

寻求增长目标与民生目标协同的中国宏观经济

——破解“控通胀、去泡沫”和“稳增长、防下滑”两难的政策选择

王晋斌 朱戎 阎衍

第一部分：总体判断和预测

2011年中国宏观经济将努力凸现出以增长保民生、以民生促增长的协同发展路径，协同增长目标和民生目标是2011年中国宏观经济政策的主旋律。这表明2008年次贷危机冲击后中国宏观经济的调控将从最初“保增长”的短期被动调控逐步过渡到强调“增长与民生协同”的长期主动调控。这一转变也意味着2010年已处于“常态化”增长路径中的中国宏观经济的动力将发生变轨，宏观经济由复苏期进入转型期。在经济增长模式期望步入“投资少一点、消费多一点、顺差（储蓄）少一点”的“黄金律”增长路径时，短期宏观政策却遇到了“控通胀、去泡沫”和“稳增长、防下滑”的两难选择，而破解“两难”选择成为短期和中长期宏观政策的着眼点。

2011年作为“十二五”的开局之年，一方面，“收入倍增计划”、“保障性住房工程”、“社会安全网构建”、“农村基础设施建设”以及“减税计划”为代表的“民生工程”加速启动；与此同时，“战略新兴产业规划”、“区域增长规划”效应将延续和提速；这些因素将形成2011年中国宏观经济的上行力量。另一方面，“平衡贸易战略的推进”、“房地产调控政策的持续”、“结构性调整力度的提升”、“进口通胀压力的凸显”、“发达经济体复苏缓慢”以及“国际资本移动的不确定性”等因素将形成宏观经济的下行力量。上行和下行力量的相互交织决定了2011年中国宏观经济将面临复杂的环境，需要通过寻求增长与民生协同的机制来破解“控通胀、去泡沫”和“稳增长、防下滑”的两难格局，这需要更加积极的民生偏向的财政政策来对冲紧缩性的货币政策组合。

归纳起来，2011年中国宏观经济有十个方面值得重点关注：

1、2011年中国经济增长速度不会出现实质性放缓。投资维持高位运行、出口处于常态化区域以及“增长目标与民生目标的协同效应”确保经济增长不会出现实质性放缓。

2、考虑到食品、大宗商品价格、相对宽松的流动性、电价改革、“刘易斯拐点效应”、保障房建设和基础设施投资等因素，加上翘尾因素，2011年中国通货膨胀将呈现“前高后不低”的态势，复杂的通胀因素带来中国经济中通胀压力的“中期化”，但经济不会出现滞胀。

3、期望消费成为拉动中国经济增长的边际第一要素，但存在明显的隐忧，并极有可能受挫。

4、“民生工程”、“战略新产业规划”、“区域增长规划”效应等因素将使投资继续成为拉动中国经济增长的核心要素，经济存在重回 2007 年之前增长模式的潜在风险。

5、“平衡贸易战略”的推进以及发达经济体复苏缓慢导致 2011 年贸易顺差大幅下降。

6、房地产调控政策的“加码和持续”和“保障性工程”大力推进、住房需求刚性以及投资性需求“惯性”之间的相互博弈将持续；中央政府要民生、地方政府要土地财政、开发商要利润，三大主体目标函数的不一致性决定了房地产市场价格调整将进入“疲劳期（时间较长）”，而价格调整的“疲劳期”也暗含了房地产市场不会“硬着陆”。

7、受“官员绩效考核指标的变化”、“刘易斯拐点效应”和“结构性调整的强化”等因素的影响，东部地区经济增长速度将出现下滑，中国经济的增长极将加速向中西部地区漂移。

8、前期刺激计划的惯性、投资的高位运行以及制造业为主的全球分工位置使得结构性调整困难很大。

9、短期宏观政策将在“控通胀、去泡沫”与“稳增长、防下滑”两难中进行抉择；而汇率政策将在“控通胀”、“调结构”、“稳出口”、“控热钱”等相互冲突的目标中进行权衡，一个工具与多个目标之间的不匹配问题加剧。

10、“控通胀、调结构”的压力以及反危机刺激性周期的告一段落，中国经济正式进入“次高速”增长期，以内需为主的新一轮增长周期开始启动。

上述十个方面决定了 2011 年中国宏观经济将具备长期动力和短期动力相互交织、“多空”力量相互对冲的特征。依据中国人民大学宏观经济分析与预测模型——CMAFM 模型（参见附录），对 2011 年中国宏观经济主要指标预测如下：

- 1、在“基数效应”和“转型冲击”的作用下，2011 年中国经济增速将出现适度回落，预计全年 GDP 增长 9.63%。
- 2、综合考虑到食品、大宗商品价格、相对宽松的流动性、电价改革、“刘易斯拐点效应”、保障房建设和基础设施投资等因素，再加上翘尾因素，全年 CPI 达到 4.7%。
- 3、在通胀高企和居民收入不可能出现跳跃性增长的态势下，居民消费（社会消费品零售总额）全年增长率预计为 17.1%。
- 4、在“贸易平衡战略”、结构性调整与新规划效应、保障房工程的相互作用下，投资继续维持高位，全社会固定资产投资全年增长率预计为 24.6%。
- 5、在“促进进口、稳出口”的贸易平衡战略下，出口全年增速 22.4%，进口增速 29.5%，全年顺差预计大约在 1250 亿美元。

2011 和 2012 年中国宏观经济主要指标预测值

2011		2012		预测指标
9.63		9.49		1. 国内生产总值增长率 (%)
3.9		4.3		其中: 第一产业增加值
11.1		10.8		第二产业增加值
9.4		9.2		第三产业增加值
24.6		22.3		(nominal growth rate)
346560		423850		2. 全社会固定资产投资总额(亿元)
183840		216020		社会消费品零售总额(亿元)
17.1		17.5		(nominal growth rate)
22.4		20.0		(nominal growth rate)
19310		23180		3. 出口(亿美元)
18060		22430		进口(亿美元)
29.5		24.2		(nominal growth rate)
15.8		16.4		4. 狭义货币供应(M1)增长率 (%)
16.5		17.2		广义货币供应(M2)增长率 (%)
				5. 商品零售价格指数上涨率 (%)
4.7		3.4		居民消费价格指数上涨率 (%)
5.6		5.1		GDP 平减指数上涨率(%)

第二部分：中国宏观经济当前的基本态势与问题的提出¹

在增长动力变轨引致经济增长方式转型的进程中，中国宏观经济将面临一系列的不确定性因素，使得 2011 年上半年的中国宏观经济一方面延续 2010 年的某些运行特征，另一方面又呈现出一些新的运行特征。这些新特征主要表现在以下八个方面：

一、2011 年 1 季度 GDP 同比增速 9.7%，连续三个季度同比增速基本保持不变，消费成为拉动中国经济增长的第一要素。而“平衡贸易战略”的推进加速了中国经济逐步、主动进入靠内需拉动经济增长的“次高速”时期。

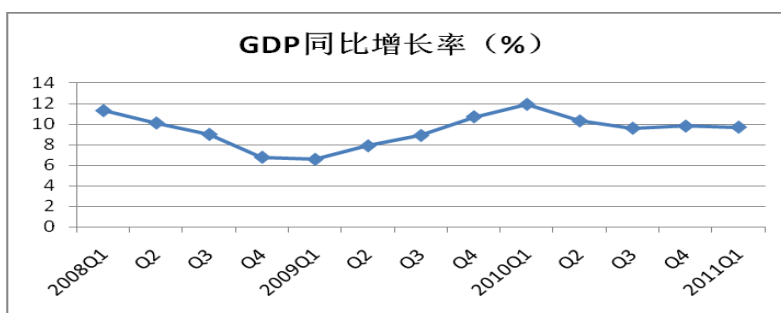


图 1 GDP 季度同比增长率(%)

2011 年 1 季度 GDP 环比增长率 2.1%，考虑到 2008 年反危机刺激计划的逐步退出，这一增长态势表明经济内生增长动力得到进一步强化。今年 1 季度，最终消费对 GDP 的贡献率为 60.3%，拉动 GDP 增长 5.9 个百分点。资本形成对 GDP 的贡献率是 44.1%，拉动 GDP 增长 4.3 个百分点。货物和服务净出口对 GDP 的贡献率是负的 4.4%，拉动 GDP 负 0.5 个百分点。

二、产出缺口不大，但 CPI 压力很大，居民物价满意度指数下滑，并处于历史低位。

2010 年实际 GDP 增速较为平稳，达到 10.3%，与过去 10 年的平均经济增长率相当；而且从今年 1 季度的短期趋势来看，实际 GDP 增速与潜在 GDP 增速之差很小，只显示出轻微的下行趋势（图 2），但由于较为严重的社会贫富差距和居民较高的恩格尔系数，中低收入阶层对通胀的承受力下降，带来了居民物价满意度指数下滑，并处于历史低位（图 3）。

¹ 本报告所用数据除特别说明外，均来自中经网统计数据库、中国人民银行、国家统计局、IMF、世界银行、CEIC，相应的测算均来自中国人民大学经济研究所。

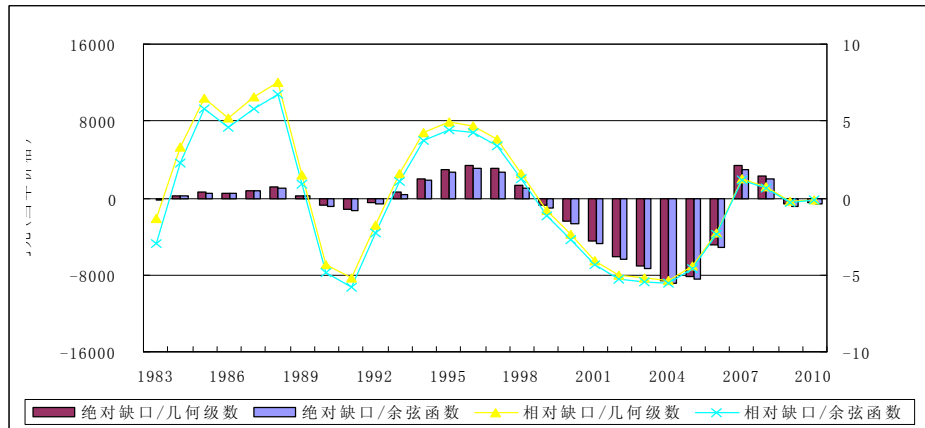


图2 中国国民收入绝对缺口与相对缺口：动态预测

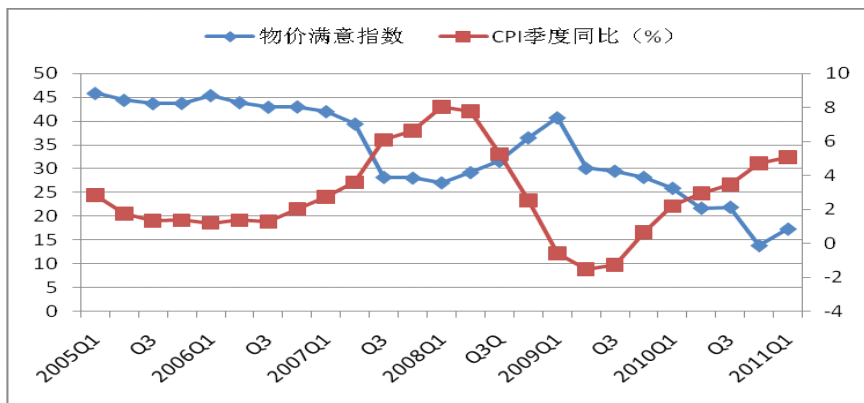


图3 CPI 季度同比增长率(%, 右轴)和居民物价满意指数

今年2季度,中国人民银行在全国50个城市进行了2万户城镇储户问卷调查结果表明,居民对物价满意度仍不理想,当期物价满意指数16.8%,比上季下降0.5个百分点。但居民对未来物价上涨预期有所缓和,未来物价预期指数72.2%,比上季下降0.5个百分点。

三、工业增加值增长率虽处于正常态势,环比上涨,但累计同比出现放缓态势。同时,反危机刺激性周期的结束和成本上升使得工业企业利润增幅放缓。

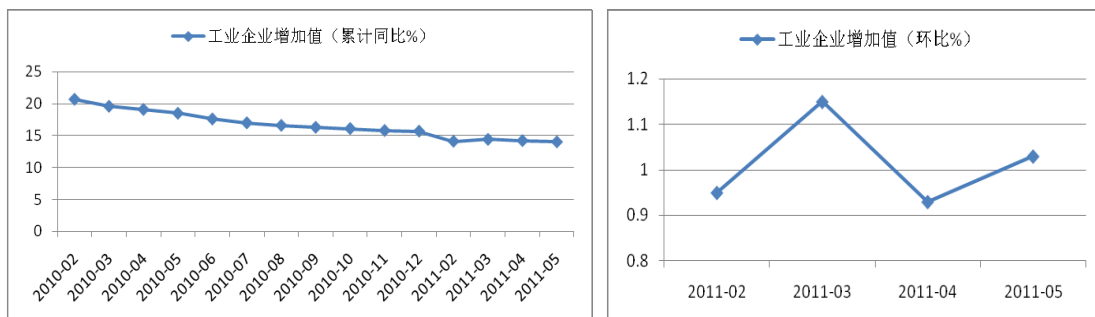


图4 工业增加值累计同比增长率和环比增长率(%)

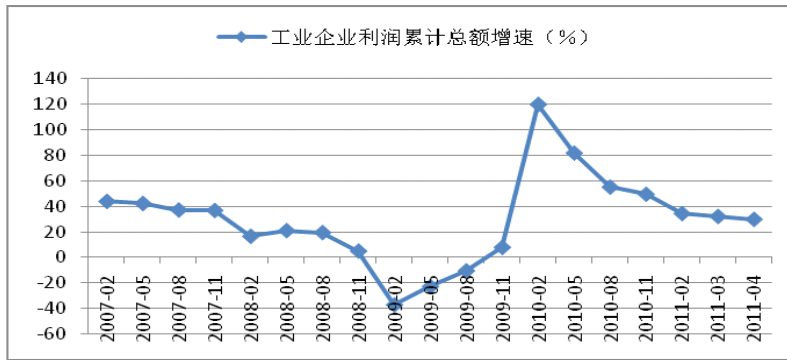


图5 工业企业利润总额增速（累计%）

四、消费名义增速有一定程度放缓，考虑到通胀率的实际增速明显放缓。但由于基数效应和前期刺激性消费计划存在一定的透支效应，消费下滑基本符合预期。

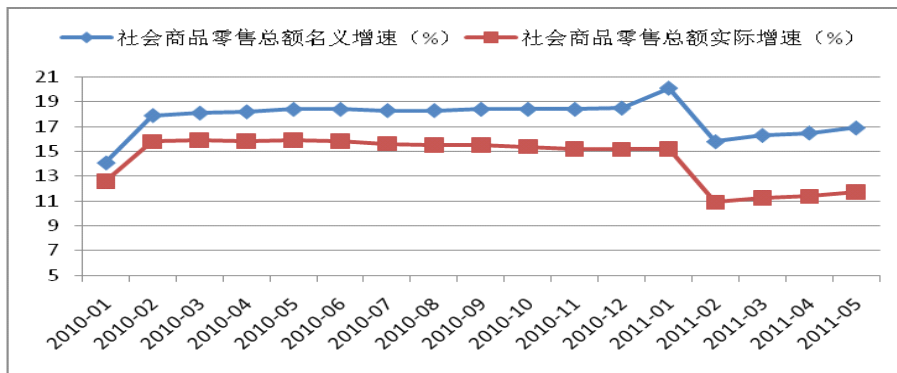


图6 居民名义消费和实际消费增长速度（%）

五、房地产价格调整进入“疲劳期”，在严厉的调控和天量的保障房预期压力下，商品房价格涨幅放缓，并在局部地区出现价格下降态势，但到5月份房地产价格仍未出现明显的“拐点”。

从今年3月各地陆续公布的“限价”目标来看，几乎全部成了“涨价目标”，个别城市的涨价目标甚至超过10%。但在严厉的调控和居民购房预期反转的条件下，部分城市房价出现下降或涨幅趋缓的态势，但到5月份并未出现明显“拐点”（表1）。

表1、 70大中城市房价涨幅趋缓

	3月份	4月份	5月份
新建商品房环比下降和持平的城市	12个下降,8个持平(比上月增加6个),其中环比涨幅比上月缩小的城市29个。	9个下降,5个持平(比上月减少6个),其中环比涨幅比上月缩小的城市26个。	9个下降,11个持平(比上月增加6个)。其中环比涨幅比上月缩小的城市27个。
新建商品房同比下降的城市个数	2个(比上月增加1个),同比涨幅回落的城市46个,比上月增加16个。	3个(比上月增加1个),同比涨幅回落的城市52个,比上月增加3个。	3个(与上月持平),涨幅回落的城市有36个,比上月减少16个。
二手房环比下降和持平的城市个数	26个(比上月增加6个)。	29个(16个下降,13个持平)。	33个(23个下降,持平的城市有11个)
二手房同比下降的城市	5个(比上月增加2个)。	8个(比上月增加3个)。	4个(比上月减少4个)。

个数	同比涨幅回落的城市 45 个，比上月增加 23 个。	同比涨幅回落的城市 45 个，与上月基本持平。	同比涨幅回落的城市 29 个，比上月减少 16 个。
----	----------------------------	-------------------------	----------------------------

另据中国指数研究院对 100 个城市的全样本调查数据，2011 年 5 月，全国 100 个城市住宅平均价格为 8819 元/平方米，较上月上涨 0.53%，环比增速高于 4 月份的 0.40%。其中 76 个城市价格环比上涨，3 个城市与上月持平，21 个城市房价环比下跌。环比涨、跌幅在 1% 以内的城市数量共有 67 个。与去年同期相比，全国 100 个城市住宅平均价格上涨 5.12%，其中 36 个城市房价涨幅介于 5% - 10% 之间，23 个城市房价涨幅在 5% 以内，13 个城市住宅价格同比下跌，跌幅皆在 4% 以内。中国指数研究院的 100 个城市住宅价格数据表明，今年以来房价出现了连续五个月环比上涨，房价调整仍未出现“拐点”，房地产调控呈现“疲劳期”的特征，将持续较长时间。

六、发达经济体复苏缓慢以及国内高通胀、调房价等紧缩性政策的刺激下，消费者信心指数出现了明显的波动；与此同时，宏观经济景气一致指数和预警指数也出现了明显的分化，意味着经济转型对经济主体预期的冲击力度开始显现。

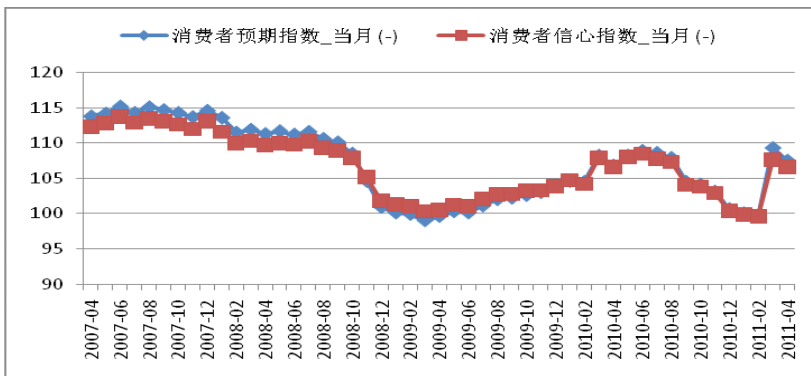


图 7 中国消费者信心指数和预期指数

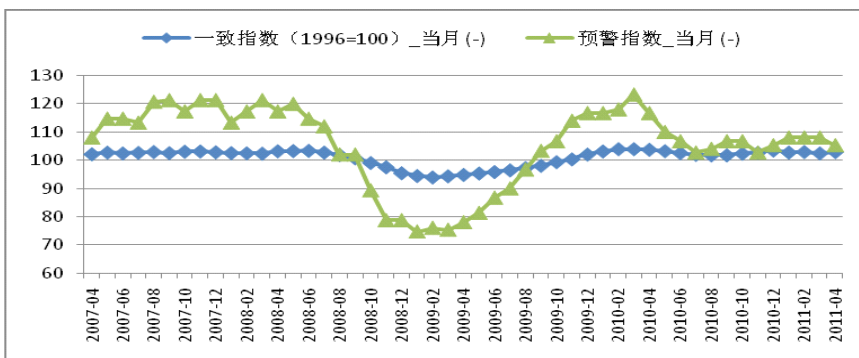


图 8 中国经济的一致指数和预警指数

七、货币供应量增速明显下滑，预计 M2 全年基本维持 16% 的增长目标，达到 16.5%。信贷在整个社会融资中的比重进一步下降，社会融资额将成为货币政策监控的核心指标。

2002 年以来，信贷占全社会融资额的比例基本呈下降趋势（图 9）。从今年 1 季度的融

资额来看，同比下降了 7.1%，仍达到 4.19 万亿元，其中人民币贷款比例为 53.5%。融资结构进一步多元化。据央行统计 1-4 月份，委托贷款、信托贷款、票据融资在内的融资方式目前已经超过社会融资总额 40%。

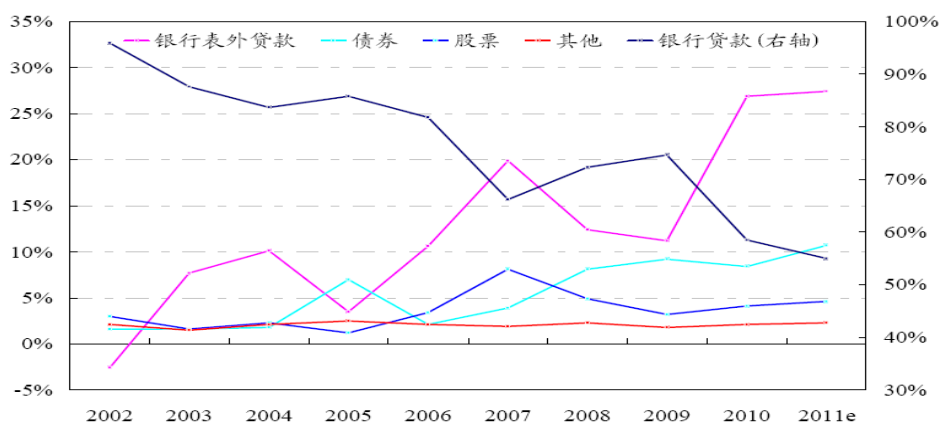


图 9 2002 年以来中国融资结构变化

更广义货币(国内融资总量加上国外融资总量)三月移动平均与 CPI 同比增长率趋势一致，社会融资额将成为货币政策监控的核心指标（图 10）。

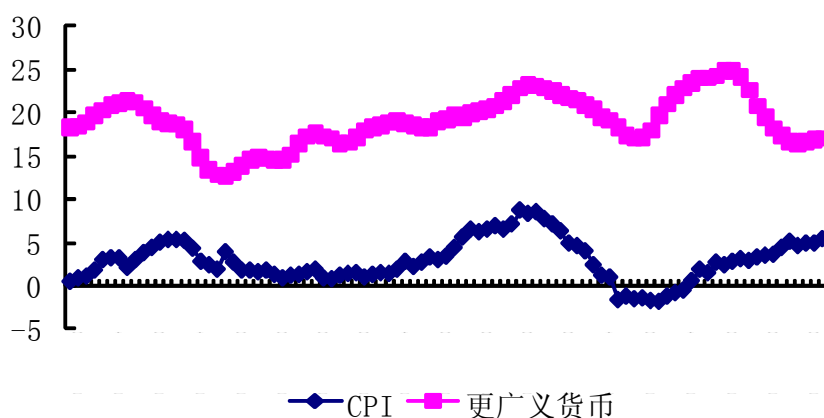


图 10 更广义货币(国内融资总量加上国外融资总量)三月移动平均与 CPI 同比增长率 (%)

八、人民币升值和人民币区域化进入“双提速”期。

按照我们的预测，人民币对美元的名义汇率全年将升值 4-5%，高于去年人民币对美元中间价升值 3% 的幅度。

另一方面，人民币区域化进程加快。自由贸易区、离岸人民币结算中心和货币互换、离岸金融市场等人民币市场建设的提速，标志着人民币区域化开始从结算、支付功能逐步扩展到投融资功能。

与此同时，2011 年上半年中国宏观经济也延续了 2010 年的某些重要特征，主要表现在

以下六个方面：

一、PMI 指数虽然有所下降，但到 5 月份已连续 27 个月处于临界值 50 以上，这表明中国制造业总体上仍处于增长态势，但增速趋缓。

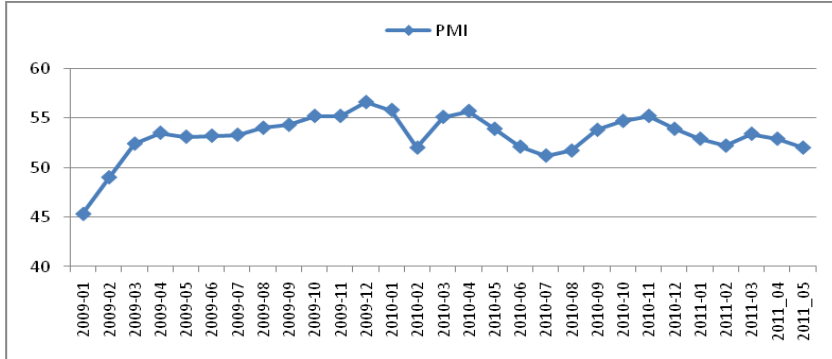


图 11 中国制造业采购经理指数 (PMI)。

5 月份，中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 52.0%，环比下降 0.9 个百分点，同比下降 1.9 个百分点。

二、反危机重工业化复苏带来经济的重工业化趋势在延续，但两者有收窄趋势。

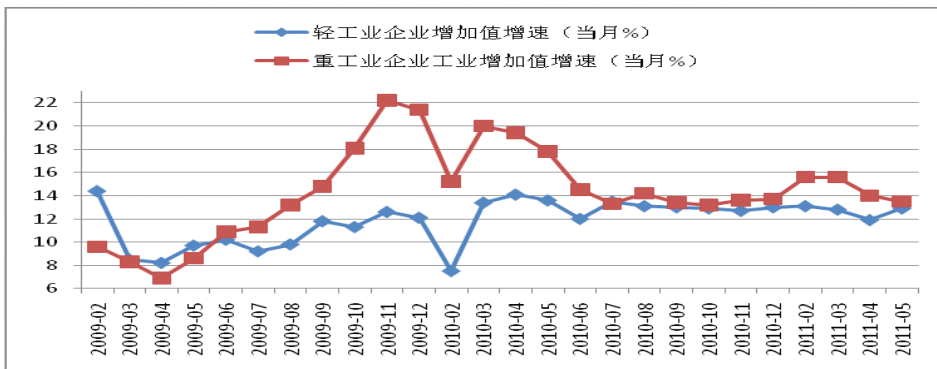


图 12 重工业企业增加值增速和轻工业企业增加值增速 (%)

三、房地产投资未见下滑，保障房和商品房的“双轨”运行决定了中国房地产业在整体上将进入一个战略转折期，但房地产投资依然是拉动中国经济增长的核心因素之一。

首先，1-5 月份，全国房地产开发投资 18737 亿元，同比增长 34.6%。其中，住宅投资 13290 亿元，增长 37.8%，房地产投资仍然非常强劲。

其次，2003 至今房地产投资占全社会固定资产投资的年均比例达到 23.6% (图 13)。随着 2011 年的保障性安居工程任务必须在 10 月 31 日前开工建设，房地产投资依然是拉动中国经济增长的核心要素之一。

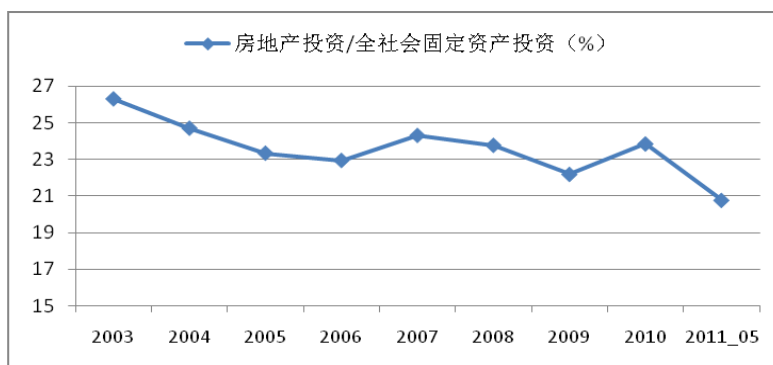


图13 房地产投资占全国固定资产投资的比例 (%)

四、财政收入增长依然保持了大幅增长态势，但增幅有下调趋势。

依据财政部公布的数据，1-5月全国累计财政收入46820.06亿元，同比增长32%。其中，中央本级收入24459.11亿元，同比增长29.7%；地方本级收入22360.95亿元，同比增长34.6%。财政收入中的税收收入41896.23亿元，同比增长30.8%；非税收入4923.83亿元，同比增长43.1%。从财政收入走势看，受年初进口大幅增长以及部分上年末收入在今年初集中入库等因素影响，1-2月全国财政收入增长36%，3、4月份全国财政收入增幅分别回落至26.7%、27.2%，5月份扣除汇算清缴集中入库企业所得税较多特殊因素后，全国财政收入增长25%左右。

五、工业产品销售率处于正常态势。

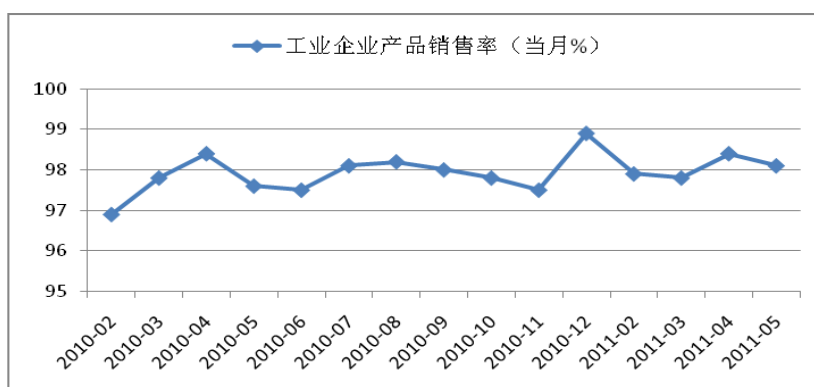


图14 工业企业产品销售率 (%)

六、在发达经济体复苏缓慢和“平衡贸易战略”的双重作用下，净出口呈现出剧烈的短期波动，但累计增长率相对平滑，进出口、进口和出口累计同比增长率处于常态化区域。由于世界经济不会二次探底以及《服务贸易发展“十二五”规划纲要》的推出²，出口形势不会太悲观，但贸易平衡战略会带来顺差的大幅度下降。

² 《服务贸易发展“十二五”规划纲要》也将推动出口的增长。《规划》力争到2015年，服务进出口总额达到6000亿美元（约4万亿元人民币），年均增速超过10%。世界前3位服务贸易大国中，服务贸易在本国贸易总额中的占比分别是21%、17%和28%，中国仅占11%。

考虑到 2009 年的低基数和 2010 年的进出口的高增长,从今年 1-5 月份的累计数据来看,进出口、进口和出口累计同比增长率处于常态化区域(图 15)。1-5 月份,进出口总值 14017.9 亿美元,同比增长 27.4%。其中出口 7123.8 亿美元,同比增长 25.5%;进口 6894.1 亿美元,同比增长 29.4%。累计贸易顺差 229.7 亿美元,同比减少 35.1%。预计经常账户顺差/GDP 大约维持在 1250 亿美元左右的水平,顺差的下降是由贸易平衡战略主动导致的。

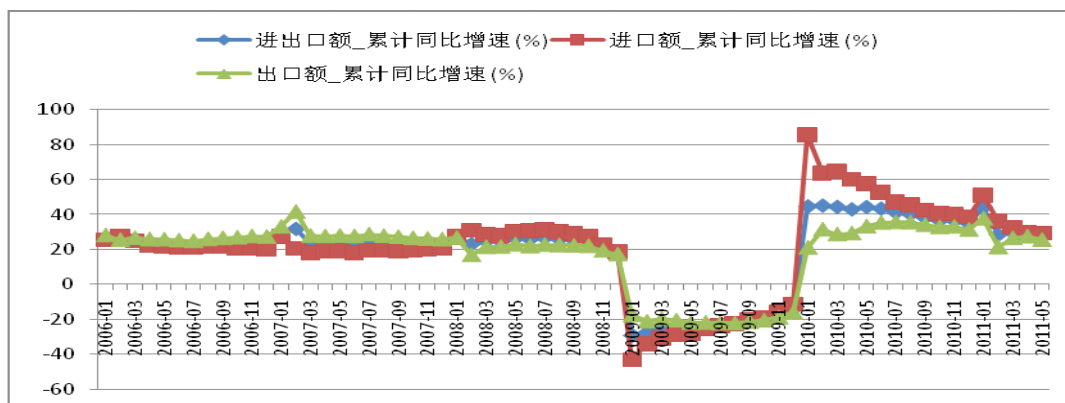


图 15 中国进出口、进口和出口累计同比增长率 (%)

以上新旧交织的十四大特征,使得 2011 年中国宏观经济面临五大重大问题:

- 1、中国经济增长速度会出现实质性放缓吗?
- 2、全年通胀会出现什么样的特征?
- 3、房地产市场会出现“硬着陆”吗?
- 4、结构性调整困难吗?
- 5、汇率政策是控制当前通胀的重要手段吗?

要回答上述问题,必须探究增长目标和民生目标的协同方面以及风险和不确定性。

第三部分：寻求增长目标与民生目标协同的七大表现

一、中央对地方政府绩效考核指标的变化，意味着过去节能指标、就业、收入增长等更能反映民生问题的指标被忽视的趋势将得到扭转，在体制性上为民生目标提供了预期和行动指南。

各项指标基本分级到县层面，地方政府业绩考核指标的变化，尤其是干部考核指标，民生权重加大将改变整个政府官员的促民生政策行为，具有长期效应。从 1-5 月份全国财政支出情况来看效果显著（表 2）。

表 2 中央财政全年规划和全国财政实际支出（1-5 月份）

	社会保障和就业支出	教育	医疗卫生
中央财政全年规划	4414 亿元（16.6%）	2963.5 亿元(16.3%)	1727.58 亿元(16.3%)
全国财政实际支出	4792.54 亿元(46.3%)	4707.81 亿元(25.7%)	1794.79 亿元(57.7%)

二、消费被提高到从未所有的高度，新规划和新举措带来的消费支点将会逐步得到释放。

（一）、贸易规划将刺激消费的增长。

据悉，《国内贸易发展规划(2011-2015)》这一国家级规划正在编制和完善。规划旨在扩大消费需求，规划愿景是到 2015 年，社会消费品零售总额力争比 2010 年翻一番，超过 30 万亿。这意味着消费品零售总额将以每年超过 3 万亿的增幅递增，消费市场空间将大幅扩张。

（二）、减税计划对消费的刺激作用将在下半年得到体现。

据测算³，与 2010 年相比，提高工资薪金所得减除费用标准，约减少个人所得税收入 990 亿元；调整工薪所得税率级次级距，减收约 100 亿元。个人所得税收减少约 1100 亿元，考虑到居民的边际消费倾向，对于提升消费的有一定的作用。

（三）、收入倍增计划将提升消费。

按照政府工作报告今年居民实际收入增长不低于 7%，加上 4.7% 的 CPI，名义收入增长不低于 11%。如果能够维持这一增长速度，名义收入倍增计划基本可以实现。

（四）、从预期来看，消费意愿出现了低位反弹。

据央行今年 2 季度的调查数据，居民未来收入信心指数 55.3%，与上季基本持平，居民对未来收入预期仍不乐观，但也未出现下滑。在当前物价、利率以及收入水平下，83% 的城镇居民倾向于储蓄（其中，41% 偏好“投资债券、股票、基金等”变相储蓄，42% 偏好“储蓄存

³引自谢旭人的讲话。

款”); 而 1 季度 85.8%的城镇居民倾向于储蓄(其中, 44.2%偏好“投资债券、股票、基金等”的变相储蓄, 41.6%偏好“储蓄存款”); 2 季度 17%的倾向于“更多消费”, 而 1 季度只有 14.2%的倾向于“更多消费”, 消费意愿出现了低位反弹。

三、财政支出结构的变化将刺激消费的增长。

(一)、财政支出结构改变了反危机时期以基建投资为主的建设财政性质, 开始向民生支出。

2011 年中央财政民生开支安排一共达到 10510 亿元, 比上年增长 18.1%, 其中中央财政的教育支出 2963.5 亿元, 增长 16.3%, 医疗卫生支出 1727.58 亿元, 增长 16.3%, 社会保障和就业支出 4414 亿元, 增长 16.6%, 保障性安居工程支出 1030 亿元, 增长 34.7%。文化体育等方面的支出 374.4 亿元, 增长 18.5%。

从今年 1-5 月份的全国财政支出情况来看, 社会保障和就业支出完成 4792.54 亿元, 同比增长 46.3%; 教育支出完成 4707.81 亿元, 同比增长 25.7%; 农林水事务支出完成 2776.05 亿元, 同比增长 39.4%; 城乡社区事务支出完成 2380.73 亿元, 同比增长 42.8%; 医疗卫生支出完成 1794.79 亿元, 同比增长 57.7%; 住房保障支出完成 734.17 亿元, 同比增长 59.9%。

(二)、社会安全网, 包括救助计划等的实施也将刺激消费的增长。

从我们的研究来看⁴, 社会保障模型的计量结果显示: 在其它条件不变的情况下, 人均社会救助增加 1 元钱, 居民的人均消费增加 0.42 元, 而职工的平均工资每增加 1 元钱拉动的人均消费为 0.31 元。这个结果可能表明, 同样增加一元钱, 国家提供的社会保障补助能够在更大程度上拉动消费。福利救济模型计量结果显示: 人均抚恤和社会福利救济支出对消费的拉动作用最大, 每增加 1 元的人均抚恤和社会福利救济带来约 0.58 元的消费支出, 比社会保障支出模型中增加 1 元资助带来的消费效应高约 0.16 元, 社会救助对消费的拉动作用大于工资性收入对消费的拉动作用。依据相关研究⁵, 保障性住房的实施也将增加居民消费 600 亿元左右。

对比国外的在社会救助情况, 我们政府公共支出所占比重相当低, 有广阔的提升空间, 不缺乏工具(表 3)。从 2003 年的数据来看, 与 OECD 国家平均值的 20.7%相比, 中国社会公共支出所占比重只有 4.3%。一般来说, 政府的支出结构可以看做是政府的支付意愿, 政府的公共支出占政府开支的比例也相当低, 只有 17.8%。

表 3 中国和 OECD 国家的比较: 2003 年公共社会支出占 GDP 的比例 (%)

⁴ 参见分报告《社会救助能否拉动内需?》。

⁵ 参见宏源证券 2011 年 4 月 6 日宏观专题研究报告《消费新支点: 个税改革和保障房建设》。

国家	社会公共支出占 GDP 的比例	国家	公共支出占政府开支比例
卢森堡	22.2	葡萄牙	48.60
希腊	21.3	卢森堡	48.40
OECD 平均值	20.7	爱尔兰	46.50
加拿大	17.3	希腊	41.00
美国	16.2	冰岛	39.30
墨西哥	6.8	斯洛伐克	35.30
韩国	5.7	韩国	18.40
中国	4.3	中国	17.80

资料来源：中国数据参见分报告《走向有感经济增长》，OECD 数据，来源 OECD。

四、房价问题被提高到政治高度，部分城市房价的“去泡沫化”有利于降低高房价带来的社会“分裂效应”和不平等效应，房价适度下调换取楼市回暖是开发商的理性选择。

依据中国指数研究院的数据，2010 年年底，全国 100 个城市住宅平均价格为 8564 元每平方米；而当年中国城镇居民全年人均可支配收入 19109 元。这就是说一套 90 平方米的住宅，相当于三口之家 13.4 年的可支配收入，过高的房价/收入比已成为中国经济中的重大社会问题，房价适度下调是开发商的理性选择。

（一）、房地产行业已开始进入去库存时期。

今年 1 季度 136 家上市房企存货达 9865.14 亿元，同比大增 40%。其中招商、金地、万科、保利四家企业 1 季度的存货分别为 407.79 亿元、522.45 亿元、1508.52 亿元、1270.61 亿元。如按 2010 年的销售数据计算，静态地看，要消化这些存量，这四家公司分别需要 35.51 个月、32 个月、35.69 个月、42.48 个月。

（二）、投资趋势和融资渠道出现了明显的背离，开发商资金面在持续恶化，很难支撑到市场反转。

首先，房地产开发投资数据维持高位增长，在库存增长和信贷紧缩的背景下，意味着开发商资金面在持续恶化，开发商延迟推盘只会拉长行业调整时间，很难支撑到市场反转。2011 年 1-5 月房地产企业自筹资金的比例上升到 38.61%，接近历史高点，国内信贷则下降到接近历史低点，为 17.95%(图 16)。

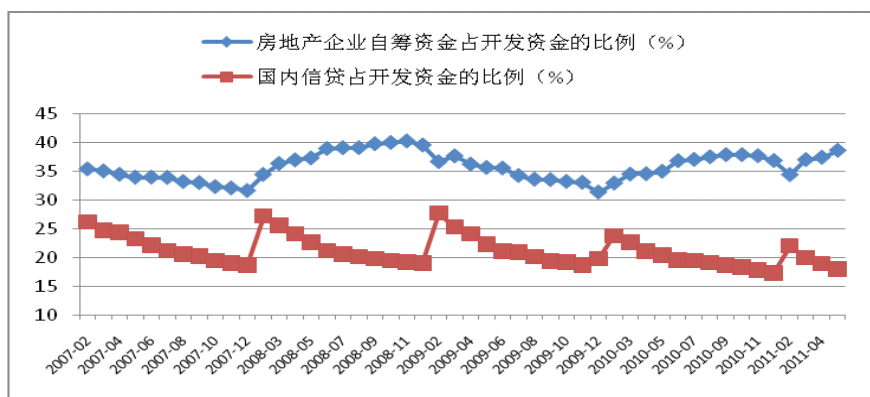


图 16 房地产开发资金来源中自筹资金和国内信贷的占比 (%)

其次，投资趋势和融资渠道出现了明显的背离，开发商资金面在持续恶化（图 17）。

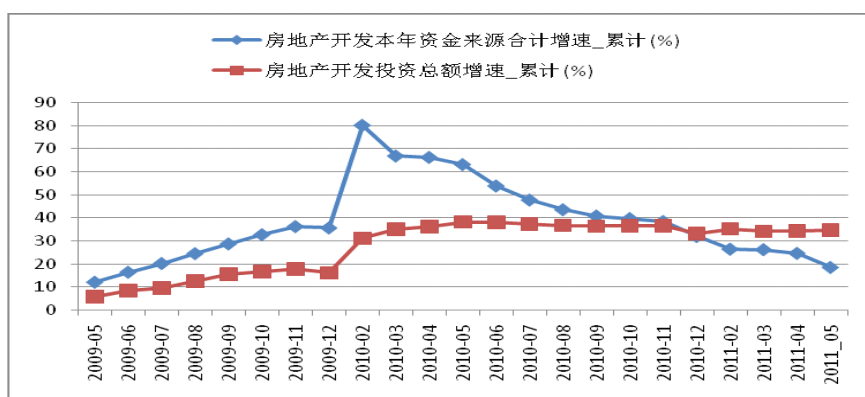


图 17 房地产企业开发投资总额增速和本年资金来源合计增速 (%)

(三)、住宅供地的增加进一步推动地价的下降，推动城市住房价格的下调。

从 5 月 12 日国土资源部公布的今年全国住房用地计划来看，与 2010 年全国住房用地供应计划（18.47 万公顷）和实际供地量（12.63 万公顷）相比，今年达到 21.80 万公顷，分别增加 18.5%和 72.6%。其中，保障性安居工程用地和中小套型商品房用地计划是 17.13 万公顷，占住房用地供应计划的 78.6%，比去年提高 2 个百分点。保障性安居工程用地计划是 7.74 万公顷，占住房用地供应计划的 35.5%，与 2010 年计划（6.58 万公顷）和实际供地（3.24 万公顷）相比，分别增加 17.6%和 138.9%。即使全年住宅供地仅完成了计划的 70%，实际供地也将增长 21%，会带来土地价格的下降。

(四)、居民盼房价下降的意愿强烈，购房意愿继续下降。

央行今年 2 季度城镇储户问卷调查显示，居民对物价满意度仍偏低，房价过高仍是居民对物价满意度偏低的主要原因之一。74.3%的居民认为当前的房价“过高，难以接受”。未来 1 季度购房意愿的居民占 14.6%，比上个季度下降 0.8%。居民购房意愿下降（图 18）。

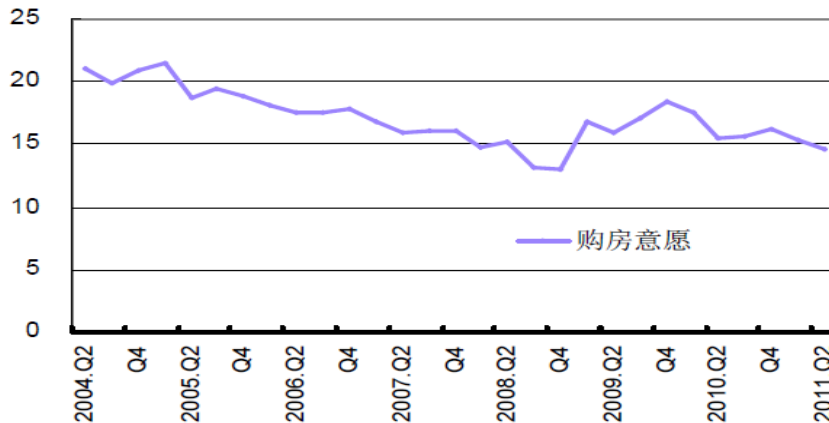


图 18 中国居民购房意愿的变动

五、保障性住房融资渠道有保障。在目前可见的相关制度落实和土地出让收入与去年持平的假定下，资金缺口比例大约在 18%左右，约 2500 亿元。更可能的情况是，如果考虑到今年土地出让收入下降 30%，那么资金缺口将达到 3300 亿元左右，资金缺口比例大约为 23%。但如果考虑到央企的进入或提高土地出让收入或允许企业发债用于保障房建设，今年保障性住房的资金有保障。

首先，在资金总量上，从中央政府的资金安排来看，从 2008 年廉租住房保障资金首次写入政府工作报告后，当年中央财政安排保障性安居工程支出达到 181.9 亿元；2009 年达到 550.56 亿元；2010 年达到 992.58 亿元，2011 年计划支出 1030 亿元。从银行贷款来看，2011 年 1 季度，保障性住房开发贷款新增 651 亿元，比年初增长 40.1%，高出同期房地产开发贷款比年初增速 34.8 个百分点；假设 1 季度的规模不变，全年银行发放的保障房贷款仅有 2600 亿元左右的水平。国家开发银行宣布今年将发放 1000 亿元的保障房贷款。目前可见的融资渠道大体上为 4000-5000 亿元，可以涵盖 1000 万套保障性住房 1.3-1.4 万亿元的 1/3。这说明需要有大约 8000 亿元的资金需通过其他方式进行融资。

其次，依据现有公布的信息，剔除政府已有的明确资金来源，资金缺口大约也是 8000 亿元左右。经济适用住房和两限房（限套型面积、限销售价位）近 200 万套，建设资金主要由社会机构（包括开发商）通过市场运作，存在 5000 亿元左右的资金；各类棚户区改造房 400 万套左右，需要资金 5000 亿元左右，其中政府主导的棚户区改造，中央将提供 400 亿元左右，省、市县也要拿出一定的资金；由工矿企业和被改造的职工筹集的，大约有 3400 亿元左右，这部分的缺口大约 1000 亿元。公共租赁住房近 220 万套，投资方式多元化，大约 2000 亿元左右的缺口。

再次，从地方政府资金来源来看，而按国家规定，各地应将土地出让净收益的10%以上用于住房保障。2010年土地出让收入是2.9万亿（财政数据；国土部数据是2.7万亿元），假定地方政府完全按此规定行事，大约可以得到2900亿元，那么资金缺口大约还有5000多亿元。但从今年1季度的数据来看，随着房地产调控的深入，商品房成交量的大幅度下滑，可能带来全国主要城市土地出让收入同比出现至少30%的下滑⁶，那么如果全年按照这一比例，大约还有5700亿元的资金缺口。

第四，地方政府的资金来源还有两条渠道，一是住房公积金的增值收益扣除计提住房公积金贷款风险准备金、住房公积金管理中心的管理费用后，作为建设廉租住房和公租房的补充资金。2010年全国公积金增值净收益，用于廉租住房建设的有50多亿，今年会有进一步提升，但绝对数不会增长太多。二是发行地方国债，比如今年中央代地方发行的2000亿元的国债当中，地方要优先用于保障性住房，特别是公共租赁住房建设（我们假定全部用于保障性住房工程）；三是用公积金贷款支持保障性住房建设的试点工作，2010年计划了400多亿元。

第五，考虑到上述所有资金来源之后，保障性住房的资金缺口大约还有2500亿元左右的资金缺口。当然，还存在进一步拓展财源的渠道，如已试点房产税的重庆和上海，已明确将征收到的房产税用于住房保障；此外可以利用直管公房拆迁补偿款、廉租房和直管公租房的租金收入等。但由于这些渠道资金来源规模太小，因此，全年保障性住房缺口大约在2500亿元左右。如果考虑到土地出让收入的下降，这一缺口大约在3300亿元左右。

最后，央企大规模介入保障性住房将是解决资金缺口来源的重要来源。去年国资委要求78户不以房地产为主业的央企退出房地产业务，但今年5月3日，国务院国资委要求各央企把积极参与保障性住房开发建设作为企业履行社会责任的重要途径，进一步加大对保障性住房开发建设的投入力度，通过多种途径参与保障性住房开发建设。2010年仅中国建筑、中冶集团、中房集团、保利集团等11家央企，承担了全国13%的保障性住房开发建设任务。由于央企有土地（工业用地转化为保障房开发用地成本低）和资金优势，央企的保障房依然有较高利润。如果央企和地方国有企业积极参与保障房建设或提高土地出让资金用于保障房建设，最近又允许企业发债用于保障性住房建设，因此，今年保障性住房的资金有保障。

六、从就业来看，区域产业转移将为东西部劳动力就业带来新的机会和新的消费增长点。

⁶ 来自中国指数研究院。莫尼塔(上海)投资发展有限公司的监测数据显示，1-5月128个城市土地出让金总额约6659亿元，相比去年同期下滑5%；住宅土地出让金约5193亿元，同比下滑14%。

(一)、区域产业转移加速了不同区域经济的收敛性和农民工工资的趋同性⁷。

sigma0 convergence

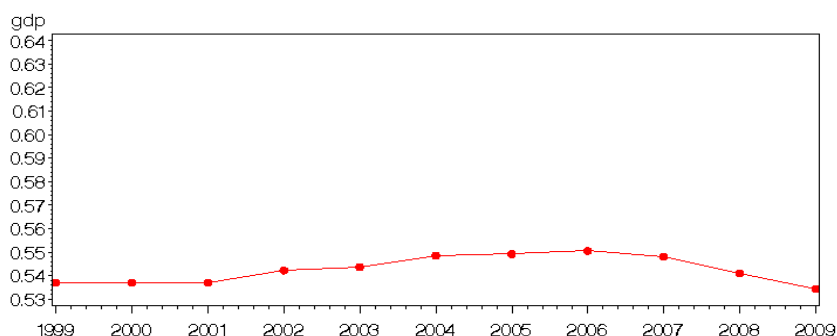


图 19 中国各个地区经济收敛趋势

中西部地区工资增幅大，和东部绝对差异不大，农民工工资的趋同趋势进一步强化

(表 4)。

表 4 农民工在不同地区的月均收入水平及增幅 单位：元

	2009 年	2008 年	增幅 (%)
全国	1417	1340	5.7
东部地区	1422	1352	5.2
中部地区	1350	1275	5.9
西部地区	1378	1273	8.3

(二)、产业区域内转移的趋势使中西部地区第一产业，尤其是第二产业将成为吸纳劳动力就业的重要部门，东部吸纳就业的优势将体现在服务业上。

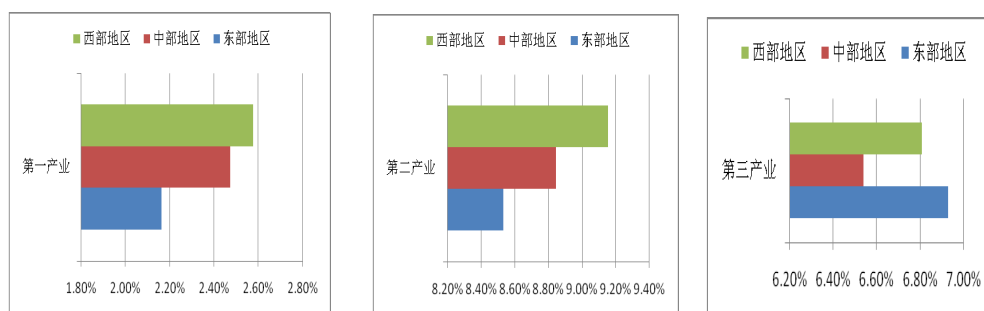


图 20 2001-2009 年不同区域、不同产业 GDP 增长对就业的弹性 (年度均值)

七、中小企业信贷增速的快速上升对于保就业和促增长有积极作用，但要防止信贷紧缩政策下的逆转风险。

今年 1 季度，金融机构响应中央经济工作会议的号召，把信贷资金更多地投向了实体经

⁷ 本小节具体计算参见分报告《中国劳动力的流动与地区差异》。

济，特别是“三农”和中小企业。中小企业贷款余额增速达到 48.7%，比全部贷款增速高 30.8 个百分点；涉农贷款新增额占全部新增贷款的 32.2%，同比提升 2.8 个百分点。但在紧缩的背景下，要通过对中小企业贷款的税收优惠和存贷比的适度放宽，以防止政策的逆转。

第四部分：寻求增长目标与民生目标协同进程中的五大风险与不确定性

一、2011年中国通货膨胀将呈现“前高后不低”的态势，CPI同比增速达到4.7%。本轮通胀是成本推动和前期刺激性计划超额货币投放的负作用共同导致的，通胀性质复杂化和长期化，使得本轮通胀调控至少具有“中期化”特征。

(一)、季节性因素以及国际市场不确定因素导致部分农产品，尤其是肉禽、蔬菜等农产品价格的大起大落，粮食价格的上涨以及非食品价格的上涨压力不减，短期中通胀压力依然严峻。

1-5月份，居民消费价格同比上涨5.2%，而5月份的CPI高达5.5%。由于翘尾因素和非食品价格的环比上涨的趋势，通胀压力依然严峻（表5）。

表5 今年CPI的上涨幅度和主要来源

	CPI 同比	CPI 环比	食品价格	非食品价格	居住价格环比
2月份	4.9%	1.2%	11%	2.3%	6.1%
3月份	5.4%	-0.2%	11.7%	2.7%	6.6%
4月份	5.3%	-0.1%	11.5% (-0.4%)	2.7% (0.4%)	6.1% (0.4%)
5月份	5.5%	0.1%	11.7% (-0.3%)	2.9% (0.2%)	6.1% (0.2%)

注：括号中为环比。

从国际粮食价格来看，粮食价格将保持高位运行。2011年5月，粮农组织食品价格指数平均为232点，与4月份修订后的估计数相比下降1%，但比2010年5月份高出37%。国际谷物和食糖价格下跌，造成该指数5月份的平均值略有下降，全部抵消了肉类和乳制品价格的上涨，油料价格基本未变。今年以来，粮农组织食品价格指数保持在231点以上（图21）。

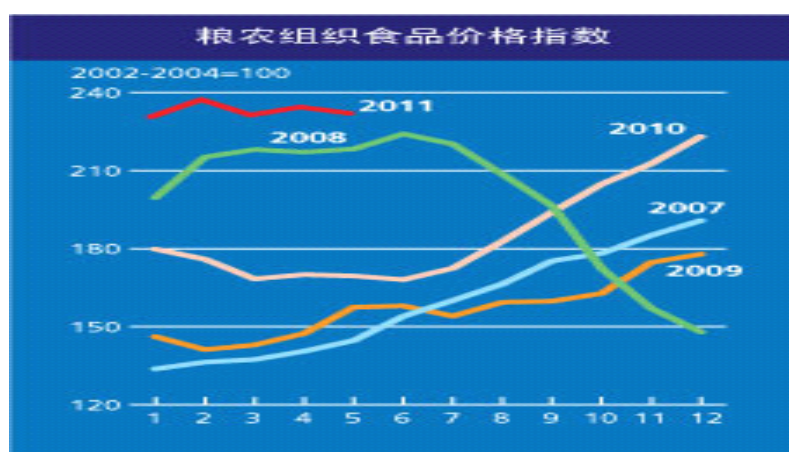


图21 国际粮农组织食品价格指数（6月7日发布），来自该组织网站。

(二)、今年下半年大宗商品总体上不具备持续上涨的实体需求基础和进一步的流动性推动基础，大宗商品价格基本维持在次高位运行，进口通货膨胀的压力依然存在，但下半年会减轻。

1、在流动性宽裕的背景下，中国城市化进程中的刚性需求和大宗商品价格的顺周期特征在国内企业缺乏定价权的背景下进一步被放大。

2001-2007年中国铜矿的年均自给率只有14.5%⁸，目前铜的年消费量占世界25%。铁矿消费占世界铁矿消费在2009年更是高达50%以上（图22），铁矿石对外依存度接近70%。原油对外贸易依存度超过50%，2010年达到55%。在缺乏定价权的条件下，中国进口的这些大宗商品价格涨幅远高于国际市场的涨幅（表6）。

表6 2010年中国进口主要大宗商品价格和国际市场价格的对比如

	2010
国际市场原油价格上涨(%)	+15.1%
中国原油进口数量(%)	+18%
中国原油进口金额上涨(%)	+51%
国际铁矿砂价格上涨(%)	+20.6%
中国进口铁矿砂数量(%)	-1%
中国进口铁矿砂金额变化(%)	+58%
国际市场铜价格上涨(%)	+30.2%
中国进口铜的数量(%)	0%
中国进口铜的金额变化(%)	+44%

资料来源:作者依据国家外汇管理局《中国国际收支报告》各期提供的数据整理所得。

从1-5月份中国海关公布的主要商品进口量值数据来看，1-5月份，铁矿砂及其精矿进口数量同比增长8.1%，但金额增长了59.6%；原油数量同比增长了11.3%，但金额增长了45.9%；未锻造的铜及铜材进口数量下降了25.3%，但金额仅下降了4.4%（表7）。

表7 1-5月份主要大宗商品累计进口数量与金额

	进口数量(同比增长,%)	进口金额(同比增长,%)
铁矿砂及其精矿	8.1	59.6
原油	11.3	45.9
未锻造的铜及铜材	-25.3	-4.4

⁸ Zhang, Mei(2008),China Copper Resource and Its Development.http://www.lrn.cn/zjtg/academicPaper/200811/t20081125_300960.htm

此外，依据英国石油（BP）的《世界能源统计年鉴》数据，2010年中国超过美国成为世界上最大的能源消费国，中国的能源消费量占全球的20.3%，超过了美国19%的占比。中国因素带来的“一买就涨”特征明显。

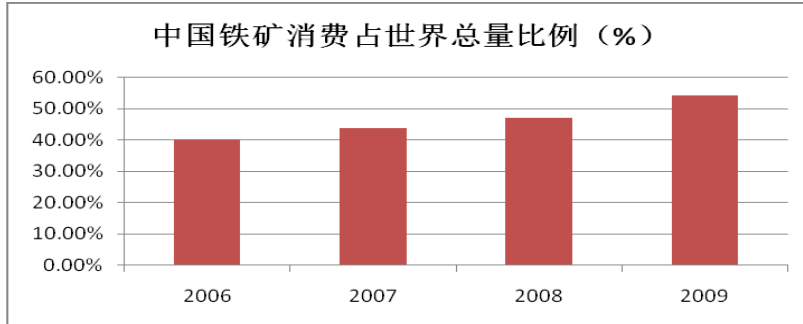


图22 中国铁矿消费占世界总量的比例

资料来源：中国统计年鉴；World total production volume data from Ma, Jianming (2010) : Ma, Jianming, 2010, World iron Ore Production Retrospect and Prospect. http://www.Irn.cn/zjtg/academicPaper/201008/t20100823_745035.htm).

2、海关进口价格编制指数显示，总体进口通胀压力依然存在。

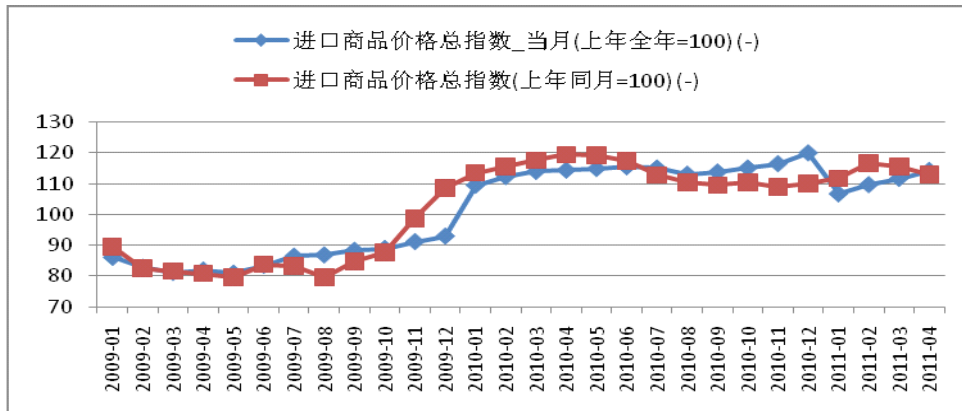


图 23 中国进口商品同比和定基（上年）价格指数变化趋势

（三）、资源垄断和资源税开征促使要素价格回归等因素使通胀或将长期持续，在边际意义上促使 PPI 进一步推动 CPI 的上涨。

自2010年6月1日新疆率先实行资源税改革，对原油、天然气资源税实行从价计征，税率为5%。2010年底资源税改革扩大至西部12个省区市实施。今年油气资源税税率拟由试点时的5%提升为5%-10%，但考虑到通胀压力暂缓实施。如果按国际油价100美元、资源税率10%测算，则每吨原油的资源税可高达500元人民币。图（25）显示了企业原材料、燃料、动力购进价格指数的变化趋势。

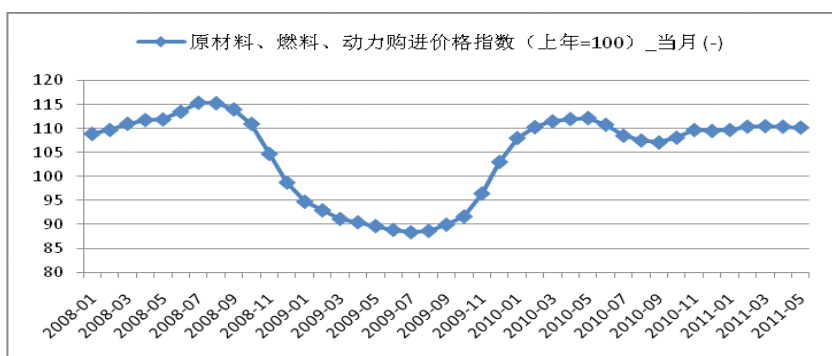


图 24 原材料、燃料、动力购进价格指数

(四)、尽管存在流动性回收的趋势，但融资结构的变化以及结构性调整的要求，中国经济中的货币增量部分有所下降，M2 增速回落历史平均区间，但流动性存量将依然保持充足。

1、从 M2 增速与 GDP 增速之差来看，今年 1-5 月份两者的差距基本回归常态化。

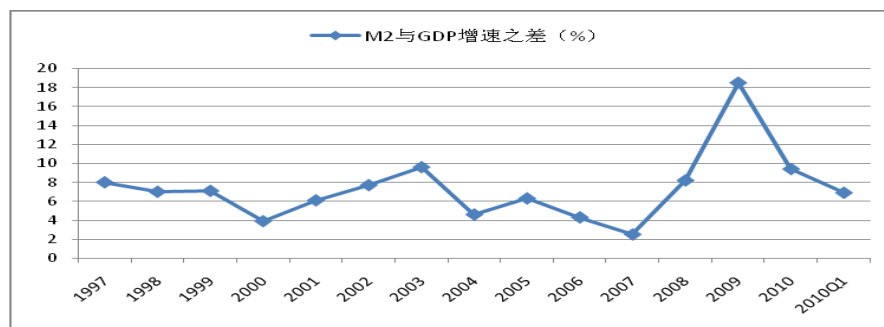


图 25 M2 增速与 GDP 增速之差的历史趋势

2、中国经济的 M2/GDP 比例基本处于上升态势，2010 年达到历史高点，比例达到 182.4%。

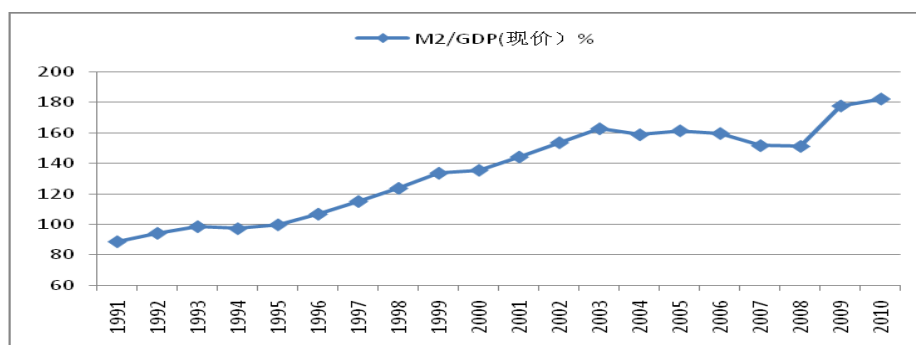
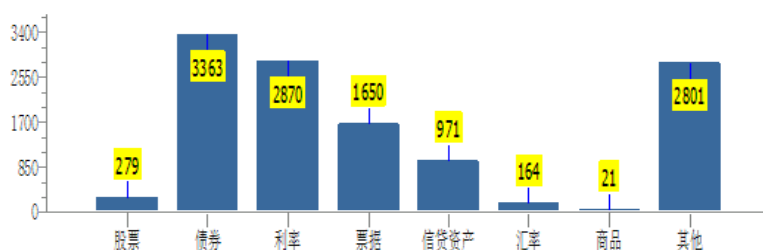


图 26 中国经济中的 M2/GDP 历史变化 (1991-2010)

3、银行表外业务的扩展使得融资的多元化与创新化进一步发展，扩大了社会融资总量⁹。

⁹ 参见分报告《社会融资结构、影子银行与货币政策》。

基础资产数量占比图



数据来源: Wind资讯

图27 2010年商业银行各基础资产发行理财产品的期数

“银信合作”是指银行通过信托理财产品的方式“隐蔽”地为企业提供贷款。2011年前4个月,信托公司共计发行集合类房地产信托项目222个,募集资金722亿元,发行数量同比增长67%,募集资金规模同比增长115%¹⁰。一些信托公司的产品,如“资金集合信托”、“股权投资集合信托”、“城市发展基金信托”、“特定资产收益信托”还不在于上述统计范围内。如果加上这些产品,房地产信托资金量恐怕还要翻倍。为了能顺利从信托公司融资,房产公司承诺的回报率普遍在20%以上,盈利被削薄,在严厉的房地产调控背景下,风险则被进一步放大。另据中国信托业协会公布的一份数据表明,截至2011年3月底,今年银信合作理财产品规模达1.53万亿元¹¹。

(五)、收入倍增计划将加剧“刘易斯拐点效应”的作用,劳动成本刚性上涨将通过“工资-物价螺旋”机制成为推动物价上涨的中长期因素。

首先,第六次人口普查的年龄结构显示:中国目前0-14岁人口占16.60%;60岁及以上人口占13.26%,其中65岁及以上人口占8.87%。与2000年第五次全国人口普查相比,0-14岁人口的比重下降6.29个百分点,60岁及以上人口的比重上升2.93个百分点,65岁及以上人口的比重上升1.91个百分点。第六次全国人口普查数据对于判断未来中国经济驱动力至关重要。目前的数据确认了中国至少触及了刘易斯拐点,人口红利窗口即将关闭。

其次,从劳动力供给和需求状态来看,今年1季度全国101个城市的供求状况继续呈现出劳动力需求略大于供给的状态。岗位空缺与求职人数的比率比去年同期上升了0.03。岗位空缺与求职人数的比率比去年同期上升了0.03(表8)。

表8 2011年1季度劳动力供求总体情况

¹⁰ 《管不住信托就管不住社会融资总量》,《上海证券报》,2011年5月25日。

¹¹ 谈佳隆,《影子银行放贷逼近全国一半 高压监管或适得其反》,《中国经济周刊》,2011年5月31日。

	需求人数(人)	求职人数(人)	岗位空缺与求职人数的比率	与上季度相比变化	与去年同期相比变化
本期有效数	5157441	4805561	1.07	+0.06	+0.03

(六)、基础设施投资是推动通胀的长期重要因素之一。

2008年在保增长和促就业的压力下，中国政府出台了4万亿经济刺激计划。根据公开信息，4万亿投资中住房保障0.4万亿，农村建设0.37万亿，节能与碳减排0.21万亿，基础设施建设1.5万亿，社会事业0.15万亿，产业结构调整0.37万亿，汶川灾后重建1万亿。投资到新建住宅和基础设施的总投资额高达3.25万亿元。投资带动了钢铁、水泥等行业的新一轮爆发式增长。

反危机的大规模基建投资的许多在建项目仍需投入大量资金的情况下，1-5月份，施工项目计划总投资422760亿元，同比增长16.5%。2011年新一轮大规模政府投资扩张计划又开始实施，如1000万套保障房建设；铁道部确定基本建设投资规模6000亿元；“十二五”规划确定未来5年投资十几万亿来发展7个战略产业；2011年中共中央1号文件的规划了10年“4万亿”的农业基本建设投资。

来自交通运输部综合规划司的信息，“十二五”期间，全国交通基本建设投资总规模约6.2万亿元，比“十一五”期间总投资略有增长。“十一五”期间，为实现反危机、保增长的目标，全国完成了基本建设投资约4.7万亿元，是“十五”期间的2.5倍。

上述更为积极的财政政策导致现行体制下各级政府基建投资的冲动，难以控制商业银行的信贷规模和地方政府债券融资。基础设施的建设是推动通胀的长期重要因素之一。

二、消费连续几个季度成为拉动中国经济增长的第一边际要素，在被寄予厚望的同时存在明显的隐忧，以消费扩内需的战略可能受挫。

(一)、消费者信心指数和消费者满意指数处于低位，预期消费出现了不确定性。

中国居民当前收入感受指数和未来收入信心指数从2009年的低点开始攀升，今年1季度与2010年1季度基本持平。但从更长一点的时期来看，当前收入感受指数和未来收入感受指数2010年到2011年第1季度的季度平均值分别为52.34和52.52，明显低于2005-2007年的60.21和61.05；这说明居民当前收入感受和未来收入信心指数还没有恢复到历史上的较好水平。2季度央行的调查数据也表明，居民当前收入感受为54.1%，比上1季度回落；未来收入信心指数分别55.3%，比上1季度略有下降，反映居民对未来收入预期仍不乐观(图28)。

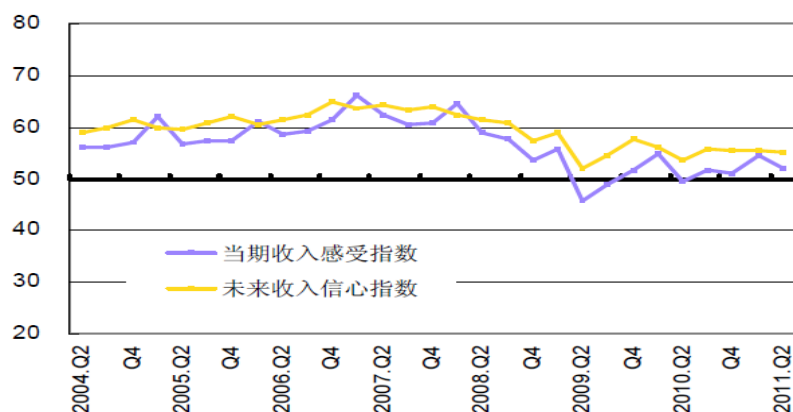


图 28 居民当前收入感受指数和未来收入信心指数

(二)、城镇居民可支配实际收入增速度略有放缓趋势，农村居民现金实际收入止住下滑态势，今年 1 季度出现了明显增长。但考虑到近几年县以下的社会零售商品销售总额只占全社会零售商品销售总额的 20%，城镇居民可支配实际收入增速度略有放缓的趋势将影响消费的增长。

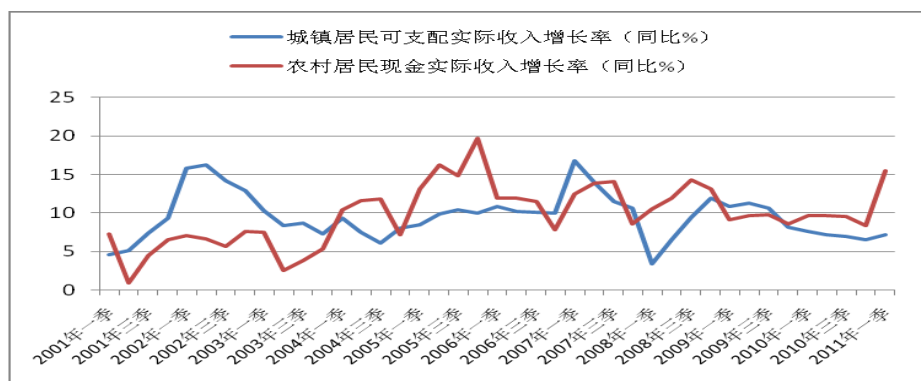


图 29 居民实际收入增长的变化趋势

资料来源：依据 WIND 数据，作者采用名义同比增速-CPI 同比增速计算得到。

(三)、社会商品零售总额增速存在放缓的趋势，考虑到通胀因素，实际增速放缓的幅度更大。

受收入信心指数尚未恢复到正常水平、通胀压力不会立减、刺激性消费政策的逐步退出、房地产持续的严厉调控等因素影响，社会商品零售总额增速存在放缓的趋势。统计局的数据显示，1-5 月份，社会消费品零售总额同比增长 16.9%，实际增长只有 11.7%。同比实际增速下降 4.2 个百分点（图 30）。

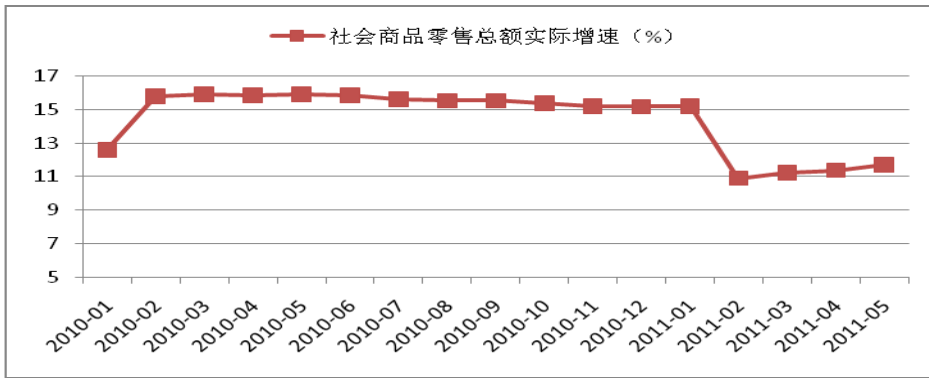


图 30 社会零售商品总额实际增速变化 (%)

(四)、商品房销售的大幅度下降对下游产业的销售已产生了显著的负面影响。

1-5 月份，全国商品房销售面积同比仅增长 9.1%。名义同比增幅下降 13.4 个百分点，实际增幅同比下降 16.1 个百分点（图 31）。

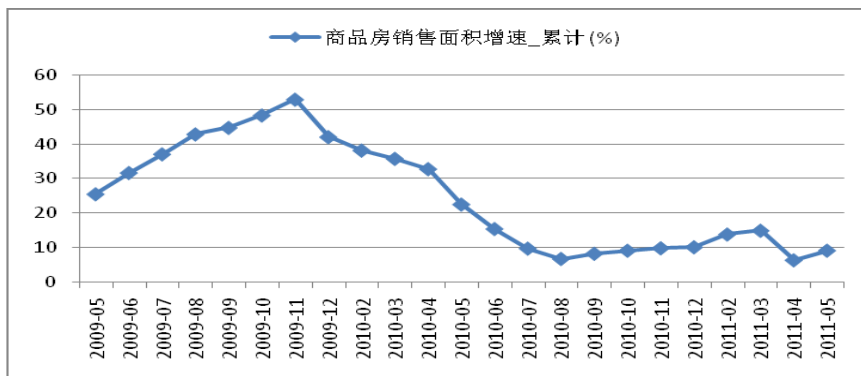


图 31 商品房销售面积增速 (累计%)

房地产销售的大幅度下滑对相关产业的消费产生了显著的负面影响。与房地产行业紧密相关的装修、家具、家电等消费品批发销售增速明显下降。今年 1-5 月，建筑及装潢材料零售累计增速 25.3%，名义增速同比下降了 3.3 个百分点，实际增速同比增速下降 6.1 个百分点；家具零售名义累计增速 26.9%，同比增速下降 10 个百分点，实际增速同比下降 12.7 个百分点；家用电器和音像器材零售的名义累计增速 21%，同比增速下降 8.8 个百分点，实际增速同比下降 11.5 个百分点（图 32）。

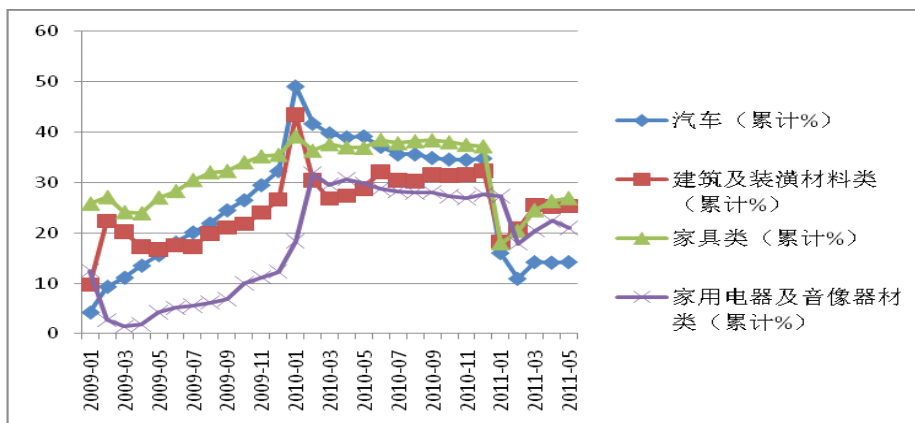


图 32 批发零售贸易业与住房有关的几类商品销售增速（累计%）

（五）、中国经济中城乡收入差距、行业工资差距、总体收入差距扩大并不存在明显的逆转因素。

首先，从城乡收入差距来看，城乡收入差距逐步扩大。依据国家统计局的统计数据，中国城乡人均收入差距之比已从改革开放初期的 1.8：1 扩大到 2007 年的 3.33：1。

其次，从行业收入差距来看，依据 2010 年统计局公布的数据，中国证券业的工资水平比职工平均工资高 6 倍左右，收入最高和最低行业的差距达 11 倍。电力、电信、石油、金融、保险、水电气供应、烟草等国有行业的职工不足全国职工总数的 8%，但工资和工资外收入总额却相当于全国职工工资总额的 55%。

从 2003-2009 年的行业差距来看，行业收入最高与收入最低之比也达到 4.5 倍左右(图 33)。而 2006-2007 年最高和最低行业工资差距，日本、英国、法国约为 1.6-2 倍左右，德国、加拿大、美国、韩国在 2.3-3 倍之间。

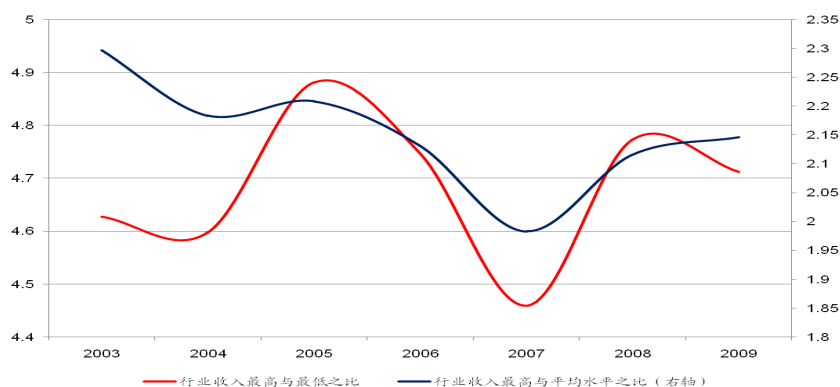


图 33 我国行业收入最高与最低之比以及最高与平均水平之比

进一步来看，依据我们的计算¹²，2003-2009 年间，金融业的职工人均工资增长率最高，年均增长率高达 21%。远高于 GDP 的增速。不同行业间的职工人均工资是一个比较易于度量的指标。

¹² 此处采用了张杰《行业工资差距》的计算结果。

在考察期内，人均工资的增长较为平缓，而且增长率在行业间差距较大。2009 年人均名义工资比 2003 年提高了 133%，同期名义 GDP 增长了 154%，整体上看，人均名义工资的增长低于名义 GDP 的增长。分行业看，采矿业（2003 至 2009 年名义工资增长 179%）、金融业（212%）和批发和零售业（167%）的名义工资增速超过了同期名义 GDP 的增长率 154%，其他大部分行业的工资增速都低于 GDP 增速。另一个角度看，我们研究发现工业部门工资总额在增加值中的份额逐渐降低，而利润的比重逐渐增加。从某种程度上说，利润的高速增长实际上是以工资的缓慢增长为代价的（图 34）。值得注意的是，工资增长较快的行业全部是垄断行业或重工业，其吸纳就业的容量都比较低，而且就业比重愈来愈低。工资增速超过 GDP 增速的 3 个行业的就业人数占就业总数的比重在 2003 年为 7.4%，这个比重 2009 年下降到 7.1%。也就是说，在 2009 年的就业人员当中，只有其中 7% 的劳动者的工资增速不低于 GDP 增速，这可能就是大部分人没有感受到经济高速增长的原因。考虑到企业内部管理人员和车间工人工资的差距，能这个数字还比较保守。

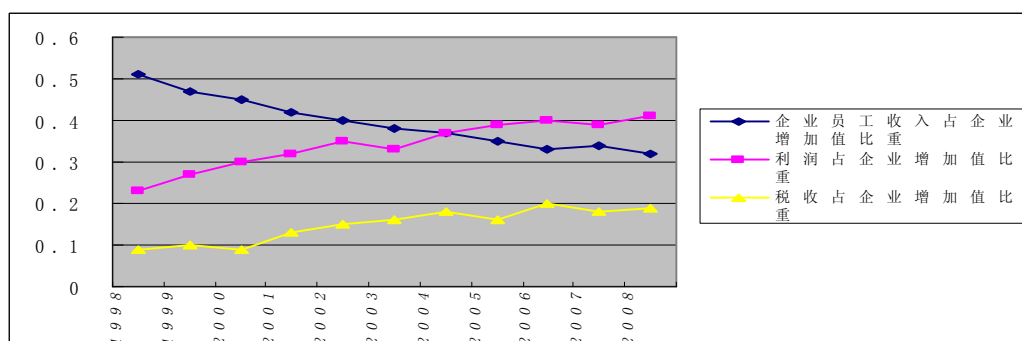
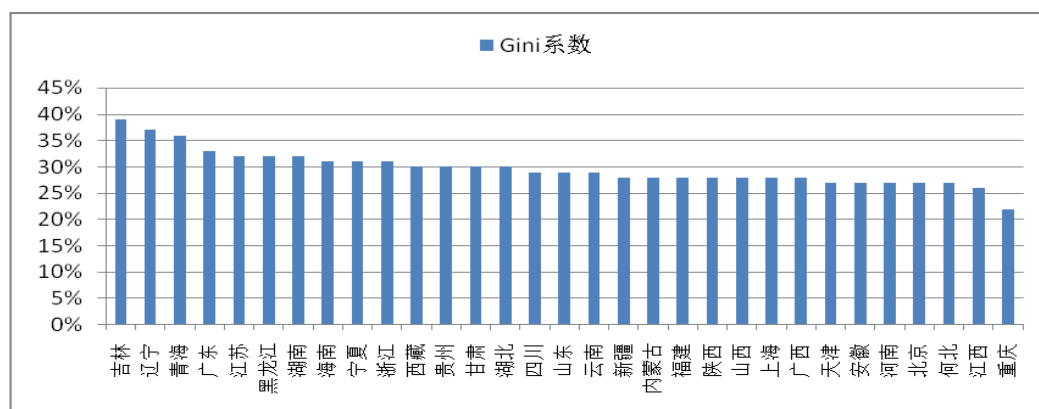


图 34 中国制造业企业 1998-2008 年间企业员工收入占企业工业增加值比重趋势图

注：数据来源于国家统计局规模以上工业企业的数据库。

从社会的贫富差距来看，依据我们的测算，2009 年中国城镇居民平均 Gini 系数为 0.30（图 35），中国城镇内部的基尼系数已经处于较高的水平，若考虑到城乡差距，收入差距将更为明显。城镇月收入低于 3000 元的职工全国比例高达 65.8%（图 36），如此高的比例暗含了高收入群体的增收以低收入群体的收入能力受损为代价。



依据“十二五”规划发展的收入增长目标来看，国内生产总值年均增长7%，城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入分别年均增长7%以上。尽管在数字上明确规定了收入增幅超过GDP增幅，但GDP是以7%的增长率为基础的。但我们如果从过去的经验来看，规划的经济目标增长率要显著低于事后的实际增长率（表9），那么当GDP增长10%时，居民实际收入是否也高于10%？

表9 中国国民经济五年规划的GDP目标增长率与实际增长率

	“八五”时期	“九五”时期	“十五”时期	“十一五”时期
GDP目标年均增长率(%)	6	8	7	7.5
GDP增长率(%)	11.8	8.3	9.5	10.2

比较各国劳动者工资占GDP的比重——分配率，在市场经济成熟的国家，分配率普遍都在55%—65%之间，如日本1999年分配率为54.18%，美国2000年分配率为58.31%，德国2000年分配率为53.84%，英国2000年分配率为55.27%。中国职工工资总额占GDP比重在12%—16%之间，如果再加上工资额30%的福利，则在15%—20%之间。如果居民收入不能够超过实际GDP的增长率，那么居民收入在GDP中的比重下滑的态势就不可能得到逆转。

（八）、民生领域供需矛盾突出，尤其是医疗等部门的供需矛盾以及环境污染已成为影响人力资本累积和消费增长的长期因素。

首先，在医疗资源需求持续大幅上升的同时，医疗资源供给却没有对此作出反应，相对增长较慢甚至出现下降，从而导致供需缺口日益增大（图38）。“看病难、看病贵”就变成了困扰全社会的问题，也构成了人们无感增长的源泉。

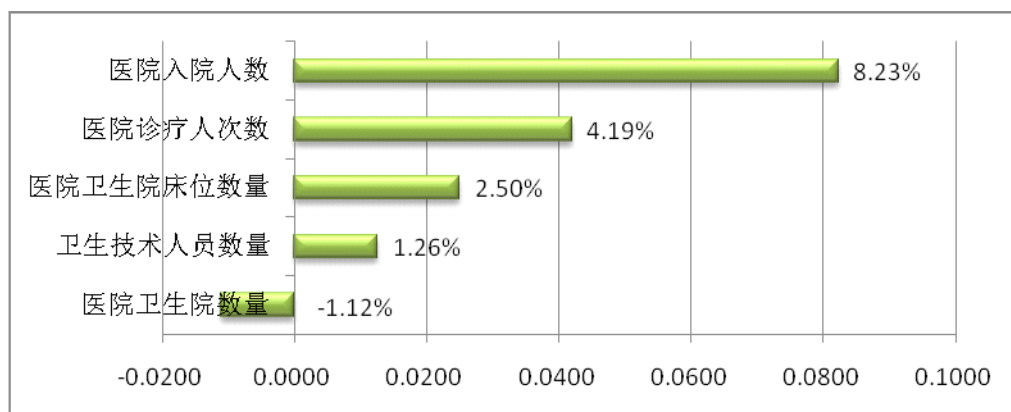


图38 医疗供给和需求两侧1998-2008年平均增长率变化(%)

其次，30年高速增长负面后果之一就是废气、废水等污染，以及二氧化碳等温室气体排放日渐严重，并造成了非常负面的后果。第一、**二氧化硫污染物排放总体快速增长。**

从整体上看，1995年到2007年间，工业二氧化硫排放量出现波动性增长趋势。其排放总量由1995年的14050210吨增加到2007年的21399804.6吨，增加了52.31%，13年来的年均增长率为3.57%。

第二、**二氧化碳排放量快速增长**。中国1980年排放二氧化碳14.6亿吨，仅占世界二氧化碳排放总量的7.89%；自1980年到2007年的27年间，中国二氧化碳排放占世界排放总量的比例不断攀升，到2007年，这一比例达到历史最高，为21.01%，超过美国，成为世界上排放二氧化碳最多的国家，排放总量为62.83亿吨。

第三、**我国环境污染与破坏事故增大，给国民健康造成了严重威胁，直接影响了居民人力资本的累积**。数据表明，中国每年发生的环境污染与破坏事故次数在上世纪九十年代中后期一直处于较高水平，且波动很大，1995年全年共发生1966次环境污染与破坏事故，到2000年达到极大值共发生了2411次。但从2001年开始，环境污染与破坏事故次数总体趋势在逐年递减，至2006年全年仅发生842起环境污染与破坏事故。从环境污染与破坏事故的结构来看，水污染、大气污染和固体废物污染这三项构成了主体，占90%以上。另外，水污染次数与大气污染次数与环境污染与破坏事故次数变化趋势相一致。不难理解，如此严重的污染给人们的健康造成了严重威胁，阻碍了人力资本的改善。而为了预防和治理这些污染造成的后果，又需要花费大量的人力、财力和时间，造成了严重的浪费。

三、**结构性转型困难重重，依靠行政性的结构性调整来降低能源强度不是最佳办法，更好的办法是通过技术进步和市场手段来提高能源使用效率。**

(一)、前期刺激计划带来的重工业化复苏的惯性加重了结构性调整的难度。

反危机刺激计划投资中的80%投向了基础设施和新建住宅，带来了以重工业强化为特征的经济复苏，这种结构具有惯性（图39）。今年1-5月份，轻、重工业增加值同比分别增长12.9%和14.4%，重工业增加值增速依然高于轻工业增加值增速1.5个百分点。

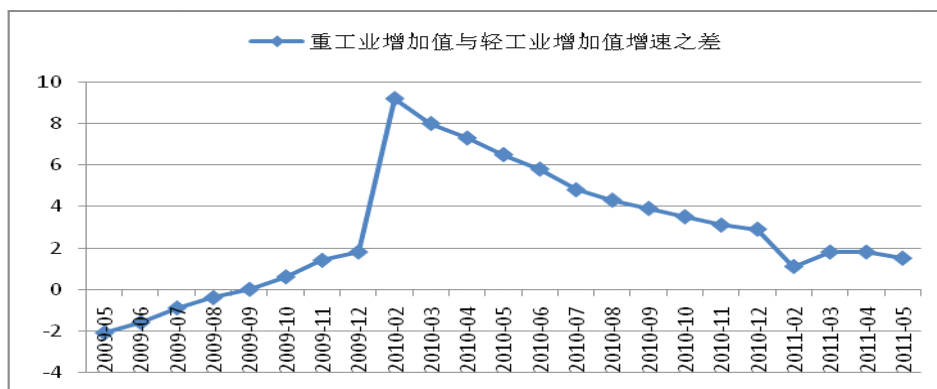


图39 重工业增加值与轻工业增加值增速之差

从用电量来看，依据中国电力企业联合会公布的数据，今年1季度，全国工业用电量为

7896 亿千瓦时(占全社会用电量的 72.4%), 同比增长 12.1%, 增速比 1-2 月加快 0.8 个百分点;其中, 轻、重工业用电分别增长 11.4%和 12.3%。制造业用电量增长 12.6%, 比 1-2 月加快 2.9 个百分点。其中, 五大高耗能行业用电量同比增长 11.3%, 比 1-2 月加快 1.6 个百分点; 而这五个行业用电量合计占制造业用电量比重 62.3%, 比 1-2 月提高 0.5 个百分点。用电量数据表明了中国依靠重工业拉动经济增长的惯性仍在, 结构调整困难不小。

(二)、基础设施的庞大投资规划和制造业为主体的经济结构, 重工业快速增长的趋势难以改变。而基础设施的快速扩张使得产能过剩问题不成为实质性问题。

未来几年 3600 万套保障房建设、铁道部确定今年基本建设投资规模 6000 亿元、“十二五”规划确定未来 5 年投资十几万亿来发展 7 个战略产业、2011 年中共中央 1 号文件的规划了 10 年“4 万亿”的农业基本建设投资、交通运输部规划“十二五”期间全国交通基本建设投资总规模约 6.2 万亿元。在这样的投资结构和中国制造业大国的条件下, 可以得出的判断是, 基础设施的快速扩张使得产能过剩问题不成为实质性问题。

从目前的数据来看, 高耗能行业投资增速略有加快。2011 年 1-4 月, 六大高耗能行业完成投资 8271 亿元, 同比增长 13.7%。其中, 化学原料及化学制品制造业、非金属矿物制品业投资分别增长 21.1%和 22.2%; 电力、热力的生产与供应业投资增长 4.2%¹⁴, 而电力投资的下降是带来今年中期“电荒”的重要原因。

(三)、效率提高是降低能耗的第一要素, 强制性的结构调整对于降低能耗的作用有限。这从另外一个层面说明了中国仍处于工业化阶段, 强制性的结构性调整的难度很大¹⁵。

我们的研究表明, 1995-2007 年间全国能源强度变化趋势和分解结果。将 1995 年作为基年, 2007 年的能源强度为 1995 年的 58%。效率指数和结构指数分别为 1995 年的 65%和 90%。也就是说, 如果能源效率在 1995 年-2007 年间没有改变, 经济结构的变化使得能源强度在 2007 年下降到 1995 年的 90%; 如果经济结构在 1995 年-2007 年间没有变化, 能源效率的变化使得能源强度在 2007 年下降到 1995 年的 65% (图 40)。

¹⁴ 数据来源于工信部网站信息。

¹⁵ 参见分报告《中国能源强度的区域性差异分析》。

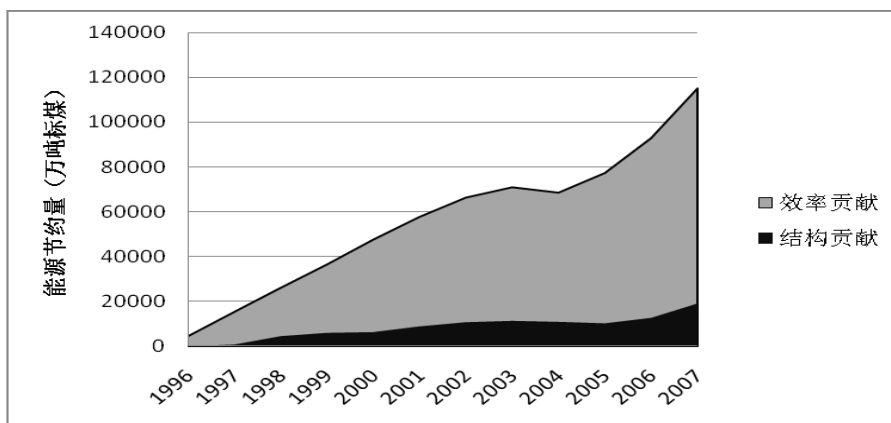


图 40 能源强度下降带来的节能量 (以 1995 年能源强度为基准)

四、国际短期资本流入、主要经济体在增长乏力和通胀可忍状态下的延迟加息因素以及贸易摩擦等政治经济因素加大了人民币升值的压力，带来了出口下降风险和汇率暴露风险，并在劳动成本刚性上涨的压力下加速了产业向外转移的风险，形成对国内区域内产业转移的替代风险，并将带来就业的压力。

(一)、资本流动加剧汇率升值的压力。

在经济前景不明朗时的高波动会加剧风险，新兴市场相对稳健的基本面和更强劲的增长潜力吸引了热钱的快速流入，从而带来新兴市场国家的资产泡沫和通胀压力。目前包括美国、欧盟、英国、日本在内的金融市场上约有 50 万亿美元的资本市场投资资金，其配置在新兴市场的资产比例为 3%-7%。未来该比例上升 1 个百分点，就意味着有 4850 亿美元的新增资金流入新兴市场。

今年 1-5 月，人民币兑美元升值超过 2%，热钱是带来升值压力的重要因素。今年以来，我国外汇占款比去年同期大幅增加。如果按照公式“热钱=外储增加-外商直接投资额-外贸顺差”粗略估算，那么今年 1 季度进入我国的热钱接近 1680 亿美元。

(二)、汇率暴露风险压力日趋增加，汇兑损失快步攀升。

汇率暴露风险压力日趋增加，汇兑损失快步攀升。人民币升值正在影响国内企业的净利润，而随着人民币升值的步伐加快，出口型企业的财务损失在加大。统计数据显示，截至 3 月 27 日，在已公布年报的 900 余家上市公司中，671 家公司出现了汇兑损益。这些公司总体汇兑损失了 13.93 亿元；而在 2008 年、2009 年，这些公司的总体汇兑损失分别是 1.79 亿元和 6.55 亿元。人民币持续升值，将使公司面临更高的汇兑损失风险。

另外据广交会组委会统计，截至 5 月 4 日，本届广交会出口成交 368.6 亿美元，与上届秋交会相比增长 5.8%；到会采购商超 20 万，再创历史最高。然而，实现了到会采购商和出

口“双增长”背后，出口企业担心汇率和政策调整，加上成本持续上升，在缺乏议价能力的情况下，只能接短单。汇率每变化1个百分点，对成本的影响可能达到5%，这对于劳动密集型产品来说是无论如何也消化不了的。本届广交会中国出口商品虽然价格普涨，但普通商品涨幅仅在5%—10%，汇率暴露风险日趋加大。

(三)、从中国对东亚的贸易顺逆差结构来看，中国主要在劳动密集产品上拥有贸易顺差，而在资金技术密集的产品上基本是贸易逆差，人民币过快升值和“刘易斯拐点”效应的重叠会放大劳动密集型行业向外转移的速度。

从表中我们可以看出：中国在0类、1类、6类、8类中主要是贸易顺差，在2类、3类、4类、5类、7类中主要是贸易逆差。可见中国主要在劳动密集产品上拥有贸易顺差，而在资金技术密集的产品上产生贸易逆差（表10）。

表10 中国和东亚各国各类别贸易顺逆差状况（1992-2009）

	日本	韩国	新加坡	印尼	马来西亚	菲律宾	泰国
0	+	+	+	+	+	+	-
1	+	+	+	+	+	+	+
2	-	-	+	-	-	-	-
3	+	-	-	-	-	-转+	-
4	+	+	+	-	-	-	-
5	-	-	-	+	-	+	-
6	-	-转+	+	-转+	-转+	+	+
7	-	-	+	+	-	-	-
8	+	+转-	+	+	+	+	+

注：+表示为贸易顺差；-表示为贸易逆差。0：食品、供食用的活动物；1：饮料和烟草；2：非食用原料（生皮、生元皮、油籽类、橡胶(天然、合成)、木材、纸浆、纺织纤维、天然肥料、金属矿砂)；3：矿物燃料、润滑油及有关原料（煤、石油、天然气及其产品）；4：动、植物油脂与蜡；5：化学制品；6：主要按材料划分的制成品（皮革及其制品、橡胶制品、木制品、纸、纸板、纸制品、纺织的织物等制品、矿冶、金属制品）；7：机械与运输设备；8：杂项制品（卫生、水运、供热、照明设备、家具及零件、旅行用品、服装及附件、鞋靴、仪器、器材、钟表）；9：难以分类的其他商品。资料来源：作者依据 UN Comtrade 数据库计算得到。

(四)、从产业内贸易来看，无技术创新复苏进程决定了未来数年全球分工大格局不会发生实质性变化，人民币过快升值和“刘易斯拐点”效应的重叠会加速产业内贸易的向外转移，带来整体上的就业压力。

从中国工业制成品的产业内贸易指数来看，机械及运输设备（SITC）1997年之后一直维持在0.8以上（图41）。

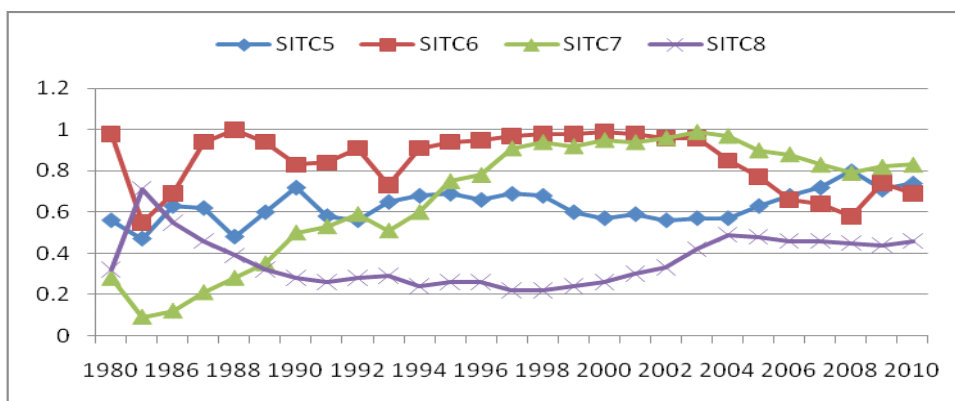


图 41 中国工业制成品产业内贸易指数

注：工业制品包括 5 类-化学成品及有关产品，6 类-按原料分类的制成品（轻纺产品、橡胶制品、矿冶产品及其制品），7 类-机械及运输设备，8 类-杂项制品。数据来源：根据《中国统计年鉴 2010》按 SITC 分类的九大类产品进出口贸易额整理而得，其中 2010 年的数据来自 Wind 数据库。

依据环球资源公司 2010 年末调研 385 家采购中国制造的国外买家的情况来看，为应对人民币的强势升值，有 54% 的受访买家计划加大从其它国家的采购，其中 57% 指出印度将是主要选择。近日美国奢侈品牌 COACH 表示为了应对中国劳动力成本的上升，在积极扩大在华销售量的同时，公司计划将在华生产能力减少 50%。

5 月 25 日，《欧盟商会商业信心调查 2011》表明有 66% 和 46% 的受访企业对 2011 年劳动力成本预期和原材料成本预期持悲观态度，但同时 79% 的受访企业对其行业在中国今后的发展持乐观态度。调查显示，38% 受访企业选择 2011 年到中国投资，比上年下降 1 个百分点；35% 选择西欧，比上年下降 3 个百分点；29% 选择中东欧，比上年增长 5 个百分点。

五、中国经济面临的外部形势整体上存在一定的不确定性。发达经济体刺激经济的重要性要高于反通胀的重要性，在增长乏力和通胀压力的权衡中将选择延迟加息。

（一）、美国经济呈现缓慢改善的态势，实体经济的复苏步伐要明显快于房地产市场的改善，但在就业无显著改善和房地产市场的低位盘整的态势下，美国经济复苏尚需时日。

首先，美国就业状况出现了一定程度的改善，但失业率依然维持在 9% 左右的高位（图 42）。

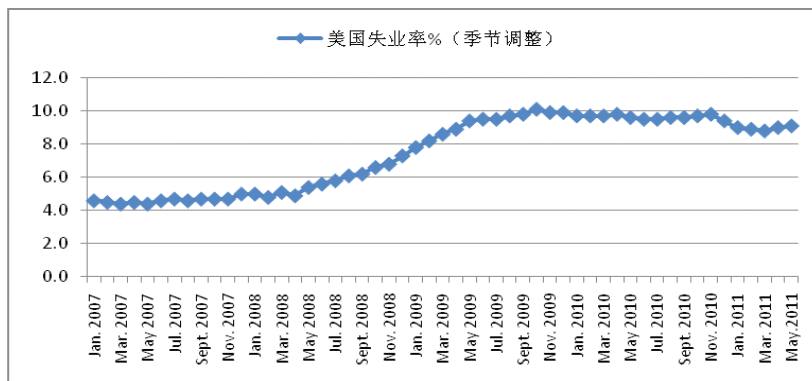


图 42 美国经济中的失业率 (%)

其次，美国新屋库存恢复至正常水平，尽管影响美国楼市短期销售数量和价格的因素众多，但美国新屋价格跌至上轮楼市泡沫膨胀之初（2002 年）的水平，不动产财富在居民净财富中的比例已经远低于金融资产财富（图 43），美联储 6 月 9 日的报告显示，美国家庭的房地产价值从去年第 4 季度的 18.47 万亿美元进一步缩水到今年第 1 季度的 18.12 万亿美元，美国房地产市场短期内走出低谷的可能性很小，但在目前的低利率水平之下，不可能继续大跌。依据地产跟踪（RealtyTrac）的数据，美国 5 月丧失了抵押赎回权的房产数量环比下降 2%，年比下降 33%，止赎行为跌至 42 个月的新低，为近几个月以来量价齐跌的美国楼市带来了一丝曙光。有研究表明由于美国经济周期的 75% 可以用房地产周期来解释，因此，房地产市场的低迷无疑会放缓美国经济的复苏步伐。

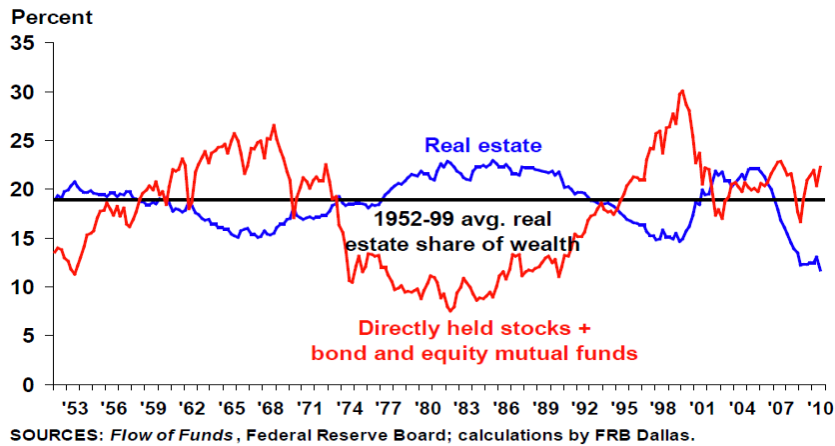


图 43 美国居民不动产和金融资产占其净财富的比例 (%)

第三、美国居民可支配收入在上升（图 44）、消费者信心指数有轻微反弹迹象（图 45），私人消费也在缓慢回升。

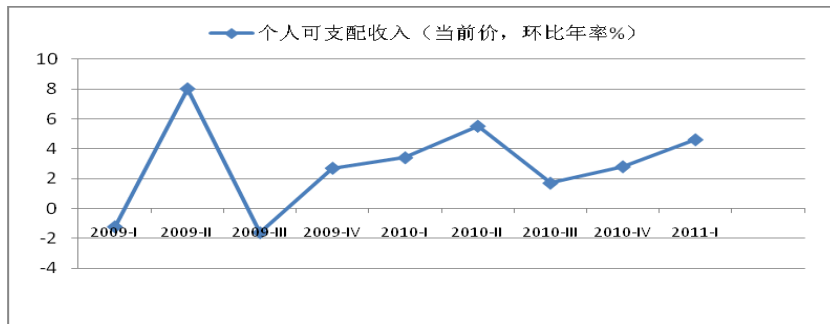


图 44 美国居民可支配收入环比增长率 (%)

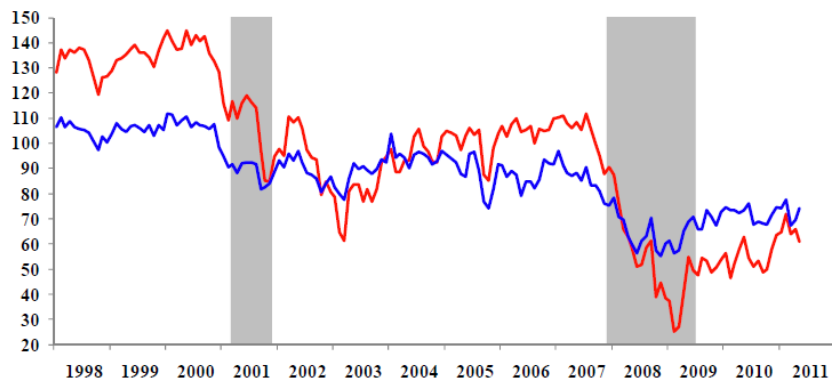


图 45 美国消费者情绪指数和信心指数 (红线) 资料来源: <http://www.dallasfed.org>

5 月份美国消费者信心环比提高, 食品和能源价格的下降刺激了美国人的消费热情。密歇根大学 5 月消费者信心指数从 4 月的 69.8 上升至 5 月份的 74.3, 达到三个月来的最高位。

第四、从耐用品新订单数量来看, 起伏不定。1-2 月份环比下降 1.1%; 2-3 月份环比增长 4.4%; 3-4 月份环比下降了 3.6%, 但新订单的金额基本维持上升态势 (图 46)。

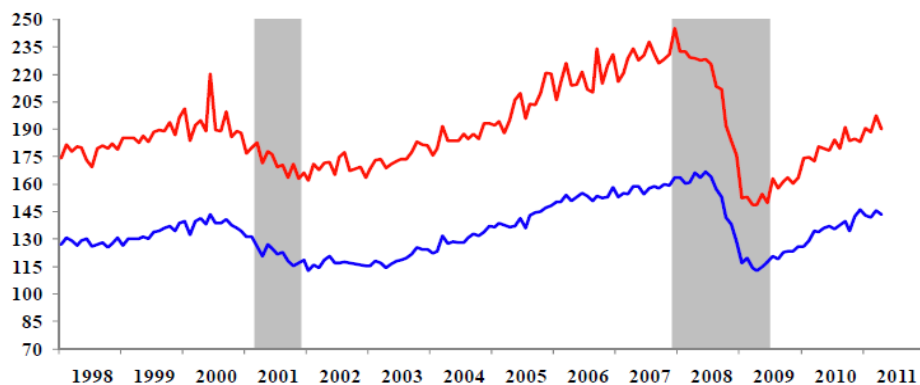


图 46 美国经济中耐用品 (红线) 和除交通运输外的耐用品新订单金额变化趋势 (单位: 十亿美元) 资料来源: <http://www.dallasfed.org>

第五、从美国制造业生产水平来看, 基本呈现了缓慢复苏的趋势, 除了今年 4 月份由于南部飓风带来的生产下降外, 基本处于正增长态势 (图 47)。

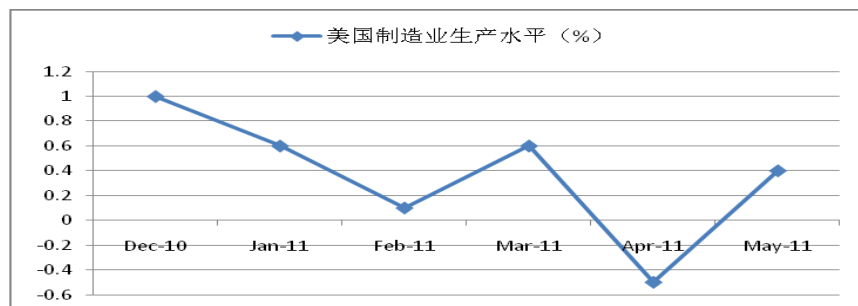


图 47 美国制造业生产水平的变化 (季度调整, %)

最后, 美国商务部 6 月 13 日发布的一份报告显示, 今年第 1 季度, 美国制造业企业销售总额环比增长 7.1%; 同比增长 14.2%; 税后利润总额环比增长 6.9%, 同比增幅高达 30.2%。

这些数据显示美国的制造业处于复苏状态。

因此，总体上，美国经济基本处于缓慢复苏的态势，实体经济的复苏要好于房地产业，美国经济二次探底的可能性小。

（二）、美国的核心通货膨胀率仍处于可接受范围，处于通缩无忧、通胀可忍的状态。在削减财政赤字的背景下，美国经济的宏观政策将出现财政紧缩、货币总体宽松的基本态势以维持缓慢的经济复苏。刺激经济的重要性要高于反通胀的重要性。预计美联储的今年下半年的货币政策将继续维持数量型宽松，但下半年的复苏可能导致美联储在年底前小幅加息。

美国第二轮量化宽松 6 月结束，美国经济的增长势头仍不够强劲。从 5 月份的数据来看，美国核心 CPI 涨幅达到 5 年来的最高水平，剔除食品与能源价格的核心 CPI，环比上涨了 0.3%，是 2006 年以来的最大环比涨幅；同比涨幅则达到 1.5%，但距离 2% 的目标仍有一定的空间。

（三）、欧元区经济增长出现了“南北分化”，总体态势存在反复。在通胀压力和“主权债务危机”有蔓延的态势下，欧洲中央银行在三大发达板块中率先加息，过快的货币政策反应也加重了债务国的债务负担，对市场信心产生了一定的冲击。在债务压力、通胀压力和经济复苏不稳固的条件下，预计今年下半年欧盟进入了财政紧缩和货币中性偏紧的政策搭配时期，加息步伐会放缓。

首先，欧洲债务危机有蔓延扩大态势。依据 BLOOMBERG 提供的数据，欧洲银行业今年上半年需要约 4000 亿欧元的债务再融资，而欧洲各国政府需要 5000 亿欧元的债务再融资。数据显示虽然希腊、爱尔兰以及葡萄牙加起来只占欧元区 GDP 总量的 5%，但其银行体系却占用了欧洲央行 2420 亿欧元流动性的 55%。

其次，意大利及西班牙为欧债危机的风险临界点。意大利背负欧洲各国最庞大的债务，达 2 万多亿欧元，而今年 1 季度国内生产总值（GDP）按季增长仅为 0.1%。希腊主权债务 CDS 的余额为 780 亿美元，而意大利主权债务 CDS 总额达到 2840 亿美元。

再次，美国和欧洲面临国际货币和债务筹资“双竞争”的格局，欧洲资金的筹措存在困难。今年 8-9 月是债务偿还的另一个高峰期。欧洲央行和各国政府将在三季度面临困难的融资问题，3 季度已经成为观察欧债危机的重要窗口。

最后，从实体经济来看，金融信息服务商 Markit 5 月 23 日公布的初步调查结果显示，由于制造业扩张大幅减缓，5 月份欧元区私营部门扩张速度降至 7 个月来最低水平，降幅超过预期。欧元区 5 月份综合产出指数初值降至 55.4，4 月份为 57.8。该指数高于 50 表明私营部门经济活动扩张。Markit 称，欧元区 5 月份私营部门扩张速度与去年平均水平相当，但

综合产出指数创下 2008 年 11 月以来最大降幅。

(四)、由于能源价格的下降能够刺激经济中的消费，能源和大宗商品价格的上涨已带来美国和欧洲进口通胀的压力。目前发达国家的通胀已经逼近 2000 年以来的均值，在通胀压力预期下，全球流动性在下半年不会出现高增长。

我们的研究表明，在 2008 年第 4 季度之前，全球流动性和大宗商品价格涨幅之间虽然存在一定的正相关关系，但是这种关系在统计上并不显著；但是在 2008 年第 4 季度以后，这两者之间的相关性显著增强。尤其是在全球流动性增速超过 7% 时，将会导致大宗商品价格指数的显著上升。考虑到 QE2 之后全球流动性增速的放缓，大宗商品更可能处于次高位运行¹⁶（图 48）。

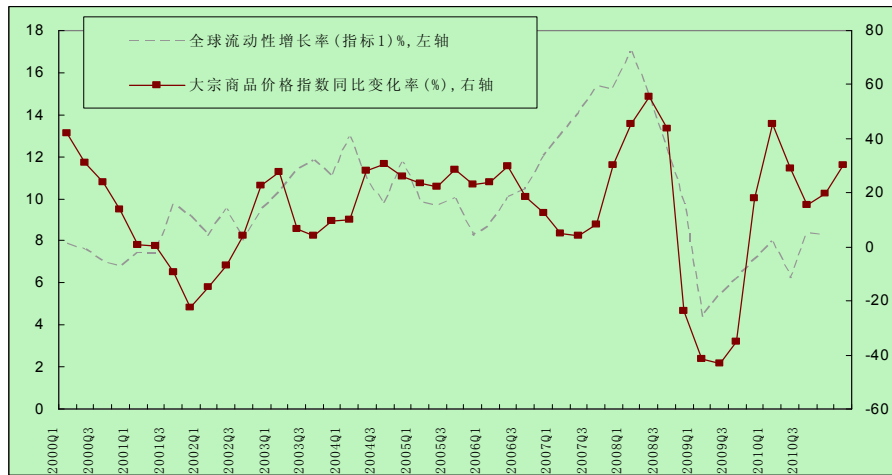


图 48 全球流动性增长率与大宗商品价格指数同比增长率 (%)

同时，我们认为即使在相对宽松的货币政策下，维持或刺激增长态势的动机也将迫使这些主要经济体，尤其是美国的经济政策改变前期对大宗商品价格的态度，不会容忍大宗商品价格高涨带来的用新泡沫代替旧泡沫格局，大宗商品更可能处于次高位运行。

(五)、日本经济在灾后步入衰退，但灾后重建工作迫使日本宏观经济政策进入财政和货币“双宽松”的时期，并使日本经济在今年 3 季度恢复生产，并在 4 季度出现正增长。

除物价变动因素并经季节调整后，2011 年第 1 季度日本实际国内生产总值（GDP）环比下降 0.9%，按年率计算下降 3.7%。日本经济连续两个季度出现了负增长。依据世界银行的研究，地震损失占日本 GDP 的 2.5% - 4%，并可能使日本今年的经济增长减少 0.5%。但灾后重建工作有望提振疲软的日本经济。“日本经济可能不会出现 V 型复苏，但在目前财年的下半年中，很可能会感到复苏增强。

¹⁶ 参见分报告《金融危机以来世界各国通胀变化趋势分析》。

(六)、在新兴经济体控通胀的压力下，经济增长速度会放缓。

金融危机使发达经济体一度陷入通缩，目前通胀率虽然回升，但是通胀问题整体上来看并不是严重的问题，依然处于长期平均水平之下（图 49）；而新兴经济体在金融危机中的通胀率下降只是使其回到了长期平均水平左右，并没有出现通货紧缩现象，而此后通胀率的回升虽然还没有达到 2008 年的顶峰水平，但是已经成为了不容忽视的重要问题。因此，控通胀的压力将使得新兴经济体的增长速度放缓。

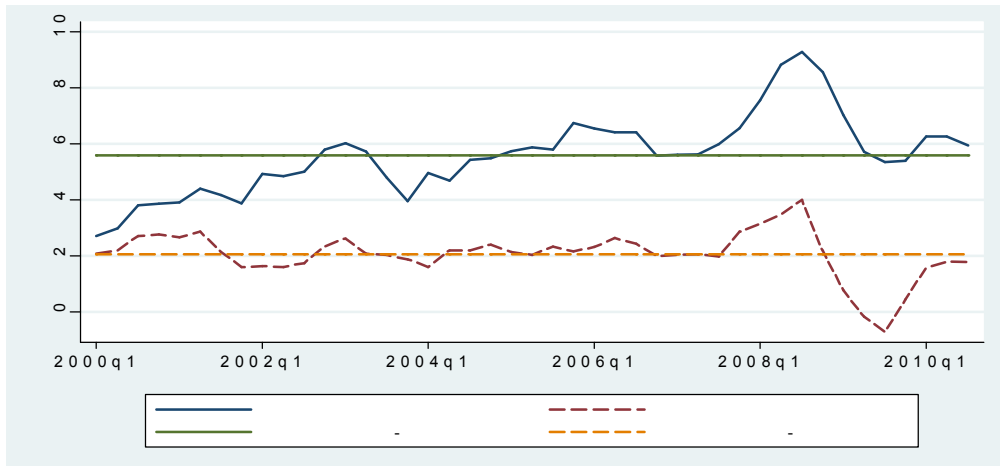


图 49 发达经济体和新兴经济体的通胀率（%）

第五部分：协同、风险与不确定背景下中国宏观经济五大问题的判断

一、2011年中国经济增长速度不会出现实质性放缓，不会出现滞胀。

(一)、一些现行指标和同期的适度回落是在外部形式没有明显好转、国内控通胀和结构性调整的预期结果，这些指标阶段性的适度回落是正常的。从实际数据来看，二季度出现阶段性放缓是正常的。

从PMI指数、新开工项目计划总投资、货运量、土地成交面积、进口增速、消费、库存/销售比例和工业增加值来看，这些指标显示了经济出现了一定程度的放缓。但如果进一步从前5个月的拉动GDP增长的因素来看，经济的基本面仍处于正常态势。

从拉动GDP的三大要素来看，投资将继续保持高位增长，全年不会出现明显下滑，我们预测是同比增长24.1%；消费存在隐忧的同时，不致于悲观，预计全年增长17.1%；顺差维持在1300亿左右的水平（表11）。

表11 拉动中国经济增长的一些重要指标

	规模以上工业增加值增速(%)	固定资产投资(不含农户)增速(%)	社会消费品零售总额增速(%)	出口增长速度(%)
2月份	0.94 (累计同比14.1)	1.43 (累计同比24.9)	1.31 (累计同比15.8)	-35.8 (累计同比21.3)
3月份	1.13 (累计同比14.4)	0.9 (累计同比25)	1.29 (累计同比16.3)	57.3 (累计同比26.5)
4月份	0.92 (累计同比14.2)	1.95 (累计同比25.4)	1.29 (累计同比16.5)	2.3 (累计同比27.4)
5月份	1.03 (累计同比14)	1.02 (累计同比25.8)	1.28 (累计同比16.9)	1.0 (累计同比25.5)

注：规模以上工业增加值及其分类项目增长速度按可比价计算，为实际增长速度；固定资产投资(不含农户)、社会消费品零售总额、出口增长速度均按现价计算，为名义增长速度。

(二)、客观认识到当前中国宏观经济处于是反危机刺激计划与新规划效应、内需填补外需的交替期，寻求增长目标与民生目标协同的政策效应会逐步放大，经济的政治周期效应明显，2011年中国经济增长不会出现实质性放缓。

在综合考量经济上行和下行力量的对冲后，全年经济增长速度不会出现实质性放缓。我们预测全年GDP增速达到9.63%。

二、央行无法坚守全年4%的目标通胀率，全年CPI达到4.7%。

综合考虑到食品、大宗商品价格、相对宽松的流动性、电价改革、“刘易斯拐点效应”、保障房建设和基础设施投资等因素，加上翘尾因素（1-5个月份的翘尾分别为3.7、2.6、3.2、

3.1 和 3.2 个百分点, 分别占当月 CPI 同比涨幅的 75.3%、52.6%、59.4%、58%和 58%), 2011 年中国通货膨胀将呈现“前高后不低”的态势, 预计全年 CPI 为 4.7%。

三、房地产市场不会出现“硬着陆”, 2011 年大城市商品房价格存在“去泡沫化”趋势, 并在 2-3 季度会出现局部拐点, 房价适度下降是换取楼市回暖的“最后一层窗户纸”。

(一) 房价调控是逐步“去泡沫化”的过程, 尤其是部分城市房价的“去泡沫化”, 但不能被理解为短期的房价急剧下跌。

总体上, 在 2002 年 7 月 1 日开始实行地土地招拍挂后, 中国房地产市场的“泡沫化”经历了 7-8 年才形成目前的高房价(图 50), 房价/收入比的不断扩大造成了严重的社会问题和资源的“错配”, 房地产市场的“泡沫化”也需要通过几年的时间去不断消化。降低房价收入比的最佳办法不能仅寄托于房价急剧下调, 而是在长期中要依靠收入增加和房价降中趋稳的“双支柱”来逐步实现。

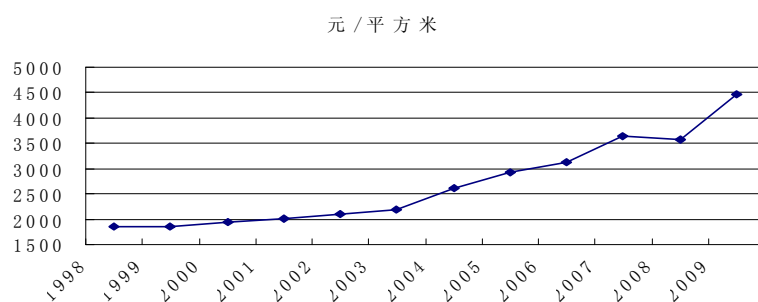


图 50 1998 年后住宅销售平均价格 (所有住宅的简单平均)

(二)、要正确认识到房地产调控政策的目标是在强调民生目标的同时, 把房地产对中国经济中的通胀、经济增长和银行体系的负面影响都降到最小状态。但中央政府要民生、地方政府要财政、开发商要利润, 三大主体目标函数的不一致性决定了房地产市场价格调整显示出“疲劳期”的特征。

首先, 新调整的居住类占 CPI 编制权重的约 20%、2003 年以来房地产投资占全社会固定资产投资比例约为 24%, 2007-2010 年房地产贷款余额占各项贷款余额的年均比例为 18.8% (图 51)。

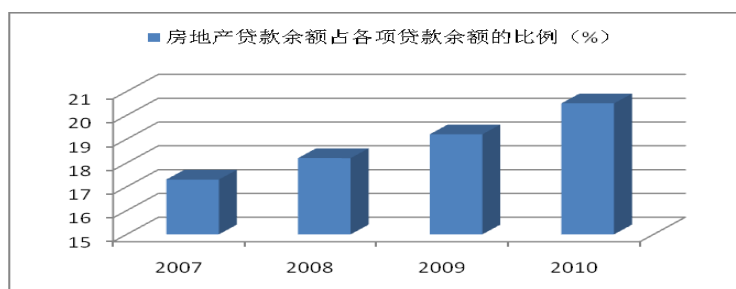


图 51 房地产贷款余额占各项贷款的比例 (%)

资料来源：依据中国人民银行《中国货币政策执行报告》各期的数据计算。

从钢铁行业的消费来看，2003 年住房在中国的钢铁消费中接近 30% (图 52)。

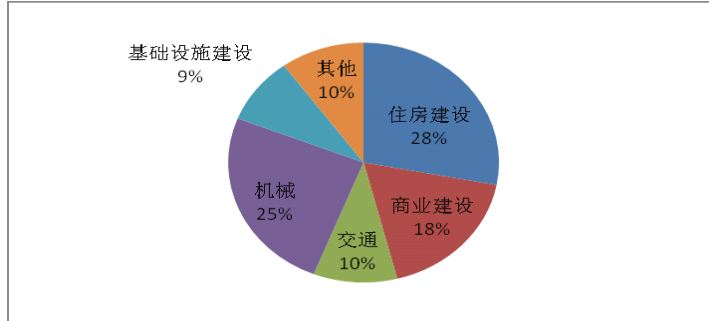


图 52 2003 年中国钢铁消费的主要行业

资料来源：Sources: Rio Tinto and Morgan Stanley Equity Research (ODUSD(IP), 2005); 转载自Yong zhen Yu, 2011, Identifying the Linkages between Major Mining Commodity Prices and China's Economic Growth—Implications for Latin America; IMF, Working Paper, April, no 86.

其次，从长期来看，第六次人口普查的数据显示中国的城市化率为 49.68%。到 65-70% 的城市化还有至少还有 15 年的时间。

再次，随着核家庭化的不断发展，家庭人口规模越来越小，会增加对住房的需求。

依据六次普查数据，中国平均家庭人口规模在改革开放后不断下降：1982 年每户家庭人数 4.41 人，2000 年为 3.44 人，2010 年人口普查最新公告显示，平均每户家庭人口规模进一步下降为 3.10 人。可见，核家庭化趋势越发明显 (表 12)¹⁷。

表 12 各年人口普查得到的住户家庭人口规模

	1953	1964	1982	1990	2000	2010
户均规模	4.33	4.43	4.41	3.96	3.44	3.10

最后，从房地产开发综合景气指数来看，依然保持在历史的较好水平 (图 53)。5 月份央行的调查显示，选择“房地产投资”的居民占 22.2%，比上季减少 2.8 个百分点，仍为居民投资首选。

¹⁷ 参见分报告《家庭数量、结构变动与房地产需求》。

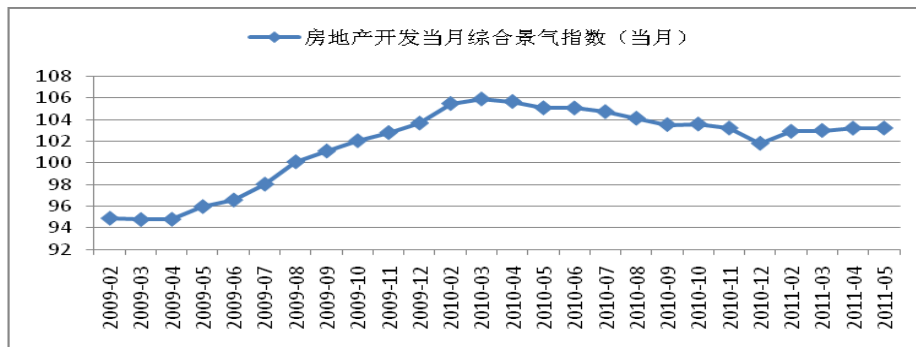


图 53 房地产开发综合景气指数

因此，房地产调控需要的是有可持续的、基于法规的制度安排来逐步消除“泡沫”，尤其是大城市的房价“泡沫”。但长期来看，降低房价收入比的最佳办法不能仅寄托于房价下调，而是要依靠收入增加和房价平稳“双支柱”来逐步实现。

总体上，未来一段时间房地产调控政策不会出现实质性放松，中央政府从融资、土地市场、资产重组、销售、合规经营等多方面来严控房地产市场，需要看到房价将步入下行趋稳通道的调控成果，中国经济不允许被房地产“绑架”。因此，以适度降价换取楼市的回暖是开发商的理性选择。

四、结构性调整压力大、困难重重。

从过去来看，反危机的刺激计划带来的重工化存在惯性；从未来来看，存在基础设施庞大的投资规划；从中国目前的经济阶段来看，制造业在未来多年依旧是中国经济的核心；从价格机制调节来看，在通胀压力下煤、电价改革等因素的延后；从技术进步来看，短期中不可能出现爆发性的节能技术革命。因此，重工业快速增长的趋势难以改变，而基础设施的快速扩张使得产能过剩问题不成为实质性问题。

五、汇率政策不是控制中国通货膨胀的重要手段，仅是控制通货膨胀的辅助性手段¹⁸，坚持防御性的人民币汇率政策仍是必要的。

(一)、从汇率传递的短期情形来看，2005年汇率改革以来，中国CPI的汇率短期传递系数尽管有所上升，但仍只有0.34，但国外出口商的边际成本对CPI的短期传递弹性0.37，略大于短期汇率传递系数0.34，这表明汇率变化还是不足以完全抵消国外出口商的成本加价带来的国内CPI的上升。因此，只有假定在在国外出口商成本不变的条件下，汇率加快升值才能够抵消国外出口商边际成本加价带来的国内CPI的上升。

¹⁸ 本节更详细的内容参见王晋斌、李南《中国汇率传递的实证研究》，《经济研究》2009年第4期。

表 13 分阶段各种价格指数和 CPI 的短期汇率传递弹性的计量结果与模型的设定检验

样本期	2001M1-2005M6				2005M7-2008M3			
被解释变量	p_a	p_j	p_s	CPI	p_a	p_j	p_s	CPI
$\sum e$	0.72** (0.33) [0.037]	0.61* (0.36) [0.098]	0.79** (0.30) [0.013]	0.11*** (0.04) [0.007]	1.07*** (0.37) [0.008]	0.78** (0.29) [0.012]	1.18*** (0.42) [0.008]	0.34*** (0.12) [0.004]
$\sum pp^*$	0.83** (0.36) [0.028]	1.54*** (0.47) [0.002]	0.56** (0.22) [0.016]	0.24** (0.10) [0.024]	0.78* (0.45) [0.097]	1.43* (0.03) [0.033]	0.99* (0.53) [0.000]	0.37*** (0.13) [0.003]
$\sum p_{t-i}$	-0.24** (0.11) [0.038]	-0.26** (0.04) [0.042]	-0.35*** (0.11) [0.002]	0.26* (0.13) [0.056]	-0.22 (0.17) [0.209]	0.39** (0.14) [0.010]	-0.45*** (0.15) [0.005]	0.27*** (0.09) [0.004]
\bar{R}^2	0.18	0.25	0.51	0.21	0.18	0.39	0.26	0.50
F-statistic	3.14** [0.017]	5.14*** [0.002]	18.61*** [0.000]	5.19*** [0.004]	2.72** [0.04]	6.06*** [0.001]	4.72*** [0.008]	11.62*** [0.000]
DW	2.28	2.09	2.02	2.55	2.02	1.93	1.92	1.99
Normality	2.48 [0.29]	0.92 [0.63]	3.23 [0.13]	1.93 [0.38]	0.31 [0.86]	1.33 [0.51]	5.57 [0.06]	2.57 [0.20]
Serial correlation	3.37 [0.49]	2.28 [0.68]	3.34 [0.50]	0.88 [0.82]	3.04 [0.55]	6.74 [0.15]	6.13 [0.19]	3.22 [0.52]
ARCH1-4	4.01 [0.38]	3.73 [0.44]	0.31 [0.99]	2.50 [0.65]	2.93 [0.57]	5.09 [0.28]	3.17 [0.53]	2.41 [0.66]

(二)、从国内 CPI 的长期汇率弹性系数来看，汇率改革以来有所上升，但仍只有 **0.47**。在假定国外出口商定价不变的条件下，汇率升值能够在一定程度上降低国内的通货膨胀。

表 14 中国汇率传递的长期弹性系数

	2001-01—2008-03	2001-01—2005-06	2005-07—2008-03
p_a	0.74	0.58	0.88
p_j	0.53	0.48	1.28
p_s	0.76	0.59	0.81
CPI	0.24	0.15	0.47

注：(1) p_a : 加总的进口价格指数； p_j : 基础产品及原材料的进口价格指数； p_s : 工业制成品的进口价格指数。(2) 长期传递

弹性 = $\beta / (1 - \sum_{i=1}^n \chi_i)$ ， β 短期传递弹性， χ 为因变量滞后值的系数，由于检验结果中 CPI 的 χ 为正值，进口价格指数的 χ 为负值，所以 CPI 的长期汇率传递弹性大于短期弹性，而进口价格的长期汇率传递弹性小于短期弹性。

(三)、进一步考虑到国外出口商的边际成本加价，我们发现国外出口商在中国进口的基础产品和原材料定价上存在过度加价行为——我们称之为国外出口商的“价格超调”。“价格超调”意味着人民币升值无法有效降低国内的通货膨胀，即汇率的调整不足以抵消国

外产品市场价格的调整。这就是我们看到的人民币在不断升值，但进口物价却在不断上升。

我们的研究表明，2001-01—2008-03 期间，中国总体进口价格指数和工业品进口价格指数的调整符合理论解释，如果出口商边际成本上升 1%，则工业品进口价格指数和进口品加总价格指数分别上升约 0.62%和 0.8%。但对于基础产品和原材料进口价格指数来说，情况则不同，其边际成本的传递系数高达 1.84。这一结果表明工业品和总体进口品的边际成本加价不是完全传递，但国外基础产品和原材料的出口商存在过度加价行为，本文把这一结果称为“价格超调”。对于国外出口商为什么会在基础产品和原材料产品上过度加价，解释有二：其一、与这一时期的金融市场上大宗商品资产化的投机行为有关。在国外出口商预期到这些产品价格还要上涨时，就提高价格以缓冲其成本冲击。其二、在出口地定价原则下，考虑到这一时期人民币升值预期的强化，也要求提高这类商品的价格来谋取利润。这也意味着，从基础产品和原材料类的进口品的购买来说，人民币升值不足以抵消国外出口商的成本加价。换言之，尽管人民币在不断升值，以美元计价的购买成本还是在大幅度上升。因此，对比汇率传递系数和价格（边际成本）传递系数，可以看出这种“价格超调”意味着人民币升值无法有效降低国内的通货膨胀，即汇率的调整不足以吸收国外产品市场价格的调整。

第六部分：迈向增长目标与民生目标协同的宏观政策选择

要使中国经济的增长方式逐步步入“黄金律”增长路径，必须寻求到增长目标和民生目标协同的政策组合来破解目前面临的“控通胀、去泡沫”和“稳增长、防下滑”的“两难”局面。可行的途径是宏观政策需要立足于中长期视野来破解短期的“两难”困境，以更加积极的民生财政政策来对冲短期紧缩性的货币政策。货币政策坚持“控通胀、去泡沫”，但要避免库存调整、信贷紧缩、房地产市场严控、外部随机冲击等因素叠加带来的“超调”。中长期中必须坚持结构性改革，以更加积极的财政政策来支持民生改善、促进消费。民生政策力度的加大将使中国经济具有充沛的中长期增长动力，从而防止了中国经济步入下滑趋势。具体如下：

1、在货币政策上，全年应该坚守 M2 年增长率 16% 左右的目标。与过去相比，相对于 4.7% 的通胀和 9.6% 的经济增速来说，还是留有一定空间的。由于融资渠道的多元化，社会融资额应该成为央行重要的监控指标，那么加息将是控制通胀的重要手段，考虑到通胀的高企和房价的“泡沫化”，货币政策可以适度加息。

2、在信贷政策上，进一步采取结构性信贷政策，信贷要趋向一定的平衡。要使有限的信贷资金，在在建项目和新扩建项目，在大企业和中小企业之间的做适度的调整以支持中小企业的发展。

3、在房地产政策上，目前的紧缩政策可以进入“观察期”。只要坚持和落实既有的紧缩政策，部分地区房价的“去泡沫”并逐步趋稳就具有时间缓冲机制，并看到调控的预期成果。中国经济不允许被房地产“绑架”，部分地区房价的去“泡沫”和防止“泡沫”蔓延是中长期的艰巨任务。

4、在财税政策上，要实行更为积极的民生财政政策，政府政策需要从四个方面进行调整。第一，稳规模、调结构。在稳定政府规模的过程中，调整政府的收入结构和支出结构，以支持增长方式从“产能扩大”向“消费最大化”转型，为了解决消费中的收入分配问题，可以考虑在“十二五”期间开征遗产税和赠予税。第二，调关系。为了顺利实施公共部门的结构转型，中央和地方关系需要调整，中央政府的政策制定需要向公共服务转型，加大对教育、医疗、养老、失业保险和低收入救助体系的民生支出。第三、重农业。加大对农业的支持力度。完善最低收购价政策，逐年提高主产区小麦、稻谷最低收购价水平；强化农业补贴政策和实施重大技术推广补助。第四、降成本。使用财税工具来降低物流成本，尤其是农产品的物流成本。

5、在汇率政策上，坚持防御性人民币汇率政策。可以提高单日人民币对美元浮动幅度，但

要依托储备来防止人民币对美元进入大幅度升值通道。同时要实施审慎金融监管，防止资金的大进和大出，尤其是要防止国际资金的逆转风险。

6、在产业结构性调整政策上，首先，降能耗、减污染。高耗能、高污染的企业必须下马，以结构调整来降低能耗和环境污染；其次，促研发。更有效的办法是增加研发资金、以技术进步来降低能耗和环境污染。再次，重市场支点的杠杆作用。注重依靠劳动市场工资机制、资源价格调整机制和开征“污染税”来调整产业结构，最后，降补贴。降低或进一步取消这些行业的出口退税。

7、在收入政策上，必须严格实施民生目标中的“收入倍增计划”，提高收入、降低收入分配不平等是核心。在居民收入增长问题上，中央政府对地方政府官员业绩考核应该实行事前事后“双向考核”的办法。规划的居民收入增长目标高于 GDP 目标要与事后的居民收入实际增长率高于 GDP 增长率一致，唯有如此，才能逆转居民收入分配在 GDP 中比例不断下降的趋势。

8、为降低大宗商品价格变动对中国经济冲击，要利用大量的外汇储备建立主要大宗商品平准基金，发挥储备资金的“财政功能”，降低未来进口通货膨胀的风险和稳定企业的生产成本，降低未来成本推动型通胀的风险。

9、为了发挥金融对贸易的促进和平稳功能，人民币区域化步伐应该审慎提速，要在扩大人民币国际支付功能的基础上逐步过渡到投、融资功能，以时间来换取人民币国际市场规模的增长。