

## 中国宏观简评

# 中国今年或许无需再降息

在投资回暖的带动下，经济初现企稳迹象，同时，通胀温和回升。我们认为，投资需求的潜在复苏主要受益于2014年4季度以来货币和财政宽松的累积效果，包括贷款基准利率下调165个基点、存款准备金率下调300个基点、颇具规模的地方债置换计划、地方政府各项融资活动加速，以及财政支出的显著上升。因此，自2015年6月以来，融资总量增速<sup>1</sup>（较可靠的总需求领先指标）持续回升（图表1）。具体而言，我们已经观察到基建投资与补库需求回升，而更重要的是，房地产开发投资增速也可能有所加快<sup>2</sup>。虽然目前看来，基建和存货投资的回暖并不一定有超过两个季度的持续性，但从过去的经验来看，房地产投资周期的回暖可望有更长的持续性。

我们将2016年实际GDP增速预测从此前的6.8%上调至6.9%，CPI预测从1.3%上调至1.9%；同时，将2016年名义GDP增速预测从此前的7%上调至7.5%。从支出法GDP分项来看，固定资本形成和政府支出的增速可能有所加快，而贸易顺差或将相应收窄。分行业来看，尽管金融业增加值同比增速在今年可能放缓，但制造业和建筑业增速或将企稳回升。投资需求拉动的回暖可能会带动CPI、PPI和GDP平减指数以高于此前预期的速度回升。对于部分供需紧俏的商品，如新鲜食品和一二线城市的优质房产，通胀回升可能会表现得更为明显。

倘若经济温和回暖，货币政策进一步宽松的必要性或将减少，且人民币贬值压力也将有所缓解。由此，我们调整2016年基准利率与人民币汇率的预测——2016年基准利率或不再下调（此前为下调25个基点），2016年底汇率预测亦上调为6.76人民币兑1美元（此前为6.87人民币兑1美元）。往前看，我们预测所隐含的人民币与美元息差的收窄幅度小于市场目前的预期，或为人民币汇率提供支撑。更重要的是，经济增长企稳也可能会降低人民币的贬值预期（图表2）。

同时，我们调整对2016年存款准备金率（RRR）的预测——我们现在预计全年RRR将累计下调250个基点（此前预测为600个基点）。除了考虑到增长与通胀可能有所回升，我们对降准预期的变化也反映了货币政策执行方式的转变。在近期的报告中<sup>3</sup>，我们指出央行开始通过扩张基础货币来推动货币总量增长。如果这一趋势继续，可能会相应减少进一步下调RRR的必要性。假设2016年基础货币增长9%（年初至今已经增长了5%），并考虑到今年M2增长目标为13%，我们预计今年全年共有250个基点的降准空间，即央行还将降准4次，每次50个基点。往前看，我们预期通胀小幅回升，加之名义利率基本稳定，今年实际利率可能会进一步下降，继而推动经济企稳（图表3）。

分析员

**易垭**

SAC 执证编号: S0080515050001  
SFC CE Ref: AMH263  
eva.yi@cicc.com.cn

分析员

**梁红**

SAC 执证编号: S0080513050005  
SFC CE Ref: AJD293  
hong.liang@cicc.com.cn

联系人

**余向荣**

SAC 执证编号: S0080115020007  
SFC CE Ref: BFA907  
xiangrong.yu@cicc.com.cn

### 近期研究报告

- 宏观经济 | 从三线城市地产成交量价齐升说开去 (2016.03.23)
- 宏观经济 | PPP助推基建投资 (2016.03.20)
- 宏观经济 | 关注新兴市场的反弹机会 (2016.03.20)
- 宏观经济 | 解析央行资产负债表近期变化 (2016.03.20)
- 宏观经济 | 整体鸽派，未给出更多加息前瞻指引 (2016.03.17)
- 宏观经济 | 房地产回暖带动政府广义收入增长加快 (2016.03.16)

<sup>1</sup> 此处的融资总量包括社会融资总量，地方政府债券余额及国债余额。

<sup>2</sup> 关于我们投资动力回升预测的详细信息和背后逻辑，请参见我们2016年2月25日发布的中国宏观简评《近期财政宽松加码的宏观影响——对近期政策信号的一些解读与思考》；2016年3月7日发布的《投资增速初现企稳迹象——关于投资增速的预测和一些思考》；以及2016年3月23日发布的《从三线城市地产成交量价齐升说开去》。

<sup>3</sup> 请参见我们2016年3月20日发布的中国央行观察《解析央行资产负债表近期变化》。

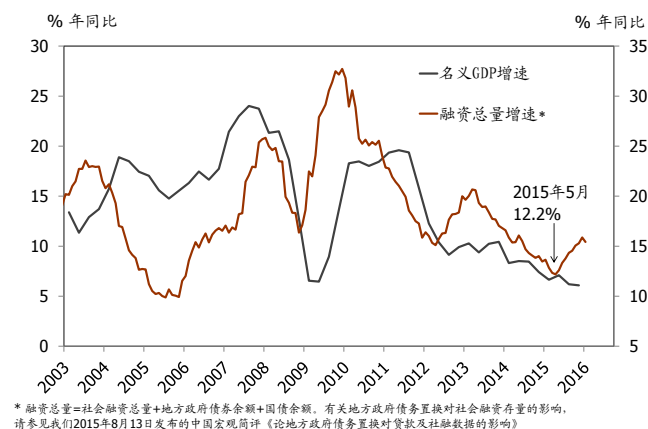
我们完整的2016年宏观经济指标预测调整请参见图表4。

中国内需的潜在企稳回升将对全球经济增长和通胀产生不可忽略的影响，另外，国内外企业盈利增长的前景也将随之变化。

- ▶ 中国内需潜在企稳、进口增速回升或将惠及中国“供应商”的总需求，尤其是那些出口需求与中国投资增速密切相关的国家。同时，中国通胀的温和回升也可能有助于减缓全球的通缩压力。
- ▶ 工业企业盈利或将明显受益于投资拉动的温和再通胀，其中原材料和中间产品制造商的利润增速和利润率的提升可能最为明显<sup>4</sup>。

目前经济呈现的企稳势头能否持续将取决于中国能否有效执行结构性改革以提高经济运行的效率，以及外部需求是否能保持稳定。虽然大家对投资带动经济回暖的持续性仍然存有争议，但经济企稳毕竟是一个比较正面的消息，因为结构性改革只有在需求端比较稳定的情况下才可能有效推进。一方面，投资效率和民间投资信心是增强投资回暖持续性的关键因素。因此，市场化改革，包括国企改革及户籍制度改革，将有助于打破供给侧掣肘、提高资源分配效率，并有利于在经济企稳的同时将通胀维持在合理水平，从而加强投资复苏的可持续性。另一方面，鉴于目前中国可能处于经济多年下滑后弱企稳的早期阶段，所以私人部门的投资信心较为脆弱，容易受到外需波动的影响。

图表1：融资总量增速领先于名义GDP增速



资料来源：CEIC, 中金公司研究部

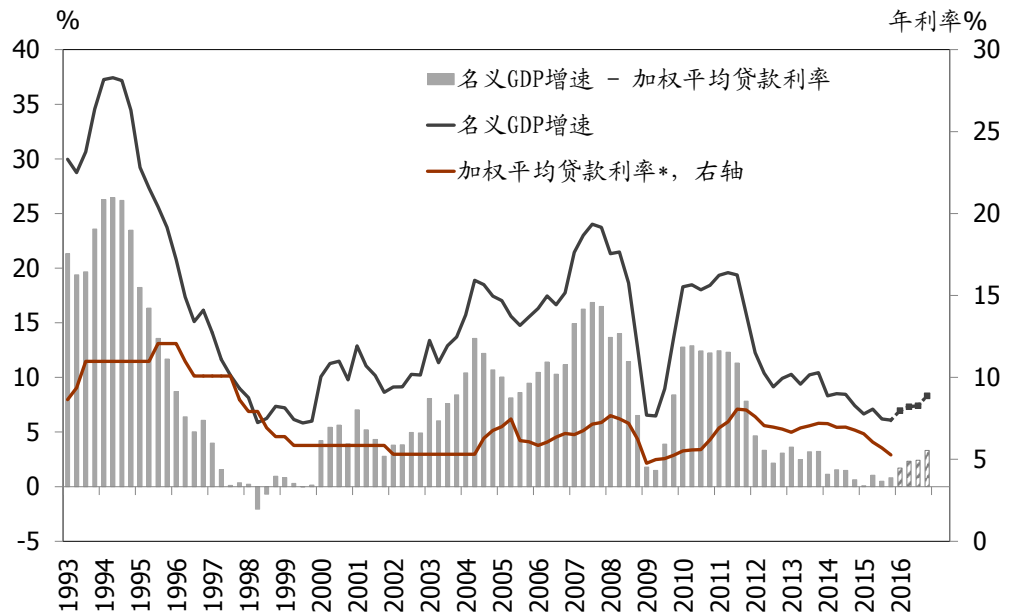
图表2：人民币贬值预期与中国经济增长息息相关



资料来源：彭博资讯, 中金公司研究部

<sup>4</sup> 请参见我们2015年5月13日发布的中国宏观专题报告《哪些行业将是周期性经济复苏的最大受益者？》

图表3: 通胀小幅回升, 加之稳定的名义利率, 今年实际利率可能会进一步下降



\* 2004年以前为一年期贷款基准利率

资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表4: 2016~2017年宏观经济指标预测调整

%年同比, 除非另作说明

		新 四						2015 2015 2015 2015 2016E 2016E							
		2013	2014	2015	2016E	2017E	(2016E 2017E)	1Q2015	2Q2015	3Q2015	4Q2015	1Q2016E	2Q2016E	3Q2016E	4Q2016E
实际GDP增速	% 同比	7.7	7.3	6.9	6.9	6.8	(6.8 6.8)	7.0	7.0	6.9	6.8	6.9	6.9	6.9	7.0
名义GDP增速	% 环比年化 % 同比	-	-	-	-	-	-	6.3	7.6	6.9	6.3	6.6	7.8	7.0	6.5
	% 同比	10.1	8.1	6.4	7.5	8.2	(7.0 7.8)	6.6	7.0	6.2	6.0	7.0	7.3	7.4	8.3
工业增加值	% 同比	9.5	8.3	6.3	6.5	6.4	(6.4 6.3)	6.4	6.3	6.2	6.1	6.1	6.7	6.8	6.6
固定资产投资	% 同比	19.7	15.0	9.9	13.9	13.3	(10.1 11.2)	13.5	10.5	8.5	8.9	10.6	13.3	14.8	15.1
社会消费品零售总额	% 同比	13.1	11.9	10.7	11.1	11.0	(10.9 11.1)	10.5	10.2	10.7	11.1	10.7	10.9	11.2	11.4
出口	% 同比	7.8	6.0	-2.6	-2.2	3.2	(1.3 1.8)	4.6	-2.2	-5.9	-5.2	-4.6	-2.0	-1.9	-0.5
进口	% 同比	7.3	0.7	-14.4	1.0	4.4	(0.2 1.3)	-17.8	-13.6	-14.4	-11.8	-0.4	-0.1	2.3	2.1
M2增速	% 同比	13.6	12.2	13.3	13.0	13.0	(13.0 13.0)	11.6	11.8	13.1	13.3	13.6	12.9	12.7	13.0
新增贷款	万亿元	8.9	9.8	11.7	13.9	15.1	(15.1 17.5)	3.7	2.9	3.3	1.8	4.3	4.1	2.8	2.6
CPI	% 同比	2.6	2.0	1.4	1.9	1.8	(1.3 1.5)	1.2	1.4	1.7	1.5	2.2	2.0	1.6	1.9
PPI	% 同比	-1.9	-1.9	-5.2	-2.8	1.1	(-1.3 0.7)	-4.6	-4.7	-5.7	-5.9	-4.7	-3.9	-2.5	-0.4
GDP平减指数	% 同比	2.2	0.9	-0.5	0.5	1.3	(0.2 1.0)	-0.4	0.0	-0.7	-0.7	0.1	0.4	0.4	1.3
1年期贷款基准利率	%	6.00	5.60	4.35	4.35	(4.10)		5.35	4.85	4.60	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
1年期存款基准利率	%	3.00	2.75	1.50	1.50	(1.25)		2.50	2.00	1.75	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
存款准备金率(大型机构)	%	20.0	20.0	17.5	15.0	(11.5)		19.5	18.5	18.0	17.5	6.50	6.50	6.63	15.0
人民币兑美元汇率	市场价格	6.05	6.21	6.49	6.76	(6.87)		6.23	6.25	6.36	6.49	6.50	6.50	6.63	6.76

资料来源: CEIC, 中金公司研究部

---

## 法律声明

---

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902  
翻译：黄金城  
编辑：江薇、张莹

## 北京

**中国国际金融股份有限公司**  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

**中国国际金融股份有限公司深圳分公司**  
深圳市福田区深南大道7088号  
招商银行大厦25楼2503室  
邮编: 518040  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

**中国国际金融股份有限公司上海分公司**  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

**China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited**  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

**中国国际金融(香港)有限公司**  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

**China International Capital Corporation (UK) Limited**  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号  
A座11楼1105室  
邮编: 201400  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 6887-5123

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心A座6层  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8339-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

