

2016年1月信贷增长难撑经济下行压力

2016年2月“第一财经首席经济学家信心指数”为49.47，连续半年维持在荣枯平衡线以下，为该数据发布以来的首次。信心指数在上月反弹后再度掉头向下，显示经济学家们对未来短期经济预期仍未转好。

经济增长压力正全方面的体现。虽然信贷对于经济的支撑仍在加大（表现为新增贷款和社会融资总额规模上升），但工业增加值和固定资产投资增速仍在下滑，房地产投资可能在1月份出现负增长，而社会零售总额的增幅也在回落。

第一财经首席经济学家信心指数

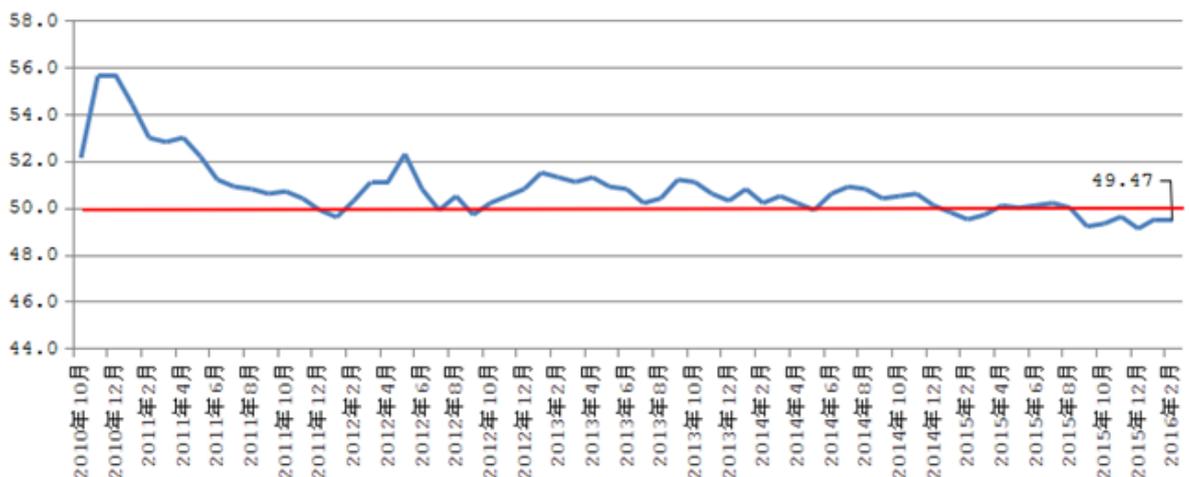


表1 CBNRI 首席经济学家调研：2016年1月

指标	1月均值	区间
信心指数	49.47	48.5 -- 50.5
CPI, %	1.80	1.5 -- 2.0
PPI, %	-5.39	-5.9 -- -4.6
社会消费品零售总额, %	10.95	10.2 -- 11.8
工业增加值	5.79	5.2 -- 6.2
固定资产投资	9.05	6.9 -- 10.1
全国房地产开发投资增速, %	-0.69	-6.7 -- 1.5
贸易顺差: 亿美元	596.67	479 -- 744
出口, %	-1.20	-10.7 -- 11.2
进口, %	-2.90	-15.6 -- 7.1
新增贷款: 万亿元	1.72	0.82 -- 2.2
社会融资总量: 万亿元	2.14	1.33 -- 2.8
M2 同比, %	13.55	12.2 -- 14.8
官方外汇储备: 万亿美元	3.23	3.1 -- 3.50
存款基准利率, % (2016年2月末)	1.52	1.50 -- 1.99
贷款基准利率, % (2016年2月末)	4.37	4.35 -- 4.75
存款准备金率, % (2016年2月末)	16.88	15.5 -- 17.5
人民币对美元 (2016年2月末)	6.59	6.50 -- 6.70
人民币对美元 (2016年底)	6.83	6.70 -- 7

一、信心指数：回暖趋势暂缓，2月徘徊至 49.47

调研结果显示，2016年2月“第一财经首席经济学家信心指数”为 49.47，连续第6个月处于 50 枯荣线下方，上一次信心指数最长时间低于 50 还是在 2015 年年初，持续时间为 3 个月。其中，中国银行陈卫东给出了最为乐观的信心指数 50.5，而最悲观的信心指数 48.5 则来自于国际金融协会郭丰。

光大证券徐高认为，经济下行压力继续加大，需求政策预计会保持宽松。但在广泛宣传供给侧改革背景下，目前稳增长政策信号并不清晰。虽然经济疲弱环境下稳增长政策可能继续加码，但地方政府多目标制下，传导渠道不畅情况可能继续存在，去产能预期的增强抑制

了企业投资积极性，宽松政策有效性将打折扣，经济前景将面临更大的不确定性。

申银宏源证券李慧勇表示，2016 年影响中国经济的最大变量是供给侧改革。经济、利率、汇率、股市、就业五大市场的出清对于中长期经济发展非常有利，但短期会带来风险显性化和动荡。按照中央经济工作会议的精神，宏观政策要为供给侧改革创造比较宽松的政策环境。由于货币政策总体空间有限，2016 年可能只有 1-2 次降息，政策宽松主要体现在财政政策方面，减税、增支值得期待。减税主要集中在制造业增值税率的下调，增支方面以地下管廊和海绵城市为代表的新基建有望成为亮点。

二、物价：季节性物价上涨，1月CPI增幅升至1.8%

调研结果显示，1月CPI同比增速预测均值为1.80%，高于国家统计局公布的12月统计值（1.6%）和2015年统计值（1.4%）。其中，最大值2.0%来自德国商业银行周浩、交通银行连平、中国民生银行黄剑辉和中国银行陈卫东，而最小值来自野村证券赵扬。

1月PPI同比增速预测均值为-5.39%，略高于12月公布值-5.9%。其中预测最高值-4.6%来自海通证券李迅雷，而最低值-5.9%则来自于国富投资刘海影和招商证券丁安华。

李慧勇表示，1月份受雨雪天气影响，蔬菜和瓜果生产和供应进入淡季，价格上升明显。随着消费旺季的到来，牛羊肉和猪肉价格均开始上涨。临近春节，多地屠宰量开始回升，但市场猪源较少，养殖户缺猪压价，猪肉价格仍有上升空间。CRB指数同比下跌26.0%，较12月份跌幅缩窄1.4个百分点，在传导效应下，预计PPI将略有改善。

12月最佳预测经济学家1月预测(CPI):

常健：1.8%
丁安华：1.6%
丁爽：1.7%
温彬：1.8%
周浩：2.0%

12月最佳预测经济学家1月预测(PPI):

赵扬：-5.3%

三、社会消费品零售总额：1月增速放缓

1月社会消费品零售总额同比增速预测均值为10.95%，稍低于国家统计局公布的12月数据（11.10%）。其中，11.8%的最大值来自

中国民生银行黄剑辉，而德勤中国许思涛则给出了最小值10.2%。

12月最佳预测经济学家1月预测:

徐高：11.00%

四、工业增加值：1月增速5.79%，继续回落

接受调研的经济学家平均预期1月工业增加值同比增速为5.79%，较国家统计局公布的12月数据（5.9%）有所下降。其中，海通证券李迅雷给出了最大值6.2%，兴业证券王涵给出了最小值5.2%。

王涵认为，工业增速同比或继续回落。从1月份的发电煤耗、粗钢产量等高频数据来看，1-2月工业累计同比增速或相比去年12月同比进一步下滑。

12月最佳预测经济学家1月预测:

王涵：5.2%

五、固定资产投资增速：1月继续下滑

2016年1月固定资产投资增速预测均值为9.05%，较2015年12月10.0%的增速继续下滑，经济下行压力仍然很大。国际金融协会郭丰认为固定资产投资增速可能在1月跌至6.9%。

李迅雷预测2016年投资增速或继续下滑。他认为，未来传统行业产能过剩和盈利持续下滑令制造业投资增速难有起色，人口红利时代结束和库存偏高令地产投资持续下滑。基建投资成为唯一抓手，但在地方债务规范的背景下，资金来源仍存约束。新一届政府不搞强刺激，这意味着在产能出清之前工业增速仍将下滑，

经济仍在寻底。

王涵认为，固定投资方面，从最近几个月的单月投资同比来看，1-2月投资累计同比或回落至8%，其中制造业投资仍难有起色，地产投资或阶段性触底，而基建投资短期内或难明显发力。

12月最佳预测经济学家1月预测：

许思涛：9.5%

祝宝良：9.0%

六、房地产开发投资：1月增速为负，2016年进一步回落

经济学家预期1月全国房地产开发投资同比增速预测均值为-0.69%，这一数值持续下跌显示了房地产行业库存压力巨大，也拖累了固定资产投资增速数据。

国经中心徐洪才认为，房地产市场未来将继续分化，一线城市房地产市场明显回暖，交易量上升较快，库存下降较快，价格环比上升；三四线城市继续消化库存，新增房地产开发投资持续低迷。

莫尼塔钟正生认为，房地产销售持续回暖值得欣喜，但开发商以加速去库存为主，销售向投资的传导仍存阻隔。

12月最佳预测经济学家1月预测：

徐洪才：0.8%

沈建光：1.2%

七、外贸：1月贸易顺差，衰退性顺差延续

经济学家预计的1月贸易顺差均值为

596.67亿美元，低于实际的632.87亿美元(发文时该数据已经公布)。1月出口同比下降11.2%，进口同比下降18.8%，远大于经济学家预期的跌幅(分别为1.2%和2.9%)，显示外部经济压力依旧严峻。

八、新增贷款：1月新增贷款触及高位

调研显示，1月新增贷款预测均值为17159.55亿元，其中，德国商业银行周浩给出了最大值22000亿元，德勤中国许思涛给出了最小值8200亿元。

李慧勇认为，1月份信贷投放将继续发力，投向可能将主要集中在安全性和相对收益较高的个人消费、住房等贷款和政府平台类项目。

钟正生认为，1月银行冲贷强度高于往年，可能与以下因素有关：一是地产成交回暖带动按揭贷款密集投放；二是去产能预期下银行抓紧向相关行业放贷；三是年初更积极的财政政策需信贷配合；四是贬值预期下企业以人民币贷款置换美元债务。

12月最佳预测经济学家1月预测(新增贷款)：

常健：17500亿元

朱海滨：15760亿元

九、社会融资总量：1月预测均值2.14万亿元，回升趋势延续

调研结果显示，1月社会融资总量预测均值为2.14万亿元，较央行公布的12月规模(1.82万亿元)有所增多。其中，光大证券徐高给出了最大值2.8万亿元，海通证券李迅雷给出了最小值1.33万亿元。

十、M2：1月增速 13.55%

1月M2同比增速预测均值为13.55%，较央行公布的12月水平（13.3%）有所提高。其中，瑞银集团汪涛给出了最大值14.80%，民生银行温彬给出了最小值12.20%。

徐洪才预测M2增速将保持在13%以上，1月份，受季节性因素影响，银行信贷资金投放和社会融资规模都急剧增加，但企业贷款需求萎缩，因此M2增速会有一定提高。

钟正生认为1月以来面对人民币汇率贬值压力，央行以MLF、SLF、PSL及逆回购等方式补足流动性缺口，从总量来看是“量体裁衣”，由此，他预计1月M2增速将保持平稳。

12月最佳预测经济学家1月预测：

连平：13.5%

许思涛：13.8%

周浩：13.4%

十一、利率&存款准备金率：2016年2月央行货币政策变化可能性较小

给出存款基准利率预测的20家机构中，仅有国富投资刘海影认为到2016年2月末央行将加息至1.99%。在给出贷款基准利率预测的19家机构中，仅有中国国际经济交流中心徐洪才认为央行将在2月末前上调贷款基准利率，上调幅度为40个基点。其他首席经济学家们均认为央行不会有任何加息或降息行为。

经济学家对于金融机构法定存款准备金率下调幅度的预测均值是2016年2月末之前下调0.12个百分点，与目前水平变化不大。

王涵认为，从1月份央行采用短期工具投放流动性来看，央行对流动性的态度出现边际偏紧，短期内货币政策可能偏谨慎。黄剑辉持同样观点，他认为未来一个月内货币政策主要

通过“短期化+结构性资金投放”来对冲流动性风险，并迫使银行在加杠杆和资金使用方面更加谨慎。

李迅雷认为，央行近期不会轻易使用降准这一政策，因为降准的信号意义太强，尤其去年10月双降之后，11和12月资本重新流出，加大了人民币汇率贬值压力。在美国加息周期的大背景下，汇率贬值压力始终存在，如果稳汇率成为首要目标，那么利率政策将会受约束，降息降准等宽松货币政策或面临大幅延后或退位。

十二、汇率：中间价2月底看至6.59，2016年底看至6.83

调研结果显示，2016年2月底人民币对美元中间价的预测均值为6.59，较1月31日汇率（人民币对美元中间价为6.5789）继续贬值。经济学家们本月对2016年底人民币兑美元中间价预测均值为6.83，而在我们1月的调研中经济学家的预测均值为6.70，这意味着过去一段时间人民币的快速走低出乎很多人预料并已经改变了对于未来人民币汇率水平的预期。

连平认为，受中国经济下行压力、中美货币政策分化导致中美利差进一步收窄等影响，12月以来人民币贬值预期再度加大。但在央行加强宏观审慎管理、严格外汇管理制度、稳定外汇市场操作及引导预期等影响下，人民币不会出现持续大幅贬值。

十三、官方外汇储备：1月预测均值3.23万亿美元，较2015年底小幅减少

调研结果显示，1月官方外汇储备预测均值为32260亿美元，较央行公布的12月水平（33300亿美元）继续缩减，与实际公布的数字3.231万亿美元非常接近（发文时该数据已经公布）。

作为上个月该数据的最佳预测经济学家，连平认为，由于人民币贬值预期存在，央行将继续通过消耗一定数量的外汇储备来应对人民币贬值压力，并继续保持人民币对一篮子货币的基本稳定。

徐高认为，人民币汇率贬值压力在 12 月份再度开始加大，资本流出再次加剧，12 月外汇占款减少近 7000 亿元，1 月份外占下降规模估计更大，可能达到万亿规模以上。资本大幅流出一定程度上削弱了社融与信贷加速投放带来的宽松效果。

十四、政策：宽松政策助力“L”型复苏

陈卫东表示，全球经济弱复苏，全球股市、汇市波动，大宗商品价格下跌，各国货币政策分化，使得中国经济外部环境进一步趋紧，国内“三去”（去产能、去库存、去杠杆）过程延续，银行不良率上升，放贷趋于审慎，加之贷款需求较弱，新旧动力正在转换，结构正在调整，使得中国经济增长动力明显不足。未来一段时间，经济下行压力依然较大，总体将呈“L”型复苏阶段。对于中国经济，不能过于悲观，要有信心，不能因为目前经济有下行压力就觉得中国经济没有希望。一个明显的事实是，经过若干年的转型升级（“腾笼换鸟”），我国东南沿海地区比如广东、福建等地经济已经开始企稳，并且还有回升，重庆、四川等经济转型做得好的地区增长速度也相当亮眼。而其他地区也正在经历这样一种转型升级中的“阵痛”，冬天过去以后就是春天。

由于经济增长进一步放缓，所以宏观政策取向还是趋向宽松的。财政政策将扩大赤字规模，提高财政赤字率，尤其是加快对供给侧结构性改革的支持力度，比如减税、降费、加大财政资金引导、鼓励创新等。货币政策稳健，并提高灵活性和前瞻性，继续向市场增加提供

流动性的同时疏通货币政策传导机制，引导长期利率下行。 

本期“第一财经首席经济学家月度调研”23 位经济学家名单（按拼音顺序排列）：

常健：巴克莱资本首席中国经济学家
 陈卫东：中国银行国际金融研究所常务副所长
 丁爽：渣打银行大中华区首席经济学家
 丁安华：招商证券首席经济学家
 胡伟俊：麦格理集团大中华区首席经济学家
 李迅雷：海通证券首席经济学家
 连平：交通银行首席经济学家
 刘海影：上海国富投资管理有限公司首席经济学家
 鲁政委：兴业银行首席经济学家
 邱晓华：民生证券首席经济学家
 沈建光：瑞穗证券首席经济学家
 陶冬：瑞士信贷亚洲区首席经济学家
 王涵：兴业证券首席经济学家
 温彬：民生银行首席研究员
 徐高：光大证券首席经济学家
 徐洪才：国经中心经济研究部部长
 许思涛：德勤中国首席经济学家
 赵扬：野村证券首席经济学家
 张智威：德意志银行大中华区首席经济学家
 钟伟：北京师范大学金融研究中心主任
 祝宝良：国家信息中心经济预测部主任、首席经济师
 朱海滨：摩根大通首席经济学家
 周浩：德国商业银行北亚区高级经济学家