

第1章 2015年中国宏观经济运行分析

2015年是我国“十二五”规划最后的一年，是贯彻党的十八届三中全会、四中全会精神全面深化改革的一年，是新常态下宏观经济持续发展的一年，也是中国经济结构分化、微观变异、动荡加剧的一年。宏观经济面临着更加严峻的下行压力，经济运行仍呈现基本稳定的态势。具体来看，全年GDP实际增速为6.9%，较2014年下滑0.4个百分点，完成了2015年《政府工作报告》预定的经济增长目标，名义GDP增速为6.4%，名义工业增加值增速0.2%，较2014年分别下滑1.8个和4.7个百分点；全年CPI增速为1.4%，较2014年下滑0.6个百分点，通货紧缩进一步加剧。

从供给角度来看，第二产业回落幅度进一步加大，第三产业逆势上升，增长强劲。国家统计局统计数据显示，全年第二产业增加值增速为5.9%，较2014年下降1.4个百分点，第三产业增速为8.2%，比2014年上升0.4个百分点；受益于国家各类农业政策的影响，第一产业保持相对稳定，增加值增速为4.0%。总体来说，一方面，工业发展步入减速甚至负增长时期；另一方面，金融业的快速发展助推第三产业增速的提升。^①

从需求角度来看，消费、投资和出口都呈现疲软态势，其中投资和出口增速回落较为明显。主要表现在以下几个方面：第一，全社会固定资产投资在制造业和房地产投资疲软的作用下持续回落，全年仅为10.6%，较2014年下滑5.1个百分点；第二，在全球贸易收缩和国内投资下滑的作用下，出口和进口增速都出现大幅度下滑，2015年出口增速为-1.3%，进口增速为-14.2%。2015年贸易顺差为3.7万亿元人民币，比2014年增长56.9%，占GDP的比重从2014年的3.7%升至2015年的5.4%。这种衰退式顺差的扩大表明国内不平衡问题的进一步恶化。第三，消费保持相对稳定，全社会零售总额同比增长10.7%，与2014年相比名义增速回落1.3个百分点，剔除价格因素的实际增速回落0.7个百分点。有效需求不足以及通货紧缩的进一步加剧逐步成为宏观调控的核心问题，宏观经济面临着全面回落的压力。

然而，需要指出的是，与以往经济下行期和其他新兴经济体经济疲软不同，本轮国内经济低迷的本质在于经济出现了明显的分化现象。表现为转型成功省市的繁荣与转型停滞省份的低迷、生产领域的萧条与消费领域的繁荣、传统制造业的困顿与新型产业的崛起、劳动密集型产业的低迷与创新领域的活跃同时并存。这不仅表明中国经济结构进

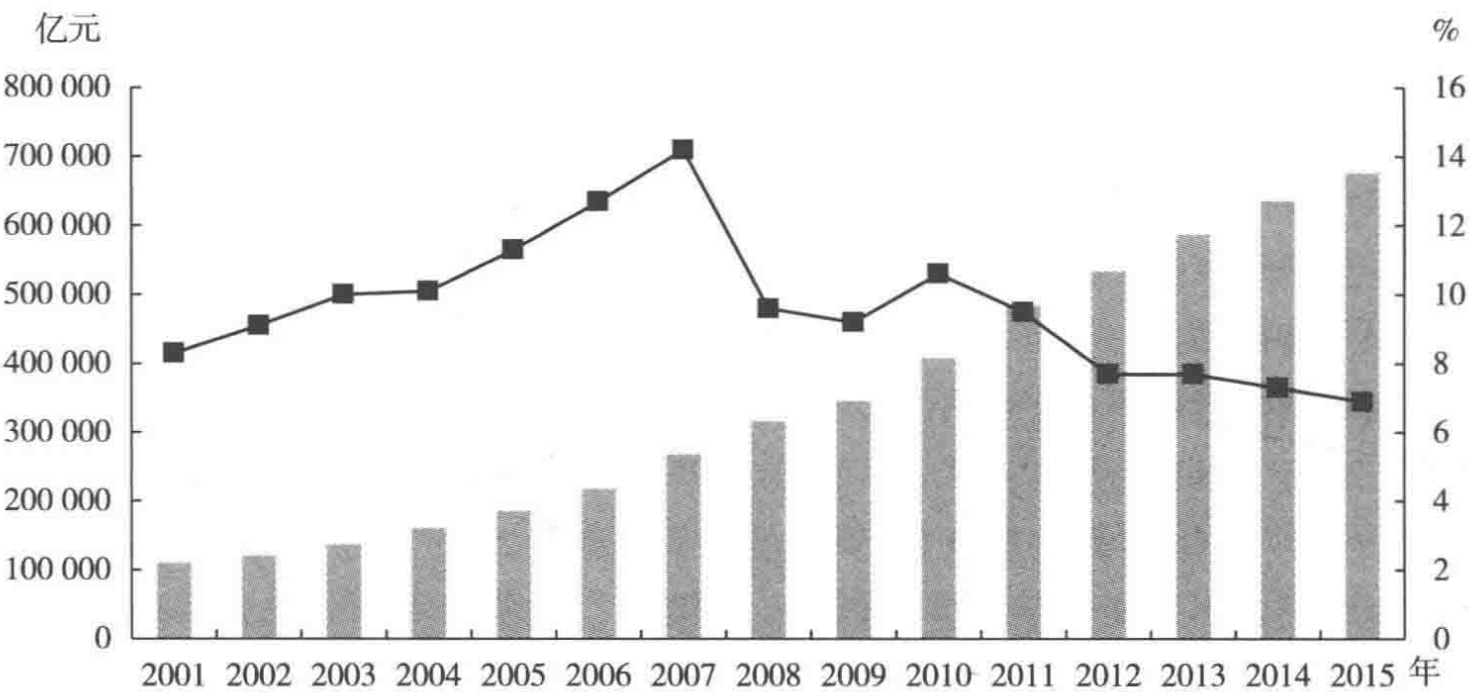
^① 剔除金融业之后的服务业增速仅增长6.7%，剔除金融的GDP实际增速仅为6%，剔除金融的GDP名义增速仅为5.5%。

入了深度调整的关键期、风险全面释放的窗口期以及经济增速筑底的关键期，同时也意味着中国经济在疲软中开始孕育新的发展机遇，在探底的过程中形成新一轮中高速增长的基础。

1.1 2015 年宏观经济运行特点

1.1.1 经济运行进一步放缓

2015 年全年国内生产总值为 67.67 万亿元，按可比价格计算，比 2014 年增长 6.9%，比 2014 年回落 0.4 个百分点（见图 1-1）。当前中国经济持续下滑的原因是多方面的，除结构调整和内外需共同疲软的影响之外，发展驱动转型滞后、政府主导动力枯竭、国企产能过剩挤压民营经济、基层政府部门及其官员施政不作为以及对于“新常态”的理解偏差等是其更重要的影响因素，至今仍然没有大的改善。从根本上说，中国市场化改革指向不明确，向现代市场经济体制转型和变迁滞后，真正让市场在资源配置中发挥决定性作用和更好地发挥政府作用的具体改革措施不多，政府在经济活动中存在越位、错位及在维护市场公平和提供公共服务方面缺位，是导致中国经济增长持续下滑的关键因素。^①

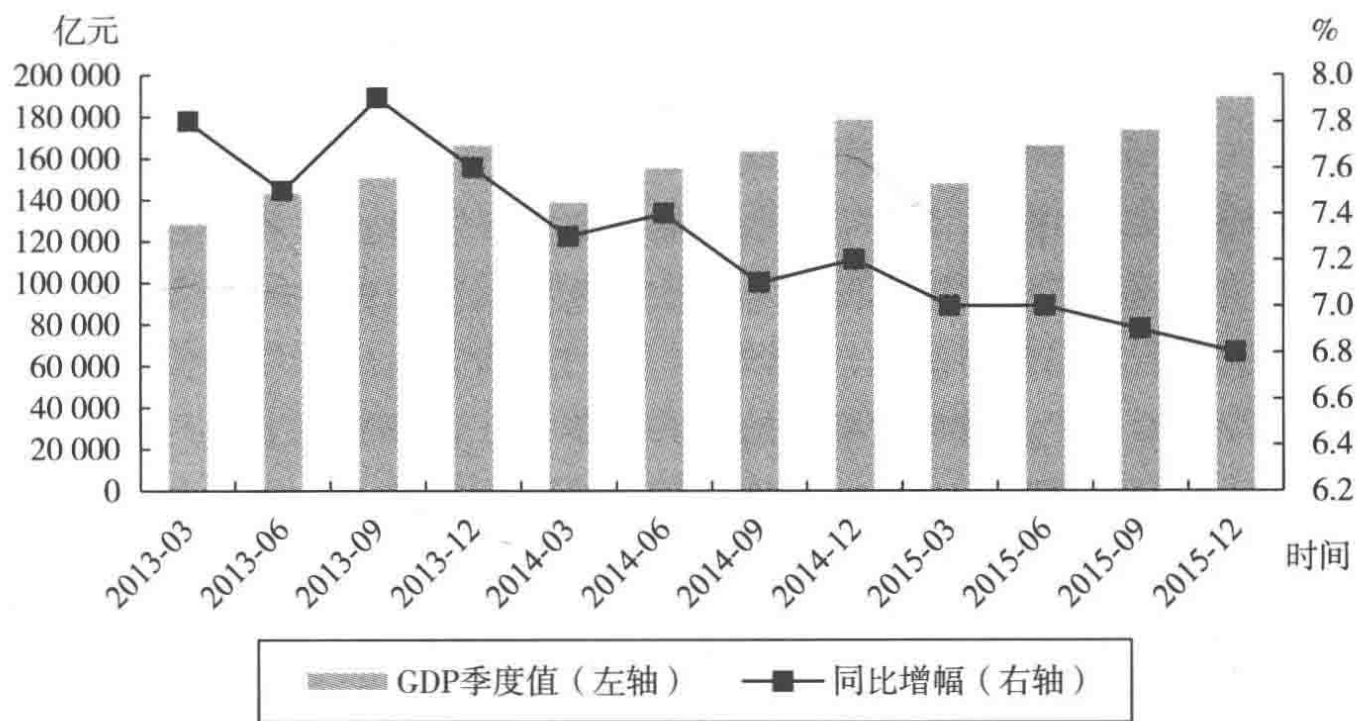


资料来源：Wind，公司金融研究中心。

图 1-1 GDP 及增长速度（2001—2015 年）

分季度看 GDP 增幅，2015 年第一季度同比增长 7.0%，第二季度增长 7.0%，第三季度增长 6.9%，第四季度增长 6.8%。在连续 12 个季度中，GDP 当季增速最高值为 7.9%，最低值为 6.8%，二者相差 1.1 个百分点（见图 1-2）。

① 中国宏观经济形势分析与预测年度报告（2015-2016），上海财经大学高等研究院。



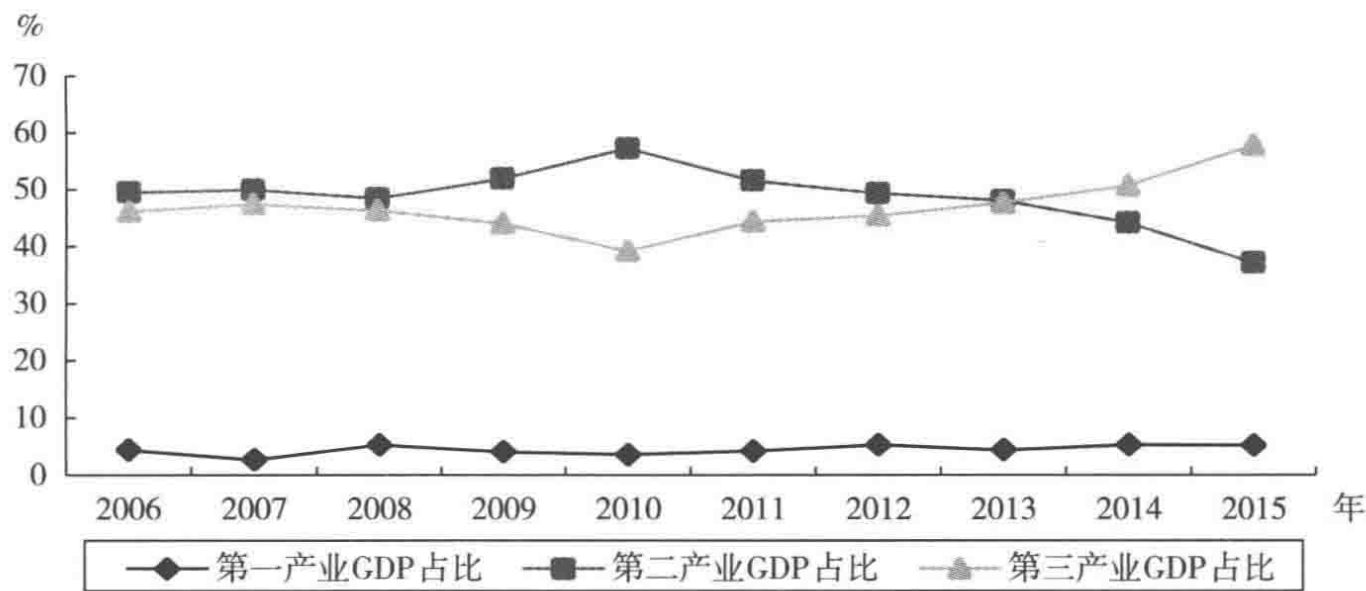
资料来源：Wind，公司金融研究中心。

图 1-2 季度 GDP 与同比增幅 (2013—2015 年)

1.1.2 产业结构调整稳步推进

从第一产业来看，全年第一产业增加值 6.1 万亿元，同比增长 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。总体上来说农业发展较为平稳。

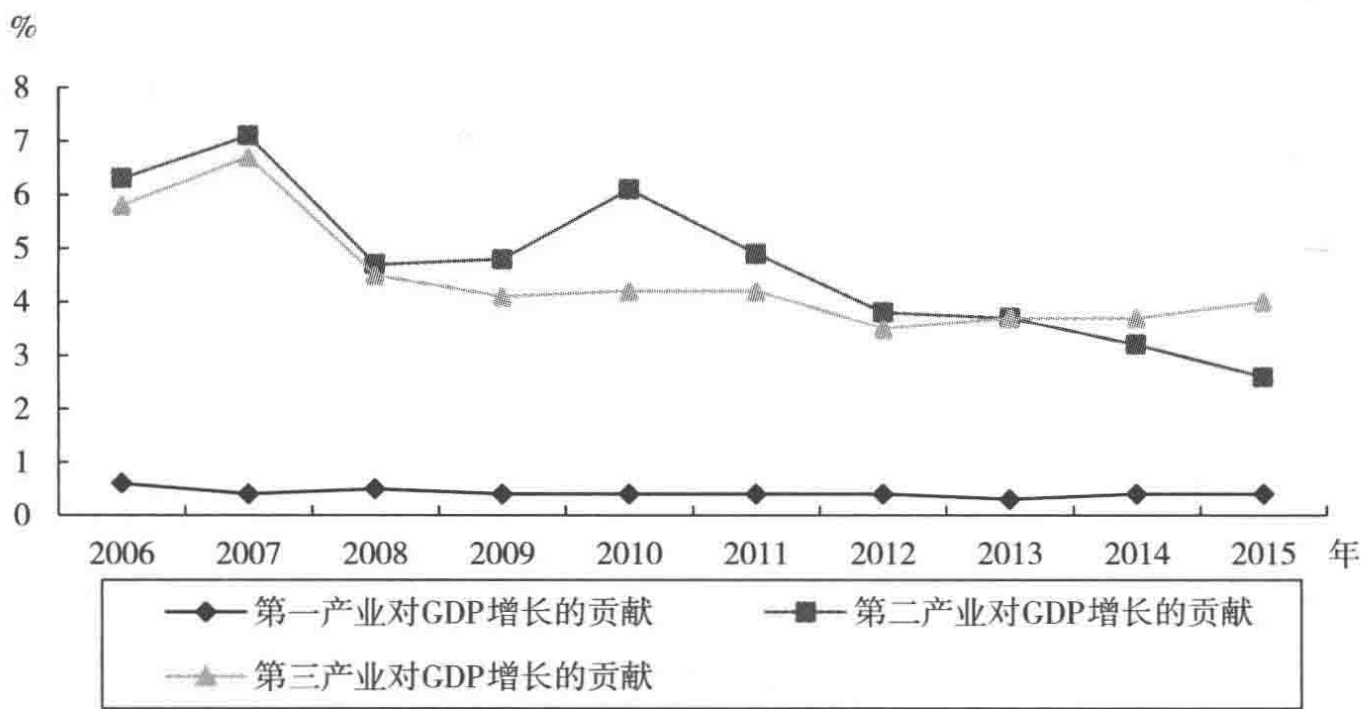
从第二产业来看，全年第二产业增加值为 27.4 万亿元，同比增长 6.0%，增速较 2014 年下降 1.3 个百分点；第二产业对 GDP 增长的贡献度为 37.1%，较 2014 年下降 7.0 个百分点，拉低了 2015 全年的 GDP 增速。分行业看，41 个大类行业中有 40 个行业增加值保持同比增长，其中，废弃资源综合利用业、有色金属冶炼及压延加工业、化学纤维制造业、燃气生产和供应业、计算机、通信和其他电子设备制造业共 5 个行业的工业增加值增速都在 10% 以上，较 2014 年的行业数（13 个）出现明显下降；开采辅助活动行业的工业增加值同比实际增速为 -11.9%，同比下降 8.6 个百分点（见图 1-3）。



资料来源：Wind，公司金融研究中心。

图 1-3 三大产业 GDP 占比变化 (2006—2015 年)

从图 1-3 可以看出，自 2013 年第三产业增速首次超过第二产业后，第三产业增加值持续快速增长。显然，这是我国长期实施转方式调结构的结果。2015 年第三产业增加值为 34.2 万亿元，同比增长 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（见图 1-4）。



资料来源：Wind，公司金融研究中心。

图 1-4 三大产业拉动 GDP 增长年度变化（2006—2015 年）

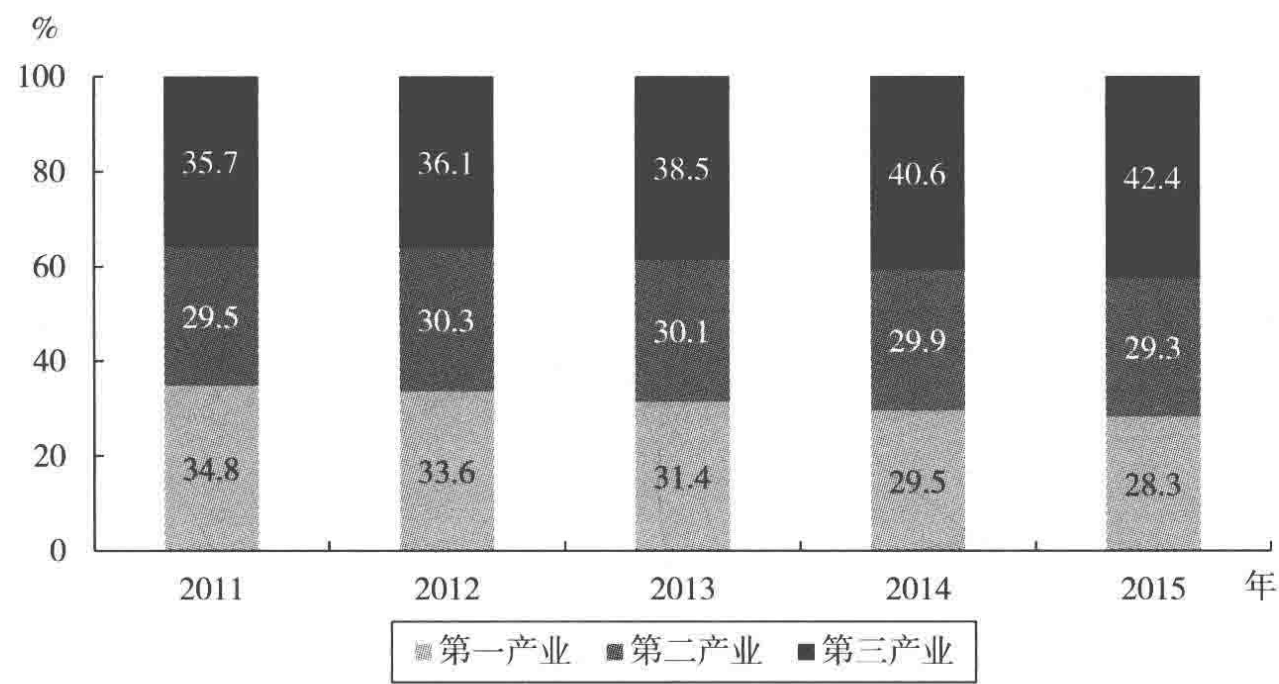
1.1.3 就业形势总体稳定，行业格局分化明显

在当前经济结构深度调整时期和人口老龄化进一步加深的背景下，就业形势总体表现较为稳定，就业格局开始随产业结构改善出现分化。2015 年末，我国城镇登记失业率为 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 1 312 万人，完成城镇新增就业 1 000 万人以上、城镇登记失业率控制在 4.5% 以内的目标，就业规模持续扩大。

与复杂的经济社会结构调整相适应，就业结构的调整也表现在方方面面。从产业看，2015 年第一产业在城镇化的推进作用下就业占比为 28.3%，同比下降 1.2%；第二产业用工需求降低至 29.3%，同比下降 0.6%；第三产业就业占比明显增加，同比上升 1.8% 达到 42.4%（见图 1-5）。从行业看，随着产业结构逐步升级，去产能、去库存、去杠杆力度加大，产能过剩行业市场出清加快，煤炭、化工、钢铁、设备制造等产能过剩行业用工需求减少，2015 年制造业 PMI 从业人员指数持续处于荣枯线以下，12 月更是降到 47.4%，为 2012 年以来最低位；而“互联网+”、大数据、P2P 和分享经济等新

经济业态蓬勃发展，这些行业对劳动力需求大幅增加，2015年末，信息技术服务业岗位同比增加4.9%，金融业同比增加2.3%，行业就业格局分化明显。

“双创”的持续发力，为就业增长带来了新的动力。2015年6月，国务院印发《关于大力推进大众创新万众创业若干政策措施的意见》对中国劳动市场就业具有积极的推动作用，也是对创业扶持的政策性创新，以创业带动就业具有促进就业、降低失业率的倍增效应。



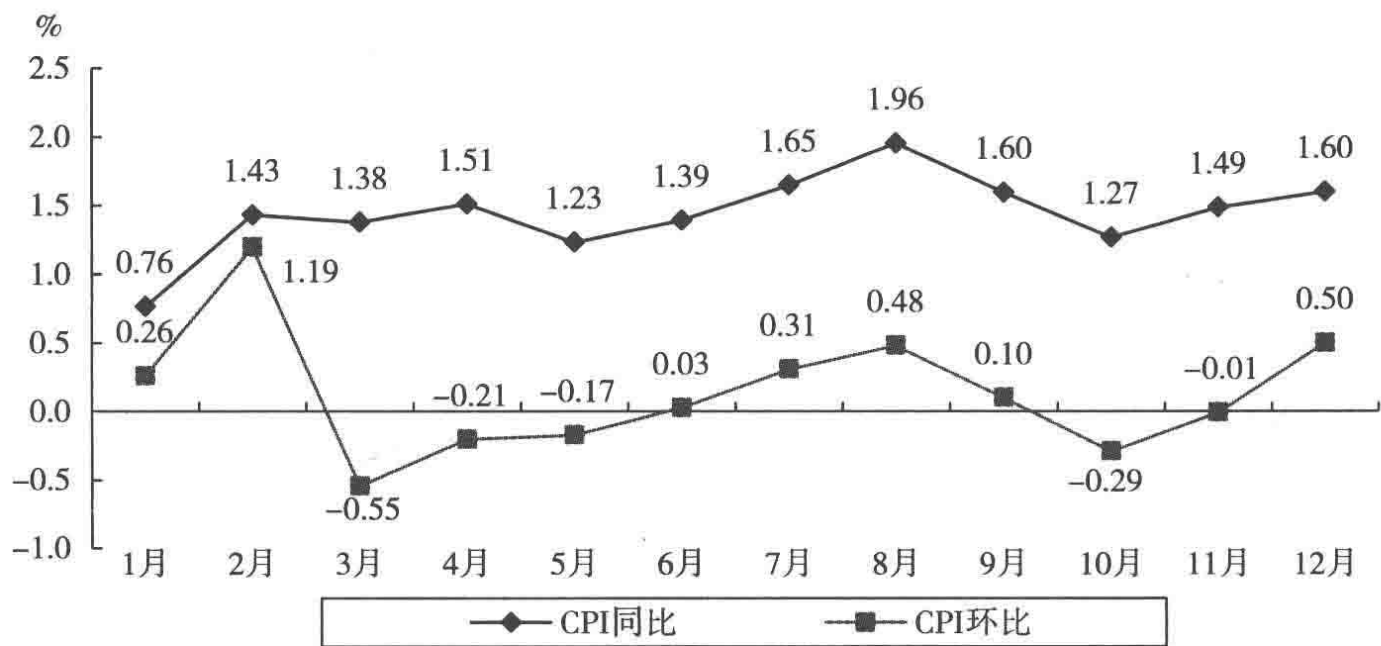
资料来源：中国人力资源和社会保障部，公司金融研究中心。

图 1-5 全国就业人员产业构成 (2011—2015 年)

1.1.4 价格水平总体平稳，工业通缩压力加大

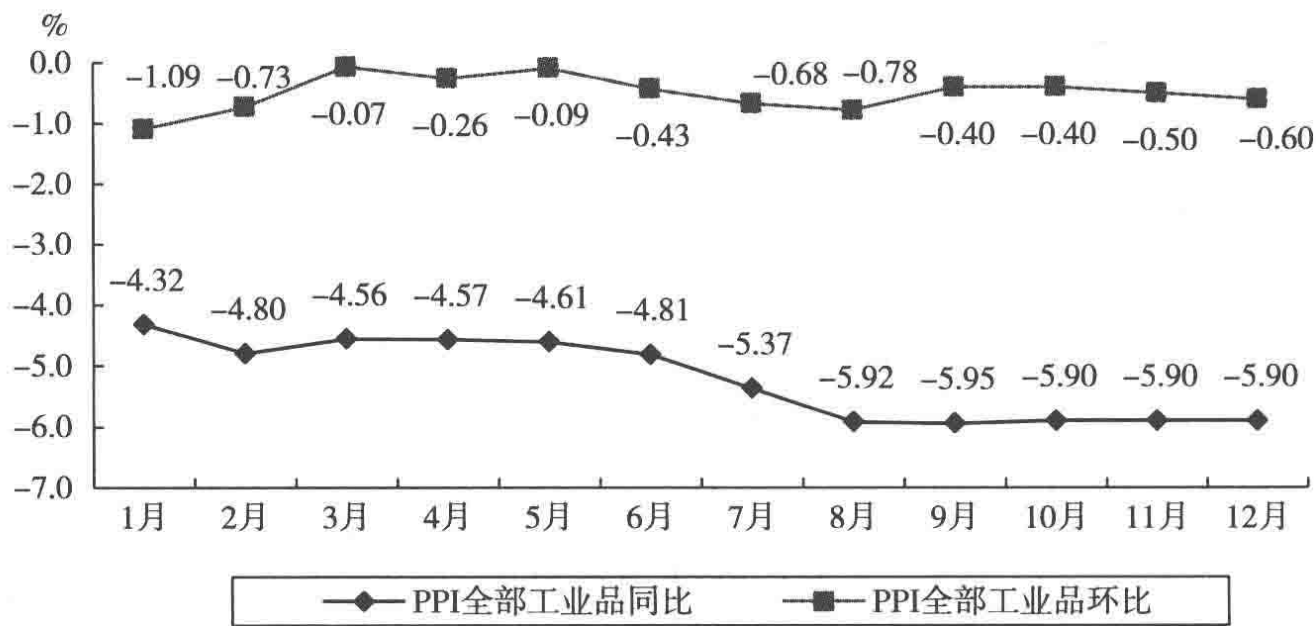
2015年居民消费价格指数（CPI）同比上涨1.4%，自2010年以来CPI首次落入“1”时代。整体来看，2015年CPI呈现前低后高的走势，多数月份的CPI环比、食品和非食品环比均低于过去6年同期平均水平。受春节因素扰动，CPI在1月降至0.8%，2月回升至1.4%；6月、7月和8月猪肉价格环比明显回升，蔬菜价格也由跌转升，CPI受食品项目的影响温和抬升，8月达到全年高点2.0%；9月和10月蔬菜和猪肉价格涨幅收窄或转跌，非食品价格涨幅低于往年，CPI回落至1.3%；11月受雨雪天气影响，蔬菜价格止跌回升，鲜果价格小幅上涨，CPI升至1.5%（见图1-6）。

2015年工业生产价格指数（PPI）同比下降5.2%，连续四年负增长，降幅较2014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，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（见图1-7）。整体来看，国内需求不振、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。



资料来源：Wind，公司金融研究中心。

图 1-6 CPI 月度变化图（2015 年）



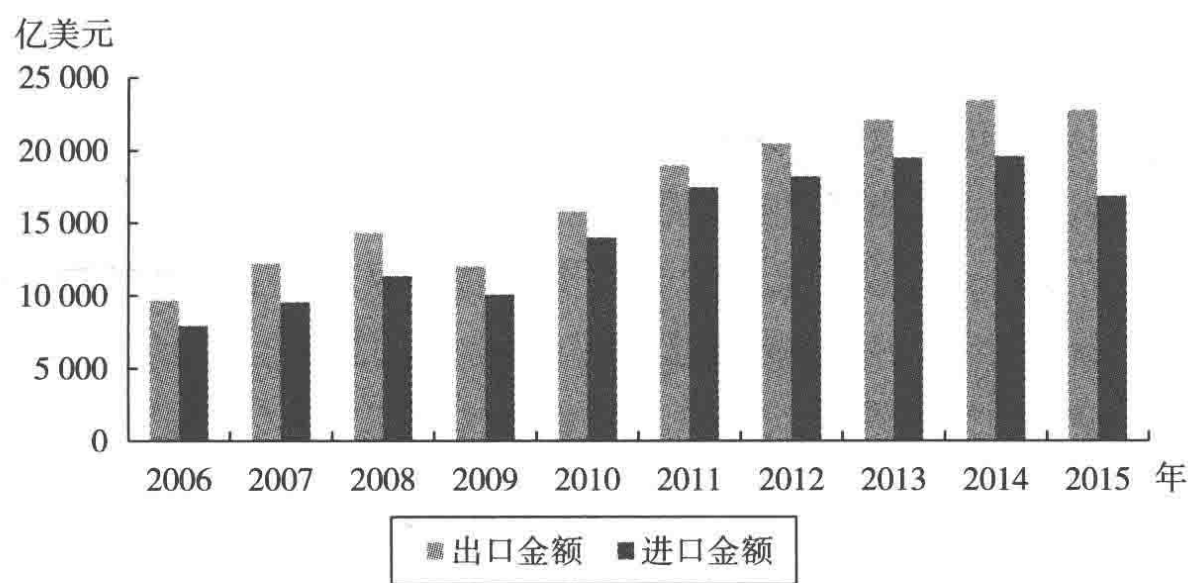
资料来源：Wind，公司金融研究中心。

图 1-7 PPI 月度变化（2015 年）

1.1.5 进出口同比下降

2015 年，国内进出口总值为 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；从月度数据来看，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（见图 1-8）。

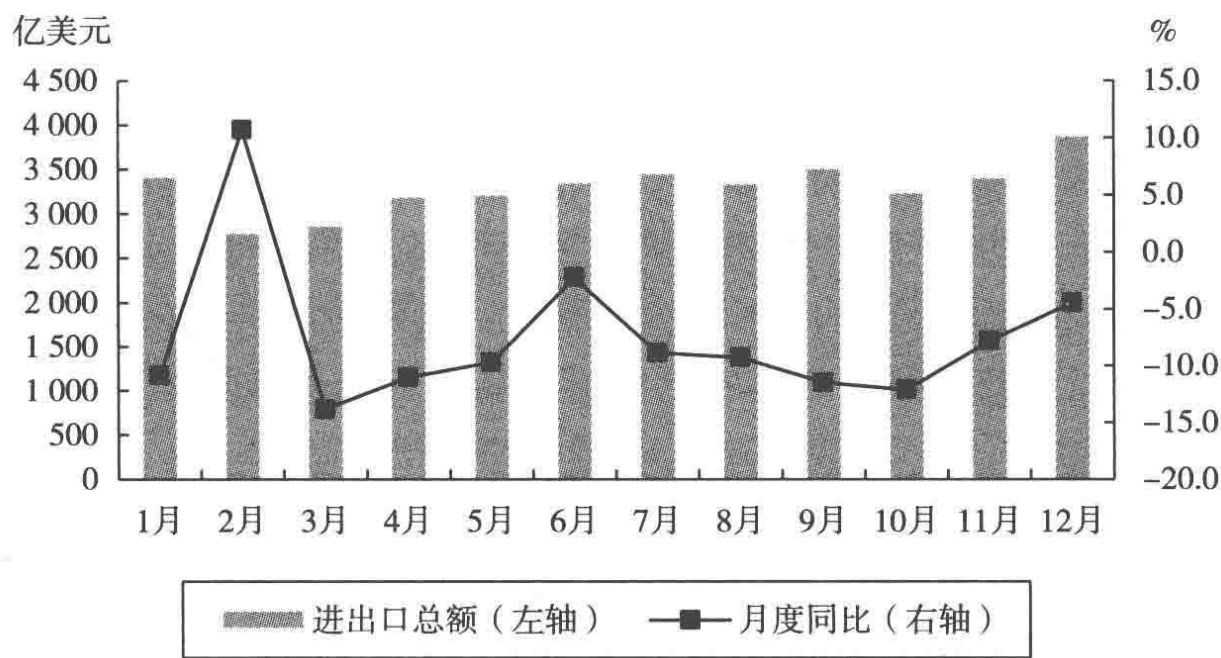
受国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致，全年贸易顺差为 5 930 亿美元，同比增加 54.8%。12 月，我国进出口总值 0.4 亿美元，同比下降 4.1%（见图 1-9），降幅较 11 月收窄 3.6 个百分点，但较上年同期 4.0% 的增幅回落较大。其中，出口和进口均为 0.2 亿美元，分别同比下降 1.6% 和 7.4%，进、出口增幅均较上月



资料来源：Wind，公司金融研究中心。

图 1-8 进出口总额变化 (2006—2015 年)

有所提升。总的来看，受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。



资料来源：Wind，公司金融研究中心。

图 1-9 月进出口总额及同比变化 (2015 年)

1.2 对 2015 年宏观经济运行的评价

1.2.1 对 2015 年经济运行的评价

2015 年 12 月，中央经济工作会议在北京召开。会议认为，2015 年我国经济运行总体平稳，稳中有进，稳中有好，经济保持中高速增长，经济结构优化，改革开放向纵深迈进，民生持续改善，社会大局总体稳定。2015 年主要经济目标的完成，标志着我国“十二五”规划完美收官，经济发展又跃到更高的发展水平上。

第一，中国经济增长速度虽然放缓，但是仍然运行在合理区间。从主要宏观调控指

标看,中国经济体现在“四个稳”。一是经济增速平稳。2015 年全年 GDP 增长 6.9%,符合年初制定的经济增速在 7% 左右的区间。二是就业保持稳定。全年城镇新增就业 1 312 万人,城镇失业人员再就业 567 万人,就业困难人员就业 173 万人,年末城镇登记失业率为 4.05%,全面完成城镇新增就业 1 000 万人以上、城镇登记失业率控制在 4.5% 以内的目标。三是居民收入稳步增长。全国居民人均可支配收入实际增长 7.4%,快于经济增长 0.5 个百分点,收入倍差缩小到 2.73。四是物价涨幅平稳。2015 年 CPI 同比上涨 1.4%,其中 12 月 CPI 同比上涨 1.6%,环比上涨 0.5%,温和平稳运行是其主要特征。

第二,中国经济转型升级步伐加快,结构优化取得积极成效。结构优化体现在五个方面:一是需求结构继续改善。社会消费品零售总额增长 10.7%,最终消费对经济增长的贡献率达到 66.4%,比 2014 年提高了 15.4 个百分点,固定资产投资较 2014 年增长了 10.0%。这意味着,消费对经济的贡献率超过投资。二是产业结构调整扎实推进。主要表现为第三产业的比重超过第二产业。2015 年第三产业占 GDP 比重首次超过 50.0%,达到 50.5%。工业主导向服务业主导转型的趋势更加明显,高新技术产业增加值比 2014 年增长 10.2%,大大快于传统工业的增长。三是区域结构更趋协同、协调和平衡。总体上看,固定资产投资和规模以上工业的发展中西部地区快于东部地区。“一带一路”战略、京津冀协同发展和长江经济带的实施,涌现出了一大批综合配套改革试验区、城市的新区,推动了中西部地区的快速发展。四是城乡结构不断优化。2015 年中国常住人口城镇化率达到 56.1%,同比提高了 1.33 个百分点,农村居民收入实际增长速度比城镇居民高 0.9 个百分点,城乡收入的倍差已经缩小到 2.73,同比降低了 0.05 个百分点。五是能源结构不断改善。2015 年我国非化石能源消费比重达 12.0%,比 2014 年提高了 0.8 个百分点,煤炭消费比重下降了 1.6 个百分点,全年单位 GDP 能耗下降了 5.6%。

第三,中国经济增长动力转换加快,新的增长动能正在积聚。主要表现在以下几个方面:一是全面深化改革有效释放了市场主体活力。“互联网+”被首次写入《政府工作报告》,大众创业、万众创新成为中国经济催化剂,2015 年 7 月 4 日,国务院印发《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》,指出互联网要加 11 个行业,11 个行业结合互联网来转型升级。此外,2015 年 9 月 24 日国务院印发《关于加快构建大众创业万众创新支撑平台的指导意见》,提出了“双创”——大众创业、万众创新。“中国制造 2025”规划了制造业的未来十年发展路径,供给侧改革成为新的改革理念。二是新产业、新模式、新业态正孕育成为新的经济动能。高技术产业增加值增长 10.2%,高于规模以上工业增速 4.1 个百分点;网上零售额接近 4 万亿元,增长了 33.3%。三是对外开放有效拓展了经济发展空间。根据有关资料数据显示,“一带一路”建设对沿线 49 个国家的直接投资近 150 亿美元,增长 18.2%,国际产能合作和装备制造合作步伐加快,拓展了我国经济发展新的空间。

综上所述,2015 年国民经济运行仍在合理区间,经济结构进一步优化,转型升级进一步加快,新兴动力进一步积聚。但也要看到,国际环境仍然错综复杂,国内结构调整

和转型升级正处在爬坡过坎的关键阶段，全面深化改革任务仍然艰巨。

1.2.2 对2015年经济改革的评价

一是财税方面的改革。回顾2015年，财税改革走向深水区，预算改革先行并取得明显进展。2015年10月，财政部修订发布了《财政总预算会计制度》和《政府会计准则——基本准则》，明确了今后总会计核算目标既要准确反映预算执行情况，也要全面反映资产负债等财务状况，为权责发生制政府综合财务报告奠定了基础；2015年实施的新《预算法》明确全面公开政府全口径预算，实现部门预算除涉密部门外的全覆盖。

二是金融方面的改革。2015年金融方面的改革主要有三点：第一，围绕服务实体经济推进金融改革，抓住促进实体经济稳定、可持续增长的核心。第二，利率市场化改革加速。2015年2月28日，人民银行在下调存贷款利率的同时，进一步扩大存款上浮区间，并于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”，意味着我国利率管制已经基本放开，利率市场化进程更进一步。第三，民营银行改革加速。2015年，我国五家试点民营银行^①顺利起步，对提升金融业活力，鼓励民资进入垄断行业均起到积极作用。

三是经济体制方面的改革。2015年5月，国务院发布《关于2015年深化经济体制改革重点工作的意见》，实施新一轮高水平对外开放，健全促进外贸转型升级的体制和政策，改革完善外商投资管理体制，加快完善互利共赢的国际产能合作体制机制，深入推进自贸试验区改革试点，加快实施“一带一路”战略和沿边开发开放，加快构建开放型经济新体制。上海自由贸易试验区运行一年多来取得了积极进展，形成了可复制、可推广的经验。按照“一带一路”的发展规划，中国经济由过去的商品出口升级为新型的资本输出，由一般的成品、半成品出口转为产能的大规模输出，在带动国内区域经济板块资源开发与经济增长的同时，也惠及沿途各国。

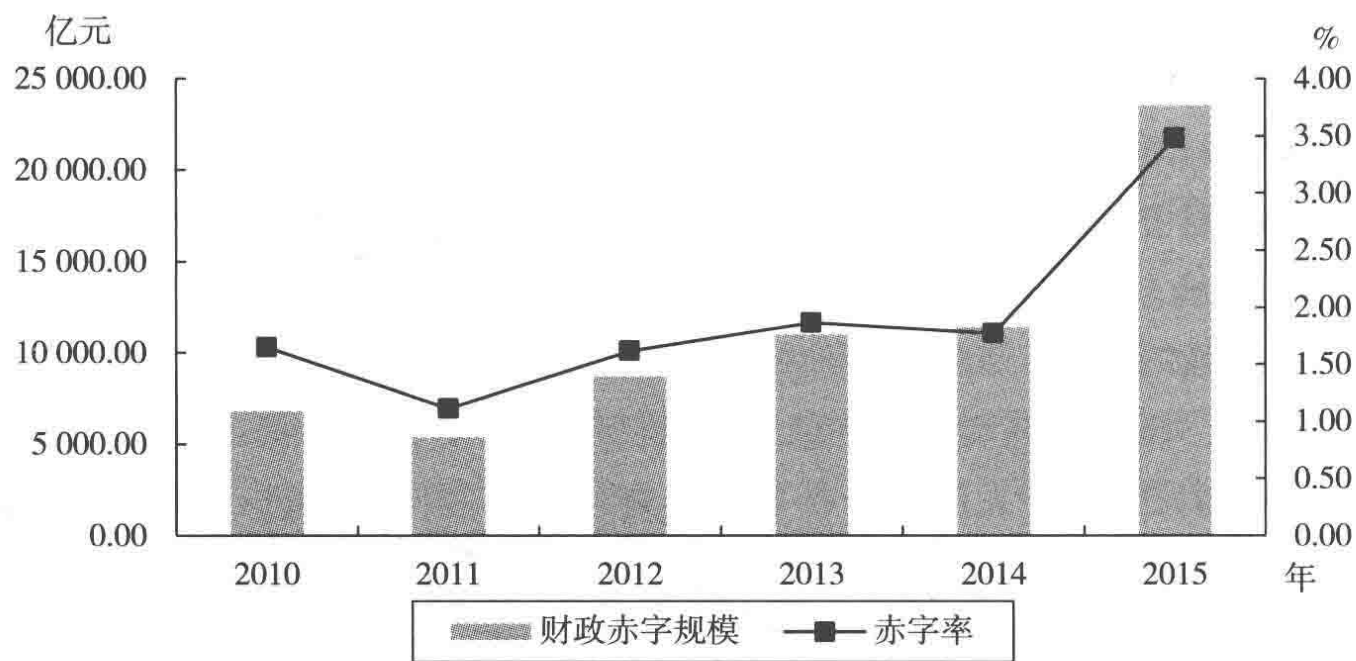
四是市场化方面的改革。实行市场准入负面清单制度，对应该放给企业的权力松开手、放到位，负面清单以外的事项由市场主体依法决定。凡是能由市场形成价格的都交给市场，坚持放管结合，强化事中及事后监管，提高监管效率。放宽和规范市场准入，精简和优化行政审批，强化和创新市场监管，加快构建市场开放公平、规范有序，企业自主决策、平等竞争，政府权责清晰、监管有力的市场准入管理新体制。

1.3 财政政策实施效果

2015年，面对错综复杂的国际形势和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务，党中央、国务院团结全国各族人民，牢牢把握经济社会发展主动权，主动适应经济发展新常态，妥善应对各种重大风险挑战，经济保持稳定增长，经济结构优化，改革开放向纵深迈

^① 五家试点民营银行分别为：浙江网商银行、上海华瑞银行、前海微众银行、天津金城银行、温州民商银行。

进，民生持续改善，社会大局总体稳定。2015 年我国继续实施稳健的财政政策，财政赤字大幅增加，达到 2.36 万亿的规模，同比增长 106.3%；财政赤字率^①为 3.48%，同比增长 1.71 个百分点（见图 1-10）。



资料来源：Wind，公司金融研究中心。

图 1-10 我国财政赤字规模及赤字率年度变化（2010—2015 年）

在认真贯彻和落实人大 2015 年预算决议中，主要有以下几个着力点：

——积极推进财税法治建设。增强各级政府和部门、单位的预算法治意识，将预算法各项要求落到实处。加强预算法配套制度建设，预算法实施条例修订草案已向社会公开征求意见，出台中央对地方专项转移支付管理办法，修订一般性转移支付管理办法等制度。

——全面树立预算的权威性和严肃性。坚持先有预算、后有支出，硬化预算约束，进一步细化预算编制，压缩代编预算规模，及时批复部门预算，加快支出预算指标分解下达工作节奏，加大对部门组织实施项目的督查力度，预算执行进度明显加快，完善预算监管体系，将预算评审实质性嵌入预算管理流程，开展地方财政预决算公开情况专项检查，增强地方财政透明度。

——提高积极财政政策的针对性和有效性。根据经济运行情况，在区间调控基础上实施定向调控和相机调控，加强预调、微调，促进经济在合理区间运行。保持必要的支出强度，在 2015 年预算安排中适当扩大财政赤字规模，并使用以前年度结转资金，加大支出力度。采取全面清理结转结余资金、强化督查问责等措施，积极盘活财政存量资金，调整用于保民生、补短板、增后劲。置换 3.2 万亿元地方政府到期存量债务，降低利息负担，缓解了当期偿债压力，为地方腾出资金用于重点项目建设创造了条件。同时强化了财政资金政策的导向作用，大力推广政府和社会资本合作（PPP）模式，通过特许经营、投资补助、运营补贴等方式，拉动民间资本进入公共服务领域。深入推进中央级事业单位科技成果使用、处置和收益管理改革试点，完善企业研发费用加计扣除政

① 财政赤字率 = 全国财政赤字 / GDP。

策，启动首批小微企业创业、创新基地城市示范。

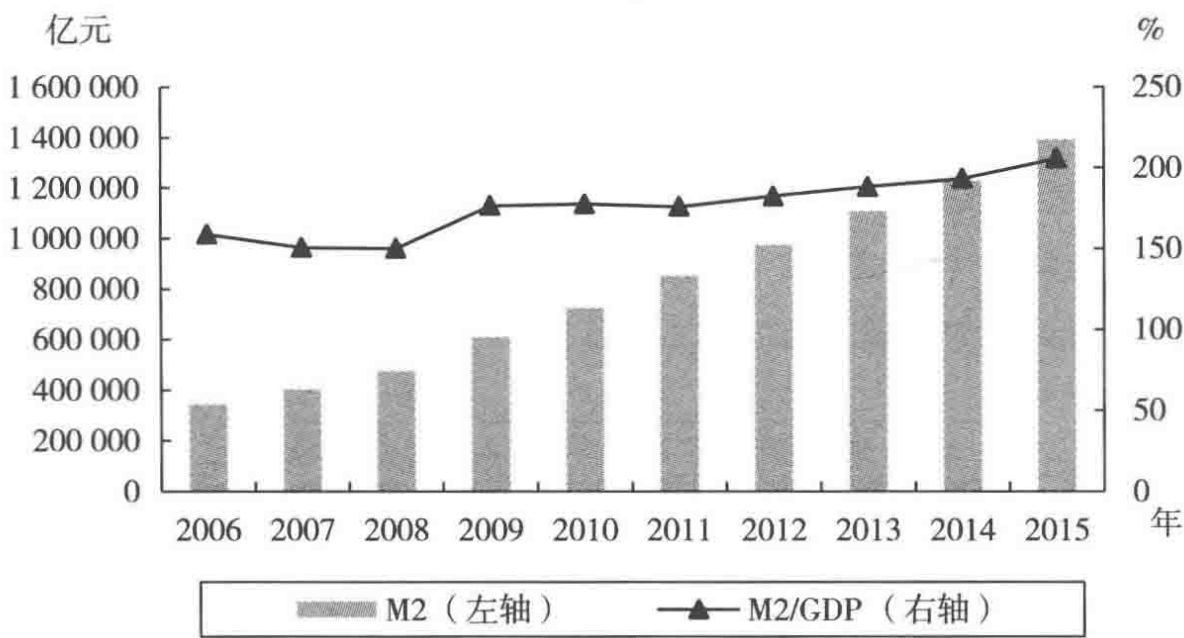
——严肃财经纪律。认真落实中央八项规定精神和国务院“约法三章”，严格控制一般性支出，中央本级“三公”经费预算比2014年下降11.7%。健全厉行节约反对浪费相关制度，加强会议定点管理，调整中央和国家机关差旅住宿费标准。完善基本支出定额标准，加快项目支出定额标准体系建设，改进项目支出预算管理。开展涉农资金专项整治行动，严肃查处相关问题和责任人，公开曝光违反财经纪律的典型案例，进一步规范管理、堵塞漏洞。加大财政监督和督促落实力度，推动稳增长财税政策取得实效。

同时，财政运行还面临一些困难和问题，主要表现在收支平衡压力加大，支出结构僵化。总的来说，2015年财政运行基本平稳，各项财税政策也得到了有效落实。

需要特别指出的是，在资本市场建设过程中，财政政策有着不可或缺的地位，稳定地推动资本市场的发展，政府实施的一系列政府债务管理措施以及投融资机制的创新建设，对我国资本市场的推进作用不容小觑。政府债务规模控制在合理范围之内，这为我国资本市场的健康运行提供了一个安全稳定的金融环境，投融资机制的创新又丰富了资本市场的金融工具，进一步提高了资本市场配置资源的效率，促进资本市场融资功能大幅提升。

1.4 货币政策实施效果

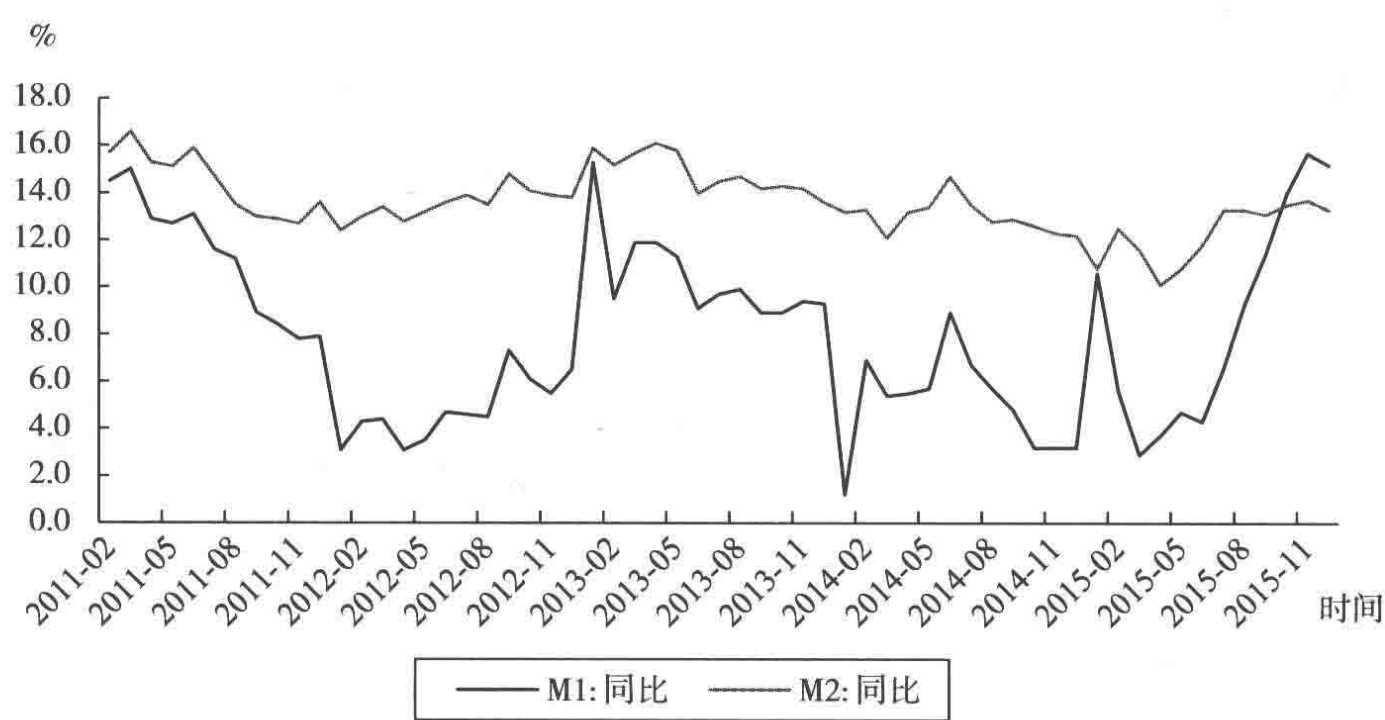
面对经济增长速度下行的压力，2015年继续实行稳健的货币政策，并取得了良好的效果。来自中央银行的统计数据显示，截至2015年底，广义货币供应量M2余额为139.2万亿元，同比增长13.3%，比2014年末高1.1个百分点，呈现出上涨的趋势，同时M2较高的增长速度使得M2/GDP持续处于高位运行；2015年M2/GDP比值为2.05，同比增长了0.125个百分点（见图1-11）。



资料来源：Wind，公司金融研究中心。

图 1-11 中国 M2 与 M2/GDP 年度变化 (2006—2015 年)

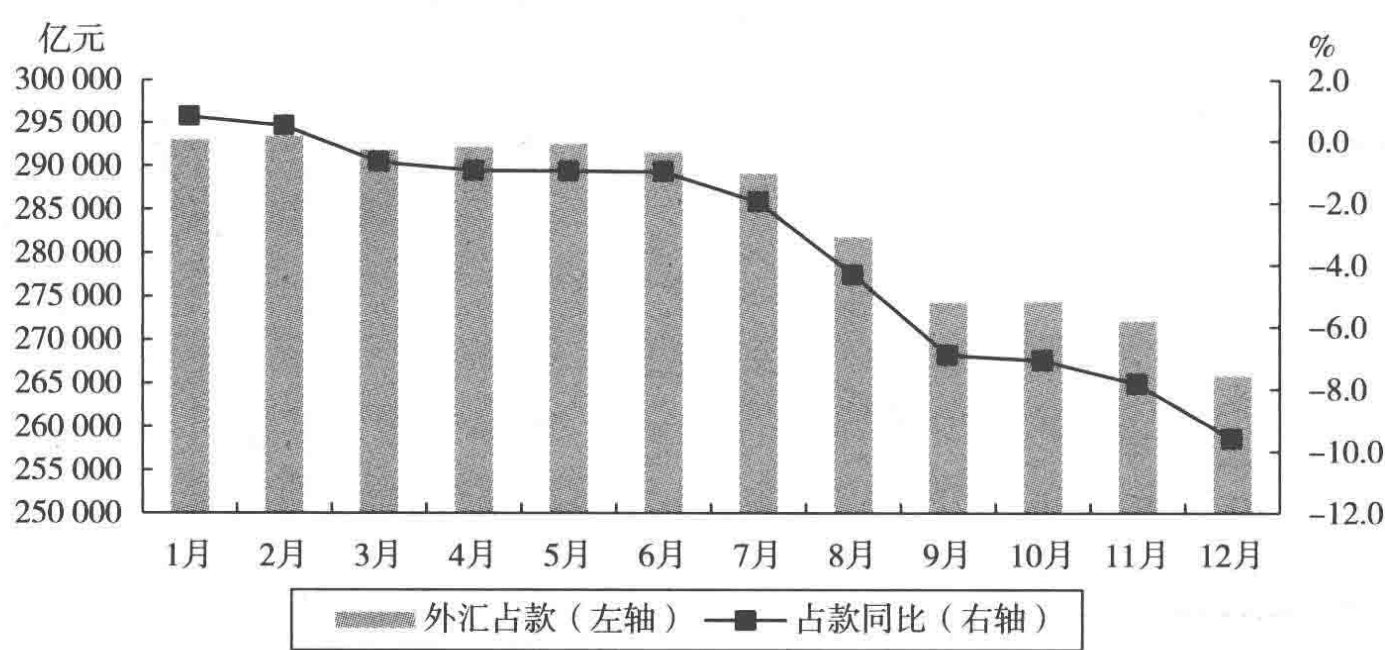
狭义货币供应量 M1 余额为 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比 2014 年末高 12 个百分点。M1 增速较快，并在 2015 年 11 月份首次超过 M2 增速（见图 1-12）；流通中货币 M0 余额为 6.3 万亿元，同比增长 4.9%，比 2014 年末高 2 个百分点。全年现金净投放 2 957 亿元，同比增加 1 269 亿元。



资料来源：Wind，公司金融研究中心。

图 1-12 中国货币供应量同比增速（2011—2015 年）

外汇占款作为货币供应的主要渠道，2015 年呈现进一步下降的态势。2015 年 12 月末，外汇占款余额为 26.6 万亿元，比 11 月下降 0.6 万亿元，同比下降 9.6%；从月份上来看，外汇占款余额下降趋势明显，呈逐月下降的态势（见图 1-13），外汇占款的进一步下降带来了流动性短缺的问题，金融机构存款派生能力不足。

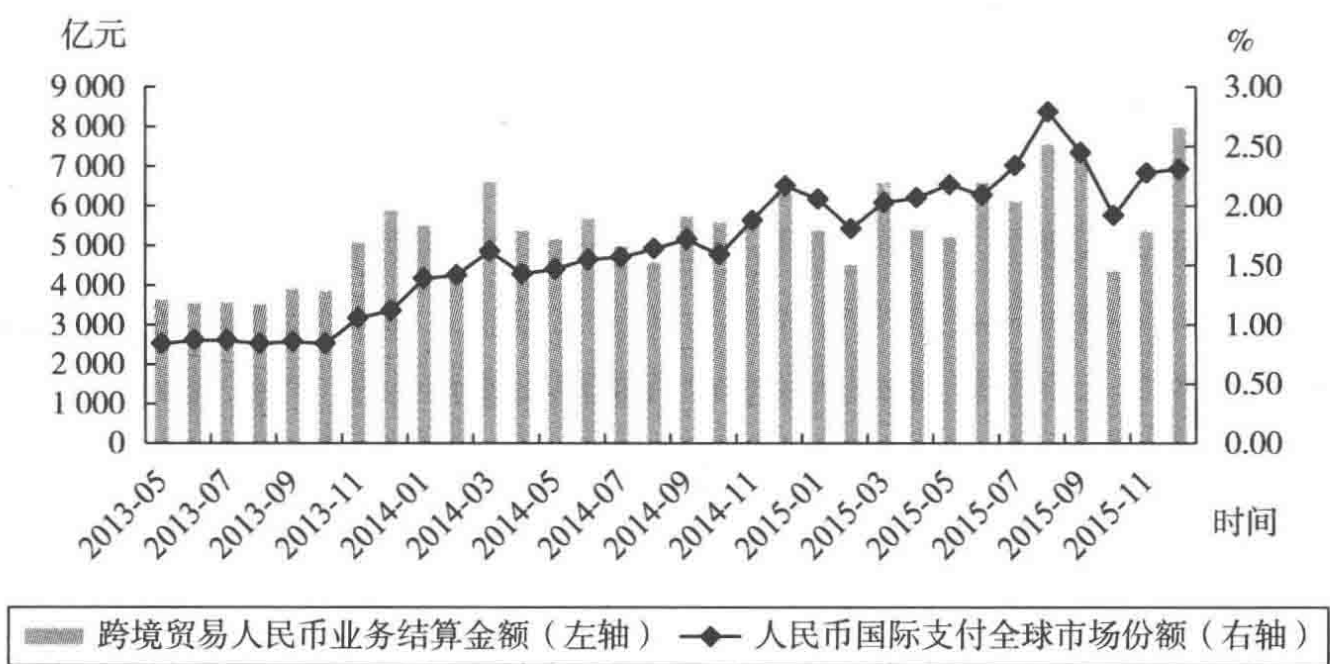


资料来源：Wind，公司金融研究中心。

图 1-13 月度外汇占款额同比变化（2015 年）

人民币对美元汇率小幅贬值，双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币对一篮子货币保持了基本稳定；人民币汇率预期总体平稳，跨境人民币业务快速增长，2015

年，跨境人民币收付金额合计 12.1 万亿元，同比增长 22.0%，其中实收 6.1 万亿元，实付 5.9 万亿元，净流入 0.3 万亿元（见图 1-14）。人民币在国际支付中所占份额稳定增长，跨境交易中人民币结算金额稳步增加，人民币成为国际货币条件日渐成熟。2015 年 11 月 30 日，国际货币基金组织（IMF）执行董事决定将人民币纳入特别提款权（SDR）货币篮子，人民币在新货币篮子中的权重将达到 10.9%，人民币的国际化有了新的前景。



资料来源：Wind，公司金融研究中心。

图 1-14 人民币国际业务支付金额与市场份额（2013—2015 年）

中国人民银行根据流动性供求格局变化，2015 年以逆回购为主灵活开展公开市场操作。同时，针对国内外金融市场波动有所增大、调控环境更加复杂多变的情况，加强预调、微调，灵活运用短期流动性调节工具（SLO）及时熨平公开市场常规操作间歇期流动性短期波动。全年公开市场累计开展逆回购操作 32 380 亿元，开展 SLO 操作累计投放流动性 5 200 亿元，年末公开市场逆回购操作余额为 100 亿元。公开市场操作与下调法定存款准备金率等其他货币政策工具协调配合，有效对冲外汇占款下降等因素对流动性的影响，保持了流动性总量合理充裕。此外，中国人民银行积极运用信贷政策支持再贷款、再贴现和抵押补充贷款等工具，引导金融机构加大对小微企业、“三农”等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度。2015 年末，全国支农再贷款余额为 1 962 亿元，支小再贷款余额为 752 亿元，再贴现余额为 1 305 亿元。2015 年，中国人民银行向国家开发银行、中国农业发展银行、中国进出口银行提供抵押补充贷款共 6 981 亿元，期末抵押补充贷款余额为 10 812 亿元。

为了降低推动社会融资成本，加大金融支持实体经济的力度，中国人民银行在 2015 年连续五次下调金融机构人民币存贷款基准利率，其中，金融机构一年期贷款基准利率累计下调 1.25 个百分点至 4.35%，一年期存款基准利率累计下调 1.25 个百分点至 1.5%。降息不仅对实体经济有影响，而且对资本市场也有较大影响（见表 1-1）。

表 1-1

降息与股票市涨跌幅

单位：%

时间	一年期存款基准利率			一年期贷款基准利率			次日指数涨跌幅	
	调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度	上证综指	深证成指
2015-03-01	2.75	2.50	-0.25	5.60	5.35	-0.25	0.79	1.07
2015-05-11	2.50	2.25	-0.25	5.35	5.10	-0.25	1.56	0.01
2015-06-28	2.25	2.00	-0.25	5.10	4.85	-0.25	-3.34	-5.78
2015-08-26	2.00	1.75	-0.25	4.85	4.60	-0.25	5.34	3.58
2015-10-24	1.75	1.50	-0.25	4.60	4.35	-0.25	-0.31	-0.59

资料来源：<http://stock.hexun.com/2015-10-23/180064722.html>，公司金融研究中心。

2015 年，中国人民银行五次调整了存款准备金率，包含四次普遍降准和五次定向降准，累计普遍下调金融机构存款准备金率 2.5 个百分点，累计额外定向下调金融机构存款准备金率 0.5 个至 6.5 个百分点，降准对资本市场也产生了一定的影响（见表 1-2）。

表 1-2

降准与股票市涨跌幅

单位：%

时间	大型金融机构			中小金融机构			次日指数涨跌幅	
	调整前	调整后	幅度	调整前	调整后	幅度	上证综指	深证成指
2015-02-04	20.00	19.50	-0.50	16.50	16.00	-0.50	-1.18	-0.46
2015-04-19	19.50	18.50	-1.00	16.00	15.00	-1.00	-1.64	-1.96
2015-6-27	18.50	18.00	-0.50	15.00	14.50	-0.50	-3.34	-5.78
2015-08-25	18.00	17.50	-0.50	14.50	14.00	-0.50	-1.27	-2.92
2015-10-23	17.50	17.00	-0.50	14.00	13.50	-0.50	0.50	0.73

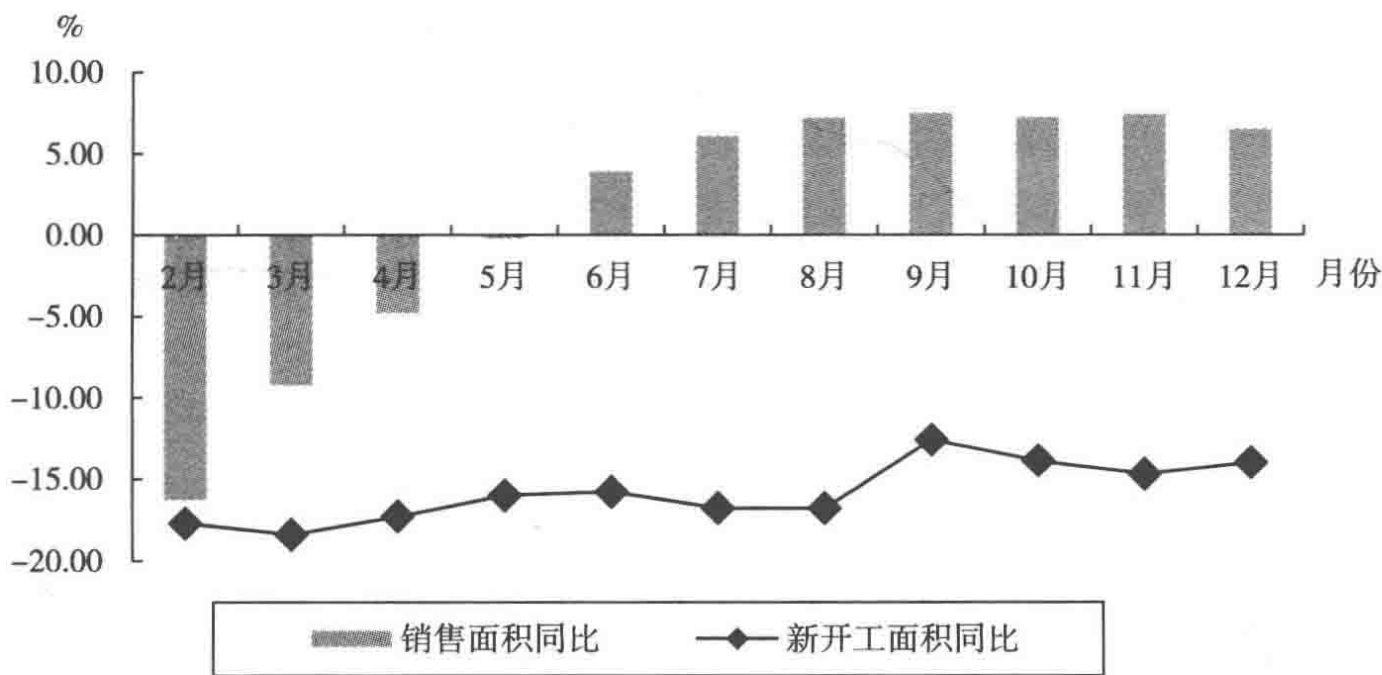
资料来源：<http://bank.jrj.com.cn/2016/02/29190720625891.shtml>，公司金融研究中心。

1.5 影响经济增长的主要原因分析

中央经济工作会议指出，由于多方面因素影响和国内外条件变化，经济发展仍然面临一些突出矛盾和问题，必须高度重视，采取有力措施加以化解。

1.5.1 房地产市场持续低迷，加剧经济增长下行

房地产行业持续处于低迷状态，房地产进入低谷期的趋势在 2015 年更加明显。截至 2015 年 12 月末，房地产累计投资完成额为 9.6 万亿元，同比增长仅为 1.0%；房屋新开工面积为 15.4 万亿平方米，同比减少 14.4%；房地产销售面积为 12.8 万亿平方千米，同比增加 6.5%。从月度数据来看，房地产销售同比在 6 月扭负为正，而新开工面积同比全年都是负增长。一方面，源于 2015 年国家出台的一系列“去库存”措施，房市库存积压的情况得到了部分缓解；另一方面，大批房地产商对开发前景持悲观态度，开发热情不高（见图 1-15）。



资料来源：Wind，公司金融研究中心。

图 1-15 房地产市场新开工面积、销售面积同比 (2015 年)

1.5.2 金融业未能有效支持实体经济

近几年以来，实体经济不景气使得金融领域的功能弱化，金融领域仍然存在融而不通的现象，出现了金融领域资金未能有效支持实体经济的问题。具体体现在以下几点：

——流动性过剩。这主要表现为 M2 的增速远远超出 GDP 增速。2015 年，M2 余额为 139.23 万亿元，同比增长 13.3%，比 2014 年增加 1.1 个百分点；2008—2015 年，我国 M2 从 47.52 万亿元增加到 139.23 万亿元，M2/GDP 从 1.50 增加到 2.06。

——融资成本居高不下。根据 Wind 数据显示，2015 年我国贷款利率为 5.5%；根据国际货币基金组织统计，美国的贷款利率为 3.2%、欧元区为 2.2%、日本为 1.2%、英国为 0.5%。这表明我国融资成本虽有所降低，但仍高于全球主要经济体。

——信贷资源配置不合理。在目前的金融体制下，金融资源还是向大型国有企业倾斜，中小企业融资难的问题仍然较为突出，影响其融资难的重要原因在于多层次银行体系和与之相配套的多层次信贷市场尚未建立起来。目前商业银行支撑的信贷市场与市场对信贷市场的需求存在着一定程度的不对称。信贷资源配置的不合理严重影响了市场信贷的可得性，从而会对未来的经济发展形成较强的融资约束。

1.5.3 固定资产投资增速放缓

2015 年，我国固定资产投资（不含农户）为 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%，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，房地产开发投资和制造业投资增速明显下降，固定资产投资增速回落较大，成为经济增速放缓的重要影响因素。

房地产开发投资方面，受库存高企和有效需求不足的影响，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金额为 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

下滑成为导致投资增速下滑的重要原因。

制造业投资方面,受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为18.0万亿元,同比增长8.1%,增速较2014年回落5.4个百分点,制造业在工业去产能的背景下仍然疲软。其中,石油加工、炼焦及核燃料加工业投资同比下降20.9%,黑色金属冶炼及延压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。

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,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,国家发展改革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,基础设施投资达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15.0%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。

1.5.4 消费增速平稳,稳定了经济增长

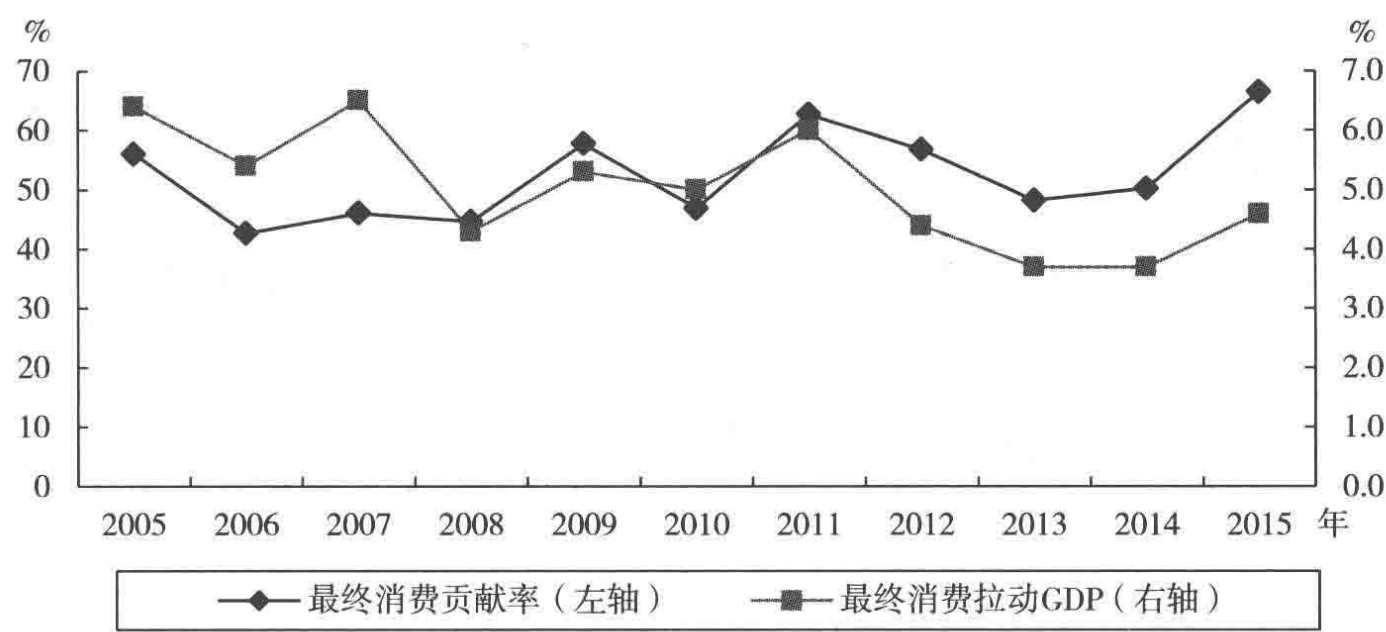
2015年我国社会消费品零售总额30.1万亿元,同比增长10.7%,增幅较2014年下降1.3个百分点。其中,限额以上单位^①消费品零售额为14.3万亿元,同比增长7.8%,增幅较2014年下降1.5个百分点,整体上较为平稳;2015年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较2014年同期均有所回落,但全年呈现波动上升的趋势。

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。2015年最终消费对经济增长的贡献率达66.4%,增长了14.8个百分点,拉动GDP增长4.6%,相比2014年大幅度增长,增长了0.8个百分点(见图1-16),为2015年经济的稳定增长发挥了重要的作用。

从政策支持来看,2015年对于电子商务的促进政策频出,推动了网络消费快速发展。4月,国家商务部发布《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;5月、6月和11月,国务院分别发布《关于大力发展电子商务加快培育经济新

^① 限额以上企业(单位)是指年主营业务收入2000万元及以上的批发企业(单位)、500万元及以上的零售业企业(单位)、200万元及以上的住宿和餐饮业企业(单位)。

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，提出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年全国网上零售额达3.9万亿元，同比增长33.3%；其中，实物商品网上零售额达3.2万亿元，同比增长31.6%；非实物商品网上零售额达0.6万亿元，同比增长42.4%。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，显示出我国消费方式逐渐向网上购物转变，电子商务的发展对于促消费、稳增长发挥了重要作用。



资料来源：Wind，公司金融研究中心。

图 1-16 最终消费对经济增长贡献率和拉动情况（2005—2015 年）

1.6 经济运行面临的主要问题和挑战

2015 年，面临错综复杂的国际、国内环境，中国经济发展存在较多不确定因素。部分制造业产能过剩，地方政府融资平台进入还债高峰，企业融资成本居高不下，其面临的主要问题与挑战有以下几个方面。

1.6.1 产能过剩的局面尚未改变

截至 2015 年 12 月，PPI 已连续 46 个月负增长，产能过剩的局面主要表现在以下两个方面：一方面，伴随经济下行之势，产能利用率进一步下降，产能过剩局面缓解难度进一步加大。10 月，全国 22 个城市 5 大类品种钢材社会库存环比有所上升。其中钢材市场库存总量为 830.8 万吨，比上月增加 26.9 万吨，上升 3.3%。另一方面，产能过剩导致企业经营效益持续恶化。据中国钢铁工业协会统计，1~10 月，全国大中型钢铁企业累计亏损 386.4 亿元，101 家大中型钢铁企业中 48 家亏损，亏损面扩大至 47.5%。房地产行业也面临着产能过剩的问题。据《中国住房发展报告 2015—2016》数据显示，截至 2015 年底，我国商品住房总库存预计达到 39.9 亿平方米，其中现房待售面积约 4.3 亿平方米，销售周期为 23 个月；在建待售面积 35.7 亿平方米，需要 4.5 年来消化。过