

2017年04月17日

中国经济 20 个热点问题分析

——159 张图表看中国经济（下）

相关研究

不一样的复苏——2017 年春季宏观报告
2017-3-21

投资中美复苏——2017 年宏观经济报告
2016-11-22

这一次真的不一样——2015 年中国经济回顾与 2016 年展望
2016-01-08

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
李勇 A0230516070003
liyong@swsresearch.com
邱涤凡 A0230516090002
qiudf@swsresearch.com

研究支持

王健 A0230115120003
wangjian3@swsresearch.com
吴金铎 A0230116110006
wujd@swsresearch.com
余子珍 A0230115080014
yuzz@swsresearch.com
汤莹 A0230116080003
tangying@swsresearch.com

联系人

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

结论或者投资建议：

- 在本报告中申万宏源宏观团队用 159 张图表，对机构关注的中国经济问题进行了全景式分析。本报告涉及的内容包括经济增长、三次产业、三驾马车、居民收入、就业、财政、货币、物价、国际收支、企业效益等 11 个方面。
- 本报告和一般研究报告的不同之处在于不但希望能够给出“我们”的看法，更希望能够给出中国经济客观的全貌，成为投资者了解中国经济的工具书。因此如果时间不允许，只看 159 张图表也可以对于中国经济有个基本了解。
- 在本报告中我们重点讨论的 20 个专题包括：1、中国金融业占比是否偏高？2、克强指数是否还能够表征中国经济？3、如何看待房地产调控的影响？4、为什么奢侈品行业消费增长这么快？5、为什么这次 PPI 上涨对 CPI 影响有限？6、油价上涨对 PPI 和 CPI 影响几何？7、为什么我们一直认为中美爆发全面贸易争端概率不大？8、为什么资金流出背景下，FDI 总体稳定？9、中国制造业成本到底是高还是低？10、我国是否存在减税吸引外资的可能？11、如何看待人民币加入 SDR？12、如何看待外占下滑背景下货币投放模式的变化？13、人民币汇率如何定价？14、如何看待美元和非美货币新变化？15、中国外汇储备是否还可以下降？16、PPI 以及降息对企业利润影响有多大？17、中国的库存周期有多长，主要受哪些因素影响？18、怎么看二胎政策及其影响？19、怎么看供给侧改革对就业的影响？20、麦当劳门店分布和农民工就业情况有啥变化？这些问题似乎都很大，但在本报告中都可以得到简明扼要的回答。



申万宏源研究微信服务号

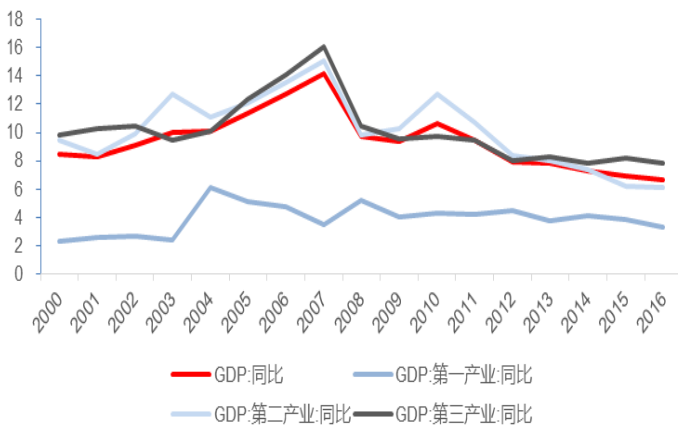
2016 年中国经济全景扫描

1 总体经济运行状况

1.1 服务和消费驱动经济增长

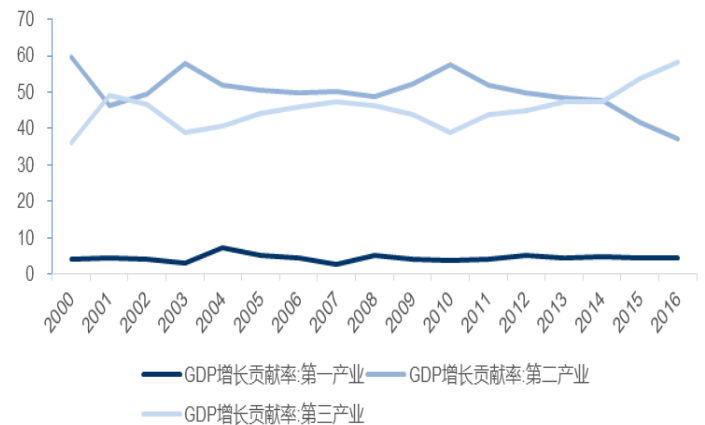
2016 年，中国 GDP 增长 6.7%，较 2015 年回落 0.2 个百分点。从三次产业来看，第二产业呈现企稳迹象，第一和第三产业仍在回落。2016 年第一、第二和第三产业增加值分别增长了 3.3%、6.1% 和 7.8%，分别较 2015 年回落了 0.6、0.1 和 0.4 个百分点。从三次产业对经济增长的拉动看，经济增长的回落主要和第二产业的拉动下降有关。第一产业对 GDP 拉动为 0.3 个百分点，和 2015 年持平。第二产业对 GDP 的拉动为 2.5 个百分点，比 2015 年下降 0.4 个百分点。第三产业对 GDP 的拉动为 3.9 个百分点，比 2015 年提高 0.4 个百分点。从贡献率看，第一产业对 GDP 的贡献率为 4.4%，基本和 2015 年持平；第二产业对 GDP 的贡献率为 37.2%，较 2015 年回落 4.4 个百分点；第三产业对 GDP 的贡献率为 58.4%，较 2015 年提升了 4.7 个百分点。

图 1：全国及分行业 GDP 增速



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 2：三大产业对 GDP 增长的贡献率



资料来源：WIND，申万宏源研究

从细分行业来看，2016 年房地产行业增加值增长了 8.6%，较 2015 年加快了 5.4 个百分点；其对 2016 年 GDP 的贡献率达到了 7.8%，较 2015 年提高了 5.1 个百分点，改善幅度最大。这主要得益于前期持续宽松的政策环境的支持。而金融业对 GDP 的贡献率则由 2015 年的 16.6% 降至 7.1%，回落了 9.5 个百分点。其他行业中，交通运输行业对 GDP 的贡献率显著提升至 4.3%，改善了 1.7 个百分点，反映了物流行业快速发展的态势；批发和零售业对 GDP 的贡献率为 9.6%，较 2015 年提高了 1.1 个百分点；其他服务业的贡献率为 27.1%，提高了 2.5 个百分点。而工业、建筑业以及农林牧渔对 GDP 的贡献率均较 2015 年有所回落，分别下降了 0.6、0.1 和 0.5 个百分点。

图 3：各行业增加值同比

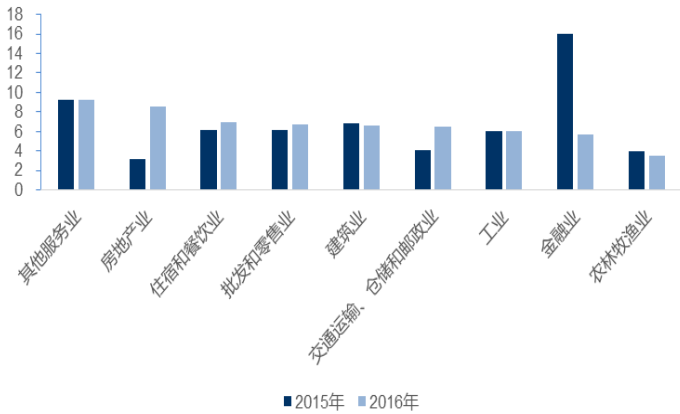
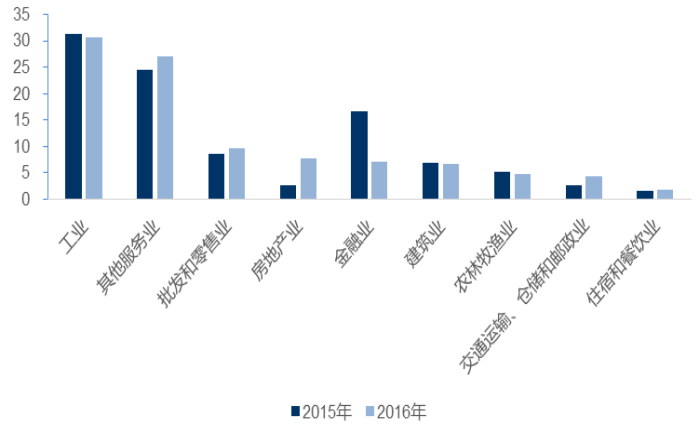


图 4：各行业对 GDP 增长的贡献率

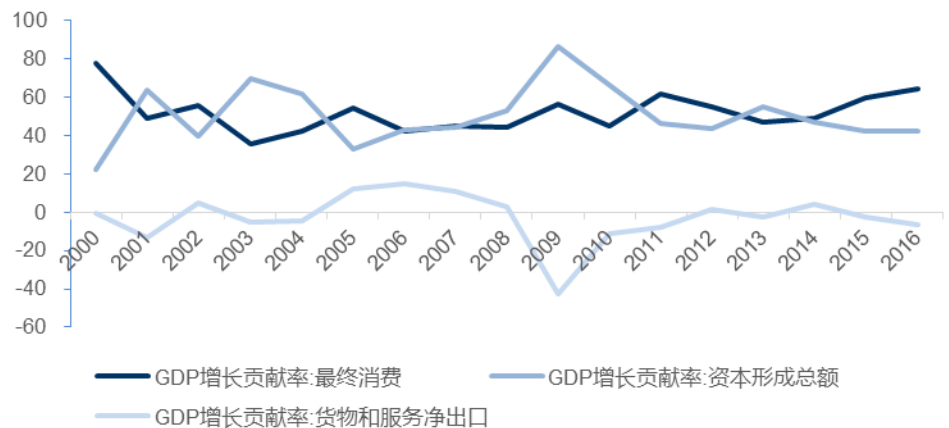


资料来源：WIND，申万宏源研究

资料来源：WIND，申万宏源研究

从三大需求看，消费成为中国经济的稳定力量，投资和净出口尤其是净出口拖累经济下行明显。2016 年最终消费对经济增长的拉动为 4.3 个百分点，比 2015 年提高 0.2 个百分点。资本形成对经济增长的拉动为 2.8 个百分点，比 2015 年下降 0.1 个百分点。货物和服务净出口对经济增长的拉动为 -0.5 个百分点，比 2015 年下降 0.4 个百分点。最终消费对 GDP 增长的贡献率为 64.6%，较 2015 年提升 4.7 个百分点。消费仍然是 GDP 增长最主要的拉动力量，且其贡献率自 2013 年以来持续提升。而资本形成对 GDP 增长的贡献率为 42.2%，较 2015 年回落 0.4 个百分点；货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献率为 -6.8%，跌幅较 2015 年扩大 4.3 个百分点。不难看出，如果不是净出口拉动下降，总体经济增长应该是 7%，要比最后公布的经济增长率提高 0.3 个百分点。

图 5：三驾马车对 GDP 增长的贡献率



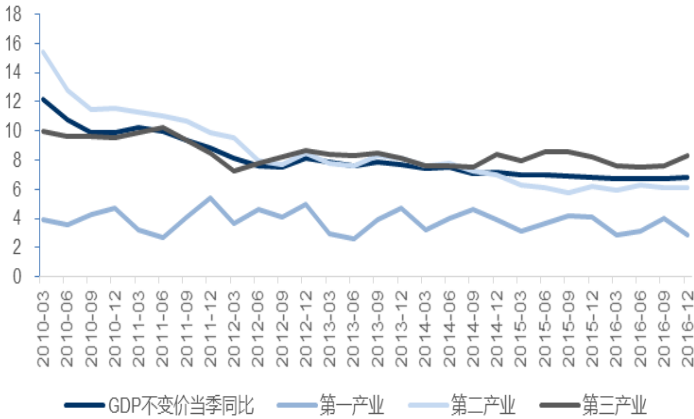
资料来源：CEIC，申万宏源研究

1.2 季度增长呈 L 一横走势

从节奏来讲，2016 年前三个季度均保持了 6.7% 的增长，第四季度略升至 6.8%，全年走势基本平稳。四季度 GDP 增速高于前三季度及全年均值，从产业层面看，主

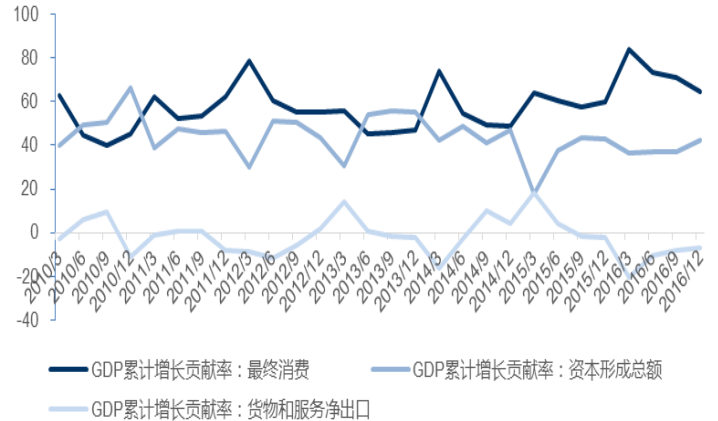
要源于服务业驱动。四季度与三季度相比，一产增速回落 1.1 个百分点，二产持平，三产则由 7.6% 上升至 8.3%，改善 0.7 个百分点，推动 GDP 改善。从三驾马车的贡献来讲，四季度 GDP 增速改善，主要源于资本形成总额以及净出口对 GDP 的贡献率提升。其中，最终消费对 GDP 累计同比的贡献率由前三季度的 71% 降至四季度的 64.6%。而资本形成总额的贡献率则由前三季度的 36.8% 提高至四季度的 42.2%，主要源于制造业补库存对资本形成的支撑作用。货物和服务净出口对 GDP 增长的贡献率也由前三季度的 -7.8% 改善至 -6.8%，主要源于全球经济短期回暖带动外需改善。

图 6: 16 年四季度 GDP 较前三季度改善主要受第三产业驱动



资料来源: WIND, 申万宏源研究

图 7: 16 年四季度资本形成和净出口对 GDP 的贡献提升



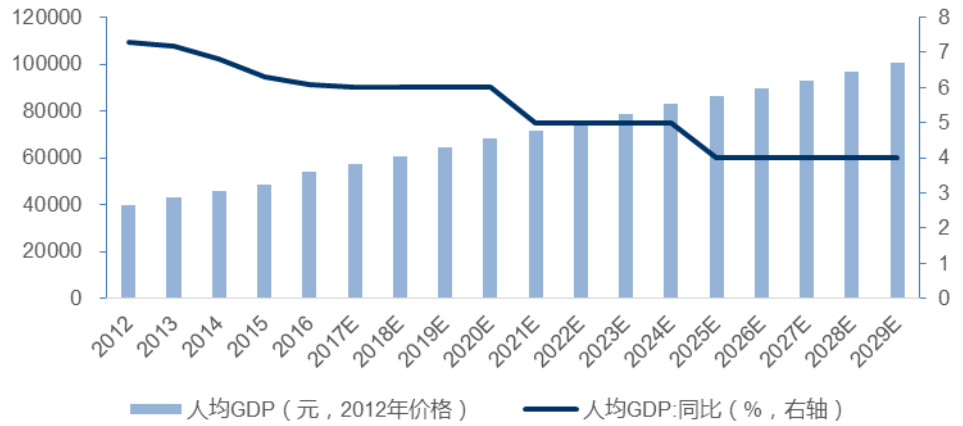
资料来源: CEIC, 申万宏源研究

1.3 预计 2026 年人均 GDP 有望达到高收入国家水平

2016 年实现人均 GDP53980 元，比上年增长 6.1%。根据 2012 年世界银行的分类标准 (GNI)：1035 美元或以下的是低收入国家，1036 美元和 4085 美元之间的是中中等收入国家，4086 美元与 12615 美元之间的是中上等收入国家，12616 美元或以上的是高收入国家。由于人均 GDP 的数据更容易跟踪，我们可以预测出中国何时可以跨入高收入国家。

由于世行的标准是 2012 年的，我们需要把人均 GDP 换算为 2012 年不变价。近 5 年来，我国的人口自然增长率约为 0.5%。假如我们在十三五期间能保持年均 6.5% 的 GDP 增速，那么我们的人均 GDP 可以实现平均 6% 的增长。按照 2012 年的价格来计算，我国 2020 年的人均 GDP 可以达到 68149 元，假设 1 美元兑 7 人民币，约合 9736 美元 (2012 年价格)。假设在之后，我国人均 GDP 分别保持 5% 和 4% 的年均增长率，那么，2026 年我国的人均 GDP 可以达到 12799 美元，跨入高收入国家。

图 8：中国人均 GDP 增长率及预测



资料来源：WIND，申万宏源研究

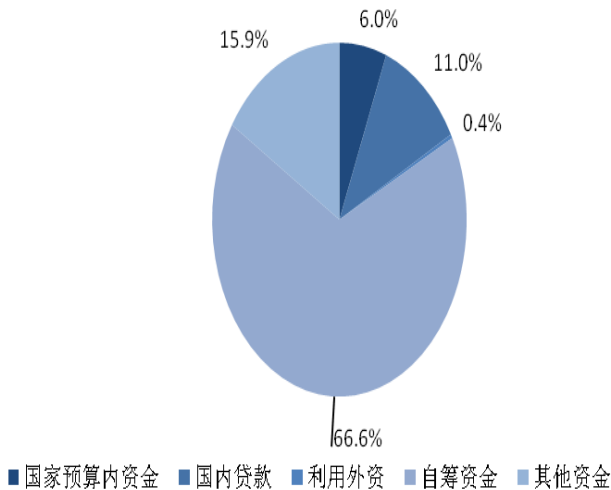
2 固定资产投资

2.1 分区域及行业的投资状况

2016 年固定资产投资同比增长 8.1%，创 2000 年以来最低值。从投资资金来源来看，固定资产投资到位资金增长 5.8%，增速较 2015 年下降 1.9 个百分点。从资金来源的结构上来看，自筹资金、国内贷款、国家预算内资金、利用外资和其他资金占比分别为 66.6%、11.0%、6.0%、0.4%和 15.9%，其中，自筹资金占比大幅下降，而国内贷款和国家预算内资金大幅提高。

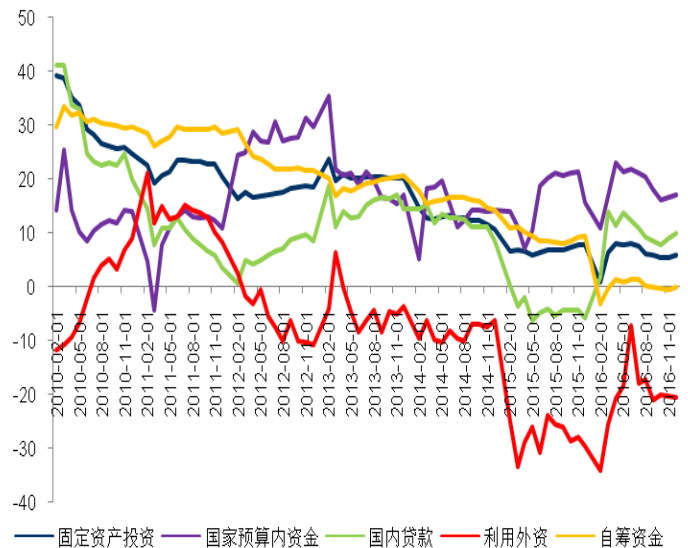
图 9：固定资产投资资金来源，自筹资金占比最大

固定资产投资资金来源



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 10：各类资金增速变化



资料来源：WIND，申万宏源研究

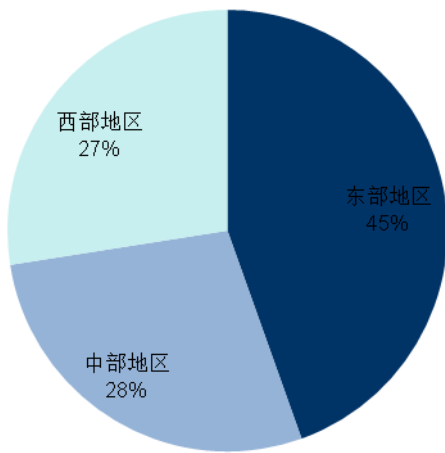
分区域来看,2016年固定资产投资东、中、西部地区分别占比45%、28%和27%。其中,东部地区投资增长9.1%,较2015年提高0.8个百分点;中部地区增长12%,较2015年回落2.6个百分点;西部地区增长12.2,较2015年提高3.2个百分点。

分产业来看,2016年固定资产投资一、二、三产业分别占比3%、39%和58%。其中,第一产业投资增长10.7%,较2015年回落10.7个百分点;第二产业增长3.5%,较2015年回落4.5个百分点;第三产业增长10.9%,较2015年回落0.3个百分点。

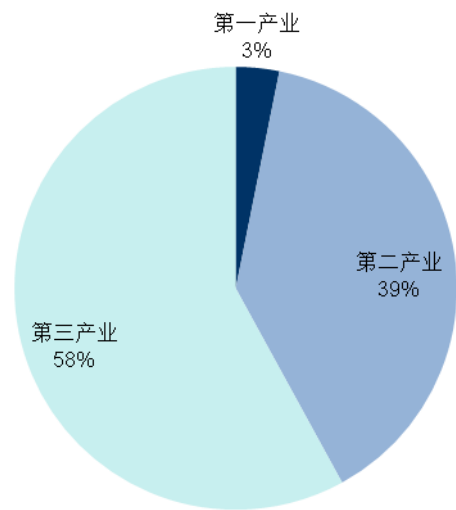
图 11: 2016 年固定资产投资东、中、西部地区比

图 12: 2016 年固定资产投资一二三产业占比

固定资产投资分区域



固定资产投资分产业

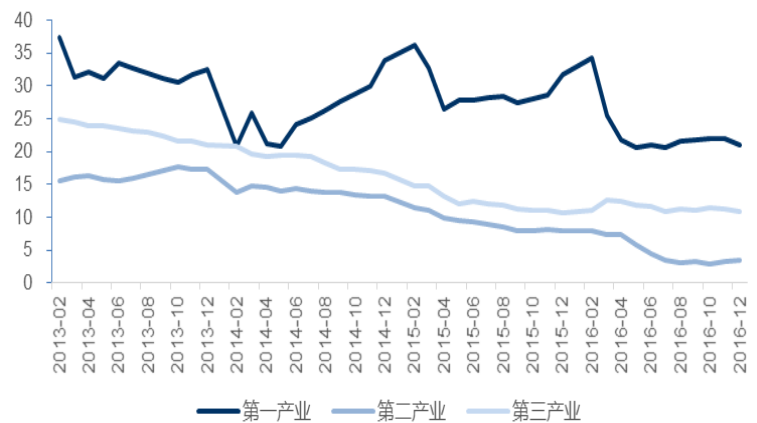
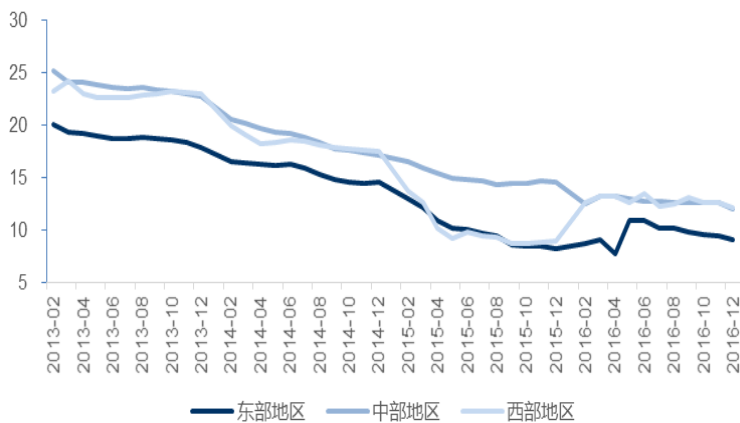


资料来源: WIND, 申万宏源研究

资料来源: WIND, 申万宏源研究

图 13: 东、中、西部固定资产投资累计增速

图 14: 三次产业固定资产投资累计增速

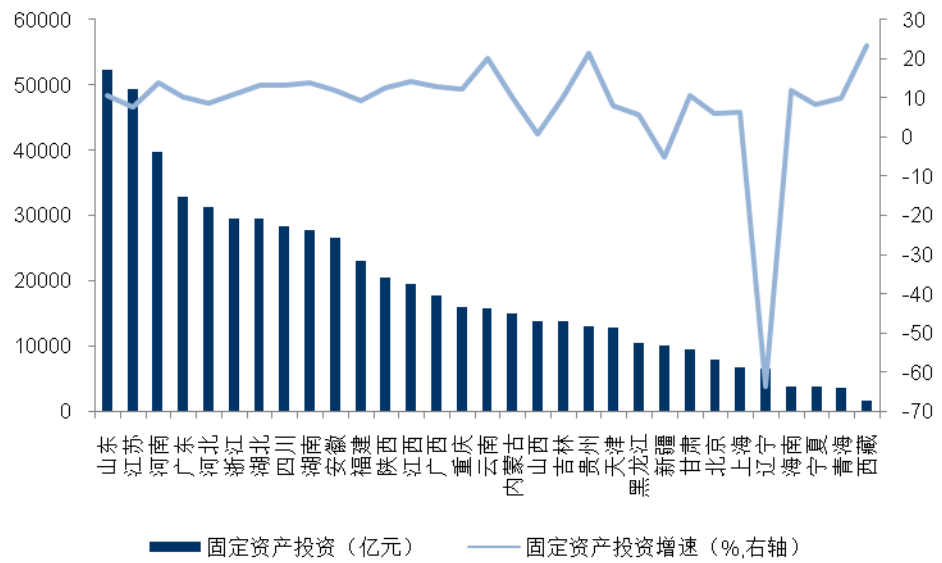


资料来源: WIND, 申万宏源研究

资料来源: WIND, 申万宏源研究

分省市来看,固定资产投资总量前五的省份分别为山东、江苏、河南、广东和河北,而增速前五的省份分别为西藏、贵州、云南、江西和湖南,总体上看经济欠发达地区固定资产投资发展相对更快。

图 15：分省市固定资产投资状况



资料来源：WIND，申万宏源研究

分行业来看，第二产业中固定资产投资占比最高的五大行业为电力热力生产供应、非金属矿、化学原料及制品、通用设备制造、电气机械及器材；而同比增速最快的五个行业分别为水的生产和供应业、计算机等电子设备制造业、食品制造业、文教工美体育娱乐用品制造业和电气机械器材业。第三产业中固定资产投资占比最高的五大行业分别为房地产业、水利环境公共设施管理业、道路运输业、批发零售业和租赁服务业；而同比增速最快的五大行业分别为租赁商服、水利环境公共设施管理业、卫生社会工作、教育业和航空运输业。

表 1：固定资产投资增速按行业分类情况

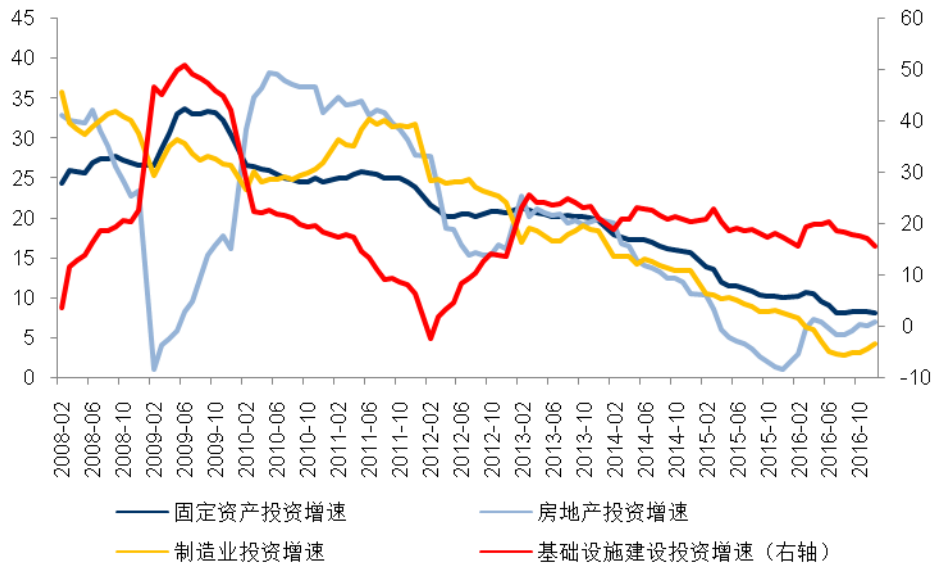
行业	同比(%)	占比	行业	同比(%)	占比
第一产业	21.1	3.2%	制造业:汽车制造业	4.5	2.0%
农业	30.4	1.7%	制造业:铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-9.2	0.5%
畜牧业	10.6	0.9%	制造业:电气机械及器材制造业	13.0	2.1%
渔业	10.1	0.2%	制造业:计算机、通信和其他电子设备制造业	15.8	1.8%
林业	21.8	0.4%	制造业:仪器仪表制造业	6.1	0.3%
第二产业	3.5	38.9%	制造业:其他制造业	1.2	0.4%
第二产业:采矿业	-20.4	1.7%	制造业:废弃资源综合利用业	4.8	0.2%
煤炭开采和洗选业	-24.2	0.5%	制造业:金属制品、机械和设备修理业	/	0.1%
石油和天然气开采业	-31.9	0.4%	第二产业:电力、热力、燃气及水的生产和供应业	11.3	5.0%
黑色金属矿采选业	-28.4	0.2%	电力、热力的生产和供应业	11.7	3.8%
有色金属矿采选业	-10.0	0.2%	燃气生产和供应业	-8.4	0.4%
非金属矿采选业	1.6	0.4%	水的生产和供应业	20.5	0.8%
第二产业:制造业	4.2	31.5%	第二产业:建筑业	-6.5	0.8%
制造业:农副食品加工业	9.5	2.0%	第三产业	10.9	58.0%
制造业:食品制造业	14.5	1.0%	农、林、牧、渔服务业	12.4	0.7%
制造业:酒、饮料和精制茶制造业	0.4	0.7%	第三产业:交通运输、仓储和邮政业	9.5	9.0%
制造业:烟草制品业	-21.2	0.0%	铁路运输业	-0.2	1.3%
制造业:纺织业	10.7	1.1%	道路运输业	15.1	5.5%
制造业:纺织服装、服饰业	5.6	0.8%	水上运输业	-8.0	0.4%
制造业:皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	6.6	0.4%	航空运输业	20.6	0.4%
制造业:木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	4.6	0.7%	管道运输业	-12.2	0.0%
制造业:家具制造业	6.4	0.5%	仓储业	5.5	1.2%
制造业:造纸及纸制品业	9.9	0.5%	第三产业:批发和零售业	-4.0	3.0%
制造业:印刷业和记录媒介的复制	0.2	0.3%	第三产业:住宿和餐饮业	-8.6	1.0%
制造业:文教、工美、体育和娱乐用品制造业	13.5	0.4%	第三产业:信息传输、软件和信息技术服务业	14.5	1.1%
制造业:石油加工、炼焦及核燃料加工业	6.2	0.5%	第三产业:电信、广播电视和卫星传输服务	8.3	0.4%
制造业:化学原料及化学制品制造业	-1.6	2.5%	第三产业:金融业	-4.2	0.2%
制造业:医药制造业	8.4	1.1%	第三产业:房地产业	6.8	22.7%
制造业:化学纤维制造业	0.3	0.2%	第三产业:租赁和商务服务业	30.5	2.1%
制造业:橡胶和塑料制品业	7.4	1.2%	第三产业:科学研究、技术服务和地质勘查业	17.2	0.9%
制造业:非金属矿物制品业	0.7	2.8%	第三产业:水利、环境和公共设施管理业	23.3	11.5%
制造业:黑色金属冶炼及压延加工业	-2.2	0.7%	第三产业:居民服务、修理及其他服务	1.8	0.4%
制造业:有色金属冶炼及压延加工业	-5.8	0.9%	第三产业:教育	20.7	1.6%
制造业:金属制品业	6.5	1.7%	第三产业:卫生和社会工作	21.4	1.1%
制造业:通用设备制造业	-2.3	2.2%	第三产业:文化、体育和娱乐业	16.4	1.3%
制造业:专用设备制造业	-2.6	2.0%	第三产业:公共管理、社会保障和社会组织	4.3	1.4%

资料来源：申万宏源研究（注：因四舍五入数据稍有出入）

2.2 三大类投资增长情况

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累计增速分别为 6.9%，4.2% 和 15.7%。具体来看：

图 16: 2016 年基建投资下行, 房地产投资较平稳, 制造业投资触底回升



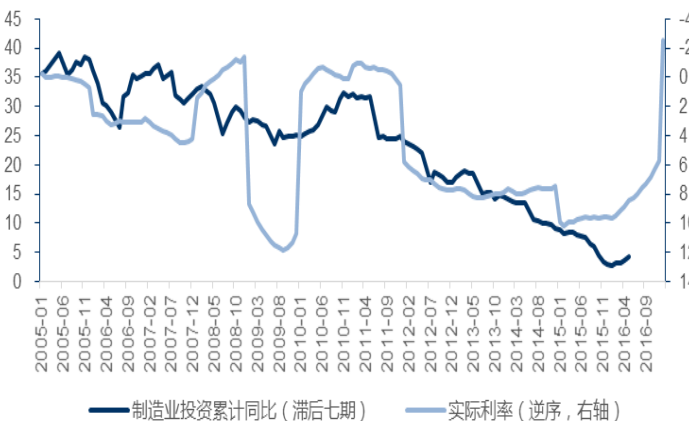
资料来源: WIND, 申万宏源研究

1、制造业投资增速先回落后回升

受益于 PPI 触底回升并快速上升, 企业盈利增加, 真实利率下行, 叠加企业主动补库存, 制造业投资 9 月份触底企稳, 11 月开始回升。2016 年制造业投资累计同比增长 4.2%, 仍较 2015 年增速回落 3.9 个百分点。

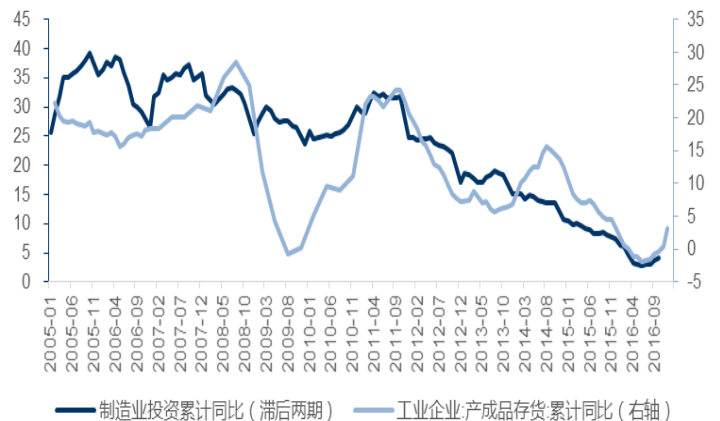
本轮制造业投资的回暖受到实际利率下行和补库存的带动。我们采用经 PPI 平减后的一年期贷款基准利率作为实际利率。一般来讲, 制造业投资滞后于实际利率大概 7 个月时间, 制造业投资累计增速与领先 7 个月的实际利率的相关系数为 -0.7。而制造业投资大概滞后于库存增速两个月时间, 相关系数为 0.8。

图 17: 实际利率领先制造业投资 7 个月 (%)



资料来源: WIND, 申万宏源研究

图 18: 库存领先制造业投资两个月 (%)



资料来源: WIND, 申万宏源研究

2、销售火爆带动房地产投资回升

2016 年房地产销售累计增长 22.5%，远高于 15 年同期的 6.5%；房地产投资增长 6.9%，较 15 年同期 1% 大幅回升。由于地产销售对投资的传导有时滞，限购并未使得地产投资快速下滑。8 月房地产限购后地产投资不降反升；在 10 月地产限购密集启动之后，12 月更是达到了 11.1% 的单月增速，超出市场预期。分热点城市（大多为限购城市）和非热点城市（大多为非限购城市）看，受房地产销售火爆以及库存比偏低的带动，热点城市的投资增速要高于全国水平，而非热点城市尽管没有限购，但由于销售增长偏慢，库存压力仍大，投资增速则低于全国水平。

3、基建投资呈现下行趋势

2016 年基建投资增长 15.7%，较 2015 年下降 1.6 个百分点。基建投资整体上呈现出前高后低的走势，下半年基建投资回落比较明显，一方面受到政府财力的限制，另一方面也与经济短期平稳、保增长压力适度缓解有关。

2.3 各地 2017 年投资规划

我们从各地政府报告中汇总了各地 2017 年的投资目标。从投资目标来看，23 个省区的数据可得。其中，11 个省下调了投资增速目标，包括天津、重庆、江苏、河南、河北、湖南、福建、吉林、江西、广西和云南，下调幅度在 1-3 个百分点之间。而安徽、新疆、辽宁则调高了投资增速，尤其是新疆的投资增速由 2016 年的 12% 大幅提高至 50% 以上，辽宁则由 6% 提高至 12%。如果汇总到全国层面的话，整体来讲投资目标的下调幅度并不大。

表 2：各地政府工作报告确定的投资目标

	2017 目标	2016 目标	变化 (%)	2016 完成
北京				
上海				
天津	10.0%	12.0%	2	12.0%
重庆	10.0%	12.5%	2.5	12.1%
江苏	7.5%左右	10.5%	3	7.5%
浙江				
安徽	11.5%	11%左右	0.5	11.7%
河南	12%左右	15.0%	3	13.7%
河北	9%左右	10%以上	1	9.0%
湖南	13.0%	16.0%	3	13.8%
湖北		16.0%		13.1%
山东		15.0%		
山西		12.0%		1.0%
福建	15%左右	16.0%	1	9.3%
甘肃	10%以上	10.0%	0	10.5%
青海	10.0%	10%左右	0	10.9%
新疆	50%以上	12.0%	38	
西藏	20%以上	20.0%	0	20.0%
辽宁	12.0%	6.0%	6	
黑龙江				5.5%
吉林	8%左右	10%左右	2	10.1%
江西	13.5%左右	15%左右 (500 万元以上项目)	1.5	14.0%
陕西	10%左右	10%左右	0	12.3%
广东	15%左右	15%以上	0	10.0%
广西	13.0%	14.0%	1	13.0%
四川	10.0%	10%左右	0	12.1%
云南	16%以上	18.0%	2	19.8%
贵州	18.0%	18.0%	0	21.1%
宁夏	10%左右	10%以上	0	10.0%
内蒙古	12%左右	12.0%	0	12.0%
海南		10.0%		

资料来源：申万宏源研究(红色表示下调)

3 城乡居民收入和消费

3.1 城乡居民收入

2016 年全国居民人均可支配收入 23821 元，同比名义增长 8.4%，剔除通胀因素实际增长 6.3%。按常住地分，城镇居民人均可支配收入 33616 元，名义增长 7.8%，剔除通胀因素实际增长 5.6%；农村居民人均可支配收入 12363 元，增长 8.2%，剔除通胀因素实际增长 6.2%。城乡居民人均收入倍差 2.72，比上年缩小 0.01。

全国居民人均可支配收入中位数 20883 元，比上年名义增长 8.3%。按全国居民五等份收入分组，低收入组人均可支配收入 5529 元，中等偏下收入组人均可支配收入 12899 元，中等收入组人均可支配收入 20924 元，中等偏上收入组人均可支配收入 31990 元，高收入组人均可支配收入 59259 元。2016 年全年全国居民人均消费支出 17111 元，比上年名义增长 8.9%，剔除通胀因素实际增长 6.8%。

全年农民工总量 28171 万人，比上年增加 424 万人，增长 1.5%。其中，本地农民工 11237 万人，增长 3.4%；外出农民工 16934 万人，增长 0.3%。农民工月收入水平 3275 元，比上年增长 6.6%。

3.2 消费

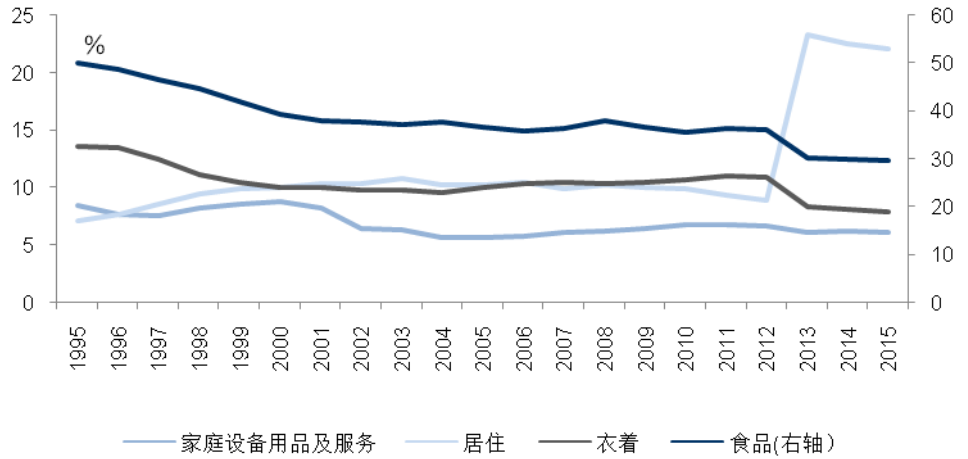
2016 年我国消费市场实现了平稳较快发展，消费连续成为国民经济增长的第一驱动力，对经济增长的贡献率为 64.6%，比 2015 年提高 4.7 个百分点。

2016 年的消费市场主要呈现以下特点：1) 以“互联网+”为引领的新型消费模式蓬勃发展。网络零售和便利店、购物中心等新业态增速较快。2016 年全国实物商品网上零售额同比增长 25.6%，占社零总额比重已达到 12.6%，比上年提高 1.8 个百分点。2) 汽车销售成为消费市场最大亮点。受小排量汽车购置税减半政策和升级换代需求增加共同推动，2016 年汽车消费实现了快速增长。全年汽车销售超过 2800 万辆，同比增长 13.65%。新能源汽车销售超过 50 万辆，连续两年销量居世界第一位；SUV 销量增长将近 50%。3) 品质化、升级类商品成为市场销售热点。消费者对个性化、多样化商品的需求不断提升，智能、绿色、大品牌、高品质商品受到市场欢迎。4) 大众化服务消费加速发展。随着消费升级加快，消费者更愿意为提升生活品质 and 品位花钱，消费内容也从以购买商品为主向购买更多服务转变，餐饮娱乐、文化休闲、健康养老消费持续旺盛。

3.3 消费升级从商品消费驱动转向服务消费驱动

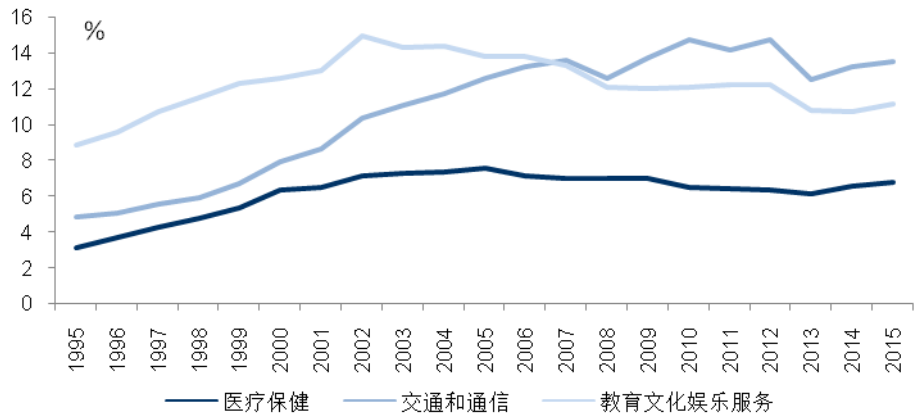
随着国民收入进一步提高，2016 年品质消费呈现爆发式增长，消费需求正在向高层次、高质量、个性化和多元化方向发展。我国消费升级将从商品消费驱动转向服务消费驱动，从传统消费驱动转向新兴消费驱动。新技术催生新消费热点、新理念带动服务消费增加。居民收入保持中高速增长为消费结构升级提供了有力支撑。随收入水平提高，必需品消费占比不断下降，奢侈品消费占比逐渐上升，未来传统消费逐渐衰落，新兴消费逐渐兴起。中国城镇居民食品、衣着、家庭设备用品、居住等消费品等传统消费占比下降。新兴消费兴起，交通通信、医疗保健、教育文化娱乐消费占比明显上升。消费结构升级趋势：从低端到高端，从生存型到服务型，从低层单一型到奢侈实用型。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 19: 食品、衣着、家庭设备用品、居住等传统消费占比下降



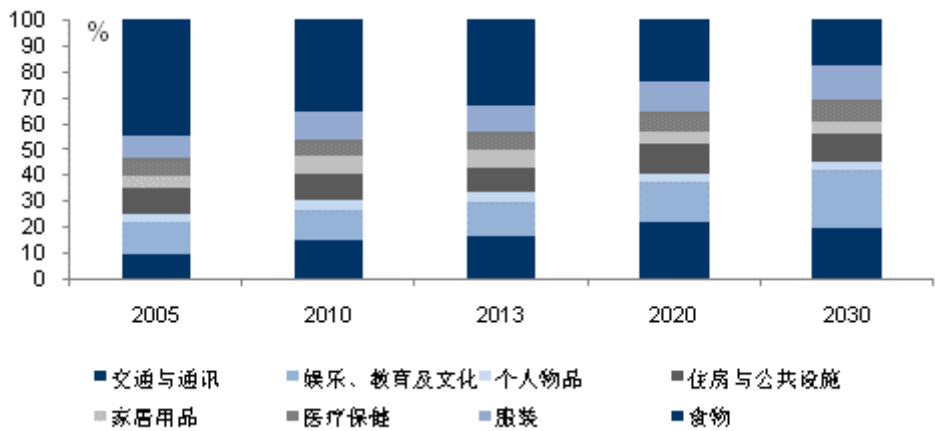
资料来源: WIND, 申万宏源研究

图 20: 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 21: 中国每户家庭年度各类型消费百分比预测

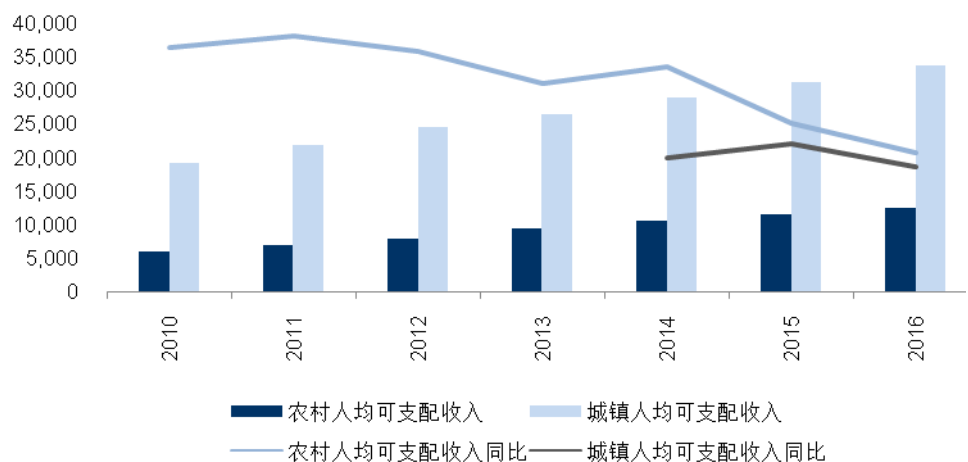


资料来源: WIND, 申万宏源研究

我国经济的不断发展助推了农村和城镇居民的收入不断提高。从2005年到2016年期间，中国农村与城镇居民的收入水平经历了平稳快速的增长，总体来看，农村居民收入的增长率高于城镇。2016年，农村居民家庭人均纯收入达到12363元，城镇居民人均可支配收入为33616元。中国经济发展的成果从城市向农村不断渗透，城乡收入差距逐年减小。

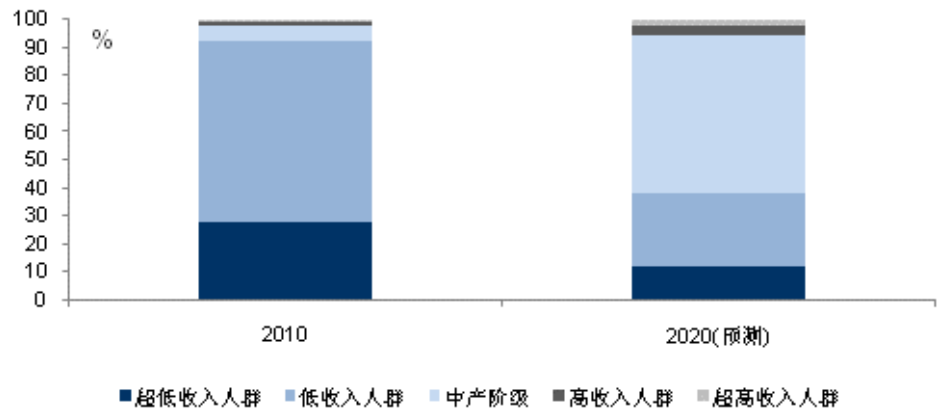
收入阶层中，中产阶级人数迅速增长。中产阶级为家庭年收入在6-22.9万元间，于2000年占我国城市家庭的4%，到2012年该比例增至68%。截至2015年，我国中产阶级绝对人口达1.09亿人，雄踞世界第一，占全国成年人比例11.3%。预计2020年，中国中产阶级人口超过4.7亿。中产阶级作为消费新金矿，开始崛起。自2000年以来，中国中产阶级的财富大幅增长330%，2015年已达7.3万亿美元，占全国财富的32%，这些家庭的消费支出增长将在当前至2020年期间的消费增长总额中占90%。中产阶级消费结构中一般消费品（食品、衣着、家电设备及用品）占消费支出比例下降，奢侈品占比增加，耐用品基本趋于稳定，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、享受和高效的生活方式。

图 22：农村与城镇居民可支配收入及增长率变化



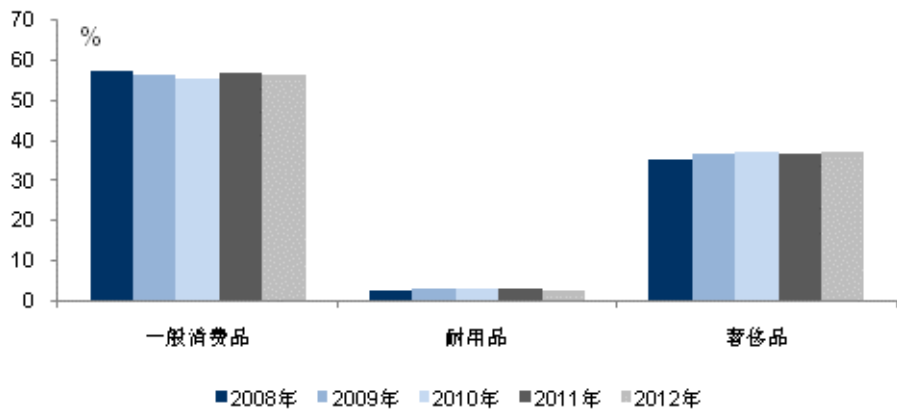
资料来源：WIND，申万宏源研究

图 23：不同收入人群结构变动预测



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 24：家庭消费结构变动



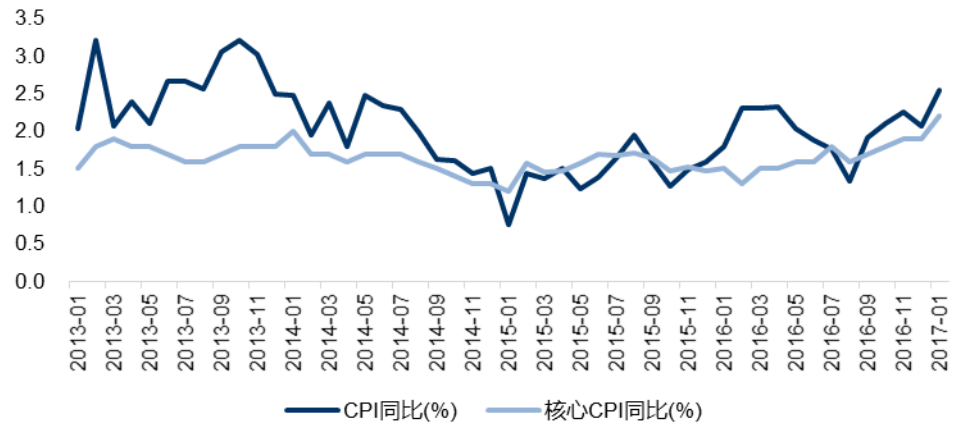
资料来源：WIND，申万宏源研究

4 物价

4.1 居民消费价格指数总体平稳

2016 年 CPI 上涨 2.0%，高于 2015 年 1.4% 的水平。不包括食品和能源的核心 CPI 上涨 1.6%，比 2015 年高 0.1 个百分点，变化不大。核心 CPI 稳定表明物价温和可控。CPI 全年走势除了个别月份波动比较大，整体平稳，节奏来看呈现 V 型特征。受春节因素扰动 1 月份 CPI 1.8%，2 月份因基数效应带动蔬菜及猪肉价格同比大幅上升，CPI 回升至 2.3%；5、6 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 2.0%；7、8 月份蔬菜价格供应增加导致价格下降，猪肉价格由升转跌，受食品项目下降的影响，8 月份 CPI 达到全年最低点 1.3%；9、10 和 11 月食品与非食品价格都呈现上升趋势，CPI 升高至 2.3%；12 月份猪肉价格上涨蔬菜价格回落带动食品价格下降，CPI 下降至 2.1%。

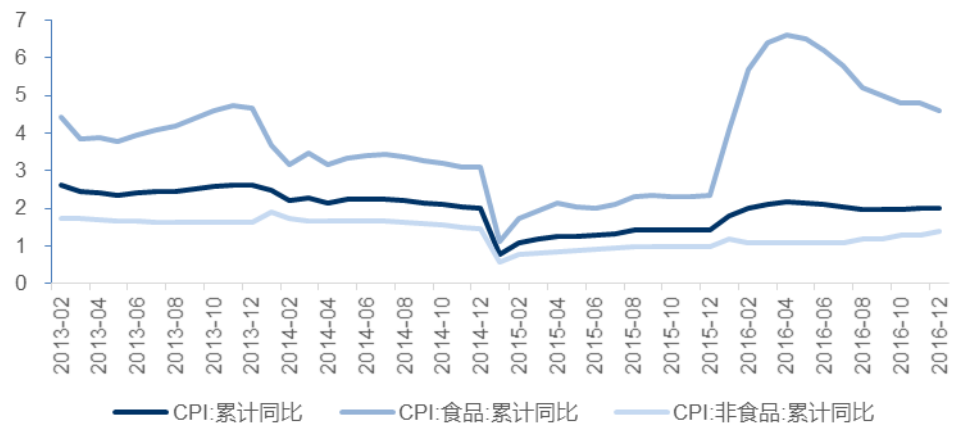
图 25: CPI 与核心 CPI 走势



资料来源: WIND, 申万宏源研究

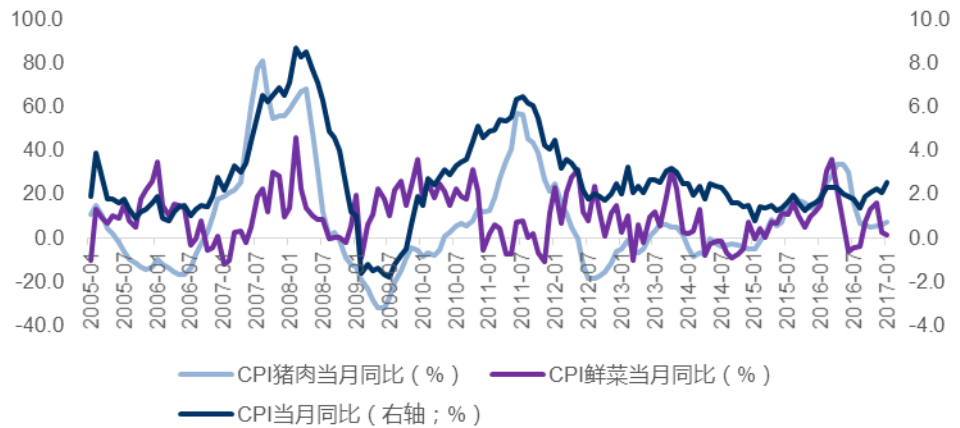
2016年CPI较2015年回升,主因食品类CPI上升。2016年食品类CPI上升4.6%,非食品类CPI上升1.4%。按照食品CPI权重31.9%,非食品CPI权重68.1%计算,2016年食品CPI拉动整体CPI上升1.36个百分点,非食品CPI拉动整体CPI上升0.64个百分点。猪肉与食品CPI相关系数高达0.794,而CPI中食品CPI占了32%,因而猪肉是影响CPI的重要因素。2016年上半年猪肉价格延续了2015年的走势,强势走高。1到6月份,受节日需求拉动及母猪存栏量持续减少影响,猪肉价格不断冲高,同比增速于5月达到最高点33.6%。受肉价高企的影响,养殖户压栏惜售现象导致市场供应不足,加剧了肉价的上涨。7月份开始,猪肉消费需求增长趋弱,生猪存栏量环比增长,下半年猪肉价格多数月份环比增速为负,同比迅速下降。非食品价格方面,上涨最快的是交通和通信类CPI。受石油等大宗商品价格持续上升的影响,拉高了交通运输价格。2016年文教娱乐和医疗保健类CPI也较2015年有所回升。随着居民收入增长,用于医疗保健、教育文化及娱乐等方面的开支会增加,有效需求增加带来相关价格上涨。

图 26: CPI、食品和非食品 CPI 走势



资料来源: WIND, 申万宏源研究

图 27: CPI、猪肉和鲜菜走势



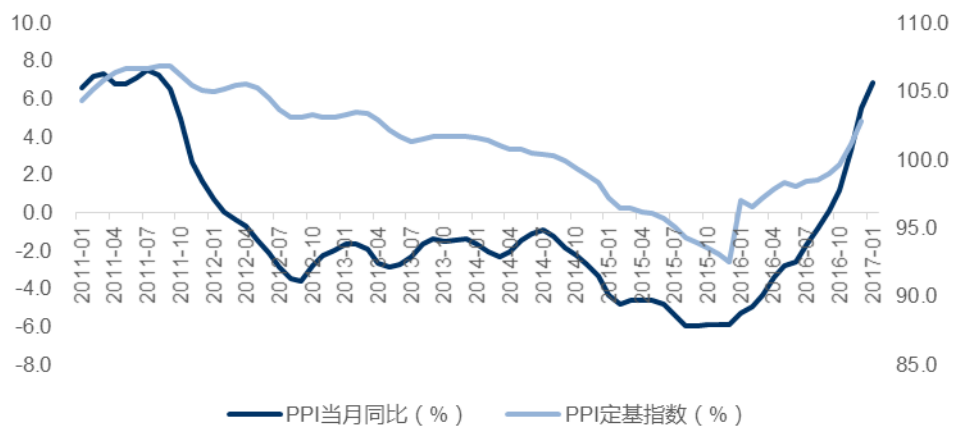
资料来源: WIND, 申万宏源研究

4.2 生产者价格触底回升

2016 年 PPI 同比降幅持续收窄, 环比持续增长, 9 月份 PPI 同比由负转正。全年 PPI 下跌 1.4%, 较 2015 年改善 3.8 个百分点。

2016 年 PPI 回升主因生产资料 PPI 大幅上涨。PPI 中生产资料权重为 73.6%, 生活资料权重为 26.4%。生产资料 PPI 同比由 2016 年 1 月的 -6.9% 上升到 12 月的 7.2%, 上涨幅度较大; 生活资料 PPI 由 2016 年 1 月 -0.5% 上升到 12 月的 0.8%。生产资料 PPI 增速最快的分别是采掘工业、原材料加工业、生产资料; 生活资料中增长最快的分别是一般日用品、食品类、生活资料。

图 28: PPI 与定基指数 (%)



资料来源: WIND, 申万宏源研究

从各行业价格的改善幅度来看, 2016 年 12 月比 2015 年 12 月相比, 石油和天然气开采业 (57 个百分点)、黑色金属冶炼和压延加工 (55.8 个百分点)、煤炭开采和洗选业 (51.2 个百分点)、黑色金属矿采选 (35.8 个百分点)、石油加工、炼焦及核燃料加工业 (35.3 个百分点) 价格涨幅显著。2016 年能源和黑色金属价格持续上涨, 铁矿石价格由 2016 年初的 42.70 美元/吨上涨至 79.65 美元/吨, 上涨 86.5%,

主要受钢铁去产能初见成效的影响。截至12月31日，WTI原油价格由年初的36.76美元/桶上涨至53.72美元/桶，2016年上涨46.1%。

图 29: PPI 及其分项走势

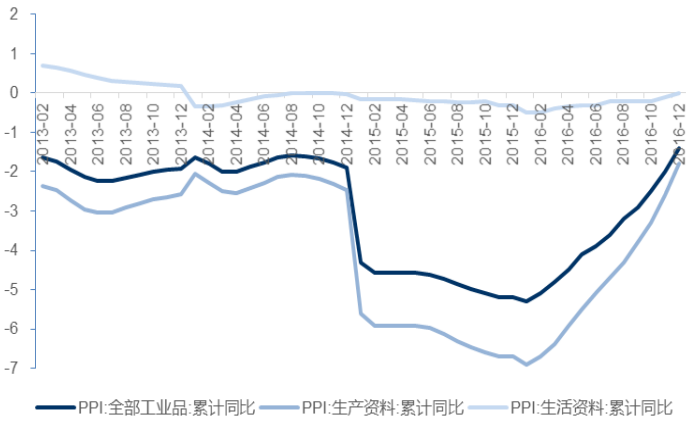


图 30: 能源和铁矿石价格走势

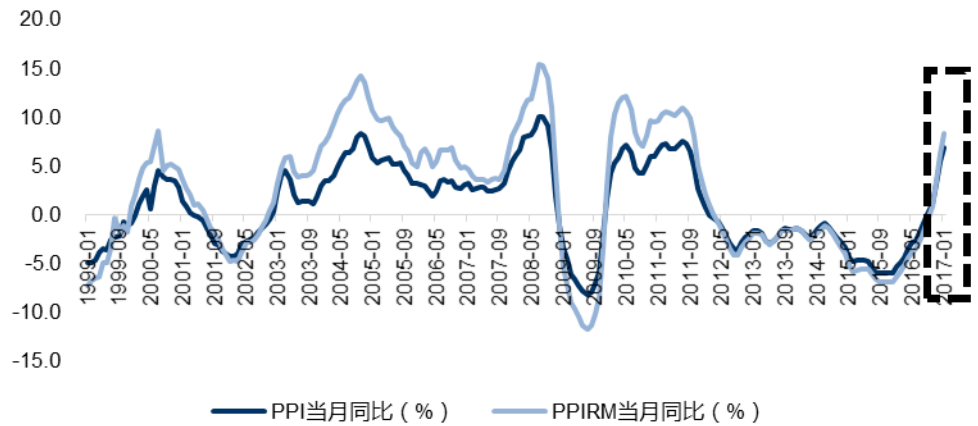


资料来源: WIND, 申万宏源研究

资料来源: WIND, 申万宏源研究

此外，工业品购进价格大幅上升，并于2016年11月出现PIRM与PPI倒挂。2016年12月PPI上涨5.5%，比2015年12月的-5.9%提高11.4个百分点；但PIRM 2016年12月上涨6.3%，比2015年12月的-6.8%提高13.1个百分点。PIRM 2015年12月-2016年12月改善幅度最大的分别是：黑色金属材料（27.5个百分点）、有色金属材料类（24.5个百分点）、燃料动力类（22.5个百分点）、化学原料类（13个百分点）。

图 31: PPI 与 PPIRM 倒挂

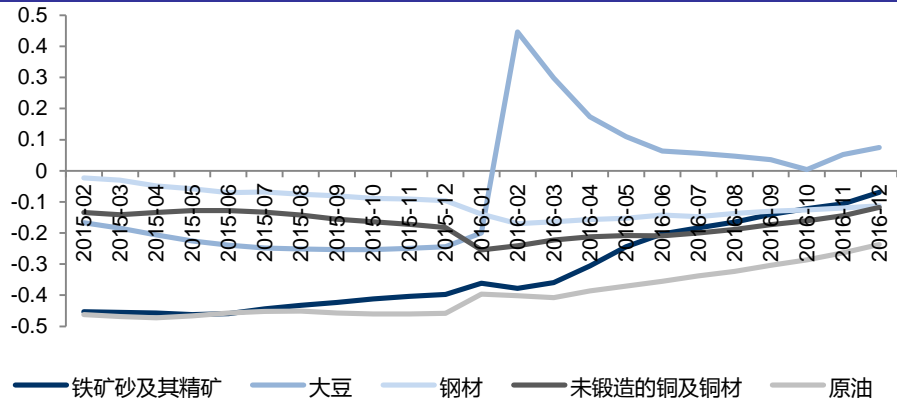


资料来源: WIND, 申万宏源研究

2016年大部分主要进口大宗商品价格止跌回升。2016年12月出口价格总指数(HS2)102.1,比2015年12月上升5.15%;进口价格总指数(HS2)108.1,比2015年12月上升23.4%,进口价格指数上升幅度大幅高于出口价格指数。细项来看,煤、铁矿砂、原油、粮食、成品油、钢材等进口价格不同程度增加。截至2016年12月,我国进口铁矿砂及其精矿进口额同比增长23%,进口价格同比增长33%;原油进口

金额同比增长 14%，进口价格同比增长 7%。未经锻造的铜及铜材进口金额上升 6%，进口价格上升 15%。

图 32：主要进口大宗商品价格同比止跌回升

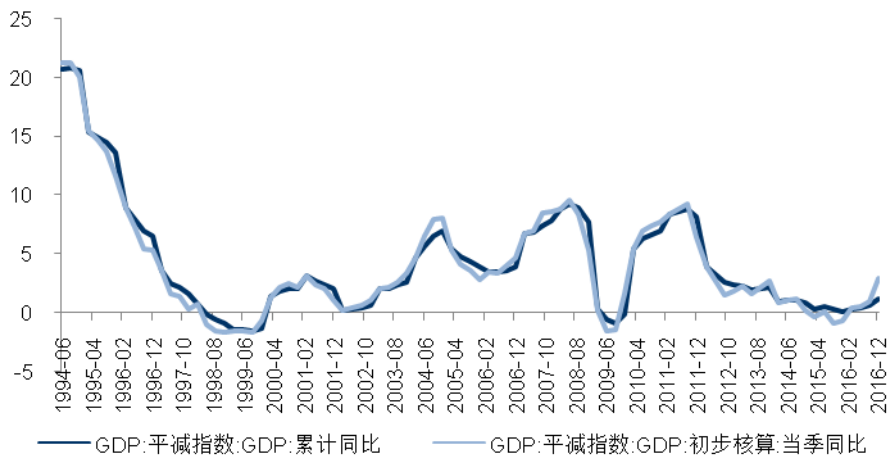


资料来源：WIND，申万宏源研究

4.3 GDP 平减指数缓慢回升

2016 年四个季度 GDP 平减指数当季同比分别为 0.42%、0.58%、1.04%和 2.9%，持续回升。2016 年 GDP 平减指数为 1.21%，较 2015 年同期上升 1.12 个百分点。分行业看，2016 年 GDP 平减指数最高的是第三产业 2.97%，高于第一产业 1.27%和 第二产业-1.01%以及总体 GDP 平减指数 1.21%的水平。但第三产业 GDP 平减指数较 2015 年的 3.85%下降 0.87 个百分点。2016 年第一产业 GDP 平减指数较 2015 年上升 0.87 个百分点，第二产业 GDP 平减指数降幅收窄 3.3 个百分点。

图 33：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

5 对外贸易

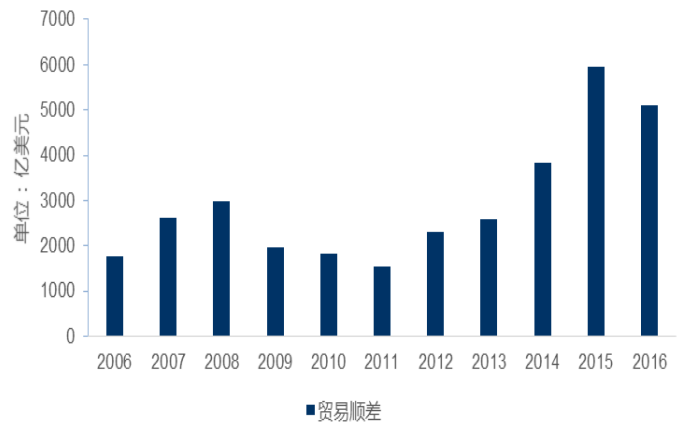
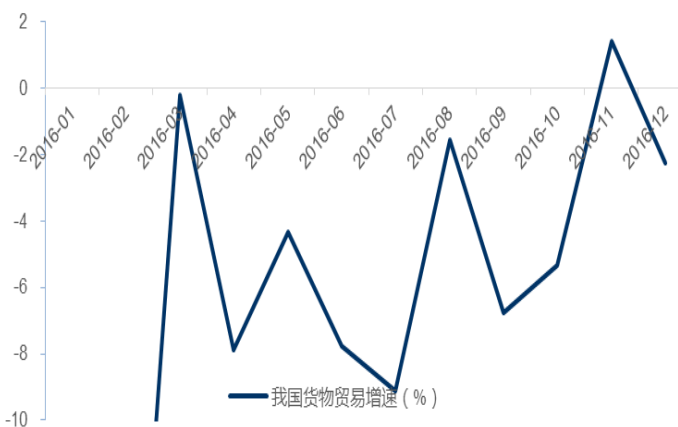
5.1 外贸形势总体低于预期

2016年，我国进出口总值36855.7亿美元，同比下降6.8%，跌幅较2015年收窄1.2个百分点，但仍低于WTO预测的全球贸易1.7%的增速。其中出口20981.5亿美元，同比下降7.7%，跌幅较2015年扩大4.8个百分点；前十一个月均低于WTO预测的新兴经济体出口增速1.2%，12月份反弹至8.1%。进口15874.2亿美元，同比下降5.5%，跌幅较2015年收窄7.6个百分点，且逐季回稳。贸易顺差5107.3亿美元，同比下降14.0%，为2003年来首次下降。进出口规模持续下降的主要原因在于全球经济复苏乏力和贸易保护主义加剧导致的国际贸易萎缩。

值得注意的是，2016年是继2015年后我国货物贸易连续第二年未完成增长目标且出现负增长。2015年，我国两会设定的全年进出口增长目标是6%左右，但全年进出口总值下降达8.0%。2016年，我国商务部不再设置百分比增速，目标调整为“货物贸易出口增速高于世界贸易水平”的相对性指标，实际仍低于预期。

图 34：我国出口增速位于 WTO 估算全球贸易增速以下

图 35：2016 年，我国贸易维持顺差但规模收窄



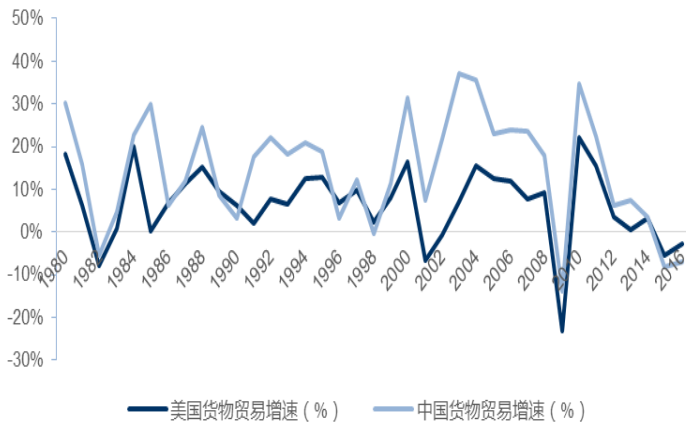
资料来源：海关总署，WTO《贸易数据和展望》（2016年9月），申万宏源研究

资料来源：海关总署，WTO《贸易数据和展望》（2016年9月），申万宏源研究

改革开放以来，中国的货物贸易取得了飞速发展，增速高于美国，并在2013年首次超过美国成为世界第一货物贸易大国，占全球货物贸易份额的比例从0.93%跃升至10.96%。然而，近两年我国贸易表现不佳，2016年被美国以204.1亿美元的微弱优势领先重夺世界第一货物贸易大国的位置。

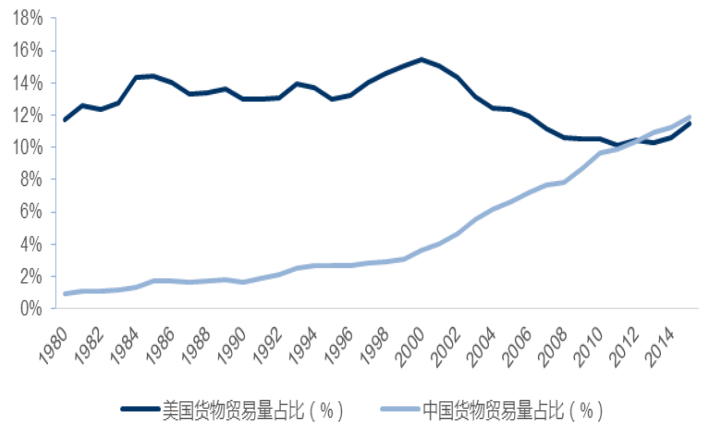
从全球占比来看，2014年、2015年我国在全球货物贸易占比分别为11.29%、11.90%，因WTO对2016年全球贸易总额暂未完成最终统计，但基于目前的预计数据来看，2016年我国占比难有扩大。相对而言，美国在全球货物贸易的占比已扭转回落趋势连续三年增长，2013-2015年分别为10.30%、10.59%、11.47%，2016年也有望加大，这一趋势性的变化值得关注。

图 36：中国与美国货物贸易增速比较



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 37：中国与美国在世界货物贸易中所占份额比较



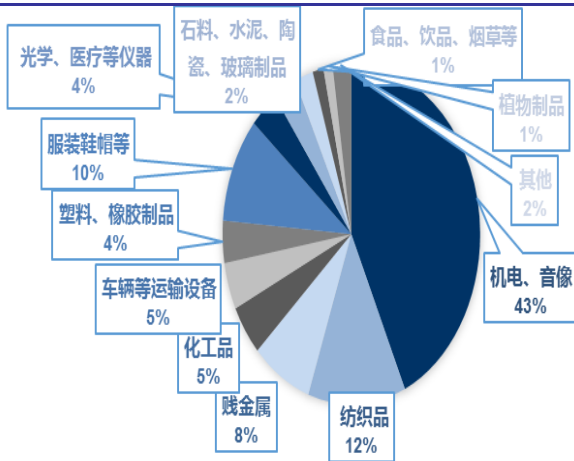
资料来源：WIND，申万宏源研究

5.2 出口仍然面临较大压力

从出口产品构成看，我国的主要出口商品有机电音像、纺织品、贱金属、化工品、车辆等运输设备、塑料橡胶制品、服装鞋帽、光学医疗仪器、石料水泥陶瓷玻璃制品、食品饮料烟草、植物制品等。

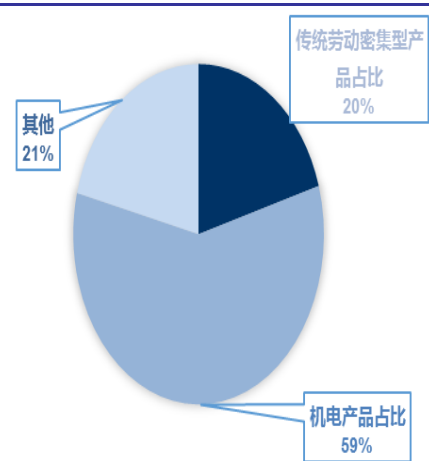
在出口产品中，装备制造业（主要是机电产品）和劳动密集型产品依然是出口主力，分别占总值的 58.47% 和 22.83%，占比分别提高 0.52 和 5.17 个百分点。装备制造业和劳动密集型产品增速同比分别下降 6.88%、5.69%，劳动密集型产品中，只有玩具出口正增长，保持着较好的竞争优势。

图 38：我国出口产品构成 (HS 分类)



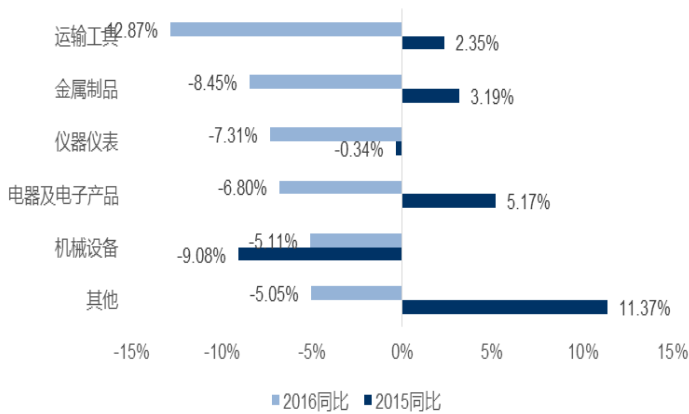
资料来源：WIND，申万宏源研究

图 39：装备制造业和劳动密集型产品是出口主力



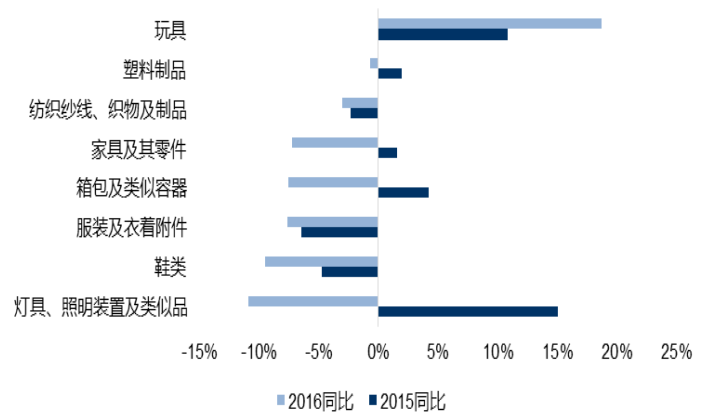
资料来源：WIND，申万宏源研究

图 40：装备制造业出口较 2015 年状况有所恶化



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 41：除玩具外，其他劳动密集型产品出口均下降

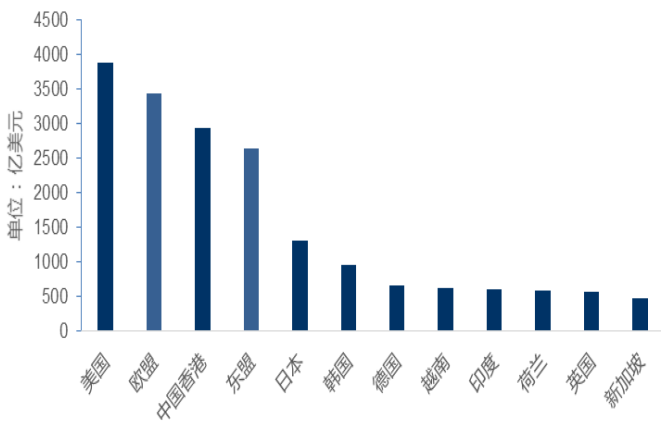


资料来源：WIND，申万宏源研究

2016 年，我国前十大出口国家或地区依次是美国、中国香港、日本、韩国、德国、越南、印度、荷兰、英国、新加坡。此外，向欧盟、东盟出口规模分别位列美国和中国香港之后。以上 12 个国家或地区的出口规模占总量的 77.79%。64.94% 的进口来自亚太经合组织成员国依旧是我国的重要出口对象，占出口总值的 64.94%。

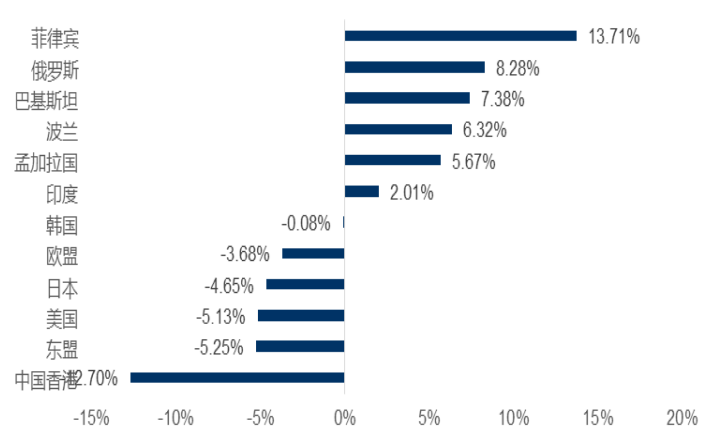
从主要出口国出口变化来看，以美元计，我国对美国、欧盟、中国香港、东盟、日本、韩国的出口均下降。同时，2016 年是我国“一带一路”战略加速推进的一年，在全球贸易条件恶化的情况下，我国对一带一路沿线主要贸易伙伴的出口情况好于我国总出口情况，其中对菲律宾、俄罗斯、巴基斯坦、波兰、孟加拉国、印度的出口增长为正。

图 42：中国出口前十大国家和地区



资料来源：海关总署，申万宏源研究

图 43：中国对部分国家出口变化



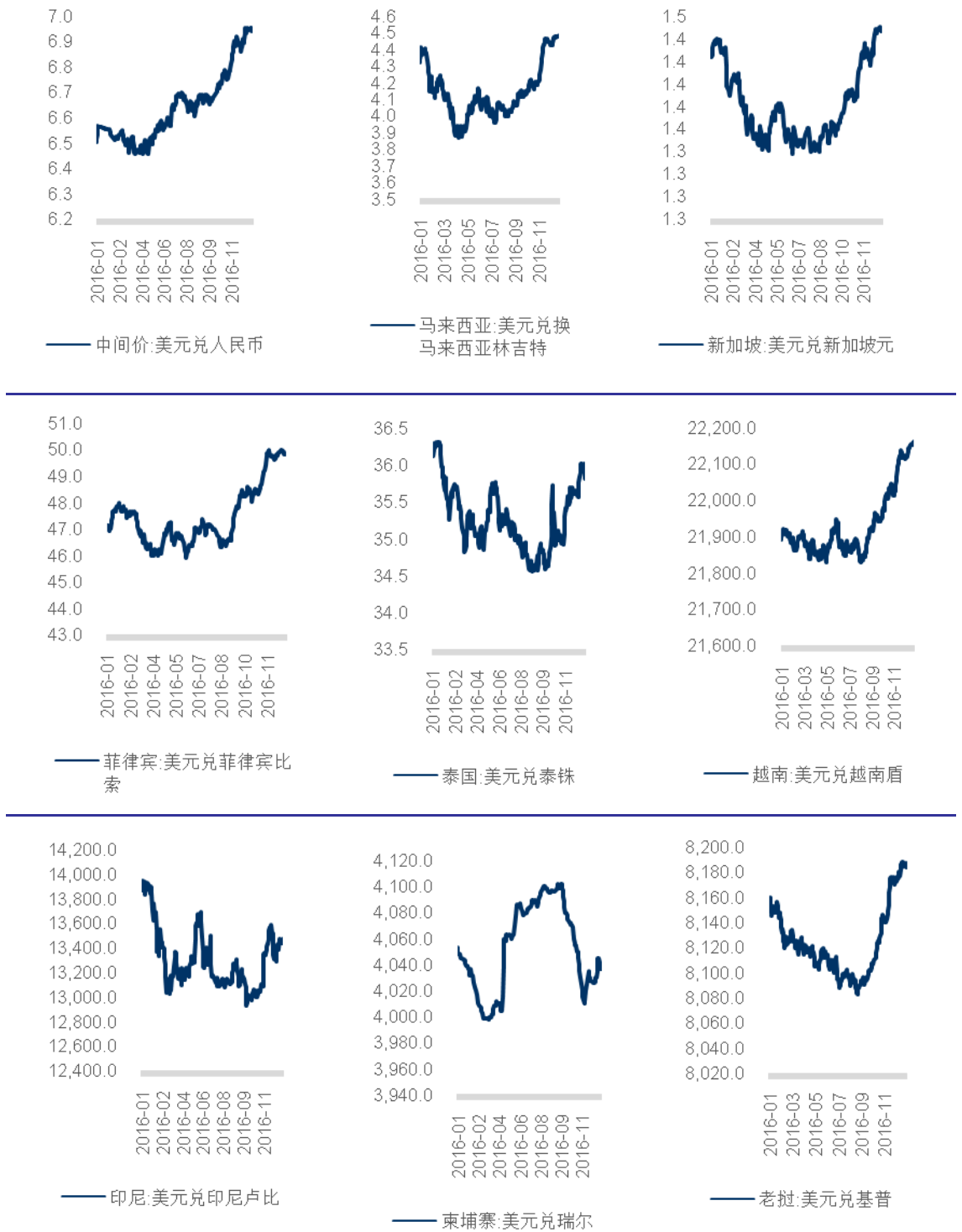
资料来源：海关总署，申万宏源研究

2016 年，我国出口贸易方式主要有一般贸易、进料加工贸易、海关特殊监管区域物流货物、来料加工装配贸易等方式。其中，一般贸易占比为 54.4%，比 2015 年提升 1 个百分点，显示我国贸易方式的结构有所优化。

按企业类型划分，在出口规模上，外商投资企业和私营企业齐头并进，分别占比 43.7%和 43.6%，接下来是国有企业和其他企业分别占比 10.28%和 2.42%，四类企业出口规模降幅依次是-8.7%、-5.9%、-11.0%和-6.8%。

出口的下滑表明人民币贬值的刺激效果并不明显，一方面是占据出口主要地位的加工制造业有大量原材料依赖进口，而人民币贬值会在一定程度上抑制进口，拉高成本。更重要的原因在于，作为竞争对手的东南亚等国的货币自 2016 年第二季度以来大都也在对美元在贬值。事实上，在劳动力成本提升、地价上涨的压力下，中国的加工制造业优势正在减弱。据海关总署统计，2016 年前 10 个月，中国劳动密集型产品在欧盟、美国、日本的市场份额相比 2015 年同期分别下滑 1.8、1.2 和 2.1 个百分点，而同期部分东南亚国家同类产品在美国日的市场份额均有所提升。

图 44：人民币、东南亚各国货币对美元贬值

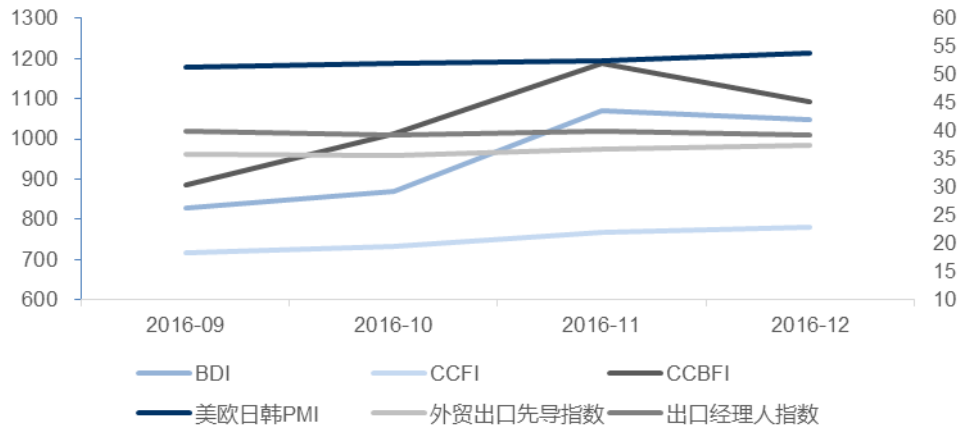


资料来源：WIND，申万宏源研究

受全球经济复苏缓慢、国际贸易萎缩、人民币汇率波动等因素的影响，贸易和经济增长的关系减弱，以前非常适用的出口先行指标美国 PMI 效果正在衰减。经过反复研究，我们选取了美欧日韩加权 PMI、BDI（波罗的海干散货指数）、CCFI（中国出口集装箱运价指数）、CCBFI（中国沿海散货运价指数）、外贸出口先导指数、

出口经理人指数作为出口增速的预测指标。2016年四季度，以上指标大都保持增长态势，因此2017年出口大概率能够企稳。

图 45：外贸先导指数



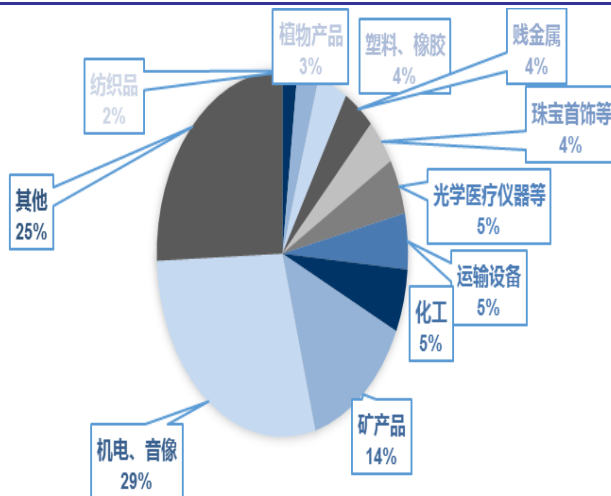
资料来源：海关总署，申万宏源研究

5.3 进口开始企稳

从进口产品构成看，我国的主要进口商品有机电音像、矿产品、化工、运输设备、光学医疗仪器、珠宝首饰、贱金属、塑料橡胶、植物产品、纺织品等。

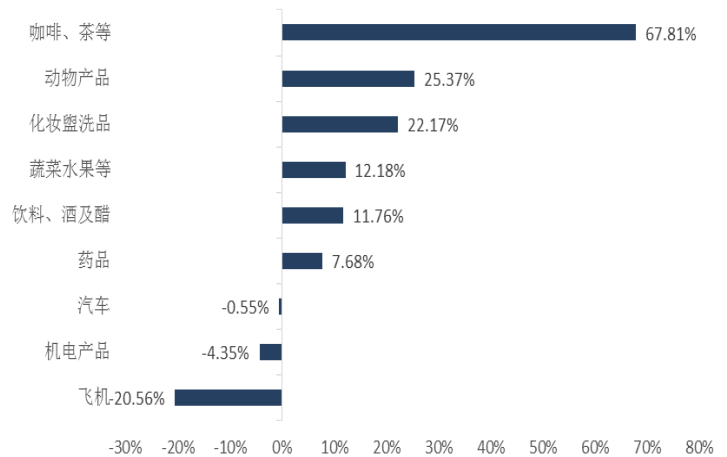
部分日用品、保健品、化妆品的进口增长，显示了我国消费者在这些方面对优质进口产品的偏好，也有过去一年进口日用品、保健品、化妆品价格下降有关。飞机进口下降，原因可能是在国家的政策扶持和战略引导下，我国国产飞机产量增加、整体水平提升。汽车进口微降，可能与部分进口车型的生产日趋国产化有关。机电产品进口下降，主要是受到中国国内制造业“去产能”的影响。

图 46：中国进口产品构成 (HS 分类)



资料来源：WIND，申万宏源研究

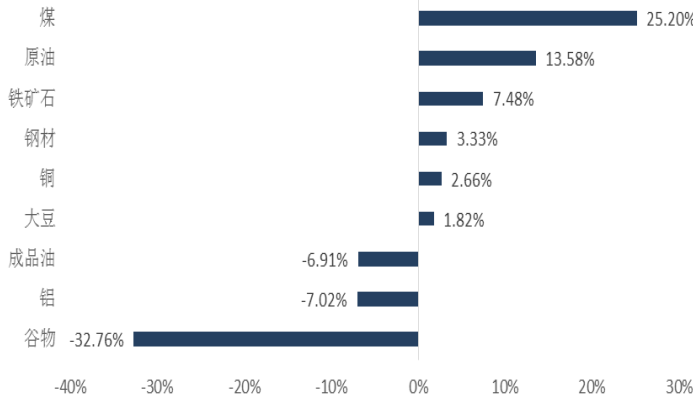
图 47：部分进口商品进口额变化



资料来源：海关总署，申万宏源研究

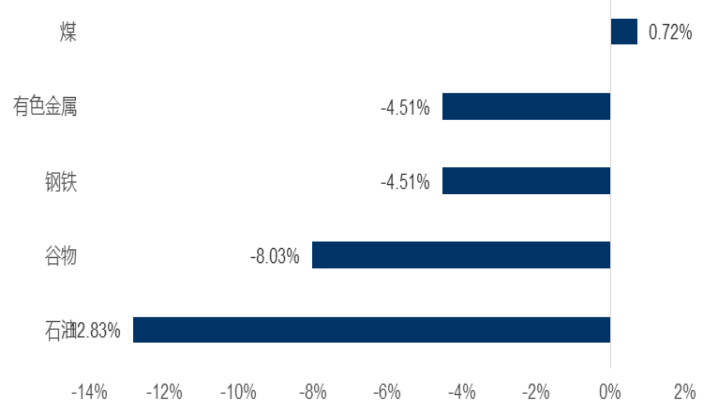
大宗商品进口量大都保持增长态势。这一方面是因为国内经济稳中有进，另一方面是因为大宗商品价格大幅下跌。进口量增长较快的有原油、铁矿石、钢材、铜、大豆，价格下跌较大的有有色金属、谷物钢铁、煤炭。

图 48：大部分大宗商品进口量持续增长



资料来源：海关总署，申万宏源研究

图 49：大宗商品进口价格普遍下跌

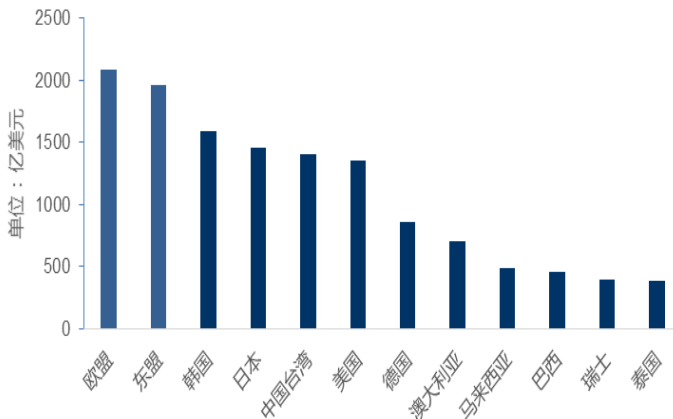


资料来源：海关总署，申万宏源研究

2016 年，我国前十大进口国家或地区依次是韩国、日本、中国台湾、美国、德国、澳大利亚、马来西亚、巴西、瑞士、泰国。以上 12 个国家或地区的进口规模占总量的 75.09%。68.24% 的进口来自亚太经合组织成员国。韩国连续四年成为中国最大进口来源国，2016 年占我国进口总额的 10.03%，而中国也是韩国最大的贸易顺差国。

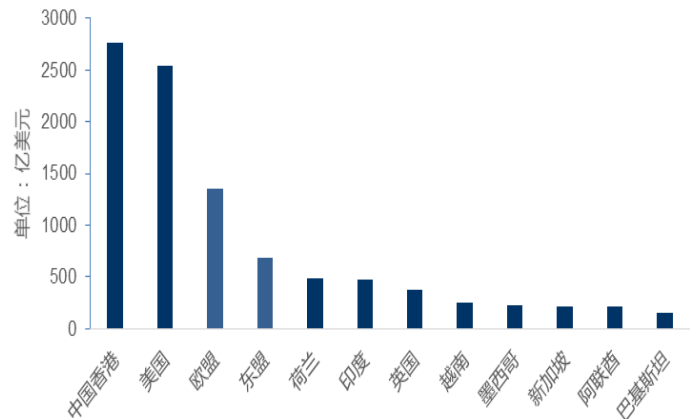
2016 年，我国前十大顺差来源国家或地区依次是中国香港、美国、荷兰、印度、英国、越南、墨西哥、新加坡、阿联酋、巴基斯坦。对东盟、东盟顺差仅次于对美国水平。其中，对中国香港的出口主要是以香港为桥梁转出口，香港并非最终目的地。美国是我国最大的贸易顺差来源国，我国也是美国的最大贸易逆差来源国，2016 年我国对美贸易逆差高达 2506.82 亿美元，这也是为什么新任总统特朗普迫切想对我国商品施以重税并进行贸易制裁。

图 50：中国进口前十大国家和地区



资料来源：海关总署，申万宏源研究

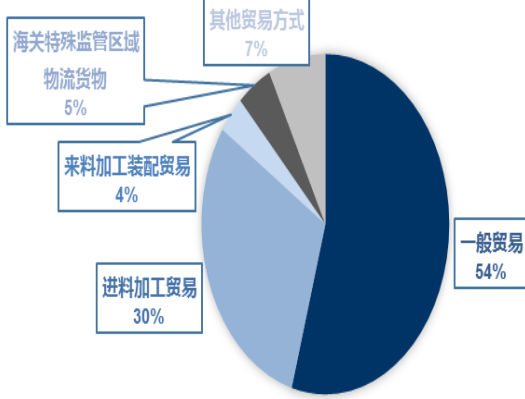
图 51：中国前十大贸易顺差来源国家和地区



资料来源：海关总署，申万宏源研究

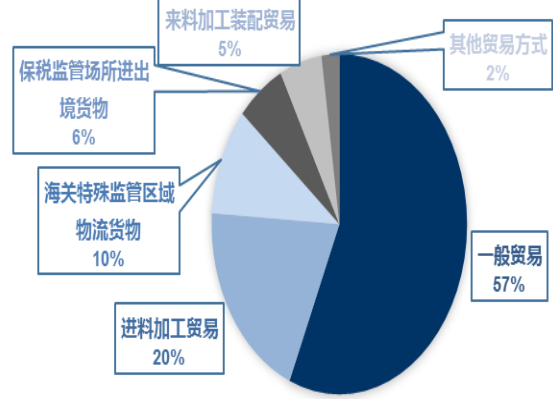
2016年，我国进口贸易方式主要有一般贸易、进料加工贸易、海关特殊监管区域物流货物、保税监管场所进出境货物、来料加工装配贸易等方式。其中，一般贸易占比为56.4%，比2015年提升1.4个百分点，显示我国贸易方式的结构有所优化。

图 52：中国出口贸易方式



资料来源：海关总署，申万宏源研究

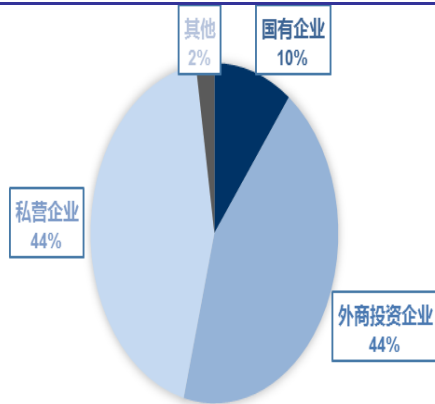
图 53：中国进口贸易方式



资料来源：海关总署，申万宏源研究

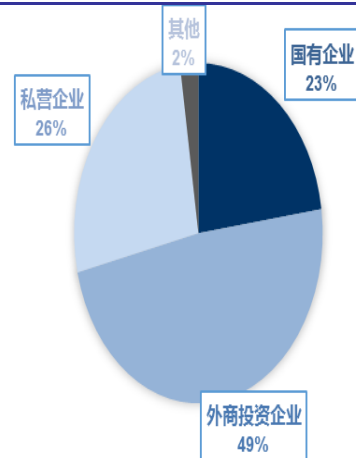
在进口规模上，外商投资企业独占鳌头，占比48.52%；接下来是私营企业、国有企业和其他企业分别占比26.33%、22.73%和2.42%，四类企业进口规模同比变化依次是-7.0%、+1.7%、-11.4%和+15.4%。

图 54：外商投资企业和私营企业在出口规模上齐头并进



资料来源：海关总署，申万宏源研究

图 55：外商投资企业在进口规模上独占鳌头



资料来源：海关总署，申万宏源研究

6 对外投资和利用外资

6.1 外商投资情况

近年来我国利用外商直接投资基本呈缓慢增长的趋势。2016年全年，以美元计价，全国累计实际使用外商直接投资1260.1亿美元，与2015年基本持平。当年实现外商直接投资项目数量29910个，同比增长百分之12%。

从2016年各月吸收外资情况来看,2016年上半年吸收外资规模大于下半年吸收外资规模,其中6月份吸收外资金额最大,达到了152.3亿美元。除2月与10月,2016年各月外商投资项目数量相对较稳定,在2500个左右,12月份外商投资项目最多达到了3545个。

图 56: 外商直接投资的总体情况

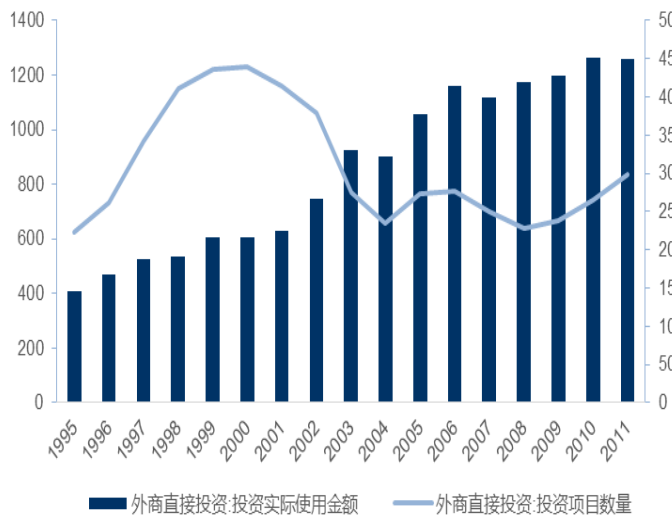
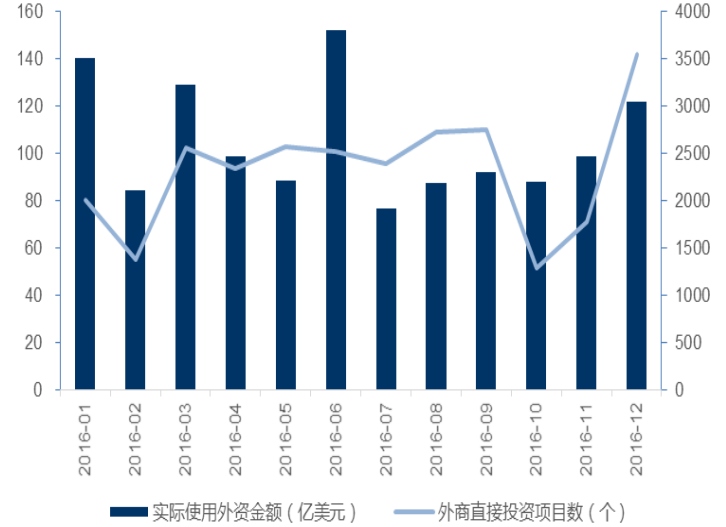


图 57: 2016 年各月外商投资情况

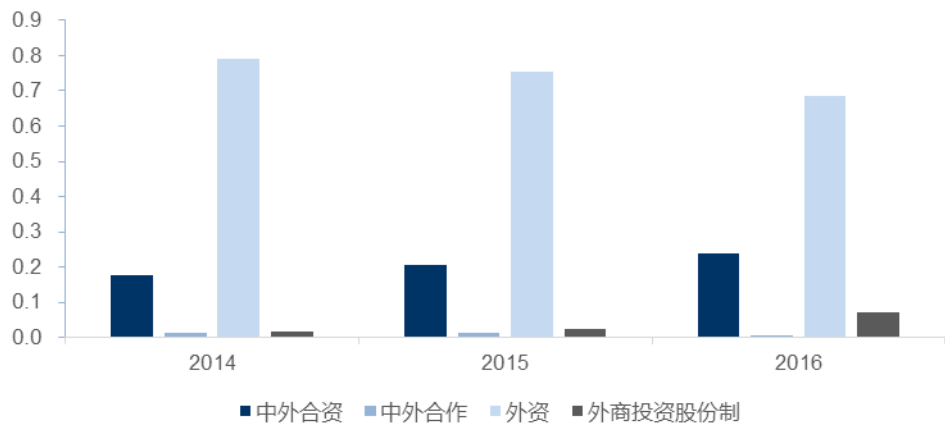


资料来源: WIND, 申万宏源研究

资料来源: WIND, 申万宏源研究

按照企业形式划分,外商直接投资主要以外资企业或者中外合资企业为主。其中外资企业吸收的外资规模占据绝大部分比例。2016年外商直接投资中外资企业占68%,中外合资企业占21%。从趋势上看,外商投向企业的所有结构逐渐趋于多元化,表现为投向外资企业比率逐年下降,而对于中外合资,外商股份制企业的投资占比趋于上升。

图 58: 外商投资的股权结构



资料来源: WIND, 申万宏源研究

从产业结构看,外商直接投资中制造业投资占比在不断下降,但依然是吸收外资规模最大的产业。2015年制造业吸收外资395.4亿美元,占比达28%。2016年制

制造业吸收外资总额 354.9 亿美元，占比 25%。值得注意的是房地产行业吸收外资占比从 2014 年 25% 下降到 2016 年 16%。随着人口结构的转变，房地产正面临大周期的拐点。而近年来在地产去库存的压力下，房地产对外资的吸引力在逐步下降。

随着居民收入的上升，国内劳动力成本上升抬升了制造业企业成本，传统的外商制造业投资主要出于低成本的考虑，以劳动密集型的低技术产业为主。随着人口红利逐渐消退，该类投资也将逐渐失去吸引力。

外商投资投向的产业逐渐趋于多元化，技术水平逐渐上升。突出表现在高技术制造业和高技术服务业利用外资增加。如金融业与商务服务业吸收外资占比从 2008 年 5% 上升至 18% 左右。这表明 FDI 投资产业正在向多元化，高技术化方向发展并由成本导向型”为主转向“市场导向型”为主。

表 3：外资投向各行业的比率

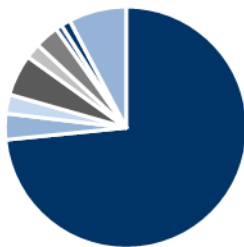
	制造业	通信设备	信息传输	零售业	金融业	房地产业	商务服务业	科研	其他
2008	44%	7%	2%	4%	1%	16%	4%	1%	20%
2009	43%	7%	2%	5%	0%	15%	6%	2%	21%
2010	39%	7%	2%	5%	1%	19%	6%	2%	20%
2011	38%	5%	2%	6%	1%	20%	6%	2%	19%
2012	37%	5%	3%	7%	2%	18%	6%	2%	20%
2013	33%	5%	2%	8%	2%	21%	8%	2%	19%
2014	29%	5%	2%	7%	3%	25%	9%	2%	17%
2015	28%	5%	3%	8%	10%	20%	7%	3%	16%
2016	25%	4%	6%	11%	7%	14%	11%	5%	17%

资料来源：WIND, 申万宏源研究

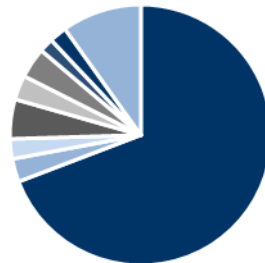
从 FDI 投资的来源地看，中国香港是外商直接投资的最大来源地，2015 年投资占比达 73%，2016 年该比率为 68%，在维持绝对领先地位的同时有小幅度的下降。香港 2016 年实际投入外资金额为 871.8 亿美元，同比下降 5.9%。而来自美国、英国和德国的外资的占比有较大幅度的上升。

图 59：2015 年投资实际使用金额分地区占比

图 60：2016 年投资实际使用金额分地区占比



■ 中国香港 ■ 中国台湾 ■ 日本 ■ 新加坡 ■ 美国
■ 韩国 ■ 英国 ■ 德国 ■ 其他



■ 中国香港 ■ 中国台湾 ■ 日本 ■ 新加坡 ■ 美国
■ 韩国 ■ 英国 ■ 德国 ■ 其他

资料来源：WIND, 申万宏源研究

资料来源：WIND, 申万宏源研究

6.2 对外投资情况

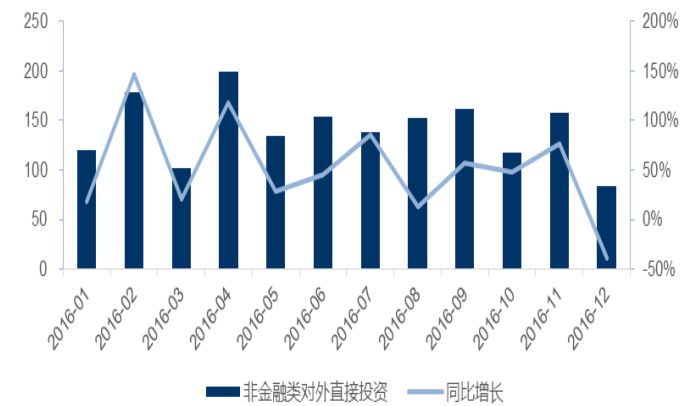
2016 年全年对外直接投资(非金融类)以美元计价达 1701.1 亿美元,增长 16%。从近几年的对外投资和增速来看,随着“走出去”战略的实施,国内企业正加速对海外的投资。2012 年至 2016 年间中国对外投资增速均保持在 15% 以上,2014 年对外直接投资规模首次超过外商直接投资。

从各月份对外直接投资情况来看,2016 年除 12 月之外各月的非金融类对外投资均在 120 亿美元以上,各月份对外投资的同比增速波动较大。其中 4 月份对外直接投资达 199.9 亿美元,同比增长 117.8%,为全年最高,而 12 月份对外直接投资 84.1 亿美元,同比下降 39.4%。

图 61: 总体对外投资流量



图 62: 2016 年各月对外投资流量

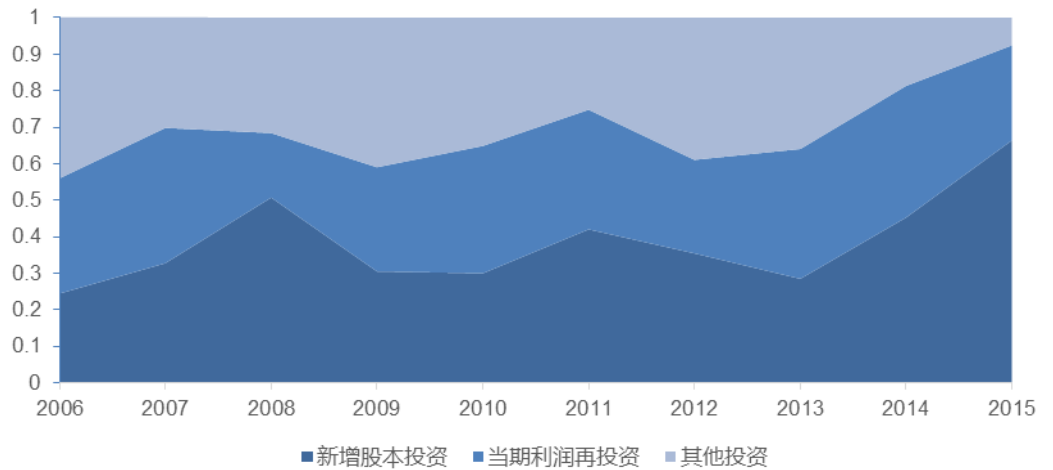


资料来源: WIND, 申万宏源研究

资料来源: WIND, 申万宏源研究

在对外直接投资的资金来源上,新增股本投资在对外直接投资中所占的比例在不断上升,而其他投资的占比则不断下降,当期利润再投资所占的比率基本稳定。2015 年 66.4% 的对外直接投资来自新增股本投资,相比 2014 年占比 45.3% 上升了 21.1 个百分点,而其他类型投资占比从 2014 年 18.7% 下降至 7.6%,当期利润再投资的占比也有一定程度的下降。

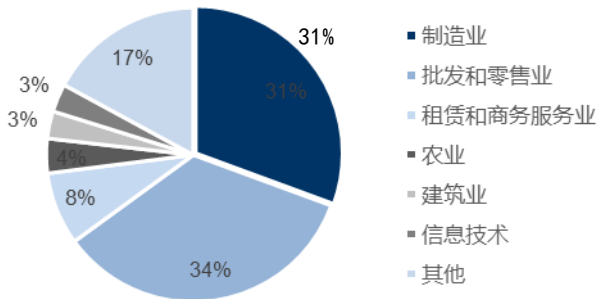
图 63: 各年对外投资来源的构成



资料来源: WIND, 申万宏源研究

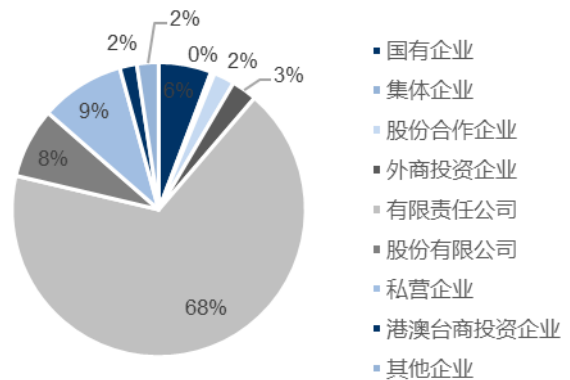
在对外投资企业性质方面,2015 年对外直接投资企业中有 68% 为有限责任公司,并且该比例相对于 2014 年基本保持不变。而从对外投资企业所属行业来看,制造业、批发零售业两类产业是对外投资的主要企业,上述行业 2015 年的投资企业分别占总体企业的 31% 和 34%。

图 64: 对外投资企业的行业结构



资料来源: WIND, 申万宏源研究

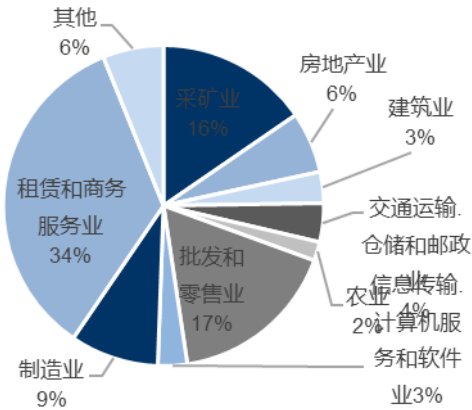
图 65: 对外投资企业的构成



资料来源: WIND, 申万宏源研究

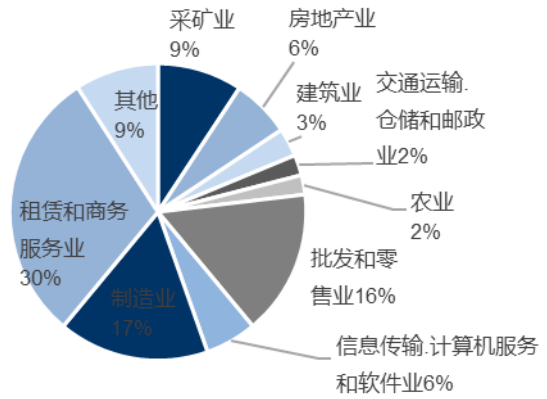
在对外直接投资的行业投向上,租赁和商务服务业投资在对外总投资中占比最大,2015 年该行业投资额占比达 30%,而制造业与批发零售业对外投资 2015 年均只占 16%。与此相对,采矿业,房地产业、信息技术类产业投资中也占据了相当一部分比例。这一变动反映了国内部分企业在对外投资中不仅产业规模的扩大,也涉及产业链的延伸和新业务的拓展。

图 66：2014 年对外投资行业流向



资料来源：WIND，申万宏源研究

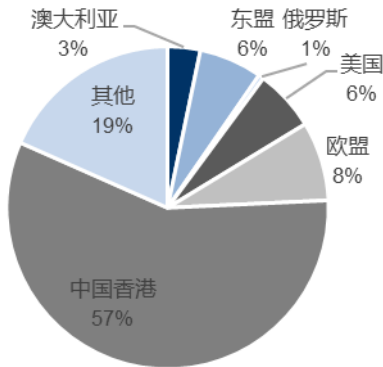
图 67：2015 年对外投资行业流向



资料来源：WIND，申万宏源研究

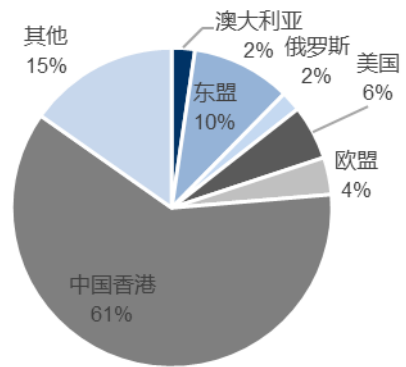
在区域结构上，香港依然是对外直接投资主要的投向区域，2015 年投向香港地区的资金占总体对外投资的 61%，比 2014 年上升了 4 个百分点。除香港之外，中国对外直接投资主要国家或区域主要包括：东盟、美国，欧盟、俄国、澳大利亚。近年来中国对东盟和欧盟的投资力度有所增强。

图 68：2014 年对外投资投向区域



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 69：2015 年对外投资投向区域



资料来源：WIND，申万宏源研究

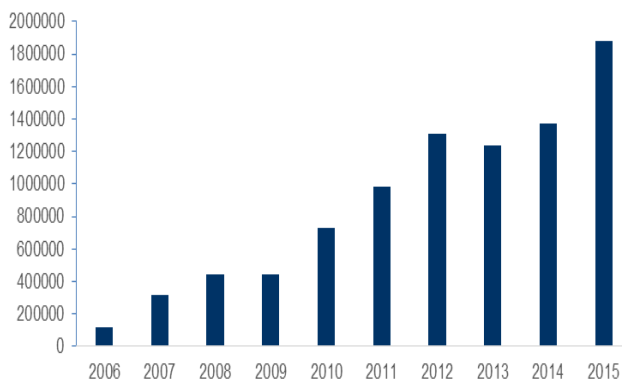
6.3 一带一路投资情况

“一带一路”自 2013 年提出，2014 年成为国家三大战略之一，2015 年中央发布《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》代表着丝绸之路顶层规划设计的确立。2017 年 5 月“一带一路”峰会将在北京召开，势必将进一步促进在相关区域的投资与产业经贸合作。本节针对中国对“一带一路”周边 65 个国家的投资情况进行梳理。从总量、区域与产业三个维度对中国在“一带一路”周边国家的投资情况进行分析。

一带一路战略主要囊括了东南亚、中亚以及中东欧等大部分区域，该区域主要以发展中国家为主，具有巨大的发展潜力与投资机遇。但囿于地理位置等诸多限制该区域经济增长较慢，贸易、投资规模不大。2006年中国对该区域投资规模仅为11.6亿美元，并在随后几年处于低速增长的阶段。2010年后，中国对“一带一路”沿线国家投资开始走上了快车道，2010至2012三年年均增速在35%以上并在2012年对外投资突破了百亿大关。“一带一路”战略的提出为中国在该区域进行投资合作增添了新的动力。2015年中国在“一带一路”沿线国家总投资规模达187.8亿美元，增长31.2%。

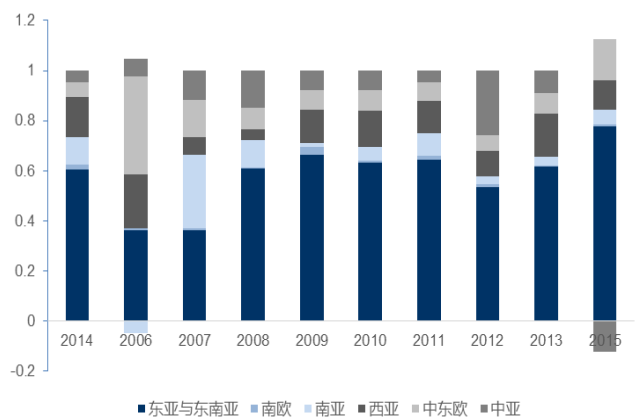
为更好对中国在“一带一路”沿线的投资情况进行分析，我们根据各国所处的地理位置分为六个部分并对其吸收中国投资情况进行分析。从图中可以看出：各年的投资流向波动较大，但是就总体来看东南亚依然是吸收中国投资的重点区域。而其他区域吸收的投资占比较小，在未来有待通过合作与互通发掘更多的投资机会。

图 70：中国对“一带一路”周边国家的投资



资料来源：WIND，申万宏源研究

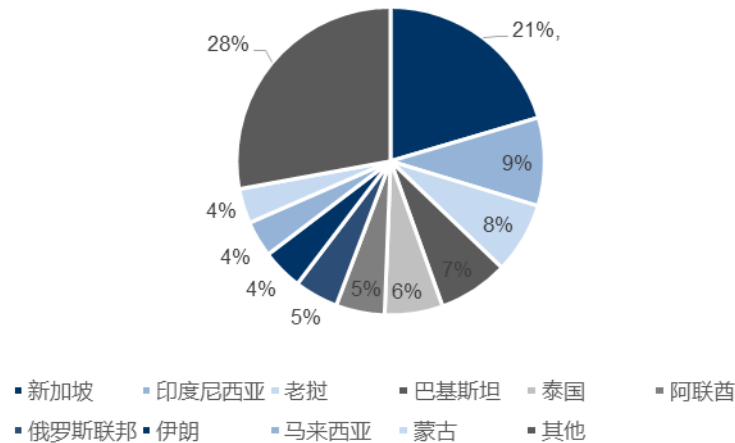
图 71：“一带一路”沿线不同地区中国投资占比



资料来源：WIND，申万宏源研究

从投资对象国来看，中国对一带一路沿线国家的投资主要集中在部分与中国保持密切经贸联系的国家，如新加坡、俄罗斯等。并且投资集中度较大，中国对沿线国家投资中有72%是被前十名国家吸收的。这些国家大部分与中国接壤，并且贸易交通相对便利，产业具有一定的互补性，因此中国在该地区的投资规模相对较大。而在“一带一路”向西延伸的国家，在沿线投资中占比较少，投资机会有待发掘。

图 72：2014 年中国在“一带一路”国家投资前十国家及占比



资料来源：WIND，申万宏源研究

从投资行业上看，早期中国对“一带一路”沿线国家投资以资源密集型产业为主，主要指向能源产业。以 2005 年为例，中国在沿线国家投资中投向能源产业资金占比达到了 77.8%。随着国内制造业的不断发展，其他行业出口占比也开始略有提升。特别是在交通运输行业更是打开国门，走向了世界，而能源产业的投资占比则在逐步下降，但依然占据不小的比例。2016 年能源与交运行业分别吸收了中国在沿线国家总投资的 42% 和 25%。

表 4：中国在“一带一路”沿线国家投资行业占比

Sector	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
农业	0.0%	2.2%	0.0%	3.8%	0.0%	8.3%	2.4%	0.7%	3.6%	4.4%	1.6%	3.0%
化工	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	0.0%	0.0%	0.2%	2.8%	2.9%	0.8%
能源	77.9%	66.2%	66.5%	46.0%	80.3%	60.9%	54.7%	44.5%	58.1%	47.2%	43.8%	42.5%
传媒	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	7.1%
金融	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	0.0%	0.2%	2.7%	0.4%	0.0%	2.2%	2.6%
金属	16.1%	4.7%	17.1%	9.7%	1.4%	11.4%	12.0%	12.0%	9.2%	6.8%	4.1%	1.3%
房地产	0.0%	13.2%	8.2%	3.4%	4.5%	5.3%	8.3%	22.0%	7.0%	5.2%	4.9%	10.2%
科技	0.0%	2.8%	2.4%	1.4%	4.1%	1.8%	0.0%	2.5%	1.4%	6.2%	2.5%	3.6%
旅游	0.0%	0.0%	0.5%	2.5%	0.0%	0.3%	0.0%	0.9%	1.8%	0.6%	0.4%	0.7%
交运	4.0%	10.4%	4.9%	32.9%	7.0%	7.3%	20.3%	8.4%	15.2%	24.5%	27.6%	25.9%
公共事业	2.0%	0.0%	0.4%	0.5%	0.3%	0.7%	0.0%	1.2%	1.5%	0.3%	4.2%	0.5%
其他	0.0%	0.6%	0.0%	0.0%	0.8%	0.7%	2.1%	4.6%	1.6%	1.8%	5.9%	1.8%

资料来源：WIND，China Global Investment Tracker 申万宏源研究

7 国际收支

2016 年，中国国际收支仍维持了经常项顺差、资本金融项逆差的一顺一逆格局。

经常项目顺差规模下降。2016 年全年我国经常项目顺差 2104 亿美元，较 2015 年下降 1202 亿美元。经常项目主要由货物贸易、服务贸易、初次收入和二次收入组成。

货物贸易顺差 4852 亿美元，较 2015 年回落 818 亿美元。货物贸易顺差回落主要是因为“衰退型顺差”的规模收窄。此前 2015 年，由于国内需求不振和国际大宗商品价格下行造成进口增速快速下滑，下行幅度较出口更大，导致在进出口放缓的情况下顺差却出现显著扩大。2016 年以来，一方面在房地产和汽车消费的拉动下，国内经济总体稳定，另一方面国际大宗商品价格企稳回升，共同推动进口增速改善，内需较外需更弱的情况逐渐改善，导致“衰退型顺差”规模中枢整体下移。

服务贸易逆差 2423 亿美元，较 2015 年扩大 599 亿美元。服务贸易逆差扩大主要是因为境外旅游、留学的居民规模增加。2016 年全年旅行分项逆差 2230 亿美元，占到服务贸易逆差的 92%，其借方反映中国居民出境旅行所造成的资金外流达到 3412 亿美元，较 2015 年增长 16.8%。近年出境旅游、留学受欢迎主要是因为国民收入水平不断提高和出境旅行、留学相关政策不断开放，中国居民能更为便利地享受到全球化和我国经济发展的成果。

初次收入和二次收入逆差分别为 263 亿美元和 62 亿美元，均较 2015 年逆差收窄。初次收入主要由雇员报酬和投资收益组成，由于目前四季度分项暂未公布，从前三季度数据来看，主要是由于投资收益带动逆差改善，可能反映了在企业走出去战略下，中国企业加强了海外投资规模的影响。

资本和金融项目逆差规模收窄。2016 年全年我国资本和金融项目（含四季度净误差与遗漏）逆差 470 亿美元，较 2015 年少降 954 亿美元。资本和金融项目主要由资本项目、非储备性质的金融项目和储备资产组成。

资本项目逆差 3 亿美元。资本项目包括资本转移和非金融资产的购买和放弃，金额较小。

非储备性质的金融项目逆差 4904 亿美元，但由于四季度净误差与遗漏项包含在内，暂与 2015 年数据不可比。该项目包含直接投资、证券投资、金融衍生工具和其他投资四个分项。直接投资方面，全年逆差 585 亿美元，这是该项目自 1982 年以来首次出现逆差，2015 年顺差 621 亿美元。直接投资出现逆差和人民币长期升值预期被打破以及中国企业走出去大背景有关。2015 年 811 汇改后，人民币进入中期贬值趋势，汇率风险使海外企业进入中国意愿有所降低。2016 年外国直接投资净流入 1527 亿美元，较 2015 年下降近 39%。而中国对外直接投资增速则保持稳定，全年对外直接投资净流出 2112 亿美元，同比增速 12%。证券投资方面，由于四季度数据暂未公布，从前三季度来看，逆差 437 亿美元，与 2015 年同期逆差 413 亿美元基本相当。代表我国对外证券投资的资产净获得项资金流出 698 亿美元，较 2015 年同期多 126 亿美元，在居民资产多元化配置的背景下继续保持增长。代表国外对我国证券投资的负债净产生项资金流入 261 亿美元，较 2015 年同期多 101 亿美元，显示我

国证券市场对海外投资者的吸引力继续上升。金融衍生工具方面，2016年前三季度逆差32亿美元，较2015年全年小幅扩大11亿美元。其他投资方面，2016年前三季度逆差1807亿美元，较2015年同期大幅收窄1497亿美元。从细项来看，其他投资逆差改善主要是两方面原因。第一，货币与存款的流出压力显著趋缓。2016年前三季度货币与存款项逆差41亿美元，而2015年同期为1360亿美元，说明随着时间推移和监管层的预期管理开始见效，居民和企业更理性看待人民币贬值，换汇需求趋稳。第二，贷款逆差缩小。2016年前三季度贷款逆差1077亿美元，而2015年同期为1983亿美元，节奏上2016年二季度以来贷款负债项转正，表明人民币贬值背景下企业负债去美元化阶段性完成。

储备资产减少4436亿美元，较2015年多减1007亿美元，其中外汇储备下滑拖累是主因。

净误差与遗漏前三季度逆差1633亿美元，较2015年同期1470亿美元小幅扩大。

8 货币政策和金融运行

2016年以来，央行实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具，保持了适度的流动性，维持利率水平低位运行，继续改善贷款结构，加大对实体经济领域的支持力度。

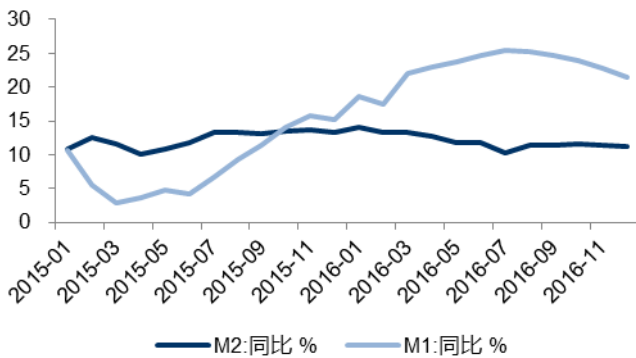
广义货币平稳较快增长。2016年末，广义货币M2余额为155.0万亿元，同比增长11.3%，比上年末低2个百分点。狭义货币供应量M1余额为48.7万亿元，同比增长21.4%，连续10个月增速达到20%以上，比上年末高6.2个百分点。流通中货币M0余额为6.8万亿元，同比增长8.1%，比上年末高3.2个百分点。2016年全年现金净投放5087亿元，同比多投放2130亿元。2016年以来M1同比增速显著快于M2，M1/M2剪刀差在上半年不断扩大，7月达到峰值后回落。全年M2增速略有下降，但仍高于名义GDP增速，相对于经济增长的需求，货币供应总体较为充裕。

存款增速小幅放缓。2016年末，金融机构本外币各项存款余额为155.5万亿元，同比增长11.3%，增速比上年末低1.1个百分点。其中金融机构人民币各项存款余额为150.6万亿元，同比增长11.0%，比上年末低1.4个百分点，比年初增加14.9万亿元，同比少增924亿元。外币存款余额为7119亿美元，同比增长13.5%，比年初增加845亿美元，同比多增678亿美元。

从人民币存款部门分布看，各部门存款增速出现分化。2016年末，住户存款余额为59.8万亿元，同比增长9.5%，增速比上年末低3.4个百分点，当年新增额5.2万亿元，同比多增7623亿元。非金融企业存款余额为50.2万亿元，同比增长16.7%，增速比上年末高3.0个百分点，当年新增额7.2万亿元，同比多增2.0万亿元。政府存款余额为27.0万亿元，当年新增额2.8万亿元，同比多增8554亿元。非银行业金融机构存款余额为12.7万亿元，同比减少0.6%，当年新增额-783亿元，同比少增4.2

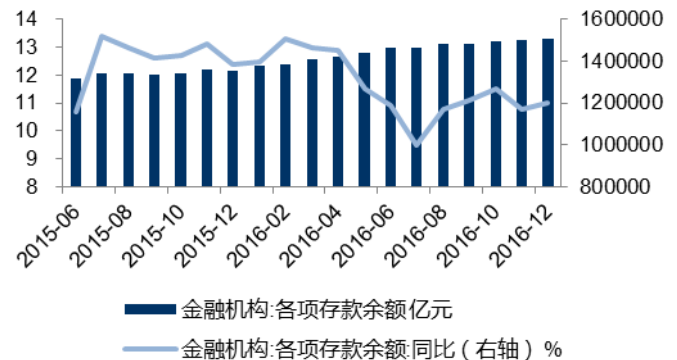
万亿元，主要因证券及交易结算类存款和 SPV 存放（包括表外理财、证券投资基金、信托计划等）等减少所致。

图 73: M1-M2 剪刀差



资料来源: WIND, 申万宏源研究

图 74: 存款增速放缓



资料来源: WIND, 申万宏源研究

贷款增速基本稳定。2016 年末，金融机构本外币各项贷款余额为 112.1 万亿元，同比增长 12.8%，增速比上年末低 0.6 个百分点。其中人民币贷款余额为 106.6 万亿元，同比增长 13.5%，比上年末低 0.8 个百分点，比年初增加 12.65 万亿元，同比多增 9257 亿元。金融机构外币贷款余额为 7858 亿美元，比年初减少 445 亿美元，同比减少 57 亿美元。

从人民币贷款部门分布来看，住户贷款增长较快，主要是个人住房贷款增加较多。2016 年末，住户贷款余额为 33.4 万亿元，同比增长 23.5%，其中个人住房贷款比年初增加 4.8 万亿元，同比多增 2.3 万亿元。非金融企业及机关团体贷款余额为 71.9 万亿元，同比增长 9.3%，当年新增额 6.1 万亿元，同比少增 1.3 万亿元。从期限看，中长期贷款比年初增加 9.8 万亿元，同比多增 3.1 万亿元，增量占比为 77.8%，比上年同期提高 20.7 个百分点。部分产能过剩行业贷款增速显著放缓。

社融规模适度增长。2016 年末社会融资规模存量为 155.99 万亿元，同比增长 12.8%，增速比上年高 0.3 个百分点。2016 年社会融资规模增量为 17.8 万亿元，比上年多 2.4 万亿元。从构成上看，主要是人民币贷款大幅多增以及委托贷款和信托贷款明显增加。

2016 年社会融资规模增量主要有以下四个特点。一是对实体经济发放的人民币贷款大幅多增，个人住房贷款增加较多。全年对实体经济发放的人民币贷款占同期社会融资规模增量的 69.9%。二是企业债券融资略有增长，股票融资同比多增。2016 年企业债券占同期社会融资规模增量比重为 16.8%，比上年低 2.2 个百分点。非金融企业境内股票融资占同期社会融资规模增量比重为 7%，比上年末高 2 个百分点。三是委托贷款和信托贷款明显增加。2016 年实体经济以委托贷款和信托贷款方式合计融资 3.0 万亿元，比上年同期多 1.4 万亿元。四是未贴现的银行承兑汇票同比大幅减少。2016 年末贴现银行承兑汇票存量为 3.9 万亿元，同比减少 33.4%。

金融机构存贷款利率稳中小幅下行。人民币存款利率保持稳定，2016年一年期定期存利率维持在1.5%不变。此外，贷款利率小幅下行。12月非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为5.27%，与上年12月持平。其中，一般贷款加权平均利率为5.44%，比上年12月下降0.20个百分点；票据融资加权平均利率为3.90%，比上年12月上升0.58个百分点；个人住房贷款加权平均利率为4.52%，比上年12月下降0.18个百分点。

货币市场利率走高。截至12月底，相比2015年末，银行间7天、14天、21天和1个月回购利率分别上升了32、69、161和5个基点，至2.71%、3.59%、4.80%和3.00%。R007五日、十日均值分别上升70和83个基点，至3.21%和3.31%。

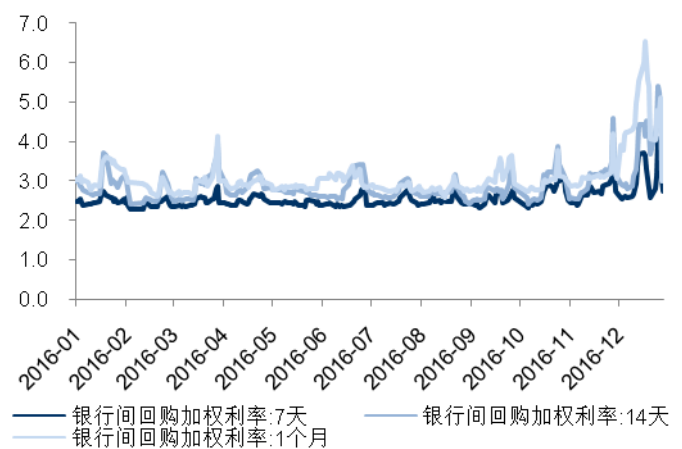
国债收益率曲线上移，期限利差缩小。2016年末，1年期、3年期、5年期、7年期和10年期国债收益率较年初分别上升30、22、11、12和14个基点，分别至2.65%、2.79%、2.85%、2.99%和3.01%。10年期与1年期国债期限利差为36个基点，较年初收窄16个基点。全年债券市场走势先强后弱。年初到4月初，收益率总体维持震荡调整格局；4月初至6月初，收益率有所上行；6月中至10月下旬，收益率稳步下行，中长期债券收益率下行尤为显著；10月下旬以后，债券市场出现一定调整，国债收益率曲线上移。

图 75：金融机构存贷款利率稳中小幅下行



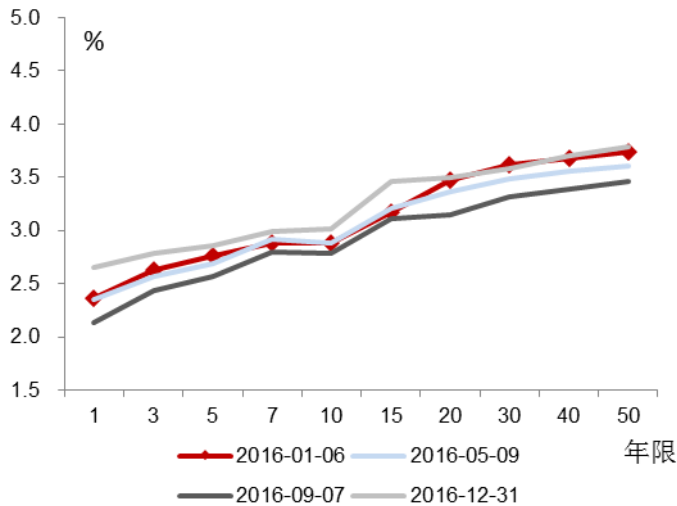
资料来源：WIND，申万宏源研究

图 76：货币市场利率走高



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 77: 国债收益率曲线



资料来源：中央国债登记结算有限公司、申万宏源研究

图 78: 10 年国债收益率和 1 年国债收益率走势



资料来源：中央国债登记结算有限公司、申万宏源研究

货币政策。2016 年，央行货币政策继续保持稳健，坚持稳中求进工作总基调，保持货币政策灵活适度，同时注重稳定市场预期，为供给侧结构性改革营造了适宜的货币金融环境。

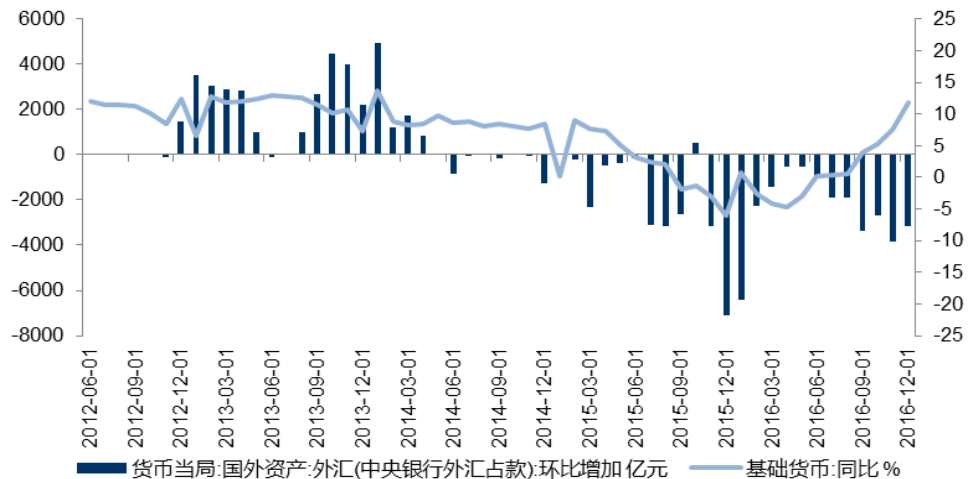
存贷款基准利率方面，央行保持 2016 年存贷款利率不变，2016 年末金融机构一年期人民币存款和贷款基准利率分别为 1.5% 和 4.35%，与 2015 年末相同。

准备金率方面，央行降准一次并进一步完善存款准备金制度。2016 年 3 月，央行普遍下调存款准备金率 0.5 个百分点，将大型存款类金融机构准备金率从年初的 17% 下降到 16.5%。另外，继 2015 年将金融机构存款准备金考核由每日达标改为维持期内日均达标后，央行在三季度进一步改革存款准备金考核制度，对金融机构存款准备金的交存基数实施平均考核，“双平均”考核制度有利于增强金融机构流动性管理的灵活性，也有利于改善货币政策传导机制。

公开市场操作方面，在国内银行体系流动性供求波动加大的背景下，央行以 7 天期逆回购为主配合其他品种和工具灵活开展操作，同时进一步完善公开市场操作机制，丰富逆回购期限品种，促进了银行体系流动性基本稳定和货币市场利率总体平稳运行。2016 年，央行累计开展中期借贷便利操作 55235 亿元，期末余额 34573 亿元，比年初增加 27915 亿元；累计开展常备借贷便利操作 7122 亿元，期末余额为 1290 亿元；累计开展抵押补充贷款提供资金 9714 亿元，期末余额 2.05 万亿元；累计开展公开市场逆回购操作投放流动性 24.8 万亿元，开展 SLO 操作投放流动性 2050 亿元。2016 年年初，央行建立了公开市场每日操作机制，将操作频率由每周两次提高到每日一次。8 月下旬和 9 月下旬，央行在公开市场操作中先后增加了 14 天期和 28 天期逆回购品种，适当延长资金投放期限，有利于防范资产负债期限错配和流动性风险。此外，2016 年年内 7 天期公开市场逆回购中标利率基本保持稳定，其中 2 月逆回购中标利率上行 10 个基点反映了 2016 年 9 月份以来货币市场利率中枢上行的走势，是资金供求关系影响下的结果。

2016 年外汇占款继续下滑，但降幅较 2015 年收窄。央行通过降准、公开市场操作以及 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。从基础货币增速来看，2016 年在央行对冲外占下滑的背景下，基础货币余额增速呈前低后高走势，年末回升到 10% 以上。

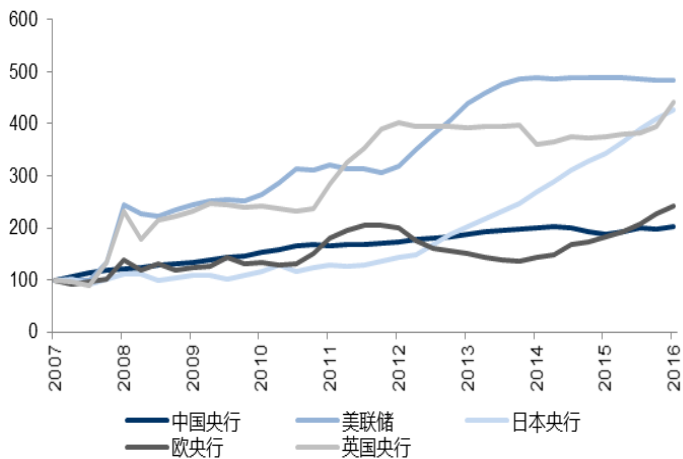
图 79：2016 年基础货币同比增速回升至 10% 以上



资料来源：WIND，申万宏源研究

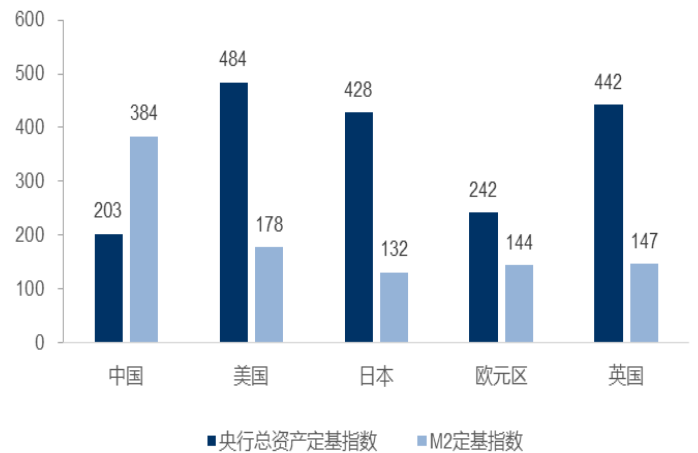
2016 年央行资产负债表继续扩张，全年央行总资产增加 2.59 万亿元，增幅 8.1%，扭转了 2015 年负增长态势。从资产结构来看，呈现显著的分化，主要表现为以外占为代表的国外资产项目持续下行，而对其他存款性公司债权项目大幅增加。央行对其他存款性公司债权主要表现形式是对商业银行的再贴现、再贷款、逆回购以及 MLF 等政策工具，这一项目 2016 年全年增加 5.8 万亿元，成为对冲外占的主要途径。以 2007 年为基期，截至 2016 年底中国央行总资产扩张 1.03 倍，M2 规模扩大 2.84 倍。较其他主要国家而言，中国央行资产负债表扩张幅度较小，而广义货币 M2 扩张幅度较大。

图 80：各国央行总资产定基指数（2007=100）



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 81：2016 年底各国央行总资产和 M2 定基指数（2007=100）



资料来源：WIND，申万宏源研究

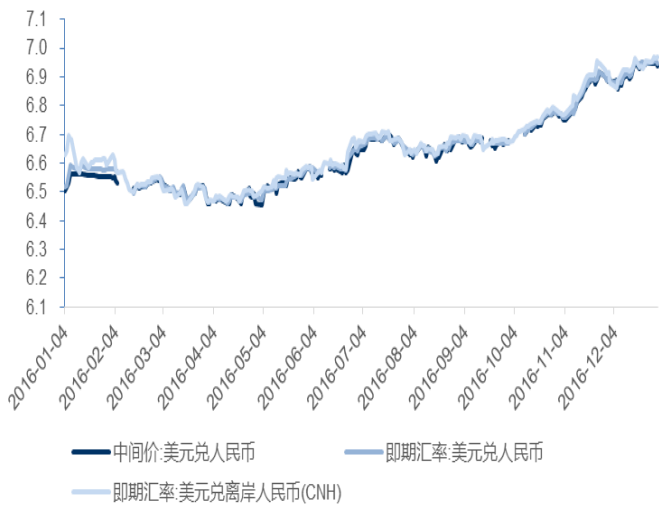
2016 年，人民币对美元贬值幅度加大。截至 12 月 30 日，即期汇率由 2015 年底的 6.4936 变动至 6.9495，人民币贬值 7.02%。人民币的贬值压力来自于两个方面：一是中国经济下行，出口持续承压；二是美元处于强势周期，美联储加息预期下，资本大量流出国内市场。

汇率政策方面，继续完善人民币汇率市场化形成机制，明确了“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的人民币兑美元汇率中间价形成机制，这一机制能够更好地反映市场供求，有利于保持一篮子货币基本稳定且稳定市场预期，增强了人民币的市场化水平。截至 12 月 30 日，美元对人民币中间价由 2015 年底的 6.4936 变动至 6.9370，贬值 6.83%。

离岸人民币汇率方面，截至 12 月 30 日，美元对离岸人民币即期汇率由 2015 年底的 6.5687 变动至 6.9695，贬值 6.10%。

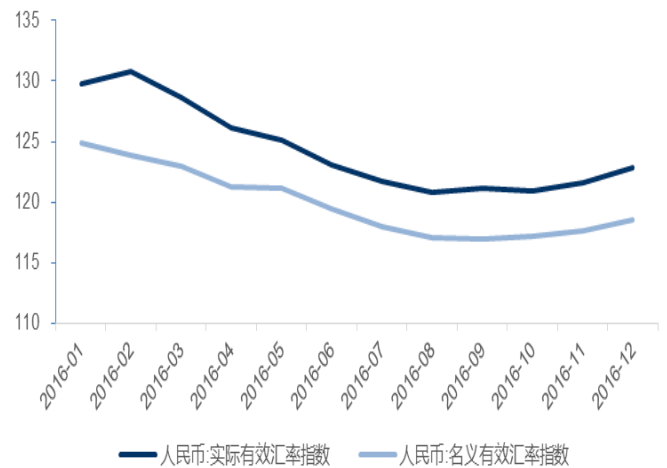
人民币有效汇率方面，人民币实际有效汇率指数由 2015 年底的 130.27 下降至 2016 年底的 122.81，下降 5.73%，同期名义有效汇率指数下滑 5.85%。2016 年 12 月 29 日，中国外汇交易中心发布 CFETS 人民币汇率指数货币篮子调整公告，CFETS 指数新增 11 种货币。币种增加后，篮子货币数量由 13 种提高到 24 种，CFETS 原有币种的权重普遍下降，这提高了 CFETS 篮子的代表性，也有助于维持其稳定。

图 82: 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

图 83: 人民币有效汇率指数

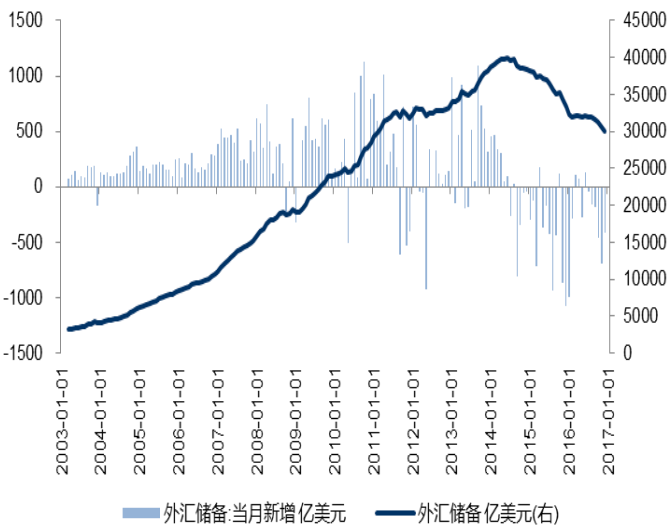


资料来源: WIND, 申万宏源研究

2016 年外汇储备继续下滑。截至 2016 年末, 现有外汇储备规模为 3.05 万亿美元, 全年累计减少 3867 亿元, 回落至 2011 年一季度的水平。

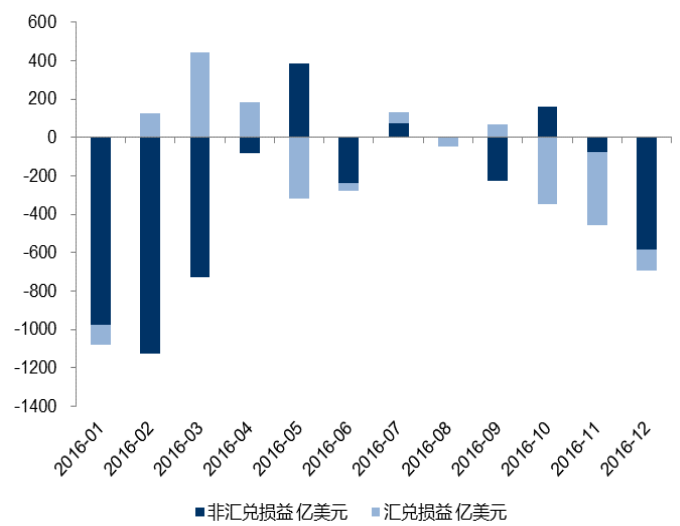
在 2016 年美元指数总体走高的背景下, 美元对欧元、日元等储备货币升值所造成的汇兑损益是我国外汇储备不断缩水的重要原因之一。我们测算发现, 汇兑损益部分外汇储备减值达 453 亿美元, 占外汇储备减值总额的 12% 左右, 拖累了外储数据。

图 84: 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

图 85: 汇兑损益拖累外储数据

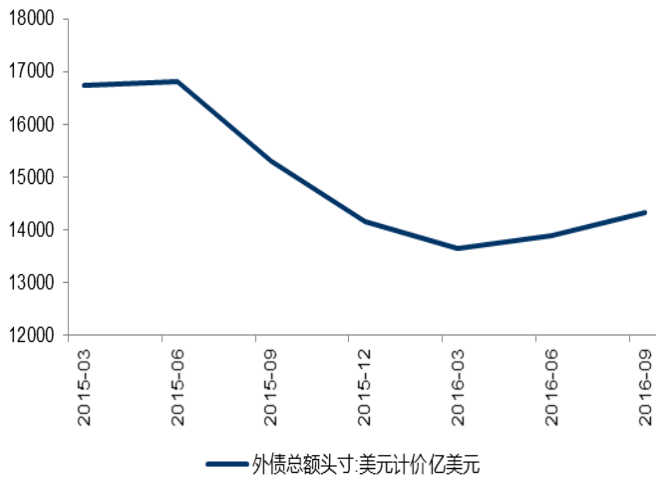


资料来源: WIND, 申万宏源研究

2016 年对外债务基本稳定。截至 2016 年三季度, 全口径外债规模为 14320 亿美元, 较 2015 年底小幅上升 158 亿美元。从币种结构来看, 本币外债占比 40%, 外币外债占比 60%。外币外债中美元债务占 79%, 日元债务占比 4%, 欧元债务占比 8%。

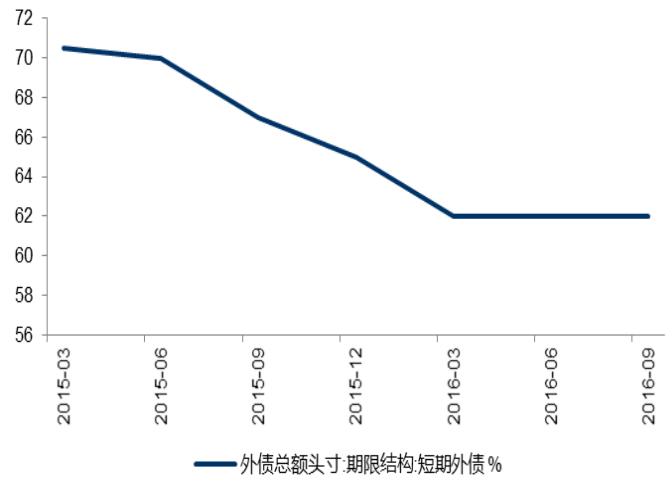
虽然近年来随着美联储加息周期的启动以及美元升值，外债偿债压力增加，但是总体风险并不高。一是中国的外债与 GNI 的比率在 13% 左右，显著低于其他发展中国家。二是外债中短期外债所占的比重持续下降且处于较低水平，意味着出现短期流动性危机的风险较小。

图 86: 2016 年前三季度全口径外债规模扩大



资料来源: WIND, 申万宏源研究

图 87: 2016 年短期外债占比持续下降



资料来源: WIND, 申万宏源研究

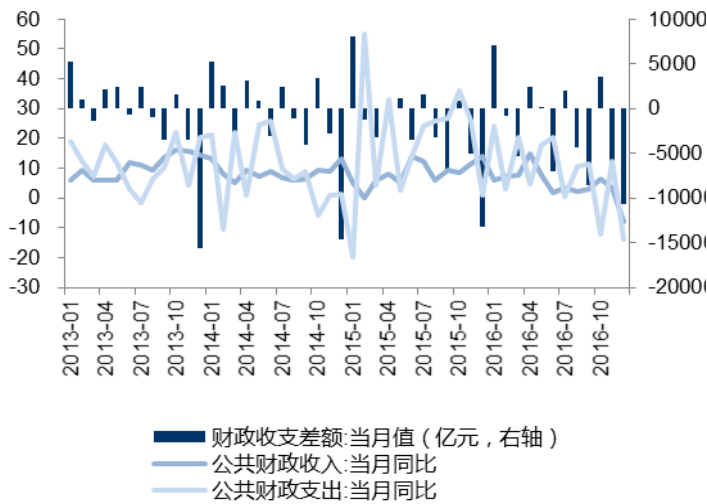
9 财政

2016 年全国一般公共预算支出 187841 亿元，比上年增长 6.4%。中央一般公共预算本级支出 27404 亿元，同比增长 7.3%，中央一般公共预算支出占总公共预算支出的 14.6%，比去年高 0.2 个百分点；地方财政用地方本级收入、中央税收返还和转移支付资金等安排的支出 160437 亿元，同比增长 6.2%。地方一般公共预算支出占总公共预算支出的 85.4%，比去年低 0.2 个百分点。

2016 年全国一般公共预算收入 159552 亿元，比上年增长 4.5%，远低于 2015 年 8.4% 的增速。其中，中央一般公共预算收入 72357 亿元，同比增长 1.2%，中央一般公共预算收入占总公共预算收入的 45.4%，比去年下降 1 个百分点；地方一般公共预算本级收入 87195 亿元，同比增长 4.2%，地方一般预算收入占总公共预算收入的 54.6%，高比去年提高 1 个百分点。

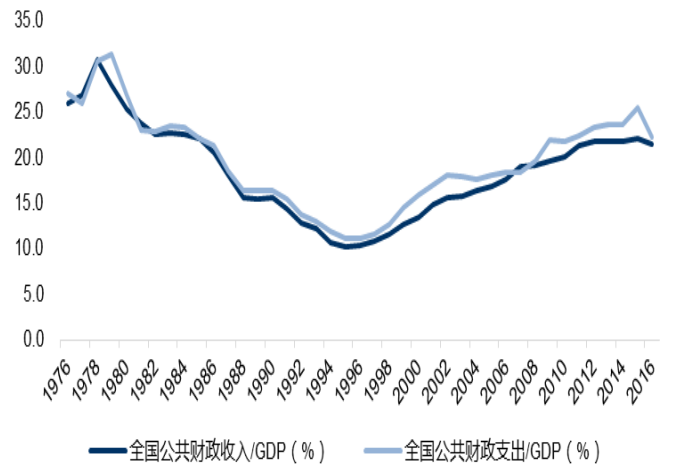
从财政收支差额来看，财政收支具有较强的季节性。每年收支差额在 12 月份和 1 月份波动比较大，12 月份是为了平衡财政收支，调节财政收支额度；而 1 月份则是扩大支出维持生产开工的重要时间窗口。

图 88：公共财政收支（亿元，%）



资料来源：WIND、申万宏源研究

图 89：财政收支占 GDP 的比重（%）

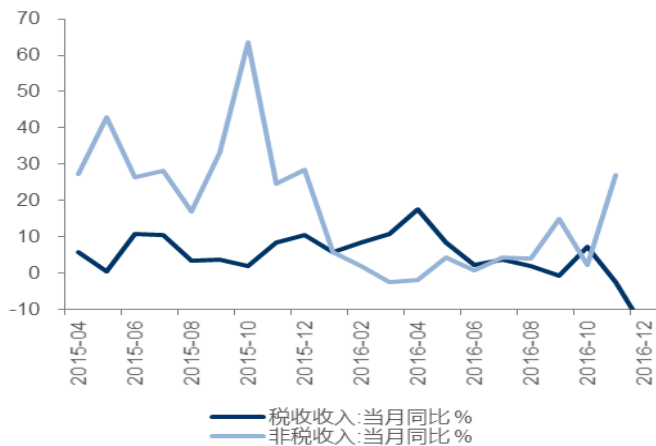


资料来源：WIND、申万宏源研究

以 1995 年为分界点，财政收支占 GDP 比重先下降后上升。财政收支占 GDP 比重最小的是在 1995 年，之前逐年下降，之后逐年上升。2016 年财政收入占 GDP 的比重为 21.4%，比 2015 年下降 0.7 个百分点；2016 年财政支出占 GDP 比重为 22.3%，比 2015 年下降 3.2 个百分点。除了 1981 年和 2007 年财政支出占 GDP 比重小于财政收入占 GDP 比重，其他年份财政支出占 GDP 比重均大于财政收入占 GDP 比重。

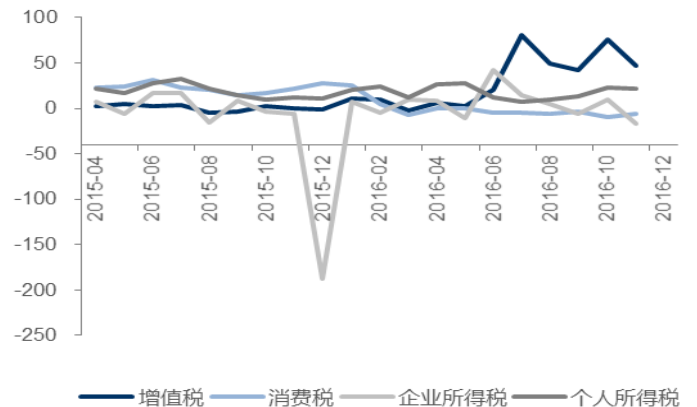
财政收入以税收收入为主。2016 年全国一般公共预算收入中的税收收入为 130354 亿元，占一般公共预算收入的 81.7%。税收收入同比增长 4.3%，增速比 2015 年低 0.5 个百分点；非税收入 29198 亿元，占一般公共预算收入的 18.3%。非税收入同比增长 5%，远低于 2015 年 18.9% 的增速。在整个税收收入中，占比最大的是增值税，其次是企业所得税、进口环节增值税和消费税、国内消费税、个人所得税。2016 年税收收入中增速最快的是增值税，其次是个人所得税、企业所得税和消费税。

图 90：财政税收与非税收入增速



资料来源：WIND、申万宏源研究

图 91：主要税种增速明显下降



资料来源：WIND、申万宏源研究

2016年PPP呈现加速落地的态势。截至16年12月末，全部入库PPP项目总投资额13.5万亿元，落地2.2万亿元。按执行阶段项目口径计算，1、3、6、9、12月末落地率分别为20%、22%、24%、26%、31.6%，稳步提升。而根据财政部要求，第二批6589亿示范项目应于2017年3月底前完成采购，第三批1.17万亿示范项目应于2017年9月底前完成采购。预计2017年PPP实质性落地规模将进一步扩张。一方面中央经济工作会议强调财政政策要更加积极有效，PPP是最能够发挥财政四两拨千斤效应的政策工具，国家通过试点PPP证券化正在吸引更多的社会资金参与PPP，另一方面经济仍面临下行压力，稳增长仍需要基建发力，两个方面都使得2017年PPP将会有更快的推进。

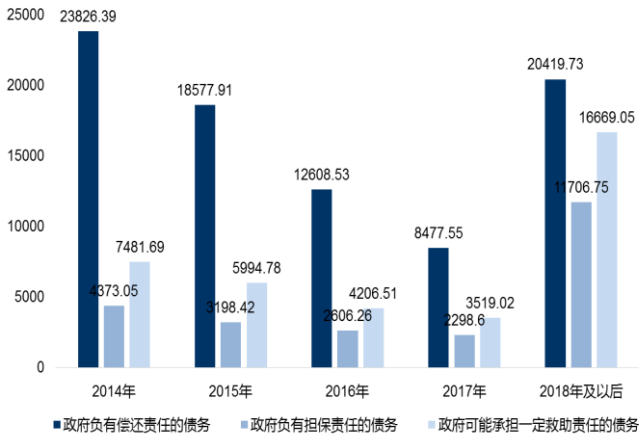
表 5：财政政策将继续保持积极

财政政策	2016年	2017年
扩大赤字	提高赤字率至3%，赤字增加5600亿元	预计3%-3.5%
减税	营改增，拟减轻企业税负5000多亿元。从实际效果来看，预计2016年减税5000亿以上。	营改增减税规模将进一步扩大
专项建设基金	2015年安排了8000亿，今年上半年已安排两批共计10000亿元，第三批已开始申报。	预计将进一步发挥专项建设基金的功能
PPP	今年前9个月，PPP落地规模达到1.56万亿，落地率26%。	有望加快落地，落地规模较今年显著扩张。按照PPP的项目周期，明年的PPP落地规模将显著高于今年。预计为2~3万亿
发行债券	2016年新增中央政府债务限额1.4万亿元、地方政府债务限额1.18万亿元。今年前10个月，共发行政府债券81246亿元，远高于2015年的58226亿元。	预计国债和地方债发行仍将继续呈扩张趋势

资料来源：申万宏源研究

2017年的财政和准财政都将重点支出于教育、社会保障就业、节能环保、交通运输等领域。准财政政策主要是利用国家开发银行、进出口行以及农业发展银行等政策性银行对经济进行调节。国开行贷款主要投向棚改、铁路、水利和城镇化建设。2016年上半年对棚改和水利的贷款已经超过了2015年全年的发放量。国开行将陆续通过专项建设债券募集资金，以项目资本金投入等方式参与基建投资。

图 92：政府债务规模



资料来源：WIND、申万宏源研究

图 93：“准财政”的方向

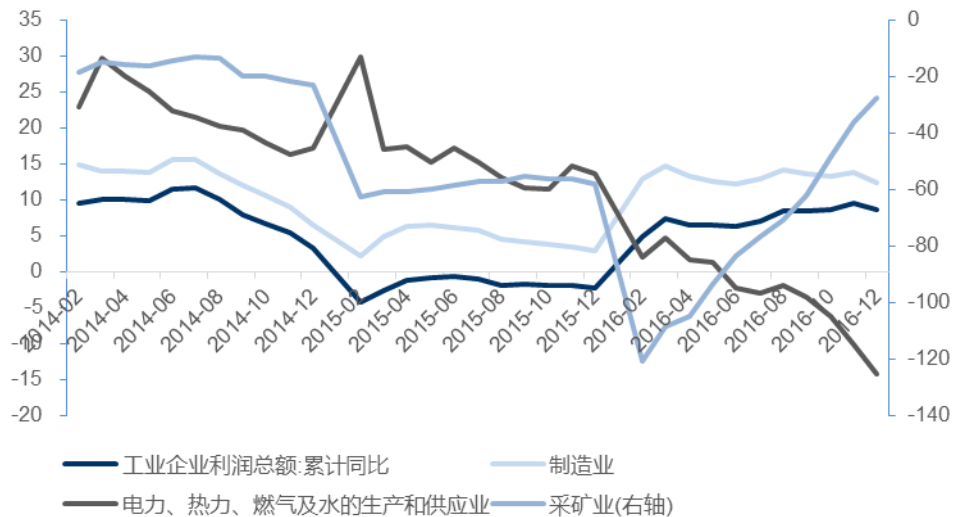
投资项目五大领域 22 个专项	
一、易地扶贫搬迁等三农建设：	1、农网改造升级 2、易地扶贫搬迁 3、重大水利工程
二、轨道交通等城市基础设施建设：	4、城市地下综合管廊 5、城镇给排水、供热及工业余热暖民 6、城镇污水垃圾处理和污水网管 7、城镇配电网建设改造 8、城市轨道交通 9、城市停车场
三、中西部特路灯重大基础设施：	10、中西部铁路及城际铁路 11、西南水电基地 12、机场（包括通航） 13、油气基础设施及产能建设
四、民生改善等建设工程：	14、宽带乡村及中小城市基础网络完善 15、采沉陷区综合治理 16、老工业区及工矿区搬迁 17、棚户区改造 18、重点流域水污染治理 19、养老服务体系和职业教育设施建设
五、增强制造业核心竞争力等转型升级项目：	20、园区循环化工程 21、现代物流 22、增强制造业核心竞争力及新型产业双创三年计划

资料来源：WIND、申万宏源研究

10 企业效益

2016 年，工业企业利润总额累计值为 6.88 万亿元，增长 8.5%，较 2015 年改善 10.8 个百分点。其中，采矿业利润下跌 27.5%，跌幅较 2015 年收窄 30.7 个百分点，改善明显，主要得益于供给侧改革带动 PPI 大幅回升。制造业利润增长 12.3%，较 2015 年改善 9.5 个百分点；电热水气行业利润下跌 14.3%，增速较 2015 年回落 27.8 个百分点。

图 94：工业企业利润增速



资料来源：WIND，申万宏源研究

从具体行业来看，2016 年利润增长最快的主要是一些上游行业，前十大行业依次为黑色冶炼、煤炭、石油加工、有色、化纤、造纸、水的生产和供应、医药、计算

机、电气机械等；改善幅度最大的也主要是一些上游行业，依次为黑色冶炼、煤炭、有色、黑色矿采、非金属矿物制品、造纸、汽车、计算机、其他采矿业、燃气生产等。

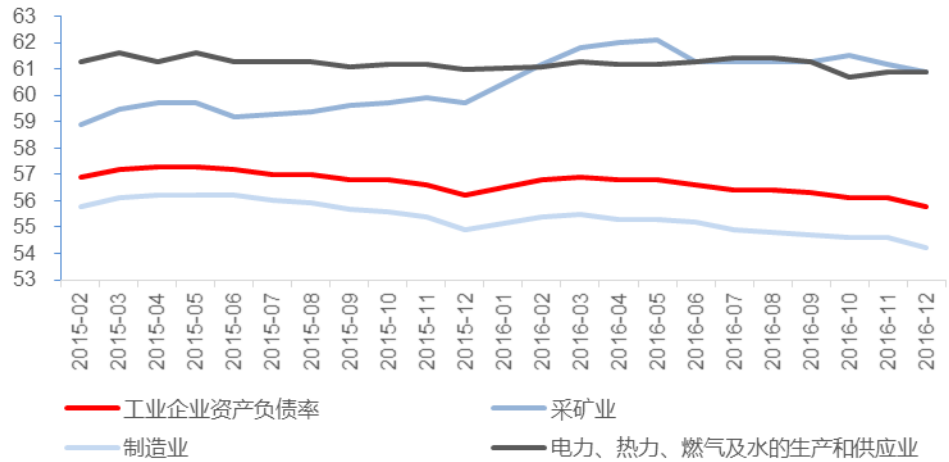
表 6：2016 年分行业利润增速及改善幅度

行业	2016 年利润增速	改善幅度 (2016-2015)
黑色金属冶炼及压延加工业	232.3	300.2
煤炭开采和洗选业	223.6	288.6
有色金属冶炼及压延加工业	42.9	53.9
黑色金属矿采选业	-13	30.9
有色金属矿采选业	9.7	29
非金属矿物制品业	11.2	20.2
造纸及纸制品业	16.1	9.9
汽车制造	10.8	9.3
计算机、通信和其他电子设备制造业	12.8	6.9
其他采矿业	0	6.7
燃气生产和供应业	7.7	6.2
专用设备制造业	2.1	5.5
化学纤维制造业	19.9	4.7
化学原料及化学制品制造业	10.7	3
橡胶和塑料制品业	6.7	2.1
仪器仪表制造业	8.2	2.1
医药制造业	13.9	1
通用设备制造业	0.2	0.8
电气机械及器材制造业	12.6	0.5
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	7.5	0.1
金属制品业	4	-0.7
农副食品加工业	5.5	-0.9
食品制造业	8.2	-0.9
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	4.8	-1.3
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	2	-1.4
纺织业	3.5	-1.6
纺织服装、服饰业	2.4	-1.6
酒、饮料和精制茶制造业	5	-2.5
废弃资源综合利用业	-1.5	-4.1
家具制造业	7.9	-6.1
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-2.7	-7.6
印刷业和记录媒介的复制	-4.5	-9.5
非金属矿采选业	-6.5	-11.4
烟草制品业	-15	-13.6
其他制造业	-0.7	-20.6
水的生产和供应业	14.3	-27.2
电力、热力的生产和供应业	-17.5	-31.3
金属制品、机械和设备修理业	-21.1	-58.7
石油和天然气开采业	-158.9	-84.4
开采辅助活动	-228.4	-204.1

资料来源：申万宏源研究

截至 2016 年底，工业企业资产负债率 55.8%，较 2015 年降低了 0.4 个百分点。其中，采矿业资产负债率较 2015 年提升 1.2 个百分点至 60.9%；制造业下降 0.7 个百分点至 54.2%，电热水气下降 0.1 个百分点至 60.9%。

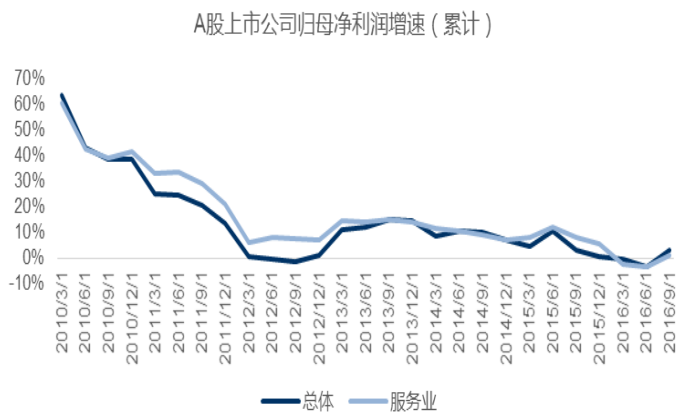
图 95：工业企业资产负债率



资料来源：WIND，申万宏源研究

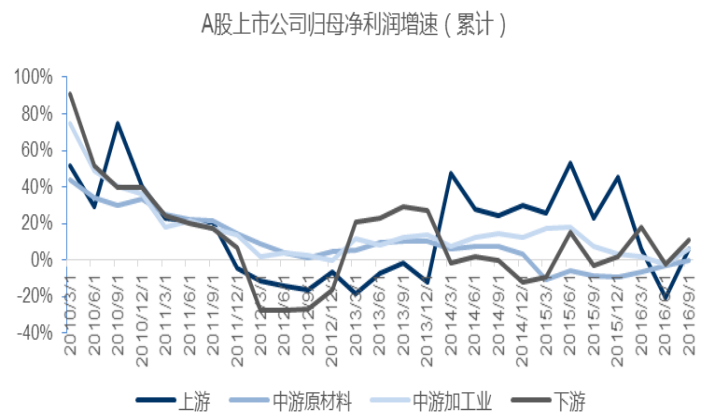
从上市公司数据来看，2016 年的归母净利润增速也有显著的改善。截至 2016 年三季度，A 股上市公司共实现归母净利润增长 3%，远高于 2015 年底的 0.8%。其中，服务业归母净利润增长 0.9%，较 2015 年下降 4.8 个百分点。说明 A 股企业业绩的改善主要还是由工业所带动。而从上中下游产业来看，截至 2016 年三季度，上游企业归母净利润增长 6.3%，远不及 2015 年的 45.1%。但中游和下游均有所改善。其中，中游原材料下跌 0.4%，跌幅较 2015 年收窄 9 个百分点；加工业增长 5.9%，较 2015 年提高 2.6 个百分点。而下游则增长了 10.9%，较 2015 年大幅改善了 9.2 个百分点。

图 96：A 股上市公司归母净利润增速



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 97：上中下游归母净利润增速 (%)



资料来源：WIND，申万宏源研究

从 ROE 来看，2016 年 A 股上市公司的 ROE 较 2015 年有所下滑。截至三季度，全部上市公司的 ROE 为 9.4%，较 2015 年下滑 0.7 个百分点；而服务业下滑了 0.9 个百分点至 11%。上游和中游行业均有所下滑，仅下游持平于 7%。

图 98：A 股上市公司 ROE (%)

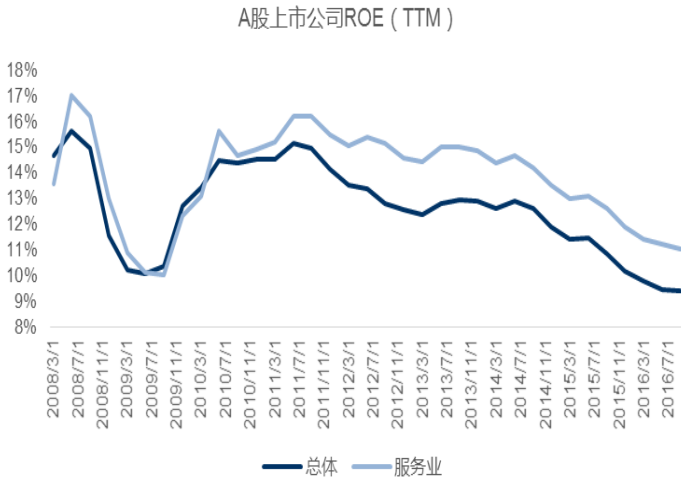
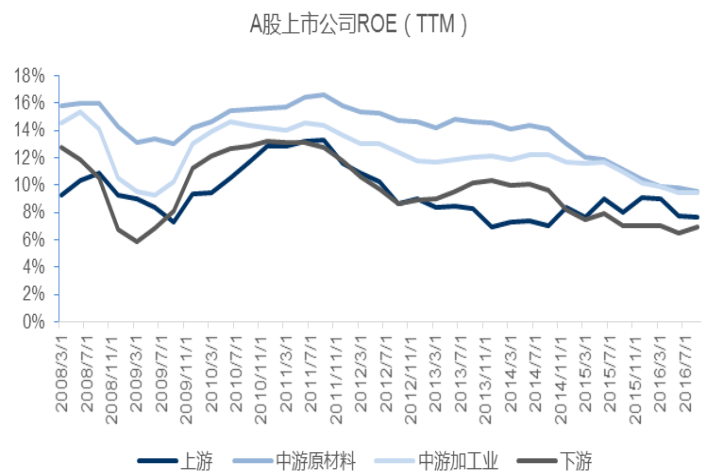


图 99：上中下游 ROE (%)



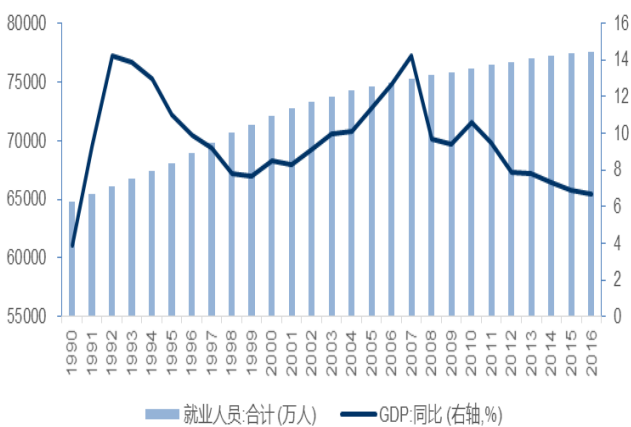
资料来源：WIND，申万宏源研究

资料来源：WIND，申万宏源研究

11 就业

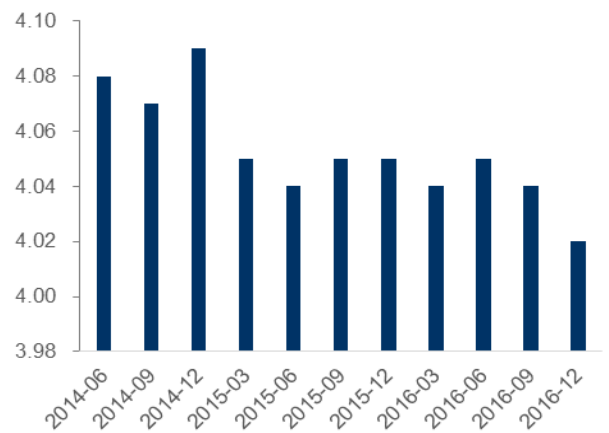
2016 年低增速经济拉动高城镇就业。与经济增速鲜明对比的就业目标超额完成，态势稳定且良好。2016 年前三季度城镇新增就业突破 1000 万人，就业形势总体稳定并好于预期。1-9 月，城镇失业人员再就业 426 万人，就业困难人员实现就业 125 万人。12 月份调查失业率数据为 4.02%，明显低于前三季度的 4.04%，4.05%，4.04%。整体来看，目前中国经济保持中高速度增长，增速有所降低但就业却处在一个很平稳的阶段。

图 100：历年 GDP 增长与就业人员



资料来源：WIND、申万宏源研究

图 101：12 月份调查失业率数据为 4.02%



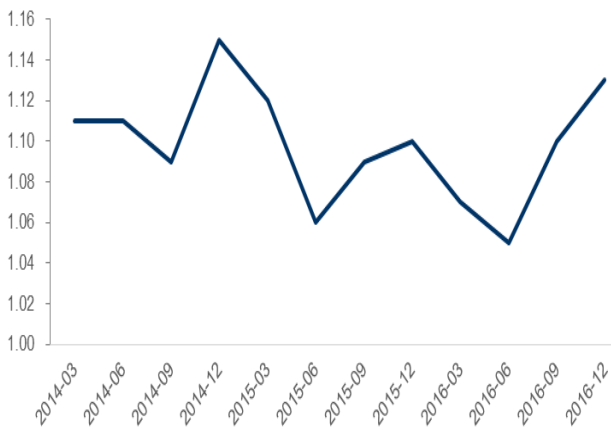
资料来源：WIND、申万宏源研究

剔除季节因素影响，城镇新增就业人数继续保持相对稳定。由于我国经济总量不断增加和服务业比重的不断提升，GDP 边际增长会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。全国求人倍率保持在较高水平。在 2016 年上半年求人倍率小幅下降后，在 3 季度明显改善。2016 年全年求人倍率保持在 1.05 以上。

2016 年我国高校毕业生人数达到 765 万人，同比增加 16 万人，再创历史新高。2015 年我国高校毕业生初次就业率达到 70% 以上，2016 年以来高校毕业生就业基本维持在上年水平。

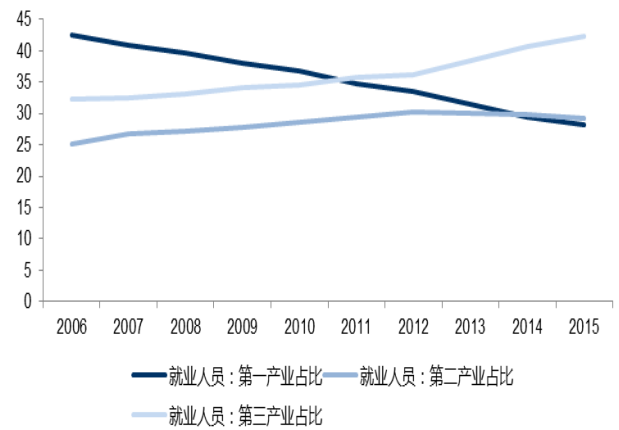
2016 年是中国供给侧结构性改革元年，煤炭行业化解过剩产能是改革重点。山西经济受煤炭去产能冲击，由此带来的失业问题也较为严重，安置煤企职工工作相对棘手。

图 102：求人倍率



资料来源：WIND、申万宏源研究

图 103：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。但产业结构逐渐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。

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 索取有关披露资料或登录 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	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

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。