

# 中国经济金融展望报告

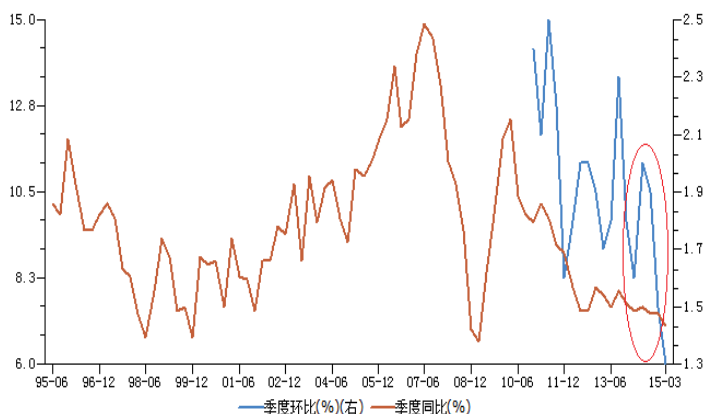
2015 年第 3 季度（总第 23 期）

报告日期：2015 年 6 月 30 日

## 要点

- 在外需疲弱、产能过剩和去杠杆等因素影响下，上半年中国经济继续下行。一季度 GDP 增长 7%，增速为 24 个季度以来最低。进入二季度，投资、消费、出口和工业生产等主要指标继续放缓，预计 GDP 增长在 6.8% 左右，CPI 上涨 1.3% 左右。
- 展望三季度，受稳增长政策继续显效、资金约束缓解和去年基数较低等因素影响，中国经济有望企稳且小幅回升。预计三季度 GDP 增长 7% 左右，CPI 上涨 1.5% 左右。尽管经济有所回升，但回升的基础依然较弱，下行的压力依然较大，稳增长政策方向和力度应继续坚持。
- 在当前情势下，要继续把稳增长作为经济工作的重心，要理直气壮保下限。财政政策加力增效，要加快支出预算执行进度，加大减税降费政策力度，积极稳妥推进地方债务置换。货币政策要灵活运用多种工具，保持流动性适度宽松，实现货币信贷和社会融资规模合理增长，降低社会融资成本。

中国 GDP 季度增长走势



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

课题组成员：周景彤

李建军

李佩珈

高玉伟

李艳

梁婧

陈志华（中银基金）

联系人：周景彤

电话：010-66592779

邮件：zjtlucky@163.com

## 筑底迹象初现，稳增长取向不宜变

### ——中国银行中国经济金融展望报告（2015 年第 3 季度）

在外需疲弱、产能过剩和去杠杆等因素影响下，今年上半年中国经济继续下行。一季度 GDP 增长 7%，为 24 个季度以来最低增速。进入二季度，投资、消费、出口和工业生产等主要经济指标还在继续走低，预计 GDP 增长在 6.8% 左右，CPI 上涨 1.3% 左右。展望三季度，由于稳增长政策继续显效、资金约束有所缓解和去年基数较低等原因，中国经济有望企稳且小幅回升。预计三季度 GDP 增长 7% 左右，CPI 上涨 1.5% 左右。尽管经济增速有所回升，但回升基础依然很弱，下行压力依然较大，稳增长政策的方向和力度还应坚持。在当前情势下，要继续把稳增长作为经济工作的重心，要理直气壮保下限。财政政策加力增效，要加快支出预算执行进度，加大减税降费政策力度，积极稳妥推进地方债务置换。货币政策要灵活运用多种政策工具，保持流动性适度宽松，实现货币信贷和社会融资规模合理增长，降低社会融资成本。

### 一、2015 年二季度经济形势回顾与三季度展望

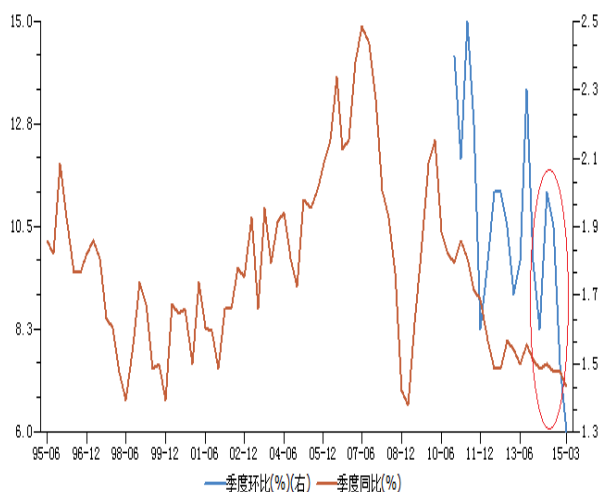
#### （一）二季度经济形势回顾

##### 1. 经济筑底迹象初现，积极因素增多

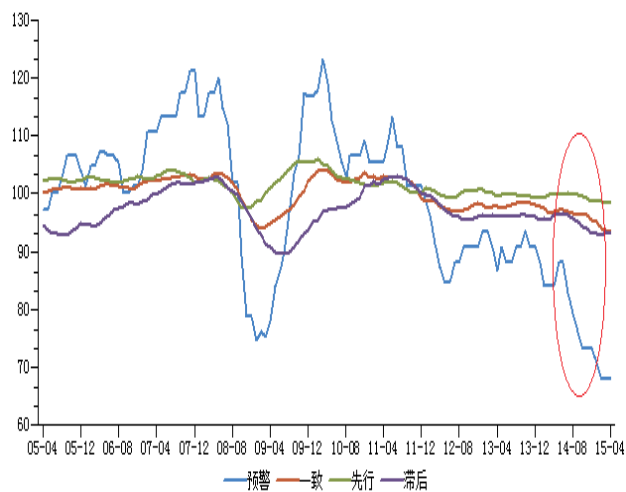
在外需疲弱、产能过剩和去杠杆等因素影响下，今年以来中国经济继续下行。一季度中国 GDP 增长 7%，比去年同期回落 0.4 个百分点，为 24 个季度以来最低增速。进入二季度，投资、消费、出口三大需求和工业生产等主要经济指标均在放缓，前 5 个月，出口、投资、消费分别比一季度回落了 3、2.1、0.1 个百分点，工业生产也比一季度回落了 0.2 个百分点，PPI 已经连续 39 个月负增长。结合我所“中国宏观经济景气预警系统”运行结果，预计二季度 GDP 增长在 6.8% 左右，低于我所此前预期，主要原因是去年以来国家出台的一系列稳

增长政策包括新批项目、降息降准、减税降费等效果尚未完全显现。

**图 1：中国 GDP 季度增长走势**



**图 2：中国宏观经济景气指数**



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

但从月度数据看，5 月份经济运行中的积极因素在增多，主要经济指标比上月均有所加快。工业生产增速比 4 月份回升 0.2 个百分点，连续两个月增速加快；投资当月增速比 4 月加快约 0.6 个百分点，尤其是制造业投资比上月回升 1.4 个百分点，房地产投资增速回升 1.9 个百分点；消费增速稳中有升，比 4 月小幅回升 0.1 个百分点；商品房销售面积和销售额增速分别加快 8 个和 11 个百分点；出口降幅也比上月收窄了 3.4 个百分点。

## 2. 通缩压力有所减轻，PPI 降幅收窄

上半年物价总体在低水平运行，二季度也没有改变这一趋势。前 5 个月 CPI 累计上涨 1.3%，比去年同期回落 1 个百分点，但比一季度小幅回升 0.1 个百分点，通缩压力有所减缓。

一是食品价格涨幅总体降低，但猪肉、蔬菜价格“淡季不淡”。5 月份，食品价格上涨 1.6%，为 4 个月以来的最低。但猪肉价格上涨明显加快，“猪周期”温和来临。4、5 月份，猪肉价格分别上涨 8.3%、5.3%，1、2 月份则是分别下

跌了 5.3% 和 1.5%。同时，蔬菜价格上涨了 6.5%，与上年同期下跌 2.5% 形成了鲜明对比。

二是交通通信及服务价格继续下跌。受低油价等的影响，前 5 个月，车用燃油及零配件价格下跌 16.6%，去年同期则为上涨 0.8%；前 5 个月，通讯工具价格下跌 2.6%，比去年同期的下跌 5.2% 收窄 2.6 个百分点。

图 3：CPI 在低水平徘徊

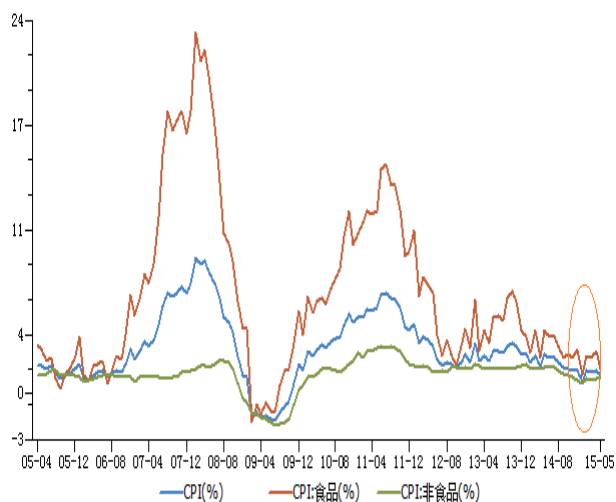
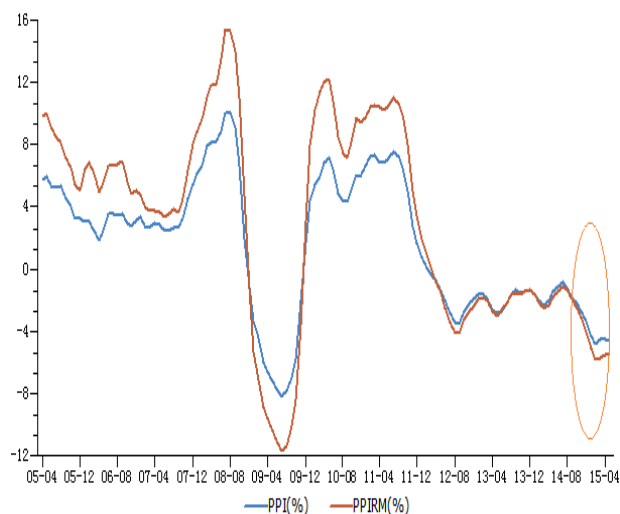


图 4：PPI 连续 39 个月负增长



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

三是居住价格涨幅较低。前 5 个月，居住价格上涨 0.7%，与一季度基本持平，但比去年同期回落了 1.8 个百分点。值得注意的是，居住价格涨幅回落，主要是由水、电和燃料价格下降所致（由上涨 1.1% 转为下跌 2%），而不是由租房价格下跌引起的。实际上，上半年租房价格总体是上涨的，前 5 个月，租房价格上涨了 2.4%，涨幅比一季度加快了 0.1 个百分点。

四是 PPI 连续 39 个月负增长，降幅与一季度持平。截至 5 月份，PPI 已经连续 39 个月负增长，持续时间为改革开放以来最长。前 5 个月，PPI 累计下跌 4.6%，降幅与一季度基本持平，但比去年同期扩大了 2.7 个百分点。分类别看，PPI 持续为负，主要原因是生产资料工业尤其是采掘业和原材料工业降幅较大。

前 5 个月，采掘业 PPI 下跌 19.2%，降幅比去年同期大幅扩大了 13.8 个百分点；原材料工业 PPI 下跌 8.5%，降幅比去年同期扩大了 5.6 个百分点。与生产资料价格大幅下跌相比，生活资料价格比较平稳，前 5 个月小幅下跌 0.2%，降幅与去年同期持平。

**表 1：CPI 篮子中八大类商品和服务增长变化（%）**

年份	CPI	其中： 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（1-5）	2.3	3.4	-0.7	2.3	1.3	1.2	0.0	2.3	2.6
2015（1-5）	1.3	2.0	-0.1	2.9	1.1	1.7	-1.7	1.4	0.7

资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

**表 2：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（1-5）	-1.9	-2.4	-5.4	-2.9	-1.9	-0.2	-0.03	0.8	-0.2	-0.9
2015（1-5）	-4.6	-5.9	-19.2	-8.5	-3.5	-0.2	0.0	0.7	-0.4	-0.8

资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

### 3. 消费投资增长同步放缓，外贸顺差增速明显回落

一是消费同比增速有所放慢，但环比出现企稳回升迹象。4-5 月消费名义增速、实际增速均为 10.1%，增速分别比一季度放缓 0.5 和 0.7 个百分点，其中家电、汽车、日用品、办公用品等消费增长明显放缓。但从环比数据看，消费已经开始回升，4-5 月消费增长季调环比折年率为 9.6%，比一季度的 9% 加快了 0.6 个百分点。

二是投资增速持续走低，仍然处于探底过程之中。4-5 月投资同比名义增长 9.8%，增速比一季度下滑 3.7 个百分点，估计实际增速下滑幅度与此相近。与消费走势不同的是，从环比数据看投资增长仍在继续放慢，月环比增速连续 4 个月下滑。4-5 月投资增长季调环比折年率为 10.9%，比一季度的 11.8% 下降 0.9 个百分点。投资增速持续下滑主要与房地产、制造业增长不断放缓有关。

三是进出口均负增长，外贸顺差增速明显回落。4-5 月出口同比减少 4.5%，增速比一季度回落 9.1 个百分点，对美欧、东盟、印度等出口增长均出现放缓；进口同比减少 16.9%，增速较一季度回升 0.7 个百分点。进口同比降幅较大与大宗商品价格同比大幅下降有关。由于出口降幅大大低于进口降幅，4-5 月贸易顺差依然较大，同比增长 74%，但远低于一季度的增长 6.1 倍。

图 5：消费与投资增长

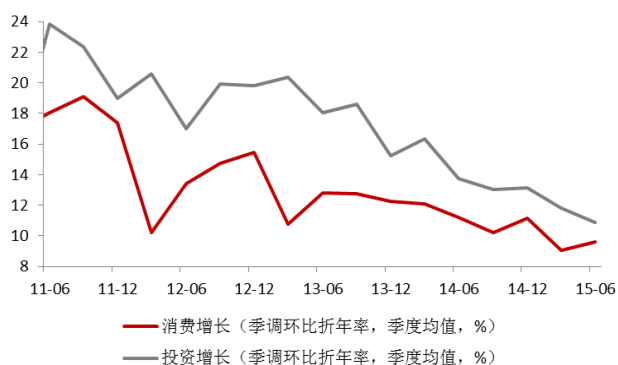
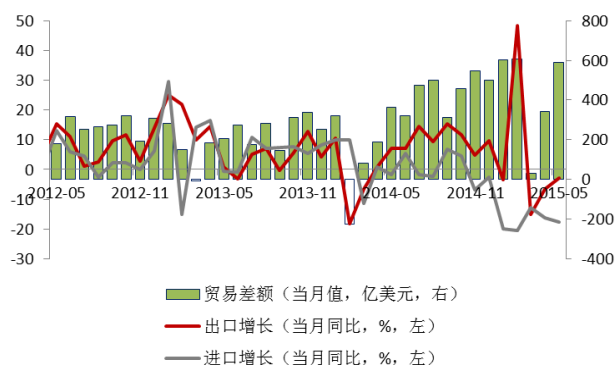


图 6：进出口与贸易顺差



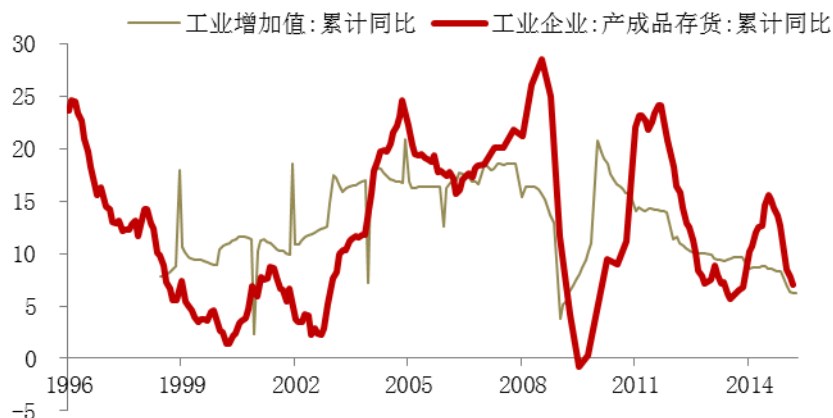
资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

#### 4. 工业生产继续回落，不同行业明显分化

受需求放缓、产能过剩等因素影响，上半年工业生产继续回落。1-5 月工业增加值同比增长 6.1%，比去年同期放缓 2.7 个百分点，工业生产整体上仍处于被动去库存阶段（图 7）。



图 7：工业增加值与产成品库存



工业生产者购进价格指数（PPIRM）降幅大于工业生产者出厂价格指数（PPI），这意味着工业行业的原材料成本在降低。同时，2015 年以来，政府采取了 2 次降准、2 次降息、减税降费等一系列措施减轻企业负担，企业每百元主营业务收入中成本的涨幅较上年有所降低，但由于企业人力等其他成本上涨相对较快，4 月每百元主营业务收入中成本仍要高于上年同期和年末的水平（图 8）。财务费用与主营业务收入之比较上年同期略有降低（图 9），但在企业负债率较高的情况下，企业利息支出与主营业务收入之比仍要高于上年（图 10）。需求疲弱下企业销售放缓，前 4 个月主营业务收入累计同比增速仅为 1.6%。成本较高、收入放缓下企业利润减少，4 月利润累计同比增速为 -1.3%，主营业务收入利润率较上年同期下降 0.13 个百分点至 5.27%（图 11）。

图 8：每百元主营业务收入中的成本 图 9：财务费用/主营业务收入

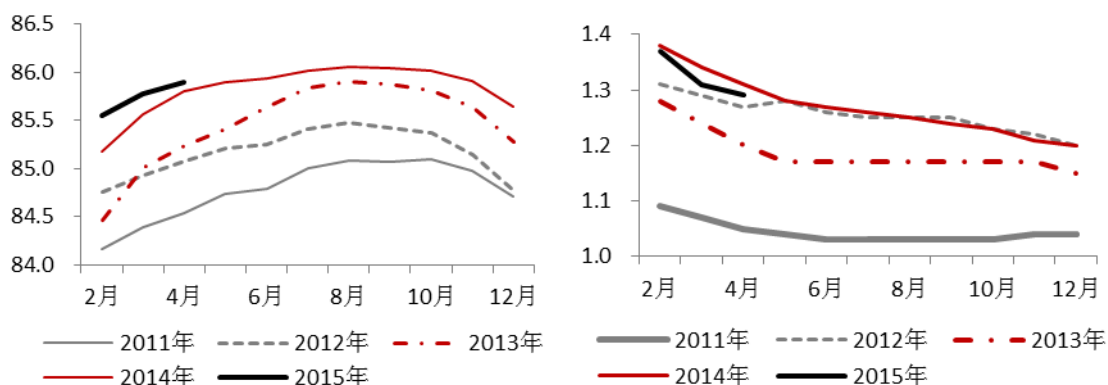


图 10：利息支出/主营业务收入

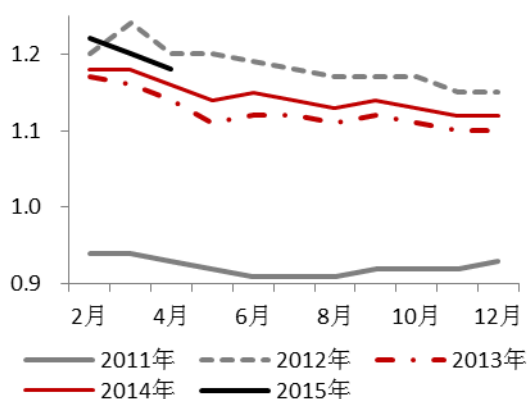
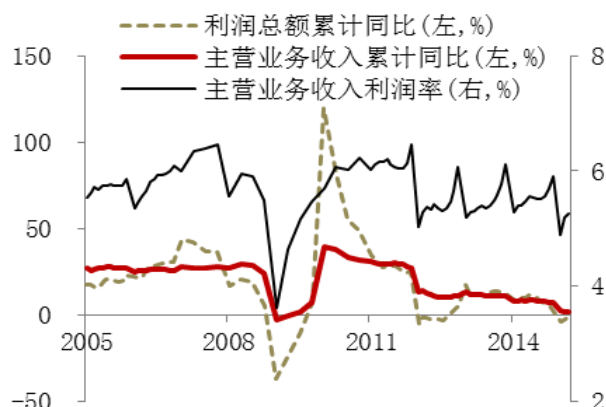


图 11：工业企业收入与利润



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

与此同时，不同行业表现明显分化。受国际大宗商品价格下跌的影响，上游的采矿业工业增加值同比增速最低，利润持续负增长，4月降幅达到40%，原煤、焦炭、铁矿石等相关产品产量均为负增长。六大高耗能行业多为产能过剩的行业，在经济转型中也面临较大压力，增加值增速和利润大幅降低，粗钢、水泥、平板玻璃等产能过剩行业相关产品产量下降。消费品相关制造业、装备制造业、高技术行业表现相对较好，尤其是高技术行业，多与“中国制造2025”中十大重点发展领域相关，工业增加值和利润增速均保持在10%以上。

图 12：不同行业工业增加值增速

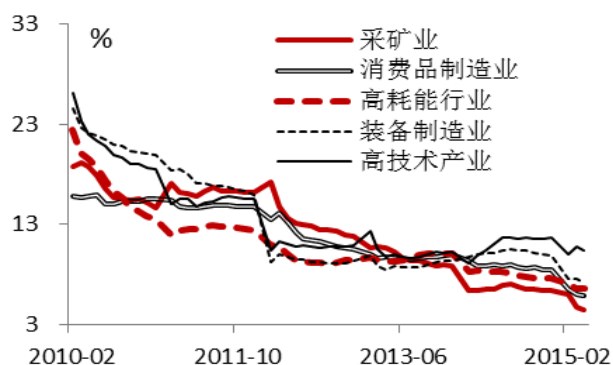
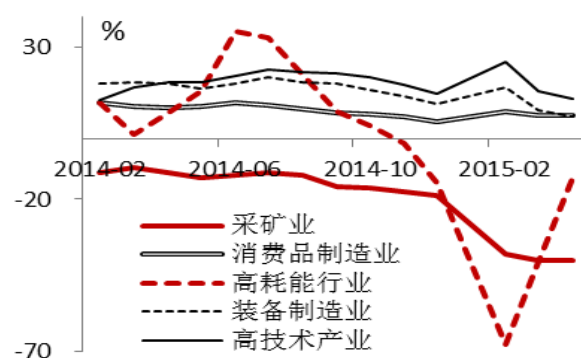


图 13：不同行业利润增速



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

考虑到工业行业成本负担依然较重，需求低迷下产能过剩仍在积聚，工业



仍处于去库存阶段，1-4月公路、铁路、水运等主要货运量增速继续回落。但4月当月货运量同比增速已开始有所回升，工业增加值环比增长有所恢复，2015年以来PMI持续回升至50以上，5月生产、新订单PMI分别上升至52.9、50.6，预计二季度工业增加值同比增长6%左右。

## 5. 房地产市场出现见底企稳迹象

二季度，房地产整体上仍未摆脱下行态势：一是房地产投资持续下降。1-5月，房地产投资累计完成3.2万亿元，同比增长5.1%，比一季度放缓3.4个百分点。这既与房地产企业投资信心不足有关，还与资金来源增长不足有关。1-5月，房地产开发资金来源同比下降1.6%，降幅比一季度收窄1.3个百分点，出现了改善迹象。但是，国内贷款的降幅还在持续扩大。1-5月，房地产国内贷款同比下降6.8%，降幅比一季度扩大0.7个百分点（图14）。二是房地产新开工仍在持续下降，在建面积增长放缓。1-5月，新开工面积同比下降16%，已连续15个月同比下降；在建面积同比增长5.3%，比一季度降低1.5个百分点。

图 14：资金来源不足制约投资增长

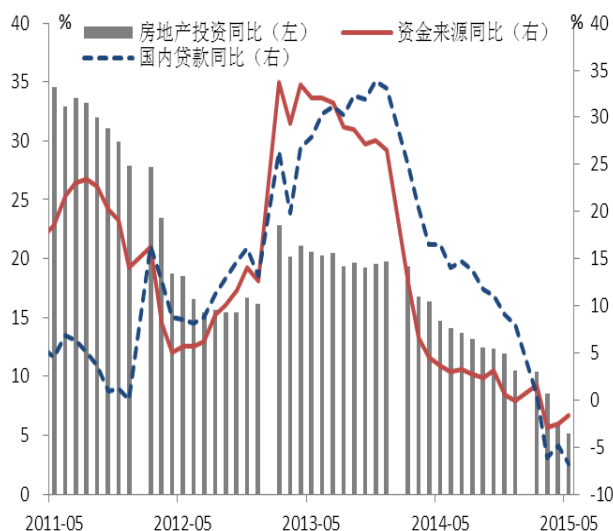
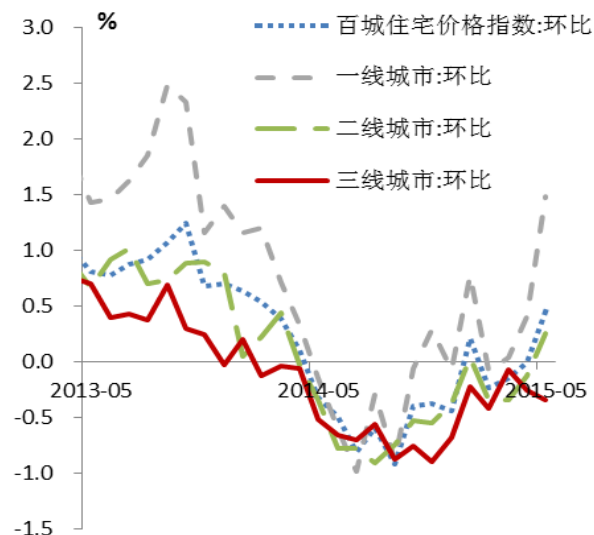


图 15：不同城市房价走势分化



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

二季度，房地产市场出现了见底企稳迹象：一是房地产销售开始止跌。1-5

月，房地产销售面积同比下降 0.2%，降幅比一季度大幅收窄 9 个百分点。二是**房地产价格开始回升**。5 月，百城住宅价格环比指数已转负为正，增长 0.45%。分区域看，不同城市房地产价格走势分化：一线城市迅速反弹，房价已连续三个月上涨，且涨幅较大，5 月环比大幅上涨 1.48%；二线城市房价也已止跌回升，5 月环比上涨 0.25%；三线城市房地产价格未摆脱下滑态势，5 月环比下降 0.35%，降幅比 4 月份扩大 0.09 个百分点（图 15）。

## （二）三季度展望

### 1. 经济增长筑底回升，CPI 涨幅有所扩大

展望三季度，在政策显效、资金约束缓解和基数原因等影响下，经济有望企稳回升，尽管力度较弱。

**一是政策效果有望继续显现。**去年下半年以来，国家出台了一系列稳增长措施，近期进一步加大了投资力度，增加安排中央投资，重点投向农村电网改造、水利、中西部铁路等领域，在前期 7 大工程包的基础上，积极筹划新兴产业、增强制造业核心竞争力、现代物流、城市轨道交通 4 类新工程包。未来几个月，预计投资项目进展将有所加快，前期降息降准、减税降费等政策将继续显效。

**二是资金约束有望进一步缓解。**随着地方政府第一批 1 万亿债务置换工作的落地和第二批 1 万亿元债务置换工作的启动，地方政府债务还本付息的压力将逐步减轻，加之房市回暖，地方政府土地收入有望增加，这在一定程度上会增强地方政府扩大投资的能力。同时，PPP 融资模式开启。近期政府也提出金融机构要建立快速通道，加大重大工程等贷款审批力度。货币政策依然趋于宽松，引导资金投向实体经济，投资和企业发展面临的资金约束会有所好转。

**三是基数因素。**去年三季度 GDP 增长 7.3%，比二季度回落 0.2 个百分点，假定其他条件不变，这有助于提高今年三季度经济增速。

总体判断，三季度 **GDP** 增长应该在 **7%** 左右，比去年同期回落 **0.3** 个百分点，但比二季度小幅回升 **0.2** 个百分点左右。需要指出，尽管增速有所反弹，但经济回升的基础依然较弱，经济下行压力依然较大，稳增长政策还应继续坚持。

三季度，预计 **CPI** 依然将在低位运行，但比二季度有小幅回升：

一是“猪周期”温和来临。与牛肉价格涨幅放缓、羊肉价格下跌形成鲜明对比，近期猪肉价格上涨明显，由 1 月份的下跌 **5.3%** 转为 5 月当月的上涨 **5.3%**。尽管夏季是猪肉消费淡季，但由于供给端的收缩，使得未来一段时间猪肉依然存在上涨压力。

二是翘尾因素消失，能源价格涨幅将扩大。本轮国际油价大跌是从去年 7 月份开始的。今年上半年车用燃油价格降幅比较大，1-5 月份均为负，这与去年油价基数高有很大关系。随着近期国际油价的回升，去年高基数因素的消失，预计未来几个月车用燃油价格降幅将大幅收窄甚至转负为正，这将显著影响整个 **CPI** 涨幅。从环比来看，5 月份燃油价格就已经上涨了 **4.7%**。

三是 **PPI** 跌幅收窄。由于基建加快、需求改善、翘尾因素增大等原因，预计 **PPI** 降幅将进一步收窄，这有助于减轻其向 **CPI** 传导的压力。

总体判断，三季度 **CPI** 将小幅回升，**PPI** 降幅将继续收窄。**CPI** 上涨 **1.5%** 左右，比二季度回升 **0.2** 个百分点，**PPI** 下降 **3.8%** 左右，降幅比二季度收窄约 **0.7** 个百分点。

## 2. 消费稳定增长的基础较牢，但投资和出口难以较快回升

一是居民收入增长较快，消费者信心增强，支撑消费实现稳定增长。一季度全国居民人均可支配收入增长 **8.1%**，增速比去年四季度加快 **0.1** 个百分点，比同期 **GDP** 增速高出 **1.1** 个百分点。今年 4 月消费者信心指数为 **107.6**，分别

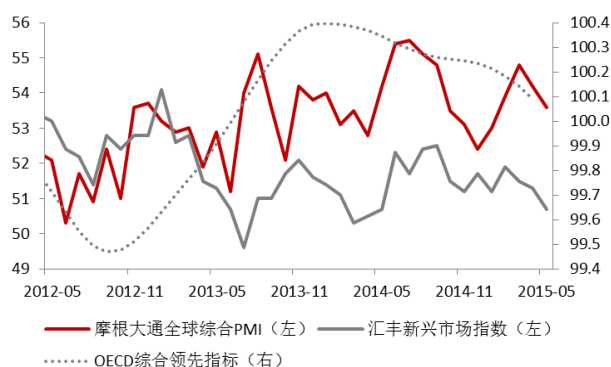
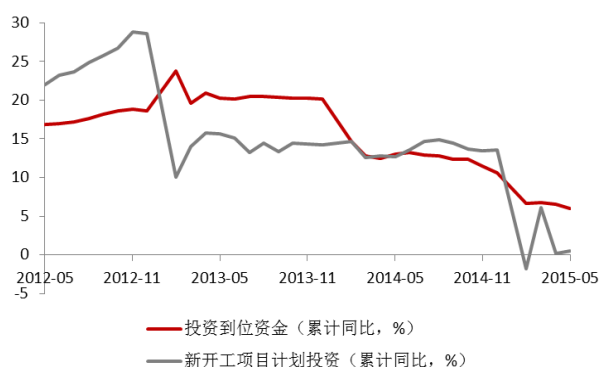
比今年一季度、去年四季度上升了 0.1 和 2.7。政府启动了六大领域消费工程，加快培育新型消费。预计三季度消费增长将略有加快，增速在 10.4% 左右。

二是到位资金增长放慢，项目计划投资额不足，不利于投资加快增长。4-5 月投资到位资金同比增长 4.6%，增速比一季度下降 2.2 个百分点，其中财政、贷款、自筹等资金增速均有所放缓，外资继续大幅负增长；施工项目计划投资额同比减少 3%，增速比一季度下降 10 个百分点。由于央行多次降息、降准，近期实际利率趋于下行，同时新开工项目计划投资额增长加快，利好投资增长。预计三季度投资增长难以大幅回升，增速在 12% 左右。

三是全球经济景气下降，出口先行指标走低，预示着出口面临较大困难。从全球经济景气看，4-5 月美国、日本制造业 PMI 均比一季度有所下降；汇丰新兴市场指数为 51，比一季度下降 0.5。从我国出口景气看，4-5 月外贸出口先导指数为 35.5，比一季度下降 3.3，同时新增出口订单指数下降。预计三季度出口仍将下降，进口降幅明显收窄，分别同比减少 2% 左右和 5% 左右。

图 16：投资到位资金与计划投资额增长

图 17：全球经济景气度下降



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

### 3. 工业生产有望小幅回升

PPI 持续为负，表明国内产能过剩仍较严重，行业调整仍将持续。其中，受铁矿石、煤炭等国际大宗商品价格持续低位盘整影响，采矿业情况难以好转，

利润仍将保持较大负增长；高耗能产业多与产能过剩相关，焦化企业、钢厂高炉、浮法玻璃等的开工率仍在下降，同时环保压力不断增加，预计高耗能行业的生产和利润不容乐观；装备制造业和高技术产业在政府大力支持和“中国制造 2025”规划的引领下仍会保持较快增长。此外，考虑到政府简政放权、减税降费等减轻企业负担的措施会进一步落实，铁路、公路、水利等重大工程项目的开工和实施进一步提速，“一带一路”战略合作项目顺利启动，年内多批地方政府债务置换也在一定程度上解决项目资金来源问题。预计三季度工业增加值增长 6.5% 左右。

#### 4. 房地产销售逐步回升，但全面企稳尚需时日

展望三季度，在投资信心逐步恢复、资金面相对充裕、各地继续加大公积金使用支持等因素作用下，房地产销售将小幅回升。但是，考虑到房地产销售的企稳对房地产投资信心的恢复需要一段时间，且房地产新开工、到位资金依旧在底部运行，三、四线城市消化库存也尚需时日，因此房地产市场近期全面转暖的可能性比较小。预计三季度房地产投资约为 6.5% 左右；房地产价格趋势继续分化，一、二线城市房地产价格将继续稳定回升，三、四线城市降幅收窄。

## 二、2015 年二季度金融形势回顾与三季度展望

### （一）二季度金融形势回顾

#### 1. 货币信贷增速先降后升，表外融资比例下降

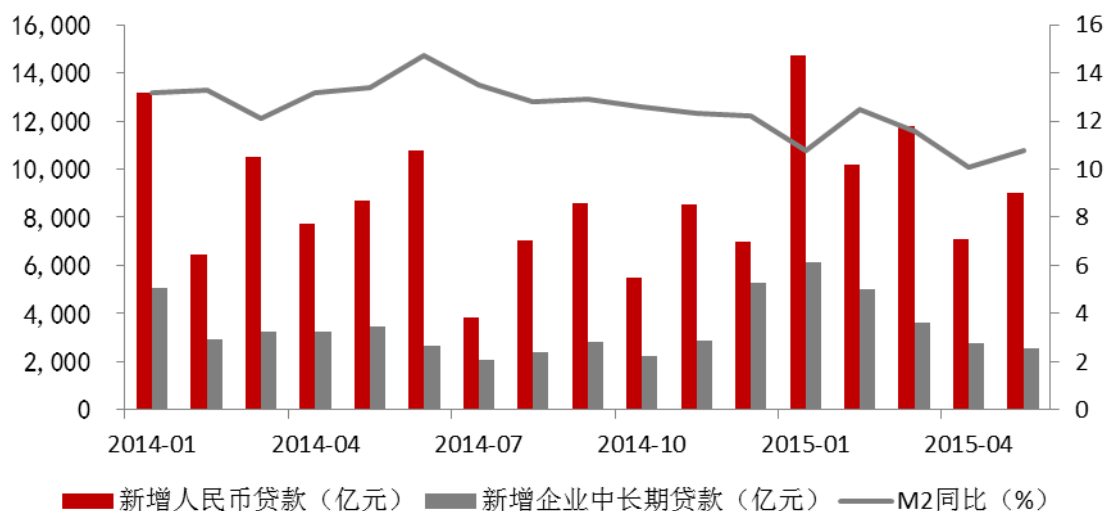
截至 2015 年 5 月末，M2 余额为 130.74 万亿元，同比增长 10.8%，增速比 4 月末的 10.1% 高 0.7 个百分点。5 月份 M2 增速企稳回升，主要受两方面因素影响，一是近期央行实施了降息、降准、PSL 等操作，二是外汇占款逐步企稳。

二季度，人民币新增贷款增长总体平稳，4 月份新增人民币贷款 7100 亿元，同比减少 666 亿元；5 月份新增人民币贷款 9008 亿元，同比增加 300 亿元。其



中，4-5 月企业中长期贷款增长减少，4 月中长期贷款新增 2776 亿元，同比减少 458 亿元；5 月中长期贷款新增 2548 亿元，同比减少 931 亿元。

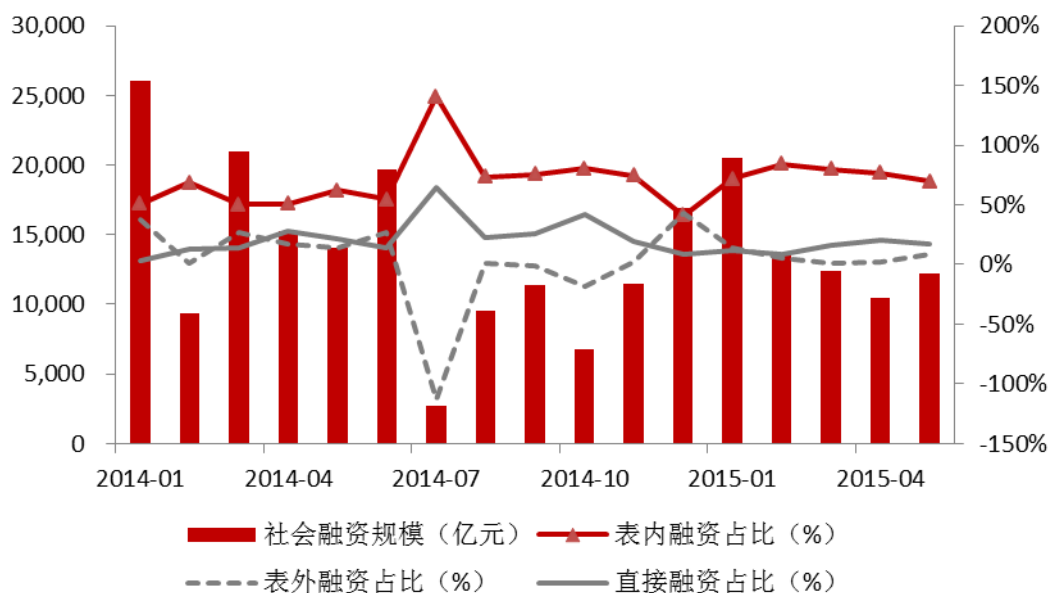
**图 18：货币信贷增长变化**



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

4-5 月份社会融资总量适度增长，新增 2.3 万亿元，比去年同期的 2.9 万亿元有所下降。社会融资总量中，人民币贷款仍然居于主导地位，占比达到 69.8%。表外融资占比总体较低，4 月份表外融资占比为 2.1%，5 月份回升至 8.9%。表外融资疲弱，与监管机构加强监管、防范金融风险有关。直接融资比重总体上升，4 月直接融资比重为 20.5%，较 3 月提高 4.8 个百分点，但 5 月略有回落，为 17.3%。

图 19：社会融资总量结构

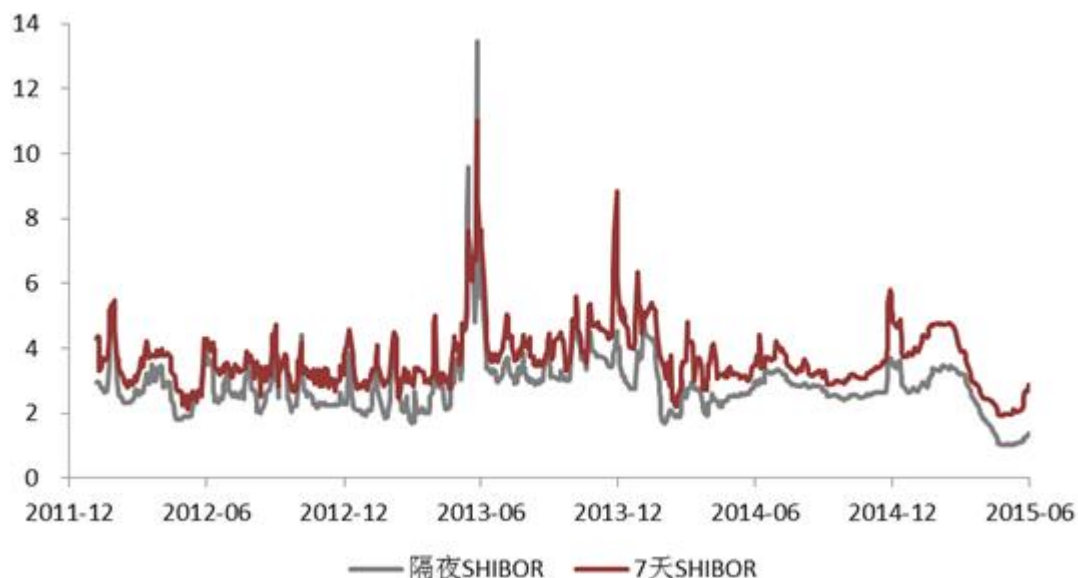


资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

## 2. 货币市场利率先降后升，流动性保持宽松

二季度以来央行利用多种工具维持货币市场资金充裕，市场利率总体回落。一是主动向市场注入流动性。央行自4月20日起普降金融机构存款准备金率1个百分点，同时定向降低部分金融机构存款准备金率，估计此次降准会释放近1.5万亿元流动性。二是连续降低逆回购利率，当前7天逆回购利率较3月份回落40个BP至3.35%。此外，央行将PSL利率从4.5%下调至3.1%。三是在3月份下调存贷款基准利率的基础上，央行自5月11日起再次下调金融机构人民币存贷款基准利率0.25个百分点。5月20日，隔夜和7天SHIBOR分别降至1.03%和1.93%，较3月底分别回落177和225个BP（图20）。6月初以来，尽管隔夜和7天SHIBOR有所回升，6月24日隔夜和7天SHIBOR分别为1.3380%和2.8080%，但仍然处于历史低位。

图 20：隔夜和 7 天 SHIBOR 走势



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

### 3. 债券市场整体小幅上行，收益利差不断扩大

二季度，在降准降息、松绑债券发行等多重利好政策的作用下，债券市场继续小幅上行，但利差有所扩大。一是债券市场发行继续增加，债券指数小幅上行。截至 6 月 23 日，中债总指数为 159.3，比 3 月末上行了 3.5（图 21）。二是短期利率较快下行。6 月初以来，1 年期国债到期收益率已降至 2% 以下的历史最低水平。三是长期和短期债券的利差不断扩大。6 月 15 日，国债 10 年期与 1 年期的期限利差甚至达到 202 个基点，为 2010 年以来的历史最高位，目前利差维持在 190 个基点左右的水平（图 22）。

造成利差扩大的原因主要有：第一，商业银行资金成本上升制约对长期债券的配置。初步测算，在目前负债水平下，10 年期国债收益率需保持 3.4% 以上才能使商业银行持有国债略有盈利（根据四大行 2014 年存款付息率约为 1.96%，利差均值为 2007 年以来历史最低值 1.45% 进行初步估算）。第二，股市分流、债券供给明显增加影响了各类机构对长期债券的配置意愿。

图 21：银行间综合债券指数

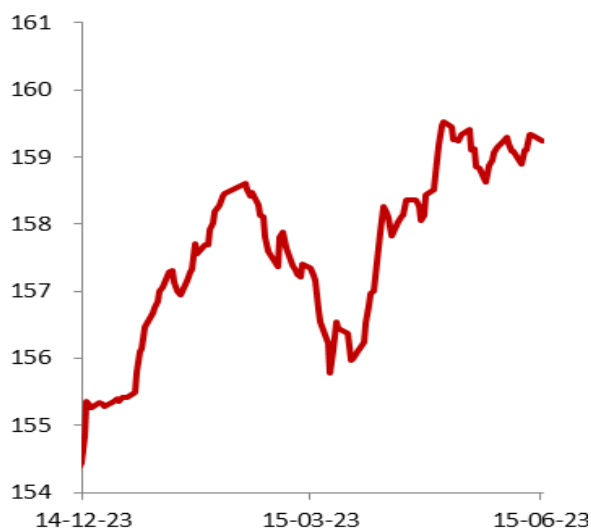
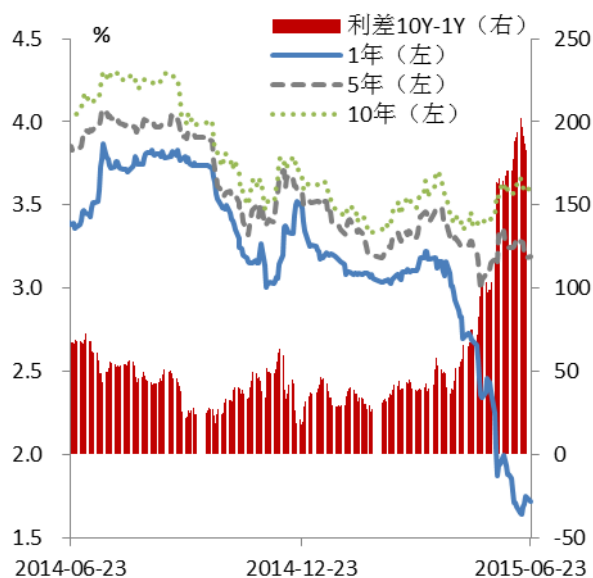


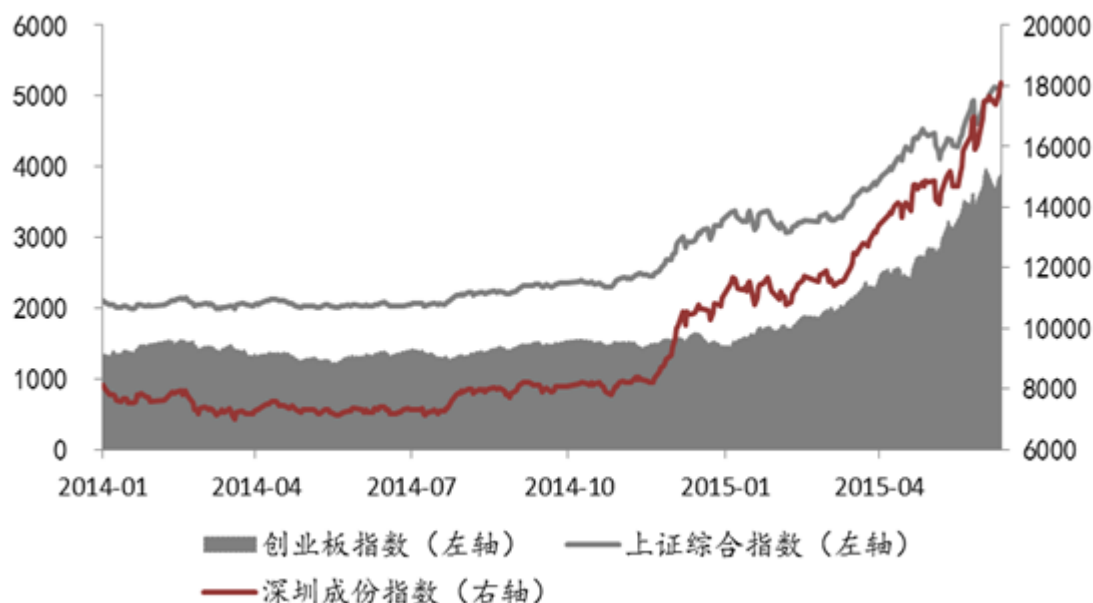
图 22：国债收益率曲线及利差变动



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

#### 4. 沪深股指宽幅震荡上行，股票市场成交量大幅增长

二季度以来，股指上涨势头不减，但上证综指和深证成指分别在 4500 点和 15000 点后开始宽幅震荡上行。6 月 23 日，上证综指收于 4576 点，较一季度末上涨 22.1%，深证成指收于 16046 点，较一季度末上涨 21.9%。今年年初以来，创业板表现良好，二季度延续了一季度的大幅上涨态势，6 月 23 日创业板指数收于 3394 点，较一季度末上涨 45.4%（图 23）。同时，股票市场成交量大幅增长。今年 1-5 月，股票市场累计、日均分别成交 102.5 万亿元和 1 万亿元，同比分别增长 454.7%和 434.2%。截至 5 月底，我国股市市值已超过 10 万亿美元，沪市已成为全球第三大股市。

**图 23：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. 人民币对美元汇率窄幅震荡，总体保持稳定

在一季度人民币对美元汇率持续呈贬值态势下，二季度以来人民币对美元汇率扭转跌势，整体保持稳定。6 月 23 日，人民币对美元汇率中间价 6.1119，较 3 月底小幅升值 0.5%。人民币对美元即期汇率一直维持窄幅波动态势，6 月 23 日收于 6.2068，较 3 月底小幅贬值 0.1%。二季度人民币对美元汇率整体保持平稳的主要原因在于：4 月份美元指数持续走软，下跌逾 3%。在此背景下，人民币对美元中间价频频刷新近一年的高点，5 月 18 日人民币兑美元中间价收于 6.1079，创去年 2 月 19 日以来新高。此外，跨境资本流动形势的改善也在一定程度上支撑了人民币币值的稳定。



图 24：人民币对美元汇率走势



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

## （二）三季度展望

### 1. 货币供应和信贷增速将保持稳定

今年的政府工作报告提出，2015 年广义货币 M2 预期增长目标为 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，下半年的货币政策仍将更加注重松紧适度。尽管 4 月和 5 月的货币供应速度没有达到 12% 的年度目标，但央行在 4 月份进行了一次降准，下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点至 18.5%，随着政策效果的逐步显现，预计未来数月 M2 有望回升。

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 11 万亿元左右。在监管环境趋紧的背景下，表外融资不会大幅增长，社会融资总量将保持稳定。

## 2. 货币市场将总体保持平稳，利率或有小幅回升

当前货币市场利率处于历史低位，下半年进一步下行的空间较为有限。第一，在外汇占款趋势性下降的背景下，央行再次降准以补充基础货币投放缺口的可能性仍然存在。第二，近期财政部下发了第二批 1 万亿元地方政府债务置换额度，规模庞大的债务置换需要较为宽松的流动性支持。第三，当前货币市场利率正逐步成为央行引导利率的关键指标，央行将通过多种货币政策工具适时补充流动性，创造较为宽松的货币环境引导市场预期。同时，鉴于当前引导资金流向实体经济显得尤为重要，央行或进一步回收短期流动性以补充长期流动性，减少到期 MLF 续作，扩大 PSL 规模，货币市场利率将有小幅回升。

## 3. 债券市场上行行情不改，波动性有所增加

展望三季度，促进债券市场发展的有利因素主要有：一是资金面维持宽松。目前，国内经济下行压力依然较大，货币政策转向趋紧的概率较小。二是股市波幅加大，风险逐渐积聚，机构配置债券的意愿将有所上升。三是地方政府债券风险明显降低。二季度以来，政府出台了一系列支持债券市场发展的政策，包括国家发改委连发四个专项债券发行指引、新增 5000 亿信贷资产证券化规模、三部委联合发文支持地方融资平台在建项目后续融资，国家发改委松绑企业债发行条件等。这些政策的出台有助于化解地方政府存量债务风险。四是允许境外机构参与债券回购交易，有利于增加债券资金来源。抑制因素主要有：一是新股发行不断，高企的预期回报仍将使得资金大量进入股市。二是地方政府债务置换规模较大，影响银行对债券的配置能力。整体来看，债券市场继续延续上行行情，但收益率波动或将增加。

## 4. 股票市场有望继续震荡上行，或开启慢牛模式

未来一段时间，股票市场有望开启慢牛模式，个股分化可能加剧。首先，我国混合所有制改革、股票发行注册制改革等将进一步激发市场活力，支撑股

票市场持续上行。其次，下半年我国仍有降准、降息的空间和可能，流动性将总体保持宽松。第三，在近期人民币对美元汇率保持稳定的背景下，资本外流压力将有所减弱。随着近期股市的宽幅震荡，散户入场步伐有所放缓。在当前我国经济下行压力不减的背景下，股票市场或由“快牛”变成“慢牛”。

## 5. 人民币对美元汇率将总体保持稳定，或延续窄幅区间整理

展望三季度，人民币对美元汇率仍将总体保持稳定，不会大幅贬值或升值：第一，我国经常项目延续顺差有利于维持人民币汇率的稳定；第二，我国正在积极推进人民币纳入 SDR 篮子货币，在 10 月评审结束之前，保持人民币对美元汇率的稳定和相对强势可能是决策层的首选；第三，今年我国资本账户开放进程或加快，维持人民币汇率的相对强势可避免资本账户开放后可能出现的大量资本流出。此外，美元加息周期临近、我国经济下行压力不减以及宽松货币政策预期将压缩人民币升值空间。总体来看，预计人民币对美元汇率将延续窄幅区间震荡态势。

表 3：2015 年三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 (R)	Q2 (E)	Q3 (F)
GDP	9.3	7.7	7.7	7.4	7.0	6.8	7.0
规模以上工业增加值	13.9	10	9.7	8.3	6.4	6.0	6.5
固定资产投资	23.8	20.6	19.6	15.7	13.5	10.1	12.0
消费品零售总额	17.1	14.3	13.1	12.0	10.6	10.1	10.4
出口	20.3	7.9	7.9	6.1	4.6	-3.0	-2.0
进口	24.9	4.3	7.3	0.4	-17.6	-16.0	-5.0
居民消费价格指数 (CPI)	5.4	2.6	2.6	2.0	1.2	1.3	1.5
工业品出厂价格指数 (PPI)	6.0	-1.7	-1.9	-1.9	-4.6	-4.5	-3.8
广义货币(M2, 期末)	13.6	13.8	13.6	12.2	11.6	11.0	11.5

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) 财政政策继续加力增效

在经济下行压力仍然较大的背景下，财政政策需要加力增效：

**第一，加快预算支出执行进度，多渠道筹措建设资金。**下半年中央将进一步加快支出预算执行进度，同时多渠道筹措资金。落实加快推进财政资金统筹使用的具体措施，发挥政府资金对重大基础设施项目的带动作用。鼓励商业银行按照要求支持在建项目的存量融资需求，确保在建项目有序推进。通过 PSL 向国开行持续提供低成本资金，支持保障房建设。通过设立基金、用好税收优惠、奖励资金、转移支付等多措并举吸引社会资本参与 PPP 项目。推进地方政府存

量债务置换，缓解部分地方支出压力，腾出更多资金用于重点项目建设。

**第二，扩大减税降费政策力度，进一步加大对实体经济的支持。**一是继续研究制定减税降费政策，加大对小微企业、创业创新以及新产品、新业态和新商业模式等的支持。二是在前期政策基础上，将提高出口退税率的范围扩展至其他产能过剩产品。三是力争今年全面完成营改增，解决建筑业、房地产业、金融业和生活服务业等的重复征税问题，推动财税体制改革取得新进展。

**第三，积极稳妥推进地方政府债务置换，缓释财政金融风险。**积极推进第二批1万亿元的债务置换额度。同时，加快建立规范的地方政府举债融资机制，对地方政府债务实行限额管理，建立地方政府债务风险评估和预警机制，推进权责发生制政府综合财务报告制度建设，制定发布政府会计基本准则，发布政府财务报告编制办法及操作指南。

## （二）货币政策更加灵活，为稳增长创造条件

考虑到经济下行压力不减、通缩风险仍然存在、外汇占款低位增长、基建投资融资不畅等因素，货币政策应更加灵活，并注重针对性。一是加强外汇占款季度波动性监测，作为基础货币供应缺口的前瞻性指标。二是对前期降准和降息的效果进行分析评价，并根据经济运行的实际需求适时降准和降息，引导全社会降低企业融资成本，为稳增长创造条件。三是继续运用好 SLO、SLF、MLF、PSL 等结构性货币工具，锁定部分短期流动性，加大对小微企业、科技创新、“三农”、基础设施等领域的长期流动性支持。四是加大债券及股票发行力度，扩大直接融资规模，保证全年社会融资规模增量不低于去年。

## （三）投资政策重在突破资金和项目瓶颈

三季度，稳定并加快投资增长，首先要突破资金瓶颈：一是将加快预算资金投放，督促重点项目资金使用，盘活财政存量资金；二是将鼓励银行增加基



建、民生、新兴产业贷款；三是进一步放宽部分行业准入，吸引民资、外资增加投资；四是支持上市、增发、发债、私募等融资方式发展。

除了多措并举增加融资之外，投资政策还要尽快启动更多投资项目，推进各个项目加快建设。一要推行前置审批与项目核准“并联”办理，加快项目审批进度；二要动态完善和调整投资工程包，加快推动重大项目建设；三要鼓励和支持“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带相关项目尽快开工建设。

#### （四）外贸政策重在促进进出口平衡

三季度，稳定外贸增长难度较大，需着重促进进出口平衡，坚持出口与进口并重。一要落实更积极的促进进口政策，扩大国内亟需的消费品和高科技产品进口；二要继续推动国产装备制造产品增加出口；三要清理规范进出口环节不合理收费。

#### （五）房地产调控需要促需求和稳投资双结合

一是鼓励商业银行提高房地产贷款的风险容忍度，在坚持差异化信贷导向下，加大对一、二线城市的房地产开发贷款支持。二是放宽公积金支取的条件和额度，允许公积金跨省、跨市异地支取，促进公积金缴存、托管和使用环节的互联互通。三是继续采取多种措施，降低三、四线城市库存，鼓励房地产企业“以租代售”，降低公积金申请门槛、放松买房落户、税费补贴等。

### 四、专题分析

#### 专题一：如何看待当前经济下行压力

今年以来，我国经济延续了去年以来的放缓态势，GDP 增长从 2010 年一季度的 12.4% 逐步放缓至 2015 年一季度的 7%。从投资、消费、进出口、工业生产等主要经济指标来看，经济下行压力依然较大。当前经济下行的压力究竟来自哪里，产生的原因是什么，未来又该如何应对，本专题将对此进行分析。

### （一）当前经济下行压力来自哪里？

从不同产业看，近年来第一产业对 GDP 的拉动作用较为稳定，第三产业对 GDP 的拉动作用降中趋稳，GDP 增长的放缓主要是受第二产业（特别是工业）的影响，第二产业对 GDP 累计同比增长的拉动从 2010 年的 6.1 个百分点不断降至 2015 年一季度的 2.8 个百分点，其中工业对 GDP 的拉动从 2010 年的 5 个百分点不断降至 2015 年一季度的 2.4 个百分点。

从三大需求看，随着外围经济的复苏，净出口对 GDP 的拉动作用逐步转正，最终消费对 GDP 的拉动从 2010 年的 5 个百分点降至 2014 年的 3.7 个百分点，固定资本形成是 GDP 增长放缓的主要因素，其对 GDP 的拉动从 2010 年的 6.6 个百分点降至 2014 年的 3.4 个百分点。

因此，当前经济下行的压力主要来自工业生产和投资活动增长的大幅回落。

图 25：三大产业对 GDP 的拉动

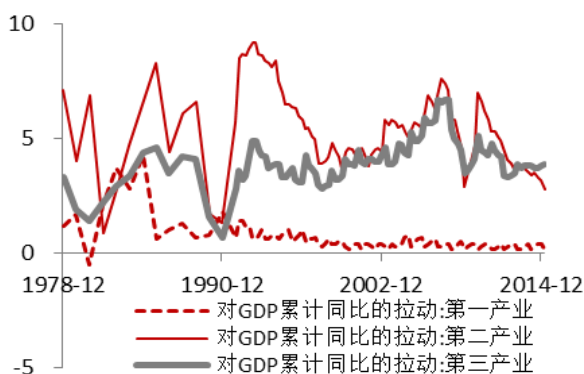
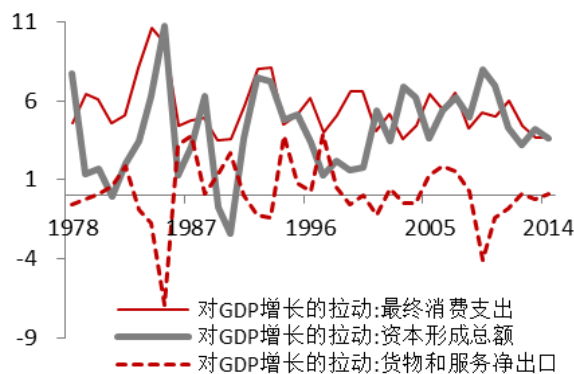


图 26：三大需求对 GDP 的拉动



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

### （二）下行的主要原因

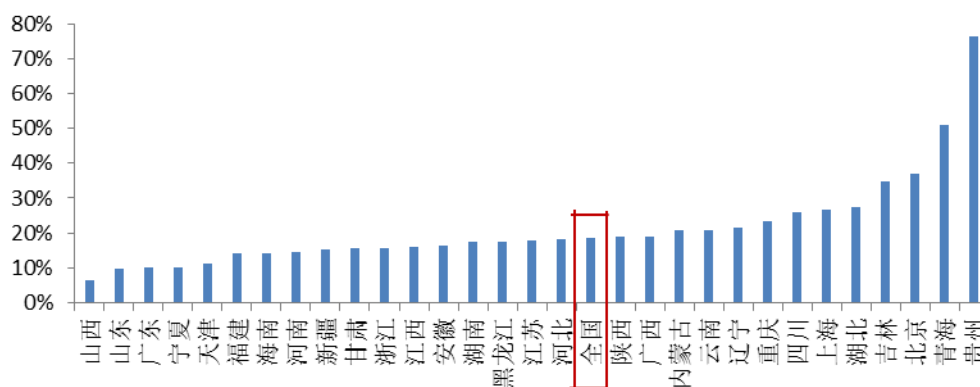
工业和投资活动增长大幅回落主要受三个因素制约：

一是产能过剩较为严重。2003 年以来，我国几乎每年都存在产能过剩问题，相关产业也从钢铁、电解铝、水泥、汽车等传统产业不断扩展光伏、风电等战

略新兴产业。这既与企业对产业前景和需求形成共识导致“潮涌”现象、企业过度入市等市场失灵有关，也与国家产业政策有一定的关系。2008 年金融危机以来，产能过剩问题显得尤为突出，这既与危机后外需不振、国内投资过度等短期因素有关，更主要的原因还在于我国工业面临的环境发生了重大变化，新常态下我国潜在增长率下降，难以像过去一样依靠新一轮的快速增长来消化过剩产能。

**二是债务风险不断积聚和高企。**当前地方政府债务的可持续性比较突出。2014 年，全国地方政府到期债务占地方收入的比重为 18.6%，其中部分地区到期债务量占当年财政收入比重较高，最高达到 76.3%，地方政府还本付息的压力较大。由于地方融资平台公司清理，城投债中用于还债的比例明显上升，2014 年发行的城投债中用于借新还旧的资金比例为 34.55%，较 2013 年上升 14.74 个百分点。在需求疲弱、政府和企业收入降低的背景下，这一方面使得大量资金用于维持债务的存续，投资资金来源受限，企业、政府投资能力和意愿降低；另一方面，地方政府债务与影子银行问题密切相关，处理不好可能引发系统性财政金融风险，导致经济的进一步下滑。

**图 27：2014 年各省到期债务与政府收入的比重**



数据来源：Wind，中国银行国际金融研究所

**三是新旧交替期新发展模式仍处于摸索和建立中。**随着我国经济进入新常

态，经济发展的条件和环境正在发生重大变化，改革正由局部性的经济改革向全面深化改革转变，从增量改革向存量改革转变，从接受性开放向主动融入转变，这些转变并不是一蹴而就的。目前我国正处于全面改革的关键转折期，新的发展模式亟待建立，经济、社会、政治、文化、生态等多方面将面临较大的调整压力，突出表现就是当前经济的持续下行压力较大。其中，作为政策落实主体的地方政府是关键。随着当前单纯追求 GDP 增长激励机制的改变，地方政府相应的职能和行为模式将发生较大变化，如何适应这些变化，解决政府越位、缺位和错位问题，对于经济发展尤为重要。

### （三）应对建议

**一是多管齐下化解产能过剩。**发挥市场机制作用推进企业兼并重组，减少政府替代市场对产业进行的直接干预。改善政府管理和服务，建立工业行业产能信息的评估和预警制度，强化环保标准的“一票否决制”，完善企业退出机制。发挥政府引导作用，利用财税政策引导企业加大技术创新，加快推进实施“中国制造 2025”，引导对中高端产业的投资，促进制造业转型升级。借助“一带一路”战略的实施，鼓励企业走出去，实现过剩产能的消化和产能在国际上的优化布局。

**二是长短结合缓解债务风险。**短期来看，对地方政府债务进行全面评估和整体规划，加强政策配套措施和监管，积极稳妥地推进地方存量债务置换和地方债券的发行，降低集中到期风险。货币政策适当宽松，改善实体经济融资条件。长期来看，要理顺中央和地方财税关系，推进财税体制改革。加快建立多层次资本市场。

**三是全面长远地推动改革稳步进行。**对未来发展要有全面长远的战略布局，改革要有整体思维。明确政府定位，理清政府与市场的边界，并进一步完善绩效考核体系和相关法律法规，尽快形成适应新常态的地方政府行为模式。

## 专题二：基础设施投资规模测算及其影响

当前我国经济下行压力不断增大，稳增长任务艰巨，亟需发挥基础设施投资的拉动作用，助力实现今年经济发展目标。本专题结合投资政策、项目审批与开工以及到位资金增长等情况，测算基础设施投资规模及其对 GDP 增长的贡献率和拉动，分析其在今年稳增长中将能发挥的作用。

### （一）基础设施投资对我国经济增长拉动的估算

基础设施投资是固定资产投资的重要组成部分（2014 年约占 22%），能够影响一个经济体的资本存量和有效需求。从长期来看，基础设施建设将缓解经济增长瓶颈，为经济发展提供保障。从短期来看，在经济下行期增加基础设施投资，有利于稳增长和减小经济波动。

**表 4：基础设施投资对我国经济增长拉动的估算**

年份	固定资本形成贡献率 (%)	固定资本形成对 GDP 的拉动 (百分点)	固定资产投资形成率 (%)	基础设施投资占固定资产投资比重 (%)	基础设施投资贡献率 (%)	基础设施投资对 GDP 的拉动 (百分点)
2005	32	3.5	99	30	10	1.1
2006	41	5.2	91	29	12	1.5
2007	41	5.8	87	27	11	1.6
2008	48	4.6	84	26	12	1.2
2009	84	7.7	79	28	24	2.2
2010	62	6.6	75	27	17	1.8
2011	42	4.0	71	22	9	0.9
2012	40	3.1	65	21	8	0.6
2013	52	4.0	60	21	11	0.8
2014	47	3.5	56	22	10	0.8
2015E	45	3.1	51	24	11	0.7

资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所



从近些年的经验来看，1998 年亚洲金融危机后，我国经济增长放缓，当时政府大幅增加基础设施投资，避免了经济的大幅下滑，也为 2002 年以后新一轮经济景气奠定了基础。2008 年全球金融危机之后，我国经济受到较大冲击，政府启动了四万亿投资计划，其中很大一部分投向基础设施，也有效稳定了经济。

测算表明，近 10 年来的不同年份，基础设施投资对 GDP 增长的贡献率和拉动存在较大变动。2012 年，基础设施投资对 GDP 增长的贡献率仅为 8%，而 2009 年高达 24%；2009 年，基础设施投资对 GDP 增长的拉动高达 2.2 个百分点，而 2012 年仅为 0.6 个百分点。2011-2014 年，基础设施投资对 GDP 增长的贡献率平均约为 9.5%，拉动平均约为 0.8 个百分点。

## （二）2015 年基础设施投资规模有多大？

半年多以来，我国围绕稳增长这一经济工作首要任务，推出了七大投资工程包，其中相当一部分投向基础设施建设。除了七大工程包之外，今年政府工作报告提出，铁路投资要保持在 8000 亿元以上，在建水利工程投资超过 8000 亿元。近期国家发改委还加快了项目批复进度，截至 6 月 10 日，已批复 34 个项目，投资额超过 7200 亿元。同时，国家发改委还发布了 1041 个 PPP 推介项目，鼓励社会资本参与，项目总规模约 2 万亿元。

在政策的大力支持下，基础设施投资实现了较快增长。今年前 5 个月，基础设施投资 3.8 万亿元，同比增长 18.7%，增速分别比总投资、制造业、房地产高 7.3、8.7 和 13.6 个百分点。但与一季度相比，4-5 月基础设施投资增长明显放慢（4.2 个百分点）。这主要是因为，一是水利、环境和公共设施投资增速下降较快，比一季度下滑了 6.2 个百分点，二是交通运输、仓储和邮政以及电力、热力、燃气及水的生产和供应投资增长也出现放缓，分别比一季度放缓 2.6 和 2.7 个百分点。

综合今年以来政府政策、项目审批、施工进度以及到位资金等情况，预计

今年基础设施投资约 13.5 万亿元，增长 20.3% 左右。同时，今年房地产和制造业投资增速降幅可能都会大于基础设施投资，估计基础设施投资将占今年固定资产投资的 24%，比 2014 年上升 2 个百分点左右。

**表 5：2015 年基础设施投资规模估计**

项目\年份	2014 年	2015 年 1-5 月	2015 年 E
基础设施投资	112174 亿元 (20.3%)	37995 亿元 (18.7%)	135000 亿元 (20.3%)
水利、环境和公共 设施管理	46274 亿元 (23.6%)	15631 亿元 (16.3%)	
交通运输、仓储 和邮政	42984 亿元 (18.6%)	14719 亿元 (21.2%)	
电力热力燃气 及水的生产和 供应	22916 亿元 (17.1%)	7645 亿元 (18.8%)	
铁路公路水路 投资	25260 亿元 (12.6%)	1-4 月:4930 亿元(15.1%)	
铁路投资	8088 亿元 (12.6%)	1-4 月:1322 亿元(22.6%)	8000 亿元以上
公路投资	15461 亿元 (12.9%)	1-4 月:3214 亿元(12.7%)	
水利投资	4880 亿元	1-4 月: 1124 亿元 (中央 预算下达) (42.2%, 在建 项目投资)	超过 8000 亿元 (在 建工程投资规模)
国家发改委批 复: 基建项目		截至 6 月 10 日: 7200 多 亿元, 34 个项目	
鼓励社会资本 参与项目	80 个	1041 个 PPP 推介项目, 总 投资 2 万亿元	

资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

### （三）基础设施投资稳增长够不够？

由于消费名义和实际增长都有所放缓，估计其对今年 GDP 增长的拉动也将减小，预计在 0.1 个百分点左右。由于贸易顺差保持较大规模，估计货物和服务净出口对今年 GDP 增长的拉动将略有上升，预计这一上升幅度在 0.1 个百分点左右。在这一情境下，考虑到存货投资对 GDP 增长的贡献比较稳定，实现今年 GDP 增长 7%，要求固定资产投资（进而固定资本形成）对 GDP 增长的拉动比 2014 年的降幅控制在 0.4 个百分点以内。

**表 6：分项投资增长（%）、占总投资比重（%）及其对 GDP 增长的拉动（百分点）**

年 份	制造业			房地产			基础设施			其他	
	增长	比重	拉动	增长	比重	拉动	增长	比重	拉动	比重	拉动
2014	13.5	33	1.2	10.5	25	0.9	20.3	22	0.8	20	0.6
2015E	10.0	33	1.0	3.0	23	0.7	20.3	24	0.8	21	0.6

资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

结合上述分析，今年基础设施投资对 GDP 增长的贡献率约为 11%，拉动 GDP 增长约 0.8 个百分点，与去年基本相同。也就是说，在房地产投资增速不低于 3%、制造业投资增速不低于 10% 的情景下，按本专题所估计的基础设施投资规模能够助力实现 GDP 增长 7%。但是，一旦未来几个月制造业投资增长再度放缓或者房地产投资增速大幅下滑，按本专题所估计的基础设施投资规模将难以确保 GDP 增长 7%，需要进一步扩大相关投资。