

中国经济金融展望报告

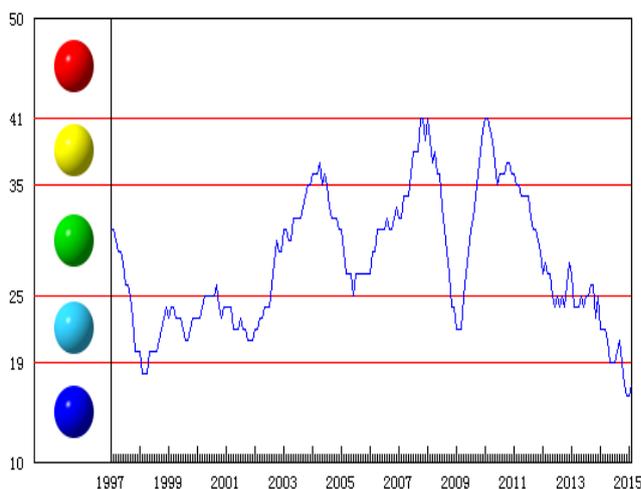
2015 年第 2 季度（总第 22 期）

报告日期：2015 年 3 月 30 日

要点

- 一季度中国经济延续了去年以来的放缓态势，但也出现了结构优化、质量提升、分配改善的新趋势，经济发展的持续性、均衡性和包容性明显增强。
- 展望二季度，由于外部环境趋好、稳增长政策逐步发挥效应等原因，经济可能缓中趋稳。但同时投资惯性下滑、杠杆率较高、PPI 持续负增长等将给经济稳定增长带来不确定性。预计二季度 GDP 增长 7.2% 左右，CPI 上涨 1.3% 左右。
- 经济下行压力较大，通胀水平较低，需要积极财政政策加力增效，也需要货币政策松紧适度，提高灵活性和针对性，为稳增长创造适宜的货币环境。
- 稳增长客观上会“加杠杆”，高杠杆率客观上又要求“去杠杆”，宏观政策宜继续坚持区间调控，不搞大规模刺激，尤其是在“前期政策消化期”、全社会杠杆率较高的大背景下，需要在稳增长和“去杠杆”之间拿捏好平衡。

中国经济景气动向综合指数



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

课题组组长：陈卫东

副组长：曹远征

宗良

课题组成员：周景彤

李建军

李佩珈

高玉伟

李艳

梁婧

王敏（贸易金融）

陈志华（中银基金）

联系人：周景彤

电话：010-66592779

邮件：zjtlucky@163.com

把握好稳增长和“去杠杆”之间的平衡

——中国银行中国经济金融展望报告（2015 年第 2 季度）

2015 年一季度，受房地产市场调整、产能过剩和外需较弱等因素的影响，中国经济延续了去年以来的放缓态势，但也出现了结构优化、质量提升、分配改善的新趋势，经济发展的持续性、均衡性和包容性明显增强。估计一季度 GDP 增长 7% 左右，比去年同期放缓 0.4 个百分点；CPI 上涨 1.2% 左右。展望二季度，由于外部环境趋好、稳增长政策效应逐步发挥等因素影响，经济很可能呈现出缓中趋稳态势。但同时投资惯性下滑、杠杆率较高、PPI 持续为负等将给经济增长带来不确定性。预计二季度 GDP 增长 7.2% 左右，CPI 上涨 1.3% 左右。当前经济下行压力较大，通胀保持低水平，需要积极财政政策加力增效，也需要货币政策相应提高灵活性和针对性，为稳增长创造适宜的货币环境。就此而论，政策进一步适度宽松是可预期的。但稳增长客观上会“加杠杆”，高杠杆率客观上要求“去杠杆”，需要把握好度，我们建议继续坚持区间调控，不搞大规模刺激，尤其是在“前期政策消化期”、全社会杠杆率较高、产能过剩依然突出的大背景下，更需在稳增长和“去杠杆”之间拿捏好平衡。产业方面，既要大力支持服务业尤其是研发设计、流程优化、营销服务、物流配送等生产性服务业，更要坚守住“中国制造”，在“中国制造 2025”战略引领下，顺应新一代科技革命正在兴起的潮流，促进“中国制造”向中高端水平迈进，这是中国经济行稳致远的根本出路。

一、2015 年一季度经济形势回顾与二季度展望

(一) 一季度经济形势回顾

1. 经济增长小幅回落，五大变化表明经济缓中向好

一季度，受房地产市场调整、产能过剩和外需较弱等因素的影响，中国经济延续了去年以来的放缓态势。前 2 个月，投资、工业生产、发电量等主要经济增长指标均在放缓，且放缓幅度还比较明显，其中粗钢增长放缓 3.5 个百分点，钢材增速放缓 2.8 个百分点，汽车生产增速放缓 7.9 个百分点，这些数据均表明中国经济下行压力依然较大。我们预计一季度 GDP 增长在 7% 左右，较去年全年和去年同期均低约 0.4 个百分点。

图 1：中国 GDP 季度增长走势

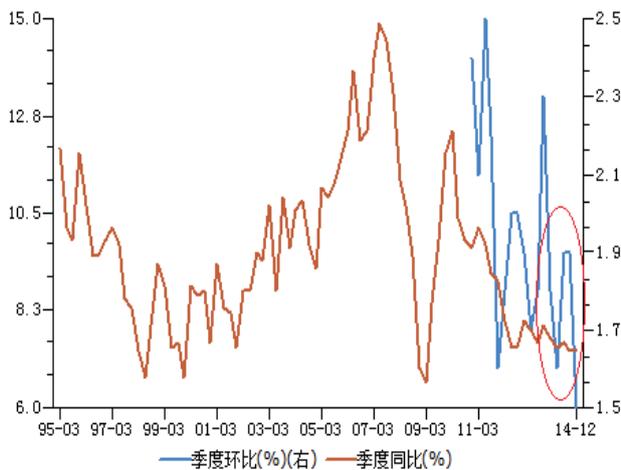
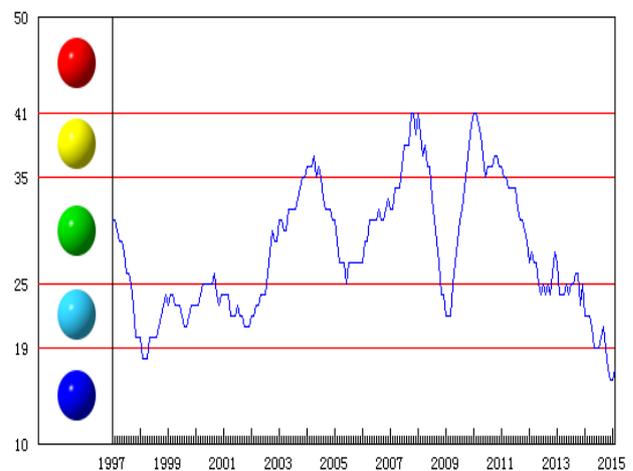


图 2：中国经济景气动向综合指数



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

但在增长放缓的同时，我们更要看到，中国经济正在变得越来越“好”，近期经济运行中出现的一系列积极变化，包括第三产业、民间投资快速增长，装备与高技术制造业利润增长强劲，通讯设备、信息消费和旅游活动等高速增长，这些都是过去多少年中国经济发展所追求的目标。一定程度上讲，在增长稳定的同时出现结构优化、质量提升和分配改善，这是经济发展的最佳状态，表明

经济发展的可持续性、均衡性和包容性在大幅增强。

一是第三产业快速发展，成为创造就业和稳定就业的主渠道。2014年，第三产业增长8.1%，分别高于第一、第二产业4个、0.8个百分点；第三产业占GDP的比重48.2%，比第二产业高出5.6个百分点。据估算，今年1-2月份，服务业生产增长7.4%，比同期工业生产增速快0.6个百分点。以服务业为主的第三产业快速增长、比重提高，已经成为吸纳和稳定就业的主渠道。2014年，每一个百分点的GDP增长，能拉动新增就业178.6万人，比2010年（112.3万人）提高了59%；就业对GDP的弹性系数（就业人口的增长率对GDP增长率的比值）也由过去的趋势性下降转为上升（表1）。

表 1：中国就业弹性的变化

	GDP 增长率 (%)	就业人口年增长率 (%)	就业弹性
1880-1990	9.2	4.3	0.465
1991-2000	10.5	1.1	0.103
2001-2010	10.5	0.54	0.052
2011-2013	8.3	0.38	0.046
2014	7.4	0.36	0.048

资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

二是需求结构优化，消费对经济增长贡献率进一步提高。2014年消费增长12%，对经济增长的贡献率达到51.2%，比上年提高了1.2个百分点。今年前2个月，消费实际增长11%，比去年同期加快0.2个百分点，估计一季度消费对经济增长的贡献还将进一步提升。

三是新兴产业、新业态和民营经济增长态势良好，经济发展内生动力正在增强。今年1-2月份，高技术产业增加值同比增长11.2%，增速比规模以上工业快4.4个百分点。装备制造业增加值同比增长8.2%，增速比全部工业快1.4个百分点。在政府简政放权、放宽市场准入、加快投融资体制改革等一系列措施作用下，民间资本活力增强，服务业等领域投资增长较快。2014年全国新登

记企业数量同比增长 45.88%，市场活力进一步激发，大众创业、草根创业的“众创空间”蓬勃发展。今年 1-2 月份，民间投资同比增长 14.7%，增速比全部投资快 0.8 个百分点。与互联网有关的新型业态继续高速扩张。1-2 月份，全国网上商品和服务零售额 4751 亿元，同比增长 44.6%，其中网上商品零售额 3991 亿元，同比增长 47.4%，增速比社会消费品零售总额快 36.7 个百分点，拉动社会消费品零售总额增长近 3 个百分点。

四是节能减排取得新进展，能源消费弹性系数¹显著减小。近年来，一方面政府加大了节能减排和清洁能源利用的政策力度，另一方面经济放缓，钢铁、水泥、电解铝等传统高耗能、高污染产业增长受到抑制，使得节能减排效果比较显著。2014 年，万元 GDP 能耗下降 4.8%，明显超过了政府的预定目标（3.9%）。能源消费弹性系数也由上年的 0.48 降低到 0.30（表 2），表明节能减排取得了新进展。

表 2：2010-2014 年能源消费弹性系数

年 份	2010	2011	2012	2013	2014 (E)	2015Q1 (E)
能源消费增长 (%)	6.0	7.1	3.9	3.7	2.2	1.0
GDP 增长 (%)	10.4	9.3	7.7	7.7	7.4	7.0
能源消费弹性系数	0.58	0.76	0.51	0.48	0.30	0.14

注：2014、2015 年能源消费弹性系数数据为作者估算。

资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

五是收入分配趋于改善，居民收入增长快于 GDP 增长。从国民收入分配看，2014 年，全国居民人均可支配收入增长 10.1%，扣除价格因素实际增长 8%，均高于同期 GDP 增速；从城乡差距看，2014 年城乡收入比²为 2.92，比上年（3.03）

1. 能源消费弹性系数：是反映能源消费增长速度与国民经济增长速度之间比例关系的指标。计算公式为：能源消费弹性系数=能源消费量年平均增长速度/国民经济年平均增长速度。

2. 城乡收入比：是指城乡居民收入比，是衡量城乡收入差距的一个重要指标，该比值变大，表明城乡收入差距在扩大，反之则反是。为使计算口径可比，这里分别采用城镇居民家庭人均可支配收入和农村居民家庭人均纯收入两个指标来计算城乡收入比。

减小了 0.11 个点，是近 5 年来降幅最大的一年；从居民收入分配来看，由于农民和中低收入者收入增长较快，2014 年全国基尼系数为 0.469，为 2008 年以来最低，居民收入差距显著缩小（表 3）。

表 3：2010–2014 年城乡收入比变化情况

年份	基尼系数	城镇居民家庭人均可支配收入（元）	农村居民家庭人均纯收入（元）	城乡收入比	城乡收入比变化
2010	0.481	19109.4	5919.0	3.23	
2011	0.477	21809.8	6977.3	3.13	0.10
2012	0.474	24564.7	7916.6	3.10	0.02
2013	0.473	26955.1	8895.9	3.03	0.07
2014	0.469	28844.0	9892.0	2.92	0.11

资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

2. CPI 继续走低，PPI 连续 36 个月负增长

受经济下行、需求放缓、春节错月和翘尾因素变小等因素的影响，一季度中国物价水平继续走低，居民消费价格指数（CPI）涨幅回落，工业生产者出厂价格（PPI）降幅扩大。一季度物价运行主要特征包括：

一是 CPI 同比涨幅走低，环比涨幅扩大。1-2 月，CPI 累计上涨 1.1%，涨幅比去年同期回落 1 个百分点，比 2014 年全年回落了 0.9 个百分点（图 3）。但分月度看，1、2 月份分别上涨 0.8% 和 1.4%，2 月份 CPI 涨幅走高主要与春节、食品和服务价格上涨较快有关。预计 3 月份 CPI 同比涨幅也在 1% 以上。从环比看，CPI 从 1 月份 0.3% 大幅提高到 1.2%。3 月份，随着天气转暖，蔬菜等生产运输条件改善，食品价格涨幅将会放缓。估计一季度 CPI 上涨幅度在 1.2% 左右，比去年同期回落 1.1 个百分点，比去年全年回落 0.8 个百分点。尽管 1、2 月份物价涨幅较低，通货紧缩压力似乎在增大，但从月度同比和环比涨幅来看，实际上通货紧缩压力不是在增大，反而还有所减小。

图 3: CPI 在低位徘徊

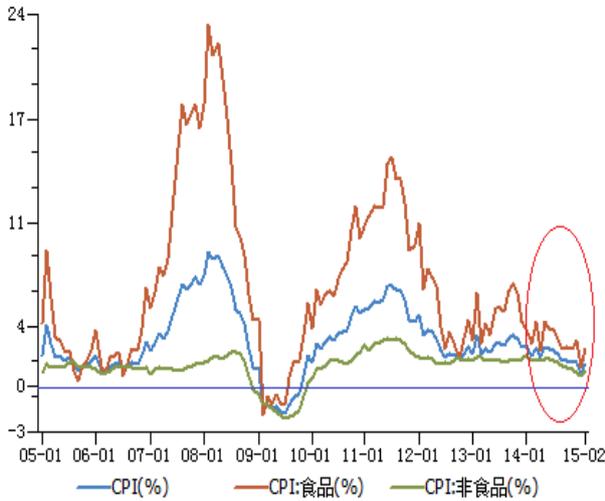
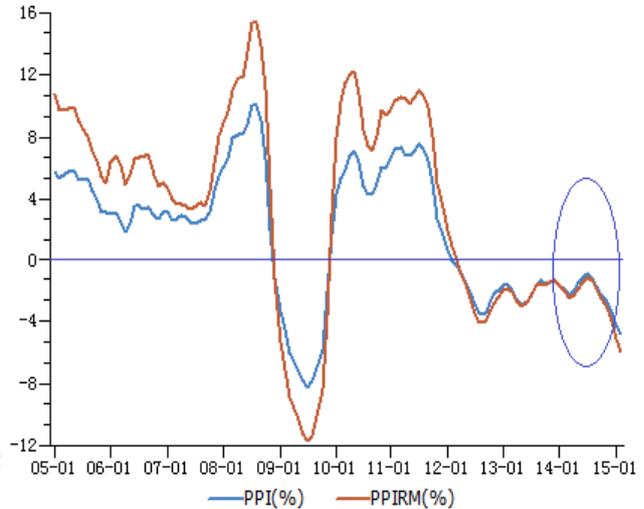


图 4: PPI 连续 36 个月负增长



资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

二是食品、居住和交通通信等价格涨幅回落明显,是CPI走低的主要原因。受暖冬和春节的影响,今年前2个月食品价格仅上涨1.7%,同比放缓1.5个百分点;受房地产市场调整、房价下跌的影响,居住价格也仅上涨了0.7%,涨幅同比降低2.1个百分点;去年下半年以来国际油价大幅下跌、国内成品油价格数次调整(2014年7-12月共有10次下调),使得CPI篮子中的交通通信价格下降了2%,降幅同比扩大了1.89个百分点;娱乐教育文化价格上涨1.1%,涨幅同比放缓1.6个百分点,这与近期高档娱乐消费减少,以及旅游价格下跌有关。初步测算,这四大类商品和服务拉低了前2月CPI涨幅约1.3个百分点。

表 4: CPI 篮子中八大类商品和服务增长变化 (%)

年份	CPI	食品	烟酒	衣着	家庭设备	医疗保健	交通通讯	娱乐教育文化	居住
2011	5.4	11.8	2.8	2.1	2.4	3.4	0.5	0.4	5.3
2012	2.6	4.8	2.9	3.1	1.9	2.0	-0.1	0.5	2.1
2013	2.6	4.7	0.4	2.3	1.5	1.3	-0.4	1.8	2.8
2014	2.0	3.1	-0.6	2.4	1.2	1.3	-0.1	1.9	2.0
2014 (1-2)	2.2	3.2	-0.7	2.1	1.4	1.1	-0.11	2.7	2.8
2015 (1-2)	1.1	1.7	-0.5	2.9	1.2	1.8	-2.0	1.1	0.7

资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

三是 PPI 连续 36 个月负增长，且降幅有所扩大。受需求疲弱、产能过剩和进口价格下跌的影响，今年一季度 PPI 继续下跌且已连续 36 个月负增长，前 2 个月下跌 4.6%，跌幅比去年同期扩大了 2.8 个百分点，比去年全年扩大了 2.7 个百分点（表 5）。环比来看，1、2 月份 PPI 也均在下降，且降幅有所扩大。分类别看，前 2 月 PPI 下跌主要是由生产资料价格下跌（-6.2%）引起的，特别是采掘工业和原材料工业价格下降明显，降幅分别达到了 20.1% 和 9.2%；生活资料价格总体比较稳定，分类商品价格跌幅均在 1% 以内。前 2 月 PPI 持续负增长且降幅扩大，与国际原油、煤炭和铁矿石等价格下跌，工业生产者购进价格（PPIRM）持续走低有关，也与经济下行、市场需求不足有关。自 3 月以来，国际原油价格再度下跌，市场需求依然较弱，铁矿石、钢材等价格低位盘整，预计一季度 PPI 将继续下跌，降幅在 4.4% 左右。

表 5：PPI 分类变化情况（%）

年份	PPI	生产资料	生产资料			生活资料	生活资料			
			采掘工业	原材料工业	加工工业		食品类	衣着类	一般日用品类	耐用消费品类
2011	6.0	6.6	15.4	9.2	4.6	4.2	7.4	4.2	4.0	-0.6
2012	-1.7	-2.5	-2.4	-2.0	-2.7	0.8	1.4	2.1	0.9	-0.9
2013	-1.9	-2.6	-5.7	-3.1	-2.0	0.2	0.7	1.2	-0.1	-0.9
2014	-1.9	-4.3	-6.5	-3.2	-1.8	0.0	0.2	0.7	0.1	-0.8
2014 (1-2)	-1.8	-2.5	-13.2	-6.4	-2.0	-0.3	-0.3	0.8	-0.1	-1.1
2015 (1-2)	-4.6	-6.2	-20.1	-9.2	-3.5	-0.1	-0.1	0.8	-0.2	-0.6

资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

3. 投资增长下滑，消费和净出口对 GDP 贡献率上升

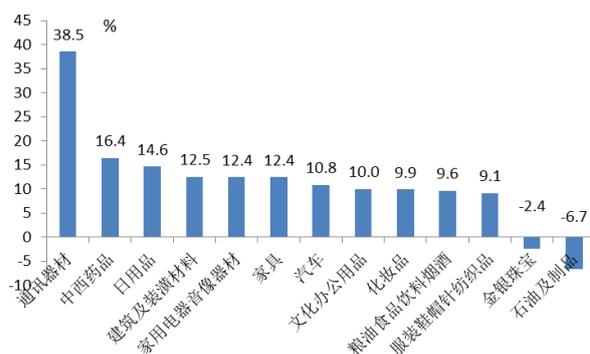
一是消费增长保持平稳，通讯器材消费火爆。2015 年前 2 个月，社会消费品零售总额名义增长 10.7%，实际增长 11%，比上年同期高 0.2 个百分点（图 5）。据此计算，社会消费品零售领域的物价水平出现下降，同比降幅为 0.3 个百分点。商品零售价格指数存在类似通缩，2015 年 1 月、2 月分别下降 0.5% 和 0.1%。这一情况在 1998-2003 年和 2009 年都出现过，反映出经济景气度不佳，增长下

行压力较大。从消费结构看，通讯器材延续了上年的高增长，增长 38.5%，远高于其他消费；中西药品、日用品、建筑及装潢材料、家具、家用电器和音像器材等增长较快，增速均高于 12%（图 6）。

图 5：消费名义增长与实际增长



图 6：分项消费增长变动



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

二是投资增速明显回落，房地产与制造业投资同时减速。2015 年前 2 个月，固定资产投资增长进一步放缓，同比增长 13.9%，增速比上年同期回落 4 个百分点（图 7）。从投资结构看，房地产和制造业投资明显减速直接导致了投资增速的大幅下滑，其中前者增速比上年同期回落 8.9 个百分点，后者回落 4.5 个百分点。与此同时，在政策支持作用下，基础设施投资保持了较快增长，同比增长 20.8%，增速比上年同期提高 2 个百分点。投资增长显著放缓，反映了当前投资领域存在的两个突出问题：第一，有吸引力的投资项目比较缺乏，投资者积极性不高。今年前 2 个月，新开工项目计划投资额减少 1.8%，施工项目计划投资额增速比上年同期回落 12.3 个百分点，这类似于 2007 年和 2011 年的情形。第二，投资项目缺少资金支持，“巧妇难为无米之炊”，限制了投资增长。前 2 个月，投资到位资金同比仅增长 6.7%，比上年同期回落 7.9 个百分点，特别是贷款几乎零增长，这类似于 2012 年的情形。

图 7：投资增速持续回落

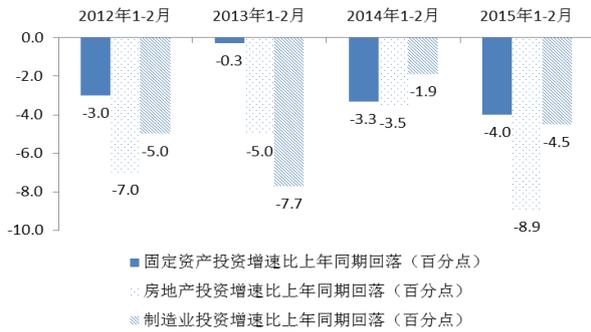


图 8：投资到位资金和新开工项目不足



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

三是进出口再现“冰火两重天”，贸易顺差规模进一步扩大。2015年前2个月，中国出口实现快速增长，同比增长15%，增速高于金融危机以来同期均值3.5个百分点。今年出口高增长主要与去年基数较低有关，2015年前2个月经季节调整的出口增速并不算高，低于2014年5月以后的各月增速。同期，进口大幅负增长，同比下降20.2%，降幅在近10年来仅次于2009年。就单月同比增速来看，进口连续4个月为负，显示中国内需不旺、经济下行压力增大。近期外贸频现出口正增长、进口负增长，近10个月内有6个月如此，这类似于1996年8月至1997年5月的情形。进出口增速“剪刀差”扩大，导致外贸顺差扩大且屡创新高，今年前2个月达到1207亿美元，比2014年前6个月的1043亿美元还要高。

图 9：1996-1998 年进出口增长

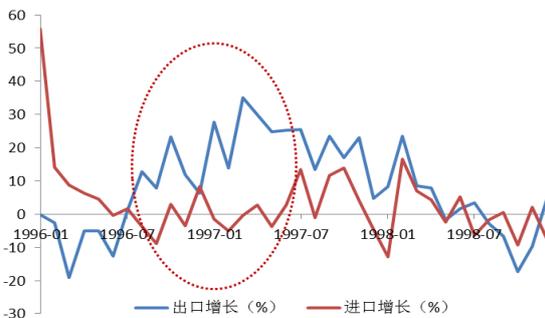
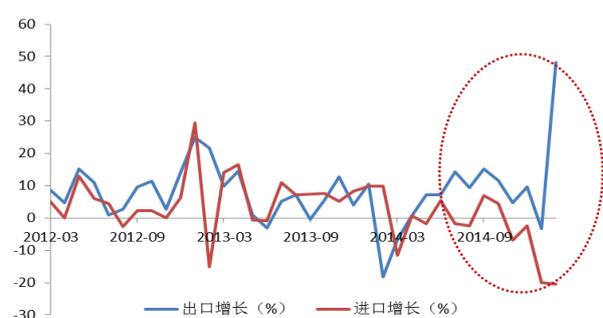


图 10：2012-2015 年进出口增长



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

4. 工业生产大幅回落，产能过剩仍在积聚

今年1-2月工业增加值同比增长6.8%，较上年同期下降1.8个百分点，比上年12月下降1.5个百分点，为2009年6月以来的最低增速（图11），这与发电量及工业用电量增速的大幅回落相一致，显示经济下行压力进一步加大。

工业回落主要是由于中下游的制造业生产放缓。1-2月，制造业增加值增速为7.5%，较上年同期回落2.3个百分点，除了酒饮料、纺织业、化学纤维、交通运输设备、计算机通信、仪器仪表及其他制造业等7个行业增加值增速回升外，其余24个行业增加值增速较上年同期均有所下降，其中农副食品、服装、造纸、印刷、文娱用品、石油加工、黑色金属加工、通用设备、专用设备等9个行业的增加值增速低于工业整体增速。汽车、钢材等主要产品产量增速下降。上游采矿业增加值增速为4.2%，较上年同期小幅增加0.7个百分点，这主要是因为黑色金属矿采选业增加值回升及开采辅助活动降幅收窄。电力、燃气及水的生产和供应业增速较为稳定，保持在4%。

图 11：工业行业增加值增速

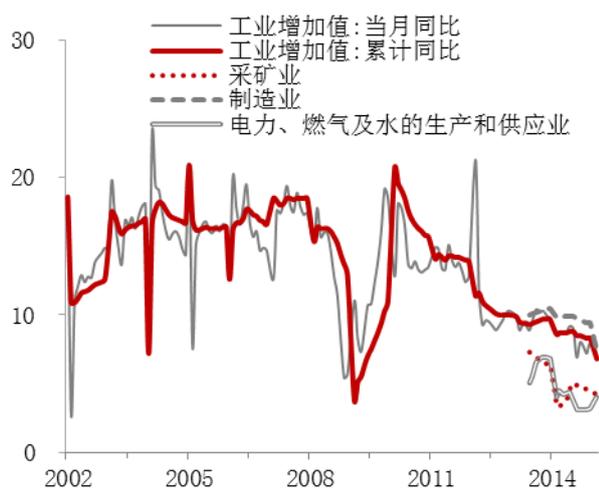
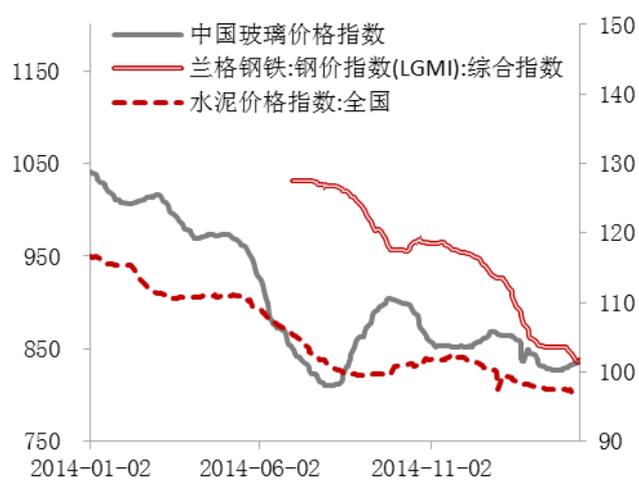


图 12：产能过剩行业产品价格走势



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

产能过剩行业中，粗钢、平板玻璃产量分别同比下降 1.5%、6.8%，电解铝产量增速下降至 4.85%，而在基建和建筑业高投资的带动下水泥产量增速回升，

达到 11.2%。同时，这些产品的价格还在不断下跌（图 12），库存仍处于较高水平，在需求低迷的情况下，产能过剩状况仍在积聚。

2015 年 1、2 月 PMI 值均在 50 以下，工业品价格降幅在持续扩大，这会抑企业的投资和生产。但也要看到为应对经济下行政府采取了降准、降息等措施，在一定程度上有助于减轻企业负担，工业生产者购进价格降幅要大于生产者出厂价格降幅，这也会降低部分中下游企业生产成本，2 月 PMI 中企业的新订单指数和生产经营活动预期均有所回升且在 50 以上。总体来看，预计一季度工业增加值为 7.2% 左右。

5. 房地产市场延续调整行情，多项指标继续回落

一季度，房地产市场延续 2014 年以来的调整行情，除房地产投资和资金来源基本稳定外，其它多项指标仍在持续回落。

一是房地产投资基本稳定。1-2 月，累计房地产投资为 8786 亿元，同比增长 10.4%，增速与上年末基本持平（小幅放缓了 0.1 个百分点）。尽管房地产投资基本稳定，但是仍处于近五年来的历史最低位。

二是房地产销售降幅扩大。受销售淡季等因素影响，房地产销售继续下滑。2015 年 1-2 月全国销售面积 8764 万平米，同比下降 16.3%，降幅较 2014 年全年扩大 8.7 个百分点，销售金额 5972 亿元，同比下降 15.8%，降幅较 2014 年全年扩大 9.5 个百分点（图 13）。

图 13: 房地产销售降幅扩大

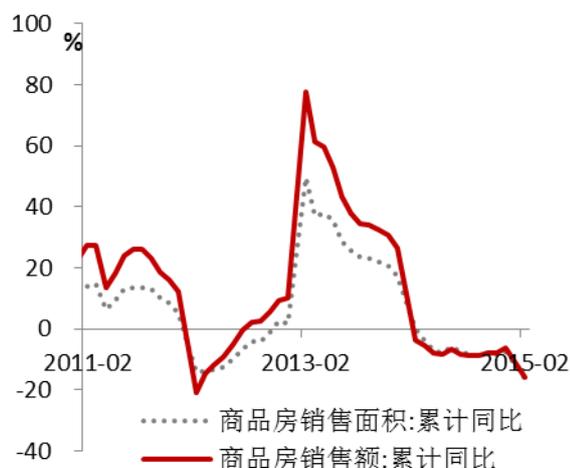
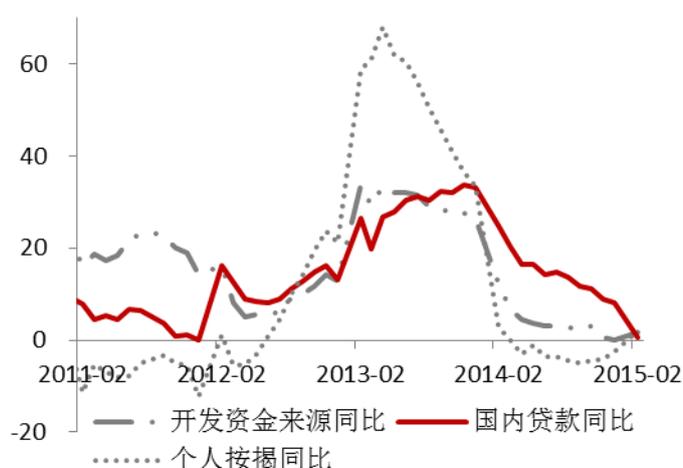


图 14: 房地产资金来源略有改善



资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

三是房地产价格震荡下行。在经历一个月短暂的复苏之后, 房地产价格重返下行通道。2015年2月, 百城住宅价格环比下降0.24%, 而1月环比上涨0.2%。目前, 房地产价格已连续13个月环比价格下降(除2015年1月外, 表6)。分城市看, 一线城市房价波动较大, 1月房价上涨, 2月又重新回落; 二线城市基本稳定; 三线城市降幅扩大。

表 6: 房地产价格震荡下行

年份		2014										2015	
月份		3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2
同比(%)	全国	10	9.1	7.8	6.5	4.7	3.2	1.12	-0.5	-1.6	-2.69	-3.1	-3.8
	一线	20.3	18.5	16.6	14	11.3	9	5.4	2.9	2.1	0.58	0.2	-1.1
	二线	8.5	7.5	6.4	4.6	2.8	1.1	-0.4	-1.8	-3.2	-4.28	-4.3	-4.8
	三线	3.9	3.1	1.9	0.8	-0.4	-1.3	-2.8	-3.8	-4.9	-5.56	-6	-6.2
环比(%)	全国	0.38	0.1	-0.32	-1	-0.8	-0.6	-0.9	-0.4	-0.4	-0.44	0.2	-0.2
	一线	0.71	0.32	-0.15	-1	-1	-0.3	-0.9	-0.1	0.3	-0.08	0.8	-0.1
	二线	0.44	-0.03	-0.35	-1	-0.8	-0.9	-0.8	-0.5	-0.6	-0.38	0	-0.4
	三线	-0.04	-0.07	-0.52	-1	-0.7	-0.6	-0.9	-0.8	-0.9	-0.68	-0.2	-0.4

资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

四是房地产资金来源略有改善。2015年1-2月, 房地产企业到位资金2.1万亿元, 同比增长1.6%, 增速较2014年末提高1.7个百分点。房地产资金状

况改善主要得益于个人按揭贷款的增长，同比增长 2.1%，比 2014 年末提高 4.7 个百分点（图 14）。房地产企业资金来源也有轻微改善，这有利于降低部分房地产企业资金链断裂风险。

五是新开工面积、土地购置面积等先行指标依旧疲弱。1-2 月，房地产新开工面积 13744 万平方米，同比下降 17.7%，增速较 2014 年末下滑 7 个百分点。房地产土地购置面积同比下降 31.7%，相比 2014 年末下降 17.7 个百分点。这表明房地产企业的投资信心不足，并制约未来的投资增长。土地市场的收缩也带来土地出让收入的减少，部分地方政府的偿债压力有所上升。1-2 月，土地成交价款为 699 亿元，同比下降将近三成。

总的来看，中国房地产市场还处在行业调整期。但我们认为，此轮房地产市场调整对金融体系的负面冲击有限。这主要是由于：一方面，近日财政部公布的“地方政府债券置换存量债务额度”的做法，降低了由于房地产市场调整引发的部分地方政府债务流动性风险；另一方面，“土地财政”的弊端正通过新一轮财税体制改革（如新修订的预算法等）和地方政府绩效评价机制加以解决，地方政府通过过度发展房地产来刺激当地经济发展的动机和行为有所弱化。

（二）二季度展望

1. 经济增长有望企稳，物价延续低水平

展望二季度，国内外经济发展环境总体稳定，对经济增长影响中性偏好。

第一，全球经济复苏趋势不会改变。展望二季度，全球经济步入“低增长、低通胀、格局分化”的“新常态”，美国经济持续复苏，欧洲、日本在量宽货币政策刺激下，经济重回复苏轨道，世界经济复苏趋势不会改变。我们的全球报告预测 2015 年全球经济将有所改善，预计全球 GDP 增长 3%，高于 2014 年的 2.6%。

第二，政策微调效果将逐步显现。去年底以来货币政策已经有两次降息、

一次降准，并通过 MLF 等进行定向调控，市场流动性相对充裕、利率水平趋于下降，货币政策灵活调整有助于刺激投资和消费，也有助于降低社会融资成本（包括存量和增量）。预计还将进一步利用公开市场操作、利率、存款准备金率、再贷款等货币政策工具，保持货币信贷平稳增长。政府工作报告明确提出今年财政政策要加力增效，增大赤字规模（1.62 万亿元，比去年增加 2700 亿），提高赤字率（到 2.3%），重点加大财政资金对水利、铁路、棚户区改造、城市基础设施和民生等领域的支持。近期政府下达和部署了 1 万亿元地方政府债券置换存量债务额度，将政府债券由短期高利率债转化为长期低利率债券，有利于降低地方政府利息负担、优化债务结构。

第三，市场化改革稳步推进，简政放权进一步激发市场活力。未来，市场化改革加速推进、市场准入门槛降低，行政审批事项再下放或取消 200 多项，有助于提升民间资本和民营企业发展活力，经济发展内生动力增强。开始启动和实施“中国制造 2025”计划，加快中国从制造大国转向制造强国。

第四，自贸区建设和“一带一路”将成为中国新一轮对外开放的战略支点。“一带一路”、京津冀一体化和长江经济带等区域战略将进一步提升对外开放的层次和水平。

总体判断，二季度 GDP 增速应该在 7.2% 左右，比去年同期回落 0.3 个百分点。

二季度，预计 CPI 将继续在低水平运行：**一是 PPI 传导因素。**截至 2 月份，中国 PPI 已连续 36 个月下跌，同时受国际大宗商品价格持续低水平、总需求扩张有限等因素的影响，预计 PPI 涨幅依然为负，短期转正的可能性很小，PPI 负增长向下游 CPI 传导的压力比较大，我们预计二季度 PPI 下跌 3.8% 左右。

二是输入性通缩因素。预计二季度，国际大宗商品价格将维持低水平，中国面临的输入性通缩压力依然比较大。据 IMF 预测，2015 年国际原油、铁矿石

和铜均价分别为 56.7 美元/桶、74.1 美元/吨和 6239 美元/吨，比 2014 年分别下降 41.1%、23.5%和 9.1%。

三是翘尾因素。我们估算，影响二季度 CPI 上涨的翘尾因素为 0.76%，比去年同期减小 0.71 个百分点（表 7）。另外，网购、电子商务等新兴消费和商业模式在一定程度上也降低了商品和服务的价格。

表 7：2014-2015 年分季度翘尾因素比较

季度	Q1	Q2	Q3	Q4	平均
2014 年	1.07	1.47	0.97	0.17	0.92
2015 年	0.29	0.76	0.49	0.16	0.42

资料来源：中国银行国际金融研究所

初步预计，二季度 CPI 上涨 1.3%左右，比去年同期回落 0.9 个百分点，比去年全年回落 0.7 个百分点，但比一季度小幅回升 0.1 个百分点，通货紧缩压力有所减缓。

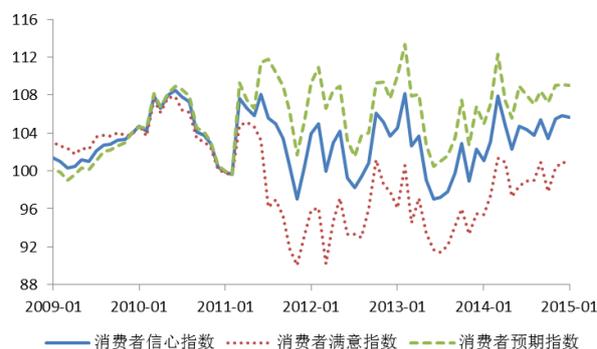
2. 内需增长难以明显加快，出口仍将保持较快增长

一是消费增长保持平稳，增速难有明显回升。收入增长是消费增长的基础，收入的较快增长有利于消费的稳定增长，2014 年全国居民人均可支配收入实际增长 8%，增速比 GDP 高 0.6 个百分点（图 15）。2014 年 11 月至 2015 年 1 月，消费者信心指数连续 3 个月保持在 105 以上，处于近两年以来的高位（图 16），表明消费者对未来收入和消费的前景比较乐观，对消费稳定增长构成有力支撑。同时，政府将在政策上着力加快培育消费增长点，全面促进信息、旅游休闲、养老健康家政、绿色、住房、教育文化体育等消费快速发展，为网络购物等新兴消费提供良好的宽带网络、物流快递等保障。

图 15: 城乡居民收入稳定增长



图 16: 消费者信心较为乐观



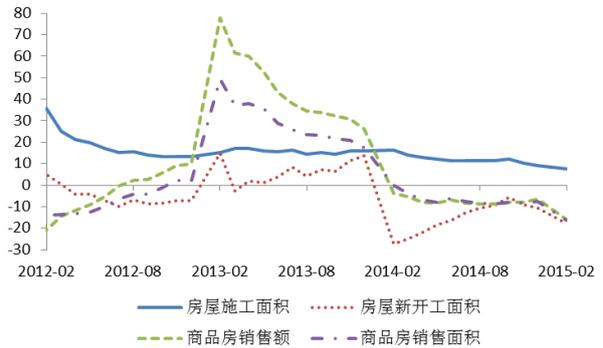
资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

二是基建投资有望进一步提速，助力固定资产投资稳定增长。由于前期投资过快过猛和内外需求增长放缓，近几年产能过剩呈现涉及行业多、过剩程度重、持续时间长、化解难度大等特点。除了钢铁、水泥、电解铝、船舶、平板玻璃这五大行业产能过剩比较严重之外，煤炭、汽车、炼化、磷肥等行业也存在不同程度的产能过剩。随着 PPI 持续 36 个月为负以及 CPI 持续走低，制造业面对的实际利率处于较高水平（图 17），制约了其投资的较快增长。截至 2015 年 2 月，房地产新开工面积、销售面积和销售额持续 13 个月同比负增长（图 18），将进一步推动房地产投资增长放缓。在房地产和制造业投资增长放缓概率较大的背景下，今年二季度，基础设施和部分服务业的投资快速增长成为稳定投资增长的希望所在，特别是中央预算加快对水利等项目资金的下达进度，同时加快投融资体制改革、推广 PPP 模式、放宽社会资本准入、鼓励创新创业等，都有利于稳定投资增长。

图 17: 实际无风险利率居高不下



图 18: 房屋新开工和销售不振



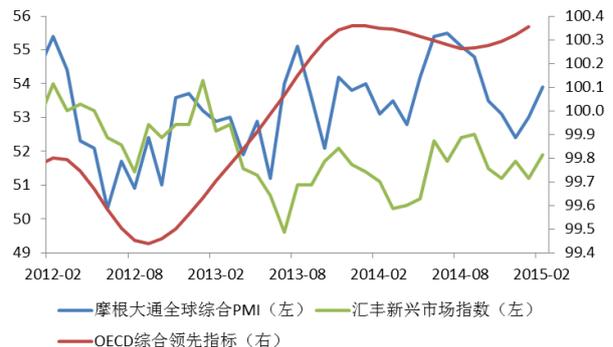
资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

三是出口有望保持较快增长, 进口增长难有明显改善。2015年2月, 中国制造业 PMI 新出口订单指数为 48.5, 连续 5 个月低于 50 的荣枯线, 但比 1 月上升 0.1 个百分点 (图 19); 海关总署发布的外贸出口先导指数为 39.6, 尽管比 2014 年各月偏低, 但比 1 月已有所回升。由于出口先导指标低位企稳回升, 全球经济景气度上升 (图 20), 加之上年基数较低, 2015 年二季度中国出口仍将保持较快增长。尽管投资等内需增长将出现回升, 但大宗商品进口价格同比大幅下降, 预计 2015 年二季度中国进口增长仍将比较低迷。

图 19: 中国制造业 PMI-新出口订单



图 20: 全球经济景气回升



资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

3. 基建投资带动工业生产小幅回升

一方面，一季度降准、降息政策效果逐步显现，有望降低实体经济融资成本和债务风险，提高企业投资和生产的积极性，另一方面，一些铁路、公路、水利等重大工程项目的开工将带动对工业品的需求。在这些因素的影响下，工业生产或将小幅回升。但依然受三个因素的制约：一是产能过剩仍较严重，PPI将持续为负，企业盈利水平较低；二是资金来源紧张制约项目实施，投资的增长及其对工业的拉动作用可能低于预期；三是2015年更严格的新环保法正式实施，政府和社会对环保的重视程度也不断提升，这将在一定程度上影响以重工业为主的地区的工业生产。总体来看，预计二季度工业增加值增长7.8%左右，政府投资是带动工业生产增长的主要力量，交通运输设备、计算机通信等设备制造业仍将保持快速增长。

4. 复苏动能不足，房地产市场将在底部盘整

二季度，促进房地产市场发展的有利因素主要有：一是降息、降准政策逐步生效，将使得居民贷款难度有所下降，购房成本也开始降低；二是政策进一步趋松，保障性住房投资将进一步加快；三是春夏之初往往是房地产销售的旺季。抑制因素主要有：一是不动产登记制度的推出，对居民住房投资预期产生不利冲击；二是股市不断走高，对房地产投资和销售形成分流；三是理财渠道的日益多样化、个人境外投资的逐步放开等，降低居民投资需求。

整体而言，二季度房地产市场复苏动能不足，底部徘徊仍将是主旋律。具体来看，房地产投资将会稳中略降，预计二季度房地产投资约为8-10%。房地产销售下滑速度放缓，预计房地产销售面积降幅将在14%左右。

二、2015 年一季度金融形势回顾与二季度展望

（一）一季度金融形势回顾

1. 货币信贷增速有所恢复，表内融资比例上升

2015 年 2 月，广义货币（M2）余额为 125.74 万亿元，同比增长 12.5%，增速比 1 月的 10.8% 高出 1.7 个百分点（图 21）。M2 增长有所加快，主要受到以下因素影响：一是积极宏观政策效果有所显现，基础货币投放开始增加。2 月初央行实施了降准，对冲了外汇占款下降给基础货币投放带来的负面影响。同时，和以往一季度末进行财政支出不同，2 月份财政存款减少 4705 亿元，由此带动了基础货币的增加。二是今年以来，信贷增速开始恢复。1 月人民币贷款余额同比增长 13.9%，2 月同比增长 14.3%，远高于去年末的水平。新增人民币贷款持续扩张，增强了存款派生力度，支持了 M2 企稳回升。

2015 年前 2 个月，人民币贷款增速较快。其中，1 月新增人民币贷款达到 1.47 万亿元，同比多增 1517 亿元，这和银行年初信贷额度较为充裕、项目储备较多有关，符合信贷年初投放较多的惯例。2 月份增长势头不减，新增人民币贷款达到 1.02 万亿元，大幅超过 2014 年 2 月 6448 亿元的水平，同比多增 3752 亿元。特别值得注意的是，1-2 月的企业中长期贷款增加较快。其中，1 月中长期贷款新增 6121 亿元，同比多增 1079 亿元；2 月增加 5036 亿元，同比多增 2131 亿元。

社会融资总量增长较为平稳，但结构出现较大变化。2015 年 1-2 月累计新增量为 3.4 万亿元，比 2014 年 1-2 月的 3.5 万亿元略有减少（图 22）。值得注意的是，社会融资总量中人民币贷款的比例大幅上升，1 月人民币贷款占社会融资规模增量的 71.7%，2 月占比更是高达 84.4%。表外融资下降较快，1 月的委托贷款、信托贷款和未贴现的银行承兑汇票等表外融资的比例仅为 13.7%，2 月表外融资占比进一步收缩至 5.24%。表外融资疲弱，与表外或非标融资到期

后转为表内贷款融资有关，也说明在监管趋严、需求放缓的环境下，影子银行业务趋于收缩。

图 21：货币信贷增长较快

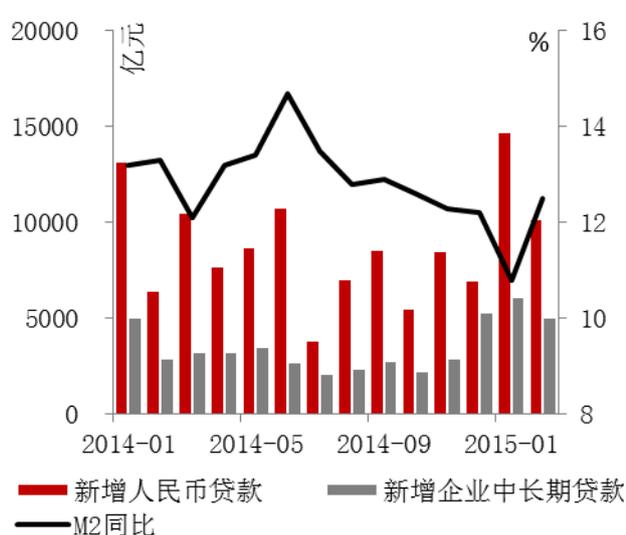
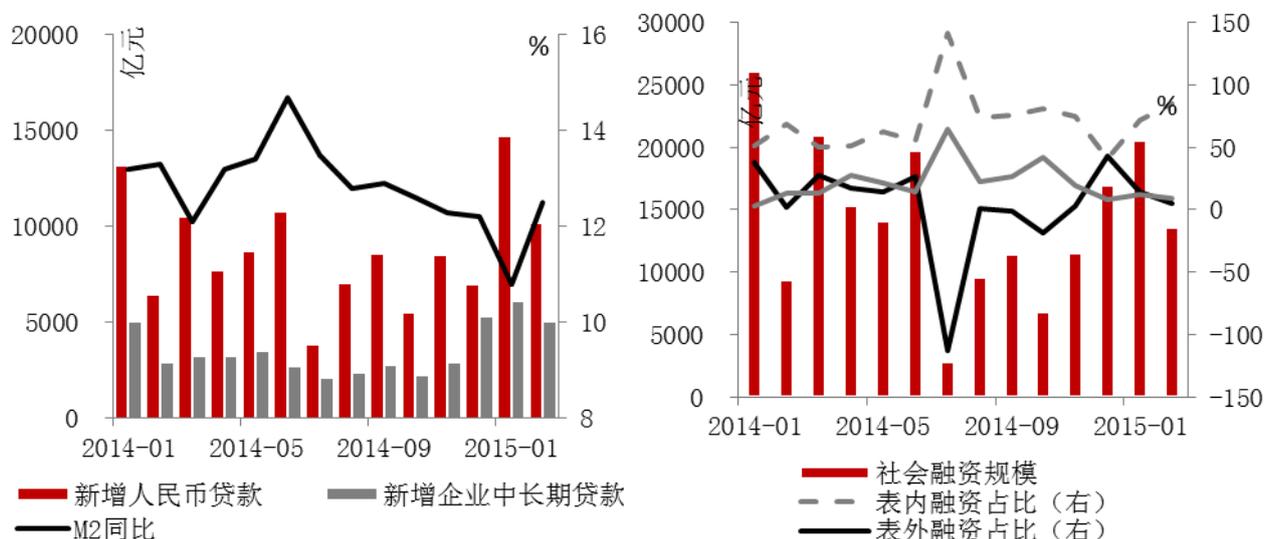


图 22：社会融资总量结构有所变化



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

2. 货币市场交易活跃，流动性先松后紧

2015 年以来，银行间市场交易量大幅增长。1-2 月，银行间人民币市场以拆借、现券和债券回购方式合计成交 51.57 万亿元，日均成交 1.36 万亿元，较去年同期分别多增 21.31 万亿元和 0.58 万亿元，同比增速达 71%和 74%。货币市场利率呈现“先低后高”。1 月份，为对冲基础货币收缩以及平抑春节前的流动性季节波动，央行于 1 月 22 日进行了 500 亿元的 7 天逆回购操作，再加上央行续作并加量投放的 3195 亿元 MLF，共投放约 4000 亿元流动性，货币市场资金较为宽裕，1 月 27 日隔夜和 7 天 shibor 利率分别降至 2.67%和 3.89%，较去年年底下降 86 和 75 个 BP（图 23）。但由于市场对跨月和跨春节资金需求较大，货币市场利率逐渐呈上升态势，2 月底隔夜和 7 天 shibor 攀升至 3.44%和 4.77%，分别较去年同期上升 159 和 124 个 BP。

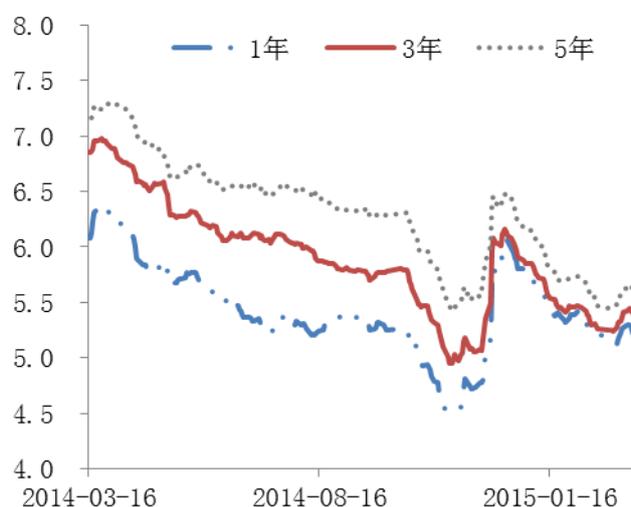
3. 债券市场利率不断下行，对中长期风险担忧依然较大

一季度，受降准、降息等利好政策的影响，各品种债券产品利率不断下行。2015年3月16日，1年期和5年期国债收益率曲线分别较上年末降低了14.84和20.39个BP（图24）。从期限结构看，短端利率下行的更快。以AA级企业债券到期收益率为例，其1年期和5年期收益率分别较上年末下行了56.44和49.1个BP，1年期债券收益率下行更快，这表明市场对债券中长期风险的担忧依然较大。

图 23：隔夜和 1 周 SHIBOR 走势



图 24：AA 级企业债到期收益率变化



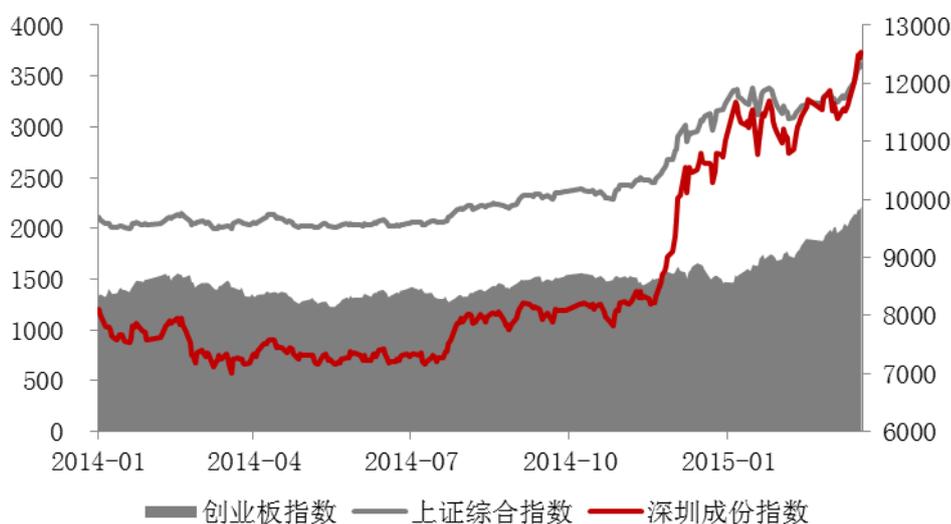
资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

4. 沪深股指震荡上行，股票市场成交量大幅增长

经历了去年11、12月的快速上涨之后，1月以来沪、深股市进入盘整阶段，但近期又重拾涨势。3月24日上证综指盘中突破3700点，收于3691点，再创7年新高，较去年末上涨14.1%，深圳成指收于12801点，较去年末上涨16.2%（图25）。今年以来，创业板表现一直良好，3月24日创业板指数收于2358点，较去年末上涨60.2%。股票市场成交量大幅增长，截至2015年3月中下旬，沪、深股市累计成交22.4万亿元，同比增长332%。创业板累计成交1.57万亿元，

同比增长 115%。场外资金持续流入，两会后“稳增长”、深化改革红利预期升温等因素是助推此轮股市上涨的主要动力。

图 25：上证综指、深圳成指、创业板指数走势



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

5. 人民币兑美元汇率持续走弱,人民币汇率波动性增加

2015 年以来，境内外人民币兑美元汇率阶段性走弱，主要呈现以下特征：一是人民币兑美元汇率呈持续贬值态势，后于 3 月中旬小幅反弹。3 月 16 日，人民币兑美元中间价报 6.1615，较年初下跌 0.6%，此后几天人民币兑美元汇率中间价持续走强，3 月 25 日报 6.1410，较 16 日上涨 0.3%（图 26）。二是即期汇率多次触及跌停位，境内外价差先升后降。今年以来，境内市场 CNY 持续处于中间价贬值区间，尤其是 2 月初以来，多个交易日触及或接近 2% 的最大波幅。境外 CNH 市场相对于境内 CNY 市场价差呈先升后降态势，2 月 17 日二者价差升至近 200 个 BP，3 月中下旬又逐步收窄，且出现 CNY 高于 CNH 约 50 个 BP 的情形。三是人民币有效汇率持续升值。截至 2015 年 2 月底，人民币名义和实际有效汇率分别较去年底升值 1.7% 和 3.2%（图 27）。

图 26: 境内外人民币兑美元主要汇率走势

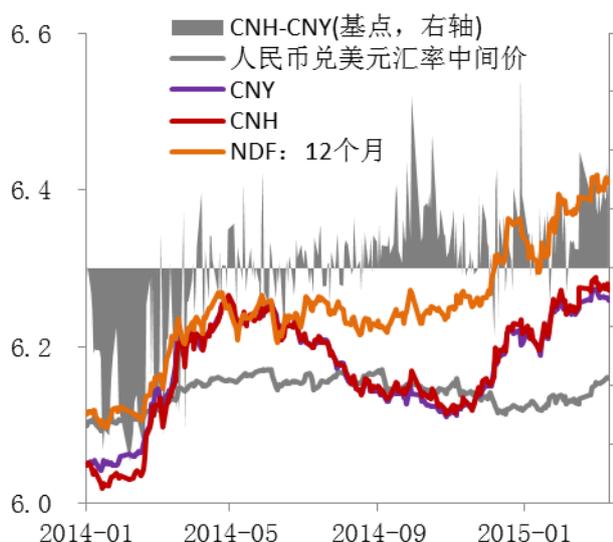


图 27: 人民币有效汇率走势



资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

当前, 影响人民币汇率走势的因素日趋复杂。今年以来引发人民币兑美元小幅贬值、波动加剧的主要原因有: 一是美国经济强劲复苏, 美联储加息预期持续升温。与此同时, 欧日等发达国家表现疲弱, 新兴市场国家分化严重, 尤其是在欧央行推出QE、希腊政局动荡等因素的助推下, 大量资金回流美国, 美元强势回归, 去年7月至今美元指数累计升值约25%, 增加了人民币的贬值压力。二是国内经济下行压力较大。三是资本流出压力助推人民币进一步贬值。受中国经济增速下滑、新兴市场普遍承压以及人民币汇率波动性增加等因素影响, 中国跨境资金流动承受持续的偏流出压力, 加大了人民币贬值预期。

（二）二季度展望

1. 货币供应和信贷增速将保持稳定

今年政府工作报告提到, 2015年广义货币M2预期增长12%左右, 在实际执行中, 根据经济发展需要, 也可以略高些。总的来看, 今年的货币政策仍将保持稳健。考虑到目前市场利率仍然较高、融资需求并没有得到释放, 预计未来数月M2仍有回落压力, 一季度M2增速维持在12%左右。如果二季度央行进行

降准等政策调整，M2 增速可能会上升至 12.5%左右。

从保持经济稳定增长、向实体经济提供资金支持的角度看，今年的人民币信贷增速不会低于去年，应在 13%-14%之间，新增人民币贷款在 10 万-11 万亿元左右。一般来说，一季度信贷投放规模较多，今年头两月融资回表趋势明显，一季度信贷投放将在 3.5 万亿元左右。在监管环境趋紧和企业融资需求放缓的背景下，表外融资不会大幅增长，社会融资总量将保持稳定。

2. 流动性水平将保持适度，货币市场利率或稳中趋降

短期来看，随着春节现金缓慢回流到位，以及财政存款季节性的大规模释放，流动性状况将有所缓解，但短期资金价格仍将维持在较高水平。展望二季度，货币市场利率水平将总体平稳：第一，美元持续走强，人民币汇率短期仍存贬值压力，资本流出继续承压，央行通过降准补充基础货币投放缺口的概率较大；第二，近期财政部下达了 1 万亿元地方政府债券置换存量债务额度，地方债的置换需要较为宽松的流动性支持；第三，央行可继续通过公开市场操作、再贷款、再贴现、SLF、MLF 等政策工具适时补充流动性，保持适度的流动性。

3. 债市收益率继续下行，长期风险溢价有望降低

二季度，支持债券市场上行的有利因素主要有：一是考虑到宏观经济基本面依然偏弱，外汇占款的趋势性下降，货币政策趋于宽松有望延续；二是财政部近期下达的 1 万亿地方政府债券置换存量债务额度，将使城投债风险有所缓释。抑制因素主要有：债务置换计划也使得债券市场再融资计划增加，新增供给增加，短期不利于债券收益率下行。整体而言，债券市场将延续上行行情，收益率继续下行，有利于推动长期风险溢价的降低。

4. 股市上行动力强劲，或将宽幅震荡

此番 A 股市场重拾升势，投资者热情再度高涨，后期场外资金或将持续加

速进场。3月9日至13日的一周内，沪、深两市新增股票开户数72.15万户，环比增加8.9%，远高于24万户的平均水平，为今年以来的新高。此外，央行表示资金进入股市是对实体经济的直接支持，股票发行注册制改革实施在即，深港通即将推出落实，养老金有望入市等因素都是股市继续上行的动力。同时，在国内经济下行压力不减、资本流出持续承压等因素的影响下，未来股票市场或将宽幅震荡，我们对其持谨慎乐观态度。

5. 人民币汇率长期保持稳定，双向波动将成常态

短期来看，人民币兑美元汇率仍承受一定的贬值压力，但贬值空间有限。长期而言，人民币将保持稳定，同时双向波动将成为常态：第一，中国经济基本面长期向好。预计2015年全年中国GDP增长7.2%左右，在全球依然处于较高水平。同时，今年中国经常项目仍将保持顺差，有利于维持人民币汇率的稳定；第二，外汇储备是“强大后盾”。2014年底中国外汇储备达到3.84万亿美元，规模庞大的外汇储备将有助于预防国际资本大规模流出对经济的冲击，维持人民币汇率的基本稳定。此外，中国资本账户依然保留着一定程度的资本管制，可以有效应对短期资本突然的大规模流出；第三，人民币国际化持续推进。近年来，人民币在国际市场的认可度大幅提高，人民币的市场需求不断增加，人民币国际化的深入推进需要人民币币值的稳定。

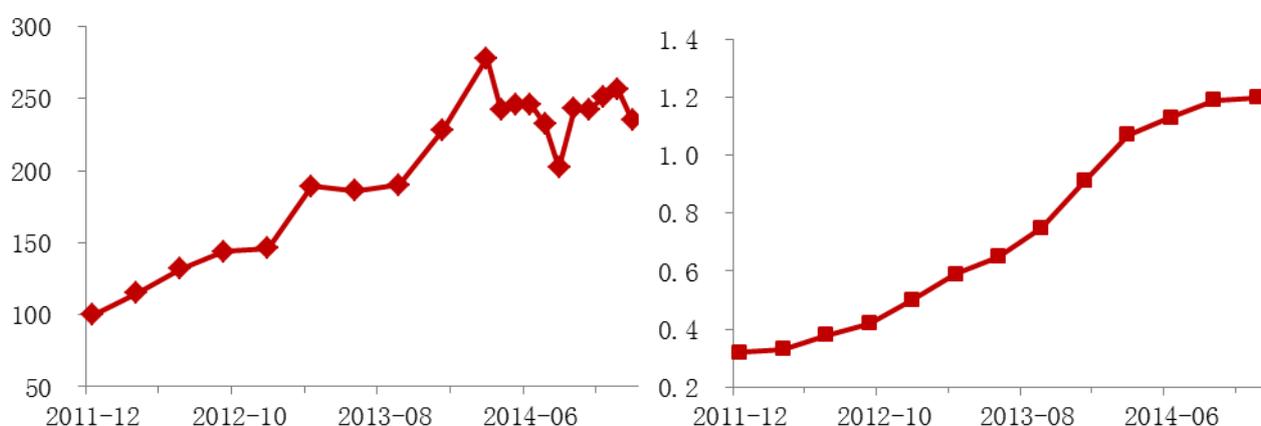
（三）中国银行跨境人民币指数（CRI）和离岸人民币指数（ORI）

3月16日，中国银行发布2015年1月跨境人民币指数（CRI）。结果显示，2015年1月中国银行CRI指数为235点，较上月回落21点（图28）。本月指数运行有以下特点：

一是人民币跨境使用活跃度较上月有所下降，1月当月，受中国进出口下降、市场人民币汇率和利率出现变化等因素影响，人民币跨境使用量也出现较大幅度下降，CRI指数重回下行调整走势。但考虑到年初季节性因素以及当前

经济运行情况仍存在不确定因素，跨境人民币指数的未来走势还需看观察几个月表现。二是人民币经常项目下首次呈现单月净流入。今年以来美元强势升值，人民币兑美元走弱一定程度有利于出口，而受国际市场大宗商品价格持续走低等因素影响，进口继续保持低位，进出口顺差扩大带来人民币资金净流入。三是人民币保持全球第五大支付货币，仅次于美、欧、英镑、日元，人民币也已成为全球跟单信用证及托收交易中的第二大常用货币。

图 28: 中国银行跨境人民币指数(CRI) 图 29: 中国银行离岸人民币指数(ORI)



资料来源：中国银行贸易金融部

3月19日，中国银行发布2014年4季度离岸人民币指数（ORI）。结果显示，2014年4季度中国银行ORI指数为1.20%，比6月份上升0.07点（图29）。

ORI指数特征主要体现在，一是境外人民币资金池继续扩容。截至2014年末，境外人民币存款约为2.78万亿元，比年初大幅增长。二是境外人民币贷款及融资增长相对平缓，三、四季度境外银行持有的人民币贷款余额有所回落。三是人民币计价的国际债券和权益投资总量进一步提升，离岸人民币债券已成为资本市场融资的一个重要手段。四是人民币相关的外汇交易更加活跃。全年人民币外汇交易量达5.5万亿美元，较2013年全年增长超过八成，而同期全球外汇交易量增长仅一成。五是人民币计入外汇储备持续取得进展。2014年，英国政府、加拿大BC省政府、澳大利亚新南威尔士州政府、法国社会保障基金等

先后发行人民币计价的主权债券；不少国家央行参与认购了境外发行的人民币固定收益产品。

据测算，同期其他主要国际货币中，美元的离岸市场指数为 48.80%，比 6 月份上升 0.75 点；欧元为 25.92%，下降 0.35 点；英镑为 5.80%，下降 0.45 点；日元为 5.60%，下降 0.55 点。通过这一组数字可以看出：各主要国际货币的相对地位在动态调整，欧元、英镑、日元出现了不同程度的下降；人民币与主要国际货币在离岸市场使用份额的绝对差距仍然较大，但相对差距在继续缩小。

表 8：2015 年二季度中国经济金融主要指标预测 (%)

指 标	2011 (R)	2012 (R)	2013 (R)	2014 (R)	2015	
					Q1 (E)	Q2 (F)
GDP	9.3	7.7	7.7	7.4	7.0	7.2
规模以上工业增加值	13.9	10	9.7	8.3	7.2	7.8
固定资产投资	23.8	20.6	19.6	15.7	13.9	14.0
消费品零售总额	17.1	14.3	13.1	12.0	10.7	10.8
出口	20.3	7.9	7.9	6.1	12.0	10.0
进口	24.9	4.3	7.3	0.4	-10.0	-10.0
居民消费价格指数 (CPI)	5.4	2.6	2.6	2.0	1.2	1.3
工业品出厂价格指数 (PPI)	6.0	-1.7	-1.9	-1.9	-4.4	-3.8
广义货币 (M2, 期末)	13.6	13.8	13.6	12.2	12.0	12.5

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) 财政政策加力增效，释放更多有效需求

二季度，财政政策将加大力度。同时，继续减税降费，纵深推进投融资、财税体制改革，加快培育“双引擎”。

第一，进一步加大财政支出力度，积极引导社会资本参与。二季度，政府将继续增加对水利、铁路、公路、信息、电力、油气、棚户区、地下管网等重大工程项目的投资，其中二季度中西部地区的重大水利工程将加速推进，预计6月底中央将下达90%以上的预算内投资。同时，中央还将通过专项过桥贷款等方式为地方提供过渡性资金支持，通过财政贴息等方式引导社会资本参与。

第二，继续实行减税降费，加强对实体经济的支持。继续清理乱收费，切实加大对小微企业和创新创业的支持力度。同时，从税收政策上引导供给结构加快调整，加大对新产品、新业态和新商业模式等的支持力度。重点完成不动产转征增值税的具体方案，将营改增扩围至生活服务业、金融业、建筑业和房地产业，力争2015年全面完成营改增，扩大资源税从价计征范围等，推进税收制度改革取得新进展。

第三，创新和完善地方政府举债融资机制，严格防控财政金融风险。在经济新常态下，政府将着力平衡好地方政府债务管理与稳增长之间的关系：一方面，建立一般债务和专项债务相结合的规范的地方政府债务举借机制。建立和完善“自发自还”地方政府债券的定价机制和市场化约束机制，加快建设权责发生制政府综合财务报告制度等。今年拟安排地方政府发行5000亿元一般债券和1000亿元专项债券。另一方面，妥善处理存量债务和在建项目后续融资。将清理甄别后的存量债务分类纳入预算管理，并逐步置换存量债务，以降低利息负担，优化期限结构。同时，设置过渡期，避免资金链断裂，防范财政金融风险。

（二）总量和定向调控双管齐下，货币政策稳健中更加强调灵活

从传统意义上看，货币政策的最终目标是确保经济在潜在增速下运行。而判断实际经济增速和潜在增长率相符的指标主要是就业和物价水平。如果非自愿失业上升或者物价持续下降，说明经济中资源未被充分使用或需求不足，需要采取相机抉择的货币政策使经济向潜在增长趋近。基于此，我们认为，尽管今年以来在稳健基础上出现了放松，但这只是在新常态下的灵活应对操作，货币政策的立场和取向不是“刺激”而是“调整”。未来货币政策有以下几方面的特征：

一是货币政策取向不会发生变化。一般认为，M2 的增长目标通常比经济增长目标、通胀目标之和高出 2-3 个百分点。今年制定的 GDP 增长目标是 7% 左右，预期通货膨胀率是 3%，与今年广义货币 M2 预期增长 12% 左右的目标比较吻合，说明货币政策仍然在总体稳健的框架之内，不会出现大的变化。

二是满足流动性需求，利用降准进行对冲性操作。由于美元进入升值通道、人民币汇率双边波动趋势逐步确立，企业和个人持有外汇的意愿增强，我们预计今年外汇占款增幅将十分有限，基础货币缺口较大。由于存款准备金一直发挥着对冲外汇占款增减、平滑基础货币规模的作用，因此在外汇占款减少的情况下，降低存准是央行补充流动性缺口的对冲性手段。未来可能需要降准 2-3 次左右。

三是物价持续走低，利用总量政策灵活应对。目前 PPI 已经 36 个月负增长，反映产能过剩的局面未有改观、制造业生产仍然呈收缩状况，实体经济增长面临一定压力。央行有必要采取总量调控、灵活应对，发挥货币政策对稳增长的积极作用。降准能够补充金融体系的流动性，有助于促进银行扩大信贷投放。降息则可以直接促使名义利率下降，引导市场利率下行、降低企业资金成本，帮助企业扩大再生产。如果短期内经济继续下行，进一步降息将是大概率事件。

四是结构性货币政策仍会延续，与总量政策相互补充。近两年出现的结构性货币政策，在 2015 年仍然会延续使用。其原因是：一方面，我国金融市场运行还没有完全市场化，缺乏完整的收益率曲线，短端的利率还不能有效传导至中长端。而相对于短端利率，中期政策利率对降低社会融资成本至关重要，因此需要不断创新完善政策工具箱，利用结构性工具引导中长期利率的下行。另一方面，在利率基本实现市场化的前提下，融资成本高主要是风险溢价较高，基准利率的引导作用受到限制，这就需要采取定向的措施直接对有利于经济增长和结构调整的部分行业进行支持。

（三）加快推进投融资体制改革

一是以推进改革为先导，全面推进投资体制改革，继续简政放权，取消和减少前置审批条件和审批事项。2015 年 6 月底前，基本完成投资项目核准制度建设主要任务，实现中央部门投资项目在线审批监管平台的横向联通建设。二是以放开准入为主线，鼓励和引导社会资本参与，增强公共产品供给能力。实行统一市场准入，吸引社会资本参与粮食水利、交通能源、生态环保、健康养老等重大工程建设。三是以加快基础设施建设为重点，围绕“四大板块”和“三个支撑带”战略组合，推动以基础设施为主的“七大工程包”落地，扩大交通、能源、信息、水利等基础设施建设投资。

（四）培育出口竞争新优势

一是鼓励出口企业参与国家“一带一路”战略，推动铁路、电力、通信、工程机械以及汽车、飞机、电子等扩大出口；二是落实出口退税负担机制相关规定，清理规范进出口环节不合理收费，为企业增加进出口减轻负担；三是打造便捷高效的通关环境，提升京津冀、长江经济带等通关一体化效率，实施 WTO《贸易便利化协定》；四是推动加工贸易转型升级，扩大跨境电子商务试点范围，鼓励外贸商业模式创新，加快发展服务贸易；五是扩大出口信用保险规模，对

大型成套设备出口融资应保尽保；六是实施更加积极的促进进口政策，推动欧美放宽对华高新技术出口，拓宽外汇储备运用渠道。

（五）房地产调控政策趋于放松

我们预计，适度放松房地产调控政策的可能性在上升。一是通过降低二套房首付比例，加大对改善性住房需求的支持，对于首套房的准入标准、二套房的判定标准或将有所变化。二是多措并举，积极消化库存。例如，实物保障与货币补贴并举，把一些存量房转为公租房和安置房。部分存量过高的三、四线城市还将进一步采取降低公积金申请门槛、放松买房落户、税费补贴等手段促进存量住房的消费。三是继续加大棚户区改造力度。

四、专题分析

专题一：中国外商直接投资与对外直接投资变动特征及其分析

近期一些外商投资企业撤离中国引起了人们的担忧，同时也有关于当前中国是否需要大规模对外输出资本的讨论。根据投资发展周期理论，人均 GDP 在 4750 美元以上，外商直接投资（FDI）增长将会放缓，而对外直接投资（OFDI）则将快速增长。2014 年中国人均 GDP 超过 7000 美元，那么 FDI 和 OFDI 究竟发生了哪些变化，是否朝着上述趋势发展，未来又将如何变化？本专题将对此进行分析。

（一）中国外商直接投资（FDI）进入转型升级阶段

2014 年，中国吸收外资呈现较好发展势头，总量首次跃居世界第一。全年实际使用外资金额 1195.6 亿美元，连续 5 年保持在千亿美元以上，连续 23 年位居发展中国家首位，并且首次超过美国成为世界第一大外商直接投资目的地。需要指出的是，如果没有美国威瑞森公司以 1300 亿美元向其英国股东沃达丰回购股份这一特殊因素，美国的外资流入量仍然是世界第一，且远高于中国。

图 30：中国实际使用外资情况

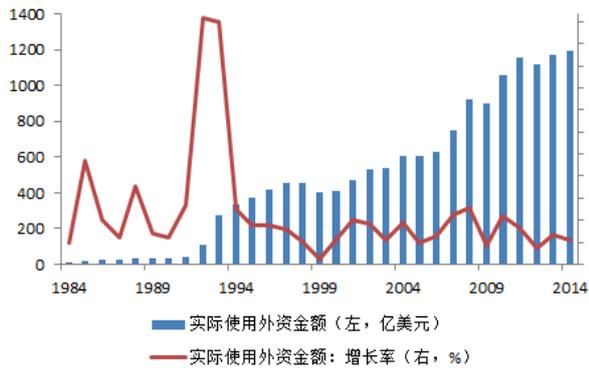
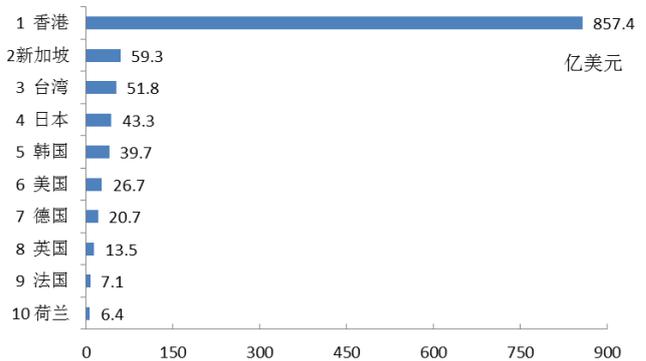


图 31：2014 年中国外资十大来源地



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

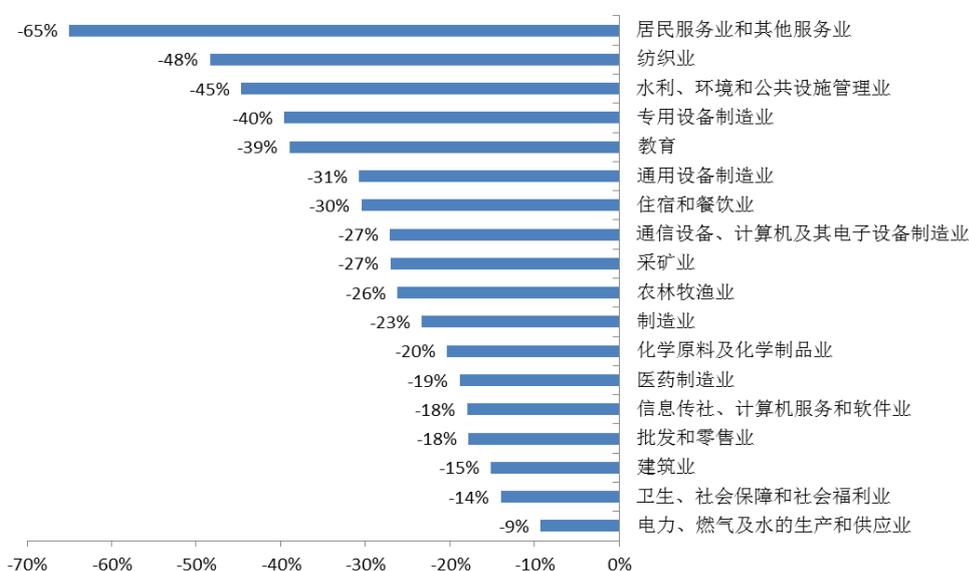
在规模越来越大的同时，近几年中国吸收外商直接投资的增速却在放缓。2011-2014 年，中国实际利用外资金额年均增长 3.1%，既低于 21 世纪头 10 年 10% 的年均增速，也远低于上世纪 90 年代 27.9% 的年均增速。中国吸收外资增速为什么会如此大幅度的回落？我们可以从投资来源地和行业两个方面进行分析。

从来源地看，各国家或地区对中国的直接投资金额比历史最高值普遍大幅减少。2014 年，荷兰、新加坡对华投资分别比其 2013 年的峰值减少了 50% 和 19%，日本比其 2012 年的峰值减少了 41%，法国、美国、英国分别比其 2010 年的峰值减少了 43%、34% 和 18%，台湾对大陆的投资比其 2011 年的峰值减少了 23%。与此同时，其他新兴市场国家吸收的外商直接投资却在快速增长。2013 年韩国、印度、巴西、俄罗斯、南非、墨西哥、印尼、土耳其、阿根廷、越南 10 国吸收的外商直接投资总量比 2010 年多 937 亿美元，2010-2013 年间年均增长 13.6%，远高于中国同期 3.6% 的增速。两相比较可知，由于劳动力等要素成本上升、人民币有效汇率升值、税收优惠政策减少等因素，中国吸收外资的比较优势正在消减，部分外资开始转向其他新兴市场国家。

从行业看，以制造业为代表的部分行业吸收的外商直接外资比其历史最高

值大幅减少。2014年，制造业吸收的外资总体上比其2011年的峰值减少了23%；实际使用外资金额下降幅度超过1/3的行业，包括居民服务业和其他服务业、纺织业、水利、环境和公共设施管理业、专用设备制造业、教育以及住宿和餐饮业；下降幅度在1/5-1/3之间的行业，包括通用设备制造业、通信设备、计算机及其他电子设备制造业、采矿业、农林牧渔业、化学原料及化学制品制造业。在制造业等行业吸收外资减少的情况下，中国吸收的外资仍然保持了一定的增长，这是因为外资开始重点投向第三产业。2010-2014年，部分现代服务业实际使用外资金额实现持续快速增长，包括金融业（年均增长38.9%，下同）、交通运输、仓储和邮政业（18.7%）、文化、体育和娱乐业（17.2%）、租赁和商务服务业（15%）、科学研究、技术服务业和地质勘查业（13.4%）和房地产业（9.6%）等。

图 32：部分行业实际使用外资相比历史峰值下降幅度



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

如何看待中国吸收外资增速的下降？首先，应该认识到，随着经济发展水平提高和产业结构升级，中国经济和企业的比较优势开始发生重要变化，客观上要求中国经济向高端装备制造、战略性新兴产业、现代服务业等中高端水平

迈进，那些简单加工装配的低端制造业越来越不适应中国提高发展水平的新形势。其次，由于“刘易斯拐点”来临、农村剩余劳动力日渐减少，劳动力人口数量下降，工人工资随劳动生产率的上升而提高，这是中国经济进入中高收入阶段所要面对的现实，而部分新兴市场国家在低成本劳动力上的优势日益得到体现，吸引着更多的跨国资本投资。第三，资本在国际间的流动和转移是正常的经济现象，是跨国公司在全球范围内优化资源配置的体现，符合客观的经济规律，不仅外资公司会选择最佳的投资目的地，中资公司也会这么做，越来越多的中资企业“走出去”就说明了这一点。第四，外资在国际间和行业间的再配置，对于中国经济未必都是负面影响，它也给了中国推动结构调整和转变发展方式的良好机会，中国可以借机抓紧培育新的经济增长点，实现经济更加平衡、包容和可持续的增长。

未来几年中国经济仍然拥有中高速增长的美好前景，跨国资本在中国境内仍然有着获取较高收益的投资机会，中国仍然是外商直接投资的最佳选择之一。这是因为，一是中国政治经济社会比较稳定，二是中国有着近 13.7 亿人的广阔市场，三是中国拥有全球最多的高素质劳动力，四是中国交通、通信等基础设施日益完善，五是中国有着贯穿上中下游的较强产业配套能力，六是中国正在全面深化改革，努力打造更好的营商环境。预计未来中国吸收的外商直接投资仍将保持一定的增长，行业结构会继续向中高端水平和服务业演变。

（二）对外直接投资（OFDI）进入快速增长阶段

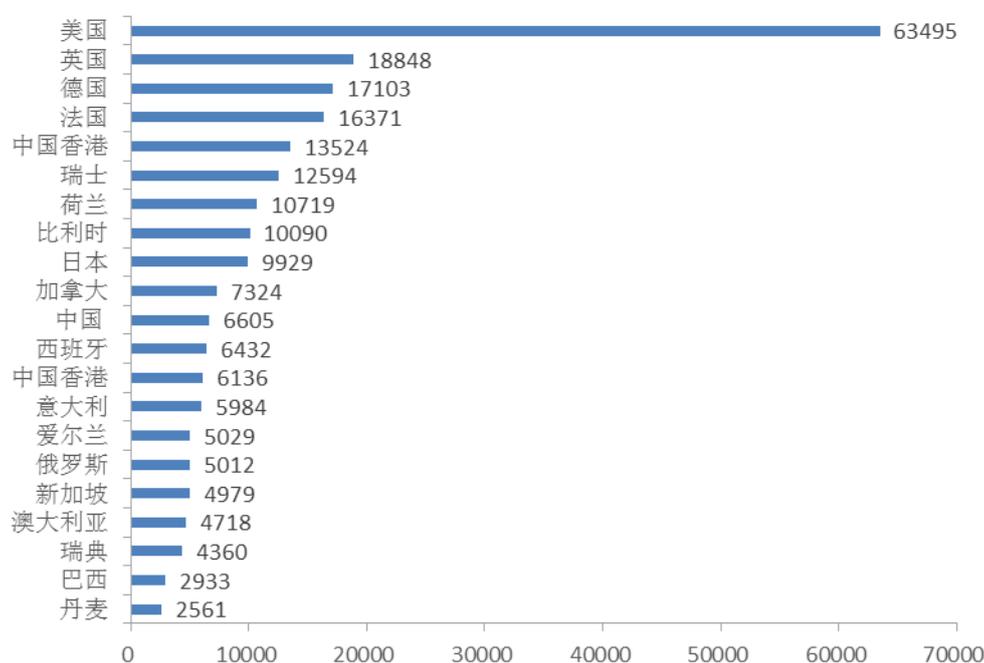
2005 年以来，随着全球一体化和中国经济的快速发展，中国 OFDI 快速增长，增速远高于外商直接投资。2013 年，中国 OFDI 流量保持全球第 3 位，仅低于美国（3383 亿美元）和日本（1357 亿美元）；存量规模相对较低，排在全球第 11 位。2014 年，中国实现全行业对外投资 1160 亿美元，如果加上第三地融资再投资，对外投资规模在 1400 亿美元左右，比中国吸收外商直接投资多 200 亿美元左右。也就是说，中国实际上已经成为资本净输出国。

表 9：中国对外直接投资情况（单位：亿美元，%）

年份	流量		流量：金融类		流量：非金融类		存量	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
2000	9.2	-48.4	-	-	-	-	277.7	3.4
2001	68.9	651.9	-	-	-	-	346.5	24.8
2002	25.2	-63.4	-	-	-	-	371.7	7.3
2003	28.5	13.4	-	-	-	-	332.2	-10.6
2004	55.0	92.6	-	-	-	-	447.8	34.8
2005	122.6	123.0	-	-	-	-	572.1	27.8
2006	211.6	72.6	35.3	-	176.3	-	750.3	31.2
2007	265.1	25.3	16.7	-52.7	248.4	40.9	1179.1	57.2
2008	559.1	110.9	140.5	741.3	418.6	68.5	1839.7	56.0
2009	565.3	1.1	87.3	-37.9	478.0	14.2	2457.6	33.6
2010	688.1	21.7	86.3	-1.1	601.8	25.9	3172.1	29.1
2011	746.5	8.5	60.7	-29.7	685.8	14.0	4247.8	33.9
2012	878.0	17.6	100.7	65.9	777.3	13.3	5125.8	20.7
2013	1078.4	22.8	151.0	50.0	927.4	19.3	6604.8	28.9
2014	-	-	-	-	1028.9	14.1	-	-

资料来源：联合国贸易和发展会议，中国商务部

图 33：2013 年全球对外直接投资存量前 20 位国家（地区）（单位：亿美元）



资料来源：《中国对外投资合作发展报告 2014》，中国商务部

由于与亚洲各国地理位置接近，贸易往来规模较大，同时亚洲整体经济增速较高，特别是一些发展中国家对外来投资的需求较大，中国对外投资主要是

投向亚洲地区，约占总投资的 70%。其中，香港因其特殊地位，是中国内地对外投资最大的目的地，占比达到 58%，对其投资行业主要是金融、租赁和商务、批发零售等服务业。除此之外，中国对外投资主要流向欧美等发达国家。中国对外投资的非金融行业主要集中在租赁和商务、采矿业、批发和零售等。由于国有企业实力较强和经验相对丰富，中国非金融类对外直接投资的主体大部分为国有企业，2013 年占比为 55%。

图 34：2013 年中国 OFDI 投向目的地

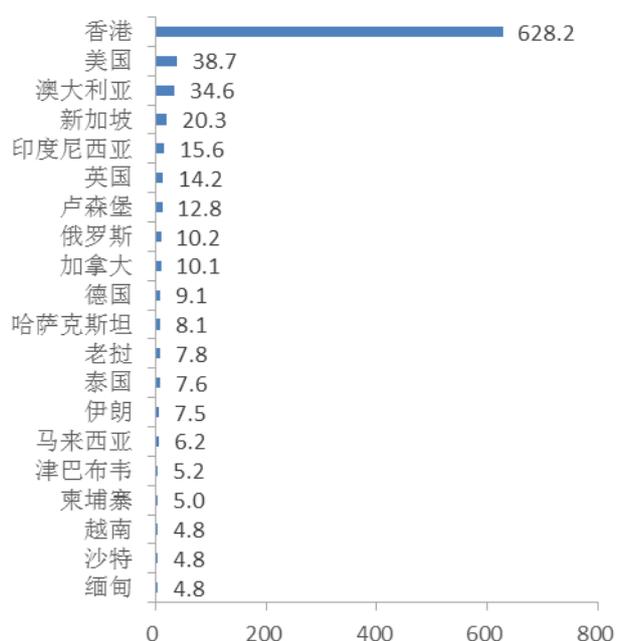
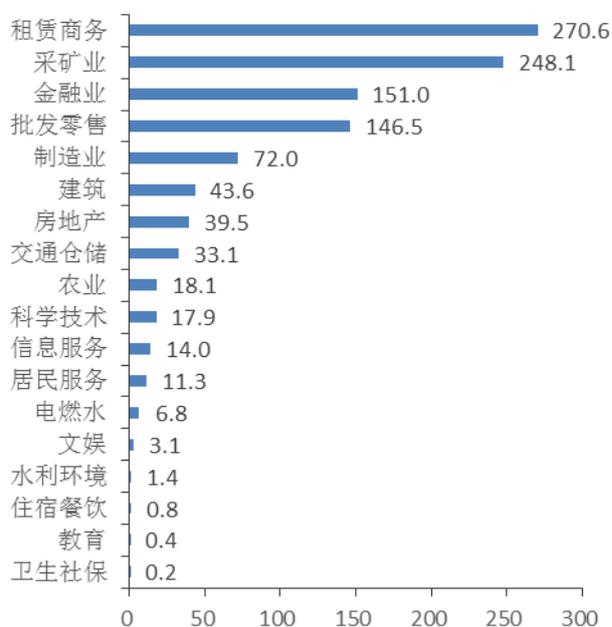


图 35：2013 年中国 OFDI 行业分布



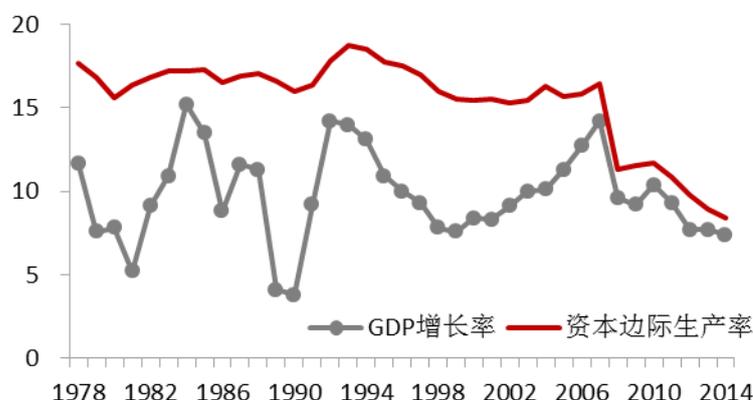
注：不包括开曼群岛和英属维尔京群岛，单位：亿美元。

资料来源：中国商务部

未来中国对外投资仍会保持较快增长，主要有四方面原因：

一是中国处于对外投资快速增长的发展阶段。经验研究表明，人均 GDP 超过 4750 美元后，资本流出将大于资本流入。由于经济增长较快，国内市场巨大，目前中国对外直接投资发展阶段要滞后于经济发展水平。随着中国要素条件的变化和经济转型升级的进行，出于开拓新市场、获取新技术和管理理念、规避国内竞争的需要，中国对外投资将步入与经济发展水平相适应的快速发展阶段。

图 36: 资本边际生产率和 GDP 增长率



注：资本边际生产率 $r_{kt} = \frac{\partial Y_t}{\partial K_t} - \delta = \alpha A_t K_t^{\alpha-1} L_t^\beta - \delta = \alpha \frac{Y_t}{K_t} - \delta$ 。一般认为如果资本边际生产率大于经济增长率，表明资本积累有效，反之，则无效。

资料来源：中国银行国际金融研究所

表 10: 资本总收益与总投资

年份	资本总收益 (亿元)	总投资 (亿元)	净收益 (亿元)	净收益/GDP
2000	43796.4	34842.8	8953.6	0.09
2001	48802.4	39769.4	9033.0	0.08
2002	52798.4	45565.0	7233.4	0.06
2003	61987.6	55963.0	6024.6	0.04
2004	70894.7	69168.4	1726.3	0.01
2005	81240.2	77856.8	3383.4	0.02
2006	98711.5	92954.1	5757.4	0.03
2007	125139.8	110943.2	14196.6	0.05
2008	150419.2	138325.3	12093.9	0.04
2009	156347.7	164463.2	-8115.5	-0.02
2010	188576.9	193603.9	-5027.0	-0.01
2011	222553.1	228344.3	-5791.2	-0.01
2012	236214.1	252773.2	-16559.1	-0.03

注：资本总收益= GDP+国外净要素收入—非资本税收—劳动者报酬，非资本税收包括个人所得税中对劳动征收的税收、消费税、增值税中对非资本征收的税收，个人所得税中对劳动征税部分=个人所得税×工资性收入/(总收入—转移性收入)，增值税中对资本征税部分=增值税×资本形成总额/(国内生产总值+国外净要素收入)。总投资为 GDP 中资本形成总额。如果资本的总收益大于总投资，即资本部门的产出资源多于投资所用资源，能获得净资源，则对消费是有贡献的，说明资本积累是有效的，反之，则无效。

资料来源：中国银行国际金融研究所

二是国内资本收益下降。利用资本边际生产率、AMSZ 准则所做的计算显示，

中国的资本边际生产率虽然仍略高于经济增长率，但两者之间的差距在缩小，特别是在 2008 年后，资本边际生产率显著降低（图 36）。2009 年开始资本净收益为负，资本部门的产出低于投入（表 10）。总体来看，国内投资效率降低，资本收益有所下降，在当前储蓄率较高、国内产能过剩的情况下应当考虑拓展国外市场。

三是国外资产价格仍处于较低水平。2008 年国际金融危机后，国外资产价格普遍下跌，目前纽约交易所上市公司和伦敦证交所上市公司的平均托宾-Q 值仍没有回到危机前的水平。随着全球经济的缓慢复苏，各国贸易和投资将逐步恢复增长，资产价格也有望继续回升，同时发展中经济体投资需求较大。总体来看，当前是中国寻求对外投资的有利时机。随着对外投资规模效应的显现和企业跨国经营能力的提高，中国非金融境外企业的收入与资产之比明显上升。

表 11：国外上市公司托宾-Q 平均值及中国非金融境外企业资产和收入情况

年份	纽交所上市美国公司	伦敦证交所上市公司	中国非金融境外企业销售收入/资产
2006	2.63	2.46	-
2007	2.6	2.31	-
2008	1.92	1.73	0.67
2009	2.07	1.99	0.54
2010	2.17	2.11	0.57
2011	2.08	1.75	1.12
2012	2.01	1.78	1.15
2013	2.37	2.11	1.04

注：托宾-Q 值反映企业价值，为公司市场价值与其重置成本之比，计算时为（年末股票权益市值+负债）/公司总资产，托宾-Q 值小于 1 意味着金融资产的价值低于企业重置成本，金融资产存在低估，企业可以回购股票或兼并重组，从历史经验看较低的托宾-Q 值下往往会出出现并购潮。利用所有境外企业的总资产×非金融类境外企业投资存量比重估算非金融境外企业资产。

资料来源：Bloomberg，中国商务部，中国银行国际金融研究所

四是对外开放战略带动下对外投资服务和保障体系逐步完善。十八届三中全会提出要“扩大企业及个人对外投资”，2014 年底国务院常务会议提出加大金融支持企业走出去力度，2015 年政府工作报告也强调加快实施走出去战略。

政府更加重视对外投资及其与国内经济发展的联动作用，对外投资服务体系日益完善，“一带一路”战略的推进也将带动基建、能源、装备制造、富余产能的对外投资，对东盟等亚洲地区的投资将进一步增加。

（三）相关政策建议

高水平引进来、大规模走出去正在同步发生，未来要着重提高引进外资的质量和效率，以对外投资带动资本和产能合作，进一步提高对外开放水平。

外商直接投资方面，应推动全面实行负面清单管理，修订外商投资产业指导目录，鼓励扩大服务业投资，引导外资投向高技术行业 and 新兴产业，进一步放开一般制造业的投资限制。进一步减少外商投资的前置审批事项，扩大备案制管理范围，对于部分实现核准的行业大幅下放核准权，给予地方更多吸收外资的自主权，为外商投资提供更多便利。积极营造稳定公平的营商环境，修订外商投资相关法律，给予外资准入前国民待遇，清理和规范针对外资的优惠政策措施。企业应积极与外资洽谈合资合作，注重引进最先进的技术、最有效的管理理念和最成功的商业模式，促进中外资之间取长补短、互利共赢，共享中国大市场带来的成长空间和发展机会。

对外直接投资方面，政府应改革和完善对外投资管理方式，逐步由审批制过渡到备案制，健全多双边投资促进机制，完善金融、保险、信息、法律、领事等对外投资服务体系，为企业对外投资提供公平、稳定、透明的制度环境；鼓励企业践行“一带一路”战略，参与境外基础设施建设和产能合作，推动铁路、电力、通信、工程机械以及汽车、飞机、电子等企业走出去，加快优势产能的全球布局。企业应抓住当前对外投资的有利时机，通过对外投资获取新技术、新的管理理念，开拓新的销售网络，大力提升自身的竞争实力，实现传统产业的转型升级。同时要认识和研究对外投资中存在的政治、经济、法律等多种风险，在“走出去”浪潮中要避免盲目投资。

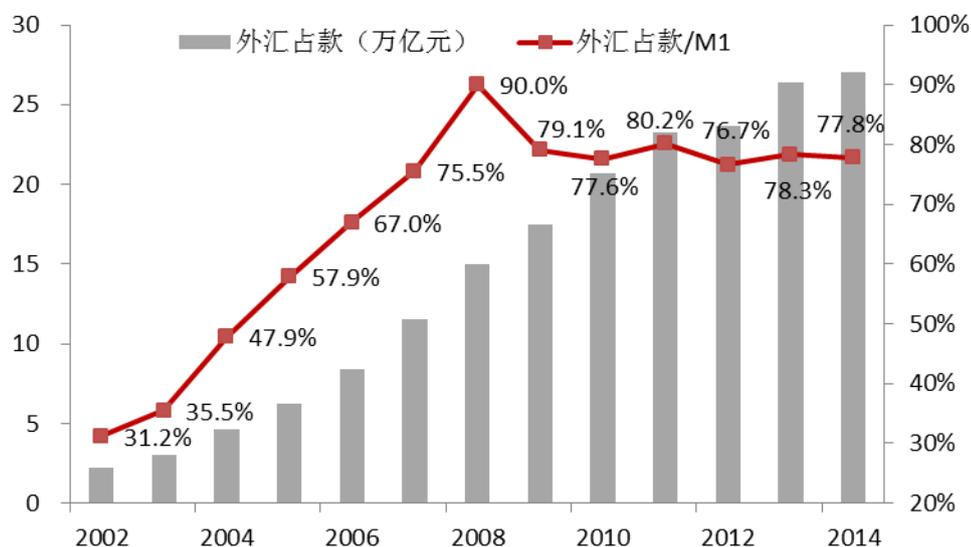
专题二：中国国际收支变化对货币政策的影响

当前，我国的国际收支格局正在发生深刻的调整，跨境资金的流动也呈现出新的趋势，这对中国外汇占款增长、流动性补充以及货币政策调整等都将产生重要影响。本专题对此进行研究。

（一）国际收支、外汇占款与货币政策的内在逻辑

过去十年来，受益于中国融入全球化进程的加快，中国外汇占款增长迅速，央行外汇资产余额由 2002 年的 2.21 万亿元上升至 2014 年的 27.07 万亿元，增长约 12 倍。与此同时，外汇占款对货币供应的影响也越来越大。外汇占款占 M1 比重由 2002 年的 31.2% 上升到 2008 年的 90.8%，此后这一数值虽然有所回落，但 2014 年末，其占 M1 的比重仍然高达 77.8%。外汇占款成为央行基础货币投放的主渠道。

图 37：外汇占款成为央行基础货币供应的重要渠道

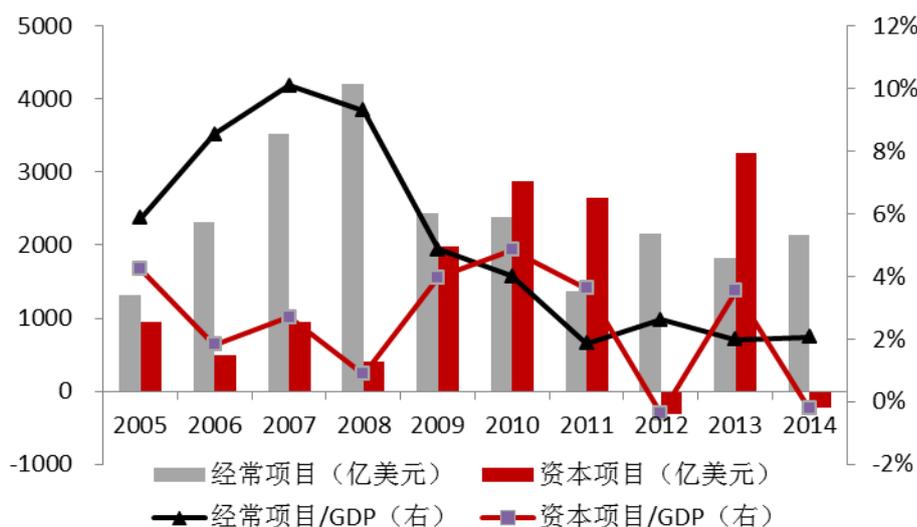


资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

外汇占款增长迅速主要与以下因素有关。一是国际收支双顺差。2005 至 2014 年这十年间，经常项目和资本项目顺差占 GDP 比值年均分别约为 5.1% 和 2.5%。但 2014 年末数据显示，经常项目和资本项目顺差与 GDP 比值已分别下降

至 2.06%和-0.22%。二是缺少弹性的外汇管理制度。在强制结售汇制度下，为保持汇率的相对稳定，央行在外汇市场被动买入外汇，投放基础货币。三是人民币升值预期下短期资本流入。2005 年以来，在人民币单边升值预期背景下，各种资金加快流入中国，资金呈现持续流入态势。

图 38：国际收支双顺差成为外汇占款增长的最主要原因



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

为冲销外汇占款的被动超额投放，央行先后采用了多种措施以增强货币政策独立性。一是发行央票和提高存款准备金率等方式对冲外汇占款增长带来的被动货币投放。二是进行汇率改革，增强人民币汇率弹性，减少对外汇市场的干预。三是加快人民币国际化进程，降低对外汇的依赖。总的来说，这些政策措施取得了一定效果，但是货币政策的独立性和有效性仍受到了较大影响，而且将央行票据、存款准备金率等作为冲销手段会带来较大的冲销成本。

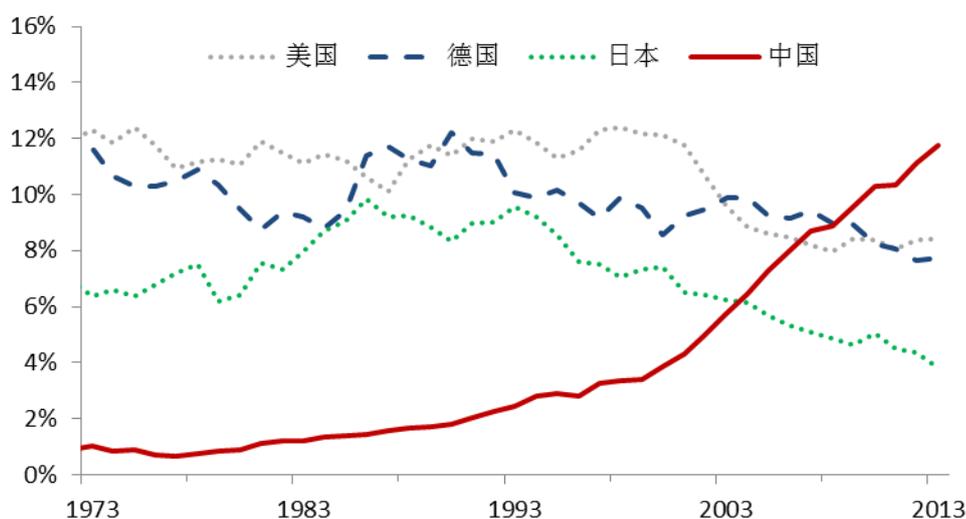
（二）国际收支变化的新趋势

受全球经济以及中国结构调整等因素影响，中国的国际收支格局正在发生深刻调整，表现出一些新的特征：

第一，经常项目顺差将趋于持续收窄。一是受地缘政治冲突加剧、主权债

务风险上升、全球经济低增长等影响，全球贸易呈现增长放缓的态势。二是中国出口贸易增长面临瓶颈。2013年，中国在全球出口市场的份额已达到11.8%。考虑到全球经济增速的放缓，以及劳动力成本上升等对中国出口带来的不利影响，这一高点很难突破。三是服务贸易逆差持续扩大。2014年末，服务贸易逆差1981亿美元，相比2013年扩大了736亿美元。未来，随着中国海外旅游的大规模增长和跨境电子商务的加快发展，这一趋势还将延续。

图 39：上世纪 70 年代以来全球出口市场的份额及变化



资料来源：联合国贸发会，中国银行国际金融研究所

第二，对外投资进程加快，资本项目逐步走向逆差。过去10年，中国资本项目下呈现持续净流入态势，其中，直接投资顺差是主体，约占资本净流入总额的90%。近年来，随着中国对外投资战略的加快实施，净直接投资（外商对中国直接投资减去中国对外投资）规模不断缩小，这一数值已由2005年462.3亿美元下降为2014年的166.7亿美元，未来净直接投资还可能走向持续逆差。原因在：一方面，受劳动力成本上升等因素影响，中国对外直接投资的吸引力有所减弱，外商直接投资保持增长，但增速有所下降。另一方面，全球产业分工变化和发达经济体经济复苏动能不足也为中国加快对外投资提供了有利的条件，产能过剩问题的消化也要求通过加快对外投资实现产能的全球配置和消

化。

（三）应对国际收支新变局下的货币政策选择

国际收支格局的新变化表明，未来外汇占款将会出现趋势性的减少，这将从很大程度上改变中国原有的“大规模国际收支双顺差→外汇占款增加→基础货币投放”货币供应机制。本报告前述分析已经指出，2014年新增外汇占款增长乏力，降低了基础货币的供应。尽管央行在2014年通过结构性货币政策，比如SLO、SLF等向市场补充流动性，来补足基础货币的缺口，但在外汇占款持续减少的情况下，通过短期公开市场操作不足以为金融机构提供稳定的资金来源。我们还要注意，尽管公开市场资金投放可以在一定程度上起到基础货币投放的作用，但其增加的是银行非存款类负债，而不是直接增加银行存款，这对于信用创造的作用极为有限。因此，在新的形势下，为满足基础货币投放、满足实体经济的流动性需求，需要在货币政策上采用新的手段。

短期来说，应该采取降低法定存款准备金的方式对冲外汇占款的下降，来提供基础货币。根据央行提出的蓄水池理论，之前不断提高准备金率，就是为了冲销国际资本流入而造成的流动性压力。现在外汇占款开始下降，央行应该通过下调法定存款准备金率补足基础货币缺口。我们测算，估计今年还需要降准2-3次左右才能弥补基础货币的缺口。

长期来说，央行需要在资产端采用新方式来替代外汇占款，使其成为新的货币补充手段。一般来说，央行投放基础货币的途径主要有四种：购买国债、黄金、外汇及再贷款。去年二季度，央行向国开行投放了再贷款——补充抵押贷款（PSL），用于棚户区改造等保障性安居工程的贷款发放。PSL是中央银行以抵押方式向商业银行发放贷款，合格抵押品可能包括高信用评级的债券类资产及优质信贷资产等，是一种基础货币投放工具。未来央行通过PSL等新型的再贷款工具补充基础货币缺口可能会成为一种政策上的选择。

我们认为，配合利率市场化改革，可以在保证财政可持续性的基础上，较大规模地扩大国债发行规模，并以此作为央行买卖国债进行基础货币调控的基础，从而使基础货币的发行向央行买卖国债方式转变，这不仅会让基础货币的调控更加市场化，而且也能够健全反映市场供求关系的国债收益率曲线，进一步发挥国债收益率曲线在金融资源配置中的重要作用，全面体现货币政策的意图，并最终实现经济增长、物价和就业等经济发展目标。