



2015 年中国宏观经济形势分析与预测年中报告



风险评估、政策模拟及其治理

“中国宏观经济形势分析与预测”课题组

上海财经大学高等研究院

二〇一五年七月

项目概览

上海财经大学高等研究院于 2009 年底发起成立“中国宏观经济形势分析与预测”项目组，目的是以一种开放式的科研组织模式，凝聚海内外优质研究力量，对中国宏观经济的发展趋势与潜在风险进行长期跟踪研究，定期发布最新的中国宏观经济形势分析与预测报告，为政府及社会各界提供有丰富参考价值的经济洞见、对策建议和长期治理方案，推动中国经济的长期稳定增长和可持续发展，实现国家治理能力和治理体系的现代化。

基于中西合璧、优化整合的方针，高等研究院依托中国宏观经济研究中心组建了阵容强大的“中国宏观经济形势分析与预测”项目组成员团队，包括数位现任或曾任美联储高级经济学家的国际知名宏观经济专家，多位毕业于海外顶尖经济学学术重镇的海归博士。与此同时，高等研究院下设的数据调研中心、人口流动与劳动力市场研究中心、卫生经济与老龄化研究中心等十多个中心也从不同方面为本项目提供研究支持。

作为项目组的核心成果之一，“中国宏观经济形势分析与预测报告”力求体现三大特点：一是聚焦中国宏观经济中面临的重大热点、难点问题；二是基于丰富完整和可靠性强的数据，应用国际最前沿的宏观预测分析思路；三是既给出短期政策选项，也给出长期治理方案，实现短期对策与中长期治理的有机结合。目前该报告每年 1 月和 7 月出版两期，待运作更成熟后将以季度为出版频率，一年出版四期。

目前，项目组已初步构建了一个用于宏观经济预测的准结构模型——上海财经大学高等研究院中国量化准结构宏观经济预测模型（IAR-CMM Model）。本期报告最主要的成果就是采取了基于 IAR-CMM 模型进行的情景分析和政策模拟，就中国近期宏观经济趋势分基准、乐观、悲观三种情景分别进行了严谨和科学的预测，得到的结果显示当前中国宏观经济形势不容乐观，内部外部经济风险都在加大，政策需要十分谨慎应对。

竭诚欢迎社会各界与我们开展合作交流，共同推动中国宏观经济研究的发展与中国经济发展的持续繁荣！

报告摘要

当前中国宏观经济形势不容乐观，完成政府提出的经济增长目标任务难度较大，内外部各种不确定性和经济风险都在加大，突出的经济风险包括较大的通货紧缩风险、地方债务风险、资本市场风险、房地产市场风险、国际收支风险、汇率风险和国际资本外逃风险，从而政策需要十分谨慎应对。

1、基于量化准结构模型的情景分析和政策模拟所得预测，2015 年下半年经济增速将相比第二季度继续下滑，政府提出全年经济增长速度目标将很难实现，但差距不是很大。具体预测结果如下：1）基于官方数据的基准预测，今年三、四季度我国 GDP 增速将分别为 6.6% 和 6.8%，全年增速则预计为 6.85%；而根据校正数据的基准预测，相应的增速则还要低得多，分别将为 6.2%、6.3% 和 6.3%；2）即使对宏观经济环境做乐观预计，如“一带一路”战略顺利开展，我们预计能带动下半年第二产业增加值、投资和政府支出增速各上调 2%，但三、四季度 GDP 增速也将分别只是 6.8% 和 7.0%，全年增长率也仅 6.95%，仍低于经济增长目标。校正增速更分别仅有 6.3%、6.5% 和 6.4%；3）如果对宏观经济环境做悲观预计，如一旦美联储提高加息的速度和力度（从目前来看这一概率正大幅增加），即便仅考虑由此所引起的新兴国家对我国下半年出口需求降低 15%，同时忽略可能更严重的由于国际游资特别是热钱出逃所引起的对整个金融系统的负面冲击等因素，基于官方数据预测的三、四季度及年度 GDP 增速将分别下滑至 6.3%、6.5% 和 6.7%，而校正增速则更低，分别为 5.9%、6.1% 和 6.2%。

2、2015 年下半年完成短期经济增长目标是可能通过强有力的财政与货币政策组合来实现的，但代价会比较高昂。经项目组测度，如希望实现 7% 的年增长目标，不同情景下的政策组合例子如下：1）基准情景下，下半年需降准 50 个基点或降息 50 个基点，同时财政支出需达 9.47 万亿元，超出预算 478.5 亿元；2）如“一带一路”政策顺利实施，下半年需降息 25 个基点，同时财政支出需达 9.42 万亿元，与预算持平；3）一旦美联储提高加息的速度和力度，下半年不仅需降准 50 个基点，还需降息 50 个基点，同时财政支出需达 9.56 万亿元，超出预算 1435.6 亿元。为了实现政策执行效果，可通过定向财政政策与定向货币政策相结合的方式等促使投资有效流向实体经济，包括加快新型城镇化建设，以 PPP 等创新融资模式大力吸收民间资本、提高公共资金效率的方式来推动新一代基础设施建设，如城乡管网升级改造、城际铁路、新一代互联网以及教育、医疗、文化基础设施等等。但如果

确定要推行这些刺激政策，实施过程中需要高度警惕短期刺激政策的后遗症和防范不良债务的积累。

3、从长远看，中国仍然可以保持较高的经济增速，但潜在经济增长率的释放需要通过结构性改革和发展驱动方式的改变来实现。项目组经过测度，即使不考虑深化改革和加强治理等制度建设可能带来的改革红利，从劳动力、资本和全要素生产率等要素的中长期基本面看，中国经济潜在增长率没有出现大幅下滑，5到8年内有望继续保持在7%以上。项目组认为，造成当前中国经济增速超预期、不正常过快下滑的基本原因，除了周期性和结构性因素外，政府治理的目标管理缺失、激励弱化或扭曲所导致的阶段性政府不作为，包括政策不作为和做事不作为，也是不可忽视的重要因素。项目组还认为，近一段时间来中国经济增长突然失速的背后，反映的是市场主体的主动性能动性不够强，根源是政府与市场之间的治理边界尚未得到合理界定，市场在资源配置中的决定性作用没有得到充分发挥。

4、中国经济要实现又好又快的发展，关键还在于正确理解发展的逻辑与治理的逻辑，并正确处理二者之间的内在逻辑关联、辩证关系。财政政策和货币政策其效应都是短期的，治标不治本。政府工作焦点应该不要太关注短期经济的起伏，而是深入进行理顺政府与市场、政府与社会之间治理边界的制度性和结构性改革，鼓励经济上的自由选择和竞争，消除不利于企业创业创新和挤压民营经济的制度性障碍。当前改革的重点是，深化土地、劳动力和资本三大要素市场的改革，真正让市场在资源配置中发挥决定性作用，从而促进中国经济从要素驱动向效率驱动乃至创新驱动的转变。同时，政府要增强改革的执行力和发展的驱动力，必须从法治、执行力、民主监督三个维度来推进综合治理，同步解决政府在改革发展过程中出现的不作为、乱作为的问题。

关键词：宏观经济预测；政策模拟；情景分析；长期治理

课题组（成员简介见附录）：

负责人：田国强 学术顾问：查涛 首席专家：黄晓东

成员（按姓氏拼音排序）：

陈杰、陈旭东、陈媛媛、冯帅章、李哲、林立国、王玉琴、巫厚玮、吴化斌、叶海春、赵琳、张思思、周亚虹、朱梅

本报告联系人：陈旭东（021-65903125，chen.xudong@mail.shufe.edu.cn）

目录

概述	1
一、中国宏观经济发展的即期特征与主要风险	9
(一) 2015 年以来中国宏观经济发展呈现的主要特征	9
1. 工业企业利润负增长, 工业生产需求低迷	9
2. 消费后劲不足, 量价增速均放缓	12
3. 投资结构被动调整, 投资增速下滑严重, 房地产投资下滑尤为突出	13
4. 内外需双重乏力, 贸易顺差被动增加	17
5. 社会融资结构悄然变化, 人民币贷款主体地位未变	20
6. 国际收支呈现新常态, 经常账户对国际收支的影响减弱	23
7. 基于统计偏差分析, 增速下滑幅度可能高于官方数据	26
(二) 中国宏观经济下一步发展面临的内部主要风险	28
1. 通货紧缩迹象显现, 风险依然较大	28
2. 表外项目和地方债务置换继续加码银行压力	32
3. 股市非理性波动, 阻碍经济转型	35
(三) 中国宏观经济下一步发展面临的外部主要风险	37
1. 美联储加息风险	38
2. 欧元区重新衰退风险	40
3. 日元继续贬值风险和日本经济继续衰退风险	41
4. 新兴经济体经济降速风险	42
二、当前中国宏观经济形势及预测	43
(一) 当前中国经济所面临的发展新形势	43
(二) 2015 年中国主要经济指标增速预测	47
三、不同情景下的经济预测和政策应对	51
(一) 不同情景下的经济预测与政策应对	51
1. “一带一路”前景预测与经济走势之关联	51
2. 美国加息前景预测与经济走势之关联	53
3. 积极财政政策的效果估测	54
(二) 不同情景分析基础上的政策力度选项	55
1. 货币政策力度需求	55
2. 财政政策力度需求	56
3. 配套政策需求	57

四、下一步改革、发展和治理应取的方向 58

 （一）中长期视角下的中国经济潜在增速 58

 （二）改革、发展和治理应取的方向 59

 1. 以市场化、民营化促进向效率和创新驱动切换 60

 2. 走向好的治理的三要素：法治、执行力和问责 62

附录课题组成员介绍 64

概述

上海财经大学高等研究院“中国宏观经济形势分析与预测”项目课题组基于上财高等研究院中国量化准结构宏观预测模型（IAR-CMM）所建立起来的情景分析和政策模拟，分别从基准情景（央行已于6月27日降准降息，故假设三四季度无额外政策力度）、乐观情景（假设“一带一路”战略顺利开展，带来下半年第二产业增加值、投资、政府支出增长的预期均上调2%）、悲观情景（假设美联储提高加息的速度和力度，由此引起下半年新兴国家对我国出口需求降低15%）进行数值模拟，所得的宏观经济预测结果显示2015年下半年中国宏观经济仍然有较大的下行压力。在以上情景分析结果基础上，再根据用电量、铁路货运量和中长期贷款对数据进行修正（克强指数），所得的校正结果显示经济下行压力更多。

但我们仍然对中国经济的长期增长潜力抱有很强的信心，我们认为中国经济潜在增长率仍然在高位而没有明显下跌。另一方面，我们也提示了短期内各种内部外部潜在经济风险的加大趋势及相应的防范措施。

在本报告中，课题组也给出了在不同情景下有助于实现7%增长目标所需要的财政政策与货币政策的政策组合，并给予较为详细的分解说明。但课题组强调，财政政策和货币政策的效应都是短期的，尤其是高强度刺激政策是有巨大代价的，需要谨慎使用。

课题组最后强调，中国经济要实现又好又快的发展，关键还在于正确理解发展的逻辑与治理的逻辑，并正确处理二者之间的内在逻辑关联、辩证关系。政府需要深入进行理顺政府与市场、政府与社会之间治理边界的制度性和结构性改革，消除不利于企业创业创新和挤压民营经济的制度性障碍，真正让市场在资源配置中发挥决定性作用，促进中国经济向效率驱动乃至创新驱动的转变。同时，政府要增强改革的执行力和发展的驱动力，必须从法治、执行力、民主监督三个维度来推进综合治理，同步解决政府在改革发展过程中出现的不作为、乱作为的问题。

（一）经济走势及主要问题

1、通货紧缩迹象显现，风险依然较大。尽管 CPI 目前还没有出现负值，且根据我们的分析和预测下半年 CPI 和 PPI 会有所好转，但这并不表明经济没有通缩风险。我们认为，下半年 CPI 和 PPI 好转主要是受以猪肉为代表的食品价格及部分大宗商品价格回暖（以及去年下半年较低的基数效应）影响。从经济增长的需求面来看，消费、投资和进出口的价格指数均处于下降趋势，并且投资价格和进出口价格已出现负增长，如果这种趋势持续下去，经济全面通缩将成为现实。根据我们计算的 GDP 平减指数，上半年 GDP 平减指数同比增速是-0.46%，通货紧缩的迹象显现，风险依然较大。

2、消费后劲不足，量价增速均减缓。由于国内的社会公共服务还不健全，加上受经济增速放缓引起的收入增速放缓影响，居民消费信心不足。此外，最近股市的剧烈波动已致使大批散户财富大幅缩水，也势必拖累消费增长。同时，迅速发展的海外代购也对国内消费形成一定的冲击。由此内外双重因素导致社会消费品零售总额和价格增速均减缓。

3、工业生产需求持续低迷，企业利润转负，亏损企业数增加；投资需求收缩，民间投资增速下滑的速度快于总投资增速下滑速度。今年上半年投资价格持续负增长，投资数量增速和投资价格增速双双下滑，若不加以引导，投资领域的通缩将进一步恶化投资者预期，并使经济增长陷入恶性循环。

4、内外需双重乏力，贸易顺差被动增加。出口增速大幅放缓，源于成本上升、外需收缩和外部竞争激烈；进口数量和价格均大幅下滑，源于内需不足和国际大宗商品价格持续低位震荡；贸易顺差被动增加；国际收支出现新态势，经常账户对国际收支差额的影响正逐渐减弱，波动性强的短期金融账户的影响在增加；净误差与遗漏项下滑严重，需警惕热钱涌入和资本外逃可能对我国经济造成的冲击。

5、社会融资结构发生变化，人民币贷款及股票融资占比大幅增加，表外融资占比断崖式下降，企业债券净融资占比稍有回落。在利率持续下行的形势下，货币并

没有流入实体经济，而是在金融系统内空转。政策出现转向时，股市立即从暴涨转为暴跌，6月和7月股市波动幅度空前，居民财富迅速发生转移，可能进一步拖累消费和投资的增长。

6、鉴于用电量、贷款发放量与铁路货运量这三大指标分别涉及电网、银行和铁路的具体业绩，易于核实，受地方政府干涉造成虚报的可能性较小，且均为月度数据，在监测实体经济运行上具有天然的优势，我们据此构造克强综合指数并对GDP增速进行校正。测算发现，校正后的一、二季度GDP增速均显著低于官方统计数据，分别为6.5%和6.3%。此外，上半年用电量与货运量持续下滑，显示经济下行风险加大。

7、银行表外业务风险不可忽视。据保守估计表外业务余额转入表内可能造成的坏账损失在0.14万亿至0.28万亿之间，这将侵蚀掉一季度银行利润的31.8%-63.6%，暗藏巨大的风险。同时，由于整体经济形势并不乐观，表内资产质量没有改善，银行系统面临的风险正逐渐增大。

8、地方债置换暗含长期金融风险。地方政府即将到期债务体量巨大，短期内，进行债务置换不仅有利于化解地方政府资金链断裂的危险和减轻其付息的负担，同时也有利于优化银行资产组合结构。但长期内，截至2018年，除计划要置换的2万亿元债务，至少还有4万亿元债务到期。若全部进行置换，在央行无法额外提供流动性的情况下，长端利率将被大幅提高。持续进行债务置换，不但会对维持稳健的货币政策提出极大的挑战，还会大大提高企业融资成本，对我国产业升级转型产生巨大阻力。

（二）主要指标预测及政策模拟

基准情景假设下半年央行无任何降准降息操作，在此基础上假设“乐观”和“悲观”两种情景：1) 乐观：“一带一路”政策顺利实施，带动下半年第二产业增加值、投资和政府支出增速各上调2%；2) 悲观：美联储提高加息的速度和力度（从目前来看这一概率正大幅增加），由此引起新兴国家对我国下半年出口需求降低15%，

但忽略可能更严重的由于国际游资特别是热钱出逃所引起的对整个金融系统的负面冲击。

在假定的基准情景下，我们预测 2015 年实际 GDP 增长 6.85%，同比下降 0.55 个百分点；固定资产投资增长 14.6%，同比下降 1.1 个百分点；社会消费品零售总额增长 10.5%，同比下降 1.5 个百分点；进口总额下降 9.7%，同比下降 10.2 个百分点；出口总额增长 1.9%，同比下降 4.1 个百分点。具体预测结果见表 a。

表 a 上海财经大学高等研究院对中国各主要经济指标增速的预测^{①②}

	单位	2014 Q1	2014 Q2	2014 Q3	2014 Q4	2014 全年	2015 Q1	2015 Q2	2015 Q3	2015 Q4	2015 全年
GDP	%	7.4	7.5	7.3	7.3	7.4	7.0	7.0	6.6	6.8	6.85
投资	%	17.6	17.3	16.1	15.7	15.7	13.5	11.4	13.7	14.6	14.6
消费	%	12.0	12.3	11.9	11.7	12.0	10.6	10.2	10.7	10.6	10.5
进口	%	1.5	1.4	1.0	-1.8	0.5	-17.8	-13.6	-9.0	1.1	-9.7
出口 ^③	%	-3.5	5.0	13.0	8.6	6.0	4.6	-2.2	3.1	2.1	1.9
CPI	%	2.3	2.2	2.0	1.5	2.0	1.2	1.4	1.5	1.7	1.5
PPI	%	-2.0	-1.5	-1.3	-2.8	-1.9	-4.6	-4.7	-4.5	-4.0	-4.5
M1	%	5.4	8.9	4.8	3.2	3.2	2.9	4.3	5.8	4.3	4.3
M2	%	12.1	14.7	12.9	12.2	12.2	11.6	11.8	13.8	11.2	11.2
新增 贷款	万亿	3.0	2.7	2.0	2.1	9.8	3.6	3.0	3.0	3.3	12.9
社会融 资总量	万亿	5.6	4.9	2.4	3.6	16.5	4.6	4.2	4.1	5.4	18.3

数据来源：CEIC，上海财经大学高等研究院

根据上海财经大学高等研究院中国量化准结构宏观经济预测模型（IAR-CMM）的分析，若要实现 7% 的目标增速，需要加大货币政策与财政政策力度。在不同情景下所需的政策力度分别为：1）基准情景下，下半年需降准 50 个基点或降息 50

^①该表中除 GDP 是实际数据，其他指标均为名义数据；灰底部分的数据为实际统计数据，其余为预测数据；投资增长率为累计同比增长率，其余增长率均为非累计同比增长率。

^②我们推算二季度金融服务业对 GDP 增速的贡献将近 1 个百分点，但这么大的贡献很难持续到下半年。而与 FRBUS 模型相似，我们的准结构模型所模拟的 GDP 增速的波动主要捕捉的是实体经济的贡献，这也是为什么我们对下半年 GDP 增速的预测低于 7%。

^③本报告的进出口数据均指海关贸易口径下以美元计价的进出口。

个基点，财政支出需达到 9.47 万亿元，超出预算 478.5 亿元；2）如果“一带一路”政策顺利实施，下半年需降息 25 个基点，财政支出需达到 9.42 万亿元，与预算持平；3）如果美联储提高加息的速度和力度，下半年不仅需降准 50 个基点，同时还需降息 50 个基点，财政支出需达到 9.56 万亿元，超出预算 1435.6 亿元。财政政策方面，在经济下行风险较大的情况下，税收收入难以获得大幅增长，需通过适度增发债券进行融资。为了实现财政政策执行效果，可通过定向财政政策与货币政策相结合的方式等引导政策促使投资有效流向实体经济，包括加大推进新型城镇化力度，以 PPP 等创新融资模式来吸引民间资本共同推动新一代基础设施建设，如城乡管网升级改造、城际铁路、新一代互联网以及教育、医疗、文化基础设施等等。

表 b 各情景假设下实现经济指标增速目标所需的政策力度

情景	乐观	基准	悲观
全年实际 GDP 增速	6.95%	6.85%	6.70%
全年实际校正 GDP 增速	6.4%	6.3%	6.2%
假设经济增长目标	7%	7%	7%
假设校正增长目标	6.5%	6.5%	6.5%
下半年货币政策所需力度	降息 25 个基点	降准 50 个基点，或是降息两次各 25 个基点	降准 50 个基点以及降息两次各 25 个基点
下半年财政支出（万亿元）	9.42	9.47	9.56
其中预算外支出(亿元)	0	478.5	1435.6
下半年财政支出增长率	9.66%	10.22 %	11.34%

数据来源：上海财经大学高等研究院

（三）中国经济增速超预期下滑诊断

由于要素收益递减客观经济规律，中国经济增长的中枢已经下移，或者说中国经济的潜在增长率已经下滑。但是，这个下滑程度不应该像当前这样来得那么快、那么大。即使抛开深化改革治理等制度建设方面带来的红利不论，从劳动力、资本和全要素生产率等方面看，中国经济潜在增长率并没有大幅下滑，5 到 8 年内有望继续保持在 7% 以上。当然，也不像一些人想象的那么乐观，认为未来 20 年中国都

还能实现 7%，甚至更高，8% 的经济增长（靠一味消耗资源和危及生态环境的粗放式发展也许可达到，但代价巨大）。

劳动力方面，中国的人口老龄化以及劳动参与率的下滑，传统的人口红利面临衰退，从而对经济增长会有一定拖累，但这种拖累是有限的。近些年政府教育投资增加，受教育年限持续增长，其所带来的人力资本增加则有望部分弥补潜在增长率的下降。同时，以解决户籍和土地制度问题为关键（至今基本没做）的城市化辅以大规模开展民工技能培训，其所带来的劳动力从低效率部门向高效率部门的转移，也将是一种劳动力结构的优化调整。从而，如处理得当，劳动力方面的正反两方面因素在 10 年内至少是相互抵消的，乃至正面因素有望大过负面因素，形成高质量人力资本驱动的第二次人口红利。

资本方面，中国近几年资本回报的下降有边际收益递减的内在规律使然，也源于投资结构方面由制造业向基础设施的转移。基础设施投资的特点就是回收期长，但是其正外部性会随着时间的推移而扩大，以“高铁”为例其对单位劳动生产率的提升就是非常明显的。中国大部分地区的路网基础设施依然短缺，同时环保和节能降耗的投资需求也十分巨大。此外，“一路一带”战略带来的新增需求，对于现有制造业过剩产能的化解和输出也有一定的作用。

全要素生产率方面，目前中国的全要素生产率大概还不到美国的五分之一，还有很大的提升和增长空间。由要素驱动转向效率乃至创新驱动的结构性改革是提升全要素生产率方面最有效的手段。本届中央领导集体和政府上任以来，对于转型驱动的结构性改革也有筹划，形成了改革的强大潜在势能。但很多行政部门和地方政府在行动上还未落实，仍处在说得多、动得少的阶段，出现了“上面猛加油门、中层挂空挡、下面频踩刹车”局面，最终令改革发展的力度耗散。

事实上，造成当前中国经济增速超预期不正常下滑的基本原因除了周期性和结构性因素外，还有政府治理方面目标管理缺失、激励弱化或扭曲所导致的政府不作为，包括政策不作为和做事不作为，使之“银行的钱难以贷出去、财政的资金难以用出去、各种审批手续难以批出去”的“三难”现象比较普遍。这正是没有正确理

解发展的逻辑和治理的逻辑及正确处理二者之间的辩证关系，是政府执行力、法治及问责的制度三要素都缺失的问题。财政政策和货币政策其效应都是短期的，治标不治本，关键还在于治理方面的改革，也就是理顺政府与市场、政府与社会之间治理边界的制度性、结构性改革。

一段时间以来，中国经济体制的改革没有形成突破，甚至在一些领域出现倒退。根本原因是完全依赖政府来推动改革，且是自上而下而不是自下而上的改革。这样，由于一些政府官员仍然是继续按照惯性思维、惯性做事方式去改革，改革就很容易发生偏差，甚至往回走。这样，只要政府权力过大，掌握资源过多，中国政府就仍然是一个发展型的政府，中国社会仍然会一如既往地出现“重政府轻市场、重国富轻民富、重发展轻服务”的“三重三轻”现象，市场主体和民间组织很难成长起来。所以，仅仅指出问题和需要做什么，还远远不够。随之更重要的问题就是，谁去做、怎么做的问题。这其中最关键的问题，还是市场和政府谁在资源配置中起决定性作用的问题，直接相关的就是如何处理好国有企业和民营经济的关系问题。

（四）下一步改革、发展与治理方向

中国过去 30 多年改革之所以取得巨大成就最重要的两个关键字，就是“放”和“开”，对外开放，对内放开。这个问题不搞清楚，就做不到让市场在资源配置中发挥决定性作用。现在国企改革有一种取向就是将国企合并，变为唯一的、绝对的垄断，好让国企相互间不竞争，但竞争产生效率，一旦国企垄断市场，国企的效率（并非垄断利润，很多人分不清它们间的差别）就会下降。这个问题不解决就不能做好中长期发展。

任何一个经济体一定是从要素驱动向效率驱动升级，也就是让市场发挥决定性作用，然后再到创新驱动，使民营经济起主导作用。技术创新、商业创新主要靠民企，靠市场激励驱动，而不应由政府主导。需要指出的是，在中国经济从要素驱动向效率驱动乃至创新驱动的转变过程中要素的作用依然不可或缺，只是不能再过多地依靠规模投入，而要通过一系列体制机制尤其是土地制度、户籍制度和金融制度

方面的改革深化使土地、劳动力、资本这三大基本要素在企业家精神和创新精神的驱动下自由流动、优化组合，进而实现效率提升和创新激活。

因而，中国要实现可持续性发展和长治久安须注重两个逻辑：发展的逻辑和治理的逻辑。现代市场制度不可替代，须发挥基础性和决定性作用，其关键是政府的定位必须恰当。只有合理界定政府与市场、政府与社会之间的治理边界，通过三者各归其位又互动互补的综合治理，才能真正实现又好又快的发展。

同时，一个具有有效治理的好制度需具有三要素：法治、执行力、民主监督。从而，一旦基本的制度、改革方向和大政方针决定之后，无论是将政府与市场、政府与社会之间的合理治理边界界定清楚与否，随之而来的就是具体的举措和执行，也就是具体的治理的方法，需要解决一个好的制度或好的治理的三个要素环节，即法治、政府执行力和问责（社会监督及官员问责）。

其一，法治的首要作用是对政府行为的规范和约束，其次才是对市场经济个体。这是“法治”和“法制”的本质差别。一个好的法治环境，可以支持和增进市场，真正让市场发挥基础性和决定性的作用，而政府只是起到维护和服务的作用，这样才能最大限度地压缩权力寻租腐败的空间。市场的本质是“无为而治”，“无为而治”的必要条件是让市场有效，而让市场有效的必要条件是要有一个有效的政府，一个有效政府首先得是一个有限和定位恰当的政府，其定位需要由法治来规范化、有序化、制度化。因此，政府职能从全能政府向有限政府的转变成为关键。

其二，一个善治国家也离不开政府的执行力，也就是所谓的国家能力。市场经济不是无政府状态，它需要的是一个有限而有效的政府，政府在最基本的维护和服务职能方面应充分发挥作用。与此同时，对于当下中国而言，全面深化改革的共识已有，方案已定，但最终还需要靠各级地方政府及其领导干部去贯彻和落实。当前不少基层干部怕犯错、怕担责，执行者的不作为，已经成为改革推进的严重障碍。增强改革的执行力和发展的驱动力，必须从法治、激励和理念三个维度推进综合治理，特别是要发现和培养改革发展的开拓良将。

其三，没有问责，没有社会和媒体的监督，没有责任边界的划定，这样的治理体系将是涣散失效的。没有有质量的量化指标，就没了努力方向，也就无法对官员加以问责，从而官员也就没有责任和动力关注经济发展，不再勇于创新。同时，社会监督也很重要。对于地方政府公共服务质量信息，当地的民众显然更加了解，地方和中央政府往往是信息不对称的。因此，政绩考核体系应纳入当地民众的民意调查，让民众参与完善政绩考评机制，以使得信息更加充分。通过自上而下的问责和自下而上的监督，将对政府及其官员的不作为、乱作为形成有效制衡。

一、中国宏观经济发展的即期特征与主要风险

（一）2015 年以来中国宏观经济发展呈现的主要特征

2015 年上半年，中国经济仍处于转型和改革的转轨时期。部分上游行业面临严重的产能过剩和污染治理问题，开工率下降；其他行业企业（如基建、绿色能源和新技术）受改革红利的影响，出现较好发展前景，但短期内这部分企业对整体生产需求的带动作用有限，总体生产需求依然疲弱，投资增速下滑明显。中小企业利润低和融资成本高的矛盾依然存在、融资需求仍然偏弱且难以满足，规模企业同样存在很多经营困难，工业企业利润出现负增长。其他需求方面，房地产和出口对经济的支撑作用持续减弱，新的增长点尚未出现，投资动力不足；消费需求疲弱，量价增速均放缓。货币政策和财政政策方面，随着 2015 年经济下行压力逐渐增加和股市的波动性增强，政策的主基调由经济结构的改革和转型，转变为促进经济增长和保持金融稳定。在以上背景下，2015 年以来中国经济呈现出以下与往年不同的特点。

1. 工业企业利润负增长，工业生产需求低迷

如图 1-1 所示，2015 年上半年我国工业生产延续了 2014 年的疲软走势，在输入性通缩和部分上游行业产能过剩的压力下，工业生产继续低迷。2015 年 1-6 月，工业增加值累计实际增速仅为 6.3%，低于 2009 年 6 月同期增速，创下往年同期增

速的新低。与此同时，电力消费和钢材产量均出现大幅回落，工业生产持续下行。造成工业生产持续下行的原因依然存在，如图 1-2 所示。

同时，进入 2015 年以来，以利息支出衡量的工业企业的融资成本虽然略有下降，但 1-5 月工业企业销售累计收入下降 2.4%，全部大中型工业企业合计利润才 1.35 万亿，同比下降 7.5%，自 2015 年 2 月以来一直在负值区间运行。工业企业亏损企业数明显上升，工业生产形势依然严峻，未出现明显好转迹象。

此外，国有企业和民营企业的不平等待遇也是制约工业生产活力的重要因素。一方面，国有经济在一些行业（如金融行业、能源行业等）中仍占据主导地位，使得政府在这些行业的资源配置中占据支配性地位，从而限制和压制了市场决定性作用的发挥，导致了当前国有经济领域的四大问题：效率低下、贪腐猖獗、挤压民营经济、机会不均等，从而难以真正实现国家治理体系和治理能力的现代化。而国有企业如果不能解决上述问题，其效率也不可能提高。另一方面，民营企业面临较多的行业进入壁垒和融资约束，其生产活力受到严重制约。如果不降低或消除民营企业的行业进入壁垒，就无法解决该行业的中长期发展问题。任何一个经济体一定是从要素驱动向效率驱动升级，也就是让市场发挥作用，然后再到创新驱动，使民营经济起主导作用。创新不需要政府去做，政府主导的创新从来没有成功过，美国所有的创新基本都由民营企业去做。非常具有创新精神的阿里巴巴、华为这两个企业都是极其典型的创新企业的例子。因此，创新驱动下的经济增长，必然要从消除国有企业和民营企业的不平等待遇开始。

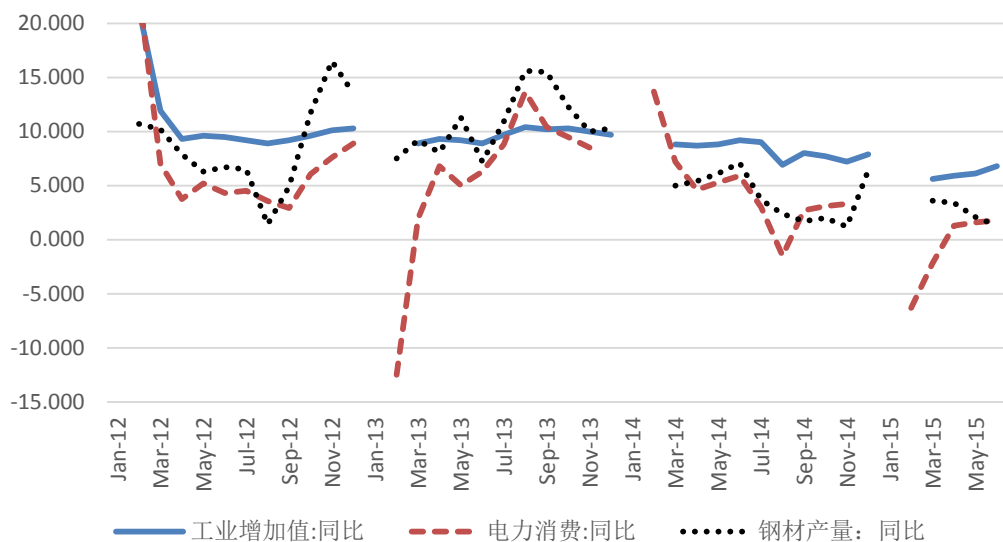


图 1-1 工业生产情况（数据来源：国家统计局、中国电力企业联合会，单位：%）

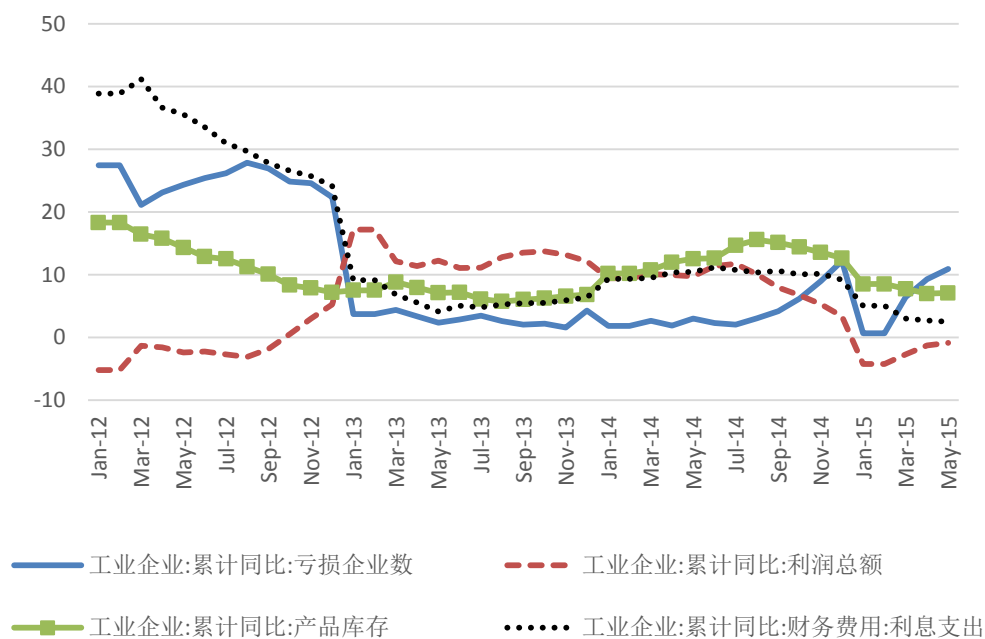


图 1-2 工业库存及盈利情况（数据来源：国家统计局，单位：%）

2. 消费后劲不足，量价增速均放缓

图 1-3 显示，自 2011 年以来名义消费增速逐渐减缓（2015 年上半年社会消费品零售总额同比涨幅为 10.4%，二季度仅有 10.2%），实际消费基本稳定在 10-14% 之间，然而自 2014 年以来基本低于 12%，今年 4 月份甚至只有 9.9%。另外，自 2015 年以来名义消费和实际消费增速基本一致，反映商品价格同比增速基本为零，这从图 1-4 中的商品零售价格增速可以看出。因为居民消费价格指数 CPI 中还包含一些商品零售价格指数之外的价格（比如有些服务价格），所以 CPI 同比增速相对好些，不过其自 2014 年 9 月以来也一直都在低于 2%。由此可见，自年初以来消费显得后劲不足，总体呈现量价增速齐下降的趋势。

究其原因，一方面，从国内来看，由于国内的社会公共服务还不健全，与就业、养老、医疗、住房、教育等密切相关、涉及居民“生（生计）、老（养老）、病（治病）、居（居住）、教（子女教育）”方面的社会福利和保障还远远不够。加上受经济增速放缓引起的收入增速放缓影响，居民消费信心不足。同时，最近股市的剧烈波动已致使大批散户财富大幅缩水，也势必拖累消费增长。另一方面，从外部国际环境来看，由于大多国家外币贬值导致的相应的人民币升值使得更多的人选择在欧洲、日本等地海外采购或代购^①，特别是化妆品、奶粉、箱包和服装鞋帽类，迅速发展的海淘和海代对国内的消费形成一定的冲击。由此，国内外双重因素导致社会消费品零售总额和价格增速均出现减缓，这也进一步反映了国内总体消费需求的疲软和后劲不足。

^①根据中国电子商务研究中心的数据，2012 年和 2013 年中国海外代购市场交易金额分别为 483 和 767 亿元。

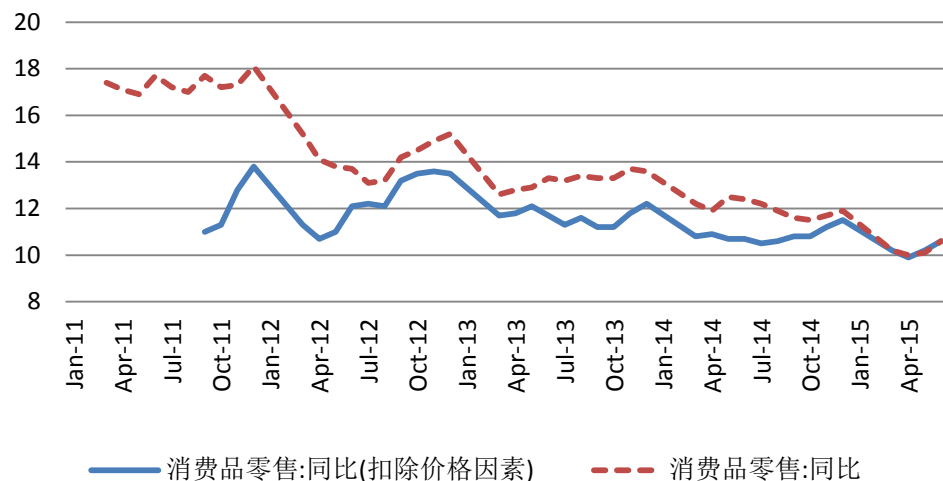


图 1-3 社会消费品零售增速情况（数据来源：国家统计局，单位：%）

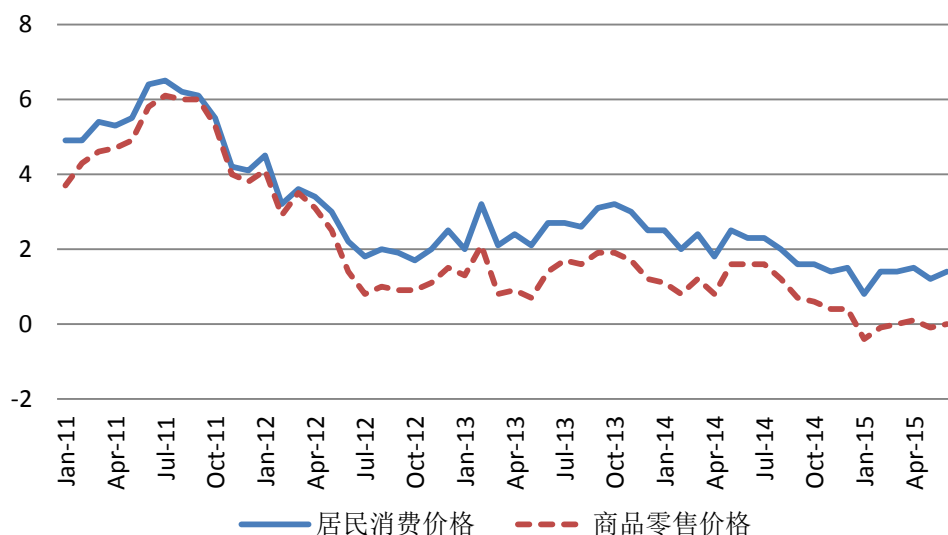


图 1-4 消费价格增速情况（数据来源：国家统计局，单位：%）

3. 投资结构被动调整，投资增速下滑严重，房地产投资下滑尤为突出

随着工业生产的持续放缓和经济结构转型中政府对投资刺激政策的依赖性下滑，中国的投资需求持续降低，2015 年上半年实际投资增速和名义投资增速双双出现大幅下滑（图 1-5）。名义投资增速的下滑幅度大于实际投资增速的下滑幅度，意味着投资价格出现负增长，投资领域的通货紧缩的风险增加。分行业来看，随着房地

产供大于求的问题仍然严峻，房地产投资增速出现大幅下滑，带动了第三产业投资的大幅下滑；而受制于外部国际经济环境的恶化和国内生产需求的低迷，制造业投资增幅也出现大幅放缓。作为投资的主要组成部分，房地产投资和制造业投资的大幅下滑是引起本轮投资大幅下滑的主要原因。

投资的产业结构方面，如图 1-6 所示，第三产业投资增速快于第二产业投资增速，凸显中国投资的产业结构有所改善，但这种产业结构的改善更多的是由于第二产业投资大幅下滑所造成的产业结构的被动改变，并不能作为中国产业结构升级取得显著成效的有力证据。分项目归属来看，地方政府债务问题大大制约了近几年的地方项目的投资增速，在经济进一步放缓的背景下，中央政府通过增加中央项目投资来补位地方政府的项目投资，从而达到稳定经济增长的目的（图 1-7）。因此，中央项目投资增速有所上行，预期 2015 年下半年中央项目对固定资产投资的贡献将进一步增加。

投资主体方面，如图 1-8 所示，民间固定资产投资占总固定资产投资的大部分比重，约为 64%，且该比重仍然处于持续上升的趋势中。但从投资增速看，投资增速仍处于趋势性下滑过程中，且民间固定资产投资增速的下滑更严峻，说明民间投资需求严重不足。

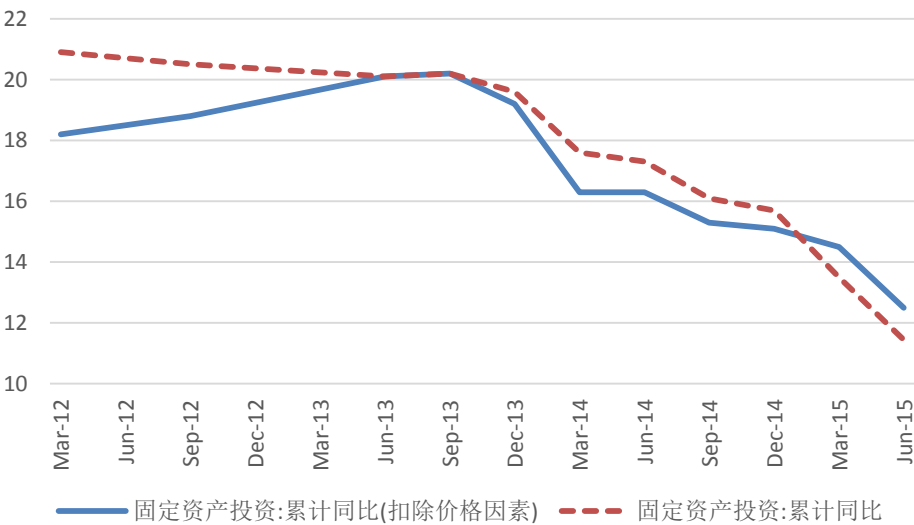


图 1-5 固定资产投资增速（数据来源：国家统计局，单位：%）

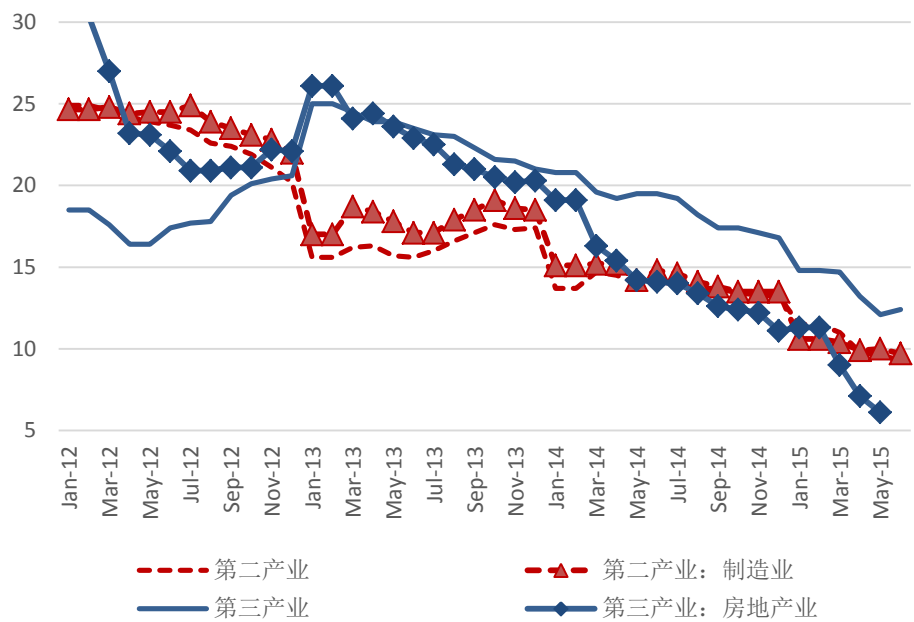


图 1-6 主要行业固定资产投资增速（数据来源：国家统计局，单位：%）



图 1-7 中央、地方项目投资增速（数据来源：国家统计局，单位：%）

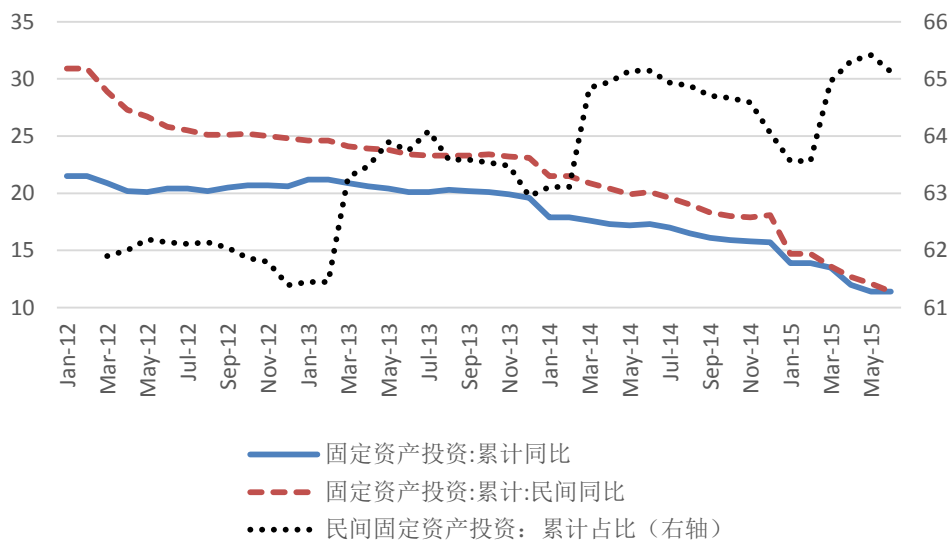


图 1-8 固定资产投资增速情况（数据来源：国家统计局，单位：%）

进入 2015 年以来，中国楼市持续出现剧烈震荡。虽然部分一线二线城市的楼市在 3 月 30 日大规模刺激政策之后房屋销售量有所反弹，但全国范围内房屋销售仍然低迷不振。2015 年上半年商品房销售面积同比只增长 3.9%，同期商品房销售额同比增长更只有 3.1%。更重要的是，市场上已经普遍形成预期，中国城市的房屋不仅短期内而且在长期内都出现相当程度的严重过剩。这种预期除了对楼市价格形成致命性压力，随时可能进一步引发金融的系统性风险，还严重打击了开发商的投资信息，加速宏观经济的下滑趋势。

2015 年上半年我国房地产开发累计投资增速只有 4.6%，比受国际金融危机严重冲击的 2009 年上半年增速 8.3% 还要低很多，是 1998 年房改以来最低的，比 2014 年全年 10.5%（1998 房改以来最低年化增长率）要下降一半多。其中 2015 年上半年住宅类房地产投资增速只有 2.8%，且这半年以来的跌幅逐月迅速扩大。连“3.30”楼市刺激政策看起来都丝毫不能对开发商的投资信心起到恢复作用，形势十分严峻。

同样，各线城市中的房地产投资分化明显。2015 年上半年除了一线城市房地产投资增速有所回升，1.5 线城市增长乏力，其他各线城市多数表现疲态，不少城市都出现了房地产投资负增长。

过去十多年以来，房地产投资通常占我国固定资产投资 20%左右，房地产投资生成的资本形成额占我国 GDP 的 10%左右。经过测算，如果房地产投资增速下降一半，我国固定资产投资增速要下降 10%左右（即 2 个百分点左右），我国 GDP 增速要下降 5%左右（及 0.35-0.4 个百分点左右）。这还是只考虑房地产投资的直接效应，没有考虑其间接效应（产业关联效应）的前提下。由此可见，房地产投资的走势对宏观经济走势至关重要。

4. 内外需双重乏力，贸易顺差被动增加

2015 年上半年，进出口总额为 18807.75 亿美元，同比下降 6.9%。其中，出口总额为 10720.11 亿美元，同比增长 1.0%；进口总额为 8087.64 亿美元，同比大幅下跌 15.5%。进口增速较出口增速的大幅下滑也使得中国对外贸易顺差被动扩大，2015 年上半年，中国对外贸易顺差已达 2632.47 亿美元，较 2014 年同期增加 1603.82 亿美元。图 1-9 显示了季节调整之后的中国出口增速和进口增速。此外，作为中国对外贸易的风向标，2015 年春季广交会成交额为 280.6 亿美元，较去年同期下降 9.6%，预示中国进出口的前景堪忧。

出口企业面临外部需求收缩和市场竞争日趋激烈的双重压力，出口增速大幅放缓。如图 1-10 所示，2011 年以来，出口价格指数出现明显下降，出口数量有所波动但并无明显变化。从供需变动的角度来看，在出口数量保持稳定的情况下，出口价格明显下行反映了出口市场上的需求收缩和供给增加在同时进行。其中，需求收缩源于主要贸易伙伴国经济增速的下行，供给增加说明出口市场的竞争日趋激烈。具体来看，需求方面，2008 年金融危机以来，世界主要经济体的经济衰退已经迫使国际贸易做出被动调整，全球贸易量占 GDP 的比重尚未恢复至 2008 年之前的水平，中国出口面临的外部环境并无明显改善，形势依然严峻，中国的外部需求出现严重分化。具体来看，受美国经济稳步复苏和东南亚国家经济稳定增长的影响，中国对美国、东南亚国家联盟的出口稳步增长，增速分别为 9.3% 和 9.7%；受希腊债务问题拖累，欧元区的复苏非常缓慢并面临很大的不确定性，日本经济依然疲弱，能否

走出多年的通缩仍然存疑。在此背景下，2015 年上半年中国对欧盟、日本的出口增速出现大幅负增长，分别为-2.5%和-10.6%。可见，欧盟和日本经济的疲弱走势、人民币相对于欧元、日元的大幅升值都是造成今年出口需求大幅下降的重要原因。

供给方面，出口企业面临的市场竞争越来越激烈。一方面，中国出口企业的成本日益上升（如融资成本、劳动力成本、汇率波动成本、环保压力带来的成本等），出口利润被动压缩，成为影响中国出口增速的一个关键因素。另一方面，东南亚各国在出口市场的低成本优势日益凸显，抢占了部分中国出口产品的市场份额，对中国出口造成了一些负面影响。图 1-10 显示，2012 年以来，中国出口企业面临了越来越激烈的竞争环境，出口价格基本维持零增长的趋势，而出口企业面临的生产成本却在逐年上升，导致中国出口企业的利润空间不断被压缩。

受国内生产需求不足和国际大宗商品价格持续下跌的影响，进口数量和进口价格双双大幅下滑。图 1-11 显示，2011 年以来进口数量和进口价格均出现下降，且价格下降幅度更大。从供需变动的角度来看，数量和价格的同时下滑主要是由进口市场的需求收缩引起。具体来看，中国的进口商品以工业品为主，生产活动的景气状况是影响进口需求的主要因素。受产能过剩和居高不下的融资成本的影响，中国的工业生产持续低迷，使得进口需求持续收缩，是当前进口数量大幅下滑的根本原因。而未来中国经济结构调整和改革的预期将进一步加大中国内部生产需求的不确定性，进口需求短期难以出现明显好转。此外，国际大宗商品（如原油、铁矿石等）占据了我国进口品的较大比例。国际大宗商品价格的大幅下滑是我国进口价格大幅下滑的根本原因。此外，作为国际大宗商品的主要需求方，我国生产需求的低迷也进一步加剧了国际大宗商品价格的下滑。而世界主要经济体复苏的不确定性、国际地缘政治风险、我国生产需求复苏的不确定性均增加了大宗商品价格的不确定性。预计 2015 年全年，我国的进口增速将依旧低迷并伴随着更大的不确定性。从贸易方式来看（图 1-12），截至 2015 年，我国加工贸易进口占总进口的比重约为 30%左右，加工贸易进口是加工贸易出口的一种派生需求，我国的出口增速较进口增速更大，出口增长通过加工贸易带动了部分进口增长（加工贸易的进口）。因此，出口对进口产生了一定的带动作用，如果不考虑加工贸易，那么进口的下跌幅度将更大。

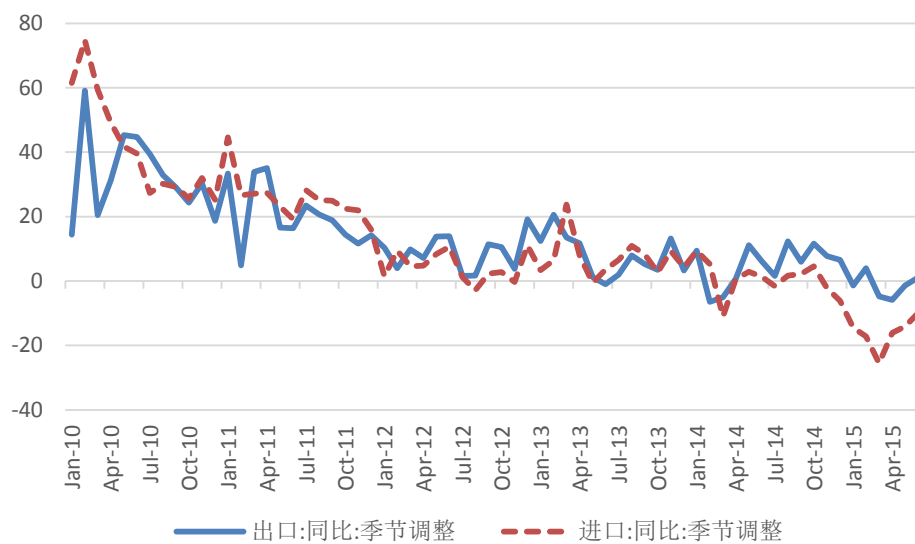


图 1-9 季节调整后的出口增速和进口增速（数据来源：海关总署，单位：%）

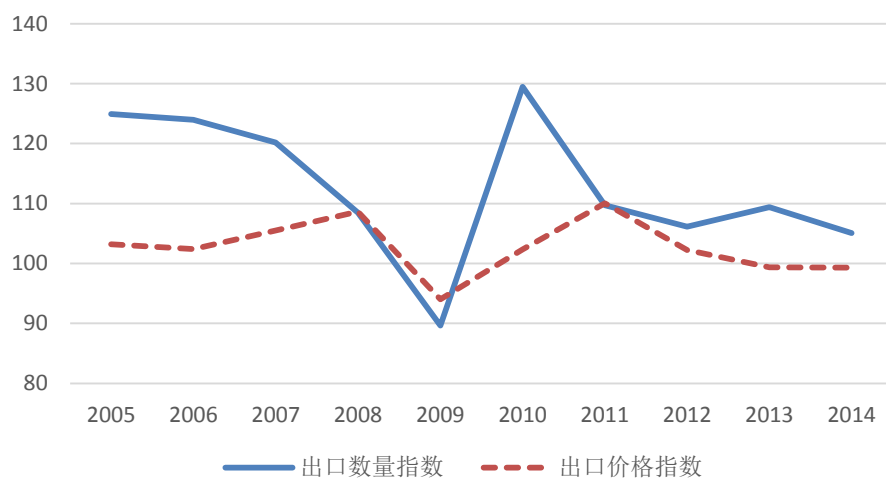


图 1-10 出口数量和出口价格（上年=100）（数据来源：海关总署）

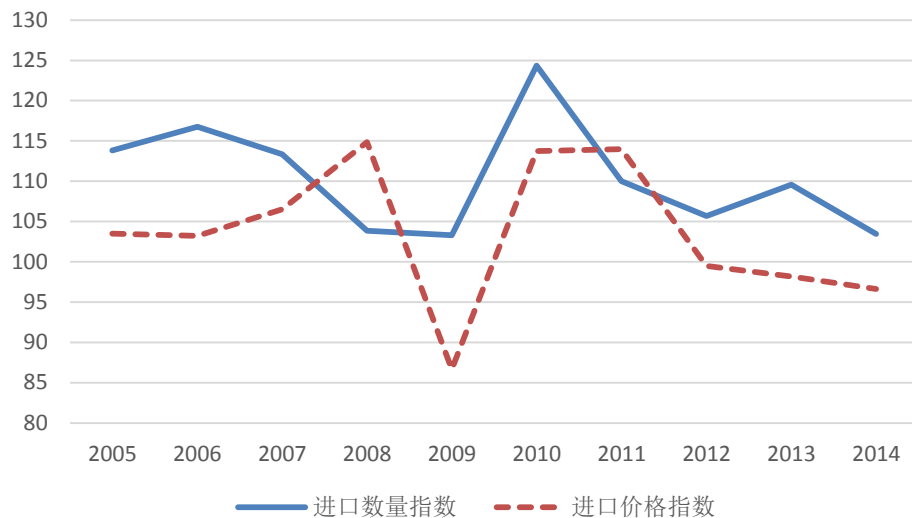


图 1-11 进口数量和进口价格（上年=100）（数据来源：海关总署）

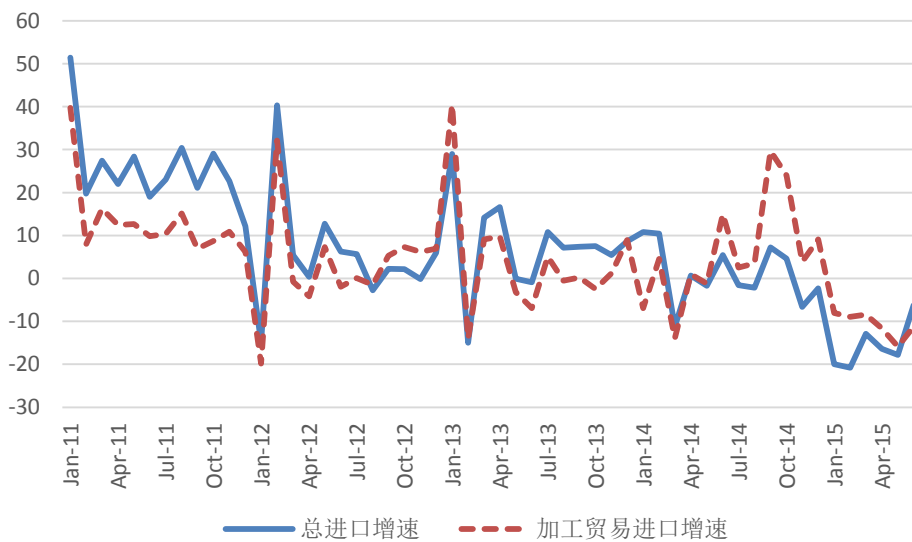


图 1-12 加工贸易进口增速和总进口增速（数据来源：海关总署，单位：%）

5. 社会融资结构悄然变化，人民币贷款主体地位未变

截至 2015 年 6 月我国社会融资总量累计新增 8.8 万亿元，同比少增 1.5 万亿元。然而值得注意的是，虽然今年前六个月我国社会融资总量较去年同期有所下降，但其结构正在悄然变化。从图 1-13 可以看出，自去年一季度开始，随着进口增速的逐

渐下降，外币贷款占比逐渐下降，截至 6 月，对实体经济发放的外币贷款折合人民币累计增加 436 亿元，同比少增 3251 亿元。自去年年初以来，随着监管部门对信托、理财产品、平台贷业务等影子银行业务和地方债进行清理，银行委托贷款、信托贷款以及承兑汇票融资规模大幅下降，三者总和占比社会融资总量断崖式下降至 6.7%，创五年新低。企业债券净融资今年前六个月共增加 9286 亿元，较去年同期少增 3751 亿元，占比社会融资总量约 10.5%，同比下降 2.2 个百分点。而人民币贷款和股票融资同比大幅增长。其中，前六个月非金融企业股票融资规模累计新增 4245 亿元，对社会融资总量的贡献为 4.8%，创六年新高，这主要受益于自 2014 年 11 月到今年 6 月 12 日我国股市受政策利好驱动的暴涨和 IPO 审批进度的加快。综合股票融资和债券净融资来看，虽然我国企业直接融资对社会融资总量的贡献较去年同期水平并未出现显著变化，但直接融资中股票融资占比显著提高。人民币贷款规模和占比均大幅增加，一方面是因为央行频繁降准降息使得流动性较充足，另一方面是因为银行表外授信规模大幅收缩使得大量表外授信转入表内。截至 6 月，人民币贷款同比累计增加 6.6 万亿元，占比约 74.8%，较去年同期水平增加 19.2 个百分点。

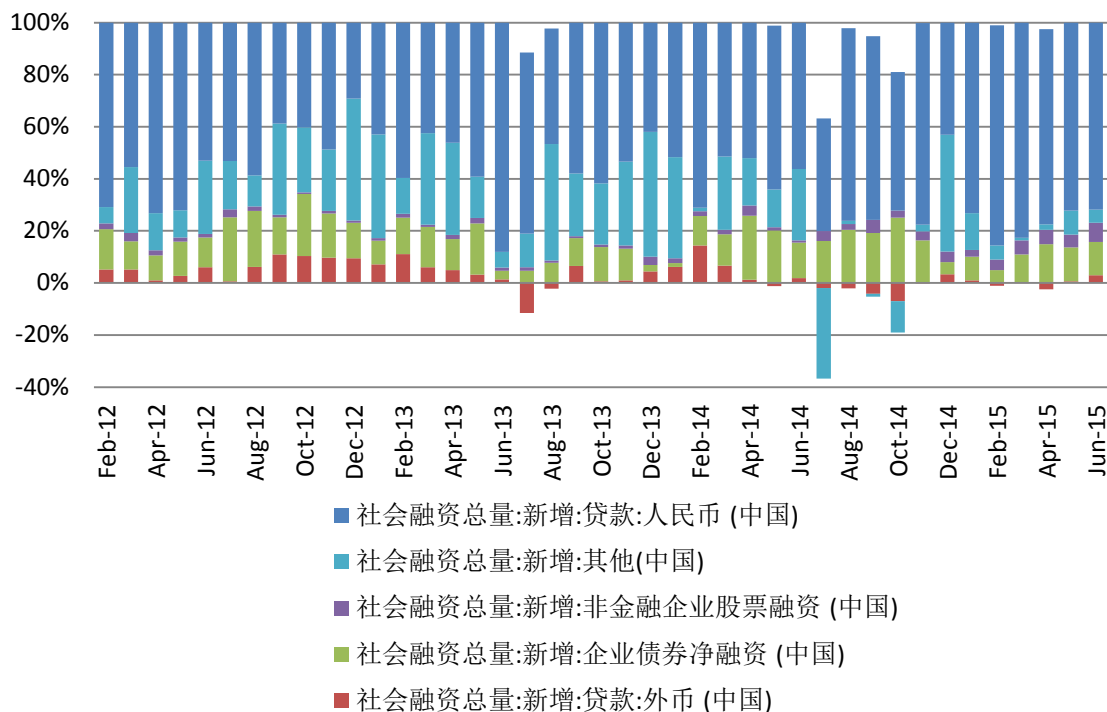


图 1-13 社会融资结构（数据来源：中国人民银行）

从图 1-13 中可以看出，人民币贷款长期以来占据社会融资的支配地位，其对社会融资总量的贡献几乎保持在 60% 以上。由此可以看出，我国是以银行为主导的金融体系。而我国商业银行的利润主要来自存贷息差，自去年 11 月以来基准利率和存款准备金率分别调降四次和数次，并且存款利率的上浮空间进一步扩大，这使得银行系统的利润空间越来越小。据银监会所公布的数据，我国商业银行一季度实现净利润 0.44 万亿元，同比增长 3.73%，总体而言银行业利润增长趋缓。另外，一季度我国商业银行的不良贷款率为 1.39%，贷款减值损失准备约为 2.1 万亿元，拨备覆盖率为 211.98%，贷款拨备率为 2.96%。从这些数字来看，我国商业银行的整体风险抵补能力比较稳定。但是根据 Bankscope 的数据，截至 2014 年末，我国商业银行表外授信额度约为 21.5 万亿元。根据市场各方估计，商业银行表外授信流入地方政府融资平台和房地产行业各占三分之一，而这两个领域正是目前我国经济的两个重要症结。一方面由于地方政府收入逐步下降，地方政府偿债能力进一步下降；另一

方面，房地产行业的不景气也使得房地产商的偿债能力下降。因此，我国商业银行的表外业务中所蕴含的风险不容忽视。

6. 国际收支呈现新常态，经常账户对国际收支的影响减弱

在中国经济新常态的大背景下，中国的国际收支也呈现出与以往不同的波动特征。中国国际收支的新常态主要呈现出以下特征：第一，经常账户对国际收支的影响在逐渐减弱，金融账户对国际收支的影响在增强。如图 1-14 所示，2009 年以前，经常账户（贸易顺差）是影响国际收支差额的主导因素。2009 年以来，随着中国对外贸易的收缩和国际资本流动的增加，经常账户对国际收支差额的影响在逐渐减弱。2012 年和 2014 年，甚至出现了经常账户和国际收支差额的背离。于此同时，金融账户的净额在增加，其波动性也在增强，成为近几年国际收支波动的主要因素。第二，金融账户的短期波动性增强。综合图 1-15 至图 1-17，2009 年以来，金融账户收支差额大幅增加，其波动性也增强，尤其是以短期波动为主，金融账户是近几年国际收支差额变动的重要影响因素，也是使得贸易顺差与国际收支差额背离的主要原因。第三，净误差与遗漏项下滑严重，需警惕热钱和资本外逃。图 1-14 所示，当前，净误差与遗漏项对国际收支差额的影响愈来愈大，假定国际收支统计误差保持基本稳定的情况下，可推断进出中国境内的热钱和其他非法资本在近几年有所增加，是资本监管部门应该关注的一个重要现象。

国际收支新常态对中国的货币政策具有重要的影响。进入 2015 年以来，受进口大幅下滑的影响，贸易顺差被动增加，但外汇占款却在逐渐下降，可见，贸易顺差已经不再是影响外汇占款的主要因素，外汇占款将更多受到国际资本流动的影响，尤其是短期资本流动的影响，这使得当前进出中国的国际资本的波动性变大，进而增加了国际收支差额的波动性。在当前汇率制度下，国际收支差额是影响外汇占款的主要因素，国际收支差额的波动性将使外汇占款的波动性和预测难度都大大增加，而外汇占款作为投放基础货币的主要渠道，对中国的货币供应量一直有重要的影响。

随着外汇占款波动性和预测难度的增加，中国长期以来的被动型货币投放将略有改善，货币政策操作将获得更大的主动权，但难度也在增加。

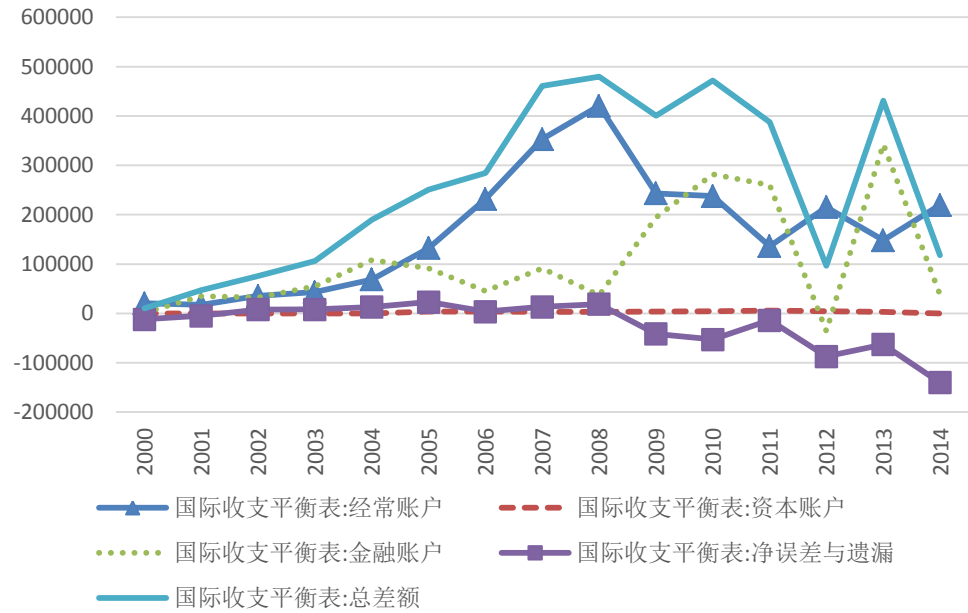


图 1-14 国际收支情况分析（数据来源：国家外汇管理局，单位：百万美元）

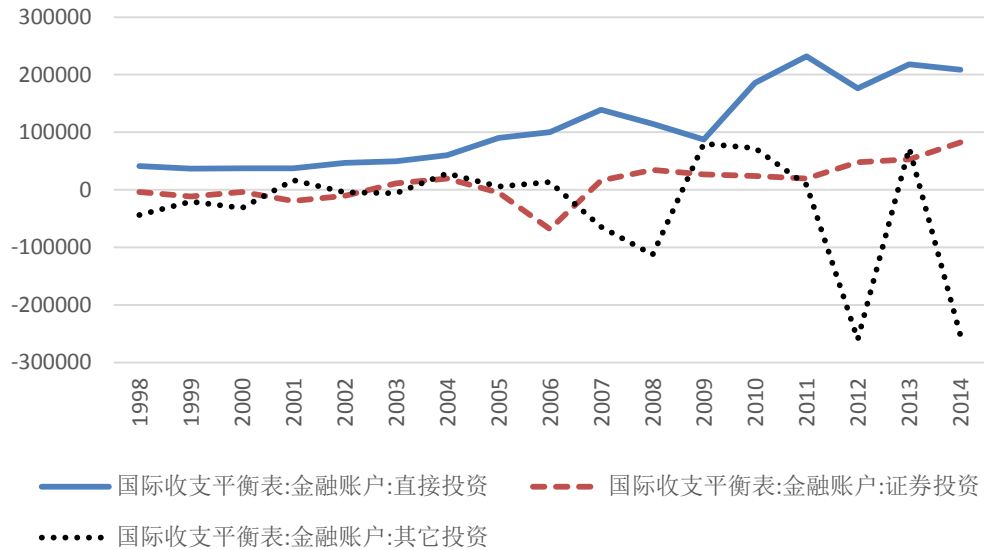


图 1-15 国际收支平衡表：金融账户的构成（数据来源：国家外汇管理局，单位：百万美元）

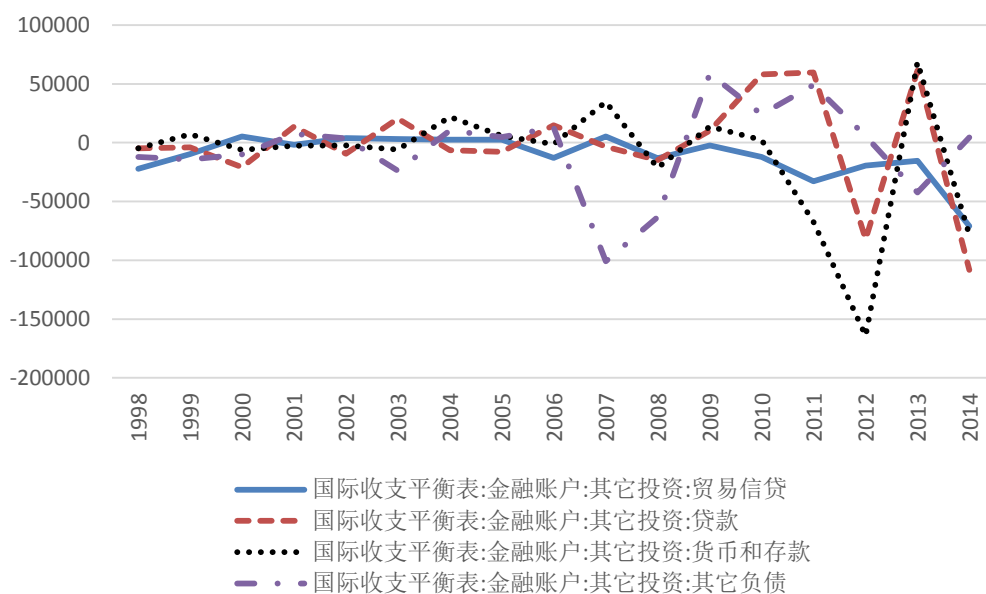


图 1-16 国际收支平衡表：金融账户：其他投资的构成
(数据来源：国家外汇管理局，单位：百万美元)

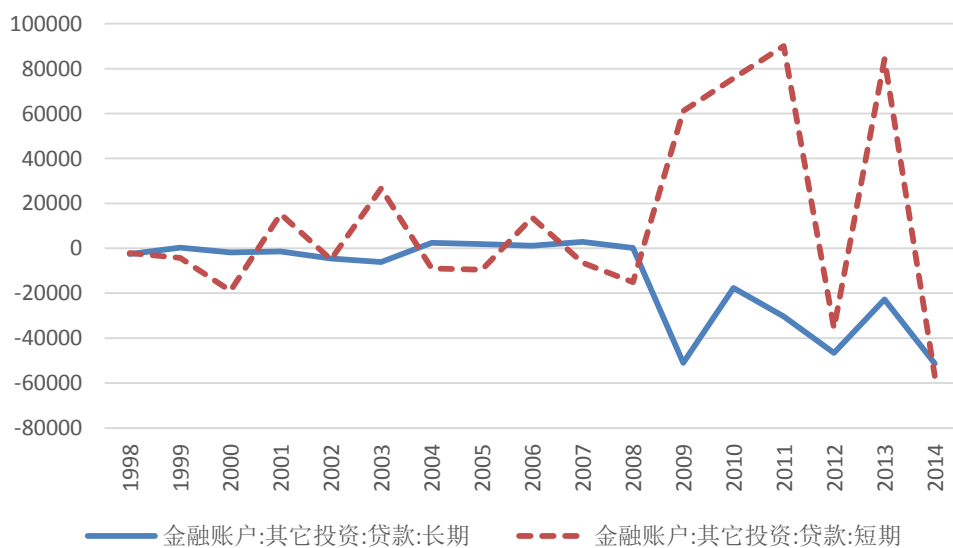


图 1-17 国际收支平衡表：金融账户：其他投资：贷款的构成
(数据来源：国家外汇管理局，单位：百万美元)

7. 基于统计偏差分析，增速下滑幅度可能高于官方数据

今年上半年官方公布 GDP 增速为 7%，为六年以来的最低点，但仍然高于市场预期，并再次引起对宏观经济数据准确性与统计偏差的广泛热议。根据中国电力企业联合会的数据，一季度全社会用电量增速仅有 0.8%，二季度累计用电增速略有回升，但仍只有 1.3%，上半年累计同比增速较去年末下降了 2.5 个百分点，较去年同期下降了 3.9 个百分点。分产业看形势更为严峻，占总用电量达七成的工业用电量连续四个月同比下降。第三产业用电量增速为 8.2%，低于金融危机时期的平均增速。同时，国家统计局数据显示，截至 5 月，铁路货运总量同比下降 9.8%，降幅从年初开始持续下滑。如图 1-18 所示分别为用电量增速、铁路货运量增速与中长期贷款增速与 GDP 增速的走势。可以看出，除贷款增速在货币政策的影响下有所提升外，用电量与货运量都出现了显著下滑。由于上半年几大关键指标增速持续低迷且出现负增长，许多研究机构估算的实际 GDP 增速都低于官方数据。美国花旗银行甚至根据“克强指数”估计一季度 GDP 增速可能只有 5%，远远低于官方公布的 7%。

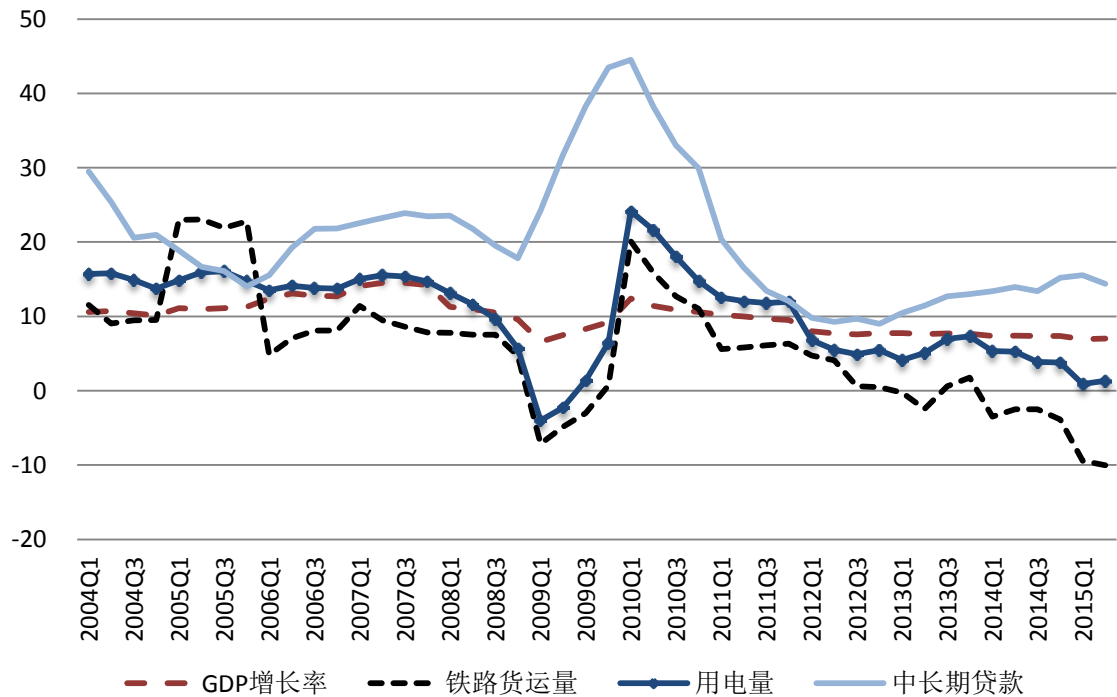


图 1-18 用电量增速、铁路货运量增速与中长期贷款增速与 GDP 增速的走势

(数据来源：国家统计局，单位：%)

为了剔除统计偏差的影响，准确估算我国经济的实际运行情况，需要利用替代指标^①。由于“克强指数”的三大关键指标即用电量、贷款发放量与铁路货运量，分别涉及电网、银行和铁路的具体业绩，易于核实，受地方政府干涉造成虚报的可能性较小，并且使用月度数据，此在监测实体经济运行走势时具有天然的优势，因此该指数被诸多研究机构广泛采用。我们根据这三大经济指标，使用 2003 年一季度至今的数据构造了“克强综合指数”用于评估实体经济的景气形势。据我们的测算，该指数一季度低于 GDP 增速的幅度达到 2009 年二季度以来的最低水平，并且二季度继续下滑，据此校正后的一季度 GDP 增速仅 6.5%，二季度校正 GDP 增速更只有 6.3%。此外，几大关键指标进入二季度之后的表现持续疲弱预示下半年经济形势不容乐观，同时，“克强指数”今年以来直线下滑，下调的斜率达到金融危机以来的历史最低点，预示经济下行风险大大增加。

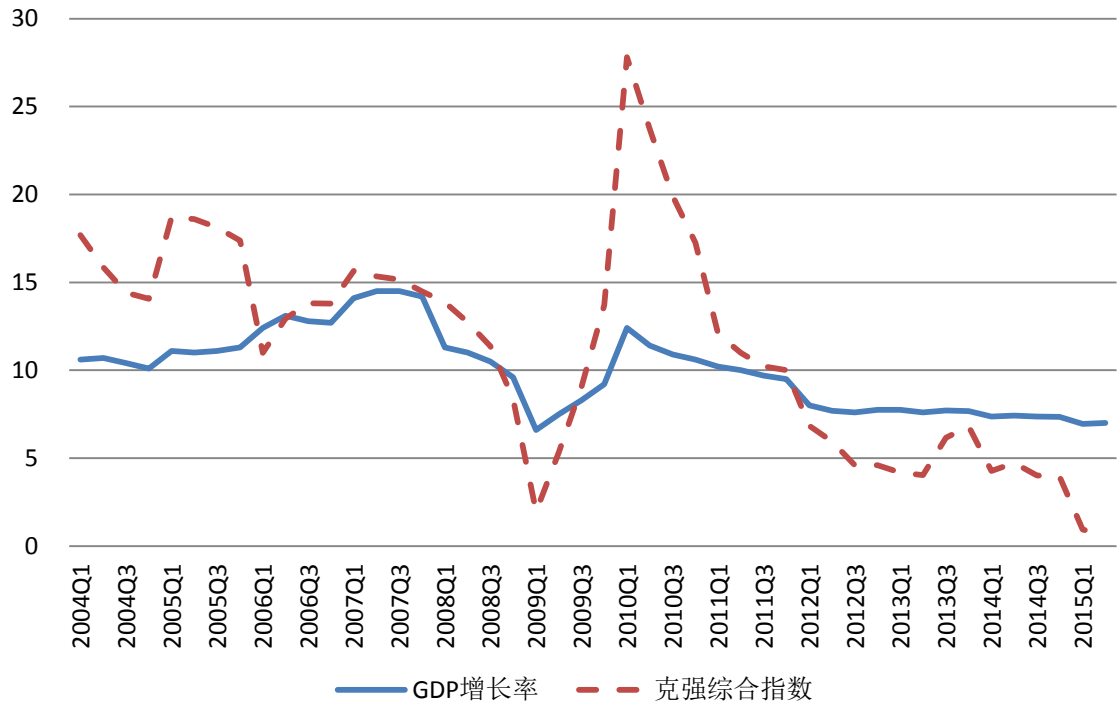


图 1-19 克强综合指数与 GDP（数据来源：国家统计局、上海财经大学高等研究院，单位：%）

^①鉴于国内有学者提出工业增加值数据也可能存在与 GDP 数据类似的偏差问题，因此我们并没有考虑使用工业增加值估算真实 GDP。

需要说明的是，随着将来经济结构的调整和优化，第三产业比重持续上升，第二产业尤其是重工业的比重不断下降，能源结构将不断优化，高耗能产业比重下降，单位 GDP 的能耗将逐渐降低，铁路货运需求增速和用电量增速都会逐渐减少。但是经济结构的转型不可能一蹴而就，而“克强指数”使用的关键指标与宏观经济运行仍然是息息相关的，由于这些指标不易被人为操纵，相对可靠，在可以预见的短期内，该指数仍将是把握我国经济实际运行情况的重要参考依据。为了比较准确地把握 GDP 的变动趋势，我们根据统计相关性分析确定三种指标的口径，根据我们分析结果，全社会用电量、铁路货运量与中长期贷款量与 GDP 的相关性分别达到 0.8、0.68 和 0.35，据此构造的“克强综合指数”与 GDP 的相关性达 0.82，用于分析实体经济形势具有较高的可靠性和准确性。

（二）中国宏观经济下一步发展面临的内部主要风险

1. 通货紧缩迹象显现，风险依然较大

上一节我们阐述了 GDP 数据可能呈现一定的偏差，实际经济存在一定的下行风险。但实际上，即使 GDP 数据是完全正确的，我们基于此构造的 GDP 平减指数（GDP deflator）在上半年已经为负暗示经济的通货紧缩迹象已经显现。

我们根据国家统计局公布的 GDP 名义值以及实际同比增长率构造计算得到的 GDP 平减指数非累计同比增长率在一季度和第二季度分别为-1.05%和 0.07%，上半年累计同比增长率为-0.46%，详细相关数据参见图 1-20。尽管二季度增速略有上升，但依然位于 0 附近，而且自 2011 年三季度以来总体呈现下降的趋势，今年已经下降到 0 以下，显示整体经济的通货紧缩迹象已经显现。进一步基于模型预计下半年 GDP 平减指数同比增速还是位于 0 附近，通货紧缩风险依然较大。

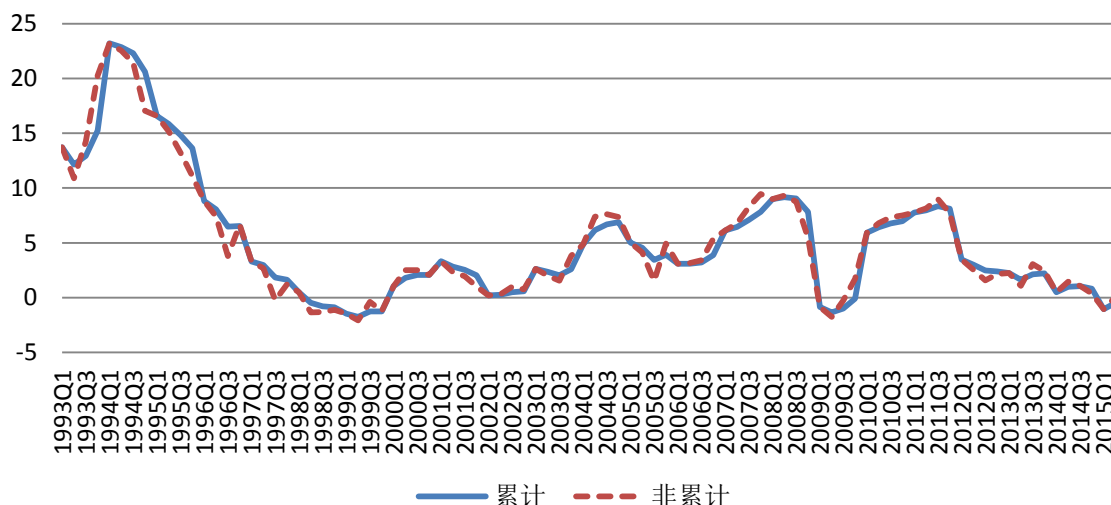


图 1-20 GDP 平减指数同比增长变化情况（1993-2015）

（数据来源：上海财经大学高等研究院^①，单位：%）

GDP 平减指数涉及全部商品和服务，反映一般物价水平走向，是对价格水平最宏观的测量。相比较而言，CPI 侧重于居民消费方面的价格变化情况，PPI 侧重于工业生产方面的价格变化情况。CPI 受食品价格影响较大，PPI 受国际大宗商品价格影响较大，因此它们不能够像 GDP 平减指数那样很全面地反应整个经济的价格变化情况。从过去几年的趋势和物价结构看，CPI 受食品业和服务业价格上涨影响尚未出现负增长。根据我们的数学模型和计量分析^②，食品对 CPI 的影响约占 33%，服务业对 CPI 的影响约占 30%。进一步的分析显示在食品中影响最大的是肉禽及其制品，其中占比较大的猪肉价格对整个 CPI 的影响约占 2.7%。根据猪肉价格的周期性分析（1.5-2 年），以及至今年 4 月份处于 2009 年以来新低的生猪存栏数和能繁母猪数量，猪肉的供给下降，预计未来一年左右猪肉价格基本呈现上升的趋势。一旦到年底猪肉价格上升到每公斤 30-32 元，则月度同比上升约 20-28%，影响居民消费价格总水平上涨约 0.54-0.75 个百分点。从服务业来看，由于人口红利的逐渐消失，劳动力成本逐渐上升，服务业价格基本稳定小幅上升（5 月份增速 2.1%，6 月份增

^①我们是根据国家统计局公布的 GDP 数据构造出来的 GDP 平减指数（1993-2015）。如果 GDP 数据完全正确，我们可以证明构造的 GDP 平减指数没有问题。反之，可能和国家统计局未公布的 GDP 平减指数有一定的偏差。

^②我们用不同的方法（如解方程和回归分析），结果是稳健的，而且和国家统计局的家庭消费支出的微观调查数据（2002-2012）基本一致，说明我们研究分析的结果是合理的。

速 2.2%），预计 2015 增速基本在 2.2%左右。进一步从外部因素来看，自年初以来的几次降息降准也会对 CPI 有一定的提振作用^①。因此结合以上分析以及我们的数学模型和计量分析，我们预计 CPI 下半年会有小幅上升，全年同比增长约 1.5%。

另一方面，2015 年上半年，工业生产者价格指数（PPI）同比下降至 4.6%，其中生产资料出厂价格同比下降 6%，生活资料出厂价格同比下降 0.2%。根据我们的数学模型和计量分析，生产资料出厂价格对 PPI 的影响约占 76.3%，影响 PPI 下降约 4.57 个百分点，生活资料出厂价格对 PPI 的影响约占 23.7%，影响 PPI 下降约 0.05 个百分点，可见上半年 PPI 的大幅下降主要是由受国际大宗商品价格下降以及产能过剩影响较大的生产资料出厂价格大幅下降所致。进一步的分析显示，在生产资料出厂价格中下降最大的是采掘工业，同比价格下降 19.1%，影响 PPI 下降约 0.93 个百分点，其次原材料出厂价格下降 8.5%，影响 PPI 下降 1.85 个百分点，这两项加在一起影响 PPI 下降 2.78 个百分点，生产资料中的另外一类加工业上半年同比下降 3.6%，影响 PPI 下降 1.79 个百分点。在采掘和原材料行业，煤炭和石油产业有着重要的影响。由于煤炭库存处于近几年来历史低位，煤炭合同价自今年年初已略有上升，实际交易价格自今年 5 月份已经基本止跌，预计煤炭价格同比今年降幅收窄，并有上升趋势。另外，考虑到国际石油产量持续增加，预计今年石油价格基本呈现低位震荡的走势，只是下半年由于基数效应，同比降幅会有所减小。鉴于以上分析，预计在其它行业基本稳定的情况下，下半年 PPI 下行压力会有所减缓，PPI 全年同比下降约 4.5%。但这并不代表工业领域的通缩有所减缓。事实上，PPI 自 2012 年 3 月以来已连续 40 个月负增长，导致很多企业盈利能力下降，亏损企业数量增多，实体经济投资增幅下行。下面的投资价格分析进一步说明了实体经济投资的下行风险。

正如上面所述，2015 年上半年，国内生产总值价格指数累计同比增长为-0.46%，说明整个经济的通货紧缩迹象已经显现。从经济增长的需求面来看，消费、投资和进出口的价格指数均处于下降趋势，并且投资价格和进出口价格已经呈现负增长，

^①我们用 BVAR 做实证分析，结果也显示降低利率、增加流动性有助于提高经济和通胀水平，而且利率对于通胀的影响有一定的滞后性（滞后两个季度）。

如果任由这种趋势持续下去，经济全面通缩将成为现实。具体来看（图 1-21），固定资产投资价格指数已经连续三个季度呈现负增长，综合固定资产投资额度的增速下滑的事实，可以判断固定资产投资价格和数量的双重收缩主要由投资需求大幅减少所导致。而投资价格的负增长将使投资预期更加恶化，从而加重对投资需求的悲观预期，导致投资需求进一步减少。可见，投资价格的负增长将使投资需求陷入恶性循环，如果不加以政策干预或改善，投资价格下行的状况将大幅拖累投资增速并继续导致经济下滑；消费方面，当前消费品价格指数（CPI）虽然为正，但工业生产者价格（PPI）持续三年以来的负增长已经开始对消费品价格产生影响，CPI 自 2014 年 9 月份以来一直处于低于 2% 的水平，还在继续下滑。较低的消费产品价格水平会让消费者更加受益，也将继续压缩生产者的利润水平；对外贸易方面，出口价格于近几个月出现负增长，出口价格的负增长一方面反映了国内消费品价格增速的放缓，另一方面也反映了出口市场上日趋激烈的竞争环境；进口价格主要受国际大宗商品价格的影响，随着国际大宗商品价格的持续低迷，中国的进口价格指数也出现大幅负增长，将使中国的输入型通缩压力将进一步加大。以上几类价格中，固定资产投资价格指数和工业生产者出厂价格指数（PPI）的负增长说明中国的投资和生产环节已经陷入通缩，是当前实体经济发展面临的主要障碍，也将对长期经济增长产生最为显著的负面作用。因此，投资生产环节面临的通缩风险是当前中国经济增长面临的主要风险之一。

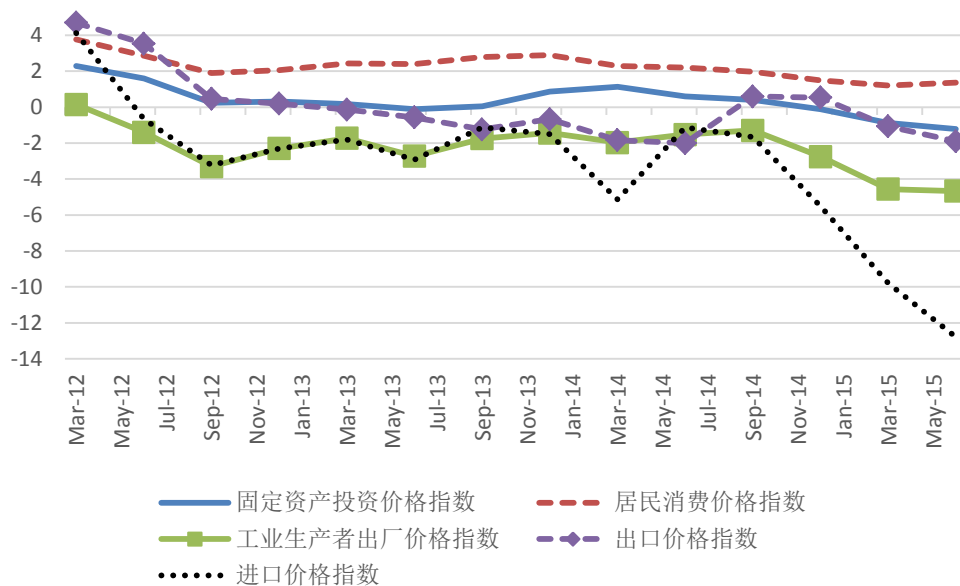


图 1-21 主要价格指数走势(数据来源：国家统计局、海关总署，单位：%)

因此，尽管目前 CPI 还没有出现负增长，且根据我们的分析和预测下半年会有所好转，但这并不表明经济没有通货紧缩风险。根据计算的 GDP 平减指数以及投资生产价格的持续下行，整个经济的通货紧缩迹象已经显现，风险依然不容忽视。

2.表外项目和地方债务置换继续加码银行压力

据我们估计，截至 2015 年一季度，我国商业银行表外授信额约为 20.3 万亿元，较去年末减少 1.2 万亿元。如表 1-1 所示，按照不同信用转换率以及 2014 年四季度表外授信额度和不良贷款率来计算，商业银行需要对表外授信计提的贷款减值准备约为 0.13 至 0.27 万亿元；按 2015 年一季度表外授信额度以及不良贷款率来计算，商业银行需要对表外授信计提的贷款减值准备约为 0.14 至 0.28 万亿元之间。在经济运行状况没有根本性改善且股市剧烈波动的情况下，表外授信不良规模可能会进一步增加，预计二季度这一规模将继续扩大。而 2015 年一季度银行业的净利润仅为 0.44 万亿，目前存量表外融资一旦发生违约，一季度银行业的利润将被侵蚀掉 31.8% 至 63.6%。作为我国金融系统的主体，银行系统不仅面临存贷息差不断被压缩的压力，同时表外融资作为未被纳入监管范围的业务也存在不可忽视的风险。在经济持

续疲弱和股市极不稳定的形势下，央行有可能实施更加宽松的货币政策，即进一步调降基准利率和（或）存款准备金率来为实体经济和股市提供充分的流动性。商业银行存贷息差被压缩的幅度将会进一步加大，而银行业的信贷结构很难在短时间内调整。因此，我国商业银行所面临的压力将越来越大。

表 1-1 表外融资可能产生不良贷款（单位：万亿元）

信用转换率	100%	80%	50%
2014Q4	0.27	0.21	0.13
2015Q1	0.28	0.23	0.14

数据来源：上海财经大学高等研究院

根据 2013 年审计署公布的数据，截至 2018 年地方政府有偿还责任的到期债务总额约为 6 万亿元。作为地方融资平台所募资金的主要提供者，银行在当前经济下行过程中面临着较大的压力。地方政府偿债能力每况愈下，导致了我国银行面临的违约风险前所未有。由于地方债务体量巨大，在地方政府出现违约之前，为了防范出现系统性金融风险，财政部分别于 3 月和 6 月分别发文，确定由地方政府发行长期债券以替代今年到期的债务，并确定两批置换规模均为 1 万亿元，从而完全覆盖所有今年即将到期的地方政府有偿还责任的 1.86 万亿元债务。另外，据彭博新闻报道，我国正在考虑第三批地方政府债务置换额度，初步设在 1 万亿元。由此可以看出，债务置换可能是未来一段时间解决到期政府债务问题的主要手段。

在成熟的债券市场，在债券需求一定的情况下，债券供给增加，将使得债券利率下降和收益率上升。也就是说，在流动性不变的情况下，中长期利率将被推高，或者在释放流动性有限的情况下，中长期利率将难以下降。目前来看，由于过去半年央行数次降准降息，市场上流动性充足，所以在 5 月和 6 月发行将近 5000 亿元置换债券的情况下，十年期国债的利率没有出现显著的上升。但是到今年年底还有 1.5 万亿元置换债券的发行需要完成。如果未来三年到期的债务均通过发行债券置换的话，债券市场中长期债券的供给还将至少增加 4 万亿元的规模。如果这些债券主要通过国内投资者消化，央行仍需要多次大规模的降准或降息并且持续较长年限才能

维持利率的稳定，这对维持稳健的货币政策将提出极大的挑战。反之，如果央行难以持续降息降准，那么持续的地方债务置换势必推高我国中长期利率，这对中小企业融资将是很大的打击，严重不利于中小型创新型企业的发展，将对我国产业升级转型产生很大阻力。

为此，央行于7月14日发文表示，为便利境外央行或货币当局、国际金融组织、主权财富基金（以下统称相关境外机构投资者）投资银行间市场，上述境外投资者无需报批，只需备案之后方可开展债券、利率互换以及回购等交易，并可自主决定其投资规模。据摩根大通估计，此举可能会在未来五年内让全球境外投资者所持中国境内债券达到5000亿美元，按目前汇率计算约为3.1万亿元，约占2013年6月官方公布地方政府有偿还责任债务的50%。央行此举的直接意图在于提高境外投资者对中国债券市场的参与度，从而提高地方债务置换债券的需求以缓解银行系统的长期压力。

长期来看，债务置换将不会占用银行的资金，因为在不不论是贷款还是债券到期之前地方政府终将偿还所有的债务，而且外资的引入也能在一定程度上疏解国内银行的压力。但是短期内，银行等投资者仍然需要为先期发行垫资，银行等投资者将面临一定压力。另外，置换债券利率较之前债务的利率水平较低，银行收益被迫减少。从目前已完成发行的置换债券来看，其收益率均接近国债收益率，仅江苏省定向发行的置换债券的利率高出国债收益率，但其仍然低于近年江苏省地方债的平均利率1.77个百分点，低于今年一季度末银行一般贷款加权平均利率3.55个百分点。另外，目前60%以上的置换债券是以定向发行的方式进行置换，也就是说对于债权银行而言，通过定向发行置换的这部分债务，其债权人没有发生实质性的转移。但是银行的资产组合结构却发生了变化，由短期的贷款变成长期持有的债券，在一定程度上将挤出银行其他长久期债券组合的需求。银行所面临的风险由短期的违约风险，变成了长期的违约风险、利率风险以及流动性风险。因此，长期来看，债券置换地方债务将对银行不利。

3.股市非理性波动，阻碍经济转型

自从 2014 年 11 月本轮牛市启动以来，上证指数已从 2400 点附近最高上涨到 5160 点附近，沪深两市市值从 32 万亿元最高上涨到 71 万亿元；然而从 6 月 15 日起，沪深两市行情急转直下，连续 17 个交易日暴跌，上证综指从最高点跌至最低 3507 点，一个月内两市市值蒸发将近 32%；从 7 月 8 日开始在政府的干预下，连续数个交易日上证指数暴涨 600 余点，暴力反弹至 4100 点附近。不到两个月的时间不仅出现了千股涨停和千股跌停的壮观景象，还出现了千股停牌“紧急避灾”和千股“排队复牌”的极端现象。极短的时间内 A 股市场经历了从“疯牛”到“疯熊”的冰火两重极端行情，波动剧烈程度史无前例。从一、二季度的相关数据可以看出，6 月上旬之前的“疯牛”行情并没有实体经济的支撑，甚至是与实体经济运行的方向相背离的。在经济增速持续下滑的背景下，央行在 6 月之前已连续降息 4 次，一年期贷款基准利率累计调降 1.15 个百分点；同时全面降准两次和定向降准数次，大型金融机构存款准备金率累计调降 1.5 个百分点。不论是从投资还是从消费的角度来看，股市大幅上涨并没有对实体经济的发展起到显著的积极作用。

一般而言，股市大涨意味着居民财富增加，将刺激居民消费的增加。但是，我国这一轮股市的暴涨并没有伴随居民消费的显著增加。众所周知，此轮股市的暴涨源于与“一带一路”等一系列相关政策的颁布。因此，此轮股市的暴涨也被称为“政策牛”。而正是因为居民知道在没有实体经济支持下而单由政策推动的股市暴涨是难以持续的，他们只会将本轮股市暴涨带来的财富的增加视为一次性的财富增加而非持久性的财富增加。根据生命周期理论，一次性的财富的增加并不会显著增加居民的消费，只有可预见的持续的财富增加才会推高居民的消费。这也正是此轮股市暴涨没有从消费这个方面拉动需求的原因所在。另外，在不断变化的经济环境中，人们总是在不断调整当期和未来的消费以最大化一生的总效用，而决定当期消费一个最重要的因素就是当期储蓄或投资的回报率。股市在短时间内出现暴涨，意味着短期内减少消费进行投资将会收获异常高的回报。在这种情况下，暴涨的股市不仅

不会使得人们因为财富的增加而增加消费，而且还会使人们为了获得更多财富而减少当期的消费从而将本应用于消费的资金投入股市中。

短期来看，股市的暴涨不仅不会对提振消费起到很显著的作用，而且对于拉动投资的作用更是有限。虽然自去年底以来，我国社会融资结构发生显著变化，非金融企业股票融资对新增社会融资总额的贡献逐渐增大，但是企业债券净融资的规模有所缩小，企业直接融资总额对于新增社会融资总额的贡献并没有较之前发生显著的变化。由此可以看出，这一段时间内我国企业的直接融资总量并没有因为股市的暴涨而显著提高，即股市的暴涨并没拉动实体经济的投资。另外，由于我国 IPO 实行审批制，当期的企业股票融资并不一定能真实的反映企业的融资意愿，即投资意愿，这也是为什么此轮股市暴涨和实体经济基本面背离的一个原因。而在经济基本面不好的情况下，短期内股市所产生的高额回报远远高于实体经济投资回报，也使得本应流向实体经济的资金在金融系统内空转，从而对投资的拉动作用微乎其微。综上所述，由政策驱动的股市暴涨，短期内不仅对消费和投资没有显著的拉动作用，甚至可能挤出消费和投资。

股市的暴涨对我国实体经济拉动作用不明显，但是并不意味着股市的暴跌对我国实体经济的伤害亦不明显。实际上，暴涨和暴跌对我国实体经济的影响是非对称的。尤其是在目前融资融券和场外配资等杠杆交易以及期货等做空工具同时存在的市场中，暴跌将很容易吞噬使用杠杆交易的账户的前期利润并很快触及平仓线，而使用杠杆交易的账户往往资金量都比较大。此轮暴跌源于由中央汇金公司减持以及证监会意图降低杠杆并严查场外配资等，尤其是在政策驱动的降杠杆的作用下，使用杠杆的账户抛盘的速度和力度远远大于没有使用杠杆的账户，也就是形成所谓的“踩踏”和“恐慌性”抛盘。正是在这样的恶性循环中，股民的股票价值以非常快的速度大幅缩水，而且需要相当长的时间才能恢复到暴跌前的水平。根据生命周期理论，由于存在借贷约束，财富的迅速缩水会显著影响居民的短期消费。尤其是那些将原本用于购车购房的资金投入股市的居民，在股市暴跌之后，短期内购车购房的需求基本消失殆尽。另外，股市的暴跌对于企业的影响也是显而易见的。首当其冲的就是金融行业，股市的暴跌将严重拖累金融行业对于 GDP 的贡献。对于非金

融行业而言，虽然股市的暴跌短期内不会影响企业的现金流，但是企业出于对投资者的负责以及自身形象的维护，在股价暴跌时期企业通常会通过增持等方式稳定股价。而企业增持从某种程度上来说将减少企业现金流从而有可能对企业的投资和经营产生负面影响。

长期来看，股市的剧烈波动，尤其是由于政策驱动而引起的剧烈波动，对于股市的稳定发展极为不利。一方面，大部分政策的刺激作用只在短期有效，因此“政策市”不利于培养居民长期投资的习惯，反而促使了居民短期投机的行为，这对于股市的稳定和股市深度广度的扩大是一个极大的阻碍。另一方面，股市的剧烈波动将严重阻碍直接融资渠道的培育和扩大。但在间接融资成本居高不下的形式下，我国中小企业需要长期良好的直接融资环境。欧美等发达资本市场的数据显示，牛市阶段进行直接融资的企业大大多于熊市阶段进行直接融资的企业，因为牛市阶段企业进行直接融资的成本往往低于间接融资，而且直接融资的债务压力较小。而较低的融资成本和较小的债务压力，往往是中小型创新型企业所需要的融资环境。如果股市长期受政策指导运行，在政策空窗期长期处于熊市，在政策密集期暴涨暴跌，中小企业将难以上市融资，只能通过间接融资来筹资，在加大信贷风险的同时还将大大提高企业的融资成本，将对中小型创新型企业的发展产生桎梏，拖累我国产业升级转型。

（三）中国宏观经济下一步发展面临的外部主要风险

2014年以来，全球主要经济体的复苏强度不尽一致，继续呈现多层次、非均衡复苏态势。得益于国际油价和大宗商品价格大跌，各资源进口国尤其是发达经济体，其购买力和需求增强，为全球经济复苏产生了积极的促进作用。发达经济体中，美国经济已在复苏的道路上稳步前进；日本经济2014年受其消费税率上调的影响全年经济零增长，但进入2015年以来消费税上调的影响逐渐消退，在进一步宽松货币政策的背景下，预计2015年经济状况将有所改善；欧元区经济亦在持续改善中，但受希腊债务和欧元贬值问题的影响，其能否步入稳步复苏的道路仍存在风险。欧元区经济若要走上稳步复苏道路，一方面需要妥善解决希腊债务问题，另一方面需要加

大政策力度以支持经济复苏。而新兴经济体在继续推动全球经济增长的同时，经济发展亦出现分化，除印度继续保持稳定增长，其他经济体均面临各种阻碍经济增长的风险因素，如资本流出风险、地缘政治风险、经济结构调整风险和大宗商品价格下降的风险等。全球经济形势对中国的影响方面，随着美国经济的复苏，外部金融条件将进一步收紧，使中国的国际资本的外流压力进一步增加，也刺激资本和金融项目逆差的进一步扩大。欧元区经济体深受希腊债务危机的困扰，将继续对中国出口产生负面影响并造成较大的不确定性。而日本以及其他发达国家的经济形势并未呈现明显好转，外部需求短期难有起色。总体来说，2015年下半年我国面临的外部需求将不会出现明显改善，出口形势也很难有根本性的改善。

1. 美联储加息风险

美国消费低迷，但通货膨胀和失业率较低，下半年加息预期强烈。一季度美国实际 GDP 环比增长年率为-0.7%，低于市场预期，但实际同比增长 2.7%（图 1-22）。2015 年上半年，商品零售额增速放缓，其中 6 月份，美国商品零售额为 4420.3 亿美元，同比仅增长 1.4%，环比下降 0.3%，消费放缓可能对经济复苏产生一定的拖累。虽然总体经济增速不尽人意，但是 CPI 和失业率指标水平均在较低水平运行（图 1-23 和图 1-24）。截至 6 月份，失业率水平始终保持在联储目标水平 5.7% 以下，并呈现逐渐下降的趋势。物价水平低位徘徊，始终低于联储 2% 的增长目标。考虑到美国明年即将进入选举年，如若二、三季度 GDP 增速继续保持稳步上行，消费数据在未来几个月有所好转，则美联储在今年下半年加息的概率将大大增加。

美国经济的好转一定程度上有利于促进我国出口，但由于美国的消费尚未完全企稳，所以美国的缓慢复苏对中国出口的刺激作用不大。但美国的复苏及预期的加息将使中国的国际资本的外流压力进一步增加，也刺激资本和金融项目逆差的进一步扩大。

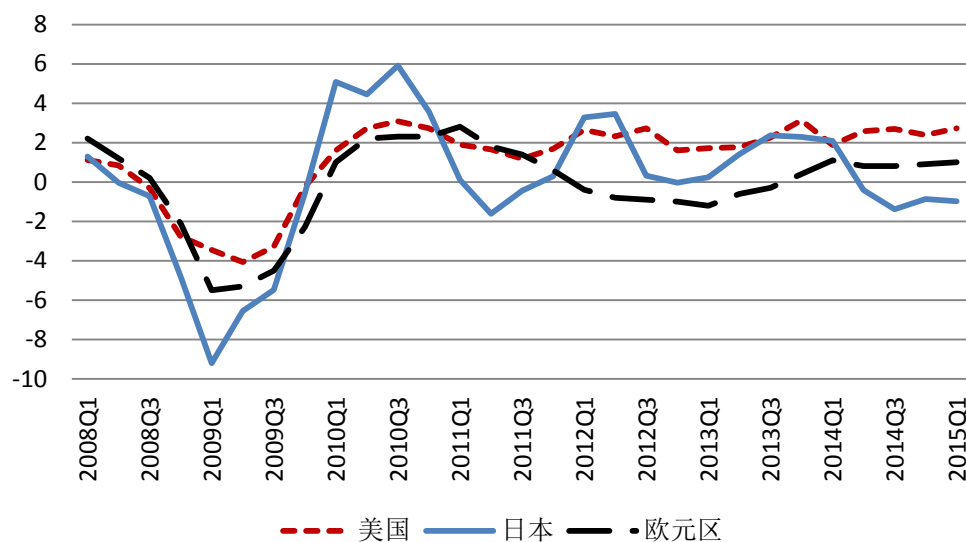


图 1-22 美国、日本和欧盟的 GDP 同比增速（数据来源：CEIC，单位：%）

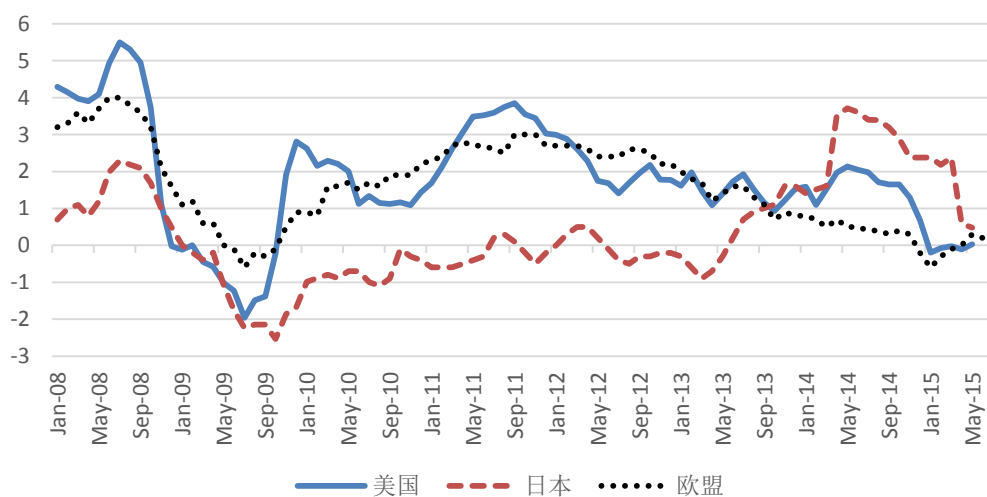


图 1-23 美国、日本和欧盟的 CPI 同比增速（数据来源：CEIC，单位：%）

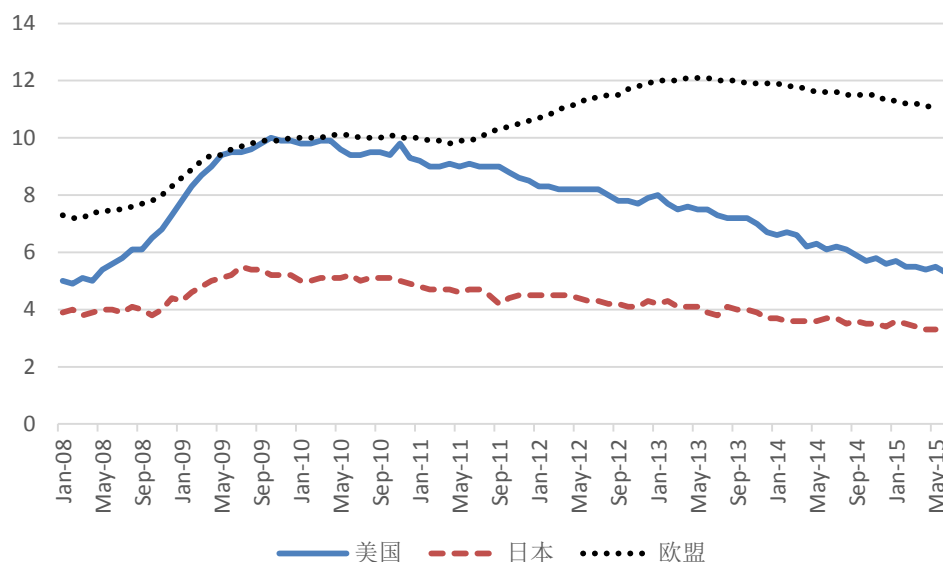


图 1-24 美国、日本和欧盟的失业率（数据来源：CEIC，单位：%）

2. 欧元区重新衰退风险

欧元区经济持续改善，但依然面临重新陷入衰退的风险，对中国出口增长的拉动力有限。欧元区自从 2013 年四季度实现 GDP 增速由负转正以来，2014 年四个季度 GDP 均保持同比增加（图 1-22）。虽然全年增速仅为 0.8%，低于预期，但欧版 QE 的效果已经开始显现，众多机构和组织纷纷上调欧元区经济未来两年增速预期。另外，受国际原油价格走低的影响，欧元区 CPI 增速在今年一季度呈现负增长，但是自 2 月以来跌幅收窄，5 月 CPI 同比上涨 0.3%，自去年 12 月以来首次转正（图 1-23）。此外，欧元自去年下半年以来大幅贬值，对提振欧元区的出口十分有利。在就业方面，欧元区失业率呈现逐渐稳步下降的趋势（图 1-24），可见其经济基本面亦持续改善。近期公布的欧元区综合 PMI，经济景气度指数等一系列指标也显示欧元区经济呈现出持续改善的迹象。

另外，7 月 13 日，希腊政府接受了欧元区债权人提出的严格要求，承诺采取一系列改革措施，并承诺将 500 亿欧元的国有资产作为抵押，以获得为期三年的 820 亿欧元至 860 亿欧元的救助，希腊退出欧元区的风险暂时得以解除。尽管希腊退出

欧元区的短期风险不复存在，但欧元并没有出现上涨。由此可见，短期希腊退欧风险的暂时解除并不能掩盖希腊在长期内对欧元区的继续拖累。欧元区后续的稳定复苏能否实现，仍然存在较高的风险。对于中国而言，虽然欧元区内部经济有所改善，但希腊债务对欧元区的持续拖累以及欧元的持续贬值都将继续对我国出口产生负面影响。

3. 日元继续贬值风险和日本经济继续衰退风险

日本经济离稳步复苏仍有相当一段路程，但“安倍经济学”前景依然可期。受去年4月调高消费税的影响，去年二季度到四季度日本经济均为负增长，全年经济较2013年零增长（图1-22）。进入2015年，一季度GDP虽然环比增长率由负转正，但是实际GDP同比增速仍未转正，为-0.98%。从CPI增速来看，自去年4月到今年3月日本的CPI同比增速始终保持在2%以上，但4月份以来，CPI同比增速骤降至0.5%左右（图1-23）。即使去年4月份到今年3月份期间的CPI数据看似不错，也是消费税上调后的低基数效应。据日本央行估算，剔除消费税上调的影响后，此段时间的CPI增速在0-0.5%之间，距离安倍政府2%的目标水平仍相距甚远。以上CPI数据显示出日本国内需求没有根本性的改善，因此日本政府也将第二次消费税上调的时间推迟至2017年。在目前实施财政改革的背景下，日本政府可能再追加实施宽松的货币政策以保证实现其通胀目标。另外，日元贬值的效应开始显现，伴随着世界经济的逐步复苏，外部需求对日本经济增长的贡献亦逐步加大。尤其是国内游客受香港占中事件、反水货客事件以及日本放宽对我国公民的签证条件等事件的影响，相当一部分游客的购买力转向日本。长期来看，将对日本的出口产生一定拉动力。综合来看，日本经济彻底走出低谷仍需相当长的时间，但“安倍经济学”的前景仍然值得期待。

4. 新兴经济体经济降速风险

新兴市场和其他发展中经济体经济增速继续放缓并出现分化。2015 年发展中经济体增速依然高于发达经济体，但是其增速已明显下降，对世界经济增长的推动力逐渐减弱。据国际货币基金组织（IMF）最新预测^①，2015 年新兴经济体和发展中经济体的增速将为 4.2%，较 2014 年下降 0.4 个百分点，较 2013 年下降 0.8 个百分点。虽然美国经济的稳步复苏以及欧元区和日本经济复苏预期增强对这些经济体的增长，尤其是外贸增长，将起到一定拉动作用，但导致新兴经济体增速减缓的主要原因在于其潜在增长率的下降。具体而言，新兴经济体的经济增长出现分化。印度经济增速保持稳定，作为主要的原油进口国，持续的低油价降低了印度原油补贴的负担，为基础设施建设提供了更大的空间。同时，低油价也缓解了印度国内的通胀压力，今年以来其 CPI 回落至 5% 附近，较去年同期水平回落约 3 个百分点。但其他主要新兴市场国家经济形势不容乐观。俄罗斯不仅依然处于国际油价大跌和地缘政治紧张的局势下，而且还要面对以美国为首的北约各国对其的制裁，其内部经济活动预计将在较长的一段时间内处于疲软状态。巴西面临着逐渐收紧的外部金融条件，国内方面，其投资成本的升高、内需的疲弱以及较高的库存均对经济增长及其预期产生拖累。而南非等资源输出国，受累于国际油价和大宗商品下跌，其贸易条件和实际收入日趋恶化，预计其增速将继续下调。

^①IMF 预测数据在表 2-1 中报告。

二、当前中国宏观经济形势及预测

（一）当前中国经济所面临的发展新形势

立足当前来看，外部形势方面，虽然美国开始逐步走出经济危机的阴影，但依然谨慎的私人消费使之对我国出口的提振程度依然存在不确定性。另外，随着美国经济的复苏，加息预期进一步加强，外部金融条件将进一步收紧，资本流动的波动性亦将增大，由此引起的金融市场的不确定性也可能对国内的金融稳定产生一定影响。欧元区经济体深受希腊债务危机的困扰，本来就复苏缓慢的经济面临巨大的下行风险。而日本以及其他发达国家的经济形势并未呈现明显好转。因此，总体上来说，2015 年我国的出口形势很难有根本性的改善。

由图 2-1 可以看出，我国经济增速正逐年下降，从 2010 年的 10.6% 下降至 2014 年的 7.4%。今年前两个季度的同比增速均为 7.0%，环比增速分别为 1.4% 和 1.7%，同比和环比均低于去年同期水平，显示出我国经济增速中枢进一步下移。另外，今年年初的政府工作报告提出，2015 年我国经济增长的目标设定为 7%。由此可以看出，在国内改革进入“深水区”和内外需求均不旺盛的情况下，各界已对我国经济增长中枢继续下移的预期达成一致。

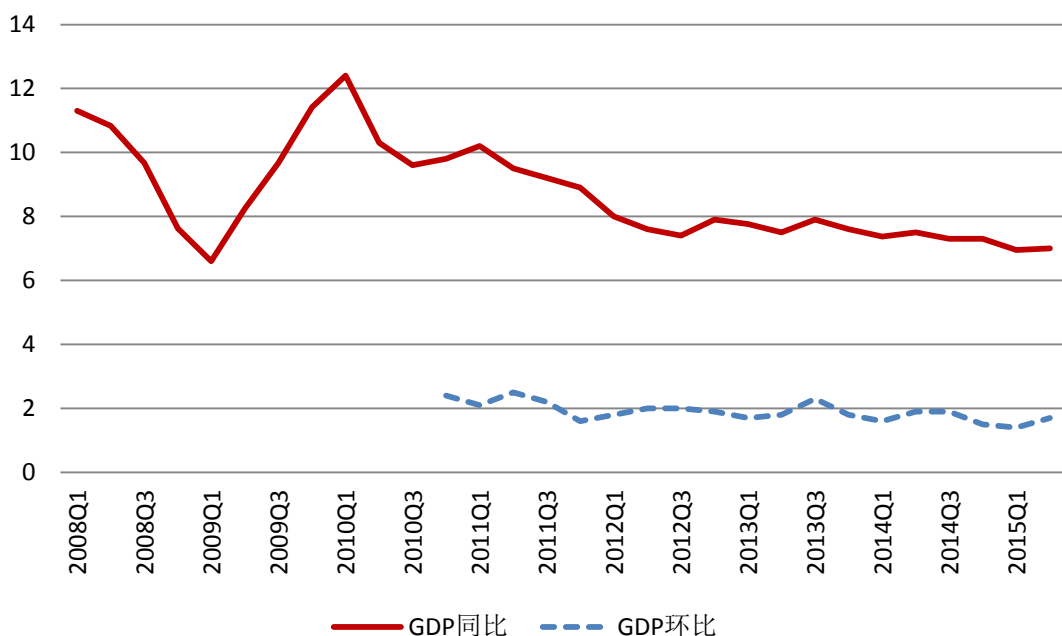


图 2-1 中国季度 GDP 增速（数据来源：国家统计局，单位：%）

目前，产能过剩和资源错配的矛盾依然严重，而且制度因素以及环境因素对我国经济增长的制约越来越强，消费和进出口难以保持 2012 年之前的增速水平，经济增速的进一步下调已成事实。从图 2-2 可以看出，中国制造业采购经理指数（PMI）一直在枯荣线附近徘徊，且一直未出现明显反弹趋势，反映出生产环节需求持续疲弱，且无明显改善迹象。其中，PMI 新出口订单指数也在去年年底跌至枯荣线以下之后，始终没有反转至枯荣线以上，而且持续下跌至 4 月的 48.1，5 月该指数较之前虽有所增加，但 6 月出现反复，下跌至 48.2。新订单指数虽然位于枯荣线之上，但自去年四季度以来新订单指数亦持续走低。由此可以看出，我国内部需求并未得到显著改善。

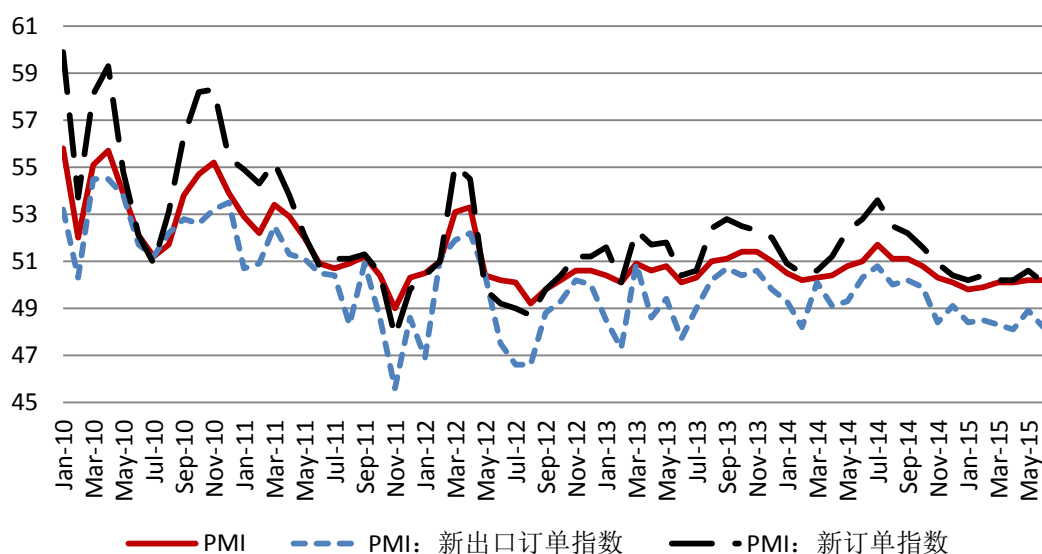


图 2-2 中国制造业采购经理指数（数据来源：国家统计局，单位：%）

通过以上分析可以看出，在外需增长没有显著改善的背景下，内需增长已持续下滑。在内外需均低迷的情况下，消费者价格指数（CPI）和生产者物价指数（PPI）均低于市场预期，而且剪刀差继续呈现扩大趋势。从图 2-3 可以看出，进入 2015 年 PPI 同比增速屡创五年新低。自 2012 年 3 月以来 PPI 连续 40 个月呈负增长趋势，虽然在 2014 年中跌幅有所收窄，但是 2014 年三季度跌幅再次扩大且持续至今。即便今年国际原油和大宗商品价格有所回升，但我国 PPI 价格依然呈现负增长，且跌幅有进一步扩大的趋势。由此可见，我国国内市场需求仍旧不足，部分产业产能过剩，而去库存步伐仍较缓慢。与此同时，CPI 同比增速亦持续下降，从 2013 年 10 月的 3.2% 下降到 2015 年 6 月的 1.4%。在生产环节的价格持续下跌以及食品价格和人力成本持续上涨的形势下，近年来 CPI 同比一直保持正的增速。但值得注意的是，CPI 虽然增速为正但呈现持续下降的趋势。在 PPI 难以反转以及 CPI 增速持续下降的趋势下，PPI 和 CPI 两者间的剪刀差短期内仍难以扭转，我国通缩风险进一步加剧。

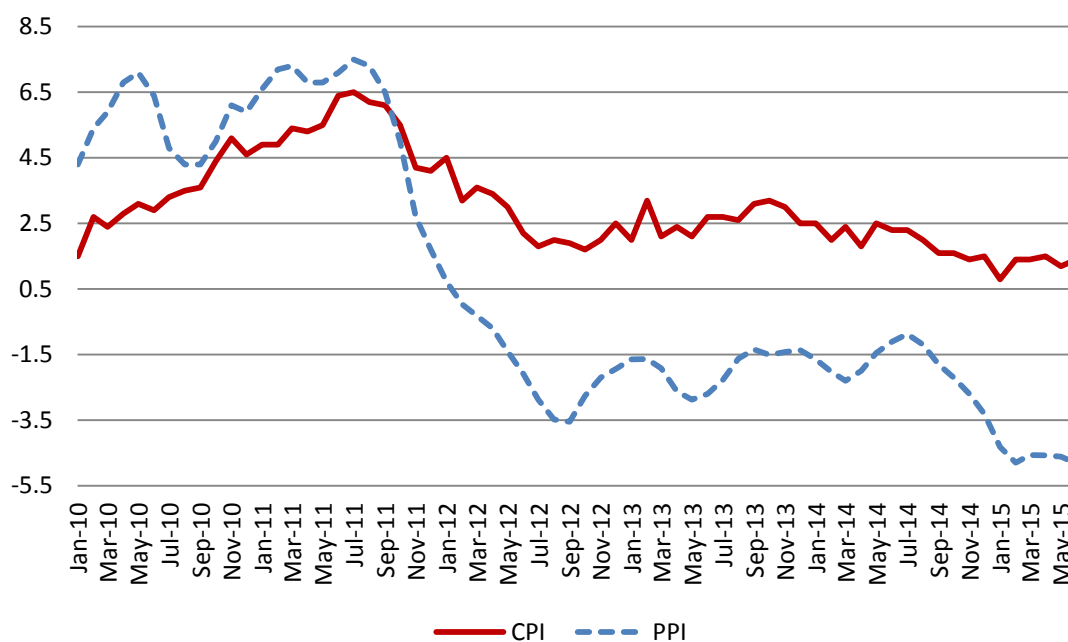


图 2-3 中国月度价格指数同比增速（数据来源：国家统计局，单位：%）

2015 年前两个季度各关键经济指标增速均低于去年同期水平，这主要是由于我国经济继续处在“三期叠加”的关键阶段，内部需求疲弱。其中，截至 6 月，社会消费品零售总额累计同比增长 10.4%，较去年同期平均下降 1.7 个百分点，累计固定资产投资完成额同比增速下降为 11.4%，较去年同期水平下降 5.9 个百分点。贸易方面，前六个月出口累计同比增长 1.0%，而进口累计同比减少 15.5%，虽然较上个月有所改善，但依然处于历史地位。

截至 2015 年 6 月我国社会融资总量累计新增 8.8 万亿元，同比减少约 1.5 万亿元。然而值得注意的是，虽然今年前六个月我国社会融资总量较去年同期有所下降，但是我国社会融资结构正在悄然变化。我国外币贷款对社会融资的贡献由正转负。银行委托贷款、信托贷款以及承兑汇票融资规模大幅下降，三者总和占比社会融资总量断崖式下降至 6.7%，创五年新低。虽然表外融资规模大幅下降，但是很大部分表外融资重新回归表内，人民币贷款占比社会融资总量大幅上升至 74.8%，同比增加 19.2 个百分点。同时，直接融资对社会融资总量的贡献同比增加 1.3 个百分点，处于近五年以来的高位。这主要受益于自去年年底以来央行数次降息降准和 IPO 进

程加速，股票融资同比大幅增长，同比增加 3.1 个百分点。但企业债券净融资占比社会融资总量有所下降，同比下降至 1.8 个百分点。

货币政策方面，中国人民银行从去年 11 月 22 日起连续降低贷款基准利率四次，一年期贷款基准利率累计降幅为 1.15 个百分点；在此期间还连续全面降低存款准备金率两次，累计降幅为 1.5 个百分点，并伴随不同幅度的定向降准。从货币供给方面来看，今年广义货币（M2）供应量增速目标为 12%。从数据上看，截至 6 月，M1 供应量同比增长 4.3%，较去年同期下降 4.6 个百分点；M2 供应量同比增长 11.8%，较去年同期下降 5.4 个百分点。虽然在此期间央行连续降准，但是由于外汇占款的减少，央行被动投放的货币量有所下降，同时央行连续多次未进行公开市场操作，使得本轮货币供应增速总体呈现下降态势。

（二）2015 年中国主要经济指标增速预测

根据国际货币基金组织（IMF）在 2015 年 7 月的《世界经济展望》（以下简称“《展望》”）中的最新预测，较今年 4 月，除欧元区和中国外，IMF 对美国、日本以及其他新兴经济体 2015 年的增速预测均有所下调，2016 年的增速预测基本维持不变。主要趋势仍然是在世界各国经济形势不发生大变化的情况下，美国、欧元区和日本经济复苏的步伐将加快，新兴经济体和发展中国家增速逐渐放缓。

表 2-1 IMF 对世界主要经济体和中国经济增长预测^①

	占全球 GDP 比重 ^②	经济实际增长预测（%）			
		2013	2014	2015	2016
美国	16.4	2.2	2.4	2.5	3.0
欧元区	12.3	-0.4	0.8	1.5	1.7
日本	4.6	1.6	-0.1	0.8	1.2
中国	15.8	7.7	7.4	6.8	6.3
新兴经济体	56.4	5.0	4.6	4.2	4.7
全球	100	3.4	3.4	3.3	3.8

数据来源：国际货币基金组织（IMF）

^①该表中灰底部分的数据为实际数据，其余为预测数据。

^②各经济体经济总量占全球 GDP 的比重数据为 2013 年占比数据。

其中，主要发达经济体要恢复到经济危机之前的增速水平仍需一段时间。美国各项指标目前已基本达到联储所设目标水平；欧元区经济虽然将逐步走出负增长，但要步入稳步复苏的通道，一方面仍需适当的刺激政策配合，另一方面要妥善解决希腊的债务危机；而日本受消费税率上调的影响，经济形势自去年二季度起出现逆转，消费大幅下滑拖累经济增速由正转负，若想摆脱消费税上调带来的负面影响，日本央行需积极运用其它的财政政策和货币政策，以带动经济恢复增长。而新兴经济体增速放缓则主要是由于对中期增长预期的减弱而导致的需求疲软，尤其是投资的疲软。

课题组基于 IAR-CMM 模型对中国经济增长和各关键经济指标进行了预测，表 2-2 报告了预测结果以及 2014 年与 2015 年第一季度各关键经济指标的增长情况。在基准情景下的预测，2015 年实际 GDP 增长 6.85%，同比下降 0.55 个百分点；固定资产投资增长 14.6%，同比下降 1.1 个百分点；社会消费品零售总额增长 10.5%，同比下降 1.5 个百分点；进口总额增长-9.7%，同比下降 10.2 个百分点；出口总额增长 1.9%，同比下降 4.1 个百分点。

表 2-2 上海财经大学高等研究院对中国各主要经济指标增速的预测^{①②}

	单位	2014 Q1	2014 Q2	2014 Q3	2014 Q4	2014 全年	2015 Q1	2015 Q2	2015 Q3	2015 Q4	2015 全年
GDP	%	7.4	7.5	7.3	7.3	7.4	7.0	7.0	6.6	6.8	6.85
投资	%	17.6	17.3	16.1	15.7	15.7	13.5	11.4	13.7	14.6	14.6
消费	%	12.0	12.3	11.9	11.7	12.0	10.6	10.2	10.7	10.6	10.5
进口	%	1.5	1.4	1.0	-1.8	0.5	-17.8	-13.6	-9.0	1.1	-9.7
出口 ^③	%	-3.5	5.0	13.0	8.6	6.0	4.6	-2.2	3.1	2.1	1.9
CPI	%	2.3	2.2	2.0	1.5	2.0	1.2	1.4	1.5	1.7	1.5
PPI	%	-2.0	-1.5	-1.3	-2.8	-1.9	-4.6	-4.7	-4.5	-4.0	-4.5

^①该表中除 GDP 是实际数据，其他指标均为名义数据；灰底部分的数据为实际统计数据，其余为预测数据；投资增长率为累计同比增长率，其余增长率均为非累计同比增长率。

^②我们推算二季度金融服务业对 GDP 增速的贡献将近 1 个百分点，但这么大的贡献很难持续到下半年。而与 FRBUS 模型相似，我们的准结构模型所模拟的 GDP 增速的波动主要捕捉的是实体经济的贡献，这也是为什么我们对下半年 GDP 增速的预测低于 7%。

^③本报告的进出口数据均指海关贸易口径下以美元计价的进出口。

M1	%	5.4	8.9	4.8	3.2	3.2	2.9	4.3	5.8	4.3	4.3
M2	%	12.1	14.7	12.9	12.2	12.2	11.6	11.8	13.8	11.2	11.2
新增 贷款	万 亿	3.0	2.7	2.0	2.1	9.8	3.6	3.0	3.0	3.3	12.9
社 会 融 资 总 量	万 亿	5.6	4.9	2.4	3.6	16.5	4.6	4.2	4.1	5.4	18.3

数据来源：CEIC，上海财经大学高等研究院

中国正在进行雄心勃勃并具有风险的经济再平衡。政府试图引导中国远离以往投资拉动、出口驱动和信贷推动的经济增长模式。我们对 2015 年基准预测的外部环境主要假设条件包括：(1)发达经济体的 GDP 增速回稳，我们以 IMF 的预测为基础假定美国经济增速为 2.5%，欧元区经济增速为 1.5%，日本经济增速为 0.8%；(2) 国际大宗商品价格回暖，全球贸易情况基本稳定，然而油价基于供给充足将呈现低位震荡徘徊的走势；(3) 美联储最快 2015 第三季度开始加息；(4)汇率虽然微幅贬值，但走势稳定。我们对 2015 年基准预测的内部环境主要假设条件包括：(1)我国货币与财政政策保持连续性和稳定性，持续的稳定股市与楼市，无额外的政策力度；(2) 消费与投资虽有开始改变结构的迹象，但短期仍维持平稳；(3)进出口持续走弱，对经济增长的拉动作用有限；(4)银行坏帐及地方债的去杠杆化过程平稳；(5) 2015 年房地产开发投资减速主要由于 2014 年以来商品房销售减速引起，没有考虑其它大的外部冲击。

美联储公开市场操作委员会(FOMC)内部对于加息的时间点与力度意见相对一致。3 月份公布的利率预期点状图(dot plot)显示成员对于联邦基金利率(federal funds rate)的平均预测为 2015 年底达到 0.625% 以及 2016 年底达到 1.875%。而 6 月份的会议声明显示，美联储维持今年利率预期不变，但下调了明后两年利率预期对 2016 年的利率预期中值降为 1.625%)。FOMC 声明称，15 位决策者认为首次升息的合适时间在 2015 年(三月亦为 15 位)，2 位认为在 2016 年(三月亦为 2 位)。这表明，大多数官员仍预期美联储将在年内加息，成员们倾向于 12 月前加息 0.25%或 0.5%。美联储主席耶伦(Yellen)在 7 月初演说中对于加息的态度比 6 月份会议后更加乐观。在 FOMC 政策声明后的新闻发布会上表示，尚未达到首次加息的条件，首次加息时

机将逐次会议决定，即使在首次加息之后，货币政策依然保持宽松。然而 7 月初的演说表明今年年底前可望首次加息，促使货币政策回归正常化。但耶伦仍强调货币政策将以辅助经济为主要目标，加息的力度与速度将取决于经济数据。市场人士认为，美联储会员对 2015 年的利率预期点阵图意味着今年会加息两个 25 基点，最早可能会在 9 月首次加息，第二次应是在 12 月。

会议前，美联储副主席费雪(Fischer)于 6 月初表示如果全球经济疲软，美联储可能会放缓货币收紧的节奏。更指出投资者和媒体在描述“美联储加息”时，使用 liftoff (直线上升)一词是严重的误导。Fischer 解释美联储加息会是循序渐进的 crawling (爬行)。Fischer 的发言重申了美联储的立场，表明不会按照既定的路线加息，而是根据经济数据的变化来加息。美联储理事布莱恩纳德(Brainard)在 6 月初的发言中表明并未看到第二季度美国经济反弹的明显迹象。不过，尽管对美国经济评估持悲观态度，她还是指出，2015 年加息仍有可能。

国际机构亦有不同的声浪。IMF 在 6 月初的发言中坚定地建议美联储 2016 上半年再考虑升息。然而 BIS 持相反意见，认为低利率环境助长资产泡沫化。因此我们的基准情景假设美联储最快将在今年第三季度加息。然而这个外部环境的不确定性将影响到新兴市场经济体，进而影响中国经济，因此我们将在第三部分的情景分析进一步探讨加息速度与力度加快将如何左右中国下半年经济增速。

可以从表 2-2 看出，2015 年上半年各关键指标较去年同期水平均有所下降，尤其是进口和投资下降幅度很大。受到国内产能过剩以及内需不足的影响，投资和消费增速也较去年同期显著下降。国际经济复苏但依然面临重新陷入衰退的风险，对中国出口增长的拉动力有限，使我国出口增长下滑。此外，房地产投资的减速所带来的负面溢出效应也将抑制相关产业的经济增长。

货币政策方面，预计货币政策将适度宽松，寓改革于调控之中，会进一步推出一系列政策，在维持经济稳定运行的同时促进金融系统的改革。2015 年上半年 M1 和 M2 增速较去年同期均下降，上半年社会融资总额同比下降。因此我们预测潜在降息空间仍大，最早可能会在三季度再度降准降息。

三、不同情景下的经济预测和政策应对

（一）不同情景下的经济预测与政策应对

1. “一带一路”前景预测与经济走势之关联

我们对 2015 年下半年经济增长的基准预测面临着若干上行和下行风险。由于我国短期内经济结构仍未调整，需借重于投资所带动的经济增长，主要的不确定性将来自于与政府投资及政府支出前景相关的政策预测。“一带一路”政策的提出恰逢世界经济向东方和南方发展中国家转移的时机，为国内外提供美好的合作与投资愿景。

“一带一路”地区覆盖 GDP 总量约全球 1/3，且近五年 GDP 平均增速为 4.7%，人均 GDP 与中国相近。近几年我国已经开始逐渐侧重与“一带一路”主要国家的贸易往来，中国贸易出口结构中，与东南亚、印度和俄罗斯这些“一带一路”中主要国家的贸易占比则从 2005 年的 12% 提升至 15%。出口数据体现得更为明显，从 2005 年的 10% 提升至 16%。初步估计，未来十年，“一带一路”的出口占比有望提升至 1/3 左右，成为中国的主要贸易和投资伙伴。中国 2014 年对外投资规模为千亿美元，过去七年平均增速为 30%。目前“一带一路”国家占中国对外投资的比重只有 13%，若假设未来十年内，该比重将提升至 30%，并且假设中国将逐步加大走出去战略，提升对外投资增速至 40%，此后再随着基数效应逐渐下降至 20%，则预计中国在“一带一路”国家未来十年总投资规模有望达到 1.6 万亿美元。

“一带一路”战略将会在短期内利好四大类与第二产业息息相关的企业：（1）交通运输类公司；（2）建筑及基础设施工程类公司；（3）设备及配套类制造业公司；（4）原材料类公司。而将在中长期拉动中国的品牌消费品（医药、家电、汽车等）以及传媒等板块。6 月汇丰 PMI 终值为 49.4%，低于预期值 49.6，但高于 5 月终值 49.2%。6 月官方制造业 PMI 维持 5 月份 50.2% 的水平。PMI 数据稳定以及微幅回升反映了前期政策效果正在慢慢显现。然而，新订单指数为 50.1%，下降 0.5 个百分点。新出口订单指数为 48.2%，下降 0.7 个百分点，加上 6 月份用电量数据显

示第二产业用电量下降 0.4%，5 月份铁路货运量同比下降 9.8%，显示复苏步调仍然缓慢，因此前景预测仍需保守乐观。

另一方面，我们以 IMF 的预测作为新兴和发展中经济体经济增长的基准情景。但是，这个基准情景面临诸多风险。倘若“一带一路”国家的增速不如预期，抑或是面临政治风险，经营风险以及金融风险，将直接影响到多方面国内相关生产环节的前景，尤其可从下列三方面衡量出预期的调整：（1）第二产业增加值增长规模；（2）投资规模；（3）政府支出规模。

表 3-1 三种情景下对中国 2015 年第三、四季度各主要经济指标增速的预测

情景		乐观		保守乐观		基准	
	单位	2015Q3	2015Q4	2015Q3	2015Q4	2015Q3	2015Q4
GDP	%	6.8	7.0	6.7	6.9	6.6	6.8
投资	%	14.1	15.2	13.9	14.9	13.7	14.6
消费	%	10.7	11.2	10.7	10.9	10.7	10.6
进口	%	-8.5	1.5	-8.7	1.2	-9.0	1.1
出口	%	3.4	2.2	3.2	2.1	3.1	2.1
CPI	%	1.5	1.8	1.5	1.7	1.5	1.7
PPI	%	-4.3	-3.7	-4.4	-3.9	-4.5	-4.0

数据来源：上海财经大学高等研究院

鉴于上述不确定性因素，2015 下半年的情景分析将仰赖两种情景：（1）乐观，假设 2015 下半年对于第二产业增加值、投资、政府支出增长的预期均上调 2%；（2）保守乐观，假设 2015 下半年对于第二产业增加值、投资、政府支出增长的预期均上调 1%。货币政策维持在基准情景。表 3-1 报告了 2015 年预测结果。在乐观与保守乐观两种情景下对我国实际 GDP 增速的预测：2015 年第三季度实际 GDP 增速预测值分别为 6.8%及 6.7%，2015 年第四季度实际 GDP 增速预测值分别为 7.0%及 6.9%。

2. 美国加息前景预测与经济走势之关联

美联储加息速度和力度的上升对中国经济的影响不容忽视在美联储于 2014 年 11 月退出量化宽松后，加息就仅仅是一个时间问题了。依据就业与通胀的数据及趋势，市场普遍调整了原先 2015 年中加息的预期，偏向美联储最快今年 9 月份开始加息。比如，新兴市场经济体中东南亚国家及巴西、南非、土耳其与中国的贸易关系十分密切，而这些国家的经济对于美联储降加息又特别敏感。但如果其美联储加息速度和力度的上升将导致明显超出预期，则可能导致新兴市场经济体这些国家出现大幅度资本流出，汇率大幅波动，进而导致经济增长减速，从而减少对中国的进口需求。即使若忽略由于国际游资特别是热钱出逃所引起的对整个金融系统的负面冲击，而单纯探讨美联储加息如何通过贸易途径影响中国，我们可以得到其对中国经济影响的最保守估计也是不容乐观的。

表 3-2 三种情景下对中国 2015 年第三、四季度各主要经济指标增速的预测

情景		基准		保守悲观		悲观	
	单位	2015Q3	2015Q4	2015Q3	2015Q4	2015Q3	2015Q4
GDP	%	6.6	6.8	6.5	6.7	6.3	6.5
投资	%	13.7	14.6	13.5	14.4	13.1	14.2
消费	%	10.7	10.6	10.7	10.6	10.7	10.6
进口	%	-9.0	1.1	-9.2	1.1	-9.5	0.9
出口	%	3.1	2.1	2.8	1.9	2.6	1.7
CPI	%	1.5	1.7	1.4	1.6	1.3	1.5
PPI	%	-4.5	-4.0	-4.6	-4.2	-4.9	-4.5

数据来源：上海财经大学高等研究院

鉴于上述不确定性因素，2015 下半年的情景分析将仰赖两种情景：（1）保守悲观，假设 2015 下半年新兴国家对于我国的出口需求降低 10%；（2）悲观，假设 2015 下半年新兴国家对于我国的出口需求降低 15%。货币政策维持在基准情景。表 3-2 报告了 2015 年预测结果。在悲观与保守悲观两种情景下对我国实际 GDP 增速的预测：2015 年第三季度实际 GDP 增速预测值分别为 6.5% 及 6.3%，2015 年第四季度实际 GDP 增速预测值分别为 6.7% 及 6.5%。

3. 积极财政政策的效果估测

根据前文的分析，我们认为，在经济下行压力增大，并且货币政策宽松的效果有限的情况下，通过财政政策的适度刺激和引导控制风险，确保经济在合理区间运行，在短期内仍然是为数不多的选项之一。

为了准确分析在经济形势下行的背景下通过增加政府支出提振经济的稳增长效果，我们对财政支出乘数进行了测算。根据我们的估算，剔除季度因素后，财政支出乘数约 1.33。根据历年数据估计，财政支出对拉动 GDP 的贡献约为 40%。考虑到经济结构调整过程中对稳定增长率的实际需求，我们假设经济分别按照上文不同情景运行，并且考虑到财政政策的滞后性以及新《预算法》下对年底地方突击花钱的约束，假设 12 月财政支出与去年基本持平。据此我们估算了实现 GDP 增长率 7% 所需的财政政策配合方案。其中，如果考虑统计偏差的因素，目标增速 7% 实际相当于校正增速 6.5%。估算结果如下：

表 3-3 各情景假设下经济指标增速预测及财政政策效果估算

情景	乐观		保守乐观		基准		保守悲观		悲观	
单位	2015Q3	2015Q4	2015Q3	2015Q4	2015Q3	2015Q4	2015Q3	2015Q4	2015Q3	2015Q4
GDP %	6.8	7.0	6.7	6.9	6.6	6.8	6.5	6.7	6.3	6.5
校正 GDP ^① %	6.3	6.5	6.3	6.5	6.2	6.3	6.2	6.3	5.9	6.1
实现 GDP 增长 7% 所需财政支出增幅	26.9	4.7	28.1	4.9	29.3	5.0	30.5	5.2	31.7	5.3

数据来源：上海财经大学高等研究院

^①校正 GDP 是根据用电量、铁路货运量和中长期贷款构造的克强指数估算的真实 GDP 增速。

（二）不同情景分析基础上的政策力度选项

基于我们的情景分析，表 3-4 总结了对于 2015 下半年基准预测的上下限。

表 3-4 中国 2015 年第三第四季度各主要经济指标增速的预测

情景	单位	乐观		基准		悲观	
		2015Q3	2015Q4	2015Q3	2015Q4	2015Q3	2015Q4
GDP	%	6.8	7.0	6.6	6.8	6.3	6.5
校正 GDP	%	6.3	6.5	6.2	6.3	5.9	6.1
投资	%	14.1	15.2	13.7	14.6	13.1	14.2
消费	%	10.7	11.2	10.7	10.6	10.7	10.6
进口	%	-8.5	1.5	-9.0	1.1	-9.5	0.9
出口	%	3.4	2.2	3.1	2.1	2.6	1.7
CPI	%	1.5	1.8	1.5	1.7	1.3	1.5
PPI	%	-4.3	-3.7	-4.5	-4.0	-4.9	-4.5

数据来源：上海财经大学高等研究院

本报告更进一步以机制设计的思维进行情景分析。研究在给定的政策目标下，所需要采取的宏观调控组合。表 3-5 总结了 2015 下半年基于不同的经济增长目标所需的政策力度。在基准预测之下，全年实际 GDP 增速为 6.85%。若要保持增速为 7%，政府需要刺激经济促使第三与第四季度实际 GDP 增长各约 0.3 个百分点方能达到目标，从而短期需要大力加大货币政策与财政政策在第三与第四季度的宽松性，引导投资拉动经济。

1. 货币政策力度需求

从 IAR-CMM 模型中，我们得到货币政策工具中降准对于提升投资的力度远大于降息所带来的效果。基于货币政策需要时间反应，三季度初就必须在基准政策（央行已于 6 月 27 日宣布）之上再加大力度需降准 50 个基点或是降息两次各 25 个基点才能达到预定增长目标。

表 3-5 各情景假设下实现经济指标增速目标所需的政策力度

情景	乐观	基准	悲观
全年实际 GDP 增速	6.95%	6.85%	6.70%
全年实际校正 GDP 增速	6.4%	6.3%	6.2%
假设经济增长目标	7%	7%	7%
假设校正增长目标	6.5%	6.5%	6.5%
下半年货币政策所需力度	降息 25 个基点	降准 50 个基点，或是降息两次各 25 个基点	降准 50 个基点以及降息两次各 25 个基点
下半年财政支出（万亿元）	9.42	9.47	9.56
其中预算外支出(亿元)	0	478.5	1435.6
下半年财政支出增长率	9.66%	10.22 %	11.34%

数据来源：上海财经大学高等研究院

在乐观的情况之下，全年实际 GDP 增长 6.95%，虽然增长情况稳健，但为了确保达成全年 7% 的目标，仍需要在三季度初降息 25 个基点。在悲观的情况之下若要保住增速为 7%，政府需要刺激经济促使第三与第四季度实际 GDP 增长各约 0.6 个百分点方能达到目标，三季度初需要在基准政策之上降准 50 个基点以及降息两次各 25 个基点。然而若是只力求保住实际 GDP 增长 6.5%，政府则无须加大刺激经济的力度。

2. 财政政策力度需求

财政政策方面，根据前面对积极财政政策效果的评估，为实现经济增速达到 7% 的目标，不同情景下所需的政策力度如下：

1、在基准情景下，若要实现增速达到 7% 的目标，对应于校正 GDP 增速 6.5%，需预算外财政投入 478.5 亿元，即全年财政投入达 17.2 万亿，同比增长 10.9%。由于上半年累计已投入 7.73 万亿元，下半年还需继续投入 9.47 万亿元，其中三季度需投入 4.42 万亿，同比增速 26.9%。

2、乐观情景下，全年 GDP 增速也只是 6.95%，可以基本保持年初财政支出预算，不需要预算外财政投入，即全年财政支出增长目标约为 10.6%，全年支出总额为 17.15 万亿。

3、悲观情景下，预测 GDP 增速为 6.7%，若要保持增速 7%，需预算外财政投入 1435.6 亿元，即全年投入 17.3 万亿，同比增长 11.5%，其中三季度需投入 4.5 万亿元，同比增速 30.5%。在经济下行风险较大的情况下，税收收入难以获得大幅增长，需通过适度增发债券进行融资。

3. 配套政策需求

为了实现政策执行效果，可通过定向财政政策与货币政策相结合的方式等引导政策促使投资有效流向实体经济，包括大力推进新型城镇化，以推广 PPP 等公私合作创新模式为入手和提高公共资金利用效率为目标导向，大力引入民间资金进入公共基础设施和公共服务的提供，推动新一代基础设施建设，如城乡管网升级改造、城际铁路、新一代互联网以及教育、医疗、文化基础设施等等。

项目组强调，必须意识到，财政政策和货币政策其效应都是短期的，治标不治本，而且有较大的后遗症成本，需要谨慎选择力度。在此基础上更需要通过土地制度改革、户籍制度改革、资本市场改革、国有企业改革、财税体制改革等全面改善生产函数，促进中国经济增长从要素规模投入向要素效率提升、要素组合创新的新阶段迈进。这样，从需求端和供给端双管齐下，助推中国经济实现短期增长和中长期转型发展的双重目标。

四、下一步改革、发展和治理应取的方向

（一）中长期视角下的中国经济潜在增速

由于要素收益递减客观经济规律，中国经济增长的中枢已经下移，或者说中国经济的潜在增长率已经下滑。但这个下滑是否会来得那么快、那么大？即使抛开深化改革治理等制度建设方面带来的红利不论，从劳动力、资本和全要素生产率等方面看，中国经济潜在增长率并没有大幅下滑，5-8年内有望继续保持在7%以上。

劳动力方面，中国的人口老龄化以及劳动参与率的下滑，传统的人口红利面临衰退，从而对经济增长会有一定拖累，但这种拖累是有限的，即使未来5-8年间就业人口以每年0.6%的幅度递减，拖累2022年的潜在增长率也只降0.7%左右。然而，近些年政府教育投资增加，受教育年限持续增长，其所带来的人力资本增加则有望部分弥补潜在增长率的下降。如再加上能像绝大多数国家一样，尽快将免费国民义务教育从9年增加到12年，则可抵消20年间人口老龄化的负面影响。同时，以解决户籍和土地制度问题为关键（至今基本没做）的城市化辅以大规模开展民工技能培训，其所带来的劳动力从低效率部门向高效率部门的转移，也将是一种劳动力结构的优化调整。从而，如处理得当，劳动力方面的正反两方面因素在10年内至少是相互抵消的，乃至正面因素有望大过负面因素，形成高质量人力资本驱动的第二次人口红利。

资本方面，中国近几年资本回报的下降有边际收益递减的内在规律使然，也源于投资结构方面由制造业向基础设施的转移。基础设施投资的特点就是回收期长，但是其正外部性会随着时间的推移而扩大，以“高铁”为例其对单位劳动生产率的提升就是非常明显的。中国大部分地区的路网基础设施依然短缺，同时环保和节能降耗的投资需求也十分巨大。此外，“一路一带”战略带来的新增需求，对于现有制造业过剩产能的化解和输出也有一定的作用。

全要素生产率方面，它体现了一种将资本和劳动有机组合使用资源的能力，有赖于技术进步、技术效率、企业治理结构、管理体制创新等方面的内容，要求企业

在发展过程中既要注重量，更要注重质。目前，中国的全要素生产率大概还不到美国的五分之一，还有很大的提升和增长空间。由要素驱动转向效率乃至创新驱动的结构性改革是提升全要素生产率方面最有效的手段。中国过去 20 年的经济快速增长，在很大程度上得益于在上世纪 90 年底中后期所推行的结构性市场化改革以及 21 世纪初加入世界贸易组织后的对外开放，所带来的全要素生产率大幅提升。本届中央领导集体和政府上任以来，对于转型驱动的结构性改革也有所筹划，形成了改革的强大潜在势能。但很多行政部门和地方政府在行动上还未落实，仍处在说得多、动得少的阶段，出现了“上面猛加油门、中层挂空挡、下面频踩刹车”局面，最终令改革发展的力度耗散。

中国仍需要保持一定的经济增速，以为结构性改革和发展驱动方式的改变提供空间。事实上，造成当前中国经济增速超预期、不正常下滑的基本原因除了周期性和结构性因素外，正是由于目标管理缺失、弱化所导致的不作为，包括政策不作为和做事不作为，使之“银行的钱难以贷出去、财政的资金难以用出去、各种审批手续难以批出去”的“三难”现象比较普遍，没有正确理解发展的逻辑和治理的逻辑及正确处理二者之间的辩证关系，是政府执行力、法治及问责的制度三要素都缺失的问题。

（三）改革、发展和治理应取的方向

中国经济实现又好又快发展的关键要注重两个逻辑：发展的逻辑和治理的逻辑。必须充分认识到现代市场制度不可替代，须发挥基础和决定性作用，其关键是政府的定位必须恰当。只有合理界定政府与市场、政府与社会之间的治理边界，通过三者各归其位又互动互补的综合治理，才能真正实现又快又好的发展。同时，一个具有有效治理的好制度需具有三要素：法治、执行力、民主监督。因而，注重治理方面的改革，也就是理顺政府与市场、政府与社会之间治理边界的制度性改革、结构性改革成为关键。

一直以来，中国这方面的改革没有跟进或进行，甚至在一些领域出现倒退。如此一遇到情况，就只能是继续按照惯性思维、惯性做事方式去改革，去发展，这往

往就很容易发生偏差，中国就仍然是一个发展型的政府，仍然会一如既往地出现“重政府轻市场、重国富轻民富、重发展轻服务”的“三重三轻”现象，其负面作用很大。所以，仅仅指出问题和需要做什么，还远远不够。随之更重要的问题就是，谁去做、怎么做的问题。是让市场发挥决定性的作用，还是让政府发挥主要作用？是让国有企业发挥主导作用，还是让民营经济发挥基础或主要作用？

1. 以市场化、民营化促进向效率和创新驱动切换

中国过去 30 多年改革之所以取得巨大成就最重要的两个关键字，就是“放”和“开”，对外开放，对内放开。这个问题不搞清楚，就做不到让市场在资源配置中发挥决定性作用。现在国企改革就是要将国企合并，变为唯一的、绝对的垄断，好让国企相互间不竞争，但竞争产生效率，一旦国企垄断市场，国企的效率（并非垄断利润，很多人分不清它们间的差别）就会下降。如果国企垄断了，民企如何能进入？这个问题不解决就不能做好中长期发展。即使混合所有制至多也是个次优制度安排，说不定会造成两难。任何一个经济体一定是从要素驱动向效率驱动升级，也就是让市场发挥决定性作用，然后再到创新驱动，使民营经济起主导作用。一般来说，由于追求自身利益的强烈动机，民营经济是最具有创新意识和创新力的。创新驱动也是今天主要发达市场经济国家经济发展的主驱动，其特征就是技术创新、商业创新主要靠民企，靠市场激励驱动，而不应由政府主导。

同时，根据经济学的基本逻辑，受个体逐利的约束、资源的约束、信息非对称的约束，要实现富民，首先要赋予公民基本的私权，其最核心是基本生存权、经济自由选择权、私有产权。其中，产权的明晰和保障至关重要。秦商鞅就曾以野兔被捉前后的区分为例来阐述产权明晰可起到“定分止争”的至关重要的作用，他指出“名分未定，尧、舜、禹、汤且皆如鹜而逐之；名分已定，贪盗不取”。这样产权是否明晰决定了不同的行为模式。当前贪腐猖獗除了那些干部本身的素质外，一个重要的原因就是由于公有产权没有明晰界定及公权力的大量过位，就可通过手中的公权力进行寻租，这是造成腐败的根本原因。在防贪、反贪方面，采用孙子兵法中

的“不战屈人之兵”才是上策，有贪官才去反贪至多是中策，历史的经验早已告诉了我们此点。所以，根本的出路也在于进一步推进民营化的进程，通过合理界定政府治理边界让官员没有机会贪。

中国经济改革下一步的方向应该是让国有经济发挥重要作用而非主导作用，促进非国有经济的进一步发展，以及提高经济领域的自由度和竞争度，惟其如此，才可能真正发挥市场在资源配置中的决定性作用。从长期看，中国经济从要素驱动向效率驱动乃至创新驱动的转变依然要靠的是民营经济的大发展、大繁荣，包括中小微企业的发展。需要指出的是，在这个过程中要素的作用依然不可或缺，只是不能再过多地依靠规模投入，而要通过一系列体制机制方面的改革深化使土地、劳动力、资本这三大基本要素在企业家精神和创新精神的驱动下自由流动、优化组合，进而实现效率提升和创新激活。

一是土地制度改革。中国的城镇化依然是经济发展的重要动力，但是要重新回到市场导向的、开放型的城镇化道路上来，首先还是必须提供这种城镇化的必要条件——由真正的土地市场来配置土地，使土地真正得以在农户间和城乡间自由流动和自由组合。值得警惕的是，要素市场的扭曲特别是竞争性土地市场的缺失，已经使产品市场、货币市场、劳动市场、资本市场和地方财政体系均发生扭曲，进而引起经济结构的扭曲，正在破坏中国经济和社会稳定的基础，瓦解民众对改革和法治社会的信心。政府应该放手让市场配置土地，而只管城市规划、区划，管理土地市场的外部经济性，提供公共产品和服务，促进市场导向的城镇化早日完成。

二是户籍制度改革。当前中国正面临数量型人口红利下降的趋势，唯有进一步提高劳动力市场的灵活性、流动性以及进一步加大人力资本投资，才能带来劳动生产率的提升。去年七月国务院出台《关于进一步推进户籍制度改革的意见》提出，“努力实现1亿左右农业转移人口和其他常住人口在城镇落户”。从目前的落实情况看，不容客观。户籍制度改革其背后的实质是公共服务、公共福利的均等化，这也就涉及到社会保障制度改革的问题。在这方面，应以保障基本生存权为根本，以

人力资本投资为纽带，通过赋权增能来强化居民基本能力的建设，提供起点公平的机会，这样才能真正地让转移的农村劳动力真正稳定到城市里去。

三是金融制度改革。中国经济结构转型最大的问题正是金融未能有效地去支持那些高效率的企业，尤其是创新能力强的民营企业，其中大部分又是中小微企业，导致市场资源错配。中国需要进一步放宽外资银行、民营银行的进入，其中互联网金融就是来自民企、来自民间、来自草根，对于国有部门依然占据主导的传统金融会带来巨大改变，有助于降低融资交易成本，尤其是会大大解决中小微企业贷款难的问题，同时可以解决托马斯·皮凯蒂在《21 世纪资本论》中所提及的不正常的资本回报率过高的问题。同时，中国也要扭转以间接融资为主的金融市场结构，形成间接融资和直接融资相辅相成的融资体系。中国证券市场改革的当务之急是从以审批为主的监管模式转到以合规性监管为主的道路上来，加强信息披露制度执行和执法力度，建立健全市场信心和信任体系。

2. 走向好的治理的三要素：法治、执行力和问责

一旦基本的制度、改革方向和大政方针决定之后，无论是将政府与市场、政府与社会之间的合理治理边界界定清楚与否，随之而来的就是具体的举措和执行，也就是具体的治理的方法，需要解决一个好的制度或好的治理的三个要素环节，即法治、政府执行力和问责（社会监督及官员问责）。

其一，法治的首要作用是对政府行为的规范和约束，其次才是对市场经济个体。这是“法治”和“法制”的本质差别。一个好的法治环境，可以支持和增进市场，真正让市场发挥基础性和决定性的作用，而政府只是起到维护和服务的作用，只有这样才能最大限度地压缩权力寻租腐败的空间。市场的本质是“无为而治”，“无为而治”的必要条件是完善市场制度，让市场有效，而让市场有效的必要条件是要有一个有效的政府，一个有效政府首先得是一个有限和定位恰当政府，其定位需要由法治来规范化、有序化、制度化。因此，政府职能从全能政府向有限政府的转变成为关键。

其二，一个善治国家也离不开政府的执行力，也就是所谓的国家能力。市场经济不是无政府状态，它需要的是一个有限而有效的政府，政府在最基本的维护和服务职能方面应充分发挥作用。与此同时，对于当下中国而言，全面深化改革的共识已有，方案已定，但最终还需要靠各级地方政府及其领导干部去贯彻和落实。当前不少基层干部怕犯错、怕担责，执行者的不作为，已经成为改革推进的严重障碍。上面猛加油门，中层挂空挡，下面频踩刹车，最终令改革发展的力度耗散。增强改革的执行力和发展的驱动力，必须从法治、激励和理念三个维度推进综合治理，特别是要发现和培养改革发展的开拓良将。

其三，没有问责，没有社会和媒体的监督，没有责任边界的划定，这样的治理体系将是涣散失效的。没有有质量的量化指标，就没了努力方向，也就无法对官员加以问责，从而官员也就没有责任和动力关注经济发展，不再勇于创新。过去的 GDP 中心主义（当然还加上维稳）的政绩考核方式，在带来经济高速增长的同时，也带来了很多问题和矛盾，但千万不能从一个极端走向另一个极端，不能说现在就可以完全不要 GDP 增长目标，在这方面不要作为了，当前更需要有质量的经济增长目标。同时，社会监督也很重要。对于地方政府公共服务质量信息，当地的民众显然更加了解，地方和中央政府往往是信息不对称的。因此，政绩考核体系应纳入当地民众的民意调查，让民众参与完善政绩考评机制，以使得信息更加充分。通过自上而下的问责和自下而上的监督，将对政府及其官员的不作为、乱作为形成有效制衡。

附录课题组成员介绍

田国强	美国明尼苏达大学经济学博士（1987年）。现为上海财经大学高等研究院院长、经济学院院长，首批国家“千人计划”特聘专家，首批人文社会科学长江学者讲座教授，美国德州A&M大学讲席教授。主要研究领域包括经济理论、激励机制设计、中国经济、幸福经济学等。在包括《经济研究评论》、《国际经济评论》、《博弈与经济行为》等国际顶尖、一流学术期刊在内的国内外知名学术期刊发表论文120多篇，其中有13篇论文发表于国内经济学权威期刊《经济研究》，合著《中国改革：历史、逻辑和未来》获第十六届孙冶方经济科学奖著作奖。目前担任英文学术期刊 <i>Frontier of Economics in China</i> 主编， <i>Annals of Economics and Finance</i> （SSCI）共同主编，《经济研究》编委，孙冶方经济科学奖评委会委员，曾任中国留美经济学会会长（1991-1992）。	负责人
查 涛	美国明尼苏达大学经济学博士（1992年）。现为上海财经大学高等研究院特聘教授，长江学者讲座教授，美国埃默里大学经济学讲席教授、亚特兰大联邦储备银行数量经济研究中心主任。他在美国国家经济研究局(NBER)同时担任两个重要项目的研究员，分别是经济波动和增长项目、以及货币经济项目，还是国际顶级经济学期刊 <i>Econometrica</i> 的副主编。主要研究方向：宏观经济学、计量经济学、金融经济学。	学术顾问
黄晓东	美国明尼苏达大学经济学博士（1998年）。现为上海财经大学经济学院特聘教授，国家“千人计划”特聘专家，长江学者讲座教授，美国Vanderbilt大学经济学终身教授，曾任美联储堪萨斯分行高级经济学家、美联储费城分行经济顾问等职务。目前担任英文学术期刊 <i>China Economic Review</i> 和 <i>Frontiers of Economics in China</i> 的共同主编， <i>Macroeconomic Dynamics</i> 的副主编，曾担任英文学术期刊 <i>Canadian Journal of Economics</i> 的编辑顾问。在包括 <i>American Economic Review</i> , <i>Economic Journal</i> , <i>Journal of Economic Theory</i> , <i>Journal of International Economics</i> , <i>Journal of Monetary Economics</i> 等国际顶尖、一流学术期刊发表论文几十篇。主要研究领域包括：宏观经济学、金融经济学，货币经济学。	首席专家
陈 杰	瑞典乌普萨拉大学经济学博士（2005年）。现为上海财经大学公共经济与管理学院投资系教授，校学术委员会委员，不动产研究所执行所长，公共政策与治理研究院首席专家。上海市曙光学者（2013年），上海市房地产业领军人才（2013年），上海市浦江人才计划（2007年）。在多家国际学术期刊任职，包括亚洲房地产学会(AsRES)会刊 <i>International Real Estate Review</i> （副主编）、世界华人不动产学会(GCREC)会刊《不动产研究》（执行副主编）等。	项目成员 （按姓氏 拼音排序）
陈旭东	现为上海财经大学高等研究院助理研究员，合著《中国改革：历史、逻辑和未来》获第十六届孙冶方经济科学奖著作奖。主要研究方向：经济史学、中国经济。	
陈媛媛	美国波士顿学院经济学博士（2005年）。现为上海财经大学高等研究院院长助理，上海市浦江人才计划（2008年）。主要研究方向：劳动经济学、国际经济学。	

冯帅章	美国康乃尔大学经济学博士（2006年）。现为上海财经大学高等研究院人口流动与劳动力市场研究中心主任，经济学院教授（常任教职），长江学者特聘教授，国家杰青，国家百千万工程人才，新世纪优秀人才。在包括 <i>American Economic Review</i> , <i>Review of Economics and Statistics</i> 等国际顶尖、一流期刊发表论文10多篇。主要研究方向：应用计量经济学和劳动经济学。
李 哲	加拿大多伦多大学经济学博士（2009年）。现为上海财经大学经济学院副教授（常任轨）。主要研究方向：宏观经济学、环境经济学。
林立国	西班牙巴塞罗那自治大学经济学博士（2008年）。现为上海财经大学高等研究院副院长，副教授（常任轨），上海市浦江人才计划（2010年）。主要研究方向：环境经济学、应用微观、应用计量。
王玉琴	美国南伊利诺伊大学卡本戴尔分校经济学博士（2013年）。现为上海财经大学高等研究院助理研究员。主要研究方向：货币理论与政策、经济发展。
巫厚玮	美国斯坦福大学经济学博士（2014年）。现为上海财经大学高等研究院副教授。主要研究方向：货币经济学、宏观经济学、金融经济学。
吴化斌	上海财经大学经济学博士（2011年）。现为上海财经大学高等研究院助理研究员。主要研究方向：宏观经济学。
叶海春	美国俄克拉荷马大学经济学博士（2007年）。现为上海财经大学经济学院副教授（常任轨）。主要研究方向：宏观经济学，货币经济学，应用计量经济学。
张思思	美国波士顿学院经济学博士（2009年）。现为上海财经大学高等研究院房地产与城市研究中心主任，副教授。主要研究方向：劳动经济学，城市与房地产经济学，公共政策。
赵 琳	中国科学院管理学博士（2013年）。现为上海财经大学高等研究院助理研究员。主要研究方向：宏观经济监测、预警和预测，货币政策分析。
周亚虹	香港科技大学经济学博士（2005年）。现为上海财经大学经济学院数量经济学系系主任，常任教职副教授，教育部新世纪优秀人才。主要研究方向：计量经济学。
朱 梅	北京大学金融数学博士（2009年），阿姆斯特丹大学宏观经济博士后（2009-2011）。现为上海财经大学高等研究院副研究员。主要研究方向：宏观经济学，金融经济学。