

2016年中国宏观经济预测（年中更新）

马骏 刘斌 贾彦东 李建强 陈辉 蒋贤锋 王伟斌¹

摘要：今年年初以来，国内外经济和政策环境发生了一系列变化。从内需来看，国内积极财政政策的力度有所加大，房地产和基建投资增速加快，但民间投资仍然疲弱。从外需来看，国际组织数次下调全球经济增速预测，我国外贸增速明显低于预期，出口可能继续面临下行压力。根据国内外的新情况，我们对2016年我国宏观经济年度指标预测进行了更新。与去年12月发表的预测相比，我们维持对2016年全年GDP增速为6.8%的基准预测不变，同时将固定资产投资增速预测上调为11.0%（上调0.2个百分点），出口增速预测下调至-1.0%（下调4.1个百分点），CPI涨幅预测上调为2.4%（上调0.7个百分点）。

Abstract: Since the beginning of this year, the global and domestic economic environment has experienced a number of changes. Domestically, fiscal support for the economy has been reinforced, real estate and infrastructure investment has accelerated, but private investment has remained sluggish. Externally, major international organizations downgraded several times the growth forecasts of the global economy, suggesting renewed downward pressure on China's export performance. Reflecting these recent developments, we revised our China macroeconomic forecasts for 2016. Compared with our published forecasts in December last year, we maintain our baseline projection of 2016 real GDP growth at 6.8%. We upgrade our forecast for fixed asset investment growth to 11.0% (by 0.2ppts), downgrade our export growth forecast to -1.0% (by 4.1ppts), and revise up our CPI inflation forecast to 2.4% (by 0.7ppts).

关键词：宏观经济预测，GDP，CPI，经常项目顺差

声明：中国人民银行工作论文发表人民银行系统工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点，不代表人民银行。如需引用，请注明来源为《中国人民银行工作论文》。

Disclaimer: The Working Paper Series of the People's Bank of China (PBC) publishes research reports written by staff members of the PBC, in order to facilitate scholarly exchanges. The views of these reports are those of the authors and do not represent the PBC. For any quotations from these reports, please state that the source is PBC working paper series.

¹ 马骏为中国人民银行研究局首席经济学家，刘斌、贾彦东、李建强、陈辉、蒋贤锋为人民银行研究局研究人员，王伟斌为中国人民银行福州中心支行研究人员。本文内容为作者观点，不代表人民银行。联系作者贾彦东的电邮是 jyandong@pbc.gov.cn。

自 2015 年 12 月我们发表了 2016 年中国宏观经济预测报告之后，国内外经济环境和政策发生了一些新的变化。从外需情况看，今年 1-4 月进出口累计增速低于我们原先预期。从内需情况来看，房地产和基建投资增速开始回升，房地产开发投资的反弹速度明显快于预期，但民间投资则继续放缓。物价方面，CPI 涨幅逐步回升，PPI 环比增速开始由负转正。总体来看，经济运行显示出一些积极变化势头，结构调整继续取得进展，市场预期有所改善，但下行压力继续存在。从国际上看，油价等国际大宗商品价格在年初大幅下降后逐步回升，美联储加息预期有所缓解，欧洲、日本等国央行延续 QE 加负利率的政策模式，新兴市场国家经济和金融市场的稳定性有所改善。

根据这些新情况，在考虑了我国积极财政政策力度加大和继续保持稳健货币政策的假设前提下，我们基于计量经济模型对 2016 年宏观经济预测进行了更新。由于房地产和基建投资增速加快带来的正面影响基本对冲了贸易顺差减速带来的负面影响，我们维持 2016 年全年 GDP 增速 6.8% 的基准预测不变。我们对宏观指标预测的主要变化包括上调固定资产投资增速、CPI 涨幅预测和下调进出口增速预测等。

一、将全年 GDP 增速预测维持在 6.8%

与半年前的预测相比，我们维持 2016 年实际 GDP 增速为 6.8% 的基准预测不变。我们将全年固定资产投资增速预测上调为 11%（上调 0.2 个百分点），对社会消费品零售总额增速预测下调为 10.7%（下调 0.4 个百分点），对出口增速预测下调至 -1.0%（下调 4.1 个百分点），对进口增速预测下调至 -3.2%（下调 5.5 个百分点）。贸易顺差与 GDP 比例的预测略微下调为 5.1%，经常项目顺差与 GDP 的比例预测值维持 2.8% 不变。

表 1 主要宏观经济指标预测

单位：%

	2015	2016 (最新预测)	2016 (原先预测)	预测变化
实际 GDP	6.9	6.8	6.8	-
固定资产投资	10.0	11.0	10.8	↑
社会消费品零售总额	10.7	10.7	11.1	↓
出口	-2.9	-1.0	3.1	↓
进口	-14.2	-3.2	2.3	↓
贸易顺差/GDP	5.3	5.1	5.3	↓
经常项目顺差/GDP	3.0	2.8	2.8	-

数据来源：国家统计局，作者预测

注：本表中前五项目指标为增长率，最后两项指标为比例。固定资产投资、社会消费品零售总额、出口和进口为名义增长率。除特别说明外，本文的进出口数据均指海关贸易口径下以美元计价的进出口

导致上述预测调整的因素较多。从支持经济增长的积极因素来看，主要有以下几个方面：

第一，房地产开发投资和基建投资增速出现明显复苏。1-4 月份，全国固定资产投资完成额累计同比增长 10.5%，增速比 2015 年全年提高 0.5 个百分点，比 1-2 月提高 0.3 个百分点。其中，1-4 月基础设施投资累计同比增长 19.7%，比 2015 年全年增速提高了 2.4 个百分点。房地产开发投资增速大幅度反弹，1-4 月累计同比增长 7.2%，比 2015 年全年增速提高了 6.2 个百分点。此外，截止 4 月底，新开工项目计划总投资 12.9 万亿元，累计同比增长 38%，当月同比增长 35.6%，远高于去年全年的 5.5%，预示着未来一段时间固定资产投资增速可能继续有所加快。

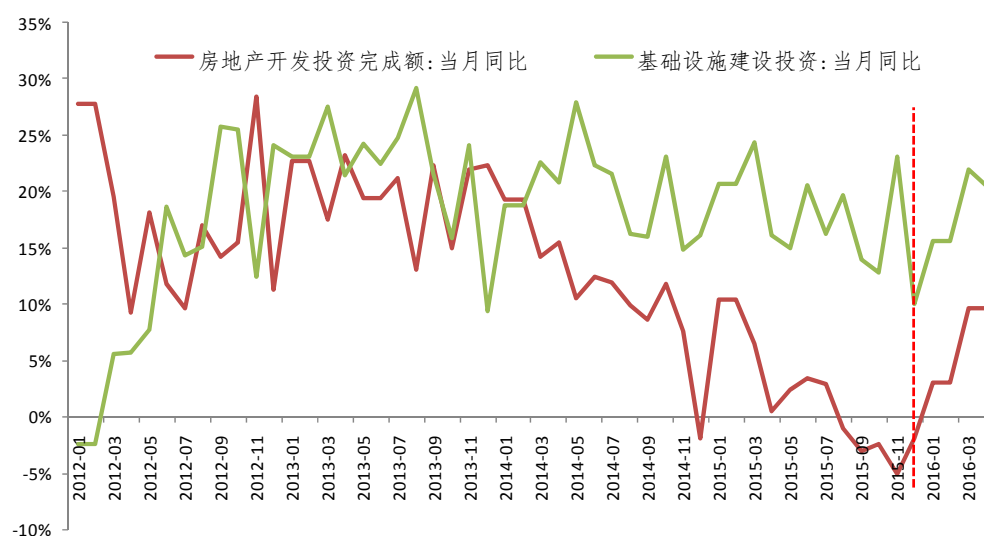


图 1 固定资产投资增速

数据来源：WIND

第二，工业企业利润有所恢复，下半年制造业投资有望企稳。伴随着 PPI 环比变化转正，制造业 PMI 指数已经连续三个月在枯荣线（50）以上，以及去库存、去产能政策效果的逐步显现，工业企业盈利能力已经开始有所恢复。1-4 月份工业企业利润总额累计同比增长 6.5%，比去年全年增速加快了 8.8 个百分点。4 月末，工业企业产成品存货同比下降 1.2%，为近年来首次负增长，表明企业库存压力正在缓解，有利于支持利润增长。工业企业利润增速的恢复性增长，在一定时滞之后，可能带动制造业投资增速的回升。

第三，宏观政策对稳增长的支持。与去年相比，今年全国财政赤字率目标提高至 3%，比去年实际决算赤字率增加了 0.6 个百分点。财政赤字规模的上升意味着财政政策稳增长力度的加大，有助于支持基础设施投资的增长和降低企业税负。从金融领域来看，从 2015 年 1 季度到 2016 年 1 季度，实际利率下降了 1.35 个百分点。主要由于实际利率的变化，实体经济所面临的货币条件有所改善（从 2015 年 1 季度到 2016 年 1 季度，我们编制的货币条件指数从 98.9 下降到 97.6）。上述宏观条件的变化都会在今后一段时间继续发挥支持实体经济增长的作用。

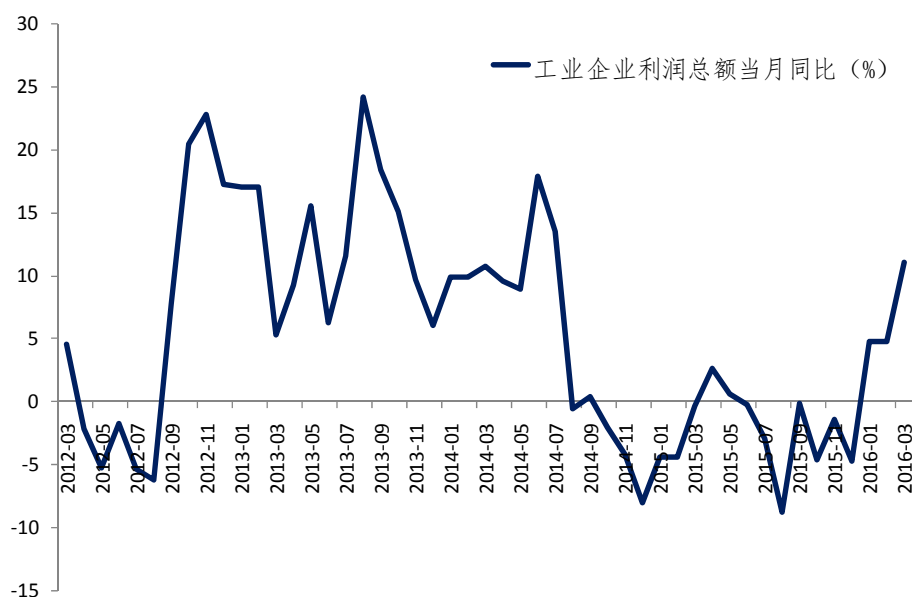


图2 工业企业利润总额增速

数据来源：WIND

在更新预测的过程中，我们也考虑了以下几个可能带来经济下行压力或风险的因素：

第一，全球经济增长势头弱于预期，对我国出口构成下行压力。国际货币基金、世界银行和经合组织在过去几个月内纷纷下调了全球经济增长预测，平均下调幅度为 0.4 个百分点（见专题 1）。这些组织下调全球增长预测的主要考虑包括最近一段时间全球资本市场动荡、发达经济体增长势头有所减弱、新兴市场经济体和低收入国家继续面临增长阻力，以及若干地缘政治因素对经济构成的威胁。全球增长势头的减弱是我们下调中国 2016 年出口增速预测的主要原因。根据实证模型分析，在其他条件不变的情况下，我国出口减速 10 个百分点，会拖累 GDP 增长 1 个百分点左右。当然，如果进口同时减速，也会抵消部分由于出口减速导致的对经济的冲击。

第二，多种因素可能对消费增长形成干扰。去年二季度以来，由于股票市场的大幅度波动，导致居民财富存量也出现变化，会在一定程度上影响居民的消费行为。此外，受东部 11 省（市）实施“国五”标准等因素影响，近来汽车销售增速明显放缓。4 月份，限额以上单位汽车类商品同比增长 5.1%，增速比上月回落 7.2 个百分点。

第三，如果信用利差上升过快，可能对融资产生负面影响。随着去杠杆、去产能政策的发力，刚性兑付逐步打破，僵尸企业逐步退出市场，债务违约风险可能逐步增加。一方面，打破刚性兑付有助于防范再度出现僵尸企业过度融资，有助于提高资金使用效率和加速市场出清；另一方面，如果短期内违约事件过于频繁，也可能造成信用利差上升过快，降低企业融资，使得刚刚显现的脆弱的经济复苏态势难以为继。

上述因素基本涵盖了我們调整今年全年经济增长、投资、消费、出口等指标

预测的主要考虑。我们对进口增速预测的下调主要源自于年初石油和其他大宗商品价格的超预期大幅下降导致的价格效应。对贸易顺差和经常项目顺差预测的调整则主要是对进出口预测调整的结果。

我们对 2016 年的最新基准预测仍然面临着若干风险。从国内来看，主要的不确定性因素包括房地产投资复苏能否持续，制造业投资能否如预期企稳。尤其是，民间投资仍然低迷，经济内生增长动力仍有待增强。从国外来看，美联储加息的步伐是否会加速在很大程度上决定了国际资本流动的格局和对包括中国在内的新兴市场国家汇率的冲击方向。

二、全年 CPI 涨幅预测上调至 2.4%

综合考虑近期及未来大宗商品和食品价格走势、宏观政策的滞后影响和产出缺口变动等因素，我们将 2016 年居民消费物价指数（CPI）涨幅预测上调至 2.4%（上调 0.7 个百分点），同时维持全年 PPI 下降 1.8% 的预测不变。我们对全年价格涨幅的最新预测如下表。

表 2 物价指数变化值预测

单位：%

	2015	2016	2016	预测变化
		(最新预测)	(原先预测)	
CPI 同比	1.4%	2.4%	1.7%	↑
PPI 同比	-5.2%	-1.8%	-1.8%	-

数据来源：国家统计局，作者预测

影响我们对物价涨幅预测的主要原因包括：

第一，国内食品价格变化推动 CPI 短期上升。年初以来，受猪肉供给和低温、寒潮、暴雨等天气因素对蔬菜供给的影响，CPI 中食品价格涨幅较大。4 月份猪肉和鲜菜同比分别上涨 33.5% 和 22.6%，比去年同期分别高出 25.2 和 15.4 个百分点。尽管近来蔬菜价格上涨幅度有所缓解，但猪肉价格涨幅还在进一步扩大。即使随着猪肉及蔬菜供给的改善，下半年食品价格对 CPI 的拉动效果逐步减弱，全年 CPI 涨幅也会明显高于原先预计。

第二，PPI 环比回升将逐步对 CPI 产生拉升作用。3 月份，受益于国际大宗商品价格的上涨和国内投资增速回暖等因素的推动，PPI 环比增速由负转正，3、4 两个月累计环比上升幅度达 1.2%。我们的模型分析显示，如果 PPI 增速上升 1 个百分点，在未来 12 个月内会使 CPI 涨幅增加 0.35 个百分点。

第三，房价因素会在一定时滞之后影响 CPI。去年二季度以来房地产价格的回升会在一定的时滞之后开始通过推高实际与虚拟租金等渠道影响 CPI 的涨幅。

我们对价格走势的最新预测依然面临着若干上行与下行的风险。CPI 预测面临的上行风险包括：石油、食品价格出现超预期上升，我国房地产价格继续较快上涨等。CPI 预测面临的下行风险包括：国内外经济增速低于预期，石油价格再

次下降以及美联储加息速度快于预期等。

三、若干专题分析

本节针对与未来几个季度宏观经济走势相关的若干问题进行了专题分析。这些专题分析的内容包括：国际组织对全球经济预测的调整及对我国的影响，房地产投资回升趋势及其可持续性，企业去杠杆情况及其对融资成本的影响。这些专题研究为本文的预测提供了一些背景分析和对部分结论的支持证据。

专题一：国际组织下调全球经济预测的原因及影响

今年以来，国际组织纷纷下调 2016 年全球经济增长预测。其中，世界银行（World Bank）在今年 1 月发布的《全球经济前景》报告中，将全球经济 2016 年的增速预测下调为 2.9%，较去年 6 月的预测降低 0.4 个百分点；经合组织（OECD）在 2016 年 2 月发布的最新报告中，将全球经济 2016 年增速预测下调为 3%，较去年 11 月的预测降低 0.3 个百分点；国际货币基金组织（IMF）在 2016 年 1 月发布的《世界经济展望》中，将全球经济 2016 年的增速预测较去年 10 月份下调 0.2 个百分点至 3.4%，而今年 4 月发布的更新报告又进一步下调 0.2 个百分点至 3.2%。

表 3：国际组织对 2016 年全球经济增长预测

单位：%

	国际货币基金组织		世界银行		经合组织	
	2016 年		2016 年	2015 年	2016 年	2015 年
	4 月	1 月	1 月	6 月	2 月	11 月
全球	3.2	3.4	2.9	3.3	3.0	3.3
发达经济体	1.9	2.1	2.1	2.3		
美国	2.4	2.6	2.7	2.8	2.0	2.5
欧元区	1.5	1.7	1.7	1.8	1.4	1.8
日本	0.5	1.0	1.3	1.7	0.8	1.0
英国	1.9	2.2	2.4	2.6	2.1	2.4
加拿大	1.5	1.7			1.4	2.0
新兴市场与发展中经济体	4.1	4.3	4.8	5.2		
中国	6.5	6.3	6.7	7.0	6.5	6.5
印度	7.5	7.5	7.8	7.9	7.4	7.3
俄罗斯	-1.8	-1.0	-2.5	0.7		
巴西	-3.8	-3.5	-0.7	1.1	-4.0	-1.2
南非	0.6	0.7	1.4	2.1		

数据来源：IMF、World Bank、OECD。

国际组织纷纷下调对全球经济增速预测主要考虑了最近一段时间全球资本市场动荡、发达经济体增长势头有所减弱、新兴市场经济体和低收入国家继续面

临增长阻力，以及几种非经济因素对经济活动可能构成的冲击等。这些机构所担心的风险包括：

1、金融动荡可能再次出现并冲击市场信心

在今年年初的金融动荡中，许多市场价格出现剧烈下跌。IMF 和 OECD 认为，今年全球金融稳定所面临的风险较大，若年初的金融动荡再次出现，可能会通过自我强化的负面反馈渠道，冲击市场信心和抑制需求。特别是新兴市场国家很容易受到汇率大幅波动的冲击，资本流入的急剧减少会迫使国内需求迅速收缩，净资本外流增加很可能导致这些经济体的货币进一步贬值，最终引发负面资产负债表效应。

2、大宗商品价格低迷抑制相关出口国增长前景

前一段时间，上述国际组织都对大宗商品价格的持续低迷表示担忧。这些组织的研究报告认为，由于全球经济持续低迷导致需求不足，石油价格出现趋势性反转的可能性不大。由于油价和其他大宗商品价格低迷，石油输出国收入下降、经济增速放缓，包括拉美在内的非石油大宗商品出口国前景疲软，巴西、俄罗斯仍处于深度衰退。一些国家虽然有缓冲机制，但缓冲空间正在缩小，而有些国家已经需要大幅度削减开支。尽管与年初相比原油价格已有较大反弹，但此轮油价反弹的主要原因是供给面因素，包括美国页岩油产量的下降、加拿大的火灾以及尼日利亚的爆恐袭击等，高企的油价可能会诱使石油生产商解封油井，原油价格存在再次下跌的可能。2016 年以来，大宗商品出口国曾一度出现汇率剧烈贬值。

3、美元升值和金融条件趋紧可能拖累经济复苏

在外部需求疲软的背景下，美元升值和最近有所收紧的金融条件可能拖累美国 and 全球经济复苏。IMF 认为，尽管最近资产价格有所反弹，但美国、欧洲和日本的金融条件自 2014 年年中以来有所趋紧，这种态势如果持续下去，会进一步削弱增长，带来长期存在负产出缺口和通货膨胀率过低的风险。世界银行特别强调了美元汇率升值对美国净出口的打压，表示净出口额的下滑是影响美国经济和削弱对外需求的“一个首要因素”。按名义有效汇率计算，在 2014 年 6 月至 2016 年 5 月期间，美元对其他主要货币累计升值 19.3%，按实际有效汇率计算则升值了 14.9%。实证研究表明，如此幅度的汇率升值将会在两年后削弱 GDP 增速约一个百分点。

4、非经济因素的冲击

叙利亚难民危机、恐怖主义活动、英国 6 月份将举行的是否脱离欧盟的公投、厄尔尼诺现象问题，都会增加世界经济复苏的不稳定性。难民大规模涌入欧洲，会给欧洲带来较大的财政、治安和就业等方面的压力。厄尔尼诺现象造成的严重水灾和干旱加剧了一些新兴市场和低收入发展中国家的贫困问题。如果今年 6 月英国公投结果是退出欧盟，将会干扰现有贸易关系，带来地区性和全球性的影响，冲击脆弱的全球经济。

国际组织所担心的风险因素，一旦成为现实，也会对中国经济构成负面影响。如果全球经济增速进一步放缓，我国今年外需低迷的局面预计难有改变。美元升

值和大宗商品出口国的汇率贬值也会对我国的实际有效汇率构成压力。若 6 月英国公投决定退出欧盟，可能将导致英镑大幅贬值，其汇率波动可能波及人民币市场，伦敦人民币离岸市场的发展也会受到一定程度的影响。

专题二：房地产投资回升趋势分析

今年以来,房地产开发投资增速出现显著反弹。由于房地产销售仍保持快速增长,开发资金到位情况继续改善,加之去年的低基数,我们估计房地产投资增速上升的趋势在短期内有望保持,但能否持续较长时间则仍面临较多的不确定性。

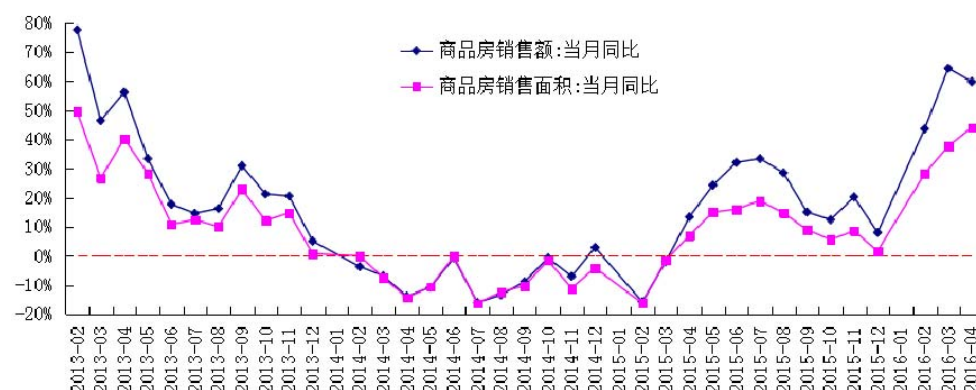


图 3 全国商品房销售面积和销售额当月同比变动趋势

数据来源: WIND

1、房地产开发投资出现显著反弹

经过一年多的调整之后,自 2015 年 5 月开始,不论百城住宅价格指数还是 70 个大中城市新建住宅价格指数都开始止跌回升。从房价上涨范围看,全国 70 个大中城市新建商品住宅价格同比上涨的城市也明显增多。同时,房地产销售面积和销售额企稳回升,2015 年全年销售面积和销售额分别增长了 6.5%和 14.4%。今年前四个月,商品房销售面积和销售额继续保持增长势头,其 4 月的同比增速已分别加快到 44.1%和 59.8% (见图 3)。

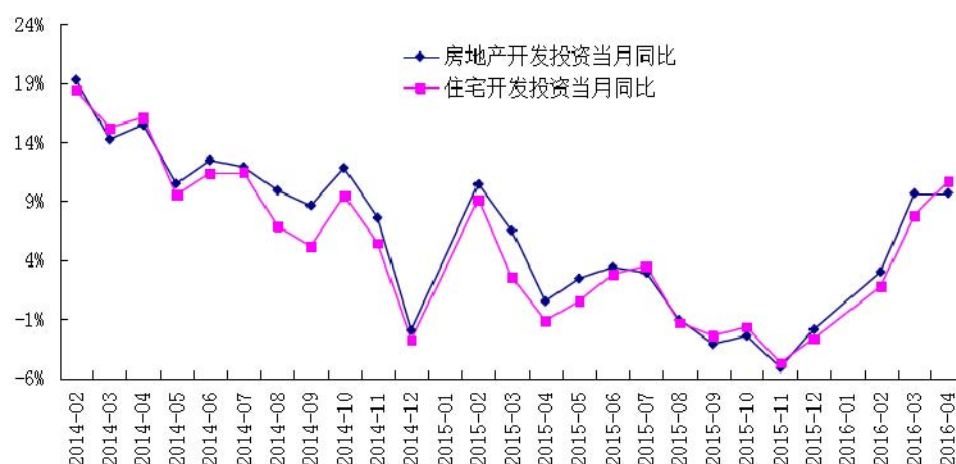


图 4 房地产和住宅开发投资当月同比变动趋势

数据来源: WIND

随着房地产销售升温，2015 年末房地产与住宅开发投资开始触底反弹，今年前四个月加速上升，分别增长 7.2%和 6.4%。4 月份房地产开发投资当月同比增速已经恢复到 9.7%，大幅高于去年年均 1%左右的增速（见图 4）。与此对应，反映房地产市场景气状况的国房景气指数，从 2015 年 6 月也保持了平稳向好走势。房屋新开工面积同比增速大幅反弹，商品房待售面积增速继续回落。2015 年底房屋新开工面积累计同比下降 14%，而今年 1-4 月却累计增长 21.4%，4 月房屋新开工面积的当月同比增速已经恢复到 25.9%（见图 5）。导致新开工面积增速大幅反弹的主要原因是房地产销售持续回暖、政府对保障性住房的政策支持和基数较低。同时，由于销售回暖，商品房待售面积同比增速继续回落。

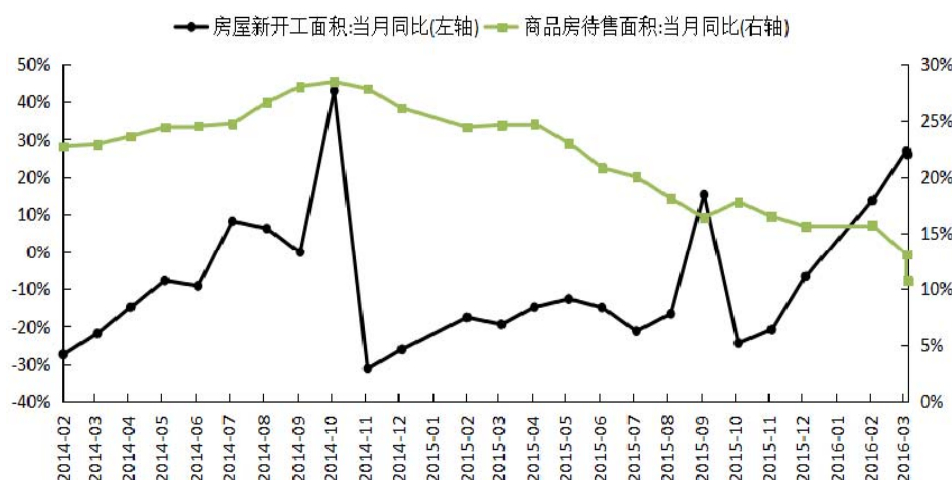


图 5 房屋新开工面积与商品房待售面积当月同比增速

数据来源：WIND

2、房地产投资增长的可持续性

虽然最近几个月的房地产开发投资有较快反弹，但各方对该轮增速回升的可持续性的判断还有较大分歧。我们预计，短期内房地产开发投资继续保持或略微超过目前增速的可能较大，但中期能否持续则仍面临不确定性。

支持房地产开发投资继续增长的理由主要有两个方面。首先，房地产销售是房地产开发投资的最重要领先指标，两者之间的历史相关性是比较稳健的。我们模型测算显示，销售回暖一般预示着房地产市场去库存速度加快，后续投资将回升。据历史数据测算，商品房销售增速回暖之后，其向前传导到投资一般需三个季度左右。过去九个月内房地产销售继续加速，表明在短期内房地产投资保持目前增速或以上的概率较大（见图 6）。其次，房地产销售回暖趋势正由一二线城市向部分三线城市传导。随着去年一系列政策累积效应的显现，一二线城市的房地产需求产生外溢效应，提高一些三线城市房价上涨的预期，三线城市房价开始企稳回升，预计会拉动当地的房地产销售。

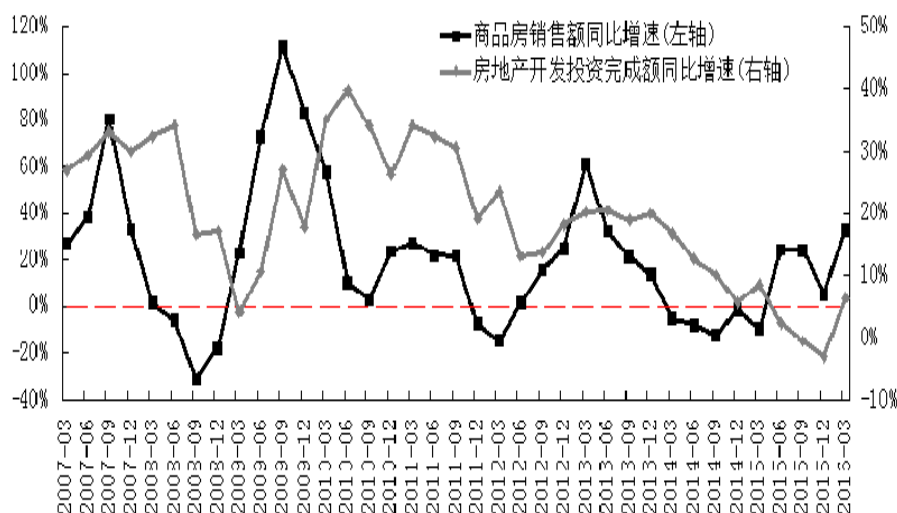


图6 房地产投资和商品房销售额当季同比增速

数据来源：WIND

但是，也有几个因素会制约房地产投资增速在中长期的可持续性。比如，部分一、二线重点城市由于房价上升过快，已经开始收紧限购政策或加大限购政策的执行力度，将导致这些地区销售降温并对投资产生抑制作用。许多三、四线城市的房地产库存仍然高企，当地开发商对投资前景仍十分谨慎。另外，从长期来看，我国劳动年龄人口下降的趋势意味着未来购房需求增速会呈逐步弱化趋势。

专题三：企业杠杆率、去杠杆路径和对经济的影响

1、企业杠杆率高企，且呈攀升态势

和其他主要经济体相比，我国非金融部门债务总水平(包括企业、政府和居民负债)与GDP的比例仍在可控区间，但企业部门债务水平却明显过高。

据国际清算银行(BIS)的数据显示，2015年第三季度我国非金融部门债务总水平占GDP的比重为247%，低于多数发达国家的水平。但企业部门债务占GDP的比重却高达166%，高于多数主要经济体的水平(图7)。另外，非金融企业部门债务的攀升也是最近几年来整个经济体杠杆率上升的主要原因。(BIS)2015年第三季度我国企业部门债务与GDP的比例(166%)比2010年的124%增长了42个百分点，贡献了非金融部门债务总水平增幅的70%左右。

2、企业去杠杆的可能路径

不断攀升的企业杠杆率水平制约了企业的发展，也加大了金融风险。从目前地方上的一些做法、相关研究成果和过去的经验来看，企业部门去杠杆的路径可能有如下选项：

一是核销部分“僵尸企业”不良贷款以降低企业部门杠杆率水平，发挥好地方国有资产管理公司和地方金融资产公司在企业破产重组和债务处置中的作用。二是大力发展多层次股权市场，加快发展股权投资基金、新兴产业引导基金、种子基金、天使基金、创业投资基金和股权信托等，合理引进战略投资者，提高权益融资的比例。三是对部分产品具有市场、生产成本具有竞争力的企业，

按市场化、法制化原则，由银企双方自主协商通过债转股的方式来降低企业的债务水平。四是对高成长性企业积极开展“投贷联动”以降低其杠杆率水平。五是鼓励地方政府加大对企业股份制改造和上市辅导的财政支持力度，对在主板、中小板、创业板、新三板和区域产权交易中心挂牌的企业给予适当奖励。六是着力推进“供给侧结构性改革”，消化过剩产能，提升企业的增长潜力和盈利水平，强化企业偿还债务的能力。七是加大改革力度以硬化国企和地方平台类企业的预算约束，降低这些企业过度负债的冲动。八是通过减税等办法将非金融企业部门的债务部分转移至政府部门。

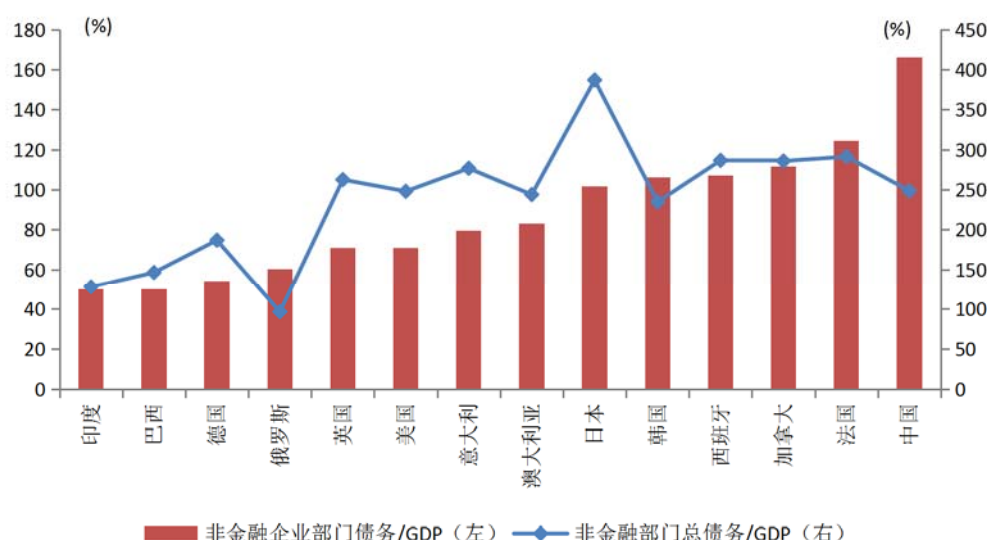


图 7 世界主要经济体非金融部门债务水平

数据来源：国际清算银行（BIS）

3、企业去杠杆对经济的影响

总的来看，企业去杠杆是一个长期的过程。从国际经验来看，去杠杆一般要经历 6-7 年甚至更长的时间，而且一般需要一个经济逐步复苏的周期。只有经济较好地复苏，企业盈利明显上升，企业将部分盈利用于偿还债务，杠杆率才会逐步下降。在上文归纳的几种去杠杆的选项中，不少举措（如发展多层次资本市场、“供给侧结构性改革”等）本身就是中长期的，减税也需要累积许多年才能看到一定的效果。相比之下，“债转股”、清理“僵尸企业”等方法可能在短中期内看到效果，但效果是否显著取决于各类改革的力度和部门间的协调。

一些国际实证研究表明，在去杠杆过程开始前 2-3 年，往往对经济产生负面影响，但在此后几年，经济增速会逐渐反弹。解释这种现象的理由是在去杠杆初期会出现投资减速，但在去杠杆中后期整个金融资源的使用效率提高，过剩产能得到消化，企业盈利上升。但是在任何一个国家，去杠杆对经济的影响事实上取决于对去杠杆力度的把握，包括许多措施的具体落实。如果对“僵尸企业”的清理能够做到有序可控，股权市场的融资功能能够得到较快恢复，“债转股”所面临的制度障碍能够得到顺利解决，“投贷联动”试点能够取得积极成效并逐步扩

围，地方政府的财政支持能够发挥一定的效果，包括开放市场准入等“供给侧改革”的举措能够取得积极进展，减税措施能够有效地惠及企业部门并提升利润，那么去杠杆的短期负面影响就可能得到有效控制。

（完）

《工作论文》目录

序号	标题	作者
2014 年第 1 号	政策利率传导机制的理论模型	马骏、王红林
2014 年第 2 号	中国的结构性通货膨胀研究——基于 CPI 与 PPI 的相对变化	伍戈、曹红钢
2014 年第 3 号	人民币均衡实际有效汇率与汇率失衡的测度	王彬
2014 年第 4 号	系统重要性金融机构监管国际改革：路径探微及启示	钟震
2014 年第 5 号	我国包容性金融统计指标体系研究	曾省晖、吴霞、李伟、廖燕平、刘茜
2014 年第 6 号	我国全要素生产率对经济增长的贡献	吴国培、王伟斌、张习宁
2014 年第 7 号	绿色金融政策及在中国的应用	马骏、施雯、姚斌
2014 年第 8 号	离岸市场发展对本国货币政策的影响：文献综述	伍戈、杨凝
2014 年第 9 号	特征价格法编制我国新建住宅价格指数的应用研究	王毅、翟春
2014 年第 10 号	2015 年中国宏观经济预测	马骏、刘斌、贾彦东、洪浩、李建强、姚斌、张翔
2015 年第 1 号	核心通货膨胀测度与应用	王毅、石春华、叶欢
2015 年第 2 号	中国普惠金融发展进程及实证研究	焦瑾璞、黄亭亭、汪天都、张韶华、王瑱
2015 年第 3 号	移动货币：非洲案例及启示	温信祥、叶晓璐
2015 年第 4 号	我国理财产品收益率曲线构建及实证研究	吴国培、王德惠、付志祥、梁垂芳
2015 年第 5 号	对中国基础通货膨胀指标的研究	Marlene Amstad、叶欢、马国南
2015 年第 6 号	结构时间序列模型的预测原理及应用研究	朱苏荣、郇志坚
2015 年第 7 号	构建中国绿色金融体系	绿色金融工作小组
2015 年第 8 号	关于国际金融基准改革的政策讨论	雷曜
2015 年第 9 号	2015 年中国宏观经济预测(年中更新)	马骏、刘斌、贾彦东、李建强、洪浩、熊鹭
2015 年第 10 号	城投债发行定价、预算约束与利率市场化	杨娉
2015 年第 11 号	利率传导机制的动态研究	马骏、施康、王红林、王立升

2015 年第 12 号	利率走廊、利率稳定性和调控成本	牛慕鸿、张黎娜、张翔、宋雪涛、马骏
2015 年第 13 号	对当前工业企业产能过剩情况的调查 研究——基于江苏省 696 户工业企业的实证分析	王海慧、孙小光
2015 年第 14 号	“营改增”对中小微企业税负影响的 实证研究——来自浙江省湖州市抽样 调查的分析	吴明
2015 年第 15 号	2016 年中国宏观经济预测	马骏、刘斌、贾彦东、李建强、陈辉、熊鹭
2016 年第 1 号	收益率曲线在货币政策传导中的作用	马骏、洪浩、贾彦东、张施杭胤、李宏瑾、安国俊
2016 年第 2 号	PPP 模式推广困难原因探析及对策建议	崔晓芙、崔凯、徐红芬、李金良、王燕、崔二涛
2016 年第 3 号	企业景气调查制度的国际比较研究	张萍、潘明霞、计茜、牛立华、范奇
2016 年第 4 号	货币政策通过银行体系的传导	纪敏、张翔、牛慕鸿、马骏
2016 年第 5 号	金融周期和金融波动如何影响经济增长和金融稳定？	陈雨露、马勇、阮卓阳
2016 年第 6 号	自然资源资产负债表与绿色金融——以浙江湖州为例	洪昊、孙巍
2016 年第 7 号	IMF 宏观金融分析内容与方法介绍	尹澄坤、郑桂环、卢心慧、白晶洁、林元吉
2016 年第 8 号	全球避险情绪与资本流动——“二元悖论”成因探析	伍戈、陆简
2016 年第 9 号	2016 年中国宏观经济预测(年中更新)	马骏、刘斌、贾彦东、李建强、陈辉、蒋贤锋、王伟斌