

中国经济金融展望报告

2015 年第 4 季度（总第 24 期）

报告日期：2015 年 9 月 23 日

要点

- 三季度，国际金融市场风雨飘摇、全球经济复苏乏力，国内去产能、去杠杆和金融风险凸显叠加，中国经济下行压力增大。投资、出口和工业等主要指标均有所放缓，在股市大幅调整之下，金融业增长也在明显减速，预计 GDP 增长 6.8%左右，CPI 上涨 1.9%左右。
- 四季度，稳增长政策将继续显效，投资面临的“人”和“钱”的约束在逐步缓解，加之低基数，经济增长有望回稳，预计 GDP 增长在 7%左右，较三季度小幅回升，全年增长 7%左右，比上年回落 0.3 个百分点。
- 中长期来看，中国经济正处在动力切换、结构转变、阶段更替和风险缓释的关键时期，新动力正在培育和形成但尚未成气候，传统动力正在调整和衰减，中国经济还将在景气周期的阶段性底部延续一段时间。
- 在新旧动力切换的关键期，政策要继续保持宽松取向，为经济新动力的成长和经济转型赢得时间，特别是要兼顾稳增长和防风险双重任务。深化改革的大方向不能变，短期托底的政策取向也不能变。

中国宏观经济景气预警系统



中国银行国际金融研究所
中国经济金融研究课题组

组 长：陈卫东

副组长：宗 良

成 员：周景彤

李佩珈

高玉伟

李 艳

梁 婧

盖新哲

陈志华（中银基金）

联系人：周景彤

电 话：010-66592779

邮 件：zjtlucky@163.com

经济正在筑底企稳，守底线和防风险须兼顾

——中国银行中国经济金融展望报告（2015 年第 4 季度）

进入三季度，国际金融市场风雨飘摇、全球经济复苏乏力，国内去产能、去杠杆和金融风险凸显多因素叠加，中国经济下行压力增大。投资、出口和工业等主要指标均有所放缓，在股市大幅调整之下，金融业增长也在明显减速，预计三季度 GDP 增长 6.8% 左右，CPI 上涨 1.9% 左右。展望四季度，稳增长政策将继续显效，投资面临的“人”（地方积极性）和“钱”（资金）的约束在逐步缓解，房地产市场亦持续回暖，加之低基数，经济增长有望回稳，预计 GDP 增长 7% 左右，较三季度小幅回升，全年增长 7% 左右，比上年回落 0.3 个百分点。从中长期来看，中国经济正处在动力切换、结构转变、阶段更替和风险缓释的关键时期，新动力正在培育和形成但尚未成气候，传统动力正在调整和衰减，预计中国经济还将在景气周期的阶段性底部延续一段时间。在新旧动力切换的关键期，政策要继续保持宽松取向，为经济新动力的成长和经济转型赢得时间，特别是要兼顾稳增长和防风险双重任务。深化改革的大方向不能变，短期托底的政策取向也不能变。

一、2015 年三季度经济形势回顾与四季度展望

（一）三季度经济形势回顾

1. 经济金融同步趋“冷”，经济下行压力有增无减

2015 年以来，中国经济继续下行，上半年 GDP 增长 7%，比上年同期回落了 0.3 个百分点（图 1）。在这 7% 的增长中，资本市场火爆带动金融业较快增长功不可没。上半年金融业增加值增长 17.5%，比去年同期加快 9.6 个百分点，拉动 GDP 增长 1.4 个百分点，比去年同期多拉动 0.7 个百分点。所以在经济偏冷的背景下，金融（主要是股市）偏热使得上半年经济勉强维持了 7% 的增长。

图 1：中国 GDP 增长走势

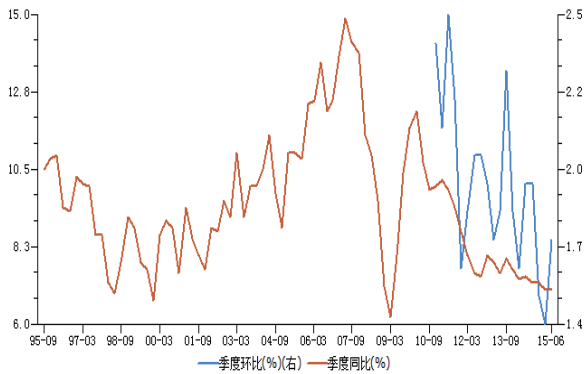


图 2：中国宏观经济景气预警系统



资料来源：国家统计局，中国银行国际金融研究所

但进入三季度以来，经济金融双双“趋冷”：一方面，投资、出口和工业生产等实体经济指标较二季度还在放缓（仅有消费小幅回升）；另一方面，由于股票市场自6月中旬以来已经历了几次大的调整，金融业对经济的拉动作用较上半年大幅减弱。因此，估计三季度GDP增长达到7%的概率较小。我们估计三季度GDP增长6.8%左右，将比二季度小幅回落。从结构上看，服务业、消费对经济增长的贡献率继续提高，进而使得经济增长的稳定性增强，同时出口、投资以及工业对经济增长的贡献率持续降低。

从月度来看，8月消费和工业生产增长略有加快，投资继续减速，但新开工项目和资金来源状况在改善，说明经济正在筑底企稳，经济下行压力有所缓解。但这种缓解是在政府采取一系列政策基础上取得的，经济自主增长的动力仍然不足。在新旧动力切换的关键期，政策要继续保持宽松取向，为经济新动力的成长和经济转型赢得时间。

2. 消费物价小幅反弹，CPI和PPI持续分化

受经济下行的影响，今年以来物价水平总体较低。前8个月，CPI累计上涨1.4%，比去年同期回落0.8个百分点，但比上半年小幅回升0.1个百分点，特别是8月当月CPI上涨2%，为12个月以来的最高（图3）。同期，PPI下降

4.9%，降幅比去年同期扩大 3.3 个百分点，比上半年扩大 0.3 个百分点，其中 8 月当月下降 5.9%，为 2009 年 10 月以来最大降幅（图 4）。三季度物价运行的突出特点是分化，即 CPI 走高和 PPI 下跌并存且“剪刀差”不断扩大。

图 3：“猪周期”带动 CPI 小幅反弹

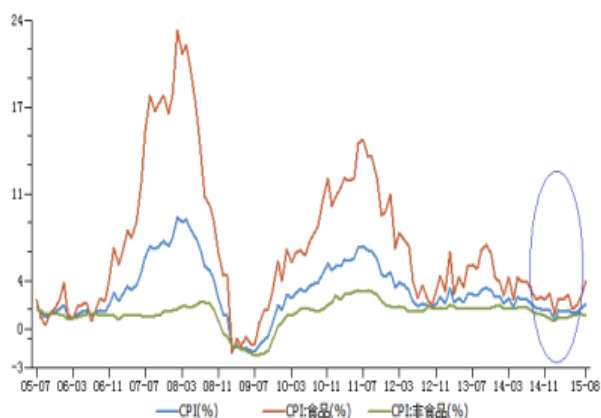
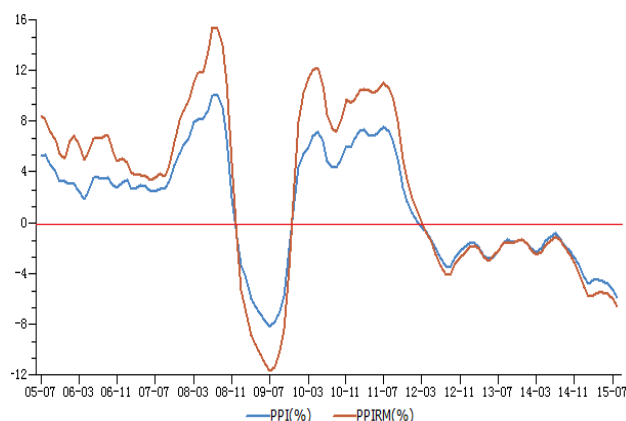


图 4：PPI 连续 42 个月负增长



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

第一，猪肉等食品价格上涨明显，非食品价格平稳运行。三季度以来，受生猪生产处于周期低谷、出栏量减少和一些养殖户惜售等因素的影响，猪肉价格继续上涨且涨幅不断扩大。7、8 月份猪肉价格同比涨幅分别达到 16.7% 和 19.6%，与去年的负增长以及上半年的低增长形成鲜明对比。初步测算，猪肉价格上涨拉动 7、8 月份 CPI 上涨 0.5 个百分点左右。需要说明的是，推动本轮猪肉价格上涨的主要是供给因素，而非需求因素。由于经济下行，猪肉的市场需求不仅没有增加，反而还有所减少。与此同时，受极端天气等因素的影响，鲜菜价格也出现了大幅上涨，8 月当月涨幅达到 15.9%，涨幅为 2014 年以来最大，拉动当月 CPI 上涨 0.46 个百分点。在 8 月份 CPI 上涨的 2% 当中，猪肉和鲜菜就影响了 1 个百分点。与猪肉、鲜菜价格大幅上涨相反，蛋、鲜果、羊肉等价格均出现下跌，8 月份跌幅分别为 11.2%、8.1% 和 6%。与食品价格大涨大跌相比，非食品价格涨幅比较平稳，8 月份上涨 1.1%，涨幅最大的为烟酒（3.8%）、最小的为交通通讯（-2.1%）。

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	烟酒及 用品	衣着	家庭 设备	医疗 保健	交通 通讯	娱乐教 育文化	居住
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 (1-8)	2.2	3.4	-0.6	2.4	1.2	1.2	0.2	2.2	2.4
2015 (1-8)	1.4	2.3	1.3	2.9	1.1	1.8	-1.7	1.5	0.7

资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

第二, PPI 降幅进一步扩大, 生产资料价格大幅下降是主因。进入三季度以来, 由于国际大宗商品价格出现新一轮下跌、国内需求持续疲软, PPI 持续走低且跌幅进一步加深。前 8 个月 PPI 下降 4.9%, 降幅比上半年扩大 0.3 个百分点。分类别看, 占 PPI 篮子比重高达 76% 的生产资料价格下跌较多, 是 PPI 持续下降且降幅加深的主要原因 (表 2), 特别是采掘工业 PPI 下跌了近 20%。据测算, 前 8 个月生产资料工业下拉 PPI 达 5.8 个百分点, 而生活资料工业仅下拉 0.1 个百分点。分轻重工业看, 重工业下降幅度大于轻工业, 8 月份重工业 PPI 下降 7.7%, 比轻工业降幅 (-1.3%) 大 6.4 个百分点。

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
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	-3.0	-1.8	0.0	0.2	0.7	0.1	-0.8
2014 (1-8)	-1.6	-2.1	-4.9	-2.3	-1.7	0.0	0.2	0.8	0.0	-0.9
2015 (1-8)	-4.9	-6.3	-19.3	-8.9	-3.9	-0.2	0.0	0.6	-0.6	-0.8

资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

3. 消费稳定增长, 投资增速继续回落

消费增速有所回升。受居民收入持续增长、物价上涨等因素的影响, 三季度消费增长稳中有升, 前 8 个月消费名义增长 10.5%, 比上半年加快 0.1 个百

分点，尤其是8月当月消费比前7个月提高了0.4个百分点。在消费增长总体稳定的同时，出现了一些新变化：一是消费热点轮动。通讯器材持续高速增长，前8个月增长35%，比上年同期提高11.4个百分点；网上消费增长36.5%，中西药品、文化办公用品等增速均在15%以上。二是受益于住房市场回暖，建筑装饰材料、家具持续快速增长，增速分别比上年同期提高了3.4和1.7个百分点。三是传统消费分化。粮油食品、饮料和烟酒等均呈快速增长，前8个月增速分别达到13.4%、14.8%和11.5%；同期汽车增长4.4%，同比回落5.1个百分点。

图5：通讯器材消费高速增长（%）

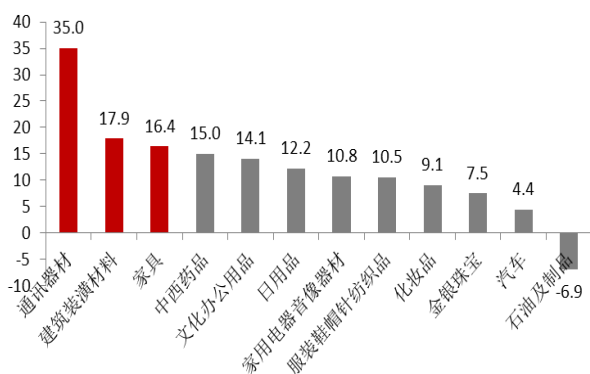
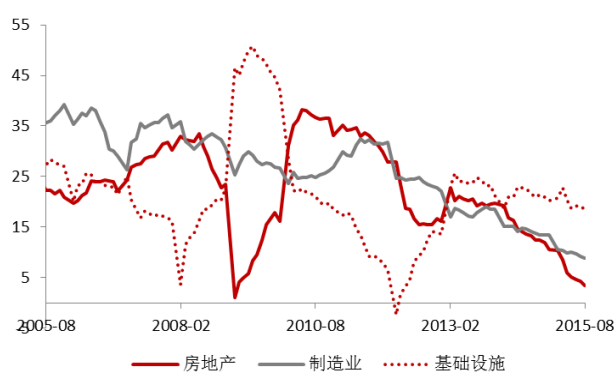


图6：三大类投资增长同步下滑（%）

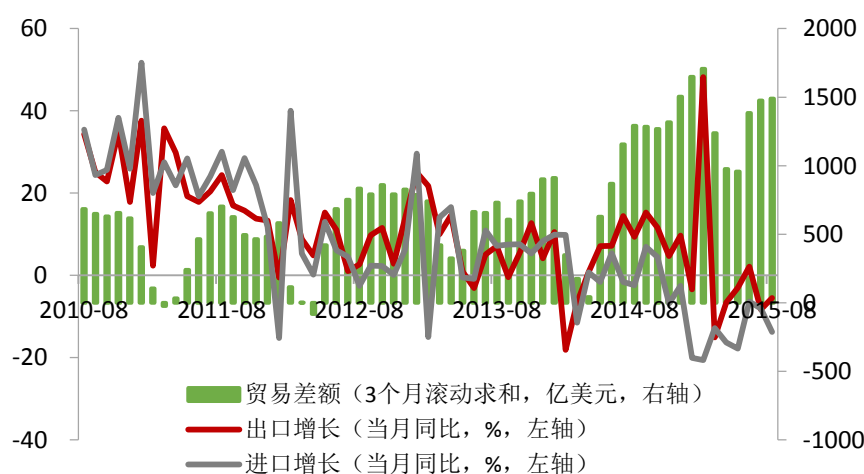


资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

投资增速持续走低。前8个月投资累计增长10.9%，增速比上半年回落0.5个百分点，仍处于探底的过程之中。从房地产、制造业和基础设施三大类投资看，房地产投资放缓最为明显，前8月增长3.5%，比去年同期（13.2%）大幅放缓9.7个百分点，比上半年回落了1.1个百分点；制造业投资增长8.9%，比去年同期回落5.2个百分点，比上半年回落了0.8个百分点；相对而言，基础设施继续保持较快增长，前8个月累计增长18.8%，但比上半年回落了0.4个百分点（图6），这主要与政府稳增长、加大基础设施投资等政策有关。建筑业以及交通运输、仓储和邮政业投资增速下滑更为明显，前8个月累计同比增速分别比上半年回落4.9和2.3个百分点。

进出口持续负增长，贸易顺差创历史最高纪录。前8个月，出口累计下降1.4%，比上半年回落0.7个百分点，对美、欧、日、韩、台、东盟等出口增长均出现放缓；进口同比下降14.5%，降幅较上半年收窄1.2个百分点（图7）。虽然出口增速为负，但由于仍然高于其他主要出口经济体，在美国和欧盟市场上我国份额不降反增，前8个月比去年同期提高4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。IMF全球初级产品价格指数从6月的122点降至8月的103点，远低于去年同期180点左右的水平。由于内需疲弱，大宗商品价格下跌，进口放缓幅度较大，前8个月，贸易顺差高达3655亿美元，创历史同期最高纪录，其中7、8两月外贸顺差就超过了1000亿美元。

图7：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. 消费品和高技术行业拉动工业小幅回升，但回升基础依然较弱

工业整体回落，但出现回稳苗头。前8个月，规模以上工业增加值同比增长6.3%，与上半年持平，比去年同期放缓2.2个百分点。其中8月当月工业增加值同比增长6.1%，较上月小幅回升0.1个百分点（图8）。8月PMI回落至49.7，新订单PMI自7月开始连续两个月低于50，且上年9月工业增长基数略高，预示工业回升的基础依然较弱，预计三季度工业增长6.2%左右。

图 8：工业增长小幅回升（%）

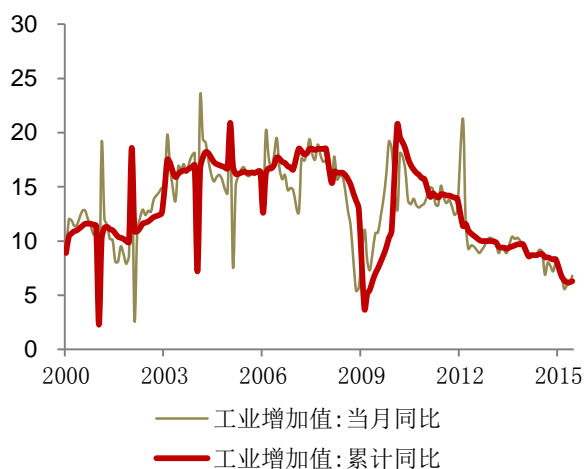
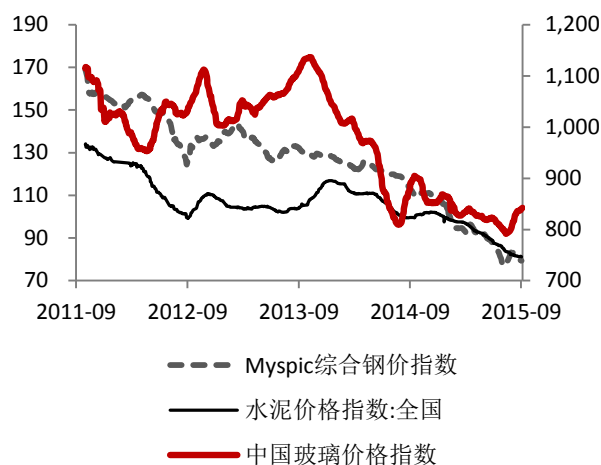


图 9：钢铁、水泥、玻璃价格指数



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

分行业看，消费品和高技术行业是工业增长的亮点和主要拉动力。农副食品加工业、纺织业等主要传统消费品制造业增速有所回升，1-8月分别增长5.5%、7.3%，分别较上半年回升0.6、0.2个百分点。文教、工美、体育和娱乐等新兴消费品制造业保持较快增长，8月当月增速为11.7%，较上月回升1.2个百分点。高技术产业继续保持较快增长，8月份增长10.5%，比7月加快0.9个百分点，高于规模以上工业4.4个百分点。其中，电子及通信设备制造增长12.6%。

产能过剩行业中，虽然焦化企业、钢厂高炉、浮法玻璃等的开工率仍低于上年同期，粗钢、水泥、平板玻璃的产量持续负增长，但部分行业出现恢复迹象。钢铁价格自7月初开始有所回升，高炉开工率也回升至80%以上，玻璃价格自7月下旬开始有所回升（图9），焦化企业开工率自9月份开始有所回升。

受今年以来央行多次降息、降准政策的影响，工业企业资金成本有所下降。7月份，企业财务费用占主营业务收入比重继续降低，比上年同期降低0.03个百分点（图10）。6月以来利息支出占主营业务收入的比重也继续降低，与上年同期持平（图11）。随着降低社会保险费率、清理规范涉企收费、下调工商业用电价格和铁矿石资源税征收比例等一系列减轻企业负担措施的出台，今年以

来企业每百元主营业务收入成本较上年同期的增幅收窄，但仍要高于上年同期（图 12）。

随着经济增速的放缓，企业收入放缓，7 月主营业务收入累计增速仅为 1.3%，较上半年和上年同期分别降低 0.1、7.5 个百分点。企业盈利压力依然较大，7 月利润累计下降 1%，降幅比上半年扩大 0.3 个百分点，主营业务收入利润率也较上半年下降 0.04 个百分点（图 13）。

图 10：财务费用/主营业务收入

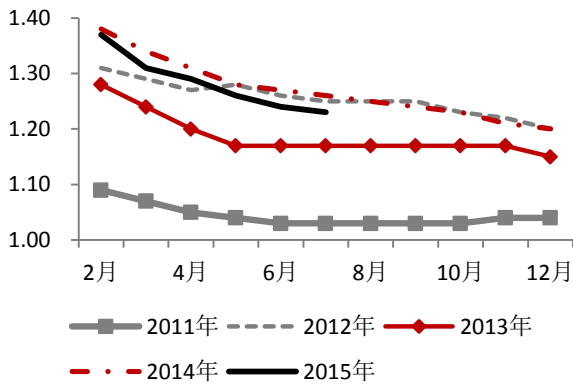


图 11：利息支出/主营业务收入

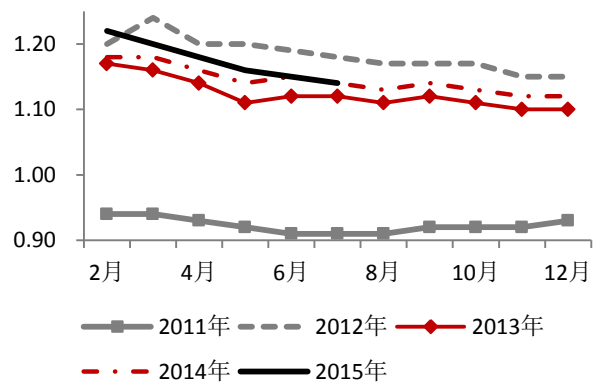


图 12：每百元主营业务收入中的成本

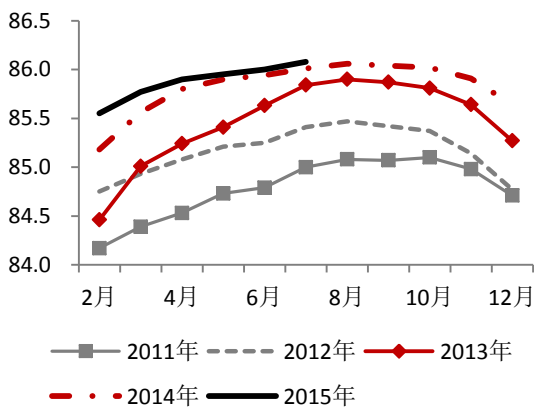
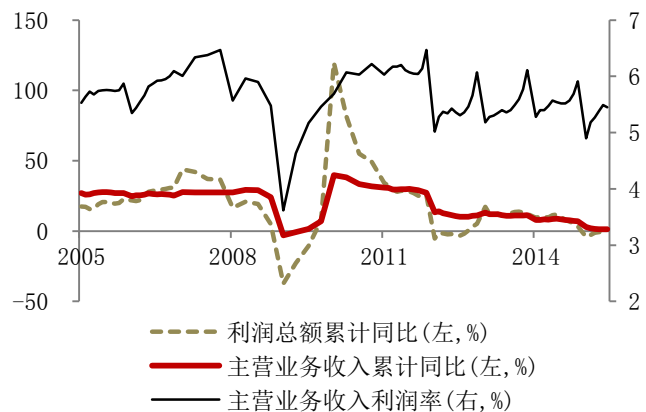


图 13：工业企业收入与利润



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

5. 房地产市场持续复苏，但基础依然不稳

在政策持续放松、信贷环境宽松等因素的作用下，三季度房地产市场进一

步回暖，但各地区复苏的步调并不一致，区域差异比较大。一是房地产销售由二季度的“量涨价稳”转为“量价齐升”。前8个月全国商品房销售面积同比增长7.2%，较二季度末加快3.2个百分点。商品房销售额同比增长15.3%，涨幅较二季度末提高5.3个百分点。百城住宅价格指数同比上涨0.2%，结束了此前连续10个月的下跌趋势（图14）。二是区域差异较大，复苏步调不一致。一线城市房价已连续6个月上涨，且涨幅较大；二线城市涨幅较为温和，连续4个月上涨；三线城市刚刚走出下行通道（图15）。三是房地产企业融资环境有所改善。前8个月房地产开发投资资金来源同比增长0.9%，增速比二季度末提高0.8个百分点。融资环境的改善主要受益于个人按揭贷款增长较快。房地产企业开发贷款同比降幅依然在持续扩大。

图 14：房地产市场“量价”齐升（%）

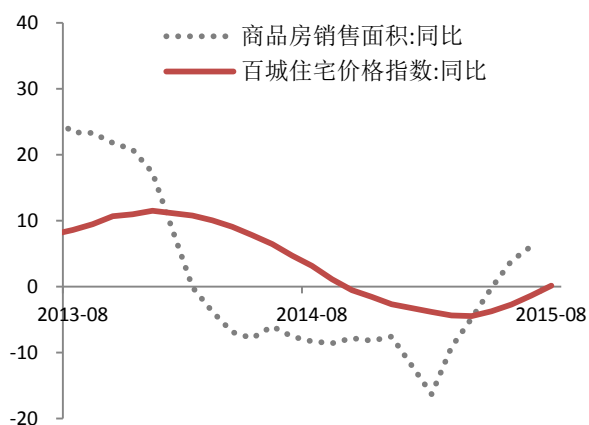
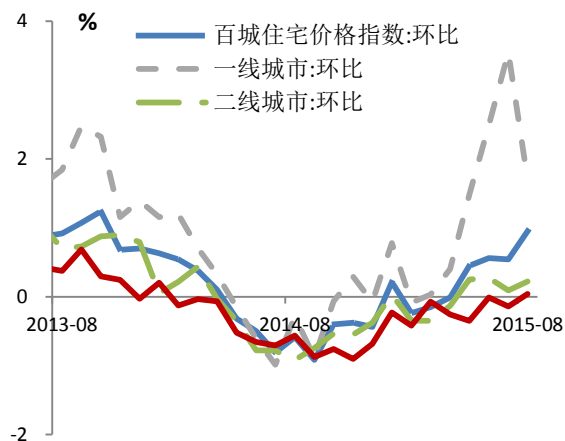


图 15：不同城市房价走势分化



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

值得注意的是，种种迹象显示，当前房地产市场复苏基础不稳，动能较弱。第一，房地产投资持续下滑。销售增长和价格上升尚未带动房地产投资的企稳。前8个月房地产投资增速为3.5%，相比二季度末下滑1.1个百分点，投资增速已下滑至历史次低水平，仅高于2009年2月份。第二，房地产先行指标依然不容乐观。前8个月新开工面积同比下降16.8%，降幅比二季度末扩大1个百分点，土地购置面积下降32.8%，降幅比二季度末收窄1.7个百分点。第三，金

融市场波动加大了房地产市场复苏的不确定性。

（二）四季度展望

1. 经济增长稳定，CPI 涨幅继续扩大

展望四季度，稳增长政策将继续显效，投资面临的“人”和“钱”的约束正在逐步缓解，房地产市场亦持续回暖，加之去年同期低基数，预计四季度经济增长可能会回稳，GDP 增长 7%左右，较三季度小幅回升，全年增长 7%左右，比去年回落 0.3 个百分点。但从中长期来看，中国经济正处在动力切换、结构转变、阶段更替和风险缓释的关键时期，新动力正在培育和形成但尚未成气候，传统动力正在调整和衰减，预计中国经济还将在景气周期的阶段性底部延续一段时间。

四季度，预计 CPI 将呈现稳中有升，主要是与“猪周期”延续、猪肉消费旺季来临，以及冬季蔬菜等价格存在一定上涨压力等有关。预计四季度 CPI 涨幅在 2%左右，比三季度小幅回升 0.1 个百分点。全年 CPI 上涨 1.6%左右，涨幅比上年低 0.4 个百分点。由于近期经济强劲反弹可能性不大，需求比较弱，加之美元升值、国际大宗商品价格面临下行压力，短期内 PPI 还将延续负增长态势。预计四季度 PPI 将下降 5.5%，降幅比三季度收窄 0.2 个百分点，全年下降 5.1%左右，降幅比上年扩大 3.2 个百分点。

2. 消费增长维持稳定，投资增速下降幅度减小

一是消费增长或略有加快，但难以大幅改善。今年上半年全国居民人均可支配收入累计实际增长 7.6%，增速比一季度下降 0.5 个百分点，比上年同期下降 0.8 个百分点。今年 7 月消费者信心指数为 104.5，分别比 5 月、6 月下降了 5.4 和 1.0（图 16）。收入和信心这两方面因素都不支持消费加快增长，但物价涨幅有望继续回升，信息消费和居住消费较快增长，有利于消费稳定增长。预计四季度消费增长将略有加快，增速在 11%左右。

二是到位资金和计划投资额增长加快，投资降幅收窄可期。前8个月投资到位资金累计同比增长6.8%，增速比上半年提高0.5个百分点，特别是国家预算内资金增长加快2.5个百分点；本年施工和新开工项目计划投资额累计同比增长5.1%和2.7%，增速分别比上半年提高1.4和1.1个百分点（图17）。由于房地产销售回暖短期内还难以拉动投资，制造业仍在去产能、去杠杆过程中，基础设施增速继续提高潜力有限，预计四季度投资增长继续下滑，增速在9.3%左右。

图 16：消费者信心指数下降

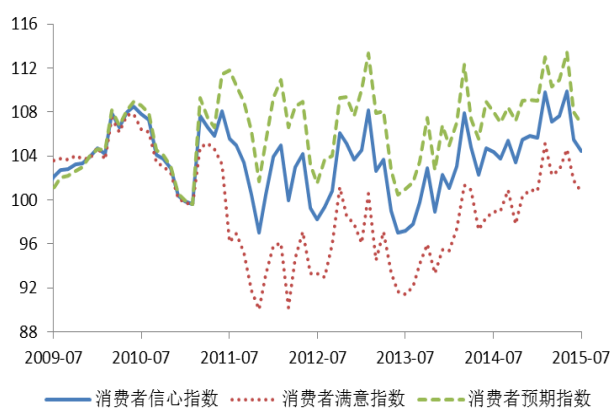
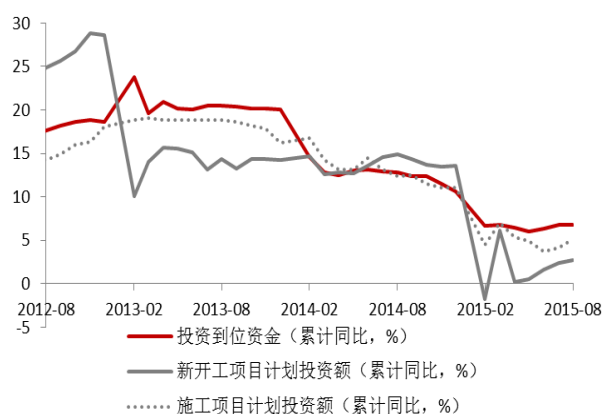


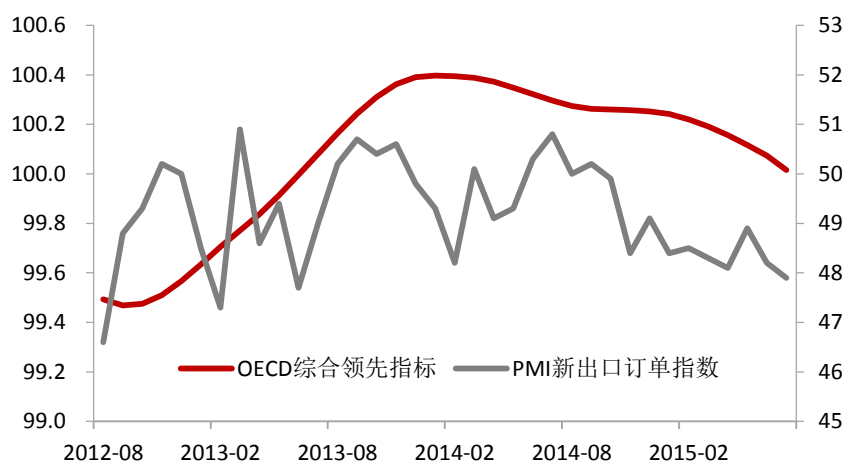
图 17：投资到位资金和计划投资额增长



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

三是国内外经济景气持续低迷，外贸进出口面临的困难依然较大。从全球景气看，无论是OECD综合领先指数，还是我国官方PMI新出口订单指数和外贸先导指数，7、8月份都在持续下滑（图18）。人民币贬值对出口利好作用相对有限，原因在于其他货币竞相贬值和全球价值链具有抵消作用。同时，考虑到国内经济下行压力较大，预计今年四季度出口和进口分别下降6.6%和9.5%左右，外贸依存度降至金融危机以来最低水平。

图 18：国内外经济景气持续低迷



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

3. 工业仍处于结构调整阶段，经营压力仍然较大

展望四季度，工业企业经营压力依然较大。第一，国内经济下行压力、外部经济不确定性仍较大，需求乏力，PPI也持续为负。第二，虽然今年以来央行先后实施4次降息、4次降准，市场流动性整体充裕，企业融资成本将继续降低，但随着工业特别是一些传统工业行业风险上升，工业贷款尤其是中长期贷款增速放缓，工业领域还在艰难地进行去杠杆。第三，环保压力将继续加大。整体来看，工业结构仍处于调整之中，传统产业面临转型升级的难题，高新技术和新兴产业处于发展和壮大阶段。同时，政府在进一步推进简政放权，通过降税减费加大对中小企业的支持，政府稳增长力度也在进一步加大。再考虑到上年四季度基数较低，预计四季度工业增长6.3%左右。

4. 房地产回暖态势确立，房地产投资有望企稳

四季度，房地产市场既面临更有利的政策环境，也面临一些不利条件。一方面，政策环境已达到历史最为宽松状态。8月底以来，政府进一步降低了二套房使用公积金的首付比例，且放宽外国投资者进入中国房地产市场的条件。这些政策有利于需求的进一步释放，促进房地产市场进一步回暖。另一方面，

近期股票市场的调整、外汇市场的波动将对房地产市场产生一定的不利影响。股市的大幅下跌使得居民财富不断缩水，降低了居民的购房能力；人民币贬值预期背景下，以人民币标价的房地产价值也相应有所降低。整体而言，在政策环境利好、金融市场波动加剧的大背景下，房地产市场的回暖态势将进一步确立，其对房地产投资的促进作用将在今年年底开始显现，预计四季度房地产投资有望企稳。一、二线城市更加受益于“限外令”的放开，价格进一步回升，但不会出现大幅、快速飙升。

表 3：2015 年四季度中国经济金融主要指标预测 (%)

指 标	2012 (R)	2013 (R)	2014 (R)	2015				
				Q1 (R)	Q2 (R)	Q3 (E)	Q4 (F)	2015(E)
GDP	7.7	7.7	7.3	7.0	7.0	6.8	7.0	7.0
工业增加值	10	9.7	8.3	6.4	6.3	6.2	6.3	6.3
固定资产投资	20.6	19.6	15.7	13.5	10.3	9.5	9.3	10.5
社会消费品零售额	14.3	13.1	12.0	10.6	10.3	10.8	11.0	10.5
出口	7.9	7.9	6.1	4.5	-2.5	-7.0	-6.6	-3.4
进口	4.3	7.3	0.4	-17.8	-13.5	-11.0	-9.5	-13.0
CPI	2.6	2.6	2.0	1.2	1.4	1.9	2.0	1.6
PPI	-1.7	-1.9	-1.9	-4.6	-4.7	-5.7	-5.5	-5.1
M2	13.8	13.6	12.2	11.6	11.8	13.2	13.2	13.2

资料来源：中国银行国际金融研究所

二、2015 年三季度金融形势回顾与四季度展望

（一）三季度金融形势回顾

1. 政策环境趋松，货币信贷平稳较快增长

货币总量增速较快。8 月末，广义货币（M2）余额 135.7 万亿元，同比增长 13.3%，增幅比 6 月末和上年同期分别高 1.5 个和 0.5 个百分点（图 19）。M2 增速较快回升，主要与降准降息等货币政策效果的持续释放有关。狭义货币（M1）余额 36.3 万亿元，同比增长 9.3%，增幅比 6 月末和上年同期分别高 5 个和 3.6 个百分点。

金融机构贷款总体增长平稳。8 月末，金融机构各项贷款余额 91.1 万亿元，同比增长 15.4%，比 6 月末加快 2 个百分点。其中，前 8 个月人民币新增贷款 8.8 万亿元，比上年同期多增 2 万亿元；中长期人民币贷款增长呈现分化：非金融公司中长期人民币贷款增速放缓，8 月新增 1217 亿元，比上年同期少增 1191 亿元，显示企业投资意愿依然不高、信贷需求疲弱；受今年以来房地产新政影响，个人住房贷款需求持续回升，居民中长期人民币贷款增长较快，8 月新增 2855 亿元，比上年同期多增 965 亿元。

社会融资规模平稳增长。8 月末社会融资规模存量为 133.4 万亿元，同比增长约 12.3%。1-8 月社会融资增量为 10.6 万亿元，同比少增 1.2 万亿元（图 20）。从结构上看，间接融资占比大幅提高，1-8 月人民币贷款同比多增 1.1 万亿元，占同期社会融资规模增量的 75.2%，比上年同期提高 17.2 个百分点；表外融资增长大幅放缓，1-8 月委托贷款、信托贷款和未贴现的银行承兑汇票合计融资 3795 亿元，比上年同期少增近 2 万亿元，占同期社会融资规模增量的

3.6%；直接融资平稳增长，1-8月非金融企业境内债券和股票合计融资1.95万亿元，比上年同期多801亿元，占同期社会融资规模增量的18.5%。

图 19：货币总量较快增长

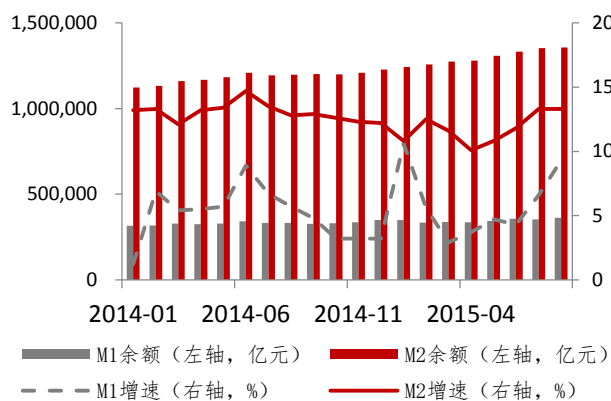
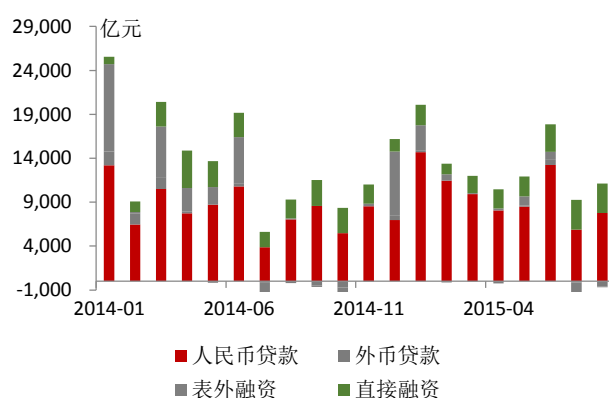


图 20：社会融资规模平稳增长

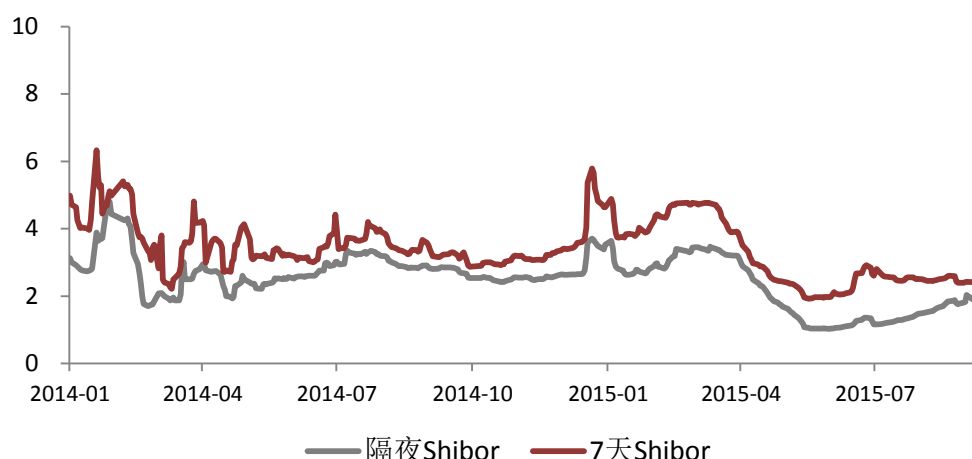


资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

2. 货币市场流动性总体充裕，利率处于年内较低水平

三季度以来，央行采取多种货币政策工具，保持流动性整体充裕。8月25日，央行宣布自9月6日起下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点，以弥补外汇波动产生的流动性缺口；持续进行逆回购、国库现金定存等公开市场操作，8月27日再次下调逆回购利率0.15个百分点至2.35%，并配合SLO、MLF等新型货币政策工具，稳定市场宽松预期。随着降息降准的政策效应的显现，货币市场利率总体较低，但不同期限利率呈现一定的分化：一方面，隔夜SHIBOR小幅上行，9月14日为1.899%，较6月末上涨64个BP，较年初下降174个BP；另一方面，7天、2周、1个月SHIBOR6月底见顶后震荡下行，9月14日7天SHIBOR为2.394%，较6月末下降26个BP，较年初下降249个BP（图21）。

图 21：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. 债券市场延续慢牛行情，利率曲线趋于平坦化

三季度，受益于降息、降准政策、股市波动背景下债券避险功能上升等因素，债券市场在经历 6 月底以来的短暂震荡后延续慢牛行情。9 月 15 日，中债总指数为 162.28，比 6 月末上升了 2.96（图 22）。具体而言，债券市场运行呈现以下特征：一是短期利率有所上行。在股市冲击、汇率贬值的背景下，金融机构为补充流动性，加快出售高流动性、高质量债券，引发短期利率上行。1 年期国债到期收益率由 6 月末的 1.7378% 上升至 9 月 15 日的 2.25%。二是利率债期限结构趋于平坦化。受益于央行双降、逆回购放量、SLO 操作等因素影响，中长期国债利率下行更加明显，国债长期和短期债券的利差有所缩小，10 年期和 1 年期国债收益利差已由 6 月最高点时的约 200 个基点逐步回落至 98 个基点（图 23）。三是信用利差走势分化，低评级短期利率下行更为明显。9 月 15 日，低评级中期票据（AA 级以下，包括 AA 级）1 年期利率相比二季度末下降超过 600 个基点，高评级中期票据 1 年期利率下降约 210 个基点，而 8 年期则下降约 230 个基点。

图 22: 银行间综合债券指数

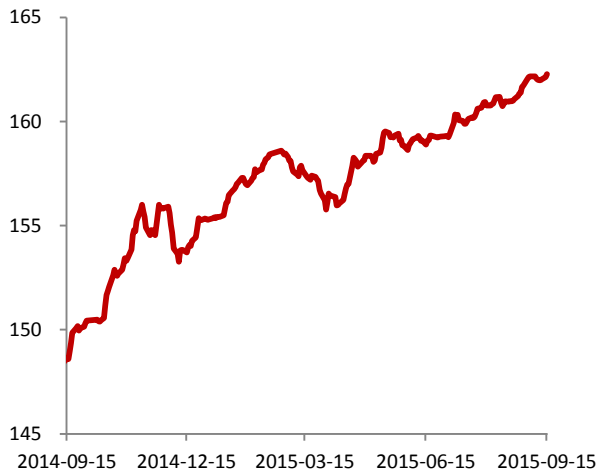
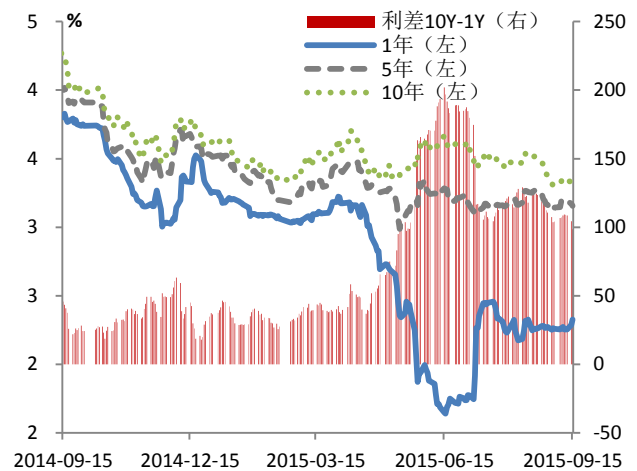


图 23: 国债收益率曲线及利差变动



资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

4. 杠杆资金引发股市异常波动, 政府采取一系列维稳措施

6月中旬以来, 沪、深股市出现了两轮异常波动, 市场下跌速度之快和下跌幅度之深历史少有。6月15日到7月8日, 上证综指和深证成指分别下跌32%和39%; 8月18日到8月26日, 上证综指和深证成指均下跌27%, 基本回吐了去年底以来的涨幅(图24)。

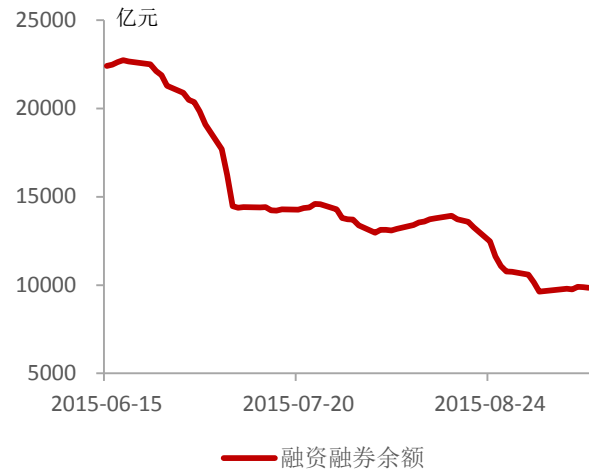
尽管两轮波动都属于大幅下跌行情, 但成因并不完全相同。第一轮波动更多的与杠杆资金过度发展导致的暴涨暴跌有关, 市场流动性风险和系统性金融风险凸显。在此之后, 有关方面采取了注入流动性、清查场外配资等多种措施维护股市稳定。第二轮波动更多的与近期全球资本市场剧烈震荡、投资者信心脆弱有关。

目前, 场内融资融券余额从前期高点的2.2万亿元下降至不足1万亿元(图25), 场外配资相关机构被清理整顿, 高杠杆导致的股市泡沫得到相当程度的释放, 股市风险已经较前期明显缓解, 相关政策调整也抑制了投机气氛。

图 24: 沪深两市股指大幅下跌



图 25: 两融余额较前期高点减半

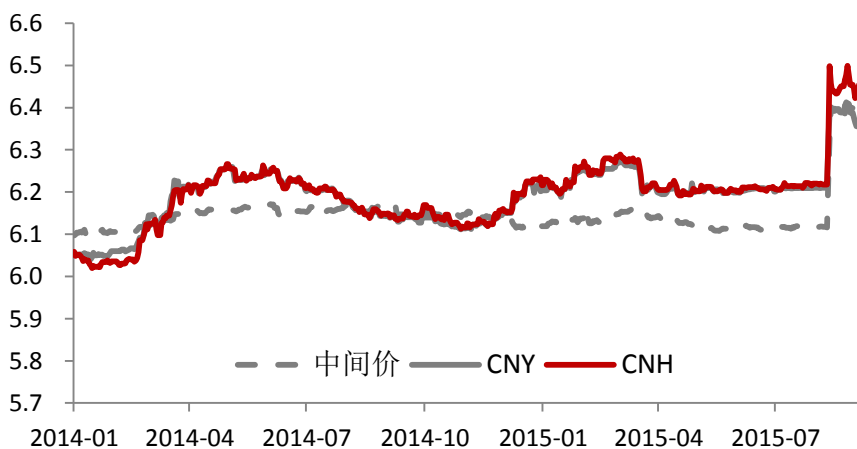


资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

5. 人民币兑美元汇率短期调整, 逐渐向市场化水平迈进

在三季度的前半段, 人民币兑美元汇率延续了整体稳定的态势, 8月10日人民币兑美元中间价报6.1162, 较6月底和年初分别小幅贬值0.04%和升值0.14% (图26)。截至7月底, 人民币实际和名义有效汇率较年初分别升值2.6%和3.5%, 有效汇率偏强。在前期美元加息预期强烈以及国内外金融市场显著波动等因素的影响下, 人民币汇率积累了一定的贬值压力。

图 26: 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

8月11日，央行决定进一步完善人民币兑美元汇率中间价报价机制，人民币兑美元汇率中间价连续三日贬值近5%。中间价报价机制完善是汇率形成机制改革的重要步骤，经过一段时间的调整，人民币贬值压力基本得到释放，中间价与市场汇率的偏差得到了校正，9月16日人民币兑美元汇率中间价报6.3709，与CNY相差30个BP。

（二）四季度展望

1. 货币和信贷将保持适度平稳增长

四季度，在货币政策持续宽松的背景下，M2有望继续保持较快增长。2015年M2预期增长目标为12%左右，结合经济金融形势的发展变化，这一增速或略高一些，预计为13.2%左右。基于更好地稳增长的需要，银行贷款将保持适度平稳增长，预计全年新增人民币贷款11.5万亿元左右。为平衡好防风险和稳增长等关系，表外融资增速或保持平稳，不会大起大落。受利率低位运行和稳增长政策等方面的影响，债券融资规模有望持续攀升，社会融资规模将保持总体稳定。

2. 货币市场将保持整体稳定，利率或低位小幅波动

国内稳增长、地方债务置换等都需要较为宽松的货币信贷环境，同时，美元加息步伐临近、国际金融市场震荡等不确定性因素，使得市场流动性面临着一定的压力。预计四季度，央行将综合运用多种货币政策工具，引导市场预期，继续保持适度流动性。一方面，随着外汇占款逐步退出基础货币供给的主渠道，央行将更多地采用降准、公开市场操作和SLF、MLF、PSL等新型货币政策工具及时补充基础货币供给缺口，保持合理的流动性；另一方面，央行将紧密结合国内经济金融形势变化，灵活地注入与回笼流动性，保持各期限流动性的适度。预计货币市场将继续保持整体稳定，不同期限利率或将在低位小幅波动。

3. 债券市场继续向好，信用利差走势延续分化格局

四季度，在经济下行压力不减、宽松政策基调不变、外汇市场继续承压的背景下，债市整体继续向好，但需关注短期利率走高和低等级债券信用恶化风险。具体来看：一是美联储加息、人民币汇率短期贬值预期下，短期资金流动性仍存在一定的压力，短端收益率下行空间相对有限。二是货币政策仍有进一步宽松的必要性和条件，避险情绪和资产稀缺驱动下长端利率债的价值相对凸显，中长期利率有进一步下行的空间。三是信用利差走势或将继续分化。不同期限、不同信用等级债券产品的信用利差主要取决于流动性状况、风险因素。随着第三批地方债务置换工作的顺利推进，部分城投债信用风险趋于下降，但是经济基本面依然偏弱，不良率持续攀升，低等级债券信用或将持续恶化。

4. 股市进入修复建设期，难现大幅反弹上涨行情

尽管当前股市整体估值较低，未来一段时间经济有可能企稳好转，但市场不会较快地大幅反弹，仍然以修复投资者信心和建设市场制度为主。首先，传统产业仍有较为严重的产能过剩问题，企业盈利预期压力较大，难有市盈率改善驱动的股市上涨。其次，市场不具备产生价值重估趋势的条件。从资金面上看，贸易顺差因结汇意愿较低而难以转化为货币供给，银行因不良贷款压力而难以积极投放信贷，证监会清查场外配资也会影响市场流动性。从投资者信心来看，近期债市上行反映了投资者避险情绪浓厚，而股市方面则交易相对清淡，仍然需要一段时间进行调整。

5. 人民币兑美元汇率双向波动将成常态，不存在长期贬值基础

当前，外汇市场的短暂波动已告一段落，市场恐慌情绪基本得到缓解。但由于当前我国经济企稳回升的基础仍不稳固，加之8月份外汇储备创单月最大降幅，离岸人民币仍存在一定的贬值预期。四季度，在国内外不确定性因素依然存在的背景下，不排除人民币兑美元汇率存在一定的下调可能。随着人民币

汇率市场化形成机制的完善，人民币汇率弹性将进一步增强，人民币对美元汇率的双向波动将成为常态。长期而言，由于我国经常项目仍然保持较大顺差，中长期经济基本面依然向好，境外市场对人民币的需求持续增加等，人民币兑美元汇率不存在长期贬值的基础。

三、宏观政策取向

（一）更好地发挥财政的稳增长作用

在经济下行压力不减、各种潜在风险凸显的背景下，四季度要实施更有力度的积极财政政策，更好地支持稳增长。积极财政政策的主要抓手仍是大力推进重点基建项目、民生工程和加大减税降费力度。同时，为提高政策的有效性和针对性，要重点解决好以下问题：

一是缓解“钱”的约束。在经济下行和土地收入大幅放缓的情况下，地方政府财政状况趋紧，资金约束问题凸显。需要重点从加快完成地方政府债务置换额度、加大信贷资金对在建项目后续融资支持和推动融资平台市场化融资等渠道纾解资金症结。

二是解决“人”的约束。针对一些地方政府的“不作为”问题，要尽快建立和完善政府官员的激励和惩罚机制，加快盘活和统筹用好趴在账面上的财政存量资金，助力稳增长。

三是进行体制机制创新。加快推进新兴产业创业投资引导基金，推广设立PPP 融资支持基金，研究设立国家中小企业发展基金，发挥财政支出基金化对社会资本投资的拉动作用，引导和鼓励其进入稳增长、调结构和惠民生的重点领域。

（二）货币政策保持宽松主基调，更加注重内外部流动性均衡

由于经济下行压力较大、外汇占款减少“常态化”、人民币贬值压力犹存、

股市动荡风险仍未消除，需要货币政策在稳增长和防风险中发挥重要作用。目前，物价有所上行但并不构成通胀压力，大型商业银行 18%的存款准备金率仍居于历史较高水平，这为货币政策保持宽松主基调创造了条件。未来货币政策将更加注重内外部流动性均衡，降准降息可能性均存在。第一，加大公开市场操作力度，并适时启动降准，以弥补外汇占款下降导致的基础货币缺口。第二，引导货币市场利率低位平稳运行，可抓住美联储加息前的窗口期考虑降息。第三，扩大金融机构各期限、各品种金融产品的发行力度，特别是能够有效连接短期利率与中长期利率的国债、CD（大额可转让存单）等，加快培育货币政策基准利率的有效传导体系。

（三）增加重大项目投资和激发投资主体活力

四季度，抑制投资继续下滑，促进投资增速企稳，重点在于继续深化投融资体制改革，落实最新的投资决策部署，抓好重点项目落地和专项建设基金投资工作，着力提高公共投资效率，同时要激发投资主体活力，鼓励社会资本投资。

一是保障在建续建重大项目资金供给。加强对金融机构的窗口指导，避免一刀切式的抽贷、停贷、压贷。加快推进三大战略（“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带）和城镇化、“双创”、国际产能合作，加强重大项目储备库建设，促进重点项目尽早开工。

二是最大限度发挥公共资金的乘数效应，加快补齐全面建设小康社会的短板。要持续加大政府投资力度，将 PPP 模式和调降资本金比例等政策相结合，打通金融资金向重点项目的流动渠道。同时，更加注重提高投资质量和效率，完善公共投资“四两拨千斤”的作用机制。

三是有序推进简政放权、放管结合、优化服务，不断激发市场主体活力和经济内生动力。进一步放开行业准入限制，扩大固定资产加速折旧优惠范围，

扩大社会资本能够进入的领域和范围，减少投资限制，通过投贷结合、债贷组合、政府性基金等撬动社会资本，扩大新兴产业和重点领域投资。

（四）外贸重在稳增长、拓空间、求转型

一是抓好政策落实，着力促进外贸稳定增长。今年以来国务院已经出台了《关于促进进出口稳定增长的若干意见》、《关于改进口岸工作支持外贸发展的若干意见》、《关于加快培育外贸竞争新优势的若干意见》以及完善出口退税等一系列稳增长措施，四季度重在抓好政策落实。

二是把握有利的外部环境，进一步拓展出口空间。在一系列外交利好推动下，抓住“一带一路”沿线国家基础设施建设和亚洲基础设施投资银行发展机遇，拓展大型成套设备及相关货物服务出口空间。

三是主动寻求转型契机，培育外贸新业态。积极发展一批外贸综合服务龙头企业，为中小企业外贸业务提供专业化供应链服务，降低中小外贸企业成本，为外贸转型发展提供新动力。

（五）房地产调控重在稳定投资，促进融资渠道多样化

尽管房地产销售已经回暖，但是房地产投资仍在持续放缓，未来房地产调控政策应重在稳定投资，促进房地产市场稳步复苏。第一，适当调整房地产类贷款风险权重，鼓励商业银行加大房地产企业贷款支持；加快房地产投资信托基金发展，促进其融资渠道多样化。第二，加快推进区域经济一体化，促进区域内人口、产业和经济的重构，促进潜在需求的加快释放。第三，因地制宜，有“扶”有“控”。库存较大的地区，可考虑进一步加大税收减免等方面的政策支持；对房价上涨较快地区，坚持限购政策不放松。第四，加快推进全国住房信息联网，为宏观调控的精准化及下一步房产税的征收提供依据。

四、专题：未来中国经济走势判断

从 1978 年到现在，中国经济持续高速增长 37 年，年均增长率达到 9.8%，创造了经济奇迹。近几年，中国经济增长持续放缓，GDP 增速从 2010 年的 10.6% 逐步下降至 2014 年的 7.3%，预计今年将会进一步降至 7% 左右。从近几个月的主要经济指标看，未来经济下行压力依然较大。那么，经济增速的下滑，到底是潜在增长率下降引起的趋势性“走低”，还是经济周期波动引起的周期性“谷底”？未来五年，中国经济增速是将继续下降，还是有望逐步企稳回升？本专题将对此进行分析。

众所周知，二战结束以后，日本和韩国是主要经济体中长期保持经济高速增长的两个典型国家。随着经济规模的增大和发展水平的提高，后来日、韩两国经济增速都出现了下降，并且都没再回到之前的高增长水平。通过考察日、韩经济增速转折前后的历史经验，结合中国经济自身的特征，对于预判未来中国经济走势和周期变动有较强的借鉴意义。

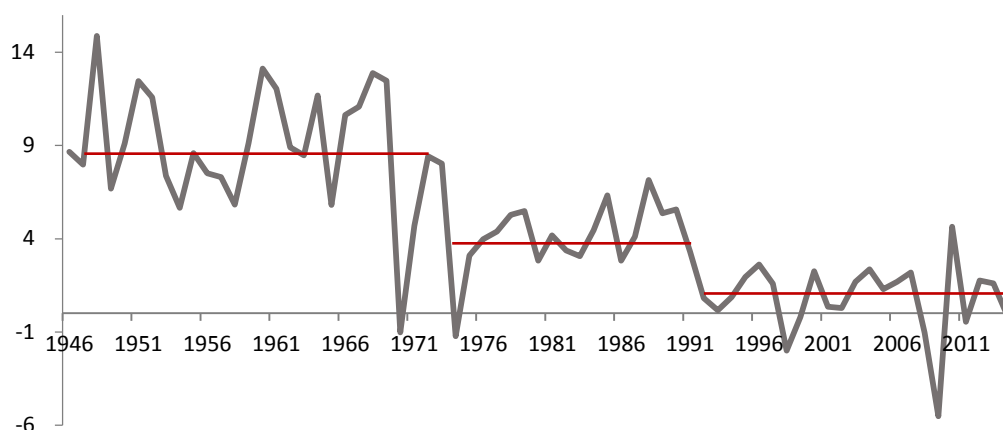
（一）日本经济增速转折的时间窗口和特点

从 GDP 增长率来观察日本经济的发展，大致可以分为三个阶段：1950-1973 年的经济高速增长期、1974-1991 年的平稳增长期和 1992-2014 年的低速增长期。1970-1973 年，日本经济增长开始放缓，逐步从过去的 9% 左右下降至 4% 左右（图 27）。

在向中速区间回落的时期，日本人均 GDP 大致在 15,000 多美元（2005 年不变价），经济主要呈现以下特征和变化：

一是外部因素冲击。受 1973 年第一次石油危机、1973-1975 年和 1979-1983 年西方国家两次经济危机影响，全球经济形势不景气。这一方面直接影响日本出口，另一方面使得日本与欧美各国贸易摩擦加剧，日元升值压力增大，特别是 1985 年《广场协议》后日元大幅升值，日本出口能力大幅受挫。

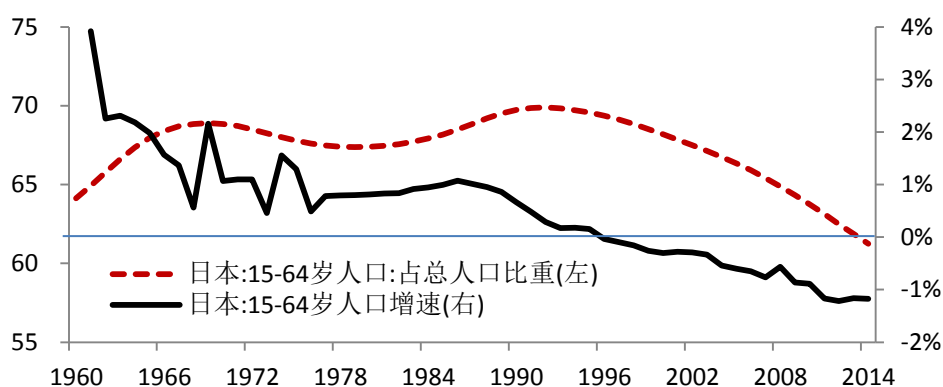
图 27：日本经济增长率 (%)



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

二是人口结构发生转变。日本人口老龄化程度不断上升，1970年65岁以上人口的比重为7.1%，首次超过联合国的老龄化标准7%。同时，15-64岁的劳动年龄人口比重开始下降，虽然80年代初期有所回升，但由于人口出生率不断降低，90年代劳动年龄人口比重又出现下降，并且1996年首次出现劳动年龄人口的绝对数下降，此后一直持续降低（图28）。

图 28：日本 15-64 岁人口比重 (%) 及增长

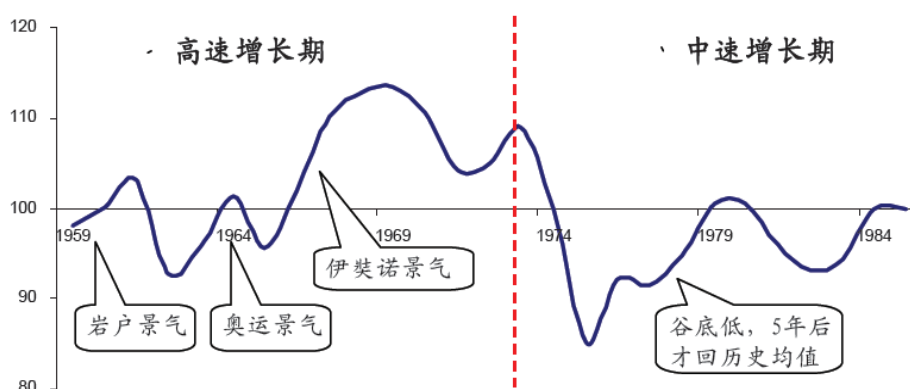


资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

三是产业结构发生重大变化。日本工业增加值比重在高速增长期持续上升，1970年达到40.6%（第二产业比重相应达到48.6%）。随后工业比重逐步下降，

并伴随着服务业比重的上升。与此同时，当经济从高速增长转为中速增长，国内出现供大于求的局面，企业生产能力过剩，企业产能利用率大幅下降且复苏缓慢，直到1980年才有所恢复（图29）。

图 29：日本产能利用率变化（%）



资料来源：《日本通商产业政策史》第16卷116-117页

四是城市化进程逐渐放缓。日本城市人口比重从1950年的37.3%不断上升至1970年的72%，年均增加1个百分点以上，1970年后随着经济增速的放缓，每年城市人口比重的增加值放缓至0.8个百分点，1976年之后仅为0.1个百分点。直到2001年才又出现每年1个百分点以上的城市化率的增加。

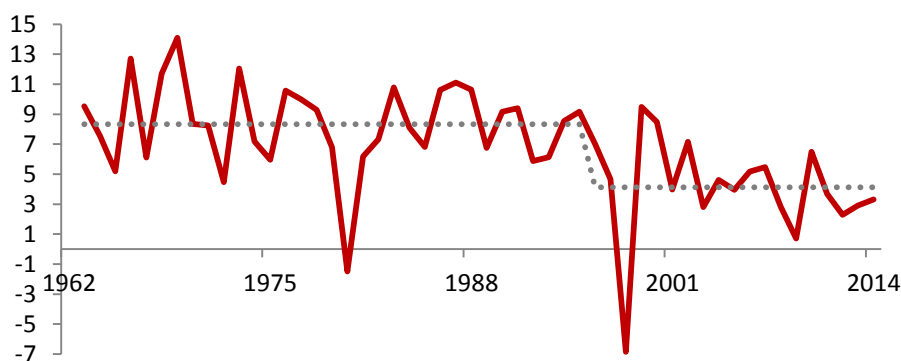
五是政府债务上升。经济放缓下日本政府加大支出，1970-1979年，政府支出增速平均为19%，政府国债债务负担率从3.7%上升至25%。国家政府债务负担率不断上升，1982年日本的债务占GDP的比重第一次超过国际公认的债务健康线60%。收入放缓和债务的上升在一定程度上制约了政府干预经济的能力。

（二）韩国经济增速转折的时间窗口和特点

韩国经济从20世纪60年代初开始起飞，保持了长达33年的高速增长，1963-1995年间GDP年均增速高达8.3%，创造了韩国经济奇迹。很多人以为韩国经济增速放慢是从亚洲金融危机开始的，但是事实上在危机爆发前一年的1996年，韩国经济增速就开始明显放缓。虽然1996年7%的GDP增速依然较高，

但比 1995 年滑落了 2.2 个百分点，而 1996-2000 年的年均增长率仅有 4.6%，其中 1998 年还出现严重经济衰退，GDP 下降了 6.9%（图 30）。尽管 1999、2000 年这两年，韩国 GDP 增速仍然达到了 9.5% 和 8.5% 的高增长率，但这只是经济在 1997 年和 1998 年大幅下落后的自然反弹。2000 年以后，韩国经济增速再也没有回到 8% 左右的高增长，1996-2014 年韩国经济年均增速仅为 4.1%，其中 2008-2014 年受全球金融危机影响平均增速仅为 3.2%。

图 30：1963-2014 年韩国 GDP 增长率（%）



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

在经济增速从高增长向下发生转折时，韩国人均 GDP 大致为 13,000 美元（2005 年不变价），低于日本经济增速发生转折时的发展水平。当时，韩国经济主要呈现以下特征和变化：

一是外部因素冲击。受 1997 年亚洲金融危机、2001 年美国互联网泡沫破灭和“911”事件影响，全球经济形势不景气，这一点与日本在 20 世纪 70 年代遭遇的情况类似。

二是人口结构加速老龄化。韩国在 1960 年代经济起飞时，65 岁以上的人口占总人口的比重基本不变甚至是下降的。1963-1995 年，老龄人口比重年均仅上升 0.1 个百分点，大量青壮年劳动力的存在为经济高速增长提供了人口红利。20 世纪 90 年代中期前后，韩国人口老龄化速度加快，1996-2014 年老龄人口比

重年均上升 0.4 个百分点，比高速增长时期明显提高。

三是产业结构发生重大变化。与日本类似，韩国工业增加值比重在高速增长期持续上升，从 1960 年代初的 20% 左右提高到 1995 年的历史峰值 41.9%。随后工业比重开始下降，同时服务业比重持续上升，从 1995 年的 51.8% 不断提高到 2008 年的 61.2%，然后有所回落。由于服务业生产率一般低于工业，这一产业结构上的变化是经济增速开始下降的重要原因。

四是城市化进程大幅放缓。在经济高速增长时期，韩国城市人口比重从 1963 年的 29.6% 不断上升到 1995 年的 78.2%，年均上升 1.5 个百分点，比日本高速增长时期的城市化速度还要快。1996 年之后，韩国每年城市化提高的百分点出现了骤降，1996-2014 年年均仅上升 0.2 个百分点。

（三）中国经济增速是否迎来转折时刻？

对比日、韩经济增速发生转折时的特征和变化，当前中国面临的内外经济形势有诸多相似之处，也存在明显差异。

从发展水平看，2014 年中国人均 GDP 按当年价格计算仅 7594 美元，按 2005 年不变价计算甚至不足 4000 美元，与日本、韩国经济增速发生转折时的发展水平还有很大差距。这也意味着，未来中国发掘和释放后发优势，进一步加快发展的潜力依然较大。

从人口结构看，当前中国已经迈入老龄化社会，老龄化速度在 2010 年之后明显加快，从之前每年上升 0.1 个百分点提高到每年上升 0.2-0.3 个百分点，2014 年 65 岁以上人口占总人口比重达到 9.1%；而劳动年龄人口比重从 2011 年开始下降，劳动年龄人口数量也从 2012 年开始连续三年减少。

从产业结构看，中国工业增加值占 GDP 的比重从 2006 年 41.8% 的高位不断下降至 2014 年的 35.9%，同时产能过剩较为严重；服务业增加值占 GDP 比重仍

在继续上升，目前已经接近 50%，这一点与日韩经济增速下降时类似。

从城镇化水平看，当前中国城镇化率仅为 54.4%，仍远低于日、韩经济减速时的水平。同时，中国城镇化率依然处于快速提高阶段，1996 年以来每年提高 1 个百分点以上，这一点与日、韩经济高速增长期的特征相似。

表 4：日本、韩国与中国各阶段主要指标的对比 (%)

	日本			韩国		中国	
	1950-1973	1974-1991	1992-2014	1963-1995	1996-2014	1978-2011	2012-2014
GDP 平均增速	8.8	4.1	0.82	8.3	4.1	10	7.6
CPI	—	5.5	0.2	9.4	3.2	5.4	2.4
政府支出增速	18	9.6	0.85	—	8.9	15.7	11.6
政府收入增速	14	8.7	1.5	—	8.3	15	10.6
政府债务/GDP	—	51.3	132.1	11.3 ^d	23.9	37	55
国债余额/GDP	3.9 ^a	30	88	—	18.3 ^h	11.4	15.8
广义货币/GDP	83 ^b	156	217	29.1	104.1	21.3	13.2
实际利率	7.6 ^b	7	2.3	2.1 ^e	4.4	1.8	4
私人部门信贷/GDP	89 ^b	148	193	37.6	102.3	91	136
第一产业/GDP	11.5 ^c	3.9	1.7	16.7	3.6	20.3	9.4
第二产业/GDP	45.8 ^c	43	33.5	35.2	37.6	45.2	43.8
第三产业/GDP	42.7 ^c	53.1	64.8	48.0	58.7	34.5	46.8
消费/GDP	66.2 ^c	67.6	75.1	70.7 ^f	65.7	59.8	51
投资/GDP	33.2 ^c	31	24.1	31.8 ^f	31.6	38.2	46.3
净出口/GDP	0.6 ^c	1.3	0.7	-2.5 ^f	2.8	1.9	2.6
城市化率	69 ^b	76	84	55	80.8	32	53
65 岁及以上人口/总人口	6.5 ^b	9.7	18.9	4.1	9.3	6.5	8.9
研发支出/GDP	—	—	3.2 ^j	—	2.4 ^j	1.1	2
高科技产品出口额/制成品出口额	—	24.2 ^g	22.9	20 ^g	28	20.3 ⁱ	26.6

注：由于数据不可得，部分指标起始年份有调整。a 为 1965 年；b 为 1960 年；c 为 1955 年；d 为 1990 年；e 为 1980 年；f 为 1970 年；g 为 1988 年；h 为 1999 年；i 为 1992 年。j 为 1996-2011 年。

资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

综合上述因素，我们认为，人口老龄化加速将导致人口红利衰减，工业比重下降、服务业比重上升将导致生产率增长放缓。此外，全球经济仍处于危机后的复苏阶段，未来面临的不确定性依然较多；中国地方政府和企业去杠杆过

程仍在继续，化解产能过剩需要时间，新旧动力切换尚未完成。这些因素意味着，未来中国经济增速难以再现 10%左右的超高增长，将出现一定幅度的回落，2010 年以来的经济减速有很大一部分正是这一回落过程的体现。

但目前，中国经济发展水平依然较低，特别是中西部地区相对落后；未来城镇化水平提升的空间依然较大，每年仍有望提高 1 个百分点左右，这意味着投资和消费仍将较快增长。结合前期关于潜在增长率的研究以及中国经济周期波动的经验，我们预计，中国经济增速下降幅度将小于日本、韩国，未来 1-2 年经济下行压力仍将较大，未来 5 年仍有望实现 6.5% 以上的年均增长率。

（四）对中国的启示与建议

为了更好应对复杂的内外经济形势，避免经济增速下滑过快、幅度过大，中国可以从日韩经济增速转折中吸取经验和教训，针对经济新常态下的新特点对症下药，精准发力，抓住机遇尽量延长中高速增长的时间，为跨越“中等收入陷阱”、实现“两个一百年”战略目标争取更大的主动。

一是促进工业转型升级。经济的快速增长往往伴随着工业的快速发展，日本、韩国在经济高速增长期工业比重不断上升。未来，我国在大力发展现代服务业的同时，不能忽视现代制造业的发展。要顺应“中国制造 2025”战略和“互联网+”的发展趋势，加快对传统产业的改造升级，加快培育壮大新产品、新业态，促使工业向中高端水平迈进。

二是推进新型城镇化。当一国城镇化率处于 50%-70% 之间时，城镇化率提升和经济增长都是较快的时期。在推进户籍制度和城乡土地制度改革的同时，进一步减少限制和阻碍城镇化快速发展的瓶颈，合理规划城市布局，有效引导城市群发展，鼓励超大城市和特大城市周边卫星城健康成长，加快完善城市地下管廊及地上生产生活服务设施。

三是进一步挖掘消费潜力。与日本（57%左右）、韩国（50%左右）相比，2014

年中国居民消费率仅为 37.7%，仍然偏低。未来，要制定和完善促进消费的规划和政策，大力增加居民收入，呵护和培育中产阶级，改善收入分配，为扩大信息电子、养老医疗、旅游休闲、文化体育等新型消费创造条件，更好地促进民生改善和经济发展。

四是加快推进创新创业。创新创业在提高生产率中可以发挥重要作用，有利于缓冲产业结构调整造成的生产率增速放缓。未来，要持续提高研发支出占 GDP 的比重，形成鼓励创新创业的投融资、财税、金融等政策体系，鼓励各类企业、科研院所和政府联合推进创新。

五是积极应对人口老龄化挑战。未雨绸缪，将完善社会养老体系和发展“银发经济”结合起来。围绕养老服务业 2020 年发展目标，政府坚持保障基本，加大土地、税收优惠、补贴等支持力度，同时吸引更多社会力量参与，打造养老产业集群，繁荣养老消费，重视农村养老，开展公办养老机构改制、住房反向抵押养老保险等试点。