

2015 年中国宏观经济回顾与 2016 年展望



2016/3/2

作者: 联合资信评估有限公司 刘艳 王柠 李为峰

2015 年中国宏观经济回顾与 2016 年展望

作者:联合资信评估有限公司 刘艳 王柠 李为峰

一、我国宏观政策环境

2015 年是我国全面深化改革的关键之年,为了推动“稳增长、调结构”的经济发展进程,我国进一步简政放权,加快审批效率;加大金融体制改革力度,优化金融结构,服务实体经济;促进结构优化、扩大内需和改善民生,助力我国经济的健康、稳健发展。在宏观经济下行压力持续存在的背景下,我国继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策上,多策并举提高财政资金的使用效益、缓解地方偿债压力、促进投资。货币政策继续保持稳中偏松的导向,继续通过多种货币工具释放流动性,完善宏观审慎政策框架。2015 年我国经济呈现稳中趋缓的发展态势。

(一) 财政政策加码,助力经济发展新常态

1. 规范预算管理,盘活存量资金,提高资金使用效率

2015 年,我国开始实施新预算法,通过一系列措施完善政府预算体系,提高资金使用效率,提升宏观政策调控协调性。为了落实 2014 年底国务院出台的《关于进一步做好盘活财政存量资金工作的通知》,2015 年 2 月财政部连续下发通知,推进中央和地方盘活财政存量资金,加大力度盘活财政存量资金,提高财政资金的使用效益。3-5 月,财政部先后发布《关于进一步推进地方预算执行动态监控工作的指导意见》、《关于收回财政存量资金预算会计处理有关问题的通知》等多个文件,将财政资金纳入动态监控机制,强化资金监控,进一步创新财政资金管理方式,推动投资增长。6 月,国务院印发《推进财政资金统筹使用方案》,提出了包括推进项目资金、重点科目资金、部门资金统筹使用等 10 条重要措施,对优化财政资源配置作出全面部署。7 月 8 日召开的国务院常务会议,强调把宝贵的公共资金资源用到促发展惠民生上,确定各级财政将

已收回沉淀和违规资金 2500 多亿元加快统筹用于急需领域；国务院将 239 亿元中央预算内投资存量资金调整用于在建重大项目。在上述举措的推动下，各地各部门通过盘活财政存量资金，增加了资金的有效供给，促进了经济平稳健康发展。

2. 化解地方政府债务风险，保障在建项目后续融资，发挥地方稳增长作用

2015 年，财政部分三批推出共计 3.2 万亿元的债务置换额度，主要用于偿还 2015 年到期债务，另外新增地方政府发行债券额度 6000 亿元，并印发《地方政府一般债券发行管理暂行办法》、《地方政府专项债券发行管理暂行办法》，将地方政府债券自发自还的范围扩展到全国，按照募集资金用途不同将地方政府债券划分为一般债券和专项债券，发行方式包括公募发行和私募发行，地方政府发债种类和方式得到不断规范和完善。同时，为化解地方融资平台市场化转型过程中的融资压力，5 月财政部、人民银行、银监会联合发布《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题意见的通知》，支持在建项目的存量融资需求，确保在建项目有序推进，以促进地方落实稳增长目标。8 月全国人大常委会通过“批准 2015 年地方政府债务限额 16 万亿元”的决议以及 12 月财政部发布的《关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》，明确对地方政府债务余额实行限额管理，这对规范地方政府债务管理，推动地方政府在限额内统筹资金支持重点项目建设、拉动经济增长具有积极作用。

3. 扩大财政支出力度，推广多种创新方式对基础设施建设提供资金支持

2015 年，我国一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长。二是国家发改委累计安排 4 批

专项建设基金¹，总额 8000 亿元，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域，对补充项目资本金、增强地方投资能力起到积极推动作用。三是监管层积极推广 PPP 模式，5 月国务院办公厅转发《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式指导意见》，提出在能源、交通运输、水利等 13 个领域推广 PPP 模式；随后，发改委印发《基础设施和公用事业特许经营管理办法》、《关于推进开发性金融支持政府和社会资本合作有关工作的通知》等多个文件，鼓励和引导社会资本参与重大水利工程建设运营，在公共租赁住房、水污染防治领域以及收费公路领域推进 PPP 模式，PPP 模式推广应用的规章制度基本建立；此外，发改委于 5 月和 9 月分两批发布 PPP 项目，总投资近四万亿元，并设立 PPP 融资支持基金，积极推动 PPP 项目落地，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

4. 通过国企改革和减税降费，提升经济活力

2015 年以来，我国不断推进国有企业改革，并通过加大结构性减税和普遍性降费力度等途径，进一步激发经济活力。9 月，国务院印发《关于深化国有企业改革的指导意见》，国企改革顶层设计方案正式出台，《意见》通过积极推进国有资产管理体制改革、进一步建立和完善现代企业制度、强化市场化经营机制等方式进行优化重组，增强国有企业和国有经济的活力。与此同时，监管层也实行了多项减税降费政策以刺激经济增长，一是财政部、国家税务总局发布《关于企业改制重组有关土地增值税政策的通知》和《关于进一步支持企业事业单位改制重组有关契税政策的通知》，明确企业改制重组过程中的税收减免政策，以促进存量资产加速整合，提升经济效率。二是财政部和国家税务总局 3 月和 9 月先后发布了《关于小型微利企业所得税优惠政策的通知》和《关于进一步扩大小型微利企业所得税优惠政策范围的通知》，将企业所得税减半征收的年应纳税所得额标准由低于 10 万元提高至 30 万元（含），加大对小微企业税收优惠的力度，扶持小微企业发展。三是监管层支持“大众创业、万众创新”，全年减免税收 3000 亿元，并发布包括促进残疾人就业、鼓励大学生创业等多项

¹专项建设基金由国家开发银行和农业发展银行发行长期专项建设债券所募集的资金建立而成。

就业优惠政策，优化就业创业环境。四是政府出台包括提高石油特别收益金起征点、调高部分产品出口退税率²、调整个人转让住房营业税、减半征收小排量乘用车购置税、将铁矿石资源税征收比例由 80% 下调至 40%、扩大固定资产加速折旧优惠范围³等多项措施，降低税收负担，缓解企业资金压力，刺激出口，助力经济增长。

（二）货币政策保持宽松导向，利率和汇率市场化改革深化

1. 央行多策并举，市场呈现流动性宽松格局

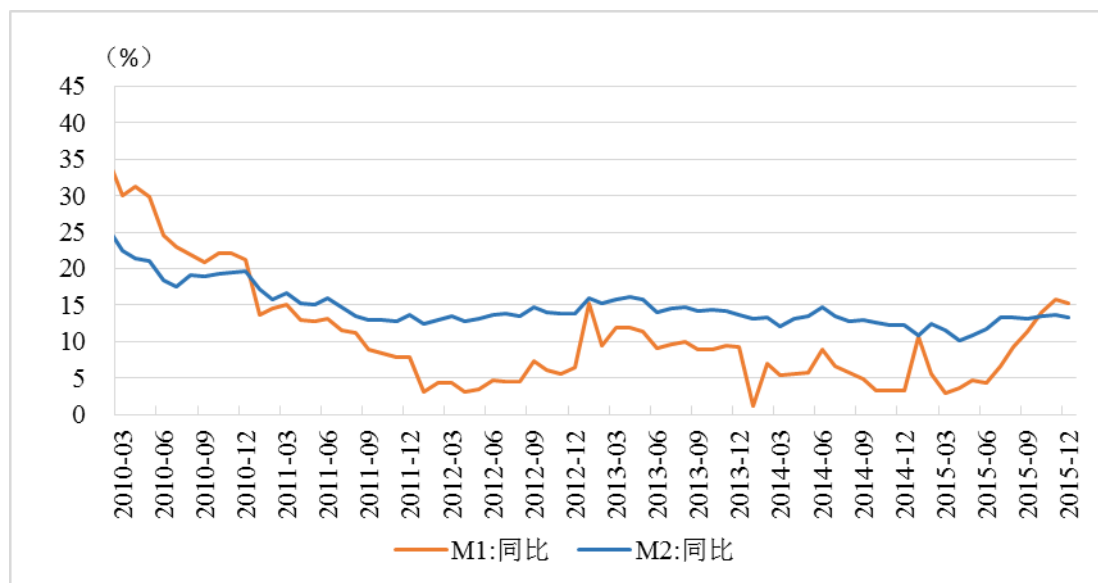
2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。此外，自 2015 年 10 月起，央行在上海、江苏等 11 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年年末，共向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元，资金流动性保持宽松状态。

截至 2015 年末，我国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0% 的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。从全年来看，M2 同比增速各月均保持在 10% 以上，7 月以来则持续维持在 13% 以上；M1 同比增速呈先降后升之势，11 月份（15.7%）更是达到了 2010 年 12 月以来的新高。M2 与 M1 增速“剪刀差”缺口自年初以来呈先扩大后缩小的走势，10 月 M1 增速自 2011 年 1 月以来首次超过 M2 增速，M2 与 M1 增速倒“剪刀差”初步形成并延续至年底，意味着货币供应量存款活期化倾向提高，经济活力有

²自 2015 年 1 月 1 日起，铜条、杆及型材出口实施 9% 的出口退税率，铜箔的出口退税率自 13% 提高至 17%，部分纺织品服装的出口退税率提高至 17%。

³9 月，国务院常务会议决定：在原有生物药品等 6 个行业基础上，扩大固定资产加速折旧优惠范围，对轻工、纺织、机械、汽车 4 个领域重点行业的企业在今年 1 月 1 日后新购进的固定资产，允许缩短折旧年限或采取加速折旧方法。

所提升。2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。



资料来源：中国人民银行

图 1 M1 和 M2 同比增速情况

2. 信贷政策支持实体经济发展，资金需求出现回暖迹象

信贷政策方面，一是全国人大常委会 8 月表决通过关于修改《中华人民共和国商业银行法》的决定，删除 75% 存贷比监管指标，减轻对银行放贷能力的束缚，增强金融机构扩大对实体经济的支持能力；二是自 9 月 15 日起，央行改革存款准备金考核制度，由时点法改为平均法考核，有利于改善货币政策传导机制，为金融机构管理流动性提供缓冲机制，保持资金面平稳；三是央行 12 月底发布公告称，从 2016 年起开始实施宏观审慎评估体系（MPA），将有助于防范系统性金融风险，促进存款准备金率的定向调整，维持流动性的合理充裕。

截至 2015 年末，社会融资规模存量为 138.1 万亿元，同比增长 12.4%，增速较上年末（14.3%）有所放缓。具体来看，除委托贷款余额同比增速（17.2%）较快外，信托贷款余额同比几乎零增长，未贴现的银行承兑汇票余额同比下降 14.8%，显示表外融资在 2015 年有所回落；与此同时，债券市场托管余额⁴和非金融企业境内股票余额同比增速分别 53.4% 和 20.2%，显示直接融资

⁴ 根据央行 2015 年金融市场运行情况报告，截至 2015 年 12 月末，债券市场托管余额为 47.9 万亿元，其中银行间债券市场托管余额为 43.9 万亿元。

规模在 2015 年增速较快。这表明货币政策的宽松导向对信贷的刺激作用正在显现，表外融资风险得到一定控制。2015 年，社会融资规模增量为 15.4 万亿元，较上年同期减少了 4675 亿元。2015 年下半年以来，社会融资规模增速回升较大，说明金融对实体经济的支持力度有所加大。

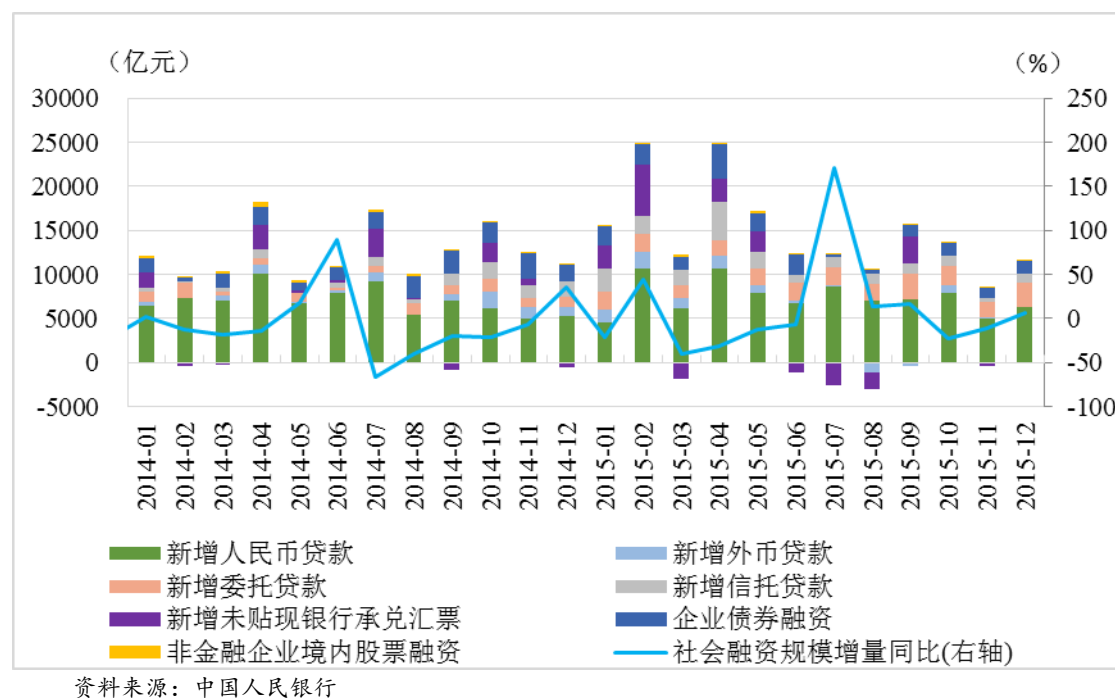
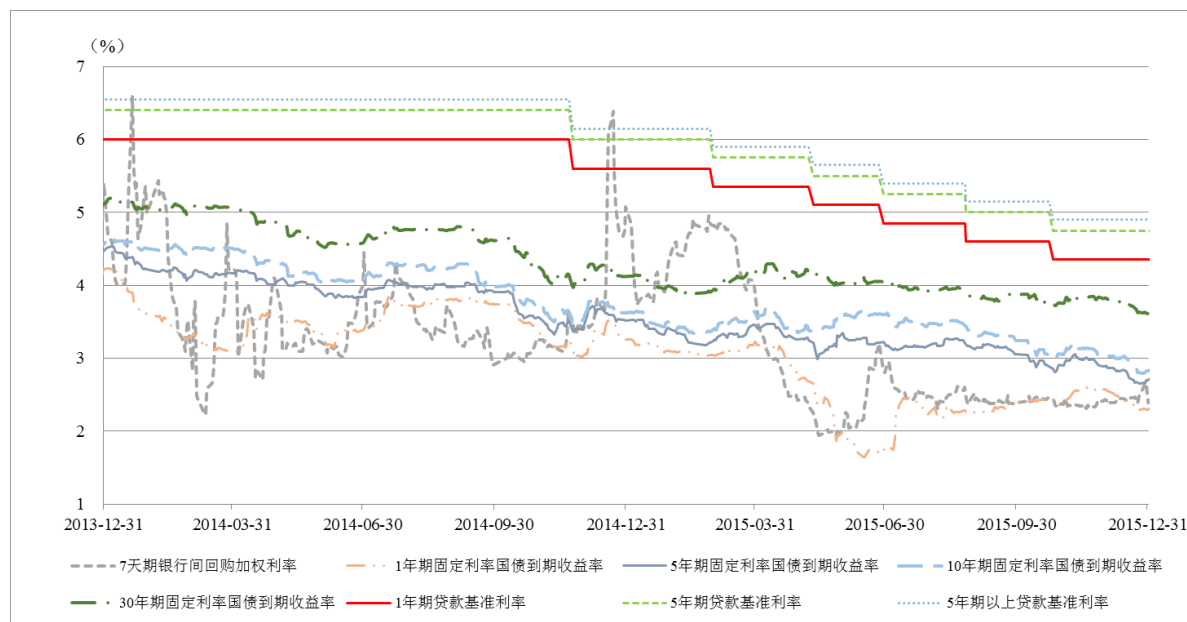


图2 社会融资规模增量及增速情况

3. 深化利率市场化改革，提高金融服务实体经济效能

2015 年我国利率市场化改革不断深化。3 月以来，央行将人民币存款利率浮动区间的上限不断扩大，并最终于 10 月宣布“对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动上限”，至此，我国利率管制已经基本放开，利率市场化进入新的阶段。在此背景下，2015 年市场利率普遍呈现下降趋势。具体来看，7 天银行间债券回购加权平均利率（R007）自 2014 年起波动回落，本年初略有回升后，一直呈现下降趋势，2015 年平均利率为 2.92%，较上年（3.63%）有所下降；1 年期、5 年期和 5 年期以上贷款基准利率自 2014 年 11 月起已连续降息 6 次，截至 2015 年末分别降至 4.35%、4.75% 和 4.90% 的较低水平；1 年期银行间固定利率国债到期收益率自 2014 年 1 月达到峰值后有所回落，之后走势趋于平坦，2015 年年中出现明显下降后在低位保持平稳走势，全

年 2.55% 的平均利率水平较上年（3.50%）下降明显；5 年期、10 年期和 30 年期银行间固定利率国债到期收益率均值均延续了 2014 年的下降趋势，2015 年末分别降至 2.70%、2.82% 和 3.61% 的较低水平。



资料来源：中国人民银行、Wind 资讯

图3 利率走势情况

在利率市场化发展的进程中，相关配套政策也在不断完善。2015 年 3 月，《存款保险制度》正式出台，要求凡是吸收存款的银行业金融机构都应当投保存款保险，有利于完善银行金融机构正向激励和市场化退出机制，为利率市场化改革奠定了基础。6 月，央行发布《大额存单管理暂行办法》，大额存单的推出，有利于扩大负债产品市场化定价范围，健全市场化利率形成机制。11 月，央行将分支行隔夜、7 天常备借贷便利（SLF）利率分别下调至 2.75%、3.25%，并强调此番调整 SLF 利率是为了加快建设适应市场需求的利率形成和调控机制，探索 SLF 利率发挥利率走廊上限的作用，货币政策的利率走廊初步成型。此外，12 月，市场利率定价自律机制⁵发布通知，进一步扩大大额存单及同业存单发行主体范围，机构个数分别扩大至 243 家和 643 家，对于维护公平有序的利率定价秩序、推进利率市场化具有重要意义。上述深化利率市场化的

⁵ 市场利率定价自律机制是指由金融机构组成的市场定价自律和协调机制，旨在符合国家有关利率管理规定的前提下，对金融机构自主确定的货币市场、信贷市场等金融市场利率进行自律管理，维护市场正当竞争秩序，促进市场规范健康发展。

改革有利于解决融资难、融资贵问题，增强金融机构对实体经济的服务效率。

4. 逐步完善人民币汇率形成机制，保持人民币汇率相对稳定

2015 年 8 月 11 日，央行决定实施人民币汇率中间价市场化决定机制⁶，当日人民币兑美元中间价（6.2298 元）较上日贬值约 2%，跌幅创 2013 年 4 月 25 日来新低。经过中间价报价的改革，中间价更接近市场汇率，能够提高汇率形成机制的市场化程度和汇率的弹性，有助于保持人民币汇率的相对稳定，为宏观经济创造较为稳定的外部条件。与此同时，为了防范宏观金融风险，8 月 31 日，央行发布《中国人民银行关于加强远期售汇宏观审慎管理的通知》，要求自 10 月 15 日起，对开展远期售汇业务的金融机构（含财务公司）收取外汇风险准备金，准备金率暂定为 20%，旨在通过提高银行远期售汇成本，增加客户跨境套利成本和难度，促进金融机构稳健经营。12 月，在人民币确定加入 SDR（特别提款权）一篮子货币后，中国外汇交易中心首次正式发布 CFETS 人民币汇率指数，还参考国际清算银行（BIS）货币篮子⁷和特别提款权（SDR）⁸货币篮子计算了人民币汇率指数，主动引导市场改变过去主要关注人民币对美元双边汇率的习惯，避免汇率出现扭曲以及失衡的积累，并为货币政策扩宽运作空间。

从全年走势看，2015 年 1 月至 7 月在美联储加息预期的影响下，人民币兑美元汇率呈现“先贬后升”双向波动态势，8 月 11 日汇改⁹当日人民币兑美元中间价（6.2298 元）较上日贬值约 2%，此后走势趋于平稳，11 月以来随着美元加息预期逐渐增强和 12 月 17 日美国首次加息，人民币的贬值压力得到进一步释放，人民币兑美元全年贬值 6.02%。另外，2015 年，CFETS 人民币汇率指数

⁶ 做市商在每日银行间外汇市场开盘前，参考上日银行间外汇市场收盘汇率，综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化向中国外汇交易中心提供中间价报价。

⁷ 参考国际清算银行（BIS）货币篮子计算的人民币汇率指数主要参考 BIS 货币篮子，样本货币权重采用 BIS 货币篮子权重，样本货币取价是当日人民币外汇汇率中间价和交易参考价。

⁸ 参考特别提款权（SDR）货币篮子计算的人民币汇率指数主要参考 SDR 货币篮子，样本货币权重由各样本货币在 SDR 货币篮子的相对权重计算而得，样本货币取价是当日人民币外汇汇率中间价。

⁹ 8 月 11 日，中国人民银行宣布即日起完善人民币汇率中间价报价机制：做市商在每日银行间外汇市场开盘前，参考上日银行间外汇市场收盘汇率，综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化向中国外汇交易中心提供中间价报价。

升值 0.94%，参考 BIS 货币篮子、SDR 货币篮子的人民币汇率指数则分别升值 1.71% 及贬值 1.16%，2015 年人民币汇率对一篮子货币保持基本稳定。

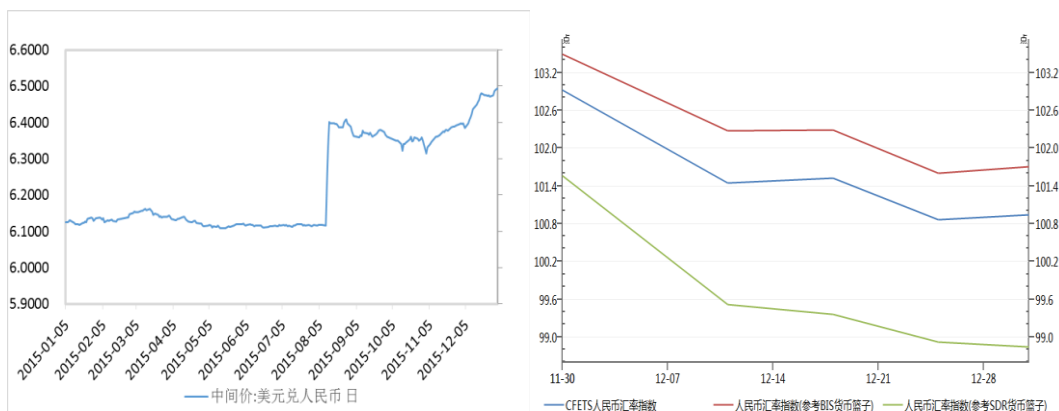


图 4 2015 年人民币兑美元汇率和人民币汇率指数走势

二、我国经济运行情况

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，我国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示我国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，我国就业形势总体稳定。

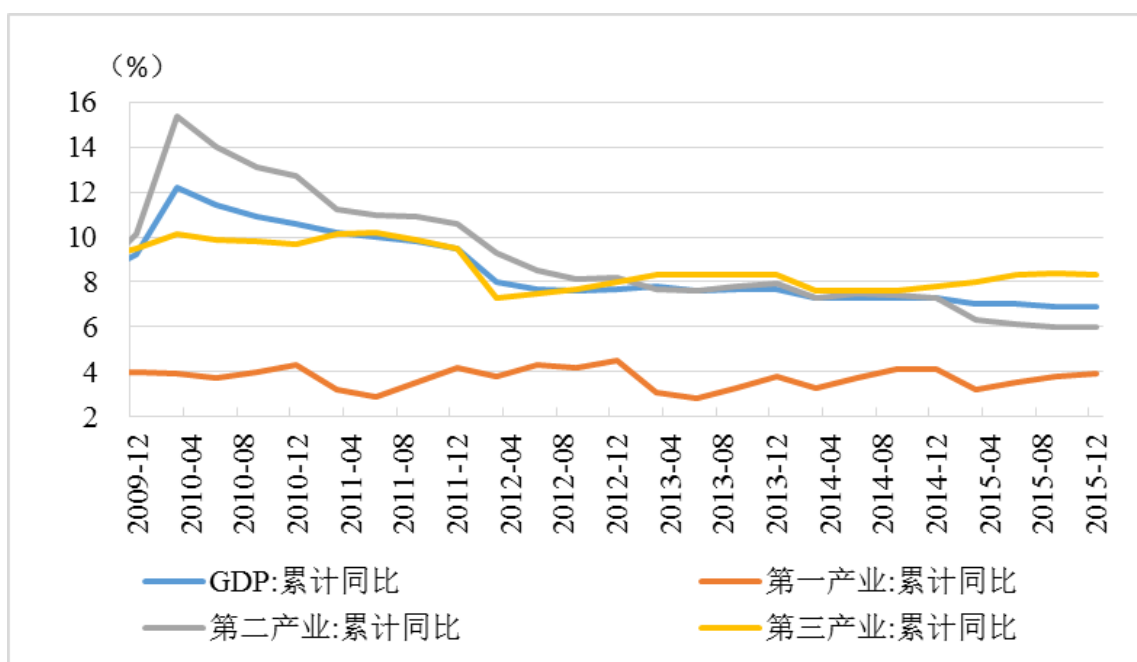
（一）产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力

根据国家统计局初步核算，2015 年，我国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9% 和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明我国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从**第一产业**来看，2015 年，我国第一产业增加值 6.1 万亿元，同比实际增长 3.9%，增速较 2014 年下降 0.4 个百分点；第一产业对 GDP 增长的贡献度为 5.2%，较 2014 年略有回落。总体来说，我国农业发展较为平稳。

从**第二产业**来看，2015 年，我国第二产业增加值 27.4 万亿元，同比实际增长 6.0%，增速较 2014 年下降 1.3 个百分点；第二产业对 GDP 增长的贡献度为 37.1%，较 2014 年下降 7.0 个百分点，拉低全年 GDP 增速。2015 年，规模以上工业增加值同比实际增长 6.1%，较 2014 年回落 2.2 个百分点，增幅继续放缓。分行业看，2015 年，41 个大类行业中有 40 个行业增加值保持同比增长，较 2014 年增加 1 个行业；其中，废弃资源综合利用业，有色金属冶炼及压延加工业，化学纤维制造业，燃气生产和供应业，计算机、通信和其他电子设备制造业共 5 个行业的工业增加值增速在 10% 以上，较 2014 年的行业数（13 个）有明显下降；开采辅助活动行业的工业增加值同比实际增速（-11.9%）较 2014 年进一步下降 8.6 个百分点。

从**第三产业**来看，2015 年，我国第三产业增加值 34.2 万亿元，同比实际增长 8.3%，增速较 2014 年上升 0.5 个百分点；第三产业对 GDP 增长的贡献度为 57.7%，较 2014 年提升 7.1 个百分点，增长较为显著；第三产业增加值占 GDP 的比重为 50.5%，创历史新高，表明第三产业已经成为拉动经济增长的重要推动力，我国需求结构得到进一步改善。分行业看，金融业增加值同比实际增速为 15.9%，成为带动第三产业增加值增长的主要引擎；住宿和餐饮业，房地产业和其他服务业增加值同比实际增幅略有上升；交通运输、仓储和邮政业，批发和零售业增加值同比实际增幅有所下降。



资料来源：国家统计局

图 5 GDP 和各产业累计同比实际增速情况

（二）固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因

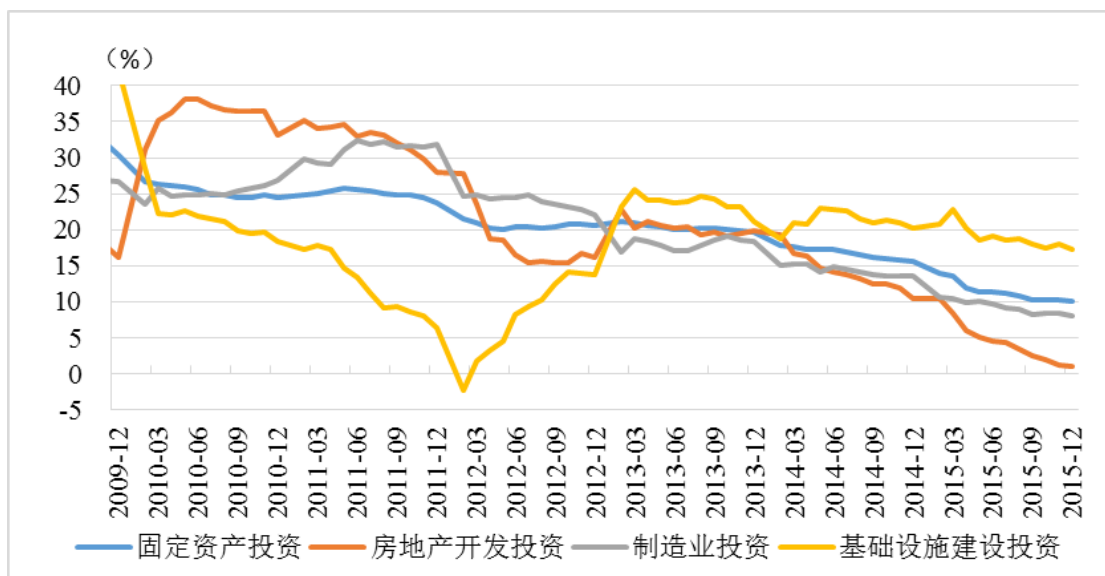
2015 年，我国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较 2014 年回落 5.7 个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。

从固定资产投资的三大领域来看，**房地产开发投资方面**，由于住宅投资在房地产开发投资的占比（接近七成）较大，为了刺激住宅投资的增加，2014 年下半年以来，监管层相继出台了“9.30 房贷新政”、“3.30 房贷新政”、“营业税免征期限 5 年改 2 年”、“鼓励公积金异地贷款”、“降低首付比例”、降息降准和全面放开二胎等利好政策，房地产市场出现缓慢回暖迹象，但由于库存高企和有效需求不足，房地产销售的好转未能有效向投资端传导，房地产投资增速仍在低位徘徊。2015 年，全国房地产开发投资 9.6 万亿元，同比增长 1.0%，增幅较 2014 年下降 9.5 个百分点，房地产投资增速的较大下滑成为导致

投资增速下滑的主要原因。

制造业投资方面，2015 年 5 月国务院印发《中国制造 2025》，部署全面推进实施制造强国战略，明确“智能制造”是建设制造强国的主攻方向，加快制造业绿色改造升级；此外，监管层先后发布《关于继续开展互联网与工业融合创新试点工作的通知》、《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》等文件，促进“互联网+制造业”融合发展，推动制造业大众创业、万众创新。但是，受到全球经济复苏动能不足、产能过剩矛盾突出、工业企业利润下降等因素的影响，2015 年，我国制造业固定资产投资 18.0 万亿元，同比增长 8.1%，增速较 2014 年回落 5.4 个百分点，显示制造业在工业去产能的背景下仍然疲软。其中，2015 年，石油加工、炼焦及核燃料加工业投资同比下降 20.9%，黑色金属冶炼及压延加工业投资同比下降 11.0%，高耗能制造业投资增速低位回落，且降幅较大；高新技术制造业投资整体保持较快增长。

基础设施投资方面，2015 年政府频繁出台对于基建项目投资的激励政策。5 月 15 日，国务院转发《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题意见的通知》，支持融资平台公司在建项目的存量融资需求，确保在建项目有序推进。6 月，发改委放开城投债借新还旧，并通报了地方政府开工不力的情况，促进基础设施建设投资。7 月，国务院常务会议提出进一步抓好重大项目落实，确定各级财政将已收回沉淀和违规资金 2500 多亿元统筹用于急需领域，国务院将 239 亿元中央预算内投资存量资金调整用于在建重大项目，对闲置土地处置不力的收回年度新增建设用地指标等政策。此外，政府还先后发布了关于推进城镇棚户区 and 城乡危房改造及配套基础设施建设、城市地下综合管廊建设、电动汽车充电基础设施建设和海绵城市建设等的指导意见，并通过推广 PPP 项目和设立专项建设基金等方式促进投资。在此背景下，2015 年，基础设施投资 13.1 万亿元，同比增长 17.3%，增幅较 2014 年下降 3.0 个百分点，但仍保持高位增长，成为我国固定资产投资增长的重要支撑。其中，水利管理业、公共设施管理业和道路运输业投资同比增幅均在 15% 以上，依然保持较高增速；铁路运输业投资同比增幅为 0.6%，增长趋于平缓。



资料来源：国家统计局

图 6 固定资产投资累计同比增速情况

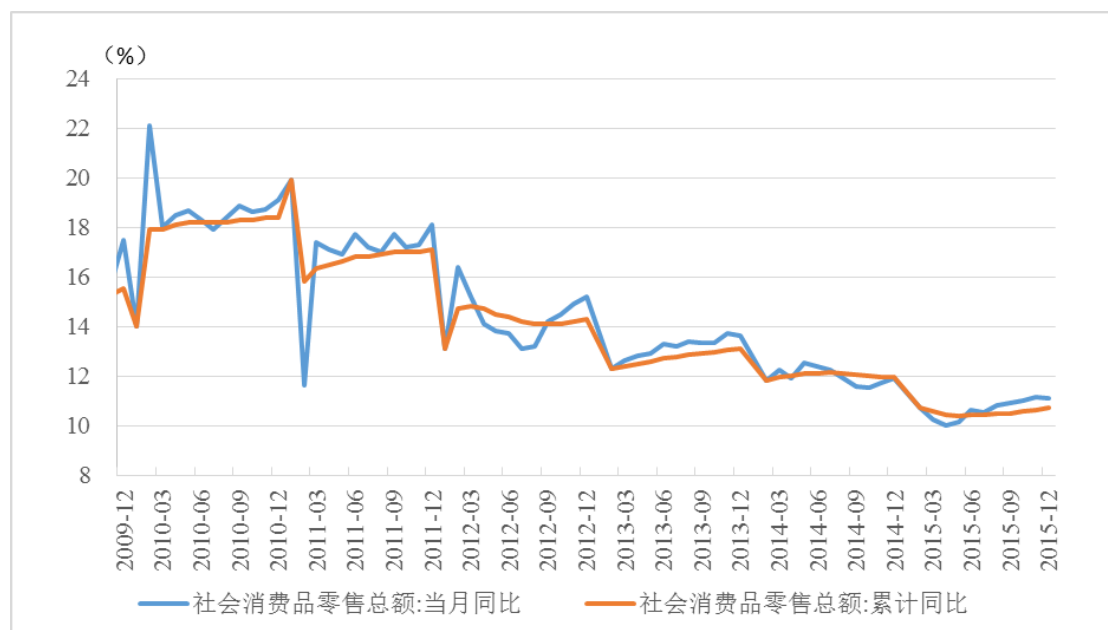
（三）消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用

2015 年，我国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳；2015 年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。12 月份，社会消费品零售总额 2.9 万亿元，同比增速为 11.1%，增幅较 11 月和上年同期变动不大；其中，限额以上单位消费品零售额 1.5 万亿元，同比增长 8.6%，增幅较 11 月和上年同期均略有回落。2015 年，我国消费与人均收入情况大致相同，我国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，我国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。

分行业看，2015 年我国消费呈现如下特点：一是通讯器材类消费继续保持同比 29.3% 的高速增长，增幅仍然居首，但较上年略有回落，或与通讯器材消耗的周期性有关；二是房地产的回暖带动建筑及装潢材料类、家居类、家用电器和音像器材类全年分别同比上涨 18.7%、16.1% 和 11.4%，增幅较上年均有所

增长；三是文化、休闲类消费增长较为明显，2015 年体育/娱乐用品类和文化办公用品类消费同比增幅均在 15% 以上，其中体育/娱乐用品类消费增幅较上年上升 14.8 个百分点，增幅上升最多；四是生活必需品消费仍然保持较快增速，粮油/食品/饮料/烟酒类、中西药品类和日用品类消费全年同比增幅均在 10% 以上，增幅较上年变动不大；五是在经济增速下滑和油价低迷的背景下，石油及制品类消费下降明显，全年同比下降 6.6%，增幅较 2014 年下降 13.2%。

2015 年，我国对于电子商务的政策利好频出，推动了网购消费快速发展。商务部 4 月发布《2015 年电子商务工作要点》，要求促进农村电商和跨境电商发展；国务院于 5 月、6 月和 11 月分别发布《关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》、《关于促进跨境电子商务健康快速发展的指导意见》和《关于促进农村电子商务加快发展的指导意见》等政策，主要通过合理降税和提供金融支持等措施支持电子商务的发展。在上述政策的刺激下，2015 年，全国网上零售额 3.9 万亿元，同比增长 33.3%；其中，实物商品网上零售额 3.2 万亿元，同比增长 31.6%；非实物商品网上零售额 6349 亿元，同比增长 42.4%。2015 年，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重为 10.8%，呈逐月上升的趋势，显示我国消费方式逐渐向网上购物转变，电子商务的发展对于我国“促消费、稳增长”发挥了重要作用。



资料来源：国家统计局

图 7 社会消费品零售总额同比增速情况

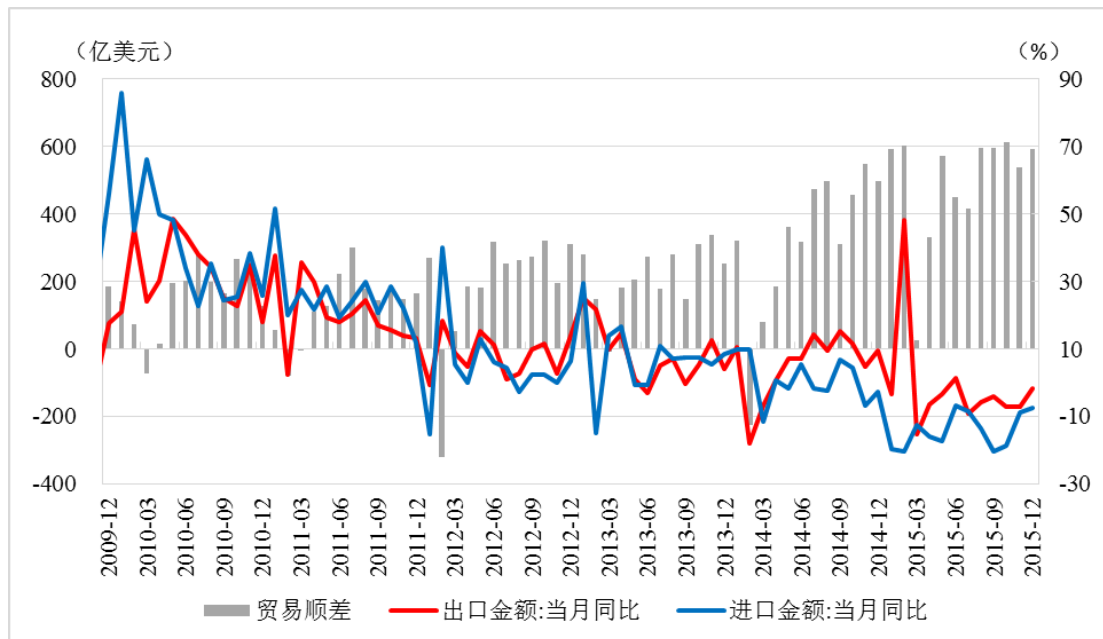
（四）贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷

2015 年，我国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点；除 2 月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9% 和 14.2%，进、出口增速较 2014 年分别回落 10 个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。12 月份，我国进出口总值 3880 亿美元，同比下降 4.1%，降幅较 11 月缩窄 3.6 个百分点，但较上年同期 4.0% 的增幅回落较大。其中，出口和进口分别为 2237 亿美元和 1643 亿美元，同比分别下降 1.6% 和 7.4%，进、出口增幅均较上月有所提升，显示我国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

分行业来看，在出口方面，2015 年，我国机电产品出口保持增长，劳动密集型产品出口有所下降，但高新技术行业（如手机、医疗仪器及器械等）等产品的出口不断增长；在进口方面，2015 年，我国经济下行导致对大宗商品进口量增速放缓以及全球大宗商品价格下跌是进口下降的主要原因。

为了扭转对外贸易颓势，2015 年 4-9 月，国务院先后出台《关于改进口岸工作支持外贸发展的若干意见》、《关于加快培育外贸竞争新优势的若干意见》、《关于促进跨境电子商务健康快速发展的指导意见》、《关于促进进出口稳定增长的若干意见》和《关于构建开放型经济新体制的若干意见》等政策，分别从优化口岸服务、推动外贸结构调整、促进跨境电子商务、清理和规范进出口环节收费、拓展国际经济合作等方面促进对外贸易增长和转型升级；11 月，海关总署出台《进一步促进外贸稳定增长若干措施》，进一步促进企业减负和通关便利化。目前，我国已与全球 22 个国家和地区签署了 14 个自由贸易协定（包括 8 个跨太平洋伙伴关系协定（TPP）成员国），此外政府还通过降低关税、自贸区扩容以及推行“一带一路”战略等措施支持外贸发展，推动经济增长，在一定程度上对冲了 TPP 对我国经济的负面影响，但由于国内外经济形势疲弱以及

政策时滞等因素影响，外贸对于经济增长的支撑力有限。

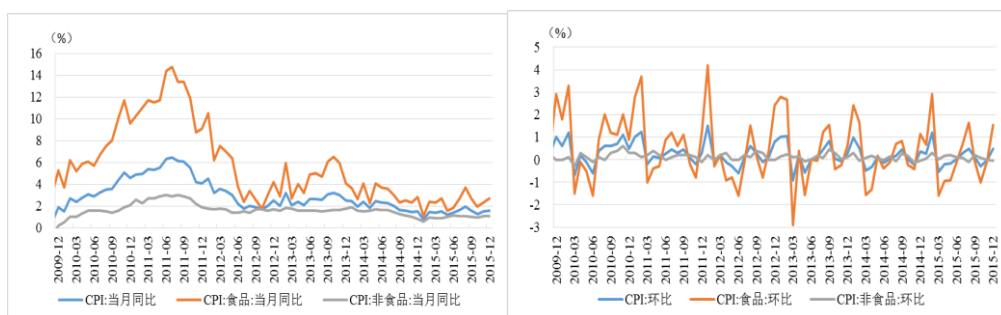


资料来源：国家统计局

图 8 进出口情况

（五）受经济增长放缓和需求疲软影响，CPI 创六年新低

2015 年，我国居民消费价格指数（CPI）同比上涨 1.4%，这是自 2010 年以来，全年 CPI 首次落入“1”时代。12 月份，CPI 同比上涨 1.6%，涨幅较上月回升 0.1 个百分点，主要是由于雨雪天气导致鲜菜和鲜果价格继续上涨；其中，食品价格同比上涨 2.7%，非食品价格同比上涨 1.0%，同比涨幅均较上月略有回升，但较上年同期均有所下降。12 月份，CPI 环比上涨 0.5%，涨幅较上月回升 0.5 个百分点；其中，食品价格环比上涨 1.5%，非食品价格环比略有下降，非食品价格环比涨幅较上月有所下降。2015 年以来，我国各月 CPI 涨幅均位于 2% 以下，其中 8 月份涨幅接近 2.0%，但之后略有回落，这除了受食品价格如猪肉、鲜果、鲜菜价格的季节性波动影响外，也显示我国当前经济下行压力较大，内需增长乏力，缺乏推动物价上行动力。



资料来源：国家统计局

图 9 CPI 同比（左图）和环比（右图）走势

（六）PPI 和 PPIRM 继续保持负增长，工业通缩压力较大

2015 年，我国工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 5.2%，连续四年负增长，降幅较上年扩大 3.3 个百分点；月度 PPI 前 9 个月同比降幅逐渐扩大，10-12 月趋于平缓，且各月同比降幅均较上年同期有较为明显的扩大。12 月份，PPI 同比下降 5.9%，降幅与上月持平，PPI 已经连续 46 个月同比负增长；PPI 环比下降 0.6%，降幅较上月扩大 0.1 个百分点，PPI 已经连续 24 个月环比负增长，PPI 通缩情况并未缓解。从 2015 年的整体情况来看，我国需求不振、产能过剩以及国际大宗商品价格低迷等情况制约了 PPI 的回升，经济整体态势仍然疲弱。

2015 年，我国工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 6.1%，降幅较 2014 年扩大 3.9 个百分点；各月 PPIRM 呈现明显的波动下降趋势，同比降幅均较上年同期有较为明显的扩大。12 月份，PPIRM 同比下降 6.8%，降幅较上月略有缩窄，PPIRM 已经连续 45 个月同比负增长；PPIRM 环比下降 0.7%，降幅与上月相同，PPIRM 已经连续 24 个月环比负增长，显示工业通缩压力持续存在。整体来看，2015 年，我国工业生产者购进价格指数跌幅大于出厂价格指数跌幅，显示输入型通缩压力目前依然较大。



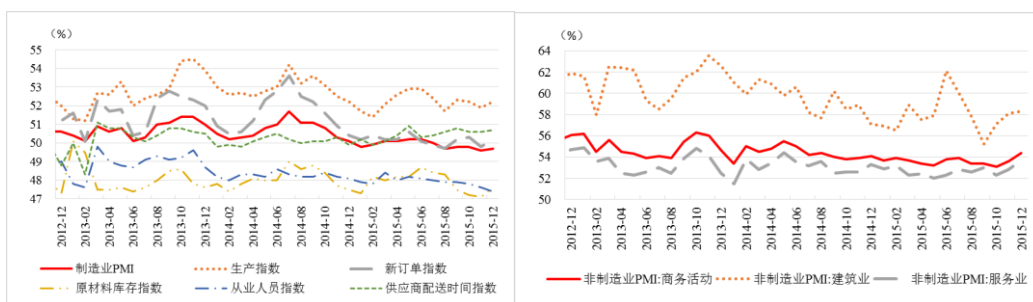
资料来源：国家统计局

图 10 PPI（左图）和 PPIRM（右图）走势

（七）制造业下行压力仍然较大，非制造业扩张动力较为强劲

2015 年，我国制造业采购经理指数（制造业 PMI）除 3 月至 7 月超过 50.0% 外，其他 7 个月均在荣枯线以下，较上年各月均在 50.0% 以上呈现明显的收缩趋势。12 月份，制造业 PMI 为 49.7%，较上月回升 0.1 个百分点，已连续 5 个月在荣枯线以下，表明制造业下行压力仍然较大。在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，12 月份，生产指数（52.2%）、新订单指数（50.2%）和供应商配送时间指数（50.7%）高于临界点，均较上月有所回升，表明制造业生产增速提升，市场需求回升，原材料供应商交货时间加快；从业人员指数（47.4%）和原材料库存指数（47.6%）仍然低于临界点，其中从业人员指数继续小幅下降，原材料库存指数有所回升，表明制造业企业用工量继续减少，去库存进程延续。

2015 年我国非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）各月均在 50.0% 以上，与上年相同，呈现扩张趋势。12 月份，非制造业 PMI 为 54.4%，较上月回升 0.8 个百分点，为 2014 年 9 月以来的最高值，表明非制造业扩张动力较为强劲。其中，服务业商务活动指数（53.7%）和建筑业商务活动指数（58.3%）均高于临界点，且较上月进一步上升，表明服务业和建筑业业务总量增速均有所加快。



资料来源：国家统计局

图 11 制造业 PMI（左图）和非制造业 PMI（右图）走势

（八）促进就业创业政策频出，就业形势总体稳定

2015 年末，我国城镇登记失业率 4.1%，较 2014 年末略有下降，就业形势总体稳定；全年城镇新增就业 1312 万人，完成城镇新增就业 1000 万人以上、

城镇登记失业率控制在 4.5% 以内的目标。

为了促进就业增长，2015 年 4-6 月，国务院先后印发《关于进一步做好新形势下就业创业工作的意见》、《关于支持农民工等人员返乡创业的意见》和《关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》等政策，提出以创业带动就业，促进高校毕业生等重点群体就业，完善落实就业扶持政策，推进大众创业、万众创新，促进了失业率的下降。

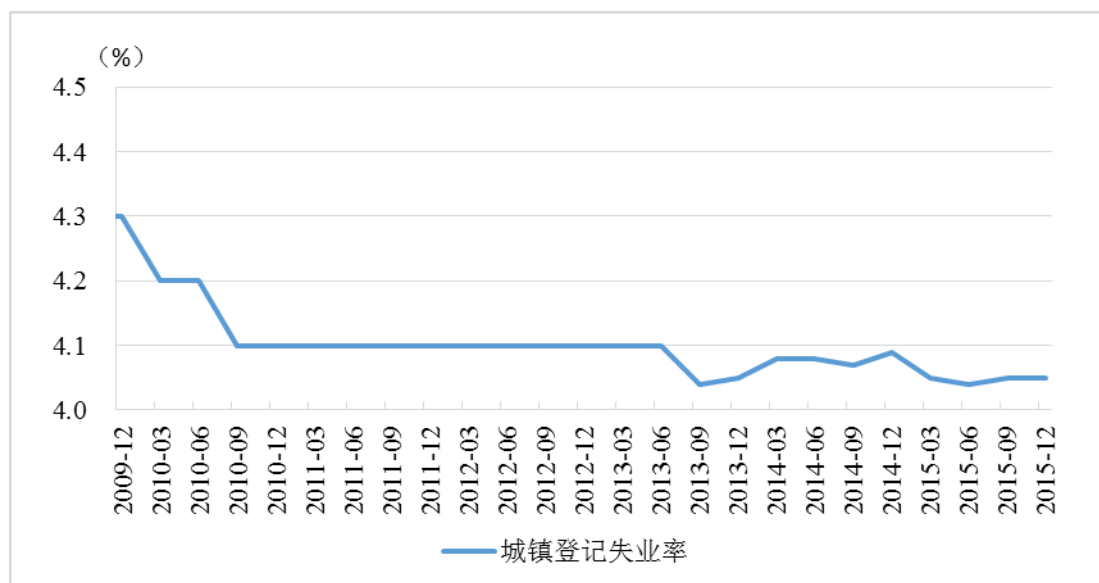


图 12 城镇登记失业率走势

三、我国宏观经济走势预测

2016 年是我国“十三五”开局之年，我国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015 年 10 月 26 日，中共十八届五中全会审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》，提出到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，这意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经

济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13% 以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

从**投资**的三大领域来看，**房地产开发投资方面**，中央经济工作会议明确将“化解房地产库存”列为重点任务，预计政府 2016 年将继续出台放松楼市管制的政策，如降低首付、调整公积金政策、降低交易税等，推动购房需求，但短期内仍以消化库存为主，难以带动房地产投资的大幅回暖。**制造业方面**，目前我国面临着产能过剩、结构不合理、成本优势降低等问题，转型升级将会在 2016 年持续推进，制造业企业盈利情况短期内难有较大改观，这将对制造业投资产生抑制作用；但随着《中国制造 2025》、“互联网+”行动指导意见和“十三五”规划等文件的正式出台，智能制造、绿色改造以及“互联网+制造业”的融合发展将成为未来制造企业转型升级的新引擎，新能源产业有望迎来发展机遇期。**基础设施建设方面**，2015 年 10 月，发改委等部委联合印发《国家民用空间基础设施中长期发展规划（2015-2025 年）》，支持和引导社会资本参与国家民用空间基础设施建设和应用开发；同时海绵城市、城市地下综合管廊以及电动汽车充电基础设施建设等生态环保领域有望成为 2016 年新的投资重点；随着地方政府债务置换、专项建设债的发行、PPP 模式的推进，基础设施建设的资金缺口将在一定程度上得到缓解，有利于促进基建投资的增长。预计 2016 年房地产开发投资和制造业投资增速或将继续下滑，基建投资受前期高基数效应影响增长空间有限，整体来看，投资对于经济增长的推动乏力。

从**消费**来看，2016 年的积极因素包括：一是 2015 年 11 月，国务院先后出台《关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》和《关于积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力的指导意见》，推动生活性服务业发展，部署以消费升级引领产业升级，有利于形成新的经济增长动力；二是 2015 年以来楼市松绑政策的推出将使购房需求进一步得到释放，这将带动建筑

及装潢材料类、家居类、家用电器和音像器材类等行业的消费增长；三是 2015 年 10 月起实施的车辆购置税减半政策将对 2016 年的汽车消费产生利好；四是二孩新政的消费红利每年约为 1200-1600 亿，有望通过提高内需推动消费，促进经济增长；五是 2016 年全国旅游工作会议提出“将探索夏季 2.5 天休假模式”，将有助于刺激旅游消费意愿。预计 2016 年，在经济尚未回暖和居民收入增速放缓的背景下，消费增速将会继续保持相对稳定的趋势，助力我国经济增速。

从**对外贸易**来看，近期我国出台了多项外贸“稳增长、调结构”政策，一是政府明确提出“支持跨境电子商务发展”，扩大海外营销渠道，促进外贸转型升级；二是清理和规范进出口环节收费，推动通关便利化；三是 2015 年 12 月国务院印发《关于加快实施自由贸易区战略的若干意见》，进一步优化自由贸易区建设布局和加快建设高水平自由贸易区，目前我国已经建成 14 个自贸区（涉及 22 个国家和地区），其中中韩、中澳自贸协定于 2016 年 1 月 1 日第二次降税，上海、天津、广东和福建自贸区建设不断深化，通过推进区域经济一体化助力外贸增长；四是推进和落实“一带一路”战略，加速中国企业“走出去”步伐，为我国对外贸易拓展新的增长空间。但是，2016 年美国开启加息周期将会加大其他经济体汇率波动的可能性，同时我国制造业成本优势逐渐降低以及全球经济增速放缓等因素将对我国出口形成拖累，预计 2016 年我国出口将维持低迷态势。

此外，预计 2016 年 CPI 受到总需求疲软的影响，将维持小幅正增长；PPI 下行空间有限，但仍将呈现深度通缩状态。截至 2016 年 1 月末，PMI 已经连续 6 个月位于荣枯线以下，显示制造业仍然疲软，但非制造业继续保持扩张态势，预计 2016 年在结构性改革不断推进的背景下，制造业下行压力依然较大，非制造业有望实现稳中有进。总体就业局势将保持相对稳定的状态，失业率或将略有回升。

根据以上分析，我们认为，2016 年我国产业结构调整将持续推进，全年 GDP 增速或将回落至 6.7% 左右。