

2016 年中国宏观经济回顾与 2017 年展望

——综合平衡稳增长、调结构、防风险

2017 年 3 月 6 日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大 邮箱: lianhe@lhratings.com

街 2 号 PICC 大厦 17 层

网 址：www.lhratings.com

2016 年中国宏观经济回顾与 2017 年展望

——综合平衡稳增长、调结构、防风险

作者：夏妍妍 刘艳

摘要

2016 年，在一系列风险事件的影响下，全球经济维持缓慢复苏态势。在相对复杂和不确定的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，实施积极的财政政策和稳健适度的货币政策稳定经济增长。2016 年，我国全年 GDP 实际增速为 6.7%，经济增速下滑压力有所趋缓，但下行压力未消。具体来看，区域经济发展分化明显，中西部发展状况良好，东北等产业衰退区域面临严峻的增长压力；产业结构继续改善，工业生产企稳向好；固定资产投资缓中趋稳，制造业投资和民间投资有所回升；社会消费品零售总额平稳较快增长，消费对经济的拉动作用增强；政府采取诸多举措促进外贸回稳向好，我国外贸状况有所改善。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏态势面临更大的挑战。2017 年，我国将继续实施积极的财政政策，通过减税降费减少企业负担，实施稳健中性的货币政策保障流动性的合理适度。投资方面，基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，高新技术产业和装备制造业投资受政策鼓励支持将有所增加，而在楼市风险防范日益加强的背景下，房地产投资将受到一定的不利影响；消费方面，随着我国居民收入水平的不断提高以及消费结构的不断改善，服务性消费需求将不断释放，教育培训、医疗卫生、文化娱乐等服务性消费作为新的消费热点，将进一步提升消费对经济的拉动作用；进出口方面虽然存在外需疲弱、贸易保护主义抬头等诸多不利因素，但区域全面经济伙伴关系（RCEP）谈判势头良好，在诸多促进外贸回稳向好举措的支持下，我国外贸结构将进一步优化。

总体来看，2017 年我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上。

一、国际经济形势

2016 年，全球经济增速为 2.2%，整体上呈现缓慢复苏态势。分国家和地区来看，美国内需逐步提升带动经济复苏态势良好，全年经济增长 1.6%，就业市场接近充分就业水平，通胀率接近 2.0% 的目标，在此背景下，12 月美联储继 2015 年 12 月后第二次加息¹，货币政策正常化进程更进一步。为促进经济增长，欧洲维持了宽松货币政策²，但经济复苏缓慢且内部分化较明显，2016 年全年欧元区经济增速为 1.7%，欧盟 28 国为 1.9%，其中卢森堡、荷兰经济稳步向好，德国、法国、比利时相对稳定，意大利仍面临下行风险，公投决定脱欧虽然导致英国经济短期内发生较大波动，但经济高速增长的惯性以及英镑贬值客观上带来的旅游业和制造业的繁荣使得 2016 年英国经济增长 1.8%，较 2015 年仅小幅放缓。日本在宽松货币政策³和 28 万亿财政刺激的作用下，经济温和复苏，但仍低于安倍政府 2% 的年增长目标。主要新兴市场国家也维持了适度宽松的货币政策和积极的财政政策，南非、俄罗斯、巴西经济呈现回升态势，印度经济增速虽小幅回落，但仍是新兴市场国家中经济增速最快的国家。

此外，英国脱欧、意大利修宪公投失败以及特朗普当选美国总统等事件对全球经济和金融市场产生了一定的冲击。总体来看，2016 年中国经济增长面临的国际经济环境具有复杂性和不确定性较高的特点。

¹ 联邦基金利率从 0.25%-0.5% 调升至 0.5%-0.75%。

² 欧洲央行 12 月议息会议决定将欧元区三大基准利率维持在今年 3 月降息以来的史上最低水平（再融资利率、隔夜存款利率、隔夜贷款利率分别为 0%、-0.4% 以及 0.25%），继续每月购买 800 亿欧元资产直至 2017 年 3 月份，同时延长 QE 计划至 2017 年 12 月。

³ 基于经济保持温和复苏的势头，日本央行 12 月货币政策会议决定维持现行货币宽松政策，继续执行短期利率为 -0.1% 和长期利率保持在 0% 附近的政策框架，维持日本国债持有量年增幅 80 万亿日元的目标。

二、我国宏观经济运行状况

（一）宏观政策环境

1、积极的财政政策对经济企稳筑底发挥重要作用

在经济下行压力持续存在的背景下，2016 年，我国继续实施积极的财政政策，通过减税降费激发市场活力，同时加大财政支出力度，促进经济稳定增长。

（1）财政政策继续加码，赤字率达新高

2016 年，我国积极的财政政策继续加码，营改增减税效应逐步显现，财政支出依旧向民生项目倾斜，赤字率达新高。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，同比增长 4.5%，增幅较上年减少 3.9 个百分点；其中税收收入 13.04 万亿元，占一般公共预算收入的 81.7%，在楼市回暖带动相关税收增加和营改增减税效应⁴等“增收和减收”因素作用下，2016 年税收收入同比增长 4.3%，增幅较上年减少 0.5 个百分点。另一方面，财政支出力度不断加大，着力保障教育及民生项目支出。2016 年，全国一般公共预算支出 18.78 万亿元，同比增长 6.4%，增幅较上年减少 9.4 个百分点。从支出项目来看，教育支出（2.81 万亿元）、社会保障和就业支出（2.15 万亿元）以及城乡社区支出（1.86 万亿元）规模仍然较大，债务付息支出同比增速（40.6%）最快，反映财政支出依旧向民生项目倾斜，同时政府债务压力加大，债务风险值得关注。2016 年，我国财政收支差额约 2.83 万亿元，实际财政赤字率为 3.8%，较 2015 年上升 0.4 个百分点，为 2003 年以来的最高值，积极的财政政策为经济稳定增长提供了支撑。

（2）地方政府债发行规模扩大，地方政府债务风险管控加强

2016 年我国地方债共发行 6.05 万亿元，较 2015 年的发行规模（3.80 万亿元）大幅增加，有力支持了积极财政政策的实施。其中一般债和专项债分别发

⁴ 5 月 1 日起我国全面推行营改增，试点范围扩大到建筑业、房地产业、金融业、生活服务业，并将所有企业新增不动产所含增值税纳入抵扣范围。

行 3.53 万亿元、2.52 万亿元。2016 年发行置换债规模为 4.87 万亿元，累计置换存量债务 8.1 万亿元，在延长债务期限的同时，减轻了地方政府债务付息成本。与此同时，2016 年监管层出台了多项政策完善地方政府债务管理。一是规定债务率超过 100% 的区县 2016 年无新增债务额度，防控区域性地方政府债务风险；二是要求各地不得再向银行举借土地储备贷款，并逐步发行地方政府债券予以置换，从资金需求源头方面限制政府性债务的无序扩张；三是进一步明确了地方政府的债务偿还责任和范围，依据风险事件性质、影响范围和危害程度等，将政府性债务风险事件划分为四个等级，实行分级响应和应急处置，并首次提出“财政重整”计划。上述政策进一步加强了地方政府债务风险管控，规范了地方政府的发债行为。

（3）通过税费体制改革降低企业成本，同时加快发展 PPP

2016 年，政府加快推进税费体制改革，采取了诸多措施降低企业各项成本。通过阶段性降低企业职工基本养老保险单位缴费比例和失业保险总费率、规范调整住房公积金缴存比例等措施降低企业成本负担；推进电价改革降低实体经济企业成本，全年减少企业电费支出 1000 多亿元；清理规范一批政府性基金收费项目，将教育费附加、地方教育附加、水利建设基金的免征范围由月销售额或营业额不超过 3 万元的缴纳义务人扩大到不超过 10 万元，持续为企业减负；取消和下放一大批行政审批事项，降低企业制度性交易成本，2016 年共取消 152 项行政审批事项，清理规范 192 项行政审批中介服务。此外，PPP 模式的加速推进也是财政政策引导经济平稳运行的重要方面。2016 年以来，政策从简化流程、建立合理投资回报机制、构建多元化退出机制以及开展 PPP 项目资产证券化等方面陆续出台多项政策⁵，鼓励和支持 PPP 模式的发展，以政府投资带动民间投资。11 月发布的《中共中央国务院关于完善产权保护制度依法保护产权的意见》明确规定，地方各级政府不得以政府换届、领导人员更替等理由违约毁约，否则要承担法律和经济责任，此举有利于规范政府行为，以

⁵ 详细内容参见《关于深入推进新型工业化产业示范基地建设的指导意见》、《关于国家高速公路网新建政府和社会资本合作项目批复方式的通知》、《关于做好传统基础设施领域政府和社会资本合作工作通知》、《关于开展重大市政工程领域政府和社会资本合作（PPP）创新工作的通知》、《关于推进传统基础设施领域政府与社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》。

政府资金撬动更多民间资本。截至 2016 年底，全国 PPP 入库项目 11260 个，总项目金额 13.49 万亿元，项目总量继续增加，落地率（49.7%）稳步提升。PPP 模式的发展和完善为国家产业政策的实施吸引了更多的社会资本，拓宽融资渠道，促进经济发展。

2、稳健适度的货币政策为经济平稳增长创造了良好环境

（1）市场资金面保持平稳宽松

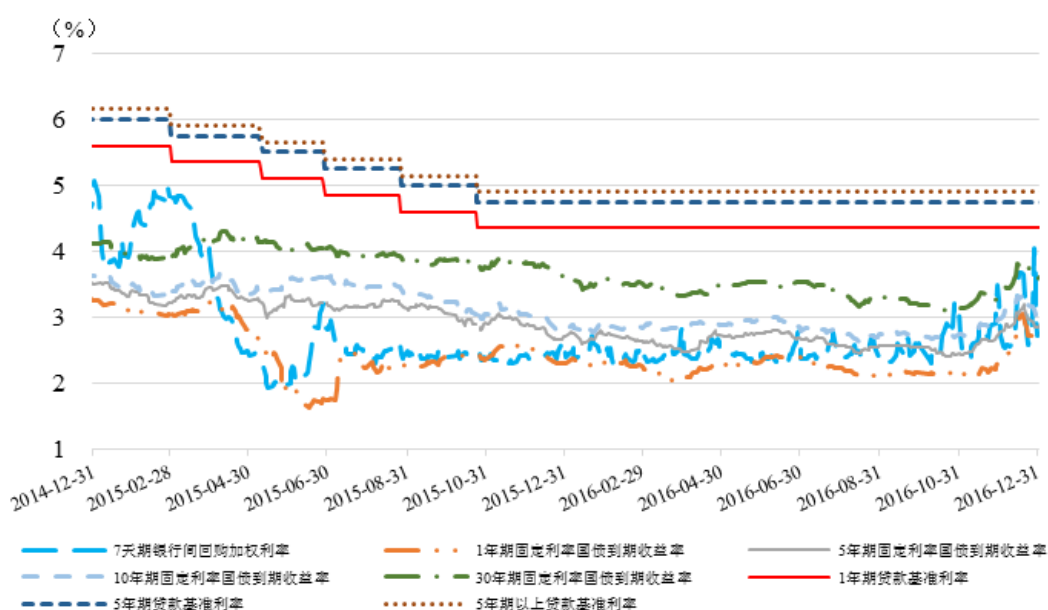
2016 年，央行运用多种货币政策工具保障了市场资金面的适度宽松。2015 年央行进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP，2016 年 2 月，央行继续下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，以保持金融体系流动性合理充裕，引导货币信贷平稳适度增长。此外，2016 年央行通过逆回购、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 13050.00 亿元、27918.00 亿元和 9714.11 亿元补充流动性；开展常备借贷便利（SLF）操作共计 7122.30 亿元，隔夜、7 天、1 个月利率分别为 2.75%、3.25% 以及 3.60%，SLF 利率发挥了利率走廊上限的作用。分季度来看，2016 年三、四季度央行逆回购净投放量较二季度大幅下降，且于 8、9 月先后重启 14 天、28 天逆回购，减少期限短的逆回购，表明央行通过“缩短放长”综合提高市场杠杆成本，在保持适度流动性的基础上根据市场需要进行预调微调，维持货币供需总量平衡。

（2）利率较上年有所下降，四季度小幅上行

继 2015 年 11 月对利率走廊机制进行尝试以来，2016 年央行采取了诸多措施对其进行完善。一是央行在 2016 年 1 月首次给出 1 个月 SLF 基准利率（3.6%），进一步完善了利率走廊机制；二是从 1 月 29 日起扩容 SLO 的质押品范围和参与机构范围，有利于稳定短端利率，使利率走廊的上限更加完整；三是多次下调 MLF 各期限利率，至 3 月中旬 MLF 利率降至历史最低水平，有利于进一步缩减利率走廊区间，促进社会融资成本的下降；四是从 2 月 18 日起提高公开市场操作频次，从过去的每周两次改为原则上每个工作日均开展，

进一步增强了政策利率对市场利率的引领作用，进而树立 7 天回购利率作为走廊中枢的地位，为最终建立和完善利率走廊制度奠定基础。

2016 年，7 天银行间债券回购加权平均利率（R007）以及 1 年、5 年、10 年和 30 年期银行间固定利率国债到期平均收益率依旧在低位波动，分别为 2.55%、2.27%、2.65%、2.86% 以及 3.41%，均较上年有所下降。三季度以来，央行减少逆回购投放量并通过公开市场操作“缩短放长”降杠杆，四季度上述各期限利率均呈现小幅上升态势。



资料来源：中国人民银行、Wind 资讯

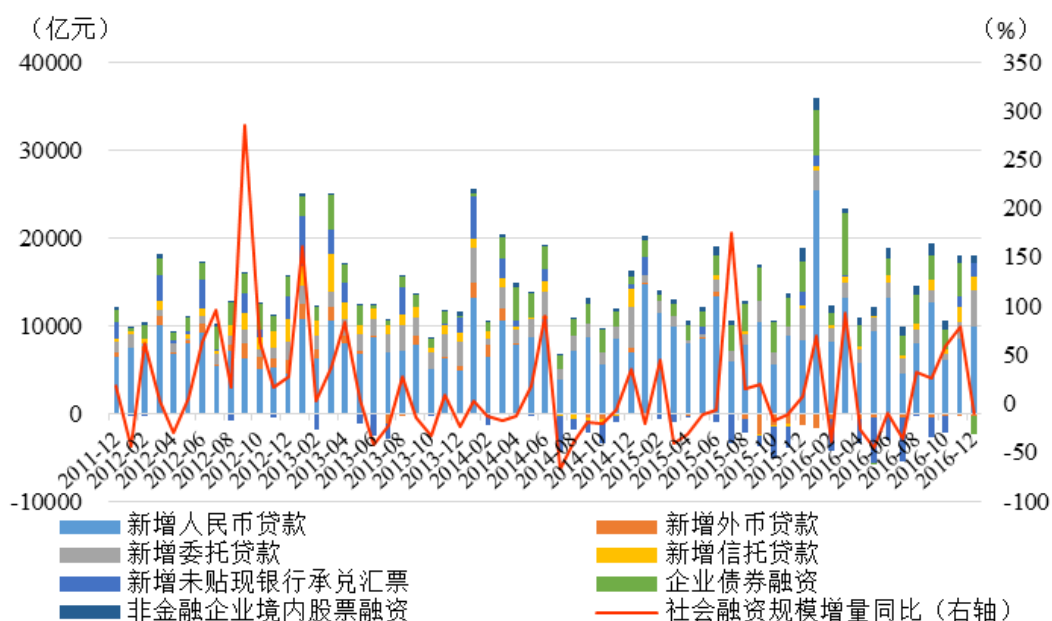
图 1 2015 至 2016 年利率走势情况

（3）社会融资规模稳步增长，融资结构继续优化

2016 年以来，国家不断完善信贷政策和体制建设，加强金融对实体经济的支持力度⁶。截至 2016 年末，我国社会融资规模存量为 155.99 万亿元，同比增长 12.8%，增速较上年末（12.4%）变动不大，略低于年初 13.0% 的目标。具体

⁶ 《推进普惠金融发展规划（2016-2020 年）》、《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》、《关于支持银行业金融机构加大创新力度 开展科创企业投贷联动试点的指导意见》等政策文件陆续发布，引导金融机构扩大对涉农、小微企业、科创企业的信贷投放，加强金融对工业供给侧结构性改革的支持；放松房地产信贷政策，央行 2 月份相继宣布降低房贷首付、上调公积金账户存款利率、下调房地产契税等措施，以推动房地产行业“去库存”进程；《债券市场柜台业务新规》、《关于进一步做好境外机构投资者投资银行间债券市场有关事宜公告》等若干债券市场扩容政策相继出台，促进了债券融资的增长。

来看，人民币贷款余额为 105.19 万亿元，占比（67.4%）最大，同比增长 13.4%，增幅较上年减少 0.5 个百分点；非金融企业境内股票融资余额和企业债券融资增长最快，分别同比增长 27.6%和 22.5%，直接融资余额占社会融资规模存量的 15.2%，较上年增加 1.3 个百分点，融资结构不断优化；企业债券融资余额占比从年初 10.6%增加到年末的 11.5%，债券市场在社会融资中的地位不断提升。2016 年社会融资规模增量为 17.80 万亿元，较上年增加了 2.39 万亿元，新增人民币贷款 12.44 万亿元，其中住户部门中长期贷款增加占新增人民币贷款的近一半，而居民中长期贷款几乎等同于房贷，表明在 2016 年楼市销量增加的背景下，居民住房贷款是推动信贷增长的主要力量；5 月，央行与银监会公布 126 号文规范票据交易行为，采取了加强承兑保证金管理等措施，受此影响，2016 年新增未贴现银行承兑汇票同比减少 4.1%。

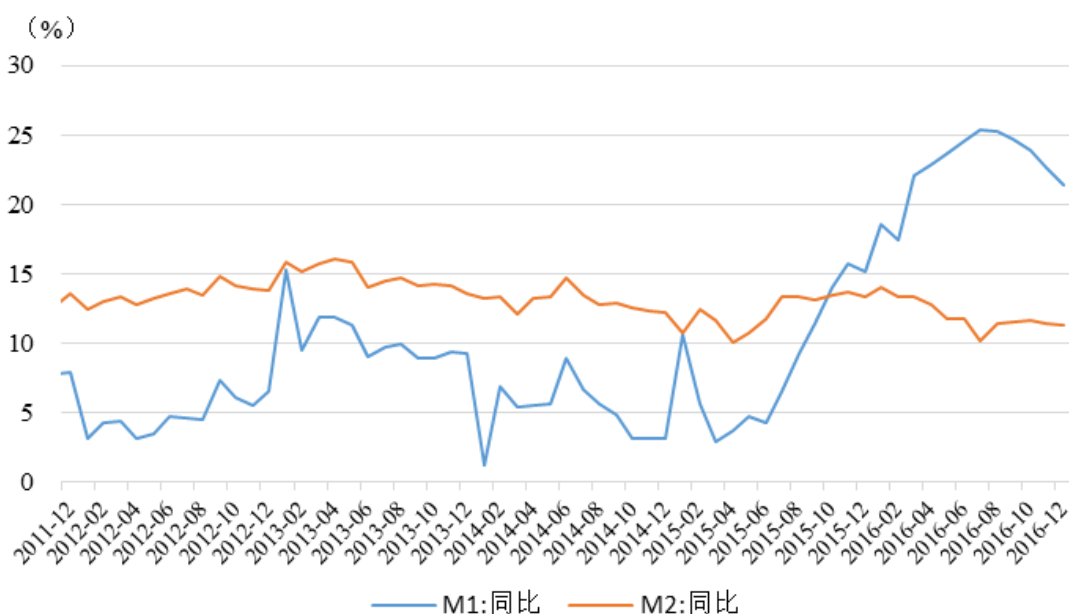


资料来源：国家统计局

图 2 2012 年-2016 年社会融资规模增量及增速情况

尽管稳健适度的货币政策为经济增长创造了良好环境，但当前一定程度上的资金“脱实向虚”现象值得关注。截至 2016 年末，我国广义货币（M2）余额 155.01 万亿元，同比增长 11.3%，增幅较上年下降 2.0 个百分点，不及年初 13.0%的目标；狭义货币（M1）余额 48.66 万亿元，同比增长 21.4%，增幅较

上年提高 6.2 个百分点。从全年来看，M1 与 M2 增速剪刀差呈现先扩大后缩窄的态势。2015 年下半年以来我国 M1 与 M2 增速的剪刀差持续扩大，或与实体经济下行导致企业缺乏较好的投资机会以及定期存款利率较低等因素有关。为了避免资金的脱实向虚和流动性陷阱，2016 年下半年，货币政策在防风险、去杠杆制约下中性趋紧，7 月以来剪刀差有所缩窄，企业投资意愿逐步增强，资金开始逐步“脱虚就实”，促进实体经济的回暖。



资料来源：国家统计局

图 3 2012 年-2016 年 M1、M2 剪刀差变化情况

(4) 人民币汇率下跌，资本外流风险值得关注

2016 年，在人民币面临较大贬值压力背景下，监管层先后采取要求国内部分银行停止向离岸银行提供跨境融资、打击地下钱庄以及动用外汇储备等诸多措施稳定人民币汇率，加强宏观审慎管理。截至 2016 年末，美元兑人民币中间价较 2015 年末上浮了 6.8%，CFETS 人民币汇率指数、参考 BIS 货币篮子和 SDR 货币篮子的人民币汇率指数分别较 2015 年末贬值 6.1%、5.4%和 3.4%；我国外汇储备规模为 3.01 万亿美元，较上年末下降 3198.44 亿美元。从投资来看，2016 年我国对外非金融类直接投资与实际使用外资金额差额为 441.09 亿美元，对外直接投资同比大幅增长 44.1%的同时实际使用外资金额仅增长

4.1%。虽然人民币加入 SDR 有利于增加国际投资者对人民币资产的配置并带来资本流入，有助于保持人民币汇率稳定，但是在我国经济未有明显改善以及美国加息预期的双重影响下，我国资本外流风险值得关注。



资料来源：国家统计局

图 4 2015 年-2016 年美元兑人民币汇率及人民币汇率指数走势

3、供给侧结构性改革、国企改革助推产业转型升级

2016 年，我国通过淘汰落后产能、清理违法违规建设项目、推动企业兼并重组和转型升级等有效措施⁷，积极推进供给侧结构性改革。2016 年钢铁去产能 4500 万吨、煤炭去产能 2.5 亿吨的目标任务均提前超额完成，相关行业利润有所改善。与此同时，去库存、去杠杆、降成本工作也取得了很大进展，对工业企业企稳向好发挥了积极作用。

2016 年，我国加速推进国企改革。5 月，国务院部署中央企业瘦身健体提质增效工作，优化机构职能，并以财务指标为依据坚决止损、降本节支；大力推动中央企业化解过剩产能；在 2015 年完成 6 对 12 户中央企业重组的基础上，2016 年继续推动对 10 户中央企业进行重组，有利于进一步发挥协同效应，助力产业发展转型升级，培育世界一流企业；确定了 10 家改组组建国有资本投资、运营公司试点企业，将试点作为推动企业转型升级发展的重大机遇，提高国有资本运营效率和质量。

⁷ 参见《关于在化解钢铁煤炭行业过剩产能实现脱困发展的意见》、《关于在化解钢铁煤炭行业过剩产能实现脱困发展过程中做好职工安置工作的意见》、《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》等政策文件。

（二）宏观经济运行

1、经济增速下滑压力趋缓，但下行压力未消，区域分化明显

2016 年，在复杂的国际政治经济环境下，我国持续推进供给侧结构性改革，实施积极的财政政策和稳健适度的货币政策稳定经济增长，全年 GDP 实际增速为 6.7%⁸，经济增速下滑压力趋缓，但下行压力未消。区域经济发展分化明显，中西部发展状况良好，东北等产业衰退区域面临严峻的增长压力；全年通胀水平较为稳定，CPI 温和上涨，PPI 微跌；就业形势良好，为稳增长提供了有利条件。

中西部经济发展状况良好，东北等产业衰退区域形势相对严峻。2016 年，全国 31 个省市区（除港澳台）中，6 个省市区的 GDP 增速出现上升，其中西藏、重庆继续领跑全国，GDP 增速分别小幅上升至 11.5% 和 10.7%，贵州、山西、黑龙江、吉林的 GDP 增速有所回升，经济下行压力趋缓；22 个省市区的 GDP 增速在 2016 年有所放缓，其中辽宁降幅最大并且为唯一的负增长省份，GDP 增速降为-2.50%，经济增长面临严峻挑战；安徽、云南、河北三省经济增速与上年持平。

CPI 温和上涨，PPI 微跌，通胀水平总体保持稳定。2016 年，我国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，CPI 同比上涨 2.0%，涨幅较上年扩大 0.6 个百分点，其中食品烟酒及医疗保健涨幅最高（均为 3.8%），食品烟酒价格中，猪肉价格上涨幅度（16.9%）最高，其次是鲜菜（11.7%）。从分月走势来看，2016 年 CPI 呈现先降后升，8 月达年内最低点（1.3%），总体相对平稳，为经济增长提供了稳定的通胀环境。2016 年我国工业生产者出厂价格微跌，PPI 同比下降 1.4%，降幅较上年收窄了 3.8 个百分点，其中生产资料同比下降 1.8%，生活资料同比没有变化。PPI 自 9 月结束连续 54 个月同比负增长以来持续上涨，表明工业生产和市场需求稳定增长，去产能、去库存政策效果显现，工业品价格持续回暖。

⁸ 本文中无特殊说明均为名义增长率。

就业形势良好。2016 年末，我国城镇登记失业率 4.0%，较 2015 年末略有下降，全年城镇新增就业 1314 万人，完成了全年新增就业人数 1000 万的预定目标，就业形势总体稳定。

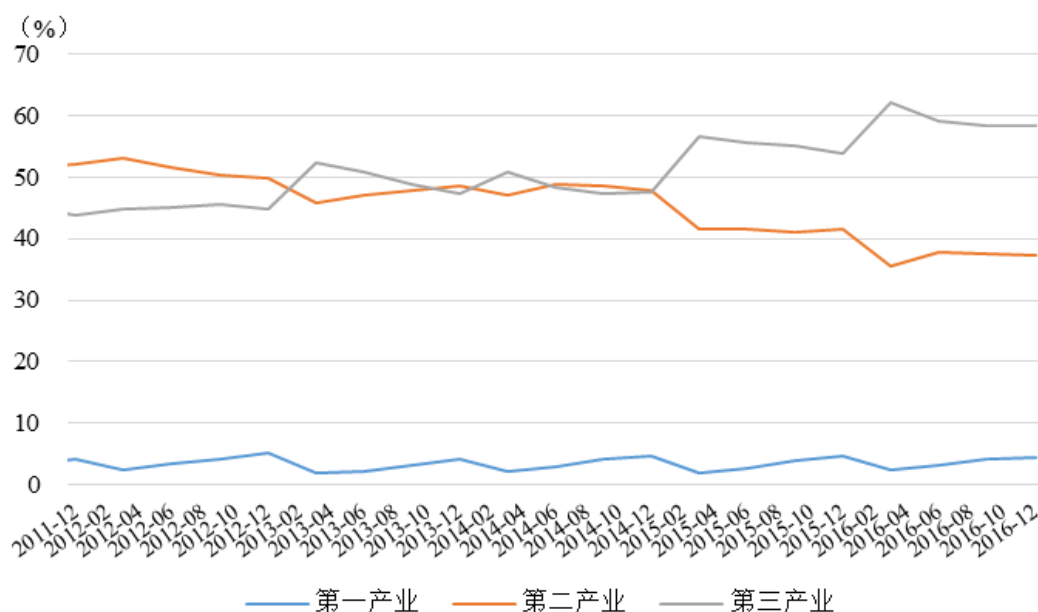
表 1 2014-2016 年我国主要经济数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	一季度	二季度	三季度	四季度
				15.85	18.21	18.93	21.42
GDP（万亿元）	64.40	68.91	74.41	15.85	18.21	18.93	21.42
GDP 增速（%）	7.30	6.90	6.70	6.70	6.70	6.70	6.80
人均 GDP（元）	46531	49351	53817				
规模以上工业增加值增速（%）	8.30	6.10	6.00	5.80	6.00	6.00	6.00
固定资产投资完成额增速（%）	15.70	10.00	8.10	10.70	9.00	8.20	8.10
社会消费品零售总额增速（%）	12.00	10.70	10.40	10.30	10.30	10.40	10.40
出口增速（%）	4.90	-1.80	-2.00	-4.20	-2.10	-1.60	-2.00
进口增速（%）	-0.60	-13.20	0.60	-8.20	-4.70	-2.30	0.60
CPI 增幅（%）	1.99	1.44	2.00	2.11	2.10	1.96	2.00
PPI 增幅（%）	-1.89	-5.20	-1.40	-4.80	-3.90	-2.90	-1.40
城镇登记失业率（%）	4.08	4.05	4.04	4.04	4.05	4.04	4.02
全国居民人均可支配收入增速（%）	8.00	7.40	6.30	6.50	6.50	6.30	6.30

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；
3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资完成额增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率。
4. 2016 年分季度数据除 GDP、GDP 增速与城镇登记失业率以外，均为自年初至各季度末的累计增长率。
资料来源：国家统计局

2、产业结构继续改善，工业生产企稳向好

2016 年，我国三大产业保持稳定增长，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长。



资料来源：国家统计局

图 5 2012 年-2016 年三大产业对 GDP 累计同比增速贡献率情况

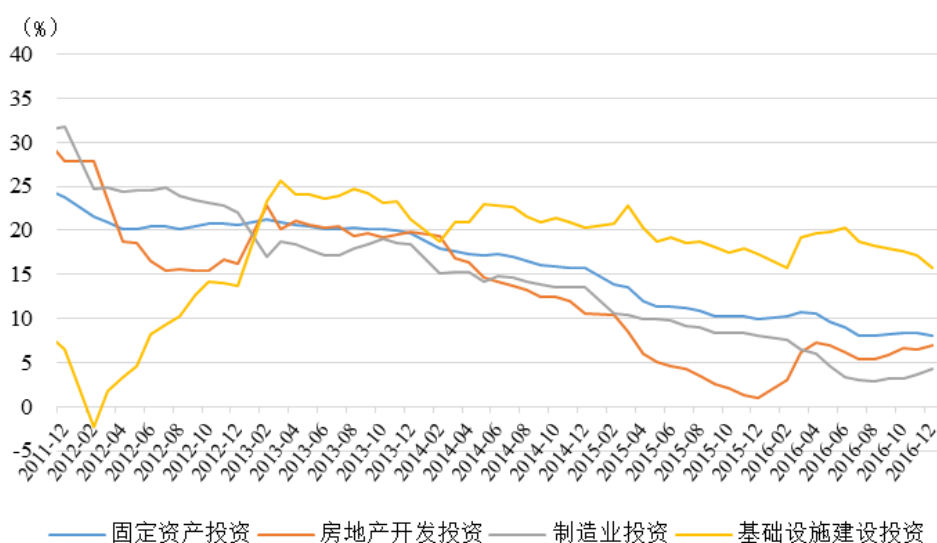
工业生产企稳向好，企业效益持续改善。2016 年，我国第二产业增加值 29.62 万亿元，同比增长 6.1%，增幅较上年减少 0.1 个百分点；第二产业对 GDP 增长的贡献度为 37.2%，较上年回落 1.3 个百分点，主要受到去产能和产业结构调整以及行业顺周期特点的影响。2016 年规模以上工业增加值较上年增长 6.0%，增速较上年小幅下降 0.1 个百分点，从分月表现来看工业逐步企稳。与此同时，工业品价格持续回升、出口增速由降转增也反映出了工业生产的企稳态势。在此基础上，企业利润情况持续改善，全国规模以上工业企业实现利润总额同比增长 8.5%，较上年的负增长（-2.3%）改善明显，其中原煤、钢材等大宗商品价格的上涨拉动了煤炭、钢铁企业利润的快速增长，黑色金属冶炼和压延加工行业、煤炭开采和洗选业分别同比增长 2.3 倍、2.2 倍。2016 年以来，中国制造业采购经理指数（PMI）呈波动上升趋势，制造业持续回暖。

但与此同时，我们应当看到，当前国内外经济形势错综复杂，2016 年以来工业企业利润增长主要是由于大宗商品价格的上涨使得传统原材料制造业利润上涨较快，而中游的装备制造业利润情况改善相对滞后，短期内受上游行业涨价影响也会部分导致装备制造业的成本上升、利润收窄。

服务业持续快速增长，支柱地位进一步巩固。2016 年，我国第三产业增加值 38.42 万亿元，同比增长 7.8%，较上年变动不大，占 GDP 的比重进一步升至 51.6%；第三产业对 GDP 增长的贡献度为 58.4%，较上年提高 4.7 个百分点，服务业的支柱地位进一步显现。具体来看，2016 年房地产行业回暖，房地产业增加值同比增长 8.6%，增幅较上年上升 5.4 个百分点；交通运输、仓储和邮政业，批发和零售业以及住宿餐饮业 2016 年同比增幅均较上年有所上升，主要受益于居民收入稳步上升以及网络消费的快速增长；金融业同比增加 5.7%，增幅较上年大幅下降 10.3 个百分点，2015 年股市牛市导致股市成交量比较大，上年金融业基数较高是增幅下降的重要原因；电子商务的不断提速，旅游、文化、体育、健康、养老“五大幸福产业”的快速发展，在促进服务业持续快速增长的同时不断推动了民生改善。然而，房地产行业增速波动性加大、金融业增速显著下滑等问题的存在一定程度上制约了第三产业的发展。

3、固定资产投资缓中趋稳，制造业投资和民间投资有所回升

2016 年，我国固定资产投资完成额累计 59.65 万亿元，同比增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年下降 1.9 个百分点。分地区来看，中西部增速（均在 12% 以上）较快，东部（9.6%）相对稳定，东北地区降幅（-23.5%）较大。



资料来源：国家统计局

图 6 2012 年-2016 年固定资产投资累计同比增速情况

基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要支撑。2016 年，受信贷宽松、政府补贴等因素的影响，一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，有助于扩大直接有效投资，稳定经济增长⁹。2016 年，我国基础设施建设投资 15.20 万亿元，同比增长 15.7%，增速较上年回落 1.6 个百分点。其中，水利管理业投资和公共设施管理业投资增长同比增幅均超过 20.0%，继续保持较高增速；道路运输业投资同比增长 15.1%，铁路运输业投资同比小幅下降 0.2%。

房地产投资对经济增长趋稳发挥了积极作用。2016 年上半年，监管层采取了下调不限购城市首付比例、减免非一线城市房地产交易环节契税和营业税等措施促进房地产市场发展，在一系列利好政策的影响下，我国房地产行业出现供需两旺，对稳定经济增长发挥了重要作用。2016 年房地产行业对 GDP 的累计贡献率达到 7.8%，远高于上年 3.2% 的水平。楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，2016 年，全国房地产开发投资 10.26 万亿元，同比增长 6.9%，增速较上年加快 5.9 个百分点，此外利率水平较低以及实体经济不振导致缺乏投资标的等也是助推因素。

制造业投资和民间投资有所回升。2016 年，我国制造业固定资产投资完成额同比增长 4.2%，增速较上年减少 3.9 个百分点。2015 年印发的《中国制造 2025》明确提出全面推行绿色制造，实施高端装备创新重大工程，提高国家制造业创新能力；4 月，国务院决定实施《装备制造业标准化和质量提升规划》，从提升装备制造业创新能力、标准化和质量、竞争力以及推进制造标准国际化几个方面引领“中国制造”升级。在此背景下，2016 年我国装备制造业投资增速加快，2016 年投资 7.55 万亿元，较上年增长 4.4%，对制造业投资增长的贡献率为 41.9%；随着居民消费水平的提高，与食品、服装、健康等有关

⁹ 2 月，国务院印发《关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》，明确加快城镇棚户区、城中村和危房改造，加快城市综合交通网络建设，实施城市地下管网改造工程，推进海绵城市建设。；4 月，财政部、住房和城乡建设部发布《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》，要求中央财政、省级财政和市县财政要进一步加大对各地棚户区改造的财政支持力度，同时继续落实棚改贷款贴息政策，引导社会资本参与棚户区改造；交通运输部也在 3 月的政协会议期间明确 2016 年中国的交通基础设施投资将超过 2.6 万亿元。

的消费品制造业投资 5.37 万亿元，同比增长 8.1%；绿色制造实施背景下，高耗能制造业投资下降 0.9%，但降幅收窄 0.5 个百分点。

2016 年，我国民间固定资产投资 36.52 万亿元，同比增长 3.2%，增速较上年下降 6.9 个百分点，主要是因为今年经济下行压力较大导致民间投资积极性不高。在此背景下，政府支持力度不断加大，促进民间投资健康发展的若干政策措施¹⁰陆续出台，从简政放权、优惠财税政策、营造公平竞争的市场环境等方面吸引民间投资，并通过 PPP 项目以政府投资带动社会资本，不断挖掘民间投资潜力。从全年来看，三、四季度民间投资增速开始企稳回升。

4、社会消费品零售总额平稳较快增长，消费对经济拉动作用增强

2016 年，国家进一步重视消费对经济的引领作用，出台一系列措施扩大消费，着力发展绿色消费和新消费¹¹。在此背景下，2016 年我国最终消费支出对经济增长的贡献率为 64.6%，较 2014、2015 年分别高出 15.8、4.9 个百分点。社会消费品零售总额 33.23 万亿元，同比增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长，有利于居民消费的进一步改善。具体来看，生活必需品消费保持稳定快速增长，2016 年限额以上单位日用品类、粮油/食品类、饮料类、烟酒类、服装类消费品增速分别为 11.4%、10.9%、10.5%、9.3%和 6.8%；受益于 2016 年房地产行业销售回暖的拉动，建筑及装潢材料消费增长 14.0%，家具消费增长 12.7%；受小排量汽车购置税减半优惠政策等因素的影响，汽车消费增速加快，2016 年限额以上单位汽车类零售额同比增长 10.1%，增速较上年加快 4.8 个百分点，其中新能源汽车补贴等

¹⁰ 详细内容参见《中共中央关于深化投融资体制改革的意见》、《国务院关于进一步做好民间投资有关工作的通知》、《各地促进民间投资典型经验和做法》、《关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》、《关于加快推进国家“十三五”规划〈纲要〉重大工程项目实施工作的意见》、《促进民间投资健康发展若干政策措施》等。

¹¹ 3 月，发改委等十部门出台了《关于促进绿色消费的指导意见》，鼓励绿色产品消费并享受相关税收优惠；4 月，发改委等十部门印发《关于印发促进消费带动转型升级行动方案的通知》，旨在促进居民消费扩大和升级，加快培育发展新动力，新兴服务领域的消费得到提振；7 月，发改委印发《关于推动积极发挥新消费引领作用，加快培育形成新供给新动力重点任务落实的分工方案》，对促进新消费进行了分工部署，有利于推进供给侧结构性改革，进一步释放消费潜力。

鼓励政策¹²以及居民收入的稳步增长带动新能源汽车和升级型 SUV 销量分别大幅增长 84.0%、43.6%；在鼓励支持电子商务发展的背景下，网络消费保持快速增长，全国网上零售额 5.16 万亿元，较上年增长 26.2%，网络零售已经成为带动中国零售业增长的主要动力。其中，实物商品网上零售额增长 25.6%，占社会消费品零售总额的比重为 12.6%，较上年提高 1.8 个百分点；2016 年与个人发展和享受相关的支出增长迅速，居民人均居住、用品及服务、医疗保健、交通通信支出增长达 10.0% 左右，增速较上年均有所提高。

5、诸多举措促进外贸回稳向好，外贸状况有所改善

2016 年，在外部需求疲软的背景下，监管层通过推进“放管服”改革、优化加工贸易发展环境、推进外贸新业态试点等工作¹³促进外贸回稳向好，取得了积极成效。与此同时，进口商品价格跌幅收窄以及外需一定程度上的转暖分别带动了进口总值和出口总值的增长。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点，其中出口 13.84 万亿元，同比下降 2.0%，进口 10.49 万亿元，同比增长 0.6%，均较上年降幅有所好转，2016 年贸易顺差 3.35 万亿元。分季度看，进出口增速呈现转负为正、稳步回升的态势。从国别来看，今年“一带一路”规划正式公布，在国家政策的鼓励和支持下，我国对部分一带一路国家出口增长较快，对俄罗斯、孟加拉、印度、泰国出口额分别增长 14.1%、9.0%、6.5% 和 2.8%，未来的经贸合作将进一步加强。从产品结构来看，出口方面，航空航天器、光通信设备出口额增长超过 10.0%，大型成套设备出口额增长超过 5.0%，工程机械、汽车、家电、机床、发电机出口均实现了正增长。进口方面，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长。

¹² 如 9 月下旬国务院常务会议从国家战略层面明确了对电动汽车行业发展的全面支持，提出各地不得对新能源汽车实行限行、限购，同时明确要求新建住宅停车位建设或预留安装充电设施的比例应达到 100%。

¹³ 国务院先后发布《关于促进加工贸易创新发展的若干意见》、《关于同意开展服务贸易创新发展试点的批复》、《关于促进外贸回稳向好的若干意见》、《商务发展第十三个五年规划纲要》等文件，通过完善相关体制机制，通过政策的鼓励和支持，推动加工贸易、服务贸易的发展，促进外贸回稳向好。

三、2017 年宏观经济展望

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但特朗普新政对经济影响的不确定性，欧洲极右翼势力的崛起，英国正式开始脱欧进程，意大利公投失败后的大选，荷兰、法国、德国大选，新兴市场国家经济结构调整等诸多因素使得全球经济复苏态势面临更大的挑战，在货币宽松政策作用愈加有限的背景下，各国将更加重视发挥财政政策的作用。2017 年 1 月，IMF 发布《世界经济展望》关键预测更新，与 2016 年 10 月的预测相比，此次 IMF 分别维持对 2016、2017、2018 年全球经济增长 3.1%、3.4%和 3.6%的预测；上调美国 2017 和 2018 年增速预期至 2.3%和 2.5%；上调中国 2017 年经济增速预期至 6.5%，2018 年维持 6.0%不变。总体来看，2017 年，中国经济增长和转型面临的国际政治经济环境的不确定性较大。

财政政策方面，继续实施减税降费政策，减少企业负担。中央经济工作会议明确指出，“财政政策要更加积极，预算安排要适应推进供给侧结构性改革，降低企业税费负担”；11 月发布的《关于落实降低企业杠杆率税收支持政策的通知》规定，企业符合税法规定条件的股权（资产）收购、合并、债务重组等重组行为，可按税法规定享受企业所得税递延纳税等多项优惠政策，此举有利于降低企业成本；财政部还将研究新的减税降费措施，与有关部门进一步清理规范涉企收费，再取消、调整和规范一批行政事业性收费项目和标准，进一步减轻企业负担。此外，PPP 模式将得到进一步发展和完善。然而，2016 年我国实际赤字率达 3.8%，未来提升空间有限；基于当前宏观经济尚未明显改善，对房地产市场的调控也将减少政府财政收入；2017 年进一步的减税降费以及加大财政支出力度将受到约束，一定程度上积极财政政策的空间有限。

货币政策方面，实施稳健中性的货币政策。从“合理充裕”到“维护流动性基本稳定”，中央经济工作会议将 2017 年的货币政策定调为“稳健中性”，同时提出要适应货币供应方式新变化，努力畅通和完善货币政策传导渠道和机制，维持“缩短放长”。2017 年 1 月，央行采取创新“临时流动性便利”操作为几家大型商业银行提供流动资金；当月 24 日开展中期借贷便利（MLF）操作，6 个月、1 年期中标利率分别较上期上升 10 个基点。2017 年，

央行采取降息降准等措施的可能性较低，仍将主要通过逆回购、MLF（中期借贷便利）和 PSL（抵押补充贷款）等手段调节市场流动性，保持货币供给合理增长。在金融防风险、去杠杆的背景下，央行货币政策呈现边际收紧的趋势。汇率方面，在美元加息、中国贸易状况未明显改善的情况下，2017 年人民币仍持续承压。2017 年 1 月，国家外汇管理局发布《进一步推进外汇管理改革完善真实合规性审核的通知》，进一步规范货物贸易外汇管理，继续执行并完善直接投资外汇利润汇出管理政策，要求银行、企业遵守外汇管理规定，确保交易真实合规；商务部也表示，监管部门密切关注近期在房地产、酒店、影城、娱乐业、体育俱乐部等领域出现的一些非理性对外投资倾向，以及大额非主业投资、母子大等类型对外投资存在的风险隐患。随着经济平稳向好以及监管层进一步加强外汇管理、拓宽资本流入渠道以及人民币加入 SDR，在“收盘价+一篮子货币”中间价定价机制下，人民币汇率长期将不会持续贬值，短期的边际贬值压力也将有所弱化。

从投资来看，基础设施建设方面，未来财政收支压力加大会对基础设施建设投资产生不利影响，但是由于基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，因此仍将保持相对稳定。房地产开发投资方面，2016 年下半年以来各地陆续出台房地产限购、限贷措施，房地产企业债市等融资渠道收紧；12 月中央经济工作会议明确指出“房子是用来住的，不是用来炒的”，防止股市、债市、保险和银行资金违规进入楼市；未来我国将加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段平衡楼市调控与经济增长之间的关系，促进房地产市场平稳健康发展。随着政府实施稳健中性的货币政策防范房地产市场风险，通过楼市调控引导市场需求，2017 年房地产投资将受到一定程度的不利影响。制造业方面，8 月发布的《“十三五”国家科技创新规划》明确提出发展智能绿色服务制造技术、发展现代交通技术与装备、发展现代食品制造技术等；12 月，《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》发布，明确提出加快发展壮大新一代信息技术、高端装备、新材料、节能环保、数字创意等战略性新兴产业，大力构建现代产业新体系；同月，《“十三五”节能减排综合工作方案》明确，要优化

产业和能源结构，促进传统产业转型升级，加快发展新兴产业。在政策的引导和支持下，预计 2017 年高新技术产业和装备制造业的投资将有所增加，发展潜力将得到进一步挖掘，进而提升我国制造业的整体水平和质量。此外，2017 年 1 月，国务院印发《关于扩大对外开放积极利用外资若干措施的通知》，提出 20 项具体措施如鼓励外商投资高端智能制造、取消轨道交通设备制造等领域外资准入限制、支持外资企业拓宽融资渠道等，进一步扩大对外开放、创造公平竞争环境、加强吸引外资工作。总体来看，受到房地产投资等不利因素的影响，2017 年固定资产投资增速将有所放缓。

从消费来看，消费需求将得到进一步释放，拉动经济增长的作用更为明显。11 月，国务院办公厅印发《关于进一步扩大旅游文化体育健康养老教育培训等领域消费的意见》，提出围绕旅游、文化、体育、健康、养老、教育培训等重点领域，提升服务品质、增加服务供给，不断释放潜在消费需求，着力推进幸福产业服务消费提质扩容；12 月，《“十三五”旅游业发展规划》发布，提出从加强交通基础设施建设、倡导绿色旅游消费、实施积极的旅游外交战略等方面促进我国旅游业的健康发展，这将有利于促进旅游消费的进一步增长；同月，商务部会同有关部门印发《电子商务“十三五”发展规划》，提出“电子商务全面融入、覆盖国民经济和社会发展各领域，成为经济增长和新旧动能转换关键动力”的发展目标，确立“2020 年电子商务交易额 40 万亿元、网上零售总额 10 万亿元、相关从业者 5000 万人”三大发展指标。随着消费结构的不断改善，我国幸福产业服务消费以及电子商务将继续保持较快增长。12 月，发改委等四部门发布《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，2017 年新能源汽车补贴额度比 2016 年降低 20%，并且到 2020 年，个人购买纯电动车补贴将完全取消，这将一定程度上影响消费者的购买积极性，新能源汽车消费增速将逐步回归常态。随着我国居民收入水平的不断提高以及消费结构的不断改善，我国服务性消费需求将不断释放，教育培训、医疗卫生、文化娱乐等服务性消费作为新的消费热点，将进一步提升消费对经济的拉动作用。总体来看，2017 年消费将保持稳定增长。

从进出口来看，虽然当前我国外贸形势有所改善，但仍存在诸多不利因素：全球经济复苏缓慢，逆全球化思潮和贸易保护主义有所抬头；出于自身利益考虑，美国、日本不承认中国的市场经济地位，欧盟委员会主张撤销“非市场经济国家”名单，而采取新的反倾销手段，适用于任何有倾销嫌疑的国家；新上任的美国总统特朗普在贸易问题上对中国态度强硬，未来有发生贸易战的可能；按照与 WTO 协议，2016 年 12 月中国 15 年保护期满，主要的贸易条款发生变化，如削减关税以及开放农产品市场、零售市场、专业服务、汽车业等变化，纺织品、农产品、电子制造等行业将受到较大冲击。不利因素的存在使得我国外贸形势依旧不容乐观。积极的方面是，美国宣布退出 TPP（跨太平洋伙伴关系协定），客观上助推了区域全面经济伙伴关系协定（RCEP），当前谈判势头良好，2017 年有望完成谈判，这将有利于加强区域间经济合作；12 月，财政部等五部门发布通知，在天津等 15 个服务贸易创新发展试点地区，实行符合条件的技术先进型服务企业减按 15% 的税率征收企业所得税等优惠措施，此举有利于加快服务贸易发展，进一步推进外贸结构优化。总体来看，美国、欧元区的经济复苏使得外需有所回暖，再加上受 2016 年进出口基数偏低以及人民币汇率贬值等因素的影响，2017 年进出口增速或将有所改善。

此外，预计 2017 年物价整体运行基本平稳。PPI 继续回升，工业品价格将持续回暖；随着猪肉价格迎来上行周期以及 PPI 的传导效应，CPI 也将保持上涨，但由于社会总供给大于总需求的状况没有改变，因此上涨相对温和。

根据以上分析，我们认为，2016 年我国宏观经济整体呈现筑底态势，2017 年在积极的财政政策和稳健中性货币政策的实施背景下，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上。