

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¹

摘要：本报告对 2015 年我国经济增长、物价、国际收支等主要经济指标进行了预测。我们的基本判断是，在“三期叠加”的背景之下，明年的我国经济将体现更多的“新常态”特征，增长速度略有放缓，但就业情况和物价走势保持基本稳定，经济结构继续改善，经济增长的可持续性有所增强。本报告在若干假设前提下的基准预测包括：2015 年我国实际 GDP 增速将略微放缓至 7.1%，主要下行压力来自于房地产开发投资的减速；2015 年的 CPI 涨幅为 2.2%，出口增长加速到 6.9%，经常项目顺差与 GDP 的比值为 2.4%。虽然 2015 年的经济增速可能继续放缓，但城镇就业情况预计将保持基本稳定。本报告基准预测所面临的风险包括国际地缘政治、大宗商品价格、美国加息力度和我国房地产走势等不确定性因素。

Abstract: This report presents our baseline forecasts for China's economic growth, inflation, and current account balance in 2015. Our main conclusion is that China's economic outlook will be increasingly featured by the "new norm": GDP growth may slow modestly, but employment and inflation outlook should remain stable, and further progress will be made in re-balancing the economy. Our baseline forecasts include: real GDP growth will decelerate slightly to 7.1% in 2015, reflecting partly the slowdown in real estate investment; CPI inflation will be 2.2% in 2015; merchandise export growth will accelerate to 6.9% in 2015; and the current account balance as % of GDP will amount to 2.4% in 2015. Although GDP growth may decelerate, labor market conditions will unlikely be a major concern. Risks to our forecasts include geopolitical events as well as uncertainties associated with global commodity prices, the pace of US rate hike, and China's real estate market outlook.

关键词：宏观经济预测；GDP；CPI；就业

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、洪浩、李建强、姚斌、张翔为人民银行研究局宏观预测小组成员。联系人贾彦东的电邮为 jyandong@pbc.gov.cn。本文内容为作者个人观点，不代表人民银行。

内容提要

本报告对 2015 年我国经济增长、物价、国际收支等主要经济指标进行了预测。我们的基准判断是，在“三期叠加”的背景之下，明年的经济将体现更多的“新常态”特征，增长速度略有放缓，但就业情况和物价走势保持基本稳定，经济结构继续改善，经济增长的可持续性有所增强。

我们对经济增长的基准预测是，我国实际 GDP 增速从 2014 年的 7.4%略微放缓到 2015 年的 7.1%。一方面，我国出口增长由于国外经济复苏等因素而将有所加速；另一方面，房地产开发投资由于前期商品房销售疲软而会继续减速。虽然出口加速有利于经济增长，但房地产投资减速产生的下行压力将难以为出口加速所完全对冲。

虽然 2015 年的经济增长速度可能继续放缓，但城镇就业情况预计将保持基本稳定。这是由于我国经济正由制造业主导的模式逐步向服务业转型，而服务业的劳动密集程度高于制造业，服务业在经济中占比的提高意味着每个百分点的 GDP 增长将创造比以前更多的就业岗位。给定目前的产业结构和各产业的劳动密集程度与就业弹性，我们估计，2015 年 GDP 增长 7.1%所创造的城镇新增就业岗位将与 2014 年的水平基本相当。

我们预计各项改革措施对促进结构调整的效果将逐步显现，2015 年的经济结构将继续得到改善。最终消费对经济增长的贡献将继续上升，资本形成对经济增长的贡献将有所下降；第三产业占 GDP 的比重将持续上升；包括棚户区改造在内的民生支出、环保新能源等绿色产业的投入和产出、科技创新的投入和产出等将保持快速增长，经济发展的可持续性将有所增强。

我们对消费物价走势的基准预测是，2015 年 CPI 涨幅为 2.2%，与 2014 年相比变化不大。影响 CPI 涨幅的有多种因素，包括食品价格、国内外产出缺口和国际大宗商品价格变化。其中，食品价格和国际大宗商品价格面临的不确定性较大。

国际收支方面，我们的基准预测是：2015 年，出口增长 6.9%，比 2014 年加速 0.8 个百分点；进口增长 5.1%，比 2014 年加速 3.2 个百分点；经常项目顺差与 GDP 的比值为 2.4%，与 2014 年相比基本持平。

我们对经济增长的基准预测面临着若干上行和下行风险。主要上行风险包括国外经济增长速度高于预期、我国房地产政策松动超预期提振购房者信心、结构性改革措施较快提升我国的经济增长潜力等。主要的下行风险包括：（1）地缘政治因素导致欧洲经济情况恶化；（2）美国加息速度和力度大于预期，导致新兴市场经济体出现资本大规模流出、汇率大幅波动和经济减速，从而减少这些经济体对中国的进口需求；（3）我国房地产市场价格出现大幅度下降，导致房地产销售、投资超预期减速。

一、经济增长与就业预测

我们的基准判断是，在“三期叠加”的背景之下，明年的经济将体现更多的“新常态”特征，增长速度略有放缓，但就业情况保持基本稳定，经济结构继续改善，经济增长的可持续性有所增强。

（一）预计 2015 年实际 GDP 增速降至 7.1%

我们在基准情景下的预测是，2015 年实际 GDP 增长 7.1%，增速比 2014 年降低 0.3 个百分点；2015 年固定资产投资增长 12.8%，比 2014 年减速 2.7 个百分点；2015 年社会消费品零售总额增速保持在 12.2%，与 2014 年相比变化不大；出口增速从 2014 年的 6.1% 上升至 2015 年的 6.9%，进口增速由 2014 年的 1.9% 上升至 2015 年的 5.1%。

表 1 我国主要经济增长指标预测

	2013	2014（预测）	2015（预测）
实际 GDP	7.7	7.4	7.1
固定资产投资	19.6	15.5	12.8
社会消费品零售总额	13.1	12.0	12.2
出口	7.9	6.1	6.9
进口	7.3	1.9	5.1

注：固定资产投资、社会消费品零售总额、出口和进口的增长率均为名义增长率。除非另外说明，本文的进出口数据指美元计价的海关口径货物贸易。

数据来源：国家统计局，人民银行研究局宏观预测小组估算。

2015 年 GDP 增速有可能继续放缓的大背景是我国面临的“增长速度换档期、结构调整阵痛期和前期刺激政策消化期”的三期叠加效应。从供给面上来看，改革能够提高资源配置的效率和经济增长潜力，但劳动年龄人口的下降和劳动力成本的快速上升、环境资源对经济增长的约束加大、制造业“赶超效应”弱化导致生产率增速放缓等结构性因素仍会继续对经济增长潜力产生下行压力。

从需求面来看，影响 2015 年经济增长的两个主要原因是：（1）国际经济复苏等因素使我国出口增长略有加速；（2）2014 年以来的商品房销售疲弱导致 2015 年房地产开发投资继续减速，而房地产投资的减速及其对相关行业的负面溢出效应会抑制经济增长。虽然出口加速有利于经济增长，但房地产投资减速导致的经济下行压力难以为出口加速所完全对冲。

影响 2015 年经济增速的还有许多其他短中期因素。部分正面因素包括简政放权、对外开放等改革措施所带来的民营和外资企业在服务业领域投资热情的增加，基建和棚户区改造投资对经济的拉动，政府支持创新、创业的政策对中小企业发展

的推动等。负面因素包括由于杠杆率过高、不良资产率上升和制造业利润率受压所导致的部分制造业投资减速等周期性压力。

我们对 2015 年基准预测的主要假设条件包括：（1）发达经济体的 GDP 增速从 2014 年的 1.8% 加快到 2015 年的 2.3%；（2）国际大宗商品价格略有下降，全球贸易情况基本稳定；（3）我国货币与财政政策保持连续性和稳定性。货币条件指数（实际利率、实际有效汇率和广义货币增长率与基期水平之差值的加权平均指数）保持基本稳定；2015 年的财政收支差额占 GDP 比重与 2014 年相比基本持平，2015 年的财政脉搏（经过周期调整后的财政收支差额占 GDP 比重与上年的变化值）与 2014 年相比也保持基本稳定；（4）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。

我们对 2015 年经济增长的基准预测面临着若干上行和下行风险。主要上行风险包括国外经济增速高于预期（如，乌克兰地缘政治冲突如果得到缓解，可能提升欧洲的市场信心、投资和经济增长速度）；我国房地产市场的政策松动（如大城市取消限购、按揭贷款首付比率下降、按揭利率下调等）导致购房者信心提升。主要的下行风险包括：（1）地缘政治因素导致欧洲经济情况恶化，以及恐怖主义活动升级对全球经济产生影响；（2）美国加息速度和力度大于预期，导致新兴市场经济体出现资本大量流出、汇率大幅波动和经济减速，从而降低这些经济体对中国的进口需求；（3）我国房地产价格大幅度下降，导致房地产销售、投资超预期减速；（4）人民币实际有效汇率大幅度升值，抑制我国出口增长。关于国外经济增长、美国加息的冲击、国内房地产市场的各种情景分析见本报告第四节。

（二）预计城镇就业将保持稳定

我们预计，在基准情景下，虽然 2015 年的经济增速有所放缓，但城镇就业情况将保持基本稳定。由于我国经济正由制造业主导逐步向服务业转型，而服务业的劳动密集程度高于制造业，服务业在经济中占比的提高意味着每个百分点的 GDP 增长将创造比以前更多的就业岗位，经济吸纳就业的能力将提高。2008 至 2013 年，我国 GDP 增速从 9.6% 下降到 7.7%，降低了 1.9 个百分点，但受益于产业结构转型，我国第三产业占 GDP 比重从 41.8% 上升到 46.1%，增加了 4.3 个百分点，使得我国每年城镇新增就业人数基本保持稳定。目前求人倍率明显高于 1（表明虽然经济增长减速，但劳动力市场仍出现供不应求的状况）也支持这个判断。

给定目前的经济结构以及各产业的劳动密集程度和就业弹性，我们预计，假设第三产业占 GDP 比重在 2015 年能提高 1 个百分点（过去几年的年增幅都在 1 个百分点以上），7.1% 的 GDP 增速可以创造的城镇新增就业岗位将与 2014 年预计的水平基本相当。另外，统计局发布的数据显示，2013 年我国劳动年龄人口（定义为 15-59 岁的人口）比 2012 年减少 244 万人，下降约 0.3%。依据人口结构与总和生育率的估算表明，未来我国劳动年龄人口下降是长期持续。在此背景下，假设城镇

化速度和劳动参与率不出现大幅变化，7.1%的 GDP 增长意味着 2015 年的城镇失业率不会出现明显恶化，甚至可能继续改善。

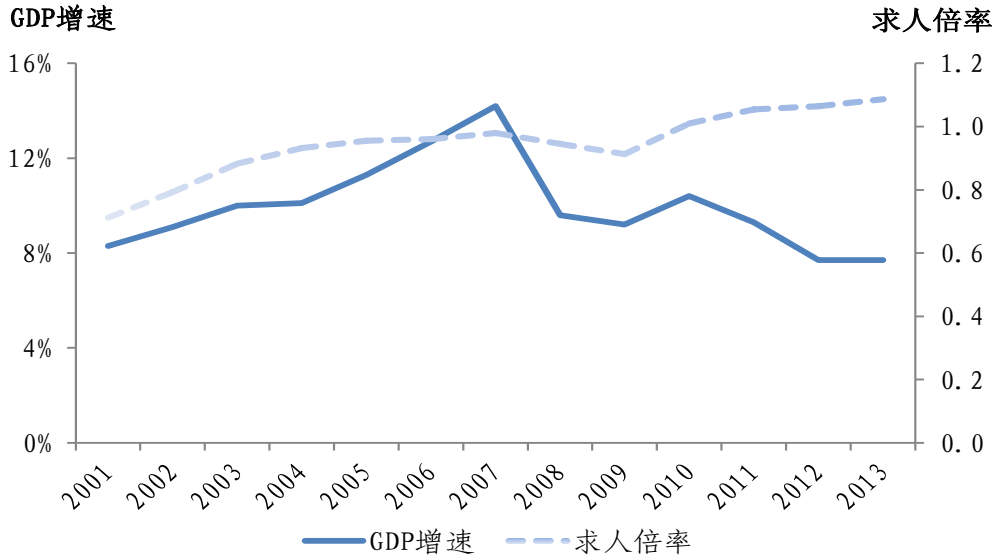


图 1 GDP 增长与求人倍率

数据来源：国家统计局、人力资源和社会保障部

（三）经济结构将继续改善

尽管我们预计经济增长速度在 2015 年会所有放缓，但随着市场机制在资源配置中作用的提升、各项结构调整措施的逐步落实以及消费者偏好的变化，经济结构有望在多个方面得到改善，经济增长的可持续性将有所加强。

从支出法角度来分析对经济增长的贡献，我们估计在基准情景下，2015 年三大需求来源对实际 GDP 增长的贡献分别为：最终消费贡献 50.9%，比 2014 年估计值提高约 0.9 个百分点；资本形成总额贡献 46.8%，比 2014 年估计值降低约 0.9 个百分点；货物与服务净出口贡献 2.3%，与 2014 年估计值基本持平。这表明经济增长对投资的依赖将有所下降，消费拉动经济增长的作用将有所增强，需求结构有望继续得到改善。

在固定资产投资中，虽然商品房住宅开发投资和一些高耗能、高污染及低端制造业的投资预计将继续减速，但政府对棚户区改造、环保、节能、新能源、基础设施等领域的大力支持和投融资机制改革将提升在民生领域和绿色产业的投资比重，有助于优化投资结构。政府力推的减少对民间资本的准入限制、加大对外开放力度、营改增等改革措施将继续帮助提高第三产业占经济的比重。新一轮支持和鼓励创新、创业的政策有望进一步提高我国科技投入与产出的增速，提升我国经济的技术含量和全要素生产率的增长潜力，增强经济增长的可持续性。

二、物价走势预测

我们在基准情景下的预测是，2015 年居民消费物价指数（CPI）涨幅为 2.2%，与 2014 年的 2.0%（预测值）相比变化不大。对主要价格指数增长率的预测结果见表 2。

表 2 物价指数增长率预测

单位：%

	2013	2014（预测）	2015（预测）
CPI	2.6	2.0	2.2
PPI	-1.9	-1.8	-0.4

数据来源：国家统计局、人民银行研究局宏观预测小组估计

影响 2015 年 CPI 走势的主要因素包括食品价格、产出缺口和国际大宗商品价格的走势：

第一，食品价格涨幅。我国食品价格年度涨幅的长期平均水平为 4.5%（2000-2014 年平均值），但 2014 年前 11 个月的食物价格同比增速仅为 3.1%。从提高农民收入的需要和供给面对价格的长期反应来看，农产品价格涨幅有回归长期趋势（即扩大）的可能，但考虑目前的气候、粮食丰收情况及国际食品和石油价格走势，我们的基准预期是明年我国食品价格涨幅保持基本稳定。

第二，产出缺口。影响产出缺口的因素十分复杂，包括人口等结构性因素导致的增长潜力的变化、一些部门对过剩产能的消化、出口增长对产能利用率的提升、房地产投资减速对需求的抑制等。综合判断，预计 2015 年国内产出缺口不会明显恶化或改善，因此产出缺口对 PPI 的影响趋于中性，由于产出缺口变化导致的 PPI 变化及其向 CPI 的传导将比较有限。

第三，国际大宗商品价格。根据 IMF 等机构的最新预测，国际大宗商品价格指数将继续保持下行趋势，但降幅比 2014 年收窄。根据这个趋势，尤其是能源价格的变化，预计 2015 年我国进口价格指数仍将面临一定的下行压力，但降幅将逐步变小。

上述对价格指数的基准预测面临着诸多上行和下行风险。上行风险包括国际经济超预期增长，使得全球负产出缺口较快收窄；地缘政治冲突加剧，导致国际大宗商品价格突然上涨；欧洲和日本的量化宽松力度大于预期，对大宗商品套利投资加剧；我国经济由于房地产市场较快复苏而受益等。对我国通胀的下行风险包括国际和我国经济增长低于预期、美国加息力度过大、国际大宗商品价格大幅下降、人民币有效汇率升值等。

三、进出口预测

我们的基准预测结果为：2015 年，按海关口径计算的贸易出口（按美元计价的名义值）增长 6.9%，比 2014 年加速 0.8 个百分点；进口增长 5.1%，比 2014 年加速 3.2 个百分点²；经常项目顺差与 GDP 的比值为 2.4%，与 2014 年相比基本持平。

影响 2015 年我国出口前景的正面因素主要包括：第一，发达经济体市场占我国外需的 50%左右，这些地区经济逐步回暖，将改善我国出口的外部环境。一致性预测所估计的明年欧美日经济增长加速约 0.5 个百分点，有利于拉动我国的出口增长。第二，政府采取的各项稳定外贸的举措以及上海自贸区和扩大内地延边地区的开放战略也将有利于推动出口的增长。但是，新兴市场经济体的劳动力成本优势将继续显现，发达经济体转向低成本国家进口，将抑制我国出口增速的潜力。从进口方面来看，虽然明年我国投资增速和国际大宗商品价格可能继续下降，但降幅估计比今年较为温和，有助于提升我国名义进口增速，使其向正常趋势回归。

我们对 2015 年进出口基准预测的主要假设包括：（1）发达国家的经济增速将从 2014 年的 1.8%上升到 2015 年的 2.3%；（2）我国宏观政策保持连续性和稳定性；（3）人民币实际有效汇率基本稳定。

我们对进出口的基准预测面临若干风险。如果国外经济增长速度明显高于预期，将有利于改善我国出口形势。对我国出口的主要下行风险包括美国加息快于和力度大于预期、地缘政治等因素导致国际经济情况明显恶化、国际汇率波动导致我国实际有效汇率明显升值等。对进口预测的风险包括：地缘政治因素推动大宗商品价格上涨；我国房地产市场出现超预期调整，进一步抑制对国外大宗商品进口的需求等。

四、不确定因素与情景分析

（一）国外经济增长的情景及对我国出口的影响

根据国际货币基金组织（IMF）的最新预测，美国经济增速将从 2014 年的 2.2%上升至 2015 年的 3.1%，欧元区经济增速从 2014 年的 0.8%上升至 2015 年的

² 2015 年的进口增速预测（5.1%）看上去比 2014 年的 1.9%明显加速，主要原因是 2014 年的进口增速由于特殊因素大幅低于正常水平，因此 2015 年进口增速反弹属回归正常趋势。实证经验表明，在产出缺口、价格和汇率基本稳定的较为正常年份，进口增速应该与国内名义 GDP 增速基本同步。2014 年的特殊情况是，我国国内投资大幅减速（固定资产投资同比增速从 2013 年末的 17%左右减速到 2014 年 9 月的 12%左右）导致原材料等投资品进口需求大幅放缓；一些大宗商品价格的大幅下降（如今年 7-11 月间布伦特油价下跌了约 25%）也导致进口价格下降。虽然投资减速和大宗商品价格下行趋势有可能在 2015 年继续，但估计幅度会比 2014 年较为缓和。

1.3%，日本经济增速从 2014 年的 0.9% 降到 2015 年的 0.8%。总体来看，发达国家经济增速预计恢复到其增长潜力，美国甚至可能超过潜力。在美国，较为健康的居民资产负债表和良好的就业增长势头将提振消费；产能利用率的提高和存量资本的老化将推动资本性投资的加速。欧元区的复苏步伐由于乌克兰冲突的影响而面临较大的不确定性，迟缓的结构改革继续抑制其经济增长潜力，但欧元汇率贬值将有助于 2015 年经济增长的缓慢回升。日本推迟第二轮消费税上调和激进的量宽措施有可能使明年经济表现稍稍好于预期。新兴市场经济体的增长总体来看将略有好转，但仍然低于潜在产出。俄罗斯和巴西等经济体由于地缘政治因素和大宗商品价格下降而将面临较大困难，但一些出口导向型的新兴经济体则会受益于 2015 年发达经济体的复苏。

我们以 IMF 的预测作为国外经济增长的基准情景。但是，这个基准情景面临诸多风险。首先是地缘政治的不确定性。比如，乌克兰和俄罗斯的地缘政治问题是否能得到较快缓解，将在很大程度上影响欧洲企业和投资者的信心，从而影响其投资和经济增长的前景。苏格兰举行的公投可能激励包括西班牙在内的其他欧洲地区的分裂主义活动。第二个不确定性是美联储加息的步伐和对其他国家的影响。目前的市场预期是美国将于 2015 年年中开始加息，此后两年中加息近 200 个基点，但如果其加息步伐明显早于或快于预期，则可能导致部分新兴市场经济体出现大幅度资本流出和增长减速。其他风险包括大宗商品价格的大幅波动、恐怖主义袭击、埃博拉等疫情的大范围传染、汇率大幅波动等。

表 3 三种情景下进出口情况的预测

单位：%

	2015 年		
	高情景	基准情景	低情景
出口增长（%）	8.9	6.9	5.0
进口增长（%）	6.1	5.1	4.1
贸易顺差/GDP（%）	4.1	3.8	3.6
经常项目顺差/GDP（%）	2.6	2.4	2.2

数据来源：人民银行研究局宏观预测小组估计

鉴于上述不确定性，我们分析了在 2015 年三种国际经济增长的情景下我国进出口增长的前景。三种情景分别为：（1）高情景，假设美国经济增速为 4.1%、欧洲为 2%、日本为 1.3%；（2）基准情景，假设 2015 年美国经济增长为 3.1%、欧洲为 1.3%，日本则为 0.8%；（3）低情景，假设 2015 年美国经济增长为 2.1%，欧洲与日本经济增长分别为 0.6% 和 0.3%。在高、基准和低三种情景下，我国 2015 年出口增速预测值分别为 8.9%、6.9% 及 5.0%。

（二）美国加息对新兴市场经济体的冲击

如果美联储收紧货币政策的速度和力度明显超出预期，可能使新兴市场经济体出现资本大量流出和汇率大幅波动，并导致这些经济体的经济增长减速，从而冲击我国的出口需求。

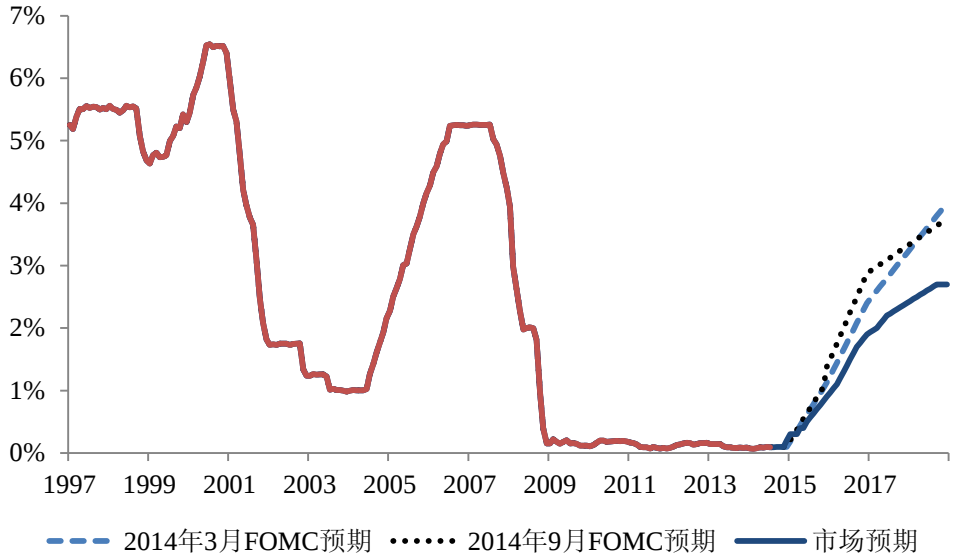
表 4 国际组织对全球经济增长预测

单位：%

	国际货币基金组织 (2014 年 10 月)		世界银行 (2014 年 6 月)		经合组织 (2014 年 9 月)	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015
世界	3.3	3.8	2.8	3.4		
发达经济体	1.8	2.3	1.9	2.4		
美国	2.2	3.1	2.1	3.0	2.1	3.1
欧元区	0.8	1.3	1.1	1.8	0.8	1.1
日本	0.9	0.8	1.3	1.3	0.9	1.1
新兴和发展中经济体	4.4	5.0	4.8	5.4		

数据来源：IMF、World Bank、OECD 全球经济预测报告

2013 年以来，随着美国经济的强劲复苏，市场对量化宽松政策退出和加息预期不断升温。今年 9 月，美联储公开市场委员会（FOMC）成员平均预计 2015 年年底联邦基金利率触及 1.375%，2016 年年底触及 2.875%，而 3 月份的平均预期分别是 1.125%和 2.4%。关于美联储加息的时点，目前 FOMC 成员的平均预期为在明年 6 月首次加息。市场预期与美联储存在一定分歧。近来，随着美国量化宽松政策的结束，以及美国经济形势的持续向好，市场加息预期有所增强：根据芝加哥商品交易所（CME Group）公布的联邦利率期货交易数据，9 月底市场预期美联储有 73%的概率会在 2015 年 9 月开始加息，而 12 月 10 日的数据显示，这一概率上升到了 94%。



数据来源：美联储，路透社

图 2 联邦公开市场委员会（FOMC）和市场预期

未来美国加息的步伐和力度可能会对一些新兴市场经济体再次产生冲击。前几年美元流入较多、资产价格被推高的新兴市场经济体已从去年开始面临资本流出、汇率贬值、资产价格下行和经济减速的压力。印度卢比、巴西雷亚尔、南非兰特等货币自 2013 年 5 月开始贬值，贬值幅度曾一度达到 20% 以上。为了应对货币贬值和热钱流出，印度、巴西等新兴市场经济体已提前加息，但大幅加息会加大实体经济面临的下行压力。如果美国实际加息的速度和力度大于预期，新兴市场经济体会再次受到资本流动和汇率波动的冲击。对一些小型新兴市场经济体来说，即使对美国加息有充分预期，相对其资本市场容量来说较大规模的资本流出仍会对其汇率和实体经济产生负面影响。从一些新兴市场经济体的内部来看，国际金融危机之后，出现私人 and 公共部门杠杆率攀升、银行信贷规模较快扩张、宏观经济失衡加剧等问题，这些结构性问题导致的风险在资本外流背景下容易顺势爆发。

过去一年多来，巴西、南非、印尼、印度和土耳其受美国加息预期影响冲击最大，这五个国家从我国的进口占我国出口总额大约 7%。我们估计，假设由于美联储加息的力度超预期而使这五个国家出现资本外流和经济减速，从而导致这些国家对我国的出口需求降低 10%，则将会拖累我国明年经济增速大约 0.15 个百分点。

（三）对我国房地产行业的情景分析

除了国际因素之外，影响我国明年经济增长的主要不确定因素是国内的房地产开发投资。近年数据表明，房地产开发投资占全部固定资产投资的 20% 左右，房地产开发投资减速 10 个百分点对经济的直接影响是拖累 GDP 增长约 1 个百分点，如果考虑到对相关产业链（如水泥、钢铁、化工、机械、家电、家具、能源等行业）的影响，其对经济冲击的累计效应可能达 2 个百分点。

2014 年以来，我国许多城市的房地产价格、销售已经开始出现下滑，房地产开发投资正在减速。我们认为，房地产销售是房地产投资的重要领先指数，销售下降至少会通过两个渠道对未来房地产投资形成下行压力。第一，许多商品房的销售是开发商的预售，销售之后的相当长一段时间内才完工，因此销售量在很大程度上决定了未来的投资量。第二，销售下滑会使开发商对未来销售收入和售价预期变得悲观，导致开发商减少购地和开发新项目。

我们通过一个分布滞后模型来考察 2014 年以来房地产销售下滑对未来房地产开发投资的影响。该模型的情景分析结果是：根据过去几个季度的房地产销售情况，并假设未来商品住宅销售面积增速相对 2014 年 2 季度分别下降 0、5 和 10 个百分点，则在上述三种情景下，2015 年房地产开发投资增速将比 2014 年分别下降 2.5、3.6 和 4.6 个百分点。上述分析的其他前提假设包括国外经济保持稳定增长，我国货币政策和财政政策的取向与力度不变。

此外，我们还使用了 2010 年投入产出表来估计房地产行业(含建筑业)下行对其它相关行业的影响。基于完全消耗系数和投入产出数据，我们计算了各下游行业对上游行业的影响因子，并基于影响因子，估计了房地产（含建筑业）实际产出下

降 10%对各个行业实际产出的影响(见图 3)。从图中可以看出，由于房地产（含建筑业）产出下降而受到明显冲击的行业包括水泥、矿业、钢铁、化工等。

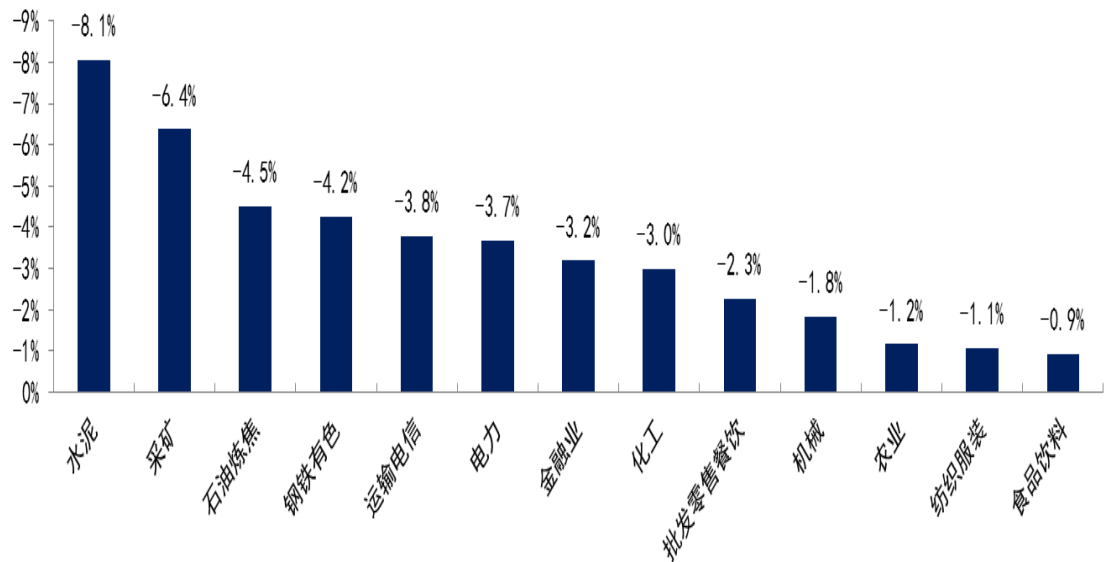


图 3 房地产（含建筑业）实际产出下降 10%对其他行业产出的冲击

附录：关于预测模型的说明

本报告中对 2015 年主要变量（如 GDP、CPI、最终消费、资本形成、出口、进口）的基准预测基于人民银行研究局开发的宏观计量预测模型。在研究中，就 GDP、CPI 等主要变量的趋势判断还与三个 VAR 宏观预测模型的结果进行了对照和比较。在房地产行业的情景和影响分析中使用了分布滞后模型和投入产出分析方法。以下简要介绍这些模型和方法。

一、宏观计量模型

模型总共包括 89 个行为方程及恒等式，其中描述主要经济行为的核心方程为 20 多个。模型的理论基础是新古典宏观经济学的假设：短期内，由于价格和工资具有粘性，产出和就业由总需求决定。随着时间的推移，产出缺口对价格和工资产生影响，长期内商品市场和劳动力市场趋于均衡状态。长期内，产出由供给决定，价格充分调整，长期菲利普斯曲线呈垂直状态。模型分为以下几个模块：（1）总需求模块。该模块又被细分为居民消费、政府消费、企业投资、政府投资、出口和进口等几个部分。（2）总供给模块。该模块通过生产函数来确定潜在产出。（3）价格模块。以菲利普斯曲线为基础，通胀由产出缺口、劳动力成本与非劳动力成本决定。（4）房地产模块。该模块包括了房地产投资和房地产价格两个主要部分。（5）劳动力与工资模块。该模块主要包括了农村与城市的工资与就业等变量。（6）货币金融模块。该模块选择一种利率为外生变量，但可以将外生变量切换为 M2 增长率。（7）财政模块。该模块包括了财政收入与财政支出两个部分，而收入又细分为税收与其他收入，政府的投资支出为外生变量。

二、VAR 宏观预测模型

我们在分析 GDP 增长等主要变量时参考了三个向量自回归（VAR）宏观预测模型的结果。第一个属于传统的 VAR 季度模型，模型包括 17 个宏观经济变量。第二个 VAR 模型是上海卓越发展研究院与人民银行研究局合作研究的成果，我们称之为 Logit-VAR 月度预测模型。该模型涉及到 14 个核心指标与 14 个关键指标。预测共分三步：第一步，将核心指标转换为状态变量，旨在强化对经济周期的判断能力；第二步，用包含不同滞后期数的因变量（状态）与自变量（状态）组成的 VAR 模型使用最小二乘法来估算参数，然后预测状态变量的未来最可能路径；第三步，将状态变量及水平数值作为自变量与因变量构建另一个 VAR 模型，用来预测水平值的增速。第三个模型是人民银行研究局与上海高级金融学院的合作研究成果。该模型同时考虑了趋势增长和冲击波动两方面的体系转移 (regime switching)，捕捉到了中国经济的两个主要趋势区间。

三、房地产模型

报告中关于房地产的情景和影响分析基于一个分布滞后模型和一个投入产出模型。分布滞后模型以房地产开发投资增速为被解释变量，将滞后和当期商品住宅销售面积增速、房地产投资增速、国外经济增速，货币供应量增速、利率、财政收支差额占 GDP 比重为解释变量进行建模。关于房地产行业产出下降对其它行业的影响，我们的分析基于投入产出表的完全消耗系数，即某一部门每提供一个单位最终产品，需要直接和间接消耗各部门的产品或服务数量。

中国人民银行工作论文索引

- 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：路径微探及启示.....钟震
- 2014 年第 5 号 我国包容性金融统计指标体系研究.....曾省辉、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运用.....马骏、施娱、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