



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年第二季度

Quarter Two, 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

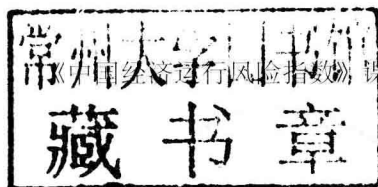
Research Institute of Economic Risk Early Warning and Management

中国经济运行风险指数

China's Risk Index of Economic Operation

2015第二季度

Quarter Two, 2015



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 2 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 978-7-208-13204-7

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

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 172037 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 年第二季度

《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 4.5 插页 2 字数 34,000

2015 年 8 月第 1 版 2015 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-208-13204-7/F·2314

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,根据已经公布的数据,2014 年以来的消费增速下滑仍没有明显改善,内需增速仍然处于较弱水平,但与此同时,消费中一个新的亮点正在显现,即网上购物逐渐成为中国消费增长的重要助推力量。从当前中国消费结构变化来看,改善型和享受型消费占比有所提高,消费表现出较强的升级趋势。在居民人均消费支出中,旅游消费增长较快,交通通信和医疗保健支出占比均比上年略有提高。展望 2015 年,随着收入分配不断优化,居民可支配收入提高将是维持经济长期平稳增长的主要力量。但考虑到当前中国宏观经济运行仍不乐观,居民未来收入增长预期与通货膨胀仍存在较大不确定性,未来消费可能仍将继续保持弱势平稳增长的势头。2015 年第二季度消费品零售增长率风险值为 59,保持在“有风险”区间;预计 2015 年第三季度风险值为 63,第四季度风险值为 67,保持在“有风险”区间。

2015 年至今美国经济仍呈现弱势复苏状态,但是欧元区和日本经济仍然疲弱,全球经济仍处于危机后的恢复期,需求增长乏力,造成中国外贸出口增长显著趋缓。而同时,2014 年中国宏观经济下行,开始进入中低速增长的新常态,对进口的需求也不断下降,进入 2015 年,中国外贸增长将面临更加严峻的局面。美国虽然基本维持了复苏的态势,但是其进

口需求可能转向其他发展中国家,而欧元区和日本经济尚未出现明确的好转迹象,这都将导致外部需求乏力,因此 2015 年中国外贸出口增长将面临较大不确定性;与此同时,由于中国自身经济仍处于结构调整期,对外部的需求也不会有大幅度的提升,因此进口也不太可能有较快增长。近期世界各国经济形势不稳,受其影响中国外贸出口同比增速有明显下降;与此同时,中国外贸出口出现巨大波动,贸易顺差继续保持了进出口双降趋势下的增长态势。2015 年第二季度进出口增长风险值为 63,保持在“有风险”区间;预计 2015 年第三季度风险值为 68,第四季度风险值为 70,维持在“有风险”区间。

2014 年,由于宏观经济运行趋弱,投资增长趋缓,居民消费增长也较为平稳,特别是来自于上游生产环节的价格压力不明显,而且全球大宗商品价格下降,中国全年居民消费价格指数都在低位运行。进入 2015 年以来,价格增速下滑的趋势并未扭转。来自上游生产环节的价格上涨压力依然较小,世界主要大宗商品价格仍未出现明显的回涨趋势,中国近期基本没有输入型通货膨胀的威胁。由于居民消费价格持续走弱,近期中国的价格风险主要来自于通货紧缩方面,而不是通货膨胀。2015 年第二季度居民消费价格指数风险值为 15,进入“无风险”区间。预计 2015 年第三季度风险值为 17,保持在“无风险”区间,第四季度风险值为 25,进入“风险关注”区间。

进入 2015 年以来,中国产能过剩和产业升级与劳动力数量及质量之间的矛盾仍在持续;外贸出口需求下降,部分外资在全球化配置过程中转

移到其他东南亚国家,使得对劳动力的整体需求下降;再加上生活成本的上升整体抬高了劳动力要素价格,从而进一步恶化了劳动供求双方的匹配关系,再考虑到中国整体宏观经济趋弱,这都将影响中国的就业市场。在中国去过剩产能的进程中,结构调整产生的就业压力将始终存在,因而,未来一段时间就业风险将持续增加。基于此,预计未来中国就业压力还将继续维持在较高水平。2015 年第二季度就业风险值为 65,维持在“有风险”等级。预计 2015 年第三季度就业风险值为 67,第四季度风险值为 69,保持在“有风险”区间。

在影响未来中国外汇储备增长的各主要因素中,由于中国规划了“一带一路”建设,势必进一步扩大对外投资,而外资进行全球配置的意愿会使得流入中国的外商直接投资增速趋缓,因而,未来外商直接投资对储备总量的贡献会有所下降;另外由于未来出口增长乏力,商品贸易顺差是否能够持续增长还未可知,但是收入不断增长会提升中国居民的境外消费需求,中国服务贸易逆差有着不断增加的趋势。综合以上判断,未来中国外汇储备不会出现快速增长的局面。外汇储备与 GDP 的比值会不断下降,再考虑到美元不断超强,因此来自外汇储备的风险将有所减缓。2015 年第二季度外汇储备风险值为 49,回落至“风险关注”区间。预计 2015 年第三季度外汇储备风险值为 47,第四季度风险值为 45,保持在“风险关注”区间。

2014 年,由于工业生产、消费、投资、进出口、企业利润等指标增幅均不同程度回落,增值税、营业税、进口环节税收、企业所得税等主体税种增

幅相应放缓;再加上与房地产市场相关的房地产营业税、房地产企业所得税、契税、土地增值税等有明显回落,因而财政收入增速有所下降。进入 2015 年以来,中国宏观经济仍显疲弱,社会普遍预期经济不容乐观,需要一定程度的积极财政政策支持经济增长,财政支出的压力不断加大,随之而来的财政赤字风险也值得关注;不仅于此,由于中国近期已经出台了一系列宽松货币政策,未来稳增长的任务可能有相当一部分要通过财政政策来实现,因而财政支出的压力将进一步增加,地方财政收支压力将加大整体财政收支风险。2015 年第二季度财政赤字风险为 45,保持在“风险关注”区间。预计 2015 年第三季度财政赤字风险值为 53,进入“有风险”区间;第四季度风险值为 58,维持在“有风险”区间。

与 2013 年相比,2014 年中国社会融资规模继续扩大,但按可比口径计算出现了增长速度下滑,在影响贷款增速的主要因素中,住房贷款增速高位回落,非金融企业及其他部门贷款增速回升,新增中长期贷款占比上升。2015 年货币政策的方向性将更加突出,并且宏观调控政策为应对持续下滑的实体经济,将极有可能进入新一轮的下调利率和下调法定存款准备金率的“双降”周期,这在近期就有所表现,中央银行仅在春节前后,就先后下调了金融机构法定存款准备金率和人民币存贷款利率,以期宽松且存在差异性的货币政策的推出,将一定程度上降低实体经济融资成本,改善小微企业发展环境。近期中国人民银行降息降准动作频繁,表明中央对稳增长更趋关注。但是,由于目前实体经济仍未显示转好迹象,近期宏观经济运行还有继续向下的趋势。未来如果单纯依赖货币政策来稳

增长恐怕有难度,因而财政政策进一步宽松也是可以预期的。由于前期贷款增速较低,在不断宽松的政策刺激下,未来贷款增速有望小幅回升。2015 年第二季度金融机构贷款余额风险值为 39,维持在“风险关注”区间。预计 2015 年第三季度风险值为 45,2015 年第四季度风险值为 48,继续保持在“风险关注”区间。

2014 年第四季度以来,中国股票市场呈现一轮上涨行情,市场情绪也日趋高涨。自从 2014 年 11 月央行降息开始,市场预期央行宽松货币政策基调已经形成,资金面逐步放松。同时,压抑已久的中国股市开始发力,2015 年前 5 个月取得较大涨幅。如果 2015 年下半年财政货币政策持续宽松,则市场资金面将获得有力支持,入市资金可能还会继续增加,未来股市风险也将持续有所上升。2015 年第二季度证券市场风险值为 72,已经进入“较高风险”区间。预计 2015 年第三季度证券市场风险值为 76,第四季度风险值为 78,维持在“较高风险”区间。

进入 2015 年以来,中国实体经济增长出现较明显的下滑趋势,主要宏观经济指标的表现都不容乐观。2015 年 4 月底,中共中央政治局会议提出,要坚持以提高经济发展质量和效益为中心,高度重视应对经济下行压力,表明高层对经济增长趋缓已经开始高度关注。此外,会议还提出要加快改革开放步伐,保持稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险综合平衡的政策导向。

2015 年 5 月 11 日中国人民银行又宣布新的降息政策,同时扩大利率浮动区间,中央银行在半年内的多次降息降准已经明确向市场透露出实

施宽松货币政策的信号。但是,宽松货币政策所增加的流动性大多并没有进入实体经济,因此依靠货币政策来刺激经济增长的实际效果并不佳。基于此,未来财政政策很有可能也会加入到稳增长的政策工具箱中来。如果实行财政政策和货币政策的“双宽”,那么一方面可能会加大资本市场的波动风险,另一方面也会带来较大的财政风险。

从近期外部环境来看,发达经济体中,美国的经济仍处于弱势复苏阶段,而欧洲和日本是否能够顺利进入复苏通道,前景仍不明朗,因而外部需求对中国宏观经济增长不会产生较大的促进作用。由于国际大宗商品价格保持低位,中国进口需求本身也较为疲弱,近期中国基本上不存在通货膨胀风险上升的可能性,相比较而言,可能政府更需要关注的是潜在的通货紧缩压力。

就 2015 年的中国经济走势来看,第二季度经济企稳的迹象并不明显,是否能够在第三季度或四季度恢复增长还要看宏观政策的后续效果。不过,近期中国股市风险急剧上升,这也需要政策层面加以关注。实体经济发展除了需要低成本的资金来源以外,良好的营商环境与鼓励创新的体制机制也是必不可少的条件。除此之外,中国经济结构调整仍然任重而道远,未来一段时间宏观经济风险将可能持续上升。

基于前述的中国经济运行风险指数的计算思路,根据各分指标计算,2015 年第二季度中国宏观经济运行风险值为 46.36,位于“风险关注”区间。预计 2015 年第三季度宏观经济运行风险值为 50.04;第四季度经济运行风险值为 53.95,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 年第三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 年第三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 年第三季度及之后,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 年第一季度的 GDP 增速为 7%,并且,2015 年下半年宏

观经济可能继续走弱的趋势仍为市场主流的预期,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,各方对 2015 年宏观经济增长的预期不会高于 2014 年,这在 2014 年 12 月初中央政治局召开的经济工作会议中已经有所表露,本报告推断政府及市场都有可能将 2015 年 GDP 的预期增长率确定为 7% 上下。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,并且在此期间也对法定存款准备金率进行了定向下调,因此本研究认为,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,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 年第二、第三、第四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 / 10

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 / 29

专题 2015 年通缩风险分析 / 33

一、引言 / 35

二、物价指数走势 / 35

三、物价指数低迷的原因 / 39

四、未来价格走势预测与发生通缩的可能性 / 45

五、结语与政策建议 / 48

特别声明 / 50

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	4
图表 3	经济运行指标风险评级	5
图表 4	2015 年第二季度各指标风险评级	6
图表 5	2015 年第三季度各指标风险评级	6
图表 6	2015 年第四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	16
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	19
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	CPI 和 PPI 同比	36
图表 17	CPI 和 PPI 环比	37
图表 18	M1 和 M2	40
图表 19	社会消费同比增长率	41