



东北财经大学
经济运行与财政政策研究基地

预测专报

2016 年第 3 期（总第 9 期）

2016 年 6 月 30 日

2016 年 3 季度宏观经济形势分析预测报告

2016 年开年以来，随着稳增长和供给侧结构性改革政策不断发挥效果，我国经济景气稳步回升，预计 2016 年第 3 季度，我国经济将继续保持缓慢回暖的迹象，根据计算结果测算，此轮经济景气的回升或将持续到 2017 年 1 季度。

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已于 2015 年 10 月出现,经济增长或进入新一轮经济周期波动的上升阶段,而根据先行指数的先行期测算本轮上升阶段预计持续到 2017 年第 1 季度。

(2) 对 12 个预警指标的监测结果显示,2016 年以来景气动向综合指数在“趋冷”区出现了明显的回升迹象。其中 2016 年 5 月,狭义货币(M1)处于“过热”的“红灯”区;金融机构各项贷款、固定资产投资、财政收入和物价处于“正常”的“绿灯”区间,工业增加值和社会商品零售总额发出“趋冷”信号;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。从样本期间内,各指标发出的信号变动状况看,我国经济正处于逐渐改善通道。

(3) 综合对 CPI、PPI 以及国内外宏观经济形势的分析,预计 2016 年 3 季度,CPI 将会继续呈现平稳波动态势;PPI 的回升幅度或将收窄,但依然难以扭转负增长局面;此外国内玉米弱势格局难改。

(4) 结合多种预测模型的组合,对 2016 年 3 季度主要经济指标同比增速的预测结果为:GDP 增长 6.8%左右,工业增加值增长 6.4%左右,固定资产投资(不含农户)增速约为 10.0%,社会消费品零售额名义增长率为 9.0%左右,CPI 上涨约 2.2%,PPI 下降约 2.5%。受经济下行压力和政策性减税影响,预计 2016 年 2 季度财政收入名义增速或将达到 8.2%左右,总体平稳。

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*	-12	7.88	0.49
	2. 固定资产新建投资额增速*	-7	41.41	0.52
	3. 固定资产投资_自筹资金增速*	-8	26.69	0.69
	4. 金融机构各项贷款增速*	-8	14.78	0.26
	5. 固定资产投资完成额增速*	-6	11.62	0.68
	6. 货币和准货币 (M2) 增速*	-9	7.64	0.43
	7. 固定资产投资本年新开工项目个数增速	-6	53.35	0.45
	8. 地方项目固定资产投资额增速*	-7,-6	13.00	0.76
短 先 行 指 标	9. 固定资产投资施工项目个数增速	-5	23.14	0.62
	10. 货币供应量 (M1) 增速*	-5	13.65	0.49
	11. 水泥产量增速	-4	7.42	0.81
	12. 房地产开发企业投资完成额增速*	-4,-3	20.76	0.60
一 致 指 标	1. 工业增加值增速*	0	0	1.00
	2. 进口额增速*	-1	26.34	0.71
	3. 发电量增速	-1	3.23	0.92
	4. 工业企业产品销售收入增速*	-1	9.24	0.90
	5. 国家财政收入增速*	-1	17.68	0.63
滞 后 指 标	1. 商品房本年施工面积累计增速	+2	17.01	0.68
	2. 原材料、燃料、动力购进价格指数	+4	6.77	0.85
	3. 工业品出厂价格指数	+4	2.34	0.85
	4. 社会消费品零售总额增速*	+6,+3	4.64	0.53
	5. 居民消费价格指数	+8,+7	3.37	0.61
	6. 出口商品价格总指数	+8	4.04	0.78
	7. 建筑材料类购进价格指数	+9	2.82	0.77
	8. 工业企业产成品增速*	+12	9.87	0.83

[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

景气指数方法是一种实证的景气观测方法，从各领域中选择出一批对景气变动敏感，有代表性的经济指标，用数学方法合成为一组景气指数（先行、一致、滞后），以此作为观测宏观经济波动的综合尺度。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)方法分别建立了一致、先行和滞后合成指数(Composite Index, 简称 CI, 各指数均以 2005 年平均值为 100), 样本期间为 2000 年 1 月~2016 年 5 月。

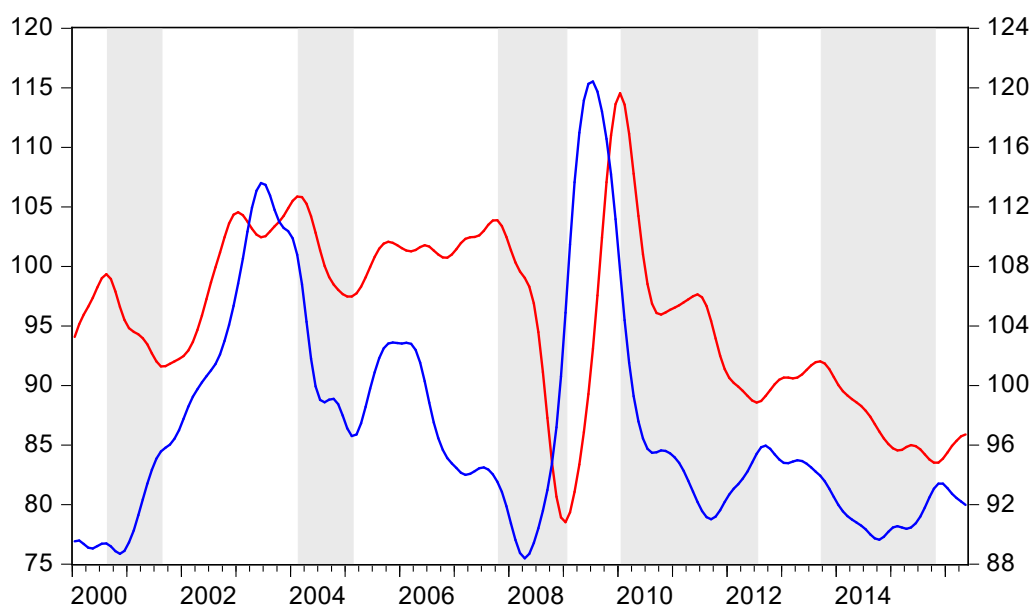


图 1 一致合成指数（红线，左坐标），
长先行合成指数（蓝线，右坐标）

图 1 中的一致合成指数（红线）曲线显示 2000 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，2000 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，第 5 次景气循环的谷底已于 2015 年 10 月出现，目前景气循环位于第 5 轮的扩张期。具体来看，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 30

个月的收缩期后于 2012 年 7 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，并于 2013 年 9 月到达峰值，这也标志着第 5 轮景气循环的开始。第 5 轮景气循环的收缩期从 2013 年 10 月开始，到 2015 年 10 月结束，共历时 24 个月。在此时期内，月度经济景气指标总体呈现出逐步回落的态势，回落的原因主要是由于固定资产投资、财政收入以及工业增加值增速的下降。需要特别注意的是，2015 年 10 月是本轮景气循环的谷底，此后景气循环进入扩张期。这意味着，从一致合成指数的分析结果看，我国经济自 2015 年 10 月开始出现触底反弹的迹象，经济增长或进入新一轮景气循环的上升阶段。

基于一致合成指数的分析结果表明，第 5 轮景气循环的谷底已于 2015 年 10 月出现。这个判断是否准确？如果谷底的判断准确，那么新的上升循环究竟可以持续多久？要准确和科学地回答上述两个问题，我们还需要结合更多的信息进行综合研判。下面我们将综合长先行合成指数、短先行合成指数以及扩散指数的相关结果对本轮景气循环的变动情况进行进一步的预测和研判。

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。之所以选取上述指标作为长先行合成指数的构成部分，主要是考虑到，扣除了价格因素的货币和投资实际增长波动较为一致地领先于经济总体波动。从图 1 来看，长先行合成指数的波动较为明显地领先于一致合成指数。

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，并于 2015 年 12 月达到峰值。结合长先行合成指数对一致合成指数峰的平均超前期信息，我们可以对本轮景气循环的扩张期的持续时间进行预判。考虑到 1999 年以来超前期的变动较大，

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。综合考虑，我们所确定的长先行合成指数对一致合成指数峰的平均超前期为 13 个月。因此，可以预测，一致合成指数的峰值或将出现在 2017 年 1 季度。

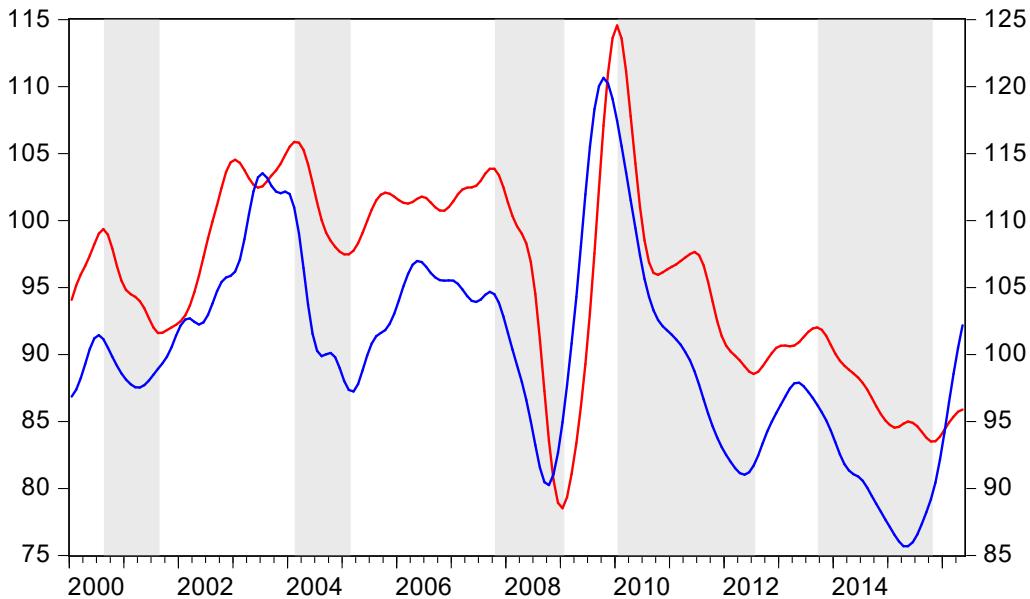


图 2 一致合成指数（红线，左坐标），
短先行合成指数（蓝线，右坐标）

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。短先行合成指数的趋势图由图 2 的蓝线给出。短先行合成指数的波动较为明显地领先于一致合成指数的波动，但短先行合成指数的超前期显著短于长先行合成指数的超前期。

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为 4~5 个月左右。根据一致合成指数与短先行合成指数的统计关系以及短先行合成指数谷的平均超前期测算，本轮景气循环的谷底应于 2015 年 10 月出现，这与一致合成指数的计算结果相吻合，这也进

一步印证了一致合成指数所确定的谷具有合理性。此外，图 2 还显示，截止 2016 年 5 月，自 2015 年 5 月短先行合成指数达到本轮下降阶段的谷底后，短先行合成指数已连续 12 个月呈现出回升态势。

一致合成指数、长先行合成指数和短先行合成指数的测算结果都较为一致地表明，第 5 轮景气循环的谷底已于 2015 年 10 月出现，我国经济开始触底反弹的迹象较为明显，经济增长或进入新一轮经济周期波动的上升阶段，预计本轮上升趋势或将持续到 2017 年第 1 季度。

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。

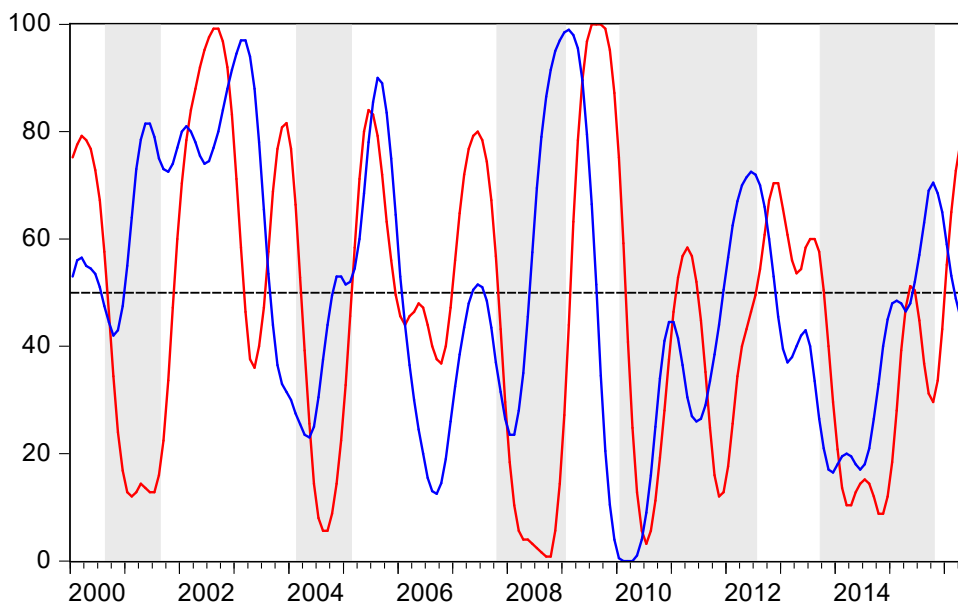


图 3 一致扩散指数（红线），长先行扩散指数（蓝线）

从图 3 可以看出，一致扩散指数在 2016 年 1 月从下向上穿越 50% 线，也就是说 2015 年 12 月是一致扩散指数此轮景气波动所达到的谷。此后一直到 2016 年 5 月的这段时期，一致扩散指数呈现出连续爬升的态势。这意味着，经济基本面中向好的因素在逐渐增多，经济增长回暖的迹象较为明显。

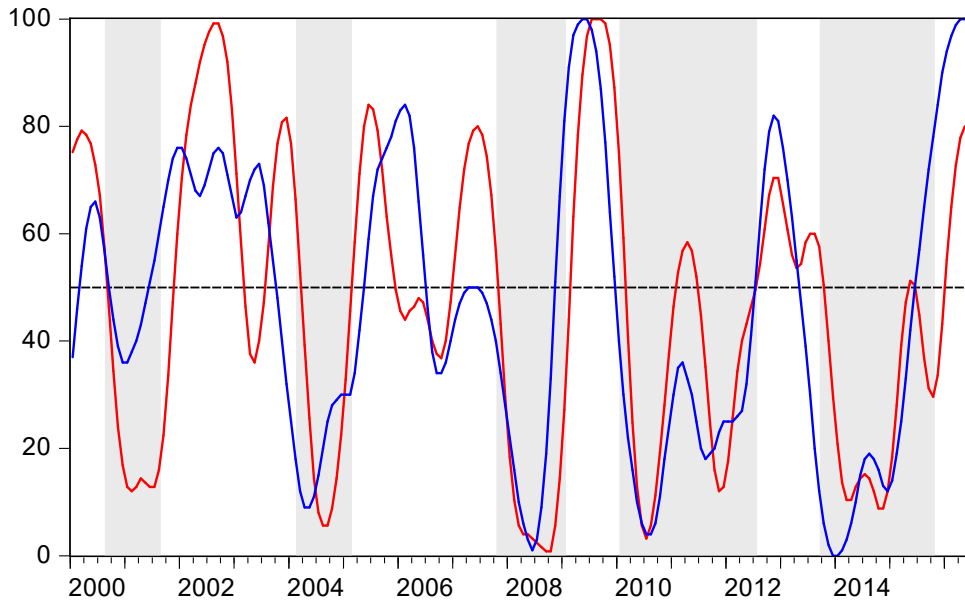


图 4 一致扩散指数（红线），短先行扩散指数（蓝线）

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 6 月从下向上穿越 50% 线，取前一个月作为短先行扩散指数的谷，短先行扩散指数的谷已于 2015 年 5 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。据此判断，我国本轮经济景气下滑的谷底位于 2015 年 10 月的合理性较高。

综合以上合成指数和扩散指数的全部预测结果，都较为一致地表

明，本轮景气循环的筑底或已完成，预计 2016 年第 3 季度，我国经济回暖的迹象较为明显，经济增长或将保持明显的复苏势头。

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

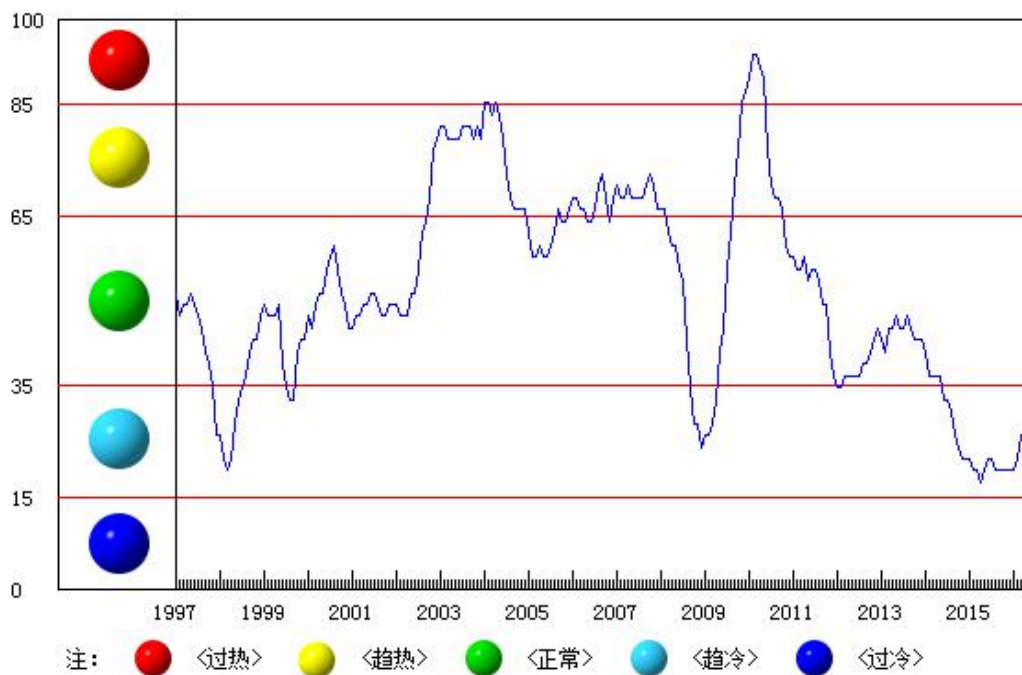


图 5 景气动向综合指数

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，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。进入2016年后，受益于积极财政政策和稳健货币政策效果显现，景气动向指数明显回升。考虑到供给侧结构性改革力度逐渐加大，本报告预计2016年3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6月~2016年5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2016年2月后进入“趋热”区间，5月进入过热阶段；物价2015年一直发出“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月后开始发出“趋冷”信号，2016年3月恢复到“正常”区间；另外，样本期间内出口、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这5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) 工业生产增速恢复到“趋冷”区

2016年世界经济不确定因素较多、外需持续低迷给出口导向型行业带来了冲击，而国内钢铁、煤炭、水泥、电解铝等部分行业产能过剩，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2016年3月逐渐摆脱6.0%以下的“过冷”区间，3月、4月、5月的增速分别为6.2%、6.3%和6.4%，恢复势头明显。另一方面，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，2016年以来下降趋势明显，2016年5月进一步下降到6%以下，再创新低，说明企业的经营困难。

当前工业经济仍处于化解过剩产能、结构调整、动力转换过程中，工业企业效益能否持续稳定增长，有待进一步观察。预计2016年3季度，我国工业生产增长将会呈现缓慢上升趋势，继续保持在“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）在样本区间内一直处于“过冷”区间。2015年下半年发电量增速连续出现负增长，到2016年1月出现止跌回升并保持上升趋势，但是5月增速仍仅为1.6%。随着工业生产增长的回暖，预计电力行业发电量增速将继续回升。

(2) 固定资产投资增速处于“正常”的“绿灯”区

2013年9月以后，固定资产投资增速回落到20%以下并一路持续下滑，到2015年7月，季节调整后的投资实际增速下降到一个最低点11.15%，此后上升趋势明显，2016年5月增速已经达到14.9。总体来看仍处于“正常”的绿灯区。

制造业和房地产的投资市场化程度相对比较高，基础设施的投资，政府政策调控的影响比较大。形势较好的时候，市场行为部分的投资增长比较灵敏，而经济相对低迷的时候，政府投资的部分则比较灵敏。2016年以来投资比去年有回升，关键因素是房地产和基建，制造业投资还在回落，原因是产能过剩和出口低迷。预计2016年三季度房地产投资快速回升的可能性不大，真正支持投资增长还需要依靠基建。

(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年全年消费增速都保持在10%以上，始终处于“正常”的“绿灯”区，进入2016年以后，消费增速缓慢下降变成个位数增长，保持在9.9%左右。在高端消费外流、收入增速疲软以及预期恶化等因素的作用下，2016年消费总体疲软的现象比较明显。

随着整体收入水平提高，我国消费结构发生着变化，随着我国“一带一路”政策的深化与沿线国家的经贸合作，西部地区的消费增速将有所提升；随着年轻一代成为消费主力以及网络技术和商业模式创新，互联网消费增速仍将显著快于传统渠道的消费增速；农村商品流通领域基础设施的完善和网络购物的普及，农村消费增速将继续领先于城镇消费增速；在高档商品、高端餐饮消费增速大幅下滑的同时，大众化商品和大众化餐饮消费继续保持快速增长；休闲旅游、文化娱乐服务消费将越来越受到青睐。但是，受经济整体下行的压力、产能过剩及通货紧缩

的预期等抑制消费增长因素的影响，预期 2016 年第 3 季度我国社会消费品零售总额增速将小幅回落，增速缓慢下行，2016 年 3 季度消费实际增速将保持在在“趋冷”的“浅蓝灯”区间运行。

(4) 进出口贸易景气处于“过冷”的“蓝灯”区间

进出口贸易景气样本区间内一直位于“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。2016 年，受国内经济形势和国际经济变化的影响，预期我国进口规模将在一段时间内保持低速增长，主要原因包括：国内生产配套进口需求下降、加工贸易项下进口需求减小、国内投资增速回落等因素。同时，受到劳动力成本上升等因素影响，我国出口将呈现增速将从高速转为中低速状态。预计 2016 年 3 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 6 月~2016 年 5 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 2016 年 3 月开始变为正增长，逐渐呈现出回稳向好态势。预计到 2016 年 3 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。

从出口方面看，出口增速 12 个月的样本区间（2015 年 6 月~2016 年 5 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 2016 年 5 月开始改变了下降趋势，变为正增长，逐渐呈现出回

稳向好态势。预计到 2016 年 3 季度，出口增速指标受人民币贬值以及一带一路、走出去等政策影响，降幅继续收窄。

(5) 货币供应增长逐渐进入过热区，贷款增速一直位于“绿灯”区

狭义货币供给量(M1)实际增速(剔除季节和不规则因素)在 2015 年 9 月进一步回升到“正常”的“绿灯”区，2016 年 2 月进入趋热阶段，2016 年 5 月进入过热区间。这表明，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 5 月，由于流动性在进一步宽松，资金成本也在呈现一种回落的态势，M1 同比增速向上突破至 20.7%，增速比 2015 年同期高 17.7 个百分点。预计 2016 年 3 季度 M1 增速将继续保持回升态势，增速在将会有所放缓并保持在“趋热”区间平稳增长。

2015 年以来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 5 月份金融机构人民币贷款同比增速达到 11.9%。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 3 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“正常”区间波动

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，2016 年财政收入增速逐月回升。从 2016 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 7%开始逐步上升，于 2016 年 3 月进

入“正常”的“绿灯区”(8%-20%)，2016年5月财政收入累计同比增速重新回到两位数增长为10.3%，增速比2015年同期高2.4个百分点。但总体来看，2016年3季度财政收入趋紧状况仍不容乐观，有可能小幅回落但仍保持在正常区间。

(7) 物价在“正常”区间的底端小幅波动

2015年居民消费价格同比增速(CPI)在2%以下的趋冷区间小幅波动，2016年1月CPI同比增速上升到2.03%，这是一年来首次回到2%以上。不过这一上升趋势并没有延续，近几个月一直维持在2.2%左右，这是由于随着天气转暖，农产品集中上市，价格被拉低。夏季到来温度继续升高，蔬菜、水果等农产品价格将继续回落且趋于平稳，对CPI的上涨产生一定的阻碍作用。不过，基于目前猪肉价格高位运行的态势，蔬菜价格的回落对CPI不会产生大幅的影响。2016年3季度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3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”

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在样本区间内一直保持低位运行，2015年4月该指标下降到近10年来的最低点(92.8)，12个月的样本期间内均处于“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。在政策的刺激下，2016年1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 3 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。

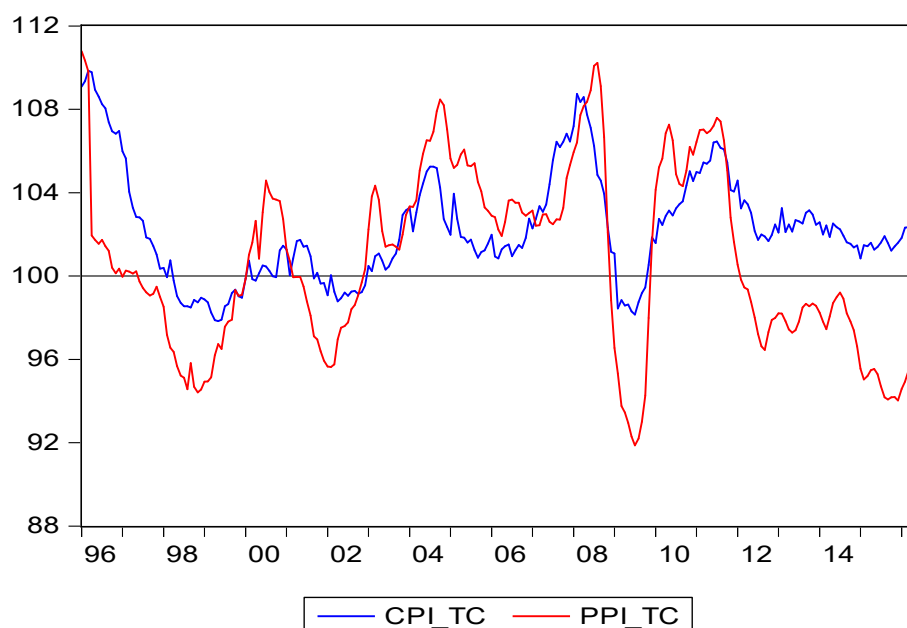


图 7 季节调整后 CPI (蓝线) 和 PPI (红线)

CPI 方面，2016 年年初寒潮天气袭击我国大部分地区，影响了鲜菜的生产和运输，鲜菜价格高位运行，同时猪肉也较往年同期上涨较多。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。而随着应季鲜菜上市，市场供应逐步增加，鲜菜价格趋于正常。由于居民对高端服务和高端消费品需求增加，护理、临床诊断、家政服务、学前教育等部分服务价格同比涨幅也较高。2016 年全年 CPI 有希望保持在 3% 以下较为稳定的区间，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 53 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 12 月 PPI 仅为 -5.97%，随后 PPI 出现明显的回升迹象，2016 年 5 月 PPI 指数下降到 -2.65%，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 的分项指标中食品项波动周期较为明显，而 2016 年上半年食品价格指数呈现显著上升趋势，但是 2016 年 5 月份增速下降显示 CPI 本轮上涨周期可能已经接近尾声。

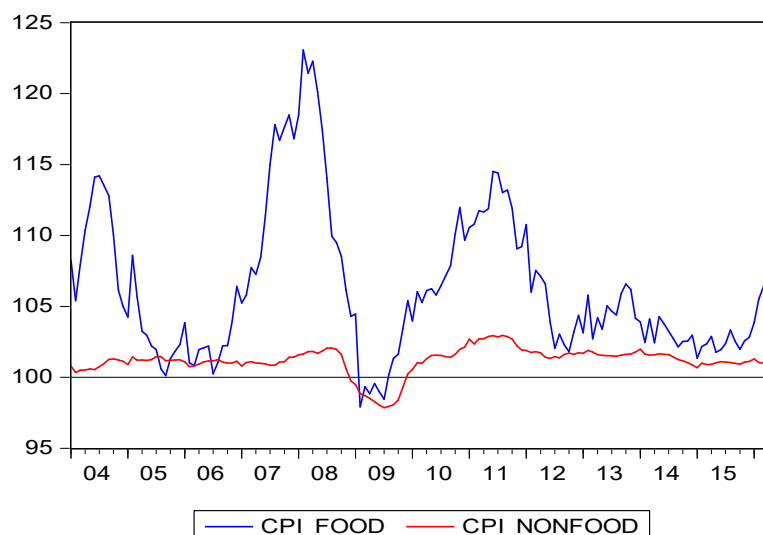


图 8 季节调整后 CPI 食品分项(蓝线)和非食品分项(红线)

2016 年前 5 个月，我国通胀水平基本保持稳定。就物价指数的同比涨幅而言，CPI 在 2 月份从 1.8% 上涨到 2016 年 4 月的 2.3% 以后，连续三个月涨幅几乎相同，此后在 5 月份回落至 2.0%。在这段时间里，猪肉价格上升对 CPI 的上涨都起到决定性作用。2016 年 2 季度以来，菜价季节性回落和能繁母猪存栏量出现拐点，但由于蔬菜价格和猪肉价格处于高位，今年上半年曾一度令人非常担忧。此外，从需求角度分析，当前中国的货币存量已经处于高位，货币供应量上升对通胀的边际效应在弱化。

随着夏季气温升高，大量蔬菜生产供应，在不出现极端天气的情况下，蔬菜价格难以再次反弹飙升。全国多地投放储备冻猪肉，通过补贴方式压低价格并抑制投机行为，将缓解猪肉价格持续上涨的压力。生猪存栏量略微回升至 3.72 亿头，加之夏季猪肉需求季节性下降，预计 2016 年 3 季度之后猪肉价格有可能不再持续暴涨。综合判断，CPI 上行压力减小，近期有一定程度的小幅波动，但 2016 年 3 季度末可能再次回调。

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。2016 年 5 月份，全国工业生产者出厂价格环比上涨 0.5%，同比下降 2.8%。1-5 月平均，工业生产者出厂价格同比下降 4.1%。2015 年 8 月和 9 月，PPI 的重工业分项和轻工业分项的分别出现一个新低值，随后扭转下滑态势。重工业分项恢复明显，5 月份已经达到 96.2。轻工业分项在波动中小幅上升，基本保持稳定在 99.5 以上。

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。国内库存压力依然较大，2016 年 5 月份采掘工业价格下降 9.6%，原材料工业价格下降 7.2%，加工工业价格下降 1.8%。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，新兴市场经济增速放缓引发能源以及与大宗商品需求下降，进而压制全球通胀。但是综合来看，2016 年 3 季度 PPI 有可能降幅继续收窄，但由于各种下行压力，仍将低位徘徊。

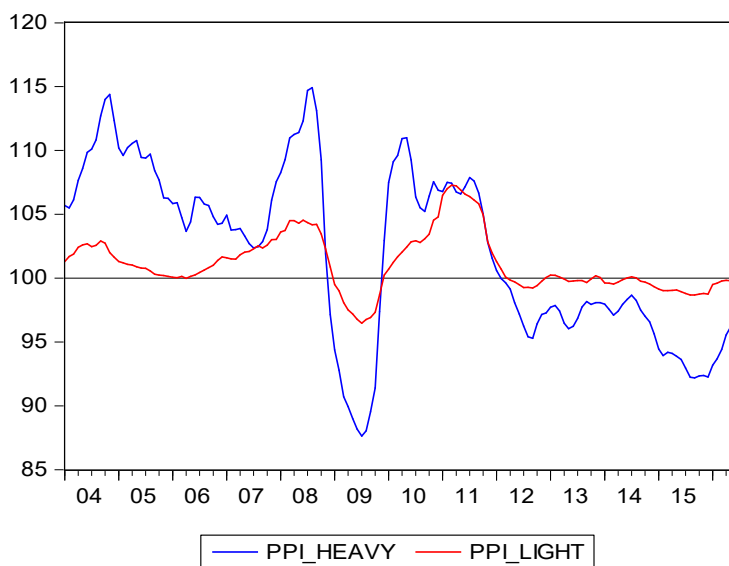


图 9 季节调整后 PPI 重工业分项和轻工业分项

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。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，增加企业的投资信心。

近期大宗商品价格回落并获得支撑后，小幅波动向上的可能性较大，再次暴涨和暴跌的可能性大为降低。考虑到英国脱欧对世界经济的影响预计 2016 年 3 季度石油等国际大宗商品可能价格低位运行，此外，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，因此在结构调整过程中 PPI 涨幅保持相对较低水平的概率较大。

4. 2016 年 3 季度玉米价格分析

玉米是一种特殊的农产品，既可以作为食品，又可以作为工业原料。目前国内玉米市场的“政策市”特征较为明显，由于以前农业政策（农业补贴、临时收购、储备），农民大量放弃其他作物改而种植玉米。这造成玉米库存增加，同时价格高于国外价格进口量也激增，玉米加工企业效益较差，生猪饲养业前一段时间处于低位也减少了玉米需求。

东北临储收购总量创纪录达 1 亿多吨，市场对玉米去库存压力担忧升级，整体看空气氛浓厚。2016 年 3 月 22 日，北京拍卖 2012 年玉米共计 30579 吨，底价 1700 元/吨，全部流拍，这也就意味着市场对于 1700 元/吨的价格依旧不能接受。随后关于泄库传闻再现，一旦集中泄库开启，必然会对国内玉米现货形成较强压制，进而拖累大连玉米市场企稳向好发展。

供应方面，目前，华北、西北市场粮源供应依旧充裕，东北产区由

于华北低价玉米大量倒流至辽宁、吉林产区，部分企业多增加采购华北玉米，东北本地一些高价玉米被替代，更是打压了当地贸易商采购本地玉米的积极性。东北农户春耕时间临近，加之气温渐升，玉米保存不易，部分仍有余粮农户开始急于出清手中余粮，近期东北玉米价格持续下跌。

当前，南北港口玉米价格更是大幅下滑，东北部分储备库严控华北粮的流入，加上陈玉米大量泄库预期愈演愈烈，港口贸易商及企业为规避后市风险，纷纷停止采购，港口购销基本停滞，仅个别及国储库在收购，锦州港水分 15%以内东北玉米收购价降至 1830-1850 元/吨，较上月月底大跌 150 元/吨；而广东港内、外贸玉米及玉米替代谷物库存居于高位，对玉米价格亦形成压制，广东港玉米现货价格当前为 1980 元/吨，较 2016 年初的 2230 元/吨大幅下降了 250 元/吨。玉米现货供应充裕，市场信心低弱，玉米现货价格持续趋弱，这在很大程度上不利于大连玉米期价的企稳向好发展。

第三，饲用需求始终低迷，继续压制玉米价格。当前，仔猪价格居于高位水平，养殖户的补栏成本较高，后市风险较大，大部分养殖户补栏意愿偏弱，生猪存栏量仍处于低位水平，玉米饲用需求萎缩较为严重，大部分饲料企业采购多以随用随买为主。整体来看，国内养殖业持续低迷，尤其是生猪养殖并没有出现实质性好转，在很大程度上制约饲料需求。

第四，深加工企业利润欠佳，采购原料保持谨慎。当前，华北地区深加工企业采购多维持正常日加工用量，不建立库存，而东北地区大部分深加工企业因加工处于亏损状态，采购原料心态多保持谨慎。虽然吉林最新玉米深加工补贴政策已出台，即 2016 年 1-6 月，吉林省对省内

年加工能力 10 万吨以上玉米深加工企业继续给予临时补贴支持，纳入补贴范围的企业在省内自购自用的按实际加工消耗的玉米由省每吨给予 150 元补贴，但补贴费用不及去年的 250 元，且并不能扭转吉林企业加工亏损局面。此外，玉米工业需求量也未见太大好转。

玉米淀粉行业开机率仍较高，以及下游产品淀粉糖需求不佳，导致玉米淀粉库存回升，压制现货市场价格。此外，玉米酒精的现货价格亦稳中趋弱。深加工企业产品价格的弱势，在很大程度上不利于对原料价格形成提振与支撑。

总体来看，国内饲料企业、深加工企业大多看空后市。在基本面利空以及政策粮即将大量泄库存的情况下，预计 2016 年 3 季度国内玉米弱势格局难改。

四、2016 年 3 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 3 季度主要宏观经济指标的变动趋势进行预测，进而把握我国经济的未来走势，为供给侧结构性改革政策提供参考，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	2016 年	2016 年	2016 年
	全年	1-5 月	6 月	3 季度
GDP 累计增长率 (可比价)	6.9	-	-	6.8
规模以上工业增加值增长率 (可比价)	6.1	5.9	6.6	6.4
固定资产投资 (不含农户) 累计增长率	10.1	9.6	10.0	10.0
社会消费品零售额增长率	10.7	10.2	9.8	9.0
国家财政收入增长率	5.8	8.3	8.4	8.2
出口总额增长率	-2.9	-7.3	-3.9	-4.4
进口总额增长率	-14.2	-10.3	-7.5	-7.4
狭义货币供应量 (M ₁) 增长率	15.2	23.7	23.8	23.4
广义货币供应量 (M ₂) 增长率	13.34	11.8	11.6	11.8
金融机构人民币贷款总额增长率	12.4	14.4	14.3	13.2
居民消费价格指数 CPI 上涨率	1.4	2.1	2.1	2.2
工业生产者出厂价格指数 PPI 上涨率	-5.2	-4.1	-2.4	-2.5

注: 表中数据均为名义同比增长率, 样本数据截止到 2016 年 5 月。

1. 2016 年 3 季度我国经济呈缓慢发展态势, 预计同比增长 6.8%

2016 年以来, 在复杂多变的国际形势和国内经济下行的双重压力下, 我国政府在适度扩大总需求的同时, 不断加大供给侧结构性改革的推进力度, 国民经济效率不断提高, 产业结构持续优化。在政策的刺激下, 2016 年 1 季度我国经济增速为 6.7%, 尽管为 2010 年以来的最低值, 但是经济总体运行平稳, 呈现了筑底企稳的局面。2016 年 2 季度以来, 我国投资和消费平稳增长, 外贸恶化的形势也得到了有效控制, 预计 2016 年 3 季度我国经济将呈现缓慢发展态势, GDP 增速小幅回升至 6.8%。

2. 物价低位平稳运行, 预计 2016 年 3 季度 CPI 约上涨 2.2%

受猪肉等食品价格上升的影响, 2016 年 2 月~2016 年 5 月居民消费价格连续四个月重回“2”时代。受应季蔬菜瓜果上市影响, 食品价格

下降，2015年5月居民消费价格上涨2%，较2016年4月回落0.3个百分点。随着夏季来临，猪肉需求下降，此外蔬菜价格或将保持下滑势头，这些因素都将对物价造成下行压力，但是考虑到暑假假期拉动效应的影响，预计2016年3季度CPI将保持平稳运行，约上涨2.2%。

在国际原油、大宗商品上涨、国内供给侧改革以及房地产行业快速上涨刺激工业产品需求等多重因素的影响下，2016年以来，PPI持续改善，2016年5月，PPI同比下降-2.8%，但是较2016年4月的-3.4%收窄了0.6个百分点，说明工业生产持续改善。综合来看，一方面在国内去产能进程不断推进的积极影响下，PPI将降幅或将持续收窄；另一方面，受英国脱欧的影响，市场避险情绪升温，国际大宗商品价格将持续震荡波动，因此预计2016年3季度PPI或将维持稳定，下降约2.5%。

3. 工业生产增速或将企稳，预计2016年3季度增长6.4%左右

受传统行业增长乏力、战略新兴性产业等新动力尚未形成规模以及产能过剩等因素的综合影响下，2016年我国工业经济面临了较大的下行压力。但是随着去产能、去库存等政策不断发挥作用，加之工业价格企稳好转，2016年以来我国工业经济生产呈现了企稳态势，预计2016年3季度规模以上工业增加值增速约为6.4%，工业生产形势逐步改善。

4. 2016年3季度财政收入增速约为8.2%

受地区营业税清缴、商品房销售回暖以及价格回升影响，2016年4月我国财政收入当月同比增加14.4%，为2014年以来的最高单月增速。此外，2016年1-5月财政收入累计增长8.3%，较2015年同期提高了5.2个百分点，我国财政收入增速平稳回升。需要注意的是，当前我国经济依然面临较大的下行压力，结构调整的困难依然存在，因此政策性减税的影响不容忽视，预计2016年3季度财政收入将保持平稳增速，

约为 8.2%。

5. 固定资产投资增速趋稳，预计 2016 年 3 季度增长约 10.0%

受工业投资下滑以及民间投资低迷影响，2016 年 1-5 月固定资产同比增长 9.6%，较 1-4 月回落 0.9 个百分点，为 2000 年以来首次跌破 10。随着我国房价涨势放缓，以及三、四线城市房屋库存压力依然严峻，预计 2016 年 3 季度房地产投资将维持稳健。需要注意的是，虽然投资增速回落，但是投资结构不断改善，高新技术产业和服务业投资保持高位运行，过剩行业投资下滑，符合我国结构转型的现状，预计 2016 年 3 季度我国固定资产投资结构将继续深化调整，不断升级，增速趋稳，增长约 10.0%。

6. 消费品零售总额小幅回落，预计 2016 年 3 季度名义增长 9.0%

随着物价水平涨幅放缓以及房地产销售回落带动相关产品消费增速下滑，2016 年 5 月消费品零售总额名义增长 10.0%，增速创近一年以来的新低。从构成结构看，建材、家具等相关行业的消费增速远高于其他类别，说明当前消费增长依然依赖于房地产行业的增长。随着房地产销售考虑到暑假的节假日对居民消费的影响，预计 2016 年 3 季度消费品零售总额增速小幅回落，增长约 9.0%。

7. 进出口景气逐渐改善，但是负增长局面难以扭转

受春节因素错位因素影响，2016 年 1-3 月我国进出口数据出现了大幅波动现象。2016 年 4 月以来，我国进出口常态发展，但是在国际经济复苏缓慢和不确定性增加的影响下，2016 年 5 月我国出口额下降 4.1 个百分点，较 4 月份降幅扩大 1.6 百分点。随着英国脱欧事件将给世界经济带来的影响逐渐释放和传导，预计发达国际和地区经济复苏依然具

有加大不确定性，加之地缘政治的影响，近期我国出口环境难以发生根本性改变，出口增速面临较大的压力，预计 2016 年 3 季度出口总额约下滑 4.4 个百分点。

进口方面，国际大宗商品价格回升和工业经济形势企稳，2016 年 5 月进口额同比下降 0.4 个百分点，较 2015 年同期大幅收窄近 16 个百分点。随着我国国内去产能步伐加快，工业结构持续优化，国内对大宗商品需求企稳，预计 2016 年 3 季度进口景气或将温和改善，但难以摆脱负增长局面。

8. M1 和信贷规模将保持平稳波动走势，M2 增速将下滑

2016 年 5 月，狭义货币（M1）同比增长 23.7%，连续三个月保持了 20%以上的增速，其主要原因是由于新增企业存款大幅上涨。企业将资金存入银行而不是进行投资，说明企业投资热情不高，对未来经济走势判断十分谨慎，预计 2016 年 3 季度 M1 增速将维持高位运行，增长 23.4%左右。

受 2015 年股市推高 M2 基数影响，2016 年 5 月 M2 增速仅为 11.8%，创近 11 月以来的新低。考虑到 2015 年中央银行调控金融市场对 M2 的高基效应显现，预计 2016 年 3 季度，M2 增速或将保持下滑，约增长 11.8%。

信贷方面，受房地产火爆对居民长期信贷拉动作用影响，2016 年以来，我国人民币贷款保持平稳增长态势。虽然随着政策调控不断落实，房地产景气将有所回落，但是受实体经济资金需求增加影响，预计 2016 年 3 季度信贷规模将维持平稳增长，增速约为 13.2%。

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 5 月此轮增长周期的筑底或已完成，预计 2016 年第 3 季度，我国经济回暖的迹象较为明显，经济增长或将保持明显的复苏势头。从主要经济指标的景气变动看，2016 年 5 月，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，货币供应量（M1）逐渐进入过热区间，而其余重要经济指标的增速均处于“趋冷”或者“过冷”区间。预计 2016 年 3 季度 GDP 累计实际增长率将达 6.8%左右。物价方面，预计 2016 年 3 季度 CPI 将处于低位平稳运行，上涨 2.2%左右；PPI 降幅或将持续收窄，但仍难以摆脱负增长的局面，下降约 2.5%。综合考虑，需要梳理整合各项政策，加快实体经济结构调整，注重发掘经济增长的新动能，协调国内和国外两个市场，通过创新和创业努力培育和扩大新的经济增长点，为经济景气回升提供长效动力。

1. 化解过剩产能，助力工业领域的结构调整

工业增速下滑，企业利润恶化，产品价格低迷等工业领域问题的根源在于传统产业产能过剩，此外，产能过剩也限制了新兴产业的投资规模，进而拖累产业结构升级的步伐。因此，首先应该严格控制过剩产业新产能，加快促进钢铁煤炭等严重过剩产业的优化重组，降低无效和低效供给，大力淘汰僵尸企业，同时充分利用国内国外两个市场多渠道化解过剩产能；其次，加快对落后产业的技术升级和改造，促进传统制造业向中高端转变，促进现有产能形成有效供给；最后，完善过剩产能退出的保障体系，解决产能过剩企业的后顾之忧，维持化解过剩产能过程中的社会稳定。

2. 利用区域和城乡发展差距，为经济发展谋求更大的空间

区域经济一体化方面，充分利用京津冀协同发展、环渤海经济区和长江经济带等区域协调发展战略的实施契机，推进区域市场一体化进程，促进区域间生产要素自由流动，增强区域依赖和协作，提高经济效率，带动区域经济快速发展。

城乡一体化方面，一方面可逐步缩小由户籍制度造成的公共服务方面的城乡差异；另一方面，在农村土地确权的基础上积极探索农民宅基地益物权和流转权的实施方案，增加农民的财产收入，同时赋予农民在居住和就业方面更多的选择性，从而进一步激发新型城镇化促进经济增长的潜能。

3. 优化出口产品和地区结构以稳定外需，同时，进一步扩大国内有效需求

保持经济稳定需要协调国内和国外两个市场，应将稳定外需与扩大国内有效需求有机结合。在国内宏观经济下行与世界主要经济体增长乏力的双重压力下，政府和企业既要做好应对外需不振的长期准备，又要抓住现阶段世界经济温和复苏的有利条件，优化出口结构，推动加工贸易转型升级。我国短期内难以改变以投资为主导的发展模式，为此，在积极扩大投资的同时，还应稳步提高居民收入水平，特别是中低收入群体的收入水平，从源头上解决需求不足的问题。

4. 大力支持创新和创业，努力培育和扩大新的经济增长点

经济进入“新常态”后，传统的经济增长动力将难以为继，因此，必须培育和创造新的经济增长点。为实现这一目标，首先政府应该扩大公共产品供给，提高公共服务水平，为创新和创业发展提供便利的服务平台；其次，应该继续深化改革，从根本上理顺政府和市场关系，简政

放权，降低市场准入，促进公平竞争，从而激发创新和创业活力；最后，加大对新兴产业和消费的政策支持力度，在扩大新兴产业规模的同时释放消费需求。

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