

宏观展望系列

2016年07月18日

下半年宏观经济运行中的六大风险

概述

2016年上半年，宏观经济呈现趋稳迹象，GDP增长6.7%超出预期，工业企业利润增长由负转正并持续增长，居民消费价格温和上涨，工业领域通缩进一步收窄；与此同时，伴随着供给侧改革推进，经济结构呈现持续优化态势。但是，经济运行中的结构性矛盾依旧突出，一些周期性、结构性问题需要重点关注。

风险一：在周期性力量以及政策作用下，房地产业由上半年的“火爆”或将再次进入短期调整阶段。

2016年上半年受前期宽货币政策以及由此带动的市场预期变化影响，房地产市场出现全面回暖，房市交易市场的回暖带动房地产投资、新开工面积等指标的改善。这是否意味着涉及行业面广对经济增长具有重要影响的房地产业是否已经渡过调整周期企稳回暖呢？我们仍然维持一季度的观点：在房地产供求结构性失衡、在目前库存水平尤其是三四线城市库存依然较高，人口结构变化等阶段性特征变化的情况下，房地产业仍处于去库存与分化发展的调整周期中，行业全面回暖还言之过早。由于人口结构变化、库存依旧高企等仍处于行业调整周期，短期改善或可持续，但中期去库存仍需3-5年的时间。在房价快速飙升甚至引起市场关于楼市资产价格泡沫担忧，中央和相应地方及时出手调整了部分调控政策，房地产市场出现趋缓调整的迹象。5月份商品房累计销售、房地产投资同比增速出现了微幅收窄的新迹象；先行指标大幅回升，其他指标增幅均有放缓或者回落。与此同时，房地产企业信心有所下滑，三、四线及以下城市高库存房企面临资金链断裂风险，资金供给的可持续性面临挑战，而企业负债率创历史新高；虽然房地产投资资金来源增长有所加快，但主要是前期交易火爆带来的定金及预付款、房贷等来源的增长大幅提升而带来的，占比较大的国内银行贷款持续低迷，非银金融机构贷款连续两个月下滑，而利用外资和外商直接投资等其他来源增长不同程度上滑，这说明金融机构和企业本身对未来至少下半年的房地产发展持谨慎态度。

风险二：制造业基本面并未明显改善，企业盈利改善并无实质性需求改善推进，未来仍有重回恶化可能。上半年，我国规模以上工业企业增加值同比增长比上年同期略有好转，企业营业收入保持稳定增长，利润增长由负转正，工业领域价格指数下降幅度在不断收窄，这些数据向好似乎说明中国工业、制造业在不断转好；但是事实上，制造业基本面并没有明显的改善，工业领域这些指标的改善并不是因为需求有所恢复、企业成本实质性下降等决定趋势能够持续的关键性因素带来的，企业盈利的改善、工业品价格降幅的收窄更多是刺激政策以及大宗商品价格低位反弹波动引致。工业领域存在的产能过剩、债务问题等仍然考验下半年中国经济。

风险三：民间投资增长持续下滑改善概率较小，企业持币待投资的“流动性陷阱”持续。上半年，民间投资增长持续下滑，民间投资的下滑，我们认为与当前实体经济的投资回报率不断降低、民企投资门槛相对过高、企业的税负负担以及融资难并没有明显改善、资本外流等因素均有关系。一方面投资回报率下滑，另一方面，企业对经济前景不乐观，导致企业没有信心在购置机器设备、研发等方面进行投资，而是倾向于持币观望。这直接反映为上半年狭义货币(M1)大幅增长了24.6%，远高于广义货币(M2)11.8%的增幅。民间投资下滑是多个因素综合作用的结果，我们认为短期这些因素并没有明显改善的迹象，而是否能实质性改善最主要取决于中国供给侧改革的推进和实施情况，因此未来要提振民间投资，就必须进一步推进政府简政放权、国有企业改革、财税改革等多项改革。随着改革进入到深水区，改革的复杂性、艰巨性更为前所未有。而在供给侧结构性改革取得明显进展之前，我们认为民间投资恐难有明显回升。

风险四：非金融企业去杠杆加速推动过剩行业信用风险加剧释放，传导至金融体系风险不断累积。去杠杆、去产能是今年中央五大重要任务中的两大任务，产能过剩和非金融企业债务率过高是目前产业发展面临的重要问题。中央在今年5月下旬曾经表态：未来三年要处置345家僵尸企业，用两年压缩煤炭和钢铁10%产能等等；6月国新办在债务吹风会对未来去杠杆路径也有所明确。尽管这将加大制造业下行压力，但在改革转型的关键时期，我们认为下半年去杠杆、去产能的进程或将有所加快；随之而来的，或是过剩产能企业信用风险的进一步释放。而事实上，近两年来，部分企业的债务风险不论是银行贷款、信托贷款还是债券市场，均有违约事件的发生。与此同时，企业经营困难和房地产市场调整，引发危及银行等金融系统稳定，银行贷款坏账率持续上升、影子银行风险增加，商业银行不良资产和不良贷款比例均有所上升。伴随着供给侧结构性改革的推进，过剩产能不断出清，当前的信用风险暴露还只是开始，未来违约事件或将加快发生；在信用风险加快暴露的过程中，金融体系中的银行受到大范围或者某一环节出问题波及到银行体系，那么系统性风险的发生概率就要提升。

风险五：人民币汇率短期波动和双向波动加强对国内金融市场冲击影响仍将加强。随着汇率形成机制的改革以及市场的变化，2014年以来，由于汇率的供求基础已经从对外贸易的高速增长顺差、金融与资本账户的双顺差转变为贸易衰退式顺差、资本项目对外投资为主的双向流动，人民币汇率形成机制更为市场化，参考一揽子货币因素增强，双向波动幅度加大。人民币汇率的短期波动和双向波动加强将加大我国金融市场的波动以及增加货币政策调控的难度；在我国利率市场化和汇率形成机制改革向纵深发展的大环境下，境内外利差、汇差变动将推动着各类经济主体寻找市场投资和投机的机会，是推动资金跨境流动的重要力量，短期内跨境资金双向流动增加也是必然的。如果人民币过快贬值，将与资本流出与国内股市波动形成恶性循环，压缩货币政策操作空间，有可能使货币市场利率上升，引发债市风险。同时，还会使企业海外负债成本增加，可能造成部分企业出现短期偿债风险。

风险六：基建投资仍是下半年稳增长的主力，但是整体资金来源仍面临一定不确定性。从固定资产投资构成来看，制造业、房地产和基础设施投资占固定资产投资总额近70%，是固定资产投资的主要构成部分；目前在产能过剩和房地产市场处于调整周期的背景下，制造业投资依然保持低迷，而房地产开发投资也会受到行业短期调整影响增长恐难以持续改善；作为主力军基础设施建设投资仍然是下半年稳定投资、稳定经济增长的主力。我国的基础设施投资主要由地方政府推动，依赖地方政府信用，通过城投融资实现。要保持基建高速增长，预算内财政和PPP模式融资是主要解决方式。但是财政收入放缓和PPP模式推进的缓慢使得依赖于地方政府信用背书获取城投融资的基础设施投资面临一定的资金压力。从目前的固定资产投资资金来源来看，1-6月份固定资产投资资金来源增长比上半年以及去年同期均有所改善，但依然处于较低水平。在财政支出持续发力的作用下，预算内资金增速连续4个月保持20%以上的高位态势，但后期会面临财政收支矛盾进一步加剧的约束；随着实体经济投资回报率下降，投资信心有所影响，这部分资金下半年大幅改善的可能性极小，而民间投资的走势或许在一定程度上能反映出这份资金增长的动向。虽然下降幅度收窄，但利用外资持续下滑。总体上来看，固定资产投资尤其是稳增长主力的基础设施投资下半年极大可能性仍然会面临资金来源约束。

联络人

作者

研究咨询部宏观与债券小组

袁海霞 010-66428877-656

hxyuan@ccxi.com.cn

其他联络人

研究咨询部董事总经理

张英杰 010-66428877-649

yjzhang@ccxi.com.cn

5月经济月报，6月27日；

5月金融数据点评，5月18日

3月价格数据点评，4月11日；

外汇储备近四个月首现改善，二季度或有一

次降准；4月7日；

3月PMI数据点评；4月5日；

2月工业企业利润数据点评；3月28日；

2月宏观经济月报；3月15日；

中采PMI连续7个月处于荣枯线之下、

经济运行持续探底中，3月1日；

两会前央行降准，有利于托底经济增长，

2016年2月29日；

2016 年上半年宏观经济呈现先短期企稳而后有所下滑的态势，经济运行中的积极因素不断加强：房地产销售等持续改善，并带动固定资产投资增长回升；工业领域通缩进一步缓解，企业利润增长由负转正；居民消费价格温和上涨，消费需求总体平稳；与此同时，伴随着供给侧结构性改革推进，经济结构呈现持续优化态势。但是，经济运行中的结构性矛盾依旧突出，我们认为下半年需要重点关注以下六大风险。一是在周期性力量以及政策作用下，房地产业由上半年的“火爆”或将再次进入短期调整阶段；去库存化进程中，房地产分化发展态势加剧。二是制造业基本面并未明显改善，企业盈利改善并无实质性需求改善推进，未来仍有重回恶化可能。三是民间投资增长持续下滑改善概率较小，企业持币待投资的“流动性陷阱”持续。四是随着供给侧结构性改革实质性推进，非金融企业去杠杆加速推动过剩行业信用风险加剧释放，传导至金融体系风险不断累积。五是人民币汇率短期波动和双向波动加强对国内金融市场冲击影响仍将加强。六是基建投资仍是下半年稳增长的主力，但是整体资金来源仍面临一定不确定性。

（一）在周期性力量以及政策作用下，房地产业由上半年的“火爆”或将再次进入短期调整阶段；去库存化进程中，房地产分化发展态势加剧。

从 2014 年的“9.30”新政到 2015 年的“3.30”新政，再到 9 月份的针对三、四线城市刚需的新政有所加码，这些刺激政策对房地产企业和住房购买者在资金渠道和首付比例上都有很大的放松，对房地产销售的改善都起到了促进作用。尤其是随着央行多次降准降息，货币环境大幅宽松，虽然经济通缩疲弱并没有明显改善，但宽货币对股市、债市、房地产等各类资产价格影响则更为明显，尤其是最近一、二线房地产价格的飙升，更是体现了宽松货币对资产价格的推升影响。2016 年初以来，在全国房地产“去库存”背景下，房地产交易市场延续去年 7 月以来的持续回暖，尤其是一线城市交易火爆，房价飙涨；“地王”出现从一、二线城市转向三、四线城市。随着中央和相应的地方政府针对一线及个别热点城市 2016 年年初特别是 3 月份房价的快速飙升，中央和相应的地方政府及时出手，调整了部分调控措施，政策调整的时机、力度总体把握比较得当。

对于上半年房地产市场的回暖，房市交易市场的回暖带动房地产投资、新开工面积等指标的改善，这是否意味着涉及行业面广对经济增长具有重要影响的房地产业是否已经渡过调整周期企稳回暖呢？我们仍然维持一季度的观点：在房地产供求结构性失衡、在目前库存水平尤其是三四线城市库存依然较高，人口结构变化等阶段性特征变化的情况下，房地产业仍处于去库存与分化发展的调整周期中，行业全面回暖还言时过早，在之前的研究报告中，我们阐述了由于人口结构的变化，行业供求拐点在 2013 年已经出现，目前房地产市场已经从“供不应求、总体偏紧”

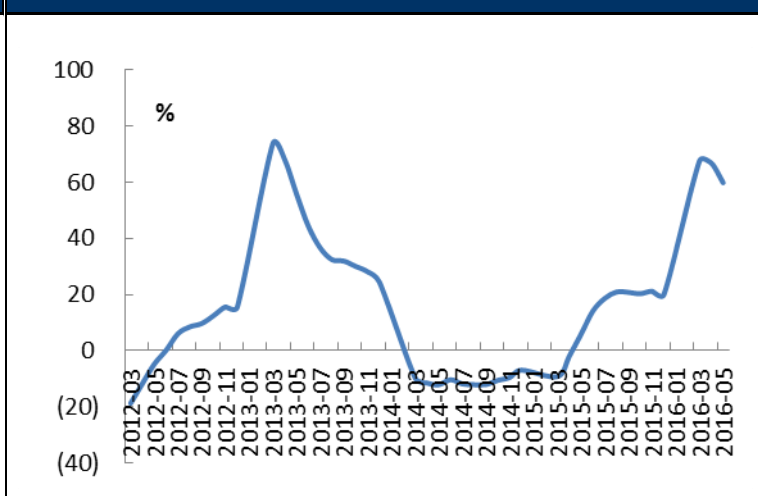
转向“供过于求、总体偏松”、供求结构性失衡的调整周期中，按照 2015 年的销售速度，去库存仍需 4-5 年推进¹。而 5 月份的数据也在逐步印证我们的观点。上半年房地产市场的回暖很大程度是政策影响以及由此带动的市场预期变化带来的；在房价快速飙升甚至引起市场关于楼市资产价格泡沫担忧，中央和相应地方及时出手调整了部分调控政策，房地产市场出现趋缓调整的迹象。5 月份开始，商品房累计销售、房地产投资同比增速出现了微幅收窄的新迹象；先行指标大幅回升，其他指标增幅均有放缓或者回落。

图 1：房地产销售量价均有所回落



数据来源：中诚信国际整理

图 2：房地产景气指数已开始回调



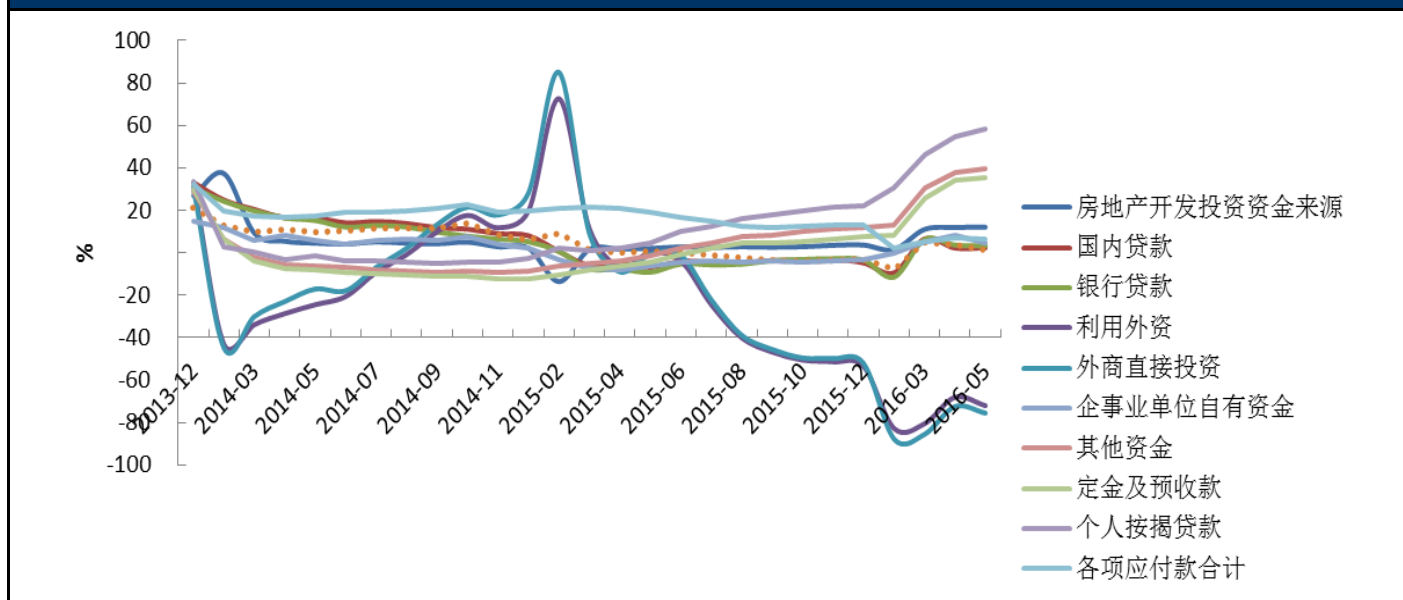
数据来源：中诚信国际整理

与此同时，房地产企业信心有所下滑，三、四线及以下城市高库存房企面临资金链断裂风险，资金供给的可持续性面临挑战，而企业负债率创历史新高；从房地产开发投资增长来看，虽然房地产投资资金来源增长有所加快，但主要是前期交易火爆带来的定金及预付款、房贷等来源的增长大幅提升而带来的，占比较大的国内银行贷款持续低迷，非银金融机构贷款连续两个月下滑，而利用外资和外商直接投资等其他来源延续不同程度的下滑，这说明金融机构和企业本身对未来至少下半年的房地产发展持谨慎态度。从数据来看，2016 年 1-5 月，房地产开发资金来源增长 12%，其中，国内银行贷款增长 3.2%，增幅比上月缩减 0.4 个百分点，非银金融机构贷款下滑 2.5%；利用外资和外商直接投资分别下滑 72.1%和 75.6%，下降幅度均比上月进一步扩大；而房地产定金及预付款、个人房贷则保持爆发式增长，二重分别增长 35.2%和 58.5%，均比上月有不同程度的加快。考虑到 5 月销售价格和销售面积增长均有不同程度的放缓，下半年二者增长放缓是大概率事件。因此，一方面，企业信心较为谨慎，另一方面，房地产负债率进一步上升，

¹见一季度宏观运行风险报告；以 2015 年销售面积(约 12.4 万亿平方米)为去库存进行速度，而以目前商品房待售面积 (7.4 万亿平方米) 以及开工面积 (60.4 万亿平方米) 作为库存基数，还需要 $((7.4+60.4)/12.4)$ 大约 5.4 年去库存。同时考虑到施工面积中包含当年已经竣工面积、施工面积中部分已经作为期房销售面积等因素，总体需要 4-5 年的时间进行去库存。

而信贷违约尤其是三四线城市信贷违约风险上升，金融机构等资金供给方态度更为谨慎，这使得房地产企业后续资金来源面临不确定性，进而影响房地产投资后劲不足，未来经济下行压力依然较大。

图 3： 房地产开发投资资金来源增长放缓



数据来源：中诚信国际整理

房地产业无论对经济增长还是民生领域，都是一个影响重大的问题。由于人口结构变化，库存高企尤其是三四线城市库存压力巨大，行业发展仍然处于调整下行周期中。今年一季度宏观经济的小周期回调，在相当大程度是由于去库存背景下限购政策放松带来房地产市场量价飙涨、房地产投资出现改善等因素带来的；从房地产调控对行业的影响来看，过去的“十年九调”带来的是房价逢调必涨，民生怨声载道，2015年底以来房市飙涨，市场对于房地泡沫担忧再起²，而调控再度回归过去；由此可见，政府调控面临稳增长与泡沫催生的困境。虽然三、四线城市去库存仍是主要方向，但行业发展处于调整周期中，调控政策预期不明确，房地产业发展出现短期反复的情况也是极有可能发生的；而由于行业牵涉面广、影响力大，不确定性对当前下行压力持续较大的中国经济增长波动带来一定压力。

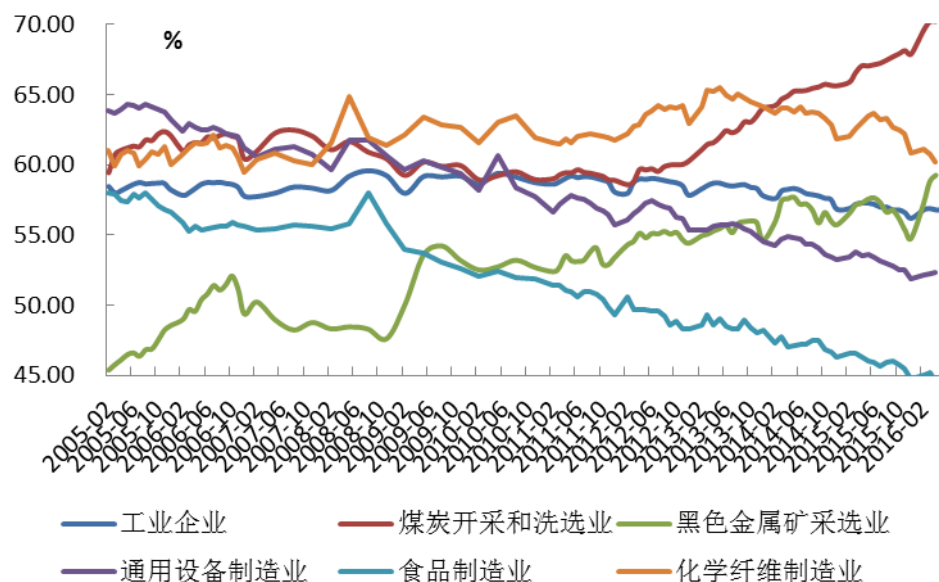
（二）制造业基本面并未明显改善，企业盈利改善并无实质性需求改善推进，未来仍有重回恶化可能。

从上半年的数据来看，我国规模以上工业企业增加值同比增长比上年同期略有好转，企业营业收入保持稳定增长，利润增长由负转正，工业领域价格指数下降幅

² 袁海霞、崔子晓，“需关注房地产资产泡沫风险”，《投资北京》，2016年第4期。

度在不断收窄，这些数据的向好似乎说明中国工业、制造业在不断转好；但是事实上，制造业基本面并没有明显的改善，工业领域这些指标的改善并不是因为需求有所恢复、企业成本实质性下降等决定趋势能够持续的关键性因素带来的，企业盈利的改善、工业品价格降幅的收窄更多是刺激政策以及大宗商品价格低位反弹波动引致。工业领域存在的产能过剩、债务问题等仍然考验下半年中国经济：在全球产能过剩的背景下，我国工业领域长期的产能过剩问题与供给不足的结构性矛盾改善并不明显，我国水泥、粗钢、平板玻璃、电解铝等行业的产能利用率在 67%、67%、68%、78%左右；而部门领域仍然存在供给不足，比如、电信、金融、教育、文化、养老等领域，尽管市场化方向的改革不断推进，但由于长期的严重垄断或者管制，阻碍了社会资本的进入，影响社会资源配置效率的提升，从而也导致这些领域供给严重不足，价格过高等等。

图 4： 煤炭等过剩行业资产负债率仍在攀升

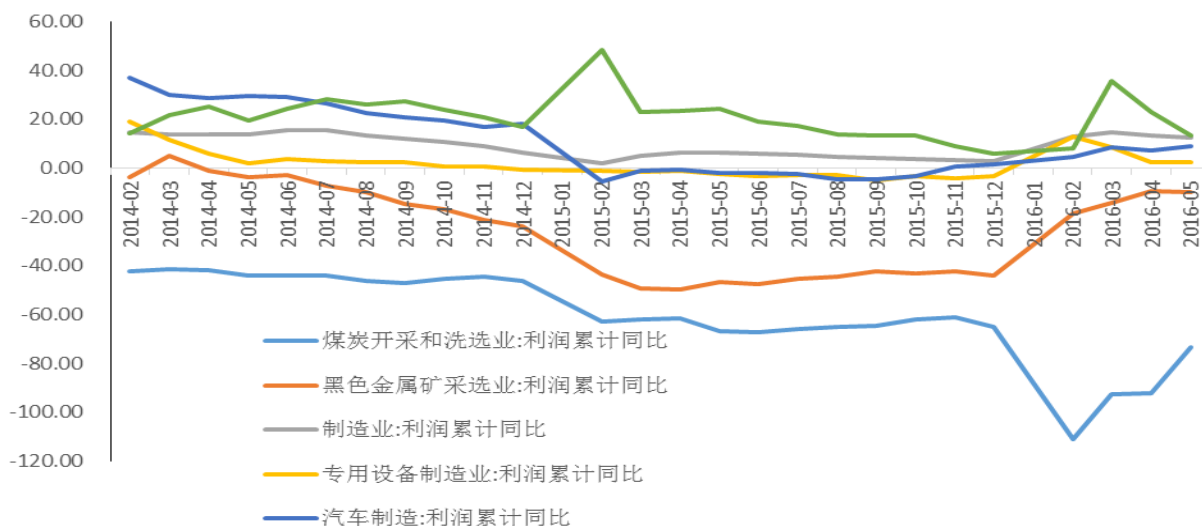


数据来源：中诚信国际整理

随着我国债务率的攀升，非金融企业债务率过高的问题仍是考验经济发展的重要问题，随着企业部门去杠杆推进，过快去杠杆、去杠杆过慢、如何去杠杆以及去杠杆面临的风险处理等都是极具挑战的问题（去年的股灾等教训）。从未来发展来看，PMI 等先行指标的下滑，反映了制造业未来走势仍然疲弱；实体经济依然以下困境，一方面实际融资和运营成本依然较高，另一方面价格传导机制不顺畅带来上游升本无法向下游转移；与此同时，在大宗商品价格走势仍可能低位波动的情况下，需求未有明显改善，去产能推进带来下行压力，未来工业企业盈利走势有可能出现恶化迹象。而民间投资增长的下滑，不仅反映了民间投资对未来经济走势的信

心预期，更是反映了中国制造业低迷的本质。

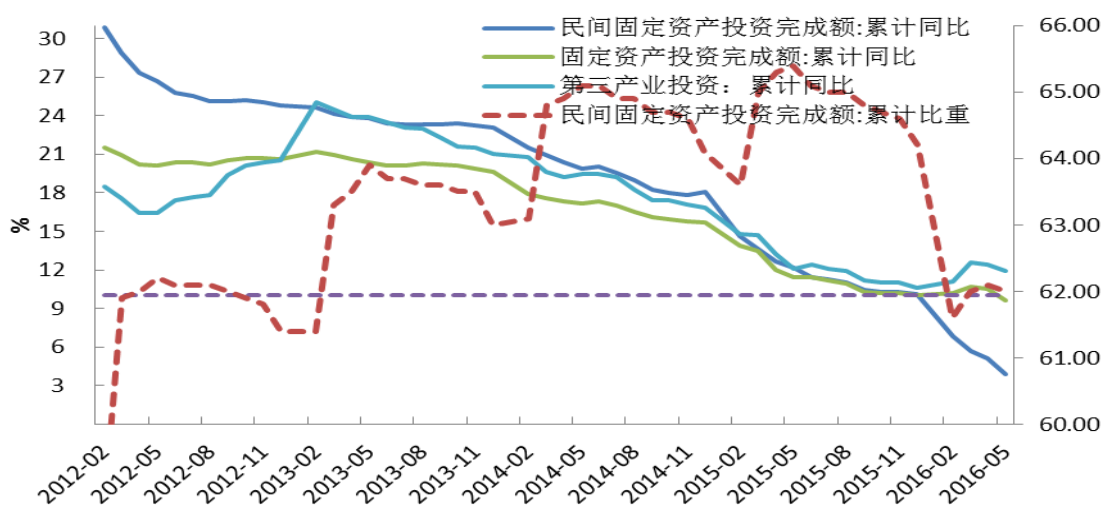
图 5：煤炭、黑色金属等行业利润增长走势



数据来源：中诚信国际整理

（三）民间投资增长持续下滑改善概率较小，企业持币待投资的“流动性陷阱”持续

图 6：民间投资增长持续下滑，占比有所下降

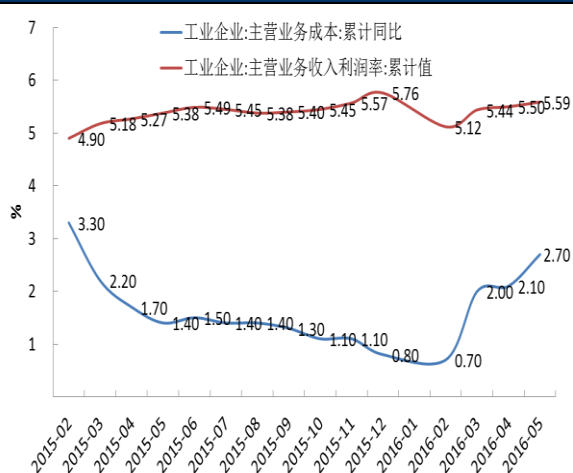


数据来源：中诚信国际整理

上半年固定资产投资按年仅增长 9%，其中民间投资更是大幅放缓至 2.8%，其中 6 月份当月增速更是首次出现负增长。与之相对应的，则是国企投资的快速增长，上半年按年增速达到了 23.5%。民间投资的下滑，我们认为与当前实体经济的投资回报率不断降低、民企投资门槛相对过高、企业的税负负担以及融资难并没有明显改善等因素均有关系。

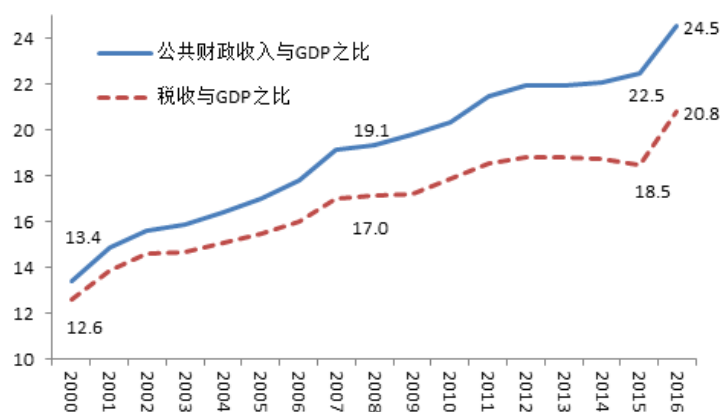
首先，近年来经济生产中的投资回报率（无论是制造业还是房地产业）与以往相比均在不断降低，这是最为直接的原因；**其次**，民企的投资门槛过高。虽然近几年不断出台一些放松民间投资管理的政策，但是在一些有发展潜力的服务业领域，诸如养老、医疗、教育、旅游等，仍存在着不少政策性限制。在基础设施投资方面，尽管国务院出台不少政策文件明确支持民间投资，也在部分行业推出了一批政府和社会资本合作项目（PPP），但这些项目期限很长，其中蕴含大量的政策风险（政府换届等）、市场风险、运营管理风险及环境风险，民间投资不敢轻易涉足，项目落地率普遍不超过三成。**再次**，企业的税费负担过重以及融资困难没有明显改善。为降低企业的税费负担，从降低企业的用电、“五险一金”成本，到取消不合理的收费和中介环节以及税制改革（营改增），国家出台的政策措施不可谓不多。但政策从出台到产生实际效果，需要不短的时间。而从税收占 GDP 比重、公共财政收入占 GDP 比重等宏观税负指标依然上扬。在融资方面，银行有自己的规定和利益考量，并不会因为国家出台了政策就普遍降低对中小企业的贷款门槛。**第四**，外流的流出也是民间投资低迷的原因之一。近两年，受人民币汇率波动加剧、美元加息等多种因素影响，我国已有数千亿美元资金流到国外，其中很大一部分是民企通过移民、海外投资等方式转移出去的。

图 7：降成本有一定效果，但并不明显；



数据来源：中诚信国际整理

图 8：税收、财政收入占 GDP 比重有所上扬

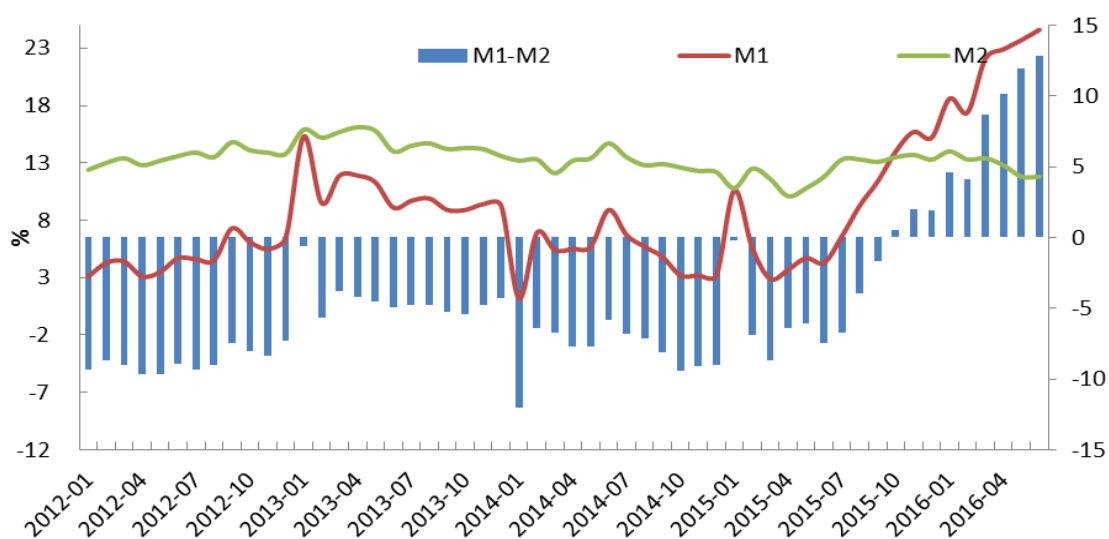


数据来源：中国人民大学、中诚信国际预测整理

一方面投资回报率下滑，另一方面，企业对经济前景不乐观，导致企业没有信

心在购置机器设备、研发等方面进行投资，而是倾向于持币观望。这直接反映为上半年狭义货币（M1）大幅增长了 24.6%，远高于广义货币（M2）11.8%的增幅。同时企业家信心指数、中小企业发展景气指数的下滑也说明微观主体对未来经济前景的不乐观。而民间投资下滑是多个因素综合作用的结果，我们认为短期这些因素并没有明显能够改善的迹象，而是否能实质性改善最主要取决于中国供给侧改革的推进和实施情况，因此未来要提振民间投资，就必须进一步推进政府简政放权、国有企业改革、财税改革等多项改革。随着改革进入到深水区，改革的复杂性、艰巨性更为前所未有。而在供给侧结构性改革取得明显进展之前，我们认为民间投资恐难会有明显回升。

图 9： M1 与 M2 增速不断扩大，反映了企业持币投资的“流动性陷阱”持续



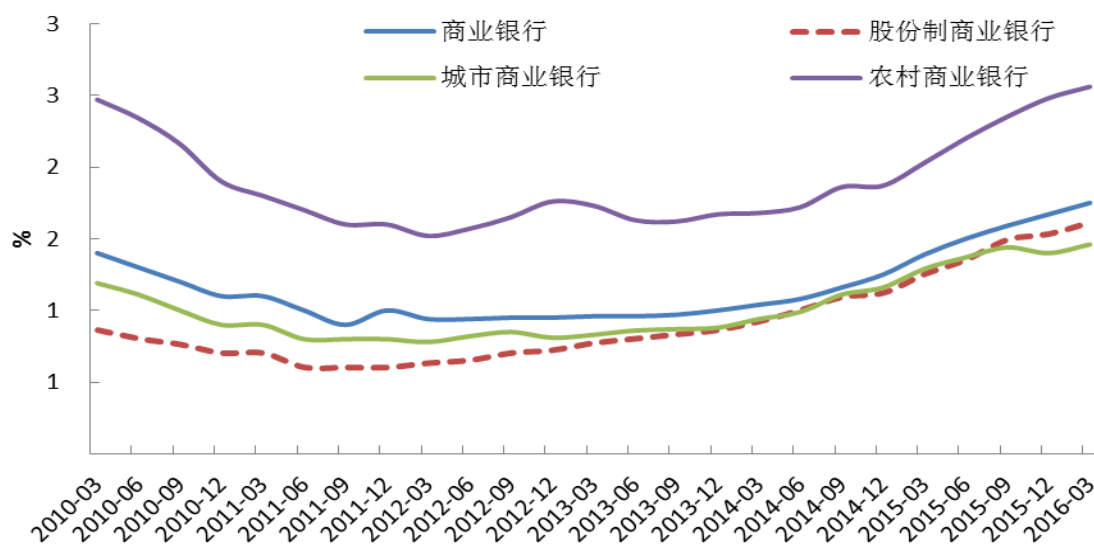
数据来源：中诚信国际整理

（四）非金融企业去杠杆加速推动过剩行业信用风险加剧释放，传导至金融体系风险不断累积。

去杠杆、去产能是今年中央五大重要任务中的两大任务，产能过剩和非金融企业债务率过高是目前产业发展面临的重要问题。中央在今年 5 月下旬曾经表态：未来三年要处置 345 家僵尸企业，用两年压缩煤炭和钢铁 10% 产能等等；6 月国新办在债务吹风会对未来去杠杆路径也有所明确。尽管这将加大制造业下行压力，但在改革转型的关键时期，我们认为下半年去杠杆、去产能的进程或将有所加快；随之而来的，或将是过剩产能企业信用风险的进一步释放。上半年债券市场频频爆发违约事件的表现，从已经违约的山东山水、保定天威再度违约到亚邦、东特钢、云峰私募债等违约，从民企到国企，从煤炭到汽车制造，违约事件和信用风险事件爆发频率均有所升级，更加说明了随着经济筑底持续，结构调整和过剩产能出清艰巨进

行，违约事件常态化几乎不可避免。在这个过程中，中小企业尤其是民营企业由于缺少扶植政策风险释放更为彻底。

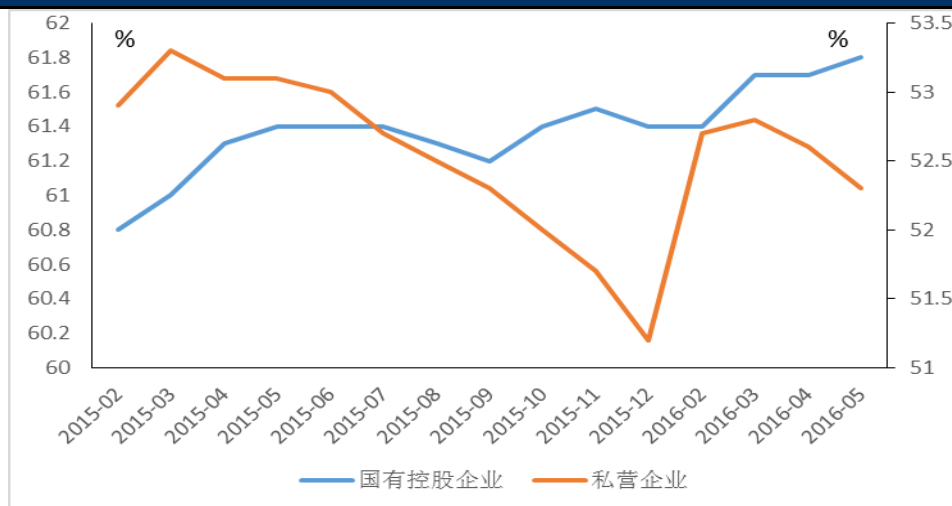
图 10： 我国商业银行不良贷款率在上升（单位%）



数据来源：中诚信国际整理

而事实上，近两年来，部分企业的债务风险不论是在银行贷款、信托贷款还是债券市场，均有违约事件的发生。与此同时，企业经营困难和房地产市场调整，引发危及银行等金融系统稳定，银行贷款坏账率持续上升、影子银行风险增加，商业银行不良资产和不良贷款比例均有所上升。伴随着供给侧结构性改革的推进，过剩产能不断出清，当前的信用风险暴露还只是开始，未来违约事件或将加快发生；在信用风险加快暴露的过程中，金融体系中的银行受到大范围或者某一环节出问题波及到银行体系，那么系统性风险的发生概率就要提升。

图 11： 上半年国有企业和私营企业去杠杆有所分化，私营企业去杠杆比较明显（资产负债率）



数据来源：中诚信国际整理

（五）人民币汇率短期波动和双向波动加强对国内金融市场冲击影响仍将加强。

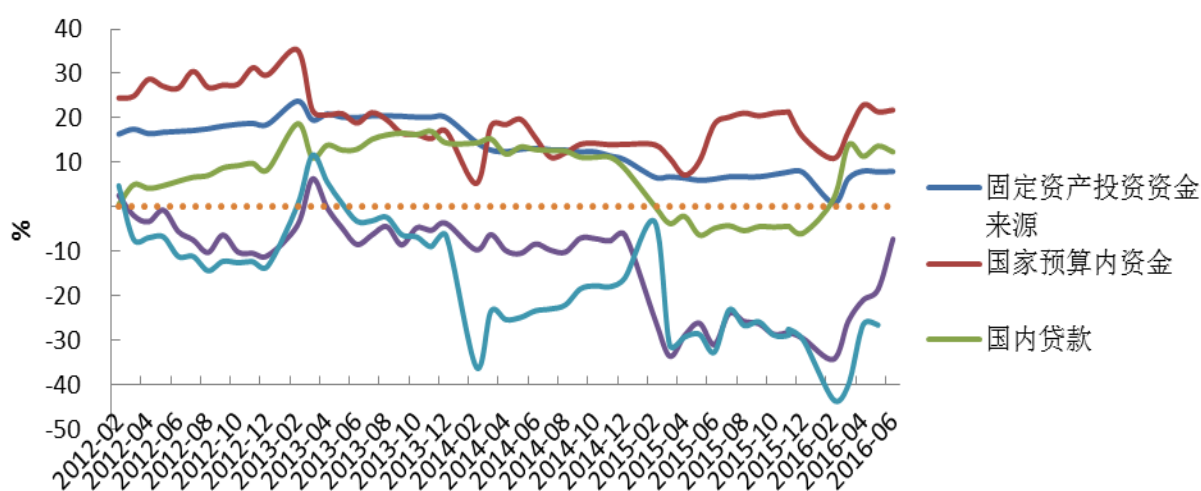
近十年以来，我国推进人民币汇率形成机制改革持续进行。2005年5月放弃固定汇率政策，开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，并将银行间即期外汇市场人民币对美元日波幅限定为千分之三。此后，2007年、2012年、2014年持续将波幅扩大至2%。随着人民币NDF与人民币汇率中间价的差距不断扩大，2015年2月波幅经进一步扩大至2.5%。为增强中间价的市场化程度和基准性，2015年8月11日人民银行完善人民币兑美元汇率中间价报价机制。按照这一机制，做市商在每日银行间外汇市场开盘前，参考上日银行间外汇市场收盘汇率，综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化向中国外汇交易中心提供中间价报价。

随着汇率形成机制的改革以及市场的变化，2014年以来，由于汇率的供求基础已经从对外贸易的高速增长顺差、金融与资本账户的双顺差转变为贸易衰退式顺差、资本项目对外投资为主的双向流动，人民币汇率形成机制更为市场化，参考一揽子货币因素增强，双向波动幅度加大。2015年8月以及2016年年初，人民币汇率延续了去年底快速贬值的趋势，跨境资本流出规模加大，在一定程度上引起了我国金融市场乃至全球金融市场的波动；尽管后期随着监管部门的干预、美国加息预期的减弱、美元走低等，人民币兑美元汇率走势由大幅波动转为相对稳定，但无疑汇率波动对金融市场的稳定影响作用加大。而近期，人民币兑美元汇率贬值压力凸显，短期波动有所加剧，尤其是英国脱欧事件后，英镑、欧元贬值带来美元被动升值，人民币短期内贬值的压力进一步增强；随着人民币贬值，或许是市场接受程度加大，金融市场如股市和债市波动并没有像去年以及年初受到很大影响，外汇储备继4月小幅改善后，虽然降幅收窄，但仍呈现趋势性减少迹象。但无疑，人民币汇率的短期波动和双向波动加强将加大我国金融市场的波动以及增加货币政策调控的难度；在我国利率市场化和汇率形成机制改革向纵深发展的大环境下，境内外利差、汇差变动将推动着各类经济主体寻找市场投资和投机的机会，是推动资金跨境流动的重要力量，短期内跨境资金双向流动增加也是必然的。如果人民币过快贬值，将与资本流出与国内股市波动形成恶性循环，压缩货币政策操作空间，有可能使货币市场利率上升，引发债市风险。同时，还会使企业海外负债成本增加，可能造成部分企业出现短期偿债风险。

（六）基建投资仍是下半年稳增长的主力，但是整体资金来源仍面临一定不确定性

从固定资产投资构成来看，制造业、房地产和基础设施投资占固定资产总额近70%，是固定资产的主要构成部分；目前在产能过剩和房地产市场处于调整周期的背景下，制造业投资依然保持低迷，而房地产开发投资也会受到行业短期调整影响增长恐难以持续改善；作为主力军基础设施建设投资仍然是下半年稳定投资、稳定经济增长的主力。我国的基础设施投资主要由地方政府推动，依赖地方政府信用，通过城投融资实现。要保持基建高速增长，预算内财政和PPP模式融资是主要解决方式。但是财政收入放缓和PPP模式推进的缓慢使得依赖于地方政府信用背书获取城投融资的基础设施投资面临一定的资金压力。

图 12： 固定资产投资资金来源增长略有改善，但依然处于较低水平



数据来源：中诚信国际整理

从目前的固定资产资金来源来看，1-6月份固定资产投资资金来源增长比上半年以及去同期均有所改善，但依然处于较低水平。在财政支出持续发力的作用下，预算内资金增速连续4个月保持20%以上的高位态势，国内贷款增长比上月和一季度略有回落，利用外资仍保持下滑，但下滑幅度收窄；总体而言，在国家预算持续高位增长的带动作用，固定资产投资资金来源有所改善；但是从未来来看，固定资产投资后续依然面临资金来源困境。具体来看，国家预算内资金保持增长，后期仍要受到因为经济放缓、结构性减税等因素导致的财政收入增长放缓牵制，上半年的财政收支矛盾进一步加剧，预算内资金在高位增长的基础上再上台阶比较困难；在总体资金中占比15%以上的国内贷款，增长12.4%，比上月回落0.7个百分点，下半年随着央行稳健政策的持续，信贷增长将保持平稳态势，此项增速大幅改善的概率较小；占比超过50%的自筹资金（包括债券融资等）增长1.4%，随着实体经济投资回报率下降，投资信心有所影响，这部分资金下半年大幅改善的可能性极

小，而民间投资的走势或许在一定程度能反应出这份资金增长的动向。虽然下降幅度受灾，但利用外资持续下滑。总体上来看，固定资产投资尤其是稳增长主力的基础设施投资下半年极大可能性仍然会面临资金来源约束。

中诚信国际信用评级有限公司和/或其被许可人版权所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，中诚信国际对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，中诚信国际不对任何人或任何实体就 a) 中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b) 即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。

报告编号 20161022 (S)

作者	部门	职称
袁海霞	研究咨询部	高级分析师，高级经理