

# 经济运行稳中趋好 货币金融环境宽松

□交通银行金融研究中心

2015年下半年内需和外需可能逐步改善,经济运行缓中趋稳。虽然全年经济增速有所下降,但积极因素逐渐积累,新的增长动能正在形成,经济增长的质量和效率得到提升。下半年CPI小幅回升,但物价水平仍将低位徘徊,全年涨幅低于去年。PPI降幅收窄,工业通缩压力将有所减缓,但负增长态势仍将延续。货币政策将保持稳健偏松,但降准降息幅度和频率将明显低于上半年,创新型工具和定向降准、定向再贷款等定向调整工具的操作力度会明显加大。

## 一、内外需求逐步改善 下半年经济将企稳

2015年下半年拉动经济增长的三驾马车小幅改善,全年格局可能为:出口低速、投资下行、消费实际增速保持平稳。

### 1. 投资逐渐企稳,净出口对经济增长正向拉动

在多方因素共同作用下,下半年出口增速将回升。一是全球经济延续复苏态势,外需环境改善。美国、英国等发达国家复苏势头稳健,消费者信心指数和投资信心指数回升,下半年经济增长将提速;欧元区、日本经济增长好于去年,对国际市场起到提振作用。预计下半年出口外部环境明显好转,将促进出口增速的回升。

二是稳外贸增长政策加快落实。海关及地方政府职能转变和简政放权,丝路九省区实现通关一体化,福建、广西、海南等泛珠地区通关一体化范围扩大,提升企业出口便利。加快培育外贸新优势,促进外贸持续发展和转型升级,出口将由规模速度型向质量效益型转变。

三是国内自贸区试点经验向全国推广,开启对外贸易新时代。在上海自贸区试点的基础上,国内自贸区试点建设向其他地方推广,由南到北已有4大独具特色的自贸区,形成对外经贸创新发展新格局。

四是加快推进对外贸易自由化水平,将开拓出口新空间。在对外贸易自贸区建设上,中韩自由贸易协定正式签署,东亚一体化取得突破性进展,90%以上产品取消关税;中澳签署自由贸易协定,涵盖货物、服务、投资等十几个领域,双方各有占出口贸易额85.4%的产品实现零关税。截至6月末,中国正在谈判的自贸区有5个,涉及23个国家,包括中国—海湾合作委员会自贸区、中国—挪威自贸区、中日韩自贸区、中国—斯里兰卡自贸区。

然而,国内外新环境下出口潜在增长能力下降。一是WTO红利弱化,中国出口增速难以继续快速提升。一方面,当前及未来难以再有更多的国家加入WTO,因而人世红利正在褪色,全球贸易增速放缓。另一方面,2014年中国出口占全球出口比重高达12.4%,已经拥有很大的出口规模,难以保持过去那样的出口高增速。

二是全球制造业分工格局出现新变化,对中国出口的依赖度下降。近几年发达国家再制造业化提速,“北北贸易”增长提速,“南北贸易”增长放缓,全球经济增长对中国出口的依赖度下降。与此同时,发达国家为了保护制造业回流,贸易保护主义和投资保护主义都有抬头,中国作为货物贸易第一大国,遭受到的贸易摩擦将增多。

三是中国出口竞争力减弱,传统出口产品面临挑战。在国内要素成本上升、资源环境硬约束加重、制造业去产能压力加大的背景下,劳动密集型低附加值出口行业利润收窄。新兴国家投融资环境改善并拥有低成本优势,劳动密集型产品出口市场的份额逐渐提升,并引起中国相关产业和生产线的外迁。

四是人民币实际有效汇率处于高位,难以趋势性贬值。从2014年下半年起,人民币实际有效汇率指数持续攀升至130点左右的高位,预计年内难以显著回落。

实际有效汇率的走强抬升了出口产品价格,在国际市场上的竞争力被削弱。

综合判断,下半年我国出口形势有望好转,但出口只能实现中低速增长。预计全年出口增长3.2%左右,进口增长-4.8%左右,贸易顺差5480亿美元,贸易顺差占GDP的比重上升至4.9%。预计全年服务贸易逆差2400亿美元,经常项目顺差占GDP的比重上升至2.8%,净出口对经济增长形成小幅正向拉动。

### 2. 投资逐渐企稳,全年固定资产投资增速低于去年

一季度经济增速显著下行,主因是固定资产投资增长的疲弱,房地产投资和制造业投资的大幅回落又是拉低固定资产投资增速的主要原因。随着楼市的回暖,房地产投资增速可能低位反弹;制造业投资出现触底迹象,预计下半年投资放缓的压力减小。

一是资金来源受限导致固定资产投资增速下降。今年1—5月固定资产投资资金来源增速6%,比去年大幅下降4个百分点。资金来源主要项目中利用外资、国内贷款、企事业单位自由资金出现负增长,增速分别为-26.1%、-6.3%、-4.7%。首先,经济增速放缓,企业利润增长减速,1—5月全国公共财政收入增速只有5%;其次,地方政府融资平台的清理和规范,在新的融资渠道没有形成之前,难以缓解资金来源压力;再次,在经济增速放缓、投资回报率下行、资金流出压力加大的环境下,外资及国内企业参与投资的意愿降低。因此,固定资产投资资金来源增速难以大幅回升。

二是楼市回暖,商品房销售回升,房地产投资将企稳。房地产投资增速大幅降低是固定资产投资下降的重要原因,1—5月房地产投资增速下降至5.1%的近六年最低,比

去年降低了5.4个百分点,三季度可能有进一步下降的可能。不过楼市正在经历触底企稳过程,一方面,2015年政策红利继续释放,多个政策的叠加效应将逐步显现,助力楼市实现“软着陆”;另一方面,货币环境偏松,年初以来个人住房贷款利率逐渐下降,有利于行业资金面持续向好。5月商品房成交面积增长15%,连续两个月涨幅扩大。随着商品房库存压力的释放,房地产投资增速将止跌企稳,全年房地产投资增速经历前低后高的走势,增速可能5%—7%左右。

三是制造业投资增速出现触底迹象,新的投资热点正在形成。在国内,传统制造业面临需求疲软、成本上升、利润缩水的压力,承受着去产能和产业转型双重压力;在国外,全球产业链布局新趋势正在削弱中国传统比较优势,发达国家制造业回归、新兴发展中国家低成本制造的竞争使得中国制造业正在面临“前堵后追”的双重夹击。1—5月制造业投资增速10%,比去年下降35个百分点。同时我们也看到,制造业内部持续优化提升,新的投资热点增在形成,1—5月文体类、电子设备类、废弃资源利用类制造业投资增速分别为27.1%、20%、21.6%的高增速。预计下半年制造业投资增速趋稳,全年增速保持在10%。

四是大量投资项目落地对基础设施投资起到拉动作用。在前期一系列稳增长措施促进行下,1—5月基础设施建设投资增长18.7%,维持了高增速。今年中央仍将有新的投资项目出台,棚改、铁路、水利投资将继续较大规模地实施,“一带一路”相关省份推出上万个项目,京津冀一体化发展加快,长江中游省份围绕城市群建设规划出台扩大投资的相关措施。基础设施投资保持高增速,将在一定程度上对冲制造业和房地产投资的放缓,预计全年基础设施投资增长20%。

综合以上分析,预计2015年固定资产投资增长13%,将比上年继续回落,其中制造业投资和房地产投资增速显著下降,基础设施建设投资保持较快增长。

### 3. 消费增长平稳,消费外流现象值得关注

一是多方面因素有利于消费增长。居民收入增长稳定,资本市场财富效应将显现,下半年消费增速可能提升。一方面,城镇居民实际可支配收入增速提升。虽然今年一季度GDP增速比去年下降了0.4个百分点,但全国居民人均可支配收入同比增长8.1%,城镇居民实际可支配收入增速不降反升,达到7%与GDP增速持平,比去年上升了0.2个百分点。另一方面,资本市场的财富效应日益明显。上证综指与居民消费之间具有较强的正相关性,消费增速要滞后一个季度。今年以来,我国股市上涨趋势明显,虽然6月份股市出现震荡,如果之后回归平稳,将拉动需求,刺激居民消费。因此,预计三季度后消费增速可能小幅提升。

消费刚性和房地产回暖,将支持消费平稳增长。由于消费的刚性,下半年餐饮、食品、日用品、服装类等消费能够保持稳定的增速。前期反腐和八项规定排挤消除浪费领域的铺张浪费部分,去年同期餐饮及部分高档商品消费表现得较为真实,形成较低的基数将助推今年同期相关商品消费增速回升。随着房地产调控政策的松绑,房地产市场将筑底企稳,商品房销售逐渐回暖促进相关商品消费增长。预计下半年日用品、餐饮、家具、建筑及装潢的消费增速将高于12%。

消费热点正在形成,带来新的消费增长点。经过30多年改革开放,我国正在由温饱型的消费模式逐渐转变为享受型和发展型的消费模式。消费市场的分化日益显著,消费结构正在经历转型,网络消费、信息消费、通讯器材消费、文体娱乐消费、旅游消费等将快速发展。预计下半年网上零售额、通讯器材类消费增速将高于35%,文体娱乐消费增速将高于15%。

二是消费外流现象日益严重,需要引起高度重视。我国消费需求已经向个性化、多层次消费需求转变,目前国内市场需求不能完全满足这些新涌现出来的消费需求,便出现消费外流。

随着国民收入的增长,特别是80后、90后成为消费主力军,大规模代购和海外出游购物的热潮高涨,消费外流现象将越发明显。去年出境消费额超过万亿,今年春节7天假期出境游人数(不含港澳地区)达到518.2万人次,首次超过跨省游人数。消费外流已经带来服务贸易逆差快速扩大,抵消了部分经常项目顺差的形成,对经济增长带来严重影响,需要引起高度重视。6月开始大幅降低部分进口消费品税率,将促进消费品进口增长,有助于缓解消费外流现象。但要实现消费回流,还有很多的工作要做,重点是改善国内消费环境。

综合以上分析,预计全年消费名义增速为10.8%左右,比上半年有小幅回升,但相比上年有所回落。

### 1. 经济增长存在两方面不确定因素

一是房地产市场成交回暖能否持续以及能否在年内带动房地产投资回升。自二季度起房地产市场成交趋于活跃,商品房销售逐渐回暖,各线城市成交量均有回升,一线城市的提升幅度最为显著。预计下半年在政策环境宽松、开发商加大推盘和购房者看涨预期等因素推动下,商品房销售将在第一梯队城市的带动下继续回暖。但销售的回暖能否在年内带动房地产投资的回升,房地产投资能够回升到什么水平,将影响下半年固定资产投资增长情况。

二是发行地方政府债券、债务置换和推广PPP项目能否解决基建投资的资金来源问题。资金来源受限导致新开工项目不足,虽有大量稳增长投资项目出台,但落实情况并不理想,打通资金来源渠道非常关键。第一,目前财政部已确定2.6万亿元地方政府债券发行额度(其中2万亿元置换,0.6万亿元新增)。下半年地方政府债券发行会加快进度,定向发行额度将明显上升。第二,2015年到期需偿还地方债务预计达3万亿元,已经开展2万亿元债务置换工作,仍有可能批准新的万亿元新增地方债务置换额度。第三,PPP模式的推广仍处于起步阶段,签约率不足20%,在探索和磨合中完善利益分配和风险承担机制,明确合理的责任和权利,将逐渐点燃民资热情,形成新的融资渠道。

### 1. 下半年CPI小幅回升,全年涨幅低于去年

一是猪肉价格上涨带动食品价格回升。由于过去两年猪肉价格持续下降导致生猪养殖亏损扩大,生猪存栏量和能繁母猪存栏量持续下跌至有记录以来最低,5月末分别为38000万头、3900万头,供给的下降导致今年下半年猪肉价格将处于上升周期。此外,今年厄尔尼诺现象将影响农产品价格走势,预计下半年蔬菜、鲜果等食品价格在随季节性波动中将明显高于去年。预计下半年食品价格回升的概率较大,同比涨幅可能在2.5%左右。

二是非食品价格将小幅上涨,石油类消费品价格低位回升。原油价格与燃油类价格走势趋同,原油价格变动领先燃油类价格约一个季度。上半年国际原油价格止跌回升,预计下半年仍将小幅上涨,将带动车用燃料及其他一系列石油相关消费品价格的持续回升。此外,房地产市场回暖,商品房销售面积增速提升,也将带动居住类价格企稳。预计下半年非食品价格整体将高于上半年,全年涨幅在1%左右。综合判断,下半年CPI同比将小幅回升,部分月份可能高于2%,全年物价涨幅约1.5%,明显低于去年。

### 2. PPI跌幅将收窄,但负增长态势仍将延续

一是大宗商品价格止跌企稳,原油价格可能

小幅上涨,工业生产者购进价格将回升。自2014年下半年以来国际大宗商品价格大幅下降,在今年上半年跌至这一轮波动的低谷,CRB现货综合指数在3月份低至410点附近后出现企稳震荡。预计下半年大宗商品价格在低位震荡中有小幅上升的可能,全球性的工业通缩压力将得以缓解。上半年原油价格反弹明显,6月上旬布伦特原油现货价

格、WTI原油期货结算价和OPEC一揽子原油价格回升到60美元/桶以上,预计下半年小幅上涨至70美元/桶左右。因此,下半年输入性通缩压力将减小,工业生产者购进价格降幅持续收窄,PPI环比可能回正,并带动PPI上升。

二是工业通缩压力减缓,但PPI全年跌幅仍将大于去年。首先,大宗商品价格企稳回升带动PPI降幅改善,石油天然气、化工等行业价格可能出现企稳。其次,一系列基建投资项目将改善需求,有助于PPI回升。此外,今年PPI负的翘尾影响逐月缩小,对价格的下压力度减弱。

因此,下半年PPI同比跌幅可能收窄。但国内产能过剩现象依然严峻,特别是钢铁、煤炭、有色行业产能压力很大,内需不足短期内难以彻底改善,PPI负增长态势在年内难以扭转,预计将持续至明年。预计2015年全年PPI同比-4%,跌幅大于去年。

三是就业形势总体稳定。就业形势并未随着经济增长放缓而变差,5月大型城市调查失业率为5.1%左右,城镇居民失业率比4月下降0.05个百分点,比去年同期下降近0.25个百分点。前4个月城镇新增就业人数445万人,与去年同期旗鼓相当,预计全年城镇新增就业岗位将超过1000万。

## 二、增长仍存不确定性 积极因素助经济运行前低后稳

此外,前期一系列稳增长政策和大量投资项目在下半年将逐渐释放效力,三季度后仍将有很多新的投资项目出台,基础设施投资将保持高增长。货币政策仍将延续稳健偏松,财政政策拥有的调控力度较大,下半年积极的财政政策有2.4万亿元额度可使用,货币政策和财政政策的持续发力能够一定程度弥补资金增速放缓问题。

### 2. 积极因素将助推经济企稳

一是当前经济运行出现一些企稳迹象。最近一年制造业PMI走势总体平稳,季节性波动被平抑。今年初以来制造业PMI逐步回升,呈逆季节回升态势,6月为50.2%,连续四个月保持“弱”扩张态势,从趋势来看逐渐趋于稳健。近一年非制造业商务活动指数一直处于53%以上的高位,非制造业继续保持平稳增长状态,6月上升至53.8%,特别是业务活动预期连续3个月在60%左右,服务业未来发展乐观,有望成为经济增长新动能。二季度后全社会用电量上升,中长期信贷较快增长,部分原材料价格止跌回升,市场需求筑底企稳已露端倪,经济增速有可能止跌企稳,下半年温和回升。

二是财政政策和货币政策仍有调控空间。

2015年财政赤字规模计划1.62万亿元,加上去年未使用的预算结余2000亿元,合计1.84万亿元。从全国一般公共预算收入与支出情况看,1—5月财政收入64265亿元,财政支出58474亿元,财政盈余5591亿元,因此下半年财政赤字实际可用额度为2.4万亿元。同时,财政支出结构逐渐改善,财政资金使用效率将得到改善,积极的财政政策逐步

## 三、物价水平低位企稳 工业通缩风险减弱

油价止跌回升,预计下半年仍将小幅上涨,将带动车用燃料及其他一系列石油相关消费品价格的持续回升。此外,房地产市场回暖,商品房销售面积增速提升,也将带动居住类价格企稳。预计下半年非食品价格整体将高于上半年,全年涨幅在1%左右。综合判断,下半年CPI同比将小幅回升,部分月份可能高于2%,全年物价涨幅约1.5%,明显低于去年。

### 2. PPI跌幅将收窄,但负增长态势仍将延续

一是大宗商品价格止跌企稳,原油价格可能小幅上涨,工业生产者购进价格将回升。自2014年下半年以来国际大宗商品价格大幅下降,在今年上半年跌至这一轮波动的低谷,CRB现货综合指数在3月份低至410点附近后出现企稳震荡。预计下半年大宗商品价格在低位震荡中有小幅上升的可能,全球性的工业通缩压力将得以缓解。上半年原油价格反弹明显,6月上旬布伦特原油现货价

格、WTI原油期货结算价和OPEC一揽子原油价格回升到60美元/桶以上,预计下半年小幅上涨至70美元/桶左右。因此,下半年输入性通缩压力将减小,工业生产者购进价格降幅持续收窄,PPI环比可能回正,并带动PPI上升。

二是工业通缩压力减缓,但PPI全年跌幅仍将大于去年。首先,大宗商品价格企稳回升带动PPI降幅改善,石油天然气、化工等行业价格可能出现企稳。其次,一系列基建投资项目将改善需求,有助于PPI回升。此外,今年PPI负的翘尾影响逐月缩小,对价格的下压力度减弱。

因此,下半年PPI同比跌幅可能收窄。但国内产能过剩现象依然严峻,特别是钢铁、煤炭、有色行业产能压力很大,内需不足短期内难以彻底改善,PPI负增长态势在年内难以扭转,预计将持续至明年。预计2015年全年PPI同比-4%,跌幅大于去年。

三是就业形势总体稳定。就业形势并未随着经济增长放缓而变差,5月大型城市调查失业率为5.1%左右,城镇居民失业率比4月下降0.05个百分点,比去年同期下降近0.25个百分点。前4个月城镇新增就业人数445万人,与去年同期旗鼓相当,预计全年城镇新增就业岗位将超过1000万。

## 四、货币政策偏松操作 汇率总体保持平稳

但下半年中国经济逐步企稳有助于缓解美联储加息带来的资本流出压力,外汇占款增长情况会好于上半年,降准以对冲外汇占款下降的必要性有所下降。存贷比监管取消有助于缓解银行存款压力,对降准形成一定替代。普遍降准对解决长期流动性供给不足的结构性问题效果同样不显著。

下半年政策操作重点是加大定向调整力度,更有效地促进长期融资利率下降,SLF、MLF、PSL等创新工具和定向降准、定向再贷款等定向调整工具的操作力度会明显加大,以加强对针对性地、定向地、定向调整,增加长期融资供应,促进中长期融资利率下行。预计PSL支持范围将进一步扩大,以有针对性地加强对基建投资、保障房建设等重点领域支持。定向降准、定向再贷款等政策也会加大实施力度,以持续加大对“三农”、小微企业等薄弱环节的支持力度。

### 2. 资本流动波动成常态,人民币汇率总体平稳

随着美国经济强劲复苏势头不断得以确认,美联储下半年可能加息。但不排除美国经济复苏不及预期,美联储推迟到明年加息的可能。此外,随着股市进入震荡盘整的格局,而境外机构对中国经济增长放缓的担忧仍在。因此,下半年我国仍有面临资本流出压力。但另一方面,欧洲及日本央行的持续大规模量化宽松将成为全球流动性的主要提供者,全球流动性依然较为充裕;我国稳增长政策效果逐步显现,经济将逐步企稳,同时人民币有可能加入SDR,这些都有利于缓解资本流出压力。

受全球货币政策分化、跨境资本流动震荡、中

国经济企稳以及人民币可能加入SDR等多重因素影响,2015年下半年人民币汇率将保持总体平稳。

支持人民币币值稳定的因素较多,一是美元不大可能快速、大幅升值。

二是中国经济逐步企稳,这有利于资本回流和人民币币值稳定。

三是下半年经常项目仍会保持较大规模顺差,资本和金融项目逆差规模缩小,有利于人民币稳定。

尽管人民币不会明显升值或贬值,但国际金融

市场不稳定因素依然较多,在我国资本和金融

账户开放加快推进、跨境资金流动波动加大、央行

逐渐退出汇市干预的情况下,人民币汇率将更多

呈现双向波动特征。预计下半年人民币汇率中间价或将在6.10—6.13之间波动,即期汇率在6.20—6.24之间波动,年末美元兑人民币中间价将为6.12左右,即期汇率在6.22左右,人民币有效汇率将保持稳中有升的格局。

### 3. 金融改革推进步伐加快

下半年,一系列金融改革在充分酝酿、准备的情况下将会加快推进。利率市场化仅剩“临门一脚”,下半年存在在合适的条件下完全放开存款利率上限的机会。资本和金融账户开放推进步伐会有所加快。预计将会依托上海自贸区,在个人对外投资、跨境融资等方面有重大突破。人民币国际化将逐步发展,若能顺利加入SDR,人民币国际地位将会进一步提升。《商业银行法》修改已经提上日程,除存贷比监管取消外,放宽商业银行业务范围、允许跨业经营和放宽分支机构准入机制也是此次修法有望涉及的三个方面。

## 五、形成调控政策合力 培育新的经济增长点

行全年预算额度,不让财政赤字计划成为摆设。在三季度加快使用财政赤字。

五是货币政策重在进一步疏通传导渠道,降

低融资成本。准备金率可以适度小幅下调。借存贷