



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4期（总第10期）

2016年9月30日

2016年4季度宏观经济形势分析预测报告

2016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4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，此轮景气循环的

筑底之路或已于 2015 年 10 月结束，随后我国经济出现波动性筑底企稳的迹象。具体的，2015 年以来，景气呈现了倒“W”型的波动特征，反应了我国稳健和渐进式的经济转型模式。尽管 2016 年 4 月以来经济景气出现了小幅下滑，但近期工业形势逐渐好转，预计 2016 年 4 季度经济景气或将出现小幅微升。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”区呈现波动性回升迹象。其中 2016 年 8 月，狭义货币 (M1) 处于“过热”的“红灯”区；金融机构各项贷款、社会商品零售总额、和发电量处于“正常”的“绿灯”区间，工业增加值和物价发出“趋冷”信号；出口、进口、工业企业产品销售收入以及房地产开发综合景气指数处于“过冷”的“蓝灯”区。在样本期间内，从各指标的变动状况看，我国经济景气正处于温和改善通道。

(3) 综合对 CPI、PPI 以及国内外宏观经济形势的分析，预计 2016 年 4 季度 CPI 将保持平稳波动态势，PPI 的降幅将进一步收窄，或将在零值附近波动。

(4) 结合多种预测模型的组合，对 2016 年 4 季度主要经济指标同比增速的预测结果为：GDP 累计增长 6.8%左右，工业增加值增长 6.5%左右，固定资产投资（不含农户）增速约为 8.2%，社会消费品零售额名义增长率为 10.2%左右，CPI 上涨约 1.5%，PPI 下降约 0.5%。受政策性减税和降费影响，预计 2016 年 4 季度财政收入名义增速仅为 5.4%左右，依靠积极的财政政策促进结构调整和经济平稳增长的市场预期或面临支出压力。

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 27 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，同时也面临更加复杂震荡的国际形势，因而为了更加准确的预测我国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的判断和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	8.07	0.48
	2. 货币和准货币 (M2) 增速*	-9	7.60	0.44
	3. 固定资产投资_自筹资金增速*	-8	26.46	0.69
	4. 金融机构各项贷款增速*	-8	14.79	0.26
	5. 固定资产新建投资额增速*	-7,-8	40.88	0.52
	6. 固定资产投资本年新开工项目个数增速	-7	54.63	0.42
	7. 地方项目固定资产投资额增速*	-7,-6	12.85	0.72
	8. 固定资产投资完成额增速*	-6,-7	11.44	0.68
短 先 行 指 标	9. 固定资产投资施工项目个数增速	-6	23.55	0.60
	10. 货币供应量 (M1) 增速*	-6	13.96	0.47
	11. 水泥产量增速	-4	7.31	0.81
	12. 房地产开发企业投资完成额增速*	-4,-3	20.56	0.61
	13. 生铁产量增速	-3	15.49	0.84
	14. 粗钢产量增速	-3	16.16	0.83
一 致 指 标	1. 工业增加值增速*	0	0	1.00
	2. 进口额增速*	-1	26.78	0.72
	3. 发电量增速	-1	3.19	0.91
	4. 工业企业产品销售收入增速*	-1	9.23	0.90
	5. 国家财政收入增速*	-1	17.60	0.63
滞 后 指 标	1. 商品房本年施工面积累计增速	+2	17.03	0.69
	2. 原材料、燃料、动力购进价格指数	+4	6.67	0.85
	3. 工业品出厂价格指数	+4	2.36	0.85
	4. 社会消费品零售总额增速*	+6,+3	4.66	0.53
	5. 居民消费价格指数	+7	3.54	0.60
	6. 出口商品价格总指数	+8	4.06	0.77
	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	10.04	0.84

[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，从经济的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 8 月。

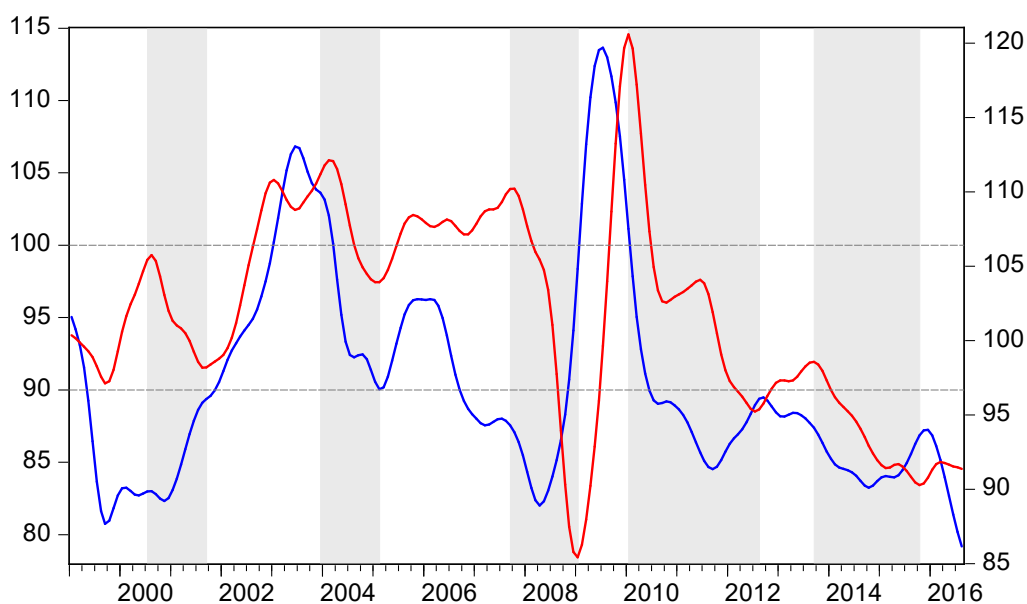


图 1 一致合成指数（红线，左坐标），
长先行合成指数（蓝线，右坐标）

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，目前经济处于第 5 轮景气循环，从图 1 中一致合成指数的结果看，第 5 次景气循环的谷底已于 2015 年 10 月（暂定谷）出现。

具体来看，2000 年以来，我国经济的第 4 轮景气循环的上升期于 2

2013年9月结束，随后经济的第5轮景气循环开始。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，长达24个月。在此时期，受工业生产、固定资产投资以及财政收入变动影响，月度经济景气表现为回落趋势。图1显示，2015年以来，一致合成指数逐渐呈现波动性企稳态势，也就是说2013年10月以来，我国经济景气总体上呈现了“L”型走势，从2015年以来，景气呈现了倒“W”型的波动特征，反应了我国稳健和渐进式的经济转型模式，说明受经济结构调整影响，本轮经济景气波动筑底回升之路并不平坦。

以下本报告将综合长先行合成指数、短先行合成指数以及滞后合成指数的相关结果对本轮景气循环的变动情况和未来走势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。图1中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。根据以往景气循环的结果估算，长先行合成指数对一致合成指数谷的平均超前期约为10个月，说明一致合成指数的谷于2015年10月左右出现。

另一方面，长先行合成指数已于2015年12月达到峰值，结合长先行合成指数的峰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进行预测。综合考虑经济结构调整以及景气波动循环时间长短的差异对长先行指标先行期的影响，我们认为长先行合成指数对一致合成指数峰的平均超前期约为13个月。因此，一致合成指数的峰值或将出现在2017年1季度。特别的，图1显示2015年12月以来，受投资类指标下滑影响，长先行合成指数的下降幅度较大，甚至低于

2008 年国际金融危机时的指数值 (88.9%), 仅为 86.1%。投资水平, 特别是占固定资产投资 60% 以上的民间投资大幅下滑, 说明企业对未来的预期水平偏低, 投资欲望不强, 这将不利于经济的平稳增长。

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等指标合成。短先行合成指数的趋势图由图 2 的蓝线给出。图 2 显示, 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。

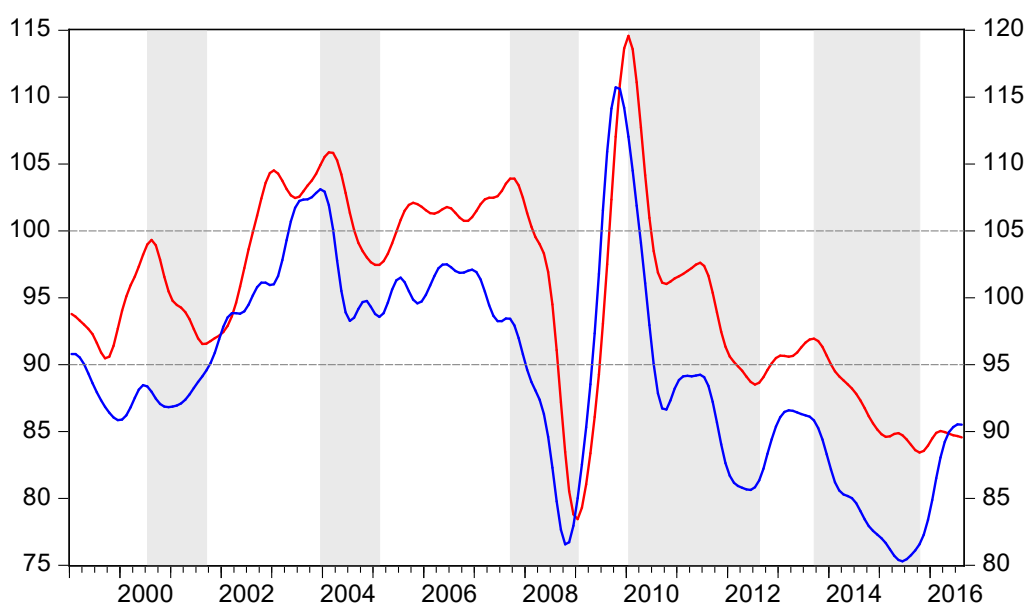


图 2 一致合成指数 (红线, 左坐标),
短先行合成指数 (蓝线, 右坐标)

根据以往的计算结果, 短先行合成指数的谷对于一致合成指数的谷的平均超前期为 4~5 个月左右。图 2 显示, 短先行合成指数于 2015 年 6 月达到谷底, 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较为吻合。此外, 图 2 还显示, 截止 2016 年 8 月, 短先行合成指数依然处于本轮景气循环的上升期, 但是受到去产能政策效应逐渐显现以及房地产投资下滑的影响,

2016年5月以来，短先行合成指数的上升幅度逐渐下降，由于短先行合成指数对一致合成指数的峰的平均超前期为8个月，因此如果一致合成指数于2017年2月达到本轮景气波动的峰，那么短先行合成指数或于2016年2季度达到峰值。

滞后合成指数主要由各类价格指数（上年同月=100）、社会消费品零售总额增速、工业企业产成品库存增速等指标构成的。图3显示滞后合成指数的滞后期比较明显，历史上各个周期对应较好。

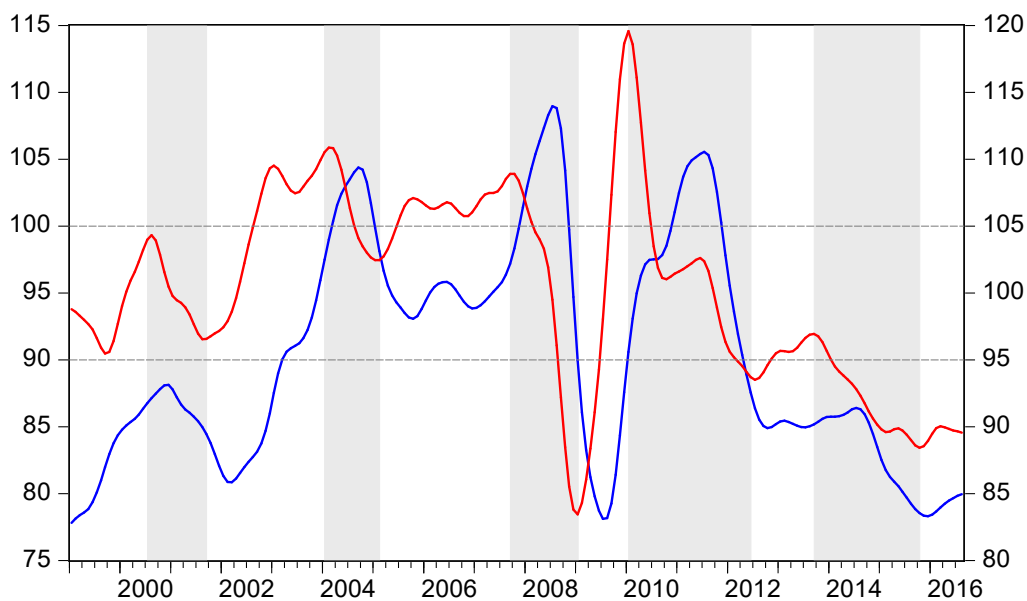


图3 一致合成指数（红线，左坐标），
滞后合成指数（蓝线，右坐标）

滞后合成指数的一个重要作用就是确认宏观经济周期波动的转折点确已出现。从图3中可以看出，滞后合成指数最近的下降局面已于2015年12月结束，随后出现了连续8个月的上升局面，说明滞后合成指数的谷已于2015年12月出现，则可以推断2015年10月为一致合成指数的谷。

从一致合成指数、长先行合成指数、短先行合成指数和滞后合成指数的测算结果看，2000年以后我国经济第5轮景气循环的谷底已于2015年10月出现，随后我国经济出现筑底企稳的迹象，由于受到去产能、

去库存以及去杠杆进程的影响，近期一致合成指数出现了小幅下滑现象。需要注意的是，2016年8月各经济指标的表现均好于市场预期，同时高频数据显示，2016年9月经济指标保持了8月份的好转态势。随着工业价格上升，工业生产或将保持缓慢改善态势，因此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（Diffusion Index，缩写为DI）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。

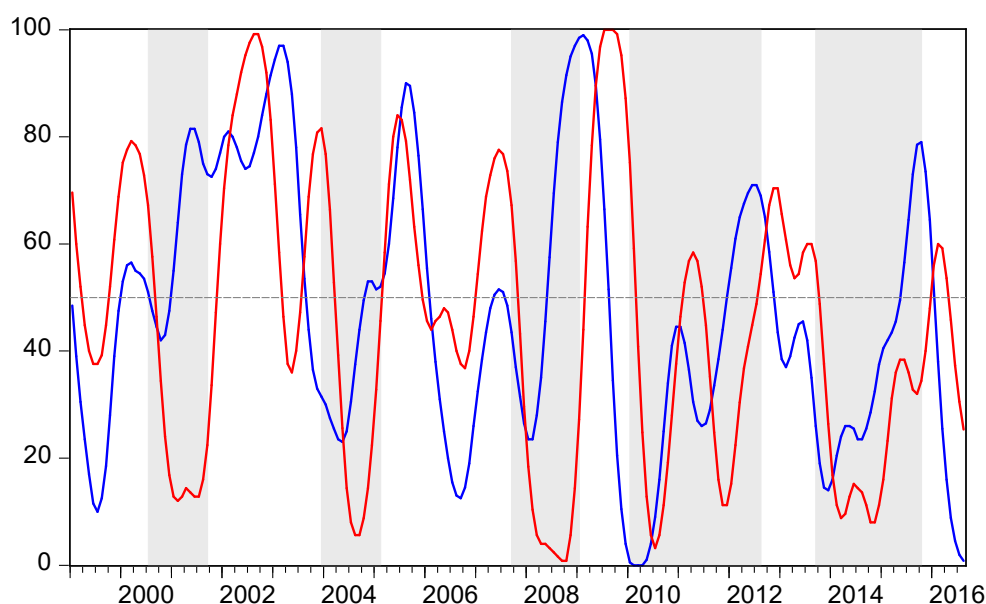


图4 一致扩散指数（红线），长先行扩散指数（蓝线）

从图4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。随后一致扩散指数出现短暂的上升，由于 2016 年以来，发电量和财政收入波动幅度较大，一致合成指数于 2016 年 5 月从上向下穿越了 50% 线，这主要是由于一致指标短期震荡波动的结果，因此并不能作为一致扩散指数的峰值出现的证据，因而需要进一步观察一段时间才能判断经济景气的走势。

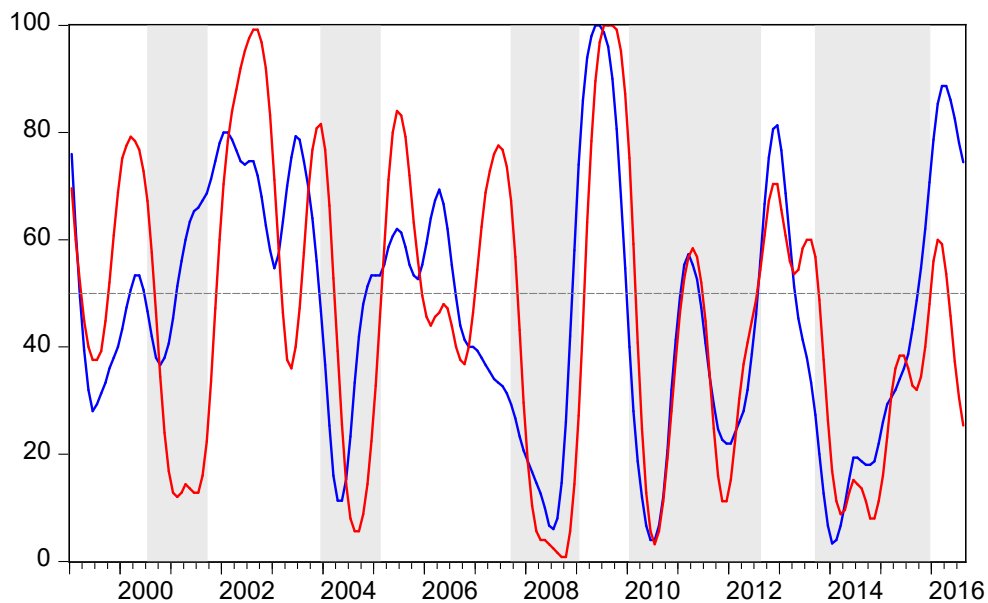


图 5 一致扩散指数（红线），短先行扩散指数（蓝线）

图 4 和图 5 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。长先行扩散指数于 2013 年 12 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 10 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 9 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 4 季度的结论合理性较高。

长先行扩散合成指数已于 2016 年 2 月从上向下穿越 50%线，取前一个月作为长先行扩散指数的峰，应取在 2016 年 1 月份。根据长先行扩散指数的超前期，与一致合成指数的预测相近，预计本轮经济景气的上升趋势或将持续到 2016 年底或 2017 年第 1 季度。

综合以上合成指数和扩散指数的全部预测结果，本报告认为此轮景气循环的筑底之路或已于 2015 年 10 月结束，经济景气开始出现缓慢波动性回升态势，预计 2016 年第 4 季度，我国经济将保持缓升趋势，这种趋势或可持续到 2016 年底或 2017 年初。

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 7）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

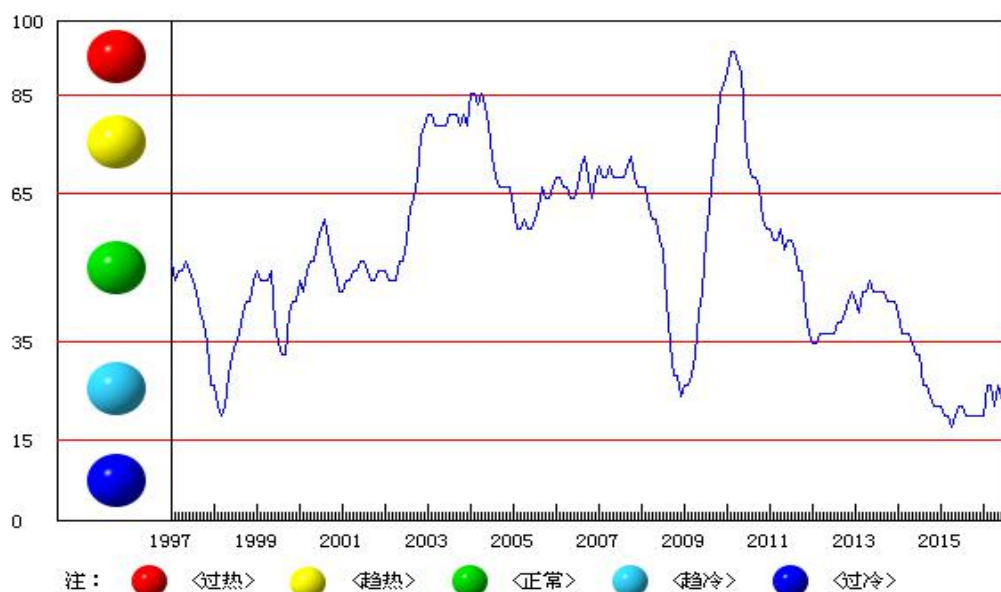


图 6 景气动向综合指数

图 6 给出了由 12 个预警指标构成的综合指数走势。图 6 显示,2014 年 6 月以来,我国景气动向综合指数一直处于“趋冷”的“浅蓝灯”区,并且“浅蓝灯”区不断下滑,总体经济景气偏冷。从 2015 年 8 月开始,景气动向综合指数在“浅蓝灯”区的下半段出现了企稳态势,并于 2016 年 1 月开始缓慢回升,与一致合成指数的表现一致,景气动向综合指数的波动也呈现了倒“W”型的走势,说明我国经济景气的企稳基础尚不牢固。由于当前经济改革进入攻坚阶段,因此在保持经济稳中向好态势的局面需要把握好稳增长和调结构的方向盘,避免经济出现剧烈波动,进而影响市场对经济前景的预期。受工业生产和外贸形势温和改善的影响,本报告预计 2016 年 4 季度,经济景气将在“浅蓝灯”区出现缓慢回升,景气的回升之路或将维持波动性上升态势。

2. 基于监测预警指标信号的分析

指标名称	2015				2016							
	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8
1. 工业企业增加值增速	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
2. 货币(M1)	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
3. 金融机构各项贷款	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
4. 固定资产投资完成额	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
5. 社会消费品零售总额	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
6. 进口额	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
7. 出口额	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
8. 国家财政收入	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
9. 居民消费价格指数	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
10. 工业企业产品销售收入	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
11. 发电量产量增速	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
12. 房地产开发综合景气指数	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
综合判断	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
	21	21	21	21	21	27	27	23	27	25	23	25

注: ● <过热> ● <趋热> ● <正常> ● <趋冷> ● <过冷>

图 7 月度监测预警信号图

图 7 给出了 12 个预警指标 2015 年 9 月~2016 年 8 月的监测结果。监测预警信号图显示，经过季节调整后，部分指标的景气波动呈现好转态势。具体来看，金融机构贷款一直处于“正常”的“绿灯”区间；物价于 2016 年 6 月从“正常”的“绿灯”区下滑到“趋冷”的“浅蓝灯”去；财政收入于 2016 年 4 月后开始发出“趋冷”信号，并于 2016 年 7 月进入“过冷”的“蓝灯”区；发电量逐渐好转，并于 2016 年 8 月发出“正常”的“绿灯”信号；固定资产投资于 2016 年 4 月进入“浅蓝”的“趋冷”区间，并于 2016 年 6 月迅速下滑至“过冷”的“蓝灯”区；狭义货币（M1）自 2016 年 5 月后进入过热状态；另外，样本期间内出口、进口、工业企业产品销售收入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。以下对各预警指标信号变动情况做详细的分析。

（1）工业生产增速企稳小幅回升，但仍处于“趋冷”区间

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。

在外需低迷，国内去产能进程加快以及工业价格低迷的综合影响下，我国工业生产一度进入“过冷”区间。随着国际大宗商品价格企稳，国内工业价格降幅收窄以及降成本政策发挥效果，2016 年 3 月以来，工业增加值实际增速逐渐摆脱“过冷”局面，发出“趋冷”的“浅蓝灯”信号，工业生产增速逐渐恢复。特别的，2016 年 8 月，制造业 PMI 重返扩张区间，这也预示着工业企稳迹象明显，因此本报告预计 2016 年 4 季度，工业生产仍将处于温和改善通道。

另一方面，剔除季节因素和不规则要素后，样本区间内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，特别是 2016 年以来，工业企业销售收入下降趋势明显，2016 年 8 月仅为 1.8%，再创新低。尽管 2016 年以来受前期政策影响，工业企业利润逐渐增长，但是由于内外需求仍然不足，工业企业经营依然困难。

受工业生产增长缓慢恢复以及夏季高温电力需求增加等因素影响，2016 年以来发电量增速（剔除季节和不规则因素后）逐渐改善，并于 2016 年 8 月发出“绿灯”信号。预计 2016 年 4 季度随着工业生产活动的回暖，预计电力行业发电量增速或将平稳增长。

（2）固定资产投资由“绿灯”区下滑至“过冷”的“蓝灯”区

受经济结构调整影响，2013 年 9 月以来，固定资产投资从 20% 以上的高速增长逐渐波动性下滑，处于长期下行通道。2016 年以来，由于传统行业增长缓慢，民间投资又以传统行业为主，因此占固定资产投资 60% 以上的民间投资下滑明显，进而造成了固定资产投资增速不断下探，并于 2016 年 5 月降到 10% 以下（扣除季节和不规则要素），而 2016 年 8 月仅为 4.4%。短期内，虽然民间投资的领域难以大范围扩展，房地产投资也出现了下滑，2016 年 8 月仅为 1.6%，但是随着 PPP 等新的融资模式逐渐落地，同时随着近期国务院督查组分赴地方展开督查，各地纷纷行动，政府基建投资不断加码，预计 2016 年 4 季度，固定资产投资将逐渐企稳，

（3）消费增速在“正常”的“绿灯”区运行

剔除季节和不规则因素后，2016 年 1-4 月，消费增速在“浅蓝灯”区的上半部分运行，随后于 2016 年 5 月进入 10% 以上的“绿灯”区，并出现小幅微升，这主要是由于汽车消费、文化服务类消费以及网络消

费等新型消费的增长较快。总体看来，整个样本区间内，消费增速基本保持在 10%左右的增速，波动幅度较小，因此随着我国经济景气小幅回升，居民消费信心将不断强化，预计 2016 年 4 季度消费实际增速将在“正常”的“绿灯”区平稳运行。

(4) 进出口贸易景气在“过冷”的“蓝灯”区出现好转

受国际和国内需求疲软影响，去除季节因素和不规则要素后，整个样本区间内进出口贸易景气一直在“过冷”区间内低位运行。需要注意的是，随着我国一系列外贸政策效果逐步显现，虽然出口和进口依然表现为负增长，但是二者下降的幅度收窄。特别的，出口方面，受人民币高估修正影响，我国对欧盟、美国和日本的出口均出现好转，加之“一带一路”战略实施不断推进，我国对“一带一路”沿线国家的出口增长较快，2016 年以来，我国出口景气不断好转，并出现了小幅回升，预计 2016 年 4 季度，我国出口负增长的形势难以扭转，或将在“趋冷”区间波动性回升。

进口方面，受国内经济下行压力影响，进口难以摆脱下行局面，但是随着国内工业价格逐渐回升，原油、铁矿石、天然气等原材料进口量上升，我国工业形势逐渐企稳，预计 2016 年 4 季度进口降幅有望进一步收窄，但进入到“趋冷”区间的可能性较小。

(5) 货币供应增长进入“过热”区，贷款增速在“绿灯”区出现回落

受非金融企业活期存款的异常波动和居民存款“活期化”影响，狭义货币供给量（M1）实际增速（剔除季节和不规则因素）由 2015 年 9 月的“正常”的“绿灯”区一路不断上升，并于 2016 年 5 月进入“过热”区间。2016 年 8 月 M1 同比实际增速为 24%，高于 2015 年同期 20

个百分点。根据流动性偏好理论，这表明企业和居民的预防和投机性货币需求上升，这主要是由于实体经济缺乏投资机会，企业投资意愿低。随着我国固定资产投资逐渐企稳和实体经济稳中向好的趋势更加明显，预计 2016 年 4 季度 M1 增速将逐渐放缓，或将出现小幅回落。

虽然 2015 年 9 月以来金融机构人民币贷款实际增速一直处于“正常”的“绿灯”区，但是金融机构各项贷款增速（剔除季节和不规则要素）却处于下降通道，由 2015 年 9 月的 14%，逐渐下降到 2016 年 8 月的 12%，但是下降幅度逐渐收窄。一方面，受房地产销售和汽车等耐用消费品影响，居民长短期贷款维持高位；另一方面，由于实体经济疲软，企业融资意愿不强，加之利率水平低下促使企业选择直接融资方式，综合来看，总体贷款增速缓慢下降。考虑到银行系统出于收益目的考虑会提早将资金借贷出去的影响，预计 2016 年 4 季度，金融机构人民币贷款实际增速仍将在“正常”的“绿灯”区低位运行。

（6）财政收入实际增速发出“过冷”信号

受房地产销售回暖影响，2016 年 2-3 月，我国财政收入实际增速均超过“绿灯”区 8% 临界值，进入“正常”区间。但是 2016 年 2 季度以来，受营改增以及减轻企业负担实施的降费措施的综合影响，我国财政收入实际增速逐渐下滑，2016 年 8 月财政收入实际增速仅为 1.9%，发出了“过冷”信号。由于当前经济依然面临下行压力，企业的生产经营活动困难，而助力经济景气企稳回升依然需要积极的财政政策，预计 2016 年 4 减税降费政策将会持续发力，此外经济景气温和回升将会提高财政收入水平，因此预计 2016 年 4 季度财政收入将保持平稳波动。

（7）物价在“趋冷”区间的顶端小幅波动

2016 年以来，随着猪肉等食品价格不断上涨，连续 5 个月保持了

2%以上的增速。但是 2016 年 6 月以来，蔬菜、水果等农产品集中上市，拉低食品价格，此外夏季猪肉需求下降，因此 2016 年 3 季度物价水平不断下滑，2016 年 8 月物价仅上升了 1.3%，创年内新低。但是，随着四季度消费季来临，加之猪肉进入需求旺季，预计 2016 年 4 季度物价将保持平稳波动，大幅下降的可能性不大。

(8) 房地产开发综合景气指数在“过冷”区间波动

在房地产行业去库存政策的影响下，2016 年以来房地产开发综合景气指数的表现逐渐好转，1-5 月，景气指数在“过冷”区间内出现了小幅回升。但是随着一线城市和部分二线城市房价出现大幅上涨现象，部分地区纷纷出台了新的限购政策，2016 年 6 月-8 月，房地产景气开发综合指数出现了小幅下滑。预计 2016 年 4 季度，随着我国房地产市场去库存政策效果的进一步显现，房地产开发综合景气指数有望企稳，但进入到“趋冷”区间的概率不大。

三、2016 年 4 季度物价变动特征与走势分析

价格是市场供需双方相互作用的结果，全面反映了市场供需互动关系。本报告在分析经济各领域变动情况的基础上，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预测。

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 8 给出。CPI 方面，2016 年 1 月以来我国的居民消费价格指数经历了先涨后跌的波动过程。受 2016 年初寒潮天气和春节因素的综合影响，鲜菜价格和猪肉价格都处于高位运行。受此影响，CPI 在 2016 年 1 月重回“2”时

代。但 CPI 的上涨趋势仅维持到了 3 月份，此后，CPI 出现一路走低的趋势，并于 2016 年 6 月重新回到“1”时代，2016 年 8 月进一步下探至 1.40% 的低位。PPI 方面，剔除季节和不规则要素后，我国 PPI 从 2012 年 3 月以来，已经连续 54 个月维持在负增长状态。但非常值得关注的是，自 2015 年 10 月以来，PPI 负增长的态势在逐步缓和，降幅在收窄。2016 年 8 月的 PPI 为 -1.69%，是近 23 个月以来降幅最低的月份。以下本报告从 CPI 和 PPI 的分项角度分析未来价格的走势。

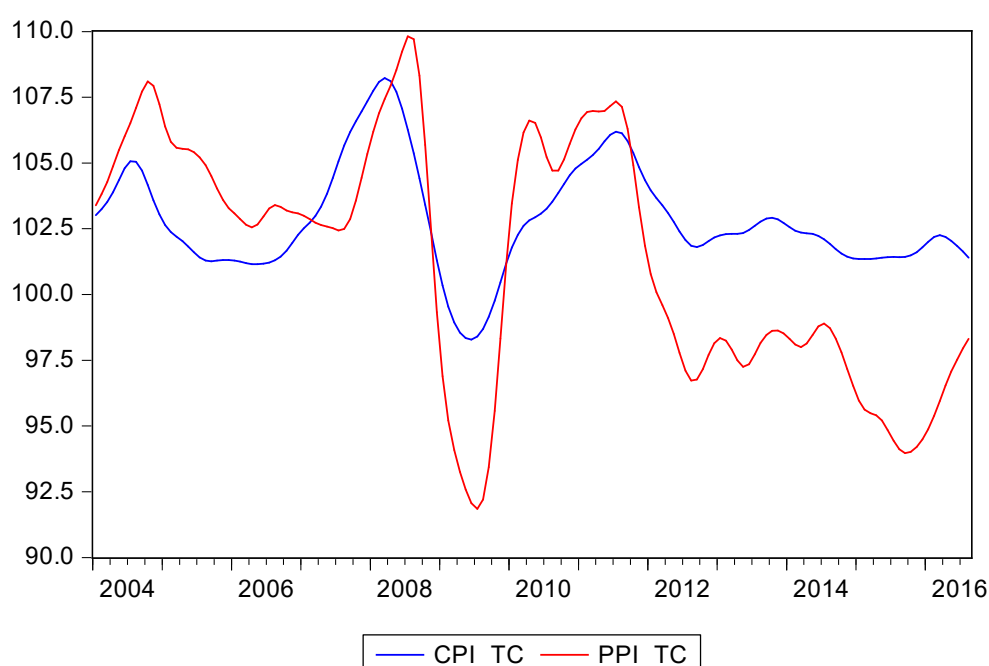


图 8 季节调整后 CPI（蓝线）和 PPI（红线）

2. CPI 分项分析

从图 9 可以看出，2016 年 1 月以来，CPI 的食品分项和非食品分项的变动趋势呈现出明显的分化特征。具体的，CPI 食品类分项在 2016 年 1-8 月间呈现出大幅波动的态势，波动区间为 2.69%-6.57%；而 CPI 非食品类分项在此期间则较为稳定，基本在 1.07%-1.31% 的区间内小幅波动。

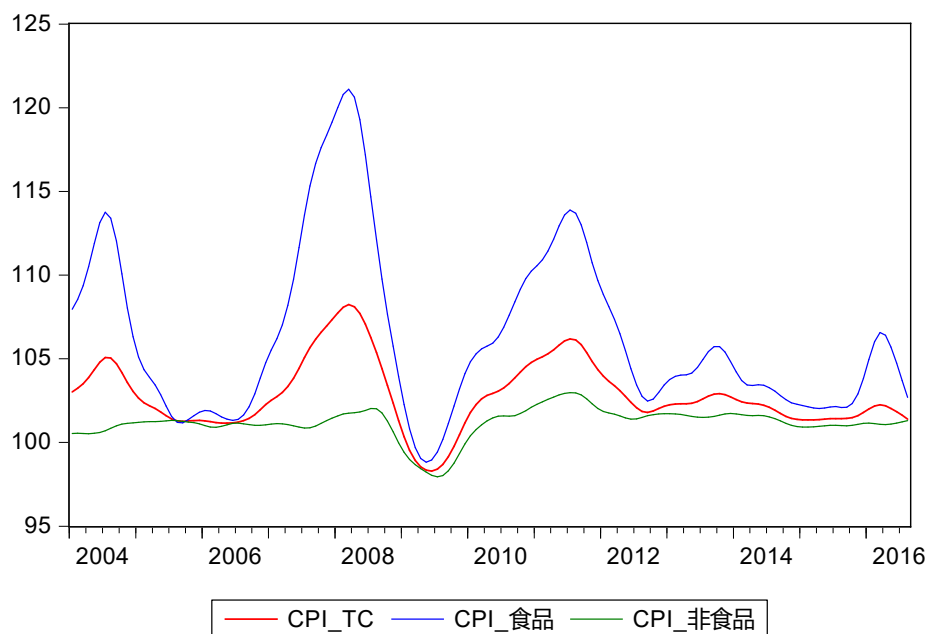


图9 季节调整后CPI及其分项

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。从图9可以看出，2016年1月以来，CPI食品分项的价格波动非常剧烈，且CPI的总体变动趋势与CPI食品分项的变动趋势保持较高的一致性。这表明，2016年1月以来，CPI的波动主要仍是由食品价格的变动而推动的。值得注意的是，自2016年3月以来，CPI和CPI食品分项指数一路走低，这之中的原因主要有：一是国内的需求环境仍旧疲软；二是当前消费品供应比较充足，价格缺乏上涨的动力，这导致部分食品价格出现较大幅度回落。

考虑到秋季农产品丰收，预计未来一段时间的食品供应量充足，随着四季度消费季来临，预计2016年第4季度CPI会呈现平稳波动的态势，上行和下行压力均不大，并仍将在低位运行。

3. PPI 分项分析

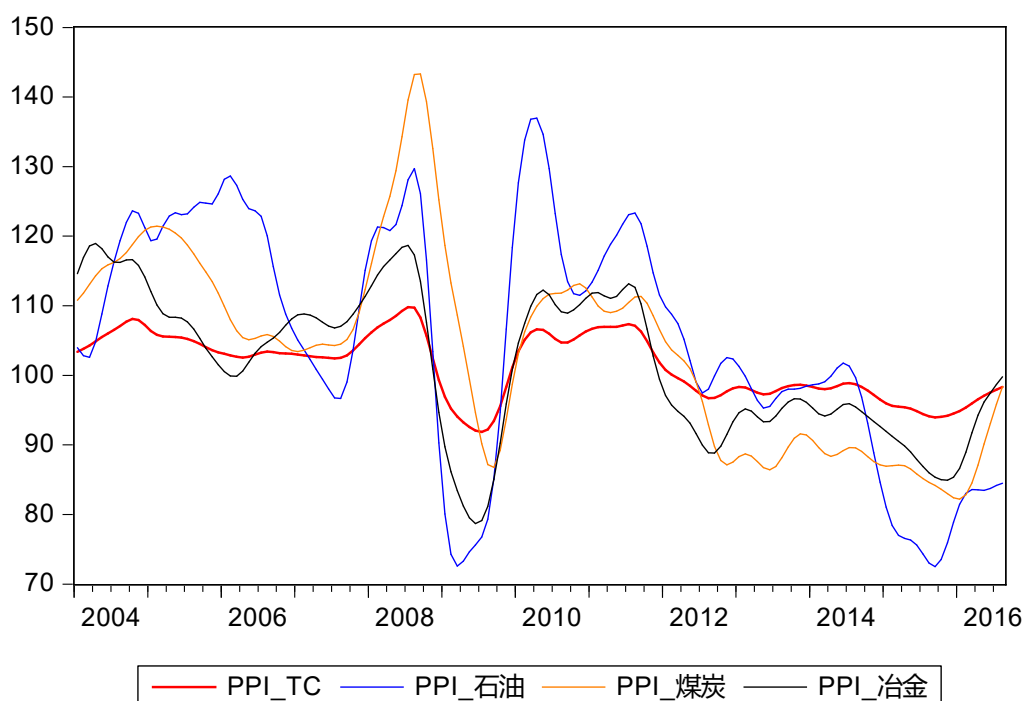


图 10 季节调整后 PPI 及其分项

虽然我国 PPI 已经连续 54 个月维持在负增长状态，但值得注意的是，自 2015 年 10 月以来，PPI 负增长的态势在逐步缓和，PPI 的降幅在 2016 年 8 月收窄到-1.69%。下面我们将从分工业部门 PPI 的角度进一步分析总体 PPI 降幅收窄的原因。

图 10 给出了经季节因素调整后的石油工业、煤炭和炼焦工业以及冶金工业的分项 PPI。之所以选取上述三个工业部门，是因为相较其他部门，上述三个部门是国民经济生产活动中的基本原材料供应部门，且其在工业部门中所占的比重较大，具备很强的代表性。

从图 10 可以看出，自 2016 年 1 月以来，石油工业、煤炭和炼焦工业以及冶金工业的分项 PPI 的降幅呈现出大幅收窄的态势。石油工业 PPI 从-18.55%收窄到-15.50%，煤炭和炼焦工业 PPI 从-17.81%收窄到-1.64%，冶金工业 PPI 从-13.36%收窄到-0.20%。上述三个工业部门 PPI 的大幅收窄助益总体 PPI 降幅的缩小。上述分析表明，目前工业原材料

部门的供需情况正在稳步好转，折射出我国工业企业的生产经营状况正在企稳的现状。

受近期国际大宗商品价格回升以及工业生产活动企稳的影响，预计2016年第4季度PPI降幅仍将进一步收窄，或将在零值附近波动。

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4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 全年	2016 年 1-8 月	2016 年 9 月	2016 年 4 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	6.0	6.4	6.5
固定资产投资 (不含农户) 累计增长率	10.1	8.1	8.4	8.2
社会消费品零售额增长率	10.7	10.6	10.4	10.2
国家财政收入增长率	5.8	6.0	2.7	5.4
出口总额增长率	-2.9	-7.1	-2.3	-3.5
进口总额增长率	-14.2	-9.0	1.4	-2.9
狭义货币供应量 (M ₁) 增长率	15.2	25.3	25.9	24.2
广义货币供应量 (M ₂) 增长率	13.34	11.4	11.0	10.6
金融机构人民币贷款总额增长率	12.4	13.0	12.7	12.2
居民消费价格指数 CPI 上涨率	1.4	1.3	1.4	1.5
工业生产者出厂价格指数 PPI 上涨率	-5.2	-0.8	0.7	-0.5

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4季度我国经济呈缓慢上升态势，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

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年上半年我国经济增速为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、稳中有进的局面。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4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4季度CPI约上涨1.5%

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，5月份以后食品价格出现下降。8月份，全国居民消费价格总水平同比上涨1.3%，同比涨幅创年内新低，低于预期。全国居民消费价格总水平同比低于预期，主要受两方面因素的影响：一方面，食品价格同比涨幅回落较多；另一方面，去年8月CPI的基数较高。预计2016年4季度CPI将保持平稳运行，约上涨1.5%。

在国际原油和大宗商品上涨、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。8月份，工业生产者出厂价格指数同比跌幅延续快速收窄态势，主要受两方面因素的影响：一方面是因为稳增长政策下工业品价格持续上涨；另一方面，去年工业品价格快速下跌形成低基数效应。随着稳增长政策持续发力，需求企稳将继续对工业品价格形成支撑，同时结合去年下半年工业品价格低基数效应，未来几个月工业生产者出厂价格指数跌幅将继续快速收窄甚至有可能转为正数。预计2016年4季度PPI或将维持稳定，下降0.5%。

3. 工业生产增速或将企稳，预计 2016 年 4 季度增长 6.5%左右

受传统行业增长乏力、战略性新兴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，加之工业产品价格企稳好转，2016 年以来我国工业经济生产呈现了企稳态势，8 月份工业企业利润呈恢复性增长，工业企业效益继续呈现积极变化，政策效果继续显现。多数行业利润增速加快或降幅缩小，利润率加速上升，单位成本同比下降，亏损企业亏损额同比减少，产成品库存继续下降，资产负债率继续降低。预计 2016 年 4 季度规模以上工业增加值增速约为 6.5%，工业生产形势逐步改善。

4. 2016 年 4 季度财政收入增速约为 5.4%

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。但是进入 2 季度以后，由于营改增以及鼓励创新创业等各种政策的降税效果，财政收入增幅有所回落。2016 年 1-8 月财政收入累计增长 6%，比 2015 年同期提高了 0.8 个百分点。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 4 季度财政收入将保持低位运行，约为 5.4%。

5. 固定资产投资增速下降，预计 2016 年 4 季度增长约 8.2%

受工业投资下滑以及民间投资低迷影响，加之投资效率下滑，2016 年 1-8 月固定资产同比增长 8.1%，5 月份以来一直处于 10%以下。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 4 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，过剩行业投资减少，符合我国结构转型的现状，预计 2016 年 4 季度我国固定资产投资结构将继续深化调整，结构不断升级，增速趋稳，增长约 8.2%。

6. 消费品零售总额小幅回落，预计 2016 年 4 季度名义增长 10.2%

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 8 月消费品零售总额名义增长 10.6%，仍然保持两位数增速。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。虽然在经济下行压力下，消费发挥了稳定器的作用，但是商品消费的增速却逐年下滑，传统消费热点拉动作用逐渐减弱，而新兴消费尚未形成规模，消费市场发展缺乏可持续性，预计 2016 年 4 季度消费品零售总额增速小幅回落，增长约 10.2%。

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，我国进出口的形势有所改善。2016 年 8 月我国出口额累计增速下降 7.1 个百分点，较 7 月份降幅减少 0.7 个百分点。随着英国脱欧事件给世界经济带来的影响逐渐释放和传导，发达国家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 4 季度出口总额约下滑 3.5 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 8 月进口额累计同比下降 9 个百分点，但是当月进口额同比上升 1.5%。

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 4 季度进口景气或将温和改善，降幅进一步减小，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 增速下滑

2016 年 8 月，狭义货币（M1）同比增长 25.29%，连续 6 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 4 季度 M1 增速将维持高位运行，增长 24%左右。

受 2015 年股市推高 M2 基数影响，2016 年 8 月 M2 增速仅为 11.4%，。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 4 季度，M2 增速或将保持下滑，约增长 10.6%。

信贷方面，受房地产火爆对居民长期信贷拉动作用影响，2016 年上半年，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 4 季度信贷规模将维持平稳增长，增速约为 12.2%。

五、结论及政策建议

根据以上分析和预测结果，我国始于 2013 年 9 月的新一轮景气循环的缓慢下降期或已于 2015 年 10 月结束，随后经济出现了波动性筑底迹象，尽管 2016 年 2 季度以来，我国经济景气出现了小幅波动，但近期经济指标纷纷回暖，特别是工业生产活力逐渐恢复，因此预计 2016 年第 4 季度我国经济景气或将呈现小幅微升态势。

从先行指数的结果看，长先行合成指数于 2015 年 12 月份达到峰，

而长先行扩散指数已经 2016 年 1 月份达到本轮经济周期波动的峰，根据长先行合成指数和长先行扩散指数的超前期特征，本报告预计本轮经济景气的波动性上升趋势或将持续到 2016 年底或 2017 年第 1 季度。需要注意的是，2015 年以来，我国经济景气波动呈现倒“W”型，这一方面说明经济结构调整的渐进性和波动性，另一方面也预示着保持“调结构”和“稳增长”天平的相对平稳需要更加精准的政策支持。

从主要经济指标的景气变动看，2016 年 8 月，金融机构贷款、社会商品零售总额和发电量处于“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增速均处于“趋冷”或者“过冷”区间。但从样本期间各个指标的变动情况看，我国经济总体出现了温和回暧的迹象。

模型预测结果显示，2016 年 4 季度 GDP 累计实际增长率将达 6.8% 左右。物价方面，预计 2016 年 4 季度 CPI 将处于低位平稳运行，上涨 1.5% 左右；PPI 降幅或将持续收窄，下降约为 0.5%。

综上所述，促进我国经济景气逐步温和回暧仍需要政策支持：

1. 拓宽民间投资渠道，保持固定资产投资平稳波动

2016 年以来民间投资水平大幅下滑，进而造成固定资产投资增速不断下探。投资下滑不仅会影响经济主体对未来的预期还会威胁经济增速，因此应该拓宽民间投资渠道，降低部分行业准入门槛，加快 PPP 融资模式迅速落地等，引导民间投资向实体经济中的短板部门。

2. 优化出口产品和地区结构，稳定进出口增长势头

我国进出口贸易活动在近半年以来回升势头明显，对外贸易顺差连续六个月上升，对经济增长起到了很强的助推作用。应抓住现阶段世界经济温和复苏的有利条件，通过优化进出口产品结构、继续推进自贸区

建设和推动加工贸易转型升级，稳住对外贸易回稳向好的良好势头。

3. 依靠创新发展，构建支持创新发展的体制机制

创新引领发展是当前中国经济增长的内在要求。为此，我们需要构建支持创新发展一整套体制机制。首先，应从顶层建设有利于创新活动开展保障制度；其次，应加大重点领域和前沿领域的创新资金投入；再次，应完善创新产出的保护力度；最后，要努力提升创新成果的现实转化。

(执笔人：范晓非、周彬、王岩、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