# 2012-2013年中国宏观经济报告

## ——迈向新复苏和新结构、超越新常态的中国宏观经济

**摘要：**2012 年是中国经济从“次萧条”到“复苏重现”的一年。在消费持续逆势上扬、基础建设投资大幅增长、房地产政策微调带来的“刚需”释放、货币政策和财政政策的持续放松以及全球市场情绪稳定带来的外需稳定等因素的作用下，中国宏观经济开始在 2012 年 9 月出现“触底反弹”，并在十八大政治换届效应、存货周期逆转、消费持续增长、外需小幅回升、投资持续加码等因素的作用下，重返复苏的轨道。2012 年前 3 季度回落超预期，而第 4 季度复苏幅度也可能超预期。

2013 年将延续 2012 年第 4 季度复苏的势头，随着换届效应的持续发酵、房地产困局的破解、外部环境的轻度改善、金融困局的缓和以及中期力量的释放，中国宏观经济将超越“新常态”，步入“次高速增长期”。2013 年不仅是中国宏观经济完成由“复苏”向“繁荣”的周期形态转换的关键期，也是中国迈向“新结构”、超越“新常态”的关键年，更是新政府全面确立和落实新经济发展战略的一年。因此，2013 年中国宏观经济将是在复杂中充满朝气的一年。

利用模型进行预测，2012 年中国 GDP 增速将达到 8.0%，比 2011 年回落 1.3 个百分点，2013 年中国经济将重返 9 时代，增速达到 9.3%，CPI 出现反弹，达到 4.1%。

在分析和预测的基础上，报告认为，未来短期宏观经济政策应当在强化中期定位的基础上保持相对宽松与积极的导向，应当在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的基础上，超越“新常态”悲观主义的定位，应当在收入分配、房地产等关键领域进行重点突破性改革，清楚“改革疲劳症”。

## 一、总　论[1]

2012 年前 3 季度，中国宏观经济不仅延续了 2011 年逐季回落的趋势，而且在多重因素的持续作用下呈现出持续探底的态势。一方面，全球经济的超预期恶化以及房地产调控政策的持续使中国经济增长的两大传统动力源——出口和房地产陷入持续低迷的状态，另一方面，“民间融资困局”的持续发酵、投融资平

[1] 本报告数据引用除特别标示外，都来源于中国人民大学经济研究所和中诚咨询

台的进一步整顿、需求下滑与成本上扬双重力量挤压下企业绩效的持续下滑以及由此产生的“去库存”与“去产能”等内生性因素使“稳增长”的一揽子政策措施并没有产生立竿见影的效果，2012 年前 3 季度出现了超预期的持续回落，经济步入“次萧条”状态。

但在消费持续逆势上扬、基础建设投资大幅增长、房地产政策微调带来的“刚需”释放、货币政策和财政政策的持续放松以及全球市场情绪稳定带来的外需稳定等因素的作用下，中国宏观经济开始在 2012 年 9 月出现“触底反弹”，并在十八大政治换届效应、存货周期逆转、消费持续增长、外需小幅回升、投资持续加码等因素的作用下，重返复苏的轨道。2012 年前 3 季度回落超预期，而第 4 季度复苏幅度也可能超预期。

2013 年将是中国宏观经济完成由“次萧条”到“繁荣”的周期形态转换的关键期，也是中国迈向“新结构”、超越“新常态”的关键年，更是新政府全面确立和落实新经济发展战略的一年。因此，2013 年中国宏观经济将是在复杂中充满朝气的一年。

1）与以往复苏不一样的是，2012-2013 年是在本轮宏观经济不对称的“W”调整进程中重返复苏的。一方面周期性力量逐步逆转，但另一方面结构性因素仍在持续释放，财政不平衡和贸易不平衡逆转带来的全球结构性调整和刘易斯拐点带来的内部结构性调整将使中国经济在中期面临外需疲软和成本上扬的双重冲击，从而使本轮复苏力度难以重现以往强劲的势头，在波动中依然具有较为强烈的不确定性和脆弱性。但是，换届效应将强化本轮复苏的力度，大幅度抵消内外部结构调整带来的下行压力。新政府的战略定位和各种内生因素决定了“新复苏”虽然不会像传统复苏那么强劲，但同时也带有强烈的中国特色，不会与世界经济复苏一样在低迷中漫行。

2）本轮复苏的动力源泉并不来源于出口与房地产的反弹，而来源于消费和基础建设投资；不来源于东部的复苏，而来源于中西部高速经济增长的持续；不来源于传统的大规模刺激政策，而依赖于宏观经济政策的“预调”和“微调”。因此，在经济重返复苏的同时，中国经济的结构和传递机制发生了一列变化。这些结构变化不同于以往政府主导下的结构调整，它不仅内生于世界经济结构的大调整，同时也内生于中国资源禀赋的拐点性变化，建立在市场内生调整的基础之上。因此，本轮复苏可能意味着中国经济开始踏上一条内生的、稳定的、以市场导向性为基础的“新结构转换期”。当然，这种“新结构”依然具有一定的反复性和脆弱性。

3）2012 年中国宏观经济在回落中出现了两大新现象——1）GDP 增速连续 2 季度跌破 8%，但没有出现大规模失业；2）经济增速连续回落，且跌破 7.5%，但

没有出现通货紧缩，核心 CPI 持续保持在 1%左右。这意味着在本轮经济的回落与 1997-1998、2008-2009 经济的回落具有本质性的差异，本次回落中的结构性趋势力量可能大于以往几次。这与目前观察到的全球化红利衰退、人口红利枯竭以及制度红利下滑等现象相吻合。但是，这并非意味着中国已经步入到以“低增长”、“低贸易”、“大幅度结构调整”、“高物价”为内涵的“新常态”[2]。考虑到中国收入-消费台阶效应的加速、中国新型城市化的加速、中国比较优势在产业和区域的转换、中国工业化在梯度转移中的加速，人口红利在中端劳动力充分利用下的再释放等因素，2013 年的中国宏观经济将随着换届效应的持续发酵、房地产困局的破解以及外部环境的轻度改善而超越“新常态”，步入“次高速增长期”。中国经济增长的目标不能先验地决定于目前各种方法测算的潜在 GDP 增速。

4）2013 年依然是充满不确定性、复杂的一年。发达国家“宽货币”与“紧财政”的政策组合与结构性调整方案是否会产生预期的结果？新政府是否可以快速破解中国房地产僵局？猪周期和国际粮价是否会引发新一轮食品推动型的价格上涨？发达国家新一轮数量宽松政策和未来金融市场的波动是否会引发新一轮热钱的大进大出？这些问题的结果都具有强烈的不确定性，都会给宏观经济政策的预调和重新定位带来冲击。。

本报告基于上述周期性和结构性的判断，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，分年度预测 2012 年与 2013 年中国宏观经济形势。其中，主要宏观经济政策假设包括：1）2013 年中央财政预算赤字率为 2%；2）2013 年人民币与美元平均兑换率为 6.16:1。其主要指标预测结果如表 1 所示。

1、在政治换届效应的作用下，2012 年第四季度的 GDP 同比增速将反弹 1 个百分点左右，全年 GDP 增速将达到 8.0%，比 2011 年回落 1.3 个百分点。其中第一产业增速基本与 2011 年持平，而第二产业和第三产业的增速较 2011 年分别回落了 1.7 个百分点和 1.3 个百分点，从而主导了 2012 年整体经济的回落。

2013 年将是中国经济持续复苏，重返经济扩张的过渡阶段， GDP 增速将呈现逐季回升的态势，全年实际增速达到 9.3%，弥补了 2012 年经济增速回落的缺口。

2、随着财政政策和货币政策的持续宽松，民间融资困局的缓和以及地方投融资平台融资条件的放松，在基础建设和重点工程项目投资的引领下，全国固定资产增速改变了 1-3 季度低迷的态势，出现持续增长，预计 2012 年全年增速达

[2]不同学者对于“新常态”定义不同。一是指目前世界经济复苏疲软为“新常态”，二是针对中国 2012 年运行特征提出的以“低增长”、“低创新”、“低贸易”、“内外部不平衡调整”、“较高的通货膨胀率”为内涵的“新常态”。

到 21.2%，名义增速比去年回落了 2.6 个百分点，剔除价格因素之后的实际增速却比 2011 年提高了 1.8 个百分点。不过，由于实体经济的深度“去库存”，国民经济核算角度的投资增速却有明显回落。

2013 年换届效应将持续放大，在地方政府投资的引领下，全年投资增速预计达到 24.3%，与 2011 年增长速度相当。但民间投资和外商投资的增速回升依然缓慢，库存回补没有回到高涨的阶段。

3、由于消费信心的逆转、消费刺激政策的重新布局以及中期的收入-消费台阶效应的持续释放，2012 年名义消费增速持续回落的局面在下半年得到了全面改变，全年社会消费品零售的名义增速将达到 14.7%，比去年低 2.4 个百分点，剔除价格因素，实际增速与 2011 年基本持平。

由于消费信心的持续回升、收入分配政策的出台等因素，2013 年消费增速将在回升中常态化，预计名义增速达到 16.1%。

4、由于全球经济疲软和不平衡逆转，2012 年下半年出口增速虽有所改善，但全年整体依然低迷，预计增速为 9.0%，比 2011 年回落 11.3 个百分点。而进口在下半年国内政策松动的作用下出现反弹，全年增速预计达到 4.8%。全年贸易顺差为 2420 亿美元，比 2011 年多增 869 亿美元，但考虑汇率等因素，核算角度的外需对 GDP 增速的贡献持续为负。

2013 年进出口增速将随着世界经济轻度复苏而出现反弹，但由于成本上扬带来的中国比较优势的弱化，进出口增速难以回到危机前的水平。预计出口增速为 14.2%，进口增速为 12.1%，全年贸易顺差为 3150 亿美元。

5、宏观经济政策的再定位直接导致 2012 年货币供应提速，预计 2012 年末狭义货币供应（M1）增速达到 10.8%，广义货币供应（M2）增速为 15.1%，比年初设定的目标略高。

2013 年货币政策为配合经济的持续复苏和新政府的经济发展战略的实施和落实将依然保持中性定位与积极操作的组合，货币供应速度较 2012 年有所提升，其中 M1 增速预计将达到 14.4%，M2 增速达到 16.5%，与 2011 年上半年水平相当。

7、在基数效应、食品价格回落以及总需求增长乏力等因素的作用下，2012 年 CPI 呈现“前高后低”的趋势，全年估计在 2.6%， GDP 平减指数为 2.0%，分别比 2011 年回落了 2.8 个百分点和 4.2 个百分点。

2013 年在经济复苏的作用下，全年物价水平将在食品价格和服务类价格的推动下出现小幅上扬，预计全年 CPI 将达到 4.1%，GDP 平减指数为 5.2%。通货膨胀压力又开始显现。

**表 1　中国宏观经济预测指标**

| 预测指标 | 2012年 | 2013年 |
|---|---|---|
| 1、国内生产总值（GDP）增长率（%） | 7.95 | 9.29 |

| | | |
|---|---|---|
| 其中：第一产业增加值 | 4.3 | 4.4 |
| 第二产业增加值 | 8.6 | 10.1 |
| 第三产业增加值 | 8.1 | 9.5 |
| 2、全社会固定资产投资总额（亿元） | 377520<br>（21.2%） | 469260<br>（24.3%） |
| 社会消费品零售总额（亿元） | 210950<br>（14.7%） | 244920<br>（16.1%） |
| 3、出口（亿美元） | 20690<br>（9.0%） | 23630<br>（14.2%） |
| 进口（亿美元） | 18270<br>（4.8%） | 20480<br>（12.1%） |
| 4、狭义货币供应（M1）增长率（%） | 10.8 | 14.4 |
| 广义货币供应（M2）增长率（%） | 15.1 | 16.5 |
| 5、居民消费价格指数（CPI）上涨率（%） | 2.6 | 4.1 |
| GDP平减指数上涨率（%） | 2.0 | 5.2 |

预测日期：2012 年 11 月

## 二、从“次萧条”到“复苏再现”的 2012

### （一）不对称的“W”型周期调整与 2012 年的“次萧条”

正如 2009 年本论坛宏观报告分析的那样，“在经济内在惯性、政策持续刺激和世界经济反弹等多元因素的作用下，中国宏观经济将在 2010 延续增长的态势，但从周期角度来看，中国宏观经济调整很可能呈现不对称“W”模式，即从 GDP 同比增速来看，中国宏观经济在短期为“V”型，但中期却呈现为“W”型，中国宏观经济在 2010 虽然没有“二次探底”的可能，但内在矛盾累积的作用下，在 2011-2012 年依然存在较强的中期下行力量。”

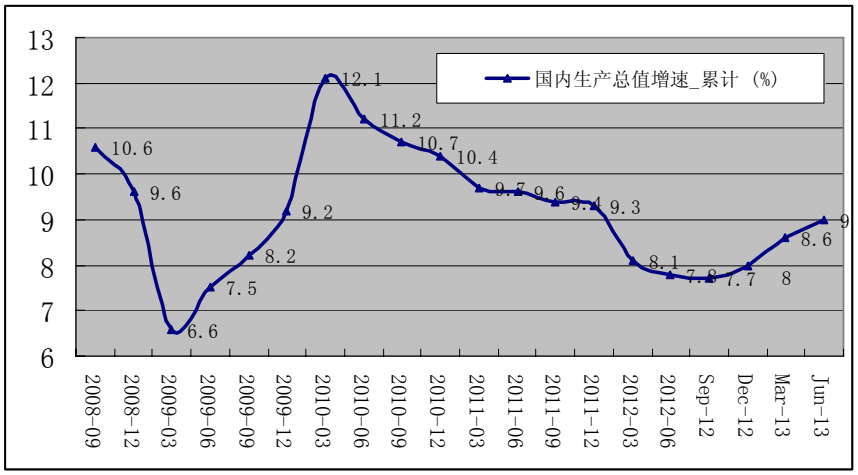


**图 1：中国宏观经济不对称的“W”型周期调整**

中国宏观经济在 2009 年成功实现“V”型反弹以后，于 2010 年 2 季度开始

出现逐季下滑的态势。这种回落的态势在 2012 年 1 季度出现加速，季度降幅达到 0.8 个百分点，并于第 2 和第 3 季度连续两个季度同比增速跌破 8%，使中国经济步入了以“低增长”、“低贸易”、“不低的价格水平”和“稳定的就业水平”为内涵的“次萧条”[3]的局面，成为不对称“W”模式的第二个底部(参见图 1)。

是什么原因导致中国在 2-3 季度出人意料地步入“次萧条”局面呢？原因是多重的，既有外部因素也有内部因素，既有短期周期性因素也有周期结构性因素，既有前期刺激性政策带来的后遗症因素也有当期政策调控效率弱化的因素。

**第一、全球经济持续疲软导致输入性萧条严重。**

世界经济复苏步伐的放缓，特别是欧洲主权债务危机的持续发酵，导致发达国家和新兴市场国家需求下滑，贸易需求回落迅猛。全球贸易增速从 2010 年 12.53%持续回落到 2012 年的 3.55%，其中发达国家从 11.37%回落到 1.68%，新兴市场国家从 14.95%下落到 2012 年 6.97%（参见图 2），这种回落直接导致外向

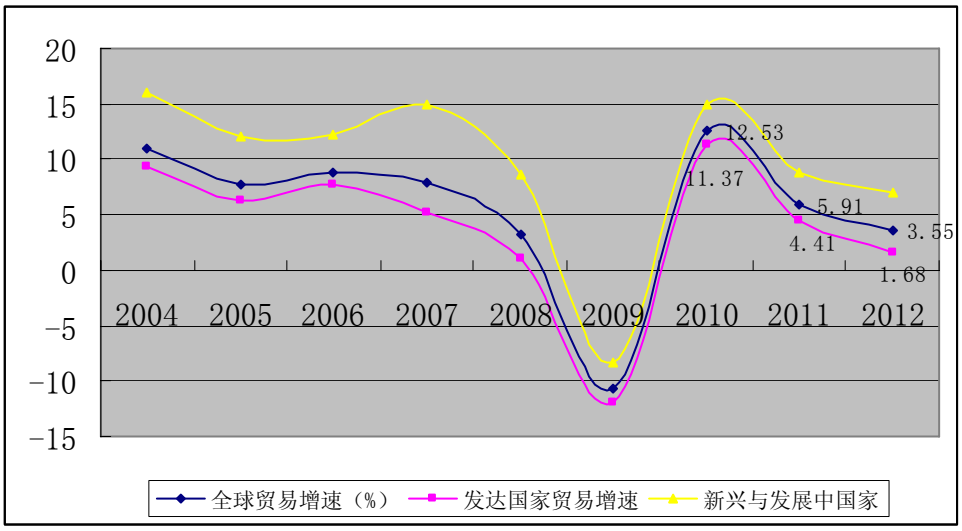


**图 2：全球贸易在经济停滞中持续恶化**

型经济大国中国出口出现更大幅度的下滑，出口增速从 2010 年的 31.3%回落到 2012 年 1-10 月的 7.8%，下滑幅度达到 20 多个百分点，比世界贸易增速的下滑幅度高 11 个百分点。其中，2012 年 3 季度的下滑幅度尤其超越人们的预期，季度同比增速仅为 4.47%，。这种深度的输入性萧条是导致 3 季度经济持续下挫，跌破 7.5%的核心原因之一。

[3] 根据中国人民大学经济研究所宏观经济报告研究，在过去 30 多年中，一般认为在 GDP 增速连续两个季度跌破 8%之后就宣告中国经济步入萧条状态。但与以往不同的是，本轮连续两个季度 GDP 增速跌破 8%并没有带来萧条期两大标志性现象：1）通货紧缩；2）大规模的失业。所以本报告将这种现象称为“次萧条”。本研究团队在 2010 年报告中明确提出中国在 2011-2012 可能步入“次萧条”状态。

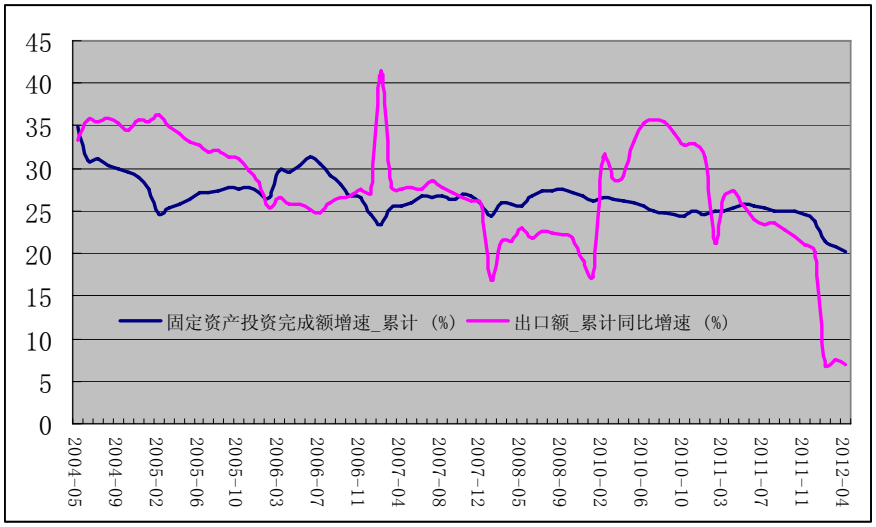


**图 3：剔除 2009 年中国出口-投资联动机制十分明显**

出口需求的下滑直接导致中国投资的大幅度回落，特别是与出口相关联的制造业投资和外资企业投资，进一步引发中国传统的“出口-投资”联动机制（参见图 3），导致市场型投资的整体下挫。

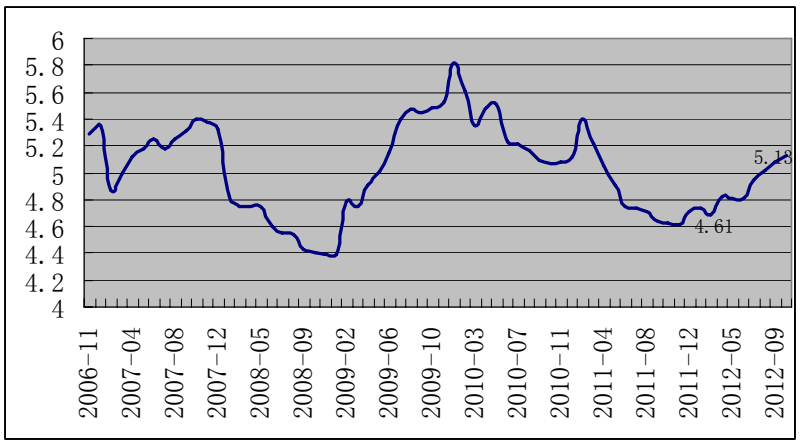


**图 4：房地产投资杠杆率长期低于正常水平**

**第二、“金融困局”持续发酵，导致企业的“去杠杆”、“去库存”和“去产能”比想象的时间要长、规模要大，内生性紧缩超预期。**

这集中体现在房地产投资杠杆率持续长达 15 个月低于常规值（5 倍），直到 2012 年 8 月才上升到 5.01 的水平（参见图 4）。同时，库存指标一直在下降，工业企业产成品增长速度从 2011 年底的 20%多的增速直线回落到 2012 年 9 月的 10%左右（参见图 5）。

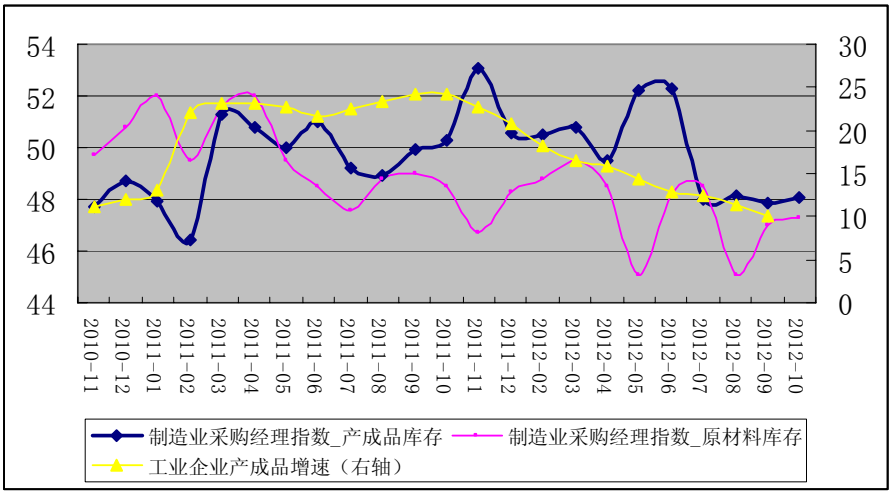


**图 5：前 3 季度“去库存”仍在持续**

同时，企业“三角债“问题开始显现，使“民间融资困局”有蔓延的趋势。截至 9 月，全国工业企业应收账款累计为 8.15 万亿元，较上年同期增加 16.5%（图 6）。在上市公司中，截至 8 月 23 日已公布半年报的 1437 家上市公司应收账款整体规模达 8039 亿元，较去年同期激增约 45%。有超过五成的上市公司应收账款在增加，其中很多产生时间不到一年。因此由于企业间债务增加所导致的**“三角债”**问题在不同行业已经不同程度存在，并有进一步蔓延扩大的风险，导致金融市场扭曲程度进一步恶化。

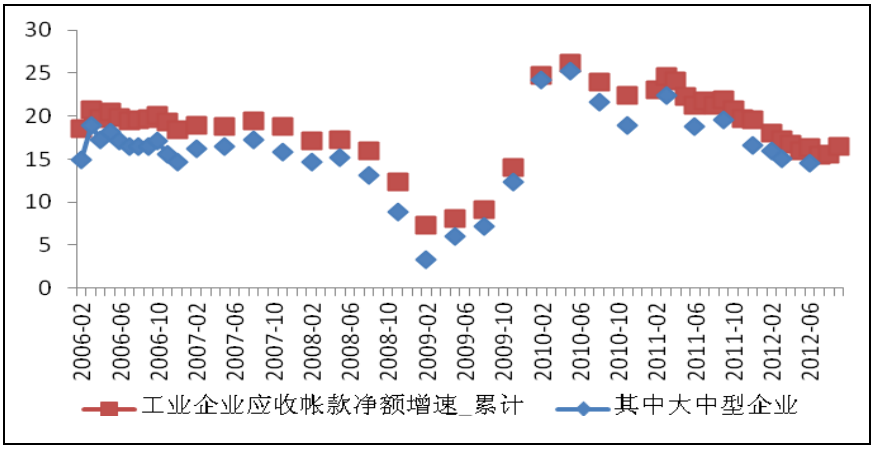


**图 6：工业企业应收帐款净值增速(%)**

**第三、周期性因素和结构性回落因素持续发力，导致企业经营环境恶化，订单减少、成本上扬、企业利润下滑，进一步导致企业投资意愿下滑，出现内生性回落。**

在周期性因素中集中体现在订单和需求减少。第一季度，新订单指数和出口订单指数都出现大幅度上扬的态势，这给予很多研究者以 2 季度回升的预期。但

这种预期被欧债危机的进一步发酵和新兴市场经济突然的疲软所打破，新订单指数和出口订单指数出现持续回落，并持续处于 50 枯荣线之下。其中新订单指数从 3 月的 55.1 下滑到 8 月的 48.7，出口订单指数从 4 月的 52.2 持续下滑到 8 月的 46.6（参见图 7）。

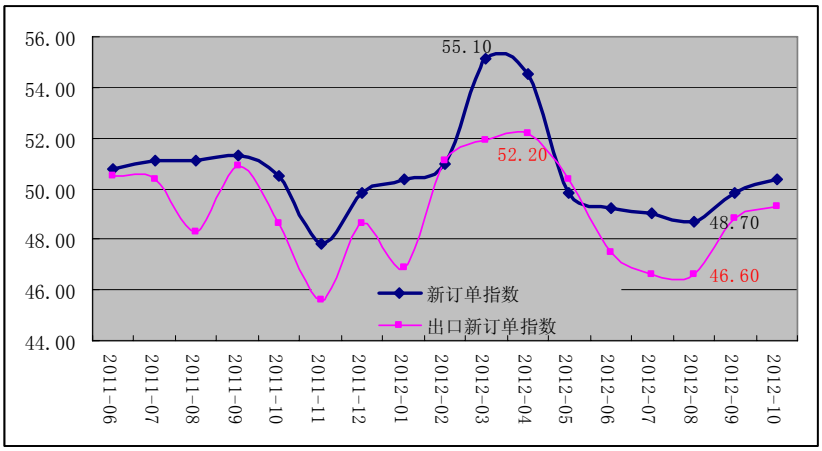


**图 7：2-3 季度企业的市场需求回落很大**

在结构性因素中最为突出的就是在低端劳动力市场供应出现明显回落之后，即刘易斯拐点之后，劳动力成本开始持续上升。自 2009 年以来，全部从业人员平均劳动报酬一直保持着 12%以上的增长速度。即使在市场需求和企业业绩出现明显恶化的 2012 年 2 季度，劳动力成本也平均上涨了 13.1%，其中大量依赖低端劳动力市场的城镇集体企业的劳动平均报酬增长了 20.4%（参见图 8）。

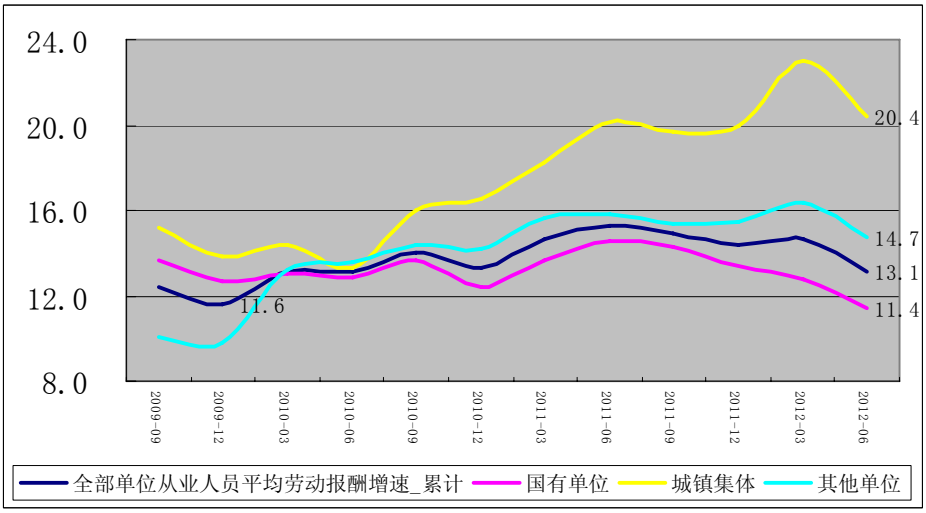


**图 8：劳动力成本一直保持快速增长**

结构性因素的第二个表现就是各种财务成本由于“金融困局”和“金融扭曲”而出现持续上扬。如图 9 所示，今年 1-9 月工业企业利润累计增长-1.8%，出现持续恶化，但是财务费用增长了 30.38%。导致这种现象的原因就是在监管套利

的作用下企业贷款利息支出一直保持高位，加权贷款利率维持在 7.0%以上，而总资产收益率却只有 4%左右。这直接导致企业的投资意愿大幅度下降。

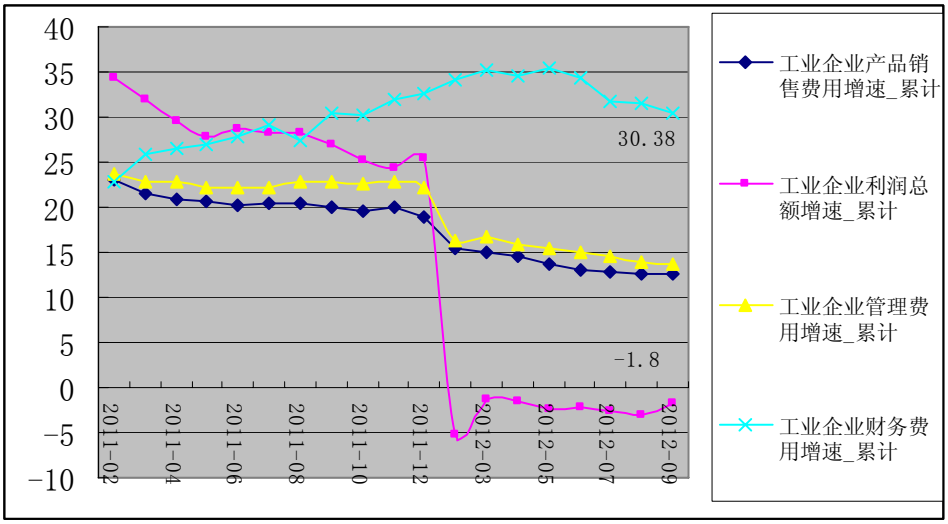


**图 9：财务成本即使在企业经营恶化的状况下也保持快速增长**

**第四、受困于“民间融资问题”的深度持续和扩大、地方投融资平台清理的持续以及地方政府收入增速的下降等因素，5 月份出台的“稳增长”一篮子政策并没有产生预期之内的立竿见影效果，政策效应的超预期滞后。**

中国宏观经济在 2012 年 2-3 季度陷入“次萧条”的另一核心原因就是宏观经济政策在“稳增长”框架下加大“微调”和“预调”力度并没有产生立竿见影的效果。持续放松的货币政策和财政政策并没有导致总需求马上上扬，而地方政府天量的投资规划并没有引发地方投资出现大家期待的地方投资的井喷。

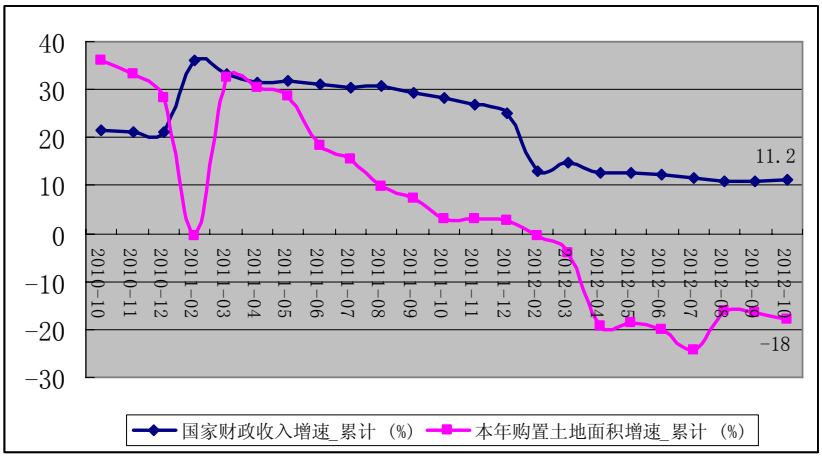


**图 10：地方政府收入下降较大**

一是国家财政支出力度在 2 季度加力之后，并没有引发地方政府项目出现反弹，地方政府也没有在出台天量投资规划的基础上，大规模进行投资，其核心原

因就在于地方政府收入的 3 个核心板块都面临快速下滑：1）地方财政收入出现持续回落，1-10 月地方政府财政增长同比增长 15.6%，比去年全年增速下降了 13.5 个百分点。2）地方政府性基金本级收入下降迅猛，特别是土地出让金下降太快。1-10 月地方政府性基金本级收入 24178 亿元，同比减少 5195 亿元，下降１７．７％，主要是土地出让成交额大幅下降，国有土地使用权出让收入 20093 亿元，同比减少 5561 亿元，下降 21.7%。这直接到全国政府性基金支出比去年同期减少 3469 亿元，下降 12.9%。其中地方政府性基金支出 21771 亿元，同比减少 3526 亿元，下降 13.9%。3）在投融资本台的进一步清理下，地方融资平台难以进行大规模的杠杆融资，导致 2012 年投融资平台的银行信贷规模出现零增长。截至今年 9 月末，银监会在“保在建、压重建和控新建”的原则下，控制了平台贷款，其余额为 9.25 万亿元，与去年同期基本持平。

地方政府的财务约束直接导致地方投资项目出现明显回落，增速从 2011 年 10 月的 27.9%一直回落到 21.8%（参见图 11）。中国积极的财政政策并没有传递到地方投资上面，导致积极财政政策的效果大打折扣。

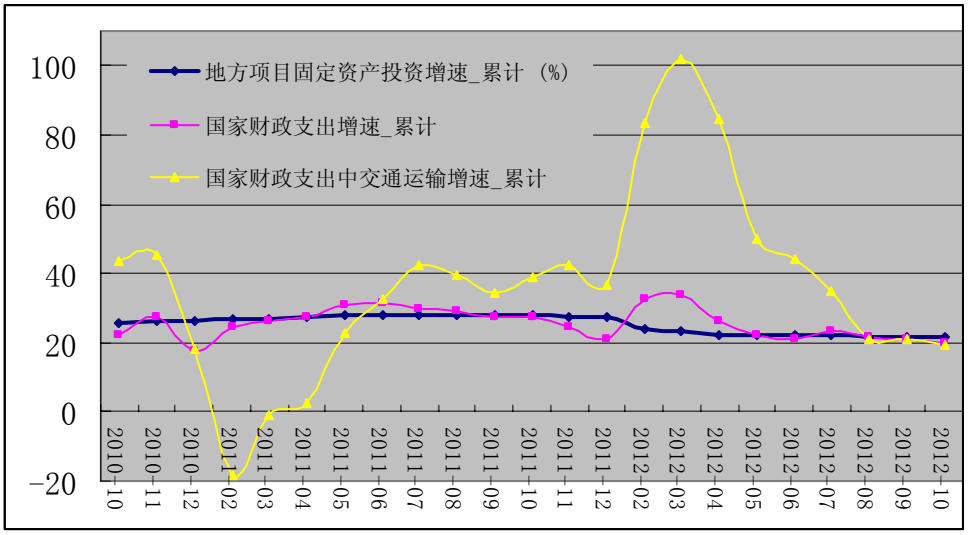


**图 11：地方投资项目在积极财政作用下反而出现回落**

二是在货币政策逐步放松、信贷规模加大的同时，流动性并没有按照预期向实体经济渗透。一方面卷入“民间融资困境”的企业持续出现贷款难，并随着相互担保链的扩散导致许多大中型民营企业融资难问题加剧，另一方面由于利润空间被大幅度挤压，导致很多企业在悲观预期的作用下出现“惜贷”，“贷款难”和“惜贷”现象的并存使货币政策放松的效果大打折扣。

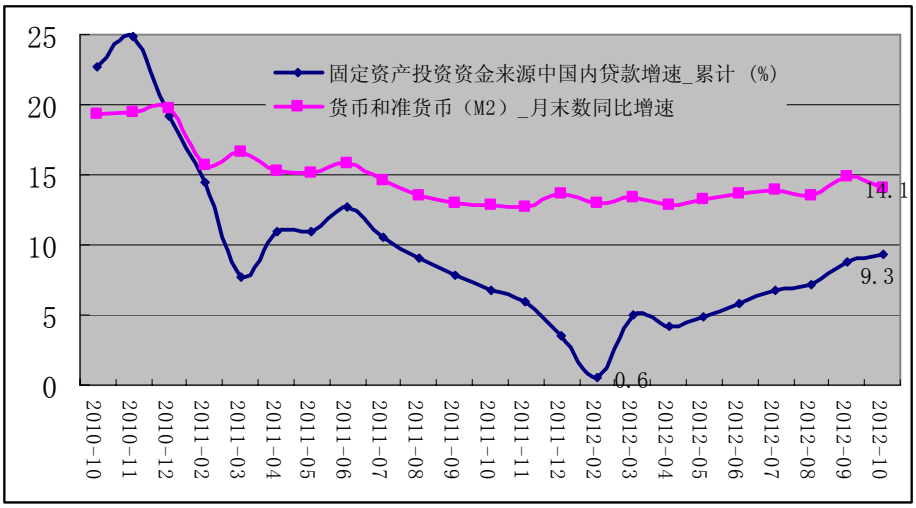


**图 12：货币供应放量但固定资产投资的贷款资金来源却低水平徘徊**

如图 12 所示，1-10 月中国货币供应 M2 同比增速从去年同期的 12.88%上扬到 14.1%，但是固定资产投资资金来源中贷款增速却只增长了 9.3%，大大低于同期贷款的增长速度。

**（二）复苏再现的 2012 年 4 季度**

在外部需求稳定、稳增长一揽子政策的实施效果逐步显现、消费持续回升等因素的作用下，中国宏观经济开始摆脱 2-3 季度“次萧条”的低迷，各类指标出现同步触底反弹，开始重新回到复苏的轨道之上。

**第一、各类综合先行指数止跌反弹，前期过度悲观的预期开始逆转。**

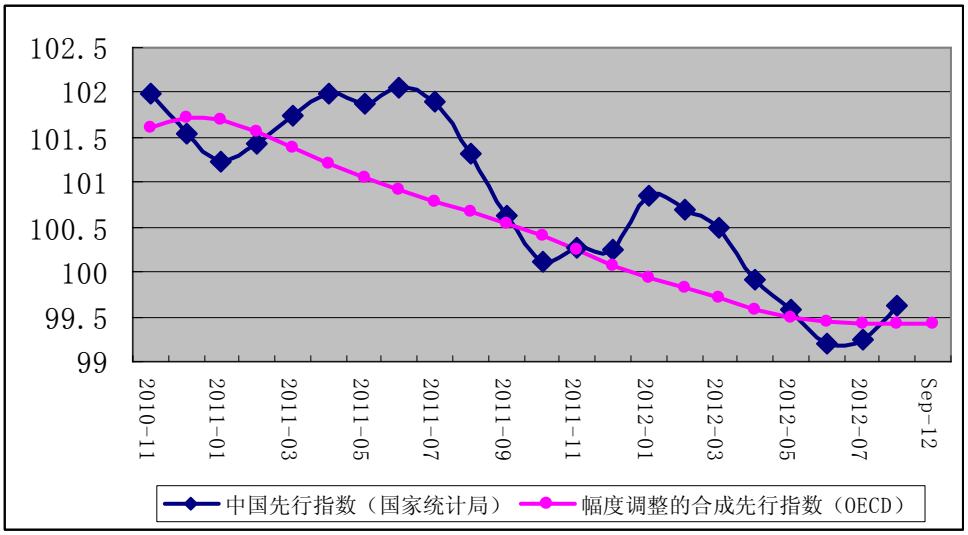


**图 13：先行指数表明 4 季度中国经济将企稳反弹**

国家统计局的中国经济先行指数从 5 月的 99.19 回升到 99.63，该参数领先实体经济 3-4 个月左右，这意味着中国宏观经济正常在 8-9 月处于反弹的拐点性。

而 OECD 经幅度调整的合成先行指数(CLI)也于第三季度结束了持续回落的趋势，稳定在 94 的水平，该参数一般领先 2 个月左右，也表明中国宏观经济目前开始于 9 月步入相对稳定增长的区域（参见图 13）。

**第二、在消费、投资和出口 3 大需求开始出现同步改善，总需求低迷的局面将得到有效缓解。**

1）消费名义增速在 7 月触底之后连续上扬到 10 月 14.5%，而实际增速从 4 月 10.7%持续上扬到 10 月的 12.8%，高于 2011 年同期水平 1.1 个百分点。更为重要的是消费的先行指数——消费信心指数 7 月触底以后持续上扬(参见图 14)。

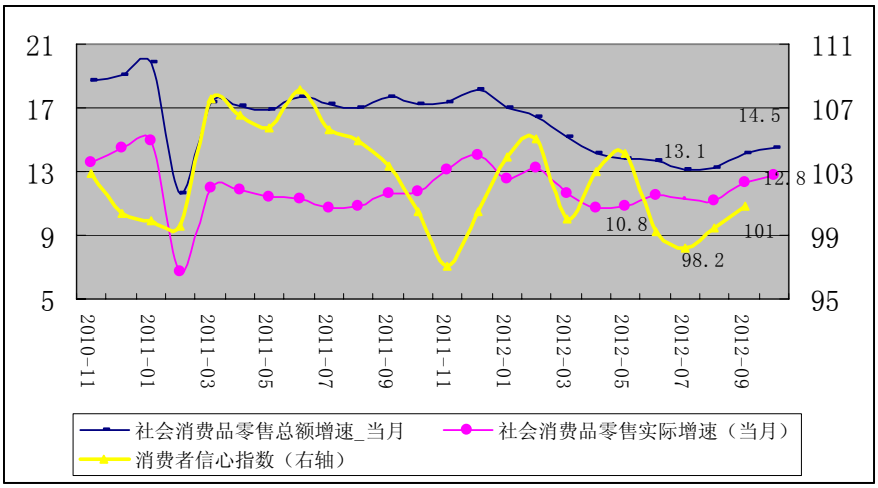


**图 14：消费参数持续改善**

2）名义投资增速在从 2011 年 5 月的 25.8%持续回落到 2012 年 5 月的 20.1%，经过“稳增长”政策的实施，目前恢复到 20.7%，但剔除价格因素之后的实际增速却达到 19.32%，与 2011 年 5 月的水平相当（参见图 15）。更为重要的是，投资的先行参数新开工项目个数从去年 10 月的-3272 个，增长到 2012 年 10 月 17237 个，新开工项目计划总投资增速从 2012 年 4 月的 21.6%

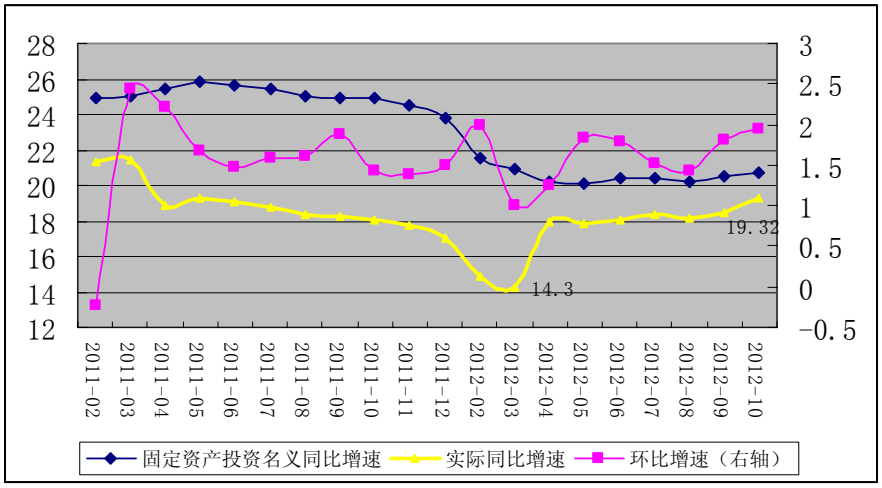


**图 15：固定资产投资各类增速出现改善**

上升到 2012 年 10 月的 26.7%（参见图 16 和图 17）。

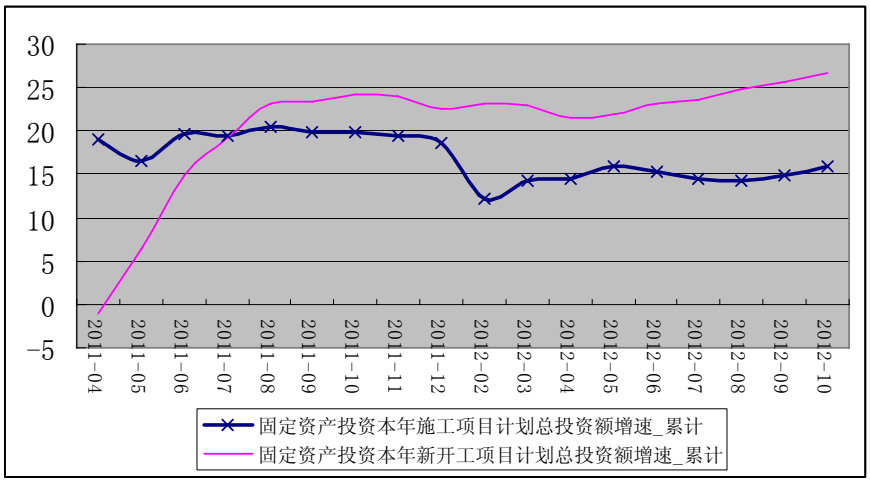


**图 16：投资的先行参数都出现明显改善（1）**

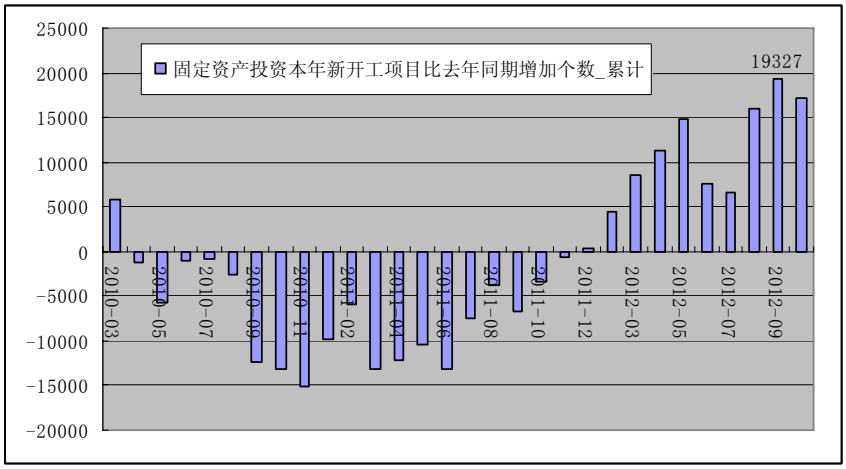


**图 17：投资的先行参数都出现明显改善（2）**

3）去库存接近尾声，库存回补即将全面回升，小周期力量逆转已经出现。从 3 大库存参数的运行状况来看（参见图 18），目前库存持续下滑期已经达到 12 个月，按照通常基钦周期中 8-10 个月左右的下行期来衡量，本轮调整可能已经接近底部。佐证这个判断的证据就是原材料和工业品价格下滑的势头开始结束，PPI 和原材料、动力购进价格指数都出现了环比增增长。库存回补的加速与景气上扬之间形成互动，将是宏观经济重返复苏的强劲力量。

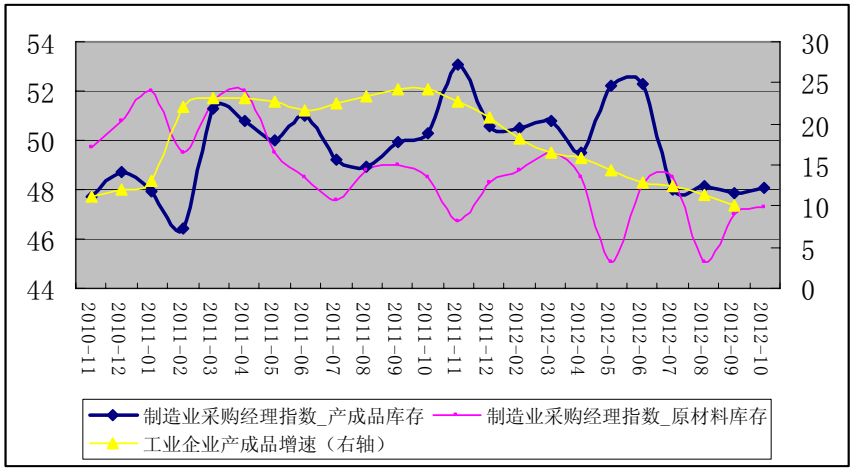


**图 18：去库存可能接近尾声**

4）出口增速在低水平基础上出现反弹。单月增速从 7 月的 1%持续回升到 10 月的 11.6%（参见图 19）。扣除价格因素后实际增速达到 13.2%，与去年平均水平相当。同时，中国出口的各类先行数据也有低水平基础上的改善。一是出口订单指数持续反弹，从 8 月的 46.6 上升到 10 月的 49.3，开始接近枯荣线（参见图 20）。二是 BDI 指数于 9 月中旬触底回升，从 661 点回升到目前的 1011 点（参见图 21）。

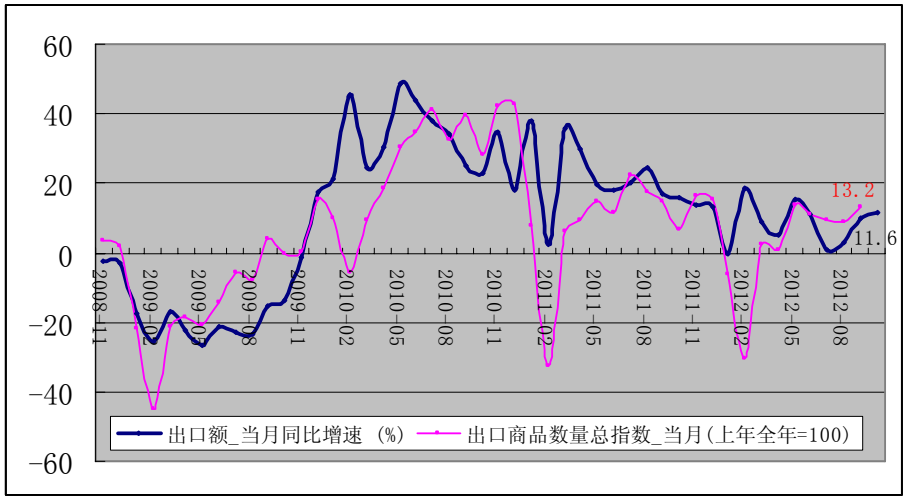


**图 19：出口增速有所改善**

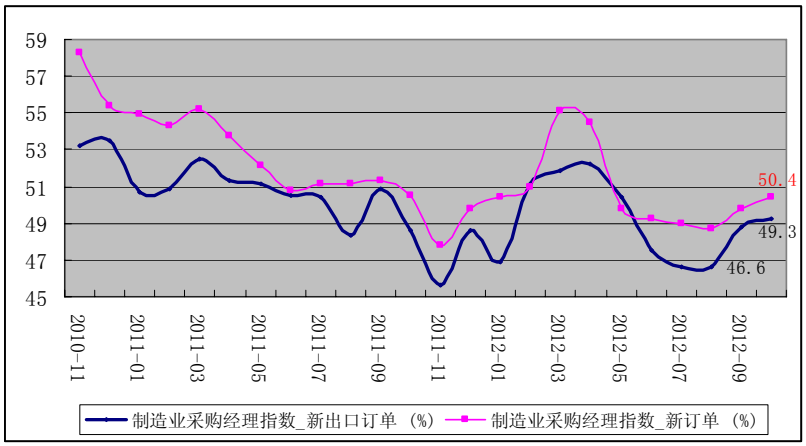


图 20：订单指数有所改善

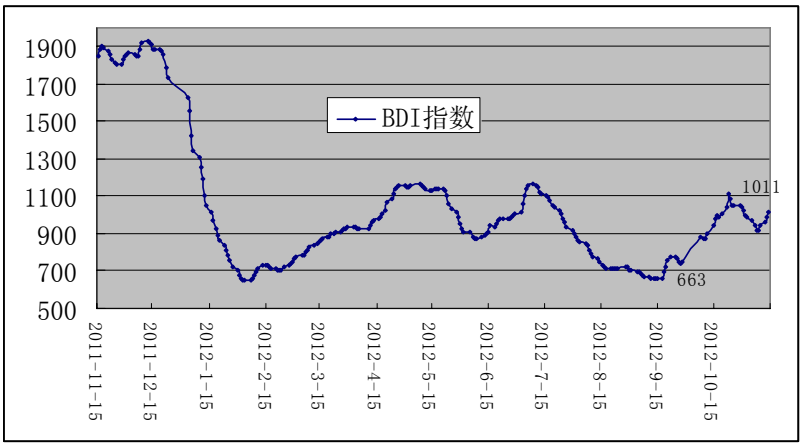


图 21：BDI 指数低水平反弹

**第三、在需求拉动下，企业生产有所恢复，总供给增速有所提升，虽然总体状况依然比较疲软。**

这集中体现在工业增加值同比增速和环比增速连续 3 个月小幅改善，特别是重工业开始摆脱 2 季度过度低迷的状态。其中最为突出的就是发电量出现快速回升，从 6 月的 0 增长提升到 10 月 6.44%（参见图 22）。

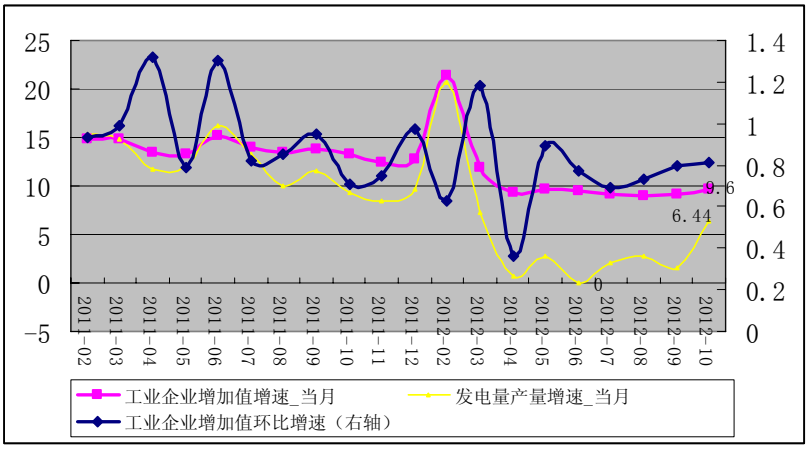


图 22：工业生产开始走出低迷

这种改善将会持续，因为，制造业先行指数中国 PMI 指数在 10 月出现明显提升，达到 50.2，回到 50 的枯荣线之上。代表小企业景气指数的汇丰 PMI 也在回升中接近 50%枯荣线（参见图 23）。代表轻工业生产的义务小商品指数也从 5 月的 973 点回升到 1012.51 点（参见图 24）。

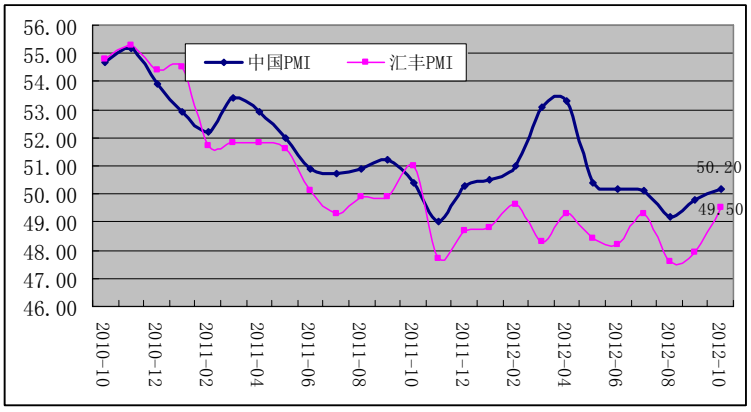


图 23：各类 PMI 都出现明显改善

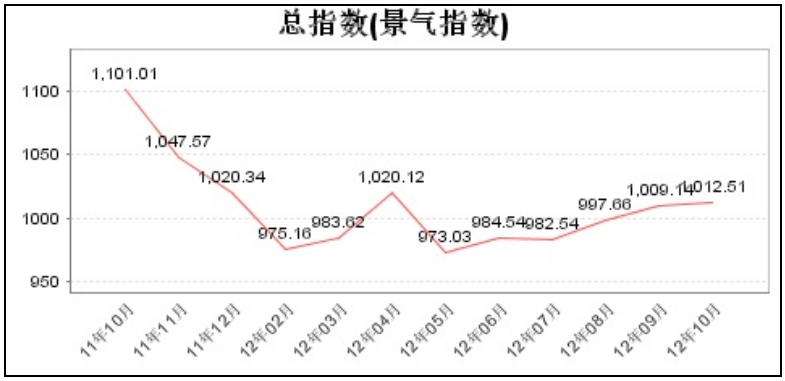


图 24：义乌小商品指数出现持续小幅改善

第四、在供求轻度改善的同时，绩效指标也有所改善。

1）财政增速从 1-8 月的 10.6%回升到 1-10 月 11.2%，税收 10 月也出现回升，从 1-9 月的 8.6%回升到 1-10 月的 10.3%（参见图 25）。

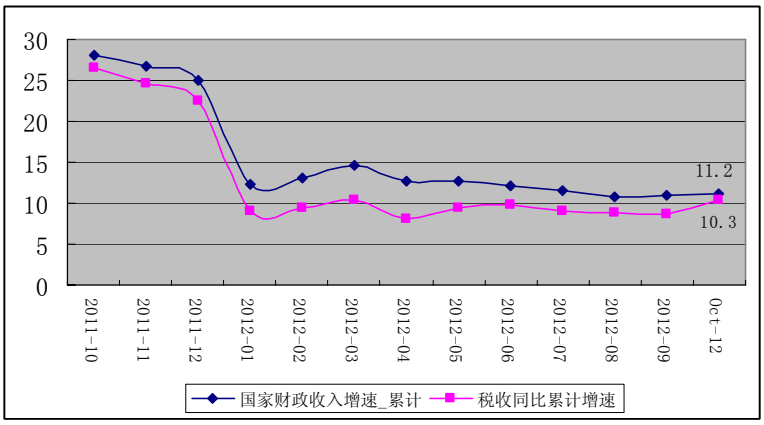


图 25 财政和税收小幅改善

2）工业企业利润出现改善，1-9 月累计增速比 1-8 月回升了 1.3 个百分点，而 9 月的当月增速实现了 2%的增长。同时工业亏损企业亏损总额也出现增速明显回落，从年初的 82.83 回落到 9 月的 60.9%（参见图 26 和图 27）。

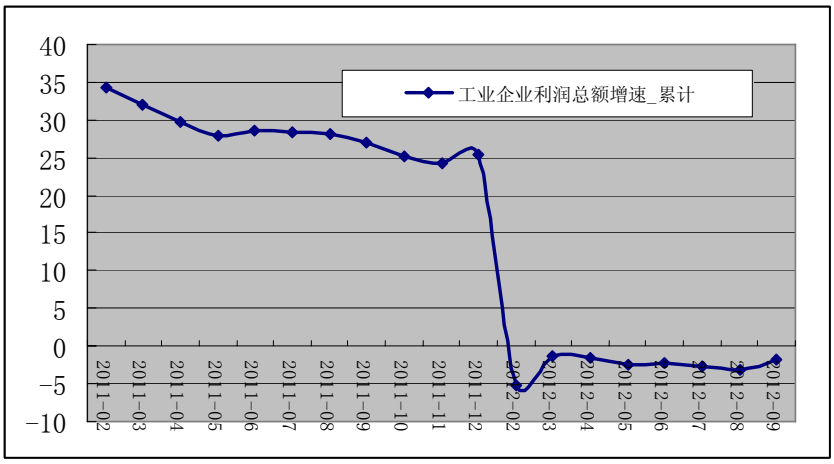


**图 26：工业利润增速小幅改善**

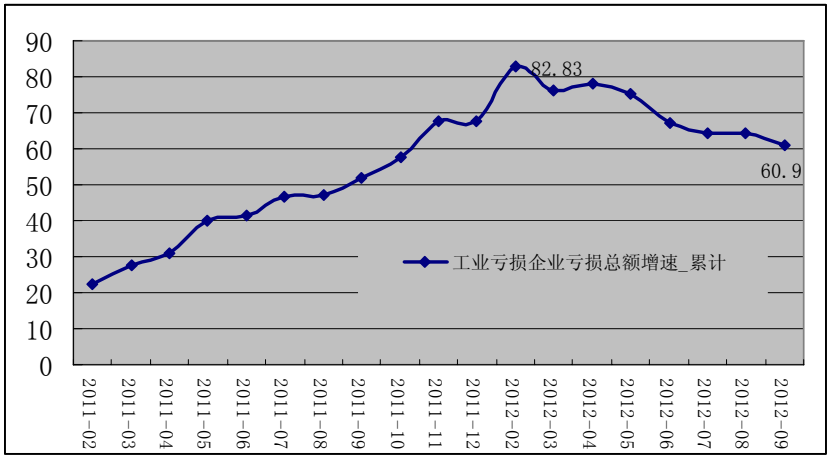


**图 27：亏损企业的亏损额增速回落**

**第五、在政策持续宽松的支持下，全社会融资环境大幅度放松，有效支持了经济的回暖。**

自 5 月出台“稳增长”一揽子政策以后，金融当局开始放松信贷、提高货币供应的力度，M2 增速自 9 月以来提升到 14%以上，贷款增速逐步逼近 16%。更为重要的是，在企业借贷以及传统信贷发放途径效率下降的环境中，政府大幅度放松了直接融资的条件，使债券融资、票据融资以及信托融资得到大幅度提升，导致全社会融资总量自 5 月以来快速同比增长，1-10 月全社会融资总额超过 13 万亿，比去年同期增长了 22.8%，其中 9 月和 10 月分别同比增长了 285.99%和 63.13%（参见图 28）。更为重要的是，2012 年虽然对于地方投融资平台的信贷进行了全面监管和整顿，贷款总量保持在 9.25 万亿的规模不变。但自 5 月以来，为了缓

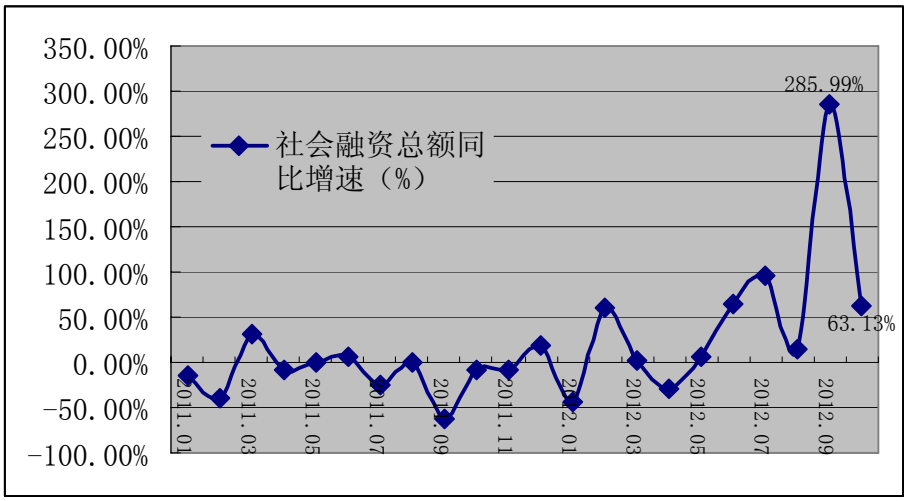


**图 28：社会融资总额大幅度上升**

解地方政府资金紧张局面，国家开始大幅度放开平台发放债券的条件。1-10 月，地方政府融资平台发行债券(包括企业债券、中期票据、定向工具等)合计数为 5792.8 亿元，已超过去年全年发行总额 1500 亿。更为重要的是，这种债券融资放松的态势将进一步持续，国家发改委正在酝酿将企业债发行人范围扩大到非百强县以外的县级主体，推进平台债的发行。这些举措可能将大幅度缓解地方政府资金紧张的局面，使其大规模的投资规划能够快速实施。因此，2012 年 4 季度的投资增速可能出现快速的回升。

**第六、党的十八大所进行的战略定位不仅意味着积极宏观经济政策的延续，同时还意味着新政府积极取向的扩大，未来内需扩张的幅度也许比预期还大。**

刚刚闭幕的党的十八大提供 3 个经济战略定位：一是在总体目标上，“实现国内生产总值和城乡居民人均收入比二 0 一 0 年翻一番”；二是在经济增长方面，“坚持走中国特色新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化道路，推动信息化和工业化深度融合、工业化和城镇化良性互动、城镇化和农业现代化相互协调，促进工业化、信息化、城镇化、农业现代化同步发展”；三是在结构调整中，“推进城镇化为重点，着力解决制约经济持续健康发展的重大结构性问题。要牢牢把握扩大内需这一战略基点，加快建立扩大消费需求长效机制，扩大国内市场规模”。从第一个方面可以看到，未来 8 年年均实际 GDP 增长将保持在 7%以上，考虑未来几年经济增速趋势性的回落以及政府规划的“有保有压”的基本规律，2013-2015 年经济增长的目标速度应当保持在 9%左右，即较高的发展速度依然是重要的。而从经济增长动力的角度来看，“四化同步”意味着中国经济增长点并没有完全转移，工业化和城镇化依然政府发展的重点；而从结构调整的着力点来看，意味着经济结构的调整并非简单的产能调整，而是在城镇化、消费加速上做

文章，这有可能使“调结构”的目标与“稳增长”目标具有一定的契合性。

按照人民大学经济研究所的研究测算来看，保证城镇化率在 2020 年超过 60%、保证居民收入与 GDP 同步，就可能保证基础设施建设、房地产投资以及城市消费保持较高的增长速度。这也意味着短期宏观经济政策必须为这些最终目标和直接目标的完成创造宽松的环境。政府也必须在短期内要破解目前的“房地产困局”，使地方政府的资金困局要有所缓解，保证城镇化维持在高速增长状态。所以，政治换届后的政府政策定位不仅会延续目前积极财政政策和稳健货币政策的组合，同时还必须在融资改革、房地产政策、收入分配政策和消费政策上保持积极的取向。这种取向是 4 季度重返复苏和 2013 年持续复苏的政策基础。

## 三、复杂但富有朝气的 2013

2013 年一方面将延续 2012 年 4 季度反弹的趋势，另一方面将在政府换届效应的基础上进一步落实政治换届的效应，全面落实新政府的经济社会施政纲领。这直接彰显了中国宏观经济中的“中国因素”，使 2013 年中国宏观经济率先超越世界经济复苏疲软的“新常态”，GDP 增速在内需持续发力和外需逐步稳定的作用下重返 9%，最终在持续复苏的基础上开始向“繁荣”阶段转化。但是，由于世界经济复苏基础十分脆弱、结构性趋势力量依然较大、中国宏观经济传导机制的变异以及新政府在多重目标之间的权衡等因素，2013 年依然是一个充满朝气但却十分复杂的一年，宏观经济依然面临大量的风险。

### （一）持续复苏的 2013 年

2013 年是持续复苏的一年，其持续复苏的基础主要体现在以下几个方面：

**1、随着世界金融环境的逐步改善、悲观情绪的提前释放、新兴经济体和美国经济的稳定以及全球新一轮宽松政策的全面实施，2013 年世界经济将在波动中略有改善，这决定了中国出口将出现小幅回暖，资本外逃的局面出现逆转。**

**第一、以发达国家为首的新一轮全球货币宽松将有效缓解世界金融环境的低迷。**

**表 2：主要经济体量化宽松政策**

| | 时间 | 规模 |
|---|---|---|
| 美国 | 首轮量化宽松(QE)：2008 年 11 月-2010 年 4 月 | 美联储在首轮定量宽松政策的执行期间共购买了 1.725 万亿美元资产。 |
| | 第二轮量化宽松(QE2)：2010 年 11 月-2011 年 6 月 | 美联储第二轮定量宽松总计将采购 6000 亿美元的资产。 |
| | 扭转操作：2011 年 9 月-2012 年 6 月 | 美联储在 2012 年 6 月底前购买 4000 亿美元 6 年期至 30 期国债，并将在同期出售相同规模的三年期或更短期的国债。 |

| | | |
|---|---|---|
| | 第三轮量化宽松(QE3)：2012 年 9 月至“以美联储认为经济形势令人满意作为终点” | 美联储将每月购买 400 亿美元构抵押贷款担保债券，并视情况决定额外采购额度。 |
| 英国 | 2009 年 3 月 | 英格兰银行开始实施总值750亿英镑的资产收购计划。 |
| | 2009 年 11 月 | 英格兰银行货币政策会议决议将量化 宽松规模扩大 250 亿英镑，至 2000 亿英镑。 |
| | 2011 年 10 月 | 10 月 6 日英格兰银行决议将量化宽松规模增加至 2750 亿英镑，并将基准利率维持在 0.5%的历史低点。 |
| | 2012 年 2 月 | 2 月 9 日英格兰银行货币政策委员会宣布量化宽松政策规模扩大至 3250 亿英镑，同时继续维持当前 0.5％的基准利率不变。 |
| | 2012 年 7 月 | 7 月 5 日，英国央行宣布再度扩大量化宽松规模扩大 500 亿英镑至 3750 亿英镑，同时维持基准利率于 0.5%不变。 |
| 欧元区 | 2011 年 12 月 | 欧洲央行宣布，通过长期再融资操作，提供给银行业 4890 亿欧元。 |
| | 2012 年 2 月 | 2 月 29 日，欧洲央行将以 1%的超低利率进行第二轮无限额三年期贷款招标及第二轮长期再融资操作 |
| 日本 | 2010 年 10 月 | 日本央行首次推出量化宽松政策，累计量化宽松规模达到 35 万亿日元。 |
| | 2011 年 3 月 | 日本央行宣布进一步放宽货币政策至 40 万亿日元。 |
| | 2011 年 8 月 | 日本央行将资产购买以及有担保市场操作的资金规模从 40 万亿日元提高至 50 万亿日元。 |
| | 2011 年 10 月 | 日本央行决定以长期国债为对象，将现有的资产购买计划扩大到 55 万亿日元。 |
| | 2012 年 2 月 | 日本央行宣布将资产购买规模扩大 10 万亿日元至 65 万亿日元。 |

资料来源：作者根据相关新闻资料整理。

继 2008 年世界各国采取量化宽松的货币政策以来，2012 年开始采取新一轮的量化宽松（参见表 2 和图 29）。这有效克服了因为风险情绪上扬带来的流动性枯竭的问题，为实体经济和金融正常运转提供了直接的支持。其最为直接的指标就是发达国家的借贷条件指数出现明显的改善，信贷需求出现常态化（参见图 30）。这将对 2013 年总需求上扬和投资常态化打下基础。

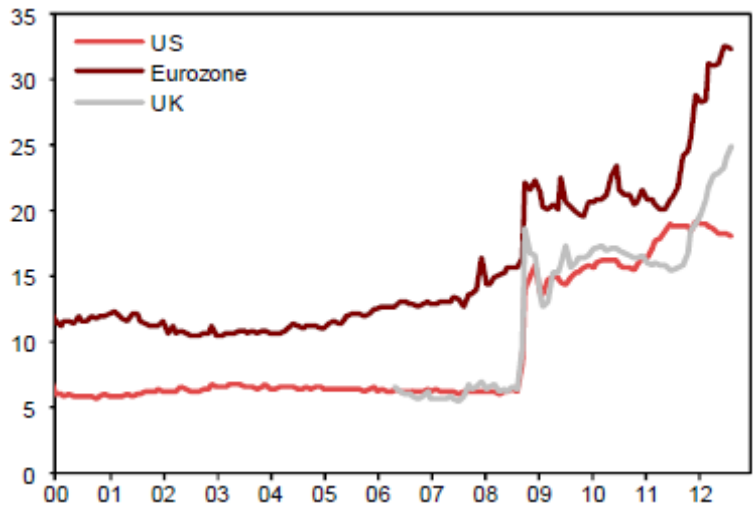


图 29：发达国家中央银行资产规模大幅度提升（占 GDP 的比重）

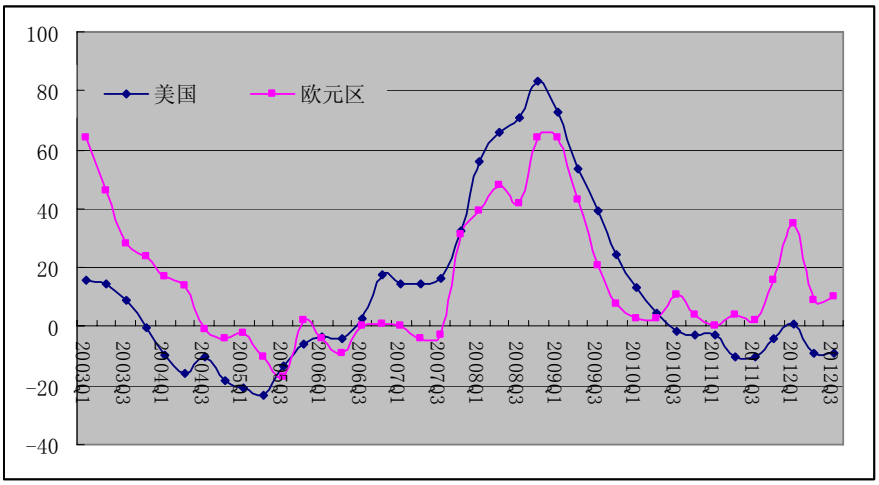


表 30：欧美发达国家的借贷条件指数（向下为改善）

**第二、在欧洲中央银行和欧盟委员会陆续通过欧元救助方案和财政调整方案的作用下，债务货币化、债务分摊化以及债务的重构开始快速推进。这将有效降低 2012 年来欧洲金融市场的震荡，从而使 2013 年欧洲经济在低迷中难以再现 2012 年 1-2 季度金融市场的大幅度波动，欧洲经济在 2013 下半年依然存在走出“停滞”的可能。**

欧洲问题是世界经济疲软的核心，目前无论从 GDP 增速、有效需求、制造业生产以及货币供应等指标来看，都处于“二次衰退”。但是在欧洲实施“宽货币、紧财政”的宏观经济政策、强化银行监管联盟和财政联盟、全面启动 EFSF 和 ESM、欧元贬值、欧洲竞争力再造等措施之后，市场风险情绪下滑，救助资金的可使用量提升（参见图 31 和图 32）。未来的政治冲突和社会冲突虽然会使 2013 年的不确定性存在，但政治妥协和社会妥协已经成为目前的主流，极端状况出现的概率很小。

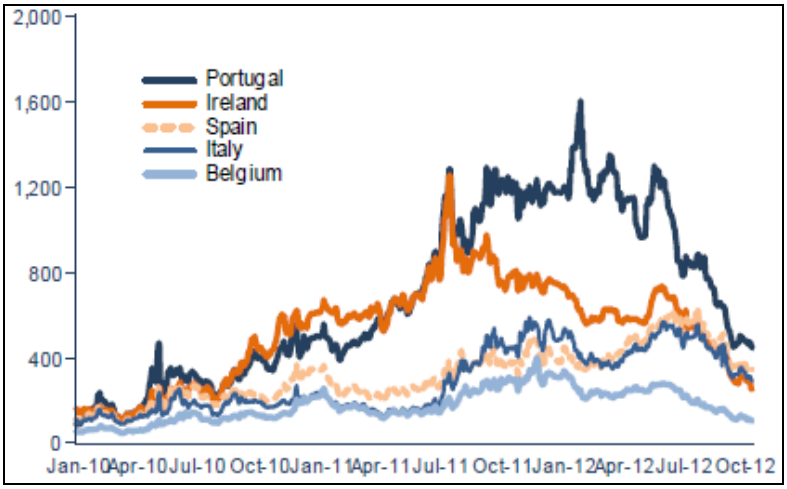


图 31：欧洲债务国家的 CDS 率明显回落

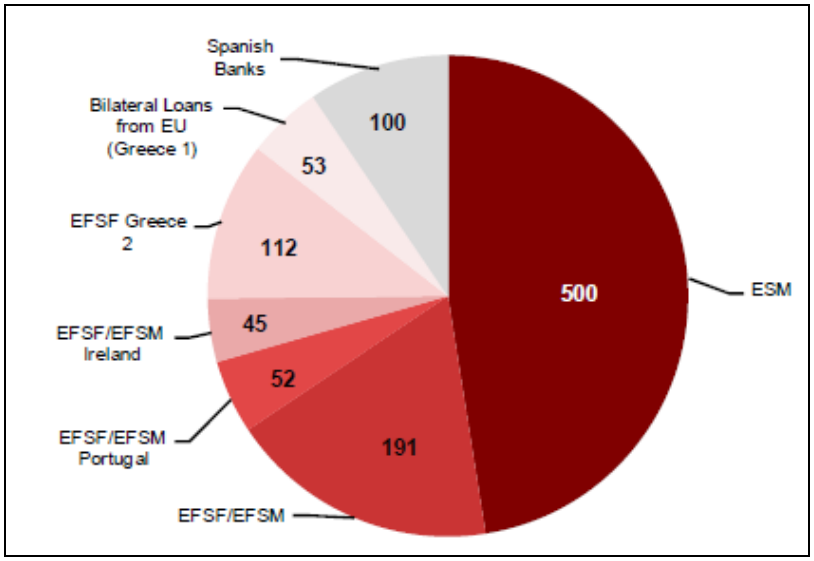


图 32：救助可用资金大幅度提升

**第三、美国经济虽然面临“财政悬崖”的冲击，但政治妥协将避免出现极端情况，在就业改善、房地产市场向好、消费提升以及金融市场稳定等因素的作用下，2013 年美国经济小幅回升的概率较大。**

从目前来看，美国经济依然是全世界经济运行最为健康的经济体。这体现在以下六个方面：

一是经济增长 温和复苏的态势，3 季度 GDP 同比增长 2.32%，实际环比增速达到 0.5%，超出此前的预期（参见图 33）。

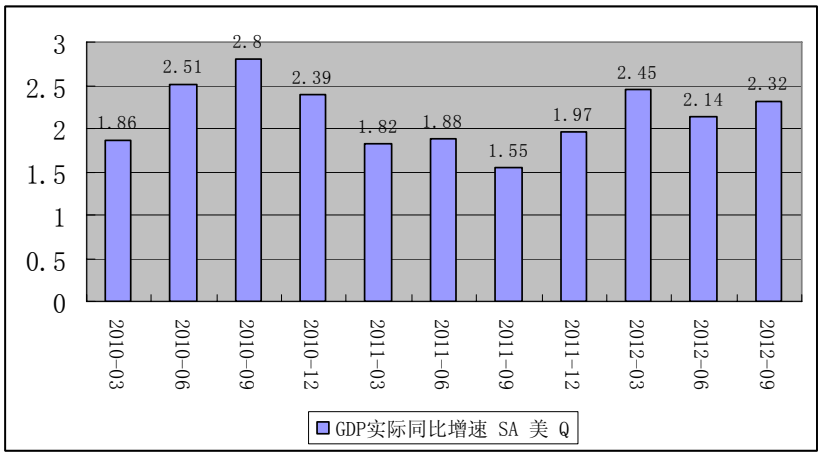


**图 33：美国 3 季度超预期增长**

二是导致金融危机最为直接的房地产危机开始出现逆转，房地产销售价格和销售量都出现持续回升，Case-Shiller 房价指数从年初的 136.4 上到现在的 142.1，为下一步金融环境和投资的改善奠定了最为直接的基础（参见图 34）。

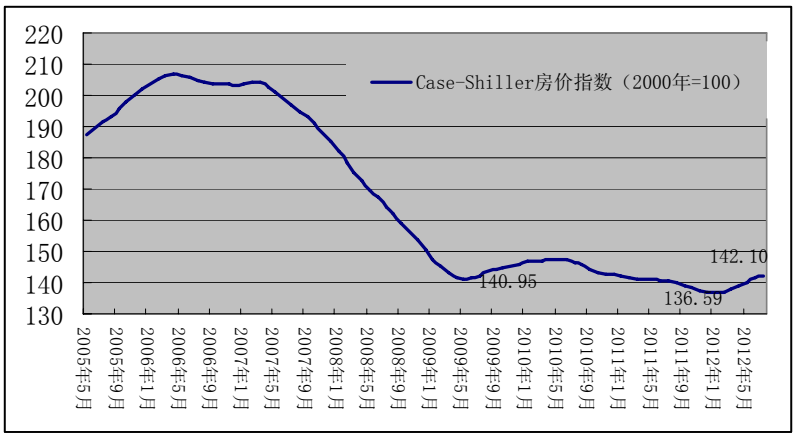


**图 34：美国房价指数改善**

三是就业数据持续改善，10 月失业率仅为 7.8%，新就业增长率持续超过 2.5%（参见图 35）。

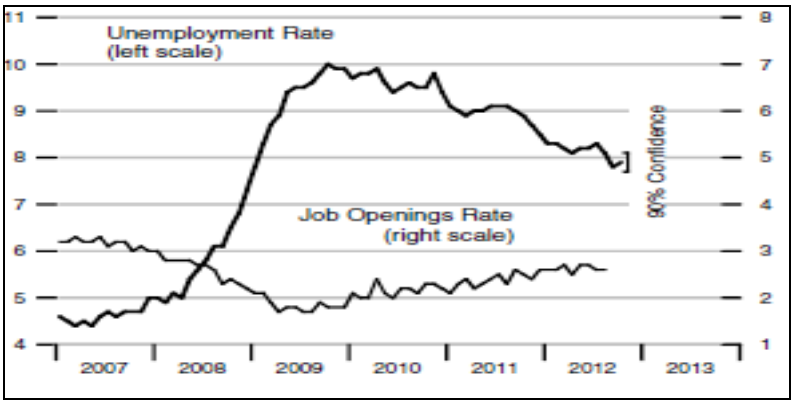


**图 35：美国就业数据持续改善**

四是各类金融参数始趋于稳定和常态化，在第三轮量化宽松政策的作用下，M3 环比增速重新超过 0.8%，银行信贷持续上升，2012 年第 3 季度达到 4.5%（参见图 36）。

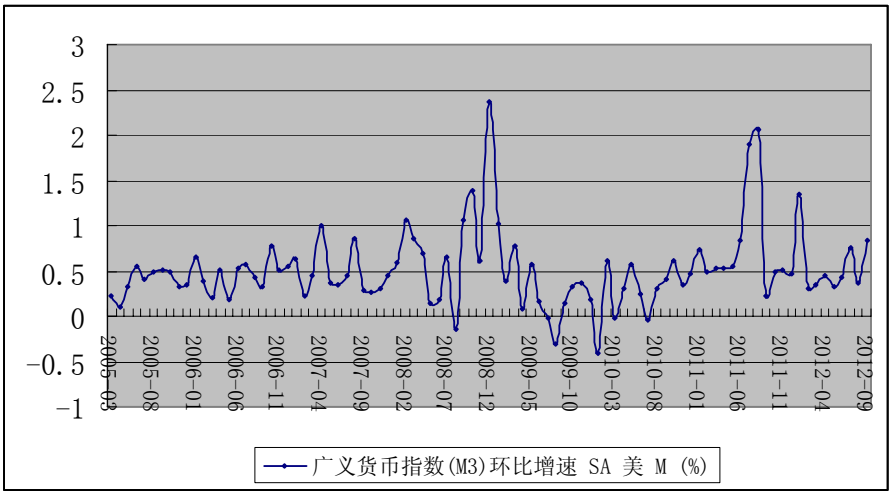


**图 36：在第 3 轮量化宽松政策作用下，M3 增速回升**

五是公司利润率持续回升，税后利润同比增速达到 17%，为美国下一步投资的增长打下基础（参见图 37）。

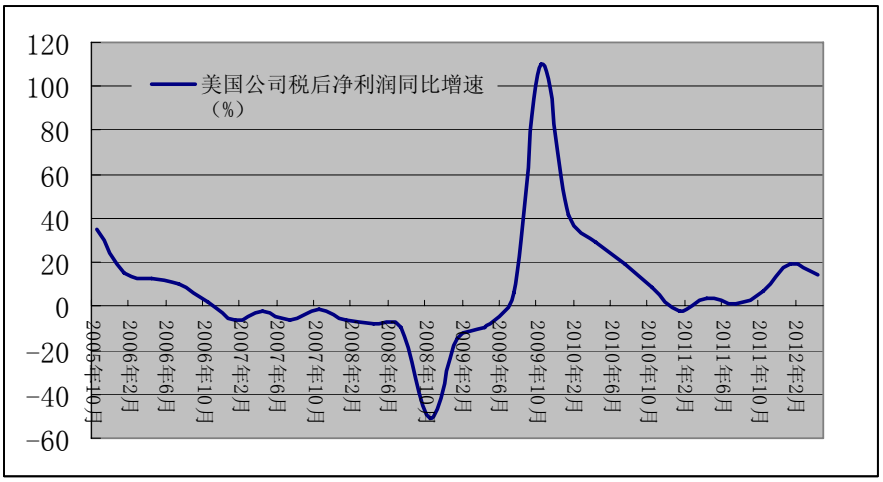


**图 37：美国公司业绩持续改善**

六是各类先行指数持续改善，例如 OECD 综合合成先行指数从 2011 年 9 月的 105.6 持续上升到 2012 年 107.8，消费信心指数从 2011 年 10 月的 96.76 持续上扬到 2012 年 10 月的 99.57，ISM 指数持续保持在枯荣线之上，2012 年 10 月依然为 51（参见图 38 和图 39）。

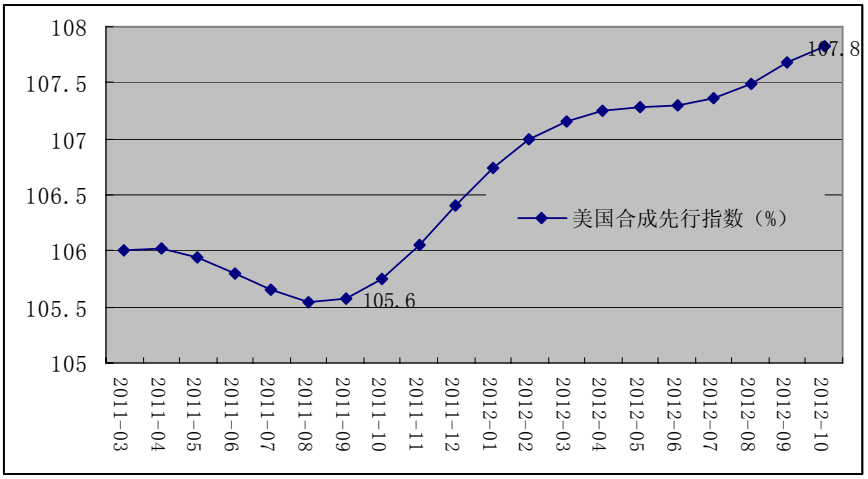


**图 38：美国合成先行指数持续改善**

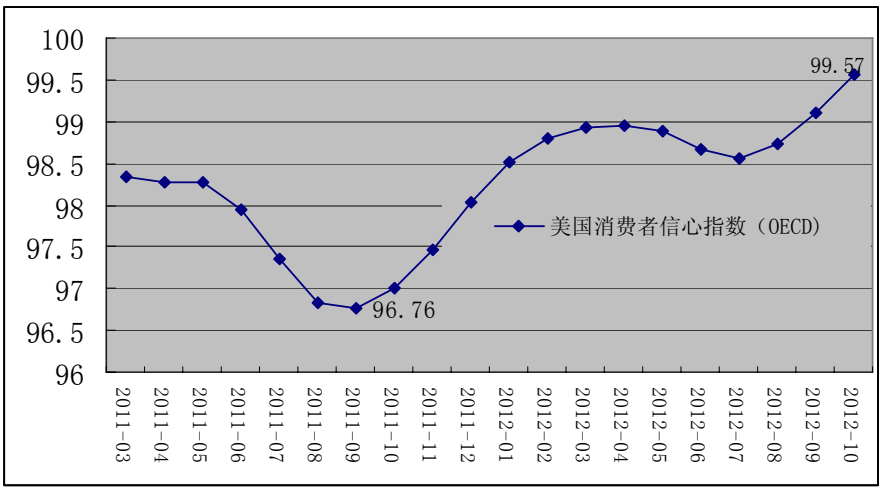


**图 39：美国消费信心指数持续改善**

在美国经济增长向好的进程中，人们最为关心的是 2012 年初美国政府将面临 6070 亿美元的“财政悬崖”，即美国高达 16 万亿美元的公共债务已经触及债务上限，导致 2013 年必须大幅度削减财政支出，否则必须进行全面债务上限立法修正。世界银行研究表明，如果没有“财政悬崖”问题，美国经济将在 2013 年增长 2.9%，经济重新步入繁荣。而财政悬崖全面发生，即减少支出 6070 亿美元，可能直接导致美国经济陷入衰退-0.2%。而美国国会预算办公室研究表明，2013 年美国跌下“财政悬崖”，将导致紧缩公共开支幅度达到 GDP 的 4%，GDP 增速将为-3%，失业率将高达 9.1%，取消小布什时期减税措施会使明年经济产值减少 1.4%，同时可能减少 180 万个就业岗位。这些分析表明，“财政悬崖”是美国不可承受之痛，因此，美国两党和各利益集团不会使“财政悬崖”全面发生。他们将会在债务上限上达成妥协，一方面推延债务上限的时限，另一方面给出财政部分调整的时间表，同时进行部分债务的削减。因此，“财政悬崖”不会对美国 2013 年持续向好的经济带来实质性冲击。

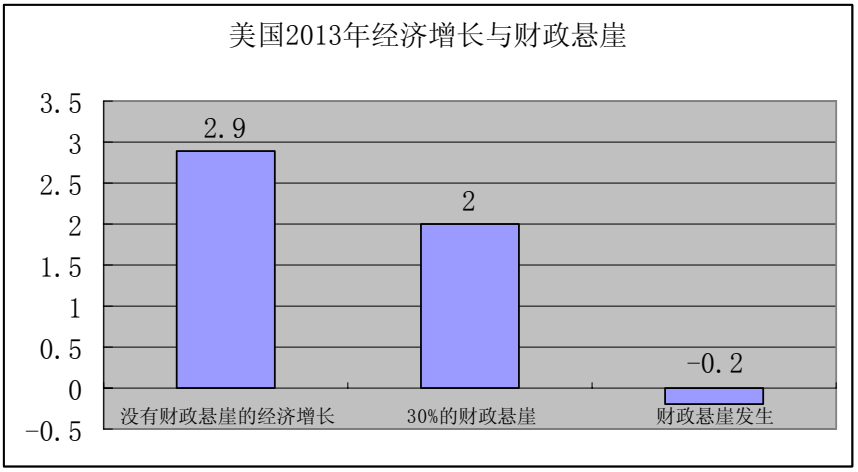


**图 40：美国财政悬崖与经济增长的关系**[4]

**第四、在新兴经济体和美国制造业回升的作用下，全球生产状况得到改善，世界经济有望在 2013 年走出“全球制造业萧条”的困境。**

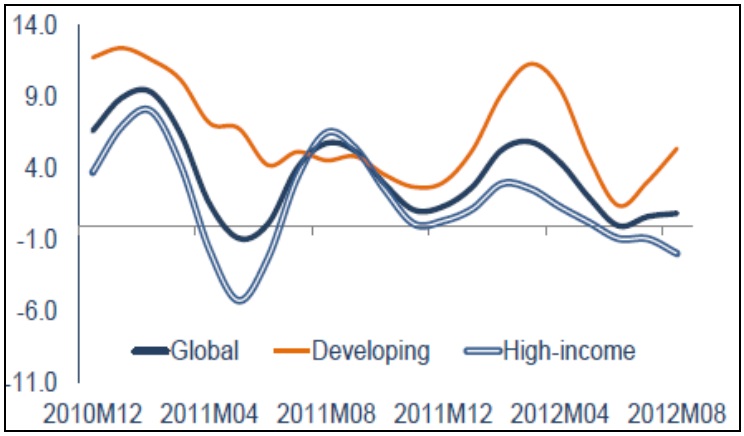


**图 41：全球工业生产开始摆脱 2 季度低迷的状态**

历次金融危机带来一个规律性的现象就是，在金融逐步见底时，制造业萧条开始浮现，并持续时间较长。其核心原因就是在金融“去杠杆”的同时，实业进行“去库存”、“去产能”和“去投资”，从而导致制造业在资金链断裂和产品需求链断裂中出现深度萧条。这种现象自 2012 年 2 季度在各个制造业大国中体现得十分明显：中国、德国和日本以及新型工业化国家都出现 PMI 和工业增加值大幅度回落。但是这种现象在 3 季度有所改观。核心原因就是中国经济在 3 季度末开始上行、美国经济持续轻度复苏以及新型工业化国家采取各种宽松政策开始取得效果。所以我们看到，全球 PMI 值在 10 月开始逆转，虽然依然低于 50 的枯荣值。同时，全球工业生产增速也在发展中国家的引领下持续反弹（参见图 41、图 42 和图 43）。

[4] 资料来源：世界银行。

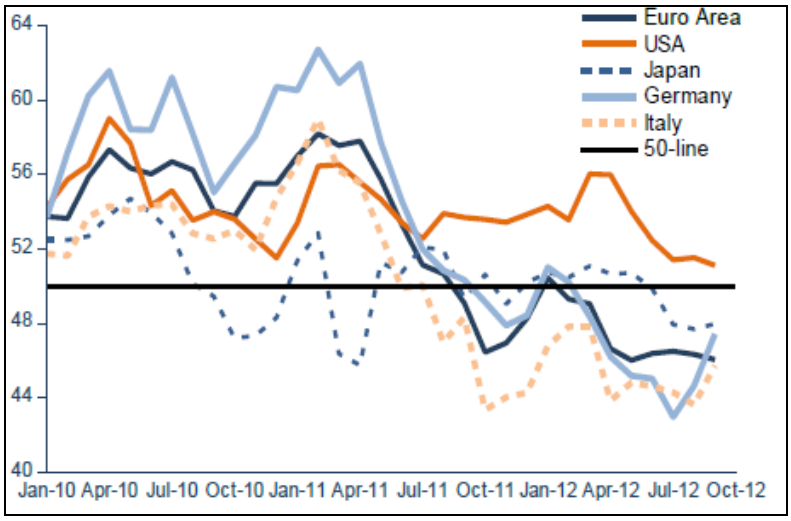


图 42：全球 PMI 制造业指数低位改善

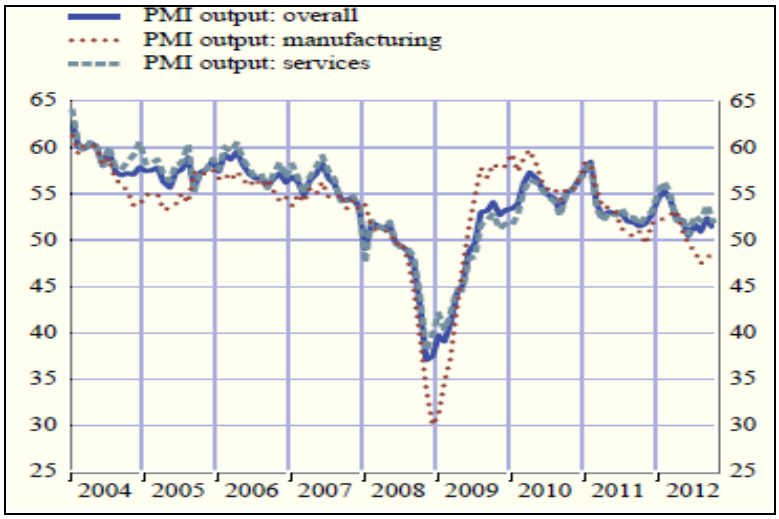


图 43：全球总体 PMI 指数处于改善之中

制造业摆脱萧条的另一个先行参数就是工业用金融价格开始出现回升。自 2012 年 8 月各类金属价格跌至近年来的低位之后开始持续上扬，这种上扬反映了生产商开始进行原材料存货回补和生产的正常化（参见图 44）。

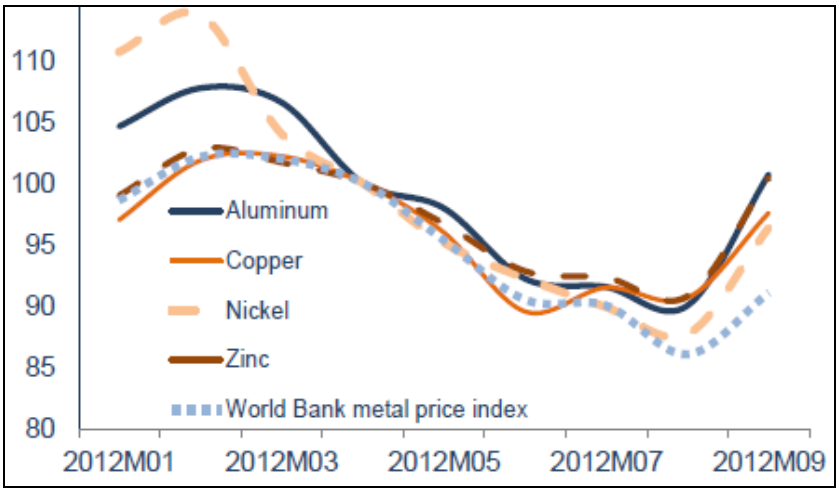


图 44：工业金属价格开始随实体经济的活跃而上扬

**第五、世界贸易也将随着世界经济增长的缓慢复苏而出现复苏，进而使外向型经济体的经济增长约束大幅度放松。**

按照 IMF 目前的预测，2012 年将是本轮调整的低点，2013 年将出现轻度复苏，世界 GDP 增速将从 2012 年的 3.28%上升到 3.62%，贸易增速将从 2012 年 3.6%上升到 2013 年的 4.53%。这将使贸易大国的出口增速产生一定放大效应，按照 IMF 预测，中国 2013 年的出口增速将比 2012 年提升 2.2 个百分点（参见图 45）。

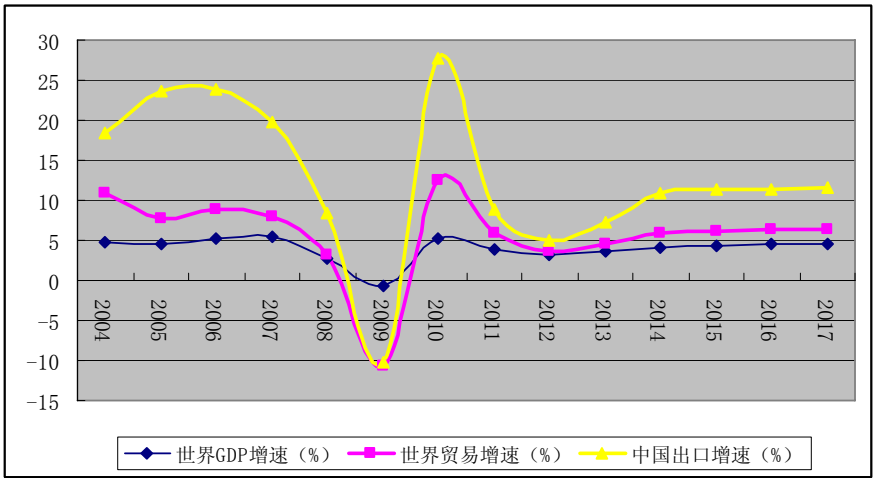


图 45：IMF 对于全球贸易和 GDP 增速的预测

上述预测在趋势已经得到局部证实。一是拉丁美洲和南亚地区的出口已经出现持续 4 个月的反弹（参见图 46）；二是在 9-10 月中国出口也出现了明显反弹；三是 BDI 指数出现持续反弹。

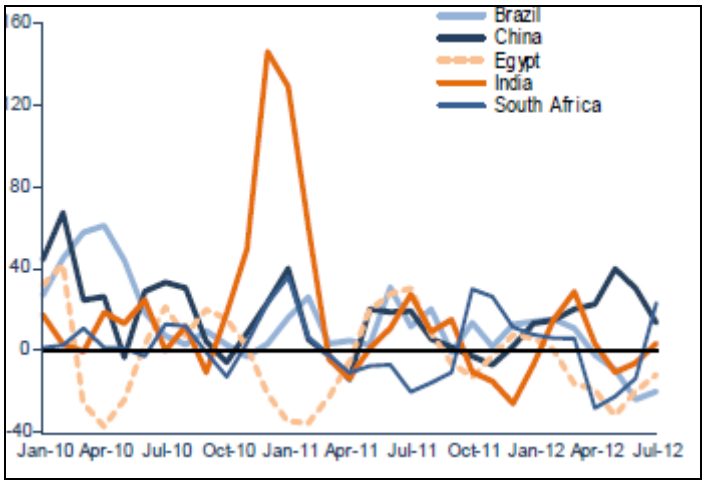


图 46：部分国家的出口增速已经出现反弹

基于上述 5 各方面的预判，同时考虑本团对于中国比较优势依然没有根本性弱化变化的研究结论，预计 2013 年出口增速为 14.2%，进口增速为 12.1%，全年贸易顺差为 3150 亿美元。

**2、2013 年在新政府换届之后，宏观经济政策不仅将延续 2012 年的积极定位，同时，还将为构建新的经济增长点、落实党的十八大的新战略目标而进行进一步的积极操作，这将进一步巩固和推动 2013 年中国内需持续改善的势头。**

**第一、2012 年持续回落的价格水平为中国货币政策提供了空间，同时按照简单货币政策规则，中国依然有积极货币政策的空间。**

2012 年 4 季度中国 CPI 基本上维持在 2%左右，使目前 1 年期存款从 1-5 月的负利率逐步上升到目前的“1%”，按照 IMF 测算的各国基准政策利率与泰勒规则利率的比较可以看到，目前中国是各国唯一的泰勒规则利率低于基准政策利率的国家，其差额达到 0.2 个百分点（参见图 47）。这说明在全世界货币政策偏松的环境中，中国货币政策有偏紧的嫌疑。

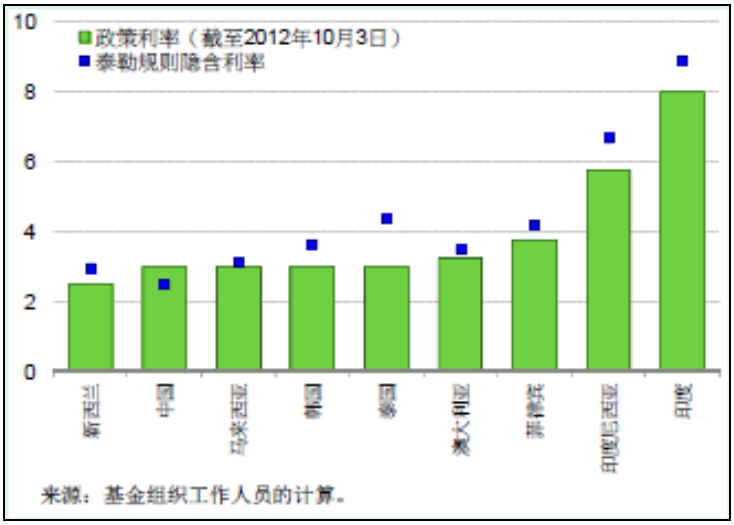


图 47：全球货币宽松中中国货币政策偏紧

**第二、为配合“十二五”规划的全面实施以及启动新一轮“城市化”、“工业化”、“信息化”和“农业现代化”，国家需要采取积极的货币政策。**

推动城市化和地方产业发展遇到的最大的问题就是融资困境。新一届政府要想在四化同步上，特别是“城市化”上进行推动，必须解决目前政府面临的财政收入增速回落、土地出让金下滑、杠杆融资乏力等问题，其中杠杆融资就需要政策要有较好的信贷政策的放松。

**第三、为下一步的金融改革需要营造相对宽松的货币环境。**

特别是利率市场化和直接融资体系改革都要求金融市场在供求相对平衡的状态进行，资金短缺很可能使市场化后的利率进行单边调整，这通常会引起市场过度调整，使利率形成机制偏离常态，改革难以成功。从目前改革动向来看，2013年金融改革力度要加大，因此，货币宽松是一个基本取向。

**第四、随着“民间融资困局”的缓解，“投融资平台”清理的完成，宽松货币政策的传递效率将大大提高，流动性向实体经济参透将迅速提高，特别是地方政府资金困局可能在经济回暖、房地产调控常态化以及投融资平台融资常态化得到有效缓解，从而使地方项目投资“规划大、资金少、投资小”的局面全面改观。**地方政府投资很可能在资金困境得到缓解时出现大幅度上涨。2012 年 4 季度的融资环境变化证实了这种判断。2013 年不应当担心投资不力的问题。

第五、财政政策赤字空间依然较大，结构调整的大幅度推进和培育新经济增长都需要新政府保持较高的财政支出增长速度，使赤字率适度扩大。从以往规律来看，新政府上台往往会带来财政支出速度的提升，例如 1993 年、1998 年,2002-2003 年以及 2008 年。从目前来看，中国政府 2011 年的财政赤字率仅 1.13%，低于历史平均水平 0.2 个百分点。同时考虑中国目前总体政府债务率在 50%左右，低于世界平均水平和公认的警戒线，因此政府财政空间依然很大。按照党的十八大精神，2013 年将加大改革、加大结构调整力度，同时还要培育新增长点，这势必要求政府要加大政府支出力度。这可以从 1998-2002 年政府财政支出增长的状况得到佐证（参见图 48）。所以，2012 年的积极财政政策不但要延续，而且在 2013 年要进一步扩大积极的幅度。2013 年赤字率可以扩大到 2%。

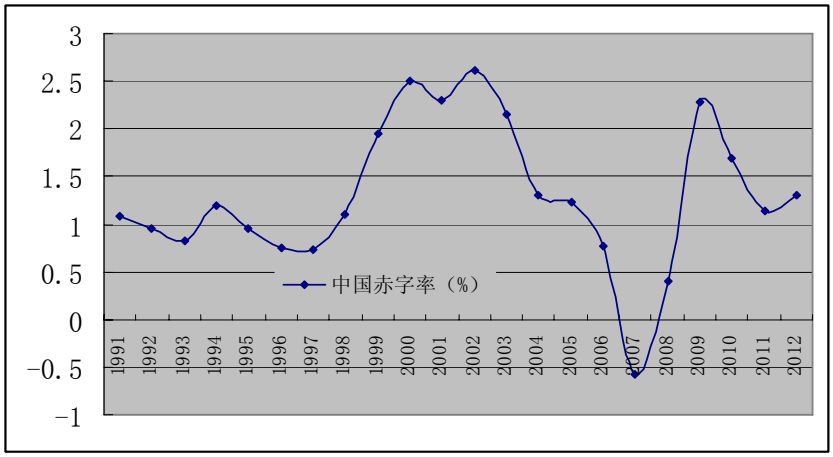


**图 48：中国政府赤字率**

**3、在融资困境缓和、房地产政策的常态化、政策宽松等因素的作用下，2013 年固定投资增速将明显提升，中国发展阶段和储蓄-投资关系依然需要高投资增速。**

正如前面分析，2012 年地方政府公布了天量的投资规划，但地方项目投资增速却没有出现预期的快速回升，其核心原因就在于目前地方政府的资金受制于财政收入增速放缓、投融资平台治理和土地拍卖下滑，而不能大规模实施规划。但这些情况都会在 2013 年得到局部缓解。

另外，中国目前依然处于工业化、城镇化高速发展阶段，依然处于基础设施薄弱的阶段，储蓄率依然处于高水平稳定阶段，因此，中国目前面临的问题并非简单需不需要投资的问题，而是“投向何方”？“谁来投资”的问题。宏观经济的平衡依然要求中国要保持较高的投资增速。从整体储蓄率来看，2009-2012 年是一个出现回落的年份，但按照 IMF 测算，中国储蓄率到 2012 和 2013 年依然高

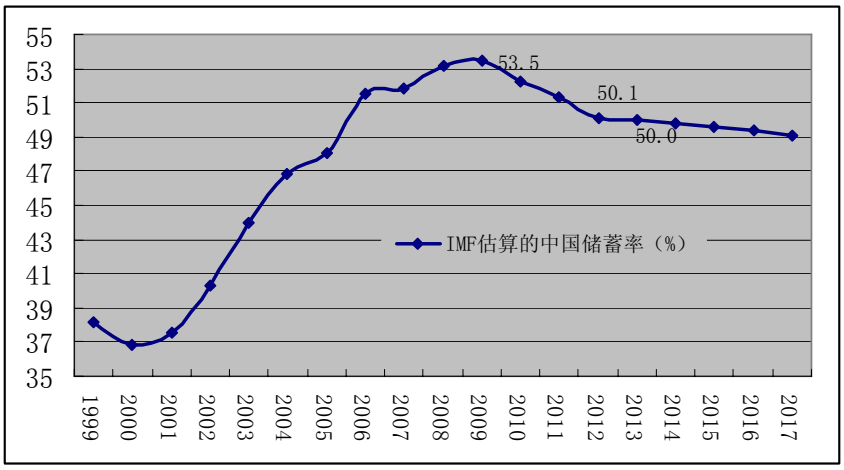


**图 49：中国储蓄率不会过快回落5**

[5]资料来源：IMF《金融与发展》2012 年 9 月

达 50%以上（参见图 49）。同时，2012 年表明的居民存款率依然在上增长中，其中城市居民在 2011 年依然高达 32%的存款率，达到历史新高（参见图 50）。

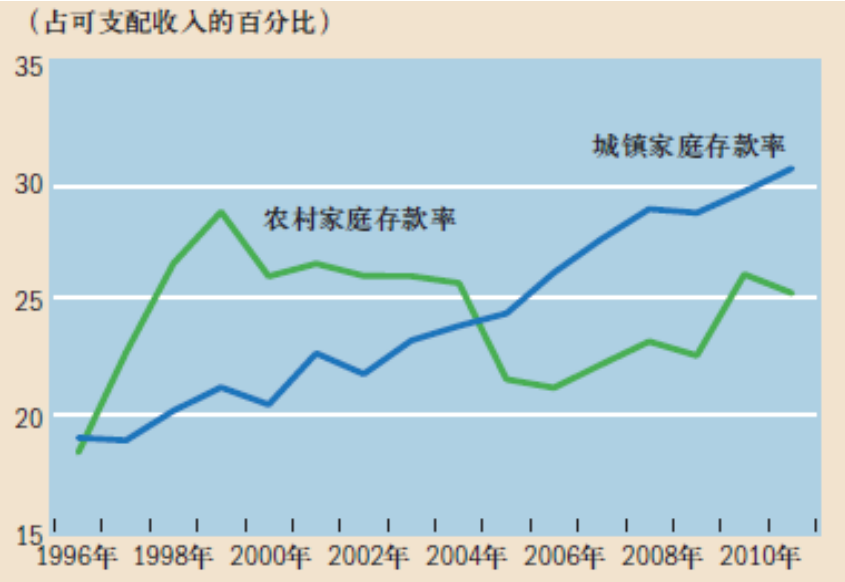


**图 50：城镇家庭的存款率依然持续上扬**

同时，从 2012 年 4 季度投资政策变化来看，2013 年围绕铁路建设的基础设施投资、新兴产业投资以及房地产投资都将出现持续回升。例如铁路投资将重新回到 6000 亿以上的水平，房地产开发投资贷款已经进行局部放松。正是由于这些原因，我们预计 2013 年，全年投资增速预计达到 24.3%，与 2011 年增长速度相当。

**4、在收入增速持续提升和消费政策的作用下，2013 年消费将保持消费增速回升的发展态势。**

从 2012 年 4 季度发展态势来看，消费增速正处于一个持续回升的状态。这种态势是否会在 2013 年延续呢？答案是肯定的。原因在于：

**第一、经过近 10 年居民收入增长保持在 10%以上的增长，中国居民收入开始迈入新的台阶。**

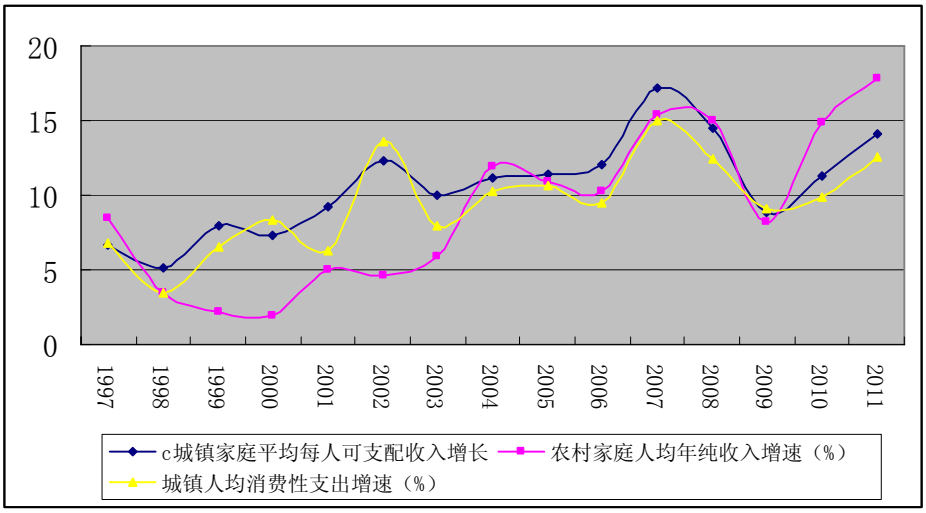


**图 51：中国居民收入持续增长**

例如到 2013 年人均 GDP 将超过 6000 美金，发达地区人均 GDP 将达到 1.2 万美金，这些指标都处于消费结构转变和消费加速期。按照 OECD 估算的按照购买力平价测算的、以 2005 年美元价格表示的中国人均 GDP 将达到 8674 美元（参见图 52）。正是这种收入-消费台阶效应保证了 2011-2012 年在经济低迷时，消费还保持较高的增速。

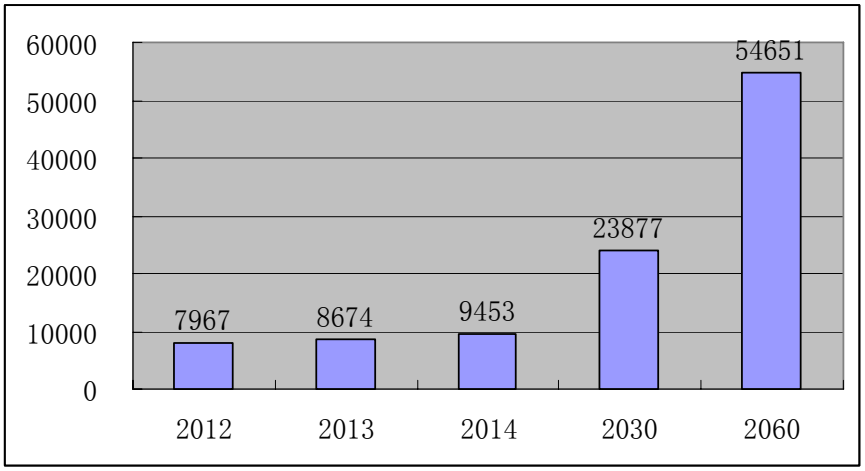


**图 52：OECD 测算的按照 2005 年 PPP 测算的人均 GDP（美元）**

第二、按照十八大提出的收入倍增计划，未来几年居民收入的名义增速应当在 10%以上，收入分配改革将成为未来消费增长的坚实基础，同时，未来社会安全网的加速构建也将有效降低审慎性储蓄，使消费率有所提升。从国际比较研究来看，中国消费占比持续回落和过度偏低的局面可能面临拐点性变化（参见图 53）。

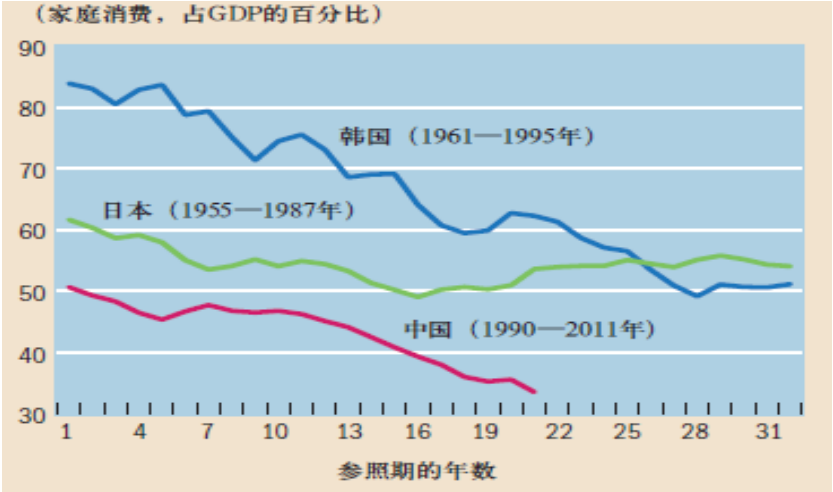


**图 53：与同期高速增速的东亚国家相比中国消费比重严重偏低**

正是基于上述分析，模型预测 2013 年名义增速达到 16.1%，消费增速步入常态区间。

**（二）迈向“新结构”的 2013 年**

2012-2013 年不仅是经济持续复苏的一年，同时也是中国经济结构呈现可喜变化的一年。这些变化主要体现在以下几个方面：

**1、需求结构持续改善，内需拉动和消费拉动的色彩较浓，投资驱动力虽然有所抬头，但依然低于以往几年的平均水平。**

从表 3 可以看到，外需对于 GDP 的贡献程度自 2007 年后出现明显下降，平均贡献为-0.46 个百分点，内需成为拉动增长的核心。同时，消费的贡献率有明显的提升，从 2003-2007 年的 38.5%上升到 2008-2013 年的 47.5%，上升幅度达到 9 个百分点。投资贡献率则从 48.7%上升到 57.8%，上升了 8.9 个百分点。当然，2010-2013 年来，投资对于经济增长的贡献率持续下降。

**表 3：内外需对国内生产总值增长的贡献率和拉动**

| 年份 | 内需 | | | | | | 外需 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 最终消费支出 | | 资本形成总额 | | 合计 | | | |
| | 贡献率（%） | 拉动（百分点） | 贡献率（%） | 拉动（百分点） | 贡献率（%） | 拉动（百分点） | 贡献率（%） | 拉动（百分点） |
| 2003 | 35.8 | 3.6 | 63.2 | 6.3 | 99 | 9.9 | 1.0 | 0.1 |
| 2004 | 39.5 | 4.0 | 54.5 | 5.5 | 94 | 9.5 | 6.0 | 0.6 |
| 2005 | 37.9 | 4.3 | 39.0 | 4.4 | 76.9 | 8.7 | 23.1 | 2.6 |
| 2006 | 40.0 | 5.1 | 43.9 | 5.6 | 83.9 | 10.7 | 16.1 | 2.0 |
| 2007 | 39.2 | 5.6 | 42.7 | 6.1 | 81.9 | 11.7 | 18.1 | 2.5 |
| 2008 | 43.5 | 4.2 | 47.5 | 4.6 | 91 | 8.8 | 9.0 | 0.8 |
| 2009 | 47.6 | 4.4 | 91.3 | 8.4 | 138.9 | 12.8 | -38.9 | -3.6 |
| 2010 | 36.8 | 3.8 | 54.0 | 5.6 | 90.8 | 9.4 | 9.2 | 0.9 |
| 2011 | 51.6 | 4.7 | 54.2 | 5.0 | 105.8 | 9.7 | -5.8 | -0.5 |

| | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2012 | 55 | 4.4 | 50 | 4.0 | 105 | 8.4 | -8 | -0.4 |
| 2013 | 50.5 | 4.7 | 49.5 | 4.6 | 100 | 9.3 | 0 | 0 |

**2、供给结构也出现持续性改善。**

如图 54 所示，从 2005 到 2012 年，第二产业占 GDP 比重出现了趋势性下降，从 48.7%下降到 47.5%，而第三产业从 42.1%上升到 44%。上升幅度达到 1.9 个百分点。而 2012 年前三季度服务业增加值占 GDP 的比重是 43.8%，比上半年提升 0.1 个百分点，比 2011 年同期提升了 1.2 个百分点。

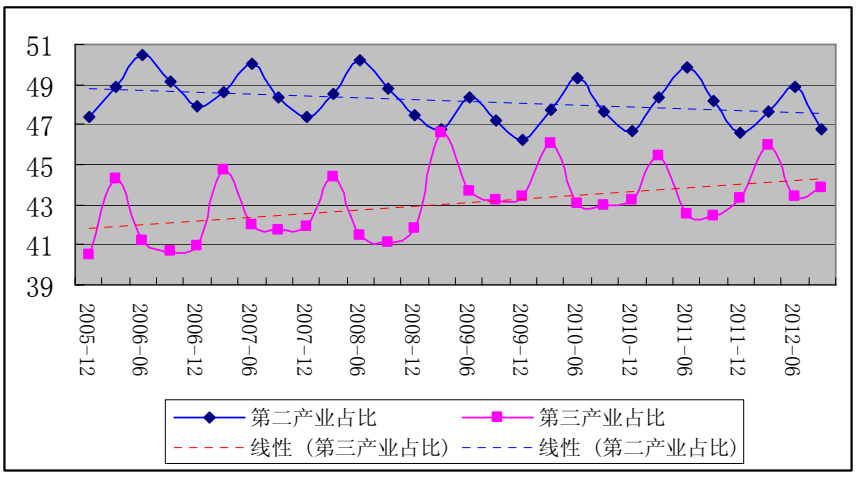


**图 54：第二三产业占比的趋势变化明显**

**3、区域协同发展开始显化，中国经济增长向纵深方向发展出现质的飞跃。**

在劳动力密集型产业引领下，中国产业梯度转移开始大规模展开，从而带动中西部经济发展迅猛。从图 55 可以看到，近 2 年，西南部经济增速高举全国首位，2011 年达到 14.5%，2012 年前 3 季度达到 12.8%，分别比全国平均水平高 4.5 个百分点和 5 个百分点。同时西北部、中部以及东北部增速都出现持续高于全国平均水平的态势。而东部的增长速度明显回落，北京、上海和广东等发达区域出现大幅度低于全国水平，2012 年增速仅维持在 7.5%以下。

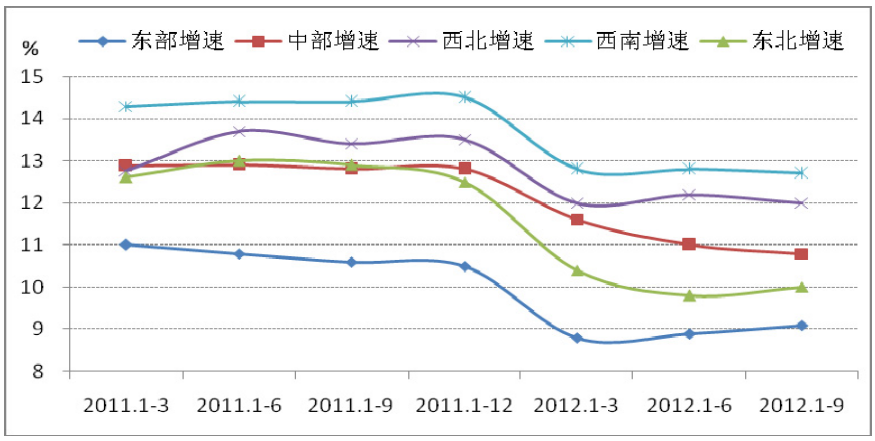


**图 55：2011-2012 年各区域 GDP 增速**

导致这种局面的核心原因几个方面：一是东部步入后工业化与中西部步入工业化加速发展阶段使其增长点存在巨大差别；二是本轮经济下滑有强烈的输入性萧条的色彩，出口增速的快速回落导致东部外向型经济受到的打击很严重；三是在成本因素的推动下，大量劳动力密集型产业已经向中西部快速转移。

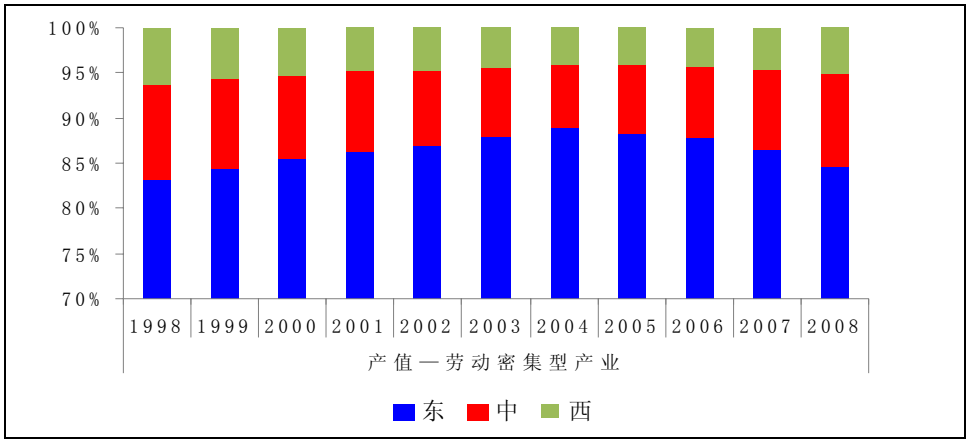


**图 56：地区间产业转移**

东部劳动密集性产业产值在全国的比重在 2003 年达到高峰，高达 87%左右，而这个比重在 2008 年仅为 84%，下降了 3 个百分点（参见图 56）。这种产业转移在 2008-2012 年发生得更为迅猛。一个十分重要的例证就是，西部和中部农民工到省外打工的比重出现明显下降，其中西部从 2010 年的 56.9%下降到 2011 年的 57%，中部从 2010 年的 69.1%下降到 67.2%（参见表 4）。这种变化导致的另一个变化就是，中西部出口增速大幅度上扬，全国出口的中心迅速向西部转移。例如 2012 年 1-9 月在东部出口增速仅为 5%左右时西南部出口增速却达到了 45%（参见图 57）。

**表 4：不同地区外出农民工在省内外务工的分布**

单位：%

| 地区 | 2011年 | | 2010年 | |
|---|---|---|---|---|
| | 省内 | 省外 | 省内 | 省外 |
| 全国 | 52.9 | 47.1 | 49.7 | 50.3 |
| 东部地区 | 83.4 | 16.6 | 80.3 | 19.7 |
| 中部地区 | 32.8 | 67.2 | 30.9 | 69.1 |
| 西部地区 | 43.0 | 57.0 | 43.1 | 56.9 |

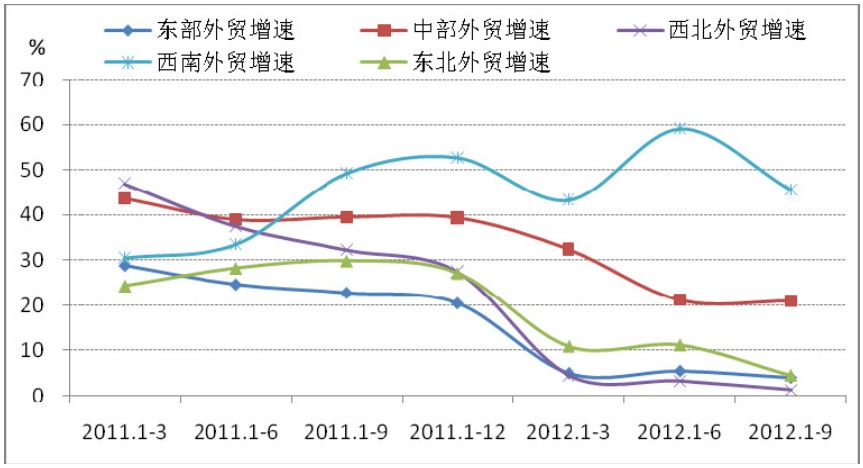


图 57　2011-2012 年各区域外贸总额增速

**4、受全球不平衡逆转和发达国家赤字财政调整等结构性因素以及经济危机等周期性因素影响，中国对外贸易在外需占比下降的同时也出现了重大结构性变化。**

其标志性指标体现在几个方面：

一是高技术占比大幅度提升，而在 2011 年，我国对外制造业产品出口中，中等和高技术产品的出口比重分别达到 21%和 38%，超过我国制造业产品出口的一半以上。2012 年，中国在全世界的高技术出口市场的占比达到 20%。劳动和资源密集产品的占比持续下滑，并且这种回落是一种趋势性的。中国似乎开始告别“低技术平出口时代”。

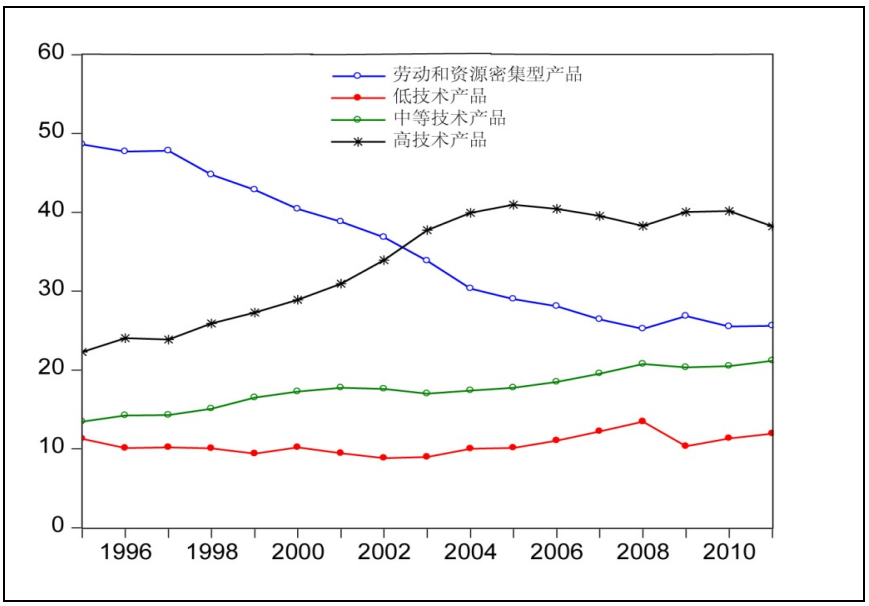


图 58：我国对外出口贸易的技术结构

第二、自 2009 年起一般贸易从顺差开始转变为逆差，且逆差幅度较大，中国外贸顺差不仅面临增速回落的压力，同时也面临结构的压力。对加工贸易顺差的依赖与中国产业升级的冲突日益显化。

第三、一般贸易增速开始提升，并快于加工贸易。

第四、劳动密集产品的增速持续低迷，1-10 月平均 7 大劳动密集型产业的出口增速仅为 3%，低于整体出口增速 4 个多百分点，同时，劳动密集型产品在欧美市场的比重有所下降。

第五、中国“双顺差”消失了，在贸易顺差出现大幅度回落的同时，资本与金融项目顺差也在 2011-2012 年出现大幅度下降，甚至出现持续负增长。

第六、随着“走出去”战略的实施，中国对外投资大规模增长。这可能标志着中国开始从“商品输出时代”向“资本输出”时代过渡，资本输出替代出口输出的现象可能发生。1-8 月，我国境内投资者共对全球 119 个国家和地区的 2708 家境外企业进行了直接投资，累计实现非金融类直接投资 476.8 亿美元，同比增长 39.4%。

第七、出口极逐步向中西部扩散，产业梯度的加速转移一方面意味着中国比较优势面临冲击，但另一方面也意味着中国比较优势存在巨大的空间缓冲。

第八、新贸易冲突时代的到来，在新冷战思维和新遏制战略的主导下，发达国家开始将主权利益凸显，强调贸易中的意识形态、所有制差别、国家安全等因素，全面向新兴产业进行贸易制裁。这导致 2012 年贸易冲突的涉案金额大幅度飙升，超过了贸易量的 2%。

**5、在金监管套利、利率市场化以及金融深化等多重因素的作用下，中国融资结构发生巨大的趋势性变化。**

近年来，中国融资结构最大变化就是间接融资占比大幅度下降，直接融资比重大幅度上升。其中人民币贷款占比从 2002 年的 91.9%下降到 2011 年的 58.2%，到 2012 年 10 月份该比值为 57.9%，下降幅度达到 34 个百分点，而委托贷款占比从 2002 年的 0.9%上升到 2011 年的 4.9%，企业债券占比从 2002 年的 1.8%上升到 8.9%（参见表 5）。

**表 5　中国社会融资规模结构变化**

| 占比 | 人民币贷款占比 | 外币贷款（折合人民币）占比 | 委托贷款占比 | 信托贷款占比 | 未贴现的银行承兑汇票占比 | 企业债券占比 | 非金融企业境内股票融资占比 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2002 年 | 91.9 | 3.6 | 0.9 | 0 | -3.5 | 1.8 | 3.1 |
| 2003 年 | 81.1 | 6.7 | 1.8 | 0 | 5.9 | 1.5 | 1.6 |
| 2004 年 | 79.2 | 4.8 | 10.9 | 0 | -1 | 1.6 | 2.4 |
| 2005 年 | 78.5 | 4.7 | 6.5 | 0 | 0.1 | 6.7 | 1.1 |
| 2006 年 | 73.8 | 3.4 | 6.3 | 1.9 | 3.5 | 5.4 | 3.6 |
| 2007 年 | 60.9 | 6.5 | 5.7 | 2.9 | 11.2 | 3.8 | 7.3 |
| 2008 年 | 70.3 | 2.8 | 6.1 | 4.5 | 1.5 | 7.9 | 4.8 |
| 2009 年 | 69 | 6.7 | 4.9 | 3.1 | 3.3 | 8.9 | 2.4 |
| 2010 年 | 56.7 | 3.5 | 6.2 | 2.8 | 16.7 | 7.9 | 4.1 |

| | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2011 年 | 58.2 | 4.5 | 10.1 | 1.6 | 8 | 10.6 | 3.4 |

面对上述 5 大方面的结构性的变化，我们应当对以下问题进行深入思考：

1）中国需求结构、供给结构、区域结构以及贸易结构的变化到底是这轮危机导致的周期性短期变化，还是中国各种禀赋和资源配置方式变化带来的结构性趋势变化？如果是前者，这意味着中国结构具有强烈的反复性，周期形势的逆转将使我们的结构回到老路。如果是后者，则中国结构调整可能步入到一个趋势性轨道之中。

2）如果我们的结构变化既有周期性短期因素也有结构性趋势因素，哪些因素属于周期性的，哪些属于结构性趋势性？第一、我们是否摆脱了投资驱动模式的制度和激励约束，是否在本质上就不需要大规模投资？第二、消费加速、收入-消费台阶效应和消费政策的实施是否就能从根本上改变中国消费-储蓄结构？第三、工业比重的下降和重工业占比的回落是否是本轮全世界的“制造业萧条”的产物，而不是中国节能减排和结构调整的产物？第四、中西部高速发展与 4 万亿刺激计划的偏向性投放是否有关？第五、中国外贸的调整是否是“全球不平衡逆转”的产物？全球不平衡的调整是否如大家想象的那样将快速发生，全球贸易格局和分工格局是否发生了根本性的变化？

3）结构调整哪些是内生性产物？哪些是政策和外部调整带来的引致性和强制性调整？中国结构调整是否寻找到了一个自我良性发展、市场自发调整的支点？

正如本团队在 2009 年报告研究的结论那样，中国结构性调整步入到一个全新的时期，其核心原因就在于四重结构性调整的内生力量使中国结构调整步入到市场主导的结构调整期。

一是在全球金融危机的引发下全球不平衡调整和发达国家财政赤字的调整必然导致外需的全面调整，从而引发外需引导型的大结构调整。其标志性事件是全球不平衡占比出现明显收缩。

二是以低端劳动力为首的劳动力要素和资源要素价格的相对调整，导致相对价格引导型的结构调整。其标志性的事件是低端劳动力供求发生了根本性的变化，从而导致劳动力市场的相对价格发生变化。这种相对价格变化将导致几个引致性结构的变化：第一、产业向技术密集和中高端劳动力密集产业转移；第二、产业向中西部资源密集和劳动力密集区域转移；第三、比较优势逐步向中等技术和中高级劳动力密集产业移动。这些变化应当在很大程度上具有结构性趋势特征，而不是周期性短期变化。其最为重要的例证就是：1）在全球出口增速下滑时，中西部出口增速却逆势上扬，保持高速增长态势；2）在初级的劳动力密集产品出口下滑的同时，劳动力密集的中高端技术产品增速却能保持较高速度，同

时在全球的市场份额有较大的上升。同时，这些变化不是政府政策调控的产物，而是由于劳动力市场相对价格变化和资源成本变化导致市场自发选择的产物。因此，我们认为中国经济就要迈入新结构时代。

三是以消费加速为牵引的需求拉动型的结构性调整。其标志性的事件就是在经济陷入低迷时，消费依然保持较高速度增长，收入-消费台阶效应开始显现。这种变化导致近几年中国消费领域在整体经济低迷时依然保持繁荣景象，使 GDP 中的消费占比有所上升。这种变化既有政策引导的作用，也有阶段性结构变化的作用。

四是在监管套利和金融创新的作用下，导致以利率管制为主体的银行间接融资业务受到全面出击，从而推动利率市场化进入实质性改革，导致中国金融资源配置效率在结构调整中得到提升，市场供求因素逐步上升到金融价格形成的主导因素上来。

因此，我们可以得出 2012-2013 年的结构变化具有强烈的市场基础和结构趋势变化的基础。

当然，我们还要看到很多结构变化可能是周期变化的产物，是经济危机导致的需求下滑引导的结构的变异，具有短期性。例如产业结构的变化以及投资的变化。第二产业占比的下降主要由于本轮经济危机对于制造业的冲击较大，带来了“全球制造业萧条”，从而导致重化工业和制造业产生收缩。因此，第三产业占比的提高并非是因为中国“服务业大繁荣”的产物，相反是“制造业萧条的产物”。同时，中国经济增长极和出口极、投资极的中西部移动在很大程度将抑制第二产业占比的下滑。因此，经济增长的回升可能使产业结构变化出现明显逆转。对于中国贸易结构而言，其变化虽然具有全球不平衡逆转的背景。但是这种变化也是多种因素作用的产物。更为重要的是，这种变化并不意味着中国竞争力和比较优势的全面改变。按照本期分报告的研究，中国比较优势没有整体本质性的变化，而只有边际上结构的调整——一是出口市场结构的变化；二是出口比较优势的技术层级的变化；三是出口极的区域分布的变化。同时，更为重要的是，全球不平衡是否就快速全面逆转呢？从目前参数来看，欧美近期的储蓄率并没有出现持续上升，欧美的债务还会进一步扩大，因此从国民收入恒等式来看，全球不平衡逆转可能存在巨大的反复。这在很大程度上决定了简单预测中国出口和贸易增速将出现快速下滑将存在致命性的方向错误。

**（三）超越“新常态”的 2013 年**

“新常态”已经成为目前宏观经济分析的热门词汇。其核心内容包括两个方面：一是世界经济复苏疲软的状态将长期存在，“低增长”、“低出口”、“不平衡逆转”等将成为未来经济的常态；二是从中国 2012 年出现的“GDP 增速连续

跌破 8%，但就业却相对良好”、“GDP 增速连续几个季度回落，但却没有出现通缩，核心 CPI 依然高于 1%”两大新现象出发，很多研究者断言中国潜在 GDP 已经出现大幅度下滑，“7.5%的增速”、“2%以上的通货膨胀”可能就是中国经济的“新常态”。

导致中国出现“新常态”的核心原因是什么呢？一般认为包括以下几个因素：1）刘易斯拐点的到来、人口负担系数的上升以及农村剩余劳动力的枯竭，意味着中国人口红利的消失；2）全球不平衡的逆转意味着中国的全球化红利的结束；3）TFP 值的快速下降意味着中国改革红利的消失；4）东部大部分区域人均 GDP 超过 10000 美元，意味着中国核心区域的工业化已基本完成；5）劳动密集型产品出口增速的下降和产业的转移意味着中国比较优势的丧失；6）各种资源价格和劳动力成本的上扬意味着中国将告别到“低成本时代”。

应当说上述判断有一定的道理，也成为专家的共识。但是，将这些长期趋势性的判断简单化处理可能存在以下几个致命的问题：

**第一、低端劳动力力市场供求关系的变化是否就意味着中国人口红利的全面消退？**

目前很多研究人口红利的专家没有重视中国劳动力供应中巨大的结构性变化——低端劳动力的枯竭与中端劳动力供给过剩。事实上，很多低端劳动力供应的下降并非因为需求增长过快导致的，而是因为中国教育在近 20 年的高速发展导致传统低端劳动力潜在供给在经过高中、大专、本科以及研究生教育之后转换为教育存量和潜在的中高端新增劳动力。例如高中及以上学历占适龄流动人口的比重从 1995 年的 2.5%上升到 2011 年的 14.5%，总量直接增加了接近 1 亿人口，而大专以上的占比则从 0.5%上升到 5.3%（参见图 59）。这种变化是导致目前大专以上的需求供给比从 2006 年的 1.05 下降到目前的 0.9，大专和本科生学历的失业率高达 13.4%和 11.9%的原因（参见图 60 和图 61）。因此，目前中国教育的发展加速了刘易斯拐点的提前到来，但这时的刘易斯拐点并不意味着中国人口红利的消失，因为它只是用中高端劳动力的失业替代了低端劳动力的失业和农村剩余劳动力。它只是意味着**人口红利的形式发生转移，即从农村剩余劳动力转移型的人口红利转变为具有人力资本的人口红利，从低端劳动力转移带来的人口红利向中端具有人力资本的人口红利的转移。**只要中国产业逐步进行升级，大量廉价的具有高等教育的劳动力被有效利用将使资源再配置的效应再度显现。中高端制造业的繁荣将进一步显化中国教育大国与人口大国产生的叠加效应，也将进一步孕育出中国在中高端制造业上的新比较优势。

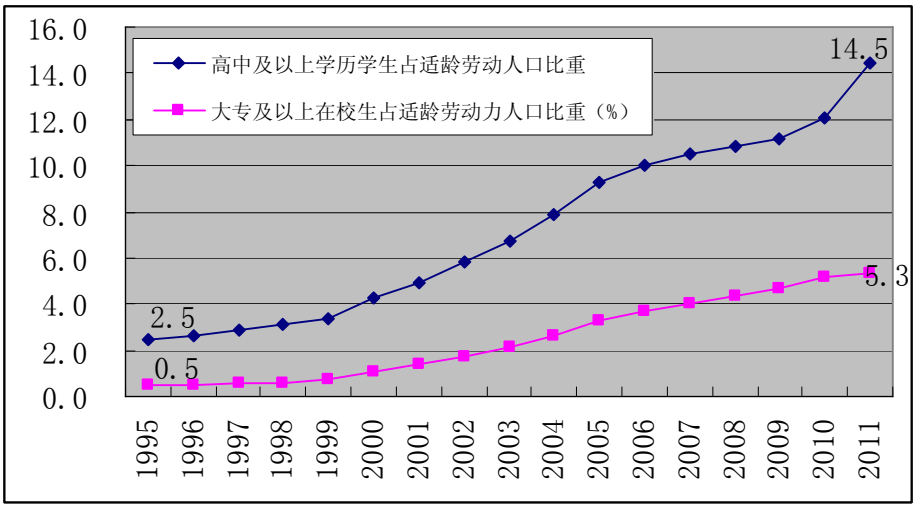


图 59：适龄劳动人口结构因教育发生重大变化

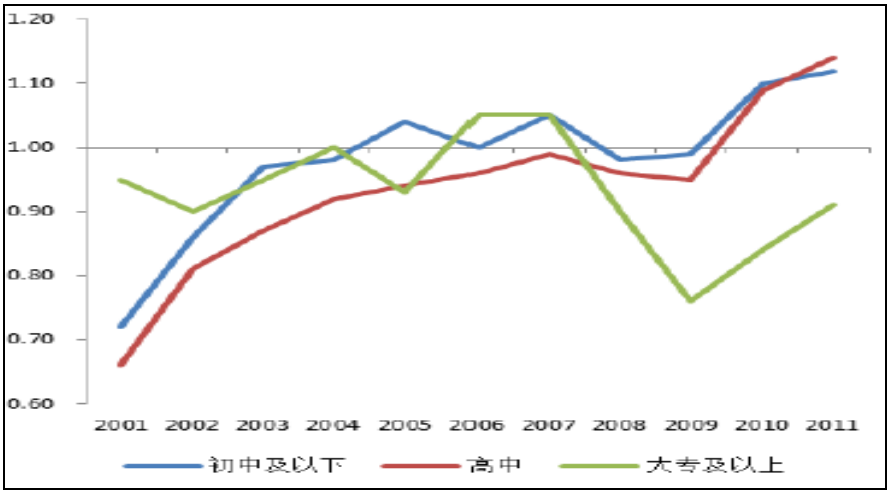


图 60：不同学历的劳动力市场上需求供给比

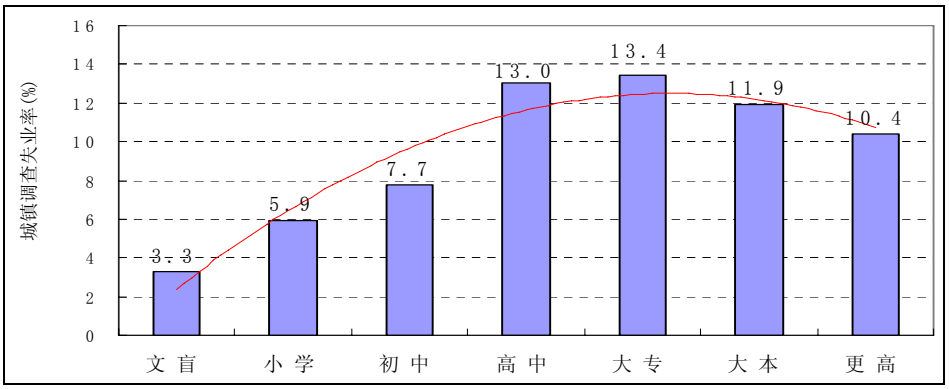


图 61：不同学历失业率

第二、全球不平衡是否就会继续直线型逆转？这种逆转是否就意味着中国外需必然出现大规模的缩减？

从历史经验来看，并非任何国家在全球不平衡调整中都会经历大幅度贸易顺差占比的减少，甚至完全逆转。例如在上一轮全球不平衡调整中的日本，其顺差率即使到 1990 年依然高达 1.45%，并随后上升到 3%的水平（参见图 62）。

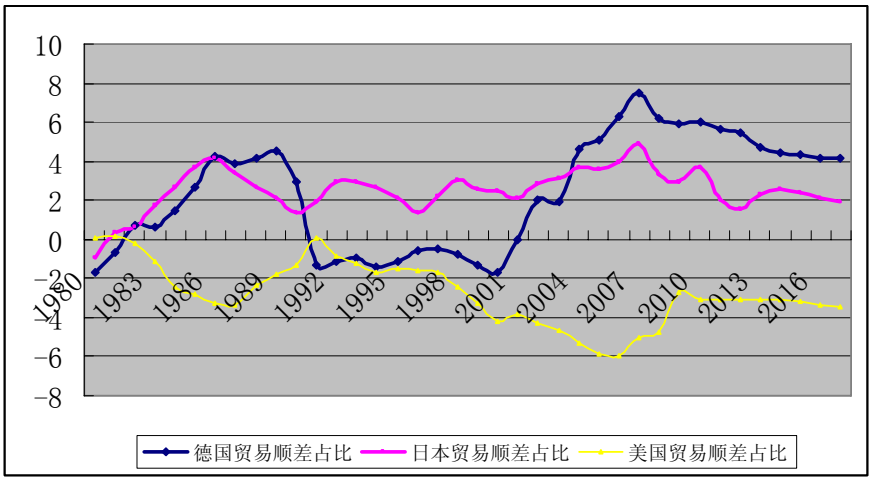


**图 62：主要大国的贸易顺差率**

同时，从目前中国和美国近期数据来看，本轮不平衡调整可能是十分复杂的。虽然美国在 20008-2010 年储蓄率有所上升，贸易赤字率也一度下降到-2.73%，但是，自 2010 年 2 季度开始，美国储蓄率持续下降，贸易逆转重新回到 3%以上（参见图 63）。而中国贸易顺差率按照我们的测算也将从 2011 年的最低水平 2.8%上扬到 2013 年 3.2%（参见图 63）。事实上，只要中美两个的储蓄率没有根本性的调整，依据国民收入恒等式，这两国的不平衡问题难以在短期出现明显变化。按照 IMF 的预测，未来几年内，美国和中国的贸易不平衡很可能会出现轻度反弹（参见图 64）。

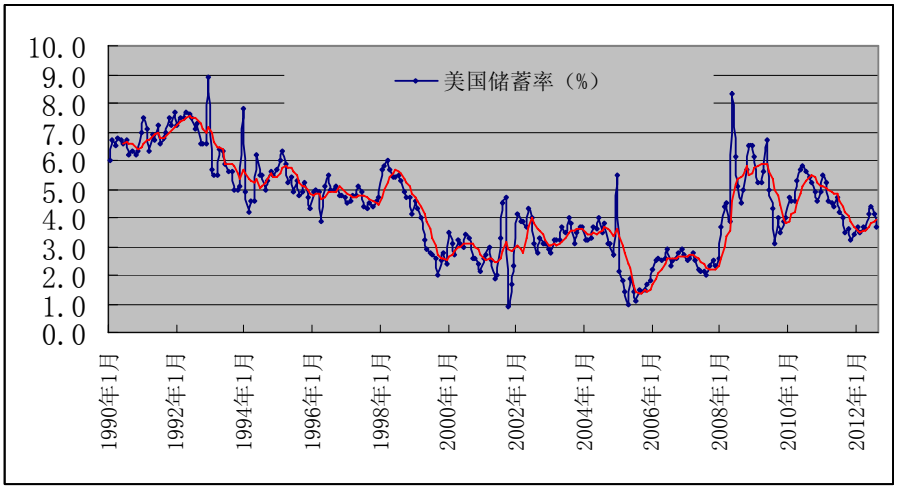


**图 63：美国储蓄率危机后有所下降**

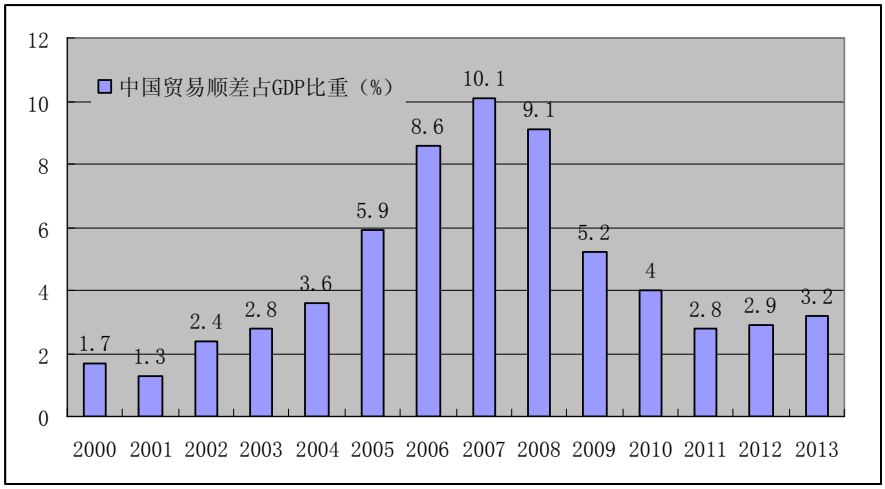


图 64:中国顺差率并非直线下滑

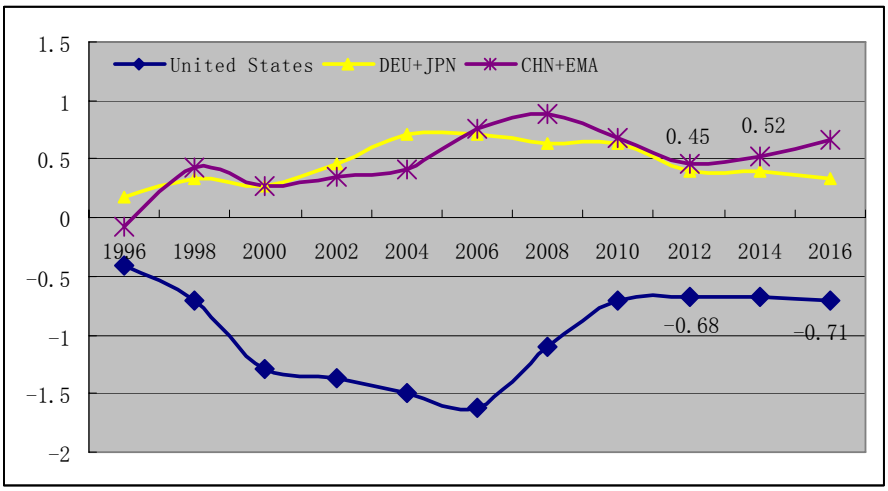


图 65：IMF 预测的未来不平衡调整模式

**第三、中国劳动力密集产品出口增速的下降和产业的转移是否就意味着中国比较优势的丧失呢？**

我们可以明确的是，即使在全球经济危机中，中国的比较优势并没有丧失，一个最为核心的参数就是中国出口和贸易顺差占全球的比重不仅没有下降，反而增长了。到 2011 年，中国实现对外出口 1.9 万亿美元和 1.74 万亿美元，在世界出口和进口贸易中的比重达到 10.47%和 9.55%，成为世界贸易的第一大出口国和第二大进口国（参见图 66）。

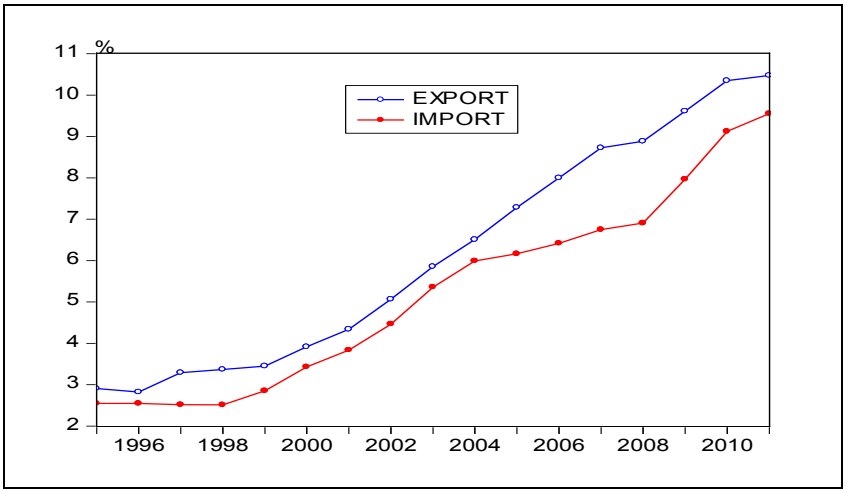


图 66 中国对外出口和进口占世界出口和进口贸易中的比重

导致这种局面出现的核心原因在于：1）中国劳动力密集产品是随着世界需求的收缩而收缩；2）中国出口结构和比较优势的结构发生了变化。比如在中高端产品比较优势的构建导致中国高新技术产品出口份额大幅度上升（参见图 67）。

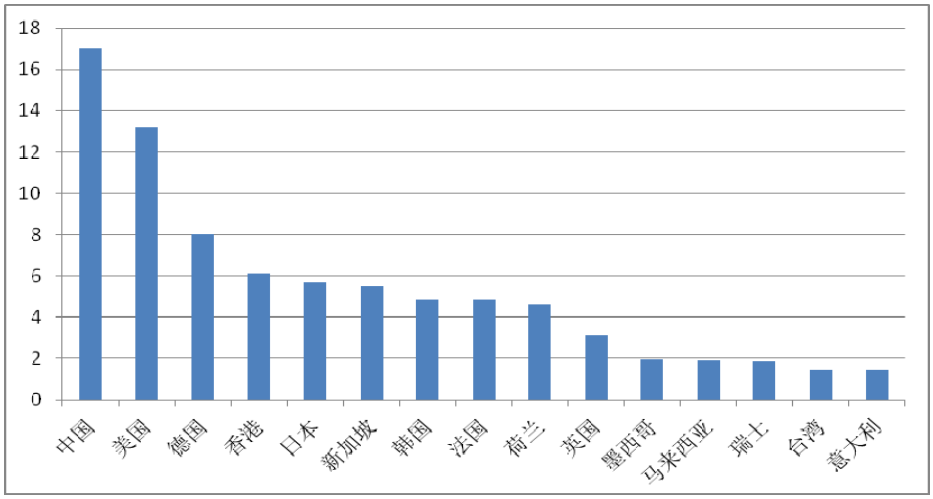


图 67： 2008 年世界高技术产品出口的市场份额（单位：%）

对于产业转移的问题，我们可以清楚看到，大规模中国区域内梯度转移的规模远远大于向其他国家转移的规模（参见表 6）。目前贸易转移到其他国家的量是十分有限，并不足以对中国市场构成威胁。中国在地域空间上的拓展不仅缓和了中国比较优势的生命期，同时也为中国比较优势创造了新的基础。简单断言在技术、基础设施、人力、市场规模以及资金等方面与中国差距很大的其他国家会替代中国，可能会政策存定位出现不必要的偏差。

**表 6： 多家跨国公司已全部或部分移走生产线**

| 行业 | 公司 | 事件 |
|---|---|---|
| 纺织服装 | 耐克 | 2009 年 3 月份，耐克关闭了公司位于中国的唯一一家鞋类工厂——太仓工厂 |
| | 阿迪达斯 | 将在 2012 年 10 月关闭其在中国苏州的自有工厂，该工厂是目前阿迪在中国的唯一一家工厂 |
| | 优衣库 | 优衣库所属的迅销（Fast Retailing）公司计划从低价服装品牌 G.U.开始，向孟加拉国、印度尼西亚工厂增加委托生产，将目前中国以外 20-30%的生产比例提高到 50% |
| 通讯设备 | NEC 手机 | 2006 年 11 月 22 日，NEC 宣布退出中国市场 |
| | 松下 | 2005 年 12 月 9 日，松下公司宣布关闭其位于菲律宾和捷克的两家手机制造工厂、以及美国和英国的手机研发中心，此举意味着松下手机退出包括中国在内的海外 2.5g 移动通讯市场 |
| 家用设备 | 三星空调 | 2012 年 3 月，三星苏州工厂所有生产线全部停产，意味着三星空调正在向中国市场告别 |
| | 飞利浦 | 2011 年 4 月 19 日，飞利浦电视运营团队宣布退出中国市场，把相关业务交给冠捷科技 |
| | 仙霸玩具 | 仙霸迪奇集团旗下的迪奇桌面足球玩具把生产完全撤出中国 |
| 商贸零售 | 无印良品 | 2012 年起，良品计划 3 年后把中国合作工厂从 229 家减少到 86 家，自中国采购比例从 60%降低一半，家具杂货等木材制品也开始增加从东南亚采购 |
| | 贝塔斯曼 | 2008 年 7 月 31 日前关闭旗下在中国 18 个城市的 36 家零售门店，贝塔斯曼中国书友会也将停止运营，7 月 4 日起停止所有订单 |
| | 百思买 | 2011 年 2 月 22 日宣布关闭中国所有零售门店，退出大陆市场 |
| | 乐酷天 | 2012 年 4 月 27 日关闭乐天与百度在中国合资开设的 B2C 网站乐酷天 |
| 食品饮料 | 雀巢 | 2011 年 12 月底中止在华东地区的冰淇淋零售业 |
| | 达能 | 2011 年 12 月 5 日，达能乳液上海有限公司暂时停产 |
| 物流 | 德国快递 DHL | 2011 年 6 月 29 日，中外运空运发展公司全部转让所持有的全宜快递、中外运速递公司及金果三家公司的全部 100%股权， |

**第三、要素价格上升是否就引起单位产品成本和成本费用利润率的大幅度上升，从而导致物价大幅度上升和物价的持续上扬呢？**

答案是否定的。近 6 年来，劳动力成本基本按照 15%左右的增速增长，而其他资源价格也按照 20%左右增长，达到历史上涨幅度最高水平。但是，我们看到的是近五年的平均物价水平只有 3.3%,比改革开放以来的平均水平低 2 个百分点。同时，我们还看到，近 3 年来，中国大中型企业的工业成本费用利润率一直保持在 7-8%的高位增长态势（参见图 68）。导致这种现象出现的原因是什么呢？关键在于在各类成本高速增长的同时，中国工业的生产效率也在高速提升，导致单位产品的成本并没有明显增长。而这种效率来源于几个方面：一是中国技术进步在近几年飞速进步；二是中国市场的扩大，导致中国生产在内外贸一体化的作用下出现强烈的范围经济和规模经济；三是建立在管理水平和技术进步上宏观和微观的效率增进，即 TFP 值的改善上（参见图 69）。而这三个方面的进步可能都是其他发展中国家难以获得的。这也是为什么东盟十国劳动成本比中国平均低

30%，但单位产品的劳动力费用却略高于中国的核心原因所在。因此，我们必须看到技术进步和生产效率提升为我们提供的巨大竞争空间。

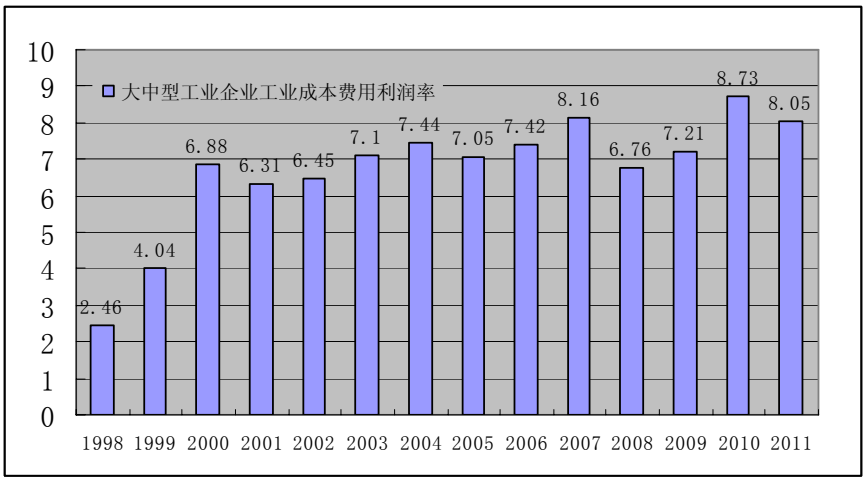


**图 68：大中型企业的成本费用利润率没有下降**

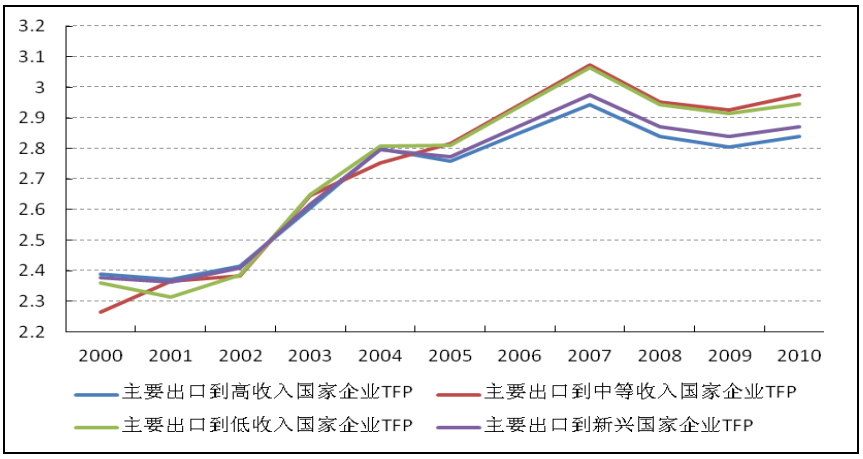


**图 69：中国企业 TFP 也没有下降**

**第五、中国潜在 GDP 即使出现明显下滑，其合理区间就是在 7.5%左右吗？**

应当明确的是，中国潜在增速率的确处于下降的趋势。但是简单利用目前的数据来估算其区间在 7.5%可能存在几个问题：一是潜在增长率的各类测算方法在本质上都是事后认定，并不具备前瞻性预测能力，特别是利用趋势法从本质上无法处理来自结构变异带来的增长问题。二是潜在 GDP 增速测算对于参数选择过于敏感，细小的参数调整可能导致对于增长形态和周期判断的变化；三是目前很多研究没有考虑中国区域纵深效应，如果按照各个区域来进行潜在增长率测算，可能使目前潜在经济增速提高 2-3 个百分点。东部可能步入工业化后期，但中西部的工业化却刚刚处于加速阶段。四是利用 2012 年出现的“两个新现象”来说明中国“新常态”的出现可能也存在问题。2012 年“增速低、但就业却很良好”可能部分来源于劳动用工制度的改革和十八大因素而导致中国失业数据的滞后

性加大了，部分来源于我们对于中端失业率统计不足，部分还来源于对于劳动力工作时间大幅度减少带来的隐性失业。同时，目前的物价水平虽然没有处于通货紧缩状态，但较 2010-2011 年，2012 年总体 CPI 下降了 2.8 个百分点，而 PPI 从 2011 年最高的 7.5%下降到 2012 年 6 月的-3.6%，收缩幅度达到 11 个百分点，高于 1997-1998 年的下降幅度，仅次于 2008-2009 年的水平。

因此，简单说中国经济的“新常态”已经到来可能存在问题，简单地说未来经济增速的目标就维持在 7.5%左右可能导致政策定位的失误。这种情况曾经在 1998-2000 年学术出现过。那时很多学者也是依据潜在增速的测算方法和判断方法，认为中国经济增长在 9%就是最优了，但 2002-2008 年高达 11%的经济增速说明了依据这些方法所进行的预测都是错的。

考虑到中国消费的加速、中国新型城市化的加速、中国比较优势在产业和区域的转换，中国工业化在梯度转移中的加速，附加人力资本的人口红利的到来，我们没有理由认为中国步入了悲观主义的“新常态”！我们应当在试探中来找寻中国合意的经济增长速度，而不能简单教条地认定何种增速是合意的。2013 年应当是中国持续复苏、步入新结构、超越“新常态”、富有朝气的一年。正是这个原因我们预测 2013 年中国 GDP 增速将重返“9%区间”而达到 9.3%。

**（四）2013 年的几大不确定性**

2013 年因为宏观经济步入持续的复苏，因为结构优化开始寻找到了市场内生性的支点，因为要超越“新常态”而重返“9%时代”而呈现出新气象和朝气。但是 2013 年依然是十分复杂，面临着诸多不确定性和困境。这主要体现在以下几个方面：

**1、在外部环境中，发达国家采取的“松货币”与“紧财政”政策组合效应具有强烈不确定性。**

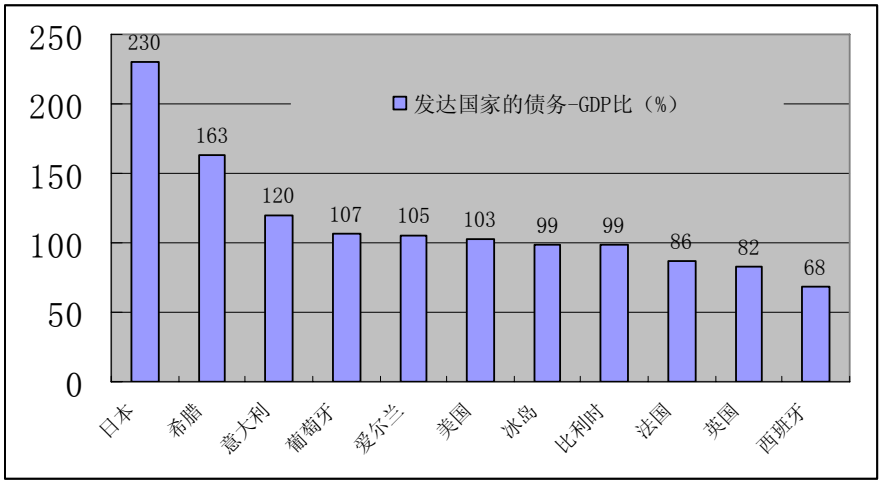


**图 70：发达国家过高的政府债务**

第一、欧洲是否能够在结构性调整中走出“第二次衰退”不仅取决于政治家的妥协，更要取决于这些结构调整政策在经济增长和市场稳定方面取得的效果。欧洲不仅主权债务和银行债务引发的金融动荡问题，还面临增长基础乏力的问题，更面临内部不平衡调整所带来政治和社会困境问题。南欧国家要从根本上解决双赤字问题，不仅需要通过债务货币化和债务分摊化来进行短期的债务救助和财政赤字削减，还需要适度增长来增强信心和改变赤字上扬的趋势，更为重要的是它要么进行生产成本削减来提高竞争力，要么要求欧元大幅度贬值使欧洲整体竞争力提高，而这些措施都面临多个两难困境。而这些方面的调整是否到位，是否能在各个部分形成良性的正反馈，都具有很大的不确定。

第二、美国政治妥协最终会避免“财政悬崖”的全面发生，但是，由于政党利益博弈很可能在短期陷入僵局，导致解决方案受到拖延，从而在某个时点上引发金融市场和经济的过度动荡。

**第三、日本经济很可能再次步入“衰退”，其政治的过度动荡、地缘政治的恶化以及高额的政府债务决定了日本目前的政策措施难以起到明显的效果。**

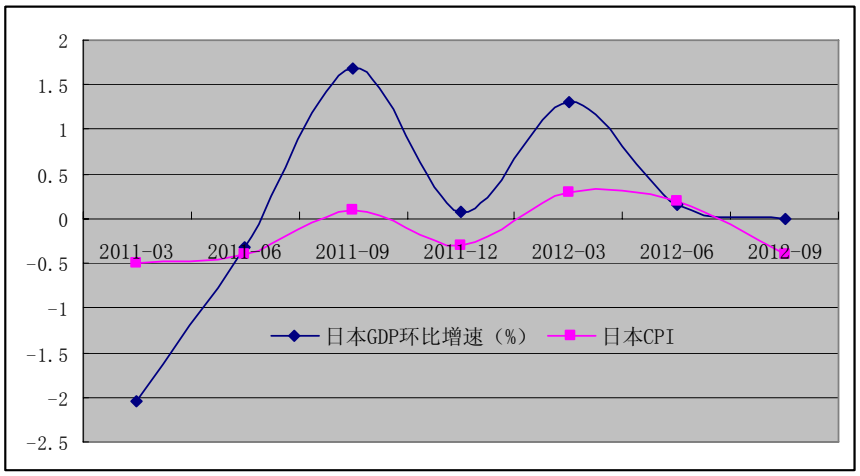


**图 71：日本经济可能重新步入衰退**

**第四、目前的政策可能难以从根本上解决目前“全球制造业萧条”的进一步蔓延，从而导致制造业大国受损严重。**

因此，上述各个方面的国际不确定性再加上地缘政治不确定性的冲击，可能导致 2013 年中国宏观经济的外部环境具有强烈的不确定性，中国外需改善的征程可能并不顺利，个别月份可能还会遭到出口增速回落的冲击。同时，由于金融市场动荡存在反复性，2013 年中国可能面临资本大进大出的冲击。

**2、房地产僵局依然是 2013 年考验新政府的核心问题。“**

控房价”与“保增长”、“短期民生问题”和中期房地产可持续发展之间的冲突依然在 2013 年严重存在。新政府如果没有成功实现短期“去泡沫”、“打投

机”，中期“扩供给”、“去管制”，中长期进行“全面制度建设”，那么出现房价短期反弹，产业管制更严格，房地产畸形发展的可能是存在的。破除房地产僵局是实现 2013 年中国经济持续复苏的一个很重要的环节。

**3、在经济复苏、成本推动以及结构性因素的作用下，食品价格水平可能面临持续上扬的压力，食品推动型价格上涨引发的民生问题很可能导致促进经济持续复苏的宽松政策受阻，进而引发经济波动。**

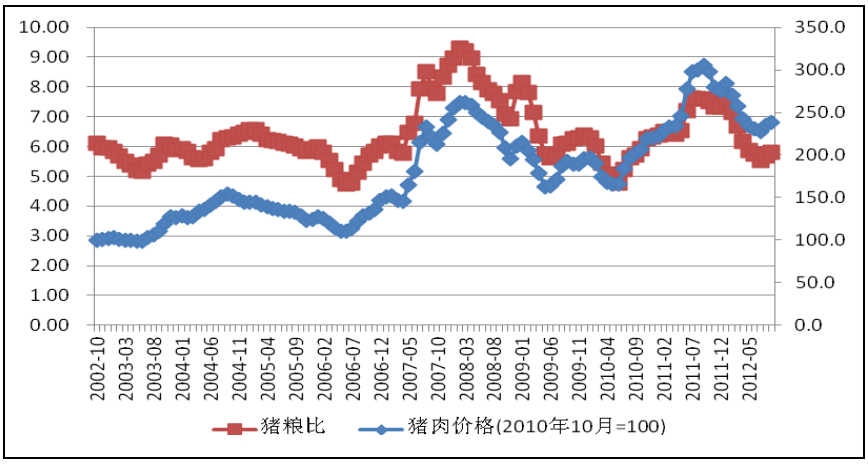


**图 72：猪粮价格比跌破警戒线6**

2013 年很可能面临食品推动型的价格上涨。其原因在于：第一、“猪粮价格比”已经跌破了 6：1 的警戒线水平，猪肉价格可能在明年出现周期性的快速上涨，会对通货膨胀造成较大冲击（参见图 72）。第二、国内粮食价格低位运行可能引发明年粮食生产积极性弱化（参见图 73）；第三、国际粮食价格的上涨和主要粮食库存的低下可能导致明年输入性粮食价格上涨压力较大（参见图 74）。

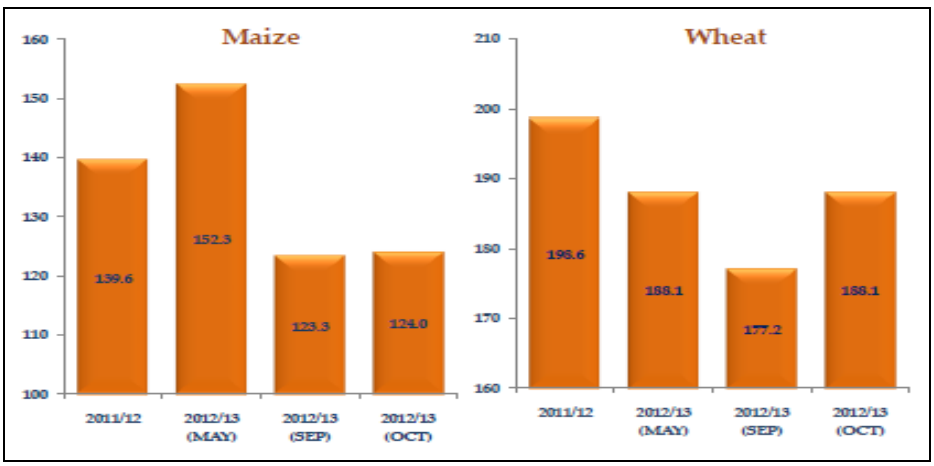


**图 73：全球玉米和小麦的库存量处于低位**

[6] 猪粮比为左轴，猪肉价格为右轴。

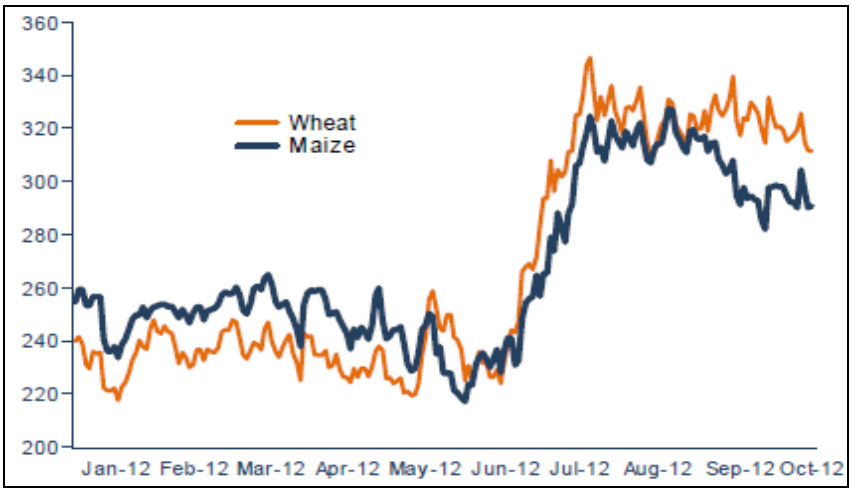


图 74：玉米和小麦的国际价格高位运行

**4、存在政策定位失误的可能**

对于经济下滑中的结构性趋势因素和周期性波动因素判别不清，过分强调结构性趋势回落因素，使悲观主义情绪过度蔓延，从而过分强调中国经济的“新常态”，先验地确定中国宏观经济政策调控的目标，导致政策定位的失误。或者过分强调周期性波动因素，过分刺激经济，放任地方政府在传统模式上的膨胀。这两种过激的、先验性的政策定位都可能变为 2013 年持续复苏中的障碍。

**5、国际资本的大进大出带来的市场过度波动和货币政策调整出现偏差。**

从目前来看，每次美国量化宽松和国际金融市场震荡都导致了我国资金进出波动剧烈。例如 2008-2009 年资本流出，但随着美国政策的进一步调整和中国经济的快速反弹，2009 年资本外逃于 2009 年 8 月出现逆转，而在 2011 年 9 月美联储宣布要在 2012 年 6 月底前购买 4000 亿美元 6 年期至 30 期国债，并将在同期出售相同规模的三年期或更短期的国债。国内出现了热钱外流的现象，从 2011 年 9 月份到 9 月份累计热钱外流规模为 16069 亿元人民币，是此间中国人民银行

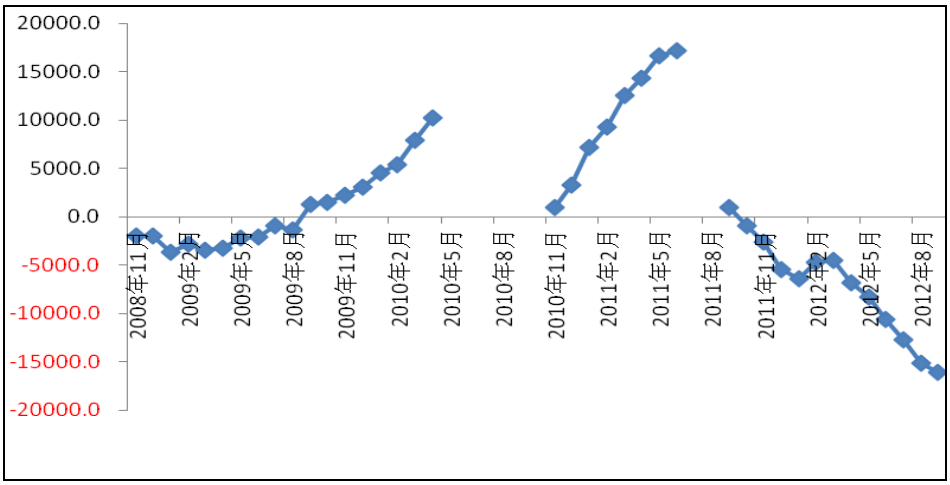


图 75：美国量化宽松政策期间中国热钱流动情况(累计值，亿元人民币)

总资产增量的 3.38 倍（参见图 75）。到目前为止，这种流动趋势随着中国经济反弹和发达国家金融市场相对稳定，这种资本流出的格局开始逆转。其证据就是外汇占款开始出现正增长以及向发展中国家资本流出的规模加大（参见图 76 和图 77）。这种逆转在规模上具有强烈的不确定性，例如香港在 3-4 季度的热钱压力很大，但大陆在 10 月的外汇占款并没有明显增加。这种不确定性直接导致货币对冲的方向不确定，货币政策调整的前瞻性大大弱化。

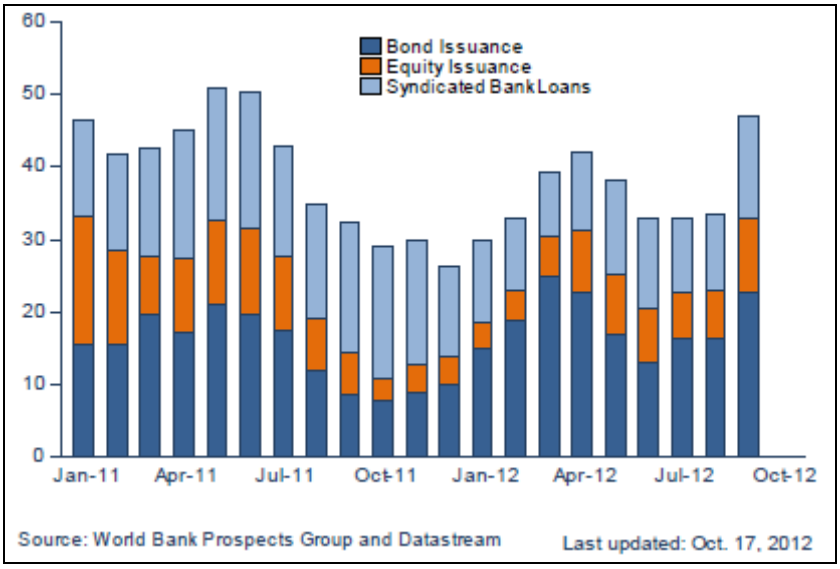


**图 76：流向发展中国家的总资本开始快速增长**

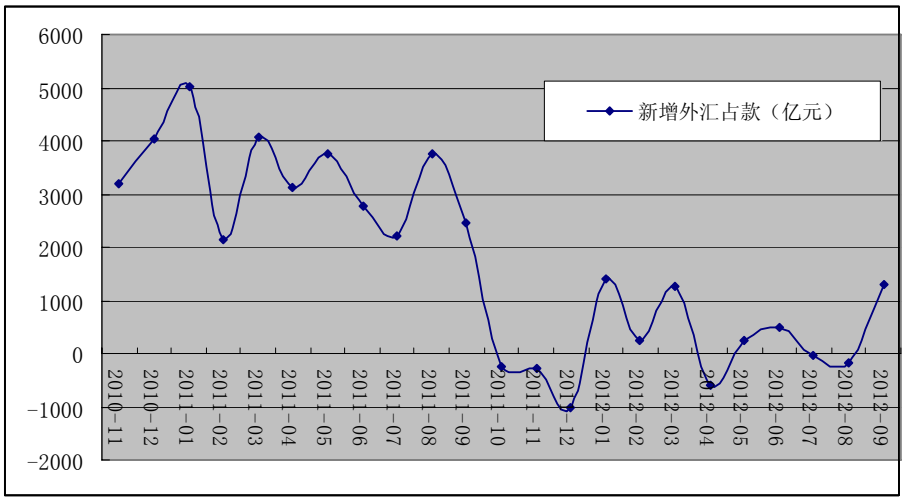


**图 77：中国外汇占款出现小幅逆转**

## 四、政策建议

根据上面几个大方面的分析，我可以得出以下几个结论：

1）2012 年 4 季度中国宏观经济已重返“复苏”，但在周期性力量和结构性力量交织作用中依然存在脆弱性。相对宽松、积极的宏观经济政策方向不宜进行过度调整，一方面应当进一步培育周期性力量的回升，促进悲观预期的逆转，另一方面也需要高度关注结构性力量的疏导和缓释，宏观经济政策的中期定位十分重要。

2）2012-2013 年中国结构性调整步入到一个全新的时期，其标志就在于全球结构性大调整、中国低端劳动力市场供求逆转、收入-消费台阶效应的显现以及金融创新等 4 大的市场力量使中国结构调整步入到市场主导的结构调整期，其趋势性特征和周期性特征并存。因此，结构调整的中期定位应当注意以下要点：

第一、在完善市场建设的基础上，促推各种市场力量，使新结构调整更多呈现市场主导的趋势性变化，改变过去行政化调结构的政策定位，寻找结构转型的市场支点、培育结构转型的市场力量是政府在结构调整中的中心任务。因此，不能将政府目标过度定位在最终的结构指标上，而应重视市场化改革、相对价格调整、激励机制改革等中间目标管理。

第二、中国结构调整必须要顺应世界结构性调整。一方面不能无视全球化逆转和国际分工格局调整对于中国经济结构的根本性冲击，另一方面也不能将中国结构转型的方向简单化，全球不平衡逆转和发达国家财政结构的调整具有强烈不确定性和反复性。

第三、利用各种财税政策强化产业梯度转移中的产业升级，积极构建中国在新区域和新产业的新比较优势。

3）考虑到中国消费的加速、中国新型城市化的加速、中国比较优势在产业和区域的转换，中国工业化在梯度转移中的加速以及附加人力资本的人口红利的到来等因素，我们没有理由认为中国已步入了悲观主义的“新常态”！我们应当在试探中来找寻中国合意的经济增长速度，而不能简单教条地认定何种增速是合意的。2013 年应当是中国持续复苏、步入新结构、超越“新常态”、富有朝气的一年。

第一、在战略上不仅要重视各种结构趋势性力量带来的下行压力，同时还必须看到中国在结构转换过程中的巨大上行力量。不能让战略悲观主义过度蔓延。

第二、不要把低端劳动力市场的刘易斯拐点和人口负担系数上扬带来的不利因素绝对化，适龄劳动人口因教育而出现的巨大结构调整可能孕育着中国第二次人口红利的带来，强化中高端产业的发展和加强中国中端劳动力的劳动参与度应当是当前政策的核心要点之一。因此，强化中西部大学生就业应当上升到更高的战略层面。

第三、不要简单相信各种方法测算的潜在 GDP 增速，中国未来 GDP 增长目标

必须在试探中找寻，而不能先验判定。

4）在中国储蓄率过高和外部环境持续疲软的约束下，宏观经济的短期稳定需要较高的投资率。因此，中国投资的核心问题不是投资“高”与“低”的问题，而是“投向何方”与“谁来投”的问题。2013 年投资政策应当注重以下几个方面：

第一、改善民营企业投资环境依然是一个重点问题，利用货币和财政政策减轻企业的投资成本，特别是财务成本十分重要。

第二、吸取以往落实“非公 36 条”以往全面开花，但基本没有成效的教训，采取重点行业重点突破的方法，显示新政府在打破垄断和投资壁垒上的决心和勇气，要利用重点领域的突破性改革来免除“改革疲劳症”带来的不利冲击。

第三、在民间资本疲软的状况下，以基础建设为主体的政府投资依然十分重要。但应当防止在现有分权模式下地方政府在换届效应的驱动下进行大幅度投资扩张。地方投融资平台不宜收得过紧，但也不能放得太松，中央政府应当在进一步放松“地方债”的发行，同时进一步规范“城投债”的发行。可以考虑将“城投债”脱离企业债而单独设立审核和评级体系。

5）货币政策应当保“持稳健定位”与“积极操作”的组合。

第一、为配合经济的持续复苏和新政府的经济发展战略的实施和落实，2013 年货币供应速度较 2012 年有所提升，建议 M1 增速可以确定在 13%-15%，M2 增速达到应当 16%-17%区间，同时，货币政策还必须关注以下问题：

第二、在食品价格的推动下，2013 年 CPI 将出现反弹，货币政策不宜对这种反弹进行过度反应。食品推动型价格上涨带来的民生问题应当启动民生类政策工具加以重点处理。

第三、应当重点监视热钱的流入，虽然年底大规模进入迹象不明显，但新一轮全球货币政策宽松带来的对资本市场的冲击依然十分猛烈。热钱大进大出对于宏观经济以及货币政策的冲击依然很大。

第四、在强化宏观审慎监管的基础上，高度重视“民间融资困局”的扩散，政府和银行当局可以适度介入企业出现的“三角债问题”的治理。

第五、巩固 2012 年利率市场化改革和汇率浮动机制改革，对于影子银行问题的处理不宜简单化。

6）2013 年可以适度扩大积极财政政策的力度。

第一、赤字率可以适度提高到 2%左右，以加大中央财政支出的力度。

第二、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。

第三、强化对于地方政府“非税收入”的监管，防止出现地方政府过度操作

带来企业负担的实质性加重。

7）开启新型城镇化的短期宏观经济政策定位必须打破目前“房地产难题”，同时破解目前的“投融资困局”。

第一、必须进一步明确目前房地产调控的短期目标，改变目前调控目标模糊化的定位，旗帜鲜明地提出目前房地产调控的核心目标就是“房地产回归消费本位”！对于房地产投资和投机行为进行严格打击，从而避免房地产调控过分强调“价格回落”的目标。房地产调控的整体定位可以确定为：短期目标是“打击投机”、“促进消费”；中短期目标“扩大供给”、“平衡供求”；中长期目标是“推进改革”、“完善制度”。

第二、“房地产回归消费品”需要强化以下几个方面的调控：

一是提出和出台房屋交易的增值税改革方案。交易增值税在很大程度上与房产税有一定的等价功能，但较后者而言，交易增值税是在交易环节增收，对流量征收，对存量和非交易的房地产不会产生直接影响，其征收的难度大大小于房地产税；

二是对于房产税的试点范围和进度可以适度加大，但不能期望房产税在短期内就能发挥“打击投机”和“抑制房价”，甚至增加政府收入的功能（2011 年房产税总额只有 1102 亿元）；

三是必须加大对于房地产消费性需求的扶持力度，对于首套住房和改善性住房的购买在税收、首付比例以及利率等方面进一步给予优惠，以起到稳定房地产市场销售，进而稳定房地产投资和土地拍卖。从今年 2-3 季度房地产市场的变化来看，“刚需”支撑房地产的基础其实十分扎实。

四是“限购”和“限贷”的内涵可以进行进一步的微调，对于改善性住房的内涵可以适度放松。例如对于非户籍人口购买住房的条件可以适度放宽（从缴纳公积金 5 年放宽到 3 年）

第三、在“扩大供给”、“平衡供求”方面，扩大未来 1-2 年的供给依然是调控的核心：（1）必须认识到房地产调控的成功标志是中期阶段房地产供求与价格的平稳运行，而不是短期需求的压制，以往房地产调控最大的失误，就是在打击需求的同时，对土地投资和新开楼盘和项目的投资进行了更大的打击，导致下一阶段房地产供给的大幅度收缩，结果是房地产调控政策回收之后，在更大需求缺口的作用下产生房价报复性反弹。（2）在房地产调控主体政策不变的基础上，可以考虑适度放松对重点房地产企业的资金控制，向龙头企业和优质企业的房地产开发投资的“定向宽松”。例如开发投资贷款额度放松、企业债券发放的审批额度放松，同时强化这些资金的专项使用。（3）进一步提高中央财政对于保障性住房的投资力度，在部分缓解地方保障性住房投资资金压力的基础上，加快保障性

住房的建设步伐和上市力度。

第四、“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，对于引导当前房地产市场的预期是十分重要的。需要及时推出的改革规划和方案应当包括：（1）土地制度改革试点方案。集中体现在农村集体建设用地如何进入城市房地产市场的试点方案之上；（2）对于小产权房的确权与流转的试点方案和改革规划；（3）对于房产税试点全面推进的方案。

第五、在“释放刚需”的基础上，推出打击房地产投机的房地产交易增值税方案。在“供给放量”的基础上，结束目前的“限购”与“限贷”为主体的房地产调控政策，并利用中长期改革方案的推出来稳定未来的预期，使房地产步入正常运行状态。

8）围绕消费加速的各类改革预期已经形成，2013 年新政府应当积极推出收入倍增的改革方案。