

## 聚焦中国

# 中国的经济扩张和政策紧缩周期走到哪里？

梁红

hong.liang@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080513050005

SFC CE Ref: AJD293

易峴

eva.yi@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080515050001

SFC CE Ref: AMH263

**中国的 2017 年 1 季度宏观经济数据超出预期，但市场仍然对经济增长的可持续性存有疑虑。**

我们认为，中国的经济复苏很可能仍处于早期阶段，未来有望持续。经济复苏的启动得益于自 2015 年年中以来货币和财政政策的显著放松，而复苏早期在房地产、汽车和上游行业等领域表现得最为鲜明。然而，随着企业现金流和就业情况改善、外需回升，经济复苏范围逐步扩大，本轮复苏的持续性也在上升。

因此，政策退出宽松、或是政策“紧缩”也很有可能尚处于早期阶段。政策退出宽松旨在矫正（相对于经济周期而言）过度的政策刺激，而不是压制经济增长。因此，政策变化的节奏往往会是渐进的，先从货币条件的适度紧缩开始，而财政政策的调整通常要晚得多。

通过加强监管来清除过高的“金融杠杆”是否会导致实体经济增速大幅下滑？尽管需要密切关注可能的下行风险，但我们认为目前的政策环境下，重演类似 2013 年“钱荒”的可能性不高。今年金融领域的“整治行动”可能会打击过度杠杆化的套利交易，但不太可能波及实体经济。

从周期波动的角度来看，宏观政策的及时调整是保持经济增长可持续性的重要条件。因此，目前的货币和财政政策的调整均有助于延长本轮经济增长的时间。

中长期来看，经济持续增长的关键仍在于提高生产力，而这一点需要多年的观察才能证实或证伪。虽然市场普遍认为中国仍需要实施大刀阔斧的结构性改革才能够稳定经济增长，但我们认为，中国近年来已经在改革上实施了不少举措，一些新的“改革红利”已经隐约可见。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



## 中国的经济扩张和政策紧缩周期走到哪里？

**2017年1季度宏观经济数据超出预期，但市场仍然对经济增长的可持续性存有疑虑。**虽然大多数分析师并未能预见到2016年4季度以来经济增长的明显加速，但有趣的是，不少人已判定2017年1季度是本轮复苏的“顶部”，暗示或明确表示近期经济增长将大幅放缓。与此同时，央行退出货币宽松的立场变得更加明确——今年1季度央行两度上调7天回购操作利率，同时监管机构开始加大银行表外去杠杆的力度。这些政策也加剧了市场对经济增长可能会受到负面影响的担忧。

**我们认为，中国的经济复苏很可能仍处于早期阶段，未来有望持续。**自2011年年末以来，中国经济增长持续放缓，于2015年4季度见底（名义GDP同比增长6%）；2016年上半年经济增长开始逐步企稳回升，4季度以来明显加速。经济复苏的启动得益于自2015年年中以来货币和财政政策的显著放松，而早期的复苏在房地产、汽车和上游行业等领域表现得最为鲜明。然而，随着企业现金流的改善、就业活动回暖、以及外需的回升，经济复苏范围逐步扩大，本轮复苏的持续性也在上升：

1. 企业盈利、现金流和偿债能力均出现明显改善，支撑制造业在经历了长达4~5年的资本支出收缩之后，开始新一轮资本支出扩张周期（图表1和图表2）。
2. 企业利润回升传导至更多中下游行业，其收入增长、利润率也有所改善。我们注意到，随着资本支出的回升和制造业升级的启动，机械和IT设备行业增速自2016年4季度以来明显上升（图表3和图表4）。
3. 制造业就业也开始回暖，为消费需求回升助力（图表5）。
4. 此前强劲的房地产销售令许多热点城市房地产库存大幅下降，房地产行业存在再库存需求（图表6）。
5. 消费需求保持旺盛（图表7）。
6. 外需环境也有望对本轮复苏继续提供有利的支持（图表8）。

图表1：企业“ROE”上升



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表2：企业现金流与偿债能力明显上升

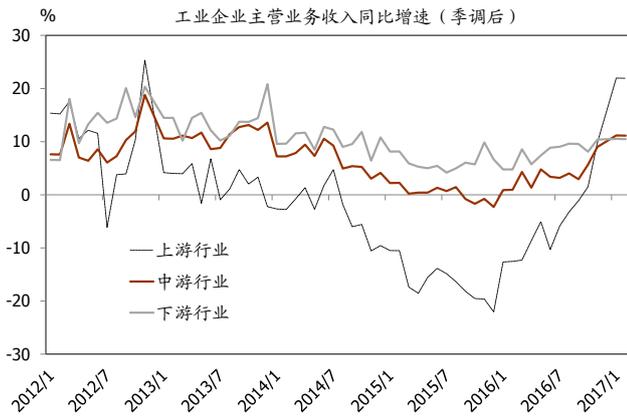


资料来源：CEIC，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

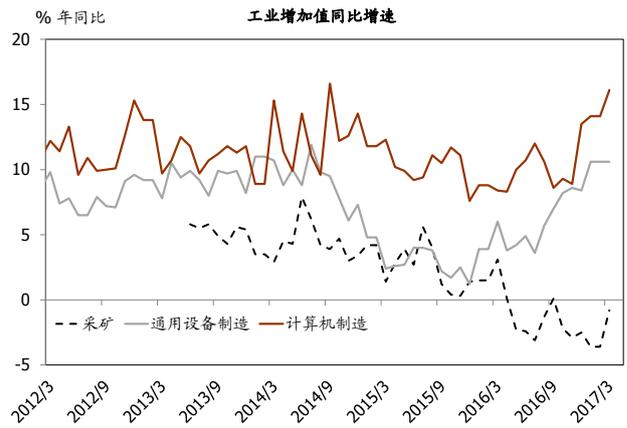


图表3：再通胀范围扩大到更多的中下游行业



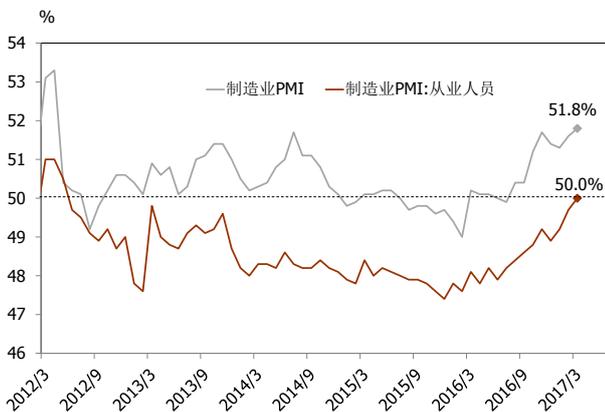
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表4：制造业资本开支周期与制造业升级开始启动



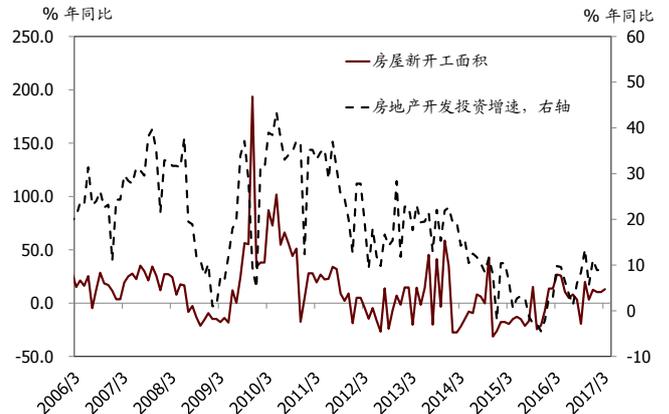
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表5：制造业就业开始回暖



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表6：房地产行业再库存周期开始



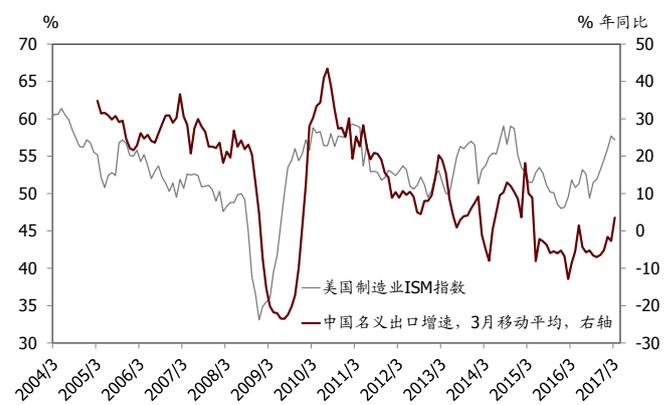
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表7：消费需求保持强劲



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表8：外需环境较为有利



资料来源：CEIC，中金公司研究部

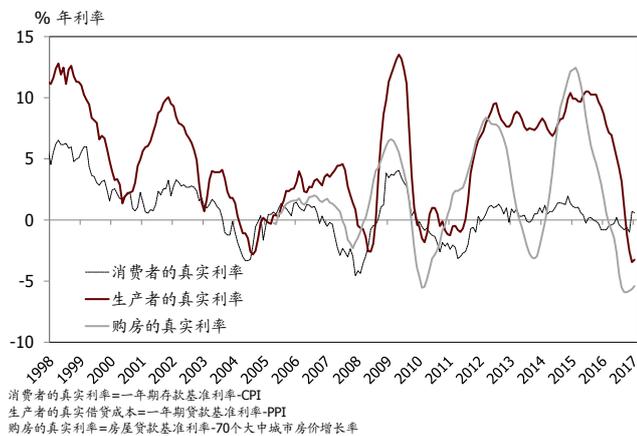
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



因此，政策退出宽松、或是政策“紧缩”也很可能尚处于早期阶段。政策退出宽松旨在矫正（相对于经济周期而言）过度的政策刺激，而不是压制经济增长。因此，政策变化的节奏往往会是渐进的，先从货币条件的适度紧缩开始，而财政政策的调整通常要晚得多。此外，财政宽松往往会逐步从增加支出转向减税，因为与增加支出的政策相比，减税政策的落实往往需要更长的时间。

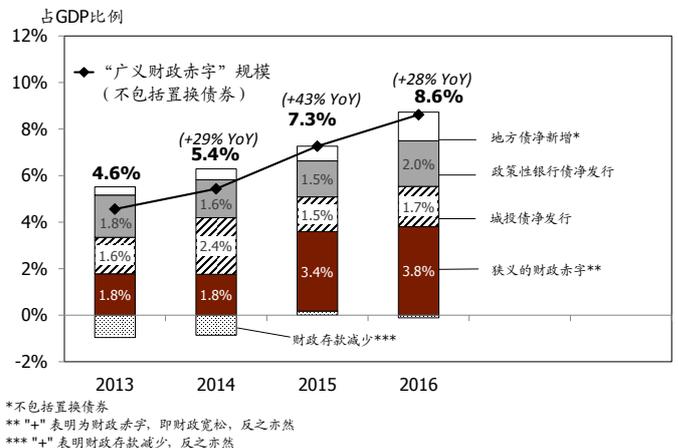
1. 尽管央行自2016年8月以来两次上调7天回购利率，但实际利率仍然处于非常低的水平，对经济增长不构成制约（图表9）。
2. 虽然今年政策性银行债等准财政负债的新增规模可能会有所缩减，但总体财政政策或将仍然维持宽松，考虑到1）以去年准财政大幅扩张为支持的大量基建项目仍处于早期落地阶段（图表10和图表11）；2）服务业营改增和新一轮减税措施预计将在2017年实现减税降费4,500~5,000亿元；以及3）财政存款下降和机关团体存款增速放缓表明政府在盘活存量财政资金方面正取得较为明显的进展（图表12）。
3. 同时，货币流通速度开始上升。也就是说，在信贷增长没有进一步提速的情况下，经济增长也可能继续加快（图表13）。我们的确看到，今年以来杠杆率开始平缓甚至有望回落（图表14）。在企业层面，资产周转率也开始加快，同时应收账款比率下降（图表15和16）。

图表9：真实利率保持低位，对增长不形成制约



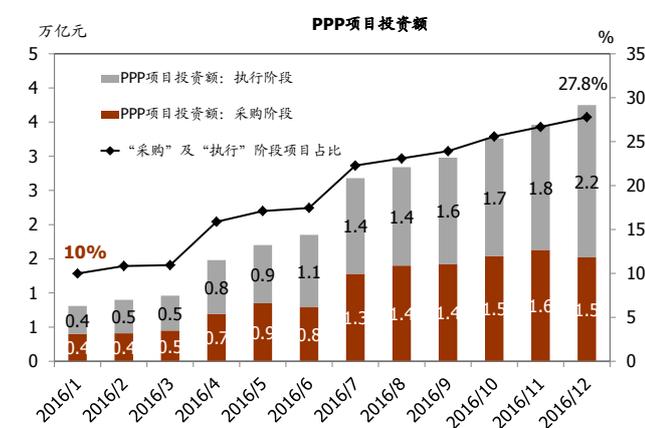
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表10：去年准财政扩张幅度很大



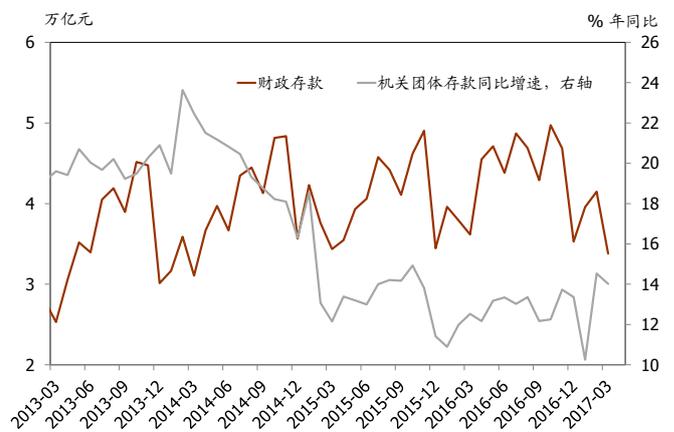
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表11：大量基建项目仍处于早期落地阶段



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表12：财政存款下降、机关团体存款增速放缓

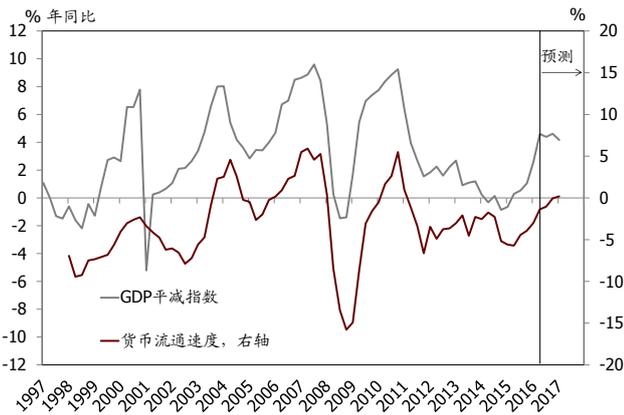


资料来源：CEIC，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

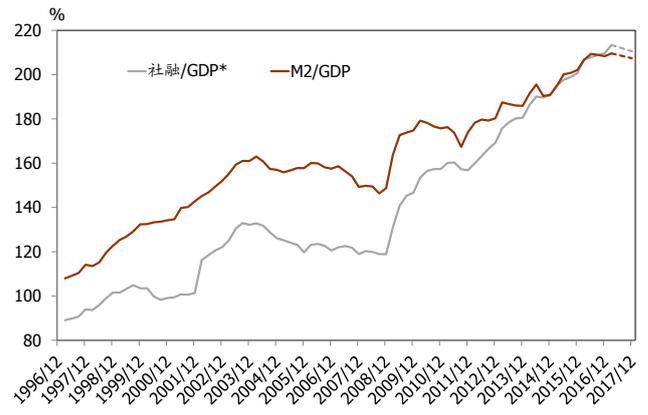


图表 13: 货币流通速度加快...



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 14: ...而杠杆率开始回落



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 15: 工业企业资产周转率小幅上升



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 16: 工业企业应收账款比率下降



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

通过加强监管来清除过高的“金融杠杆”是否会导致实体经济增速大幅下滑？金融监管加强是近期债券和股票市场表现疲弱的原因之一。尽管需要密切关注可能的下行风险，但我们认为目前的政策环境下，重演类似 2013 年“钱荒”的可能性不高。主要是由于 1) 监管机构之间的政策协调已经明显改善，央行会及时注入流动性以保持市场稳定；以及 2) 目前国内外经济环境均在改善之中。因此，今年金融领域的“整治行动”可能会打击过度杠杆化的套利交易，但不太可能波及实体经济。

投资者应该如何看待经济增长的可持续性？我们认为，从周期波动的角度来看，宏观政策的及时调整仍然是关键。换句话说，随着经济复苏，政策制定者应及时采取行动，以防止经济过热。从这个意义上讲，目前的货币和财政政策调整均有助于延长本轮经济上升周期的可持续性。中国过去宏观调控的经验表明，及时的政策调整对于防止需求过热和投资的“大起大落”大有裨益。

中长期来看，经济持续增长的关键仍在于提高生产力，而这一点需要多年的观察才能证实或证伪。虽然市场普遍认为中国还需要实施大刀阔斧的结构性改革才能够稳定经济增长（也有观点认为，由于人口结构或其他结构性缺陷，中国经济的大幅放缓将不可避免），但我们认为，中国近年来已经在改革上实施了不少举措，一些新的“改革红利”已经隐约可见。例如，2013 年反腐行动的开展导致许多高端消费品（如茅台酒）需求大幅下滑，但在大众消费升级需求的驱动下，这些高端消费品自去年底以来已恢复正增长。“同样的产品，不同的消费者”——在去除了与腐败相关不可持续的需求之后，目前消费升级带来的需求则更具有持续性。

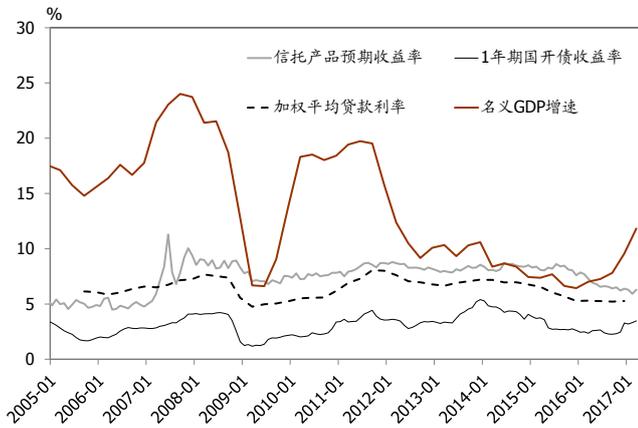
很少有人质疑中国私人部门的投资效率，但市场仍然对政府主导项目的投资回报率抱怀疑态度。本轮基建投资的效率仍有待未来几年的观察，但与 2009 年的大规模基建投资相比，本轮投资过程的规划更加完善，市场化程度更高。此外，2013 年以来的大力反腐有望显著减少政府主导投资中的“跑冒滴漏”现象。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



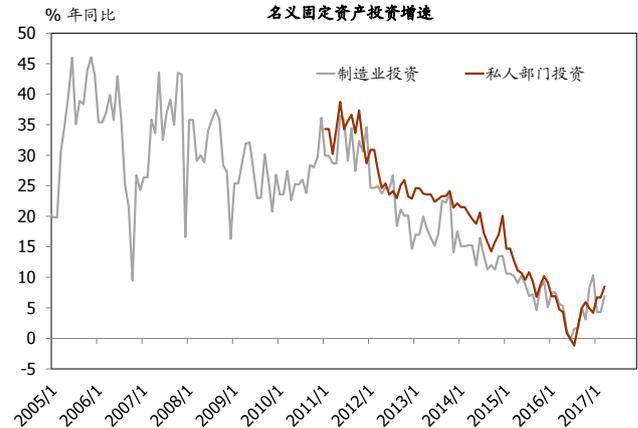
综上所述，我们认为本轮经济增长周期很可能比市场预期的更具有持续性——政策退出宽松并未对经济增长的势头造成制约，而国内制造业资本支出扩张和全球经济复苏均有望继续。短期来看，我们将密切关注调整后社融增速和加权平均融资成本的变化，以衡量货币退出宽松对经济周期的潜在影响。中长期来看，我们将继续关注中国投资收益的变化，以评估本轮信贷和投资周期的效率。

图表 17：名义利率水平对增长不形成制约



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 18：制造业资本支出有较大的上升空间



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，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。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。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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

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、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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

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。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照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》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。

本报告由受金融服务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，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 [http://research.cicc.com/disclosure\\_cn](http://research.cicc.com/disclosure_cn)，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

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

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

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。

V160908  
翻译：黄金城  
编辑：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) 8359-0535

### 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

