

# 下行压力犹存 经济结构正在改善

□交通银行金融研究中心

2015年“三驾马车”可能“一升一稳一降”，经济增速仍将小幅下行。经济运行虽然面临一些不确定性，但一些积极因素正在积累。在国内外经济环境错综复杂、不确定性较大的情况下，建议采取扩大财政支出和减税相结合、货币政策传统和创新工具相结合、政策调控和监管优化调整相结合的总体思路，同时根据经济形势变化，推进汇率形成机制改革。

## 一、全球经济缓慢复苏 商品价格震荡触底

2015年全球经济缓慢复苏，美国经济增长加快，欧洲缓慢改善，日本低位徘徊，新兴市场分化加剧。地缘冲突可能难以改观。美元指数持续走高，大宗商品市场供大于求，大宗商品价格震荡下行并触底徘徊，原油价格持续大跌后可能触底。

### （一）美国引领全球经济复苏，新兴市场分化继续

美国经济复苏加快，加息可能提上议事日程。美国次贷危机之后一系列经济改革及刺激政策逐渐释放出效果，2014年第三季度GDP增速大幅上修至5%，创下过去11年来最高，显示经济复苏势头强劲。美国投资信心指数回升、经济景气先行指数走高，2015年工业生产提速，固定资产投资稳健增长，住房信贷市场也将回暖，美国经济基本面稳健，内生增长动力强劲。2015年将呈现“高增速、低通胀、低失业”的一高两低特点，预计经济增速达到3.6%。美联储QE已经退出，随着经济增速的回升，加息通道将会提上议事日程。但通胀水平处于低位，美联储对加息时点的选择比较谨慎，预计2015年中前后可能迎来首次加息，但会较为温和，不会对经济复苏进程构成负面影响。

欧洲经济缓慢改善，但整体表现依然乏力。金融危机遗留的减债压力、经济结构改革缓慢、宏观经济失衡等多重因素导致欧洲经济潜在增长率较低。地缘风波不仅拖累了东欧国家，而且

对整个欧洲经济发展构成负面影响。欧洲经济复苏需要更多支持，但欧元区国家之间存在隐性博弈，财政政策难以统一。欧央行继续实施超宽松的货币政策，欧洲版QE将在启动并扩大规模。预计在德国、法国等主要国家的带动下欧元区经济基本面能够缓慢改善，2015年欧元区经济可能维持1%左右的低速增长；欧元区之外的欧洲国家经济增长表现则相对强劲。

日本经济低位徘徊，缺乏新增长动力。安倍经济学第一、二支箭的刺激效果逐渐衰弱，第三支箭的效果也难达预期。新增长动力的缺乏导致日本经济潜在增长率较低，与此同时政府背负高额债务，对宏观经济和财政政策带来严峻挑战。日本央行将加大量宽力度，进一步弱化日元，涉及全行业的一系列增长及改革措施将实施，也许能给日本经济形成利好。预计2015年日本经济增长可能为1.2%。

新兴市场两极分化明显，整体经济增长保持平稳。2015年新兴市场经济体将出现更为明显的分化特征：制造业主导型国家受益于美国复苏、全球市场回暖的带动，经济增长将保持中高速增长；资源主导型国家将经受国际市场动荡的考验，经济前景越发脆弱。从具体国家和地区看，印度、印度尼西亚等南亚和东南亚国家制造产业表现稳健，经济增长有望提速。巴西工业不振，投资前景不乐观，经济反弹力度有限。南非经济景气状况企稳回升，但受制于矿产市场的

持续萎靡，对经济增长形成拖累。预计2015年新兴市场和发展中国家整体运行平稳，经济增长率4.6%。俄罗斯卢布大幅贬值，外汇储备吃紧带来风险，经济趋势性下滑甚至萎缩。卢布危机主要是外部因素引起，俄罗斯经济基本面和金融环境比1998年好很多，2015年引发债务违约和金融危机的可能性不大。

总体预计2015年全球经济增速反弹至3.3%，发达国家增速提升至2%，新兴市场和发展中国家增速维持在4.6%。

### （二）美元指数走强，大宗商品价格震荡触底

美元继续走强，其他主要货币持续贬值。在美国经济复苏加快，美联储可能加息背景下，美元指数走强的同时，其他主要货币延续贬值趋势。欧央行将采取宽松的政策基调，导致欧元趋势性贬值；日本央行超宽松的货币政策，将令日元进一步走弱。

大宗商品价格下行触底。投资周期导致大宗商品市场供给方产能过剩状况短期内难以改变，石油、天然气、铁矿石、大豆、玉米等主要大宗商品表现得非常明显。全球经济的复苏态势较弱，需求不足将导致价格震荡下行。美元指数走强也将继续压低大宗商品价格。预计2015年全球大宗商品价格震荡下行，可能在下半年触底徘徊。原油价格在持续下跌后有望触底企稳，整体处于低位。

## 二、三驾马车“一升一稳一降” 经济积极因素正在积累

2015年“三驾马车”可能“一升一稳一降”，年内经济增长仍将小幅下行。经济运行虽面临一些不确定性，但与此同时一些积极因素也正在积累。

### （一）内外需求难以明显改观，经济增速将小幅放缓

美国经济稳健复苏带动国际环境改善，出口保持平稳增长。2015年，全球经济仍可能继续在复苏的通道上，尽管仍会有波折；再加上中国已经与贸易伙伴国签署了12项自由贸易协定（FTA），包括近期与韩国和澳大利亚签订的自贸区协议，中国与东盟和亚太经济体往来日益加深，将推动出口贸易持续平稳增长。外需整体改善，有助于出口保持中高速增长。推进亚太自贸区建设，“一带一路”专项规划出台，将开拓对外经贸新空间。出口面临的挑战突出体现在外贸竞争优势减弱、贸易摩擦形势严峻复杂等。预计未来外贸发展面临的国际环境略有改善，但回升幅度有限，2015年出口增速比2014年小幅回升，保持7%左右中高速增长。

固定资产投资方面，预计房地产投资趋于平稳，制造业投资仍将有所放慢，基建投资增速可能也会略有回落。第一，产业结构转型，制造业去产能过程延续。短期PPI止跌回正的可能性极小，工业领域通缩状态难见改观。特别是采掘业、能源加工业、黑色及有色金属加工业受到的影响较为严重。预计2015年制造业投资增速进一步放缓至10%左右。第二，房地产投资有望在交易回暖带动下触底企稳。在信贷、税收、取消限购和降息等政策的综合刺激下，近期楼市成交量有所回升，房地产交易近两月似有初步回暖迹象。预计整个房地产市场交易有望在政策松动、需求释放的背景下于2015年上半年触底之后企稳。但考虑到楼市库存依然较高，去库存压力仍在，预计2015年房地产投资增速可能经历前低后高的走势，全年增速在10%左右。第三，稳增长政策仍将重点支持基础设施建设。2014年底以来，政府陆续出台了一系列铁路、机场、码头、水利工程等基础设施建设项目，总投资额逼近10万亿元。不少地方政府亦出台了扩大基建投资的刺激措施，稳投资、稳增长的意图明显。随着这些项目陆续进入实施阶段，将对2015年基建投资起到较好的支撑作用。但融资平台清理和财政收入增长放缓，制约基建投资资金来源。通过PPP模式吸引民资进入公共服务领域，目前处于试点阶段，短期难以取得显著效果。并且经济结构转型期大规模投资刺激政策不可取。因此，预计2015年基础设施投资增速小回落至20%左右。综合以上分析，预计2015年固定资产投资增长14%，将比上年继续小幅回落。

新型消费模式和资本市场财富效应推动消费实际增速保持平稳。展望2015年，城镇居民实际收入增长放缓将制约未来消费支出，但股市回暖带来居民财产性收入增加，对消费增长提供资金来源。房地产市场下行趋势趋缓，家具类、家用电器、建筑装潢材料等相关链条商品消费将受到后续影响。油价下跌及国家鼓励新能源汽车消费等政策将刺激汽车需求的回升。调整消费税征收范围及征收率，培育新的消费增长点，有助于消费增长。总体上看，在消费刚性和“调结构、促内需”的政策推动下，预计2015年社会消费品零售总额增长11.8%左右，实际增速为10.8%左右，相比上年虽然名义增速有所回落，但实际增速保持平稳。

综合以上分析，虽然出口略有回升，消费保

持平稳，但投资增速的回落仍将拉低经济增长，预计2015年GDP同比增速将略低于2014年，初步预计在7.2%左右。

2015年经济基本面对物价的推升力度有限，稳健的货币政策不具备抬升物价水平的货币条件，物价的周期性波动被平抑。新涨价因素较弱、翘尾因素整体很低，CPI同比涨幅下降至1.6%左右，全年走势呈倒“U”型。输入性通缩压力进一步加大，产能过剩及内需不足，PPI负增长态势延续至下半年，全年PPI同比增长-1.7%左右。

### （二）经济运行可能存在三个不确定性

首先，国际经济环境仍面临较多不确定性。虽然发达经济体中中国经济复苏前景较为确定，但欧盟和日本经济仍面临衰退的风险；而随着美国经济复苏势头的进一步确立，美联储将在2015年加息已经成为市场共识，如果美联储提前加息，就可能会对全球金融市场造成短期的冲击，特别是新兴市场可能面临短期资本持续流出和本币迅速贬值的风险。

其次，我国工业与制造业领域的“通缩”持续带来的不确定性。截至2014年11月份，我国PPI同比已经持续33个月负增长，近期同比降幅甚至还有继续扩大的趋势，工业与制造业领域的“通缩”风险需要引起高度关注。目前来看，本轮PPI通缩持续的时间已经超过1997—1999年东南亚金融危机时期。考虑到目前工业领域产能过剩压力仍然较大，国际输入性通缩的风险仍在，预计2015年上半年PPI负增长的趋势仍将延续。

再次，房地产市场调整及地方政府债务政策调整，可能导致地方债务违约的不确定性。一方面宏观经济增速放缓及房地产市场的持续调整，影响了地方政府财政收入。特别是土地出让金收入的下降，使得政府收入面临较大压力。

2013年地方政府以土地出让金安排的公共支出约占预算内财政支出的34%，2014年9月这个数字已经降至31%。另一方面，43号文强化了地方政府举债的机制约束，地方政府债务难以再盲目扩张。未来政府债务要纳入全口径预算管理，建立对违规使用政府性债务资金的惩罚机制，明确地方政府对其举借的债务负有偿还责任，中央政府实行不救助原则，硬化预算约束。近期山东省政府出台的落实43号文的意见中明确规定省市级政府对市级债务实行不救助原则，并强调化解存量债务时需统筹各类财政性资金，必要时可处置政府资产以偿还债务。这意味着城投债在逐渐失去政府隐性担保的情况下，地方政府自身实力将成为决定城投资质的关键因素。

对于市县级债务占比较高的地区，需重点关注其市县级城投债地方政府资质。

### （三）积极因素正在积累，中国经济不会“硬着陆”

一是宏观调控政策仍有较大操作空间。首先，积极财政政策将更有力度，主要体现在三个方面。第一方面是财政赤字将进一步扩大。预计财政预算赤字规模将从2014年的1.35万亿元扩大至1.62万亿元左右，赤字占GDP的比率也将从2.1%提高到2.3%左右。结合新预算法的实施，督促预算使用进度，改变年末突击式花钱的财政支持模式，改善财政政策对经济的支持能力和平衡作用。第二方面是结构性减税力度加大。切实落实结构性减税、推进税制改革等多措并举，继续加大对居民消费、战略新兴产业等重点领域以及“三农”、小微企业等薄弱环节的支持力度；第三方面是通过减政放权，放松准入限制以及推广

PPP模式等政策措施来激活民间资本的活力。其次，我国货币政策仍有放松的空间。降息仍有空间，从物价角度而言，目前我国PPI已经持续30多个月负增长，CPI同比也低于2%，而经过一次不对称降息之后，我国一年期定存的基准利率仍在2.75%的水平，因此利率仍有下调的空间；法定存款准备金率也有下调空间。外汇占款的持续下降，已经不能成为央行基础货币投放的主要工具。鉴于目前我国大型商业银行的法定存款准备金率仍在20%以上的高位，为确保贷款和社会融资保持适应经济运行需要的合理增长，继续促进融资成本下降，未来存在下调存款准备金率补足基础货币缺口的需求与可能。

二是改革全面推进将从盘活存量价值和提升增量的效率两个方面为经济增长提供动力。首先，以“一带一路”战略和自贸区改革为核心的新的对外开放战略推进将在拓展新外部空间的同时，盘活我国部分过剩产能的存量，化解产能过剩问题。其次，通过土地制度改革，允许土地流转来提升土地资源的配置效率。再次，以利率市场化和资本账户可兑换为核心的金融改革，通过盘活金融资源存量来缓解融资难融资贵的问题，提升金融资源配置效率；而以混合所有制为核心的国企改革，可以激活微观企业主体的活力。最后，预算法和地方债务治理的改革，在理清中央与地方政府关系的同时，通过减政放权，放宽民间资本的准入等激活民间资本的活力。

三是经济结构改善与效率提升的趋势将会持续。预计2015年第三产业增加值占比将提升至47%以上，最终消费支出对GDP的贡献率将上升至50.5%左右。如果经济增长的质量持续提高，经济结构能够不断改善，未来中国经济即使只有6%—7%的增长，其增长的效果要比原来两位数以上的增长更好。

四是产品库存增速放缓和大宗商品库存下降释放去产能的积极信号。一方面，产出端库存压力逐步缓解。从2014年第三季度开始，产品库存增速逐步下降，预计2015年将继续下降至个位数增长，工业产出端库存压力能够有所缓解。另一方面，需求端去库存效果初显。中国传统的产业扩张与原材料需求紧密相关，对大宗商品库存看，铁矿石、大豆、玉米等主要大宗商品表现得非常明显。全球经济的复苏态势较弱，需求不足将导致价格震荡下行。美元指数走强也将继续压低大宗商品价格。预计2015年全球大宗商品价格震荡下行，可能在下半年触底企稳，整体处于低位。

五是就业仍会保持基本稳定。第一，产业结构转型创造了新的就业岗位。我国产业结构正处于由制造业主导向服务业主导转型的过程中，我国第三产业在GDP的占比持续上升，从41.8%上升至2014年前三季度的46.7%。由于第三产业特别是服务业的劳动密集程度高于制造业，所以第三产业占比上升意味着每单位GDP将创造出更多的就业岗位。第二，人口结构的转变也使失业问题短期不会出现。自我国15—64岁的劳动年龄人口占比在2010年达到高峰时的74.5%之后，已经开始出现持续的下降。而根据联合国的测算，我国劳动人口总数也将在2015年达到高峰之后开始回落。在此背景下，只要经济增速和劳动参与率不出现大幅变化，城镇失业率就不会出现明显恶化，甚至可能会继续改善。这从我国近年来劳动力市场上的求人倍率明显高于1（表明劳动力市场是供不应求的）也证明了这一点。

## 三、国际收支趋于平衡 汇率明显双向波动

经常项目顺差缓慢增长，跨境资本波幅加大，对外直接投资快速增长，国际收支趋于平衡，外汇储备保持稳定。人民币汇率双向波动更趋频繁，人民币对美元贬值，对欧元和日元升值，实际有效汇率整体稳定但有阶段性升值压力。

### （一）贸易顺差扩大，国际收支趋于平衡

外需改善下出口将中速增长，内需疲弱导致进口不振，货物贸易顺差持续走高，预计2015年货物贸易顺差扩大至4200亿美元。服务贸易逆差加速扩大，运输服务和出国旅游是主要逆差来源，2015年服务贸易逆差可能达到1950亿美元。经常项目顺差缓慢增长，约为1920亿美元，占GDP的比例下降。

跨境资本波幅加大，面临资金流出压力。FDI增速放缓，外商直接投资金额趋于稳定，预计2015年FDI实际利用外资1250亿美元左右。“走出去”步伐加快，“一带一路”战略、成立丝路基金、筹建亚投行等，将促进中国建筑、制造以及装备出口，未来几年对外直接投资将保持高增速，预计2015年新增对外直接投资达到1400亿美元，对外直接投资存量达到9600亿美元。国际收支盈余增势放缓并趋于平衡。

### （二）人民币汇率双向波动，实际有效汇率基本稳定

人民币汇率双向波动更趋频繁。在国外及国内两方面因素影响下，2015年跨境资本流动将出现阶段性流出与流入交替进行，人民币汇率波动将更为频繁。一方面，美联储加息预期提升期限利差进而影响境内外利差的缩小，可能导致阶段性的资本外流，带来人民币贬值趋向，然而欧元区和日本的超宽松货币政策可能在特定时间段产生对冲作用；另一方面，预计下半年国内房地产市场的止跌企稳、股市逐渐回暖、金融及资本市场改革释放活力，国际资本可

能出现阶段性流入，随着贸易顺差的持续扩大，带来人民币升值压力。此外，央行基本退出常态化外汇干预，逐步摆脱依靠外汇占款供应基础货币的模式，允许汇率根据市场供求双向波动成为常态，不但能有效防范跨境套利和套汇行为，而且能够提升国内货币政策的有效性。

人民币对美元贬值，对欧元和日元升值。在美联储加息的预期下，美元指数持续走高，将减轻人民币兑美元汇率的进一步升值压力。但人民币对美元不会持续性大幅贬值，一方面，中国贸易顺差持续走高，对美国顺差比例很高，中美之间贸易不平衡制约了人民币贬值的空间。2013年对美国贸易顺差占顺差总额的83%，2014年1—11月对美顺差2164亿美元，占顺差总额的65%。另一方面，现在中国的国际收支情况与过去不同，资本项目占比逐步增大，汇率管理中需要关注资本流动问题。预计2015年人民币对美元汇率将贬值但幅度有限，年末美元兑人民币中间价小幅贬值至6.2左右。

实际有效汇率整体保持稳定，有阶段性升值压力。中国已经与12个国家或地区的中央银行签订了人民币清算安排，与28个中央银行签订了双边本币互换，已有169家境外机构进入中国银行间市场投资。在人民币国际化持续推进的同时，人民币汇率贬值有悖于国际化的目标，保持人民币币值相对稳定十分重要。基于美元走强，欧元、日元趋势性贬值的预期，人民币实际有效汇率基本稳定，有阶段性贬值和升值的压力。

2015年汇率目标似应是保持有效汇率的基本稳定，允许人民币对美元适度贬值。保持对外汇市场适度干预，稳定市场对人民币汇率的预期，促进汇率总体基本稳定。推进汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性，扩大人民币汇率的波动幅度，审慎推进资本和金融账户开放。

## 四、房地产步入“新常态” 楼市有望筑底企稳

中长期来看，宏观经济增速换挡与行业内深刻变化使房地产步入投资增速放缓、利润水平降低、发展方式转变的“新常态”。短期来看，在政策托底与资金支持的双重驱动下，2015年房地产市场有望筑底企稳。

### （一）内外因素叠加，房地产市场步入“新常态”

我国房地产行业已告别高速增长的“黄金时代”，步入内生发展的“白银时代”。一方面，宏观经济正经历增速换挡，房地产发展的大环境发生了变化；另一方面，行业内部正发生深刻变化，市场长期供求结构已悄然改变，住房在总量上已从“供应紧缺”逐步向“供求大致平衡”转变。从需求来看，尽管住房需求仍有较大增长空间，但目前各线城市常住人口净增长幅度普遍存在下降或趋缓的现象。从供给来看，库存高企问题依然突出，且结构性过剩矛盾的存在导致其中相当一部分库存难以消化。

### （二）政策与资金将成为市场两大托底因素

政策红利叠加，助力楼市实现“软着陆”。楼市经几轮政策调整后，成交回暖迹象已初步显现，预计2015年政策红利的继续释放将使楼市逐步企稳。从政策效果来看，单个政策的刺激效果往往在数月内衰减，成交经短期放量仍要面对供求关系矛盾；而多个政策的叠加效应则将引导市场经历从预期转变到实质反馈的变化。

货币环境偏松，资金面将持续向好。随着货币环境整体趋于宽松，流动性将成为房地产

发展的催化剂。加之实体经济需求相对不足，资金流入房地产领域的机会增加。再融资解禁和中票发行开闸，将有效拓宽大型房企的非银融资渠道。同时，按揭贷款利率下行将有效促进刚需和改善性需求择机入市。银行房贷利率下调与央行降息构成的“折上折”将使按揭利率趋于下行，利于刚需和改善性需求释放。

### （三）楼市“筑底企稳”

成交正在筑底，有望小幅回暖。销售面积和销售额正在经历筑底过程，2015年将同比转正，呈个位数增长。

一方面，政策利好对市场预期具有引导作用，置业者购房意愿增强，反映在新盘看房人数和代理行上客量均有增加；另一方面，按揭贷款和公积金贷款政策的调整使置业者申请门槛降低，使用比例加大，支撑入市人数增多。

在销售整体小幅增长下，城市间成交趋于分化。

房价稳中微升，下半年存涨价压力。房价在2015年全年可能稳中微升，环比双双由负变正，其中涨价较可能出现在下半年。城市间供求不均的结构性矛盾同样导致房价区域分化更为显著。

投资将继续下探，下半年有望企稳。投资增速在2015年将前低后高，上半年将继续下探，增速回落至个位数；下半年乐观估计回升至约10%。从投资开工的先导指标销售情况来看，销售确认筑底约半年后，投资增速才有望好转。因此投资触底的时点较可能于下半年出现，视成交改善及流动性宽松情况的变化而定。

## 五、扩大财政支出与减税相结合 货币政策传统与创新工具相结合

2015年，在国内外经济环境错综复杂、不确定性较大的情况下，建议采取扩大财政支出和减税相结合、货币政策传统和创新工具相结合、政策调控和监管优化调整相结合的总体思路，同时根据经济形势变化，推进汇率形成机制改革。

四是在货币政策加大操作力度的同时，建议对监管政策进行调整优化。

在利率市场化、互联网金融崛起和金融脱媒发展的背景下，银行存款增长放慢、负债结构多元化的趋势难改。这种情况下存贷比考核的存在必然导致市场存款竞争激烈，银行负债成本上升压力不减。建议尽快把取消存贷比列入修法程序，最终取消存贷比监管，将其调整为监测指标而非考核指标。存贷比取消后，建议实施常态化的逆周期调节政策，通过窗口指导、完善差别准备金动态调节机制以及相应的惩罚手段来引导金融机构合理放贷。

五是建议进一步推进汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性。建议利用美元走强下人民币升值压力减缓、汇率预期出现分化的契机，进一步扩大人民币汇率的波动幅度，可以从现行的2%进一步扩大到3%—4%。在人民币呈现阶段性升值后，汇率弹性增强有利于降低“热钱”大规模进出套利，减小跨境资金频繁进出对国内金融体系的不利影响，提高货币政策的自主性，使得汇率机制成为调节资本流动的有效手段。保持人民币有效汇率的基本稳定或稳中略升，以有利于对外直接投资和人民币国际化。

三是在货币政策中性宽松的同时，降息要谨慎。2014年11月的降息幅度较大，有助于整体贷款利率的降低，调整后的