

中国宏观经济分析与预测（2013 年中期）¹

——扭曲加剧、复苏乏力与改革重启的中国宏观经济

摘要：

2013 年中国宏观经济并没有延续 2012 年第 4 季度反弹的趋势，反而在“八项政策”和“国五条”等政策性调整以及深层次结构性问题和体制扭曲等因素的作用下出现非预期性的回落，经济复苏乏力。这不仅说明中国经济依然处于趋势性回落的路径之中，而且证明了中国宏观经济无法依靠政策宽松与刺激来重返经济持续复苏的轨道。

与以往不同的，2013 年宏观经济在复苏疲软的进程中呈现出十分复杂的运行状态，这不仅表现在在新的政治经济周期开启之时投资没有按照预期出现井喷，在更为严厉的“国五条”调控政策出台后房地产市场反而出现反弹，在流动性持续注入之后资金市场运转越发紧张，在全面出台产能调整政策之际产能过剩问题更为严峻等方面，更为重要的反应在“八大类数据的冲突”之上：1）货币供应量增速与经济增速和 CPI 缺口日益扩大；2）CPI 和 PPI 之间缺口逐步拉大；3）人民币持续升值与经济复苏乏力背道而驰；4）出口增速与出口交货值增速缺口不断扩大；5）旧产能还没有淘汰，新产能却大幅度增长，不少行业利润大幅度下滑，但产能却不断增加；6）官方 PMI 和汇丰 PMI 冲突；7）地方政府投资规划大幅度上扬，但实际投资却逐步乏力，“雷声大、雨点小”超出预期；8）民工荒不断扩大，但大学生就业难却日益加重。

这些新特征和数据冲突说明，中国经济面临的深层次资源错配与体制扭曲已经到了一个全新的阶段，其必然带来风险积累达到新的临界点，并成为宏观经济运行的焦点，其标志性的指标在于以下五个方面：1）地方政府投融资平台风险；2）影子银行与监管套利风险；3）房地产泡沫风险；4）严峻的产能过剩风险；5）流动性泛滥的风险。

这些风险也充分表明，在支配各种扭曲和错配的制度性和体制性问题没有得到根本解决的情况下，以往行之有效的政策放松和运动式的结构调整都不能带领中国经济走出目前“扭曲加剧、复苏乏力”的困境。全面启动新一轮的体制改革，创造和释放新的改革红利，突破现有的增长约束，并逐步化解宏观经济风险，调顺经济结构、提高资源配置效率，保持适当增速，已成为中国经济持续复苏的第

¹ 本文数据除特殊说明外，均来源于国家统计局、中诚信数据库和中国人民大学经济研究所数据库

一选择！

2013 下半年，深层次的结构问题和扭曲的体制性问题依然构成了中国宏观经济下行的主导力量。但是，由于全球主要经济体好转带来的外需改善，城镇化改革带来的房地产市场景气上扬、中国各项深层次改革全面推出带来的信心回升和预期逆转，地方政府在与中央博弈的过程中投资约束的缓解以及“八项规定”的政策效应逐步消化带来的消费渐进的回升，2013 年下半年中国经济依然存在增速反弹的基础。但由于外部环境改善有限、居民消费增长存疑、地方融资平台和影子银行整顿前景存在一定的不确定性以及深层次结构矛盾和资源错配扭曲调整过程缓慢，下半年经济回升力度有限。这决定了全年的经济走势将呈现出“前弱后稳”的趋势，并面临比较强劲的不确定性。

利用模型预测，全年 GDP 增速将达到 8.1%，比上年增长 0.3 个百分点；全年固定资产投资将“前低后高”，名义增速将达到 24.8%，比上年加快 4.2 个百分点，但剔除价格因素以后，固定资产实际增速将达到 24.6%，比上年加快 5.3 个百分点；消费将稳步回升，全年社会消费品零售总额的名义增速将达到 15.8%，比上年增加 0.6 个百分点，剔除价格因素，实际增速将达到 14.2%，比上年增加 2.1 个百分点；2013 年我国出口将在波动中逐步改善，预计出口增速为 9.9%，比 2012 年加快 2 个百分点，进口增速将反弹至 9.5%，比上年增加 5.6 个百分点，全年外贸对 GDP 增速的贡献将有负转正。产能过剩、生产资料价格低迷和输入性通货紧缩将在一定程度上对冲货币供应增速上扬带来的价格上涨压力，CPI 全年增速估计在 2.9%，比上年上涨 0.3 个百分点。GDP 平减指数估计在 2.4% 的水平，通胀压力不大。

基于上述分析和预测，本报告认为，2013 年整体形势虽然“扭曲加剧、增速趋稳、复苏乏力”，但宏观经济没有突破底线——结构性失业虽有所加剧但总体性就业没有恶化；价格水平回落，但没有出现通货紧缩；财政收入有所下滑，但政府运转依然顺畅；局部风险有所加剧但系统性风险却有所缓释；产能过剩步入新时期，但企业并没有全面步入负利润时代。因此，2013 年中国宏观经济政策不宜做出过大的调整，应当从短期“稳增长、控通胀”等目标，转向中期“促改革”、“控风险”和“调结构”之上，着眼于“迎接三中全会，营造改革氛围”。

对于未来的改革，报告认为，政府应当以“开放统一的大市场，有限有为的小政府、广泛低度的大福利”为目标，全面处理好“政府和市场”、“中央和地方”、“国企和民企”以及“初次分配和二次分配”等四个方面的关系，积极做好以下几个

方面的工作：1) 配合和加快城镇化战略的实施，启动土地制度、户籍制度及其他要素市场的改革；2) 在依法治国的总框架下建立产权、契约、竞争为基础的市场经济秩序，尊重企业家精神、提振民间投资和创业信心；3) 在思想认识上，要破除“改革疲劳症”，正确认识中国新时期的各种结构性力量和周期性力量的变化，坚定改革信心，切实重启新一轮的改革。

关键词：扭曲加剧、复苏乏力、风险凸显、改革重启

第一部分：总体判断与预测

2012 年上半年以“稳增长”为目标的一揽子经济刺激政策出台，中国宏观经济受此影响在经历了四季度的小幅度短暂反弹后，于今年上半年在多重因素的持续作用下再次回落。一方面，本轮“换届效应”启动较慢和中央“八项规定”的出台使拉动中国经济增长的两架马车——投资和消费均出现非预期的低迷；另一方面，“去库存”周期拉长、深层次结构性矛盾激化和资源长期错配导致的“去产能”进度迟缓、内生性下滑力量加强等因素导致 2013 年上半年经济非预期性下滑，经济复苏乏力。这强烈呼唤政府启动新一轮的体制改革，创造和释放新的改革红利，突破现有的增长约束，并逐步化解宏观经济风险，调顺经济结构、提高资源配置效率，保持适当增速。改革重启成为经济复苏的第一选择！

2013 下半年，深层次的结构问题和扭曲的体制性问题依然构成了中国宏观经济下行的主导力量。但是，由于全球主要经济体好转带来的外需改善，城镇化改革带来的房地产市场景气上扬、中国各项深层次改革全面推出带来的信心回升和预期逆转，地方政府在与中央博弈的过程中投资约束的缓解以及“八项规定”的政策效应逐步消化带来的消费渐进的回升，2013 年下半年中国经济依然存在增速反弹的基础。但由于外部环境改善有限、居民消费增长存疑、地方融资平台和影子银行整顿前景存在一定的不确定性以及深层次结构矛盾和资源错配扭曲调整过程缓慢，下半年经济回升力度有限。这决定了全年的经济走势将呈现出“前弱后稳”的趋势，并面临比较强劲的不确定性。

总体来看，虽然“扭曲加剧、增速趋稳、复苏乏力”，但宏观经济没有突破底线——结构性失业虽有所加剧但总体性就业没有恶化；价格水平回落，但没有出现通货紧缩；财政收入有所下滑，但政府运转依然顺畅；局部风险有所加剧但系统性风险却有所缓释；产能过剩步入新时期，但企业并没有全面步入负利润时代。因此，2013 年中国宏观经济政策不宜做出过大的调整，应当从短期“稳增长、控通胀”等目标，转向中期“促改革”、“控风险”和“调结构”之上，着眼于“迎接三中全会，营造改革氛围”。

与其他年份相比，2013 年中国宏观经济具有以下几个方面的运行特征：

1、2013 年上半年经济回落具有非预期性。其核心原因在于：1）本轮“换届效应”带来的投资周期较预期拉大、深层次结构矛盾使得投资效率极其低下，两种因素重叠使投资对 GDP 的贡献大幅下滑；2）中央“八项规定”短期内对消费冲

击较大、居民收入超预期的增速下滑进一步使社会消费疲软；3）产能严重过剩导致“去库存”和“去产能”的深度比预期要大。

2、工业领域尤其是制造业领域萧条的状况进一步恶化，从新增产能和淘汰产能数据对比发现，产能过剩矛盾不仅没有缓解，反而进一步激化，“去产能”和“去库存”的压力空前，实体经济领域资源错配扭曲的程度进一步加深，原有的体制弊端进一步显现。

3、在“八项规定”对社会消费的短暂冲击的同时，居民收入增速非预期性下滑。事实上，与“三公消费”减少相比，居民收入增速的非预期性下滑更值得警惕和关注，这直接关系到我国“内需启动模式”的成败。

4、房地产市场对整体经济运行的两面性更加显著。房地产投资在“国五条”的调控下总体增长依然看好——土地供应量加大且保持价格上扬趋势，部分刚性需求并未满足，房地产利润依然可观，房地产投资成为减缓投资下滑过快的重要因素；但房地产市场回暖的同时，价格上涨和资产泡沫其对宏观经济运行的潜在冲击也在不断加大，风险也在不断累积。

5、从社会融资总量、CPI 和 PPI 缺口以及人民币升值这三个经济指标和当前经济下滑的现状对比发现：货币空转现象加强、流动性对实体经济的渗透遭遇堵塞、实体经济和虚拟经济脱节日趋严重。

6、随着中国经济单边上行增长轨迹的结束，整体经济中出现了新的矛盾和问题，经济面临更加复杂的局面，经济增长的不确定性加大。从近期发布的经济数据分析，矛盾和数据冲突集中体现在八个方面：1）货币供应量增速与经济增速和 CPI 缺口日益扩大；2）CPI 和 PPI 之间缺口逐步拉大；3）人民币持续升值与经济复苏乏力背道而驰；4）出口增速与出口交货值增速缺口不断扩大；5）旧产能还没有淘汰，新产能却大幅度增长，不少行业利润大幅度下滑，但产能却不断增加；6）官方 PMI 和汇丰 PMI 冲突、7）地方政府投资规划大幅度上扬，但实际投资却逐步乏力，“雷声大、雨点小”超出预期；8）民工荒不断扩大，但大学生就业难却日益加重。这些矛盾和冲突也深刻表明经济更深层次资源扭曲程度的加剧。此外，在新一轮的改革过程中，改革自身的不可预期性和不确定性也给经济增长增添了不确定性。

7、经济复苏乏力的同时，五大宏观经济风险累积并交织在一起，但风险尚在可控范围。当前经济运行中呈现的新特征和数据冲突说明，中国经济面临的深层次资源错配与体制扭曲已经到了一个全新的阶段，其必然带来风险积累达到新

的临界点，并成为宏观经济运行的焦点，其标志性的风险在于以下五个方面：1) 地方政府投融资平台风险；2) 影子银行与监管套利风险；3) 房地产泡沫风险；4) 严峻的产能过剩风险；5) 流动性泛滥的风险。事实上，以上五大风险也是当前宏观经济深层次内生性矛盾和资源结构性错配加剧的集中体现，从某种意义上说，也是当前我国经济复苏乏力的根源所在！

8、亟待改革的迫切性信号更加明显。“稳增长”的一揽子经济刺激政策并没有如预期那样带动经济复苏，究其原因，与其说是经济系统内部的结构性问题 and 经济周期性问题，还不如说是体制性的根源问题。经济复苏乏力加上多种宏观经济风险上扬，彻底宣告投资驱动型经济增长模式破产。经济危机以来的实践经验表明，经济刺激政策可以短期内防止经济大幅下滑，但并不能真正推动经济走向复苏，我们不能把政策调控视为改革。真实的经济复苏呼唤的不是传统的无“帕累托改进”的增量改革，而是能给经济自身带来内生增长动力的制度层面改革及其改革红利的释放。

本报告基于上述结构性和体制性问题的判断，设定主要外生参数，依据中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型——CMAFM 模型，预测 2013 年中国宏观经济形势。其中，基本宏观经济政策假设包括：（1）2013 年中央财政预算赤字为 8900 亿元；（2）2013 年人民币与美元平均兑换率为 6.19:1。其主要指标预测结果如表 1-1-1 所示。

1、随着下半年经济总体缓慢回升，全年经济将呈“前弱后稳”的态势，2013 年 GDP 增速将达到 8.1%，比上年增长 0.3 个百分点，其中第一产业增速基本与 2012 年持平，而第二产业和第三产业的增速分别比 2012 年回升 0.5 个百分点和 0.4 个百分点，从而主导 2013 年整体经济回升，

2、政治换届效应的逐步显现和房地产市场的回暖将带动下半年地方基础设施、重点工程项目和房地产投资的大幅扩张，有效弥补制造业低迷带来的投资缺口，2013 年投资将呈前低后高的趋势，预计全年固定资产投资名义增速将达到 24.8%，比上年加快 4.2 个百分点，但剔除价格因素以后，固定资产实际增速将达到 24.6%，比上年加快 5.3 个百分点。

3、由于居民收入增速放缓和中央“八项规定”对消费带来的短暂冲击，预计 2013 年消费将稳步回升，全年社会消费品零售总额的名义增速将达到 15.8%，比上年增加 0.6 个百分点，剔除价格因素，实际增速将达到 14.2%。

4、由于主要国家经济状况均有所改善，尤其是美国经济复苏态势确定、日

本在强刺激下有所增长，全球经济贸易将逐步走出低迷，2013 年我国出口将在波动中逐步改善，全年出口增速将达到 9.9%，比 2012 年加快 2 个百分点；进口将反弹至 9.5%，比上年增加 5.6 个百分点；全年外贸对 GDP 增速的贡献将有负转正。

5、由于跨境资本流入和上半年经济复苏乏力，全年货币政策将保持中性定位与积极操作的组合，货币供应提速，预计 2013 末狭义货币供应（M1）增速达到 13.6%，广义货币供应（M2）增速为 15.5%，比年初设定的 13%的目标略高。

6、产能过剩、生产资料价格低迷和输入性通货紧缩将在一定程度上对冲货币供应增速上扬带来的价格上涨压力，CPI 全年增速估计在 2.9%，比上年上涨 0.3 个百分点；此外，GDP 平减指数估计在 2.4%的水平，通胀压力不大。

7、下半年民间投资、消费领域观望气氛浓厚。将于今年年底以前召开的十八届三中全会，会决定我国新一轮改革的目标、路线图和时间表问题，社会各界对此充满期待。

表 1-1-1：2013 年中国宏观经济指标预测

预测指标	2013年
1、国内生产总值（GDP）增长率（%）	8.1
其中：第一产业增加值	4.4
第二产业增加值	8.6
第三产业增加值	8.5
2、全社会固定资产投资总额（亿元）	455,230
	(24.8%)
社会消费品零售总额（亿元）	239,960
	(15.8%)
3、出口（亿美元）	22,520
	(9.9%)
进口（亿美元）	19,900

	(9.5%)
4、狭义货币供应 (M1) 增长率 (%)	13.6
广义货币供应 (M2) 增长率 (%)	15.5
5、居民消费价格指数 (CPI) 上涨率 (%)	2.9
GDP平减指数上涨率 (%)	2.4

预测日期：2013 年 5 月

第二部分：复苏乏力、扭曲加剧的表现与分析

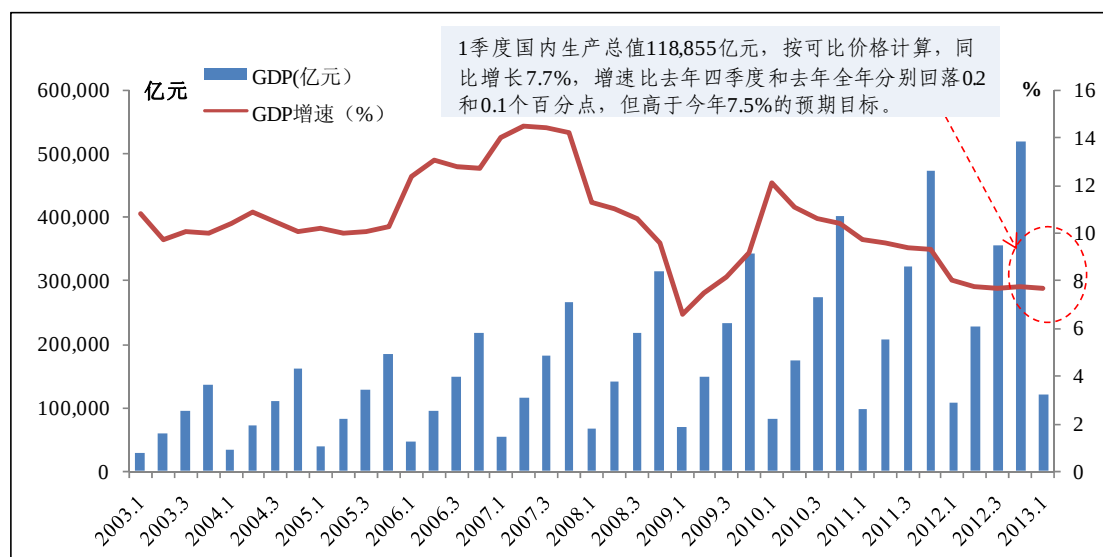
一、经济复苏乏力的六大表现

2013 年上半年，中国宏观经济继续延续了此前逐季回落的趋势，一季度经济增速低位开局，经济复苏乏力，主要体现在以下六个方面：

1、GDP 同比增速继续回落，经济增速非预期性下滑

2013 年 1 季度中国经济增速并未如市场所期有所回升，GDP 同比增长仅为 7.7%，较去年四季度回落 0.2 个百分点，远低于市场预期的 8.1% 的经济增速，整体经济形势非预期下滑，反映经济复苏乏力。

图 2-1-1：中国 GDP 增速持续回落



随着一季度主要宏观经济指标的疲软，各机构纷纷下调了对中国 2013 年的经济预期，其中 IMF、OECD 和世界银行预计 2013 年中国经济增速分别为 7.75%、7.8% 和 8.3%。

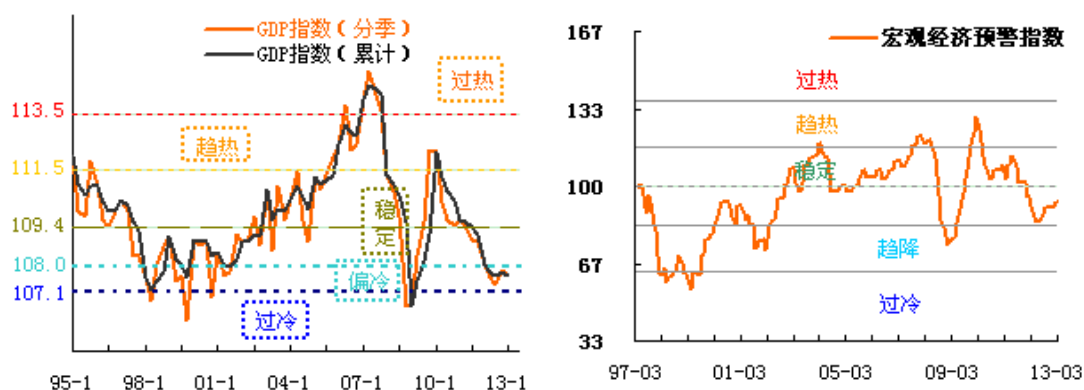
表 2-1-1：机构预测情况

机构名称	时间	内容
IMF	5 月 29 日	IMF 预计中国 2013 年经济增速为 7.75%，下半年有望出现温和加速，通胀率将在 3% 左右，对外经常性账户盈余与去年持平，占 GDP 的 2.5%。IMF 此前曾预计中国 2013 年 GDP 增速为 8%。
世界银行	4 月 15 日	世界银行下调 2013 中国经济增速预期至 8.3%，原预期为 8.4%，下调 2013 年东亚发展中国家经济增速预期至 7.8%，原预期是 7.9%。
OECD	5 月 29 日	经合组织将中国 2013 年 GDP 增速大幅调降至 7.8%，而此前

		3 月份预期为 8.5%。经合组织称内需疲软和全球经济不确定性为调降中国经济增速主因，不过经合组织预计，随着信贷规模扩张和政府刺激政策出台，2014 年中国经济增速将达到 8.4%。
瑞银	5 月 22 日	将 2013 年中国 GDP 增速预测从 8%下调至 7.7%。瑞银称，自 2013 年初以来经济活动相对疲软：近几个季度工资增速的放缓以及政府的反腐运动拖累了消费，出口增长势头也在过去两个月出口里有所减弱，最重要的是，年初至今信贷的强劲扩张并没有如预期的那样带动投资活动增长。
摩根大通	5 月 14 日	中国 2013 年经济增长速度预期将从此前的 7.8%下调至 7.6%。制造业投资持续放缓，工业增加值的回升势头也弱于预期，且有迹象显示需求不振且制造业疲软态势正在向服务业蔓延。
美银美林	5 月 14 日	将中国今年增速预期从 8%下调至 7.6%，原因是“中国 3 月份以及一季度的数据不佳。”该机构还将中国 2014 年经济增速从 7.7%调降至 7.6%。
标普	5 月 14 日	下调中国 2013 年经济增速预期至 7.9%。
渣打集团	5 月 14 日	将 2013 年中国经济增速预期从此前的 8.3%下调至 7.7%。
荷兰国际	5 月 14 日	将 2013 年中国经济增速预期从之前的 9%下调至 7.8%
汇丰	5 月 14 日	将 2013 年中国经济增速预期从 8.6%调至 8.2%。

此外，从国家统计局发布的宏观经济景气指数来看，当前中国经济仍处于偏冷区间，经济回暖尚待时日。

图 2-1-2：宏观经济景气指数



2、“三驾马车”中除出口温和回升外，消费需求回升速度相对缓慢，投资对经济增长贡献大幅降低，并成为总需求持续下滑的主要因素

从三大需求对经济增长的贡献来看，一季度资本形成对 GDP 的贡献由 2012 年的 50.4%迅速下降至 30.3%的水平，成为拖累经济增长的主要因素；消费受中央“八项规定”影响，回升速度相对缓慢，但仍是一季度拉动经济增长的主要力量，贡献率达到 55.5%；出口的温和回升一定程度上弥补了投资大幅下滑的影响，对

GDP 增长的贡献率升至 14.2%。

表 2-1-2: “三驾马车”对 GDP 贡献情况

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	Q1~4	Q1~4	Q1~4	Q1~4	Q1~4	Q1
最终消费支出贡献率(%)	44.1	49.8	43.1	55.5	51.80	55.5
最终消费支出拉动(百分点)	4.2	4.6	4.5	5.2	4.1	4.3
资本形成总额贡献率(%)	46.9	87.6	52.9	48.8	50.4	30.3
资本形成总额拉动(百分点)	4.5	8.1	5.5	4.5	3.9	2.3
净出口贡献率(%)	9	-37.4	4	-4.3	-2.2	14.2
净出口拉动(百分点)	0.9	-3.5	0.4	-0.4	-0.2	1.1
GDP 实际增速	9.6	9.1	10.4	9.3	7.8	7.7

(1) 在制造业投资低位运行和“换届效应”启动较慢的拖累下，固定资产投资增速缓慢

2013 年 1~5 月份全国固定资产投资（不含农户）131,211 亿元，同比名义增长 20.4%，增速比 1~4 月份回落 0.2 个百分点。其中，制造业投资增长 17.8%，增速较 1~4 月下滑 0.6 个百分点，制造业产能过剩将对制造业的投资增长带来长期不利影响。房地产投资方面，全国房地产开发投资 26,798 亿元，同比名义增长 20.6%，增速比 1~4 月份回落 0.5 个百分点。随着房地产商前期资金链的改善，预计房地产投资增长将相对乐观。

图 2-1-3: 固定资产投资增速情况

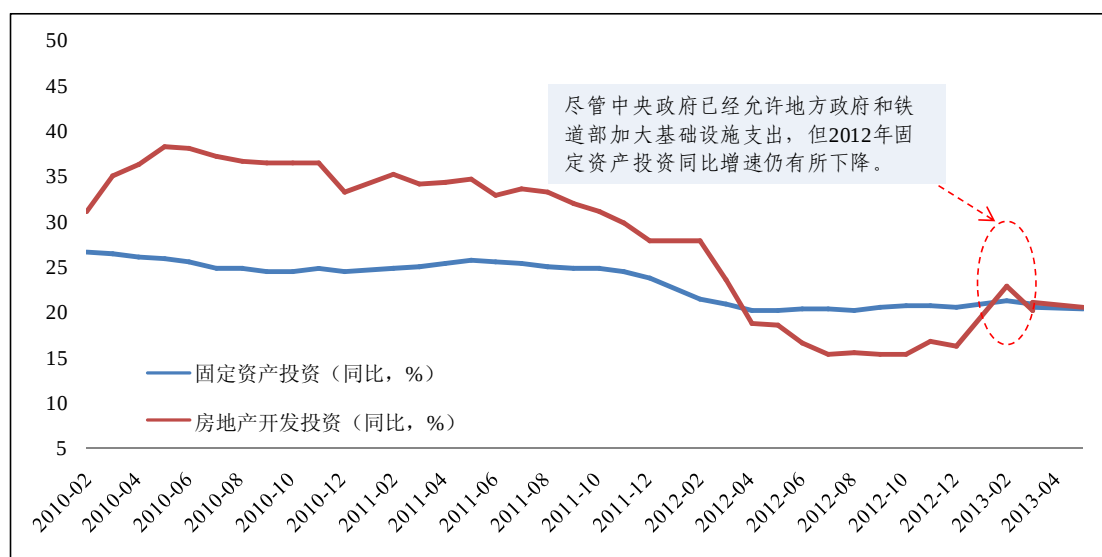
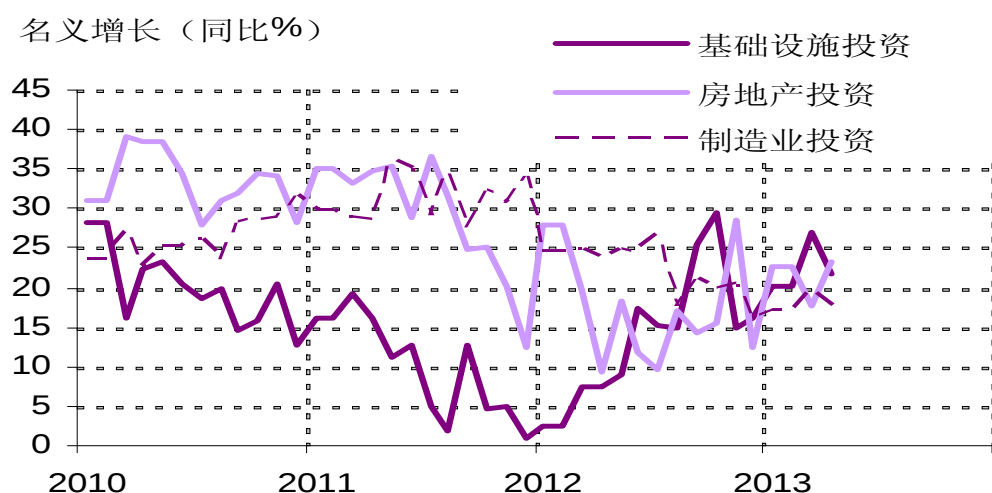
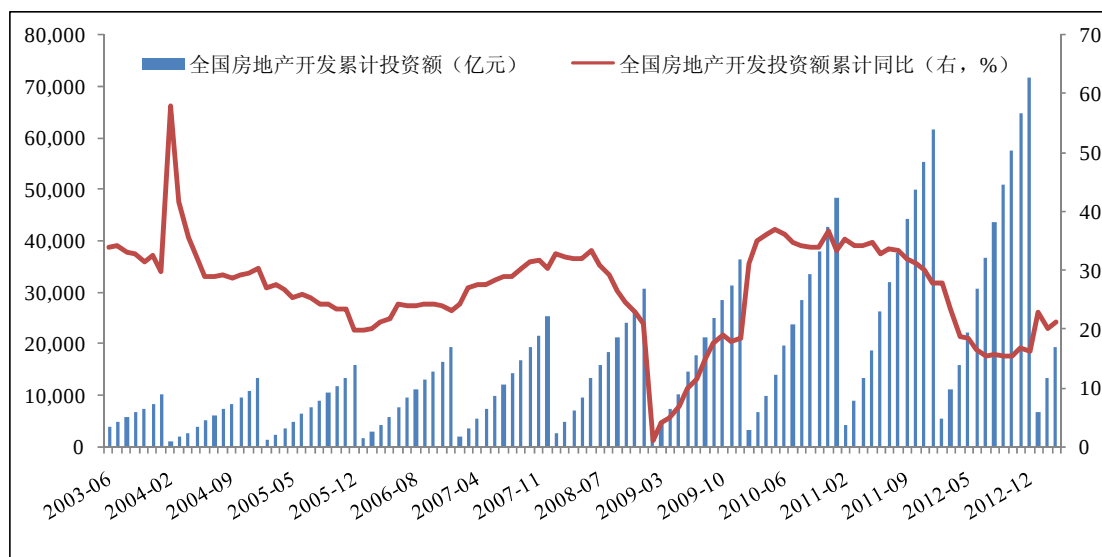


图 2-1-4: 制造业投资持续低迷



今年以来，与制造业及上游采掘业投资疲软不同，国内房地产和基础建设投资表现较为强劲。数据显示，2013 年 1~5 月，全国房地产开发投资 26,798 亿元，同比名义增长 20.6%，增速比 1~4 月份回落 0.5 个百分点。其中，住宅投资 18,363 亿元，增长 21.6%，增速提高 0.3 个百分点，占房地产开发投资的比重为 68.5%。

图 2-1-5：房地产投资

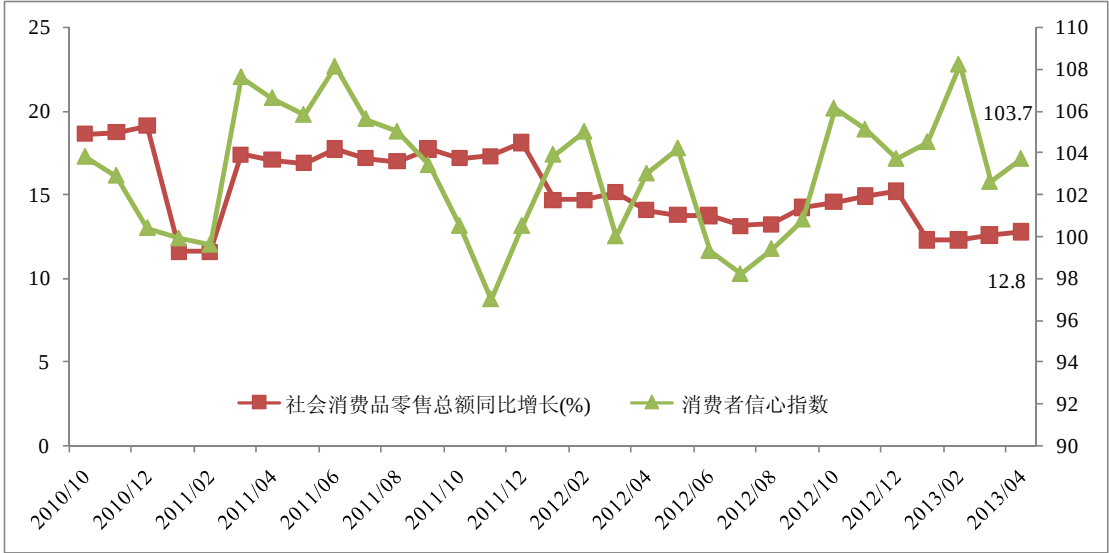


（2）受中央“八项规定”影响，餐饮和烟酒类消费下滑显著，导致社会消费品零售增速改善幅度较小

5 月国内社会消费品零售总额 18,886 亿元，同比名义增长 12.9%（扣除价格因素实际增长 12.1%），增幅较 4 月份小幅回升 0.1 个百分点，消费形势尚难言好转。5 月份餐饮收入 2,023 亿元，同比增长 9.2%，而限额

以上餐饮企业收入同比降至-1.8%，由于餐饮消费占社会消费品零售总额的 11% 左右，因此餐饮消费的大幅下降对商品零售总额影响较大。

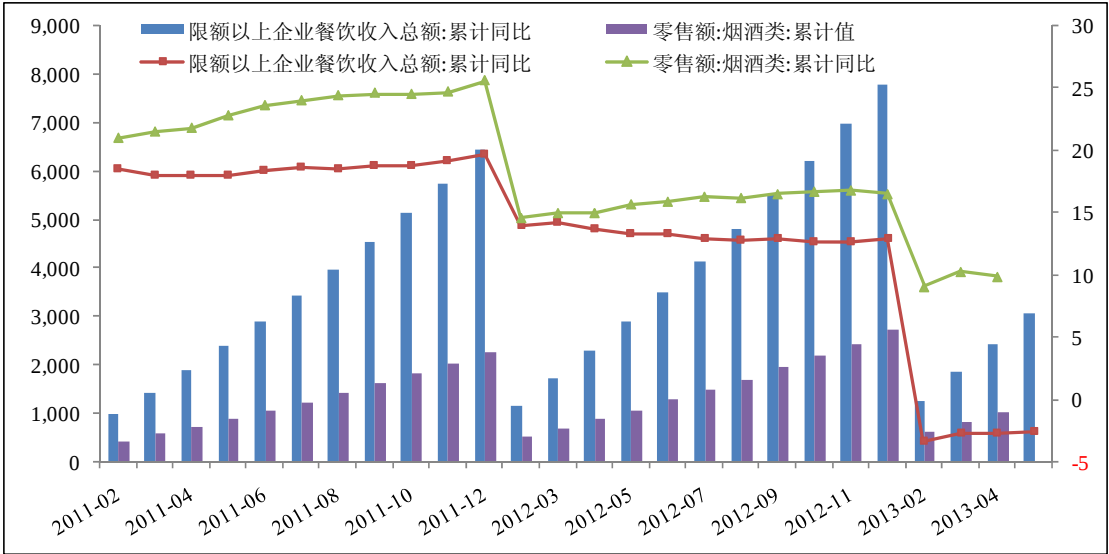
图 2-1-6：消费参数



数据来源：国家统计局

主要商品类别中，结束了前段时间黄金抢购风潮，5 月份金银珠宝类零售额同比增幅较 4 月有所回落，至 38.4%；同期金银珠宝类零售额占全部销售品零售额的比例为 1.60%。4 月中旬由于国际金价暴跌，极大地刺激了国内的黄金购买需求。但随着金价短暂反弹后再次回落，5 月份黄金消费显著降温，但因其占比较低，整体消费增速将依然维持低速平稳。

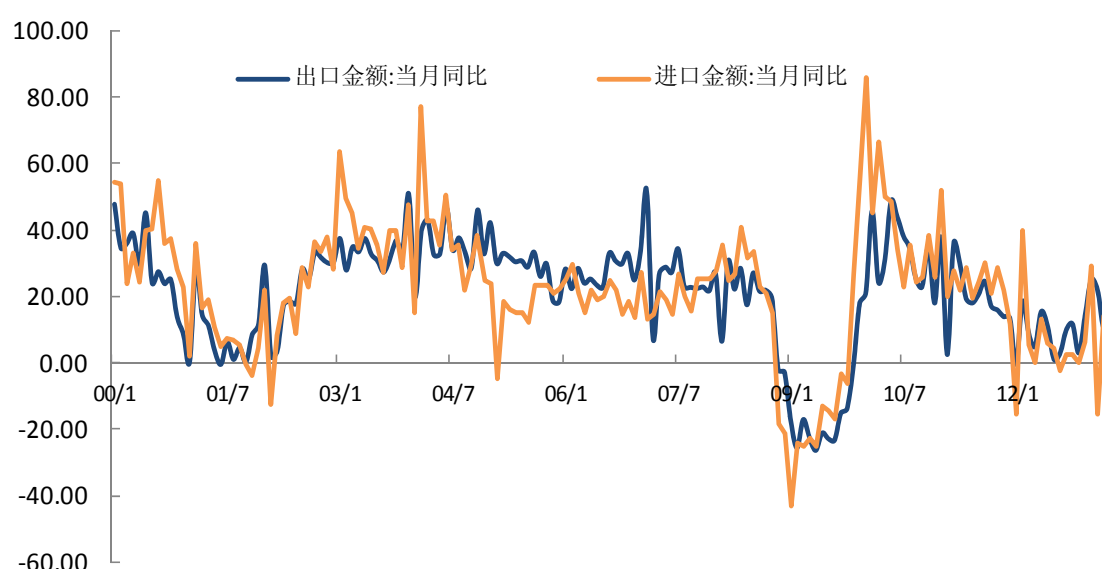
图 2-1-7：餐饮和烟酒类消费下滑明显



（3）外贸出口回升势头一定程度上得益于世界经济的温和复苏，但出口增速虚高存在一定水分。

2013 年以来，美国经济复苏步伐加快，欧洲经济稳定性有所增强，日本、印度、巴西等国家经济出现改善的迹象，国际市场需求总体略有好转，中国外贸出口一定程度上也因此有所回升。据海关统计，1~5 月，我国进出口总值 10.51 万亿元人民币（折合 16,762.5 亿美元），扣除汇率因素同比（下同）增长 10.9%。其中出口 5.51 万亿元人民币（折合 8,785.6 亿美元），增长 13.5%；进口 5 万亿元人民币（折合 7,976.9 亿美元），增长 8.2%；贸易顺差 5,079.4 亿元人民币（折合 808.7 亿美元）。尽管从数据来看，进出口增速强劲，但市场对于数据的真实性却有所质疑，主要是关于出口商在销售账单上虚增发票金额，以此逃避外汇管制。进口数据的增长则主要是因为前期低基数的影响。

图 2-1-8：对外贸易延续了去年底以来的企稳回升态势

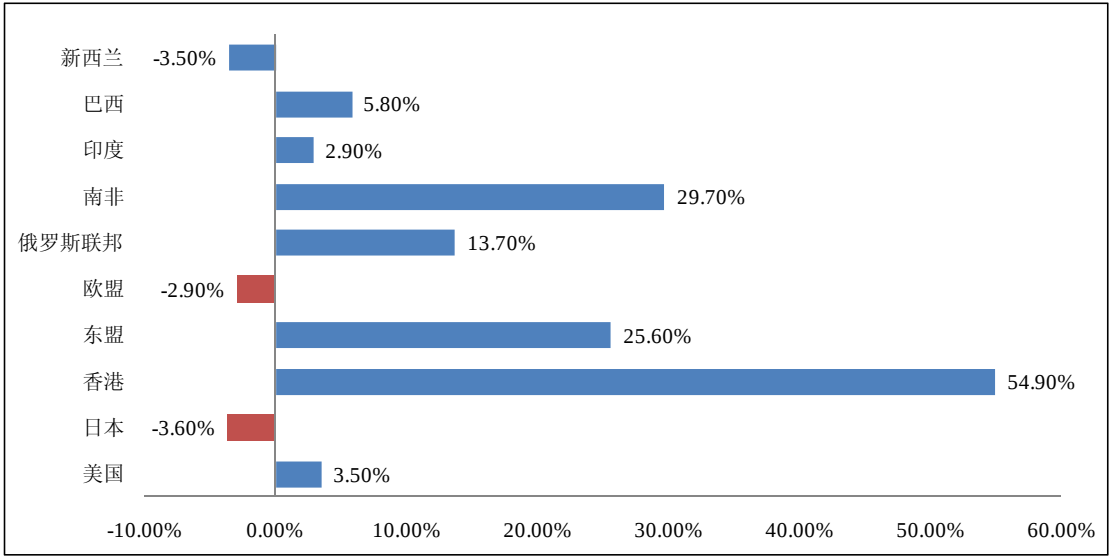


在与主要贸易伙伴双边贸易中，我对欧盟、日本贸易下降，对美国、东盟贸易增长。据海关统计，前 5 个月，中欧双边贸易总值 2,144.4 亿美元，下降 2.8%；中美双边贸易总值为 2,029.1 亿美元，增长 6.9%；中日双边贸易总值为 1,227 亿美元，下降 8.9%。同期，内地与香港双边贸易总值为 1,799.1 亿美元，增长 52%；与东盟双边贸易总值为 1,764.2 亿美元，增长 14.8%。

从出口形势来看，1~5 月我国对日本出口同比下降 3.6%，降幅较前 4 个月继续扩大。究其原因，一方面受安倍经济学影响，日元大幅贬值，部分削弱了我国部分产品在日本市场的竞争力；另一方面，从 2012 年下半年开始，我国加工贸易从日本进口的原材料大幅度下降，也影响了今年我国加工贸易对日本的出

口。与此同时，受累于整个地区经济疲软影响，中国对欧盟的出口同比下降 2.9%，其中对德国出口降幅达 8.5%。与之相对应的，1~5 月中国内地对香港出口增速达 54.9%。一季度内地和香港双边贸易总值达到 1,098.8 亿美元，大幅增长了 71.2%，占内地外贸总值的 11.3%，同期海关特殊监管区的货物贸易量达到 1,146 亿美元，增长了 1.3 倍。然而，从过往数据监测来看，内地和香港双边货物贸易并无如此规模的进出量，不排除近期出口增速存在虚高成分。

图 2-1-9：欧洲及日本拖累整个出口复苏

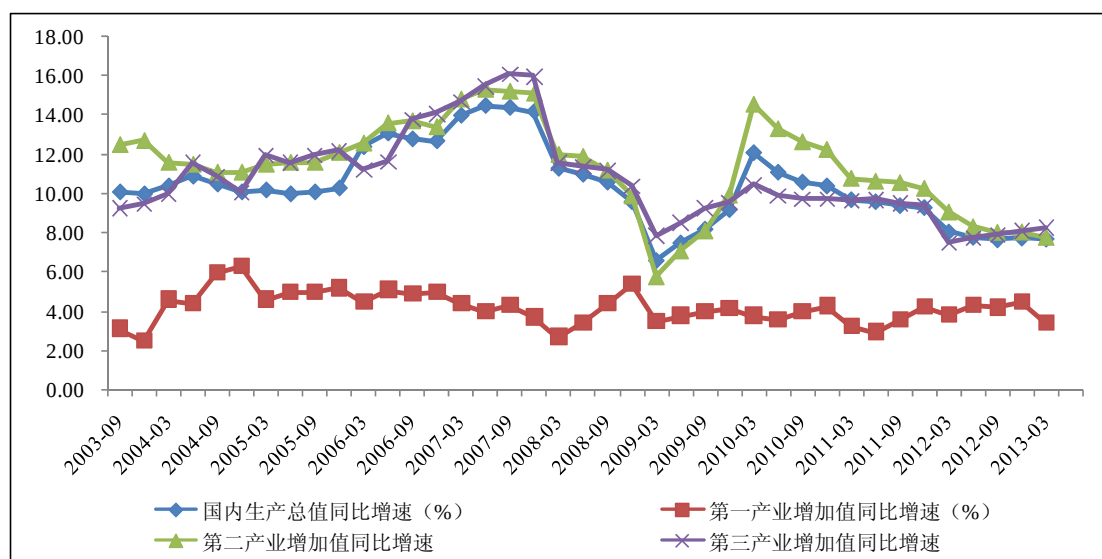


数据来源：中国海关

3、在第二产业和第三产业下滑的主导下，全社会总供给增速出现明显放缓，其中中小企业生产持续疲软显得尤为突出

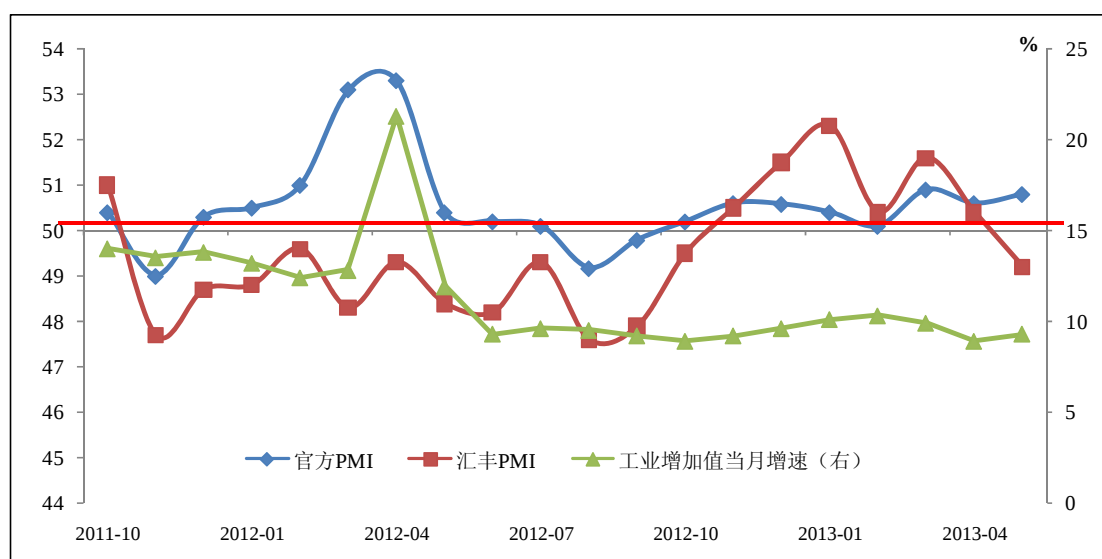
从三次产业运行情况来看，1 季度中国第一产业增加值 7,427 亿元，同比增长 3.4%；第二产业增加值 54,569 亿元，增长 7.8%，第三产业增加值 56,859 亿元，增长 8.3%。工业增速偏弱格局是导致经济增速低于预期的主要原因。1~5 月我国规模以上工业增加值同比增速只有 9.4%，比上年同期回落 1.3 个百分点。其中 5 月份规模以上工业增加值同比实际增长 9.2%，较 4 月份回落 0.1 个百分点。

图 2-1-10：三次产业运行情况



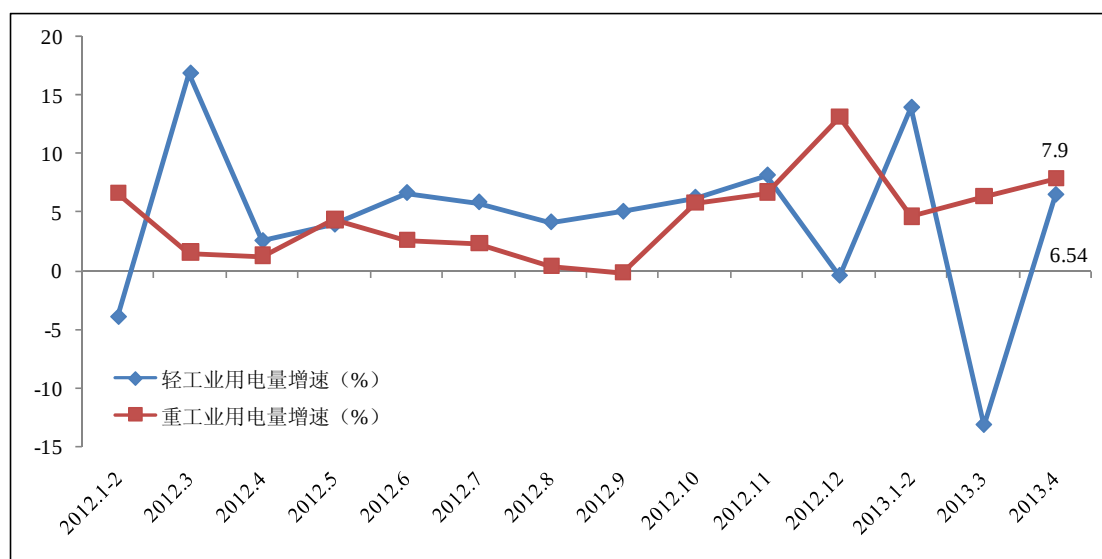
5 月份汇丰制造业采购经理人指数（PMI）为 49.2，较 4 月份回落 1.2，创 7 个月来新低，年内首次跌破枯荣线，跌入收缩区间，预计制造业乃至工业的减速调整将需要更长的时间，这可能导致二季度经济反弹力度减弱。

图 2-1-11：汇丰 PMI 指数重回“荣枯线”以下



此外，从一季度来看，全国工业用电量 8,538 亿千瓦时，同比增长 3.7%，增速比上年同期回落 0.9%，显示工业依旧低迷，但从 4 月份数据来看，4 月份工业用电量增速反弹明显，同比增长 7.7%，比上月增长 4.5 个百分点，工业用电数据反弹过猛，并与 PMI 指数背离，进一步表明当前经济处于结构调整期，经济复苏的基础并不牢固。

图 2-1-12：工业用电量 4 月份反弹过猛显示经济复苏基础并不牢固



4、在总供给和总需求下滑的作用下，消费领域通胀压力减轻，生产领域通缩压力较大。

2013 年 5 月国内 CPI 同比上涨 2.1%，同比涨幅比 4 月份回落 0.3 个百分点，比去年全年回落 0.5 个百分点；同期，PPI 连续第 15 个月负增长，同比下降 2.9%，环比下降 0.6%。工业增加值购进价格同比下降 3.0。从反映总供给和总需求状况的核心 CPI 来看，5 月份核心 CPI 为 1.8%。整体来看，消费价格回升、工业品出厂价格降低，显示出消费仍然不旺、制造业生产动力不足。

图 2-1-13:核心 CPI 显示总供给仍然疲软

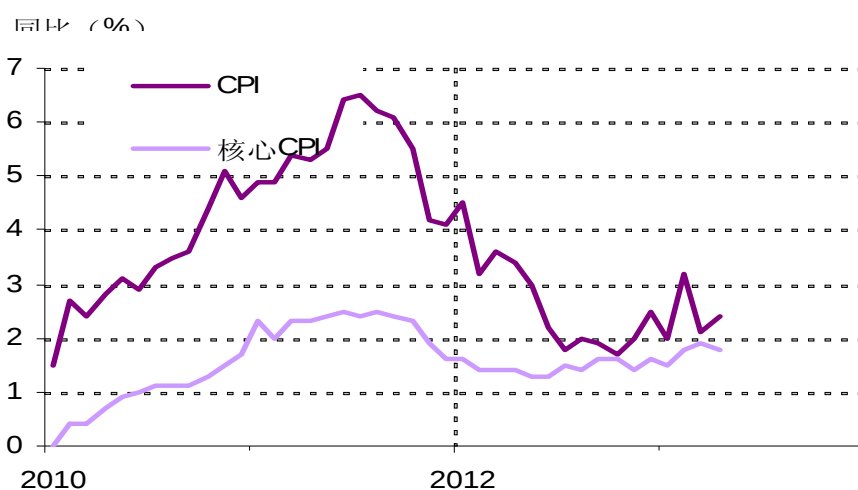


图 2-1-14:蔬菜价格是 CPI 上升的主要因素

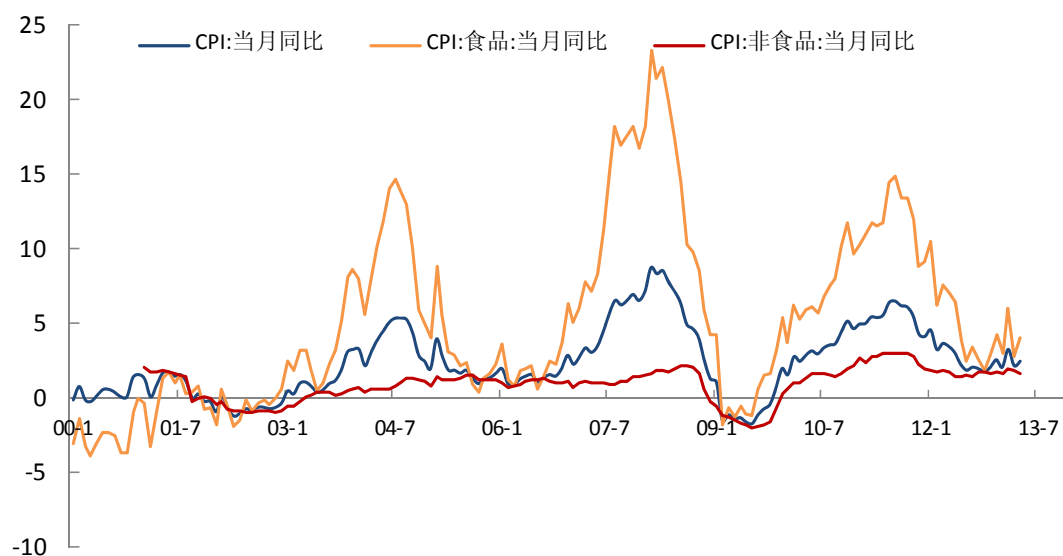
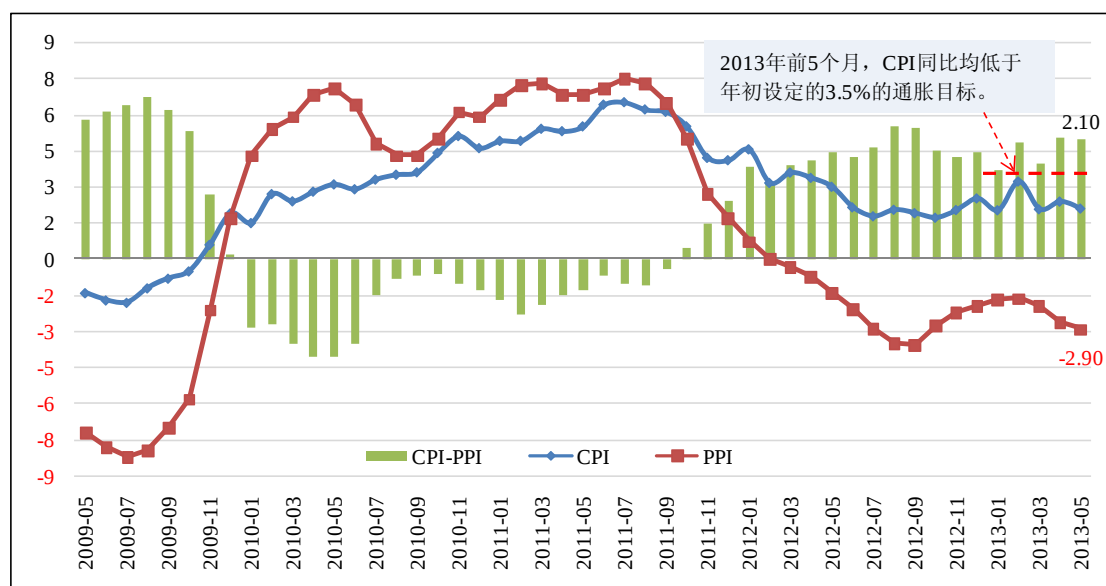


图 2-1-15: CPI 和 PPI 显示制造业生产动力不足

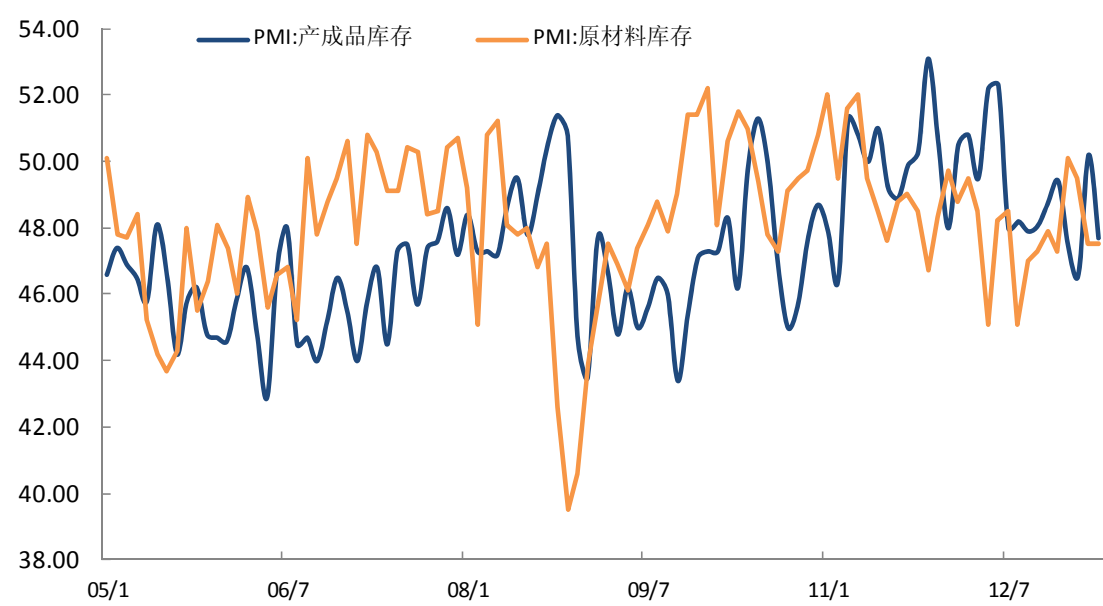


5 月份 CPI 同比涨幅较 4 月份回落 0.3 个百分点，主要是由蔬菜价格因季节性因素下降所致：在 5 月份 CPI 同比 2.1% 的涨幅中，翘尾因素比 4 月份增加了 0.3 个百分点，新涨价因素比 4 月份减少了 0.6 个百分点。其中，食品价格环比下降 1.6%，是 CPI 环比下降的主要原因，非食品价格环比下降 0.1%。

5 月份 PPI 环比下跌 0.6%，跌幅为 2001~2013 年同期最大，或与企业去库存行为有关。在 5 月份 PPI 降幅中，去年价格变动的翘尾因素约为 -2.1 个百分点，新涨价因素约为 -0.8 个百分点。从生产资料分项数据来看，加工工业、原材料工业、采掘工业的跌幅依次扩大，再结合 5 月 PMI 分项数据，产成品库存明显下

降，原材料库存连续 3 个月位于临界点以下，购进价格指数大幅下滑，反映经济复苏动能较弱的情况下，而前期企业累积库存较高，致使目前企业正在去库存。不过从商务部生产资料分项数据来看，5 月份建材价格周环比持续上升，建材产品因不宜储存的特性使其价格变动可以同步反映建筑业活动在 5 月份回升，表征下游需求正在回升。

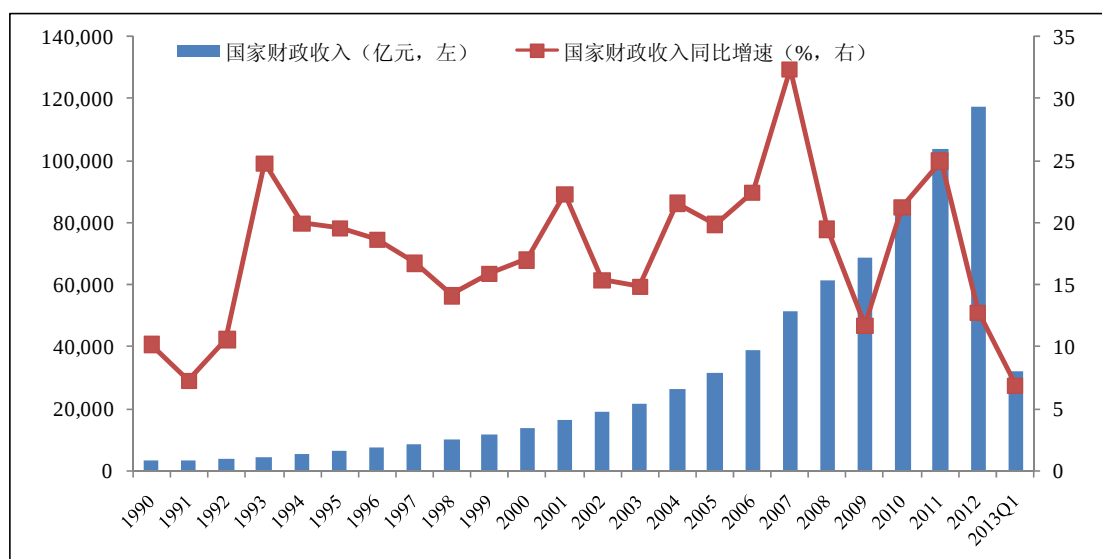
图 2-1-16：企业去库存周期拉长



5、在关税、增值税和消费税增速下滑的影响下，税收收入和财政收入增幅下滑明显

1~5 月全国公共财政收入累计 56,214 亿元，增长 6.6%，比去年同期回落 6.1 个百分点。其中，中央财政收入 27,134 亿元，同比增加 0.1%；地方财政收入 29,080 亿元，同比增长 13.4%。主要税收中，隶属中央的进口环节税收、消费税以及中央占比例较大的增值税或下降较多或增长乏力，直接导致了中央财政收入增幅下滑。而房地产相关税收的增长在一定程度上保障了地方财政收入增长。

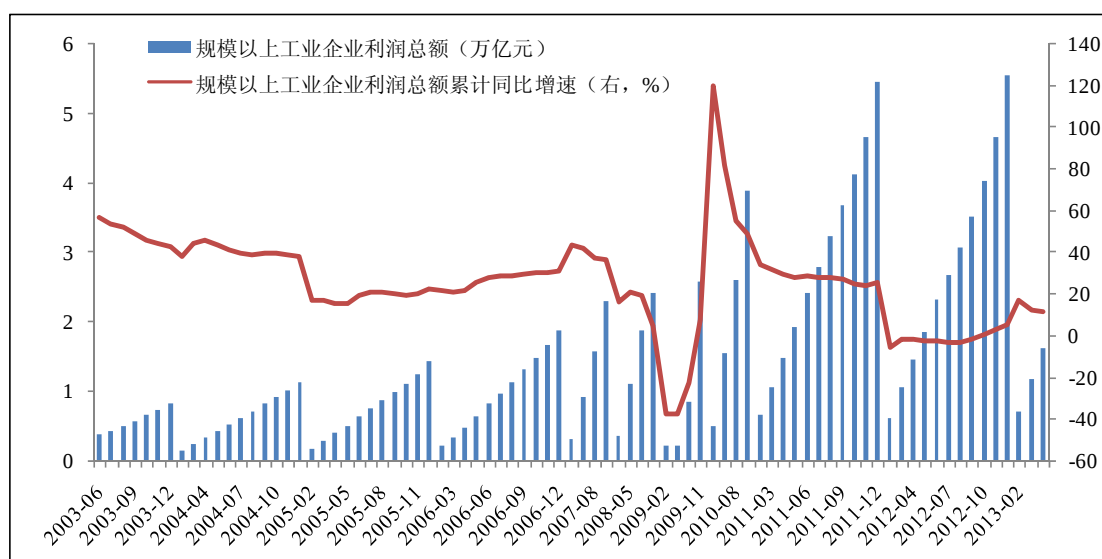
图 2-1-17：全国财政收入增速大幅放缓

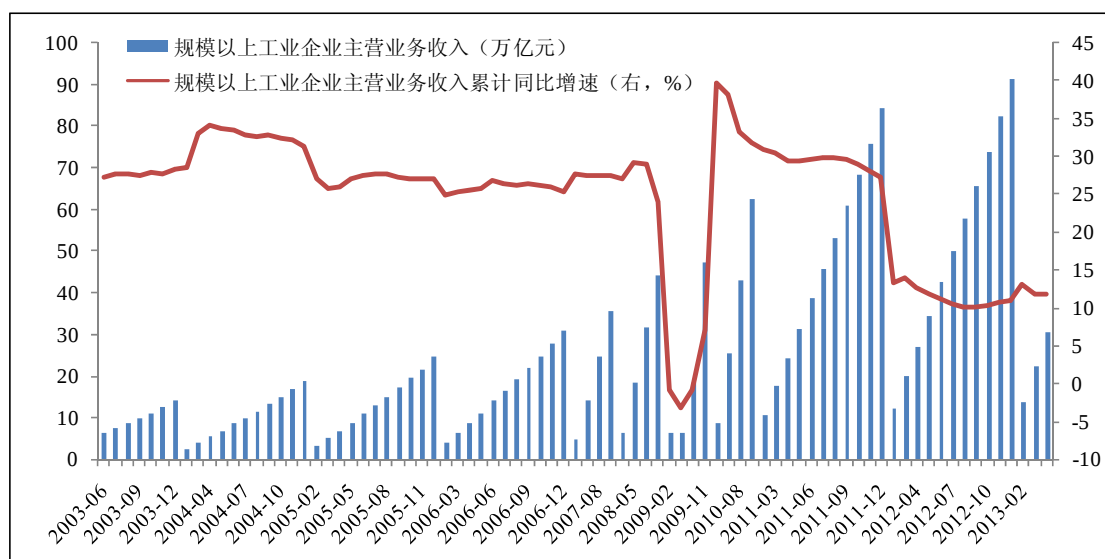


6、工业企业收入和利润增速均出现小幅回落，企业绩效进一步下滑

1~4 月份全国规模以上工业企业实现利润 16,106.9 亿元，比去年同期增长 11.4%，增速比 1~3 月份回落 0.7 个百分点。4 月当月实现利润 4,366.8 亿元，比去年同期增长 9.3%。增速比 3 月份提高 4 个百分点，比 1~3 月份回落 2.8 个百分点。规模以上工业企业实现主营业务收入 304,177.6 亿元，比去年同期增长 11.9%。每百元主营业务收入中的成本为 85.24 元，主营业务收入利润率为 5.3%。从累计的口径来看，1~4 月的工业企业收入和利润增速则出现小幅回落。企业绩效进一步下滑。

图 2-1-18: 1~4 月工业企业收入及利润情况





二、结构扭曲加剧，经济运行中呈现八大矛盾和数据冲突

1、经济增速放缓的同时，社会流动性不论是存量还是增量都大幅增加，货币供应量增速与经济增速和 CPI 间的缺口日益扩大，实体经济和虚拟经济脱节趋势明显

与经济增速放缓明显不同，2013 年 1~5 月中国货币供应量增长加快。数据显示，截至 5 月末，M2 余额同比增长 15.8%，分别较去年末和去年同期高出 2 个和 2.6 个百分点，并超出 13% 的全年增长目标 2.8 个百分点；同期，M1 余额同比增长 11.3%，分别较去年年末和去年同期高 4.8 个和 7.8 个百分点。在基础货币增长放缓的情况下，货币供应量增速加快主要受货币乘数扩大的推动。M2 乘数由去年末的 3.86 扩大至 3 月末的 4.08，这也说明了当前货币供应量快速增长并非来自于政策放松，而是来自于银行积极房贷、企业与居民资金需求旺盛的内生力量驱动。

我们预计 2013 年我国 M2/GDP 的比值将达到 200%，货币供应量 M2 不论是存量还是增量与 GDP 脱节趋势不断加剧。

图 2-2-1: 2013 年 1~5 月货币供应量增长加快

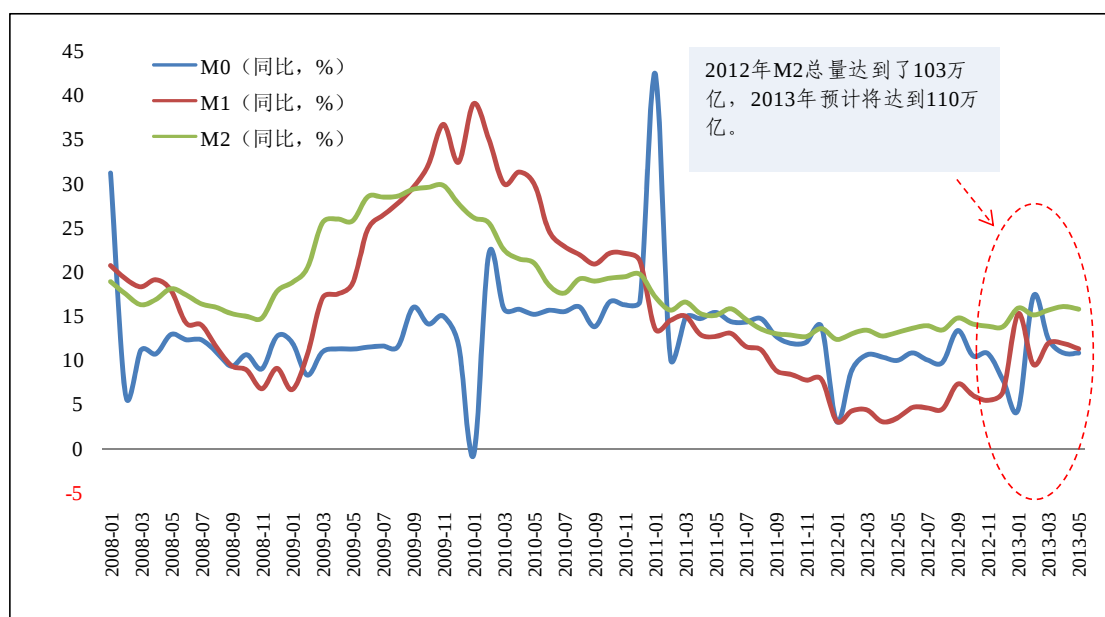
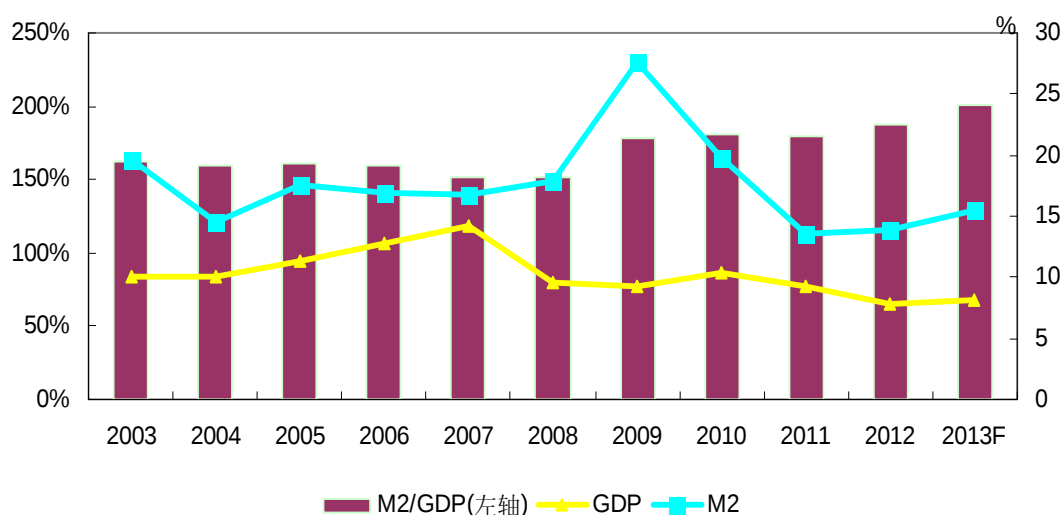
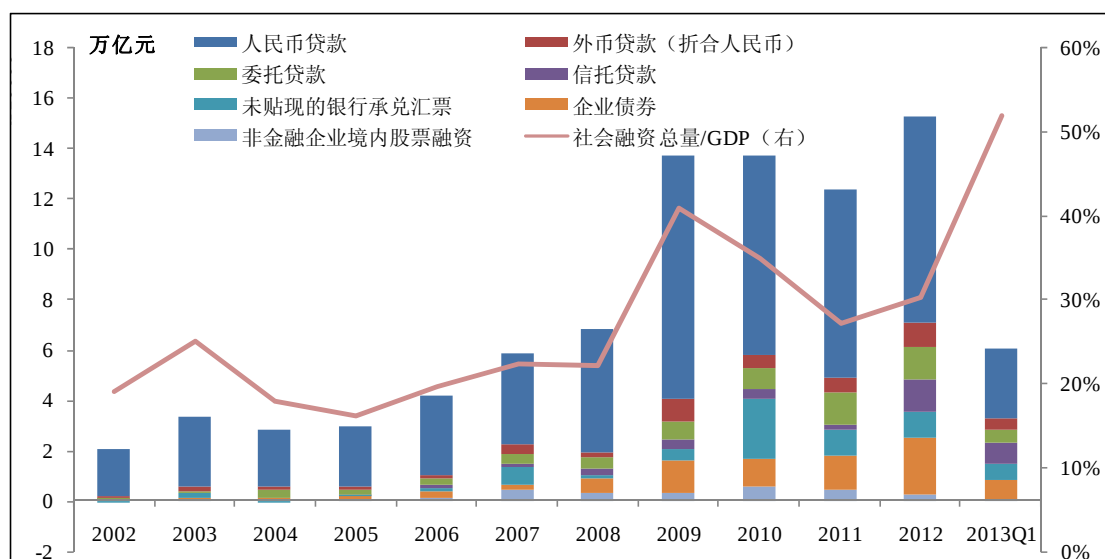


图 2-2-2: M2 增速远高于 GDP 增速、M2/GDP 年底将突破 200%



固定资产投资资金来源与银行贷款、发债和股票等外部融资密不可分，除去投资主体的自由资金、利用外资和财政资金，其他资金缺口依靠金融机构与金融市场进行外部融资来弥补。2003~2012 年社会融资规模增幅与外部融资性城镇固定资产投资到位资金（全部到位资金扣除国家预算内资金、利用外资、自有资金以外的部分）增幅相关系数为 0.83，两者高度正相关。今年 1~4 月社会融资规模大幅放量，当期社会融资规模为 7.91 亿元，较上年同期增加 3.06 亿元，社会流动性较为宽松。

图 2-2-3: 社会融资规模及组成情况

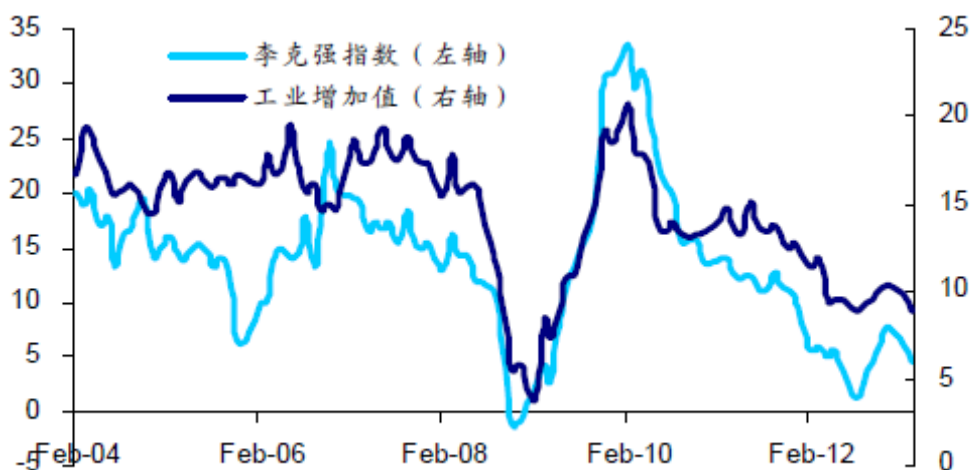


大幅增加的社会融资总量为何没有进入实体经济中去，我们认为主要是由于社会融资总量存在重复计算的因素。事实上，由于我国没有利率市场化使得市场中存在监管套利的机会。在我国当前的信贷和融资体系下，国有企业较民营企业在融资上具有先天优势，其表现一是更容易获得资金，二是获得的资金成本很低。那么在这种情况下，具有低融资成本优势的国有企业可能会通过委托贷款等方式进行套利，这其中导致资金的重复计算，进而导致社会融资总量虚增。

企业的监管套利行为从本质上部分反映了当前我国要素资源存在结构性错配的缺陷。

此外，李克强指数也显示当前货币空转现象有所加强：从克强指数的具体分项看，中长贷上升，但工业用电和铁路货运指数均有所下降，这表明货币信贷对实体经济的渗透较弱。这其中的原因可能是：地方政府和工业企业负债过高、导致大量融资用于支付利息，并没有用于投资再生产。

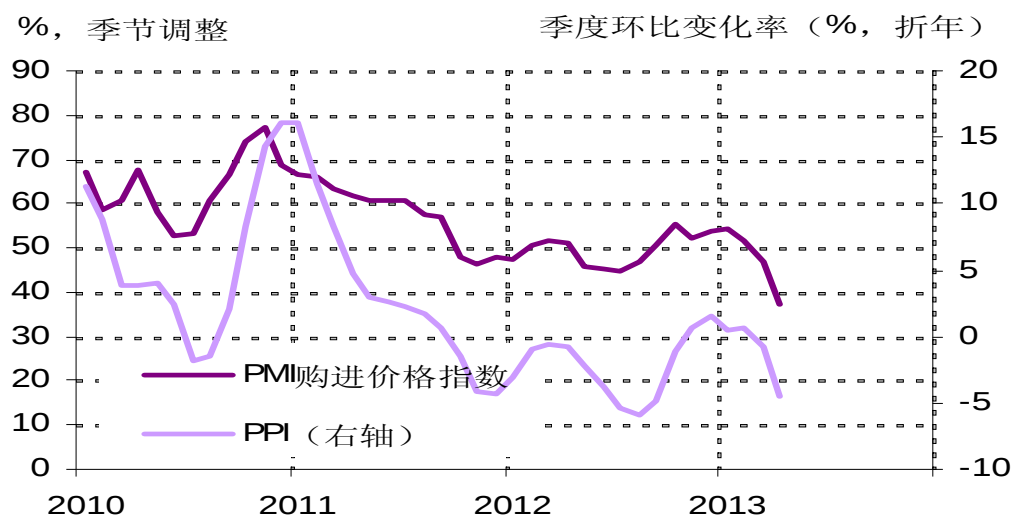
图 2-2-4: 克强指数与工业增加值一致性较高



2、CPI 和 PPI 之间缺口逐步拉大，深刻反映了实体经济疲软，行业产能过剩问题不断凸显

5 月份，CPI 和 PPI 之间的缺口为 5 个百分点，几乎是 2003 年以来的最高水平。PPI 作为工业出厂价格，其反映了企业的投资需求，PPI 长期低迷表明企业对经济信心不足。此外，PPI 低于 CPI 的时间长度也超越其他时期，这在某个程度说明此次产能过剩调整周期将相对漫长。

图 2-2-5：数据显示企业投资需求严重不足

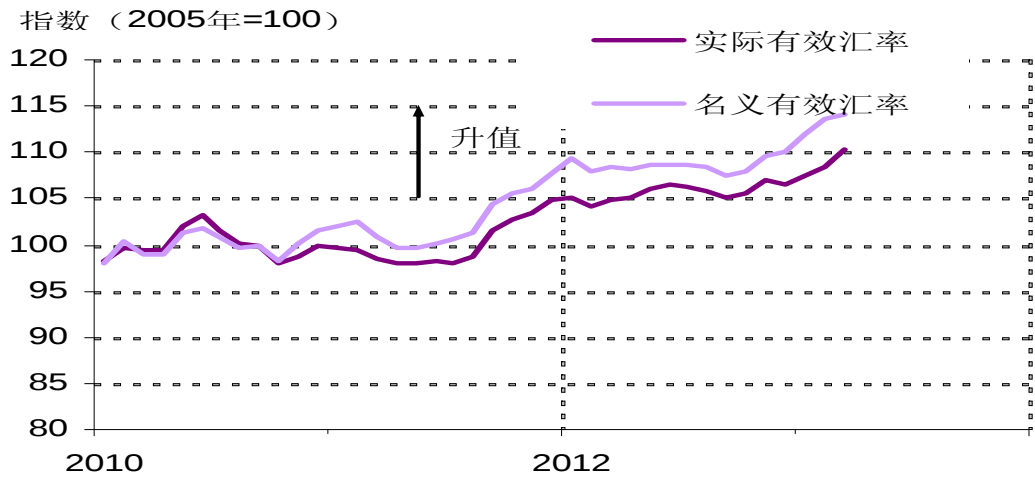


3、人民币升值与经济复苏乏力背道而驰

进入 4 月以来，人民币对美元汇率中间价逼近 6.1，创 2005 年汇改以来的新高。一般而言，人民币的升值会伴随着经济的较快增长和出口形势的好转，但当前在中国经济增速放缓的背景下，人民币不断升值，这其中与境外热钱进入国

内套取利差和汇差有关，给国内经济调控增添了不利因素。

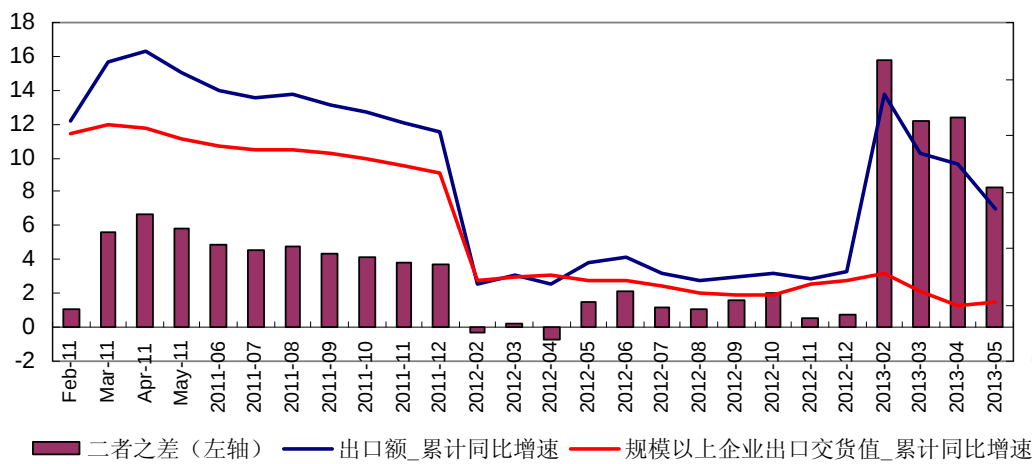
图 2-2-6：人民币不断升值



4、出口增速数据反弹过快，但事实上外贸疲软，规模以上工业企业出口交货值增速较慢，出口增速远高于出口交货值增速，出口增速与出口交货值增速缺口不断扩大

1~5 月，我国出口累计同比增速高达 13.5%，而同期规模以上工业企业出口交货值同比增速仅为 5.2%，且从历史数据比较发现，2013 年以来，我国出口增速与出口交货值增速之间的缺口不断加大，1~5 月该缺口为 8.3%，这在一定程度上也反映了近期我国出口存在虚增的情况。

图 2-2-7：出口增速与出口交货值增速之间的缺口拉大（单位：%）



5、在工业部门绩效下滑的同时，旧产能还没有淘汰，新产能却大幅度增长，不少行业利润大幅度下滑，但产能却不断增加，产能过剩矛盾激化

在工业部门绩效下滑的同时，部分产能过剩行业如钢铁、电解铝、水泥等行业新增产能仍高于淘汰产能，部分行业如焦炭、电解铝、铜冶炼和水泥的新增产能和淘汰落后产能之比分别为 3.8、4.2、3.4 和 2.3，产能过剩矛盾进一步激化，“去产能”变得更加空洞。

表 2-2-1：部分产能过剩行业新增产能和淘汰产能比例

行业	单位	11-12 年 淘汰产能	10-11 年 新增产能	新增产能/淘汰 落后产能	所属行业
炼铁	万吨	3,653	5,410	1.5	黑色金属冶炼
炼钢	万吨	3,407	3,836	1.1	黑色金属冶炼
焦炭	万吨	3,940	14,808	3.8	黑色金属冶炼
铁合金	万吨	475	322	0.69	黑色金属冶炼
电石	万吨	250	574	2.3	
电解铝	万吨	87	366	4.2	有色金属冶炼
铜冶炼	万吨	99	337	3.4	有色金属冶炼
铅冶炼	万吨	174	178	1.0	有色金属冶炼
锌冶炼	万吨	66	211	3.2	有色金属冶炼
水泥	万吨	35,255	80,558	2.3	非金属矿物制造
造纸	万吨	1,801			造纸及纸制品业
平板玻璃	万重量箱	7,300	26,761	3.7	非金属矿物制造
化纤	万吨	57	696	12.2	化学纤维制造

6、官方 PMI 和汇丰 PMI 再次冲突，相比大中型企业，中小企业的经营环境更为困难

5 月份，中国物流与采购联合会和汇丰银行公布的中国制造业采购经理指数（PMI）分别为 50.8%（较上个月上升 0.2 个百分点）、49.2（低于上月的 50.4），两个数据再次冲突，而对于采集样本偏重于中小企业的汇丰 PMI 指数低于 50 的枯荣线表明，相对于大中型企业，中小企业的经营环境更为困难，这也说明了在经济调整期，中小企业的抗风险能力较差。

7、地方政府投资规划大幅度上扬，但实际投资却逐步乏力，“雷声大、雨点小”超出预期

中国新政治经济周期的全面开启，使各级政府的增长意愿和投资冲动依然很大，从各省市在政府工作报告的增长目标来看，70%的省市的增长目标依然超过了 10%。但从实际数据来看，1~5 月份，中央项目投资 6,110 亿元，同比增长 7.1%，增速比 1~4 月份回落 1.4 个百分点；地方项目投资 125,101 亿元，增长 21.1%，增速回落 0.2 个百分点。地方政府实际投资规模与规划投资额相比还有较大差距，“雷声大、雨点小”反映了地方政府深层次的财务约束和财政困局。

8、我国就业市场结构性矛盾凸显，民工荒不断扩大，但以高校毕业生为代表的高端劳动力就业问题日趋严峻

目前，我国民工荒不断扩大，但以高校毕业生为代表的高端劳动力就业问题日趋严峻，就业市场结构性矛盾凸显。根据 2013 年 6 月发布的《2013 年中国大学生就业报告》显示，2013 届高校毕业生总体签约进程与上届相比明显下滑，本科毕业生签约率仅为 35%，低于去年同期 12 个百分点；硕士毕业生签约率为 26%，低于上届同期 11 个百分点；高职高专毕业生为 32%，低于上届同期 13 个百分点。

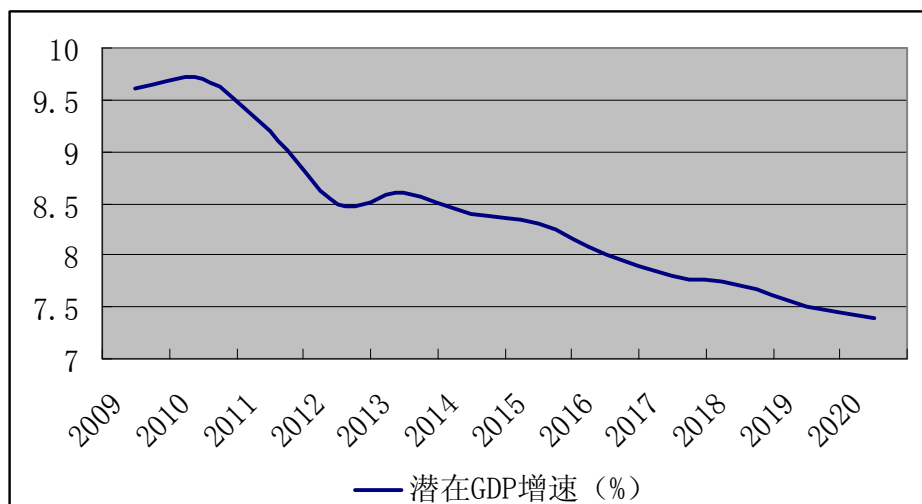
仔细分析可以发现，以上八个经济特征表明当前中国宏观经济中的不确定性和风险不断累积加大，我国经济深层次结构性矛盾和资源配置扭曲不断加剧，传统的以投资拉动的经济增长模式已是强弩之末，不可持续；同时也说明我国经济内生性下滑力量不断加强，而这种内生性的下滑需要政策性的因素来打破其自我实现的正反馈。简而言之，当前中国经济需要通过体制性的改革来突破现有的增长约束，并逐步化解不断凸显的经济风险，需要说明的是，这种改革不同于以前简单的增量改革，而是真正具有“帕累托改进”的改革。

三、复苏乏力背景下风险累积，但目前仍在可控区间

中长期来看，根据我们之前的报告研究，中国正由于人口红利的递减、全球化红利的消失、制度红利的逆转以及 TFP 的下降等多重因素，潜在增长速度在处于快速回落的区间。2011~2016 年中国将告别“高速增长时期”而步入“次高速增长时期”，潜在 GDP 增速将处于 8%-8.7%的区间。这种变化与国际比较研究的结论也是一致的。潜在 GDP 间断性回落或拐点性下降的核心原因主要在于：一是部门间闲置资源转移开始大幅度减少；二是由于创新下降和结构性问题严重导致 TFP 下降。而这两个条件与目前中国的现状比较吻合²。

图 2-3-1：未来中国潜在 GDP 增速的估算

² 参见中国人民大学经济研究所的“中国宏观经济报告 2009 年第 3 季度”和中国经济改革与发展研究院的“中国潜在 GDP 增速测算、预测与政策定位”(2011)。



而在中国宏观经济持续放缓回落的背景下，多种风险由于“水落石出”而集中上扬和显化，并成为当前市场关注的热点，总的来看，当前宏观经济中主要存在五大风险：随着地方投资规模的持续扩大，地方投融资平台风险不断凸显；影子银行和监管套利风险也逐步显现；房地产市场的回暖再次成为威胁金融体系稳定的潜在冲击来源；深层次的产业结构问题和资源配置扭曲加剧带来的产能过剩风险也将在短期“稳增长”政策的作用下进一步恶化；流动性泛滥带来的潜在风险。可以预见，以上五大潜在风险交织捆绑在一起，成为当前宏观经济的主要风险来源，通过我们的研究发现以上五大风险并不如外界认为的那么严重，五大风险均存在一定高估，但这并不代表化解风险的紧迫性不足。事实上，五大风险是当前宏观经济深层次内生性矛盾和资源结构性错配加剧的集中体现，从某种意义上说，五大风险也是当前我国经济复苏乏力的根源所在！

1、从地方政府负债结构和地方政府资产负债表来看，地方政府融资平台债务风险总体可控，偿债能力仍在可控范围内，尤其是地方政府经营性资产可为其偿债提供一定的保障。此外，投融资平台风险的根本性问题在于其债务的不透明，未来随着地方政府成为真正的负债法律主体，投融资平台的风险问题将会得到有效化解。

自 2010 年审计署公布地方政府负债规模以来，各机构纷纷给出了自己对地方债务规模的测算。2013 年 6 月，审计署再次公布了其对 36 个地方政府本级政府性债务的统计，截至 2012 年底，36 个地方政府本级政府性债务余额为 38,475.81 亿元（政府负有偿还责任的债务 18,437.10 亿元、政府负有担保责任的债务 9,079.02 亿元、其他相关债务 10,959.69 亿元），比 2010 年增加 4,409.81 亿元，

增长 12.94%。

根据我们的估算，以城投债余额、代发国债、融资平台贷款及其他项目的口径，地方政府负债总额大致在 13~15 万亿左右。

表 2-3-1：不同口径对地方政府负债的测算

口径	基本方法	估计规模 (万亿)	年份
审计署口径	抽样调查：偿还负债+担保负债+其他	10.7	2010 年
银监会口径	包括地方政府支持的非正式担保项目	14.8	2010 年
依据政银合作协议	银行和政府所签订的授信协议	24.2	2011 年
IMF 口径窄	国债、外债、代发地方债	11.56	2012 年
券商	审计署 2010 数据+各项债务的增加额	14~15	2012~2013 年
官方声音	审计署副署长 各级政府《上海证券报》2013 年 3 月 6 日	15~18	2013 年
审计署口径	抽样调查：偿还负债+担保负债+其他；对 36 个地方政府本级截至 2012 年底的债务情况进行统计	3.85	2013 年 6 月 公布
中诚信国际信用评级有限责任公司	以城投债余额、代发国债、融资平台贷款及其他项目口径	13~15	2012~2013 年

分析地方融资平台风险，首先，应该认知融资平台滚动发债的问题，即在一定规模之内，一个有负债能力的主体大都持续保有一个负债余额。从这个意义上讲，如果简单判定现有存量不大的地方政府融资平台面临大风险，就缺乏对债券主体持续保持合理负债规模的常识认知。现阶段中国地方政府的负债仍处于起步阶段，不能因为负债结构的不合理而否认负债能力。

其次，从地方资产负债表的视角来看，地方政府经营性资产可为偿债提供保障。

中国的地方政府与西方不同，具有一定特殊性，这种特殊性体现在地方政府不仅仅提供单纯的公共产品和服务，还拥有规模较大的经营性国有资产。中国地方政府的职能相对比较复杂，不能从传统经济学理论出发，仅将其视为“守夜人”，地方政府在推动地方经济发展和经济转型中承担了独特的角色，其复杂性决定了其特殊性。

从理论上来讲，如果把中国的地方政府视为一个大的企业集团，地方政府应该像企业一样，有自己的资产负债表、利润表和现金流量表。如果按照这个逻辑

辑框架来分析，相对于地方债务规模来说，地方政府的负债率不高，远未到负债边界。实际上，抛开非经营性资产和资源类资产，中国的地方政府拥有大量的经营性资产，必要时，也可以作为地方政府偿还债务的基础。这些经营性国有资产很多以股权或非股权的方式存在于上市公司或非上市公司及相关产业中，尽管这些资产的数据尚未完全公开，但这些资产应该具有一定的变现能力。从这个意义上讲，地方政府的负债能力仍在可控范围。

以往我们考察地方政府的负债水平和能力时，常使用债务率或债务负担率这两个指标。如果给地方政府建立资产负债表的框架，理论上可以对地方资产进行估算，建立相应的资产负债表以确立合理的负债边界。而这其中，考察的国有经营性资产主要集中在国有企业。

根据国资委的统计数据，截至 2010 年底，中央国有企业资产总额 24.43 万亿元。而根据各地国资委公布或媒体公开的数据，截至 2010 年底，北京市国有企业资产总量 16,631.6 亿元；上海国有资产总额 1.4 万亿元，其中经营性国有资产总额大约 1 万亿元，这其中，市属经营性国有资产又约占 85% 份额；截至 2011 年底，广东省国有企业资产总额达 2.27 万亿元。粗略估算，全国地方国有资产至少超过 20 万亿元，其中七成为经营性资产。

此外，各地国资委均制定了做大做强国有资产的计划，并立足于将之证券化。比如，“十二五”末，广州国有资产总量将达到 1 万亿元，资产证券化率达到 60%；2015 年，北京市国有资产总量将达到 2.8 万亿元；上海力争 2012 年底地方经营性国资证券化率达到 38%。

地方国有企业近年来效益的不断提高和证券化的逐步推进，使得国有资产的盈利能力和流动性大大增强。这些资产的盘活和流转，一方面为地方经济贡献了较大份额，另一方面，也成为衡量地方政府实力的表现。从报表的角度，地方国有企业上缴的红利大多进入到地方政府的非税收入中，这部分地方经营性国有资产能带来比较可观的偿债现金流，因此理论上这些资产可以完全纳入地方资产负债表框架中，作为衡量地方政府偿债能力的基础。

如果以此估算地方资产负债率，以北京、广东为例，截至 2010 年末，北京市和区（县）两级政府性债务余额为 3,745.45 亿元，与全市综合财力相比，地方政府负有偿还责任的债务率为 61.71%，资产负债率仅为 22.52%；截至 2010 年底，广东省三级地方政府性债务余额 7,502.96 亿元，债务率 64.22%，如果以国

有企业资产作为基数，资产负债率仅为 33%。

初步观察和估算，从资产负债表的角度，地方政府现有的负债规模并没有达到负债边界。目前，大部分地方政府财政收入仍在增长，而且财政状况未出现恶化，现金流正常，国有资产的规模在扩大，效益在提高，因而仍具有相当好的负债能力。模拟建立地方政府资产负债表，是确定地方政府负债合理上限边界、判定信用风险的必备之课。

再次，一些地方的经济总量“富可敌国”，负债空间或可延展。

中国地方特别是省的经济总量近年来不断扩大，GDP 过万亿元的省市逐年增加。单从经济总量来看，一些排名前列的省份“富可敌国”，实力不亚于欧洲一些国家。

根据中国社科院发布的《中国省域经济竞争力发展报告（2009~2010 年）》，从 GDP 来看，中国部分省市经济指标排位已进入中游位置，超过部分发达国家，其中广东、江苏和山东 3 个省份的 GDP 均进入前 20 位，分别排在第 14、第 15 和第 17 位，超过了比利时、波兰、瑞典、奥地利等 19 个经合组织成员国。尽管人均指标相对落后，但也有少数发达的省市比如上海、北京、天津等人均指标达到或超过了一些发达国家。

如果从面积、人口和经济规模来看，中国的一些省基本与欧洲一些国家无异。而欧洲这些国家具有独立的财政权而无独立的货币发行权，无独立的货币发行权这一点也与中国的省市有类似之处。与欧洲一些国家的数据比较可见，一些发达省市债务负担率不大，仍处于可控范围。根据 2010 年数据估算，比如广东省 2010 年 GDP 约为 3.78 万亿元，远高于比利时（2.55 万亿元，以 2010 年末汇率折算，下同）、葡萄牙（1.19 万亿元）、爱尔兰（1.18 万亿元）和希腊（1.13 万亿元），仅比荷兰（4.21 万亿元）略低，而广东同期的政府性债务余额为 7502.96 亿元，债务负担率约为 20%左右，同期上述欧盟国家国债余额占 GDP 的比重依次为 96.8%、93%、96.2%、142.8%和 62.7%。

可见，中国的一些发达省市经济总量正快速接近一些欧洲国家，但债务负担率均大大低于同规模的国家。当然，欧债危机中，这些国家过高的负债规模和风险，是由于过度举债造成的，中国的省市还远未达到那个水平。

目前中国地方政府尚无独立的发债权，而仅能通过财政部代理发债或国债

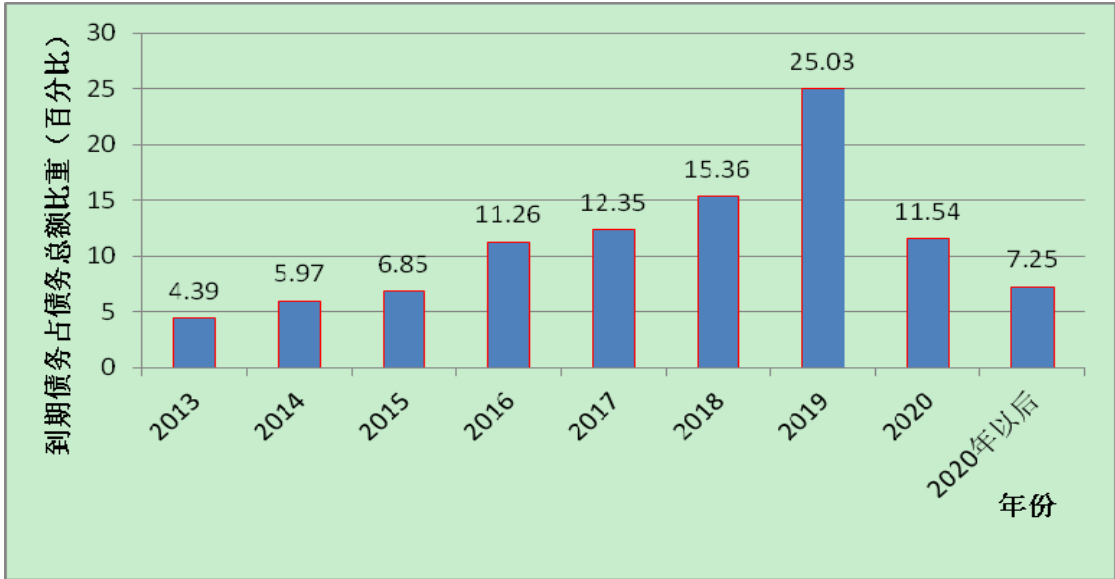
转贷，也只有广东、浙江、上海和深圳四个省市去年实行了地方自行发债的试点。与一些欧洲国家类比，从经济规模和债务负担率等指标来看，一些发达省市仍有负债空间，远未超过警戒线。根据各地公布的初步核算数，全国共有 23 个省份 2011 年 GDP 总量超过万亿元，其中 4 个省达到 2 万亿元，1 个省达到 3 万亿元，3 个省超过 4 万亿元以上。可见，未来各省的经济总量仍将进一步扩张，一些省的债务负担率还会呈现一定的下降，现有的地方政府负债规模不大，信用风险尚在可控范围之内。

最后，从地方政府负债重要构成的城投债来看，其债务高峰年份为 2019 年，该年到期债务占全部城投债总额的比重为 25%，2013 年~2015 年城投债还款压力较轻，债务期限结构为长期内解决地方融资平台风险提供了一定的时间缓冲。

从债务总额角度看，截至到 2013 年 5 月 14 日，地方政府城投债总额已达到 31,801 亿元，占总财政收入比重超过 90%。其中债务义务下移趋势明显，地市级债务占财政收入比重已达到 136.73%，而省级债务则在绝对数额和相对规模上都有明显下降。

从债务期限结构角度，城投债以 10 年期以下债券为主，2013 年、2014 年和 2015 年到期债务占全部债务总额的比重分别为 4.39%、5.97%和 6.85%。债务高峰年份为 2019 年，达 6,074.3 亿元，该年到期债务占总额的比重为 25.03%，还款义务呈逐年上升态势。

图 2-3-2：城投债期限结构：到期城投债占债务总量比重



但从近两年的债券市场实践来看，在地方融资平台债务集中到期的情况下，

许多采取了展期以及“借新债还旧债”的方式，虽然增加了长期内债券偿还的风险，但为解决地方融资平台风险提供了一定的时间缓冲。

总体来看，可以得出三点结论：一是地方政府仍有负债空间，可以从现在的自行发债逐步过渡到自主发债，通过发行市政债等方式来解决现有融资平台的债务问题。这种方式比单纯依靠卖地收入的土地财政以及通过融资平台贷款来举借债务更稳健，更阳光化。二是短期来看，城投债偿债压力不大，未来偿债高峰在 2019 年，该债务期限结构为长期内解决地方融资平台风险提供了一定的时间缓冲。三是需要建立一种机制来加强地方债的管理。应从制度上改革，加强地方债务管理，这其中包括修改预算法，允许地方自行发债，改革分税制以规范中央和地方的财政关系，加强地方人大对债务管理的监督等。当然，现阶段，我们也应该关注地方政府债务所暴露出来的问题，防患于未然，防止部分地方债务风险的扩散。

2、影子银行和监管套利属于宏观审慎监管的管理范畴，总体来看，通过金融监管的进一步完善，影子银行和监管套利风险将会得到有效化解

第一、从金融功能观衡量我国的影子银行规模，到 2013 年 1 季度，属于影子银行范畴的信托贷款余额大约 3.8 万亿，研究发现从其经济影响来看，当前影子银行对中国经济是微弱的正向影响，并没有呈现较大的负面效应，同时，这种影子银行模式系统性风险也不高。从风险观来看，我国影子银行主要是结构风险，属于宏观审慎监管的管理范畴，即使影子银行在短期对流动性产生冲击，通过货币政策（总量调控）是可以进行对冲的。

自从此次席卷全球的金融危机发生以来，影子银行就成为了众矢之的。我们研究发现，我国当前的影子银行还处在较为早期的形式，没有呈现在这次危机中暴露了大量风险的资产证券化形式。总的来看，我国的影子银行还主要是对贷款利率管制和数量型调控的规避，其中的金融创新水平还相对较低。

从影子银行对我国经济的影响来看，我们也发现其对于当前中国经济有微弱的正向影响，并没有呈现较大的负面效应。同时，这种影子银行模式系统性风险也不高。系统性风险可以参考表 2-3-2 所列示的 8 方面信息。从这 8 个方面来看，信托贷款并不具有太强的系统传染性，风险是可控的。

表 2-3-2：金融业务系统性风险判断表

什 么 业	1.业务性质	● 对金融体系的潜在好处？
-------	--------	---------------

业务？ 如何运行？ 广泛性如何？	● 什么业务？ ● 参与人是谁？ ● 向谁提供什么服务？	● 对整体经济的潜在好处？
	2.业务一般特征 在何种程度上业务涉及如下方面： ● 业务提供方使用杠杆 ● 业务提供方使用期限转换 ● 业务提供方使用流动性转换 ● 业务使用方获得上述服务的便利性	● 其他主体参与信用风险转移的便利性 ● 业务提供方使用抵押物 ● 向顾客提供存款类似的产品 ● 提供业务如果失败，对其他主体的风险影响
	3.业务规模 ● 是否有对于规模的统计，其规模是如何演进的	● 谁收集数据
业务具有何种风险	4.业务风险 ● 什么事件标志这个业务失败？如何发生？ ● 谁将会受到失败的影响，将会受到什么损失	● 业务失败对于市场基础设施是否有损害？具体说来，业务失败将会导致： ✓ 侵蚀金融系统信心； ✓ 导致金融系统其他地方出现扭曲或者风险暴露； ✓ 削弱金融系统其他部分的核心功能？
主体环境	5.业务参与人的风险 ● 一般来说，是否有理由相信考虑到业务与其他金融部分相联系后会改变这项业务的风险？	
金融系统环境	6.与金融系统其他部分联系的风险 ● 以何种方式，在什么程度上这种业务与金融系统其余部分联系？ ✓ 与被管制的主体 ✓ 与未被管制的主体 ✓ 与零售消费者 ● 从事相关业务的主体数量是否足以引致系统性风险？	● 这个业务是否会创造或者强化某种具体联系？ ● 一般来说，是否有理由相信考虑到业务与其他金融部分相联系后会改变这项业务的风险？
信息披露	7.信息披露和透明性 ● 是否足够透明允许市场监管者和参与者评价业务的风险？	● 信息披露是否足够保证市场参与者使用这个产品？
当前监管	8.监管 ● 业务主体采用哪些措施降低风险？这是否受到有效监督？ ● 这个业务当前是否受到监	● 这个业务是否包含在业务对手的监管中（间接监管）？ ✓ 是否反映在对手的风险管理、资本、流动性或者集中度控制中？ ✓ 如果业务受到直接或者间接监

	管？ ● 这个业务是否直接受到监管？如果是的，是否具有如下方面： ✓ 审慎性监管-保证从事业务的主体有足够的资源抵御业务失败；或者 ✓ 产品监管-保证业务不会对市场的产品和参与者有伤害	管，是否考虑到业务潜在的系统性风险维度？ ● 业务主体或者这个行业是否存在其他形式的风险降低方式？
--	---	--

资料来源：国际金融协会（IIF,2012）

此外，从我国影子银行实质上的通道本质来看，决定其风险的在很大程度上仍属于一般的信贷风险。其缺陷在于，由于是典型的批发业务模式、资金池-资产池业务模式在一定程度上加剧了资金供求双方的信息不对称，从而使得道德风险大增，并抬升了银行的经营管理风险，这正是近期华夏银行和工商银行理财产品的问题所在。针对这一问题，银监会近期出台的关于清理理财产品的 8 号文，即是规范影子银行的宏观审慎态度的体现。虽然对影子银行的清理在短期会对流动性产生冲击，但通过货币政策（总量调控）是可以进行对冲的。

总的来看，虽然当前影子银行问题并不突出，还不如地方政府融资平台等在银行的贷款和发行的债券可能产生的系统性金融风险。但是，我国影子银行未来的发展是需要保持警惕的。首先，我国的民间融资和网络金融平台贷款发展十分迅猛，这两个模式具有较强的传染性，是未来的主要风险来源。其次，在今年，证监会推动了券商的资产证券化进程。这是券商业务创新的一部分。但是，这次危机表明，资产证券化是一项具有极高风险的活动。在当前西方，这类金融活动已经大幅减少。未来我国如果推动资产证券化业务，需要高度警惕可能带来的风险。

第二、在主要国家量化宽松的政策推动下以及我国信贷结构缺陷，使得利率管制下的监管套利风险也逐步显现，未来随着利率市场化推进以及资本项目逐步开放，监管套利风险将有所降低

当前我国利率管制下的监管套利主要体现在两个方面。第一，在主要国家竞相推出量化宽松政策的背景下，为追逐人民币利差和汇率差的双重收益，热钱大举涌入国内。这种套利交易，反过来又再次推高人民币被动升值。数据显示，一季度新增外汇占款已超过 1.2 万亿元，4 月当月新增外汇占款 2,943.54 亿元，

继续高位运行。

图 2-3-3：2013 年以来外汇占款大幅增加

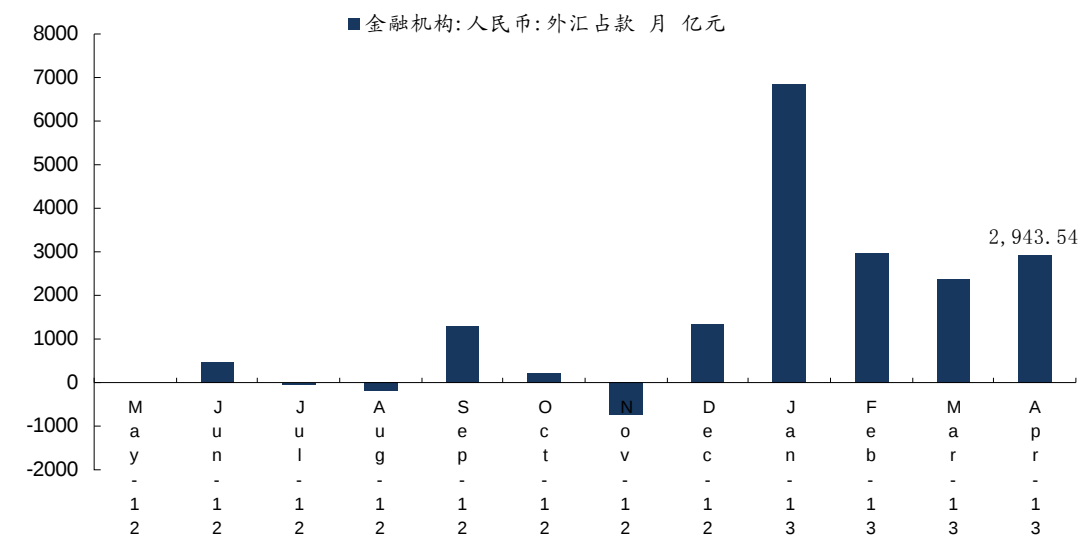
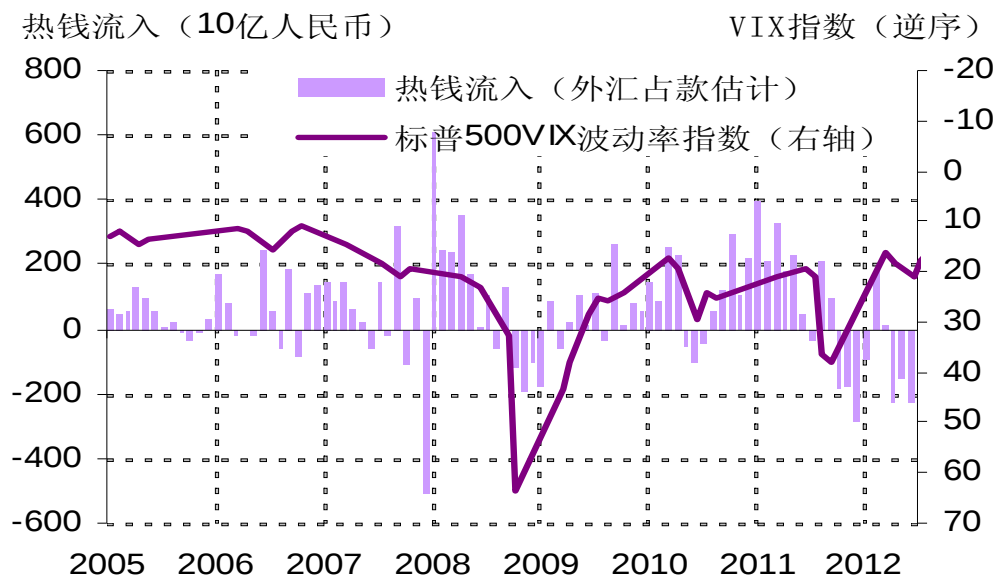
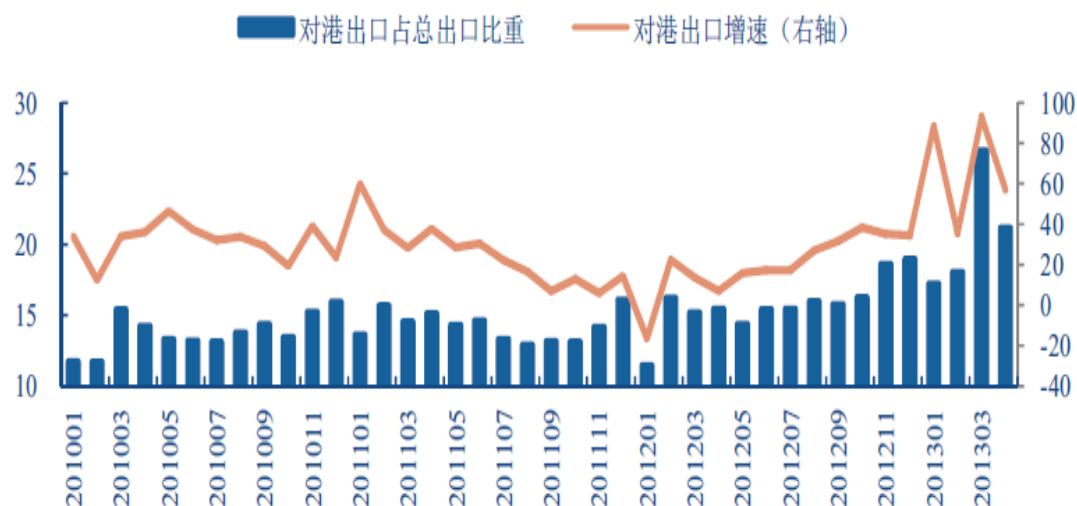


图 2-3-4：热钱流入预期增强



数据显示，2013 年前四月热钱流入分别为 4,425 亿、1,481 亿、1,635 亿和 1,282 亿元。此外，热钱的大幅流入也可以从近期出口的骤然增长看出一些端倪。4 月，国内对香港出口增速为 57.2%，对港出口占总出口的比重为 21.1%，增速和占比数据仍显著高于历史水平，对港出口异常与因热钱流入而导致的虚假贸易不无关系。

图 2-3-5：对港出口增速和占比显著高于历史水平



第二，“金融脱媒”的趋势导致企业跨市场套利机会增加。由于资金资源存在结构性错配的缺陷，大型国有企业在融资渠道和融资成本具有先天优势，而民企和中小企业则在融资过程中承担融资成本过高或者融资困难的现象。当前 AA 级企业债收益率保持在 6% 左右，但信托产品收益率在 8%~12% 之间，民间借贷的回报率更高达 15% 以上，在此背景下，具有融资优势的企业更具有动力去将募集基金投向金融市场，而非用以生产性投资。

图 2-3-6：企业发债利率低于信托收益率

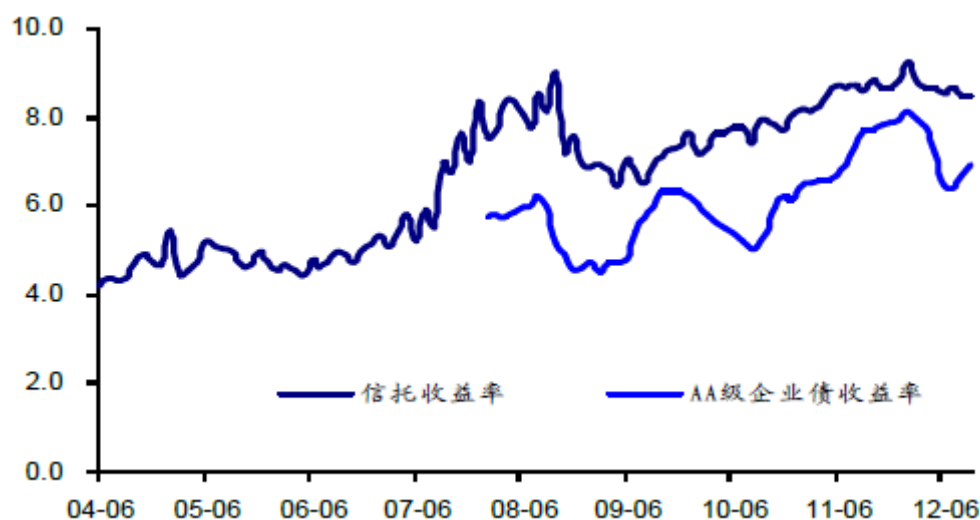
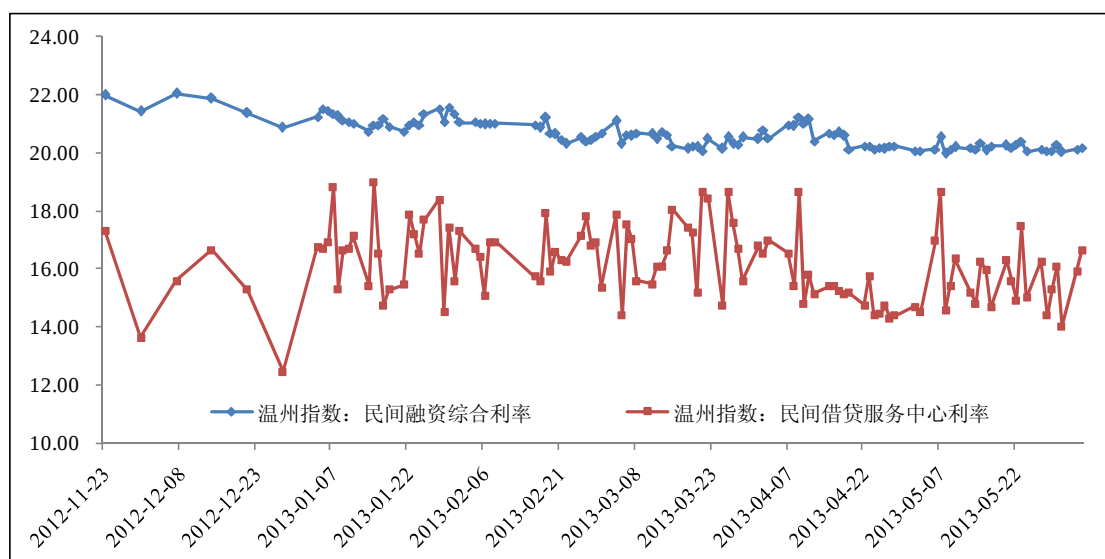


图 2-3-7：民间借贷利率高企



3、房地产市场的回暖再次成为威胁金融体系稳定的潜在冲击来源，但事实上，就中期而言，我国房地产市场呈现一定的结构性特征，一线城市较高房价仍将获得一定支撑，泡沫风险较低。

自 2012 年下半年以来，由于前期压抑的需求集中释放，各地房地产市场呈现量价齐升的局面，同时，房地产投资规模也不断扩大，房地产商拿地热情有所修复。

2013 年 1~5 月份，全国房地产开发投资 26,798 亿元，同比名义增长 20.6%。其中，住宅投资 18,363 亿元，增长 21.6%，增速较上月提高 0.3 个百分点，占房地产开发投资的比重为 68.5%。1~5 月份，商品房销售面积 39,118 万平方米，同比增长 35.6%。土地市场交易方面，1~5 月，全国土地成交价款高达 2,718 亿元，同比增长 3.7%，房地产拿地热情有所修复。

图 2-3-8：房地产投资及销售回暖



针对房地产市场的回暖，国务院出台房地产调控的“新国五条”调控房价，

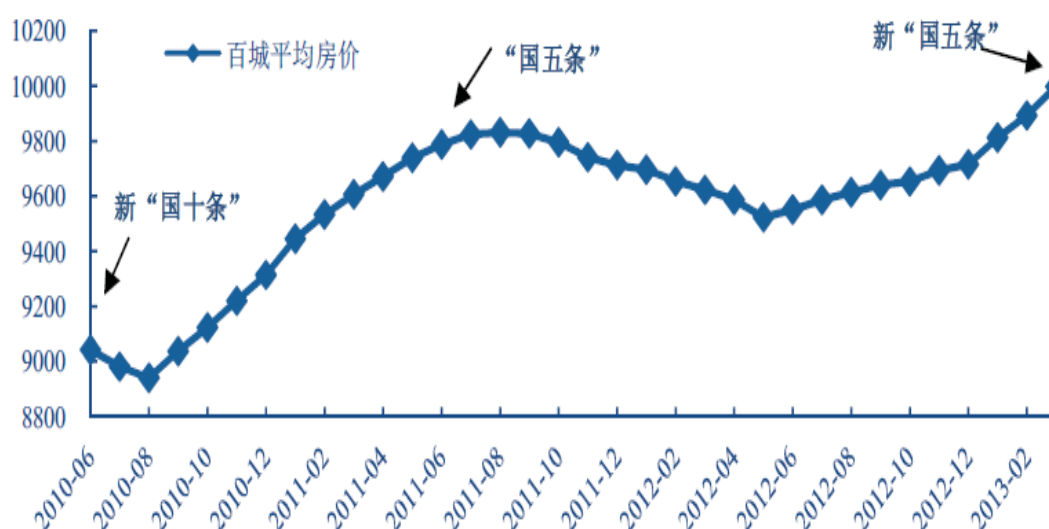
但通过各地实施细则来看，地方对严格执行该措施的积极性并不高，大多数城市细则的出台时间均在国家规定的最后一天，且细则内容相对宽松。仅北京、上海、天津等一线城市严格执行，究其原因在于此轮的房地产市场回暖呈现了结构性的特点，北京等一线城市增速较快，而其他城市房价则相对平稳。

表 2-3-3：新国五条各地细则

地区	细则主要内容
国家	完善限购、按照 20% 差额征收个税、增加普通商品房和保障房供给
北京	单身限购、严格 20% 个税征收、新房限价
上海	严格 20% 个税征收、二套限制、三套停贷
天津	依照 20% 征收个税、房价涨幅低于人均可支配收入实际增幅
深圳	杜绝规避限购的措施、房价涨幅低于人均可支配收入实际涨幅
广州	价格涨幅低于城镇居民家庭人均可支配收入的实际涨幅，限购略有强化
合肥	价格涨幅低于城镇居民家庭人均可支配收入的实际涨幅
杭州	价格涨幅低于城镇居民家庭人均可支配收入的实际涨幅
南京	价格涨幅低于城镇居民家庭人均可支配收入的实际涨幅
厦门	价格涨幅低于城镇居民家庭人均可支配收入的实际涨幅

我们预计，短期内，在“新国五条”的调控下，房地产市场成交量将下滑，房价有所回落，但中长期来看，北上广深等一线城市由于聚集了更多的教育、医疗等公共服务资源，其房价将获得一定的支持，从这个角度来看，一线城市的房地产泡沫问题并不严重，存在一定的高估。

图 2-3-9：短期房价将有所回落，但长期一线城市房价仍将获得支撑

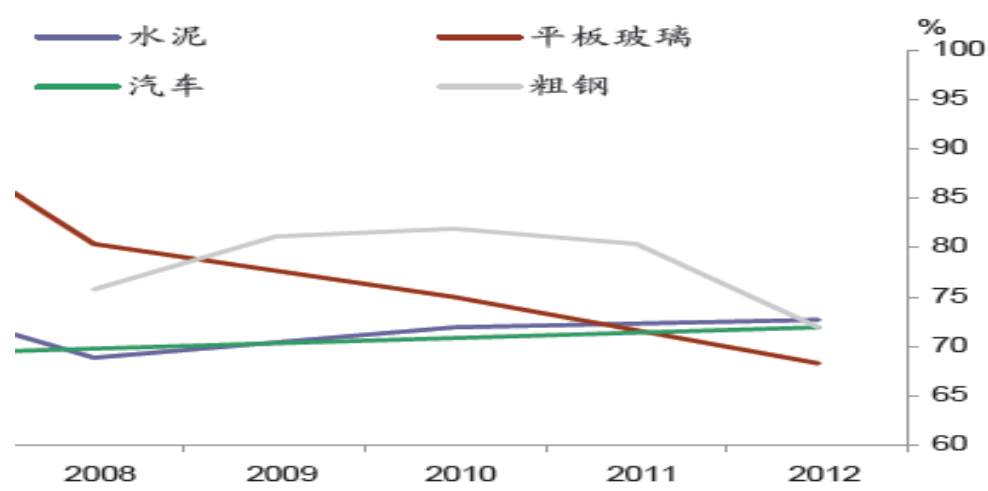


4、部分行业产能过剩风险仍在积聚，经济增长的惯性和产业结构调整长期性使得产能过剩以及由此可能引发的银行呆坏账风险成为威胁我国经济系统稳定

的系统性风险。在短期“保增长”的背景下，“调结构”的任务将变得更加复杂化，但长期来看，通过兼并重组淘汰落后产能、化解产能过剩矛盾将成为我国经济结构调整的重心，也是中央经济调控的重中之重。

受国际金融危机影响，我国前期为满足国内外市场需求配置的制造业产能严重过剩，特别是钢铁、有色金属、建材、煤化工、造船等传统行业和多晶硅、风电设备等部分新兴产业问题严重。行业产能利用率不足 75%为严重过剩，2012 年，我国粗钢产能利用率为 72%，水泥为 72.7%、平板玻璃为 68.3%、汽车为 72%，电解铝为 72.2%。即使制造业增速恢复到历史平均水平，相关行业的过剩产能仍然难以消化。目前部分存在产能过剩的行业投资仍在增长，而且大多为现有水平的重复投资，新的中低端产能继续积累，导致过剩程度进一步加剧。

图 2-3-10：部分行业产能过剩严重



具体以钢铁行业和光伏行业为例，2012 年我国人均粗钢产量达到 0.53 吨，美国人均产量的峰值是 0.65 吨，日本稳定在人均 0.8 吨左右，这意味着中国粗钢产量增速的空间有限，包括水泥在内的制造业投资增速将趋于下滑。

图 2-3-11：从人均粗钢产量国际比较来看，未来增长空间有限

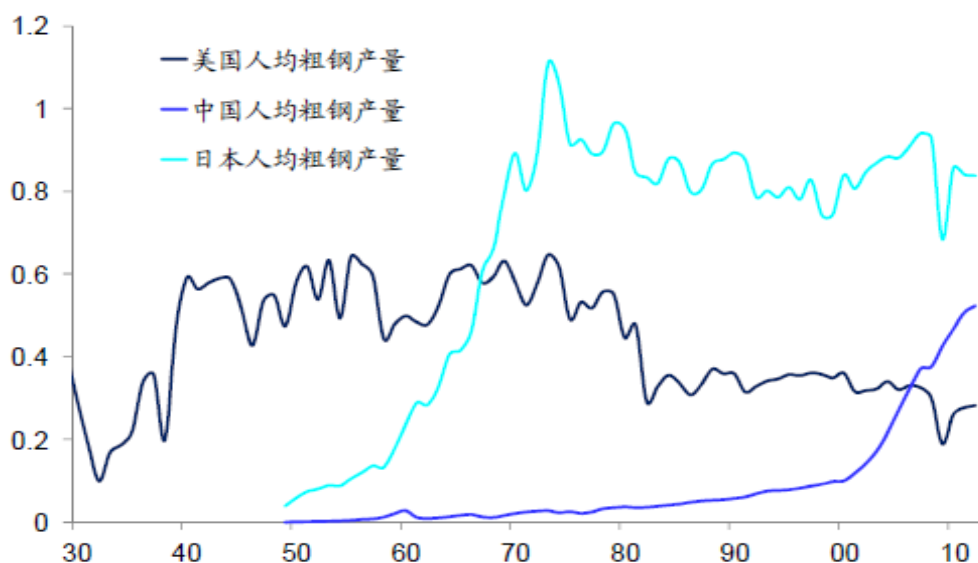
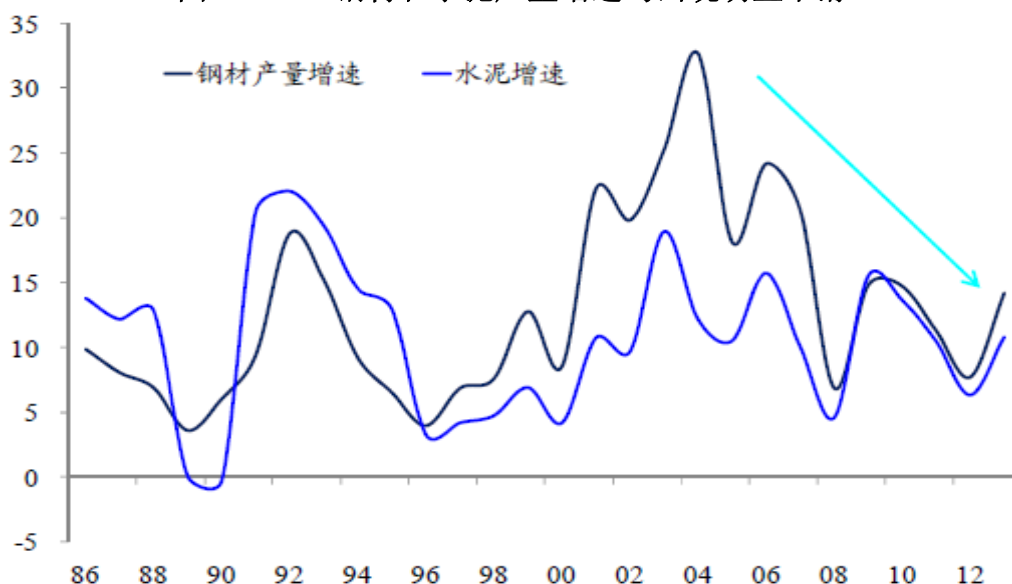


图 2-3-12：钢材和水泥产量增速均出现明显下滑



产能过剩矛盾在光伏行业的体现更为突出，国内光伏全产业链价格在 2012 年持续下滑，单从国内市场来看，即便再经过 2012 年“去产能”过程（国内二、三线多晶硅厂商停产，已经基本转化为无效产能，退出市场，国内一线多晶硅厂商长期停产，有效产能减少），2012 年国内仍然开工的多晶硅厂的年产能合计仍超过 10 万吨，对应的组件出货量为 16.67GW 以上，而目前国内组件需求端的出货量仅仅为 5GW。

图 2-3-13：国内主要企业硅片平均出厂价格（含税）

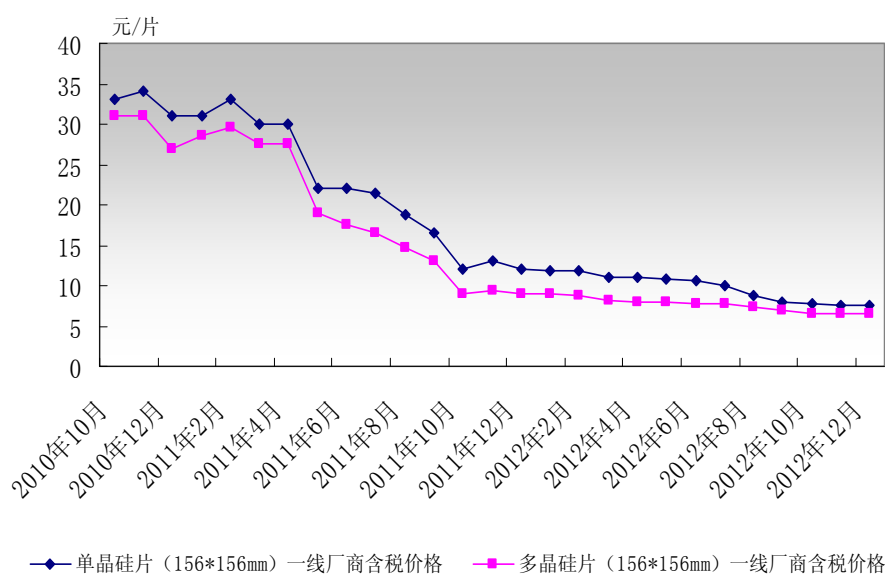
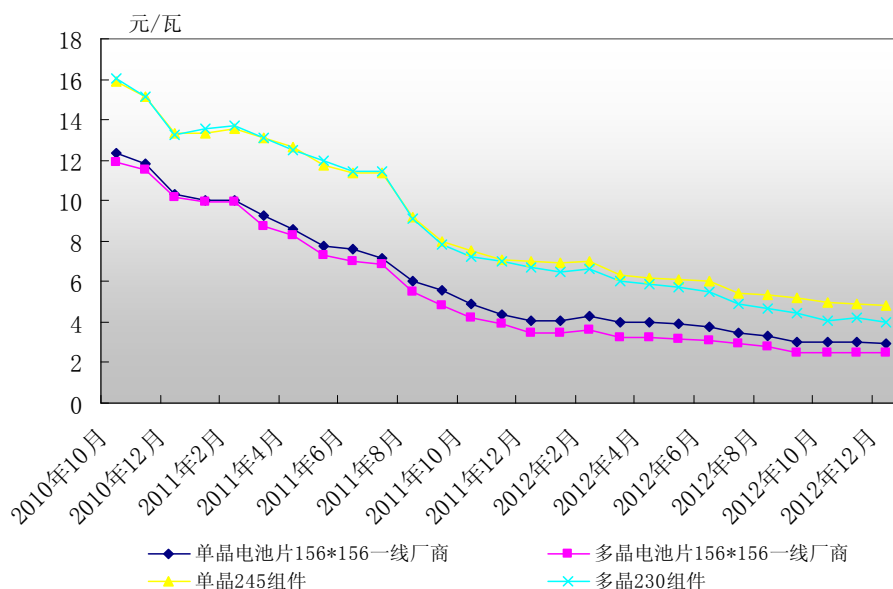


图 2-3-14: 国内主要企业电池片和组件平均出厂价格 (含税)



在产能过剩矛盾凸显的同时，其潜藏的金融风险也在不断显现。仍以光伏行业为例，目前国内主要上市光伏企业资产负债率不断高企，应收账款占流动资产的比重也在不断攀升，行业债务偿付危机加重。作为行业龙头的无锡尚德破产，直接导致包括农行、工行、中行在内的 9 家债权银行对其 71 亿元的贷款风险敞口暴露。

图 2-3-15: 主要上市光伏企业资产负债率变化情况

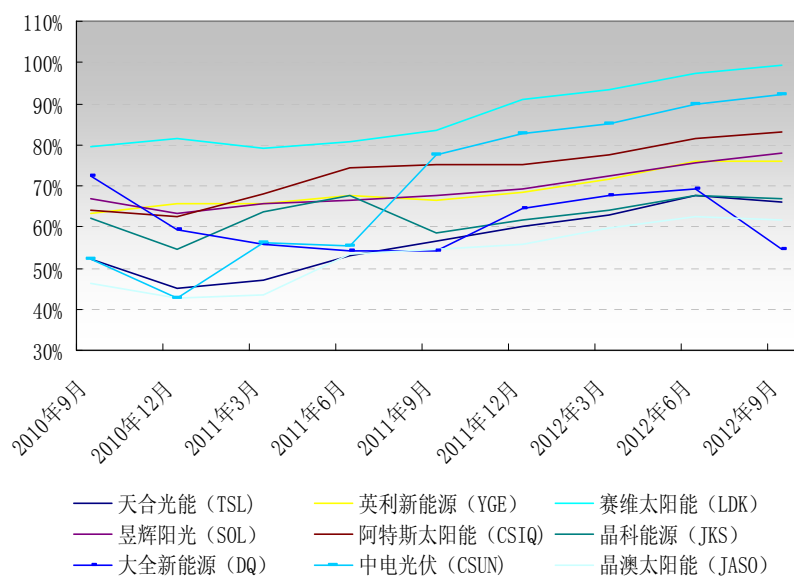
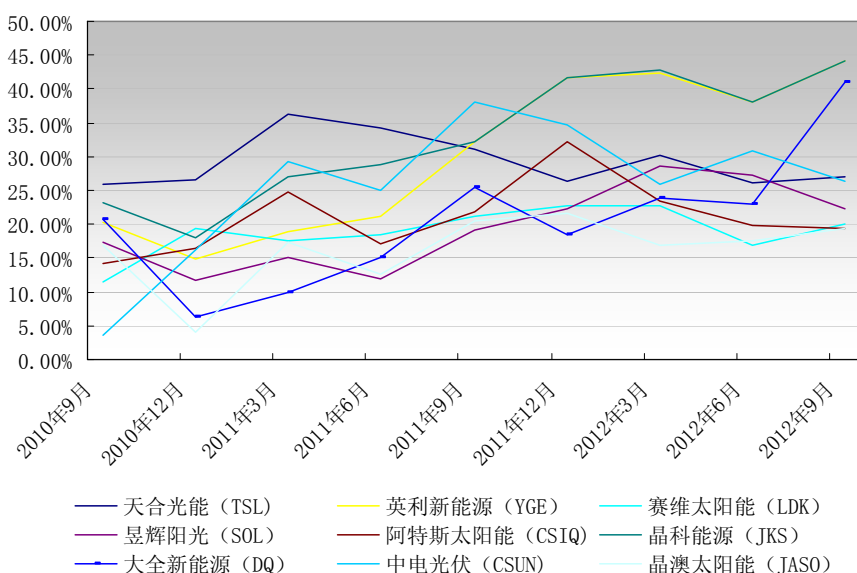


图 2-3-16：主要上市光伏企业应收账款占流动资产比例



产能过剩行业的金融风险，反映在数字上，就是中国银行业不良贷款余额的持续上升。从 2011 年第四季度开始至今的六个季度里，商业银行不良贷款余额逐季度上升，已经从 2011 年 9 月末的 4,078 亿元，连续上升至 2012 年末的 4,929 亿元，今年一季度，这一不良贷款金额的数字继续上升，达到 5,265 亿元，不良率 0.96%。银监会年报显示，从行业看，2012 年银行不良贷款余额最多的是制造业，达到 1,770.7 亿元，不良率为 1.6%。统计分析认为，银行体系逾万亿的不良资产主要集中在产能过剩行业。在短期看来，产能过剩及其可能引发的银行系统呆坏账风险亟待关注。

5、在全球流动性宽松的背景下，我国流动性泛滥风险凸显，在货币空转现象加剧的同时也要警惕其可能引发的潜在通胀风险

综合来看，当前日益凸显的宏观经济五大风险即是我国经济深层次内在性矛盾和资源配置扭曲加剧的集中体现，也是制约当前经济复苏回暖的刚性约束。如果这些矛盾不能得到及时解决，经济复苏只会是昙花一现，增长的内生性动力不足。目前来看，该问题的解决方案均指向要素市场改革和经济体制层面的改革。

四、下半年宏观经济总体将呈回升态势，但由于深层次结构矛盾和资源错配是一个缓慢的过程，预计回升的力量有限，短期内经济增长即存在一些积极因素，也存在一些不确定性

由于整体经济趋势性增长动力不足、宏观政策调控的增长约束加强以及改革观望期等多种因素影响，决定了下半年经济回升的力量有限，短期内经济增长即存在一些积极因素，也存在一些不确定性。

1、从外围环境来看，美国、欧元区和日本等主要经济体的经济状况明显改善，我国出口形势整体向好

第一、全球 PMI 指数和相关先行指数表明全球经济复苏趋势显现；此外，全球流动性宽松，金融风险大幅下降

5 月份，全球 PMI 指数为 53.1，较 4 月份反弹力度较大；其中服务业 PMI 指数为 53.7，制造业 PMI 为 50.6，均出现较大的改善；此外，从 OECD 综合领先指数来看，自 2012 年下半年以来，该指数一路上扬。综合来看，多种指标参数表明，全球经济复苏的态势不断强化。

表 2-4-1：全球 PMI 指数不断改善

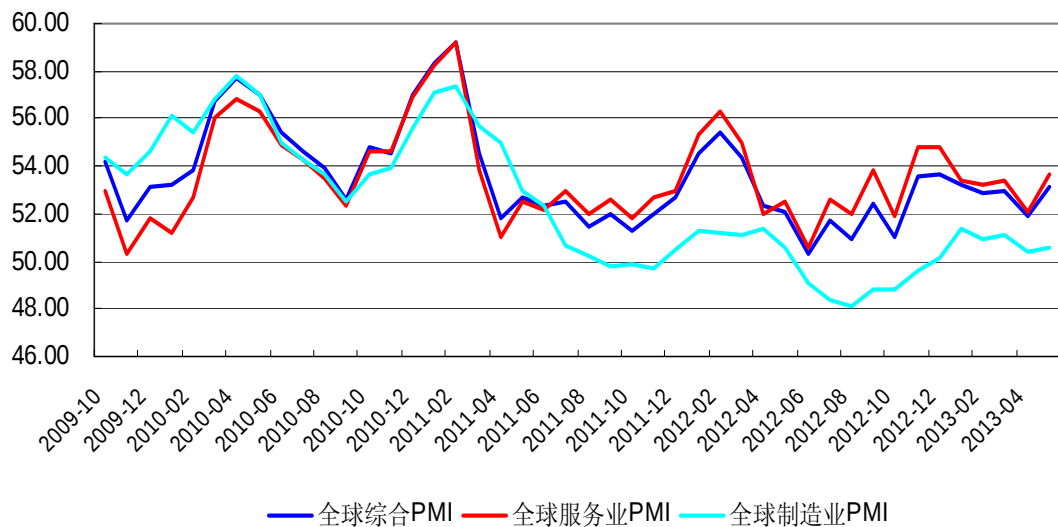


图 2-4-2: OECD 综合领先指数自 2012 年下半年以来一路上扬

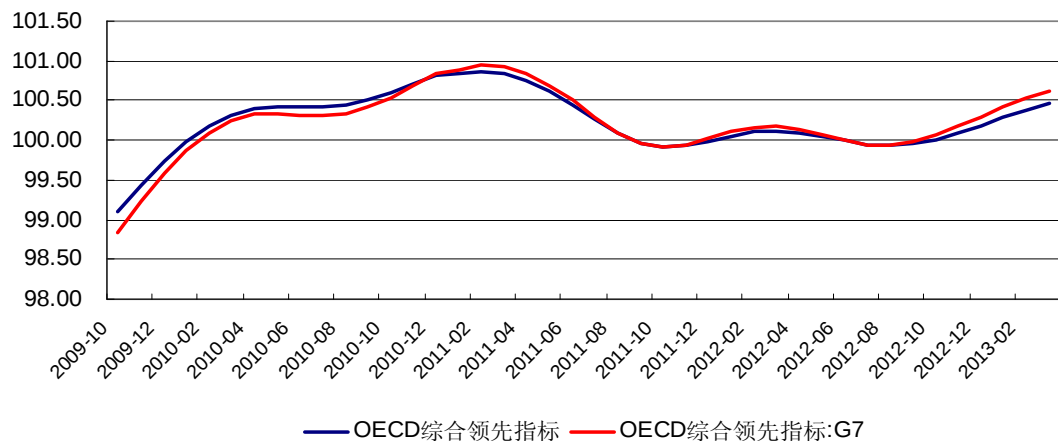


表 2-4-1: 主要国际机构对全球经济预测

区域	实际 GDP 增速预测					
	IMF (2013.4)		World Bank (2013.1)		OECD (2013.5)	
	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
全球	3.3%	4.0%	2.4%	3.1%	3.1%	--
发达经济体	1.2%	2.2%	1.3%	2.0%	--	--
美国	1.9%	3.0%	1.8%	2.8%	1.9%	2.8%
欧元区	-0.3%	1.1%	-0.1%	0.9%	-0.6%	1.1%
日本	1.6%	1.4%	0.8%	1.2%	1.6%	1.4%
英国	0.7%	1.5%	--	--	0.8%	1.5%
新兴经济体	5.3%	5.7%	5.5%	5.7%	--	--
中国	8.0%	8.2%	8.4%	8.0%	7.9%	8.3%
印度	5.7%	6.2%	6.1%	6.8%	5.3%	6.4%
巴西	3.0%	4.0%	3.4%	4.1%	2.9%	3.5%
俄罗斯	3.4%	3.8%	3.6%	3.9%	2.3%	3.6%

此外，近期以来，全球央行分别推行相对宽松的货币政策，导致全球流动性宽松。另外，随着欧债危机的缓和，威胁全球的金融风险也大幅降低。

图 2-4-3：主要国家五年期国债 CDS 下降

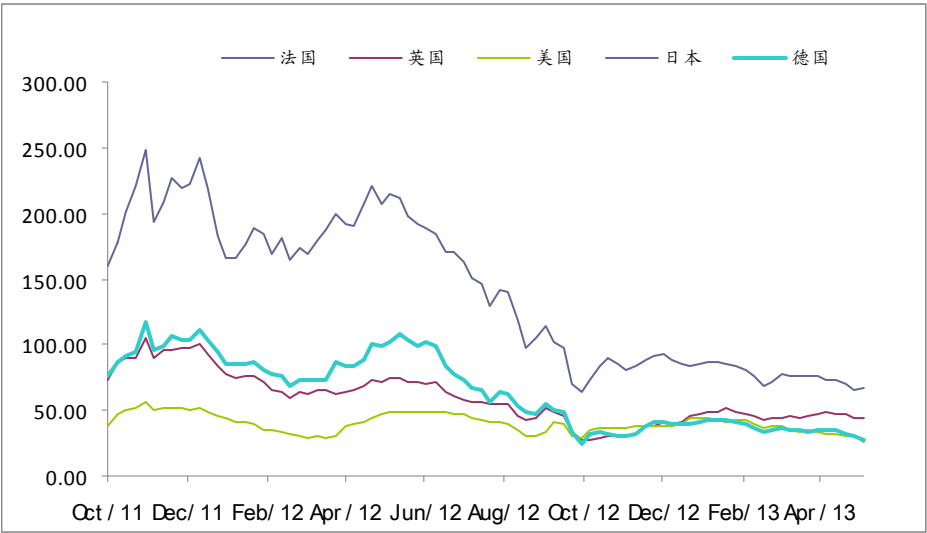
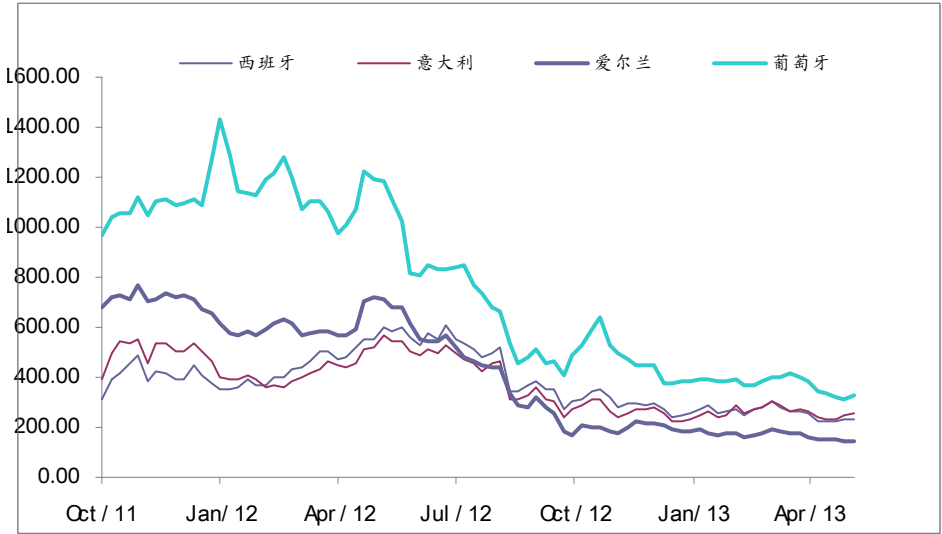


图 2-4-4：欧债危机缓和

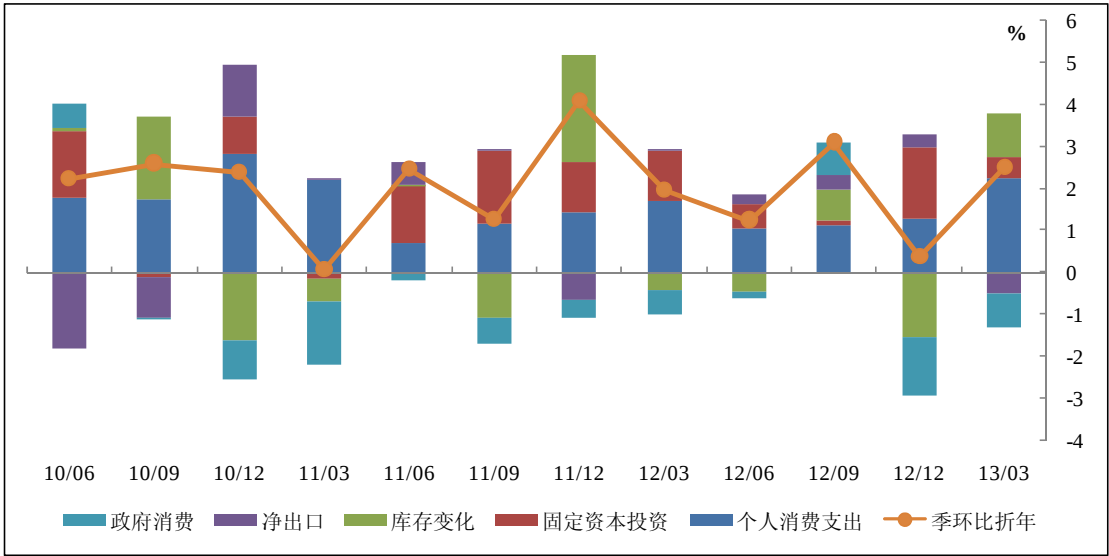


第二、美国经济复苏显著，多个宏观经济参数改善明显，2013 年美国经济超预期好转为中国经济增长提供了一定支撑

从最新公布数据来看，美国经济复苏形势日渐明朗，就业及房地产市场持续复苏。1 季度美国 GDP 季环比增长 2.5%，其中，消费贡献了 2.24 个点，投资贡献了 1.56 个点，贸易造成了 0.5 个点的损失，政府支出造成了 0.8 个点的损失。从结构上来看，美国经济增长的主动力表现强劲。作为全球经济的主要引擎，一旦美国复苏形势稳定，庞大的消费需求必然会更大程度上拉动全球制造业，从而

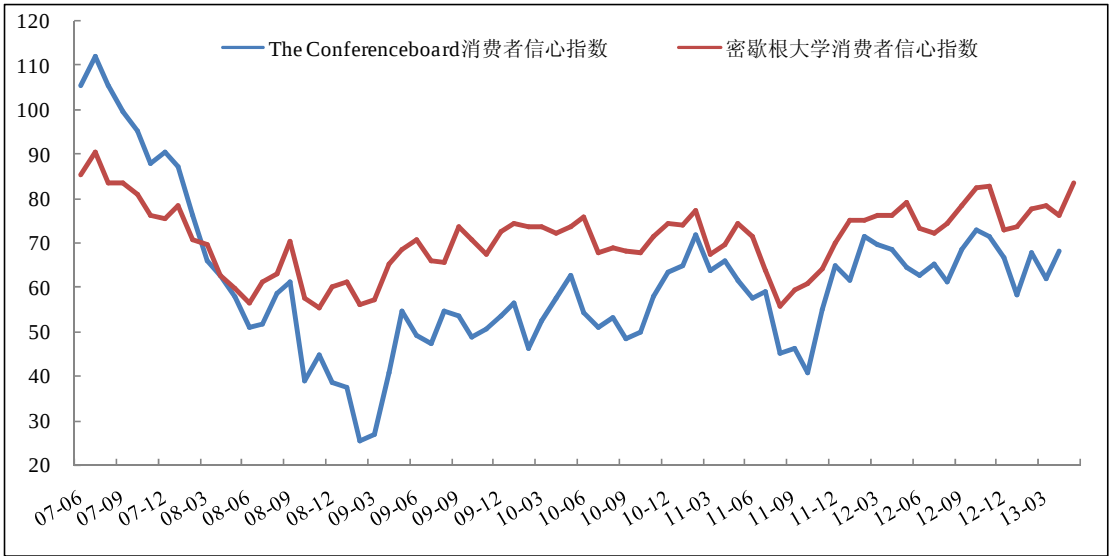
利好中国经济。

图 2-4-5：美国经济复苏形势日渐明朗



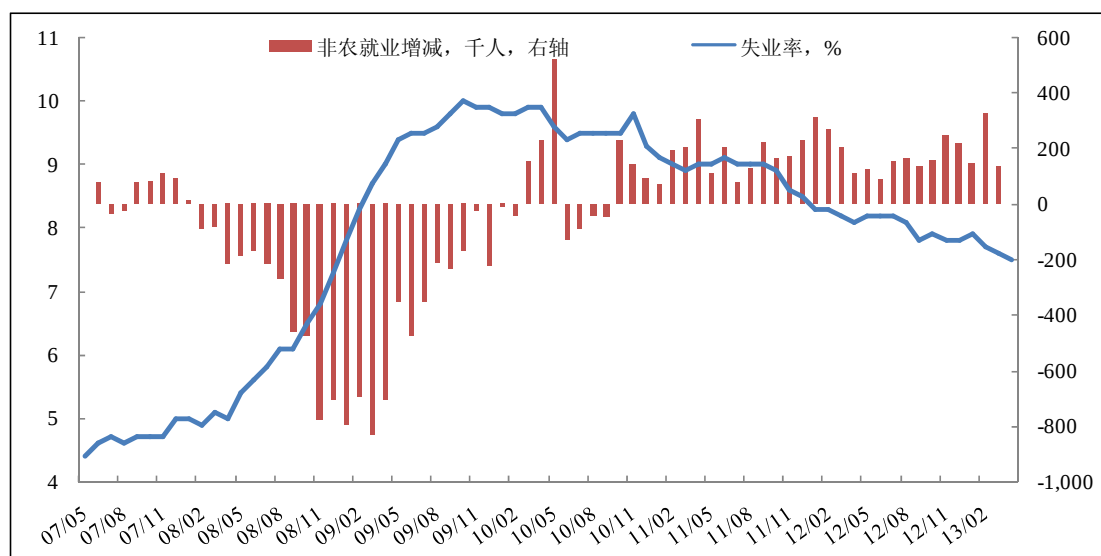
作为美国经济主引擎，美国消费增长的结构悄然优化。2013 年一季度，美国消费增长 3.2%，不仅高于 2012 年季均的 1.83%、危机期间季均的 0.78%，还已接近 1947 年以来 3.37% 的历史均值。更值得注意的是，美国消费增长呈现出具有稳定性的结构特征：商品消费为消费增长提供了 1.12 个百分点的贡献，较上一季度下降了 0.33 个百分点，服务消费则提供了 2.07 个百分点的贡献，较上一季度增加了 1.68 个百分点，商品和服务消费的此消彼长让美国消费结构靠近其 1947 年以来的传统结构。与此同时，美国消费者信心指数也有所恢复，4 月份密歇根大学消费者信心指数终值为 76.4，高于经济学家预期的 73.5。

图 2-4-6：美国消费者信心指数上扬



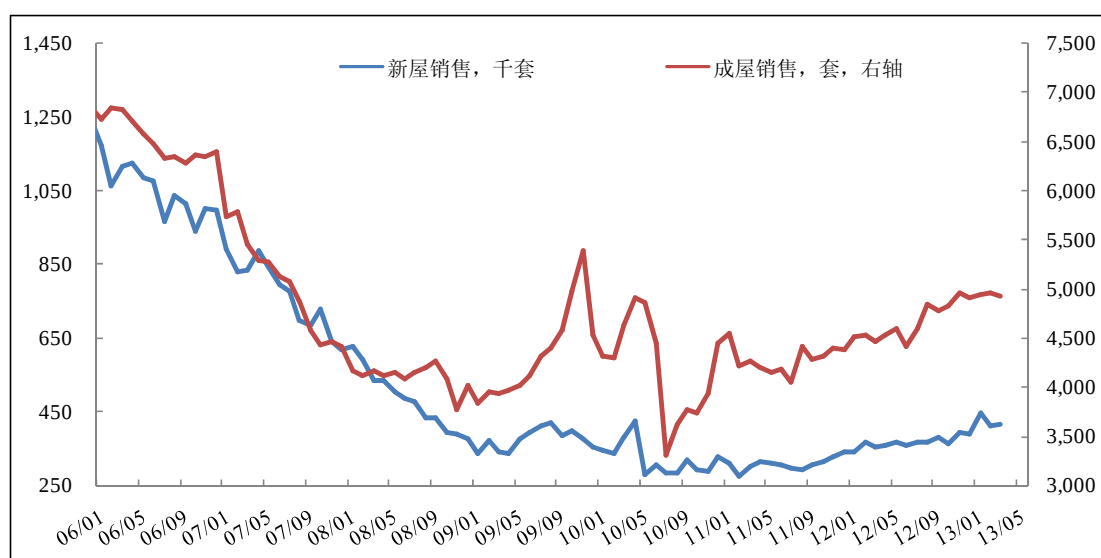
就业形势好转和房地产市场的复苏是本轮拉动美国经济复苏的主要动力。从就业市场情况来看，5 月份美国非农业部门新增就业岗位 17.5 万个，失业率较前月上升 0.1 个百分点至 7.6%。

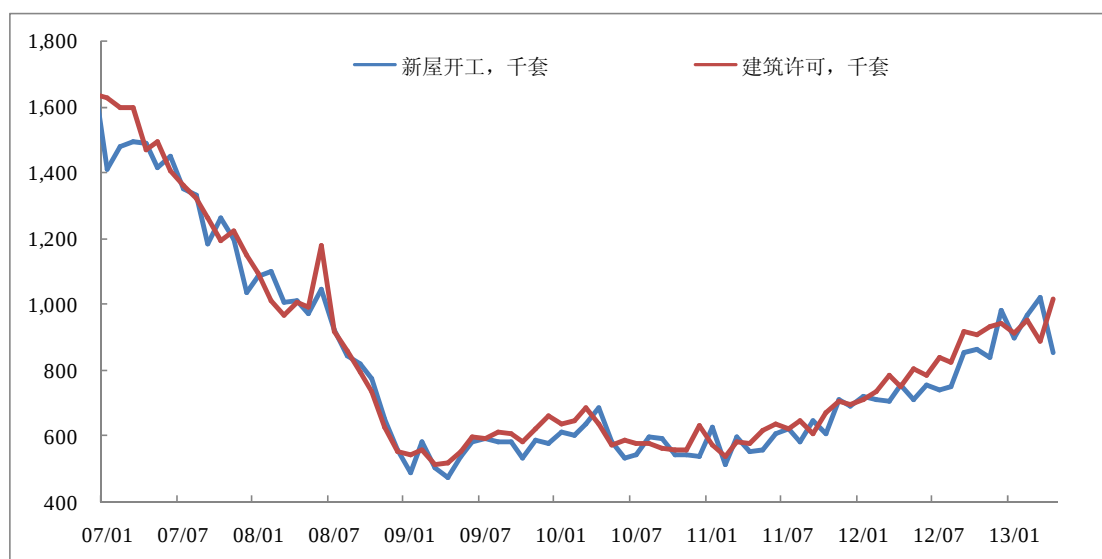
图 2-4-7：美国就业形势



房地产市场方面，4 月份美国旧房销售量环比上升 0.6%，旧房销售价格继续同比增长，楼市复苏势头依旧强劲。数据显示，4 月份美国旧房销售量经季节调整按年率计算为 497 万套，较去年同期增加了 9.7%，连续第 22 个月同比上升。自 2006 年初泡沫破裂后，美国房地产市场一直处在调整进程中，2012 年起美国楼市出现触底反弹迹象，住房价格和销量均上升，止赎案减少且可用存量也下降，预计 2013 年美国房市复苏将进一步增强。

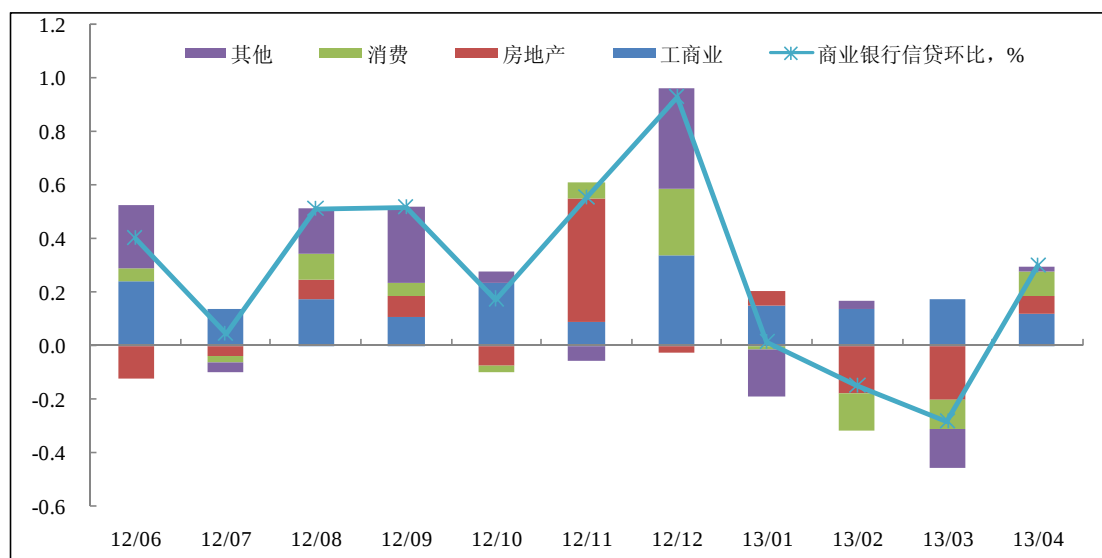
图 2-4-8：美国住房市场

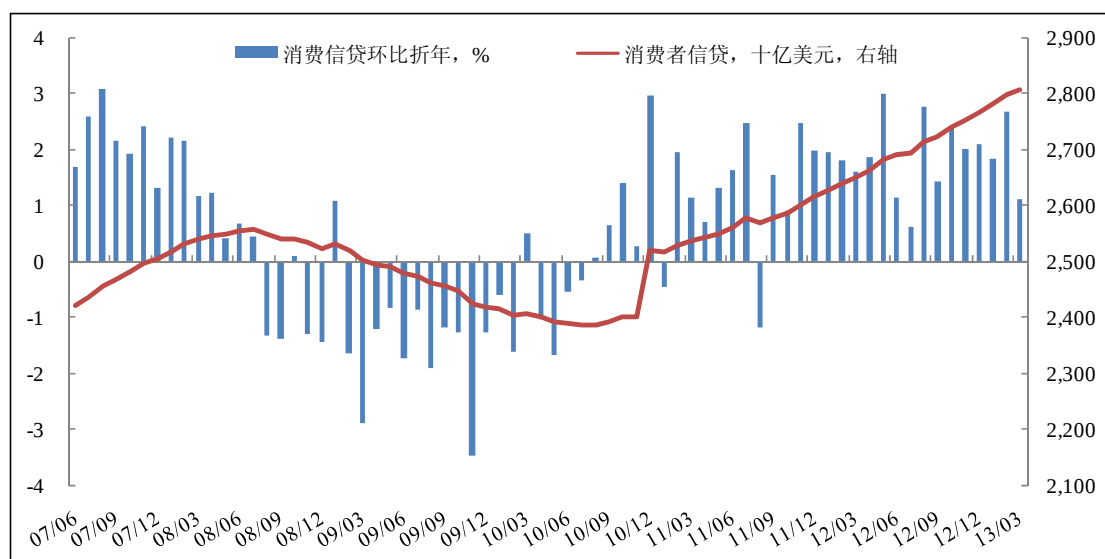




2013 年一季度，美国个人储蓄存款占可支配收入的比例已从上一季度的 4.7% 降至 2.6%，这一水平恰与危机爆发前 2007 年一季度完全一样；2013 年一季度，少于 10 万美元的美国工商业贷款利差从上一季度的 4.01% 进一步降至 3.94%，不仅低于 2008~2012 年危机期间的 4.15%，还低于 1986 年以来历史平均的 4.08%，表明美国小企业正从金融体系恢复中获得更好的资金支持，经济增长的微观基础进一步得到巩固。

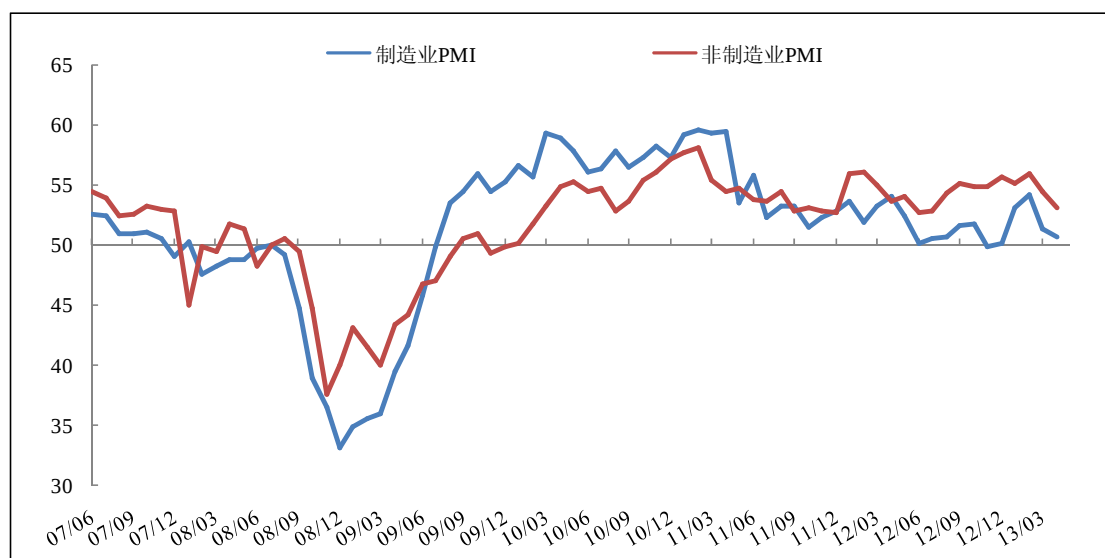
图 2-4-9：美国信贷增速





受制于中国和其它新兴市场增长减速，5 月份美国 ISM 制造业指数回落至 49.0，低于 50 的荣枯线。今年 2 月份，美国工厂活动指数达到近两年内最高水平，但此后随着美国政府削减预算、国外经济复苏缓慢，美国制造业活动便开始下滑。另一方面，美国 5 月 ISM 非制造业指数 53.7，为 2 月以来最高值，这一数据表明，美国总体经济状况仍然向好，而服务业这一占了该国经济重头的经济领域的总体表现状况也依旧稳健。分项数据显示，商业活动指数由 55.5 升高到了 56.5，新订单指数由前值 54.5 升高到了 56.0，库存指数由 60.5 升高至 62.5，但就业指数却由 52.0 小幅滑落到 50.1。另外，进口指数由 58.5 滑落到了 49.5。

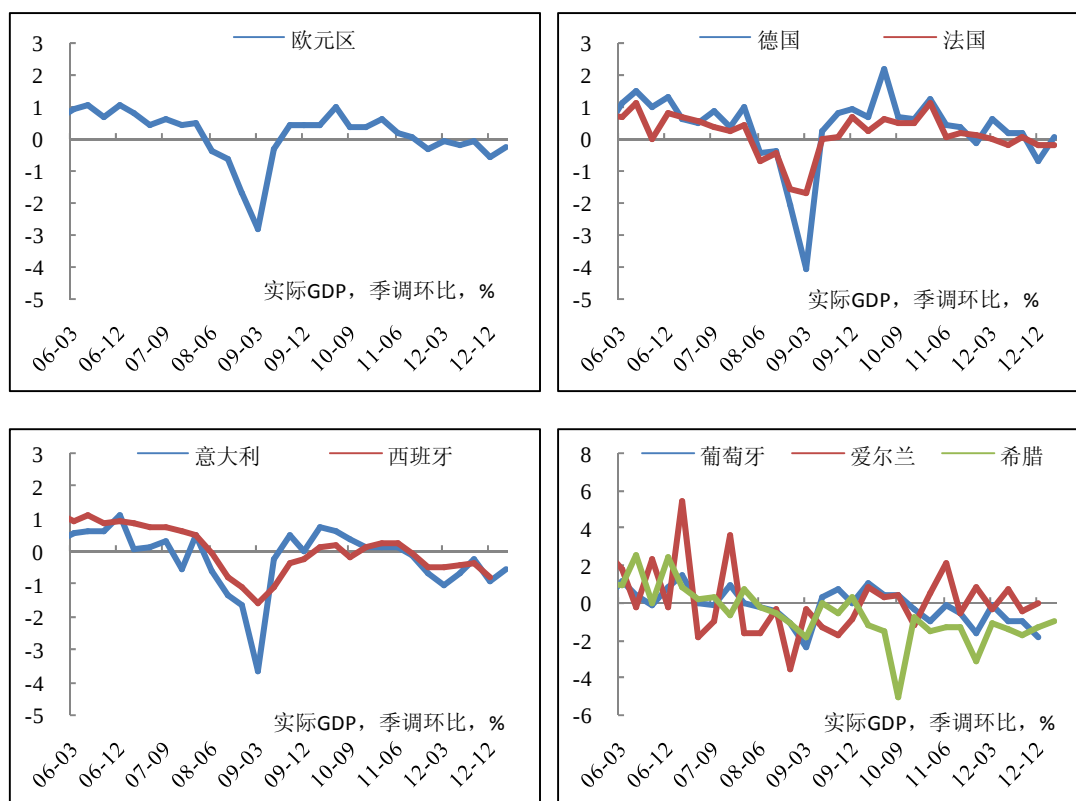
图 2-4-10：美国 PMI 指数在 50 以上



第三、欧洲经济下滑趋势放缓、主权债务危机和银行危机风险降低，但失业率仍呈现上升态势，短期来看，欧洲经济改善有限

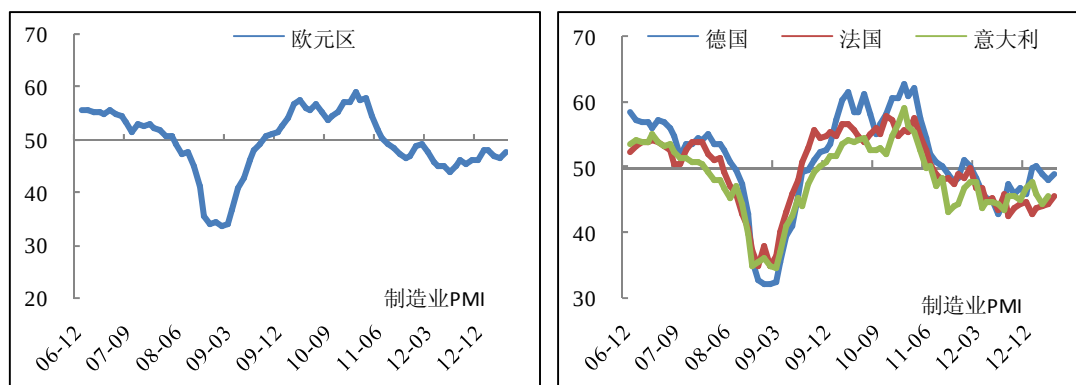
2013 年 1 季度欧元区经济连续第 6 个季度萎缩，并创下最长衰退时间记录，但下滑趋势放缓。数据显示，1 季度欧元区本地生产总值（GDP）初值同比下降 1.0%，去年四季度下滑 0.9%。欧元区核心国家表现亦不理想，德国经济小幅回升并未能弥补法国和意大利经济衰退的影响。德国联邦统计局数据显示，1 季度德国 GDP 初值环比增长 0.1%，同比萎缩 0.2%。

图 2-4-11：欧元区实际 GDP 季环比



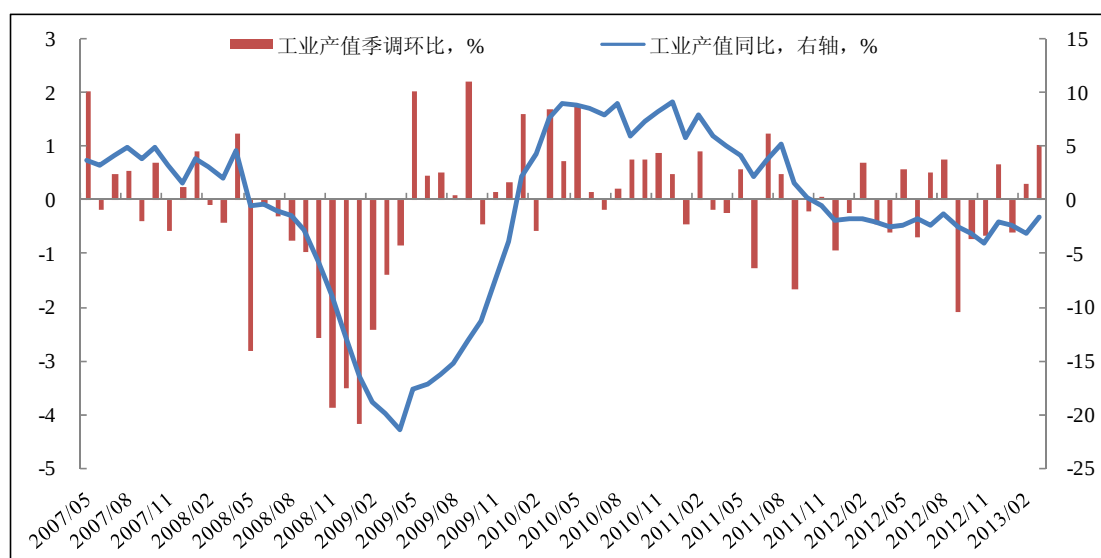
从制造业形势来看，尽管欧元区 5 月制造业采购经理人指数（PMI）终值上修至 15 个月高位 48.3，制造业萎缩幅度明显改善，但由于 PMI 仍在 50 的荣枯分水岭下，欧元区内仍大范围呈现制造业萎缩。从欧元区国家来看，德国 PMI 仍低于 50，但有所改善，法国情况类似。西班牙及意大利 PMI 亦上升。

图 2-4-12：5 月份欧元区制造业 PMI 略有回升



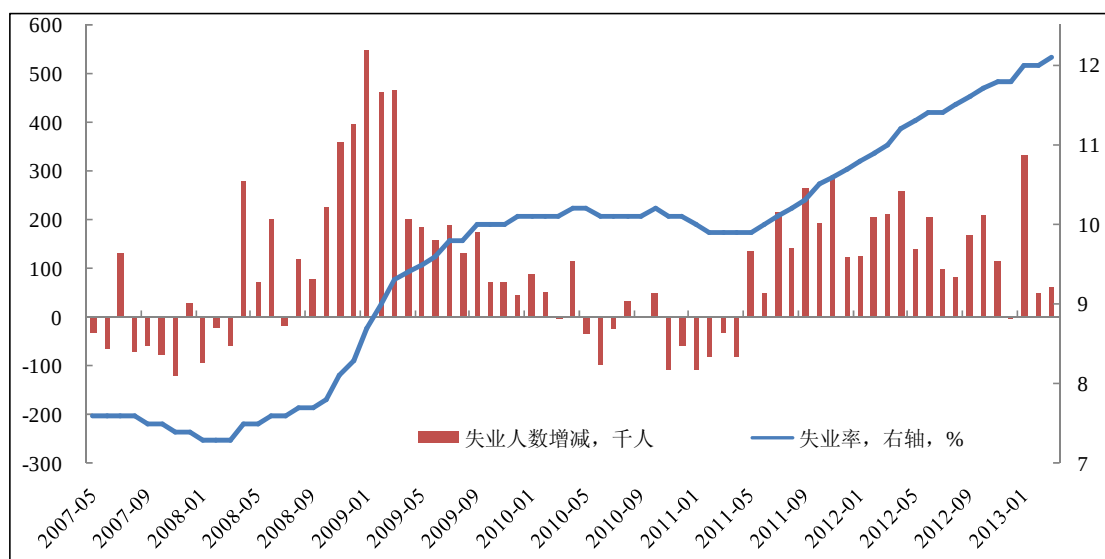
3 月份欧元区工业产值环比增长 1.0%，同比下降 1.7%，为 2012 年 8 月以来最小同比降幅。这意味着欧元区第一季度工业产值增长 0.3%，扭转了 2012 年第四季度下降 2.1%的局面，为欧元区经济在第一季度摆脱衰退带来一线希望。

图 2-4-13：欧元区工业产值



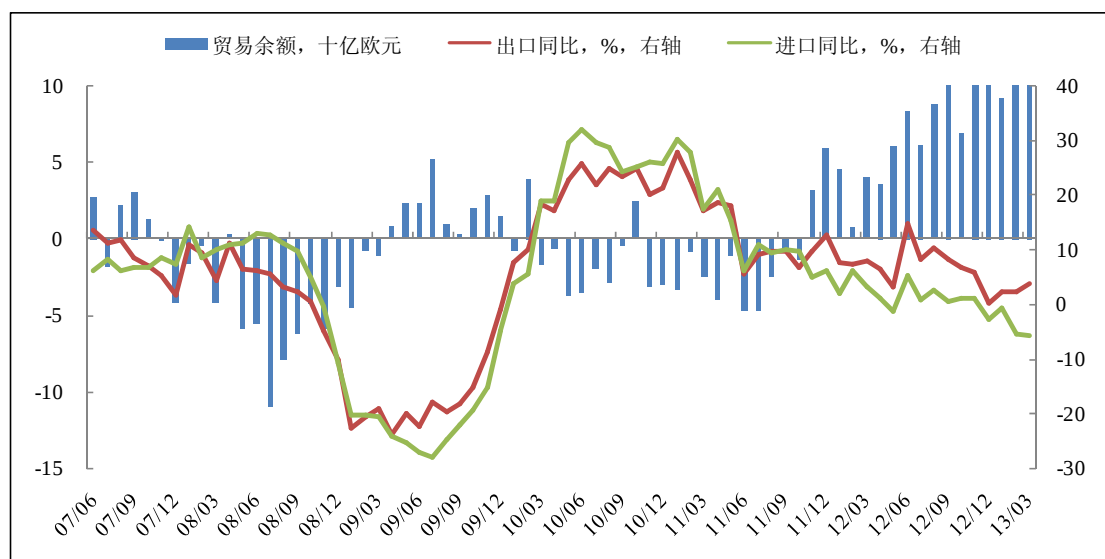
从失业率指标来看，欧元区失业仍处于高位并持续恶化的趋势，4 月底，欧元区失业率攀升至 12.2%。分国家来看，目前除了德国失业率不断下降外，其他国家均不乐观，4 月份，德国失业率为 6.9%，而法国和意大利则分别升至 11% 和 12%的水平。这不仅给未来欧洲经济的总需求蒙上阴影，更为重要的是这将使欧洲财政赤字进一步恶化，并可能带来政治上的动荡。

图 2-4-14：欧元区失业率持续恶化



受出口大幅上升、进口出现回落影响，欧元区 3 月份末季调贸易帐盈余规模扩大至 229 亿欧元，盈余规模远超预期，创 1999 年 1 月份开始记录以来的最高水平。

图 2-4-15: 欧元区贸易情况



第四、安倍经济学刺激日本经济大幅回升，长期来看，安倍新政将导致日本财政债务负担急剧上升，增大了日本未来发生主权债务危机从而陷入更深层次经济萧条的可能；短期中，因为中日政治关系的恶化和对日贸易在中国外贸比重的不断下降，日元贬值对中国大部分产品出口市场的影响有限。

2012 年底，新上任的日本首相安倍晋三推出了“面向日本经济再生的紧急经济对策”，即“安倍经济学”。安倍经济新政的目标非常明确，就是摆脱通货紧缩

和日元高估的状态，实现 3% 以上的名义增长率，增加就业，提高国民收入水平。指导其经济刺激政策组合的方针有三个：激进的宽松货币政策、灵活的财政支出政策和促进民间投资的增长战略。

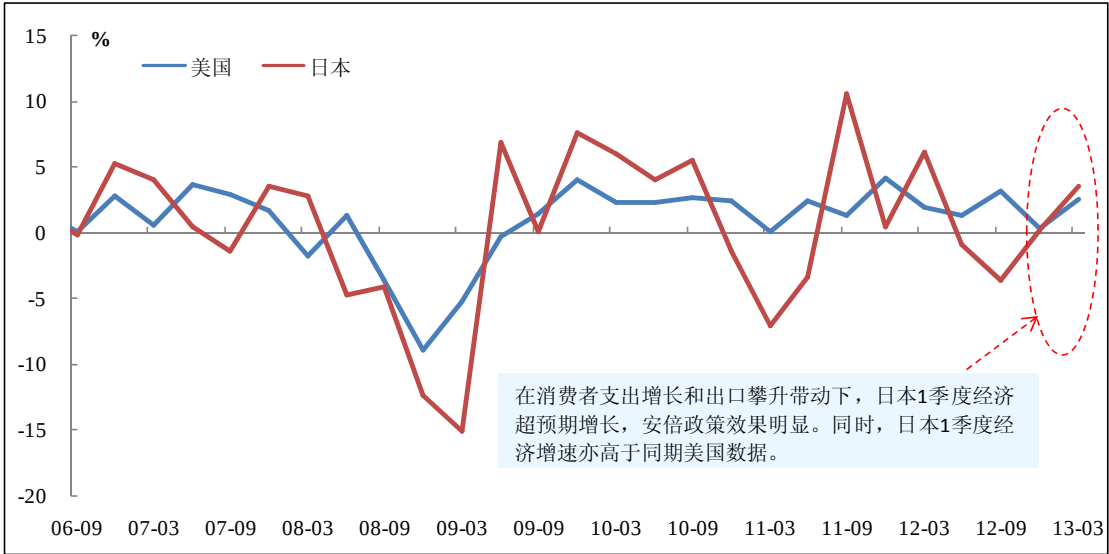
表 2-4-2：安倍经济新政的计划安排

2013 年	1 月 11 日	提出紧急经济对策
	1 月 15 日	内阁会议决定了 2012 年度补充财政预算案*
	21~22 日	日本银行货币政策会议，提出以 2% 通货膨胀率为目标，强化金融宽松政策
	2 月	2012 年度补充财政预算案通过
	4 月	日本银行新任总裁黑田上任
	5 月	2013 年新年度财政预算案
	6 月	召开“产业竞争力会议”，讨论经济增长战略内容
	秋天	如果不能发现摆脱通货紧缩的迹象，将讨论延期消费税提高的时间
	2014 年 4 月	原定于 4 月消费税提高至 8% 的计划可能延期执行
	2015 年 10 月	原定于 10 月消费税提高至 8% 的计划可能延期执行
数年以内	年内	达到中央和地方的基础财政收支的赤字比重比 2010 年度减半
		实现 2% 的物价上涨目标，摆脱通货紧缩 通过实施增长战略，实现名义 GDP 增长 3%

*：日本的财政年度从每年 4 月 1 日开始，来年 3 月 31 日结束。
资料来源：神原谦等，2013《アベノミクス徹底解説：どうなる公共事業、金融緩和、成長戦略》

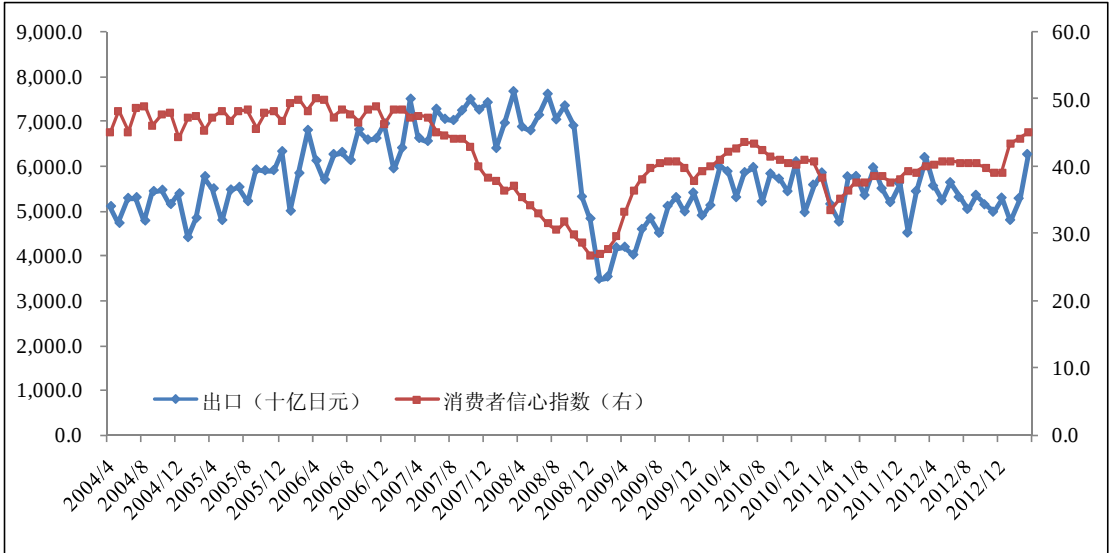
受政府 20 万亿日元刺激方案和日元疲软带动，1 季度日本民间消费持续增长，出口大幅好转。2013 年 1 季度日本实际国内生产总值(GDP)季率增长 0.9%，折算年率增长 3.5%，连续两个季度正增长，增速创 G7 最高。

图 2-4-16：日本一季度经济大幅增长



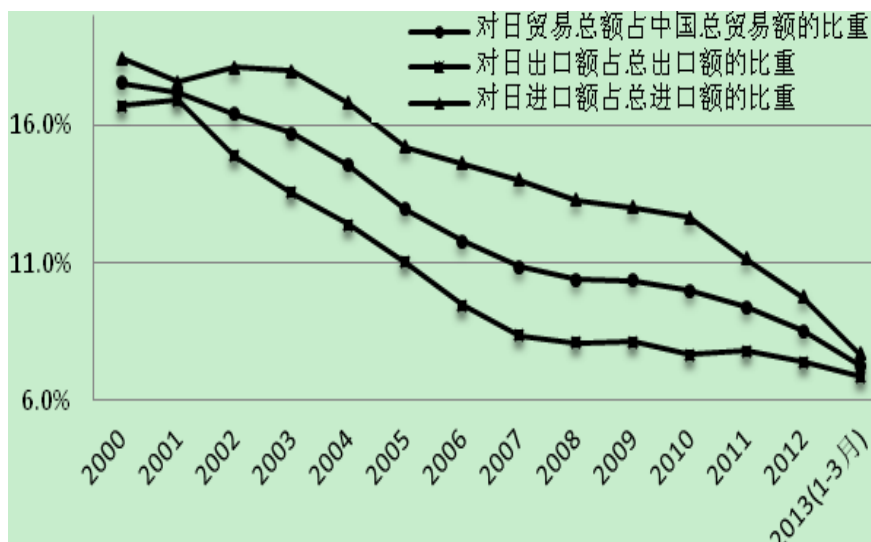
数据显示，内需和外需对日本第一季度经济增长贡献率分别为 0.5 个和 0.4 个百分点。内需方面，受日元贬值和股市大幅上涨刺激，消费者心理大幅改善，个人消费环比增长 0.9%。但 1 季度日本企业设备投资依然较为谨慎，环比减少 0.7%，公共投资增长 0.8%。外需方面，受日元贬值和美国汽车市场好转等因素影响，日本第一季度出口增长 3.8%，进口则增长 1%。

图 2-4-17：日本 1 季度消费支出增加及出口攀升



安倍新政的措施，对中国经济的短期影响表现在由于日元大幅贬值造成的出口困难，以及加剧了世界金融市场流动性泛滥导致的热钱对中国金融体系的冲击两个方面。但因为中日政治关系的恶化和对日贸易在中国外贸比重的不断下降，日元贬值对中国大部分产品的出口市场的影响有限，非正常通道的“热钱”流入则需要中国政府认真对待。长期中，虽然日本经济的复苏对中国有利，但国内外强烈反对声音表明安倍新政很可能以政府财政债务负担急剧上升而潜在经济增长率难以提高而告终。这种情况下，日本未来将面临与欧洲一些国家相类似的主权债务危机的可能，这为未来的世界经济带来新的不安定因素，也对金融体系将日趋开放、潜在经济增长率出现下降迹象的中国经济产生负面影响。

图 2-4-18：对日贸易占中国贸易总额比重不断下降



第五、虽然 BDI 指数仍然低迷显示世界贸易还在底部徘徊，但从广交会和义乌小商品指数来看，我国出口出现了超预期的回暖，这将对我国下半年的经济提供一定支撑。

近期反映世界贸易状况的 BDI 指数仍在低迷，但从中国外贸相关指标来看，我国出口出现了超预期的回暖。今年 4 月份广交会累计成交 355.4 亿美元，环比增长 8.8%，尽管同比去年春交会仍有 1.36% 的降幅，但与去年 10 月份 -13.77% 的降幅相比，已明显回升。从 4 月份广交会出口成交主体来看，中西部地区参展企业成交额增长 4.4%，占比 26.9%，提高了 1.5%。从出口展区展位数情况来看，4 月份广交会展位数亦较去年同期和去年 10 月份略有增加。随之 4 月份广交会客商人数和成交额均较去年 10 月出现恢复性增长态势，今年我国外贸整体情况有望出现好转。

图 2-4-19：BDI 指数仍然疲软

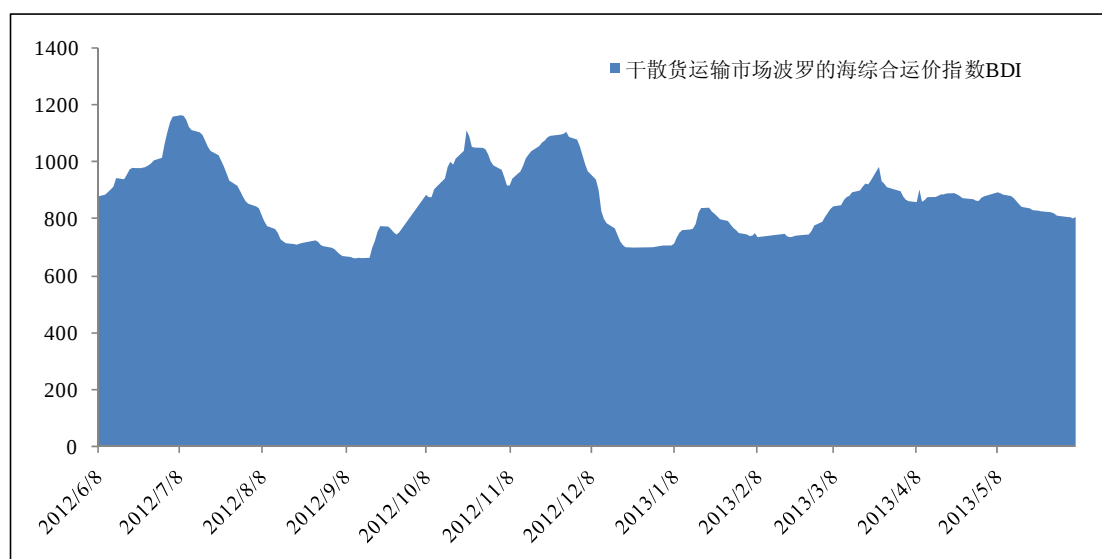
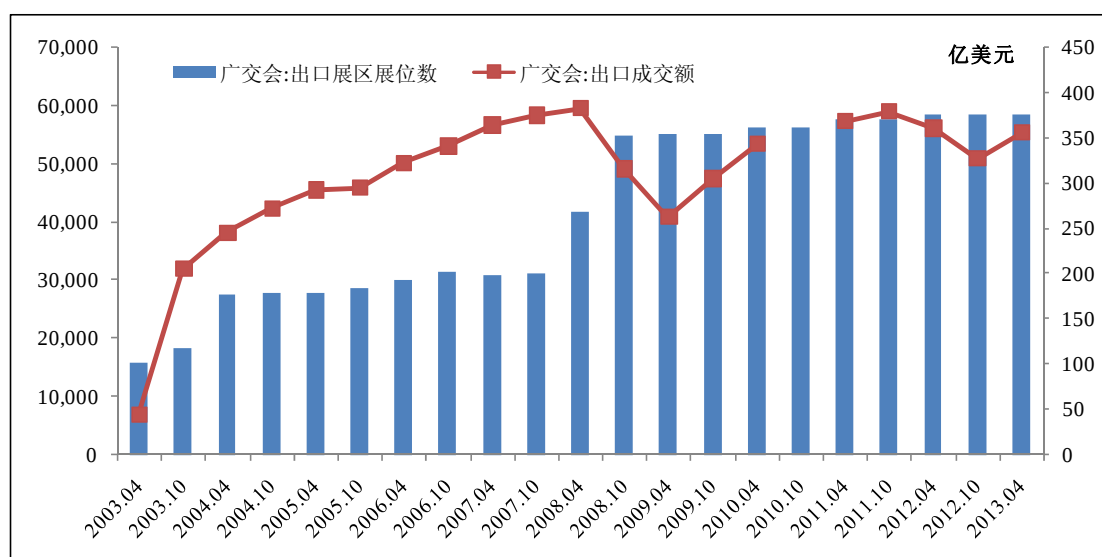
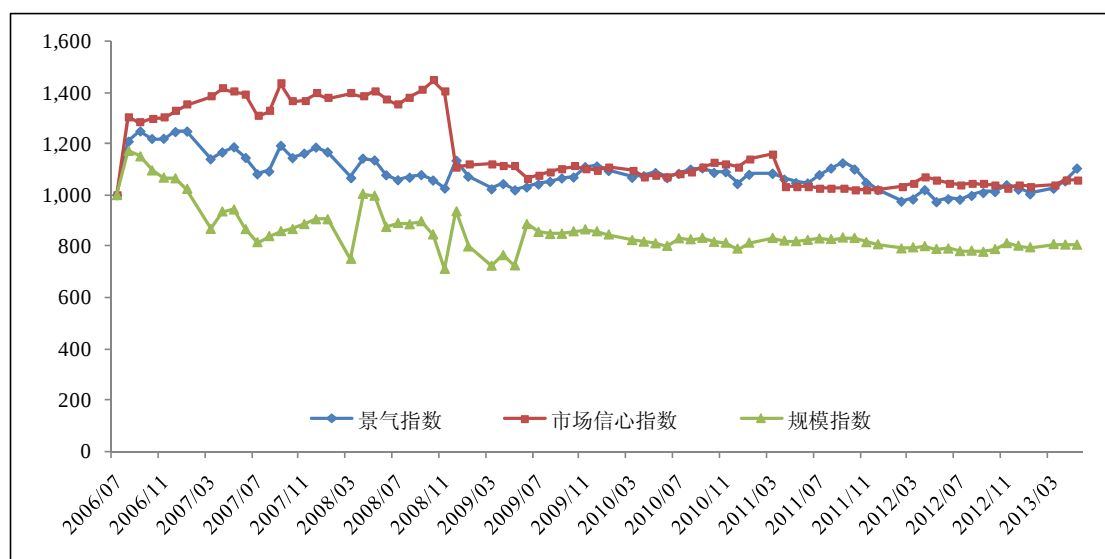


图 2-4-20: 广交会成交额及展位均有所回升



5 月份义乌小商品景气指数攀升至 1,104.82 点，环比上涨 50.0 点，涨幅为 4.74%，同比上涨 131.79 点，涨幅达 13.54%，创下五年来同期新高，并扭转了前两年逢“5”即跌的局面。从趋势图中可以明显看出，该指数 4、5 月份呈现出加速上扬的趋势，其中 5 月份环比涨幅较 4 月份增加 1.91 个百分点，同比涨幅增加 10.14 个百分点，意味着我国小商品市场未来外贸形势将继续向好。

图 2-4-21: 义乌小商品景气指数明显回升

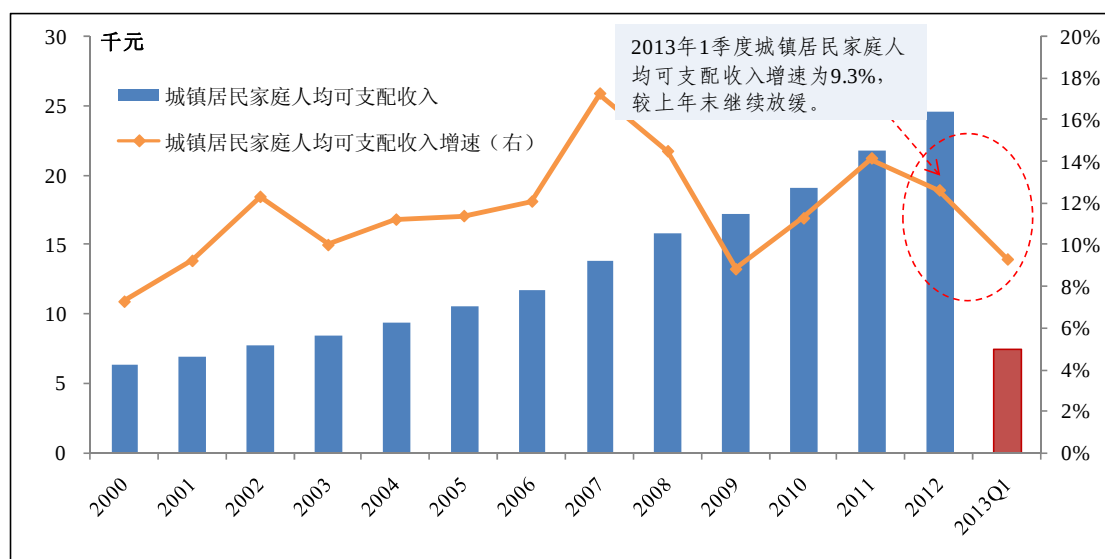


2、“八项规定”导致的部分消费缺口将在短期内被消化；但居民收入下滑对消费的影响存在一定的不确定性

我们预计“八项规定”导致的部分消费缺口将在短期内被消化，这里需要指出的是，靠“三公消费”拉动消费和内需，本身就是非常态和畸形的增长模式，此次规范“三公消费”虽然在短期影响了社会消费的增长，但其带来的冲击会较快消除，因为在现有权力体系下，三公消费会很快由变相消费和支出所取代。即使假设中央限制“三公消费”效果明显，但长期来看，政府会将原本三公消费支出的减少量，转移增加对其他领域的投资和转移支付，此外，中央“八项规定”也在一定程度上减少企业和个人对政府消费的负担，降低沟通成本，对企业的长远发展有益。

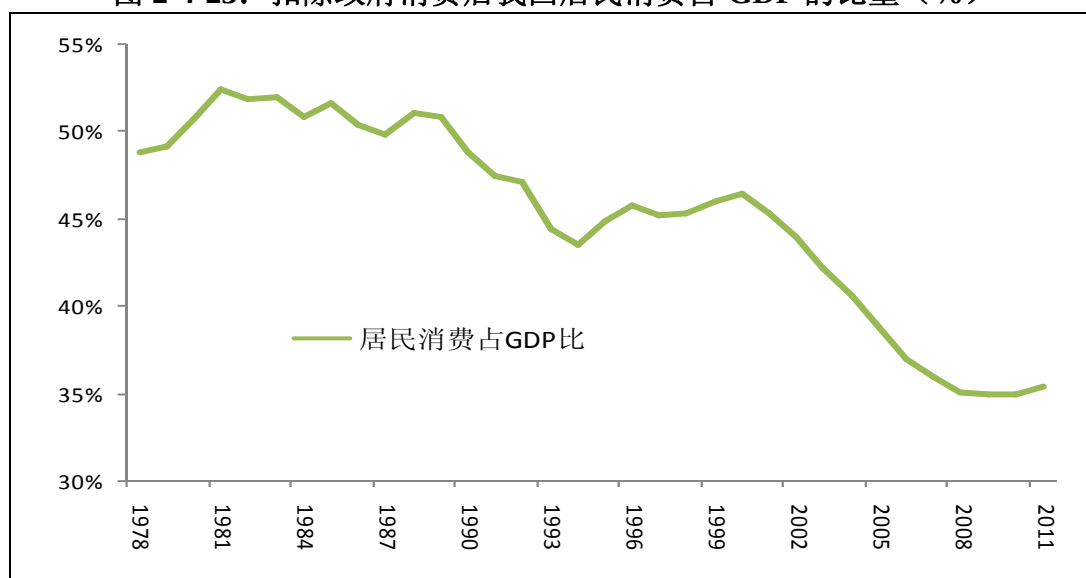
此外，一季度居民收入增速超预期下滑明显，在投资拉动贡献大幅降低的背景下，未来居民收入增幅走势将直接影响消费需求对 GDP 的贡献。1 季度中国城镇居民人均总收入 8,015 元，其中，城镇居民人均可支配收入 7,427 元，实际增长 6.7%，较去年全年收窄 2.9 个百分点。很显然，尽管城乡居民收入在增长，但其增速出现回落，这其中很重要的原因集中在工资方面。此前工资曾连续保持 15% 的高增长，但现在继续由于实体经济尤其是制造业疲软，因此保持这种增速难度越来越大；另一方面，现在农产品价格增速回落，反映在农民身上，来自农业的收入增速就出现回落；此外，企业的经营状况尤其是中小企业经营困难，工资增长将受到一定影响。

图 2-4-22：城镇居民消费“囊中羞涩”



2000 年以来，我国居民消费占 GDP 比重不断降低，但 2011 年开始该比重略有上升，但一季度居民收入增速下滑给这一指标带来了不确定性，同时也给居民消费增长带来了变数。

图 2-4-23: 扣除政府消费后我国居民消费占 GDP 的比重 (%)



3、由于本轮“换届效应”相对滞后，且地方政府受困于财政约束，当前政府投资推进较慢；此外，在经济疲软和改革尚不明朗的背景下，民间投资出现减少和外逃的现象，社会观望气氛较浓，民间投资的不确定性加大。民间投资增速持续放缓，是当前经济缺乏内生性增长动力的核心标志。

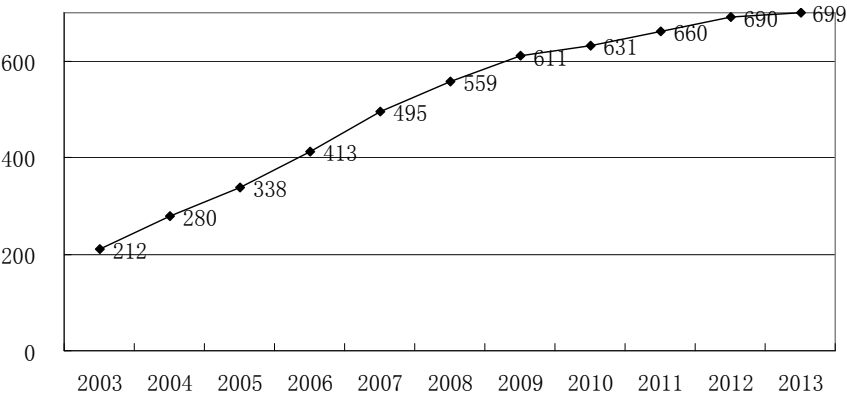
在民间投资投资存在不确定的同时，我们也可以从中看到一些可能的积极因素：全球资本向发展中国家的进一步流动以及热钱的进入可能有促于民间融资困局的解困，使外商投资增速提高；在铁路、金融以及其他垄断行业推出的各项

新改革应当会创造新的投资空间。总的来看，政府应当适当放开部分垄断的市场准入，提振民间投资信心，为经济内生性增长动力的提升创造条件。

4、今年以高校毕业生为主体的大量高端劳动力就业困难，我国当前和未来的就业形势依然非常严峻，大量待就业人群增加给经济调控和经济增长带来不确定性

我国劳动力市场的重要的特征是以民工为主体的低端劳动力市场和以大学毕业生为主体的高端劳动力市场存在明显的市场分割。当前低端劳动力市场就业形势相对较好，但“大学生就业难”的问题却日益凸显。我国劳动力市场上拥有大专以上学历劳动力的需求供给比已经从 2006 年的 1.05 下降到了目前的 0.9。当前，拥有大专和本科学历的劳动力的失业率分别高达 13.4%和 11.9%；而拥有文盲、小学、初中学历的劳动力的失业率相对较低，分别为 3.3%、5.9%和 7.7%。大学毕业生人数的持续增加是造成我国“大学生就业难”的重要因素。2003 年，全国大学毕业生总数为 212 万，随后屡创新高，2012 年这一数字已经增至 680 万，而且 2013 年新增大学毕业生将继续增加至 699 万的历史新高，未来这一数字也难以出现大幅下降。国家人力资源和社会保障部统计数据显示，截止 2012 年 9 月，全国大学毕业生就业率平均值仅为 80%，这意味着当年有 130 万大学毕业生没有找到工作。

图 2-4-24：全国历年大学毕业生人数（单位：万人）



资料来源：国家人力资源和社会保障部

5、当前中国价格水平基本处于低位波动的状态，短期内没有出现快速回升的内在动力，但中期压力巨大，特别是 4 季度后期和 2014 年可能面临 CPI 快速反弹的冲击。

第一、近 6 个月，食品价格将在猪肉价格底部运行、粮食价格稳定、国际价格稳定的作用下在底部运行，运行区间可能在 5~7%之间；第二、居住类价格在房价受到控制之后排除了大幅度上扬的可能；第三、在产能过剩的作用下，工业品价格虽有所反弹，但依然有限，全年可能 1~2%的增长水平；第四、全球流动性虽然大幅度上涨，在 2013 年经济的温和复苏环境的限制下，流动性在短期难以转变为购买力，缺乏必要的触发机制，输入性通货膨胀在短期难以形成，2013 年发达国家的价格水平预计在 1.6%，比 2012 年低 0.4 个百分点，而新兴市场经济体与 2012 年持平，维持在 6.1%的水平；第五、货币政策的定位可能有促于低通货膨胀预期的形成，市场人士基本都将 13%M2 增速的解读了偏紧的定位；第六、各类成本上涨因素虽然依然存在，但增速已经越过高点，对于价格指数的冲击并不是处于加速状态；第七、价格改革的确是 CPI 变化的因素之一，但存在滞后效应。2013~2014 可能出现 V 型调整，底部可能在 3~4 季度。2013 年全年 2.9%左右的增速。

对于 CPI 的担忧可能是中期的问题，特别是 2014 年的重点，其原因在于：第一、猪周期反转导致猪肉价格上扬；第二、粮食“10 年丰”存在很大的难度；第三、国际大宗商品的反转存在极大的可能，全球流动性向购买力转变的速度加快；第四、房地产价格中期反弹的可能性依然存在；第五、整体经济增长的加速复苏；第六、全社会融资总额增速以及货币存量过大在经济加速的促推下将快速转化为通货膨胀的直接动力。

6、将于下半年召开的三中全会可能会对未来中国的改革作出战略部署，新一轮的改革周期将重启，但改革自身存在的各种不确定性和不可预期的因素对整体宏观经济会产生重大影响。

综合以上分析和判断，我们认为随着各种失衡和矛盾的加剧，包括市场与政府的关系失衡、资本与劳动的利益失衡、地区发展失衡和收入分配失衡等，在扭曲加剧、风险凸显的背景下，传统增长方式留给我们的选择只有两个：不改革，继续依赖增长解决社会经济矛盾，社会矛盾不断累积。一旦增长停滞，矛盾爆发。改革，重新调整经济增长路径，适当降低经济增长速度，深化结构调整，实现内需的可持续增长。

事实上，中国经济增长的奇迹与改革的推进密切相关。改革推动了资源利用效率的提高和资源重新分配，各阶层在改革过程中增加了自身福利也进一步推

动了改革的进程。在 1992 年前，中国采取了局部改革，取得部分改革的经验。1992 年到 2002 年，通过更为全面的市场改革，国有企业改革，外贸改革，金融制度改革促进和经济增长。2002 年，新一届政府推动和谐发展和包容性增长，社会经济发展再上一个台阶。尽管改革过程中存在这样那样的问题，但改革继续推进是经济继续发展的决定力量。当前，没有政府推动自我改革，深层次的改革难以推进。当前政府需要认清改革的局面，坚定改革的决心。从利益关系调整的过程中寻找改革的动力，挑动各方的积极因素，促进改革不断推进。

第三部分：未来改革的思路、着眼点和路径选择

一、我们对未来改革的思路可总结为“开放统一的大市场，有限有为的小政府、广泛低度的大福利”。

所谓“开放统一的大市场”是指要坚持市场导向的改革方向，按市场经济规律要求完善市场制度建设，破除区域和部门保护主义、放宽市场准入、鼓励竞争，使市场不仅在商品领域，而且在生产要素领域有效发挥资源配置的基础性作用，减少政府干预，在全国形成统一、有效和开放的大市场。同时，要防止贸易保护主义，坚定不移走开放之路。加强法制建设，在依法治国的总框架下建立产权、契约、竞争为基础的市场经济秩序，尊重企业家精神、提振民间投资和创业信心。

“有限有为的小政府”是指合理界定政府职能，规范政府的权力边界和行为，减少政府对经济生活的直接干预，纠正政府“越位”、“缺位”甚至是“错位”的问题，尤其是要清理和退出 2008 年以来反危机的临时应对措施，防止行政干预固化。从经验来看，缩减政府机构和人员的规模是行之有效的措施。同时，政府要加强公共服务和宏观调控职能，在这些领域有所作为。

“广泛低度的大福利”是指建立广泛的、低标准均等化的社会保障体系，完善最低工资和基本医疗养老保险制度，形成全国统筹的覆盖全社会的“社会安全网”。与此同时，要根据我国经济的发展阶段和公共财政能力合理规划社会保障安全网的推进速度，充分认识福利刚性并汲取其他国家的经验和教训，防止贪大求快、不切实际的大包大揽，扶贫不扶懒。特别是在当前经济调整期，企业面临困难的宏观环境下，不宜再增添企业负担。

在新一轮的改革过程中，政府自我改革是改革顺利推进的关键。要认识到改革的落脚点应该在政府本身，合理界定政府职能，纠正政府“越位”、“缺位”甚至是“错位”问题才是改革的核心，需要提醒的是在这个过程中，不能把调控误读或视为改革，要认识到类似之前的增量改革并不能带来真正的帕累托改进。

值得欣慰的是，通过对比十六大和十八大报告，我们可以看到政府在转变政府职能方面的决心。比如：十八大报告提到深化行政审批制度改革，继续简政放权；改革征地制度，提高农民在土地增值收益中的分配比例；加快改革户籍制度，有序推进农业转移人口市民化，努力实现城镇基本公共服务常住人口全覆盖；推动资源利用方式根本转变，加大自然生态系统和环境保护力度等。

表 3-1-1：十六大和十八大报告内容对比

关键字	十六大报告	十八大报告
国有企业	积极推行股份制，发展混合所有制经济	推动国有资本更多投向关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域
生产要素	创造各类市场主体平等使用生产要素的环境，打破行业垄断和地区封锁，促进商品和生产要素在全国市场自由流动	保证各种所有制经济依法平等使用生产要素。健全现代市场体系
政府职能改革	完善国家计划和财政政策、货币政策等相互配合的宏观调控体系	深化行政审批制度改革，继续简政放权，稳步推进大部门制改革，健全部门职责体系
分配制度改革	健全社会保障体系，再分配注重公平，加强政府对收入分配的调节职能	加快健全以税收、社会保障、转移支付为主要手段的再分配调节机制
农村	提高农民进入市场的组织化程度和农业综合效益。发展农产品加工业，壮大县域经济	坚持工业反哺农业、城市支持农村和多予少取放活方针。改革征地制度，提高农民在土地增值收益中的分配比例
城镇化	坚持大中小城市和小城镇协调发展。发展小城镇要以现有的县城和有条件的建制镇为基础，引导农村劳动力合理有序流动	增强中小城市和小城镇产业发展，加快改革户籍制度，有序推进农业转移人口市民化，努力实现城镇基本公共服务常住人口全覆盖
财税体制改革	无	健全中央和地方财力与事权相匹配的体制，完善促进基本公共服务均等化和主体功能区建设的公共财政体系，构建地方税体系
对外经济	开拓新兴市场，努力扩大出口。进一步吸引外商直接投资，鼓励跨国公司投资农业、制造业和高新技术产业	创新开放模式，坚持出口和进口并重，促进加工贸易转型升级，发展服务贸易
节能环保	无	推动资源利用方式根本转变，加大自然生态系统和环境保护力度

资料来源：莫尼塔

二、在改革过程中，具体要处理好“政府和市场”、“中央和地方”、“国企和民企”和“初次分配和二次分配”等四个方面的关系。

1、正确处理好政府和市场的关系是改革的核心

政府和市场之间并非简单的此消彼长的关系，而应该是互补融合的关系。关于政府和市场的分工，经济学理论和国内外的实践表明，政府应当在外部性强、自身具备优势、能够给企业和市场带来补充支撑效应的领域发挥其主导作用；而

在一般竞争领域，政府应当放权，交由市场有效发挥资源配置的主导作用。而当前，我国经济的实际情况在于，政府部门在市场失效的公共产品的提供上作用不足，而在竞争领域，政府部分参与程度过深，即存在明显的“缺位”和“越位”。

事实上，政府退出竞争领域并不意味着政府所发挥的作用递减，恰恰相反，随着市场经济的发展壮大，政府的相关职能作用也会随之增长。政府发挥作用的合理范围也是随着经济发展的阶段和经济环境相应变化的。在经济初期阶段，政府应该重点在基础设施等公共产品领域发挥作用；而在经济发展成熟阶段，随着基础设施大规模投入的完成，政府应当更多的提供创新的机制和政策环境，推动产业升级。在经济遭受冲击时，政府有必要介入经济中去以平缓经济波动，但在经济危机渡过以后，应逐步退出。

因此，现阶段处理好政府和市场的关系，政府应当逐渐减少行政审批，这也是政府切实转变职能的一个重要体现。行政审批实际上增加了企业经营的不确定性和交易成本，阻碍了正常的市场竞争，并导致寻租腐败行为，对企业发展不利。

具体而言，我国要真正实现“统一开放的大市场”，对政府而言，应采取以下措施：停止干预市场价格和交易，逐步废除对土地、劳动力、能源、矿物以及资本价格（利率和汇率）的管制；同时改革垄断企业；改革税收制度，以全面落实改善社会福利的目标；增加在社会保障、医疗、教育、住房和环境等公共服务领域的开支。

此外，政府政策要注意以下方面：一是平衡，即宏观政策的松紧平衡，该压的要压，但该保的一定要保；二是服务，政府应该为放松微观经济提供服务，创造环境；三是采取渐进的政策措施，保持社会稳定，防止出现经济和社会的较大波动。

2、理顺中央和地方的关系，以事权重新确定财力配置，同时在这个过程也可以清理和整顿地方债务问题，防范融资平台风险

自 1994 年分税制改革以来，中央和地方在财政收入和支出方面的匹配愈发失衡。1994 年之前，中央财政收入占比大致在 20%~40%的区间，但 1994 年之后，中央财政收入占比则迅速增至 55%左右；财政支出方面，中央财政支出占比一直处于下滑的趋势，2011 年，中央财政支出占比仅为 15%左右，而地方财政

支出占比则高达 85%。在此背景下，地方政府不得不扩大负债规模来弥补收支间愈发大的资金缺口，从而导致当前地方融资平台风险加大。

图 3-2-1：中央和地方财政收入占比情况

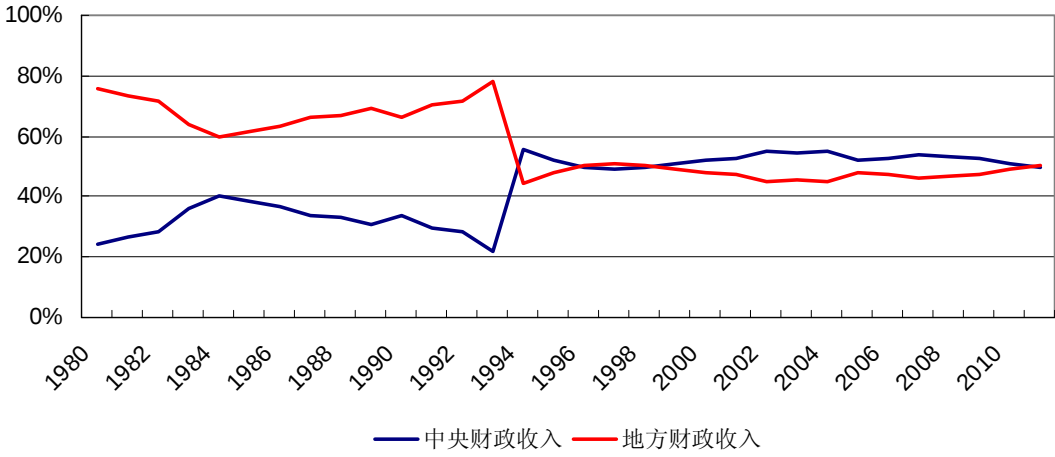
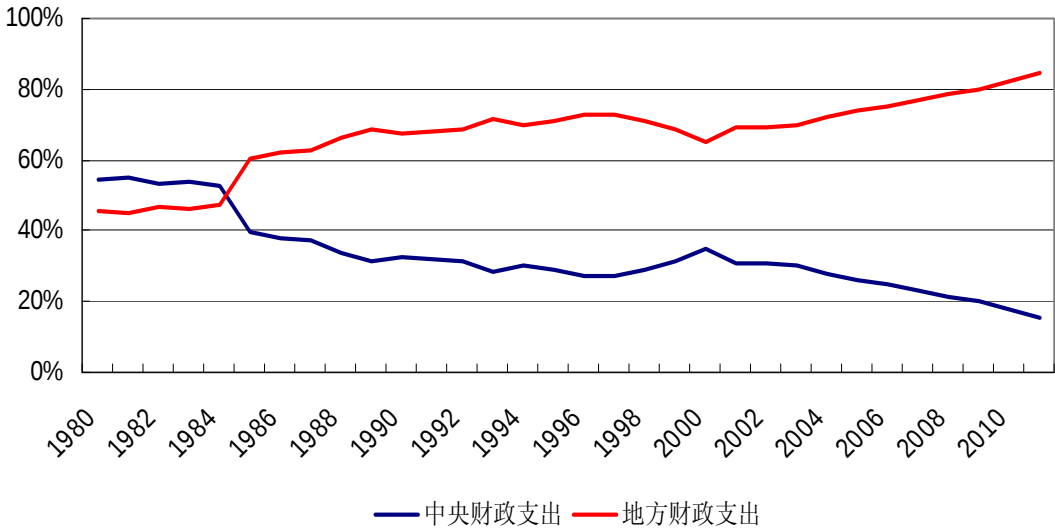


图 3-2-2：中央和地方财政支出占比情况



这里需要强调的是，在理顺中央和地方关系的同时，不能忽视地方之间的无序竞争和地方保护主义。地方政府之间的相互竞争会影响到各地区的创新水平，进而会影响到各地区的经济结构的调整。如果要想实现通过地区创新能力的改进来实现结构转型，那么建立规范的地方政府间竞争秩序就至关重要。

3、自 2008 年全球金融危机以来，为应对经济危机冲击，国有企业发挥了重要作用，为平滑经济波动作出了重要贡献；但与此同时，本轮国有企业的规模扩张进一步激化了国企与民企的矛盾，民间投资和活力减退，民企生存空间进一步压缩。在当前经济复苏乏力的背景下，重新调整定位国企和民企的关系，激

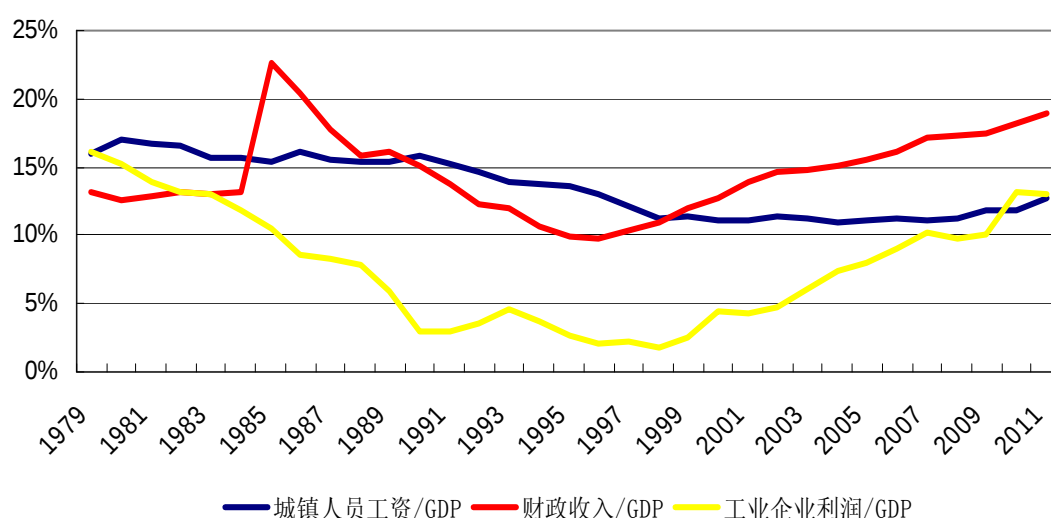
活社会资本，成为未来经济快速复苏的基础。

2008 年经济危机以来，中国经济中“国进民退”趋势愈发明显，国有企业对民营企业的挤压更为严厉，这不仅体现在国有企业全方位向各个行业延伸，同时在资源的获取具有先天的强势，比如在获得银行贷款上，国有企业能以很低成本获得资金，而私企要么无法获得融资要么为资金支持高昂的成本。在这种背景下，国企对民企的“挤出效应”不断放大，并直接导致当前以政府投资为主导的经济增长乏力，社会投资日渐萎缩。

4、我国收入分配结构今年来没有得到真正改善，反而出现持续恶化的局面，这种收入分配格局的刚性决定了中国消费加速和消费升级难以在短期内得以实现。未来初次分配和二次分配关系的重新调整到位，将突破当前中国经济投资效率递减的困境，真正改善当前需求结构，使消费成为三驾马车的主动动力。

新世纪以来我国收入分配格局一直处于恶化的趋势。这集中体现：财政收入占 GDP 比重由 2000 年的 12.68% 快速上升至 2011 年的 18.97%；规模以上工业企业利润总额/GDP 由 2000 年的 4.43% 上升至 2011 年的 12.98%；而城镇单位人员工资/GDP 自 2000 年以来一直保持在 11% 左右，居民在收入分配格局中一直处于劣势，不过值得欣慰的 2011 年城镇单位人员工资/GDP 占比出现小幅改善态势，升至 12.67%。

图 3-2-3：中国初次分配格局持续恶化



这种收入格局的恶化主要来源于中国初次分配制度没有变革，劳资关系没有得到根本性改善，国有企业的市场地位不仅没有被削弱，反而不断得到加强，

政府在分权竞争下并没有让利于民，其财政实力反而有所攀升。因此，在未来的结构调整中，初次分配格局调整、以及初次分配和二次分配关系的重构直接关系到居民收入和消费能力的提升，进而影响居民消费在需求结构中的地位。

调整国民收入分配格局的重点是通过企业合理地增加劳动者报酬支付、增加分红和政府增加社会福利开支，居民部门在初次分配中和再分配中的收入比重得到合理的增加，从而增加居民收入在国民收入初次分配和再分配中的比重，具体而言：

首先，需要推进提高居民从企业获得劳动报酬的制度改革。（1）形成劳动者报酬决定的集体协商谈判机制，从根本上改变单个劳动力与用人单位在谈判中的不利地位。（2）进行税制改革。将目前的生产型增值税转变为消费型增值税。因为税制的转变，必然引导地方政府关注重点的转变，使其由招商引资转变为打造良好的消费环境，自觉提高劳动者的报酬，刺激消费需求增加，从而使税收增加。（3）建立健全涉及保护劳动者利益的各项法规，严格保护劳动者权益。这包括严格的劳动保护制度、最低小时工资标准制度、社会保障制度、根据物价指数调节居民劳动报酬水平的制度，等等。

其次，需要推进有助于增加居民财产收入的制度改革。（1）从法律和产权制度上保证居民特别是中低收入阶层的财产。因此，更大力度保护普通居民的财产权，以及他们在任何地方都能靠劳动吃饭的机会，是最应该被“创造”的“条件”之一。（2）加强和完善资本市场立法，创新金融及其管理制度，为居民获得和拥有更多的财富创造出更多的金融工具。

再次，调整居民内部各阶层之间的收入分配差距，也可以起到扩张居民消费的作用，但这个作用要远远小于调整国民收入分配格局对居民消费的扩张效应。因此，从长期来看，改革收入分配体制是大力提升消费率的重要路径，也是未来消费成为新的经济增长源泉的必然选择。

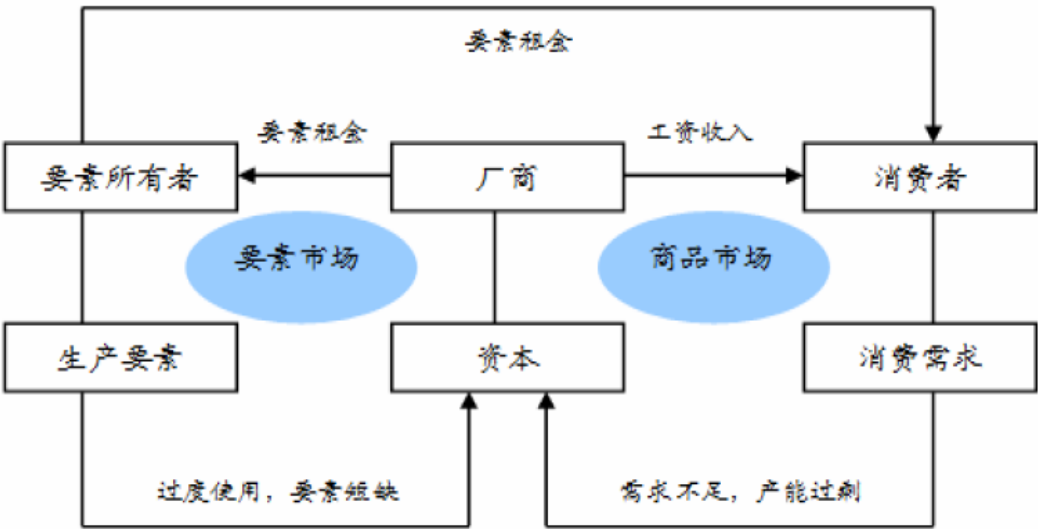
三、在未来的改革过程中，需要一个整体的改革框架、全方位的改革维度以及对改革步骤的准确拿捏，具体涉及到未来改革的着眼点、时间表和路线图问题，这些都关系到改革的成败

1、通过我们前期的分析，当前产能过剩、监管套利、影子银行等几大风险归根结底反映了我国市场调节效率趋减和结构性资源错配的实质，因此未来改革的

着眼点应在于要素市场改革以及制度层面的改革

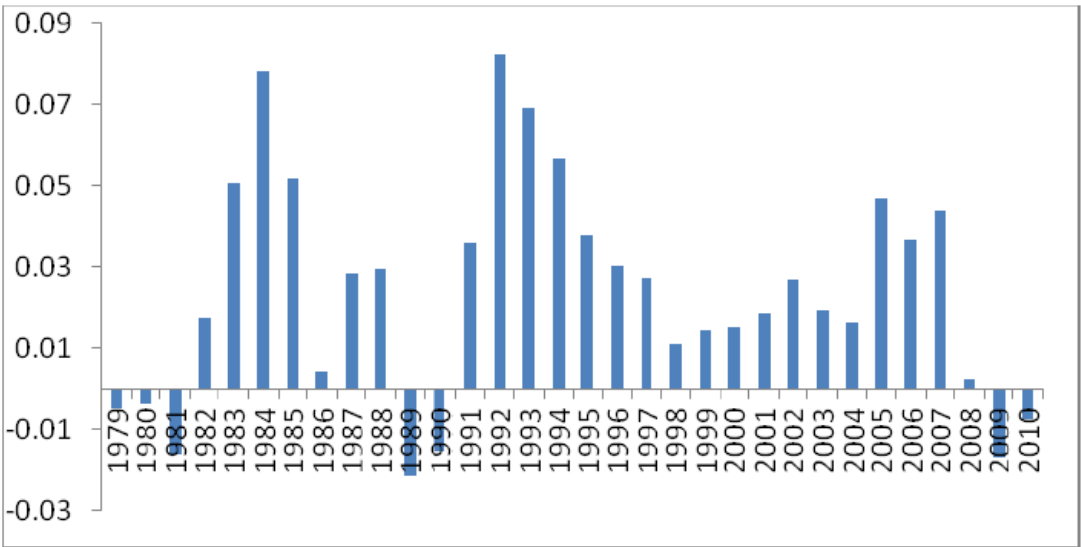
我国产能过剩问题反映了制造领域供给过剩的态势；而经济潜在增速的下降描绘了供给不足的矛盾，当前我国要素市场短缺和商品市场产能过剩形成了鲜明对比，要素市场的价格管制直接导致要素市场短缺的同时，也引发了产品市场的投资冲动和产能过剩问题。因此，解决产能过剩的核心在于要素市场的改革。

图 3-3-1：要素短缺与产能过剩



事实上，通过我们前几期的报告研究也发现，如果采用标准的附加人力资本的增长核算模型计算，我国全要素生产率（TFP）增速在 2008 年突然出现大幅下滑，在 2009 年和 2010 年则转为负增长，这不仅拖累了 GDP 增速，同时也说明生产效率在政府主导的投资激增下基本处于停滞甚至倒退状态。

图 3-3-2：我国 TFP 增速由正转负



值得说明的是，目前国内对于 TFP 的测算大多数是建立在“索罗余差”法的基础之上的，即把 TFP 的波动来源近似为技术生产率的变动。但是应该注意的问题是，TFP 的变动不仅仅来源于生产率水平的变化，而且更深层次的反映了一国市场调节效率和生产要素的资源配置效率。面对我国当前局面，不仅需要解决要素市场的缺陷问题，更为重要的是解决国有企业的垄断行为和地方政府的地方保护行为，使得改革调整真正做到由单纯以技术创新为主体的“供给管理”转向制度层面的改革，完善宏观经济政策实施的制度基础。

因此，未来改革的着眼点和取向将主要集中在两个层面：

第一、要素市场的改革：生产要素价格形成机制应当逐步向市场化迈进，实现生产要素价格的重估和调整。具体而言主要包括资金、土地、资源、环保、产权和劳动力等生产要素的改革。

表 3-3-1：生产要素市场改革内容及方向

生产要素	改革内容及方向
资金	利率市场化、资本逐步开放
土地	允许土地流转、土地价格重估等土地制度改革
资源	水电气油等资源价格系统的梳理和重估
环保	提升环保成本，将环境因素内部化
产权	重视对产权的保护
劳动力	劳动力市场价格使其回到正常均衡水平

第二、制度层面的改革：从宏观层面需要进一步转变政府职能，处理好政府和市场的关系、中央和地方的关系、国企与民企的关系、一次分配与二次分配的关系等，具体而言应包括有序放开垄断行业、摒弃地方保护主义、简化审批流程、调整收入分配、户籍制度、财税体制改革等。

值得说明的是，这两个层面的改革不是彼此隔离的，事实上二者相互交织，“你中有我，我中有你”。比如产能过剩问题、影子银行问题等不仅存在要素市场的错配和扭曲，更本质的还是体制的问题。以地方政府招商引资为例，政府凭借其在土地市场上的垄断地位以低价向企业提供大量的工业用地，激励企业的投资热情，而在这个过程中，地方政府不仅垄断了征地权，而且在征地过程中压低对农民权益的保护和补偿，使得征地价格没有充分反映土地的真实价值，长期以来政府这种导向不仅积累了产能过剩的矛盾，还严重扰乱了要素市场真正市场化。

2、在确定了新一轮改革的思路和原则之后，改革的时间表和路线图问题就显得

尤为重要。

在“开放统一的大市场，有限有为的小政府、广泛低度的大福利”的改革思路下，新一轮改革主要的领域应包括政府行政体制改革、金融改革、财税改革、户籍改革、土地改革、国有资产管理体制改革等六大领域。

在改革的时间先后顺序上，我们认为应当遵循循序渐进的原则：先简后繁、先推动共识性高的领域后推进分歧大的领域的改革、先加快当前紧迫性强的改革，特别是与稳增长和加快城镇化步伐相关的配套改革，如土地制度、户籍制度和投融资体制的改革，应该尽早出台方案加快实施。

表 3-3-2：改革的具体领域及先后顺序

改革领域	具体改革内容	先后顺序
政府行政体制改革	大幅减少行政审批，增强政府运作透明性、改进和创新行政审批服务方式、依法行政	改革共识性强、相对简单，应当加快推进
金融改革	利率市场化、汇率市场化、人民币国际化、降低金融行业准入门槛、资本账户开放等	共识性高、紧迫性强，但比较复杂，应当稳步推进
财税改革	进一步推进全面预算、扩大营改增范围、匹配中央和地方事权和财权、清查政府债务	分歧少、紧迫性强，但较为复杂，涉及利益分配，目前财税改革领域已开始启动
户籍改革	放开城市户籍限制、实现人员的自由流动	共识性强、但非常复杂，难点在于附着在户籍上的社会福利，对农村而言又涉及到土地流转问题，该领域改革可以适当推后
土地改革	明确土地产权、加快土地流转、改变供地方式、构建土地公平交易市场、改变土地财政	分歧大、涉及面广、复杂程度高、可以放在改革的最后
国有资产管理体制改革	放开市场准入、国有资产有序退出竞争领域、提高国有资产运行效率	分歧小、涉及到深层次的利益格局的调整，难度高，但相对紧迫，应当稳步推进

第四部分：结论与政策建议

通过上述分析，我们对当前中国宏观经济运行给出以下几个方面的判断和结论：

1、2013 下半年，深层次的结构问题和扭曲的体制性问题依然构成了中国宏观经济下行的主导力量。但是，由于全球主要经济体好转带来的外需改善，城镇化改革带来的房地产市场景气上扬、中国各项深层次改革全面推出带来的信心回升和预期逆转，地方政府在与中央博弈的过程中投资约束的缓解以及“八项规定”的政策效应逐步消化带来的消费渐进的回升，2013 年下半年中国经济依然存在增速反弹的基础。但由于外部环境改善有限、居民消费增长存疑、地方融资平台和影子银行整顿前景存在一定的不确定性以及深层次结构矛盾和资源错配扭曲调整过程缓慢，下半年经济回升力度有限。这决定了全年的经济走势将呈现出“前弱后稳”的趋势，并面临比较强劲的不确定性。

2、2012 年上半年以“稳增长”为目标的一揽子经济刺激政策出台，中国宏观经济受此影响在经历了四季度的小幅度短暂反弹后，于今年上半年在多重因素的持续作用下再次回落，这表明政府经济刺激政策在当前我国深层次矛盾激化的背景下已无太大效果或效果很不明显，“投资驱动”的经济增长模式在中国已经处于改革的临界点。

3、当前我国宏观经济复苏乏力既有结构性、周期性的因素，但根本上还是体制性的问题，依赖政府投资需求拉动的经济增长模式已是强弩之末，中国面临的深层次的内生性结构性问题决定了我国经济中长期内迈入“次高速增长时期”。

4、近期中国宏观经济数据带来的异常信号，导致了机构之间政策建议较大分歧，也给宏观经济调控带来新的压力。我们认为，这种宏观经济数据的混乱信号表明，中国宏观经济正处于调整期，未来经济的不确定性加大，也从根本上反映了我国结构性资源错配问题到了不容回避的时刻。

5、在经济复苏乏力、增速放缓的背景下，地方政府投融资平台风险；影子银行与监管套利风险；房地产泡沫风险；严峻的产能过剩风险和流动性泛滥的风险凸显并不断累积，五大风险本质上也是导致当前经济复苏乏力的根源所在。但总的来看，我们认为当前对这五大风险存在一定的高估，几大风险都指向体制问题，体制改革的推进将能有效化解风险，这也反映了改革的迫切性。

6、外贸环境、通胀预期、失业压力陡增以及改革自身的不确定性都给未来宏观经济增添了几分不确定性，成为威胁宏观经济稳定的变数。

7、新一轮的改革思路可总结为“开放统一的大市场，有限有为的小政府、广泛低度的大福利”。具体要处理好“政府和市场”、“中央和地方”、“国企和民企”和“初次分配和二次分配”等四个方面的关系。具体要处理好“政府和市场”、“中央和地方”、“国企和民企”和“初次分配和二次分配”等四个方面的关系。

总的来看，虽然“扭曲加剧、增速趋稳、复苏乏力”，但宏观经济没有突破底线——结构性失业虽有所加剧但总体性就业没有恶化；价格水平回落，但没有出现通货紧缩；财政收入有所下滑，但政府运转依然顺畅；局部风险有所加剧但系统性风险却有所缓释；产能过剩步入新时期，但企业并没有全面步入负利润时代。因此，就短期宏观政策调控而言，我们给出以下几点政策建议：

1、当前宏观调控应当着眼于中期，为顺利展开改革和结构调整而进行中期布局，政策定位不宜大幅度放松。“稳健的货币政策+积极的财政政策”的中国宏观经济政策定位是十分适宜的，短期内不宜进行过大调整，其关注重心可以从短期问题和短期目标向中期问题和中期目标转移，即应当从“稳增长”、和“控通胀”的短期目标向“促改革”、“控风险”和“调结构”等中长期目标倾斜。

2、现阶段“稳投资”依然是“稳增长”的核心，在消费不振的情况下，投资仍然是拉动经济的主动力量，力争短期内稳住宏观经济运行的几大底线，为后续新一轮改革的推出提供保障。事实上，简单的压低投资增速并不是好战略，要认清问题的核心不是不投资，而是由“谁投资”和“投什么”的问题，通过政策引导民间投资使之与政府投资互补推进是最优的选择。

3、货币政策和财政政策积极配合各类改革和结构调整政策的有序推出。例如价格改革必须在价格环境宽松时及时推出；财税体制改革必须在新一轮基本建设和房地产调控之前全面启动；金融系统性风险的清理和控制应当在金融机构绩效较好的环境中全面展开；产能过剩的调整也应当抓住部分区域和企业开工不足、绩效低下的时点重点推出。

4、货币政策应当注重以下要点：1）货币政策应当积极配合宏观审慎监管政策的实施，有步骤地推出在中期内缓释中国面临的系统性和区域性金融风险的政策措施；2）积极配合各类改革和结构调整，特别是应当抓住近期价格低位运行的时机，快速出台市场化价格改革；3）进一步稳定和引导通胀预期，强化市

场对于货币供应量（M2）13%增速的解释；4）关注价格形势变异的中期因素，特别是应当对于2013年底至2014年较高的通货膨胀压力要有相应的前瞻性研究和预防性缓释措施；5）鉴于近期外部冲击性质的变化，特别是金融渠道的外部冲击的加大，应当积极加大中国汇率的波动区间，加大资本流动的监控力度；6）社会融资总额的增速以及“影子银行”派生的流动性问题依然是近期监管的重要中间目标；7）整顿市场秩序，纠正扭曲，为金融改革做铺垫。

5、进一步推动财税体制改革，考虑推进整体性减税，同时，加快中央和地方事权和财权的匹配调整。短期内应加大“地方债”的发行力度，以缓解地方财政在收支上困境，同时探索地方政府债券管理的方式，防范债务风险。

6、可以适度推出新一轮消费政策，以对冲“八项政策”对于消费的冲击，但力度不宜过大。收入分配政策改革的落实和细化依然是消费信心维持的关键。

7、要密切关注就业尤其是大学生就业问题，为短期社会要稳住迎接改革的到来，及时推出相关促进就业的措施，提高大学生就业率。

8、提振投资信心，信心的逆转在当前显得尤为重要，启动民间投资依然具有战略性的意义。这不仅要求我们在信贷政策和财政税收政策上给予相应的短期支持，更为重要的是要给予民间投资更多的市场空间，要通过改革来扩展市场的边界和空间，从而稳定民间资本的信心。当然，在促进民间投资总量回升的基础上，还应当有意识地促进民间投资在结构上的优化。

9、“国五条”的细化和落实不宜一刀切，其对于房地产市场的冲击以及对于房地产价格抑制的效果十分复杂，可能需要观看实施的效果进行调整。短期内加强对房地产投资和投机行为的打击，逐步使房地产回归消费品的本质，在对房地产的调控中，要有保有压，不能简单的一刀切给首套房和改善型住房购买者带来额外的成本。此外，要看到当前国内房地产市场存在结构性的问题，北上广等一线城市由于拥有高质量的公共资源，其房地产市场具有较强的支撑，长期来看泡沫风险较小；而三四线城市房地产风险较大，因此，在房地产调控的过程中也要根据地区差异出台针对性的政策措施。

10、贸易政策不宜回调，中国贸易的竞争力没有恶化，中国贸易环境开始逐步改善，因此不宜简单维持局部产业的出口而牺牲总体贸易升级的布局。

11、为新一轮的改革释放信号并营造氛围。“推进改革”与“完善制度”虽然是

中长期目标，但及时推出一些重大的制度改革和制度创新的规划和方案，对于引导当前对改革的预期是十分重要的。