

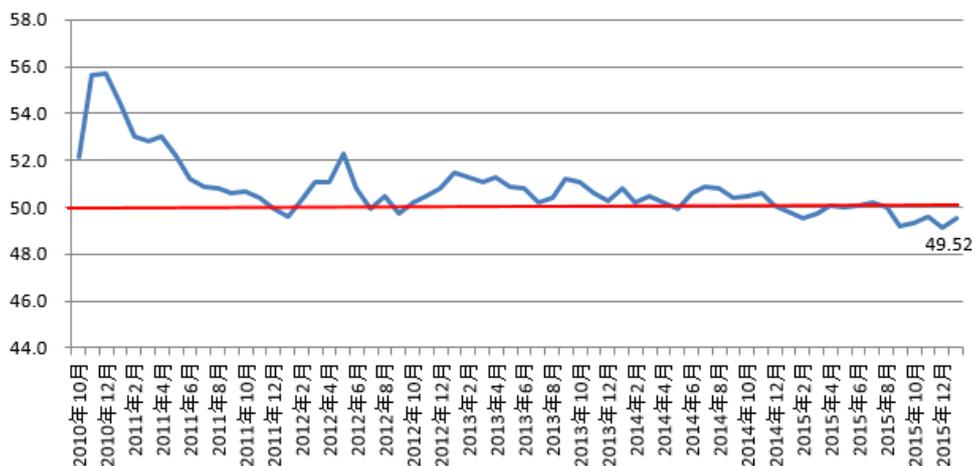
## 2016 经济下行压力加大，政府保增长决心仍在

2016 年 1 月“第一财经首席经济学家信心指数”为 49.52，在 15 年 12 月创造历史低位后稍有回升，但仍处于临界值以下。

展望 2016，GDP 增速将继续降档，在经济增长动力方面，传统产业疲态进一步暴露，工业增加值增速继续回落，房地产投资仍将一蹶不振。虽然社消仍将保持两位数增长，但经济增长压力仍将进一步加大。物价方面，2016 年通缩压力有所缓和，不过 PPI 涨幅仍将落于负值区间，CPI 涨幅也将远低于过去略高于 3% 的均值水平。在政策方面，降准降息依旧可期，银行新增贷款将继续保持在纪录高位，社会融资总量将回升，显示政府保增长动力仍在。

整体而言，2016 年经济运行结构性问题依然突出，产能过剩矛盾不断积累、金融风险开始显性化、市场预期有所恶化、宏观调控政策边际效应下降，经济下行压力较大。

第一财经首席经济学家信心指数



## 一、信心指数：1月回升至 49.52，仍不足融冰

调研结果显示，1月“第一财经首席经济学家信心指数”为 49.52，在 15 年 12 月该指数创历史最低记录后稍有回暖，但仍处于 50 枯荣线下方，显示经济学家预期整体仍较为悲观。其中，光大证券给出了最为乐观的信心指数 50.1，而最悲观的信心指数 49.0 则来自于中国银行。

兴业证券首席经济学家王涵表示，2016 年经济继续面临下行压力，年初压力可能更为明显。经济面临出口、地产投资、企业盈利、坏账率等拖累，但央行宽信用加政府宽财政下，经济可能阶段性企稳，经济增速在全年可能是前低后高的走势。货币政策上，央行仍将保持偏宽松，而且今年理顺了信用派生渠道，2016 年将是宽信用的格局。财政政策上，政府将继续加力，但更倾向于民生相关投资以及减税。

中国银行国际金融研究所常务副所长陈卫东表示，2015 年去库存、去产能和去杠杆相互叠加，经济增长动能明显不足，下行压力较大。同时，股市、汇市波动加剧，银行业不良率上升，各类金融风险积聚，稳增长和防风险的压力较大。但近一两个月以来，主要经济指标出现了企稳回升苗头，工业增速环比连续 2 个月上升，11 月同比增长 6.2%，比上月高出 0.6 个百分点，为近 5 个月最高；消费连续 4 个月回升，11 月同比增长 11.2%；投资环比增速连续 2 个月上升，经测算 10 月当月增速在 10%左右，为近 4 个月以来最高。初步预计，四季度 GDP 增长 6.9%左右，全年也在 6.9%左右。从一个侧面看，调控政策效果正在逐步显现。

## 二、GDP：2016 年增速继续放缓

调研结果显示，19 位首席经济学家对

2015 年 GDP 增速的预测均值为 6.93%，较 11 月的调研均值 6.91%略微上升。在看到了 11 月消费的强劲表现及工业的意外反弹后，经济学家小幅调升了对全年 GDP 的预期。在本次调研中，招商证券等 6 家机构给出了最为乐观的预测值 7.0%，而最悲观的预测值 6.8% 则来自巴克莱资本和野村证券。

2016 年 GDP 预测值均值为 6.58%，在 2015 年预测均值基础上继续下滑 0.35 个百分点。其中兴业银行给出了最乐观的预测值 7.0%，而野村证券则认为 2016 年 GDP 增速仅有 5.8%。

招商证券首席经济学家丁安华认为，导致 2015 年经济增速下滑的各种因素，例如投资需求的低迷、出口增速的大幅下降等等，在 2016 年并不会出现根本性的好转。因此 2016 年中国经济增速仍将维持下滑走势。但另一方面，地产投资、基建投资在近期已经表现出一些边际改善的迹象，而消费需求在收入的支持下将继续稳定增长。鉴于此，2016 年经济增速下滑的斜率可能会有所下降，这意味着 GDP 同比增速的回落速度将较 2015 年放缓。

陈卫东认为，2016 年经济将继续处在结构转换、模式重建、风险释放的关键期，经济形势总体比较严峻，面临的各种问题和矛盾将更加错综复杂。工业生产将呈现结构分化、缓中趋稳态势，节能环保、信息通讯、高端装备等新兴产业将较快增长，但这些产业体量较小，短时间内难以抵消传统产业的下拉作用。消费和服务业对经济增长的贡献率将保持在较高水平，但难以进一步上升；投资受企业盈利不佳、销售不畅的双重挤压，增速难以明显回升；进出口受 2015 年低基数影响，其增长速度或将有所回升，但要实现较快增长依然面临较大困难。

即便对 2015 年、2016 年 GDP 均作出最

乐观预期的兴业银行首席经济学家鲁政委亦认为，GDP 在第四季度可能的反弹主要得益于去年同期的低基数。反弹不意味着经济内生性的复苏，未来除非人民币汇率市场化加速推进，实际有效汇率高估逐步修正，否则经济复苏将昙花一现，从第二季度“稳增长”的压力会再度卷土重来。到那时，在外汇储备大量外流、银行资本充足率日益趋紧的双重压力下，情况将会更加复杂。

### 三、物价：通胀拐点将至，2016 全年 CPI 增幅回升至 1.6%

调研结果显示，12 月 CPI 同比增速预测均值为 1.54%，略高于国家统计局公布的 11 月统计值（1.5%）。其中，最大值 1.7%来自野村证券和麦格理集团，而德意志银行则认为 CPI 同比增速将回到 10 月 1.3%的水平。

2016 年 CPI 同比增速预测均值为 1.6%，小幅高于 2015 年预测均值 1.43%。其中最大值 2.0%来自摩根大通，而最小值 1.4%则来自德勤中国。

12 月 PPI 同比增速预测均值为-5.64%，略高于 11 月公布值-5.90%。其中预测最高值-4.0%来自中国银行，而最低值-6.0%则来自于德意志银行。

2016 年 PPI 同比增速预测均值-3.66%，高于 2015 年 PPI 同比增速预测均值-5.23%。其中最高预测值-2.4%来自民生证券，最低预测值-5.0%来自瑞穗证券。

鲁政委表示，12 月大多数食用农产品价格环比要高于 11 月，比如 12 月猪肉价格环比-0.4%（11 月环比-2.9%）；受冬季供应减少影响，12 月蔬菜价格环比 9.9%（11 月环比 5.6%），商务部统计的蔬菜价格环比涨幅更是高达 18.4%。此外，虽然 12 月国际油价大幅下跌，但发改委并未下调国内油价。综上分析，他认为 12 月 CPI 环比高于 11 月是大概率事

件。

---

#### 11 月最佳预测经济学家 12 月预测(CPI):

沈建光: 1.5%

丁爽: 1.6%

张智威: 1.3%

#### 11 月最佳预测经济学家 2016 年度预测(CPI):

沈建光: 1.7%

张智威: 1.8%

---

#### 11 月最佳预测经济学家 12 月预测(PPI):

鲁政委: -5.90%

#### 11 月最佳预测经济学家 2016 年度预测(PPI):

朱海滨: -3.50%

---

### 四、社会消费品零售总额：2016 年增速持平 2015 年

12 月社会消费品零售总额同比增速预测均值为 11.19%，基本持平国家统计局公布的 11 月数据（11.20%）。其中，11.9%的最大值来自野村证券，而德意志银行则给出了最小值 10.8%。

2016 年全年社会消费品零售总额同比增速预测均值为 10.60%，基本持平 2015 年 10.65%的增长预期。其中国家信息中心给出了最高值 11.80%，而野村证券给出了最低值 9.40%。

---

#### 11 月最佳预测经济学家 12 月预测:

赵扬: 11.90%

丁爽: 11.40%

张智威: 10.80%

#### 11 月最佳预测经济学家 2016 年度预测:

赵扬：9.40%

张智威：11.40%

## 五、工业增加值：12月增速6.05%，稍有回落

接受调研的经济学家平均预期2015年工业增加值将上升6.11%。12月工业增加值同比增速预测均值为6.05%，在11月意外升至6.2%基础后稍有回落。其中，瑞穗证券给出了最大值6.5%，招商证券给出了最小值5.8%。

工业增加值增速预计在2016年继续回落。2016年全年工业增加值同比增速预测均值为5.79%，其中光大证券给出了6.5%的最高预测值，而最低值5.2%则来自野村证券。

鲁政委认为，12月雾霾天气出现的更为频繁，似乎是工业企稳的风向标。不过11月工业增加值的超预期反弹有基数较低的影响，在低基数消失后，12月工业增加值同比增速可能小幅回落0.1个百分点。

## 六、固定资产投资增速：2016年继续下滑

2015年全年固定资产投资增速预测均值为10.29%，显著低于2014年15.3%的增速。其中最大值12%来自于国富投资，最小值9%来自于招商证券和中国银行。

2016年固定资产投资增速将可能继续下滑，经济学家预测均值为9.78%，经济下行压力继续加大。

国经中心经济研究部部长徐洪才认为，新增固定资产投资增长继续疲弱，房地产市场继续分化，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。政府与社会资本合作（PPP）项目落实和资金到位情况不尽人意，拖累了经济

增长。

鲁政委认为，政府不断释放出化解房地产库存的政策信号，而且把去库存列为明年五大工作任务之一。在政策暖风刺激下，房地产投资情绪可能趋于改善。年末财政支出高速增长，且各地方政府都会抢在十二五计划的最后一个月加大投资力度，因此12月基础设施投资增速可能稳中有升。综上，固定资产投资可能迎来久违的企稳反弹。

## 1-11月最佳预测经济学家2016年度预测：

徐高：11%

连平：10.30%

赵扬：10.30%

沈建光：10.50%

张智威：10.60%

胡伟俊：10.30%

陈卫东：10.00%

## 七、房地产开发投资：2015年增速1.04%，2016年进一步回落

经济学家预期2015年全国房地产开发投资同比增速预测均值为1.04%，这一数值将在2016年进一步回落至1.01%。2016年去库存仍是房地产主旋律，销售端的回升并不能有效传递到投资端。

北京师范大学金融研究中心主任钟伟指出，2013年之前，地产投资增速尚在20%以上，仅两年便直线滑坡至接近零。1999-2013年间，通常的规律是地产销售端转暖后约2-3个季度投资端也将好转，但这一规律从2014年第四季度开始不复存在。2015年房地产销售面积和金额很可能创历史新高，其中销售面积增加7.5%，销售金额增约15.5%，但投资端仍冰冷，房地产投资增速在2015年年底接近零，土地出让收益金增速仍是-20%。问题

的根源在于供求关系彻底逆转，库存过于巨大。

### 八、外贸：2016年贸易顺差维持高位，衰退性顺差延续

经济学家预计的2016年贸易顺差均值为5790亿美元，但参与预测的经济学家意见分歧较大，预测区间介于3000亿美元至7859亿美元之间。进出口表现均较疲弱，预计出口仅有微幅增长（0.59%），而进口将继续负增长。这意味着衰退型顺差的继续。

陈卫东认为，进出口受2015年低基数影响，其增长或将有所回升，但要实现较快增长依然面临较大困难。

徐洪才认为，外贸进出口继续负增长，出口负增长呈现扩大趋势。贸易顺差维持在高位，这不是因为出口竞争力提升了，而是进口需求疲弱。

---

11月最佳预测经济学家2016年度预测：  
常健：5830亿美元  
许思涛：6200亿美元  
周浩：6332.4亿美元

---

### 九、新增贷款：2015年新增贷款创下历史记录，2016年仍将维持高位

调研显示，12月新增贷款预测均值为6873.11亿元，其中，民生银行、渣打银行和国家信息中心给出了最大值8000亿元，野村证券给出了最小值5500亿元。

今年前11个月新增贷款已超过11万亿，创下历史新高，鲁政委预计今年最后一个月贷款加速增长的可能性不大。但即便如此，12月数字也足以推升全年新增贷款规模至近12

万亿的规模。经济学家还预测2016年新增贷款规模为11.94万亿，继续维持在纪录高位，显示银行宽信用状况仍将继续。

---

11月最佳预测经济学家12月预测：

邱晓华：7166亿元

11月最佳预测经济学家2016年度预测：

邱晓华：121486亿元

---

### 九、社会融资总量：12月预测均值11764.73亿元，2016年将进一步回升

调研结果显示，12月社会融资总量预测均值为11764.73亿元，较央行公布的11月规模（10200亿元）有所增多。其中，兴业银行给出了最大值16000亿元，民生证券给出了最小值8371亿元。这将推升2015年度社会融资总量至11.67万亿，但仍比2014年（16.46万亿元）减少约1.8万亿元。经济学家还预计2016年社会融资总量或回升增至15.21万亿元。

鲁政委认为，从历史上看12月份社会融资规模多数情况下均高于11月，由此推断12月份社会融资总量可能由上月的1.02亿反弹至1.6万亿，即使如此，社会融资余额增速仍可能小幅放缓。

社会融资总量回落而新增贷款规模达到历史高位意味着并不能从新增贷款规模的增加就直接推导出融资环境已经改善，另外政府增加直接融资的倡议并未产生期望中的效果。

---

11月最佳预测经济学家12月预测：

鲁政委：16000亿元

王涵：12000亿元

沈建光：13000亿元

11月最佳预测经济学家2016年度预测：

王涵：150000 亿元

沈建光：140000 亿元

### 十一、M2：12月13.34% 增速放缓

12月M2同比增速预测均值为13.34%，较央行公布的11月水平（13.7%）有所放缓。

其中，上海国富投资给出了最大值13.7%，渣打银行给出了最小值13%。

鲁政委指出，最近几个月M1的高速增长主要是受地方债大规模发行推动。统计显示，12月地方债发行量仅有1361亿元，明显少于11月的近1万亿元，12月M1增速可能会因此明显回落，M2增速也可能随之放缓。

11月最佳预测经济学家12月预测：

张智威：13.6%

11月最佳预测经济学家2016年度预测：

张智威：12.7%

### 十二、利率&存款准备金率：2016年继续下调

给出存款基准利率预测的14家机构均认为2016年将继续降息，存款基准利率的下调幅度在25-50个基点之间。在给出贷款基准利率预测的14家机构中，13家机构认为2016年央行将继续下调贷款基准利率，下调幅度在20-50个基点之间。国经中心徐洪才认为由于边际效应趋弱，利率继续下调的空间很小。

经济学家对于金融机构法定存款准备金率下调幅度的均值是2016年年中前下调1.04个百分点，2016年底前下调2.36个百分点。

巴克莱资本首席中国经济学家常健认为，2016年上半年央行将会降低基准利率两次，每次各25个基点。她还认为央行在2016年中将会继续下调法定存款准备金率2-3次。

瑞士信贷亚洲区首席经济学家陶冬认为，

美国加息后中国降息的空间受到挤压，常规政策工具主要落在降存款准备金率上，预计降准起码200个基点，若银行坏账大幅上升，最多降准可达400个基点。不过由于银行的金融中介功能弱化，定向宽松仍是中国人民银行的的主要政策抓手。

### 十三、汇率：中间价2016年底看至6.7，人民币贬值幅度加大

调研结果显示，2016年中人民币对美元中间价的预测均值为6.57，2016年底为6.7，意味着人民币贬值可能贯穿全年。

陶冬指出，在美国联储加息、中国出口面临寒冬的环境下，人民币汇率正在成为利率、准备金率之外的第三大货币政策工具。人民币对美元贬值是大概率事件，对一篮子货币贬值也可以想象。在资本项目开放上，基础性政策安排继续放松，但是资金跨境流动的行政审批则可能进一步收紧。

### 十四、官方外汇储备：12月预测均值3.39万亿美元，2016年全年继续减少近3000亿美元

调研结果显示，2015年底官方外汇储备预测均值为33936亿美元，较央行公布的11月水平（34383亿美元）继续缩减。其中，国家信息中心给出了最大值35000亿美元，民生银行给出了最小值32000亿美元。

参与调研的首席经济学家们预计，2016年底官方外汇储备将继续缩减至约31032亿美元，较2015年底降低2904亿美元。

鉴于对贸易顺差依旧维持在高位的预估，这意味着在中美利差缩小，以及美元升值预期下，资本外流的压力仍然巨大。

不过张智威预测2016年底外汇储备规模将达到3.5万亿美元，较2015年底回升，张智威也是11月调研中此分项的最佳预测者。

11月最佳预测经济学家 12月预测：

张智威：34700 亿美元

11月最佳预测经济学家 2016年度预测：

张智威：35000 亿美元

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

## 十五、政策：更加注重加减乘除并举

2016年是我国“十三五规划”的开局之年，经济将继续处在结构转换、模式重建、风险释放的关键期，经济形势总体上还比较严峻，面临的各种问题和矛盾将更加错综复杂。

我国进入全面建成小康社会决胜阶段，不是新一轮大干快上，不能靠粗放型发展方式、靠强力刺激抬高速度实现“两个翻番”，否则势必走到老路上去，那将会带来新的矛盾和问题。中央经济工作会议提出了“三去”，即去产能、去库存和去杠杆；同时也提出了“两扩”，即扩大有效需求和扩大有效供给。过去中国经济高速增长时，做的主要是加法与乘法，求大、求量、求速度。现在提出加减乘除并举，显然强调的是多用减法和除法，来为经济发展中的多种矛盾“拆弹”。去库存、去杠杆、去产能过剩、降成本等正是为了纠正过去一味求快的发展方式，放慢脚步化解矛盾，攻坚经济转型升级。



## 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

## Survey Report

表 1 CBNRI 首席经济学家调研：2016 全年

指标	均值	区间
信心指数	49.52	49.0 -- 50.1
GDP, %	6.58	5.8 -- 7.0
CPI, %	1.6	1.2 -- 2.0
PPI, %	-3.66	-5.0 -- -2.4
社会消费品零售总额, %	10.6	9.4 -- 11.8
工业增加值	5.79	5.2 -- 6.5
固定资产投资	9.78	7.6 -- 12.5
全国房地产开发投资增速, %	1.01	-2.5 -- 5
贸易顺差: 亿美元	5790	3000 -- 7859
出口, %	0.59	-4 -- 3.5
进口, %	-1.78	-8 -- 5.7
新增贷款: 万亿元	11.94	9.8 -- 13.5
社会融资总量: 万亿元	15.21	13.2 -- 18
M2 同比, %	12.63	10.6 -- 13.5
官方外汇储备: 万亿美元	3.10	2.60 -- 3.50
存款基准利率, % (2016 年中)	1.27	1.00 -- 1.5
存款基准利率, % (2016 年底)	1.17	1.00 -- 1.25
贷款基准利率, % (2016 年中)	4.13	3.85 -- 4.50
贷款基准利率, % (2016 年底)	4.02	3.85 -- 4.50
存款准备金率, % (2016 年中)	15.96	15.0 -- 17.0
存款准备金率, % (2016 年底)	14.64	12.5 -- 16.0
人民币对美元 (2016 年中)	6.57	6.36 -- 6.80
人民币对美元 (2016 年底)	6.70	6.45 -- 6.9

表 2 CBNRI 首席经济学家调研：2015 年 12 月

指标	均值	区间
GDP (全年), %	6.93	6.8 -- 7.0
CPI, %	1.54	1.3 -- 1.7
PPI, %	-5.64	-6.0 -- -4.0
社会消费品零售总额, %	11.19	10.8 -- 11.9
社会消费品零售总额 (全年), %	10.65	10.3 -- 11.0
工业增加值, %	6.05	5.8 -- 6.5
工业增加值 (全年), %	6.11	6.0 -- 6.6
固定资产投资, %	10.23	10.0 -- 10.6
固定资产投资 (全年), %	10.29	10.0 -- 11.1
全国房地产开发投资增速 (全年), %	1.04	0.8 -- 1.5
贸易顺差 (全年): 亿美元	5942	5000 -- 6332
出口同比, %	-7.03	-12.0 -- -4.0
进口, %	-12.36	-17.6 -- -8.0
出口 (全年), %	-2.96	-3.5 -- -1.3
进口 (全年), %	-14.32	-15.9 -- -4.5
新增贷款: 亿元	6873	5500 -- 8000
社会融资总量: 万亿元	1.18	0.84 -- 1.60
M2 (全年), %	13.34	13.0 -- 13.7
官方外汇储备: 万亿美元	3.39	3.2 -- 3.5