

2015年12月16日

December 16, 2015

## 2016年中国宏观经济预测

马骏 刘斌 贾彦东 李建强 陈辉 熊鹭<sup>1</sup>

**摘要：**本报告对2016年我国经济增长、物价以及国际收支等主要宏观经济指标进行了预测。我们预计，产能过剩、制造业利润下降、不良贷款率上升等因素仍将对明年的经济构成下行压力，但随着国内房地产市场的复苏，各项稳增长和结构性政策效果的逐步显现，以及外部需求状况的好转，未来几个季度中支持我国经济增长的积极因素将有所增加，经济结构将得到进一步改善。我们对2016年全年实际GDP增速的基准预测为6.8%，比对今年的预测值低0.1个百分点。我们对明年全年CPI涨幅的基准预测为1.7%，高于对今年的预测值0.2个百分点。此外，我们估计2016年经常项目顺差与GDP比例为2.8%，略低于对今年的预测值3.0%。

**Abstract:** This report presents our forecasts of China's major macroeconomic indicators for 2016. Although downward pressures on growth will persist for a while due to overcapacity, profit deceleration, and rising NPLs, we expect that the number of positive factors will gradually increase in 2016. These supportive factors include the recovery of real estate sales, the lagged impact of macro and structural policies, as well as some modest improvement in external demand. Our baseline forecast for real GDP growth in 2016 is 6.8%, slightly lower than our expectation of 6.9% for this year. For next year our baseline CPI inflation forecast is 1.7%. We expect the current account surplus to be 2.8% of GDP in 2016.

**关键词：** 宏观经济预测；GDP；CPI；经常项目顺差

声明：中国人民银行工作论文发表人民银行系统工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点，不代表人民银行。如需引用，请注明来源为《中国人民银行工作论文》。

**Disclaimer:** The Working Paper Series of the People's Bank of China (PBC) publishes research reports written by staff members of the PBC, in order to facilitate scholarly exchanges. The views of these reports are those of the authors and do not represent the PBC. For any quotations from these reports, please state that the source is PBC working paper series.

<sup>1</sup>马骏为中国人民银行研究局首席经济学家，刘斌、贾彦东、李建强、陈辉、熊鹭为人民银行研究局研究人员。王立升提供了重要的研究支持。联系人贾彦东的电邮为jyandong@pbc.gov.cn。本文内容为作者个人观点，不代表人民银行。

根据 2015 年前三个季度的经济和政策走势，我们更新了对 2015 年全年的预测，并对 2016 年的经济增长、物价和国际收支等主要宏观经济指标进行了预测。我们的基本判断是，明年的经济增长将在合理区间内保持基本稳定，物价走势将稳步回升，进出口增速将有所恢复，经常项目顺差与 GDP 比例将略有收窄，经济结构将得到进一步改善。

目前，宏观经济仍面临着不少下行压力，如企业利润增速低迷，过剩产能仍有待消化，出口需求疲软，银行的不良贷款率呈上升趋势等等。但总体上看，明年支持增长的积极因素将有所增加，主要体现在房地产销售和土地出让收入企稳回升，稳增长和结构性政策的效果逐步显现，国外需求也有望缓慢复苏。我们基于宏观计量经济模型的最新基准预测显示，在保持有力度的财政政策和稳健的货币政策的假设前提下，2015 年全年实际 GDP 增速预计为 6.9%，2016 年全年实际 GDP 增速预计为 6.8%。我们对今年 CPI 涨幅的基准预测为 1.5%，对 2016 年 CPI 涨幅的基准预测为 1.7%。我们对 2015 年经常项目顺差与 GDP 比例的基准预测为 3.0%，对 2016 年的预测值为 2.8%。

## 一、对 2016 年 GDP 增速的基准预测为 6.8%

在基准情形下，我们对 2016 年实际 GDP 增速的预测值为 6.8%，略低于对今年的预测值（6.9%）。我们预计 2016 年名义固定资产投资增速将达到 10.8%，高于对今年的预测值（10.3%）。明年名义固定资产投资的加速主要反映了固定资产投资价格指数同比增速的上升，固定资本形成的实际增速则略有减速。我们预计 2016 年社会消费品零售总额增速为 11.1%，比对今年的预测值（10.8%）提高 0.3 个百分点。零售总额增速的提高主要反映了物价涨幅的回升。我们预计 2016 年出口增速将回升至 3.1%，明显高于今年-2.9%的预测值，主要反映了国际需求复苏的预期（见下文对“外部需求指数”讨论），也部分反映了价格的回升。我们预计 2016 年进口增速反弹至 2.3%，比今年 14.8%的预计降幅明显改善，主要反映了国际大宗商品价格在过去一年多大幅下跌之后趋于稳定的判断。基于进出口预测，预计今、明两年我国贸易顺差与 GDP 比例将分别为 5.5%和 5.3%，经常项目顺差与 GDP 比例将分别为 3.0%和 2.8%（见表 1）。

表 1 对主要宏观经济指标的基准预测

单位：%

	2014	2015（预测）	2016（预测）
实际 GDP	7.4	6.9	6.8
固定资产投资	15.7	10.3	10.8
社会消费品零售总额	12.0	10.8	11.1
出口	6.1	-2.9	3.1
进口	0.5	-14.8	2.3

贸易顺差/GDP	3.7	5.5	5.3
经常项目顺差/GDP	2.1	3.0	2.8

数据来源：国家统计局，作者估算。

注：本表中前五项指标为增长率，最后两项指标为比例。固定资产投资、社会消费品零售总额、出口和进口为名义增长率。除特别说明外，本文的进出口数据均指海关贸易口径下以美元计价的进出口。

影响 2016 年经济增速变化的因素较多，其中正面因素包括：

**第一，根据IMF最新预测，明年全球经济增速将比今年略有提高。** IMF于今年十月份发表的报告预测，明年全球经济增速为3.6%，比今年高0.5个百分点。从世界经济情况看，美国、英国、德国等发达国家的经济复苏前景相对乐观，欧洲其他国家及日本经济也逐步趋稳。新兴市场经济体虽然目前面临严峻挑战，但由于今年基数很低(比如IMF预计俄国和巴西今年实际GDP分别下降约4%和3%)，明年的经济增长有望复苏。为了更为准确地度量世界经济增速变化对我国出口的影响，我们基于主要国家实际GDP增速的历史数据，以我国对世界各国的出口比例为权重，构建了我国的“外部需求指数”<sup>1</sup>。同时，依据IMF在今年10月份公布的《世界经济展望》中对各国的增长做出的预测，对“外部需求指数”进行了外推，具体结果见图1。<sup>2</sup>

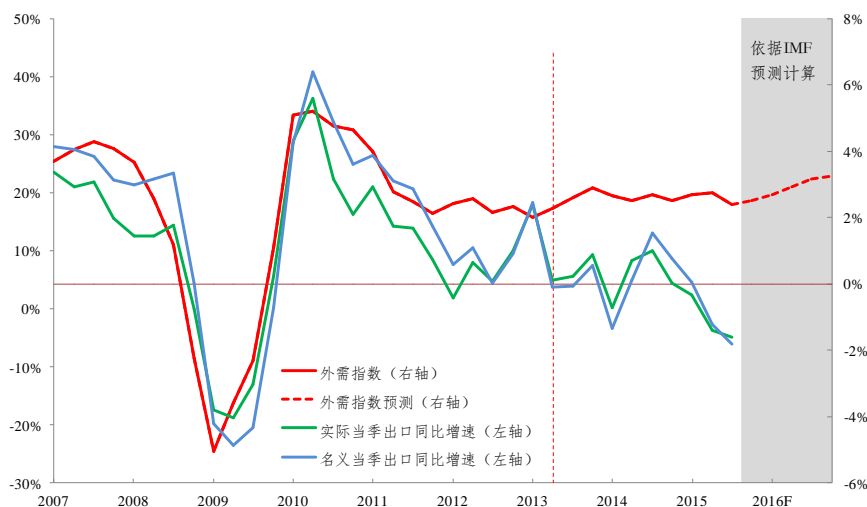


图 1 我国外部需求指数走势情况

数据来源：CEIC 及 IMF 贸易与经济数据库，作者估算

<sup>1</sup> 以我国出口规模为权重，我们对前 15 个主要进口国的实际 GDP 增速进行加权平均，以此反映我国外需状况的变化。这 15 个国家分别为：美国、日本、印度、新加坡、韩国、英国、德国、意大利、荷兰、俄罗斯、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国、越南。分析结果表明，这个“外部需求指数”比“全球 GDP 增速”或“中国以外其他国家 GDP 增速”等指标能更好地描述我国外需变化的趋势。

<sup>2</sup> 从 2014 年中至 2015 年三季度，中国出口增速与外部需求指数的变化方向偏离较大，原因包括人民币实际有效汇率升值和波动较大等。如果未来实际有效汇率基本稳定，将有助于恢复外部需求指数与我国出口增速之间的正相关性。

第二,从今年4月份以来,我国商品房销售明显回暖,明年房地产投资增速有望逐步企稳。从今年4月份开始,全国商品房当月销售额同比增速由负转正,到6-7月份同比增速进一步达到33%。虽然此后几个月的增速有所回落,但4-11月份的同比增速平均值仍达到22.4%,明显高于去年1月至今年3月份期间的负增长情况(这15个月平均同比增速为-7.8%)。另外,300个城市土地出让金收入的同比增速也在过去几个月内已开始复苏。销售回暖和土地出让收入的增长预示着未来房地产开发投资有望企稳复苏。对历史数据的分析表明,购房需求改善领先于房地产投资回升约3个季度,但考虑到本轮周期中库存绝对量较大、部分中小城市的需求复苏相对疲弱,房地产新开工面积同比仍在下降,估计此轮房地产投资复苏将较为缓慢。

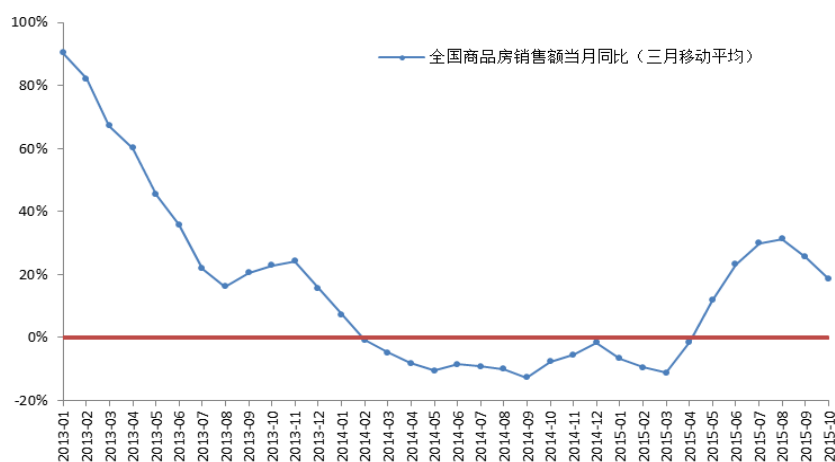


图2 全国商品房销售额增速

数据来源: 国家统计局

第三,新的基础设施项目的启动将有助于投资趋稳。近期国家加快了对水利、铁路、生态环境、保障房、城市地下管网改造等项目的审批和启动步伐,这将有助于维持基建投资的较快增长。据统计,今年前三季度,国家发改委批复的铁路、城市轨道交通、机场建设等大型基建项目投资规模已超8000亿元,比去年同期有明显增长。在融资机制方面,开发性与政策性银行的贷款将比过去发挥更大的作用。另外,“一带一路”战略的实施,国际产能和装备制造合作稳步推进,也将有助于提升我国部分地区(尤其是西部地区)基础设施和制造业的投资。

第四,宏观调控政策的效应。今年以来,人民银行综合运用多种政策工具增加流动性供给,多次降准降息,降低了社会融资成本。我们根据社会融资规模的权重估算,今年10月底企业平均融资成本比去年末下降了120多个基点。财政政策方面,今年6月份以来,财政支出的增长明显加速。3.2万亿的地方债务置换和6000亿元新发行的地方债明显缓解了地方政府短期偿债压力,降低了平台的融资成本(对被置换的平台债务,平均融资成本降幅为4-5个百分点),增强了地方财政实施稳增长政策的能力和效果。根据我们的模型测算,财政政策和货币政策的变化在5-9个月之后将显现出对实体经济的最大效果。今年前三季度启动的一系列

稳增长宏观调控措施应该在今年4季度至明年上半年开始显现出更为积极的效果。

**第五，随着简政放权改革、促进创新创业等供给端政策的到位，经济增长的内生动力将逐步提高。**最近，国务院出台了《国务院关于积极发挥新消费引领作用 加快培育形成新供给新动力的指导意见》，提出了服务消费、信息消费、绿色消费、时尚消费、农村消费和品质提升消费等六大消费升级重点领域和几十个具体的供给端领域（如居民和家庭服务、健康养老服务、工业设计、节能环保服务、检验检测认证、电子商务、现代流通等）改革措施，这将有助于在一大批面临供给短缺行业中通过增加有效供给来提升经济增长潜力，加速经济结构调整。

从经济面临的下行压力和风险看，主要有三个方面的因素：

**第一，制造业企业的利润增速仍然低迷，产能过剩仍未明显缓解，明年上半年制造业投资增速可能继续放缓。**今年以来，工业利润增速一直在零增长左右徘徊，没有明显起色（见图3）。前三季度，全国规模以上工业企业实现利润 4.3 万亿元，同比下降 1.7%。另外，从一些主要企业（如钢铁、玻璃等企业）的产能利用率的指标来看，利用率还在低谷徘徊，尚未看到明显反弹的迹象。根据历史经验，制造业企业的利润率和产能利用率是投资的主要领先指标，因此短期之内制造业投资仍然可能呈现减速的态势。当然，如果2016年中房地产开发投资增速开始回升，就可能拉动明年下半年制造业投资的增长。

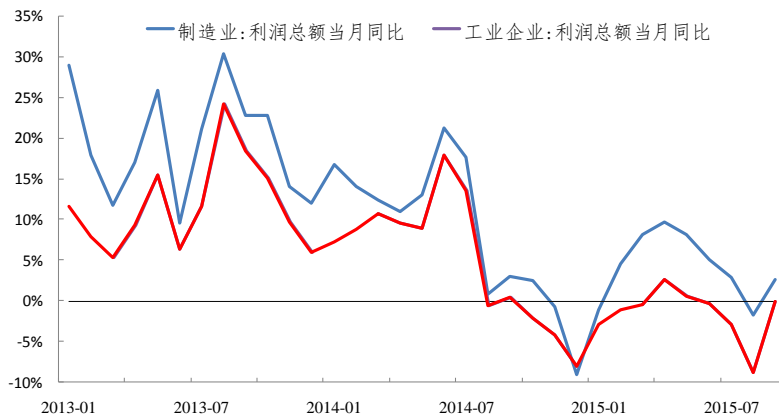


图3 制造业及工业企业利润同比增速

数据来源：国家统计局

**第二，在不良贷款率上升周期，银行贷款较为谨慎。**9月末，我国银行业不良贷款的比例上升至1.59%，比去年同期上升0.43个百分点（见图4）。依据部分金融机构的研究分析<sup>1</sup>，目前业界普遍预期未来不良贷款率会继续上升。因此，一些银行贷款投放可能变得更加谨慎，特别是针对煤炭、钢铁、建材等产能过剩领域以及中小微企业贷款。

<sup>1</sup> 较有代表性的如汇丰银行、花旗银行、中金公司和海通证券等关于中国银行业的调研报告。

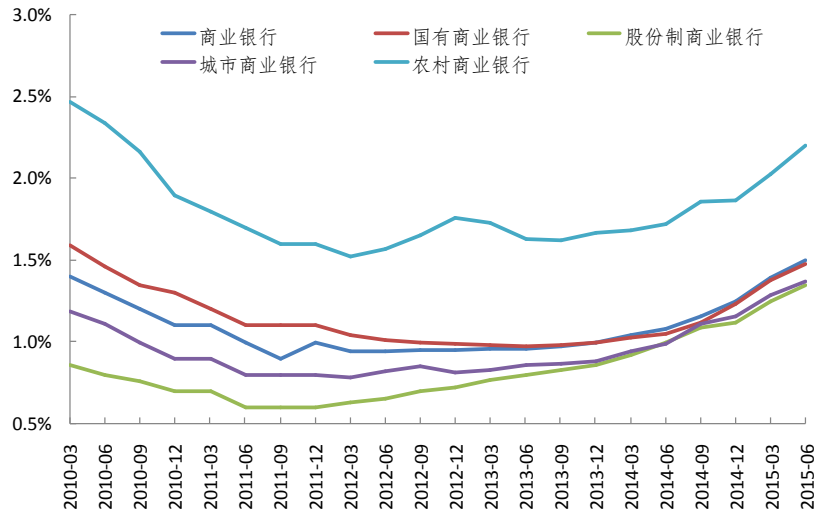


图 4 商业银行不良贷款比例情况

数据来源：中国银监会

**第三，国内外金融领域的不确定性。**从国际上看，市场分析人士认为，美联储年底加息的可能性较大，但未来加息的步伐有较大的不确定性，如果加息的步伐明显超过市场预期，可能导致新一轮的国际金融市场波动，并对新兴市场国家汇率贬值形成压力。从国内来看，部分领域的金融风险仍不容忽视。

上述讨论解释了影响我们对明年GDP、投资和进出口等指标基准预测的主要原因。我们预计明年社会零售总额的名义增长率基本保持平稳，主要考虑到虽然今年利润减速对明年上半年居民收入增长会产生一定的下行压力，但劳动年龄人口下降、工资收入占国内生产总值的比重趋于上升、通胀率上行和稳增长措施效果的逐步体现将有助于支持名义收入的增长。

对2016年的基准预测仍然面临着许多不确定性。国内的不确定性因素主要包括房地产投资增速能否如期企稳，国际方面的不确定因素主要包括全球经济是否能如预期有所复苏、美联储加息过程是否会导致新兴市场经济体的资本外逃和汇率贬值、国际地缘政治的风险（如恐怖主义活动）是否会加剧等。

## 二、对 2016 年 CPI 涨幅的基准预测为 1.7%

考虑到国际大宗商品价格趋稳、国内猪肉等食品价格走势、宏观政策变化和产出缺口等因素，我们对 2016 年居民消费价格指数（CPI）涨幅的基准预测为 1.7%，比对今年的预测值高 0.2 个百分点。明年 CPI 涨幅略有回升的主要原因包括大宗商品价格止跌和今年货币政策的滞后效应。预计 2016 年 PPI 同比降幅将收窄为 1.8%，比今年的预计降幅减小 3.4 个百分点（见表 2）。PPI 降幅收窄的主要原因包括大宗商品价格止跌、货币政策效果和产出缺口变化等。

表 2：对物价指数变化值的基准预测

单位：%

	2014	2015（预测）	2016（预测）
CPI 同比	2.0	1.5	1.7
PPI 同比	-1.9	-5.2	-1.8

数据来源：国家统计局，作者估算。

影响未来物价走势变化的主要因素包括：

**第一，大宗商品价格止跌趋稳，将推高明年的通胀率。**依据 IMF 对能源和食品等国际大宗商品价格走势的最新预测（见图 5），2016 年能源、食品以及铁矿石价格的涨幅将逐步由负转正，且其平均价格指数都将高于今年。主要原因有：首先，由于全球经济的复苏，世界能源需求将逐步恢复。第二，由于过去一年来油价低迷，不少油田已经停产，投资也在下降，供给面因素开始支持油价复苏。此外，市场对大宗商品价格未来走势的预期已经趋于稳定。国际大宗商品价格的复苏将会缓解我国价格的下行压力，尤其将减小 PPI 的降幅，并进一步通过价格间的传导效应推动 CPI 同比涨幅的回升。

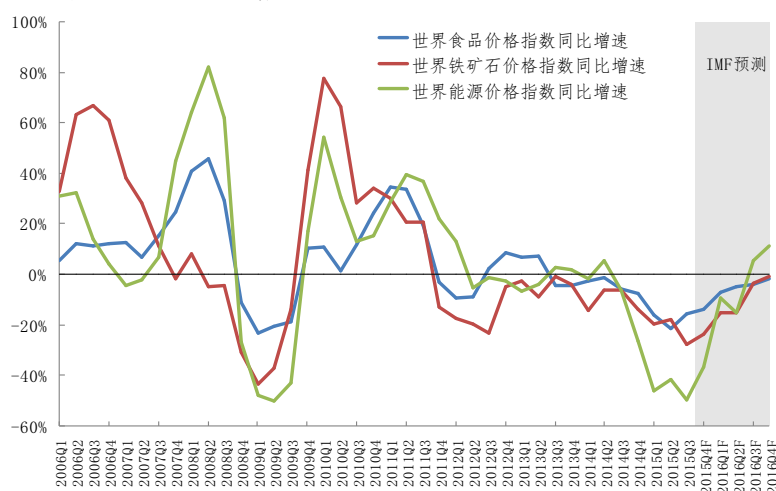


图 5 IMF 对国际大宗商品指数的预测

数据来源：IMF 《世界经济展望》 2015 年 10 月

**第二，猪肉价格水平趋于平稳，估计未来猪肉价格涨幅有限。**今年 3-8 月，猪肉价格累计上涨 40%左右，此后开始环比下降。最近，22 个省市猪粮价格比已恢复到 8 左右，明显高于 6 左右的正常比例；生猪存栏量已连续 4 个月环比回升；玉米价格也开始呈现下行趋势。这些数据表明，猪肉价格上涨周期可能已接近尾声，未来一段时间由于猪肉价格引起物价大幅变化的概率较低。

**第三，宏观政策的滞后效应。**2015 年初以来，人民银行五次降息、五次降准，积极财政政策力度也进一步加大，这些措施都将在一定时滞之后对 CPI 产生提升作用。我们的模型显示，宏观政策调整对 CPI 的影响在大约 5 个季度之后达到峰值。

我们对价格走势的上述基准预测面临着若干风险。CPI 预测面临的上行风险

包括:油价与食品价格超预期反弹,国内外经济超预期复苏使负产出缺口较快收窄,我国房地产价格上行加快等。CPI 预测面临的下行风险包括:国内外经济增速低于预期,石油价格持续在低位徘徊,美联储加息导致美元继续升值并压低美元计价的大宗商品价格等。

### 三、若干专题分析

本节针对影响明年宏观经济走势的若干问题进行专题分析。主要包括:2016 年国际经济走势、商品房销售对投资的影响、货币政策对企业融资成本的影响、经济结构转型对增长的拉动作用等。这些专题分析的结果为前文的宏观经济预测提供了部分支持。

#### 专题一: 全球经济明年有望温和复苏

国际货币基金组织(IMF)、世界银行(World Bank)、经济合作与发展组织(OECD)均预计明年全球经济增长会比今年有所加速(表3)。IMF 的最新预测(见 IMF 于 10 月份发表的《世界经济展望》)是,全球经济增速将由 2015 年的 3.1%上升至 2016 年的 3.6%。其中,新兴市场和发展中经济体的预期经济增速将触底反弹,由 2015 年的 4.0%上升至 2016 年的 4.5%;发达经济体的预期经济增速由 2015 年的 2.0%上升至 2016 年的 2.2%。

表 3 国际组织对全球经济增长预测<sup>1</sup>

单位: %

	国际货币基金组织 (2015 年 10 月)		世界银行 (2015 年 6 月)		经合组织 (2015 年 9 月)	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016
<b>全球</b>	<b>3.1</b>	<b>3.6</b>	<b>2.8</b>	<b>3.3</b>	<b>3.0</b>	<b>3.6</b>
发达经济体	2.0	2.2	2.0	2.4		
美国	2.6	2.8	2.7	2.8	2.4	2.6
欧元区	1.5	1.6	1.5	1.8	1.6	1.9
日本	0.6	1.0	1.1	1.7	0.6	1.2
英国	2.5	2.2	2.6	2.6	2.4	2.3
加拿大	1.0	1.7			1.1	2.1
新兴市场与发展中经济体	4.0	4.5	4.4	5.2		
中国	6.8	6.3	7.1	7.0	6.7	6.5
印度	7.3	7.5	7.5	7.9	7.2	7.3
俄罗斯	-3.8	-0.6	-2.7	0.7		
巴西	-3.0	-1.0	-1.3	1.1	-2.8	-0.7

<sup>1</sup> 表中预测数据分别来自最近发表的国际货币基金组织的《World Economic Outlook》、世界银行的《Global Economic Perspectives》与经合组织的《Interim Economic Outlook》报告。



南非	1.4	1.3	2.0	2.1		
----	-----	-----	-----	-----	--	--

数据来源：IMF、World Bank、OECD

上述国际组织认为，美国、欧元区和日本等发达经济体已经逐渐走出了危机的阴影，总产出增速提高，失业率下降。从美国来看，劳动力市场新增就业稳定，失业率由2015年1月的5.7%下降至10月的5.0%，接近充分就业水平，且工资增速也呈加快趋势。新建住房销量与开工量稳中有升，房地产价格持续上扬。劳动力市场和房地产市场的复苏构成了消费和投资增长的主要动力。过去一年以来，国际原油价格与大宗商品价格的持续下跌刺激了投资与消费。根据IMF的预测，美国的经济增速将由2015年的2.6%上升至2016年的2.8%。

欧元区制造业和服务业PMI均呈现上升趋势，2015年10月上述指标分别达到52.3与54.1的短期高位，制造业产能利用率也实现连续三年上升，展现出一定的经济复苏动力。劳动力市场正逐步回暖，失业率由2013年初的12.0%下降至2015年第三季度的10.9%。分区域来看，意大利、法国和西班牙经济增长略微超过预期；德国的经济增长相对稳定。根据IMF的预测，欧元区的经济增速有望企稳，由2015年的1.5%小幅上升至2016年的1.6%。

新兴市场经济体近年来增长的持续放缓反映了多方面因素，包括国际石油和大宗商品价格的持续下跌、外部金融条件收紧、结构性瓶颈以及与地缘政治因素等。未来的增长前景虽有许多不确定性，但明年复苏是大概率事件。主要是因为2015年部分面临经济困境的新兴市场经济体的增速已处于多年来的低位，比如俄罗斯今年预计GDP下降3.8%，巴西今年预计GDP下降3.0%。明年大宗商品价格趋稳和全球经济回升所带来的溢出效应有助于新兴市场经济体的复苏。

当然，未来美国启动加息后，某些新兴市场经济体还可能继续面临资本外流、汇率贬值和金融条件收紧等压力。其他影响世界经济复苏的下行风险因素还包括：汇率贬值对新兴经济体复苏的推动作用似乎正在减弱，全球贸易增长低于预期的态势有可能延续，地缘政治风险上升、恐怖主义活动加剧和欧洲难民问题恶化等可能为全球经济带来新的不确定性。

## 专题二：货币政策对企业融资成本的影响

2014年11月22日以来，央行六次降息、五次降准，1年期定期存款基准利率由3.0%下降为1.5%，1至3年中长期贷款基准利率由6.15%下降为4.75%<sup>1</sup>。由于这些政策的调整以及一些定向调控措施（包括再贷款、定向降准等），无风险利率和企业融资成本都有比较明显的下降。

**一、金融机构人民币贷款加权平均利率呈下降趋势。**2015年第三季度金融机构人民币贷款加权平均利率为5.70%，同比下降127个基点。

**二、无风险利率水平下降，国债收益率曲线整体下移。**和本轮降息前的2014年11月3日相比，2015年10月28日的中债国债到期收益率曲线整体下移，1

<sup>1</sup> 2014年11月22日之前，1-3年期基准贷款利率与3-5年期基准贷款利率不同，此后两类基准利率合并为1-5年期基准贷款利率。

年、5年、10年、20年期到期收益率分别下降93、69、71、48个基点。

三、不同信用等级的债券收益率曲线均出现整体下移。与2014年11月3日相比，2015年10月28日的AAA级债券、BBB级债券和CCC级债券的关键期限到期收益率的平均降幅为102个基点、87个基点和87个基点。AAA级债券、BBB级债券、CCC级债券的平均到期收益率与国债收益率之间的信用利差分别下降了24个基点、2个基点和2个基点。

四、民间借贷利率和P2P借贷利率也呈下降的趋势。温州民间综合借贷利率从2014年11月的20.05%下降至2015年9月的18.76%，下降了129个基点（见图6）；我国P2P市场综合利率从2015年1月18日的15.11%下降至2015年10月28日的10.97%，下降了414个基点（见图7）<sup>1</sup>。

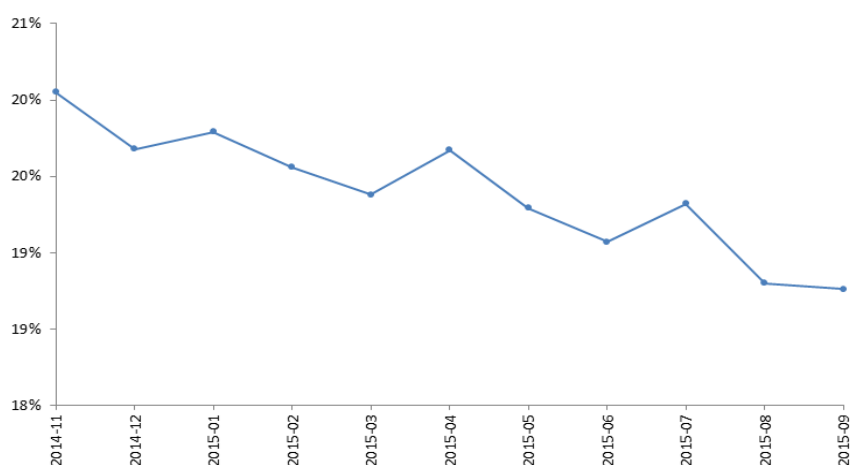


图6 温州民间综合借贷利率

数据来源：WIND 数据库

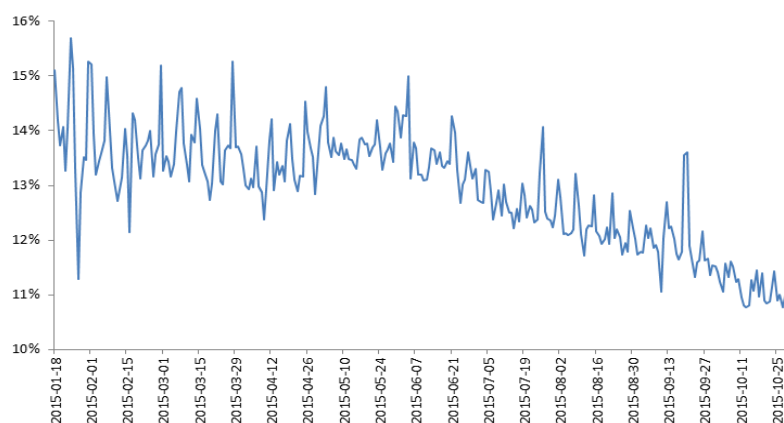


图7 中国P2P市场综合利率水平

数据来源：WIND 数据库

<sup>1</sup> 截至2015年10月末，中国P2P运营平台数量达到2520家，贷款余额为3515.49亿元。数据来源：WIND、网贷之家。

总体来看，降息、降准等货币政策工具的使用降低了无风险利率和企业平均贷款利率，并一定程度上缩小了信用利差，但这些政策对中小企业债券融资成本的降低作用要稍弱一些。与历史相比，我国风险债券收益率对贷款基准利率的反应程度有所提升。民间借贷利率和 P2P 借贷利率呈下降趋势，表明货币政策对降低民间融资成本产生了积极作用。但在对货币政策传导效率的分析过程中，我们也发现，当前我国短期利率的变化对收益率曲线长端的影响仍弱于其他一些国家，表明利率传导效率还有待提高。这需要我们进一步完善债券发行结构、方式和品种，放松对交易主体的准入限制，发展期货和衍生品市场，提高市场流动性。另外，还有必要通过贴息、担保、完善征信系统、开拓新的融资渠道等手段，进一步降低中小企业和科技企业的融资成本。

### 专题三：明年房地产投资增速有望企稳

今年 4 月以来，全国商品房销售面积和销售额同比增速开始由负转正（见图 8）。4-11 月商品房销售面积的同比增速平均为 11.8%，而商品房销售额的同比增速平均为 22.4%。三季度国房景气指数<sup>1</sup>显现止跌回升势头（见图 9），从第二季度的 92.54 上升到 93.30，进一步表明房地产市场有逐渐回暖迹象。

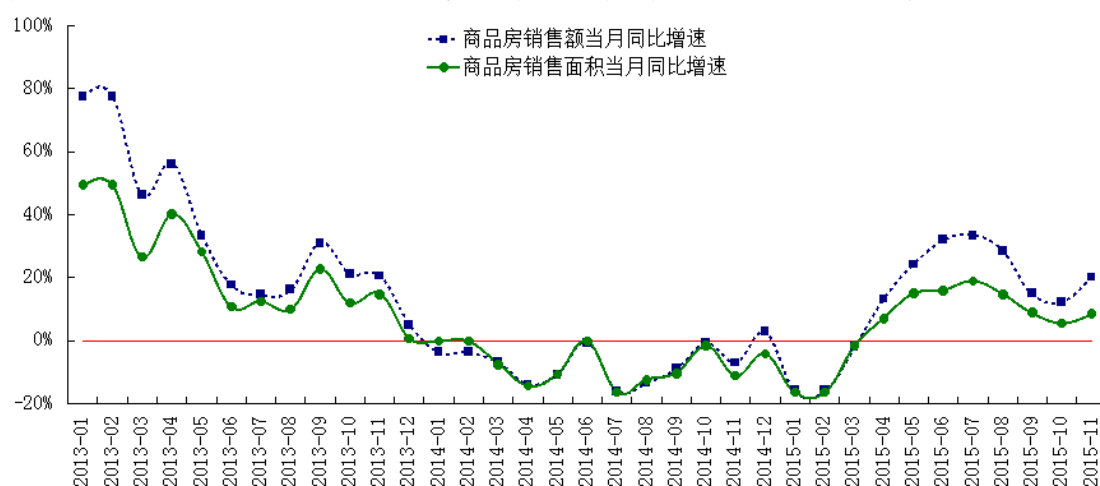


图 8 商品房销售市场回暖

数据来源：WIND 数据库

<sup>1</sup> 国房景气指数是由国家统计局编制的综合反映全国房地产业发展景气状况的总体指数，可从土地、资金、开发量、市场需求等角度揭示全国房地产业基本运行状况和未来趋势。

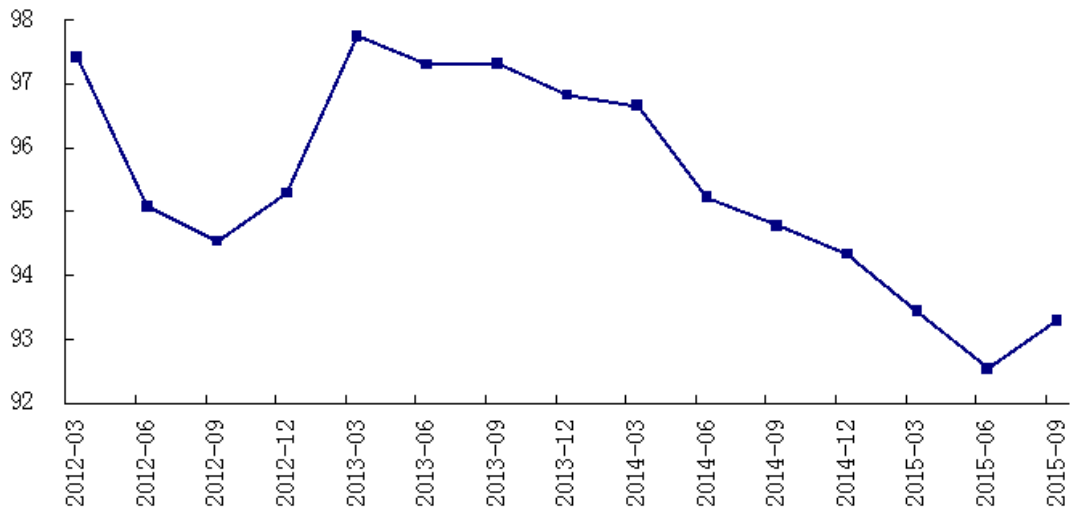
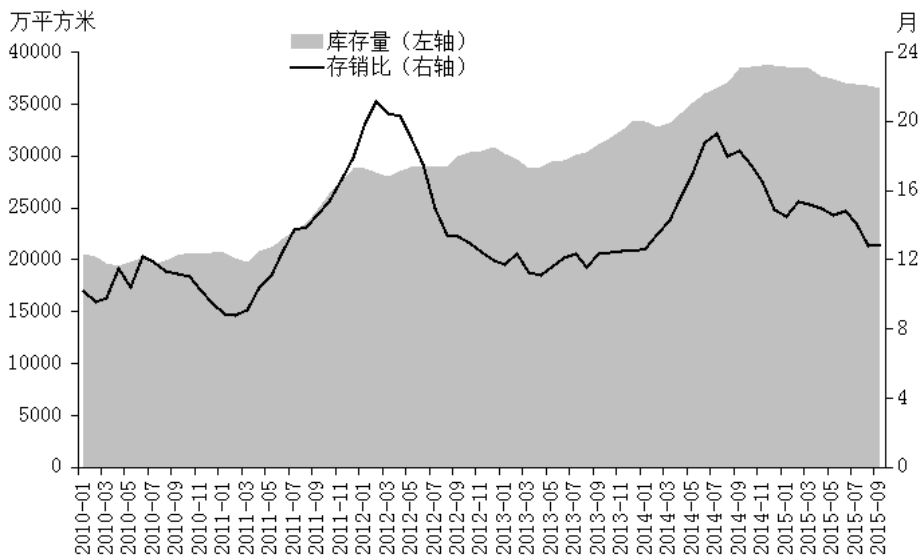


图9 国房景气指数回升（季度）

数据来源：WIND 数据库

分城市看，大多数城市房价与销售均企稳回升，但回升力度有所差别。全国64个重点城市中，北京、上海、广州、深圳等一线城市销售额增速明显快于其他城市，但其他城市的商品房销售也在复苏。一线城市房价在今年6月份开始出现同比增长，目前同比涨幅已达约15%，二三线城市房价降幅持续收窄，情况也在改善。

今年以来，50个大中城市新建商品住宅存销比<sup>1</sup>逐步降低，9月份该比例为12.8，明显低于去年同期水平（18.3），表明去库存速度有所加快（见图10）。房地产销售的回暖和存销比的下降，将有助于提升开发商的信心，有利于未来房地产开发投资的企稳回升。



<sup>1</sup> 所谓存销比是指库存面积与6个月平均销售面积的比例。一般而言，存销比过高时，开发商做投资决策时就会趋于谨慎，而该比例明显低于历史平均水平时，开发商就倾向于加快投资。

图 10 50 个大中城市商品房存销比

数据来源：易居房地产研究院数据库

但是，也有迹象表明，在一段时间之内，房地产投资仍将面临一些下行压力。首先，从先行指标看，2015 年 1-10 月房屋新开工面积 127086 万平方米，同比下降 13.9%，因此房地产投资增速在一段时间内还可能继续减速；第二，未在统计之内的一些三、四线城市的房价、销售和库存情况并不乐观，因此在一些大中城市房地产投资开始回升之时，另一些中小城市的投资仍可能继续减速；第三，不少地区销售回暖和待售增长并存，但待售面积增长较快；第四，从中长期看，人口因素对房地产市场的支撑力度将减弱。

作为房地产开发投资的重要领先指标，房地产销售回暖一般预示着房地产市场去库存速度加快，后续投资将回升。据历史数据测算，销售端的热度向前传导到开发端一般需三个季度左右。但考虑到上述下行压力，我们预期此轮销售回暖带动房地产投资回升的时滞很可能长于历史规律，即房地产开发投资的企稳回升更可能发生在明年下半年。

#### 专题四：服务、绿色、科技产业对经济增长的拉动作用

一些市场人士认为，中国的经济增速正在快速下滑，理由是工业增加值、货运量、发电量、水泥产量、粗钢产量等高频指标明显减速。然而，这些观点所忽略的一个重要现象是，上述高频指标反映的大多是高耗能、高污染的重工业的表现，而这些产业属于占经济比重逐步下降的“旧经济”。事实上，尚未完全被高频数据反映的服务、科技、绿色等产业正在高速增长，有些甚至在加速增长，可以为未来的经济增长提供重要的支撑。

**一、服务业占 GDP 的比重已经超过 50%，且服务业增速明显快于制造业。**2015 年前三季度，第三产业增加值占 GDP 的比重已达到 51.4%，比第二产业增加值占 GDP 的比重高 10.8 个百分点（见图 11）。今年前三季度，第三产业增加值累计同比增速为 8.37%，比第二产业增加值累计同比增速高 2.36 个百分点（见图 12）。第三产业占 GDP 比重的上升幅度也在明显加速，今年第三产业占 GDP 比重的涨幅有望达到 3 个百分点，明显超过过去几年年均 1.5 个百分点左右的升幅。当前中国经济增长最主要的拉动因素已经不是第二产业，而是第三产业。因此，仅从工业增加值、发电量、水泥产量、粗钢产量等传统的偏向工业（尤其是重工业）的经济指标来判断中国经济的走势会出现误导。

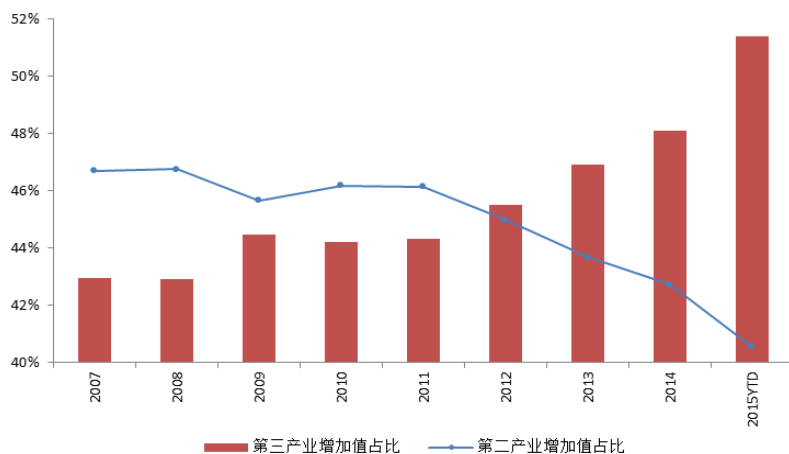


图 11 各产业增加值占 GDP 的比重

数据来源：WIND 数据库

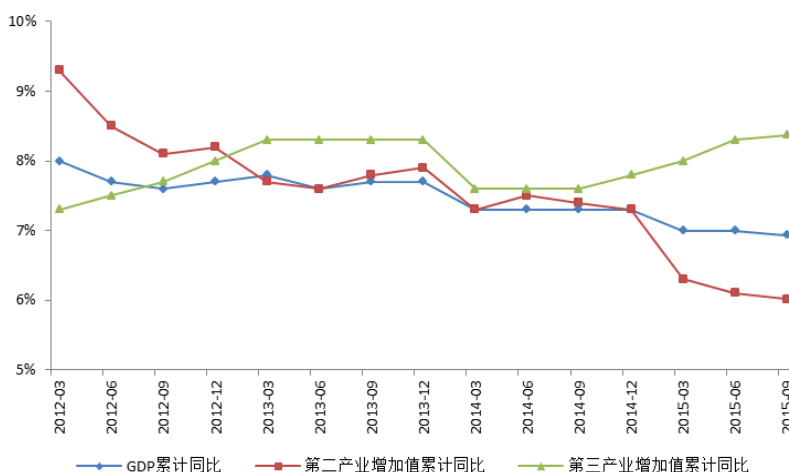


图 12 各产业增加值累计同比增速

数据来源：WIND 数据库

在服务业中，文化、娱乐、旅游等产业增长迅猛。比如，2015 年 1-9 月，城市电影票房收入累计值达到 330.09 亿元，累计同比增速为 50.4%；今年第三季度，在线视频市场规模达到 115.3 亿元，同比增速为 62.7%。今年上半年，国内旅游消费 1.65 万亿元，同比增长 14.5%。

**二、绿色产业保持较快增长。**清洁能源新增设备容量高速增长。比如，2015 年前三季度风电新增设备容量累计值达到 1159.54 万千瓦时，同比增速为 90.3%。今年前九个月，新能源汽车产量达到 144284 辆，比去年同期增长了 274.6%。

**三、电子商务市场规模快速扩张。**2015 年第二季度，电子商务市场规模达到 3.75 万亿元，同比增长 22.1%。2015 年第二季度网购市场规模达到 8724.10 亿元，同比增长 39.6%。

**四、高技术制造业也呈现快速发展态势。**2014 年，高技术制造业增加值比

上年增长 12.3%，增速比规模以上工业快 4.0 个百分点。2015 年 1-10 月，高技术制造业的增速比规模以上工业增速高出 4.3 个百分点。International Federation of Robotics (IFR) 预计，2014-2018 年间中国工业机器人的销售总量年均将增长 27%。

综上所述，文化娱乐、旅游、家政服务、环保设备、污染治理、清洁能源、新能源汽车、电子商务、智能制造等新兴行业对经济增长的拉动作用开始逐步显现。展望未来，随着国家对电影和电视版权保护力度的增强，在线视频等行业有望获得更大的发展；随着“二孩政策”的全面放开和人口老龄化的进程，家政服务的需求会继续快速增长；更加严格的环境标准和执行力度以及各种政策对绿色投资的支持，将加速新能源、节能、环保等产业的发展；中国制造 2025 的战略的实施也将推动新一代通信技术、高档数控机床和机器人、航空航天设备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、节能与新能源汽车、新材料、生物医药及高性能医疗器械等产业的发展。

## 《工作论文》目录

序号	标题	作者
2014 年第 1 号	政策利率传导机制的理论模型	马骏、王红林
2014 年第 2 号	中国的结构性通货膨胀研究——基于 CPI 与 PPI 的相对变化	伍戈、曹红钢
2014 年第 3 号	人民币均衡实际有效汇率与汇率失衡的测度	王彬
2014 年第 4 号	系统重要性金融机构监管国际改革：路径探微及启示	钟震
2014 年第 5 号	我国包容性金融统计指标体系研究	曾省晖、吴霞、李伟、廖燕平、刘茜
2014 年第 6 号	我国全要素生产率对经济增长的贡献	吴国培、王伟斌、张习宁
2014 年第 7 号	绿色金融政策及在中国的应用	马骏、施娱、姚斌
2014 年第 8 号	离岸市场发展对本国货币政策的影响：文献综述	伍戈、杨凝
2014 年第 9 号	特征价格法编制我国新建住宅价格指数的应用研究	王毅、翟春
2014 年第 10 号	2015 年中国宏观经济预测	马骏、刘斌、贾彦东、洪浩、李建强、姚斌、张翔
2015 年第 1 号	核心通货膨胀测度与应用	王毅、石春华、叶欢
2015 年第 2 号	中国普惠金融发展进程及实证研究	焦瑾璞、黄亭亭、汪天都、张韶华、王瑛
2015 年第 3 号	移动货币：非洲案例及启示	温信祥、叶晓璐
2015 年第 4 号	我国理财产品收益率曲线构建及实证研究	吴国培、王德惠、付志祥、梁垂芳
2015 年第 5 号	对中国基础通货膨胀指标的研究	Marlene Amstad、叶欢、马国南
2015 年第 6 号	结构时间序列模型的预测原理及应用研究	朱苏荣、郇志坚
2015 年第 7 号	构建中国绿色金融体系	绿色金融工作小组
2015 年第 8 号	关于国际金融基准改革的政策讨论	雷曜
2015 年第 9 号	2015 年中国宏观经济预测(年中更新)	马骏、刘斌、贾彦东、李建强、洪浩、熊鹭
2015 年第 10 号	城投债发行定价、预算约束与利率市场化	杨娉
2015 年第 11 号	利率传导机制的动态研究	马骏、施康、王红林、王立升
2015 年第 12 号	利率走廊、利率稳定性和调控成本	牛慕鸿、张黎娜、张翔、



		宋雪涛、马骏
2015 年第 13 号	对当前工业企业产能过剩情况的调查 研究——基于江苏省 696 户工业企业的 实证分析	王海慧、孙小光
2015 年第 14 号	“营改增”对中小微企业税负影响的 实证研究——来自浙江省湖州市抽样 调查的分析	吴明
2015 年第 15 号	2016 年中国宏观经济预测	马骏、刘斌、贾彦东、李 建强、陈辉、熊鹭