

## 主报告

# 中国宏观经济分析与预测报告<sup>①</sup> ——低迷与繁荣、萧条与泡沫并存的中国宏观经济

**摘要：**2015 年中国经济在各类数据超预期回落中步入新常态的艰难期。一方面，在外需低迷、投资大幅度下滑的作用下，总需求增速收缩十分明显，经济下滑开始从过去“新常态”潜在增速回落主导的模式转化为“趋势力量”下滑与“周期性力量”回落并行的格局，GDP 平减指数全面为负标志着中国总供给与总需求失衡较为严重，需求不足已开始触及底线。另一方面，在不平衡力量持续发力与结构性政策的助推下，中国经济在总体疲软中出现了深度的分化，转型成功省市的繁荣与转型停滞省份的低迷、生产领域的萧条与股票市场的泡沫、传统制造业的困顿与新型产业的崛起同时并存。这不仅标志着中国经济结构深度调整的关键期、风险全面释放的窗口期以及经济增速筑底的关键期已经到来，同时也意味着中国经济

---

<sup>①</sup> 本报告除特殊标注以外，其他数据都来源于国家统计局和中国人民大学宏观经济论坛。

在疲软中开始孕育新的生机，在艰难期之中曙光已现，在不断探底的进程中开始铸造下一轮中高速增长的基础。

从短期来看，随着5月份中国“稳增长”政策的全面加码，下半年中国宏观经济将在外贸回升、房地产投资触底以及消费小幅回暖的作用下于3季度触底，4季度小幅回升。但是，由于“通货紧缩—高债务效应”不断发酵，宏观经济内生性收缩力量不断强化，去杠杆和去库存不断持续、基层财政困难的显化、部分行业和企业盈亏点逆转，“微刺激”效果递减等因素，“稳增长”政策难以从根本上改变本轮“不对称的W型”周期调整的路径。本轮反弹依然逃不出2013—2014年期间的几轮“微刺激”的命运，短暂而又轻微，2016年1季度GDP增速将会出现又一次较大幅度的下滑。预计2015年GDP增速为6.9%，CPI为1.5%；2016年GDP增速为6.6%，CPI为1.8%。

从周期角度来看，2015年不是本轮“不对称的W型”周期调整的第二个底部，世界经济周期、中国房地产周期、中国的债务周期、库存周期、新产业培育周期以及政治经济周期决定了2016年中期才能出现坚实的触底反弹。

针对2015年中国经济“新常态”呈现的10大新特征和4大风险，本报告认为，鉴于新常态步入到攻坚期，很多宏观指标发生变异，中国宏观经济政策无论从基本哲学、理论基础、框架体系、总体定位以及工具选择都需要全面重新梳理。

## 第一部分 总论与预测

正如中国人民大学《中国宏观经济分析与预测报告(2014年第四季度)》所言，中国经济新常态在大改革、大调整等多重因素的冲击下已发生变异，2015年中国宏观经济将在各类数据超预期回落中步入新常态的艰难期。一方面，在外需低迷、投资大幅度下滑的作用下，总需求收缩十分明显，经济下滑开始从过去“新常态”潜在增速回落主导的模式转化为“趋势力量”下滑与“周期性力量”回落并行的格局，GDP 平减指数全面为负标志着中国总供给与总需求失衡较为严重，需求不足已开始触及底线。另一方面，在不平衡力量持续发力与结构性政策的助推下，中国经济在总体疲软中出现了深度的分化，转型成功省市的繁荣与转型停滞省份的低迷、生产领域的萧条与股票市场的泡沫、传统制造业的困顿与新型产业的崛起同时并存。这不仅标志着中国经济结构深度调整的关键期、风险全面释放的窗口期以及经济增速筑底的关键期已经到来，同时也意味着中国经济在疲软中开始孕育新的生机，在艰难期之中曙光已现，在不断探底的进程中开始铸造下一轮中高速增长的基础。

值得注意的，2015年上半年，中国宏观经济运行不仅全面进入中国经济新常态的攻坚期，同时还出现了大量值得关注的新现象、新特征和新问题，这些特征和问题将决定 2015年下半年和 2016 年宏观经济运行的轨迹。

1、名义 GDP 增速的过快下滑、局部区域增长塌方式的回落以及部分县级财政全面陷入困顿表明中国经济的脆弱性已步入新的阶段，需求不足的全面显化说明我们对于中国经济“新常态”的理解需要不断深化。防止需求过度回落带来的经济局部坍陷和局部风险的扩散依然是中国宏观经济调控的核心之一。

2、持续的工业萧条和过高的企业债务导致很多企业利润空间快速收缩，部分企业步入“盈亏”与“倒闭”的临界点，“通缩—高债务”正反馈效应开始在工业领域蔓延，GDP 平减指数为负所带来的收缩效应大大超过货币当局的预期，债务周期依然是左右中国经济短期波动的核心力量。

3、传统权贵阶层和利益集团大改革与大整顿中收到全面冲击，地方懒政庸政现象常态化。这种常态化与实体经济的收益下滑、体制调整等因素共同导致了中国宏观经济政策调控的失灵——财政政策名义积极，但实质紧缩；产业政策名义扩

张,但迟迟难以到位;货币政策名义稳健,但实质紧缩。中国宏观经济新常态步入到期“攻坚期”要求我们必须对宏观经济政策的基本哲学思想、理论框架以及操作工具做出大调整。宏观经济政策的再定位不仅有利于提升调控短期波动的效率,同时也有利于缓和中长期潜在水平回落的幅度。

4、“城投债”违约、“超日债”违约到 2015 年的“天威债”违约标志着中国债务风险开始全面蔓延,传统的“借新还旧模式”已处于崩溃的边缘,宏观“去杠杆”与微观企业减负成为左右中国未来调整与重整的关键。地方债务的置换、资产证券化的全面启动以及利用股市启动的宏观“债转股”成为中国金融结构性转换的关键,并左右着近期中国宏观经济的景气和风险。

5、利用资本市场来实施“宏观去杠杆”战略,带动企业走出“通缩—高债务”困局,是中国宏观再造的关键。股票市场的快速回升不仅产生了强劲的财富效应和资金置换效应,但同时也在杠杆化融资的作用下带来了泡沫。化解股市泡沫的模式不仅决定了中国“宏观去杠杆”战略的成败,同时也严重影响着中国宏观经济运行的稳定性。

6、房地产调整速度比预期要快,对宏观经济特别是对基层县域经济的冲击比预期要大,但在 3 月份以来极度宽松的房地产新政的调节下,房地产市场的底部提前到来。下半年房地产复苏的速度左右着中国本轮触底反弹的时点和反弹的模式。

7、“新平庸 (New Mediocre)”与“大停滞 (New Secular Stagnation)”的世界经济对中国宏观经济的冲击依然超乎经济主体的预期。世界经济在“趋势性因素”、“不平衡调整”以及“超级债务周期”等因素的作用下使世界各国“投资增速超调”和“贸易增速超调”等现象依然在向深度蔓延。这决定了中国 2015 年出现的投资增速的回落、外贸的低迷以及资产价格的上扬等现象并不是中国独有的现象,而是世界结构性大调整和周期性调整的一部分。世界经济的总体走势和周期轮转依然是未来中国经济和转型的核心力量,中国经济调控和治理必须要求世界的视角。

8、周期性力量与趋势性力量的叠加可能使本轮宏观经济调整呈现“不对称 W”调整模式,结构性调整的全面启动决定了 2015 将是中国宏观经济加速探底的一年和新常态艰难期的第一年。

9、4 月 30 日中国宏观经济政策的重新定位和“稳增长”力度的全面加码在短期改变了中国宏观经济运行模式,使上半年超预期回落的宏观经济在 3 季度提前触底回升,缓和了经济下滑带来的各种压力。但由于刺激政策效果的强烈递减,市场预期的“3 月沦陷、4 月救赎,5 月反弹”的模式可能踏空,4 季度经济的反弹依然面临持续强化的下行压力,本轮周期调整的模式难以根本改变。

2016年是中国新常态攻坚期的最艰难一年,它将是本轮“不对称W型”周期调整的第二个底部。落后产能的淘汰、亏损企业的处置、地方财政困局的纾解、新旧体制的全面对接、股市泡沫的缓释、新动力的持续培育、“微刺激”的可持续以及结构性政策的加码都将对2016年宏观经济触底的方式、底部企稳的基础以及2017年轻度反弹的力度产生十分重要的作用。

根据上述的一些定性判断,利用中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型—CMAFM模型,设定主要宏观经济政策假设:(1)2015年与2016年财政预算实际赤字分别为16000亿元与17000亿元;(2)2015年与2016年人民币与美元平均兑换率分别为6.09:1与6.02:1。

分年度预测2015年与2016年中国宏观经济形势,其预测结果如表1所示。

表1 2015年与2016年宏观经济指标预测

预测指标	2014	2015(1—6月)	2015	2016
1.国内生产总值增长率(%)	7.4	6.8	6.9	6.6
其中:第一产业增加值	4.1	3.9	4.2	4.1
第二产业增加值	7.3	6.3	6.5	6.1
第三产业增加值	8.1	7.8	7.7	7.5
2.全社会固定资产投资总额(亿元)	502005	171245	562748	619585
(增长率,%)	15.7	11.4	12.1	10.1
社会消费品零售总额(亿元)	262394	117297	290470	322420
(增长率,%)	12.0	10.4	10.7	11.0
3.出口(人民币)	143912	54000	147683	156640
(增长率,%)	4.9	0.7	2.6	6.1
进口(亿美元)	120423	40700	110789	112008
(增长率,%)	-0.6	-17.2	-8.0%	1.1
4.广义货币供应(M2)增长率(%)	12.2	10.1	11.8	11.6
全社会融资总额(亿元)	164600	5.66万		
5.居民消费价格指数上涨率(%)	2.1	1.3	1.5	1.8
GDP平减指数上涨率(%)	0.8	-1.2	-0.5	-0.1
6.财政收入增速(%)	8.6	5%	6.5	6

1、2015年下半年将在各类“稳增长”政策的作用下改变上半年宏观经济快速下滑的趋势,于3季度触底,4季度反弹。但由于外需持续疲软以及政策刺激效应的弱化,经济反弹的力度并不强烈,且持续的时间较短,宏观经济总体状况依然疲软。预计全年GDP实际增速为6.9%,较2014年下滑了0.5个百分点,略低于政府的经济增长目标,但名义GDP下滑明显,仅为6.4%,较2014年下滑了1.8个百分点。

2、从供给角度来看,在工业萧条的持续冲击下,第二产业回落幅度进一步加大,第三产业开始显出疲态。预计2015年第二产业增加值增速为6.5%,较2014年下滑了0.8个百分点,第三产业增速为7.7%,比2014年回落了0.4个百分点。但第一产业在各类农业政策的作用下保持相对稳定的状态,其增加值增速为4.2%。

3、从总需求角度来看,三大需求都呈现疲软,其中投资和出口增速的回落较为明显。随着“稳投资”政策的各项举措全面到位,股市持续高涨带来上市公司的资金效应,房地产市场的回稳带来房地产投资的触底,下半年固定资产投资将改变上半年增速快速回落的趋势,在3季度触底之后出现反弹,全年增速预计为12.1%,比2014年回落3.6个百分点。

4、在收入效应、价格效应以及财富效应等多重因素的影响下,2015年下半年消费增速将呈现小幅反弹,预计全年社会消费品零售总额同比增长10.7%,比2014年回落1.3个百分点,但考虑价格因素,实际增速基本持平。

5、随着欧美经济状况的好转,出口增速和进口增速改变了上半年持续回落的局面,出现了反弹,但依旧难以改变低迷的局面。预计2015年出口增速为2.6%,比2014年回落了2.3个百分点,进口增速为-8.0%,比2014年回落了7.4个百分点。衰退式贸易顺差进一步扩大,较2014年提高了57%,达到36894亿元,与GDP的比值将达到5.4%。考虑服务贸易和其他项下的逆差,经常项目顺差占GDP的比重将超过3%。

6、在供求失衡与输入性通缩等多重因素的作用下,2015年居民消费者价格低位运行,CPI增速为1.5%,远低于国家的价格目标,较2014年下滑了0.6个百分点。值得关注的是,2015年GDP平减指数为负,全年同比增速为-0.5%。

2016年将是中国转型最为艰难,也是大周期中“不对称W”第二次全面触底的年份,宏观经济各类指标将进一步回落。预计GDP增速将在2015年3—4季度短暂探底反弹之后出现进一步的回落,全年将在外部环境改善、消费稳定、内部结构

性政策进一步发力的作用下逐步探底，并为 2017 年经济的复苏打下基础。

1、预计 2016 年 GDP 实际增速为 6.6%，比 2015 年进一步下滑 0.3 个百分点，但名义增速为 6.5%，较 2015 年回升了 0.1 个百分点。

2、2016 年固定资产投资持续小幅回落，增速估计为 10.1%，但考虑价格效应，实际增速与 2015 年基本持平。

3、2016 年消费较为平稳，增速估计为 11%，较 2015 年略有回升。

4、随着世界经济的轻度复苏，新兴经济体动荡的逐步平息，中国进出口贸易出现复苏性调整，预计 2016 年出口增速为 6.1%，进口增速为 1.1%。

5、随着石油价格的回升、宽松政策以及成本冲击等因素，2016 年价格水平小幅回升，工业经济萧条开始接近尾声，预计 CPI 为 1.8%，PPI 负增长大幅度收窄，GDP 平减指数为 -0.1%。

## 第二部分 生产萧条与股市泡沫并存的 2015 年

2015年上半年,中国宏观经济基本上延续了中国新常态攻坚期的基本逻辑,各类宏观经济指标在趋势性和周期性因素的叠加作用下出现超预期的变化,并呈现出以下 10 大新现象和新特征。

表 2 2015 年上期中国宏观经济指标一览表

预测指标	2014	2015(1—3 月)	2015(1—5 月)
1.国内生产总值增长率(%)	7.4	7.0	6.8 *
其中:第一产业增加值	4.1	3.2	3.7 *
第二产业增加值	7.3	6.4	6.2 *
第三产业增加值	8.1	7.9	7.8 *
2.全社会固定资产投资总额(亿元)	502005	77511	171245
(增长率,%)	15.7	13.5	11.4
社会消费品零售总额(亿元)	262394	70715	117297
(增长率,%)	12.0	10.6	10.4
3.出口(人民币)	143912	31493	54000
(增长率,%)	4.9	4.9	0.7
进口(亿美元)	120423	23940	40700
(增长率,%)	-0.6	-17.3	-17.2
4.广义货币供应(M2)增长率(%)	12.2	11.6	10.1
全社会融资总额(亿元)	164600	4.61 万	5.66 万
5.居民消费价格指数上涨率(%)	2.0	1.2	1.3
GDP 平减指数上涨率(%)	0.8	-1.2	-1.2
6.财政收入增速(%)	8.6	3.2	5%

带 \* 号为估算数。

## 1、GDP 增速在总体持续回落中出现部分区域塌方式的下滑。

2015年上半年全国GDP增速出现持续回落。1季度实际增速仅为7.0%，比去年同期下滑了0.37个百分点，较去年全面下滑了0.4个百分点。2季度基本延续了这种低迷的状态，GDP实际增速预计为6.8%，较去年同期和全年分别下滑0.5个百分点。但值得注意的是，实际GDP增速的持续回落并没有完全反映整体经济运行下滑的程度。如果考察名义GDP增速和地方GDP增速，我们会发现2015年上半年经济下滑的幅度不仅是超预期的，同时也呈现出一定的萧条式回落的先兆。

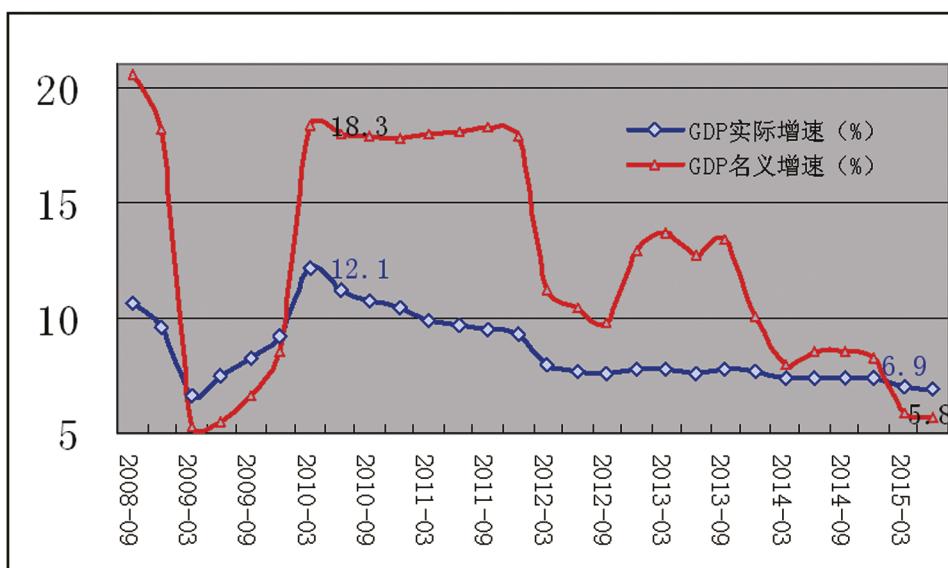


图1 中国实际GDP与名义GDP增速

**第一、名义GDP下滑较大，且近5年来首次低于实际GDP增速。**2015年1季度名义GDP增速仅为5.8%，二季度估计仅为5.7%，较去年同期下滑了4.9个百分点，较去年全年下滑2.4个百分点。如果从中长期来看，2015年上半年增速在过去25年中是仅次于2009年上半年5.6%以来的第二个新低，具有萧条性的色彩。从2010年1季度到现在，GDP增速累计下滑的幅度已经与2008—2009年经济危机冲击下的下滑幅度大致相当。中国宏观经济在本轮大周期中“不对称的W”调整模式开始在第二轮下行区间展开探底。

**第二、东北和西部部分区域出现塌方式的下滑。**这集中体现在吉林、辽宁、黑龙江、山西、海南和新疆等地，2015年1季度，这些区域的实际GDP增速分别为5.8%、1.9%、4.8%、2.5%、4.7%和6.9%，而名义GDP增速分别为3.7%、1.0%、-3.

2%、-2.1%、3.1%、-4.2%。持续负增长显示部分地区已经陷入萧条。

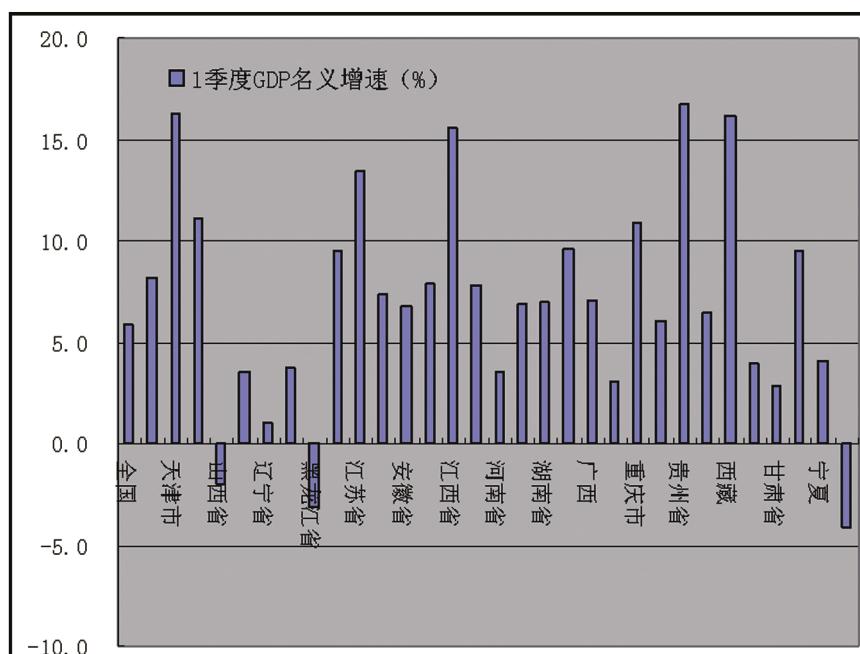


图 2 各省市名义 GDP 增速分化严重

2、在房地产投资和制造业投资的引领下，总需求呈现加速回落的态势，有效需求不足的问题日益凸显，有所强化。

1—5月城镇固定资产投资累计增速为11.4%，比去年同期回落了5.8个百分点，剔除价格因素也回落了近4个百分点。其中制造业投资增速为10%，比去年同期下滑了4.2个百分点、房地产投资增速为5.1%，比去年同期下滑9.6个百分点。投资下滑成为当前经济下滑核心因素。

1—5月全社会零售销售总额累计增速为10.4%，比去年同期回落了1.7个百分点，即使剔除价格因素也回落了近接近0.6个百分点。其中最为明显的就是汽车销售1—5月同比增长仅4.6%，比去年同期下滑了6.7个百分点，石油及制品由于受到价格因素的冲击，销售增速为-6.9%，比去年同期下滑15.3个百分点。

1—5月出口累计增速为0.7%，虽然改变了去年同期增速回落的局面，反弹了1.1个百分点，但考虑出口价格近期有所回升的因素，2015年出口数量同比增速反而下降了1.2个百分点。值得注意的是，反映国内需求状况的另一个参数——进口增速在2015年出现了十分强劲的下滑。1—5月进口累计增速为-17.3%，比去年同期下滑了18.1个百分点，剔除价格因素实际进口数量增速下滑的幅度也高达

17.9个百分点。其中增速回落明显的是汽车(-23.2%)、加工机床(-10.7%)、铜材(-12.3%)、成品油(-1.6%)等产品,这些产品所在的行业在国内都出现同步明显的下滑。

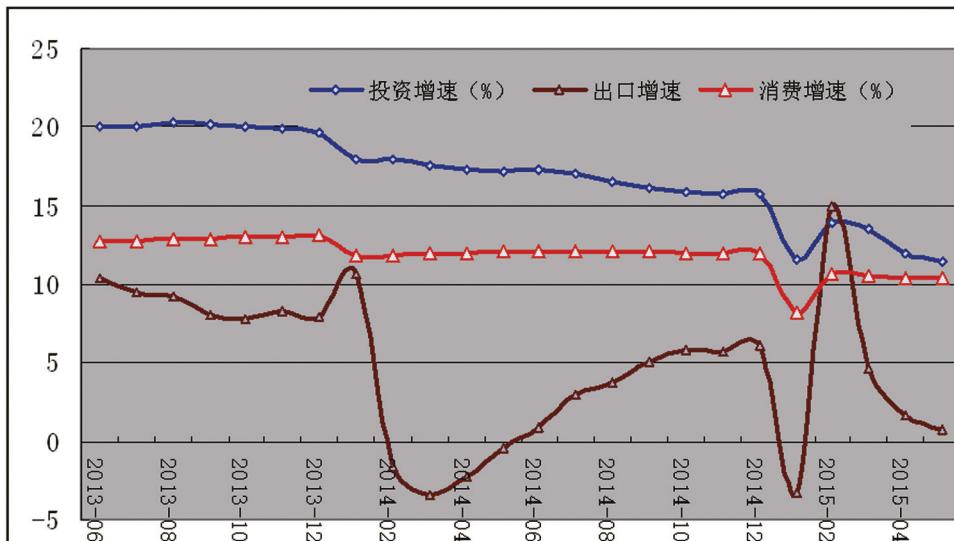


图3 三大需求都出现回落

### 3、在第二产业的引领下,总供给持续疲软,工业领域的萧条已步入新的阶段。

从1—5月份的数据来看,虽然工业在第二季度有所反弹,但依然呈现底部运行的态势,规模以上工业增加值累计增速为6.2%。较去年同期下滑了2.5个百分点,如果考虑价格因素,名义工业增加值增速仅为1.6%,较去年同期下滑了5.2个百分点。这种变化充分说明工业领域持续萧条已经步入新的阶段。

在工业领域萧条的同时,第一产业生产保持相对平稳的局面,预计二季度第一产业的增加增速将出现明显反弹,1—2季度增加值增速将相对1季度提升0.7个百分点左右,达到3.9%。第三产业由于受到多重因素的影响在分化中略显疲态,增加值增速为7.8%,较去年同期下滑0.5个百分点。总体而言,2015年上半年总供给较为疲软。

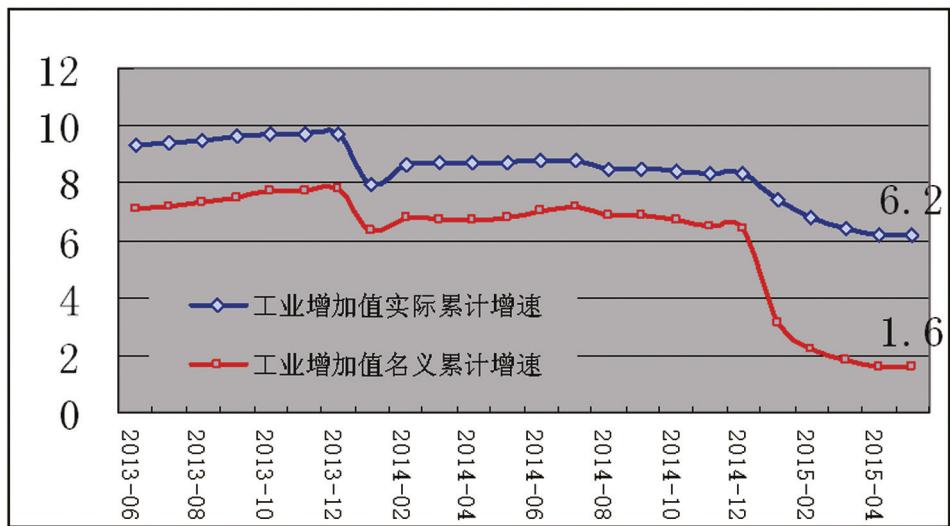


图 4 工业疲软十分明显

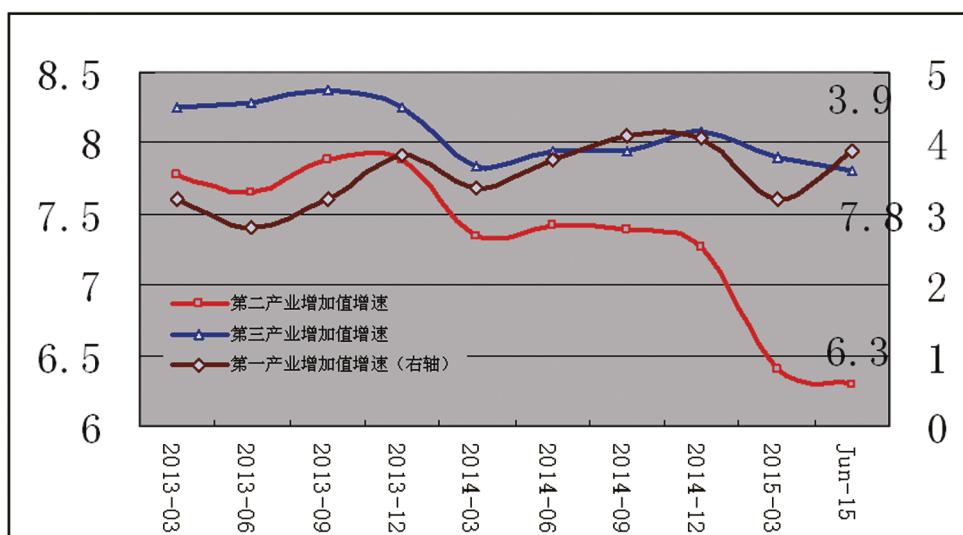


图 5 三次产业的增加值增速

4、在总需求不足、国际大宗商品价格下滑以及内生性收缩等因素的作用下，宏观经济整体通缩的压力大幅度上扬，工业领域的通货紧缩问题向深层次迈进。

一是工业品出厂价格指数和购进价格指数连续 39 个月为负，同比下滑幅度不断扩。2015 年 1—5 月工业品出厂价格指数仅为 -4.6%，比去年同期增速下滑

了 3.2 个百分点，而购进价格仅为 -5.5%，比去年同期增速下滑了 3.7 个百分点。这表明目前工业领域的整体通缩进一步加剧。

二是进出口价格指数持续低迷，进口价格指数已持续 37 个月为负，而出口价格指数也持续在 0 水平附近波动 40 个月。2015 年 1—3 月出口价格指数为 -0.3%，比去年同期下滑速度收窄了 3.1 个百分点，但进口价格指数增速为 -10.5%，该指数以连续 37 个月为负，并于近期创造新高，与去年同期相比，下滑速度扩大了 4.5 个百分点。这说明目前中国输入性通货紧缩的力度不仅没有得到缓解，反而进一步提升了。

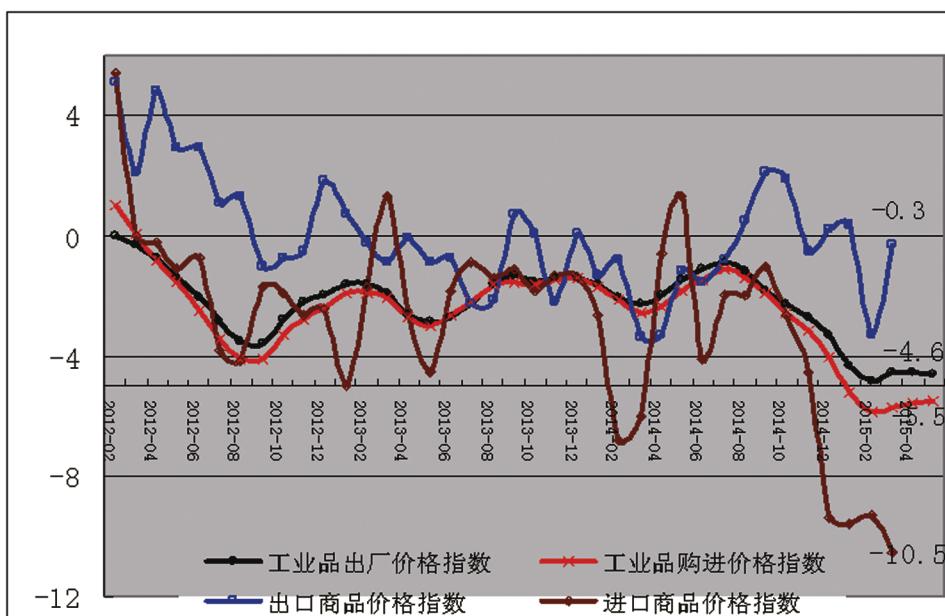


图 6 不断回落的各类价格指数

三是 CPI 持续回落，远远低于目标价格水平，进入“1 时代”。2015 年 1—5 月 CPI 累计同比增速为 1.26%，比去年同期增速回落了 1 个百分点，扣除食品的 CPI 累计增速为 0.87%，比去年同期增速回落了 0.8 个百分点，而扣除食品和能源的核心 CPI 累计同比增速为 1.45%，比去年同期回落了 0.3 个百分点。虽然 CPI 同比增速远远没有步入到通货紧缩的阶段，但值得注意的是，1) CPI 持续回落的态势已经改变了过去 2011—2013 年期间“GDP 增速回落但 CPI 增速稳定”的运行模式。这表明 GDP 增速回落的主要因素之中需求不足的因素在强化；2)各层级的 CPI 已经都低于“2%”，同时大大低于 2015 年政府预设的“3%”的 CPI 目标值。

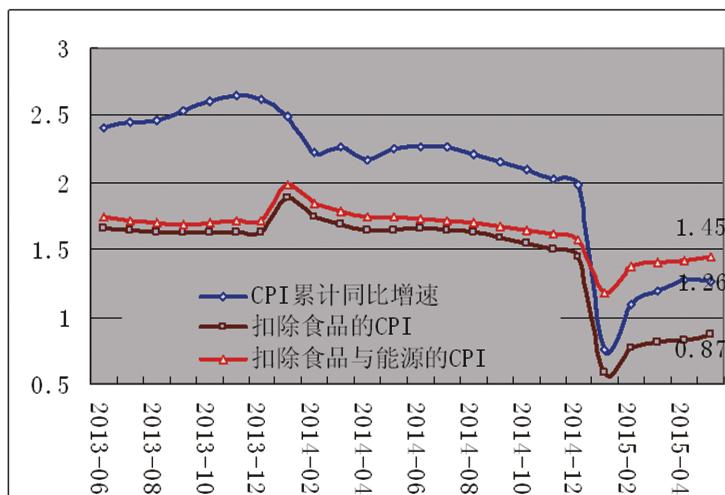


图 7 各层级的 CPI 出现明显回落

四是与整体宏观经济更为密切的 GDP 平减指数持续为负,这表明中国宏观经济可能开始步入整体性“低迷时代”。2015 年 1 季度和 2 季度的 GDP 平减指数都在 -1.2% 左右。这表明与全社会最终商品及服务相对应的总体价格水平已经进入通缩状态。这种状态在过去 25 年中只有 2 个时期出现过:一是 1998 年 2 季度到 1999 年 4 季度,平均水平为 -1.25%;二是 2009 年 1 季度到 4 季度,平均水平为 -1.4%。这两个时期都是中国经济出现全面萧条的时期。这说明,如果按照 2015 年 1—2 季度运行的模式,中国经济很可能重现全面萧条和低迷的局面。

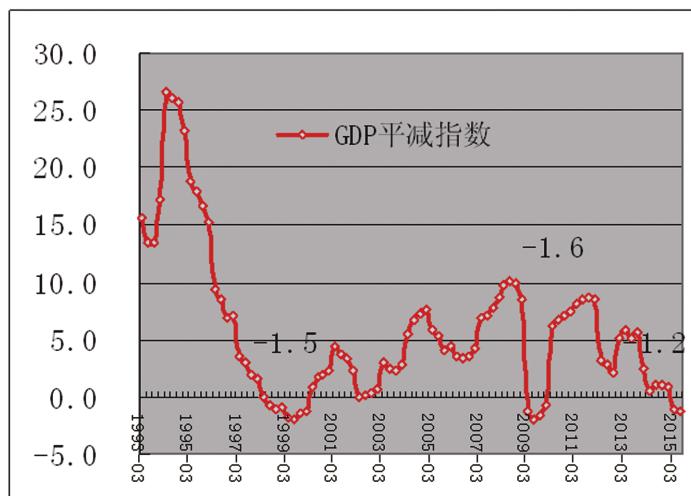


图 8 过去 20 年 GDP 平减指数第三个低估出现

## 5、绩效指标持续恶化，局部区域出现断崖式变化。

第一、工业企业利润大幅度下降。2015年1—4月规模以上工业企业利润总额同比下降1.3%，增速比去年同期回落11.3个百分点，比2013年同期下滑13.6个百分点。其中国有企业的变化出现断崖式的变化，2015年1—4月国有企业利润总额同比下滑24.7%，比去年和前年同期的增长速度分别回落了27.3和28个百分点。

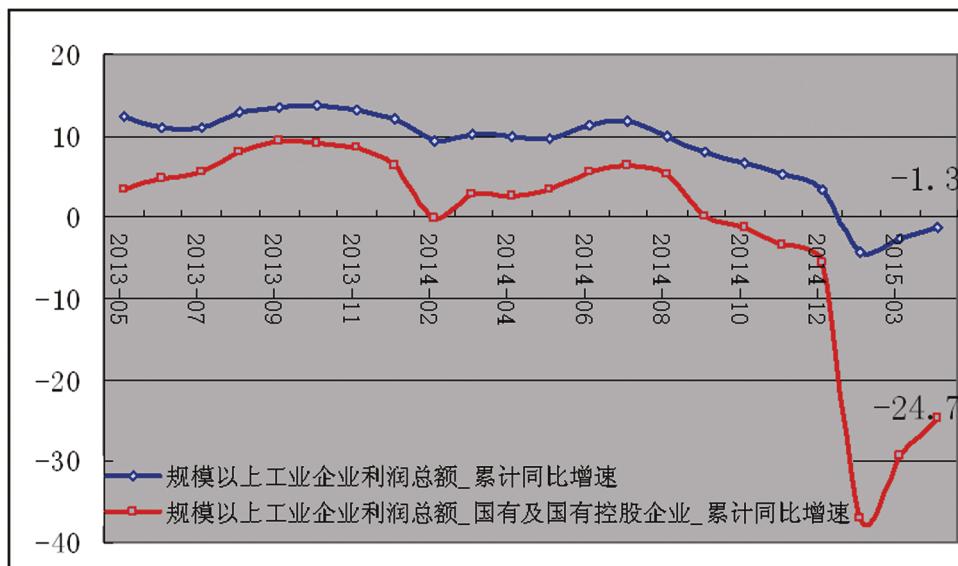


图9 工业企业利润增速回落

与此同时，工业企业的亏损面有较大幅度扩散的趋势。2015年1—4月规模以上企业亏损单位数同比增长了9.3%，比去前年同期增速分别提高了7.4个百分点和6.9个百分点。相比而言，亏损企业的亏损总额提升的幅度更大，1—4月达到了15.2%，比去前年同期增速分别增加了9.3个百分点和22.1个百分点，而国有企业的变化更为剧烈，1—4月的亏损总额同比增长了26.2%，比去前年分别多增长12.5个百分点和40.7个百分点。

第二、财政增速回落明显，局部区域出现断崖式变化，部分县级财政运转困难。2015年1—5月全国公共财政收入累计增长3.1%，比去前年同期下滑了5.7个百分点和3.5个百分点。而部分省市出现断崖式的回落，例如辽宁和黑龙江今年第一季度财政同比收入增速分别为-30.4%和-20.7%，比去年同期增速分别下滑了39.7个百分点和23.7个百分点。这种急速回落完全超越去年的预期，并使很多基层政府陷入收支困境之中。

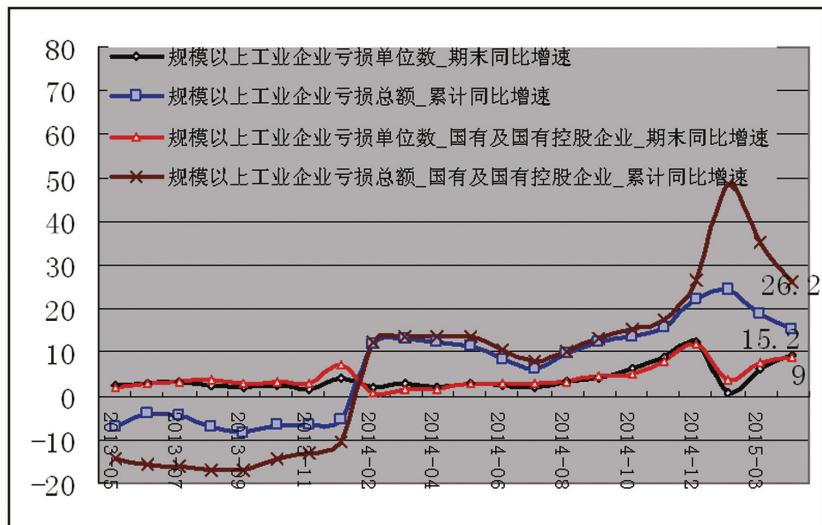


图 10 亏损面持续上扬

第三、而地方政府另一项重要收入来源土地出让金收入也在房地产市场调整大幅度下降。1—5月全国房地产开发企业土地购置面积同比增长 $-31\%$ ，比去年同期增速下滑了25.3个百分点，而土地成交价款同比增长 $-25.8\%$ ，比去年同期上增长34.5个百分点。

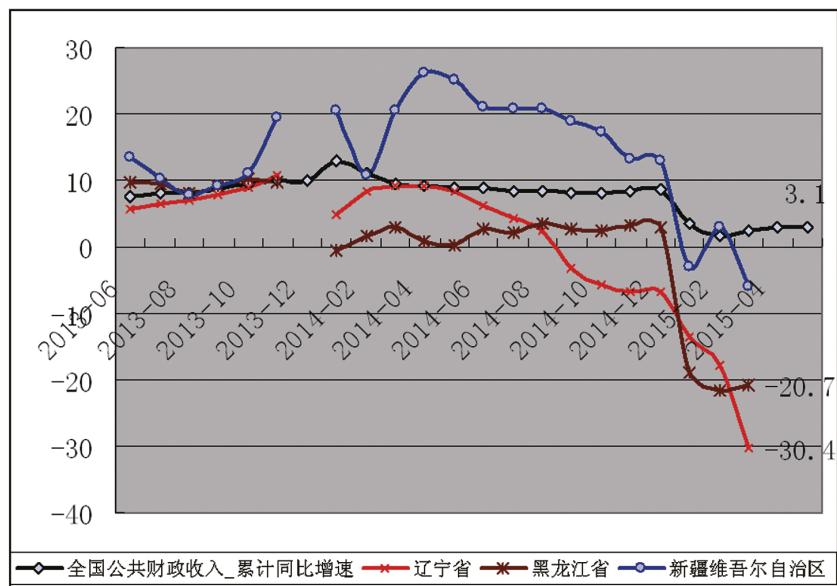


图 11 财政增速回落明显

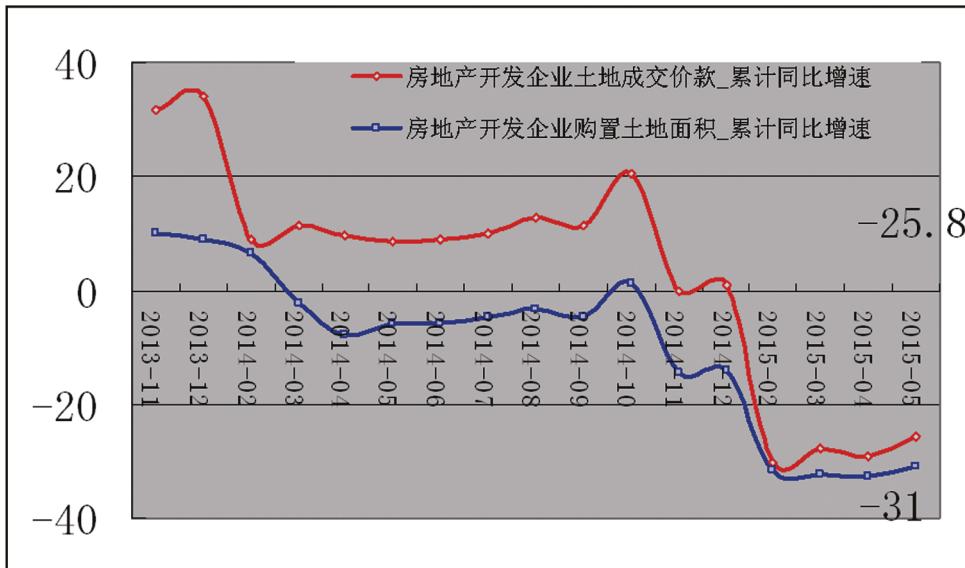


图 12 土地开发下降迅猛

第四、居民收入虽然短期保持相对稳定,但从中期来看各类收入增速都随着 GDP 增速的回落呈现下滑的趋势。

2015 年 1 季度全国居民人均可支配收入 6087 元,同比名义增长 9.4%,扣除价格因素实际增长 8.1%。其中城镇居民人均可支配收入 8572 元,同比名义增长 8.3%,扣除价格因素实际增长 7.0%;农村居民人均可支配收入 3279 元,同比名义增长 10.0%,扣除价格因素实际增长 8.9%。与近期最高增速相比分别下降了 6.3 个百分点和 2.8 个百分点。值得注意的是,由于价格扣除的参数基础不同,名义 GDP 与名义收入水平的增速在近几个季度存在持续不同步的现象,即名义 GDP 都维持在 6% 左右,但名义居民收入却基本保持在 9%—10% 的区间。这说明国民收入分配的确存在超分配现象,工资的增长速度比名义 GDP 增速要高,但这种状况难以在中期持续出现。

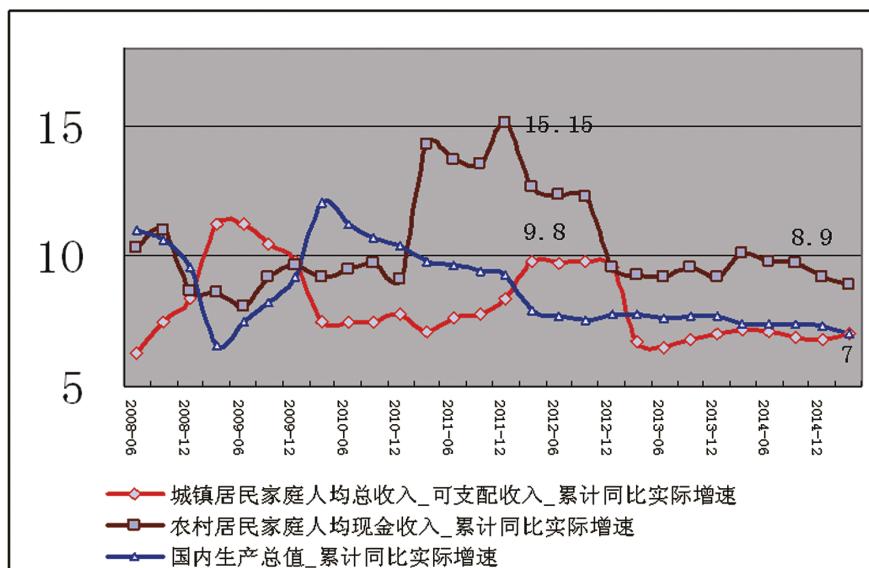


图 13 各类收入增长相对稳定

## 6、各类宏观景气指数持续回落,都处于较为低迷的状态。

第一、克强指数出现明显回落,创 5 年来的新低。2015 年 4 月克强指数为 2.61,比去年同期回落了 3.24,成为自该指数创造以来的次新低,仅次于 2009 年 2 月的 1.06。构成克强指数的发电量、货运量以及信贷量等参数也出现同步低迷的状况,特别是发电量和货运量累计增速都创了自 2009 年以来的同期最低记录。1—5 月全国发电量累计仅为 0.22%,而货运量累计增速为 4.2%。

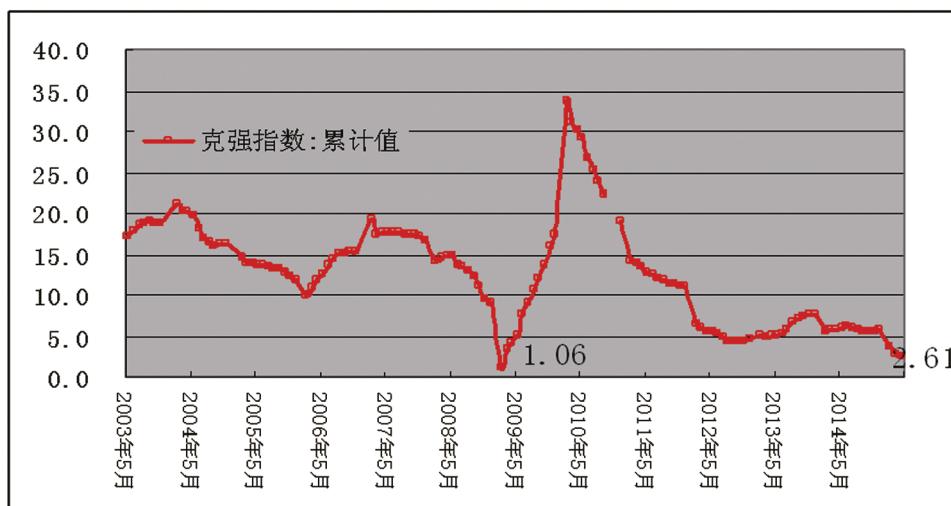


图 14 克强指数下滑

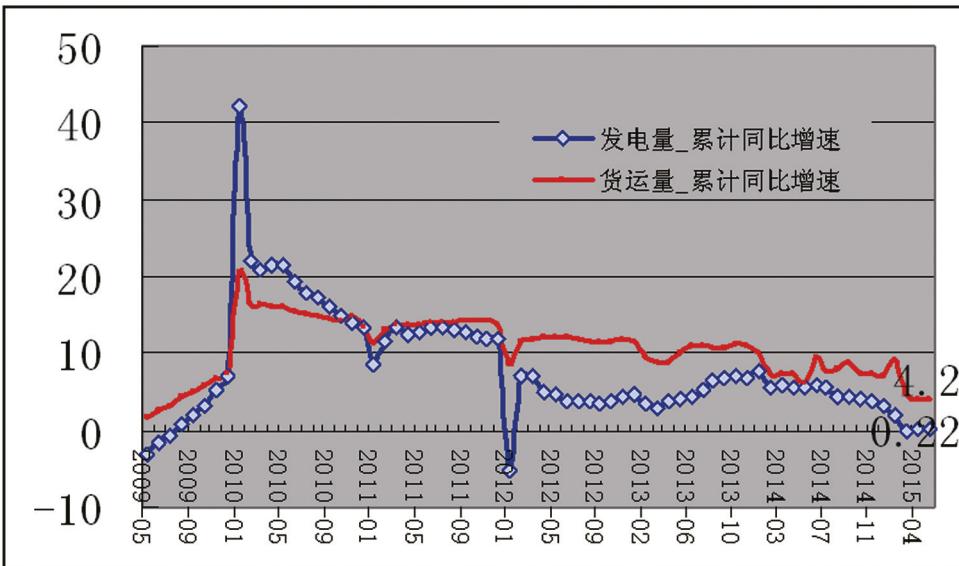


图 15 发电量与货运量持续下降

第二、宏观先行合成指数和宏观一致合成指数持续回落，创近年来的新低。特别是宏观一致合成指数创近 10 年来的新低，2015 年宏观一致合成指数为 93.32，比 2009 年 2 月的最低点还低。

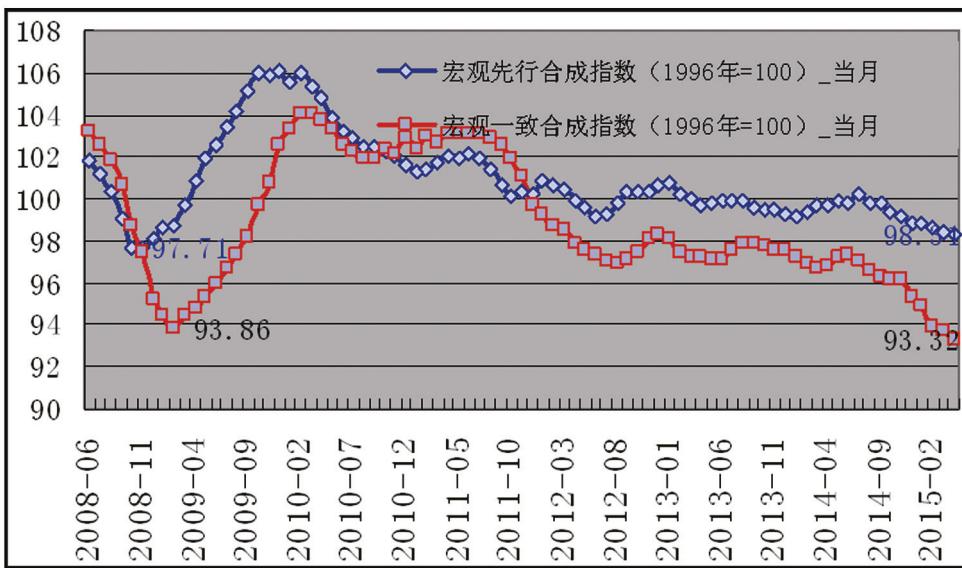


图 16 宏观经济先行与一致指数持续回落

7、在表外业务清理、银行惜贷以及整体性去杠杆的冲击下，社会融资规模和货

币供应增速回落趋缓,金融内生性收缩现象明显。

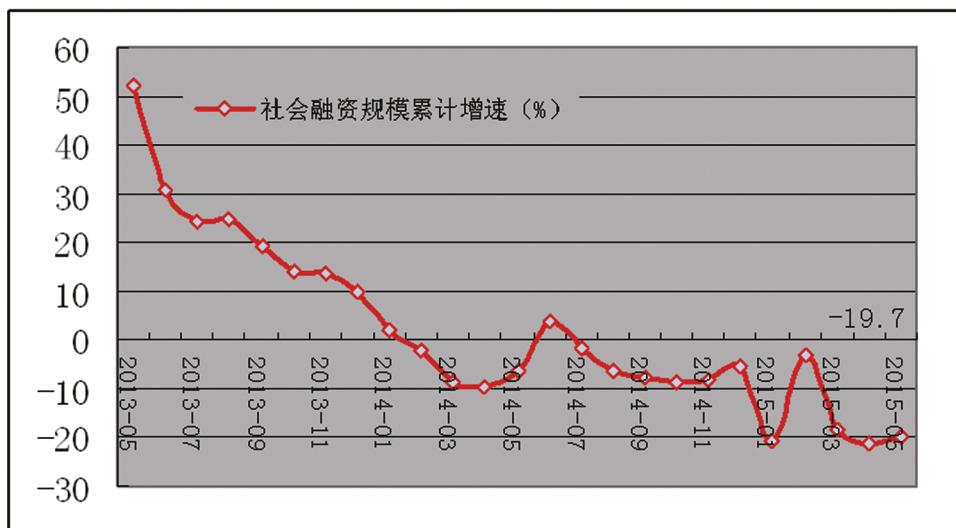


图 17 社会融资增速下降

社会融资规模受经济运行景气回落、银行惜贷、影子银行清理以及去杠杆等因素的影响,增长速度出现持续回落的态势。2015 年 1—5 月全社会融资总额累计同比增速为 -19.7%,比去前年同比增速分别下滑了 13.6 个百分点和 50.3 个百分点。

社会融资规模的减少直接来源几个因素:1)受本外币融资成本的差异的影响,外币贷款今年 1—5 月为 -123 亿元,比去年同期少增长 4399 亿元;2)受表外业务和影子银行整顿等因素,委托贷款、信托贷款和票据融资都出现大幅度下滑,分别比去年 1—5 月同比少增加 6764.9 亿元、3238.4 亿元和 4945.2 亿元;3)受企业绩效下滑以及城投债清理等因素的影响,企业债券市场融资从去年 1—5 月的 10325.67 亿元下降到今年 1—5 月的 6216.29 亿元,同比少增加了 4109 亿元,同比下降了 39.8%,而股票融资总量却从去年 1—5 月的 1719.53 亿元上升到今年 1—5 月的 2989.29 亿元,上升了 73.8%。

与此同时货币供应出现明显回缓,2015 年 1—5 月 M2 增速仅为 10.8%,是近 5 年来的新低,比去前年同期增速分别回落 2.3 个百分点和 5 个百分点。而表明信贷市场和资金市场循环的各类参数也出现回落,表明金融内生性紧缩现象普遍存在。一是货币流通速度的线性趋势回落明显,2015 年较 2010 年累计回落了 14%;二是与货币流通速度相对应的工业企业资金周转率也出现趋势性回落,1—5 月为

2.31,比去年同期下滑了 0.09,比前年同期下滑了 0.12。



图 18 M2 增速回落

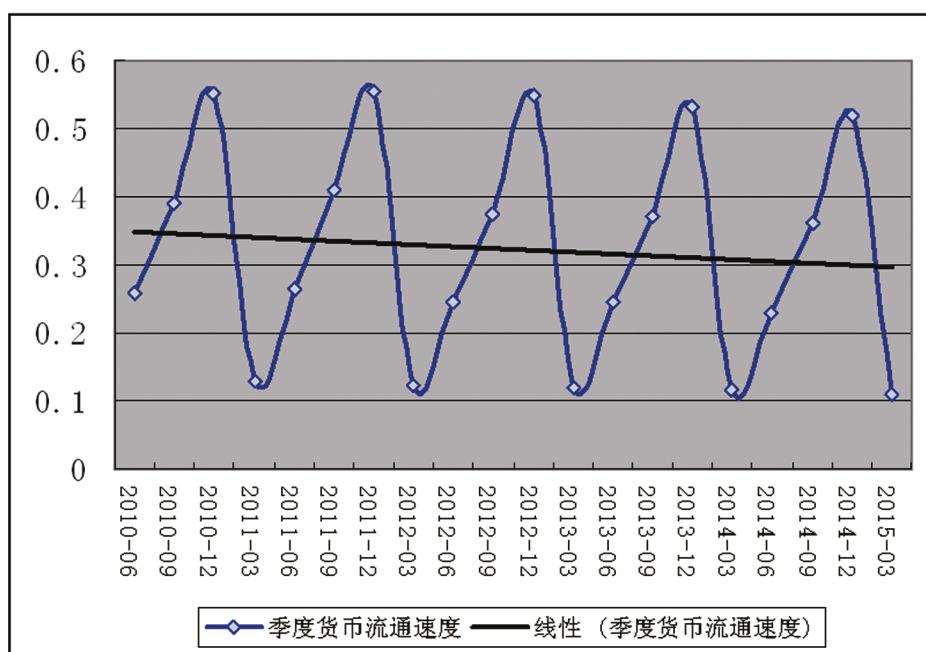


图 19 货币流通速度逐渐下滑

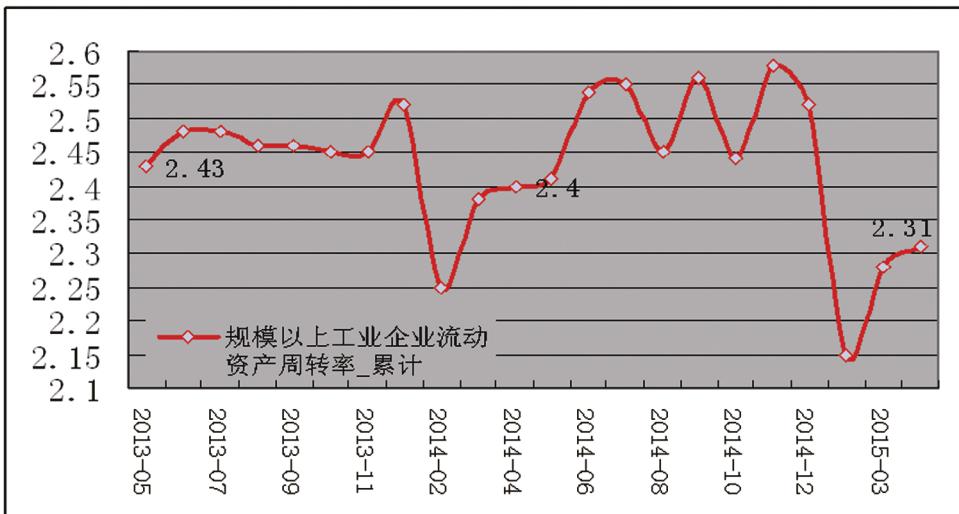


图 20 实体经济的资金周转变慢

8.“大众创业、万众创新”战略初见成效，就业总体虽保持稳定，但就业质量和结构性就业问题依然较为严峻。

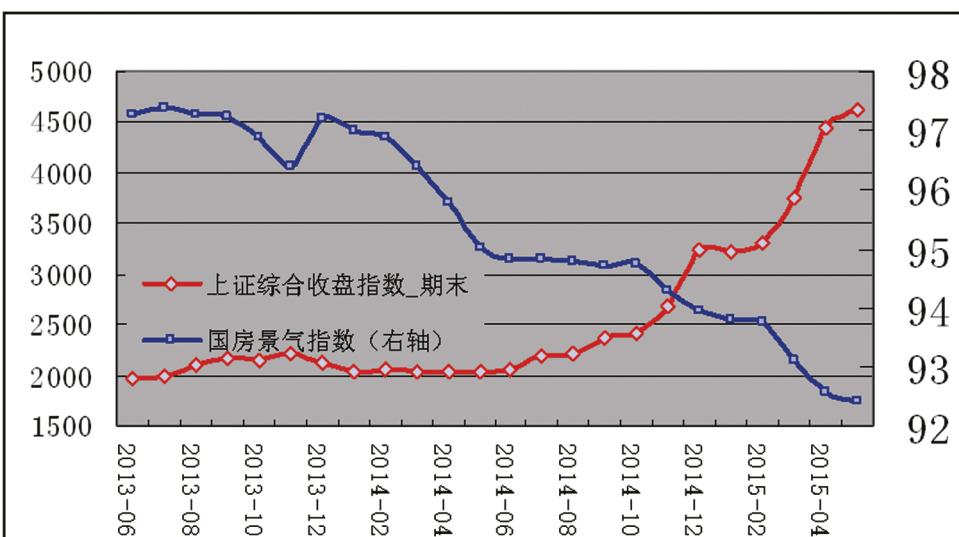


图 21 劳务市场状况向好

由于第三产业就业的稳定以及“大众创业、万众创新”战略的实施，中国就业状况总体稳定。从城镇新增就业来看，1季度总量达到324万，按照简单外推的方法，全年新增就业应当可以超过全年目标值1200万。同时从市场招聘信息来看，目前总体状况依然较为健康。2015年1季度，用人单位通过公共就业服务机构招

聘各类人员约 525 万人,进入市场的求职者约 469 万人,岗位空缺与求职人数的比率约为 1.12,比去年同期上升 0.01,比上季度下降 0.03,市场需求略大于供给。5 月份,城镇居民的失业率比上月下降了 0.05 个百分点左右,比去年同期下降了近 0.25 个百分点。外来非农业户籍人口失业率比上月和去年同期下降均在 0.2 个百分点左右,城镇 16—24 岁青年人口失业率比上月降低 0.25 个百分点左右,比去年同期降低 0.15 个百分点左右。

但值得注意的是,求人倍率这个参数并不能反映中国就业的深层次问题,短期城镇新增就业规模并不能说明未来就业的趋势,特别是在加速探底的攻坚期随时可以存在变异的可能。

第一、虽然 1 季度的求人倍率依然大于 1,但与去年同期相比,本季度的需求人数减少了 91.9 万人,下降了 15.7%;求职人数减少了 78.6 万人,下降了 15.1%,表明市场需求萎缩大于供给萎缩。

第二、与去年同期相比,很多行业的用人需求的减少速度较大,其中,制造业减少 17.1%、批发和零售业减少 12.0%、住宿和餐饮业减少 14.0%、建筑业减少 24.4%、居民服务和其他服务业减少 11.0%、租赁和商务服务业减少 13.4%、信息传输计算机服务和软件业减少 21.7%、农林牧渔业减少 26.7%)、房地产业减少 13.6%)、金融业减少 18.7%。这些行业需求的大幅度减少不仅显示这些行业扩张性活动的大幅度下降,同时也可能在蔓延中导致存量就业的调整。

第三、从 1—4 月份国家监控的指标来看,1—4 月城镇新增就业人数略有减少,特别是困难就业群体、大学生就业不容忽视。其中关于高校造假就业率的新闻报道和国家批示已经显示中国劳动力市场面临一些风险。

第四、随着一些企业步入重组与破产的浪潮,以往面临的重工业企业下岗和国有企业下岗问题已经开始浮现。例如很多钢铁企业已经处于停产状态,隐性失业较为严重。东北国企业职工和德阳重型机械职工下岗问题已经证实了去年我们的判断。

**9、在宏观经济总体低迷的状态下,中国结构出现重大的分化,繁荣与低迷、萧条与泡沫并存。这集中体现在以下几大方面:**

第一、泡沫替换,即房地产市场持续调整的同时,股票市场快速上扬,股票泡沫开始替换房地产泡沫。



图 22 房市与股市景气逆转

今年 1—2 季度,房地产市场在分化中基本延续了 2014 年房地产市场持续调整的格局,国房景气指数在销售量、投资量持续回落的带动下从 2013 年底的 97.21 持续回落到目前的 92.4。到 2015 年 1—5 月,房地产开发投资增速为 5.1%,比去年同期下滑了 9.6 个百分点,房地产土地购买面积同比增速 -31%,比去年同比下滑幅度多 25.3 个百分点,房地产新开工面积同比增长 5.3%,比去年同期增速回落 6.7 个百分点。全国商品房房价收入比开始接近 7 倍,比 2014 年 7.1 和 2013 年 7.3 相比,出现持续回落,房地产泡沫得到了阶段性遏制。

但在政策调整、制度改革、结构性因素以及流动性转向等因素的作用下,中国股市开始从 2014 年 6 月开始启动,在不到 1 年的时间内,上证指数从 2014 年 6 月的 2010 点上升到今年 6 月的 5178 点,深圳成分指数从 7134 点上升到今年 6 月的 18198 点,中小板从 4556 点上升到今年 6 月的 12084 点,创业板从 1303 点上升到今年 6 月的 4088 点。这种快速的上升直接导致中国股票市场的市盈率出现快速上升,其中从 2014 年底到 2015 年 5 月底上证 A 股的市盈率从 14.20 倍上升到 21.66 倍,深证 A 股从 35.94 倍上升到 73.62 倍,中小板从 42.59 上升到 86.97 倍,创业板从 63.76 上升到 144.12 倍。中国 A 股交易额也提升了 8 倍。

表 3

中国股票市场的市盈率

日期	上证 A 股市 盈率(TTM)	深证 A 股市 盈率(TTM)	沪深 300 市 盈率(TTM)	中小板市 盈率(TTM)	创业板市 盈率(TTM)
2015—5—27	21.66	73.62	18.01	86.97	144.12
2014—12—31	14.20	35.94	12.91	42.59	63.76
2013—12—31	9.69	29.26	8.92	35.94	60.30
2012—12—31	11.75	26.97	11.00	28.33	34.35
2011—12—30	11.06	23.06	10.45	26.81	36.07
2010—12—31	16.73	39.67	15.34	48.99	70.75
2009—12—31	30.75	76.45	28.49	55.31	79.09
2008—12—31	13.93	17.57	12.93	21.91	
2007—12—28	47.64	58.32	43.41	68.59	
2006—12—29	36.67	51.67	32.32	39.95	
2005—12—30	18.19	34.92	14.28	21.69	
2004—12—31	21.48	27.16		31.36	
2003—12—31	36.68	48.67			
2002—12—31	44.59	183.58			
2001—12—31	40.32	55.41			

第二、生产领域收益与金融收益背离，导致生产领域的萧条与股市泡沫的并存。

近 5 年来，金融增长与工业增长背离的现象虽早已发生，但出现全面质变的却在 2014 年 4 季度到 2015 年上半年。其集中体现在：1)金融业增加值在股市快速回升的驱动下，其增速从 2014 年 3 季度的 9% 快速上扬到 2015 年 1 季度的 15.9%，而工业增加值增速却从 2014 年 3 季度的 7% 快速下滑到 2015 年 1 季度的 6.1%；2)股票市值同比增速从 2014 年 6 月的 -5.9% 持续上升到 2015 年 5 月的 138.5%，而工业企业的利润率却从 2014 年 5 月的 5.79% 回落到 2015 年 5.64%，而工业企业利润总额的增长速度却从 2014 年 5 月的 12.26% 下滑到 2015 年 5 月的 -1.3%。

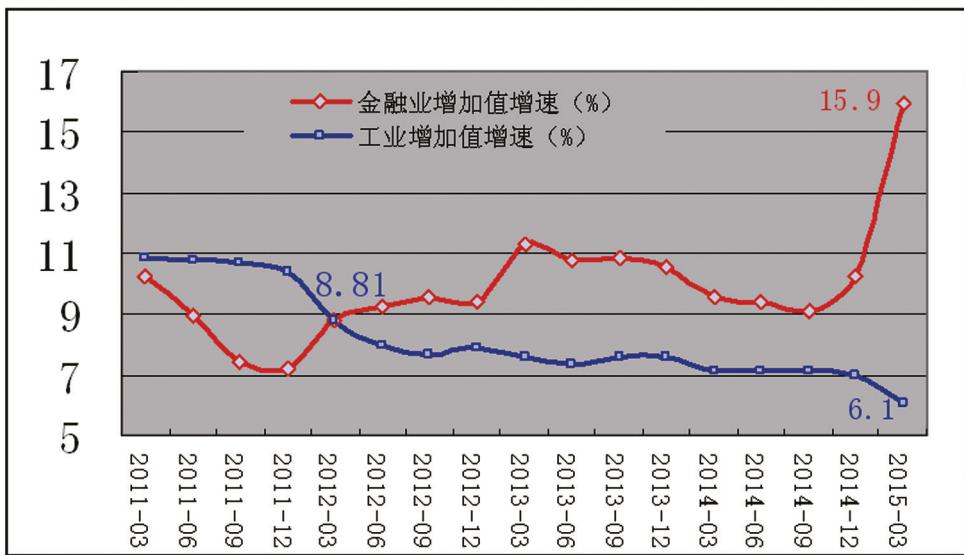


图 23 实体与金融背离

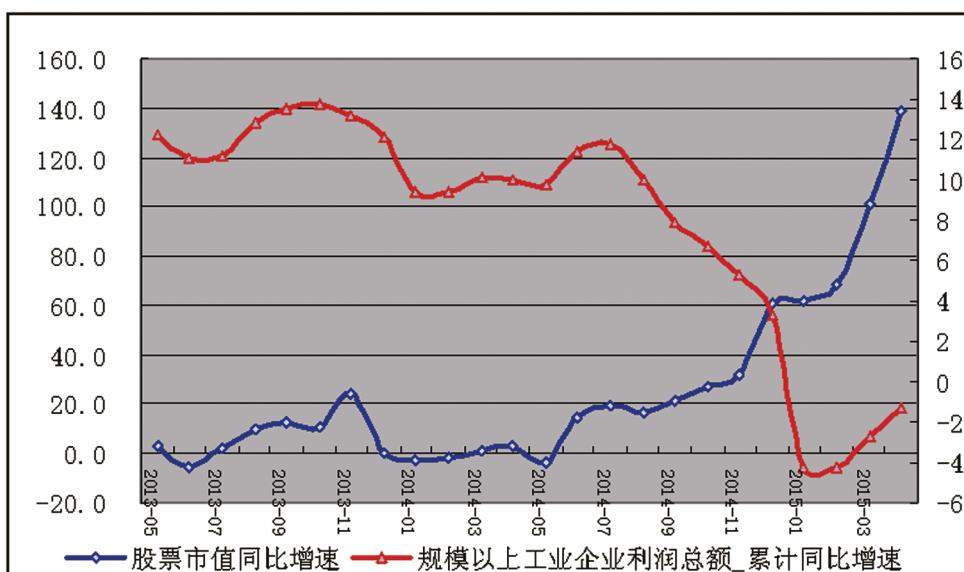


图 24 实体与金融背离

第三、全国经济在整体低迷中出现剧烈的区域分化，繁荣与低迷相共存。

表 4

区域分化严重

省市	增速过度下滑地区						增速相对稳定区域				
	吉林	山西	辽宁	海南	新疆	黑龙江	天津	江苏	江西	重庆	贵州
实际 GDP 增速	5.8	2.5	1.9	4.7	6.9	4.8	9.3	8.4	8.8	10.7	10.4
名义 GDP 增速	3.7	-2.1	1.0	3.1	-4.2	-3.2	16.3	13.4	15.5	10.9	16.5
财政增速	-4.9	0.4	-30.4	7.1	-5.9	-20.7	11.5	10.1	12.9	23.5	6.2

在全国经济增速持续回落的过程中,东北和西部部分省市出现了塌方式的质变,例如辽宁1季度的实际GDP增速为1.9%,而名义GDP出现-2.1%的负增长,黑龙江的实际GDP增速为4.8%,但名义GDP增速为-3.2%,新疆的实际GDP增速为6.9%,但名义GDP增速却出现-4.2%的回落。这导致这些区域的财政增速大幅度下降,出现大幅度下滑的局面。例如辽宁-30.4%、黑龙江-20.7%、新疆-5.9%、吉林-4.9%。这将直接引发这些区政府运转发生变异,导致基层政府功能失灵的现象。

但是,在东北和西部部分省市出现塌方式的下滑的同时,部分省市依然保持了较好的增长态势,例如天津、江苏和重庆等省市,1季度实际GDP增速分别达到9.3%、8.4%和10.7%,同时名义GDP分别达到16.3%、13.4%和10.9%,财政增速分别保持了11.5%、10.1%和23.5%,为这些区域的平稳运转打下了基础。

第四、在需求与政策等多重因素的驱动下,增长动力的转换使行业也出现剧烈的分化,在传统产业持续下滑和低迷的同时,战略性新兴产业和新业态都表现出强劲的增长态势。

(1)战略性新兴产业在需求转型以及政策扶持的作用逆势上涨。在营业收入方面,1季度战略性新兴产业27个重点行业累计同比增长10.1%,是工业总体增速的5倍,并比去年同期增速高0.4个百分点。其中新型计算机产品、电子器件产品、视听设备、光纤光缆制造、生物化学农药及微生物农药制造、航空航天器及设备制造、新型铁路运输设备制造、光伏设备及元器件制造、风能原动设备制造等9个行业逆势加速增长。特别是,航空航天器及设备制造和风能原动设备制造两个行业增长迅猛,一季度主营业务收入分别增长34%和47.3%,比去年同期增速提高了19.6和27个百分点。在利润方面,在一季度工业总体利润增速出现负增长的背景下,战略性新兴产业工业部分实现利润1631.7亿元,同比增长17.7%。软件和信息技术服务业实现利润926亿元,同比增长9.1%。从未来前景看,基于1000

多家重点战略性新兴产业企业的调查显示,今年一季度战略性新兴产业的企业家信心指数达到 145.2,二季度的预期信心指数和预期景气指数分别达到 160.9 和 164.5 处于较为景气区间。而全国平均企业家信息指数仅为 118.4。

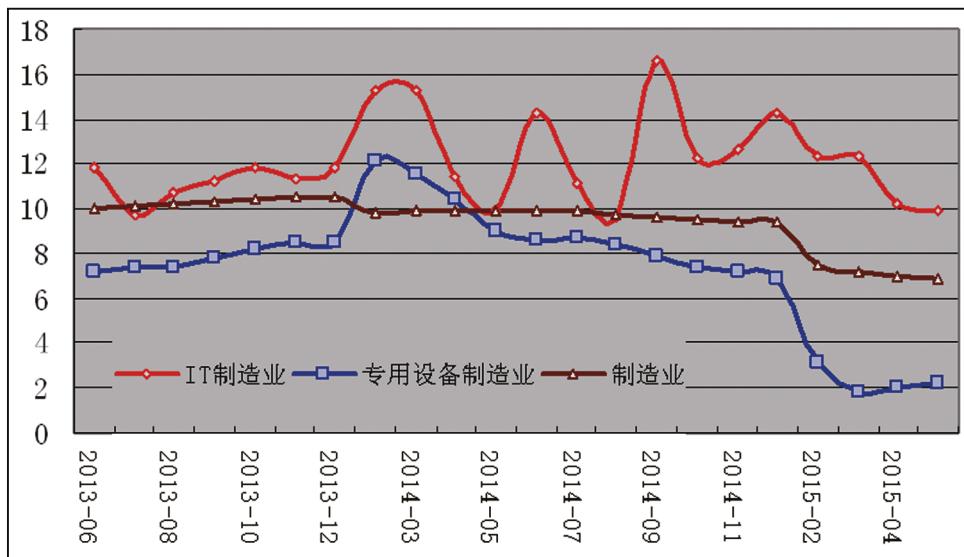


图 25 制造业内部出现分化

(2)传统制造业与高端新型制造业出现分化。1—5月 IT 制造业保持了较高的增长速度,累计增速依然高达 9.9%,与去年同期增速持平。但传统的专用设备制造业却出现直线下滑,2015 年 1—5 月增速仅为 2.2%,比去年同期下滑了 6.8 个百分点,比整体制造业增速低 4.7 个百分点。

(3)新型消费和新型消费业态增速依然迅猛,但部分传统消费出现较大幅度下滑。2015 年 1—5 月全国消费品零售增速仅为 10.4%,出现轻度回落,引领回落的行业为汽车销售,1—5 月的增速仅为 2.1%,比去年下滑了 5.5 个百分点,但是通讯器材销售、网上销售 1—5 月增速分别达到 39.4% 和 38.5%,特别是限额以下的网购增长更快。

(4)行业利润在整体回落中分化更为严重。这集中体现在银行业、地产行业、化工原料行业、有色金属行业、机械设备行业和零售行业等上市公司的净利润到今年 1 季度基本呈现出零增长的态势。而钢铁行业和煤炭行业却持续出现大幅度的下滑。1 季度钢铁行业上市公司净利润增速为 -170%,而煤炭行业净利润下滑接近 -70%。但与此同时,与此同时,代表新型经济增长极的生物制药行业出现了相对稳定的高增长,近 3 年基本维持在 20% 左右的增长率。

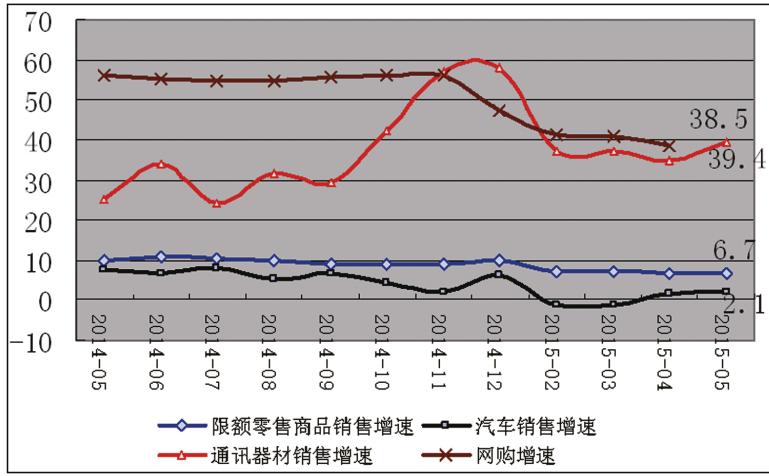


图 26 消费分化也很明显

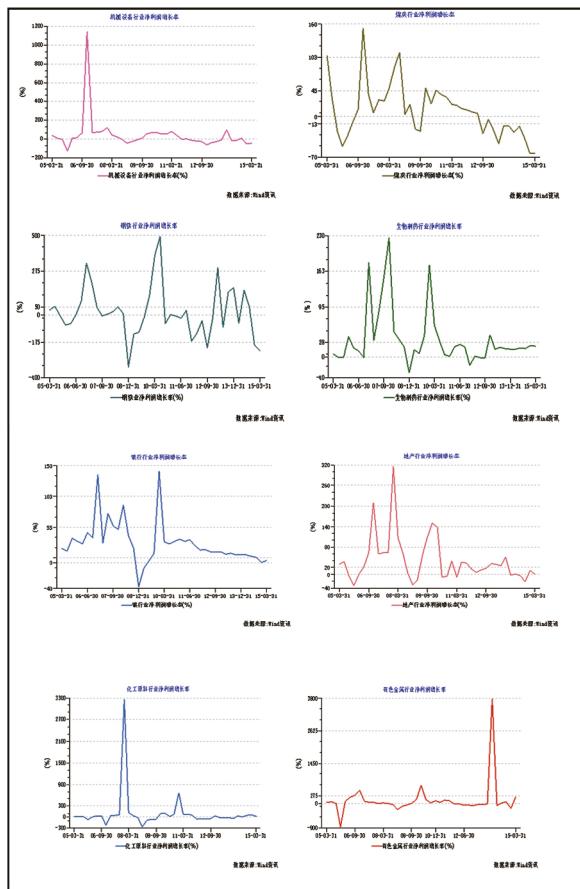


图 27 上市公司不同板块的净利润增长率

## 10、4月以来的各类宏观经济政策的进一步加码使宏观经济止跌触底的迹象开始出现。

面对中国宏观经济回落的压力,自2014年4季度已经采取了常规性的“微刺激”。一是对于各类投资项目持续扩大;二是进一步明确积极财政和稳健货币政策的定位;三是陆续推出各类结构性改革。但是,2014年4季度到2015年1季度的常规“稳增长”政策并没有收到较好的效果,宏观经济出现加速回落,甚至部分区域和行业出现塌陷式的下滑。这促使政治局在4月30号召开会议,要求把“稳增长”放在更为重要的地位,各类“微刺激”政策全面加码。一是在6大领域进一步加大基础设施和公共服务建设的投入,力求基础设施投资保持较高增速;二是货币政策进一步宽松,在3次降息2次降准的基础上利用PSL、SLF、MLF和公开市场业务释放流动性,逆转了去年贷款增速回落的趋势。1—5月新增信贷总量52619亿元,比去年同期多增长6030亿元,使期末贷款余额增速达到14%,比去年略有增长;三是利用财政督查和类财政措施,全面落实积极财政政策的各项举措。2015年初期确定的积极财政政策的内涵是将财政赤字从2014年2.1%提升到2.3%,地方发行6000地方债。但到目前为止,由于加速上年度资金的结转、地方政府专项债券的发行以及地方政府债务置换的加码(第2轮确定又发行1万亿),使实际财政赤字率上升到2.5%以上。与此同时,国家利用开发性金融来弥补财政缺口和缺位并加快财政的拨付使积极财政政策定位更为明确;四是通过全面放松限购、限贷、营业税减免以及部分区域政府购买商品房转为保障住房等举措,大幅度调整房地产政策,鼓励自住型和改善型住房需求的释放;五是利用简政放权和各类结构性减负措施,大幅度降低企业负担。例如,降息使企业贷款利率下降了80多个基点,为企业节省利息支出3000多亿;取消或暂停征收企业12项收费,对小微企业免征47项收费等多项措施每年可减轻企业负担400多亿元;各地区取消、停征、减免的涉企行政事业性收费和政府性基金项目共计600余项,每年可减轻企业负担超过1000亿元;国务院折旧新政为A股公司首年可减税2333亿;六是从政治问责和行政督导层面来逆转目前地方政府懒政、庸政、怠政的“新常态”;七是大规模采取创业创新促进政策,强化对于战略性新兴产业的扶持。

这些举措开始在6月份开始收到成效。

一是工业景气状况得到局部逆转,PMI出现回升。5月PMI指数达到50.2%,已连续3个月超过50枯荣线,连续3个月小幅回升。这意味着制造业景气开始逆转。1—5月制造业投资累计增速10%,比1—4月回升了0.1个百分点。

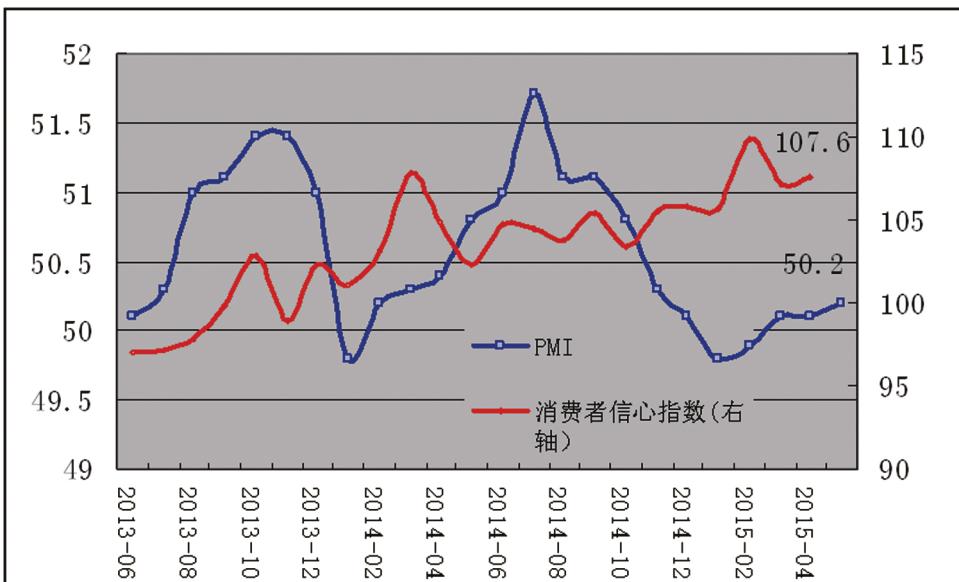


图 28 部分先行指数回暖

二是房地产市场销售逆转, 房地产市场整体触底的迹象十分明确。5月单月, 全国销售面积同比增长15%, 销售额增长24.3%, 比1—4月各参数的累计增速分别提升了19.8个百分点和27.4个百分点, 销售的逆转直接导致房地产资金回流出现逆转, 1—5月份房地产开发企业资金累计增速分别比1—3月和1—4月回升了1.3个百分点和0.9个百分点。这促使局部区域的投资开始出现逆转, 其中一线城市最为突出。

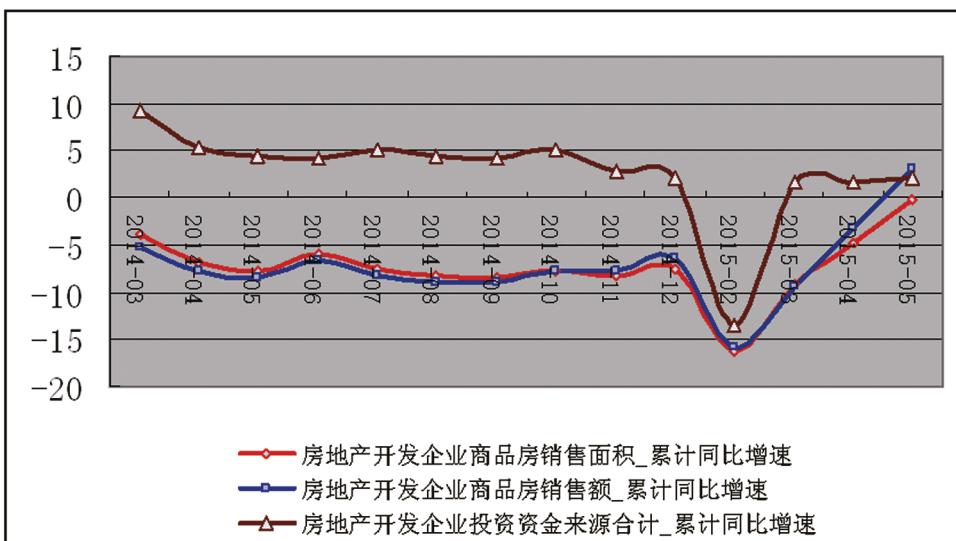


图 29 房地产市场出现触底反弹迹象

三是消费者信心保持高位水平。4月消费者信心指数达到107.6,比去年同期回升2.8个百分点,呈现出趋势性上升。

但值得注意的是,这些指标的变化不宜进行过度解读,它们仅仅意味着经济下滑开始止跌,经济短期探底的迹象开始出现,但宏观经济是否出现稳健的反弹,还需要进一步巩固其基础。

### 第三部分 中国宏观经济面临的核心问题和新风险

从上面 10 大特征可以看到，2015 年上半年，总体上处于趋势性的回落和周期性下滑的阶段，各类宏观总体指标下滑较为明显，并超越市场的预期，大有开启新一轮萧条的迹象。与此同时，结构性调整进一步深化，使低迷中存在繁荣，萧条还有泡沫，转型中存在新的生机和新的动力，回落中触底迹象开始出现。

上述这些新特征和新表象同时蕴含着大量新的问题和风险。这些风险除了 2014 年 4 季度报告我们关注的“服务业景气变化”、“企业绩效恶化”、“就业质量下降”、“债务风险上扬”、“房地产周期调整”<sup>①</sup>等风险和问题以外，2015 年还有以下几个更为深层次的问题和风险。

**1、趋势性力量与周期性力量的叠加，使中国宏观经济面临失速的风险，部分区域和部分行业超预期的塌陷导致中国经济的脆弱性步入新的阶段，未来有效需求不足和局部问题的恶化随时可能触及中国经济社会发展的底线。**

2015 年上半年中国宏观经济最值得警示性的风险在于：1) 名义 GDP 增速仅为 5.6%；2) GDP 平减指数持续两个季度为负；3) 包括东三省在内的局部区域名义 GDP 增速为负，财政增速为负；4) 包括钢铁在内的部分行业大面积亏损。

名义 GDP 增速高达 2.6 个百分点的快速回落意味着中国经济形势已经发生质变，意味着经济运行已经偏离了过去的轨迹。考虑中国结构性分化等因素，这种 GDP 名义增速也必然意味着局部区域和行业的崩溃。

而 GDP 平减指数连续 2 个季度为负就意味着中国宏观经济“新常态”已经打破了过去 4 年中一个典型特征——“GDP 增速持续回落，但价格水平保持稳定”。这标志着中国经济回落的核心力量开始从以往趋势性因素大幅度向周期性因素转变，由供给性因素向需求性因素转变，总供给与总需求的失衡已经全面显化，通货紧缩的压力正在加剧。

导致这种超预期的状况的出现很重要的原因就在于我们对于中国新常态的理解还流于表象，使很多战略和政策定位出现系统性的偏误。这集中表现在：

**第一、过于将经济下滑的因素归结到人口红利、改革红利、工业化红利、全球化**

---

<sup>①</sup> 参见 2014 年 4 季度中国宏观经济报告：步入攻坚期的中国宏观经济。

红利等中长期趋势性因素之上,认为中国经济下滑是潜在增速下滑的产物,因此在政策定位上过分采取自然主义,认为只要保持改革和结构调整的力度,中国经济将会自然地向一个先验的潜在水平逼近,自然地由高速增长回归到中高速。这种取向从根本上忽视了中长期的趋势变化在本质上依然是短期的叠加的产物,潜在增速的变化不仅与人口等参数有关,更与我们短期失业的控制、投资领域的选择、有效需求水平的调控有密切性的关系。这就是宏观经济学最新发展的一个重要成果——“持续的短期需求不足将自动创造中长期供给的下滑”,即萨伊定律逆否命题,该命题说明的是,只要需求不足在一定时期内持续存在,它必定通过人力资本的加速折旧、物质资本形成速度的下降、金融效率的弱化以及内在结构性扭曲的加大使潜在增长速度出现跟随性的回落。潜在产出水平并不是一个与短期因素无关的、先验的标杆。

2008—2012 和 2012—2014 年中国宏观经济政策定位就是在过度能动主义和无为主义之间两个极端摇摆的案例。这 6 年来,中国宏观调控从过度强调有效需求不足和危机管理向过度强调潜在供给能力下滑和结构性改革转变,其结果是,宏观经济政策完全难以适应形势变化的要求,反而成为宏观经济波动的根源之一。

事实上,任何一次经济危机和危机调整都是总量因素与结构性因素、趋势性因素和周期性因素叠加的产物,按照我们对于目前潜在产出缺口的测算,2012—2014 年中国产出缺口并非像很多学者所言的趋近于 0,而是高达 -1.8 个百分点,比 2000—2007 年回落了 2.4 个百分点,比 2008—2011 年回落了 1 个百分点。中国宏观经济在潜在产出回落了 1.5 个百分点左右,负向产出缺口进一步扩大了。这种测算可能决定了中国宏观经济的治理一方面要用结构性政策来缓解潜在产出水平下滑的冲击,另一方面要用需求管理政策对冲产出缺口的扩大,更为重要的是要采取能够兼顾周期性问题和结构性问题的兼容性政策。

表 5 中国实际 GDP 增速与潜在 GDP 增速的对比

	1979~1989	1990~1999	2000~2007	2008~2011	2012~2014
实际 GDP 增速	9.54	10	10.51	9.65	7.58
潜在 GDP 增速	9.67	9.74	9.87	10.82	9.37

第二、低估了结构性改革带来的短期冲击,忽视了经济结构的调整、政治版图的重构和社会改革的重启对于宏观经济政策传导机制的影响,从而高估了传统框架中的各类政策工具的效果。事实上,从 2012 年到现在中国“微刺激”常态化,但其效果却处于

强烈的递减区域,地方政府在政治新常态的作用下庸政、懒政和怠政现象十分严重,导致增长的传统发动机基本熄火,产业政策、财政政策和货币政策都失去了抓手。

**第三、低估了中国在大转型中的区域性差异和结构性差异,平均用力反而导致宏观经济在结构性和区域性张力之中出现整体性问题,局部坍陷带来强烈的“连带效应”。**宏观管理中的短板决定的“木桶效应”在目前已经强烈出现。

**第四、过度强调了中国新常态的中国特色,把很多问题简单归结到中国的一些特色性因素之上**,例如中国人口问题、中国的信贷问题、中国阶段问题等因素之上。但事实上从世界视野来看,很多中国变化都是世界变化的一部分,都与世界变化具有一致性。这种认识就很可能忽视世界经济周期、技术周期、债务周期以及不平衡等结构问题调整的规律,一味从中国特色出发,导致很多调整出现南辕北辙的结果。

如果我们从世界视角来看待目前中国宏观经济指标的几大变化,我们会清楚地看到中国新常态的中国特色并非那么明显<sup>①</sup>,处理中国新常态问题需要世界视角。

1)与世界贸易增速的近期变化进行比较,可以惊奇的发现,我们出口增速明显优于世界总体的出口增速,1季度我国出口增速高出世界出口增速4.6个百分点,而进口增速在与世界基本同步的同时更显疲态。因此,我们不能通过简单的历史比较把中国贸易的增速下滑归结到“中国竞争力大幅度下滑”这个伪命题之上,而应当从全球不平衡逆转和全球贸易超调等角度来考虑。这在很大程度上决定了目前我们从减税、增加补贴和扶持破产外贸企业的贸易促进政策存在方向上的偏误。

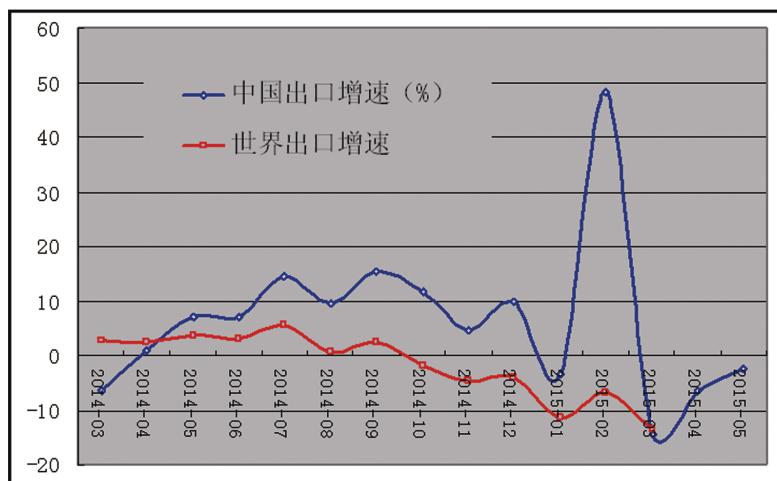


图 30 中国出口增速优于世界水平

<sup>①</sup> 中国宏观经济报告 2013 年第 4 季度对这个问题有深入研究和说明。

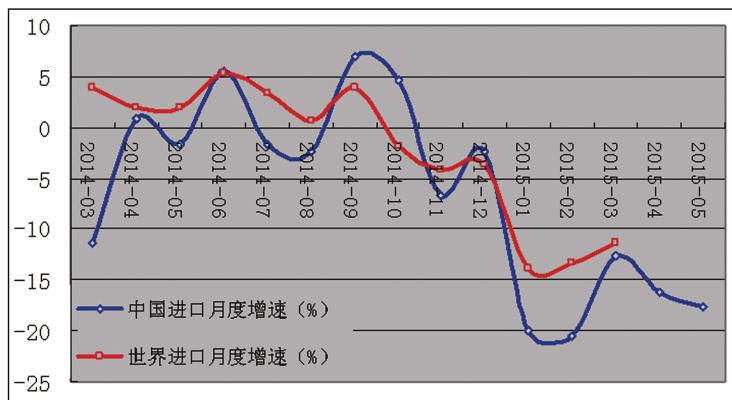


图 31 中国进口增速基本与世界同步

2)与世界投资增速进行深度比较,我们也发现,不能简单地把中国投资增速的下滑完全归结到中国体制性因素之上。因为中国的投资增速回落的幅度大大小于世界各国的平均水平,小于新兴经济体的平均水平。如图所示,世界投资增速从 2009 年的 14.64% 回落到 2014 年的 2.77%,预计 2015 年下滑到 -2.42%;发达国家的投资增速从 2009 年的 8.94% 下滑到 2014 年的 2.91%,预计 2015 年下滑到 -4.26%;新兴与发展中国家从 2009 年的 22.61% 回落到 2014 年的 2.61%,预计 2015 年下滑到 -0.57%;于此同时中国投资增速从 2009 年的 23.83% 回落到 2014 年的 15.3%,预计 2015 年仅为 11.7%。因此,相比而言,从 2009—2014 年后危机期间,世界、发达国家、新兴与发展中国家以及中国的投资增速分别回落了 11.87、6.03、20 和 8.53 个百分点。如何解释世界投资同步大幅度下滑这种现象?可供选择的答案不是中国因素,而是世界性的投资超调,世界超级债务周期以及世界经济再平衡。

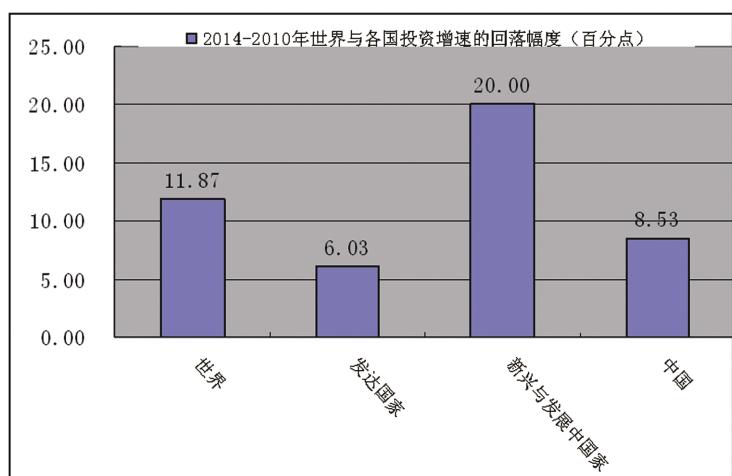


图 31 中国投资增速回落并不十分大

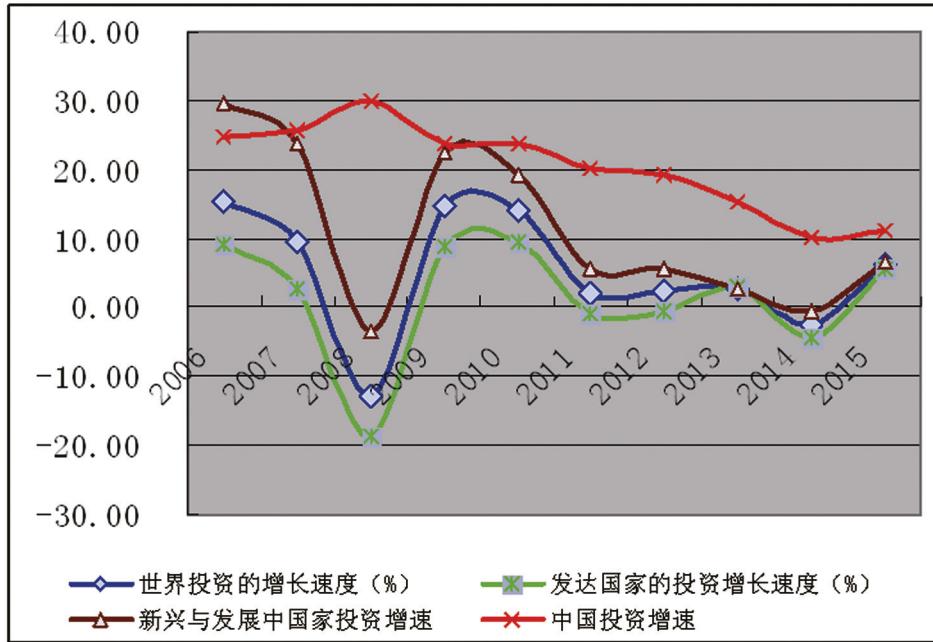


图 32 各国投资增速比较

如果更进一步考察世界投资率(投资与 GDP 之比)与储蓄率之比,可以清楚看到,世界目前处于投资存在严重不足,2011—2015 年世界投资缺口占 GDP 比重达到了 0.41、0.62、0.70、0.54、0.40 个百分点。

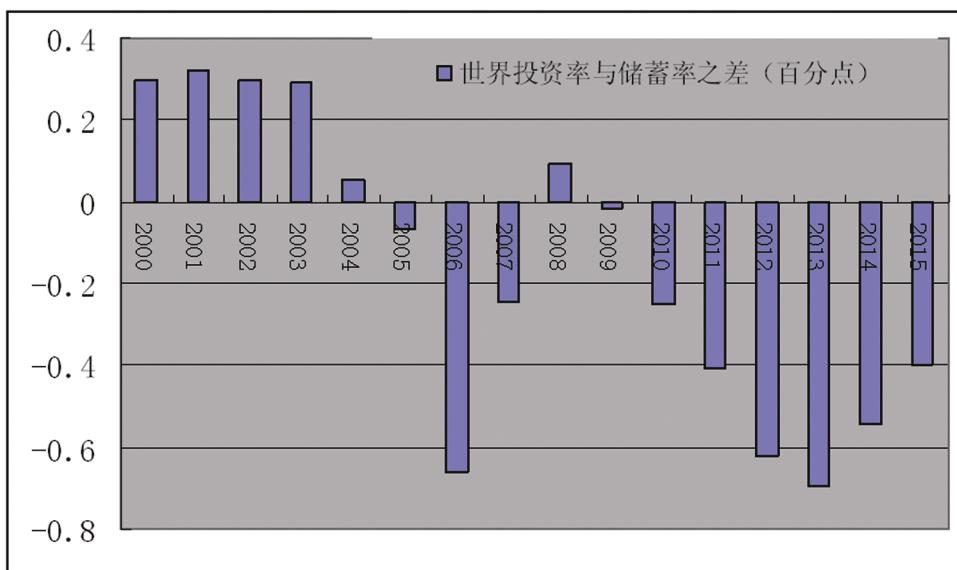


图 33 投资不足是后危机时代的世 现象

因此,中国在促进投资方面需要世界视野,需要从世界超级债务周期角度、世界投资周期的角度以及技术周期的角度来确定中国投资的规模、力度、范围以及投资的方式。

3)进一步考虑世界资本市场的表现,我们会发现,很多国家都在企业业绩下滑、宏观去杠杆和修复资产负债表的过程中出现股市快速上升,甚至出现泡沫,都在股票市场的融资功能在分流流动性的进程中发挥股票市场的融资功能,以达到去杠杆、减负担的作用。例如全球 MSCI 指数在过去 4 年多提升了 30%,美国 S&P500 提升了 67.5%,日本提升了 1 倍多,而中国上证综合指数提升了 73.5%。如果从这种视角来看,也许正如 Summers(2013,2015)在“长期停滞”(secular stagnation)理论所阐述的那样,局部泡沫可能是医治总体债务困境的好办法。所以从世界角度来看,目前中国采取的大腾挪和大置换战略思路并非没有实践的参考面和理论的基础。

表 6 后危机时代各国股票指数都在上扬

股票指数	2010	2011	2012	2013	2014	2015.5
全球 MSCI	331	300	340	409	417	435
高收入国家	1280	1183	1339	1661	1710	1779
美国 S&P500	1258	1258	1426	1848	2059	2107
欧元区 S&P350	1124	1005	1143	1339	1382	1630
日本 Nikkei225	10229	8455	10395	16291	17460	20563
中国上证	2939	2536	2269	2261	3239	5100

2、过快的债务增长以及企业债务和地方政府债务过高的问题在 2015 年开始与生产领域的通货紧缩相叠加,导致“通缩与高债务效应”出现,局部风险恶化和蔓延的程度随时可以加剧,对宏观经济带来的内生性紧缩效应也将更为严重。

按照我们的估算,中国总体债务与 GDP 之比从 2008 年的 153%持续上升,到 2013 年达到 231%,预计到 2014 年和 2015 年将分别达到 242% 和 252%。而其中最值得关注的并非政府的债务率水平过快的增长,而是企业债务率增长过猛,并大大超过 90% 的警戒线。2008 年企业债务率为 96%,而到 2013 年就达到了 157%,提升了 61 个百分点,估计到 2014 年和 2015 年将分别达到 169% 和 179%。这导致

政府和企业的财务成本负担在 2015 年将大幅度的上扬，假定 2015 年各类借款的加权利率为 7%，那么企业利息支付将占 GDP 的 12% 左右，而政府将达到 3% 左右。

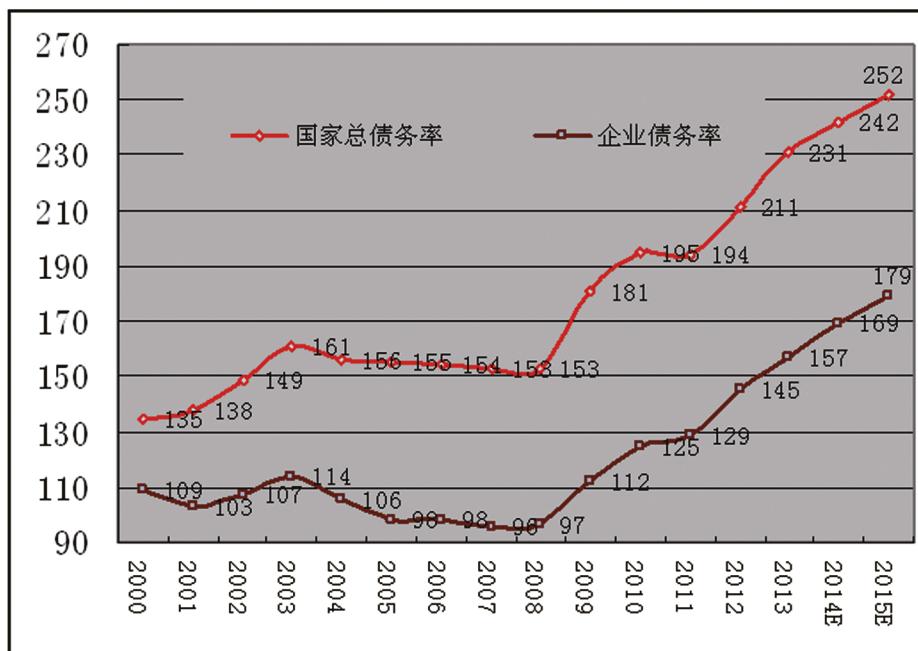


图 34 中国债务率增长过快



图 35 利息支付占比过高

这种债务负担将在 2015 年出现新问题和新风险。这就是生产领域的通货紧缩与高债务率产生叠加效应，直接导致企业和地方政府的实际负担成本大幅度

上扬。

对于生产企业而言,2014年底和2015年初企业债务加权利率在8%左右。虽然2015年实行了三次降息,使融资成本降低了80个基点,但是企业的销售价格却下滑了4.6%,比去年同期下滑240个基点(2.4个百分点),因此,实际融资利率反而提升了160个基点,财务负担所挤压的利润空间超过了10%。这也是2014年4季度到现在企业亏损面和亏损额大幅度提升的核心原因之一。2015年1—4月累计亏损单位数同比增长9.3%,比去年同期上升了7.4个百分点,亏损额累计同比增速达到15.2%,比去年同期上升了3个百分点。



图 36 企业亏损面扩大

对于政府而言,这种负担将导致很多地方政府出现财政困局,甚至基层政府出现支付问题。按照我们的测算,如果没有制度的大调整,2015年地方政府付息规模将达到1.61万亿,还本付息总额将达到5.86万亿。这对于目前地方政府而言,是一个沉重的压力。因为2015年由于GDP增速的下滑、房地产市场的疲软以及规费体系的改革等因素将使地方收入水平进一步收紧。按照目前的测算,2015年财政增速估计在6%左右,而土地出让金的增速可能处于-5%到-10%的区间。虽然债务置换和地方债发行等举措可以缓解很多问题,但2015年地方政府从总体而言将面临10%左右的资金缺口。考虑不同区域之间的差异,对于债务率过高的城市在2015年陷入债务困境也将是必然的。

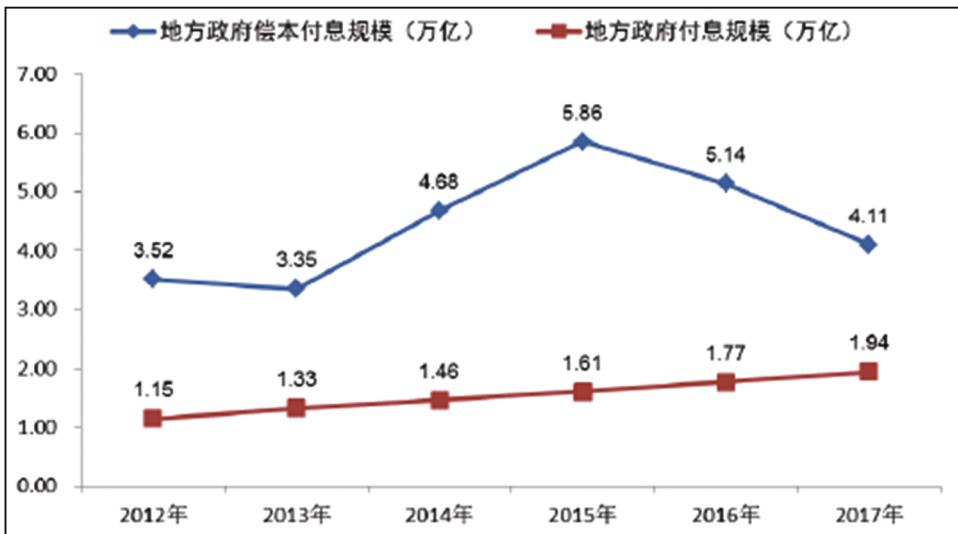


图 37 地方政府还本付息规模在 2014—2015 大幅度上升

上述的判断基本被 2015 年以来的各种信用违约事件所证实。进入 2015 年，信用违约事件更为频繁，在中小企业私募债违约为主体的基础上，违约主体开始向大型企业和国有企业扩展，“担而不保”现象也在全面蔓延。另据银河证券统计，从去年 4 月份到现在一年的时间，共有 575 支债券被降级，具体分行业来看，发行主体被降级的债券主要集中在采掘、钢铁、机械设备等落后产能聚集的行业。不过，需要说明的是，在 2014 年以前，公募债券一直未出现过利息、本金实质违约的案例。但 2015 年出现了格局大的变化，“ST 湘鄂债”成为国内首例在公募债券市场上的本金违约债券，“天威债”成为首只国有企业在公募债券市场上的违约债券。这标志着中国风险全面向深度纵深。

上述这些加速性的变化是由于我们低估了生产领域“通货紧缩—高债务效应”对于宏观经济和微观主体的冲击。很多人都认为 CPI 没有为负，宏观经济就没有问题，PPI 为负主要是由于石油价格下滑导致的，不仅不会带来企业困难，反而使企业成本下降更快，不会出现系统性的问题。

但这种认识存在以下几个致命的问题：1) 对于生产企业而言，特别是工业企业而言，其价格水平对应的是工业品出厂价格指数，而不是 CPI；对于整体国民经济而言，对应的是 GDP 平减指数，也不是 CPI。如果企业贷款利率下降的幅度低于 PPI 下降的幅度和 GDP 平减指数的幅度，那么整个生产领域和国民经济的实际利息负担就上升了，如果名义利率水平高于名义 GDP 增速就意味着即使没有新增债务，该国的债务率和杠杆倍数依然在上升。2) 通货紧缩产生的最大冲击不是对当

期财务的冲击,而是对未来财务的冲击,即导致各类企业对于未来利润预期和现金收益预期大幅度下滑,从而导致企业在存货投资、贷款融资以及生产扩张等领域出现大幅度收缩,这种收缩一旦形成将产生强劲的正反馈效应,导致债务累计速度和外溢效应加大。例如1—4月规模以上工业企业存货资金占款增速8.6%,比去年和前年同期分别下降了4个百分点和4.7个百分点,而应收款同比增速为3.4%,比去年和前年同期分别下降了5个百分点和4个百分点。这些数据也正应验了宏观经济学通常所言的周期波动加速器“投资—存货—销售欠款”加速器已经发生反向作用了。3)如果这些价格的变化传递到土地和房地产等领域,那么由于抵押品的杠杆效应,这些价格下滑带来的财务效应和宏观经济运行的收缩效应更为猛烈。

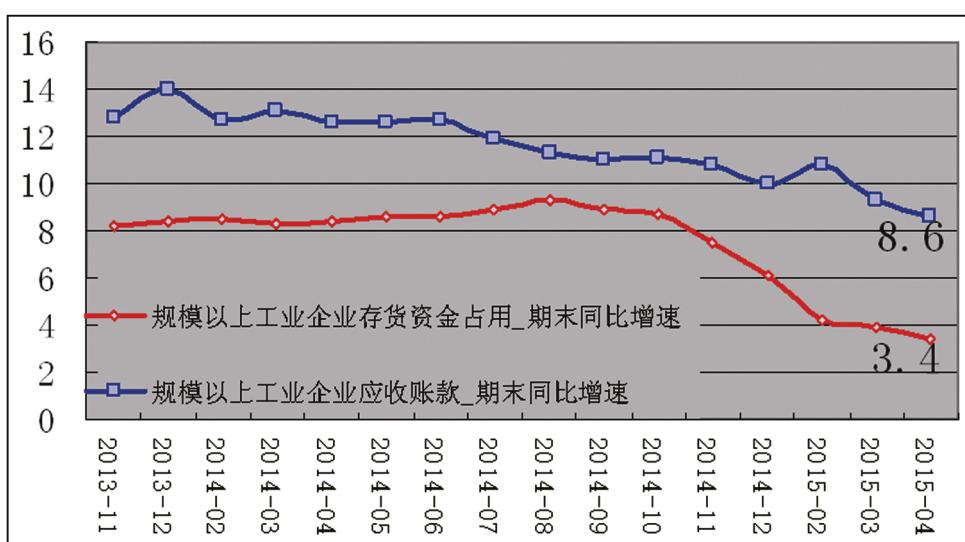


图 38 财务收缩效应近期明显

### 3. 政治经济环境的变异导致传统宏观调控政策的传递机制发生变异,传统的宏观经济政策失灵问题十分严重。

传统宏观经济政策通过产业政策、投资闸门、信贷闸门、土地闸门以及财政政策等措施来调控宏观经济波动,使中国在过去经常出现“一放就乱,一抓就死”的局面,宏观经济政策的调控效果十分明显。但自2014年以来这些政策调控的宏观效果却并不明显。这一方面与投资和刺激的边际效应递减有关,但更重要的是由于各种宏观环境、政治经济生态以及社会结构的变化导致传统宏观经济政策失灵。

第一、由于地方政府以及职能部门的庸政、懒政现象以及财税体制改革的衔接期等因素,2015年积极的财政政策不积极,紧缩效应十分明显。

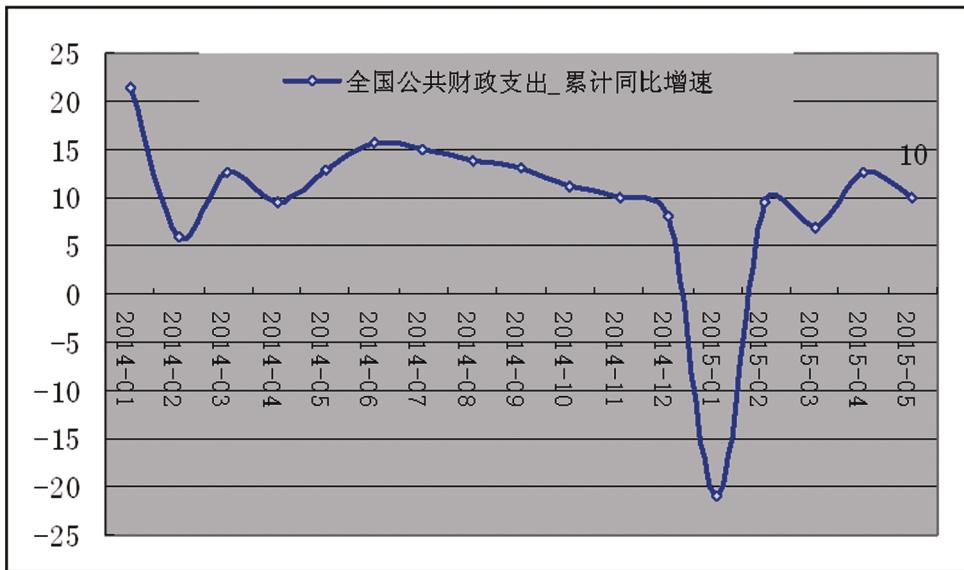


图 39 财政支出的提升不十分明显



图 40 用于投资的国家预算增速并没有持续提高

财政政策名义积极但实质紧缩体现在 3 个方面：一是支出速度没有明显提升。1—5 月的全国公共财政支出增速为 10%，比去年 1—5 月的增速分别下滑了 2.9 个百分点。如果考虑政府对于土地出让金减少，各类政府开支的幅度比以往出现了更大幅度的下滑。二是由于受制于各类政府收入增长的下滑，对于投资的支持出

现明显放缓,1—5月固定资产投资资金来源中预算内资金的同比增速为10.3%,比去年同期反而下降了9.4个百分点。三是从财政存款来看,到2015年3月底的财政存款为34356.4亿元,比去年同期增长10.6%,由于财务监控收紧等原因,财政拨付和使用的进度比预期要慢。

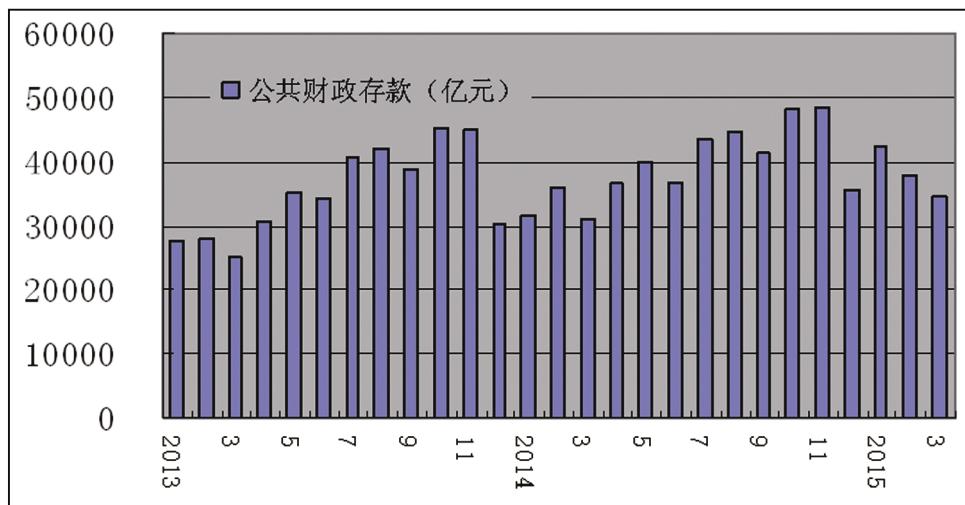


图41 财政存款高位运行

第二、由于实体经济的贷款需求以及商业银行的风险控制,导致当前定位的稳健的货币政策不稳健,货币条件指数紧缩,金融对于实体经济的渗透性大幅度下降,货币政策明显偏紧。

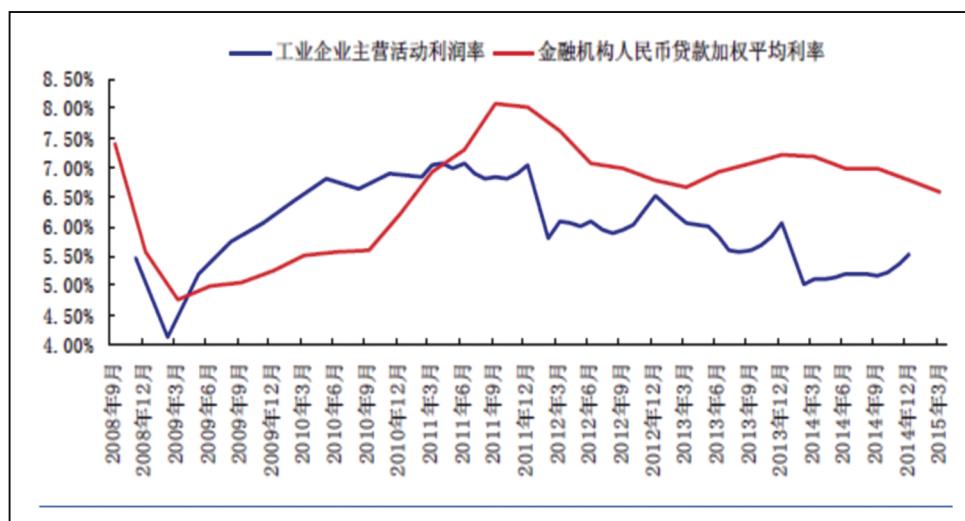


图42 利率与利润率持续倒挂

首先,总体货币政策定位于实际宏观经济状况不匹配,货币政策总体偏紧。这集中体现在以下几个方面:1)按照 IMF 的测算,目前中国产出缺口为 $-0.96\%$ ,而信贷缺口为 $-0.17\%$ ,货币条件指数偏紧。2)虽然信贷增速保持在 $14\%$ 左右,但 M2 增速收缩明显,社会融资下降幅度过大,达到 $-19.7\%$ ,资金增长与正常的社会经济运行不匹配;3)资金价格指标依然偏高,没有起到很好的财务成本削减的作用。按照前面的测算,目前贷款利率虽然有所回落,但是实际利率依然偏高,企业的财务负担并没有得到根本性的缓解。企业利润率较银行贷款加权利率要低 100 个基点左右。

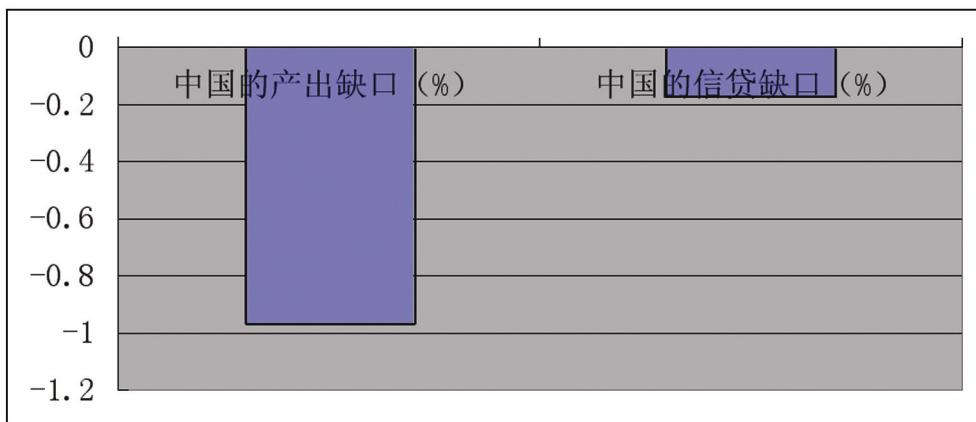


图 43 IMF 测算的产出缺口和信贷缺口

其次,货币政策的传递效率大幅度下降。这集中体现在以下几个方面:1)短端利率虽然有所回落,但长端利率却没有明显的回落。例如目前 10 年期国债收益率基本变化不大,维持在 $3.6\%$ 左右,1 年期拆借利率在 3 月反而反弹了 50 多个基点;2)官方利率回落,但民间融资利率却保持较高的水平,例如温州民间 1 年期贷款利率平均水平依然在 $23\%$ 左右;3)由于企业对于未来收益预期的大幅度下滑等多重原因,大量信贷被用于借新还旧和金融性投资,用于固定资产投资的信贷大幅度收缩。1—5 月,金融机构发放的各项贷款余额增速为 $14\%$ ,比去年还提升了 0.1 百分点,但国内贷款用于固定资产投资的增速却从去年 1—5 月的 $13.5\%$ 下降到今年 1—5 月的 $-6.3\%$ ,下滑幅度达到 19.8 个百分点。金融服务实体经济,转化为有效需求的能力大幅度弱化。



图 44 同业拆借利率没有较大的变化

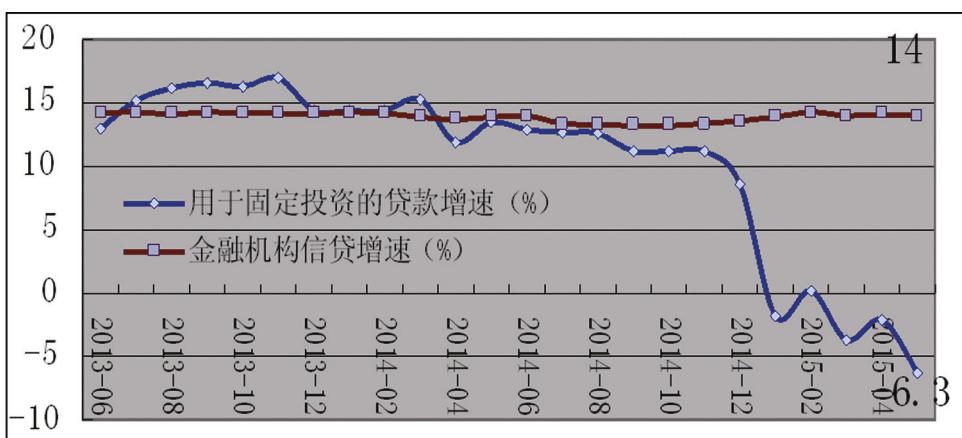


图 45 信贷对实际投资的渗透性越来越弱

第三、由于财政紧缩、地方政府行为的变异以及投资收益的下滑等原因，传统项目投资产生的刺激效率大幅度下降。这体现在几个方面：一是项目投资力度一直很大，但项目的资金到位率、项目的开工率等十分缓慢。二是大量项目对于国民经济的拉动效应越来越弱，特别是基础设施项目、环保项目虽然在中长期与未来的产业投资有很好的外部经济，但短期内作用不大，特别是当路越修越偏远、市政建设越修越深的时候，投资的拉动效应大幅度下滑。三是投资基数越来越大，要维持增速所需要的资金规模越来越大，在目前财务约束越来越紧的状况下，增速难以在中期得到维持。例如去年 4 季度国家审批项目高达 4000 多亿，到今年 1—6 月，国

家虽然密切批复了 34 项基本建设项目,投资规模超过 7000 亿,但中央项目和地方项目投资的增速依然处于下滑状态。其核心在于到 2015 年全国固定资产总量将达到 56 万亿,保持过去的速度冲击,需要的增量更大。这就导致总量的提升难以等价于速度的提升。四是由于传统政商关系的恶化和变异,政府资本、官僚资本和民间资本之间的利益共同体被打破,而新的合作关系和信任关系又没有构建起来,导致政府资本难以大规模启动民间资本。

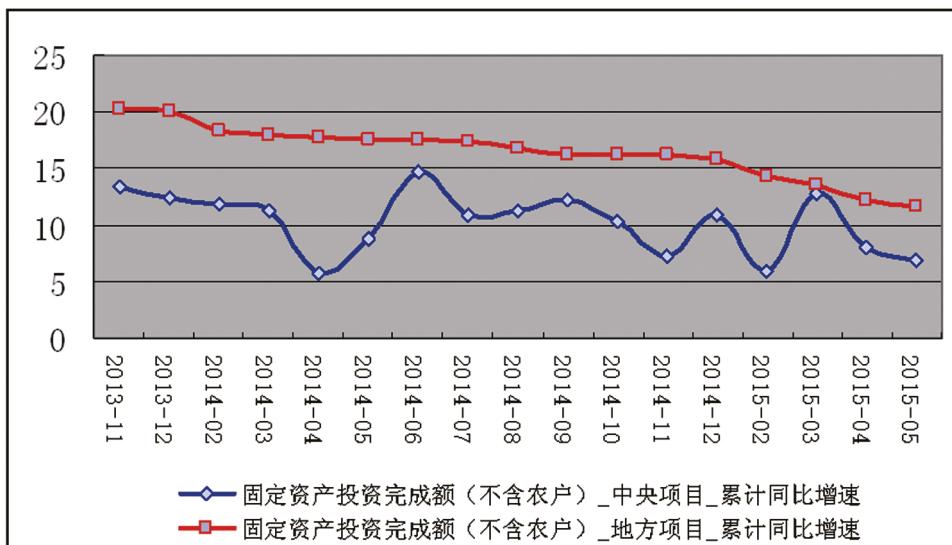


图 46 项目投资难以出现增速反转

4、利用大腾挪来实施“宏观去杠杆”,利用股市繁荣来达到启动经济,对冲生产领域的低迷,虽然是顺应潮流的、恰当的战略选择,但依然会带来巨大的风险。能否有效地驾驭这些风险,不仅关系到宏观去杠杆的成败,同时也对宏观经济的稳定性会带来巨大的冲击。

第一、利用融资融券等杠杆手段来提升股市的景气,会带来巨大的泡沫。

1) 各类参数飙升太快,市场投机的情绪过度高涨。例如 1 季度新增长股票账户同比增长 433%,一周新开户最高纪录达到 440 万户,其中 62% 是 80 后的青年人,每天平均 300 多家股票涨停。

2) 股市投资的杠杆过高。目前两融余额在 6 月达到 2.24 万亿,占流入资金的 20% 左右。同时,场外配资的比例可以高达 1:5。这种用杠杆来炒作股市的方法直接导致中国股市在宏观上的脆弱性。因为融资杠杆与强行平仓制度直接会导致股市下降的速度远远高于上涨的速度。

3)从市盈率(P/E)来看,除了上证 A 股市场外,深证 A 股、中小板和创业板都存在不同程度的泡沫。目前上证 A 股市盈率(TTM)(5 月 27 日数据,当天收盘 4941.71 点)21.66 倍,这一数据对应的年收益率大约是 4.6%;沪深 300 的市盈率只有 18.01,这一数据对应的年收益率大约是 5.6%。对比目前市场上的大约 2.5% 左右的无风险利率(1 年期定期存款),应该说上证 A 股和沪深 300 的股票是不存在泡沫的。但深圳 A 股存在一定程度的泡沫,目前市盈率达到 73.62,是 2000 年以来的第二高点。这个市盈率对应的年收益率大约是 1.4%,已经远远低于市场无风险收益率水平。目前中小板市盈率(TTM)达到 86.97,创历史新高,这一市盈率对应的年收益率大约是 1.15%;而创业板市盈率(TTM)高达 144.12,也创历史新高,这一市盈率对应的年收益率大约是 0.7%。因此,中小板和创业板存在显著的泡沫。

表 7 各种假定增长率下的中小板和创业板的动态市盈率

5 年的当前动态市盈率	增长率 15%	增长率 20%	增长率 25%	增长率 30%
中小板	43.24	34.95	28.50	23.42
创业板	71.66	57.92	47.23	38.82

4)当前上市公司净利润的增长状况不足以支持当前的股价上涨。虽然,不同专家对于股市上涨提出了不同假说,但上市净利润的增长状况依然是决定企业中长期股价的核心因素,正如前面分析所言 2015 年整体上市公司的净利润将处于负增长状态,很多行业的利润率将跌破 0%,而目前股价的普遍上扬,必定会引发中期的大调整。特别是从不同增长率所得到的 5 年当前动态市盈率也说明中小板和创业板的中期调整是必然的。

## 第二、股市在短期的快速回落所带来的宏观冲击将大大超越以往的水平。

一是直接导致股权融资计划踏空,导致通过“宏观债转股”实现降低中国债务率和杠杆率的战略失败。2014 年 A 股市场累计融资约 7600 亿元,是 2013 年的约 2 倍。其中 IPO 约 600 亿元,增发和配股融资约 7000 亿元。而 2015 年 1—5 月的 IPO 就达到 824 亿元,定增融资达到 3425 亿元。这就是说,今年 1—5 月份股市融资高达 4249 亿元,已经占到去年全年股市融资的 56%,这对于降低企业财务杠杆起到了关键性的作用。按照目前的初步统计,截止 6 月初,今年以来沪深两市共有超过 500 家上市公司累计发布定增方案涉及的融资金额超过 1.5 万亿元,超过 2014 年全年 709 家公司的 1.32 万亿元定增方案。如果股市出现暴跌,这些定增方

案落空,那么涉及的股票融资很可能缩水 5000 亿左右,导致社会融资总量少增长 4 个百分点左右。这对于目前流动性对实体经济的渗透性下滑,金融难以服务实体经济的低迷状况无疑会雪上加霜。

二是财富效应的破灭,可能导致下半年和明年的消费增速明显回落。高盛的近期研究表明,大部分基于美国样本的分析估算显示,股市财富对于未来 1 年消费倾向的边际增长约为 3%。假设我们对中国使用相对保守的 1% 的比例,这意味着未来 1 年消费有望增长人民币 1400 亿元,这对于居民消费的提振为 0.6 个百分点,对 GDP 的提振为 0.2 个百分点<sup>①</sup>。2015 年 6 月初,中国股市总市值和流通市值均是 2014 年底的 2.3 倍,整个社会的股权财富增长了 130%,财富效应带来的消费效应将是非常显著的。

三是结构性调整可能受到较为严重的打击,特别是“大众创新,万众创业”的战略可能受到较大的冲击。因为目前通过中小板和创业板以及计划筹建的战略性新兴创业板,很多股票融资流向了中小企业和创新型企业。股票的崩溃必然首先从创业板和中小板开始,它不但会使很多企业前期的投资扩张变为“烂尾工程”,更为重要的是它会使这一轮崛起的创新型人才背负过度的债务,打击全民创新和创业的信心。

因此,如何驾驭目前中国这个脆弱的宏观杠杆支点,如何在完成股票市场战略性融资和制度完善的同时,保持股票市场相对平稳的运转,已经成为当前宏观调控的核心任务之一。事实上,下半年,宏观经济的触底反弹、宏观政策的再次微调、IPO 规模的全面放量、房地产市场的超预期回升都会触动中国股票市场脆弱的神经。

---

<sup>①</sup> 高盛: A 股牛市乃稳增长神器, 或助 GDP 提振 0.7 个百分点。 <http://finance.sina.com.cn/stock/marketresearch/20150506/201522120445.shtml>

## 第四部分 2015—2016 年经济展望

面对 2015 年上半年所出现的 10 大特征和 4 大深层次的问题与风险,未来经济在中短期将如何变化呢?

一、从周期角度来看,2015 年不是本轮“不对称的 W 型”周期调整的第二个底部,世界经济周期、中国房地产周期、中国的债务周期、库存周期、新产业培育周期以及政治经济周期决定了 2016 年中期才能出现坚实的触底反弹。



图 47 中期视角下的中国 GDP 增速

这种判断来源于以下几个方面:

第一、按照 IMF、世界银行以及 OECD 等机构的预测,世界增长的常态化要等到 2015—2016 年区间。但这些预测都假定了 2015 年美国货币政策将进行加息,如果考虑到美国延迟货币政策常态化,那么世界经济的常态很可能在 2016 年。这种常态化对于中国出口的常态化十分重要,由此估计中国出口增速常态化基本在 2016 年第三季度左右。

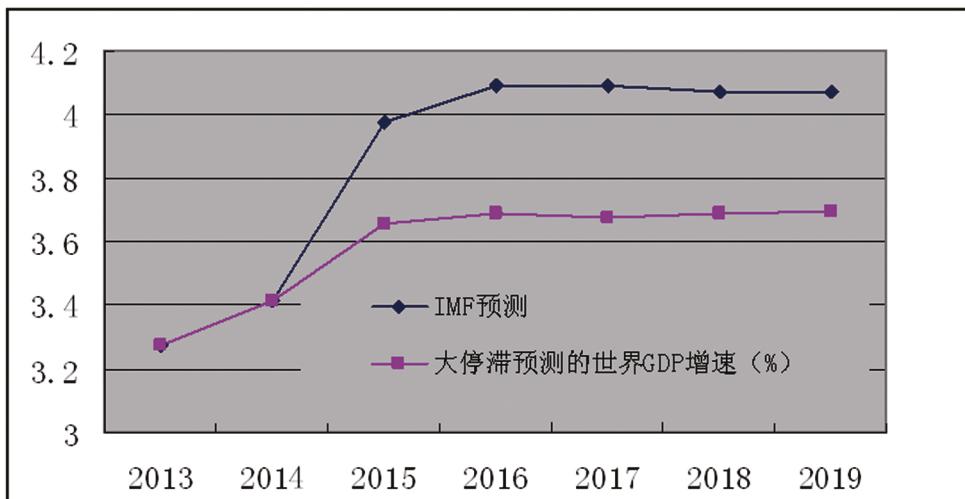


图 48 世界 GDP 增速的预测

第二、从中国房地产周期调整的模式来看,目前房地产销售指标已经触底,但影响宏观经济最为深远的房地产投资参数和土地购买参数要出现触底反弹应当在 2015 年 4 季度左右,因此房地产投资和房地产景气整体回升将在 2016 年中期使宏观经济全面触底反弹。

第三、从中国宏观债务来看,经过 2014—2016 年的去杠杆、宏观债转股、债务置换、资产证券化以及企业减负政策的实施,中国债务率的顶点基本上将在 2015 年出现,2016 年债务率将逐步下滑,从而使很多企业在 2016 年下半年财务困局得到缓解,从而使投资出现回暖,但力度并不会十分明显。如果 2015 年下半年进一步降低利率,使实际利率与长期充分就业的均衡利率(FERIR)之间的缺口缩小,那么投资需求的反弹可能会提前一些。

第四、从目前库存周期来看,2014—2015 年处于本轮库存周期的下行阶段。因为企业的债务率过高、市场价格紧缩以及投资预期收益下滑,使很多企业采取现金为王,尽可能减少库存投资。按照目前的推算,本轮去库存将在 2016 年 1—2 季度左右出现触底反弹。

第五、从目前相对价格指标的变化、新产业的增长以及新增长极的培育等情况来看,中国结构调整最艰难的时期将在 2016 年,2017 年新格局雏形将全面形成。例如中国相对价格自 2008 年以后继进行了持续的调整,形成了强劲的市场主导型结构调整力量。其中重工业与轻工业价格指数比价从 2011 年末起长期稳定在 0.95 左右,服务品与工业品之间的价格指数比价自 2011 年末起长期稳定在 0.98 左右,而中国贸易条件虽然还有个别月度出现波动,但在 2012 年之后基本稳定在 1.1—1.2 之间。这就是说,中

国市场主导的相对价格调整与相应的产业结构调整实际已经有3年多了,因此,新主导产业的崛起和实质性替代旧产业应当不远了。根据第二部分对于结构分析来看,战略性新兴产业逆势增长迅猛,转型成功的省市保持了前期高速增长的态势,基本没有感到经济的寒潮,大有引领中国未来经济增长的势头。

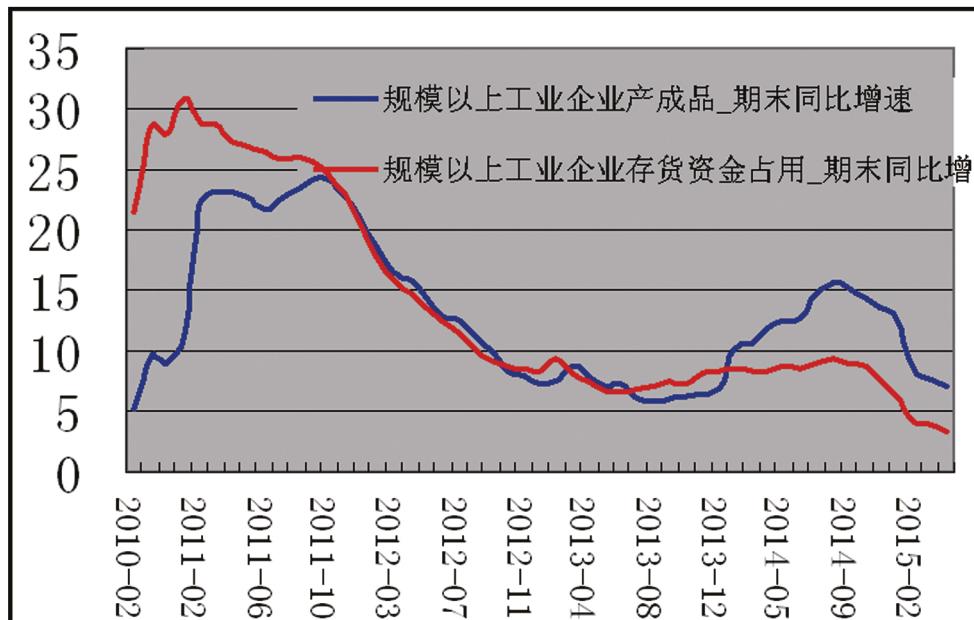


图 49 目前处于库存周期的下行阶段

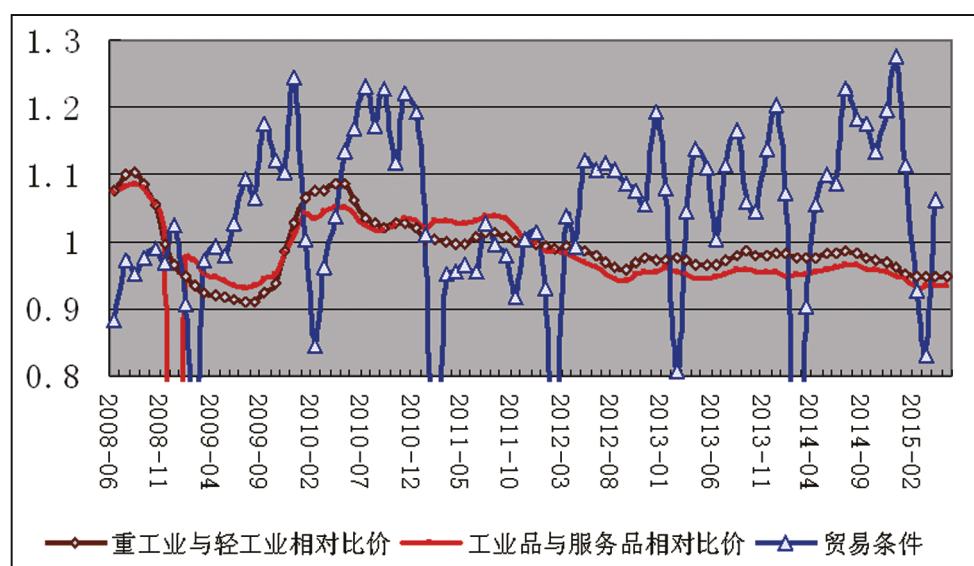


图 50 持续的相对价格调整

第六、按照中央深改领导小组的规划,中国各类大改革将在 2015—2017 年全面展开,因此,我们会看到 2014 年是中国全面改革拉开序幕的一年,2015 年是中国实质性改革全面展开、攻坚的一年,2016 年是全面改革深入的一年,而 2017 年基本开始全面协调、评估和收官的一年。那时,中国将渡过大改革带来制度的衔接期,第二次全面改革的红利将开始显化。

正式基于这些判断设定中期预测的参数值,我们会看到 2016 年 2 季度将出现本轮中期调整的低点,增长速度预计为 6.4%,到 2017 年经济增速出现小幅度回转,但产出缺口却出现较大幅度的收窄,名义 GDP 增速将保持稳定,经济运行出现相对宽松的迹象。

**二、从短期来看,在稳增长政策强力加码的作用下,2015 年 GDP 增速将在 3 季度触底,4 季度出现小幅反弹。但本轮反弹依然逃不出 2013—2014 年期间的几轮“微刺激”的命运,短暂而又轻微,2016 年 1 季度 GDP 增速将会出现又一次较大幅度的下滑,于此同时,本轮触底的各种迹象开始显露。**

但是还存在一个最大的风险妨碍 2015 年 GDP 增速 3 季度筑底,4 季度反弹的判断,这就是股市崩盘。触发这种现象发生的因素及其触发的时点主要体现在以下几个方面:

第一、上半年宏观数据提前触底的迹象更为明显,从而导致宏观经济调控当局对形势做出错误的判断,不持续采取新的宽松措施,甚至部分收回部分措施。这个时点主要发生在 7 月上旬。

第二、无节制的新股发行、增发和减持套现导致股市信心全面逆转。这个时点很可能出现在股市指数处于 5100 点左右。

第三、各项预期的改革没有按时推动,导致大家预期的“改革牛”和“政策牛”没有真正的改革举措、改革红利以及新的政策给予扶持,从而导致股市过早、过度地释放投机因素。例如国有企业大规模重组和资产证券化大大延迟。再例如注册制没有按时有序展开,没有有效地缓释股票市场的泡沫。

第四、房地产市场复苏的速度和幅度远远超过大家的预期,导致房地产市场快速吸引大量的流动性,导致股市崩溃。因为涉及 18 万多亿贷款存量、每年 8 万亿美元左右的销售、4 万亿左右的土地购买、9 万多亿的投资的房地产市场在其各种参数复苏之后将对每天交易额 2 万亿左右股市产生釜底抽薪的作用。

第五、在资本与金融账户大幅度放开之后,美国联储宣布加息,导致资本外流规模过大,从而引发国内资本市场过度动荡。这个时间点可能在 4 季度。

三、随着稳投资政策的各项举措全面到位并发生作用，股市持续高涨带来上市公司的资金效应得以落地，房地产市场的回稳带来房地产投资开始触底回稳，下半年将逆转投资增速快速回落的趋势，城镇固定资产投资增速预计在3季度触底之后出现反弹，全年增速预计为12.1%，比2014年回落3.6个百分点，2016年投资增速将持续回落。



图 51 投资增速预测

第一、从目前的审批的项目总量和计划开工的项目数来看，2015年下半年基建投资将在3季度和4季度保持较高的增速，成为扭转上半年投资下滑的核心力量。1—6月份发改委批复的各类项目投资额度接近8000亿，而各地在未来布局的稳增长投资项目也达到了2—3万亿左右，同时财政部和发改委所推介的PPP项目也达到2万亿左右。虽然这些项目规划期限较长，但考虑到国务院“稳增长”督导力度的强化，地方在基础设施方面的投资将在短期内上新台阶，如果预计基础设施增速将达到24%。这将导致新开工项目计划投资的同比增速在6月份触底反弹。

第二、从制造业投资来看，由于投资预期收益的大幅度下降，政府各种减负政策、投资优惠政策都难以起到根本性的作用，短期内全面复苏的概率很小，增速基本上在10%—12%区间波动。从目前统计的工业领域投资来看，只有2%的企业投资规模高于其总资产的3%。这就是说，98%企业所进行的投资只是折旧性的投资，而没有展开真正意义上的扩张性投资。因此，制造业投资在工业品出厂价格增速没有由负转正、工业企业利润增速没有停止下滑的环境中难以出现全面复苏。

第三、房地产投资按照目前各类参数来看,投资增速止跌的时点可能在 4 季度中期。但由于三四线城市库存太多,未来二手房存量释放规模较大,房地产投资在 2015 年大幅度上扬的概率不大,其投资增速很可能在回落到 0 附近然后回升。

第四、如果股市繁荣能够得到持续,上市公司可以有序从股票市场通过 IPO、增发、减持等举措获取资金,那么上市公司的财务困局可以得到大幅度改善,从而有利于下半年上市公司投资的改善。按照目前的估算,如果股市缓慢回升而不出现过度波动,那么 2015 年股市融资的规模将在 1 万亿—1.2 万亿的规模。

第五、由于服务业的景气程度有所回暖,服务业的投资速度可能还会持续回落。2015 年 5 月非制造业 PMI 仅为 53.2%,虽然位于枯荣线之上,但创了近 5 年的新低。这也直接导致服务业投资增速从 2013 年 2 月的 25% 持续回落到 2015 年 5 月以来的 12.2%。

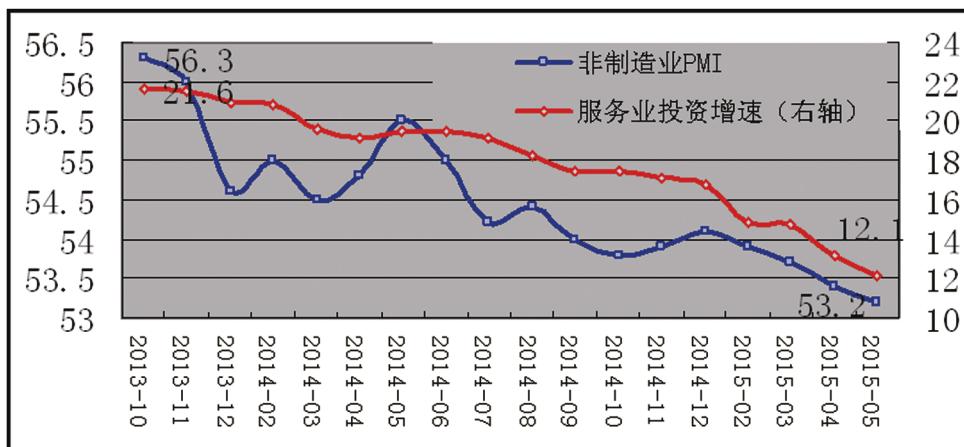


图 52 服务业景气和投资同步回落

综合考虑上述因素,我们可以得到稳投资的政策会收到一定的效果,但不会像以往那样立竿见影,也不会出现全面反弹的局面。

四、在收入效应、价格效应以及财富效应等多重因素的影响下,2015 年下半年消费增速将呈现小幅反弹,预计全年社会消费品零售总额同比增长 10.7%,比 2014 年回落了 1.3 个百分点,但考虑价格因素,实际增速基本持平。2016 年消费增速将出现反弹,成为 2016 年经济的核心支撑点。



图 53 社会零售消费品增速预测

消费的稳定和改善主要来自于中国持续城乡居民收入的高速增长所带来的收入—消费台阶效应。按照目前的测算 2015 年中国人均 GDP 将超过 8100 美金,而沿海发达地区将普遍超过 10000 美金。按照目前的消费升级理论,中国目前正处于向后工业化社会迈进的消费升级阶段。佐证这种消费升级最好的例子就是,在 2014—2015 年中国民众强劲的消费基本完全弥补了“八项规定”、“晒三公”等政策冲击带来的餐饮消费和奢侈消费的缺口,使这些消费常态化。1—5 月限额以上餐饮收入累计同比增长 6.2%,比去年和前年同期分别上升了 3.4 个百分点和 8.7 个百分点,而金银珠宝同比增速达到 6%,改变了去年负增长的局面,比去年同期上升了 12.3 个百分点。同时,新型消费和新业态消费逆势上扬。2015 年 5 月份,限额以上单位通讯器材类商品同比增长 39.4%,增速比上月加快 4.5 个百分点;体育与娱乐用品类商品增长 15.9%,加快 1 个百分点;全国实物商品网上零售额同比增长 38.5%,高于同期社会消费品零售总额增速 28.1 个百分点。

如果考虑公务员下半年加薪、2014 年 20 个省市提高了最低工资标准等因素,2015 年收入产生的消费促进效应应当进一步提升。2014 年,全国有 19 个地区上调最低工资标准,平均增幅为 14.1%;23 个地区制定了工资指导线,工资增长基准线普遍在 12.4% 左右。于此同时,

消费提升的另一个来源就是股市的财富效应,按照目前保守估计,股市财富大幅度提升 30 万亿所带来的短期财富效应估计在 1000 亿左右。但是,这种预测依然是建立在股市还将持续小幅上扬的假设之上。

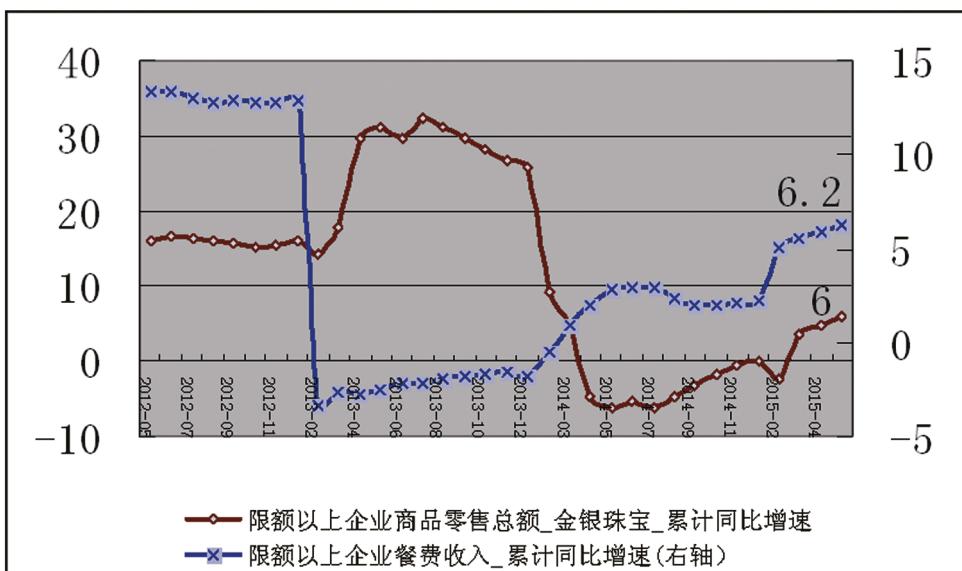


图 54 餐饮与奢侈品消费恢复正常

另外我们还应当看到中国贸易条件的改善，导致消费品进口价格下滑，从而产生较大的价格效应，从而使大量外流的高端消费向本地消费转移。近期商务部降低部分高档消费品进口关税也将起到这种效应。

五、由于世界经济复苏总体依然低迷，中国出口增速和进口增速虽然将改变上半年持续回落的局面，于下半年出现轻度的反弹，但依旧难以改变低迷的局面。

预计 2015 年出口增速为 2.6%，比 2014 年回落了 2.3 个百分点，进口增速为 -8.0%，比 2014 年回落了 7.4 个百分点。但贸易顺差大幅度扩大，较 2014 年提高了 57%，达到 36894 亿元，预计达到 GDP 的 5.4%。考虑服务贸易和其他项下的逆差，经常项目顺差占 GDP 的比重将超过 3%。

上述预测的佐证逻辑在于以下两个方面：

第一、世界经济复苏在分化中呈现乏力的状况，2015 年上半年无论是发达国家还是新兴与发展中国家的经济增长都比预期要差，世界银行、联合国贸发会、IMF 以及 OECD 等国际机构在 2 季度所做的各种预测都大幅度下调了世界经济增长的速度，平均幅度达到 0.2 个百分点。按照世界银行最新预测，2015 年世界经济增长幅度将达到 2.8%，比 2014 年略微上升 0.2 个百分点，这直接决定全球贸易增速回升幅度 0.8 个百分点，其前提假设是美国货币政策的调整不会带来过大的国际金融波动，从而引发世界贸易过度的收缩。

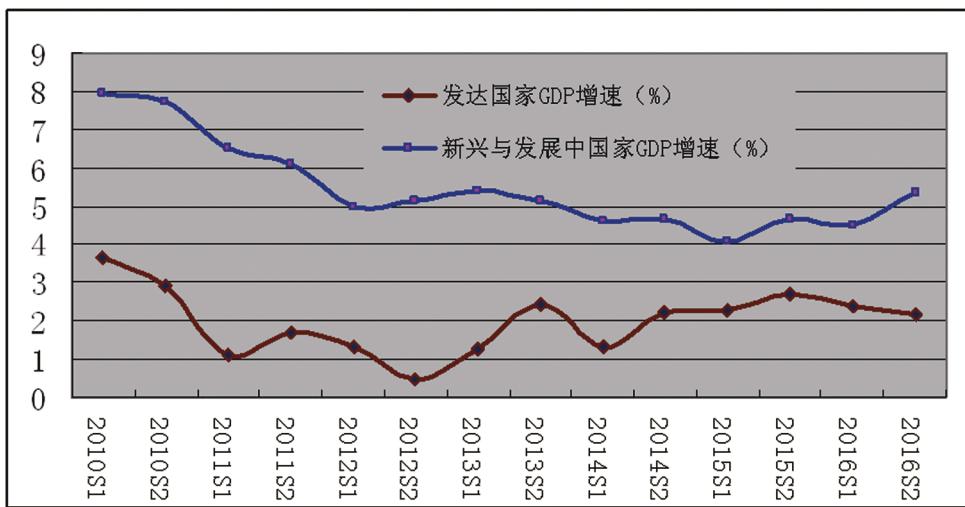


图 55 世界经济在分化中缓慢复苏

第二、由于全球贸易增长进程中存在强烈的分化，特别是自 2014 年 3 季度以来，新兴市场的动荡开始成为发展的软肋。按照联合国贸发会和 IMF 的预测，2015 年将是新型经济体的增长低点，将比 2014 年的增速下滑 0.5 个百分点。这直接导致 2015 年 1 季度新兴经济体贸易增速恶化。根据现有理论研究，“贸易超调”现象在危机后广泛存在，GDP 增速的回落将引致贸易增速加倍下滑。新兴经济体是中国贸易的核心支点之一，占总体的比率超过 35%，该板块的低迷将严重影响中国出口。

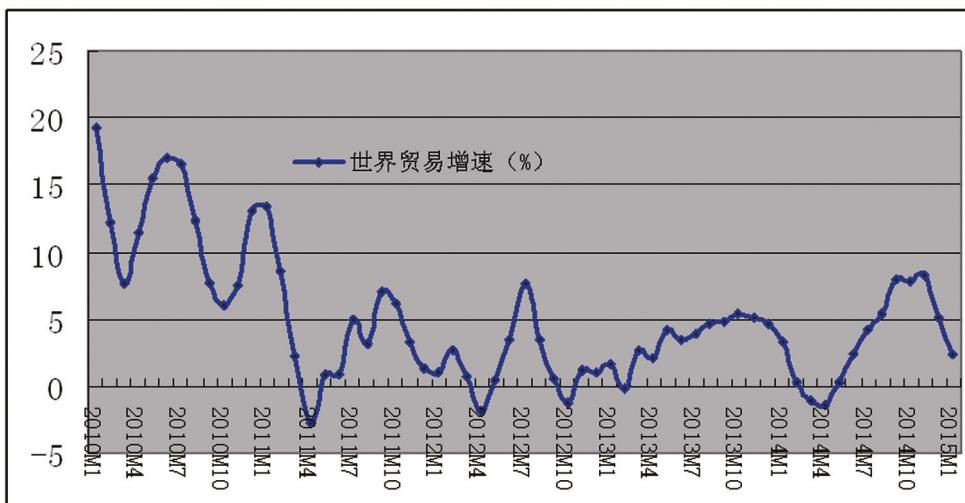


图 56 世界贸易依然低迷

六、在供求失衡与输入性通缩等多重因素的作用下,2015年居民消费者价格低位运行,CPI增速为1.5%,远低于国家的价格目标,较2014年下滑了0.6个百分点。值得关注的是,2015年GDP平减指数为负,全年同比增速为-0.5%。

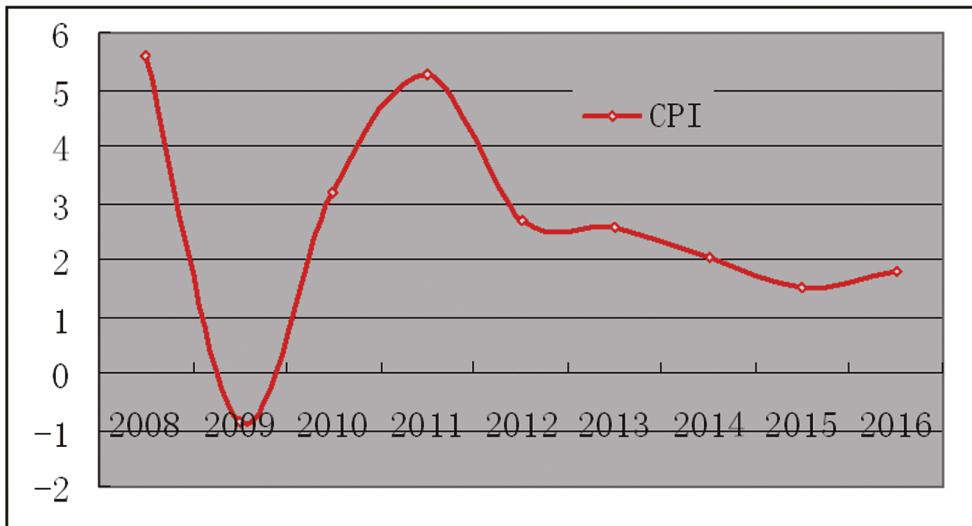


图 57 CPI 预测

自2015年1月CPI跌破1之后,在食品价格的驱动下有轻度的反弹。鉴于宏观经济整体的低迷、负向产出缺口保持稳定、猪周期轻度反转以及输入性通货紧缩依然较大等因素,2015年下半年CPI将出现持续回升,但上升幅度很小。

第一、猪肉周期已经出现反转,猪肉价格将在未来几个季度中出现震荡上升的态势。从供给角度来看,生猪存栏连续7个月下降,4月份存栏环比减0.02%,同比减9.4%,下半年生猪出栏量预期将会继续低于上年同期,但是这种供求缺口状态不会持续过长,价格反转力度也不会太大。其核心原因在于目前猪粮价格比已经于2015年1季度出现反转,并于近期快速突破5.5倍的临界值,这意味着在猪肉价格的刺激下,下半年生猪的存栏数将会回升受猪价回升刺激,能够大大缓解下一步猪肉价格持续上升的压力。另外一个更为重要的原因在于,社会对于猪肉的消费趋于平稳,同时猪肉进口量有可能会继续增加,压制猪价的大幅上涨。1~4月份生猪产品进口量47.3万吨,同比增4.6%,其中猪肉进口量20.4万吨,同比增1.2%。下半年猪价继续回升或将会刺激猪肉进口明显增加,一定程度上抑制了国内猪价的持续回升。

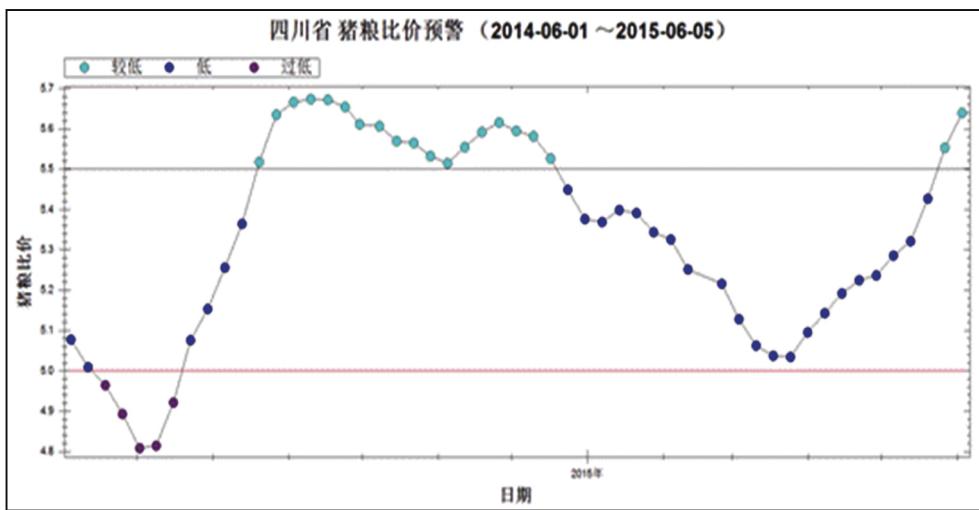


图 58 猪粮比价已经反转

第二、国际大宗商品价格虽然在二季度有所反弹，但低水平运行依然是常态，特别是石油价格可能稳定在 50—70 美元区间。这保证了 2015 年 CPI 整体上升幅度不会太大。

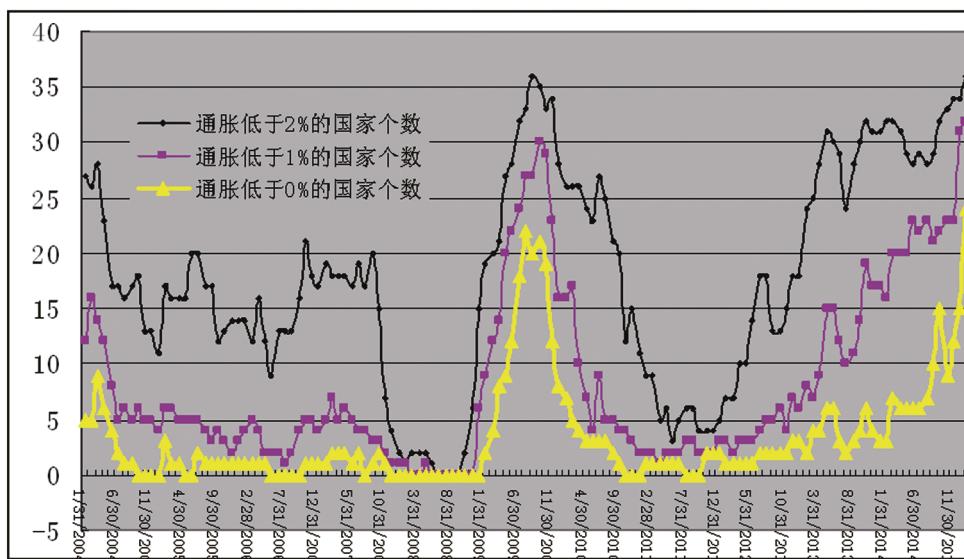


图 59 全球物价水平都处于低迷期

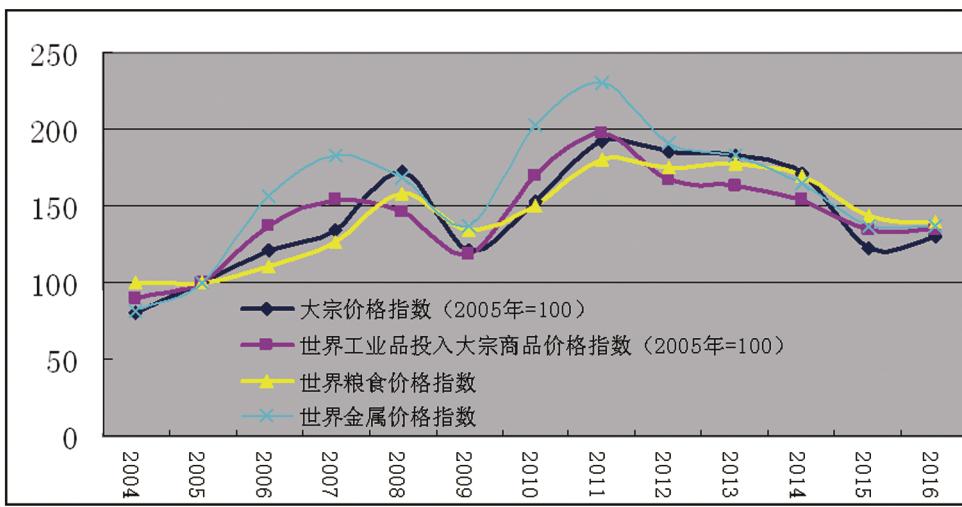


图 60 各类大宗商品价格预测值都处于回落状态

从整体来看,国际大宗食品价格将处于低位运行,但下半年到 2016 年将在世界经济复苏,供求关系调整等多重因素的影响出现低位反弹的趋势。CRB 现货指数表明,世界大宗商品价格从 2014 年 5 月的最高点 503.68 回落到 2015 年 4 月 16 日的 412.88,回落幅度达到 18%,然后小幅回升到 6 月的 425.61,反弹幅度达到 3.1%,但按照 IMF 预测,2015 年全年世界大宗商品价格预计回落 28.4%,2015 年世界大宗商品指数将从 122.8 回升到 2016 年的 129.9,平均回升 5.76%。

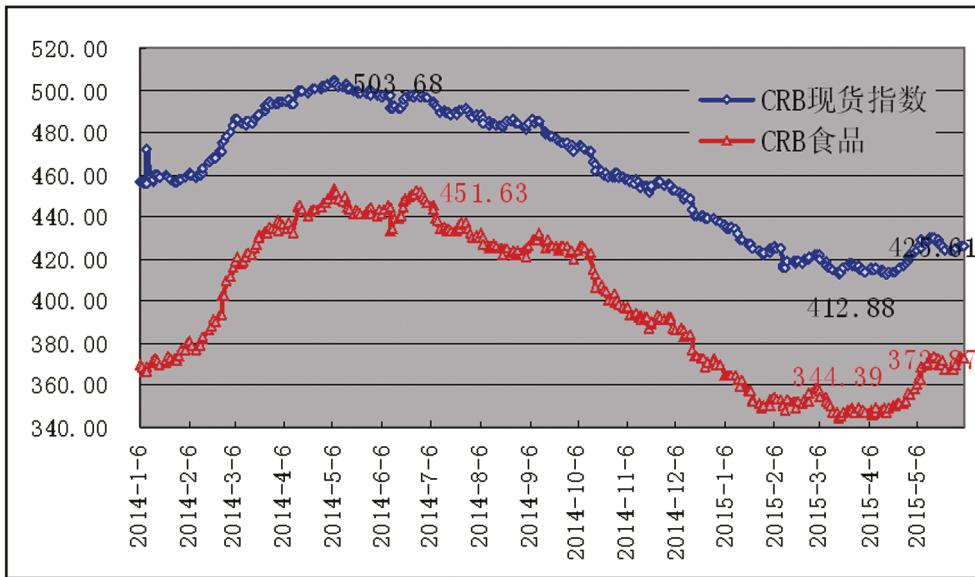


图 61 CRB 现货指数

按照 CRB 工业原料价格从 2014 年 4 月 29 日的 544.78 点下降 2015 年 4 月 22 日的 463.81 点,降幅达到 14.8%,随后出现底部徘徊,但按照 IMF 预测,2015 年工业原料价格将平均下滑 13%,虽然 2016 年将可能出现回升,到预计反弹平均幅度仅为 0.5%。这意味着 2015—2016 年工业品投入价格指数是底部徘徊。

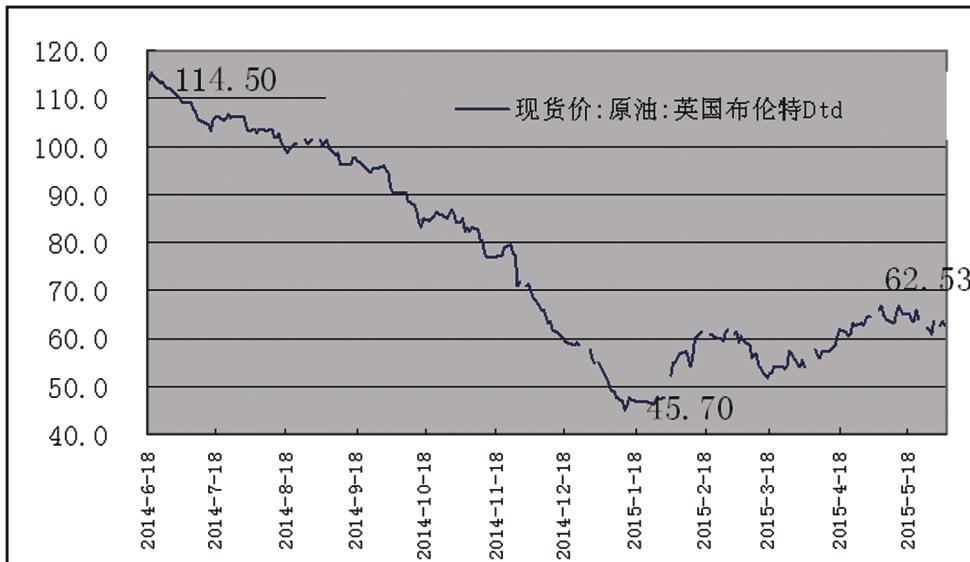


图 62 原油现货价格维持在 60—70 美元

国际石油价格(BRENT)从 2014 年 6 月的 114.50 美元/桶,下降到 2015 年 1 月 14 日的 45.7 美元/桶,降幅达到了 60%,在随后 5 个月中回升了 37%。但即使如此,全球石油价格相对于去年同期依然下滑了 43%。考虑到全球经济的弱复苏、金融资本的少量回归、美国页岩油气生产的弹性、石油输出国家生产量的削减以及地缘政治周期性波动等因素,2015 年下半年从概率上将维持在 50—70 美元的区间,但不排除出现短期快速上扬的可能,其中最为重要的佐证就是近期原油期货净多头仓位已经翻倍。按照 IMF 预测,原油价格将从 2015 年平均 58.1 美元回升到 2016 年的 65.7 美元,平均回升幅度达到 12.9%。但按照世界银行最新研究,美国页岩油气的生产弹性将导致 2015 年下半年在石油价格上升到 60—70 美元/桶时大幅度增加供给,从而将石油价格绑定在页岩油气成本价附近。按照分报告的测算,石油价格在中度情形对于中国 2015 年全年 CPI 的影响为 -1.1,对 PPI 影响为 -2.04,对 GDP 平减指数的影响为 -1.26。这种影响只能将现有的物价水平抬高 0.2 个百分点左右。



图 63 BRENT 原油期货投机净多头仓位已翻倍

粮食价格从 2014 年 6 月 27 日的最高点 451.63，回落到 2015 年 3 月 18 日的最低点 345.06，回落幅度达到 23.7%，到 6 月 373.17，反弹了 8.4%，按照 IMF 预测，2015 年整体回落幅度将达到 15.8%，2016 年由于需求、库存和生物制油等因素，国际粮价还将持续回落 2.5% 左右。因此，2015 年国内粮食价格出现加大提升的概率很小。

第三、虽然货币冲击和成本冲击的因素依然存在，但是这些冲击都难以保持以往的力度，2015 年下半年这些因素带来的对 CPI 和 PPI 的冲击没有本质性的变化。从货币角度来看，由于需求下滑和银行惜贷，M2 增速难以出现明显提升，同时货币流通速度和货币乘数的内生性减缓决定了货币在数量上的冲击变化不大，而降息带来的影响会被实际利率上升所抵消。从成本角度来看，由于简政放权、税收减免、债务成本减免等举措，虽然工资成本在下半年有所提高，但企业总体成本变化不大。因此下半年总体状况不会出现较大变化。

## 第五部分 主要结论与政策建议

通过上述分析我们可以看到,2015年是中国步入新常态艰难期的第一年,1—2季度名义GDP增速大幅度下滑和GDP平减指数持续为负意味着中国宏观经济已经滑向萧条的边缘,有效需求不足开始替代趋势性下滑力量成为宏观经济的主要矛盾。随着5月份中国“稳增长”政策的全面加码,下半年中国宏观经济将在外贸回升、房地产投资触底以及消费小幅回暖的作用下于3季度触底,4季度小幅回升。但是,由于“通货紧缩—高债务效应”不断发酵,宏观经济内生性收缩力量不断强化,去杠杆和去库存不断持续、基层财政困难的显化、部分行业和企业盈亏点逆转,“微刺激”效果递减等因素,“稳增长”政策难以从根本上改变本轮“不对称W型”周期调整的路径。从周期角度来看,2015年不是本轮“不对称W型”周期的第二个底部,世界经济周期、中国房地产周期、中国的债务周期、库存周期、新产业培育周期以及政治经济周期决定了2016年中期才能出现坚实的触底反弹。2016年是中国经济新常态全面筑底的一年,很多指标在持续下滑中将逐步止跌。

与其他年份不同的是,2015年在总体疲软的环境中各种结构指标出现深度调整,转型成功省市的繁荣与转型停滞省份的低迷、生产领域的萧条与股票市场的泡沫、传统制造业的困顿与新型产业的崛起同时并存。这不仅标志着中国经济结构深度调整的关键期、风险全面释放的窗口期以及经济增速筑底的关键期已经到来,同时也意味着中国经济在疲软中开始孕育新的生机,在艰难期之中曙光已现,在不断探底的进程中开始铸造下一轮中高速增长的基础。经过2015—2016年全面培育新的增长源和新的动力机制,中国宏观经济将在2017年出现稳定的反弹,逐步步入中高速的稳态增长轨道之中。在此过程中,中国宏观经济政策必须注重以下几个方面的要点:

1、要不断深化对于“新常态”内涵的理解,不能将新常态沦为新的教条和庸政懒政的借口。要避免在趋势面前过度悲观,在世界经济大周期面前过分能动,在大改革面前过于理想。

2、要充分重视“萨伊定律的逆否命题”在当今中国的指导意义。我们不仅要认识到“新常态”依然是趋势性力量与周期性力量叠加的产物,同时还必须认识到中

长期趋势性变化在本质上是短期行动和变化的累积产物，“持续的需求不足将自动带来中长期供给和潜在产出水平的下滑(萨伊定律逆否命题)”。只要有效需求不足在一定时期内长期存在,它必定通过人力资本的加速折旧、物质资本形成速度的下降、金融效率的弱化以及内在结构性扭曲的加大使潜在增长速度出现跟随性的回落。不能宿命论地看待中长期因素变化对于经济增长的冲击,从而把潜在增长速度看作一个独立于短期因素的先验之物,从而把宏观经济调整简单理解为向一个先验的增长目标自然调整的过程,从而忽视了现代宏观经济学理论最新的发展,忽视了很多中长期趋势性变化特别是潜在增长速度的变化是短期宏观参数变化的累计产物。基础设施投资、人力资本投资、技术创新投资以及短期资源配置性改革都会从根本上通过短期的累计改变中期趋势性潜在增速。潜在产出水平并不是一个与短期因素无关的、先验的标杆。中国经济迈向新的稳态增长的水平取决于我们对于创新和新产业的培育,取决于我们经过大改革和大调整打造的第二次改革红利和人力资源红利。

3、要强化对于“超级债务周期理论”(Rogoff, 2013; 2015)、“长期停滞理论”(Summers, 2013; 2015)和“世界技术周期理论”(Gordon, 2015)的研究,必须看到中国“新常态”依然是世界经济大周期的一部分,不能脱离世界经济周期过分强调中国因素。

4、要高度重视 2015 年名义 GDP 增速、GDP 平减指数以及核心 CPI 等参数的质变,认识清楚目前中国经济增速下滑已经开始从传统的趋勢力量主导的下滑转向趋勢性与周期性力量并行的下滑转变,要高度重视“有效需求不足”长期化带来的中期负面影响,当前宏观经济政策定位应当进一步向宽松调整。

5、不仅要高度重视在总量上趋勢性力量与周期性力量的叠加带来的中国宏观经济面临失速的风险,同时也要重视部分区域和部分行业超预期的塌陷带来的中国经济的高脆弱性,新常态攻坚期必须强化“底线管理”,高度重视总量和结构指标的变异。

6、高度重视中国在大转型中区域性和结构性的差异,避免政策整齐划一的实施激化宏观经济在结构性和区域性之间的张力,导致局部坍陷带来强烈的“连带效应”。“木桶效应”已经在中国区域政策管理中强烈显化。

7、高度重视大改革、大调整以及新常态时期所带来的传统宏观经济政策失灵问题。一方面要在中期采取促进改革,重构宏观经济政策传导机制来提高传统宏观经济政策工具的效率,但另一方面还必须创新宏观经济政策框架和工具,适度采

取非常规宏观经济政策和过渡性政策安排。

8、高度重视生产领域的通货紧缩与高债务叠加产生的内生性紧缩效应。一方面要采取积极的货币政策对冲价格过度回落带来的冲击,另一方面还必须通过大腾挪等措施,多途径解决企业高债务的问题。因此,债务置换、资产证券化、利用股市实施的宏观债转股以及利率水平的较大幅度下调应当同时并举。

9、高度重视中国宏观经济与股市背离的问题。一方面要从战略上认识到利用股市繁荣来降低企业债务率、启动经济和推动资本市场改革的必要性,但另一方面还必须认识到股市泡沫对中国宏观经济带来的风险。一是宏观审慎政策必须在本文建议的几大时点上重点监测资产价格的变化,例如7月初、美国加息日、房地产投资反弹点和注册制的实施等;二是要利用改革和上市公司的改造来缓释目前的泡沫,使“资金牛”和“政策牛”向真正的“改革牛”转变;三是要协调好企业减持、增发、IPO之间的关系。

10、进一步通过差别化政策推进新兴产业的发展,进一步从体制机制上促进创业、创新活动。但应当吸取以往我们在新兴产业、创新活动中失败的教训,不能把中国战略转化了各级部门短期的行政运动,更不能通过国家补贴等模式形成新的寻租活动。第一、要尊重创新创业的规律,不能运动式地进行政府扶持;第二、要利用资本市场的力量来甄别创新中的风险,避免一次性的行政性补贴;第三、要建立各种创业创新的社会安全网,为创新创业的失败者打造软着陆的缓冲垫,以避免运动式创新创业之后所出现的倒闭潮对经济社会的过度冲击。

11、“贸易超调”、“投资超调”以及“资产价格效应”是本轮世界后危机时代的新现象和新规律,不能简单从历史视角来认识中国投资、中国外贸的增速下滑,必须从世界角度认识中国竞争力的变化,从而避免在外贸扶持、投资促进等领域用力过猛。

12、针对积极的财政政策没有有效落实的现状,政府应当在积极推行财税体系改革的同时,建立相应的过渡机制,缓解经济下滑和改革所带来的财政政策传导机制失灵的问题,全面落实积极的财政政策。

第一、进一步提高财政赤字率,利用国债发行规模的提高来增加政府支出能力,突破2015年由于名义GDP增速下滑带来的财政困境。考虑到地方债市场容量的狭小和制度的不完全,建议提高财政赤字水平的核心渠道是提高中央的财政赤字率,不宜过度提高地方债的规模。

第二、关注局部区域财政收入增速崩塌的问题,特别是基层财政收入突变带来

的各种民生问题,建议扩大财政平准基金的规模,设立过渡期基层财政救助体系。

第三、在进一步扩大结构性减税的基础上,适度弱化财政收入的目标,防止地方政府通过加大税收征收力度和非税收等方式,变相增加企业的负担。

第四、投融资平台的过渡措施应当明确其期限,同时,要防止地方政府利用公权力绑架银行和民营经济强制性发行地方债券和实施 PPP 项目。

第五、快速启动过渡期的财政支出新措施,改变目前财政支出难的问题,要在“堵歪门”的同时,快速出台适应新时代“开正门”的各项措施。

第六、考虑财政支出存在一定的周期,对于地方结余和滞留的财政资金不宜采取简单回收的办法,激励地方政府在合法范畴内加大留存资金的支出范围和力度。

第七、债务置换从宏观去杠杆的角度具有战略性的合理性,但不能把地方投融资平台债务处理的方法简单化,可以考虑传统的资产剥离清算的办法。

**13、货币政策应当根据新时期的要求全面重构,其哲学理念、理论基础、政策框架和工具都难以适应中国新常态艰难期的要求。**

第一、要摈弃传统货币政策规则中关于潜在增长速度的理念,货币政策在大转型期间需要更为积极的哲学理念。

第二、由于大改革与大转型期间的波动源具有多元性和叠加性,因此,货币政策工具必须多元化,常规政策工具难以应对目前的格局。

第三、货币政策应当明确盯住名义 GDP 增速,不能简单盯住实际 GDP 增速、CPI 和就业,因为在中国当前经济结构和统计体系中,传统的这些指标已经不能科学反映中国经济运行的状况。

第四、资产价格的盯住在后危机去杠杆时代是货币当局的主要任务,当前股票价格以及房地产价格的变异已经成为宏观经济调控的核心。

第五、强化货币投放、信贷投放、社会融资投放之间的关系,使货币政策与金融监管相互配合,建议持续采取“适度宽松的货币政策”+“金融改革”+“监管强化”的组合,以保证实体经济面临的货币条件指数的相对稳定。

第六、由于需求不足问题已经强烈显化,货币政策不宜保持以往模糊的稳健定位,必须旗帜鲜明地采取宽松定位,但宽松货币的实施模式应当有别于传统模式,原则上坚持“项目挖渠、财政先导,货币放水”。

第七、在改革继续推进、金融创新不断涌现、利率市场化尚未彻底完成的情况下,货币政策应注重加强预期管理,更加注重引导社会预期<sup>①</sup>,以提高货币政策的有

---

<sup>①</sup> 资料来源: 2015 年中央经济工作会议公报。

效性。包括汇率调整、存款准备金以及利率的调整应当更加明确其偏宽松的内涵，不宜过分含糊其辞，在货币政策定位上玩文字游戏。当前宽松货币政策的声明有利于提振信心和引导预期。

第八、与财政政策、产业政策和社会政策相比，货币政策应当采取配合的姿态，而不宜主导目前稳增长的政策诉求。除非 CPI 和 GDP 增速进一步全面回落，全面宽松的货币政策或中国 QE 不能出台。

**14、金融改革应当持续推进，特别是对中国宏观“去杠杆”的资本市场改革、资产证券化和国有企业改革等组合性措施应当快速推进。**

第一、不宜过度关注股票市场指数过快增长、局部监管存在漏洞等问题，应当在促推资本市场繁荣的基础上快速加大注册制改革，快速推进 IPO，以切实做到通过债权性融资向股权性融资的转化来降低中国宏观经济的整体杠杆倍数和系统性风险。

第二、面向非金融性机构的资产证券化应当加速。

第三、在影子银行监管力度强化的同时，债券市场的并轨和债务融资规模的加大可以并行，特别是国债市场的扩容和企业债券并轨十分重要。

**15、采取分类处理的方法，对 2015 年中国房地产市场进行调整，一方面防止部分区域房地产价格过快上涨形成新一轮房地产泡沫，另一方面防止三四线库存过高的城市出现局部房地产崩溃的问题。**

16、“稳增长”督导和问责制在本质上只是治理地方政府庸政懒政的临时措施，我们必须从制度层面构建新型地方政府与经济发展共融的激励机制，以代替地方政府过去“跑部前进”、“投资膨胀和投资饥渴”的政治经济动力体系。