



东北财经大学  
经济运行与财政政策研究基地

# 预测专报

第 7 期（总第 7 期）

2016 年 3 月 29 日

---

## 2016 年 2 季度宏观经济形势分析预测报告

2016 年开年以来，我国政府出台了一系列的稳增长刺激措施，促使经济景气出现了微弱的回升，预计我国经济增长率周期波动或将于 2016 年 1 季度达到谷底，2016 年 2 季度经济景气或将呈现小幅回升态势，但是总体上经济景气仍将呈低速运行态势，促使经济形成稳步回升态势仍需坚定不移的进行结构性改革。

本报告主要结论如下：

(1) 从合成指数和扩散指数的全部计算结果看，我国经济增长率周期波动最新一轮景气循环的谷或将于 2016 年 1 季度出现，2016 年 2 季度后本轮经济增长周期波动将处于波动性缓慢回升阶段。

(2) 对 12 个预警指标的监测结果显示，2015 年 8 月~2016 年 2 月，景气动向综合指数在“趋冷”区出现了企稳迹象。其中 2016 年 2 月，狭义货币 (M1)、金融机构各项贷款、固定资产投资和物价处于“正常”的“绿灯”区间，财政收入和社会商品零售总额发出“趋冷”信号；工业增加值、出口、进口、工业企业产品销售收入、发电量以及房地产开发综合景气指数处于“过冷”的“蓝灯”区。

(3) 综合对 CPI、PPI 以及国内外宏观经济形势的分析，预计 2016 年 2 季度，CPI 将会继续呈现波动性下滑态势；PPI 难以扭转负增长局面，出现大幅回升的概率不大，但是下滑幅度有望企稳；此外近期上涨的房价难以为继。

(4) 结合多种预测模型的组合，对 2016 年 2 季度主要经济指标同比增速的预测结果为：GDP 增长 6.6%左右，工业增加值增长 6.8%左右，固定资产投资（不含农户）增速约为 10.5%，社会消费品零售额名义增长率为 10.8%左右，CPI 上涨约 1.7%，PPI 下降约 4%。2016 年 2 季度，受结构性减税和普遍性降费的影响，2016 年 2 季度财政收入名义增速或将达到 7.5%左右，总体趋紧。

# 一、利用景气指数分析法对经济景气状况的分析和预测

## 1. 中国经济景气指标的选取

本报告采用经济景气指数方法分析我国宏观经济整体的周期运行态势和景气波动状况。其中，基准指标为工业增加值月度实际增长率。由于工业增加值月度实际增长率指标是扣除了价格因素的实际增长率序列，为了使合成的指标类型一致，本报告首先对被筛选的各经济领域的价值型经济指标进行了价格平减，然后计算各经济指标的同比增长率序列，并通过季节调整消除不规则因素。在此基础上，进一步利用 K-L 信息量、时差相关分析等计量方法从季节调整后的指标中筛选出与基准指标波动对应性较好的 25 个经济指标作为中国宏观经济景气指标组。

本报告筛选出的中国先行、一致、滞后景气指标组及与各指标相对应的 K-L 信息量和时差相关系数由表 1 给出。从表 1 中各指标的 K-L 信息量和时差相关系数显示所选指标与基准指标具有较好的对应性，其中价格平减后的投资类和金融类指标具有很好的先行性质，而物价指标、消费、库存等指标具有良好的滞后性质。此外，鉴于当前我国经济结构转型进入深水区，同时也面临了更加复杂多变的国际形势，因而为了更加准确的预测经济增长率周期波动的走势，本报告按先行期的长短将先行指标组分为两组，即长先行指标组和短先行指标组，从而为经济增长率周期的走势预测提供更多可参考的信息。

表 1

中国宏观经济景气指标组

	指标名称	延迟月数	K-L 信息量	时差相关 系数
长 先 行 指 标	1. 金融机构储蓄存款增速*	-11,-12	7.38	0.64
	2. 固定资产新建投资额增速*	-10,-9	17.33	0.59
	3. 固定资产投资_自筹资金增速*	-10,-9	7.78	0.77
	4. 金融机构各项贷款增速*	-8	14.26	0.36
	5. 固定资产投资完成额增速*	-8	4.70	0.76
	6. 货币和准货币 (M2) 增速*	-8	7.45	0.57
	7. 固定资产投资本年新开工项目个数增速	-7,-8	48.2	0.43
	8. 地方项目固定资产投资额增速*	-7	6.00	0.76
短 先 行 指 标	9. 固定资产投资施工项目个数增速	-6	13.24	0.62
	10. 货币供应量 (M1) 增速*	-5	12.68	0.70
	11. 水泥产量增速	-5,-4	8.07	0.85
	12. 房地产开发企业投资完成额增速*	-3,-2	10.27	0.84
一 致 指 标	1. 工业增加值增速*	0	0	1.00
	2. 进口额增速*	0	15.69	0.84
	3. 发电量增速	-1,0	3.66	0.94
	4. 工业企业产品销售收入增速*	-1	12.60	0.89
	5. 国家财政收入增速*	-2	14.61	0.61
滞 后 指 标	1. 商品房本年施工面积累计增速	+3	10.13	0.79
	2. 原材料、燃料、动力购进价格指数	+4	7.02	0.88
	3. 工业品出厂价格指数	+4	2.29	0.88
	4. 居民消费价格指数	+6	4.23	0.57
	5. 社会消费品零售总额增速*	+8,+7	4.34	0.50
	6. 出口商品价格总指数	+8	4.67	0.76
	7. 建筑材料类购进价格指数	+9	3.64	0.75
	8. 工业企业产成品增速*	+12	12.65	0.75

[注] 表中延迟月数有两个数时, 前一个是 K-L 信息量的延迟月数, 后一个是时差相关系数的延迟月数。表中计算出的 K-L 信息量扩大了 10000 倍。指标名称后加\*时为指标的实际值。

## 2. 基于合成指数的中国经济景气状况分析与预测

本报告采用表 1 筛选出来的景气指标组，利用美国全国经济研究所（NBER）方法分别构建了一致、长先行、短先行和滞后合成指数，样本区间为 1999 年 1 月~2016 年 2 月，其中基年为 2005 年，即各个合成指数均以 2005 年的平均值为 100。

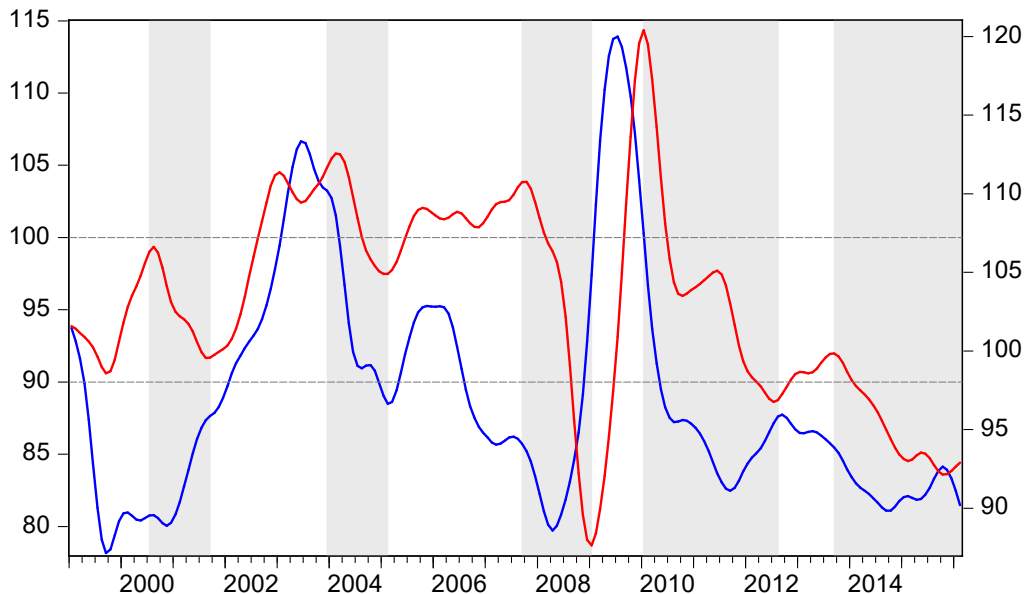


图 1 一致合成指数（红线，左坐标），  
长先行合成指数（蓝线，右坐标）

图 1 中的一致合成指数（红线）曲线显示 1999 年以来我国宏观经济具有明显的增长周期波动特征（阴影部分为中国增长率周期波动基准日期的景气收缩阶段，下同）。按照峰-峰的周期计算，1999 年至今我国宏观经济增长率已经历了 4 次完整的景气循环，目前正处于第 5 次景气循环的下降阶段。从图 1 可以看出，我国经济从 2010 年 1 月进入第 4 轮景气循环的下降期，在经历了 31 个月的收缩期后于 2012 年 8 月达到谷底。但是，第 4 轮景气循环的上升期仅维持了 13 个月，随后受固定资产投资、财政收入以及工业增加值增速回落的影响，月度经济景气指标出现回落态势，截止到 2016 年 2 月，第 5 轮景气循环的收缩期已经持续了 29 个月。需要注意的是，2015 年 3 月~5 月经济景气经历的短暂

的小幅回升，经济景气回升力度微弱，并没有能形成真正的景气循环的上升局面。相似的，2016年开年以来一致合成指数也出现了微弱回升，这主要是由于一致指标中除工业增加值实际增速外其余指标均出现了不同程度的回升。但是2016年2月中国制造业采购经理指数（PMI）仅为49.0%，创近三年来的新低，说明工业经济企稳的基础并不牢固，经济依然存在下行风险，因而经济景气是否真正出现回升趋势仍需观察一段时间。

由表1中8个长先行指标合成的长先行合成指数的走势由图1中蓝线给出。长先行合成指数的构成指标主要是金融和投资类指标，说明扣除了价格因素的货币和投资实际增长波动较长地领先于经济波动，是影响我国经济波动的主要因素。

图1显示，2014年10月，长先行合成指数达到本轮下降阶段的谷底，随后出现回升势头，已经连续回升了16个月，这预示着中国经济景气在未来将逐步回暖。长先行合成指数对一致合成指数谷的平均超前期约为9个月，但1999年以来其超前期的变动较大，在经济波动幅度较小的时期，先行期有时会较短。受我国经济规模不断增加以及经济结构升级的影响，金融和投资类指标的长先行性特征在近期出现变化，超前期与以往可能会有不同。以下本报告结合短先行合成指数的计算结果共同判断2016年1季度的经济走势。

短先行合成指数由狭义货币供应量（M1）实际增速、固定资产投资施工项目个数增速、水泥产量增速和房地产企业投资完成额增速合成。图2显示，2015年4月，短先行合成指数达到本轮下降阶段的谷底，随后的10个月呈现连续回升态势。与长先行合成指数相似，这也预示着我国经济景气将逐渐回暖。

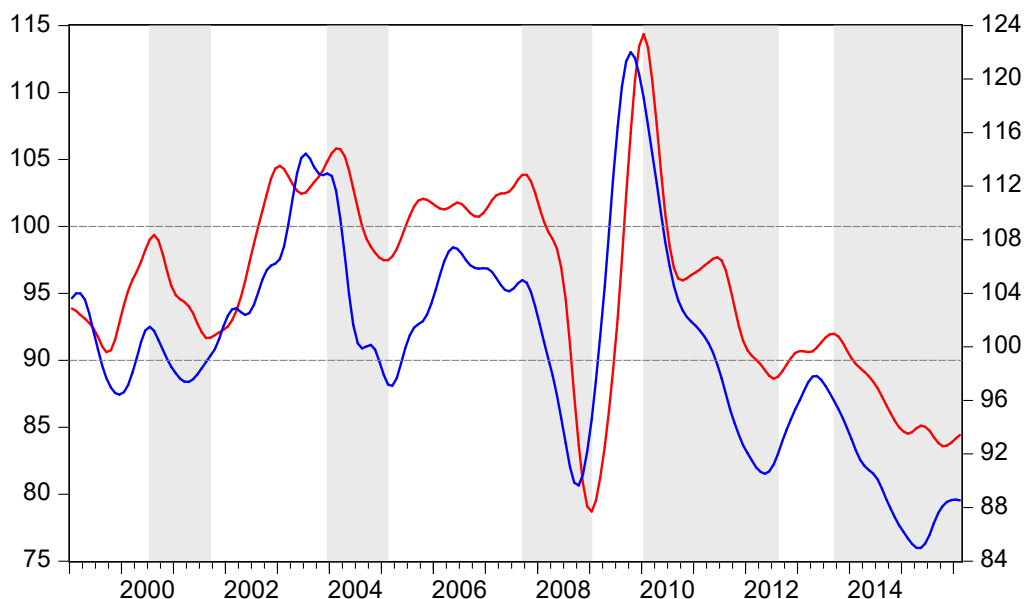


图2 一致合成指数（红线，左坐标），  
短先行合成指数（蓝线，右坐标）

以往的计算结果显示，短先行合成指数对于一致合成指数的谷的平均超前期仅3~4个月左右。根据一致合成指数与先行合成指数的统计关系以及先行合成指数谷的平均超前期测算，本轮景气循环的谷本应该于2015年8月份左右出现，但是截至2016年2月我国经济景气的探底之路尚未出现明朗的拐点，这与常规预测的谷底推迟了近半年，这一方面是由于我国经济体量增加，2015年国内生产总值达到67.7万亿元，经济刺激政策难以拉动经济整体出现回升趋势；另一方面我国产业结构调整、产能过剩以及国际经济增长乏力的不利影响，延长了本轮景气循环的谷的超前期。值得注意的是，虽然工业总体疲软，但是高新技术产业以及满足消费需求的新产品为代表的新经济保持了较快增长，因此在传统部门去产能以及房地产行业去库存的进程不断推进的背景下，本报告预计一致合成指数或将于2016年1季度达到谷底，即本轮景气波动的谷将出现在2016年2月左右，2016年2季度后我国经济景气或将呈现触底企稳并缓慢回升态势。

### 3. 基于扩散指数的中国经济景气状况分析与预测

本报告利用扩散指数方法，采用表 1 筛选出来的景气指标组分别建立了一致、长先行、短先行和滞后扩散指数。扩散指数的值为 50% 时，就意味着经济活动的上升趋势与下降趋势平衡，表示该时刻是景气的转折点。当扩散指数由上方向下方穿过 50% 线时，取前一个月作为扩散指数峰的日期，而当扩散指数由下方向上方穿过 50% 线时，取前一个月作为扩散指数谷的日期。扩散指数的极大值点和极小值点比扩散指数的峰和谷先行一段时间，这是扩散指数的特点之一，利用这一性质，可以提前预测景气的峰、谷的出现时间。

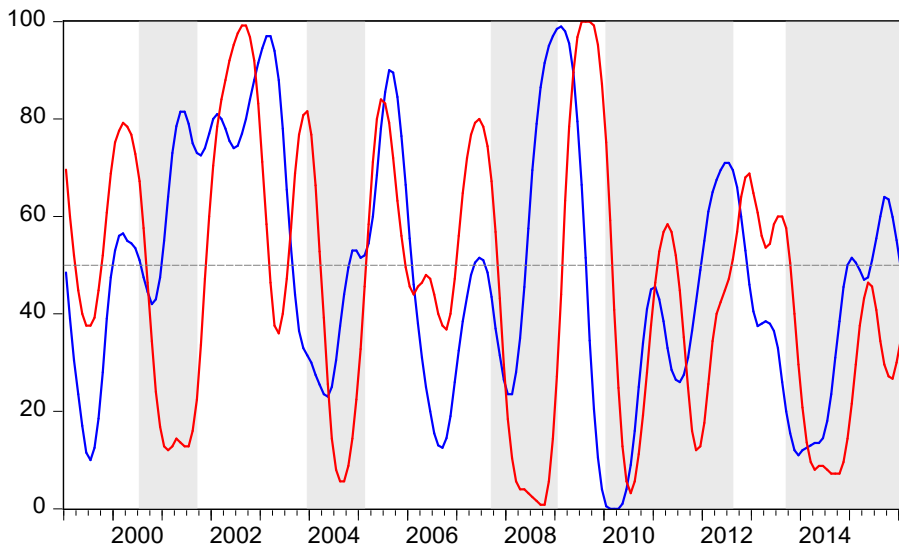


图 3 一致扩散指数（红线），长先行扩散指数（蓝线）

从图 3 可以看出，一致扩散指数在 2013 年 9 月从上向下穿越 50% 线，也就是说 2013 年 8 月是一致扩散指数此轮景气波动所达到的峰。随后，一致扩散指数逐渐回落，并于 2014 年 10 月达到极小值点后逐步回升。与一致合成指数的波动相似，一致扩散指数的回升之路也不平坦，2015 年 6 月一致扩散指数开始下滑，但是 2016 年开年以来在刺激政策的作用下，一致指标纷纷回暖，一致扩散指数也出现了回升，但是一致扩散指数是否能形成上升趋势同样需要进一步观察。



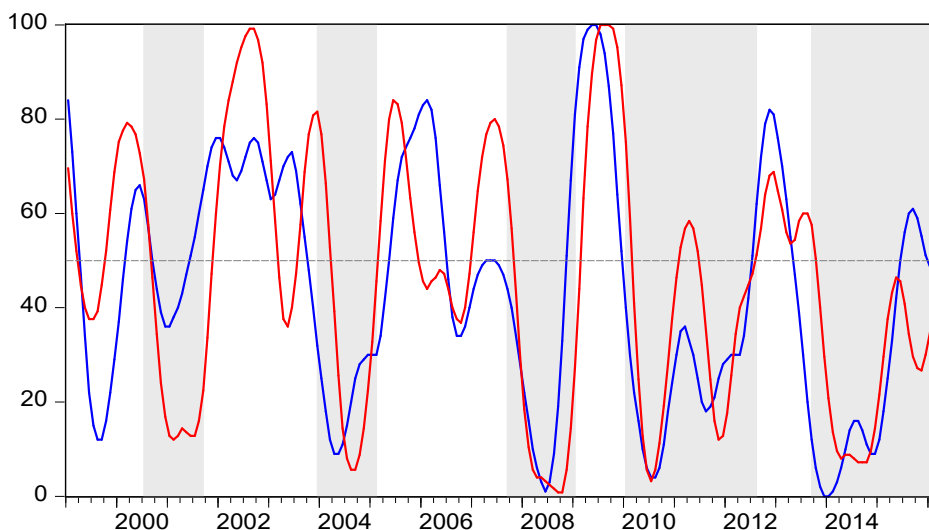


图4 一致扩散指数（红线），短先行扩散指数（蓝线）

从图3和图4中可以看出，长/短先行扩散指数历史上各个周期的峰、谷点相对一致扩散指数均具有较明显的先行性。图3中长先行扩散指数于2014年5月触底后快速回升，并于2015年6月从下向上穿越50%线，取前一个月作为长先行扩散指数的谷，长先行扩散指数的谷已于2015年5月出现。短先行扩散指数于2015年7月从下向上穿越50%线，取前一个月作为长先行扩散指数的谷，长先行扩散指数的谷已于2015年6月出现。根据计算，长/短先行扩散指数的谷相对于一致扩散指数谷的平均超前期大概在4至9个月左右，考虑到今年我国经济形势变化可能导致景气先行期有所延长，因此，本文判断我国本轮月度经济景气下滑的谷或将出现在2016年2月左右。

从以上的合成指数和扩散指数的图形可以看出，虽然2016年1-2月一致合成指数出现了微弱的回升，但是由于部分先行指数出现了不同程度的下降，造成先行合成指数和扩散指数的下降，鉴于多数先行指标为金融和投资类指标，这些先行指标的下降会降低市场对经济的预期，影响微观个体投资和生产的积极性，进而阻碍经济回升，因此为了提升市场对经济的信心，政府应该保持金融和投资类指标的稳定，引导市场

预期向好，为经济回升造势。

综合以上合成指数和扩散指数的全部预测结果可以预测，我国经济增长周期波动最新一轮景气循环的谷或将于 2016 年 1 季度出现，随后本轮经济增长周期波动将处于缓慢回升阶段。

## 二、基于监测预警信号系统对经济景气状况的分析和预测

本报告选取包含我国工业生产、进出口、投资、消费、财政收入、金融、物价及房地产等主要经济领域的 12 个经济指标增长率（见图 6）构成了我国宏观经济监测预警信号系统（预警界限值见附录的表 3），对我国总体经济景气状况和变动趋势做进一步的考查和判断。

### 1. 基于景气动向综合指数的分析

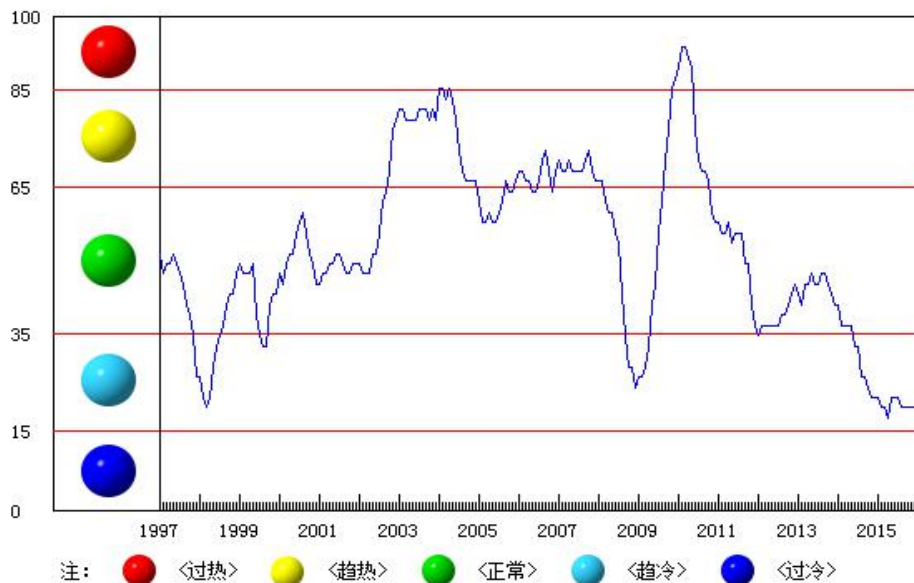


图 5 景气动向综合指数

图 5 给出了由 12 个预警指标构成的综合指数走势。图 5 显示，自 1997 年以来，中国经济增长在大部分年份都处于正常的“绿灯”区和趋热的“黄灯”区。从景气循环看，景气动向综合指数从 2012 年 8 月的谷底快速回到“绿灯”区，并在 2013 年 7~10 月出现局部峰值(50%)，

与一致合成指数的波峰转折点时间（2013年9月）大体一致。此后，随着工业生产、投资、外贸、财政收入和货币供应量增速等预警指标值的下降，景气波动再次快速降温，并于2014年2月进入“趋冷”的“浅蓝灯”区间。2015年5月以来，随着货币、信贷、消费和财政收入增速的温和回升，景气波动趋冷的态势于出现一定好转，景气动向综合指数在“浅蓝灯”区出现止跌企稳，在谷底徘徊的迹象，预示景气波动可能开始筑底回升。考虑到我国政府将在2016年继续实施积极的财政政策与稳健的货币政策，本报告预计2016年2季度的景气动向综合指数将会出现平稳小幅上行。

## 2. 基于监测预警指标信号的分析

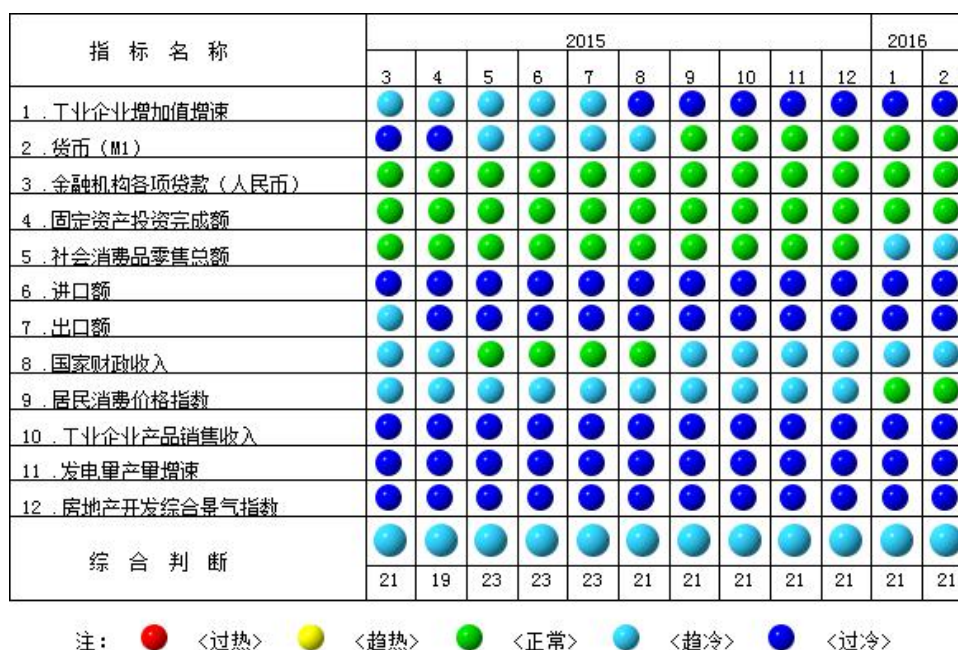


图6 月度监测预警信号图

图6给出了12个预警指标2015年3月~2016年2月的监测结果。监测预警信号图显示，经过季节调整后，多数指标的景气波动呈回落态势，少数指标开始企稳或稳中回升。具体来看，金融机构贷款和固定资产投资一直处于“正常”的“绿灯”区间，狭义货币(M1)指标自2015

年9月后进入“绿灯”区间；物价一直发出“趋冷”信号，但是2016年后进入“正常”的绿灯区；财政收入自2015年9月开始发出“趋冷”信号；另外，出口和工业增加值指标则先后进入到“过冷”的“蓝灯”区；而样本期间内进口、工业企业产品销售收入、发电量以及房地产开发综合景气指数这4个指标一直处于“过冷”的“蓝灯”区。下面对各预警指标信号变动情况做详细的分析。

### **(1) 工业生产增速回落到“过冷”的“蓝灯”区**

2015年世界经济不振、外需持续低迷给出口导向型行业带来了冲击，而国内有效需求不足，部分行业产能过剩，此外产业结构调整使得重化工行业受到了影响。在国内外需求减弱等因素的影响之下，我国工业企业生产和效益增长偏低。剔除季节和不规则因素后，工业增加值实际增速在2015年一直处于缓慢下滑阶段，并于2015年8月跌落到6.0%以下的“过冷”区间。2016年1-2月，工业增加值实际累计增速进一步下滑，仅为5.4%。与此同时，工业企业主营业务收入实际增速始终处于7.0%以下的“过冷”区间，基本在5.5%~7.0%范围内变动。

随着近期我国传统产业去产能、去杠杆、去库存任务取得初步成效，以及由创新驱动引发的医药制造、计算机、通信和其他电子设备制造业等高技术产业的迅猛发展，预计2016年2季度，我国工业生产增长将会呈现上升趋势，进入“趋冷”的“浅蓝灯”区。

受工业生产增长下行等因素影响，发电量增速（剔除季节和不规则因素后）在2015年全年一直处于“过冷”区间。2015年7月、9月、10月以及12月发电量增速连续出现负增长，到2016年2月才出现止跌回升。随着工业生产增长的回暖，预计电力行业景气波动已接近谷底，发电量增速将筑底回升。

## （2）固定资产投资增速处于“正常”的“绿灯”区

2013年9月以后，随着钢铁等重点工业产品的需求陆续接近或者达到峰值，房地产多项建设指标出现历史性转折变化，部分传统领域的产能过剩问题开始显露，固定资产投资增速回落到20%以下并一路持续下滑，到2015年6月，季节调整后的投资实际增速下降到历史最低点，但总体来看仍处于“正常”的绿灯区。

与一般的经济波动不同，此轮投资增速回落，是经济发展到更高阶段的结构性回落，具有其内在逻辑和规律。2015年，面对经济下滑的压力，我国政府没有采取大规模投资刺激经济的政策，而是强调发挥好投资对稳增长的关键作用，控制盲目投资，在理顺投资结构的前提下保持投资的合理增长。投资的结构优化效应将在2016年逐渐显现。预计2016年2季度固定资产投资增速将保持在“正常”的“绿灯”区间内平稳运行。

## （3）消费增速在趋冷的“浅蓝灯”区运行

剔除季节和不规则因素后，2015年全年中消费增速都保持在10%以上，始终处于“正常”的“绿灯”区，增速总体适中、走势较为平稳。2015年值得关注的重要结构性变化是消费对经济增长的拉动作用进一步增强，全年最终消费对经济增长的贡献率为66.4%，比上年提高15.4个百分点，消费品市场规模突破30万亿元大关，充分发挥了对经济增长“稳定器”和“压舱石”的作用，标志着我国经济增长的动力已经发生阶段性转变。

受汽车、家电等商品增速回落影响，季节调整后，2016年1-2月社会消费品零售总额发出了趋冷的“浅蓝灯”。但是2016年1月和2月社会消费品零售总额的环比增速与2015年平均水平基本持平。此外随着

房地产销售回暖带动家电、家居等商品需求上升，以及智能节能消费、绿色消费、服务消费等消费升级市场热点的进一步升温，消费规模必将维持稳定。预计 2016 年 2 季度消费实际增速将会在“正常”的“绿灯”区间运行。

#### **(4) 进出口贸易景气处于“过冷”的“蓝灯”区间**

从出口方面看，2015 年 3 月出口跌入到“趋冷”的“淡蓝色”区间，2015 年 4 月份进一步跌入到“过冷”的“蓝色”区间，此后一直位于“过冷”区间低位运行。此轮出口增速出现较大幅度下滑，既存在国际上的不利影响，也有我国自身的原因。从内部来看，随着劳动力、土地成本的快速上升，我国在传统的劳动密集型产业上的出口竞争力开始减弱，而新的国际竞争优势尚未形成；从外部来看，全球主要经济体增长疲软，新兴市场风险上升，外部需求乏力，降低了世界对我国商品的需求能力，也进一步抑制了我国的出口增长。为应对这一问题，中央政府频频出台扶持外贸出口发展的政策，然而受地缘政治影响，预计 2016 年 2 季度出口萎缩的局面将扭转，出口进入到“趋冷”区间的可能性较小。

从进口方面看，进口增速 12 个月的样本区间（2015 年 3 月~2016 年 2 月）内都处于“过冷”的“蓝色”区间。从近期波动情况来看，该指标从 2015 年 4 月开始出现了小幅反弹，逐渐呈现出止跌回稳态势。预计到 2016 年 2 季度，进口增速指标受国内经济景气温和回暖的影响，降幅有望收窄，但进入到“趋冷”区间的概率不大。

#### **(5) 货币供应增长逐渐进入正常“绿灯”区间，贷款增速一直位于“绿灯”区间**

狭义货币供给量 (M1) 实际增速 (剔除季节和不规则因素) 在 2014

年12月止住了长达20个月的连续下滑，之后开始触底回升。2015年5月，M1增速由“过冷”的“蓝灯”区进入“趋冷”的“浅蓝灯”区，并于2015年9月进一步回升到“正常”的“绿灯”区。这表明，2015年5月份以来，我国政府所采取的稳健货币政策已初见成效，流动性趋紧状态得到显著改观，M1增速已经进入新一轮周期的上升期。2016年2月，受M0大幅增加和2015年上半年M1低增速的影响，M1同比增速向上突破至17.4%，增速比2015年同期高11.8个百分点。预计2016年2季度M1增速将继续保持回升态势，增速在2016年下半年将会有所放缓并保持在“绿灯”区间平稳增长。

2015年全年金融机构人民币贷款实际增速一直处于“正常”的“绿灯”区，并于2015年9月达到年度区间的最大值之后，基本保持平稳。2016年2月份金融机构人民币贷款同比增速达到14.7%。总的来看，该指标与M1增速的走势大体相同，且态势更加平稳，两者共同成为拉动综合景气动向上升的主要动力，同时也为央行引导金融机构合理、适度、平稳地进行贷款投放及非信贷资产配置提供了有利的金融环境。预计2016年2季度该指标仍处于“正常”的“绿灯”区运行。

#### **(6) 财政收入实际增速在“趋冷”和“正常”区间波动**

继2014年全国财政收入增速创下1991年后首度个位数增长记录后，受经济下行压力和政府为减轻企业负担实施的减税降费措施影响，2015年财政收入增速进一步放缓至8.4%，比2014年回落2.8个百分点。从2015年财政收入增速的月度数据波动情况来看，该指标实际增速（剔除季节和不规则因素）从1月份的最低点4.7%开始逐步上升，于2015年5月进入“正常”的“绿灯区”（8%-20%），在“绿灯区”维持4个月之后又再次滑入“趋冷”区间并一直处于此区间低位运行。2016年

2月财政收入累计同比增速为6.3%，增速比2015年同期高4.6个百分点。但总体来看，2016年2季度财政收入趋紧状况仍不容乐观。

### **(7) 物价在“正常”区间的底端小幅波动**

自2014年8月居民消费价格同比增速（CPI）降到2%以下之后，该指标一路下滑，2015年1月CPI同比增速更是下降到0.8%。然而在春节效应的刺激下2016年2月CPI同比上涨2.3%，比去年同期扩大0.9个百分点，环比上涨0.5%，创下了自2014年6月份以来的新高，为适度宽松的货币政策预留了空间。2016年随着经济景气温和回暖，以及供给侧改革成效显现，高品质、多样化消费品将不断出现在居民的消费篮子里，可能形成CPI小幅回升拉力。预计2016年2季度物价涨幅总体保持低位运行的概率较大。

### **(8) 房地产开发综合景气指数始终处于“过冷”的“蓝灯区”**

2012年受经济下行压力和政府的严厉房价调控政策影响，房地产开发综合景气指数开始下降到100（剔除季节和不规则因素）以下，并一直保持低位运行，2015年4月该指标下降到近10年来的最低点（92.4），12个月的整个样本期间均处于“过冷”的“蓝灯区”。这表明，房地产行业的库存压力依旧较大，当前去库存仍是房地产行业所面临的主要任务。针对这一现状，中央已出台多项政策鼓励住房需求、积极化解库存，如放松公积金政策、放松货币信贷及财政政策、适度调整二手房转让税费、加大对改善性住房需求的支持力度等。2016年2月，房地产开发综合景气指数已经呈现出止跌回升的态势。预计2016年2季度，随着我国房地产市场去库存政策效果的进一步显现，以及新型城镇化带来的居民刚性住房需求的累积，房地产开发综合景气指数有望进一步回升，但进入到“趋冷”区间的概率不大。



### 三、2016 年 2 季度物价变动特征与走势分析

价格水平是宏观经济的重要指标，其变化幅度反映了市场供需互动关系。本报告在分析经济各领域波动情况的基础上，重点分析 CPI 和 PPI 及其构成分项的变动趋势和影响因素，并根据这些影响因素的变动趋势对未来物价走势进行分析和预测。本报告认为由于复杂的国内外宏观背景带来的不确定性，价格水平尽管短期内有一定恢复性上升，但中长期来看未来物价仍将继续保持低位小幅波动。

#### 1. 物价波动特征与走势分析

季节调整后的 CPI (CPI\_TC) 和 PPI(PPI\_TC) 的走势由图 7 给出。

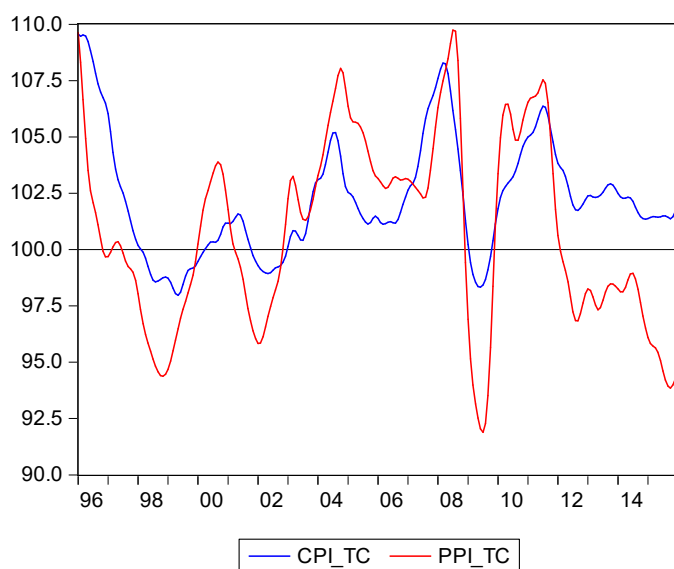


图 7 季节调整后 CPI (蓝线) 和 PPI (红线)

CPI 方面，2016 年 2 月以来由于受异常天气和春节因素影响，我国的居民消费价格指数出现明显回升的态势，打破保持一年多的低于 2% 的记录，重新回到“2”时代。2015 年全年 CPI 保持在 1.4 左右，从总体来看，CPI 一直处于较为稳定的区间，波动幅度较小。

PPI 方面，受国际大宗商品价格下滑、宏观经济增速下行影响、产能过剩行业去库存和传统产品需求趋势性放缓影响，剔除季节和不规

则要素后，我国 PPI 从 2012 年 2 月以来，已经连续 50 个月维持在负增长状态。特别的，2014 年 8 月~2015 年 9 月，PPI 负增长的态势逐步加剧，降幅不断放大。2015 年 11 月 PPI 创近五年来的新低，仅为-6.2%，随后 PPI 出现明显的回升迹象，2016 年 1 月和 2 月 PPI 指数分别下降 5.37%和 4.94%，降幅明显缩小。以下本报告从 CPI 和 PPI 的分项角度分析未来物价的走势。

## 2. CPI 分项分析

根据季节调整后的数据来看，2015 年 1 月以来，CPI 的分项指标均处在一个较为稳定的区间内波动，其中食品项波动周期较为明显，非食品项波动较为平缓。图 8 显示，CPI 食品类分项（CPI\_food）在 1.36%-3.41%的区间内波动，CPI 非食品类（CPI\_nonfood）分项在 0.68%-1.12%的区间内波动。

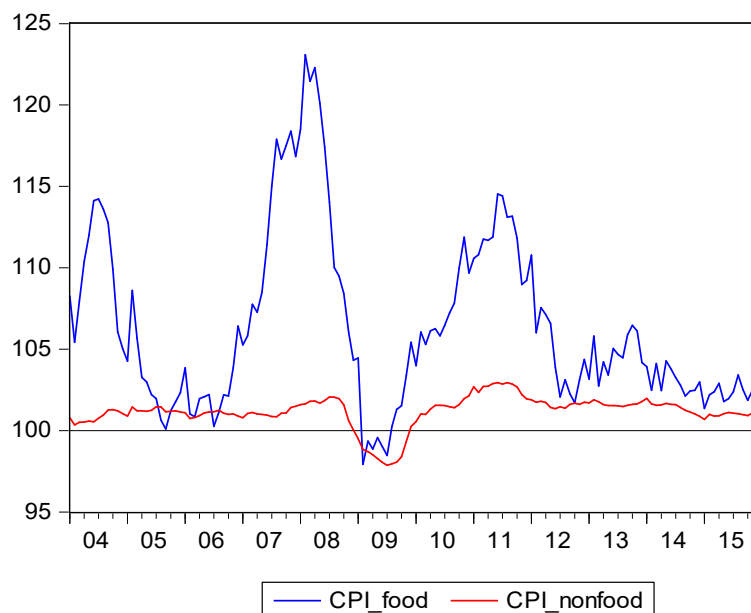


图 8 季节调整后 CPI 食品分项(蓝线)和非食品分项(红线)

从 CPI 篮子的构成看，食品类商品的权重和非食品类商品的权重分别约占 1/3 和 2/3。但由于非食品类商品的价格波动较为平缓，因此，CPI 中食品分项的价格波动对 CPI 的总体影响最大。食品尤其是农产品

的生产周期受自然因素影响，其价格水平有时会出现蛛网模型所显示的状况，所以波动较大。

2015 年以来 CPI 中的食品价格指数出现两轮明显的周期。本轮食品价格周期由于春节因素加上天气因素，蔬菜价格总体回升，猪肉价格也持续走高。此外春节外出旅游、访亲探友增多，也使得旅游、餐饮和交通价格保持上升的态势。此外，由于煤炭钢铁等行业不景气叠加春节因素，大批农民工返乡，导致城市的服务业价格也出现上涨压力。但这些都是周期性因素，并不会对 CPI 的上涨产生持续性的影响。

2016 年 1-2 月广义 CPI 虽然出现明显反弹，但核心 CPI 同比增速并没有出现显著的上涨，因此我们判断滞胀的可能性较低。考虑到整体上总需求仍处于偏弱的状态，加之货币政策因素的影响，预计 2016 年第 2 季度 CPI 会呈现平稳波动的态势，或有小幅上升，但仍将在低位运行。

### 3. PPI 分项分析

本部分把 PPI 分为重工业分项和轻工业分项两类分析。2012 年以来，PPI 及其重工业分项和轻工业分项的波动中枢出现分化，其中，PPI 和 PPI 中的重工业分项一度出现大幅下滑态势，并于 2012 年 9 月探底后开始了长达两年的振荡期。2014 年 7 月开始，PPI 及其重工业分项再一次进入新一轮的下滑周期，直到 2015 年下半年才基本保持稳定在 92.2 左右。2015 年 6 月以来，轻工业分项也基本稳定在 98.7 左右小幅波动。

图 9 显示，当前我国 PPI 的下行主要是受 PPI 重工业分项影响。PPI 重工业分项持续下滑则源于国内外综合因素的叠加影响。从国内因素来看，钢铁、煤炭等上游产业产能过剩的局势并未根本扭转，消化过剩产

能的任务仍旧艰巨，加之房地产、基建等投资放缓压缩工业品需求，这导致当前工业产品的供需矛盾仍旧十分突出；从国外因素来看，全球主要经济体的复苏乏力，需求持续低迷，且2015年5月后全球能源和大宗商品价格再度大幅走弱，这都加速了PPI的下滑趋势。

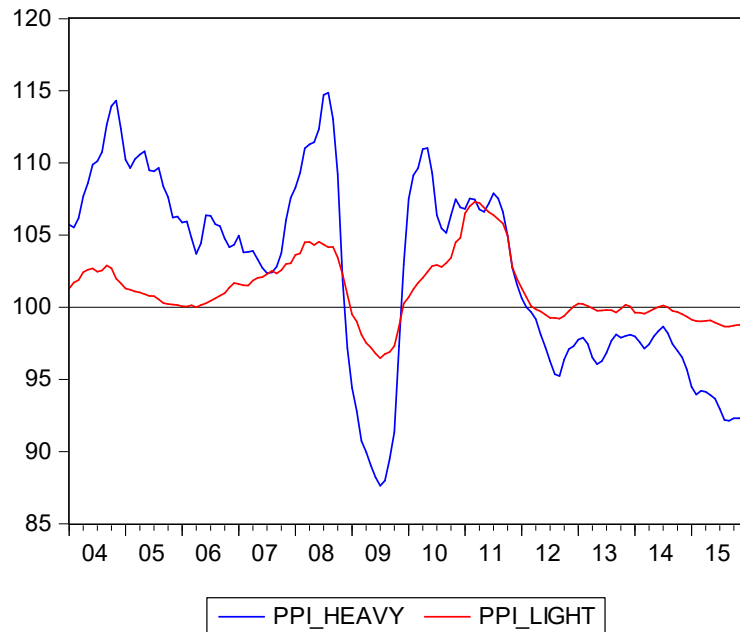


图9 季节调整后PPI重工业分项和轻工业分项

产能过剩导致PPI下降，但产品价格下降的同时，名义工资却在上升，这导致企业利润下降和亏损增加。中国非金融企业利润率较低、资产负债率较高，PPI下降导致实际债务增加，并进而导致企业利润减少和亏损增加，最终企业减少投资。投资的减少必然导致当期产能过剩的进一步恶化。综上所述，以产能过剩作为起点，以PPI为作用渠道，经济增速和通缩压力相互影响以致形成恶性循环。政府应继续采取结构性减税、大众创新万众创业、国有企业改革等政策措施，提升市场活力，增加投资信心。

预计2016年2季度由于石油等国际大宗商品价格低位运行，国内经济仍存在阶段性下行压力，结构性产能过剩问题较为突出，在结构调整过程中PPI涨幅保持相对较低水平的概率较大。

#### 4. 2016 年 2 季度房地产价格分析

国家统计局公布的数据显示 2016 年 2 月 70 个大中城市中，价格下降的城市有 37 个，上涨的城市有 32 个，持平的城市有 1 个。房地产市场出现明显分化，其中深圳、上海、南京、厦门和合肥五个城市的房价环比增幅最大。调结构、去库存的背景下，2015 年房地产库存却一直在增长。正常来说，去库存必须伴随价格的下跌，经济下行压力下，房地产价格的下跌终究难以避免。之所以个别城市出现房地产价格的剧烈上涨在于多重因素的叠加。

房地产作为一种特殊的商品，既有消费品的属性，也属于一种资产具有投资品属性。首先商品的属性来看，城镇化的速度和城市的人口流入规模决定了房地产长期价格的走向。目前由于重化工业处于产能过剩状态，宏观经济风险中的失业风险增加，但是一些大城市凭借服务业（例如上海）和新兴制造业（例如深圳、合肥）吸引了大批外来人口，具备房价上涨的基本面。从投资来看，经济新常态下，潜在增长率和资产收益率下降，货币宽松将是较长时间的政策选项，这也支撑投机行为在短期内集聚。由于中美的经济结构和经济周期差异较大，甚至相反，目前的汇率制度使得货币政策自由度较低，人民币贬值的预期使得外汇占款减少，同时全面深化改革又需要预留一定的价格上升空间，央行的操作空间有限。

综合考虑，房地产市场 2016 年冰火两重天的状态不具备可持续性，任由房地产价格上涨会带来泡沫，行政干预尽管不符合市场化改革的目标，但是一旦酿成系统性风险的成本更承受不起，两害相权取其轻，应督促地方政府实行有效促进维持房地产价格稳定的政策，切实有效化解房地产库存。

## 四、2016年2季度主要宏观经济指标预测

本报告利用多种经济计量模型对2016年2季度主要宏观经济指标的变动趋势进行预测，以进一步把握我国经济的未来走势，为政府的宏观调控政策提供参考，各指标的预测结果如表2所示。

**表2 主要宏观经济指标预测结果** (单位：%)

指标名称	2015年 全年	2016年 1-2月	2016年 3月	2016年 2季度
GDP累计增长率(可比价)	6.9	-	-	<b>6.6</b>
规模以上工业增加值增长率(可比价)	6.1	5.4	<b>6.0</b>	<b>6.8</b>
固定资产投资(不含农户)累计增长率	10.05	10.2	<b>10.3</b>	<b>10.5</b>
社会消费品零售额增长率	10.7	10.2	<b>10.1</b>	<b>10.8</b>
国家财政收入增长率	5.8	6.3	<b>6.5</b>	<b>7.5</b>
出口总额增长率	-2.9	-17.8	<b>-14.0</b>	<b>-2.6</b>
进口总额增长率	-14.2	-16.7	<b>-13.5</b>	<b>-9.0</b>
狭义货币供应量(M <sub>1</sub> )增长率	15.2	17.4	<b>16.0</b>	<b>14.5</b>
广义货币供应量(M <sub>2</sub> )增长率	13.34	13.3	<b>13.5</b>	<b>14.4</b>
金融机构人民币贷款总额增长率	12.4	13.3	<b>13.2</b>	<b>14.6</b>
居民消费价格指数CPI上涨率	1.4	2.0	<b>1.6</b>	<b>1.7</b>
工业生产者出厂价格指数PPI上涨率	-5.2	-5.1	<b>-4.5</b>	<b>-4.0</b>

注：表中数据均为名义同比增长率，样本数据截止到2016年2月。

### 1. 2016年2季度我国经济增长速度平稳，预计同比增长6.6%

2015年我国经济景气一波三折，受国际经济复苏分化、国际大宗商品价格持续震荡波动以及地缘政治冲击影响，我国进口额和出口额双双萎缩，此外房地产投资和制造业投资下滑拖累投资总量增长，2015年我国GDP增速为6.9%，创25年新低。需注意的是，在经济增速下降的同时也伴随着经济效率的提高、产业结构的优化以及经济增长新亮点的涌现，因此在供给和需求两侧刺激政策的共同作用下，2016年上

半年我国本轮增长率周期的探底之路或将结束，预计 2016 年 2 季度 GDP 增速约为 6.6%。

## **2. 物价仍将在低位徘徊，预计 2016 年 2 季度 CPI 约上涨 1.7%**

受食品价格上升影响，2016 年 2 月居民消费价格水平同比上涨 2.3%，重返“2 时代”。考虑到食品价格的季节性回落以及寒冷极端天气逐渐改善的影响，CPI 或缺乏持续上涨动力，预计 2016 年 2 季度 CPI 涨幅约为 1.7%。在国际大宗商品价格下跌的外部冲击和国内产能过剩的共同作用下，2015 年我国工业出厂价格 PPI 一路下滑，2015 年全年 PPI 为 -5.2%，与 2014 年相比大幅下降 3.6 个百分点。预计短时期内，PPI 仍难以摆脱负增长局面，但是随着国际需求的平稳波动、国际大宗商品价格企稳以及国内去产能进程的加快，PPI 降幅将逐季收窄，预计 2016 年 2 季度 PPI 降幅约为 4.0%。

## **3. 工业生产增速或将企稳，预计 2016 年 2 季度增长 6.8%左右**

2016 年我国工业领域相对过剩的局面难以发生根本改变，制造业面临的下行压力依然较大，同时外需疲软导致出口下降，因此，工业增加值增速仍将在低位运行。但随着产业结构升级、高新技术产业和新兴产业不断增长，同时去产能政策的逐渐落实以及前期“制造业 2025”、“互联网+”行动等一系列的战略部署发挥效用，可以预期规模以上工业增加值增速将在“趋冷”区间筑底企稳并逐季小幅回升，预计 2016 年 2 季度规模以上工业增加值增速约为 6.8%，较 2015 年全年提高 0.7 个百分点。

## **4. 2016 年 2 季度财政收入增速约为 7.5%**

受营改增、地方债务清理、经济增速放缓、企业利润下滑以及价格

水平低位运等多重因素影响，2015年我国财政收入增速波动较大，全年财政收入增幅偏低，同口径仅增长5.8%。2016年以来，财政收入增速将仍受上述不利因素拖累，但是由于税收征管力度加大、居民收入增加、产业结构调整到位、季度调整因素等影响，预计2016年2季度财政收入增速将小幅上扬，约为7.5%。

#### **5. 固定资产投资增速缓慢回升，预计2016年2季度增长约10.5%**

受制造业投资动力不足以及房地产投资下滑等诸多因素影响，2015年固定资产投资增速逐渐放缓，在经济下行压力较大的背景下，经济主体投资意愿不足。但在2016年开年，随着稳增长政策密集出台，特别是在加快房地产行业去产能的减税政策、首套房首付政策以及住房公积金存款利率政策刺激下，房地产销售逐渐回暖，预计2016年房地产投资回落态势有望企稳。此外，基础建设中的公共设施投资以及水利投资依然在高位运行，因此，2016年固定资产投资增速将呈现出缓慢回升的态势，预计2016年2季度增速约为10.5%。

#### **6. 消费品零售总额稳中有升，预计2016年2季度名义增长10.8%**

在新业态和消费升级类商品不断增长以及零售商品价格回升的背景下，2015年以来消费品市场呈现平稳波动的运行态势，2016年1~2月社会商品零售总额累计同比增速为10.2%，保持了两位数的增速。在稳健的货币政策和积极的财政政策环境下，房地产销售的回暖将带动住房相关的家电、建材等产品的消费增长，此外限额以上企业消费品零售贡献也在逐渐增加，预计2016年2季度名义社会消费品零售总额将保持稳中有升的态势，增长10.8%。

#### **7. 进出口仍处于低迷态势，负增长局面难以改观**



受国际大宗商品市场低迷，全球股市震荡以及新兴市场经济下行压力增加的影响，2015年我国进口和出口数据表现均不佳。2016年开年国内外的需求依然持续了2015年的疲软态势，2016年1-2月进口额和出口额双双大幅下滑。此外国际原油价格低位波动、全球股市震荡、美国加息步伐放缓以及新兴经济体风险日益明显等复杂的国际形势都增加了我国进出口景气的不确定性。在复杂多变的国际环境以及去产能去库存的国内发展主基调下，预计2016年2季度我国进出口景气将维持低迷态势，初步预计进口额增速约为-9.0%，出口额增速约为-2.6%左右。

#### **8. 货币供应量和信贷规模将保持平稳波动走势**

2015年以来，央行多次降息和降准，社会中的流动性逐渐宽裕。具体地，2015年广义货币（M2）和狭义货币（M1）均保持了两位数增速，分别增长13.3%和15.2%，特别是2015年M1增速较2014年大幅提高了12个百分点。随着2016年伊始一系列稳增长政策的陆续出台和逐步落实，货币供应量将保持平稳波动态势，预计2016年2季度M1和M2的增速分别约为14.4%和14.5%。

信贷方面，在政策性和季节性因素的双重刺激下，2016年1-2月信贷规模超出市场预期，人民币贷款分别增加2.51万亿元和0.73万亿元，同比增长分别为15.3%和14.7%。由于银行为了保证收益大多会选择年初加大放贷力度，因此预计大规模放贷的势头难以持续，2016年2季度信贷规模将维持稳健，约增长14.6%左右。

### **五、结论及政策建议**

根据以上分析和预测结果，我国经济增长从2013年9月开始进入新一轮增长周期波动中短周期的缓慢下降期，截止2016年2月此轮增

长周期的下降期尚未结束。从主要经济指标的景气变动看，2016年2月，除货币（M1）、金融机构贷款、固定资产投资和居消费价格处于“正常”的“绿灯”区间外，其余重要经济指标的增速均处于“趋冷”或者“过冷”区间。当前拉动经济的三驾马车中出口低迷，投资乏力，消费难以大幅上升，虽然经济整体中不乏新的亮点出现，但是带动经济回升的主导力量尚未形成规模，经济下行压力依然较大。预计2016年2季度GDP累计实际增长率将达6.6%左右。物价方面，预计2016年2季度CPI将处于低位运行，上涨1.7%左右，PPI仍难以摆脱负增长的局面。综合考虑，需要梳理整合各项政策，以供给侧改革为核心，注重发掘经济增长的新动能，推动宏观调控方式创新，兼顾国内国外两个大局，为经济景气回升提供长效动力。

### **1. 加强供给侧改革的顶层设计，更好释放改革红利**

“供给侧”改革的核心，是降低企业的制度性交易成本，包括交易成本、税费负担、融资成本等，以增强企业创新能力、提高供给质量与效率、改善供给结构，最终提高全要素生产率。为有效释放供给侧改革的红利，应从如下三个角度加强改革措施的顶层设计：第一，政府应减少对企业、市场的直接管制和干预，让市场机制在资源流动和配置中起到决定性作用，为企业创造一个公平竞争的转型环境；第二，降低企业的实际税收负担和其他制度性交易成本，使企业有更多的剩余用于投资、创新、转型；第三，要在薄弱环节给企业提供更好的公共产品和公共服务，为企业完成转型升级提供基础保障和后方支援。

### **2. 注重区域、城乡协调发展，发掘经济增长新动能**

区域差异、城乡差异为中国经济发展提供了极大的增长新空间，要

发掘好、利用好这些经济增长的新动能。具体策略是：一是抓好区域协调发展。“一带一路”、“京津冀协同发展”和“长江经济带”三大战略完整地构成了区域协调发展的新格局，应有序部署、积极推进上述区域发展战略。二是加快城乡一体化。新型城镇化发展空间巨大，应有序推进农业转移人口市民化，合理规划以人为核心的城镇化建设，着力促进以公共服务均等化为核心的保障措施。

### **3. 创新宏观调控方式，助力改革稳步推进**

宏观调控应遵循“定向精准，创新有为”的原则，创新调控方式，综合利用区间调控、定向调控以及相机调控等手段，为经济发展和结构性改革营造稳定环境。在货币政策方面，应积极完善货币政策框架，逐步从数量型调控为主转向价格型调控为主；在财政政策方面，应适度加大积极的财政政策力度，阶段性提高财政赤字率，并通过实行减税政策为企业减负。

### **4. 扩大对外开放，加快构建开放型经济新体制**

保持经济稳定需要协调国内和国外两个市场，在传统出口商品竞争优势下降的背景下，稳定国外市场需要积极培养我国经济新的国际竞争优势。一方面，稳定和完善的出口相关的政策，保持人民币汇率的稳定，大力支持企业积极开拓海外市场，促进外贸稳定增长的同时化解国内过剩产能；另一方面，抓住“一带一路”等战略的实施契机，加快中韩自贸区、中澳自贸区建设，进一步扩大开放，加快我国优势产业走出去的步伐，构建开放型的经济新体制，提升外贸竞争优势，推动对外贸易结构转型和升级。

(执笔人：王岩、周彬、范晓非、高铁梅)

附录：

表 3 我国预警信号系统的构成指标及预警界限

	红 灯	黄 灯	绿 灯	浅蓝灯	蓝 灯
指 标 名 称	过热	趋热	正常	趋冷	过冷
1.工业增加值增速*	← 15.0	13.0	9.0	6.0	→
2.货币供应量(M1) 增速*	← 20.0	16.0	8.0	3.0	→
3.金融机构各项贷款增速*	← 20.0	17.0	11.0	7.0	→
4. 固定资产投资增速*	← 26.0	18.0	11.0	8.0	→
5. 社会消费品零售总额增速*	← 17.0	15.0	10.0	8.0	→
6.进口增速*	← 23.0	20.0	5.0	3.0	→
7.出口增速*	← 24.0	20.0	5.0	2.0	→
8.财政收入增速*	← 24.0	28.0	8.0	4.0	→
9.居民消费价格增速	← 6.0	5.0	2.0	0.0	→
10.工业产品销售收入增速*	← 25.0	18.0	10.0	7.0	→
11.发电量增速	← 16.0	14.0	5.0	3.0	→
12.房地产开发综合景气指数	← 105	103	100	97	→
综 合 指 数	← 85	65	35	15	→

[注] 表中除最后的指标外，预警界限值都是增长率，需加上“%”。指标名称标有“\*”的指标是经过价格平减的实际增长率。

东北财经大学经济运行与财政政策研究基地主办。如有领导批示，烦请告知！

电话：0411-84713161 84710938 84713165（传真）

Email: wangweitong@dufe.edu.cn