



中国立信风险管理研究院

China Lixin Risk Management Research Institute Shanghai Lixin University of Commerce



经济运行风险预警与管理研究中心

Research Institute of Economic Risk Early Warning and Management

中国经济运行风险指数

China's Risk Index of Economic Operation

2015年第三季度

Quarter Three, 2015

《中国经济运行风险指数》课题组 著

上海人民出版社



中国立信风险管理研究院

China Lixin Risk Management Research Institute Shanghai Lixin University of Commerce



经济运行风险预警与管理研究中心

Research Institute of Economic Risk Early Warning and Management

中国经济运行风险指数

China's Risk Index of Economic Operation

2015年第三季度

Quarter Three, 2015

《中国经济运行风险指数》课题组 著

 上海人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国经济运行风险指数.2015 年.第 3 季度/《中国经济运行风险指数》课题组著. —上海:上海人民出版社,2015

ISBN 978-7-208-13388-4

I. ①中… II. ①中… III. ①中国经济—经济运行—风险管理—研究报告—2015 IV. ①F123

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 260519 号

责任编辑 曹怡波

封面装帧 张志全

中国经济运行风险指数 2015 年第三季度

《中国经济运行风险指数》课题组 著

世纪出版集团

上海人民出版社出版

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.co)

世纪出版集团发行中心发行 上海商务联西印刷有限公司印刷

开本 720×1000 1/16 印张 5 插页 2 字数 39,000

2015 年 12 月第 1 版 2015 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-208-13388-4/F·2332

定价 38.00 元

《中国经济运行风险指数》课题组

课题组组长:贾德奎

课题组副组长:卞世博

课题组成员(以姓氏笔画排序):

王淑贞 卞世博 毕玉江 李瑞海

张利兵 贾德奎 唐海燕

课题组秘书:冯晓楠

前言

《中国经济运行风险指数》季报由上海立信会计学院中国立信风险管理研究院组织研究和撰写,于2010年4月首次出版发行,并在此后按季度连续出版。季报旨在通过构建经济运行风险的衡量指数,以直观地反映宏观经济运行中的不确定性状况;除此之外,报告还尝试预测未来两个季度内中国经济的总体运行态势,并对宏观调控政策的可能取向进行前瞻性判断,从而为各级政府及企业界的风险管理提供参考或帮助。

特别感谢上海市教委领导和相关部门对本研究的资助和支持,同时也对学校及相关部门的关心支持及为季报研究工作所创造的良好环境表示诚挚的谢意。同时,感谢上海人民出版社对本季报出版的大力支持,为本报告的顺利出版、发行付出了大量卓有成效的劳动,他们的工作态度和敬业精神尤其值得尊敬,在此一并表示最诚挚的谢意。

本季报的出版,是我们在中国经济运行风险研究领域的进一步探索,非常欢迎各界同仁批评指正,也希望风险管理研究领域的专家学者们提出宝贵建议和提供无私帮助。我们希望季报的出版,能为有志于风险管理研究和实践的同行们提供一个新的交流平台,也非常愿意看

到我们的工作能够使得越来越多的人关注中国宏观经济运行中的风险问题,关心风险管理相关领域的学术研究工作,虽然本报告有可能在诸多方面仍存瑕疵,但我们会尽力在今后的研究中继续探索、完善和解决。

内容提要

在消费增长方面,进入 2015 年后,中国消费增长速度明显趋缓。2014 年该指标基本在 11.5%到 12.5%之间,但是 2015 年第二季度,社会消费品零售总额同比增长率下降到接近 10%的水平,降幅明显。近期影响消费增长的主要因素仍然是居民对未来收入增长的预期,而该因素又受到宏观经济走势的影响。由于近期中国宏观经济增长仍处弱势,居民对收入增长信心不足。股市大幅度波动也在一定程度上对居民的预期产生了负面影响。未来一段时间消费增速仍将处于低位,消费品零售增长率的风险值将继续上升。2015 年第三季度消费品零售增长率风险值为 60,保持在“有风险”区间;预计 2015 年第四季度风险值为 65,2016 年第一季度风险值为 69,保持在“有风险”区间。

进入 2015 年第三季度,中国进出口增速依然较为乏力。近期影响出口的主要因素包括以下几点:第一,国际市场需求乏力。虽然美国经济复苏势头较好,但是由于人民币汇率因素制约,对美国出口增长出现一定程度下滑;另外,日本和欧盟经济仍未明显好转,中国对其出口降幅明显。第二,前期人民币汇率表现坚挺,在一定程度上影响了出口增长。第三,基数效应。2014 年 7 月出口增速是一个高点。未来影响中国外贸出口增长的有利因素,一是人民币汇率变化。2015 年 8 月 11 日开始,中国人

民银行连续三个交易日大幅下调人民币汇率中间价,可以预见,人民币对美元的贬值将对外贸出口产生一定的正面影响。第二,随着“一带一路”战略实施,中国对沿线国家和地区的出口将有望显著增长。在进口方面,由于近期国际大宗商品价格仍处弱势,而中国自身需求也较弱,因而未来进口增长不会有显著好转。总体而言,中国外贸风险将持续有所增长。2015 年第三季度进出口增长风险值为 65,保持在“有风险”区间;预计 2015 年第四季度风险值为 70,维持在“有风险”区间;2016 年第一季度风险值为 73,进入“较高风险”区间。

在消费不振、进口价格下降、投资增长趋弱等多重因素的共同作用下,中国消费价格近期一直维持较弱的增长水平。近期中国消费价格上涨压力仍然较小,世界市场需求不振,进口商品价格下降明显,国内投资增速趋缓,内需依然较弱,而且来自生产部门的价格上涨压力一直在下降。因而,未来中国通货膨胀压力较小。值得警惕的依然是通货紧缩的风险。2015 年第三季度居民消费价格指数风险值为 17,保持在“无风险”区间。预计 2015 年第四季度风险值为 19,保持在“无风险”区间,2016 年第一季度风险值为 22,进入“风险关注”区间。

近期影响就业增长的因素主要是实体经济趋弱,以及投资增速趋缓。由于对未来宏观经济运行信心不足,来自企业层面的数据显示未来一段时间就业压力将持续有所上升。虽然各界普遍认为中国人口红利即将消失,但是在今后的几年中,庞大的人口基数仍然会为社会提供大量劳动力,来自劳动力供给方的压力将持续存在。虽然大众创业的战略方向有

助于缓解就业压力,但是在短期内对就业增长不会有显著的促进作用。因而,未来一段时间中国就业风险将持续有所增加。2015 年第三季度就业风险值为 65,维持在“有风险”等级。预计 2015 年第四季度就业风险值为 68,2016 年第一季度风险值为 69,保持在“有风险”区间。

自从 2014 年上半年创历史新高后,中国外汇储备总额一路下滑。近一年来外汇储备的下降,一方面是由于美元走强,使得外汇储备中非美元资产账面价值缩水所致,另一方面也是由于资本流出导致外汇储备实际金额下降。从影响外汇储备变化的主要因素来看,虽然近期外贸进出口弱势增长迹象明显,但是贸易顺差基本保持了平稳的变动趋势。随着 8 月份人民币外汇体制再次调整,人民币出现贬值趋势,而市场仍存贬值预期,加之市场对美国加息预期强烈,未来中国外资流出的压力将持续增加,外汇储备总额仍将面临不断下降的趋势。2015 年第三季度外汇储备风险值为 47,回落至“风险关注”区间。预计 2015 年第四季度外汇储备风险值为 45,2016 年第一季度风险值为 40,保持在“风险关注”区间。

由于近期中国宏观经济运行趋弱,而前期密集出台的货币调控政策似乎作用不明显,因而各界预期未来一段时间宽松财政政策将成为宏观调控的主要工具,财政支出的压力不断增长。由于未来两季度财政政策将成为宏观调控的主要工具,而在当前情势下财政支出加码将成为必然选择,因而未来一段时间财政支出压力增大,来自财政收支方面的风险也将持续上升。2015 年第三季度财政赤字风险为 48,保持在“风险关注”区间;预计 2015 年第四季度财政赤字风险值为 55,2016 年第一季度风险值

为 58,进入到“有风险”区间。

在前期一系列宽松货币政策的影响作用下,进入 2015 年第三季度以来,贷款增速开始出现回升势头。从结构数据来看,非金融企业长期贷款虽仍有增长,但是增幅大大低于以往各月,表明实体经济贷款需求依然疲弱。虽然 7 月当月信贷增幅有明显回升,但是主要原因是受证金公司参与救市的影响。结构性数据显示的实体企业长期贷款需求仍然乏力,随着下半年资本市场趋稳,且救市行为并不是长久之计,整体信贷增幅很难继续维持高位。2015 年第三季度金融机构贷款余额风险值为 45,维持在“风险关注”区间。预计 2015 年第四季度风险值为 46,2016 年第一季度风险值为 48,继续保持在“风险关注”区间。

在过去的 2015 年 7 月和 8 月,中国股票市场的波动幅度之大、波动频率之高牵动着全球投资者的神经,尤其是中国政府的大力救市政策更是前所未有,且不论救市的实际效果,单是政策组合中对部分参与救市机构的股票卖出限制,就已经远离规范股票市场的政策操作边界,由此对市场长期的健康稳定发展所造成的伤害难以估量。由于证券市场大幅波动可能会对金融体系产生不利影响,而居民投资者的个人财富也大幅度缩水。来自证券市场的波动风险会通过金融渠道影响宏观金融稳定,而居民个人财富变化主要会对未来的预期及消费增长产生不利影响。因而,虽然股票市场总值占 GDP 比重下降,但是证券市场波动风险大幅度上升,对中国宏观经济平稳运行产生了巨大的压力。2015 年第三季度证券市场风险值为 75,维持在“较高风险”区间。预计 2015 年第四季度证券

市场风险值为 78, 2016 年第一季度风险值为 73, 维持在“较高风险”区间。

近期中国宏观调控政策开始以内外组合方式发力。中国央行先于 2015 年 8 月 11 日调整人民币兑美元汇率中间价形成机制, 人民币中间价连续两日均大幅贬值逾千点; 又于 8 月 26 日下调金融机构人民币贷款和存款基准利率, 并决定 9 月 6 日起, 下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点, 额外降低县域农村商业银行、农村合作银行、农村信用社和村镇银行等农村金融机构准备金率 0.5 个百分点, 并额外下调金融租赁公司和汽车金融公司准备金率 3 个百分点。

从宏观经济指标运行情况来看, 中国经济仍然处于弱势增长区间。主要经济指标反映的经济状况都不容乐观。PPI 跌至 5 年半最低, 进出口增速持续显著趋弱, 价格水平也维持在较低位置, 证券市场巨幅波动, 对金融体系产生巨大的系统性风险压力。人民币贬值趋势将有利于第四季度外贸出口增长, 但是对于进口的疲弱趋势可能会是雪上加霜的后果; 利率和存款准备金率双降有利于降低融资成本, 助推实体经济发展。但是从近期贷款变化的结构特征来看, 企业贷款意愿仍不强烈。

从外部环境来看, 依然是美强欧弱的局势。美国经济虽然持续向好, 但是复苏基础仍不稳固; 日本和欧盟经济运行仍处弱势, 世界经济运行整体形势也不乐观。中国出口增长面临较大压力。

后期宏观调控可能会以宽松财政为主, 财政支出的压力会显著上升。由于世界经济复苏势头仍然较弱, 经济运行的内外压力依然较大, 中国宏

观经济运行风险仍处较高水平。

根据各分项指标计算,2015 年第三季度中国宏观经济运行风险值为 48.56,位于“风险关注”区间。预计 2015 年第四季度宏观经济运行风险值为 51.64;2016 后第一季度经济运行风险值为 53.55,总体经济运行进入“有风险”区间。

基于前面对国内外经济形势的判断,在未来宏观经济政策的变化方面,本报告认为 2015 年第四季度及之后的宏观调控政策仍将保持连续性和稳定性,政策着力点将主要集中于保持宏观经济运行的持续稳定,但在具体的政策取向上,政策目标将更倾向于稳定经济增长,并在此基础上努力改善和优化消费环境、促进投资合理增长和结构优化。基于此,宏观调控政策将会在保持连续性的基础上,会适时针对经济运行中出现的新情况和新问题而进行适度预调微调。

具体而言,在财政政策方面,2015 年第四季度及之后一段时期内的财政政策将保持积极稳健态势,继续以提高经济增长质量和效益为中心,围绕加快经济发展方式转变这一重要战略部署,适当扩大财政赤字和国债规模以支持民生工程及重大项目的建设,进一步完善结构性减税政策和调整财政支出结构以着力保障和改善民生,同时通过进一步深化财税改革以促进经济转型升级和增强经济内生增长动力。

在货币政策方面,本报告认为,在国内经济增长维持调整态势和通货膨胀没有大的上涨压力的情况下,再考虑到西方主要发达经济体能够继续保持复苏势头的潜在影响等因素,2015 年第四季度及之后,中国人民

银行仍将坚持政策的稳定性和连续性,实施稳健的货币政策,并将主要利用公开市场操作及短期流动性调节工具来管理市场上的流动性和提高金融资源配置效率;除此之外,中央银行也将根据对经济运行走势的判断,在必要的情况下对法定存款准备金率进行定向调整。

考虑到 2015 年前两个季度的 GDP 增速均在 7% 的水平上,并且,市场普遍预期 2015 年第四季度到 2016 年上半年中国宏观经济完全走强的可能性仍不大,因此无论是政府还是市场主体,在对经济运行新常态的认识趋于一致的情况下,市场对未来宏观经济增长的预期仍将稳定在 7% (甚至低于 7%) 的水平。考虑到中国目前的通货膨胀水平处在低位运行阶段,总体物价水平的上涨压力较小;另外从银行间同业拆借利率的走势看,银行间资金面总体上仍较宽裕,并不存在明显的流动性短缺;再考虑到 2014 年 11 月以来,中央银行已经前后多次下调了人民币存贷款基准利率,五年定期存款利率已经低至 3.05%,公积金贷款利率也创下近年来的新低;不仅于此,中国人民银行在 2015 年年内已经连续三次下调了法定存款准备金率,以向市场释放更多的流动性。

基于此,本报告认为,中国近期继续下调存贷款利率和法定存款准备金率的可能性较小。但如果经济下滑趋势在接下来的半年内仍没有好转的迹象,则可以预计,2016 年上半年下调人民币存贷款利率和法定存款准备金率的可能性将会逐渐变大。

目 录

前言 / 1

内容提要 / 1

一、经济运行风险指数 / 1

（一）经济运行风险指数(RIEO)走势 / 3

（二）2015 年第三、第四季度以及 2016 年第一季度经济运行风险评级 / 5

（三）经济运行分项风险指数走势 / 7

1. 消费品零售增长率 / 7

2. 进出口增长率 / 9

3. 居民消费价格指数 / 11

4. 就业增长 / 12

5. 外汇储备风险 / 14

6. 财政赤字 / 15

7. 金融机构贷款余额及贷款增长 / 17

8. 证券市场 / 18

二、经济运行态势预测及宏观调控政策前瞻 / 21

(一) 经济运行态势预测 / 23

(二) 宏观调控政策前瞻 / 28

专题 2015 年 6—8 月股市暴跌的诱因与放大机制 / 33

一、上半年股市行情的背景 / 35

二、6—8 月股市下跌诱因 / 39

三、暴跌的放大机制 / 43

四、结论与建议 / 48

特别声明 / 51

图表目录

图表 1	中国经济运行风险指数	4
图表 2	中国经济运行风险指数(RIEO)变动趋势	5
图表 3	经济运行指标风险评级	5
图表 4	2015 年第三季度各指标风险评级	6
图表 5	2015 年第四季度各指标风险评级	6
图表 6	2016 年第一季度各指标风险评级	7
图表 7	消费品零售增长率风险变动趋势	8
图表 8	进出口增长率风险变动趋势	10
图表 9	居民消费价格指数风险变动趋势	12
图表 10	就业增长风险变动趋势	13
图表 11	外汇储备风险变动趋势	15
图表 12	财政赤字风险变动趋势	17
图表 13	金融机构贷款余额风险变动趋势	18
图表 14	证券市场风险变动趋势	20
图表 15	中国证券市场股票市价总值及日均成交额	20
图表 16	沪市指数走势	35

图表 17 深市主要板块市盈率(2015 年 6 月 15 日) 39

图表 18 证券结算金余额 40

图表 19 两市融资余额 41

图表 20 融资交易平仓引致结果的机理 44

图表 21 融券卖出规模 46