

中国经济金融展望季报

2014 年第 4 季度（总第 20 期）

报告日期：2014 年 9 月 25 日

要点

- 今年以来，受外需减弱、房地产市场调整和产能过剩等因素的影响，我国经济下行压力持续增大，上半年 GDP 增长 7.4%，比上年同期回落 0.2 个百分点。
- 预计 2014 年全年经济将延续“低增长+低通胀”格局，GDP 增长 7.4%左右，比上年回落 0.3 个百分点，CPI 上涨 2.2%左右，比上年回落 0.4 个百分点。
- 当前，中国正处在向新常态转变的关键时期，新常态初现端倪。未来几个季度经济明显回升的可能性不是很大，经济正处在向“去产能”和“去杠杆”叠加阶段转变。
- 在经济下行压力较大、通胀水平较低背景下，需要政策适度放松。财政政策在继续优化支出结构的基础上，可考虑把继续降低小微企业税费负担、提高个人所得税起征点、加大地下基础设施建设等作为重要选项；货币政策在坚持总体稳定和定向调控的同时适当放松。

中国宏观经济预警指数

| 指标名称 | 2013 | | | | 2014 | | | | | | | |
|---------------|------|----|----|----|------|----|----|----|----|----|----|----|
| | 9 | 10 | 11 | 12 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 |
| 1. 财政支出 | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 2. M1 | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 3. 发电量 | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 4. 城镇固定资产投资增速 | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 5. 工业增加值同比增长率 | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 6. 社会消费品零售总额 | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 7. 居民消费价格指数 | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 8. 财政收入 | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 9. 金融机构各项贷款余额 | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 10. 进出口总额 | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 综合判断 | 23 | 23 | 23 | 21 | 21 | 19 | 18 | 19 | 20 | 21 | 19 | 18 |

资料来源：中国银行国际金融研究所

中国银行国际金融研究所
中国经济金融研究课题组

课题组长：陈卫东

副组长：曹远征

宗良

钟红

课题组成员：周景彤

马相东

李建军

王敏（贸金）

李佩珈

高玉伟

李艳

梁婧

联系人：周景彤

电话：010-66592779

邮件：zjtlucky@163.com

新常态下经济维持一定的增速十分重要

——中国银行中国经济金融展望季报（2014年第4季度）

今年以来，受外需较弱、房地产市场调整和产能过剩等因素的影响，我国经济下行压力持续增大，上半年 GDP 增长 7.4%，比上年同期回落 0.2 个百分点。进入三季度，不论从工业生产、发电量、投资和消费等实体经济指标，还是从新增贷款、货币供应量、社会融资总量等金融指标，亦或是从官方和汇丰 PMI、消费者信心指数等先行指标来看，经济下行压力还在增大。预计全年经济运行将延续“低增长+低通胀”格局，GDP 增长 7.4%左右，比上年回落 0.3 个百分点，CPI 上涨 2.2%左右，比上年回落 0.4 个百分点。

由于经济总量（盘子）增大和结构变化，近几年我国就业弹性系数有所提高，就业形势在经济下行的大背景下保持了总体稳定，这在一定程度上提高了政府对经济下行的容忍度。但值得关注的是，就业是一个滞后指标，在经济下行的“去库存”阶段，企业不会轻易解雇工人，就业可能会保持一定时期的稳定，一旦经济从“去库存”阶段转入痛苦的“去产能”和“去杠杆”的叠加阶段，失业人数将会增加，可能抵消经济总量增大和结构变化对就业的正面作用，使就业问题在某一时间集中凸显出来。我们预判，未来几个季度经济明显回升的可能性不是很大，经济正处在“去产能”和“去杠杆”的重叠阶段。

当前，中国正处在向新常态转变的关键时期，新常态初现端倪，保持一定速度的经济增长是顺利实现这一转变的条件。政策方面，在经济下行、通胀较低背景下，政策需要放松，也可以适度放松。应对本轮经济下行，财政政策应发挥更重要的作用，在继续优化支出结构的基础上，可考虑把降低中小微企业税费负担、提高个人所得税起征点、加大地下基础设施建设等作为重要政策选项；货币政策在坚持总体稳定和定向调控的同时适当放松。有关部门开始对商业银行实施存款偏离度管理，为缓解该政策可能对商业银行信贷投放能力的

抑制，可考虑尽快对贷存比指标进行调整。

一、2014 年三季度经济形势回顾与四季度展望

（一）增长下行、通胀较轻，“防失速”必要性上升

1. 经济继续探底，全年 **GDP** 增长 **7.4%**左右

今年初，受外需减弱、房市调整和产能过剩等因素的影响，我国经济下行压力继续增大，一季度 **GDP** 增长 **7.4%**，比 2013 年全年回落了 **0.3** 个百分点。4 月份以来，政府出台了扩大铁路和保障房投资、减免中小企业税费、定向降准等一系列微刺激政策。随着这些政策效应的显现，再加上去年的低基数，二季度 **GDP** 增长 **7.5%**，比一季度回升了 **0.1** 个百分点。但进入三季度以来，不论从工业生产、发电量、投资和消费等经济指标，还是从新增贷款、货币供应量、社会融资总量等金融指标，亦或是从官方和汇丰 **PMI**、消费者信心指数等先行指标来看，经济下行压力还在继续增大，依然处于探底阶段。基于以上事实，再考虑到去年的较高基数，本报告将三季度我国 **GDP** 增长预期下调至 **7.3%** 左右。三季度经济增长低于市场预期的原因主要有两个：一个是房地产市场全面调整，房地产市场一头连着投资一头连着消费，全程连着生产，因此房地产市场对经济方方面面的影响超过了市场预期；二是政府采取了“微刺激”，特别是定向调控政策，没有进行“大水漫灌”，对经济的刺激力度不像以往（比如 2009 年）那么大。

尽管经济在下行，但就业保持了平稳，这是今年经济运行中的一大亮点。8 月末，我国 31 个大城市城镇调查失业率保持在 **5%** 左右。1-8 月份，城镇新增就业 **970** 多万人，同比多增 **10** 多万人。经济下行，就业反而好转，主要原因在于经济总量变大和结构转变。第一，随着 **GDP** 总量（盘子）的增大，每 1 个百分点的 **GDP** 增长带动的就业人数显著增多。2009 年，每 1 个百分点的 **GDP** 增长能创造 **119.8** 万人的新增就业。到了 2013 年，每 1 个百分点的 **GDP**

增长能创造 170.1 万的新增就业，比 2009 年增加了 42%（图 3）；二是服务业比重提高。2013 年我国第三产业增加值占 GDP 的比重为 46.1%，首次超过第二产业成为第一大产业，今年上半年这一比重进一步提高到 46.6%。由于第三产业就业弹性系数较高（图 4），近两年来服务业增速加快、比重提高，使整个经济增长对就业的拉动作用明显提高。

图 1：中国 GDP 季度增长走势

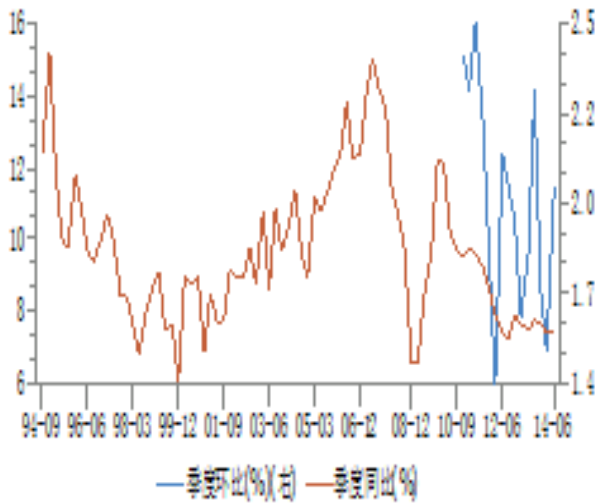


图 2：中国宏观经济预警指数

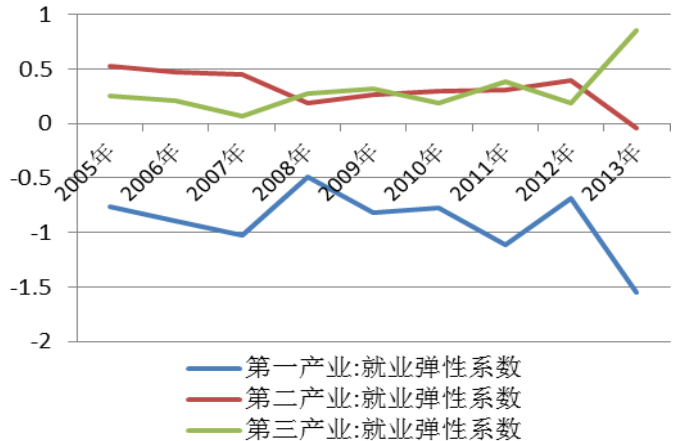
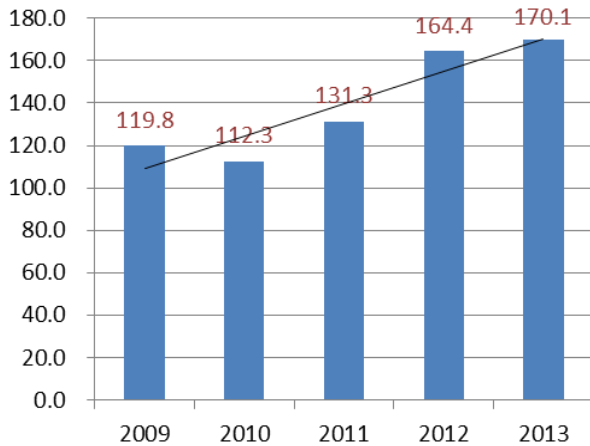
| 指标名称 | 2013 | | | | 2014 | | | | | | | |
|---------------|------|----|----|----|------|----|----|----|----|----|----|----|
| | 9 | 10 | 11 | 12 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 |
| 1. 财政支出 | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 2. M1 | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 3. 发电量 | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 4. 城镇固定资产投资增速 | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 5. 工业增加值同比增长率 | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 6. 社会消费品零售总额 | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 7. 居民消费价格指数 | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 8. 财政收入 | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 9. 金融机构各项存款余额 | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 10. 进出口总额 | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 综合判断 | 23 | 23 | 23 | 21 | 21 | 19 | 18 | 19 | 20 | 21 | 19 | 18 |

资料来源：中国银行国际金融研究所

由于总量（盘子）增大和结构转变，我国经济的就业弹性系数有所提高，使在经济下行大背景下，就业形势总体保持了稳定，这在一定程度上提高了政府对经济下行的容忍度。一般认为，只要就业不出问题，经济增长高一点或者低一点，都是可以容忍的。但需要关注的是，就业是一个滞后指标，在经济下行的“去库存”阶段，出于节约员工转换成本、提高员工忠诚度等方面的考虑，企业一般不会轻易解雇工人，就业短期内可能保持稳定，一旦经济从“去库存”阶段转入痛苦的“去产能”和“去杠杆”叠加阶段，部分企业破产倒闭、关停并转，部分工人失业将成为必然现象，这时失业人数的增加可能会抵消前述经济规模增大和结构转变对就业的正面作用，就业问题就可能集中凸显。从当前

多种信息判断，未来几个季度经济明显回升的可能性不是很大，经济正处在“去产能”和“去杠杆”的重叠阶段。

图 3：经济增长 1 个点拉动的新增就业 **图 4：三大产业就业弹性系数**



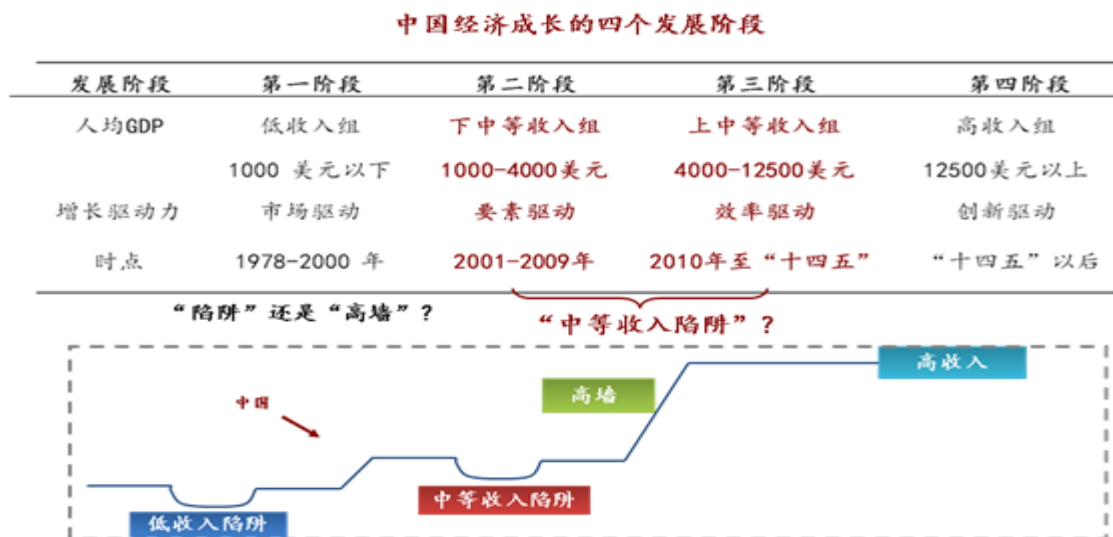
资料来源：中国银行国际金融研究所

2. 保持一定的经济增长不仅十分必要，而且也是有可能的

基于过去高投入、高消耗、高污染和低效率的旧常态，在经济发展的新常态下，经济增长的适当减速是符合经济发展规律的，也是十分必要的。但是，经济放缓不能太快，当前保持一定速度的增长依然十分重要。第一，是实现两个“翻番”目标的需要。根据我们的测算（表 2），要实现十八大提出的两个“翻番”，即到 2020 年，国内生产总值和城乡居民收入比 2010 年翻一番的目标，在 2014-2020 年间，GDP 年均增速需要达到 6.7% 以上，城镇居民可支配收入和农村居民人均纯收入分别需要增长 6.8% 和 5.8%。二是顺利跨越“中等收入陷阱”的需要。2013 年我国人均 GDP 为 6800 美元，正处在从上中等收入国家向高收入国家迈进的关键时期（表 1）。如果未来 10 年，我国人均 GDP 每年能保持 7% 左右的增长，那么到 2024 年前后，我国人均 GDP 就会越过 12500 美元的分界线，成为高收入国家。三是从可能性来讲，未来若干年保持 7% 左右的增速也是有可能的。在后面专题部分，我们具体测算了未来 10 年中国潜在

增长率的变化情况，2014-2020 年，我国潜在增长率大约在 7.3%左右（表 5）。

表 1：中国经济发展阶段与跨越“中等收入陷阱”



资料来源：中国银行国际金融研究所

因此，不论从实现两个“翻番”目标、跨越“中等收入陷阱”的必要性，还是从经济潜在增长率的可能性考虑，当前把我国经济增长速度维持在 7%甚至略高一点（因为越到后期增速会相对较低）都是合适的。相反，任由经济回落，不利于实现两个“翻番”目标和跨越“中等收入陷阱”，对结构调整、防范金融风险等也都是不利的。眼下中国，正处在由旧常态向新常态转变的关键时期，尽管新常态初现端倪，但尚未完全进入新常态，保持一定速度的增长确实是必要的，同时也是顺利实现这一转变的前提条件。

表 2：实现两个“翻番”目标要求的年均增长率

| 指 标 | GDP (亿元) | 城镇居民人均可 支配收入 (元) | 农村居民家庭人 均纯收入 (元) |
|------------------------------|-------------|---------------------|---------------------|
| 2010 年 (基期) | 401512.8 | 19109.4 | 5919.0 |
| 2020 年 (2010 年不变价, 翻一番) | 803025.6 | 38218.9 | 11838.0 |
| 2013 年 (2010 年不变价) | 509038.9 | 24121.1 | 7690.6 |
| 实现“翻番”目标需要 2014-2020 年均增长 | 6.7% | 6.8% | 5.8% |

资料来源：中国银行国际金融研究所

3. 物价总体保持低水平，PPI“转正”短期无望

物价之所以如此受到关注，因为其关系着企业生产、居民消费以及宏观政策，是经济运行的核心观测指标。2014 年以来，通胀水平总体较低，前 8 个月 CPI 累计上涨 2.2%，低于上年同期 0.3 个百分点，这也是 2009 年以来同期最小涨幅。今年前 8 个月物价水平较低，主要与两个因素有关：一是经济持续下行，总需求不旺；二是食品价格涨幅放缓，由去年前 8 个月的 4.2% 回落到今年同期的 3.4%，拉低 CPI 涨幅约 0.27 个百分点。特别是占 CPI 篮子比重在 9% 左右的猪肉价格，自 2012 年 8 月以来总体延续了下降趋势，“猪周期”拉长且比较温和，也是影响食品价格进而导致 CPI 较低的重要因素。

近期，价格领域需要关注的苗头性问题：

一是物价实际涨幅并未降低。如 8 月 CPI 上涨 2% 中，剔除翘尾因素，新涨价因素为 0.9%，比 7 月份还增加了 0.2 个百分点；剔除食品价格之后的非食品价格比较平稳，并未明显走低。

图 5: CPI 低水平运行

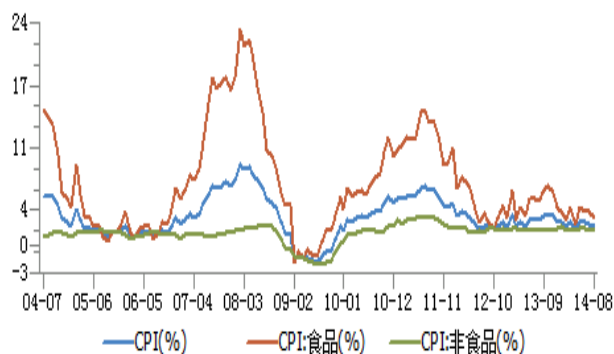
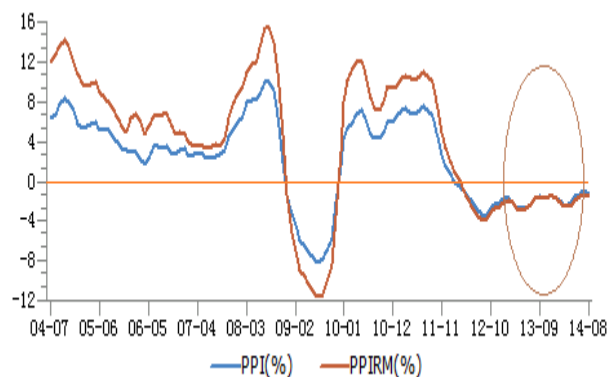


图 6: PPI 已延续 30 个月负增长



资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

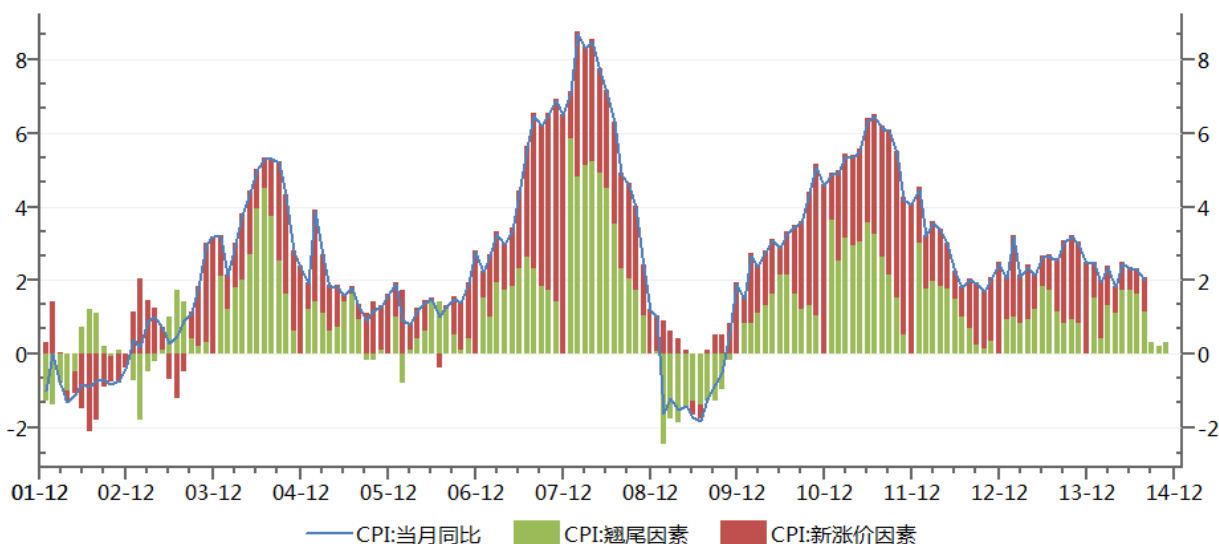
二是猪肉等价格环比涨幅扩大。受辽宁、河南等粮食主产区天气干旱，饲料、人工成本等上涨影响，近期肉禽价格环比出现明显上涨。8 月肉禽及其制品环比涨幅达 2.3%，比上月扩大了 2 个百分点；猪肉价格环比上涨了 5.1 个百分点，创 20 个月以来的次新高。

三是 PPI 负增长持续时间之长为 20 年来之最。本次 PPI 负增长持续时间已经长达 30 个月，况且环比涨幅依然为负而且还在扩大。这在改革开放以来多轮经济周期中并不多见。在 1992 年以来的 20 多年里，我国曾出现过四次 PPI 负增长，第一次是 1998 年亚洲金融危机时期，PPI 负增长延续了 31 个月（1997.6-1999.12），第二次延续了 20 个月（2001.4-2002.11），第三次延续了 12 个月（2008.12-2009.11）。这次负增长已经延续了 30 个月，并且环比依然为负，同比“转正”短期无望。PPI 作为经济运行的先行指标，对投资、工业和经济运行状况的反映极为灵敏。PPI 为负，意味着近期经济形势尤其是上游需求不旺，形势不容乐观。CPI 出现上涨苗头和 PPI 长期为负，深刻反映了在“三期叠加”时期我国劳动力等生产要素价格上升和经济下行需求低迷之间的矛盾。

展望四季度，影响物价的基本因素没有发生大的变化，在经济回升有限、

食品居住价格涨幅平稳、PPI 依然为负和翘尾因素减小等因素的影响下，四季度物价将继续保持低水平。预计全年 CPI 呈现不规则的“倒 U 型”走势，涨幅应在 2.2% 左右。

图 7: CPI 新涨价因素和翘尾因素



资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

(二) 外需相对稳定, 内需尤其是投资需求持续放缓

1. 投资持续减速, 缺乏有力回升的动能

1-8 月份的投资数据表明, 投资累计同比增速显著下滑, 显示经济下行压力较大。同时, 基础设施投资和投资资金来源增长也在放缓, 增速较前期有所下降。

投资累计增速显著下滑。1-8 月份, 固定资产投资累计增长 16.5%, 增速较上半年回落 0.8 个百分点, 创下近年来的新低, 说明前期“微刺激”政策在稳定投资增长上的作用较为有限, 随着房地产开发投资增速连续 7 个月下滑、制造业投资不振以及基础设施投资难有更快增长, 投资下行压力还在进一步增大。

图 8：投资增速继续放缓

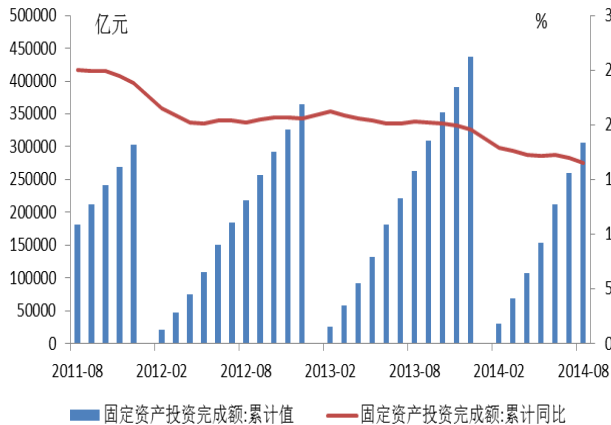
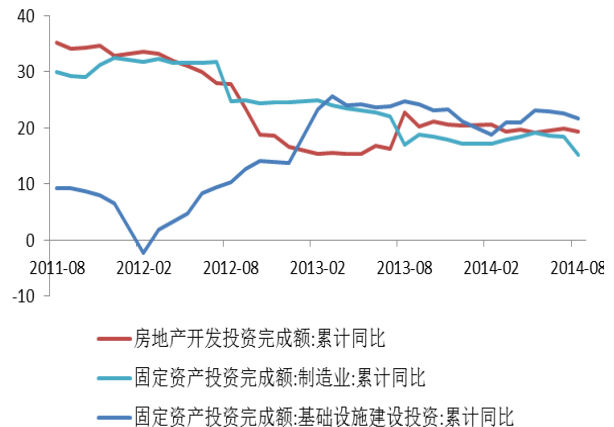


图 9：三大投资增速同步放缓



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

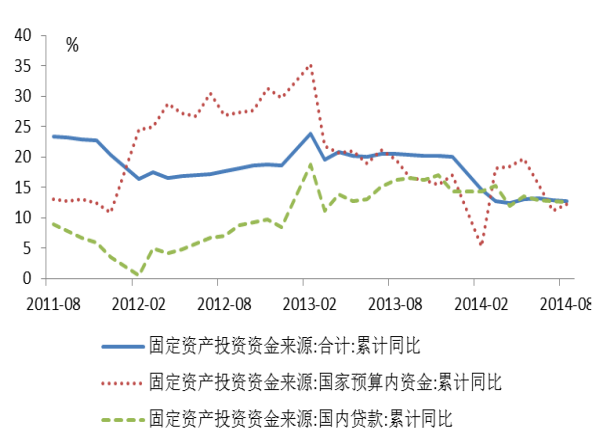
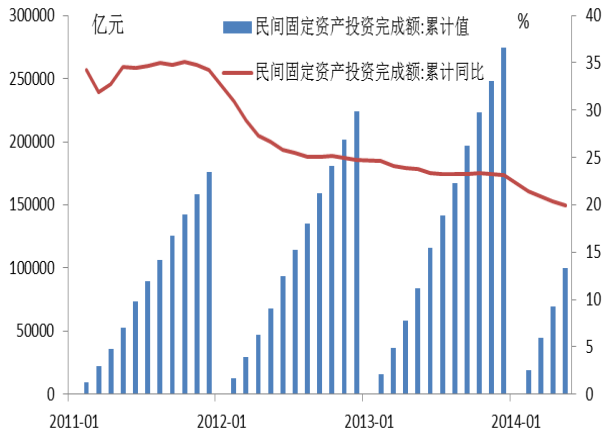
投资下滑主要有三方面的原因：

一是房地产开发、制造业和基础设施投资增速都出现回落。1-8 月份，房地产开发投资累计同比增长 13.2%，增速较上半年回落 0.9 个百分点；制造业投资累计同比增长 14.1%，增速较上半年回落 0.7 个百分点；基础设施建设投资累计同比增长 21.6%，增速较上半年回落 1.2 个百分点。也就是说，虽然各地开始放松“限购”等救市行动，但近期房地产市场形势并未好转，房地产开发投资增速连续 7 个月下滑就是证据之一。而产能过剩问题仍然困扰着众多制造业企业，短期内仍然难以摆脱这一问题，新兴和高端制造业也不能很快地将制造业拉出增速下滑的泥潭，由此导致制造业企业并不看好未来经济前景，投资积极性较低。在严格限制新增楼堂馆所、地方财政收入增长显著放缓以及对地方官员的考核不以 GDP 论英雄的背景下，基础设施投资的较快增长难以持续，也难以抵消房地产投资的下滑和制造业投资的不振。

二是民间投资继续趋冷。1-8 月份民间投资累计增长 19%，增速较上半年回落 0.6 个百分点，说明当前虽然推出了企业注册登记改革、放开民企准入等举措，支持中小微企业的税费和金融政策也相继出台，但中小微企业的投资选择和盈利空间仍然有限，直接影响其投资创业的热情。不过就绝对增速而言，

民间投资增速比总体投资快 2.5 个百分点。

图 10：民间固定资产投资继续趋冷 **图 11：投资资金来源增速下降**



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

三是资金来源增速下降。1-8 月份，固定资产投资资金来源增长 12.8%，增速较上半年回落 0.4 个百分点，这主要是因为包括财政资金和国内贷款增长均出现放缓，分别比上半年回落 3.3 个和 0.3 个百分点，而外资累计降幅进一步扩大，增速比上半年回落了 2.8 个百分点。

展望四季度，除了房地产投资可能继续下滑之外，固定资产投资资金来源成为掣肘投资增长的另一难题，同时制造业和民间投资难有较快增长。取得财政资金支持的基础设施投资则有望成为避免投资大幅下滑的“救命稻草”。预计三季度投资增长 15% 左右，全年增长 16.5% 左右。

2. 消费增长有所放缓，通讯器材消费增长持续加快

8 月份，社会消费品零售总额增长 11.9%，当月增速连续第三个月放缓。但就累计增速来看，1-8 月份社会消费品零售总额累计增长 12.1%，扣除价格因素，实际增长 10.8%，名义和实际增速与上半年基本持平，说明消费增长总体稳定。其中，餐饮消费增速较上半年明显回落，下降 0.3 个百分点，而限额以上企业餐饮消费增速较上半年则回落了 0.5 个百分点。

图 12：消费增长总体稳定

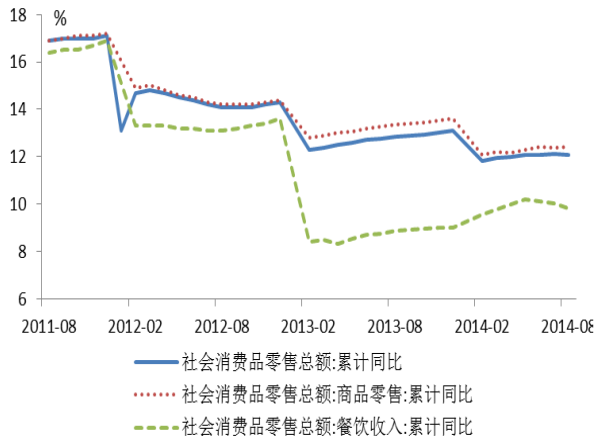
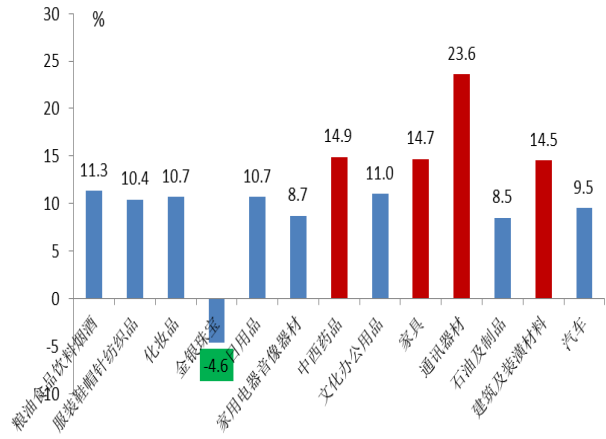


图 13：分类别消费增长情况

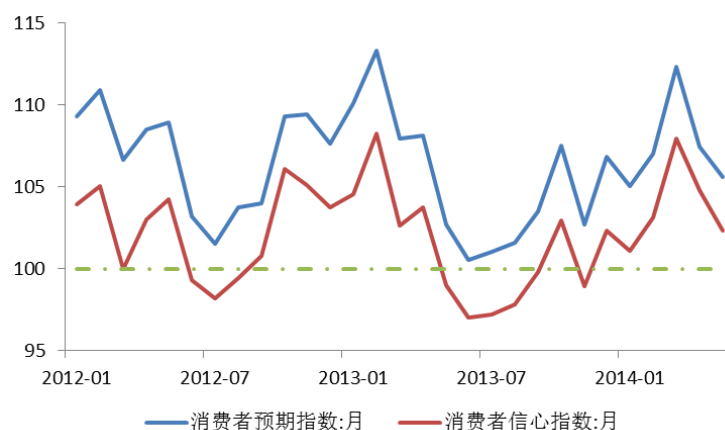


资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

分类别看，通讯器材、中西药品、家具和建筑及装潢材料仍是今年 1-8 月份的消费热点，其中通讯器材逐月加速增长，1-8 月份增速比上半年进一步提高 1.5 个百分点。但是，家具和建筑及装潢材料的增长均有所放慢，增速相比于上半年分别回落 0.2 和 0.3 个百分点，这与近半年来房地产市场形势出现逆转有关，房地产市场调整对于家具、家装市场的影响已经体现出来。同时，由于饱和度不断提高、部分城市限购以及油价调整等因素影响，对消费增长贡献最大的汽车和石油及其制品的增长出现分化，1-8 月份汽车消费比上半年回落 1 个百分点，而石油及其制品消费增长提高 0.4 个百分点。

展望四季度，促进消费增长的积极因素主要包括：一是城乡居民收入增长加快，今年上半年城镇居民人均可支配收入实际增长 7.1%，农村居民人均现金收入实际增长 9.8%，增速都比去年同期提高 0.6 个百分点，为居民消费增长奠定了良好基础；二是消费者信心指数连续 8 个月保持在 100 以上，消费意愿较强。但房地产市场下行可能进一步制约家居、家装消费的增长。我们预计，三季度消费增长 12.1%左右，全年消费增长 12.1%左右。

图 14：消费者消费意愿指数保持在 100 以上



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

3. 出口增长大幅加快，进口增长明显放缓

出口方面，1-8 月份出口累计增长 3.8%，增速较上半年提高 2.9 个百分点，其中 7 月份出口增长 14.5%，增速创下 15 个月新高，出口增长明显改善。这主要是因为：第一，5 月份国务院推出了稳定外贸增长的一系列举措，提高贸易便利化程度，完善出口退税机制，政策效果开始显现；第二，受益于欧美经济复苏，西方发达国家对我国商品出口的需求较旺，对美出口增速连续 5 个月回升，对欧出口增速连续 6 个月回升；第三，由于出口订单一般提前签订，从货币贬值到促进出口存在一定的滞后，今年前 4 个月人民币持续贬值对出口的促进作用在近两个月开始显现。

进口方面，1-8 月份进口累计仅增长 0.6%，增速较上半年下降 1 个百分点，而 7、8 两个月出口增速均为负。进口增长的明显下滑，主要原因包括：一是大宗商品价格大幅下降，如 7、8 月，铁矿石到岸美元价格同比分别下降了 23.3% 和 29.6%；二是国内经济下行压力较大，需求不旺；三是今年前 4 个月人民币贬值的滞后影响，也不利于进口的增加。

图 15: 出口增长明显改善

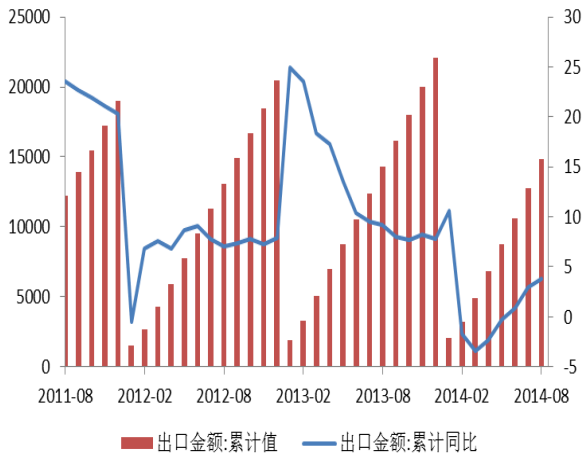
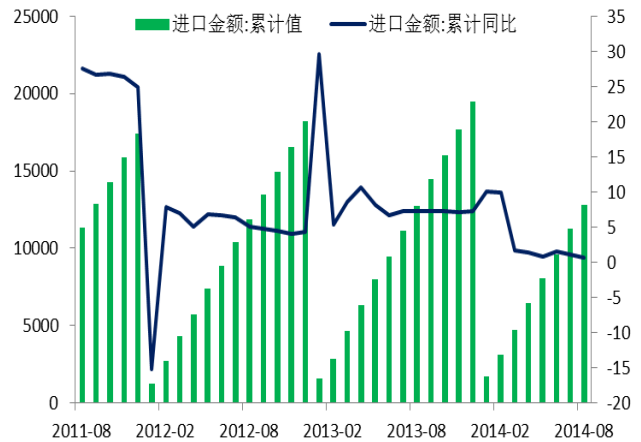


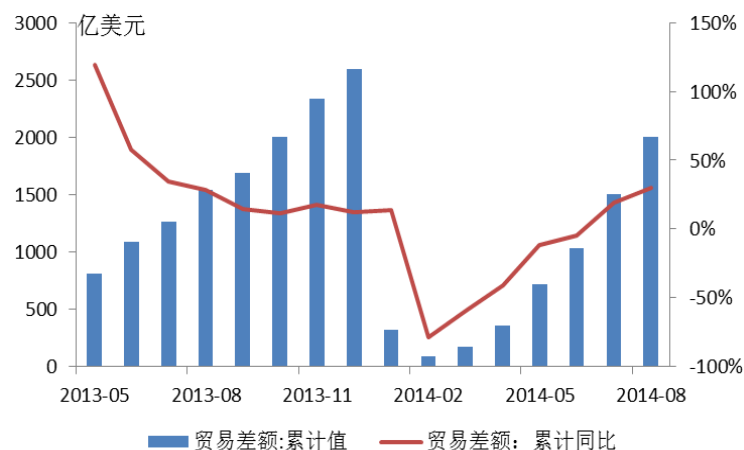
图 16: 进口增长低于预期



资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

1-8 月份, 我国进出口贸易顺差为 2005 亿美元, 同比增长 30%, 而上半年同比还是 4.7% 的负增长。7、8 月份贸易顺差大幅扩大, 主要原因在于: 第一, 进出口增长呈现“冰火两重天”, 在出口显著回升的同时, 进口增长却大幅低于预期; 第二, 如前所述, 今年前 4 个月人民币持续贬值对进出口的滞后影响开始体现出来。

图 17: 贸易顺差持续高增长



资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

展望四季度, 由于全球经济不确定性较大、部分主要经济体经济增速放缓、

国际地缘政治趋于复杂化，近期人民币汇率持续回调，出口增速难以较大幅度上升。同时，大宗商品价格同比大幅下降、国内需求不旺，进口增速仍将较低。综合上述因素，预计三季度出口增长 12%左右，进口减少 1%左右，全年出口增长 4%左右，进口增长 2%左右。

（三）工业生产明显下行，未来形势不容乐观

受产能过剩、需求放缓等因素影响，今年以来工业生产下行明显。1-8 月份，工业增加值累计增长 8.5%，增速较去年同期回落 1 个百分点，比 1-7 月回落 0.3 个百分点。8 月当月，工业增加值增速较上月大幅回落 2.1 个百分点至 6.9%，为 2009 年年初以来单月同比增长最低值（图 18）。单月增速的回落部分原因在于去年基数较高，但下降幅度如此之大，在一定程度上反映出目前经济下行压力增大。

图 18：工业增加值增长显著放缓（%）



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

今年以来工业经济运行主要特点：

1. 企业成本处于历史较高水平，收入和利润保持低位增长

工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回落，回落幅度大于出厂价格指数（PPI），企业面临的原材料成本压力下降，这为企业创造了一定的盈利空间。但工业企业的财务费用和利息支出占工业增加值的比重不断上升（图 19），每百元主营业务收入中的成本持续增加到 86.01 元（图 20），企业的资金成本和经营成本仍处于历史较高水平。在经济增长减速、需求放缓的背景下，企业的收入和利润增速保持低位（图 20）。从行业看，1-8 月份，41 个大类行业中有 26 个行业的工业增加值同比增速下降；1-7 月份，36 个行业的主营业务收入增速下降，26 个行业的利润增速下降。

图 19：工业企业资金成本

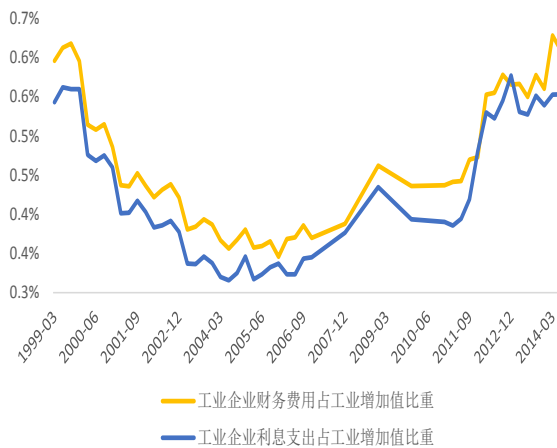
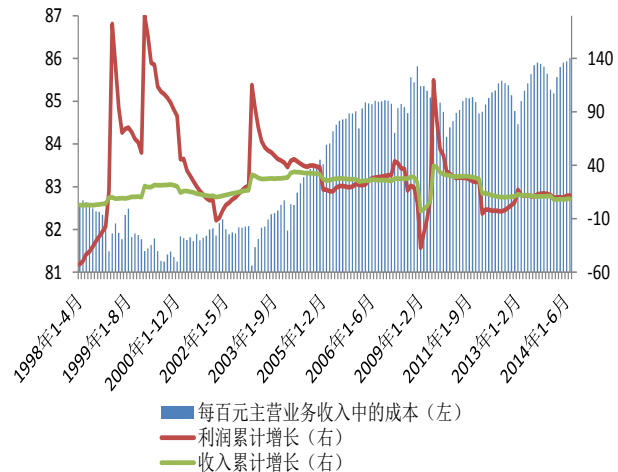


图 20：工业企业经营成本、利润和收入



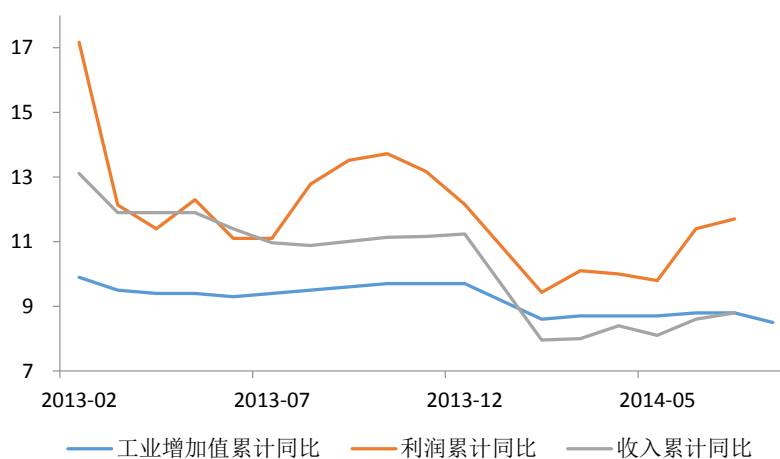
资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

2. 政策托底下铁路等设备制造业表现突出，但经济内生动力依然不足

2014 年以来，在原材料价格下降、一系列支持出口及中小微企业发展的政策等影响下，企业生产成本上升势头有所放缓，工业企业整体经营状况略有改善，工业增加值也小幅回升，1-7 月工业增加值较一季度回升 0.1 个百分点，与 1-6 月持平；1-7 月工业主营业务收入增速为 8.8%，较一季度、上半年分别上升 0.8 个和 0.2 个百分点；利润增速回升较快，1-7 月累计增速为 11.7%，创下年内新高（图 21）。受稳增长下铁路等基建投资的带动，铁路、船舶、航空航

天和其他运输设备制造业表现尤为突出，1-8月工业增加值累计增长12.6%，增速比去年同期增加10.7个百分点，1-7月其主营业务收入和利润增速分别为15.5%和36.7%，比去年同期增加14.6个和39.5个百分点。但在房地产持续调整、内需放缓及产能过剩压力仍较大的情况下，经济增长的内生动力依然不足，8月工业增加值大幅下降，除铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增加值继续上升外，其他主要行业增加值增速均有所回落。

图 21：工业生产及效益增长情况（%）



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

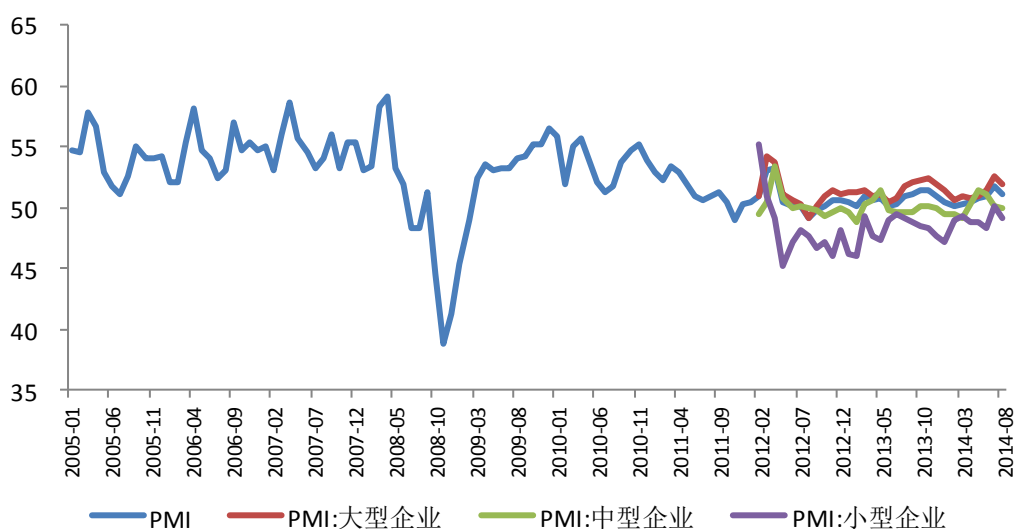
3. 产能过剩行业持续调整，相关上游行业盈利压力较大

产能过剩行业持续调整。一方面，钢铁、水泥和平板玻璃等产品产量增速较去年同期明显回落，1-8月份钢材、水泥、平板玻璃产量增速较去年同期分别下降5.83、5.74、6.02个百分点，8月当月钢材、水泥、平板玻璃产量增速较7月均有较大回落；另一方面，相关行业的投资增速也均有所下降，黑色金属冶炼及压延加工业固定资产投资累计增速甚至持续负增长。1-7月份，与钢铁相关的上游行业黑色金属矿采选业利润累计同比下降7.11%，而中游的黑色金属冶炼和压延加工业利润增速大幅回升至26.53%；与水泥和平板玻璃相关的上游行业非金属矿采选业利润增速仍保持5.2%的低位，虽然中游的非金属矿

物制品业利润增速在持续下降，但增速仍达到 17.16%。总的来说，相关上游行业盈利压力相对较大。

展望四季度，两个重要指标预示工业生产形势不容乐观。一是制造业采购经理指数（PMI）开始回落。制造业 PMI 是国际上通行的宏观经济监测先行指标之一，对经济活动的监测和预测具有重要参考作用。2014 年 8 月，中国制造业 PMI 为 51.1%，比上月回落 0.6 个百分点，在连续 5 个月回升后出现首月回调。其中，中、小型企业 PMI 分别为 49.9%和 49.1%，比上月分别下降 0.2 个和 1.0 个百分点，均降至枯荣线以下（图 22）。二是发电量大幅回落。发电量是经济运行的重要一致指标。从日均发电量看，8 月份同比下降 2.2%，而去年 8 月为增长 13.4%，今年 7 月份为增长 3.3%；前 8 个月，同比增长 4.4%，增速较去年同期回落 2.0 个百分点，较今年前 7 个月回落 1.1 个百分点。

图 22：制造业 PMI 变动趋势



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

尽管如此，也不必过于悲观。首先，正如习近平总书记所指出的，要“适应新常态，保持战略上的平常心态”。以平常心来看待工业生产增速放缓，首先要明白一个经济学原理——GDP 增速往往围绕潜在增长率合理波动。未来一段

时间，潜在增长率下降已成为不争的事实。其次，8月份工业生产增速回落是多种原因共同作用的结果。既包括国际环境复杂严峻、固定资产投资和房地产投资增速不断走低、前期库存增长过快导致去库存压力加大等因素，也包括天气和基数等临时性因素。天气方面，今年8月，华东等部分地区气温较往年偏低，而去年同期气温明显偏高。这种气温差异既导致8月份用电量增速明显下降，也影响火电等相关行业增长。由于火电用煤下降，煤炭开采和洗选业增速较7月份回落了3.4个百分点。基数方面，去年8月份，规模以上工业增加值同比增长10.4%，为全年最高。因此，8月份数据不能说明全部问题。最后，即使从8月份数据看，上述指标也不乏亮点。比如，从制造业PMI看，大型企业PMI为51.9%，尽管比上月回落0.7个百分点，但仍位于临界点以上，为今年以来的次高点，而大型企业是制造业继续保持增长的主要支撑力量。此外，从制造业整体看，尽管PMI较上个月有所回落，但也仍为今年次高点(图23)。

综合以上分析，预计三季度规模以上增加值同比增长7.8%左右，较上半年有较大回落；预计全年增长8.5%左右，较去年也有较大回落。

(四) 房地产市场全面调整，地方政府救市升级

三季度以来，各地放松房地产调控的步伐明显加快，救市措施也不断升级。在此背景下，新开工、库存、土地购置面积等部分先行指标出现了改善的迹象。但是，受多种因素影响，房地产市场由二季度的局部调整走向了全面调整，房地产销售、投资、价格降幅相比二季度都有所扩大。

1. 各地对房地产市场的救市升级

三季度以来，各地救市措施升级突出表现在：一是放松限购的城市数目不断增加。截至8月末，在原有46个实施限购措施的城市中，已有37个城市放松了限购措施，目前仅有北、上、广、深等9个城市还未放松限购。二是其它救市措施也不断出台。在放松限购的基础上，各地还出台了对个贷利率进行补

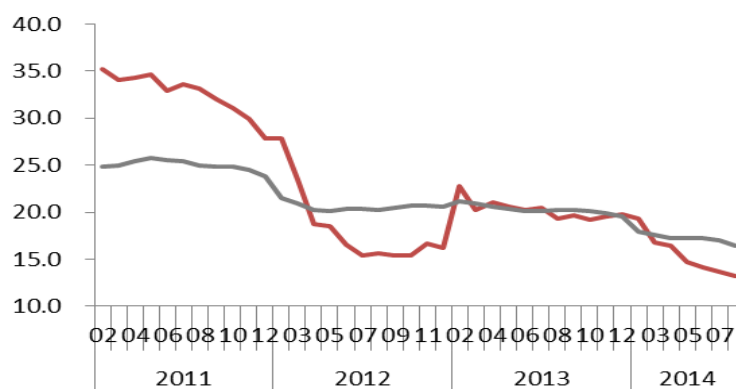
贴、契税优惠、放宽落户、为房地产贷款提供担保以及减少开发商相关费用等救市措施。三是房地产信贷政策也略有放松。央行在坚持“差异化信贷”政策基础上，要求加快信贷审批，加大对首套房信贷支持。

2. 房地产由局部调整转为全面调整

在市场预期改变、居民观望情绪增加、股市回暖分流部分资金、贷款利率偏高等因素作用下，房地产市场走向全面调整。

第一，房地产投资持续回落。1-8月，房地产行业累计投资 5.9 万亿元，同比增长 13.2%，增速比上半年回落 0.9 个百分点，为 2009 年 9 月以来的历史最低值。这是因为三季度以来房地产企业资金来源仍旧相对紧张、开发商投资信心也相对不足。同期，固定资产投资同比增长 16.5%，也下降至 2002 年以来历史最低值（图 23）。

图 23：房地产投资持续回落



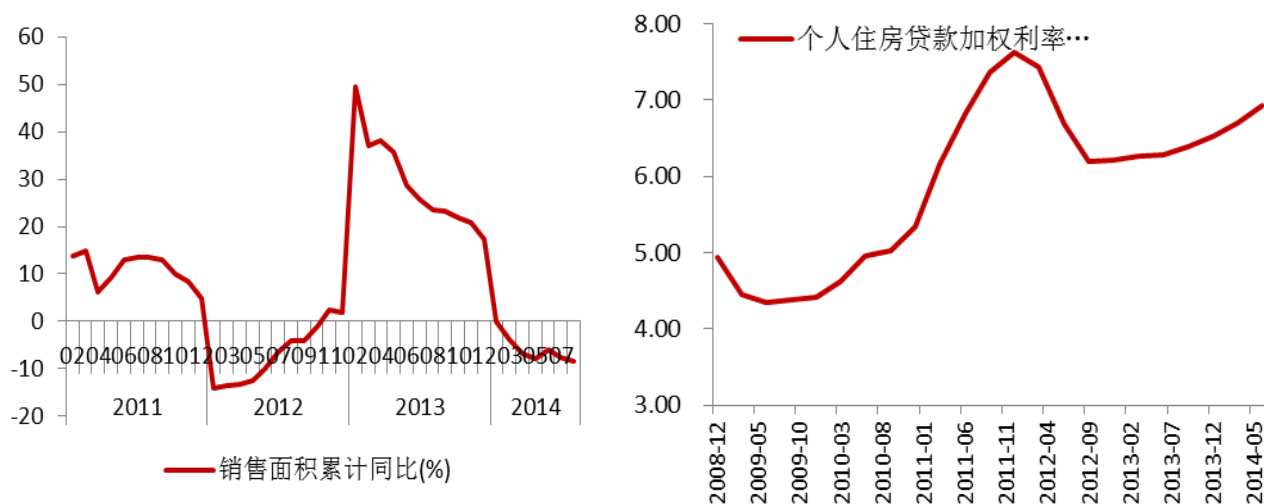
资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

值得注意的是，四季度房地产投资回升乏力，全年房地产投资或将由 2013 年的 19.8% 下降至 13% 左右，这将拖累 GDP 下降 0.44 个百分点，对 GDP 的冲击比市场预估的要大。

第二，房地产销售降幅扩大。1-8 月，全国商品房销售面积 6.5 亿平方米，同比下降 8.3%，降幅比上半年扩大了 2.3 个百分点（图 24）。这主要是因为购

房贷款依然偏紧，且个人按揭贷款利率依然处于历史高位，制约了有效需求的平稳释放。6月份，个人住房按揭贷款利率**6.93%**，为历史最高值（图25）。预计信贷条件仍是影响未来房地产市场短期走势的重要因素，房地产销售仍将延续低迷态势。

图 24：全国商品房销售降幅扩大 图 25：住房按揭利率处于历史高位

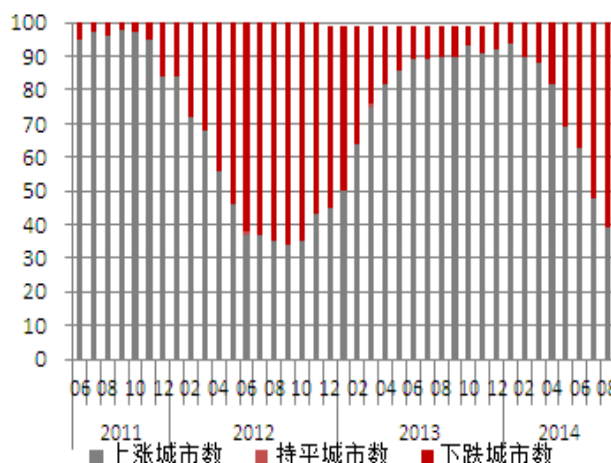


资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

第三，房价持续回落，环比下跌城市数目增加。从价格来看，近期出现了以下变化：一是房价持续下跌。8月，百城住宅价格同比指数为**3.15%**，相比1-6月回落了**3.35**个百分点；环比下降**0.59%**，连续4个月下降，降幅比1-6月扩大**0.09**个百分点。二是房价下跌城市数目进一步增加。8月百城住宅环比下降城市数为**61**个，比二季度增加了**24**个（图26）。三是受益于多地放松房地产调控政策的影响，房价出现降幅收窄的迹象。8月，百城住宅价格指数环比降幅相对7月收窄了**0.22**个百分点，尤其是一线城市收窄幅度最为明显，环比价格指数下降**0.29%**，相比7月收窄了**0.7**个百分点（表3）。

表 3：2014 年百城住宅价格变化 **图 26：百城住宅价格下跌城市数**

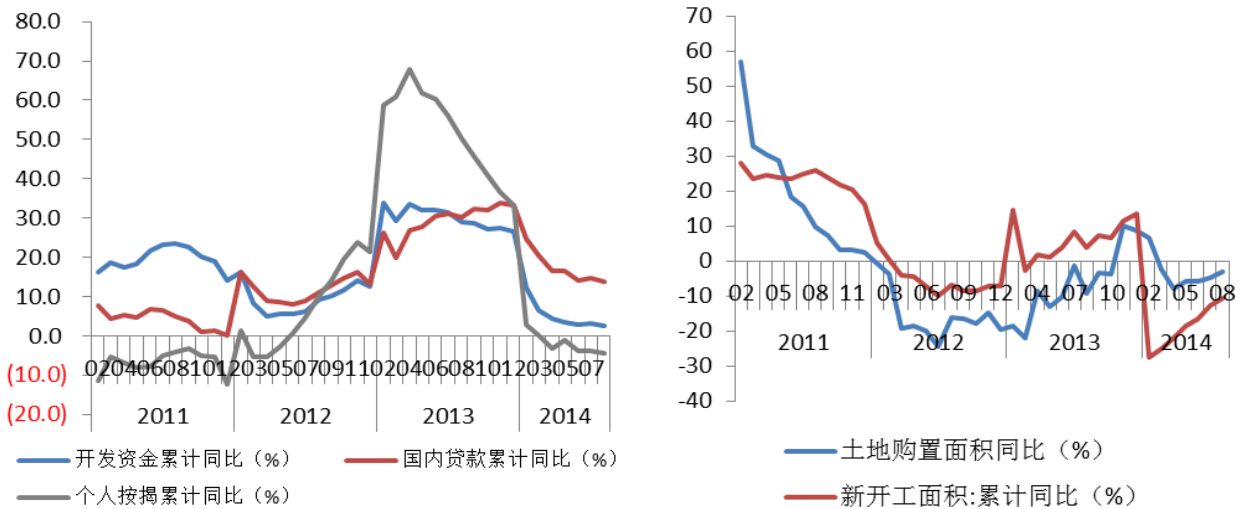
| 月份 | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 |
|--------|----|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 同比 (%) | 全国 | 11.1 | 10.8 | 10 | 9.1 | 7.8 | 6.5 | 4.7 | 3.15 |
| | 一线 | 22.1 | 21.5 | 20.3 | 18.5 | 16.6 | 14.3 | 11.3 | 8.98 |
| | 二线 | 9.8 | 9.2 | 8.5 | 7.5 | 6.4 | 4.6 | 2.8 | 1.13 |
| | 三线 | 5.2 | 4.6 | 3.9 | 3.1 | 1.9 | 0.8 | -0.35 | -1.28 |
| 环比 (%) | 全国 | 0.63 | 0.54 | 0.38 | 0.1 | -0.32 | -0.5 | -0.81 | -0.59 |
| | 一线 | 1.15 | 1.2 | 0.71 | 0.32 | -0.15 | -0.61 | -0.99 | -0.29 |
| | 二线 | 0.05 | 0.22 | 0.44 | -0.03 | -0.35 | -0.78 | -0.78 | -0.92 |
| | 三线 | 0.2 | -0.13 | -0.04 | -0.07 | -0.52 | -0.66 | -0.71 | -0.56 |



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

第四，融资环境持续恶化，到位资金降到历史较低水平。尽管近期有关部门要求金融机构加强对个人首套住房信贷支持，但房地产企业融资环境依然没有多大改观。1-8月，房地产企业到位资金同比仅增长**2.7%**，比上半年降低了**0.3**个百分点，为近十年以来的最低水平。其中，国内贷款、定金及预收款、按揭贷款资金来源增速都持续放缓。1-8月，国内贷款增长**13.8%**，增速比上半年降低**0.3**个百分点；按揭贷款下降**4.5%**，跌幅比上半年扩大**0.8**个百分点；定金及预收款同比下降**10.7%**，跌幅比上半年扩大**1.4**个百分点。只有自筹资金和利用外资出现了改善迹象。1-8月，自筹资金增长**11.6%**，比上半年扩大**1.5**个百分点；利用外资降幅收窄，同比下降**0.9%**，降幅比上半年收窄**19.7**个百分点（图 27）。房企融资环境进一步恶化主要与销售放缓、个人住房贷款申请依然较为困难有关。

图 27：房企融资环境进一步恶化 图 28：新开工和土地购置面积降幅收窄



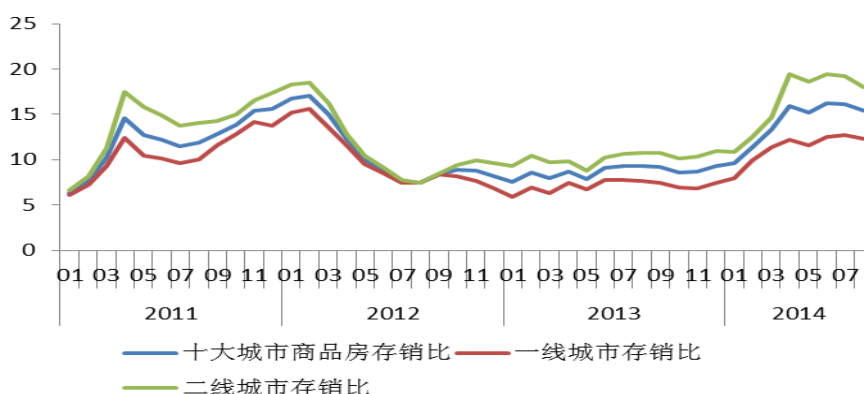
资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

第五，部分先行指标出现改善迹象。随着各地救市措施的升级，新开工、土地购置、商品房库存等部分先行指标出现了改善的迹象。1-8 月，新开工面积同比下降 10.5%，降幅比二季度收窄 5.9 个百分点。全国房地产开发企业土地购置面积同比下降 3.2%，降幅比二季度收窄 2.6 个百分点（图 28）。从库存看，8 月末，十大城市商品房存销比为 15.36，相比 6 月份降低 0.82。其中，二线城市存销比改善最为明显，8 月末二线城市存销比为 17.99，相比 6 月收窄 1.49（图 29）。

展望四季度，随着各地放松限购限贷政策效应的进一步显现、信贷支持政策的加强以及部分先行指标改善带来的传递效应，房地产市场下行压力将有所减弱。一是房地产投资保持稳定。随着新开工面积降幅收窄，房地产业融资环境趋于好转，房地产投资有望保持稳定，预计全年房地产投资增长 13%左右。二是房地产销售降中趋稳。随着各地救市措施的进一步发酵，房地产销售将降中趋稳。部分房地产供不应求的地区，量价调整将更为缓和。部分房企高企的城市，房价大幅下跌可能性依然较大。三是房地产价格持续调整，下跌城市数目进一步增加。由于房地产市场供需结构已发生根本性变化、悲观预期也依然

存在，四季度的微弱复苏很难带动房地产走出趋势性放缓的下行通道，房地产价格还将持续调整，下跌城市数目有可能进一步增加。总体而言，如果政策保持稳定，此轮市场调整可能将持续至 2015 年，投资和新开工等建设活动仍将放缓。

图 29：商品房库存出现改善迹象



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

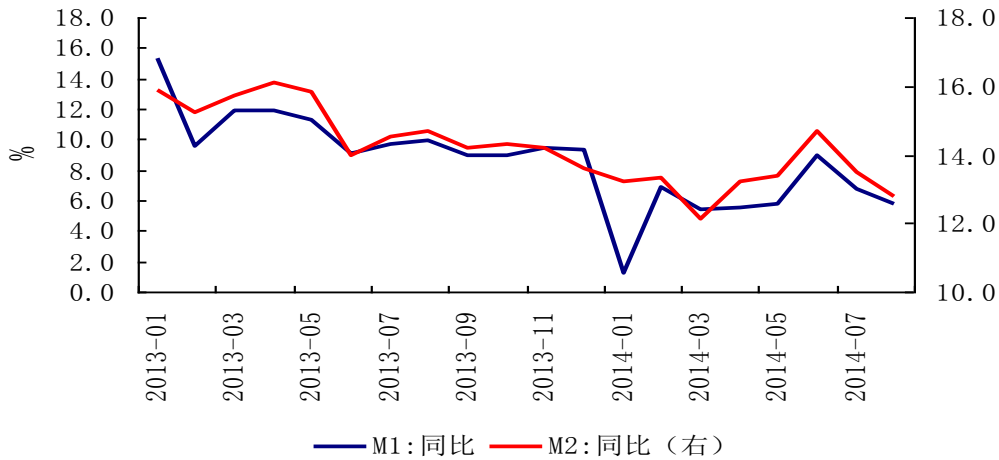
二、2014 年三季度金融形势回顾与四季度展望

(一) 货币与信贷：整体处于合理区间，出现回暖迹象

1. M2 增速出现阶段性下降，但仍可实现全年目标

今年以来，货币供应出现了一定的波动（图 30）。3 月末广义货币供应量（M2）增长 12.1%，此后一路上涨并于 6 月末出现 14.7% 的今年最高涨幅。进入三季度，M2 增速重新开始下降，7 月末为 13.5%，比 6 月末下降 1.2 个百分点，8 月末则进一步下滑至 12.8%，环比下跌 0.7 个百分点，超出市场对 M2 增速 13.5% 的预期，这也是今年以来的次高增长。狭义货币 M1 的增速和 M2 保持了同步。6 月份出现年内最高的 8.9% 增速以后，7 月和 8 月连续下跌，增速分别为 6.7% 和 5.7%。

图 30：货币供应量增速



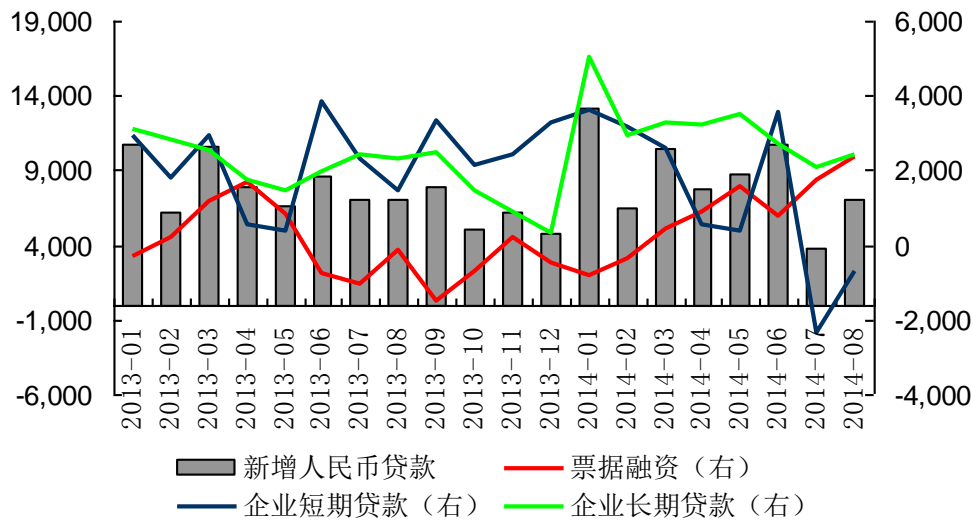
资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

作为一个时点数据，M2 增速存在一定的季节性，出现短期波动是正常的。总的来看，今年以来 M2 增速均值为 13.3%，仍处在合理区间。考虑到货币政策的连续性、贸易顺差扩大、信贷增速出现回暖迹象等因素，预计三季度末 M2 增速将保持在 13.5% 左右，年末 M2 增速将维持在 13.5% 左右的水平。

2. 人民币新增贷款符合预期，中长期贷款平稳

今年 1-8 月，新增人民币贷款 6.83 万亿元，同比增长 5.2%。三季度，新增人民币贷款出现了较大的波动。其中，7 月人民币贷款增加 3852 亿元，同比少增 3145 亿元，创 2009 年 12 月以来（该月为 3800 亿元）的新低。8 月新增人民币贷款止跌回升，达到 7025 亿元，环比增加 3173 亿元，基本符合预期。从结构来看，7、8 月份，企业票据融资增长较快，合计达到 4093 亿元；短期贷款则连续出现减少，7、8 月份共计减少了 3046 亿元。这主要和当前经济处在结构调整阶段、企业短期融资需求不足、银行风险意识提高等因素密切相关。不过，7、8 两月企业中长期贷款增长平稳，达到 4490 亿元，表明产业长期投资依然稳健。

图 31：新增人民币贷款规模与结构（亿元）



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

四季度，在稳健货币政策和定向调控措施的作用下，人民币贷款增长将保持总体稳定，在信贷结构上将继续倾向于“三农”、小微企业以及棚户区改造等领域。

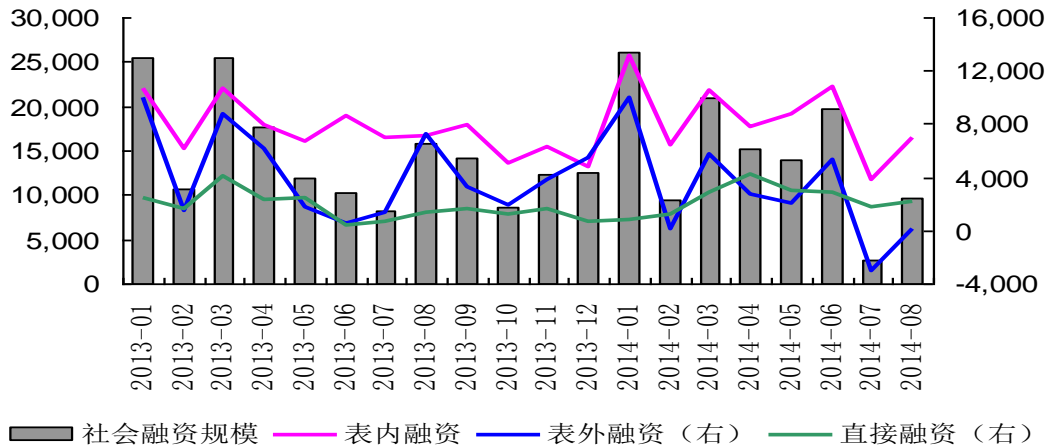
3. 社会融资总量大幅波动，表外业务持续萎缩

今年 1-8 月，社会融资总量为 11.75 万亿元，比去年同期减少 7998 亿元。三季度以来，7 月社会融资规模为 2731 亿元，分别比上月和去年同期少 1.69 万亿元和 5460 亿元，创 2008 年 10 月（该月为 1288 亿元）以来的新低。8 月份社会融资总规模回升，为 9574 亿元，环比多增 6843 亿元，但同比仍然减少 6267 亿元。

分项看，7 月份社会融资中表内表外均出现下跌。除人民币贷款外，表外的非标资产，如委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票较 6 月份也出现较大幅度的下降，三者合计减少 3099 亿元。8 月份人民币贷款出现较大规模回升，但委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票等表外资产仅增长 117 亿元，其中信托贷款和未贴现银行承兑汇票延续了 7 月份萎缩的态势，分别减少 515 亿

元和 1119 亿元（图 32）。非金融企业境内债券和股票成为社会融资总量增长中的亮点。7 月份二者合计融资 1759 亿元，8 月份进一步增加到 2164 亿元。

图 32：社会融资总量结构变化（亿元）



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

社会融资总量的结构变化既反映出表外业务受到严格监管的趋势，也和近期加快资本市场建设、股市回暖有关。预计四季度社会融资总量将保持平稳增长，表内融资和直接融资规模有望保持增长，表外融资会受到一定抑制。

（二）金融市场：货币市场整体平稳，资本市场震荡回升

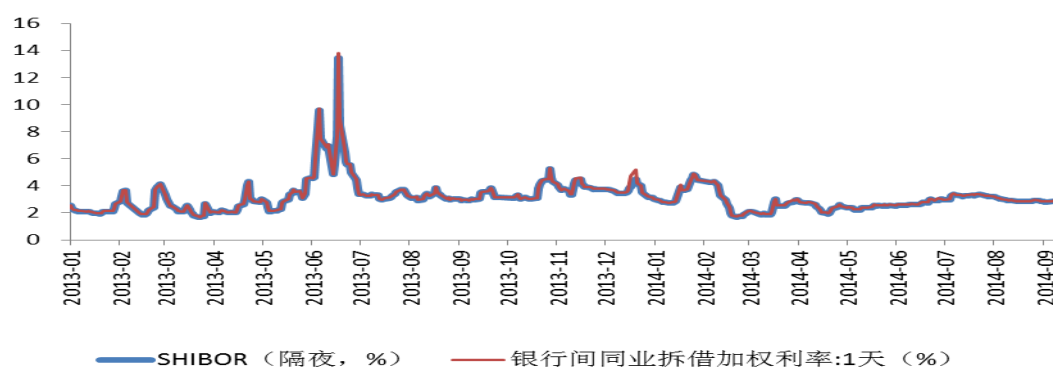
1. 货币市场整体平稳

今年以来，央行通过正逆回购、SLO 和央票等多种货币政策工具加强了流动性管理，货币市场总体保持稳定，未发生大的波动。7 月份，银行间市场拆借和回购加权平均利率均为 3.41%，比上月高约 0.5 个百分点，但考虑到新股申购等因素，利率的短期波动幅度并不是很大，与去年同期相比低约 0.2 个百分点。8 月份，银行间人民币市场拆借、现券和债券回购的日均成交量为 1.25 万亿元，较去年同期增长 64.9%，银行间市场拆借和回购加权平均利率分别为 3.17% 和 3.11%，均较上月和去年同期低约 0.3 个百分点（图 33）。总体看来，

三季度货币市场运行整体平稳。

国务院 8 月发布的《关于多措并举着力缓解企业融资成本高问题的指导意见》指出，要维持流动性平稳适度，为企业融资成本高创造良好的融资环境。预计四季度，央行将根据经济运行情况，继续综合运用公开市场操作、再贷款、再贴现、SLF、SLO 等工具保持货币市场稳定，流动性总体适度。

图 33：银行间同业拆借加权利率走势



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

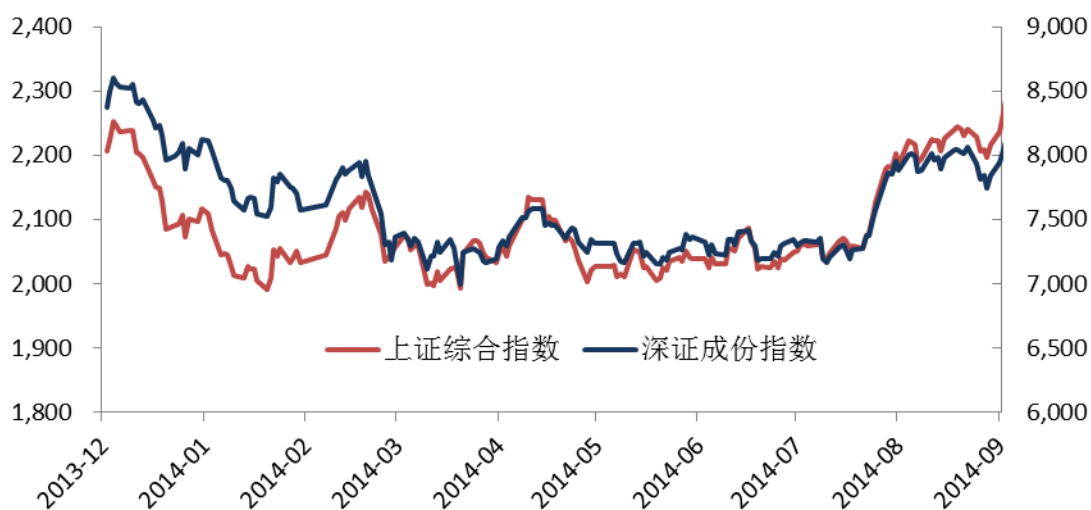
2. 资本市场震荡回升

二季度以来，资本市场在前期弱势调整的基础上企稳回升。7 月份，上证综指从 2050 点左右攀升到 2200 点左右，随后在 2200 点左右震荡，9 月 9 日形成了 2327 点的阶段性高点（图 34）。究其原因，主要和外部资金的流入、流动性的适度宽松以及沪港通的开闸在即等因素有关。此外，国务院在 5 月出台的《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，指明了未来我国资本市场的发展方向，不断释放的改革红利也提振了投资者的信心。9 月 16 日，上证综合指数虽调整至 2300 点以下，但随后温和反弹。

四季度，随着国企改革推进、沪港通开闸和优先股发行等制度红利的持续释放，以及大力发展多层次资本市场的政策取向的强化，投资者信心将会继续

提升。当然，资本市场也面临着一系列的不确定因素，比如美国加息预期频繁调整带来资本流动的风险，“三期叠加”下的经济仍然面临下行压力等。总体而言，我们对资本市场的前景持谨慎乐观的态度。

图 34：沪深股指走势



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

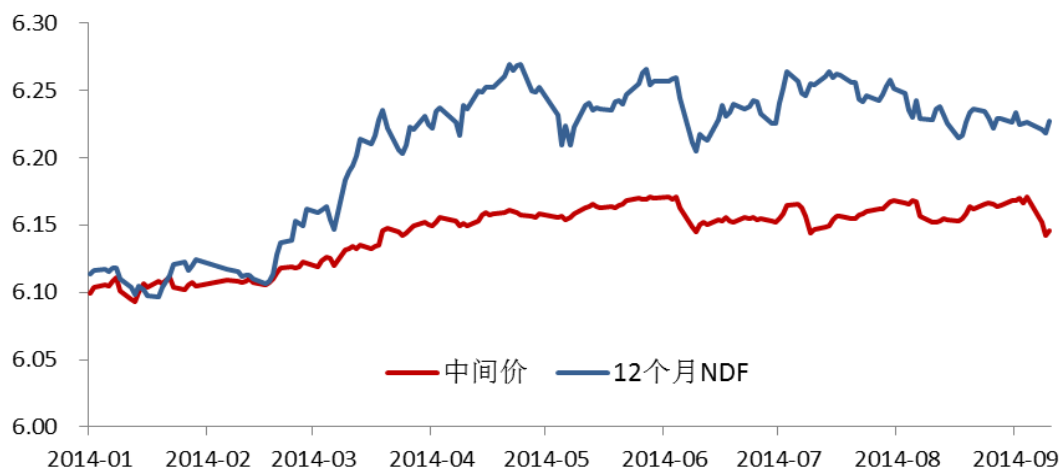
3. 人民币汇率双向波动幅度加大

今年 6 月份以来，人民币兑美元汇率中间价整体呈上涨态势，且双向波动幅度明显加大，改变了单边升值预期。进入 9 月份后，受出口超预期增长等因素影响，人民币走势强劲。9 月 9 日，人民币延续了前一日的强势上升势头，人民币对美元汇率中间价 6.1425，为今年 3 月 20 日以来的最高值，较前一交易日上涨 95 个基点，两个交易日累计上涨 282 个基点。9 月 10 日，人民币即期汇率达到 6.1299，突破了 6.13 的关口（图 35）。

8 月份贸易顺差的持续扩大可能会对人民币产生一定的升值压力。但与此同时，全球经济复苏前景并不明朗，美联储加息步伐不定，以及国内经济下行压力仍然较大等因素为人民币汇率走势增添了不确定性，人民币汇率进一步升

值的幅度也将受到限制，我们维持双向波动是未来人民币汇率基本走势的判断。

图 35：人民币兑美元汇率走势



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

(三) 中国银行人民币国际化指数 (CRI)¹ 呈现先升后落态势，人民币离岸中心指数 (ORI)² 一直保持平稳上升态势

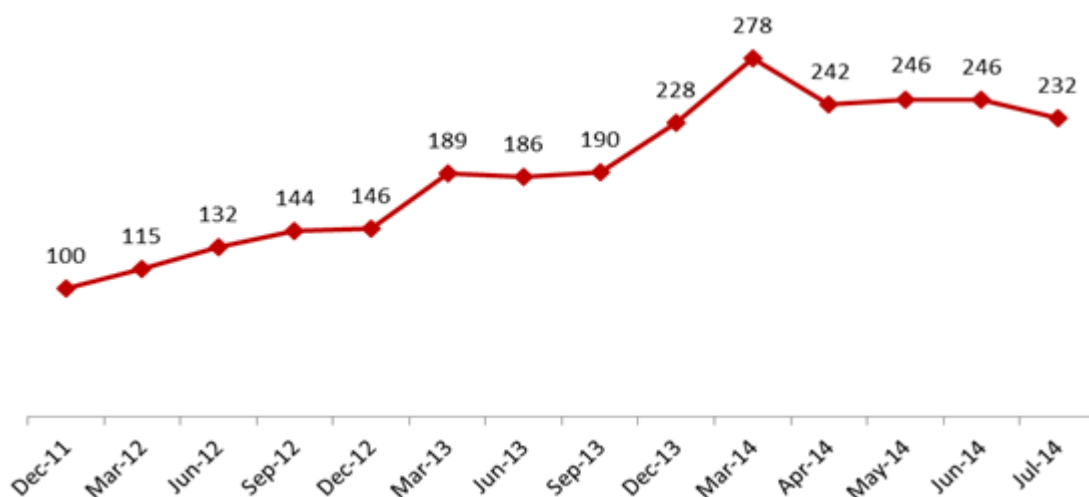
中国银行发布的 CRI 指数显示，2014 年以来，CRI 指数呈现先升后落态势，在一季度到达高点后缓慢回调，2014 年 7 月 CRI 指数值为 232 点。2014 年以来，CRI 走势呈现以下特点：一是与跨境贸易相比，直接投资项下的人民币的跨境使用更为活跃；二是人民币在跨境循环过程中保持净流出，为离岸市场注入流动性；三是人民币在境外的使用范围不断扩大，特别是澳洲、欧美等市场对人民币的接受和使用程度快速提升；四是 CRI 指数短期波动，例如 7 月 CRI 指数值比 6 月略有下降，主要是人民币在货物贸易中结算使用比例下降，这主要是因为结构性因素造成的，7 月份进口环比上升 6.7%，出口同比上升 14%，外贸进出口总量上升 9%。而进口中使用人民币结算的比例高于出口中

¹ 2013 年 9 月 20 日中国银行正式向全球推出“中国银行跨境人民币指数” (BOC Cross-border RMB Index, CRI)，CRI 指数跟踪人民币在跨境流出、境外流转及跨境回流三个关键环节的使用活跃程度。

² 继 CRI 指数之后，中国银行于 2014 年初向市场推出“中国银行离岸人民币指数” (BOC Offshore RMB Index, ORI)，该指数以人民币行使价值储藏货币、融资货币、投资货币、储备货币、交易货币等五项国际货币职能为出发点，对人民币在离岸金融市场上资金存量规模、资金运用状况、金融工具使用等方面发展水平进行综合评价。

使用人民币结算的比例，结果导致人民币在货物贸易中结算总量的占比下降。但从长期来看，CRI 指数仍将保持上升趋势。

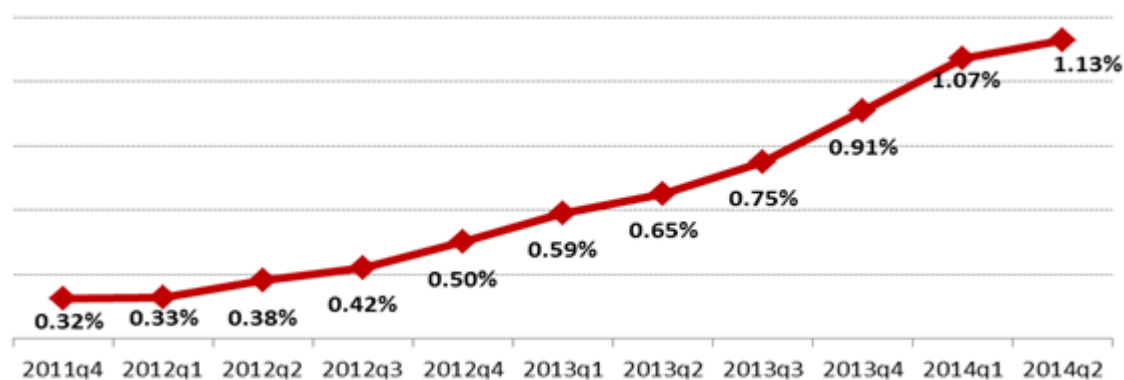
图 36：中国银行跨境人民币指数（CRI）



资料来源：Wind，中国银行贸易金融部

2014 年以来，ORI 指数一直保持平稳上升态势，中国银行最新发布的 2014 年二季度末 ORI 为 1.13%，创下人民币在国际金融市场使用水平的新记录。今年 ORI 指数的走势呈现以下特征：一是 ORI 指数持续增长，2014 年 2 季末 ORI 指数较上季末上升 5.61%，较 2013 年同期上升 73.85%；二是人民币在离岸市场的存款、债券、外汇交易等方面的运用不断扩大；三是人民币的境外使用范围继续扩展，继香港后，新加坡、韩国成为新的离岸人民币市场，欧洲地区离岸人民币市场地位进一步提升；四是人民币与其他主要国际货币差距不断缩小。

图 37: 中国银行离岸人民币指数 (ORI)



资料来源: Wind, 中国银行贸易金融部

表 4: 2014 年中国经济金融主要指标预测 (%)

| 指 标 | 2011 (R) | 2012 (R) | 2013 (R) | 2014 | | | |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|---------------|---------------|---------------|-------------|
| | | | | Q1 (当季, R) | Q2 (当季, R) | Q3 (当季, E) | 全年 (F) |
| GDP | 9.3 | 7.7 | 7.7 | 7.4 | 7.5 | 7.3 | 7.4 |
| 规模以上工业增加值 | 13.9 | 10 | 9.7 | 8.7 | 8.9 | 7.5 | 8.2 |
| 固定资产投资 | 23.8 | 20.6 | 19.6 | 17.6 | 17.1 | 15.0 | 16.5 |
| 消费品零售总额 | 17.1 | 14.3 | 13.1 | 12.0 | 12.3 | 12.1 | 12.1 |
| 出口 | 20.3 | 7.9 | 7.9 | -3.5 | 5.2 | 12.0 | 4.0 |
| 进口 | 24.9 | 4.3 | 7.3 | 1.6 | 1.5 | -1.0 | 2.0 |
| 居民消费价格指数 (CPI) | 5.4 | 2.6 | 2.6 | 2.3 | 2.2 | 2.0 | 2.2 |
| 工业品出厂价格指数 (PPI) | 6.0 | -1.7 | -1.9 | -2.0 | -1.2 | -0.1 | -1.5 |
| 广义货币(M2, 期末) | 13.6 | 13.8 | 13.6 | 12.1 | 14.7 | 13.5 | 13.5 |

注: R 表示实际; E 表示估计; F 表示预测。

资料来源: 中国银行国际金融研究所

三、宏观经济政策取向

(一) 财政政策调整支出结构，落实有关扶持政策

尽管经济下行压力增大，政府在未来一段时间不太会采取增加赤字的调控政策，因为增加赤字只有短期效果，并不利于长远。

为了适应经济发展的新常态，更好地稳增长、调结构、惠民生，未来将进一步调整财政支出结构，更加注重市场调节，让市场在资源配置中起决定性作用。同时，有序、有力、有效地推进财税体制改革，增强经济内生增长动力，防范财政金融风险。

第一，进一步调整财政支出结构，更加注重市场调节。进入三季度后，财政收入和支出增速较 5、6 月份均有所回落，尤其是支出增速下降了约 60%。未来一段时间，受营改增减税、化解产能过剩、房地产市场调整和财政收入基数提高等因素影响，财政收支压力将进一步加大，支出的亮点在于结构优化和市场调节。财政支出将更多地投向基础设施、民生、“三农”以及节能环保等重点领域和薄弱环节。同时，新常态下，宏观调控将更加注重市场的调节作用，鼓励社会资本通过 PPP 模式更多地进入公共服务领域，激发市场内生动力和活力。

第二，落实有关财税扶持政策，深化重点领域财税改革。为了适应更加注重转方式、调结构的新常态，将重点落实信息消费、养老、健康以及文化创意和设计等服务业、棚户区改造、中小企业和新兴产业发展等领域的财税扶持政策。财税改革方面，今年以来营改增持续扩围，铁路运输、邮政业和电信业陆续纳入试点范围。为了在 2015 年年底实现全行业覆盖，建筑业、房地产业和金融业等纳入试点的方案将抓紧制定和出台。与此同时，消费税改革和煤炭资源税改革等也将进一步推进和加快，房地产税、环境保护税的立法工作将有所进展。

第三，建立以政府债券为主体的地方政府举债融资机制，防范财政金融风险。目前，我国地方政府债务总体风险可控，但局部存在风险隐患。新修改的预算法，允许地方政府依法适度举债，将进一步规范地方政府债务管理，化解财政金融风险。下一步，将完善地方政府债券自发自还制度，扩大自发自还试点范围，建立以政府债券为主体的地方政府举债融资机制。对于高成本融资的存量债务，将允许地方通过申请发行政府债券置换，降低利息负担，优化期限结构。同时，严格控制新增债务，将地方政府性债务分类纳入预算管理，建立债务风险预警及应急处置机制。此外，还将加快建立权责发生制政府综合财务报告制度，完善政府性债务统计报告和信息公开制度。

（二）货币政策坚持稳定总量、定向调控

今年以来，我国一直实施稳健的货币政策，没有采取全面宽松的降息、降准政策来刺激经济增长。相反，央行主动引入了一些新的政策工具，如短期流动性调节工具(SLO)、常备借贷便利(SLF)、抵押补充贷款工具(PSL)以及定向调控措施进行微调和定向放松流动性。

我们认为，未来仍会坚持稳健的货币政策，在稳定总量的同时实行定向调控。究其原因，一方面是货币存量规模仍然较大。截至今年8月末，M2达119.75万亿元，同比增长12.8%；就1-8月平均水平来看，社会融资规模为1.47万亿元，略低于去年同期的1.57万亿元；新增人民币贷款为8534亿元，高于去年同期的8113亿元。与此同时，随着出口逐步改善和人民币波动更加平稳，外汇占款将平稳增长。由此可见，流动性格局并未发生方向性变化，货币池子的规模足够大，没有全面增发货币刺激经济增长的必要性。另一方面，全面的宽松政策往往导致资金流向房地产、融资平台和一些产能过剩行业，而新兴产业、技术创新领域和小微企业仍然面临融资难、融资贵的问题。这会带来金融体系风险上升和经济结构失衡加剧。通过定向宽松政策，则可以降低被“挤出”部门的融资成本，实现稳增长和调结构的双重目的。

上半年政府主要采用了定向降准为主的数量型价格工具。未来调控可能会向“量价并重”转换。我们注意到，PSL（抵押补充贷款）类似于加入了抵押物的再贷款，有利于央行通过PSL引导市场利率。8月末，针对“三农”央行又采取了定向降息的措施，引导农村金融机构扩大涉农信贷投放，促进降低“三农”融资成本。尽管此次定向降息的象征意义大于实际意义，但预期未来央行很可能在小微企业、棚户区改造等领域继续开展定向降息措施。总的来说，未来的货币政策仍会以稳健为主，控制总量的同时进行定向调整，进而达到降低社会融资成本和促进经济转型升级的目的。

（三）房地产调控向市场化回归

当前，房地产市场调整有利于经济增长“去房地产化”，也有利于调控手段回归市场化，同时为居民购房需求的平稳释放提供了机遇。但是，也要看到房地产下滑拖累经济增长最严峻的时刻还未到来。未来房地产调控政策将着眼于防止房地产市场调整过于激烈引发的金融风险上升。政策方面，一是适时促进房地产调控政策向市场化回归，放松限购的城市数目还可能进一步增加。二是房地产信贷支持力度加大。尽管全面取消“限贷”的可能性不大，但是“差别化信贷”的执行力度将进一步增强，主要体现在首套置业者的首付比例有可能进一步降低，房贷优惠利率幅度也有望加大，不排除对改善性住房信贷需求也将提供更多支持。三是政府也可能利用楼市调整的有利时机，适时回购部分商品房用于保障性住房，同时加快二、三线城市户籍改革，形成新的潜在购买需求。

四、专题分析：新常态新在哪儿？——中国未来10年潜在增长率估算

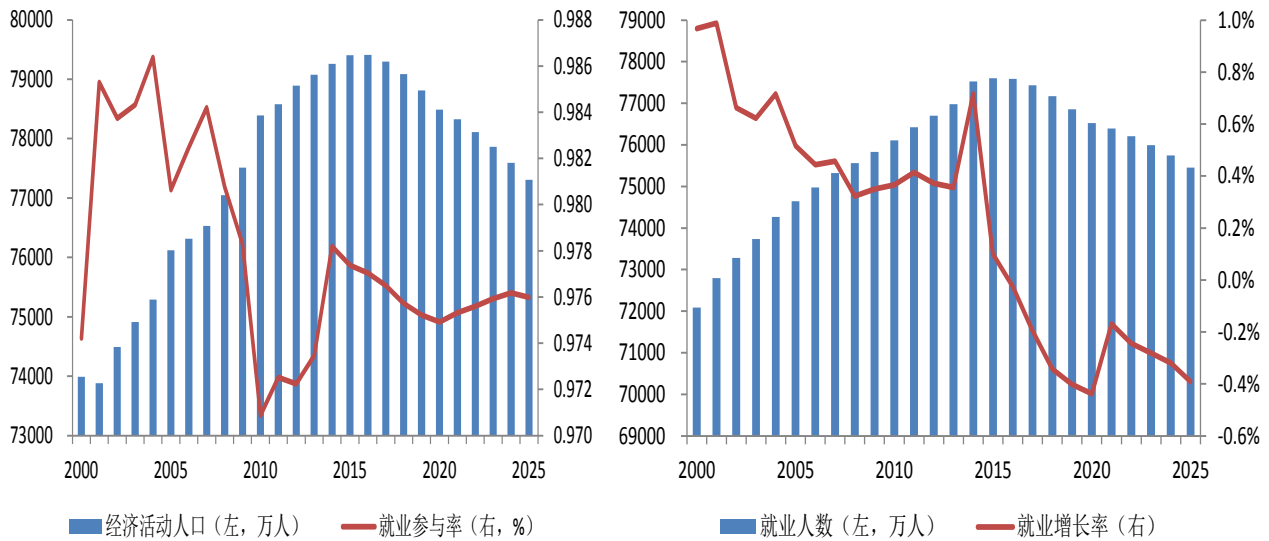
2010年以来中国经济增速持续下降，从2010年的10.4%降至2013年的7.7%，市场对2014年7.5%的目标实现也有担心。从改革开放以来的发展历程看，1989-1990年和1998-1999年两个阶段的经济增速均有较大回落，

1989-1990 年 GDP 增速降到 4%左右, 1998-1999 年 GDP 增速降到 7.7%左右, 但两、三年后经济均又以超过 10%的速度持续快速增长。那么此次经济增长的放缓与以往有哪些不同? 本次放缓是短期周期性波动的影响还是长期增长趋势下降的影响? 从中长期看, 实际经济增长率总是围绕潜在增长率上下波动, 因此, 潜在增长率是对未来我国宏观经济增长趋势判断和政策建议的重要参考, 估算未来潜在增长率有助于解答这些问题。

潜在增长率主要取决于经济的供给潜力, 包括劳动、资本、全要素生产率 (TFP), 我们利用生产函数法估算中国未来 5-10 年的潜在增长率, 首先对劳动力、资本、全要素生产率三方面的走势做出分析。

1. 劳动力供给增长放缓, 2016 年后就业人口开始负增长

2000-2010 年人口出生率从 14.03%持续下降到 11.9%, 60 岁以上和 65 岁以上人口比重不断增加, 2013 年分别为 14.9%和 9.7%, 均超过国际老龄化标准 (10%和 7%)。根据世界银行的预测, 未来 10 年中国老龄化程度将不断提高, 2025 年 60 岁以上和 65 岁以上人口比重将接近 20%和 13.5%。在出生率下降、老龄化加剧的情况下, 未来 10 年劳动年龄人口增长将放缓, 甚至出现负增长。根据世界银行对中国未来 10 年分性别分年龄组的人口预测, 同时考虑不同性别及其各自年龄组的劳动参与率, 我们预测得到 2014-2025 年的经济活动人口 (图 39)。同时, 假定未来各年就业参与率 (就业人数/经济活动人口) 为前十年就业参与率的平均值, 我们可以得到未来各年的就业人数 (图 40), 预计 2016 年我国就业人口增速将停止增长, 随后进入负增长阶段。

图 38：经济活动人口和就业参与率 **图 39：就业人数和就业增长率**


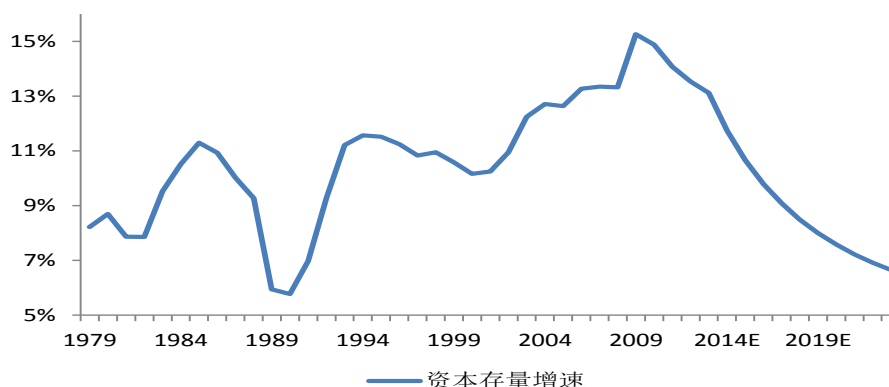
资料来源：中国银行国际金融研究所

2. 资本增速趋于下降，资本存量增速在 6-12%

从投资的供给看，中国的高储蓄率能对投资需求形成一定支持，但从投资的需求看，我国的产业结构已经发生了明显变化，第二产业占 GDP 的比重下降至 2013 年的 43.9%，其中工业占 GDP 比重降至 2013 年的 37%，第三产业占 GDP 的比重在 2013 年首次超过第二产业，达到 46.1%。从各国经验及未来人口结构的变化看，未来工业比重将继续下降，服务业比重将进一步上升，产业结构的这种变化意味着未来十年的投资增速将有所下降。此外，中国的资本投入其实并不低。2013 年中国人均 GDP 水平相当于 1971 年的日本、1993 年的韩国，与类似发展阶段的日本、韩国相比，中国固定资本形成额占 GDP 的比重（46%）要高于日本（34%）、韩国（33.6%）。

按 2020 年国内生产总值比 2010 年翻一番的目标估算，假定固定资本形成占 GDP 的比重保持在 2013 年的 46%、折旧为 5%，未来资本存量增速约为 6-12%（图 40）。

图 40：中国资本存量增速（%）



资料来源：中国银行国际金融研究所

3. 全要素生产率取决于改革效果，增速为 2%或 3%左右

全要素生产率在经济意义上反映技术进步与效率的提高，在劳动力和投资增长率下降的情况下，未来全要素生产率是经济增长的一个关键，从历史看改革开放以来的几次改革往往都伴随着全要素生产率的提高，全要素生产率对经济增长的贡献在 20-30%之间，个别年份甚至高于 40%。2008 年金融危机后全要素生产率增速呈现下降趋势，对 GDP 增长的贡献也在下降。

技术、教育、制度是影响全要素生产率的主要因素。我国研发支出占 GDP 的比重从 1996 年的 0.57% 逐年上升到 2012 年的 1.98%，虽然仍低于美国（2012 年 2.79%）、日本（2011 年 3.39%）、德国（2012 年 2.92%）、韩国（2011 年 4.04%）等国家，也低于世界平均水平（2011 年 2.13%），但与发达国家的差距在缩小。我国平均受教育程度不断提高，截至 2009 年底，全国 15 岁以上人口平均受教育年限接近 8.9 年，主要劳动年龄人口平均受教育年限为 9.5 年，其中受过高等教育的比例为 9.9%，新增劳动力平均受教育年限达到 12.4 年。十八大以来提出的各项改革举措也在陆续开启和实施。综合考虑追赶效应和改革红利等因素，我们对全要素生产率的增长假定两种情形：改革效果明显，未来十年的全要素生产率增速为 3%；改革效果不明显，未来十年全要素生产率

增速为 2%。

表 5：中国潜在增长率(2014-2025)估算 (%)

| 年度 | 改革效果明显 | 平均增长 | 改革效果不明显 | 平均增长 |
|------|--------|------|---------|------|
| 2014 | 8.1 | 7.3 | 7.8 | 6.6 |
| 2015 | 7.8 | | 7.3 | |
| 2016 | 7.5 | | 6.9 | |
| 2017 | 7.3 | | 6.5 | |
| 2018 | 7.1 | | 6.2 | |
| 2019 | 6.9 | | 5.9 | |
| 2020 | 6.8 | | 5.7 | |
| 2021 | 6.7 | 6.3 | 5.7 | 5.3 |
| 2022 | 6.5 | | 5.5 | |
| 2023 | 6.3 | | 5.3 | |
| 2024 | 6.1 | | 5.1 | |
| 2025 | 5.9 | | 5.0 | |

资料来源：中国银行国际金融研究所

根据以上预测利用 HP 滤波得到趋势就业人口和趋势全要素生产率，假定未来资本产出弹性为 0.52，我们利用生产函数法进行估计，未来潜在增长率呈下降趋势，改革效果明显的情况下，2018 年之前潜在增长率在 7% 以上，2025 年降至 5.9%；改革效果不明显的情况下，2015 年潜在增长率在 7% 以上，2016-2020 年在 5.7-6.9%，2021-2025 年在 5-5.7%（表 5）。