部分低息资产（法定存准利率 1.62%），替换相对高息的资金（3 个月 MLF 利率 2.75%，7 天逆回购利率 2.25%），能有效降低银行的负债成本，为银行更好地服务实体经济创造条件。

三是在流动性管理中更加重视调节利率期限结构。今年以来特别是三季度以来，公开市场操作更趋灵活，根据市场流动性情况增减公开市场投放量，平抑市场波动，效果显著。下一步，既要继续完善流动性数量型调节机制，更要重视流动性价格型调节作用。第一，将 14 天和 28 天逆回购操作、少量多次 MLF 操作等常态化。第二，强化价格型调节，在抬升短端利率给债市降温的同时，适当降低 MLF 等的利率，即通过收益率曲线的平坦化，提高银行满足实体经济低成本资金需求的能力。

四是完善央行抵押品管理框架。今年大规模地方债置换（5 万亿元左右）对减轻地方政府还本付息压力、降低债务风险、腾挪资金支持重大项目建设发挥了积极作用。但对银行业而言，这些地方债既不能像国债一样作为公开市场的抵押品使用，也不能在二级市场交易流通。与此同时，银行越来越依赖于向央行通过公开市场操作等工具融入资金，但融入的资金越多，银行抵押出的国债就越多，进而银行手里的流动性资产就越少，最终导致银行满足流动性覆盖率（LCR）监管要求的压力就越大。这就使得公开市场操作与流动性监管之间的矛盾不断凸显。央行可适当扩大押品范围，将大规模置换的地方债也纳入公开市场操作的押品范围。未来，还可考虑允许置换债券在二级市场流通，提高其流动性。

（三）加强货币政策、监管政策、房地产政策等的协调与配合，引导资金“脱虚向实”

资金“脱实向虚”现象原因比较复杂，总的来说，既与实体经济盈利状况不佳有关，也与房地产等资产价格过快上涨有关，货币政策很难单枪匹马地解决这个问题。建议货币政策加大与监管政策、房地产政策、产业政策等的协调配合，促进资金“脱虚向实”（进一步分析见本报告第四部分）。

四、专题研究：资金“脱实向虚”的表现、成因及治理

近年来，受经济下行、实体经济投资回报率走低和房地产价格上涨过快等影响，实体经济和金融运行越来越不协调。2014年7月政府首次提到“脱实向虚”，提出要促进“脱实向虚”信贷资金归位。自去年下半年以来，货币供应量M1与M2增速的剪刀差持续扩大，这在一定程度上也与货币未有效传导到实体经济有关。本专题将重点讨论资金“脱实向虚”的宏观表现、现实路径及产生根源，并提出相关对策建议。

（一）资金“脱实向虚”的表现及程度

在宏观层面，资金“脱实向虚”主要表现为“三个背离”，即货币与经济运行背离、金融增长与投资效率背离、资产价格与商品价格背离。

一是货币增速较快，而经济增长不断减速且下行压力不减。近年来M2增速较快，尤其是2009年以来上升更加迅速，达到27.7%，M2增速与GDP增速、CPI涨幅之差高达19%，2012年以来这一差值呈上升趋势。这也带动了M2/GDP的快速上升，2015年末达到203%，高于2005-2014年170%的均值，也要高于美国（69%）、日本（185%）、韩国（144%）。同时，单位社会融资增量带来的GDP由2002年的6下降至2015年的4.4。这表明货币信贷的快速增长并没有带来经济的同步增长。值得注意的是，2016年资金“脱实向虚”程度略有缓解，M2增速与GDP增速、CPI涨幅之差从2015年年末的5%下降至今年上半年的3%。单位

社会融资增量带来的 GDP 自 2013 年以来也有所回升。

二是金融资产总量不断膨胀，投资效率不升反降。近年来我国金融市场快速发展。2015 年末，银行、证券、保险业总资产达到 218 万亿元，增长 16.9%，比 2007 年扩大了近 4 倍。P2P、余额宝等互联网金融规模增长迅速。截至 2015 年末，P2P 贷款余额达到 8300 亿元，同比增长 3.3 倍；余额宝规模也超过 6200 亿元。而投资效率不升反降，我国边际资本-产出比自 2007 年以来明显上升，每单位 GDP 需要的资本由 2007 年的 4 上升到 2014 年的 7.5。同时，我国固定资产投资额自 2005 年以来与固定资本形成总额的差距不断加大，2014 年前者约为后者的 1.8 倍，而美国这两者基本一致。这表明金融市场的发展并没有带动资本形成及资本产出效率的提升。

图 25: M2、GDP 与 CPI 增速 (%)

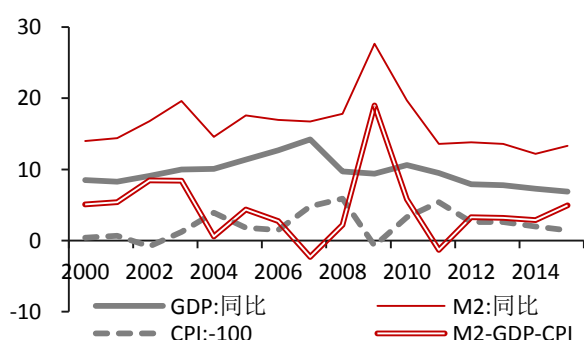
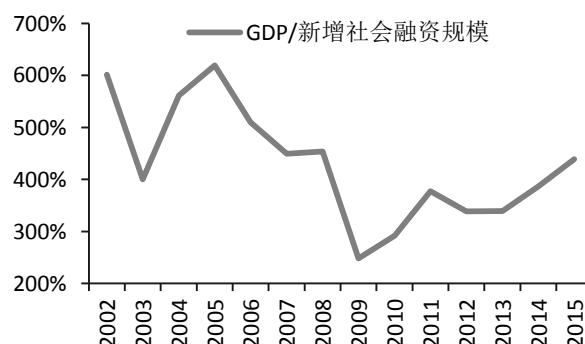


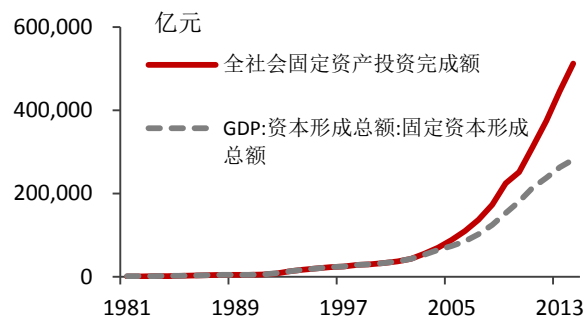
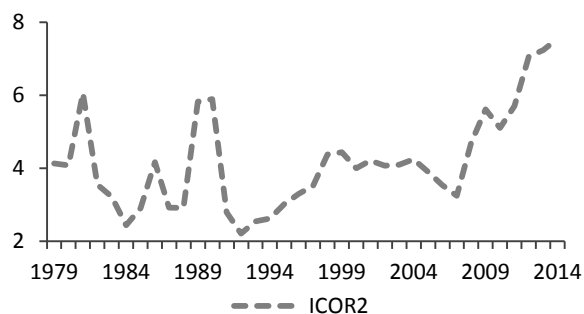
图 26: GDP/新增社会融资规模



资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

三是资产价格过快上涨，而商品价格较低甚至负增长。2015 年末，商品房销售单价为 6793 元/平方米，比 2006 年上涨了 2 倍，2006-2014 年房价年均上涨 8.1%。而 2015 年 CPI 仅上涨 1.4%，2006-2014 年年均上涨 3%；PPI 下降 5.2%，2006-2014 年年均仅上涨 2.2%。

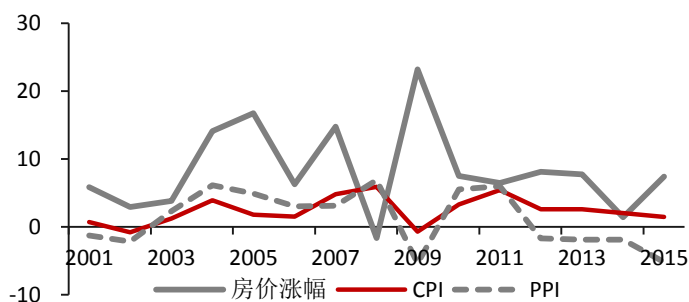
图 27：边际资本-产出比 图 28：中国投资与资本形成总额对比



注：边际资本-产出比率为资本边际生产率的倒数，即 $ICOR = dK/dY$ ，ICOR 越大，即每单位产出增加需要的投资越多，投资效率越低。dK 为固定资本形成总额的增量，dY 均为 GDP 的增量。

资料来源：中国银行国际金融研究所

图 29：房价涨幅、CPI 与 PPI (%)



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

（二）资金“脱实向虚”的现实路径

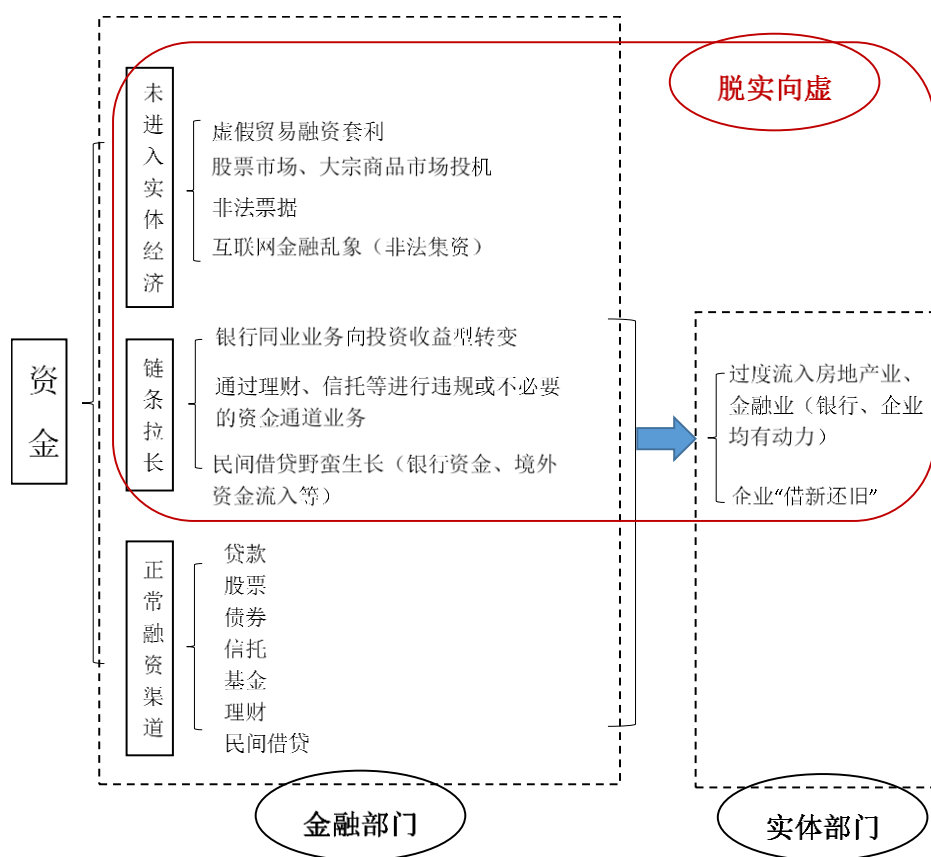
资金从金融部门流向实体经济的各个环节中，可能出现两类情况，一种是资金在金融体系内部“空转”，或是进行套利活动没有进入实体经济，或是流转链条拉长，虽然最终可能还是进入实体经济，但是提高了实体经济的融资成本。另一种情况是资金流入实体经济过程中存在配置错位，主要表现是资金过度流向房地产而没有流入制造业。

尤其值得关注的是，近年来，随着房价的大幅上涨，大量的闲置资本流入房地产、金融等虚拟经济领域进行投机套利活动，以实现资本的增值。主要有

这样几个特点：

第一，涉足房地产的企业越来越多。全国工商联 2010 年民营企业 500 强调查显示，进入 500 强的民营房地产企业在迅速增加，从 2008 年的 16 家增加到 2010 年的 26 家，并且有 44.2% 的企业计划未来投资房地产业。同时，有明显获取贷款优势的国有企业可以利用廉价的资金大举进入房地产市场、土地市场，在“脱实向虚”中扮演了重要角色。资料显示 2010 年左右国资委分管的 128 家央企中，逾七成企业涉足房地产业，除保利、远洋、华润、中房等以地产为主的 16 家外，多达 80 余家的央企的辅业中都含房地产。

图 30：资金“脱实向虚”的现实路径



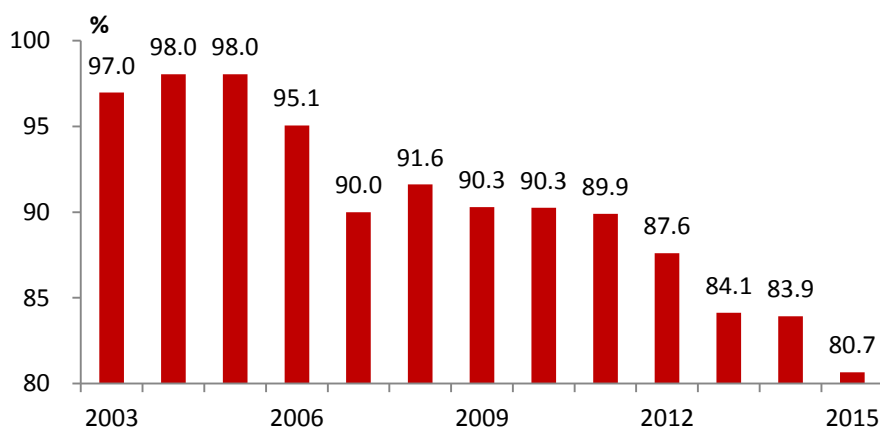
资料来源：中国银行国际金融研究所

第二，大量实体企业也纷纷寻找机会介入银行、保险、信托、证券、基金等金融业。人民银行温州市中心支行调查发现，2009 年末全市有 1194 家民营

企业（占规模以上企业的 16%）参股各种地方性法人金融机构。2012 年国资委管理的 117 家央企中有 90 多家在不同程度上涉足金融业，占比 76%。有数据显示，非金融央企实际已经控制 24 家信托公司、20 家证券公司、14 家财产保险公司以及 23 家寿险公司，分别占到受调查该种类金融机构的 46.2%、41%、37% 和 53.1%。

第三，上市企业收入更多依赖于金融投资等非主营业务收入。2008 年以来，全部上市非金融企业的经营活动净收益占利润总额平均值呈现持续下降态势，由 2005 年最高点的 98% 下降至 2015 年的 80.7%，上市公司非金融企业收入更多依赖于金融投资等非主营业务收入。一些家电、服装等制造业企业纷纷进入房地产业，如有“小家电之王”之称的苏泊尔、服装巨头雅戈尔等制造业龙头，放弃数十年打拼的主业，专攻地产投资。

图 31：全部 A 股上市非金融企业经营活动净收益/利润总额



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

（三）资金“脱实向虚”的原因

当前，引发我国近年来资金“脱实向虚”的原因较为复杂，总的来说，实体经济效益下滑、金融创新加快与监管相对滞后、流动性偏宽裕等是主要原因。

实体经济回报率走低，对资金的吸附能力较低。近几年受产能过剩、成本

上升等因素影响，制造业权益资本回报率（ROE）从 2006 年的 6.7% 下降至 2015 年的 5.4%。相比之下，房地产业和金融业的投资回报率较高，吸引了大量社会资金流入，许多非房地产企业纷纷进军房地产。例如，上市房地产企业的 ROE 从 2006 年的 8.2% 上升至 2013 年的 13.6%，尽管近年有所下降，但仍然保持在 10% 以上。金融业的投资回报率同样较高。2015 年，证券公司 ROE 约为 19.6%；1 年期股权类信托理财产品收益率平均为 8.3%。

表 5：上市公司不同行业权益资本回报率（%）

行业	农林牧渔	化工	钢铁	有色	食品饮料	轻工制造	医药生物	交通运输	房地产
2015	9.3	11		5.9	15	5.4	12	6.1	10.4
2014	4.6	6.3	1.6	-0.1	15.6	5.3	11.1	9	11.8
2013	4.8	8.8	1.4	5.3	19.2	4.9	11.3	6.1	13.6
2012	5.8	8.9	-1.5	4.3	23.9	5.8	11.3	7	13.5
2011	8.7	12.5	3.8	11.2	21.2	6.2	11.8	8.5	13.3
2010	7.5	13.8	6.5	9	18.7	6.2	12.7	14.2	13
2009	7.7	12.3	2.4	3.7	18.1	6.9	14.9	5	11
2008	4.2	5.7	5.5	4.8	11	5.4	10.1	4.5	9.9
2007	7	15.1	14.7	17.4	13.5	10.5	8.9	15.9	11.3
2006	-0.7	14.4	13.9	19.1	10.8	6.7	4.6	9	8.2
2005	-3.1	12.6	14.4	10.2	5.9	2	3.7	8.4	5.8
2004	-2.3	14.4	17.9	9	4.6	-1	4.2	9.2	6

资料来源：Wind, 中国银行国际金融研究所

金融市场化 and 开放程度提高，新兴金融业态快速发展，而金融监管相对滞后，为资金“脱实向虚”创造了条件。一是不同业务监管要求不同。2010 年以来，为降低融资平台贷款风险，政府出台了相应的规范政策，但是由于监管规则不一致，部分资金仍以信托和委托贷款、同业业务等形式投向融资平台、房地产、“两高一剩”等行业。二是跨境资本流动为资金“脱实向虚”提供了资金来源。随着经济全球化的深入发展，我国金融开放和市场化在不断推进，境内外汇率市场、货币市场、资本市场的联动性加大，跨境资金流动的途径和规模增加，成为资金“脱实向虚”重要渠道之一。三是分业经营边界不断被突破，资金“脱实向虚”的途径越来越多。随着利率市场化进程加快，金融脱媒趋势加剧，各种创新性金融产品和业态在提高金融对实体经济适应性的同时，也成

为资金“脱实向虚”的重要工具。近年来 P2P 等互联网金融迅速发展，而我国在监管上仍存在定位不清、法规跟进不及时等问题，互联网金融不断突破政策边界，甚至出现违规经营、庞氏骗局等非法行为，反而加大了虚拟经济与实体经济的背离。

流动性偏于宽裕，产能过剩加剧金融资源配置失衡。2009 年以来，我国货币信贷总量整体增长较快，这为应对全球金融危机冲击做出了重要贡献，但是也带来流动性过剩隐患，产能过剩等经济问题又加剧了金融资源配置失衡。经济金融运行呈现出“产能过剩—资金占用—增加货币供应—经济脱实向虚—企业债务负担加剧”的恶性循环。值得注意的是，部分上市公司、大企业、国有企业还将所获得的廉价资金，投入房地产、土地市场、海外并购及其他非主营投机性业务，甚至利用多余的资金进行民间借贷、购买高收益产品等赚取额外收益。

（四）资金“脱实向虚”的对策建议

当前，我国既存在资金“脱实向虚”的苗头，又存在金融发展深度不足，难以满足中国经济创新驱动发展需要的问题。对资金“脱实向虚”的治理，需要从实体经济和金融领域两侧共同用力。第一，经济发展的动力之源是实体经济，要营造有利于实体经济发展的社会环境。正确引导虚拟经济发展，不提倡大家都去搞虚拟经济、都去做金融，防止“未富先虚”。第二，优化虚拟金融资产结构，提高金融与实体经济的匹配度。控制好流动性总闸门。继续加大差别化金融调控力度，引导好金融资源的流向。第三，建立虚拟经济运行监控体系，防止虚拟经济的自我膨胀。减少监管盲区，提高监管规则一致性，减少套利空间。第四，引导好金融创新发展，促进其服务于实体经济。对金融创新业务“疏堵并举”。适当约束同业业务的虚拟性扩张。第五，高度关注互联网金融的潜在风险。杜绝以互联网金融的名义开展非法金融活动，防范借金融创新之名、行违法违规之实的现象。

免责声明

本研究报告由中国银行国际金融研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料。

本研究报告中包含的观点或估计仅代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行国际金融研究所可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为中国银行国际金融研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中国银行国际金融研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行国际金融研究所保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。



国际金融研究所

中国北京市复兴门内大街1号

邮编: **100818**

电话: **+86-10-66592779**

传真: **+86-10-66030183**