中国宏观经济分析与预测（2014 年中期）

——下行压力和刺激依赖下的中国宏观经济

陈彦斌　闫　衍

报告摘要：

2014 年上半年中国经济增长态势低迷，在政府相继出台的增加铁路投资、降低小微企业税负和定向降准等“微刺激”政策的推动下，再加上欧美经济复苏促使外需逐步好转，经济增长出现底部回升的微弱迹象，但是势头并不稳固。一是经济回升势头主要源自“微刺激”，并未呈现全局性与内生性；二是经济指标的反弹一定程度上是由于价格波动、基数因素以及数据质量改善所导致的；三是金融危机以来经济增速下滑不仅发生在中国，而是世界各国面临的共同趋势，而且中国长期潜在经济增速已经放缓，因此短期内难以出现稳固的反弹。

房地产的低迷是导致 2014 年中国经济下行的关键因素。由于房地产市场依然有比较旺盛的需求作为支撑并且抗压能力较强，地方政府高度依赖于土地出让金和房地产相关税收，有激励而且依然有能力干预市场，因此房地产市场崩盘的可能性很小。但是，短期内房地产市场的低迷将给宏观经济带来很大冲击，因为房地产在中国经济中处于举足轻重的地位，房地产及相关产业对 GDP 的贡献度达到了 30%，房产占居民家庭总资产的比重更是高达 70%左右。今年房地产下行对经济的冲击已经从多个方面显现出来。其一，房地产投资增速的下滑是今年全社会投资增速下滑的主要原因，且下滑态势仍在扩大。其二，房地产业的低迷快速蔓延到了钢铁、水泥和玻璃等上游产业以及家电、家具和装潢等下游产业，相关产业表现出明显的同步下行态势。其三，房价下行态势已经局部显现并不断蔓延，居民财富水平和消费支出也将随之下行。

“新常态+动态区间管理+微刺激”构成了一套完整的政策体系，政府出台“微刺激”政策的战略意图是希望既能稳增长又能调结构。由于目前中国经济具有明显的“刺激依赖症”，因此“微刺激”有其必要性，“微刺激”稳增长方面的作用效果也已经有所显现。但是，“微刺激”存在诸多弊端，绝对不能长期化。第一，“微刺激”仍然立足于上项目搞投资，再加上政府频频出招，“微刺激”和“四万亿”几无本质区别。第二，总需求结构失衡的核心机理是要素价格管制，“微刺激”对于要素市场改革无能为力，不仅不能实现调结构的战略意图，反而还会导致结构越调越糟糕。第三，经济与社会对“微刺激”的反应程度不断减弱，刺激之后的反弹效应大不如前，政府为稳增长很可能将“微刺激”加码为小刺激、中刺激，

甚至是强刺激。第四，为应对换档期出现的增速下滑，更多的要靠社会政策而非“微刺激”托底。

综合考虑上述结构性和周期性因素，并利用模型进行预测，报告对2014年经济走势做出如下判断：第一，年初普遍预期的“前低后高”或者“前低后稳”的态势难以实现，在“微刺激”政策和全世界经济微弱利好的共同作用下，全年能够勉强完成 7.5%的增长目标。第二，受全球经济复苏、地缘政治和厄尔尼诺现象的影响以及中国“微刺激”政策的逐步发力，通货膨胀率将小幅上升但不会出现明显的通胀压力，预测全年CPI为2.6%。

在分析和预测的基础上，报告建议：第一，货币政策在保持定力、避免重走全面宽松老路的前提下，可以适度加大定向宽松的广度和力度以避免经济增速过快下滑，并加强预期管理以提高货币政策的有效性。第二，财政政策方面，为了给大改革创造宽松的环境，政府应该实施略微偏松的财政政策，一是2014年的赤字率可以突破政府工作报告制定的2.1%的标准，但不能超过2.5%，二是加快推广PPP（公私合作）和市政债等公共基础设施融资模式，三是加大减税力度、实施全面减税。第三，经济增速放缓所伴随的社会稳定问题需要“社会政策托底”。

关键词：房地产；微刺激；定向宽松货币政策；中国宏观经济

第一部分　形势判断：当前宏观经济底部回升但并不稳固[①]

一、上半年经济增长出现底部回升的微弱迹象。

1、经济增速在一季度明显放缓后出现回升迹象。

2014 年一季度，GDP 同比增长 7.4%，环比增长 1.4%，同比与环比增速均比去年四季度下滑 0.3 个百分点。如果将观察时间段拓宽，可以发现，一季度的 GDP 同比增速与 2012 年三季度相同，均为 7.4%；环比增速与 2012 年一季度相同，均为 1.4%。同比与环比增速均触及三年来经济波动区间的下限。同时，一季度三次产业增加值增速全面回落，第一产业增加值增速为 3.5%，比去年降低了 0.5 个百分点；第二产业增加值增速为 7.3%，比去年降低了 0.5 个百分点；第三产业增加值增速为 7.8%，比去年降低 0.5 个百分点。由此反映出经济增长较为乏力。

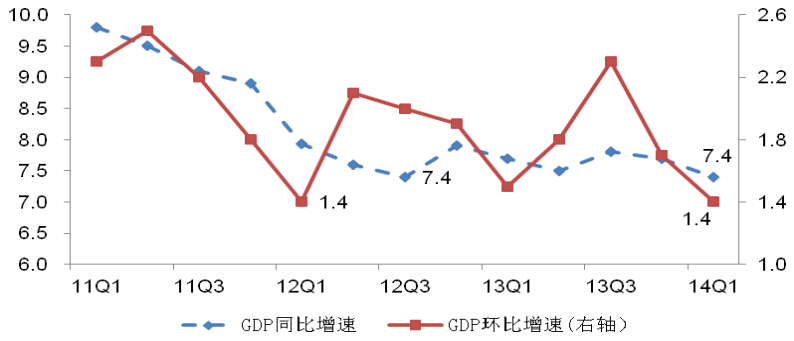


图 1-1：2014 年一季度 GDP 同比与环比均明显下滑(单位：%)

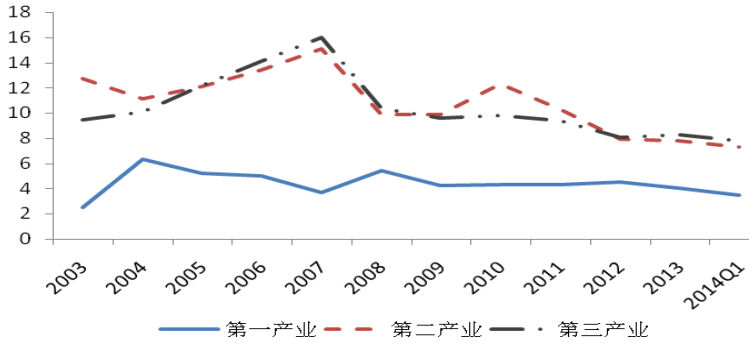


图 1-2：三次产业增加值增速全面回落（单位：%）

[①] 如未特别说明，本报告引用数据均出自国家统计局、Wind 数据库、中国人民大学经济研究所数据库。

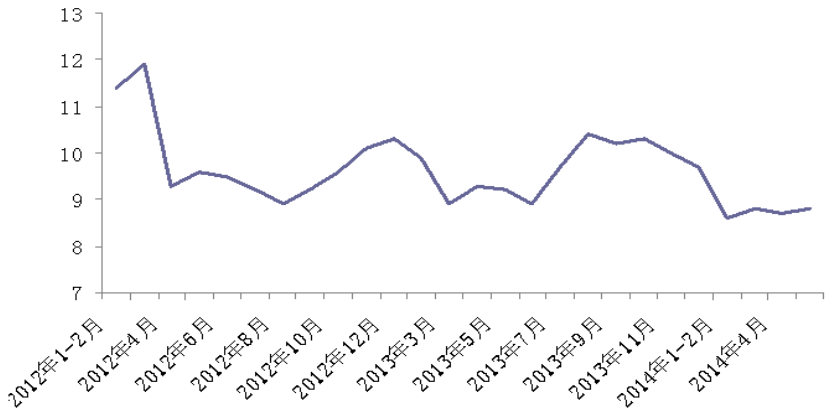


图 1-3：今年以来工业增加值增速缓中趋稳（单位：%）

4 月份以来政府相继出台了增加铁路投资、降低小微企业税负、稳出口和定向降准等“微刺激”政策。政策出台之后，虽然工业增加值没有明显增长，今年以来一直稳定在 8.6%-8.8%之间，但部分指标好转表明政策效果正在逐渐显现，再加上欧美经济逐步复苏促使外需逐步好转，实体经济呈现企稳回升的迹象。

一是，制造业和非制造业 PMI 指数均保持稳中有升的态势。6 月份制造业 PMI 指数达到 51%，比 5 月份上升 0.2 个百分点，比 4 月份上升 0.6 个百分点，已经是连续四个月上涨。反映企业需求状况的 PMI 新订单指数 6 月份比 5 月份明显上升了 0.5 个百分点，达到了 52.8%，是去年 10 月份以来的新高。需求端的回暖带动企业生产意愿的提升，进而推动制造业生产规模的扩张，6 月份 PMI 生产指数达到 53%。作为先行指标，以上 PMI 指数的回升反映当前制造业回升势头较好。在全球范围内，5 月份超过 2/3 的经济体 PMI 指数出现萎缩迹象，凸显出我国制造业企稳回升势头来之不易。

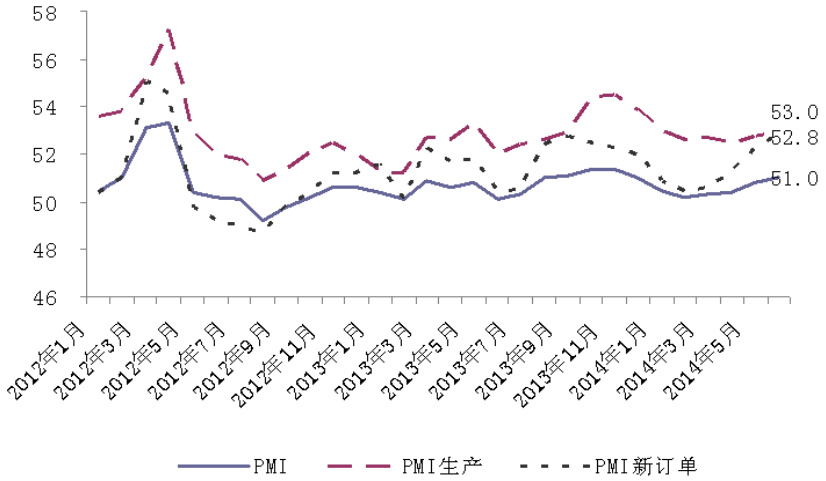


图 1-4：制造业 PMI 指数呈现回升态势（单位：%）

由于第三产业占 GDP 比重已经超过第二产业，也应该关注非制造业 PMI 指数的走势，5 月份非制造业 PMI 指数达到 55.5%，比 4 月份上升 0.7 个百分点，高于荣枯线 5.5 个百分点，是今年最高水平。非制造业 PMI 新订单指数比 4 月份上升 1.9 个百分点，是近 8 个月以来的高点。业务活动预期指数也是连续 3 个月位于 60%以上，意味着企业对未来市场预期持乐观的态度。由此反映当前非制造业同样保持了较为良好的运行态势。

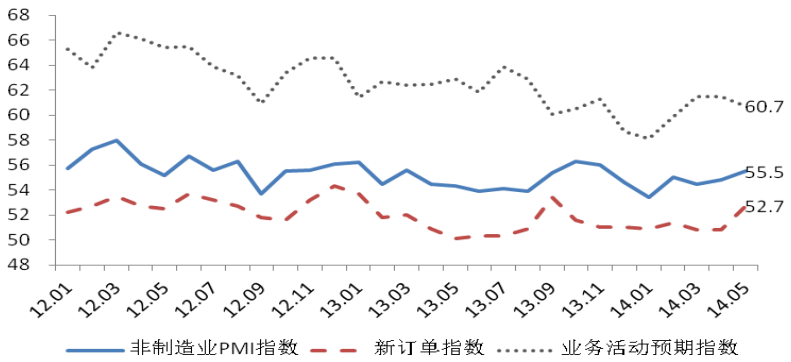


图 1-5：非制造业 PMI 指数持续上升（单位：%）

二是，居民消费呈现上升势头。5 月份消费增速较 4 月提升了 0.6 个百分点，达到年内新高。其中，城镇消费品零售额同比增长 12.3%，比 4 月份提高 0.6 个百分点，乡村消费品零售额同比增长 13.9%，比 4 月份提高 0.7 个百分点。

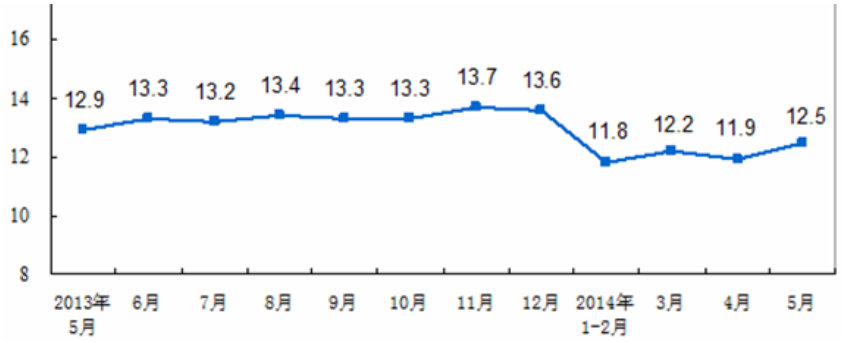


图 1-6：社会消费品零售总额分月同比增速（单位：%）

三是，发达经济体回暖带动出口形势好转。据海关总署统计，5 月份出口同比增速为 7%，比去年同期高 6.1 个百分点，出口形势稳中向好。在主要贸易伙伴中，发达经济体需求的回暖是我国出口形势好转的主要拉动力。1-5 月份中国对美国、欧盟以及日本的出口增速回升较为明显，分别达到了 4.6%、8.7%和 5.1%，较去年同期分别上升了 1.1 个、11.6 个和 8.7 个百分点。相比之下，对俄罗斯、南非、巴西等新兴经济体的出口增速则明显下滑。

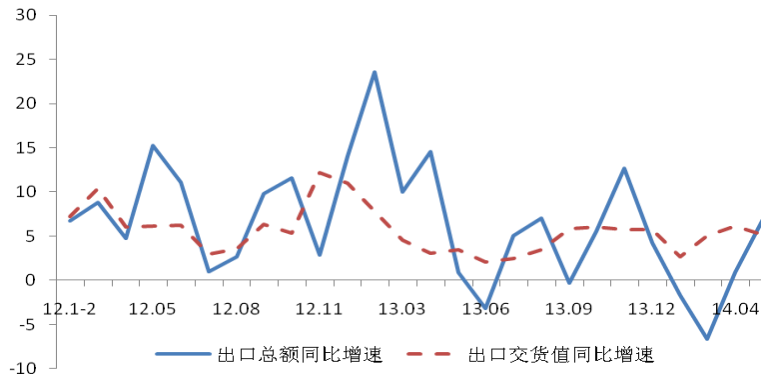


图 1-7：今年以来出口形势稳中向好（单位：%）

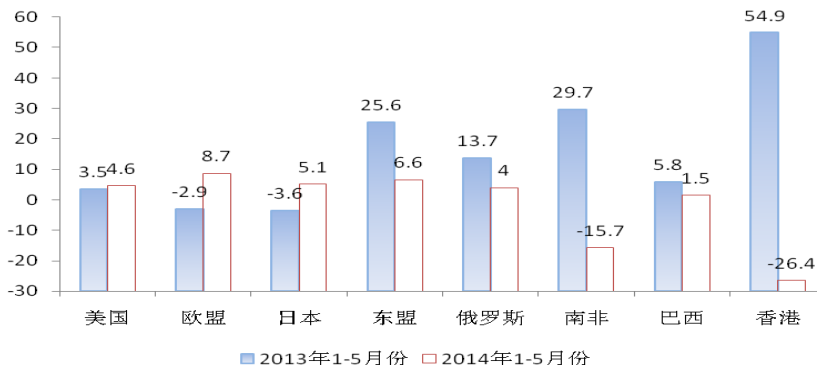


图 1-8：发达经济体需求回暖带动出口形势向好（单位：%）

2、物价总体保持平稳，实体经济需求显现回暖迹象。

2014 年 1-5 月份 CPI 平均同比上涨 2.3%，比去年同期低 0.1 个百分点，物价水平保持平稳。其中，5 月份 CPI 同比上涨 2.5%，比 4 月份上涨 0.7 个百分点；环比上涨 0.1%，扭转了 3、4 月份环比增速为负的态势。物价水平显现较为明显的上行趋势。其中，食品价格同比上涨较为明显，由 4 月份的 2.3%升至 5 月份的 4.1%，这主要与国家启动了中央储备冻猪肉收储导致猪肉价格明显上升有关，非食品价格同比上涨 1.7%，比上月略微上升了 0.1 个百分点。

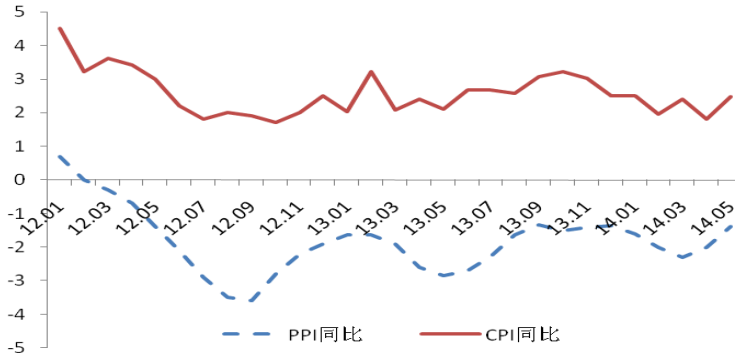


图 1-9：CPI 与 PPI 同比呈现回升走势（单位：%）

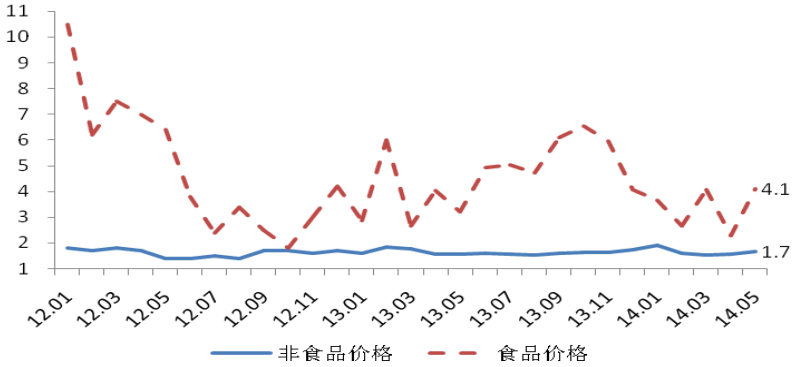


图 1-10：食品价格同比上涨是 CPI 回升的主因（单位：%）

1-5 月份 PPI 同比下跌 1.9%，比去年同期收窄 0.2 个百分点。其中，5 月份 PPI 同比下跌 1.4%，比 4 月份收窄 0.6 个百分点，扭转了一季度同比跌幅扩大的趋势；5 月份 PPI 环比下跌 0.1%，也比 4 月份收窄 0.1 个百分点。**PPI 同比与环比降幅的双双收窄，与当前制造业**

PMI 指数运行趋势相一致，表明我国实体经济需求端出现好转迹象。

PPI 分类指标反映出，当前与消费相关的工业行业好转形势较为明显，而采掘业、原材料等上游行业仍受产能过剩等下行压力的影响，复苏态势较为缓慢。5 月份，生产资料 PPI 同比下降 1.9%，其中，采掘工业价格下降 4.9%，原材料工业价格下降 2.0%，加工工业价格下降 1.6%。同期，生活资料 PPI 同比上涨 0.2%，今年以来首次为正，其中，食品价格上涨 0.4%，衣着价格上涨 0.8%，一般日用品价格上涨 0.2%。

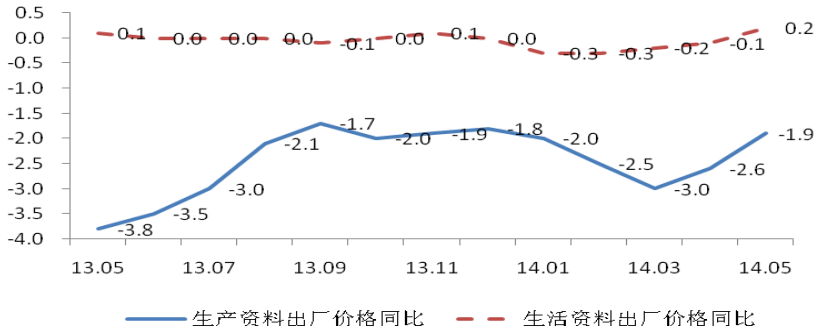


图 1-11：PPI 分类指标变化趋势对比（单位：%）

3、失业率小幅下降，就业压力略有缓解。

数据显示，2014 年 5 月我国的调查失业率为 5.07%，低于 3 月 5.17%的和 4 月的 5.15%，反映出就业压力略有缓解。[①]而且，非制造业就业形势要好于制造业。5 月份非制造业 PMI 从业人员指数为 50.9%，比 4 月份大幅提高 0.7 个百分点，今年以来始终位于枯荣线以上。相比之下，虽然制造业 PMI 从业人员指数同样呈现出回升势头，6 月份提高到 48.6%，达到年内最高点，但是却仍然位于枯荣线以下。

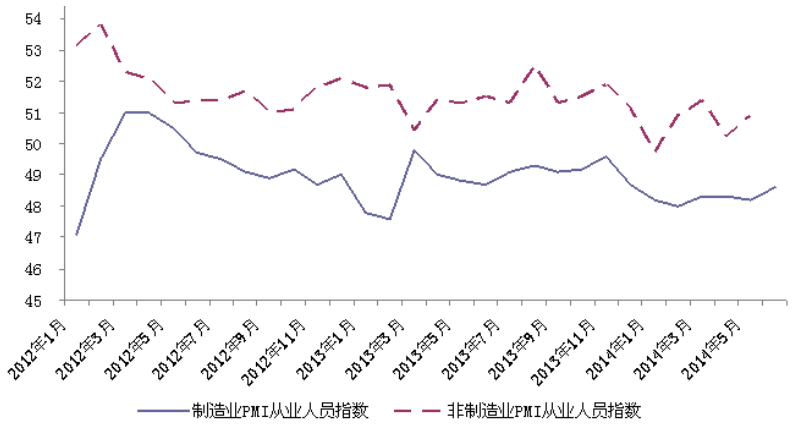


图 1-12：PMI 从业人员指数有所回升（单位：%）

二、经济底部回升主要是受益于“微刺激”，势头并不稳固。

1、部分指标回升凸显“微刺激”作用效果，但回升势头并未呈现全局性与内生性。

4 月份以来政府推出一系列“微刺激”政策，5 月份 PMI 指数回升、发电量增长加快、

[①] 资料来源：李克强讲话透露 5 月调查失业率 5.07%，略高于去年，中华网，2014 年 6 月 12 日。

投资增速回落势头放缓等经济指标的改善表明了“微刺激”政策作用正在显现。但是，回升势头并未呈现全局性与内生性。

第一，PMI 指数的回升更多是由于大型（尤其是国有企业）的回暖，小型企业（尤其是民营企业）未呈现明显改善。6 月份，大型企业 PMI 为 51.5%，在 4 月份微幅上升 0.1 个百分点的基础上，再次大幅提升 0.6 个百分点；而小型企业 PMI 仅为 48.4%，比 4 月和 5 月下降 0.4 个百分点。相应的，在规模以上工业增加值增速的分类中，国有及国有控股企业与集体企业工业增加值增速的加快是整体工业增加值增速小幅反弹的主要原因。5 月份两者增速分别为 6.1%、5.0%，比 4 月份加快了 0.4 个与 3.3 个百分点；而股份制企业增速为 10.3%，与 4 月份持平；外商及港澳台商投资企业增速下滑了 0.5 个百分点，至 6.5%。

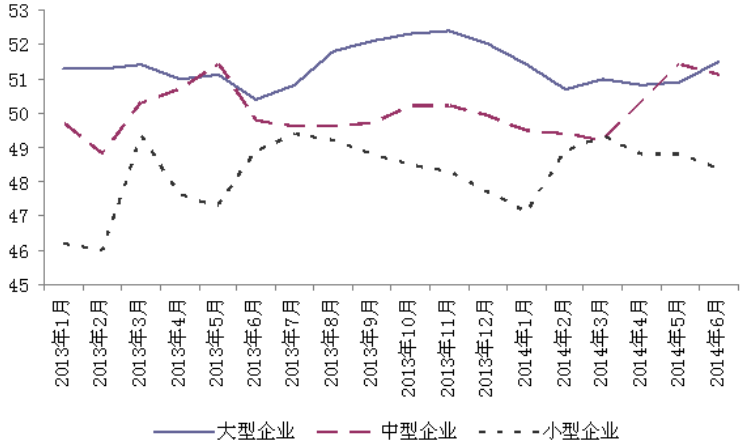


图 1-13：分企业规模的 PMI 指数走势（单位：%）

第二，用电量增速的反弹主要是由于重工业增速的加快。1-5 月份，全社会用电量累计为 21638 亿千瓦时，同比增长 5.2%。其中，5 月份全社会用电量 4492 亿千瓦时，同比增长 5.3%，增速比 4 月份上升 0.7 个百分点，也高于去年同期 5%的增速。从行业来看，第二产业用电量同比增长 5.5%，比 4 月份回升 1.5 个百分点，高于去年同期 4.8%的增速；其中，工业用电量增速较 4 月份回升 1.7 个百分点。然而，用电量增速的反弹主要由于冶金、有色、化工、建材等重化工产业的开工量的明显增加所引起。重工业用电量增速从 4 月份的同比增长 3.7%跃升到 5 月份的 5.9%，而轻工业用电量却从 4 月的 12.1%下滑到 5 月的 3.6%。高耗能行业为主的重工业用电量增速反弹恰恰是在推进产业结构调整中要去提防的现象，而不能成为判断经济企稳回升的依据。

第三，全社会投资增速放缓幅度收窄主要是由基础设施建设投资增速加快所拉动，民间投资、制造业投资以及房地产投资增速依旧下滑明显。在加强基础设施建设的政策推动下，1-5 月份交通运输、仓储和邮政业与水利、环境和公共设施管理业投资增速分别为 21.9%与 27.2%，大幅高于整体投资增速，并比 1-4 月份加快了 2.1 个与 1.7 个百分点。然而同期，民间固定资产投资同比增长 19.9%，比 1-4 月份下降 0.5 个百分点；制造业投资同比增长 14.2%，比 1-4 月份下降 1 个百分点；房地产投资同比增长 14.7%，比 1-4 月份下降 1.7 个百分点。同时应看到，1-5 月份民间投资、制造业投资以及房地产投资增速均是年内的新低，也反映出当前对于经济增速放缓、化解产能过剩压力依然较重以及房地产泡沫这三方面的担

忧，经济形势并未全面企稳回升。

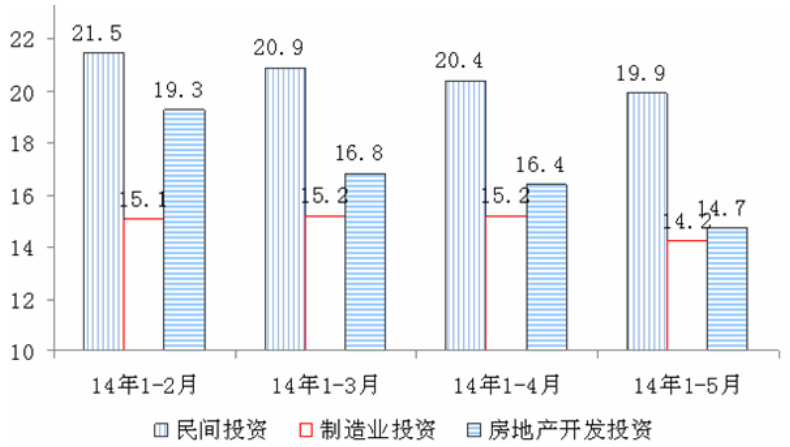


图 1-14：民间投资、制造业投资以及房地产投资增速持续回落（单位：%）

2、数据的反弹一定程度上是由于价格波动、基数因素以及数据质量改善所导致的。

第一，5 月份消费增速虽然较 4 月提升了 0.6 个百分点，但剔除扣除价格因素之后的实际增速仅为 10.7%，较 4 月份的 11%，和去年同期的 11.7%分别回落了 0.3 和 1 个百分点。如果考虑今年 5 月假日较去年要少 1 天的因素，5 月消费的实际状况依然是在低迷中趋缓。事实上，5 月份消费者信心指数、满意指数以及预期指数继续全面下滑，分别为 102.3%、97.3%、105.6%，较 4 月份下滑了 2.5、3.6 与 1.8 个百分点。如果短期内经济形势难以出现明显改善，消费信心的下滑可能会使消费增速承受更大的下行压力。

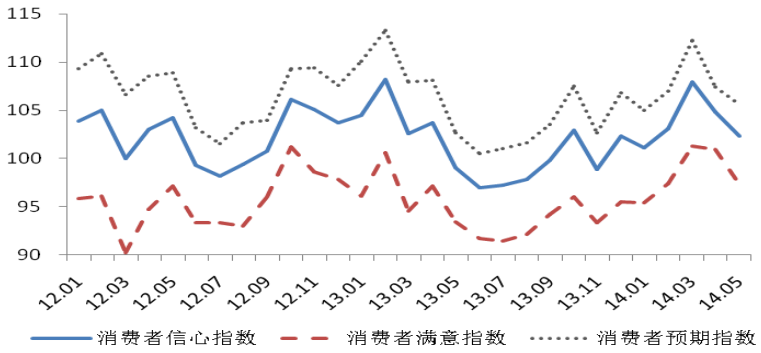


图 1-15：消费者各项信心和满意指数下降（单位：%）

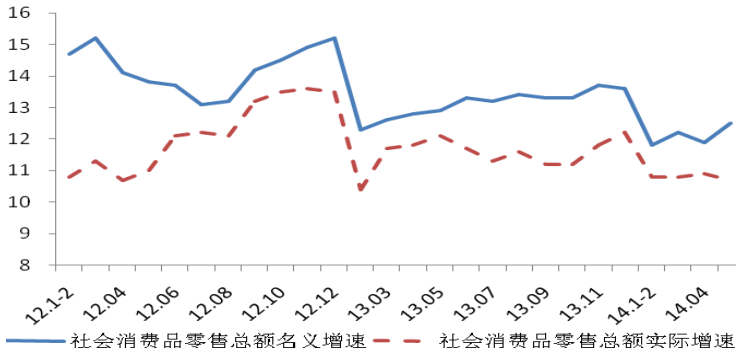


图 1-16：5 月份消费名义增速与实际增速出现背离（单位：%）

第二，5 月份出口增速虽然较 4 月提高的 6.1 个百分点，摆脱了前 4 个月的低迷困境，

但这种数据的变动并非是外部环境大幅度改善的产物，而是去年 1-4 月套利性的假贸易导致基数过高的产物。如果把去年 1-4 月 1040 亿美元的套利贸易剔除，或将香港与台湾地区的贸易剔除之后，今年 1-4 月中国出口的同比增速依然保持了 6%左右的增速。因此，5 月出口状况依然保持了一个相对正常的水平，而不是大幅度反弹。

第三，5 月份 CPI 虽然较 4 月反弹了 0.7 个百分点，但本次价格反弹中有 0.5 个百分点的反弹是由于翘尾因素，而新涨价因素仅为 0.2 个百分点。另外，新涨价中大部分是由于食品因素导致的，因此与宏观经济运行相对应的核心 CPI 基本没有变化。

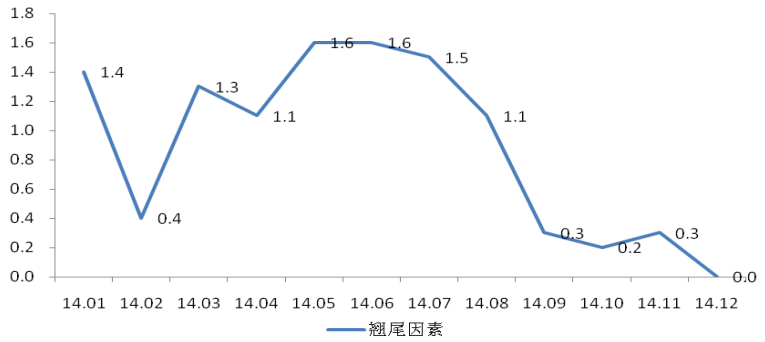


图 1-17：全年翘尾因素走势（单位：%）

3、2008 年金融危机之后经济增速下滑不仅发生在中国，而是全球范围内表现出的共同趋势，而且中国长期潜在经济增速已经放缓，因此短期内经济增速难以出现稳固的反弹。

第一，中国当前经济增速的下行趋势与全世界保持高度同步。2008 年的全球金融危机标志着全世界已经渡过技术创新的高速扩张期，开始步入技术的平缓扩散期、制度重构期和结构调整期，过去 20 余年世界范围内的技术革命红利正在逐步消失。由于新一轮技术创新尚未到来，未来相当长一段时期中世界经济增速难以重返危机前的状态，世界经济增速正面临拐点性回落。2008 年以来，金砖国家与欧元区经济增速都处于回落路径之中，而且印度和巴西经济增速比中国下滑幅度还要大。

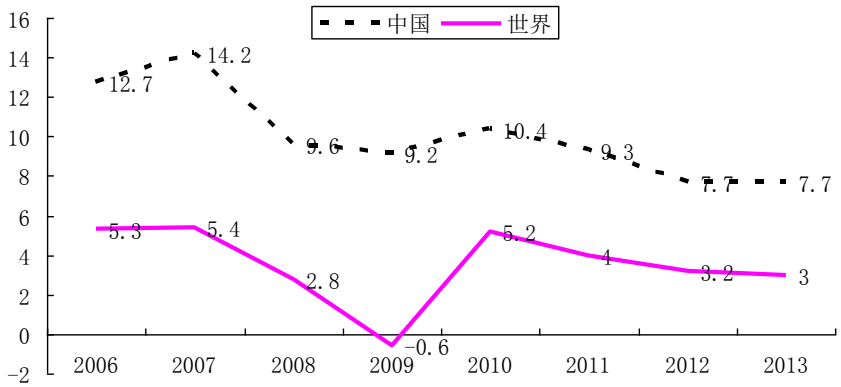


图 1-18：中国与世界 GDP 增速高度同步（单位：%）

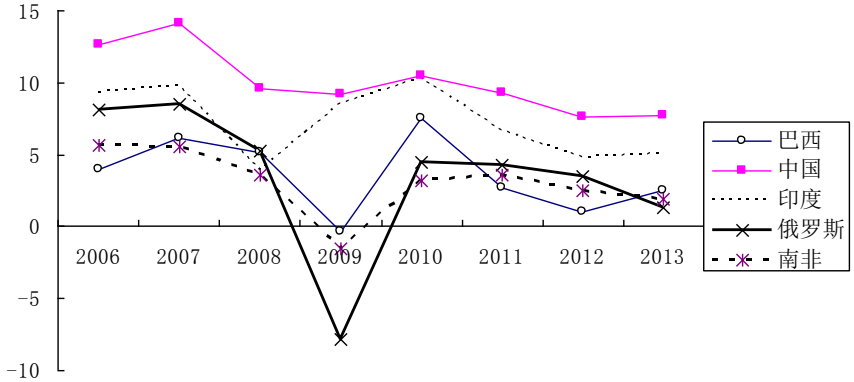


图 1-19：新兴经济体 GDP 增速均出现趋势性下滑（单位：%）

第二，中国当前的经济增速放缓具有长期化趋势，未来经济增速将出现大幅下滑。预测结果显示，中国“十二五”和“十三五”时期的潜在经济增速将分别为 7.71%和 6.5%，这与 2000~2010 年平均经济增速（10.3%）相比将分别下滑 2.6 个百分点和 3.8 个百分点。

因此，从国际经济运行大趋势和中国长期经济走势来看，经济增速下行是不可避免的，这决定了短期内中国经济增速即使借助于“微刺激”出现了反弹，也不会稳固、不会持续。

第二部分　房地产市场的周期性调整是经济下行的核心因素

一、由于房地产市场具有相对旺盛的需求支撑和较强的抗压能力，而且地方政府有意愿也有能力干预市场，因此房地产市场崩盘的可能性很小。

2014 年上半年房地产市场的持续低迷引发了各界对房地产市场走势的激烈争论，不少人士抛出了“房地产崩溃论”。“房地产崩溃论”的主要证据有三个：一是，中国老龄化进程加速推进，人口年龄结构正在朝着不利于住房市场的方向转变。二是，房价水平过高，城镇的中低收入阶层和新增的城镇居民不具备住房购买能力。三是，部分城市尤其是三四线城市住房已经供过于求。四是，房地产市场的低迷将会导致大量银行坏账。

与之不同，我们认为中国房地产市场崩盘的可能性较小。

1、未来 20 年左右，房地产市场仍然具有旺盛的刚性需求和改善性需求作为支撑。

第一，城镇化的持续推进和家庭规模小型化将继续催生大规模的刚性住房需求。城镇化方面，2013 年中国城镇化率刚刚达到 53.73%，拥有城镇户籍的人口占比只有 36%左右，而 OECD 国家 1970 年城镇化率就达到了 67.3%，现在更是达到了 80%。这就意味着未来中国还有大量农民要转移到城镇。家庭规模小型化方面，2012 年中国城镇家庭平均规模刚刚降到 2.86 人/户，而美国在 1980 年就已经降到 2.76 人/户；德国 2009 年后维持在 2 人/户，即便是与中国在文化传统等方面存在较高相似性的日本在 2010 年也已经降到了 2.46 人/户，因此未来中国家庭规模还将继续缩小，新增家庭将会产生住房需求。

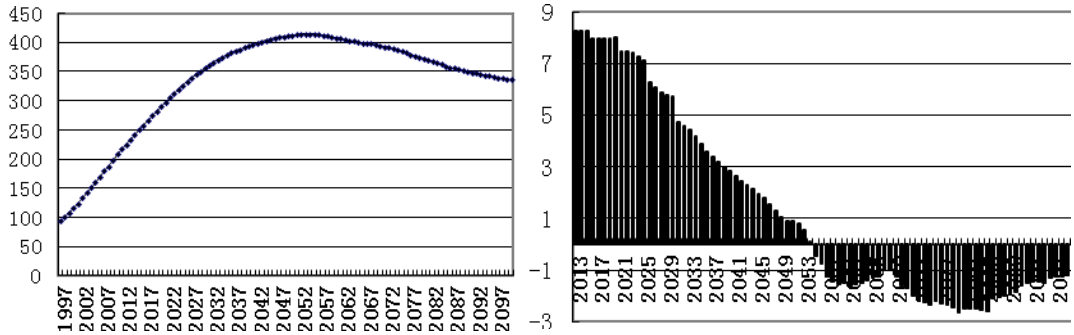
第二，虽然目前转移到城镇的农民收入普遍较低，在房价高企的房地产市场上尚不能形

成足够购买力，但是不能用居民短期的消费能力来判断中长期的消费需求，随着经济的发展，新转移到城镇的农村居民的收入水平必然会持续升高，并最终形成房地产市场上的有效需求。随着收入水平的提高，已经拥有住房的家庭的改善性住房需求将逐渐释放。

第三，三四线城市主要是结构性供给过剩而非绝对性供给过剩。中国指数研究院2010~2012 年对 61 个三四线城市的调查发现，其中 60 个城市的供销比大于 1，这似乎为三四线城市住房供给过剩提供了有力证据。然而，该证据只能说明三四线城市短期内的商品房市场消化能力小于供给能力，存在去库存压力，也就是结构性的供给过剩。三四线城市由于城镇化进展相对缓慢、缺乏产业支撑和对人才与资金的吸引力等原因，目前房屋建设速度明显超过了销售速度。伴随着城镇化、家庭规模小型化的推进，以及居民收入水平的提高，潜在刚需和被压制的改善性需求将会释放。

第四，中国人口老龄化是不争的事实，但是人口年龄结构的变化需要非常漫长的过程，而城镇化则比人口年龄结构变化要快得多，家庭规模小型化也在抵消老龄化对住房需求的负面影响，因此人口老龄化带来的影响尚无需多虑。

我们综合考虑了城镇化、家庭规模小型化和人口年龄结构变动这三个因素，预测了城镇住房需求的变化趋势，[①]结果表明：2013-2030 年：城镇新增住房需求持续居于高位，平均每年新增 7.29 亿平方米，总住房需求将由 225.3 亿平方米增加至 356.4 亿平方米。[②]其一，城镇化将使住房需求增加 60.9 亿平方米，平均每年增加 3.38 亿平方米，对城镇新增住房需求的贡献为 46.5%。其二，家庭规模小型化将产生 32 亿平方米的住房需求，平均每年新增 1.78 亿平方米。其三，在此期间，中国城镇人口规模将继续扩大，成功抵消人口老龄化对城镇住房需求的负向冲击。人口年龄结构变动将使城镇住房需求增加 38.2 亿平方米，平均每年增加 2.12 亿平方米。**预测结果显示，因为城镇化和家庭规模小型化将会在未来 20 年左右助推城镇住房需求持续增加，人口老龄化对中国城镇住房需求的负面冲击直到 2045 年左右才会显现出来。**



（a）住房总需求　　（b）住房新增需求

图 2-1：中国城镇住房总需求与新增需求的预测（单位：亿平方米）

资料来源：陈彦斌和陈小亮（2013）。

2、房地产市场抗压能力较强，不会引起大量银行坏账。

① 详细的计算过程参见陈彦斌和陈小亮（2013）。

② 这一计算结果不包括住房折旧引致的新增需要，将其考虑在内新增住房需求会更多。

与房地产市场直接相关的银行信贷有两大类，一是房地产开发贷款，二是个人购房贷款。截至 2013 年末，房地产两项相关贷款余额为 14.39 万亿元，占各项贷款余额的比重为 20%。其中，个人购房贷款余额 9.8 万亿元，占银行贷款余额的 13.6%，房地产开发贷款余额为 4.59 万亿元，占银行贷款余额的 6.4%。一旦占比达到 1/5 的房地产相关贷款出现大面积坏账，必然会对银行体系和宏观经济产生大的冲击，不过房地产市场的抗压能力依然较强，出现大面积坏账的可能性较小。

第一，家庭购房首付比例较高，而且家庭部门资产负债率较低，因此个人购房贷款出现大范围违约的概率很小。

与美国次贷危机爆发之前很多家庭购房不需要首付的情形不同，中国家庭购买首套住房的首付比例是 30%，购买第二套住房的首付比例更是高达 60%。因此，中国居民的购房杠杆水平较低，即使房价出现整体显著下调其风险也不大。而且，中国居民部门的资产负债表目前仍然比较健康，被迫出售住房的可能性较小，个人购房贷款的违约风险整体可控。据测算，当前中国居民部门的资产负债率仅为 6%左右，这明显低于大多数国家居民部门的资产负债率。

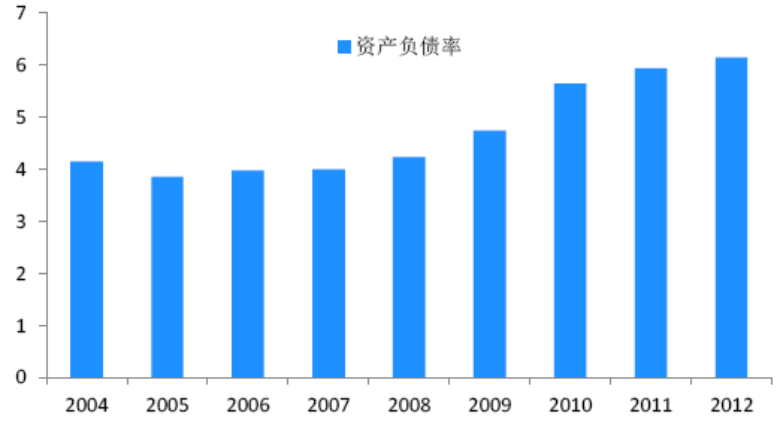


图 2-2：中国居民部门资产负债率（单位：%）

资料来源：东方证券研究报告。

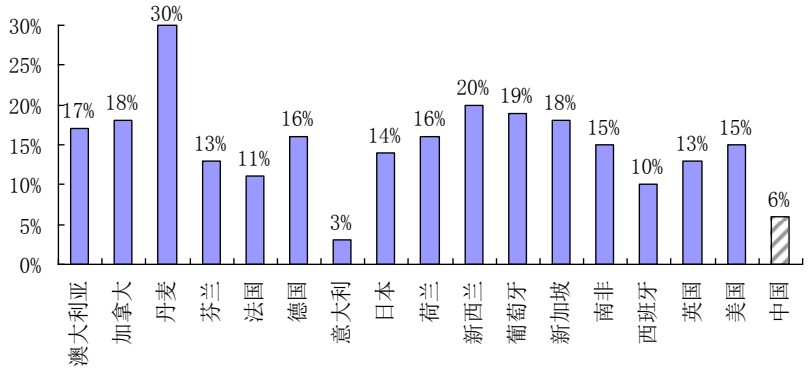


图 2-3：中国与其他国家居民部门资产负债率的对比

资料来源：东方证券研究报告。

第二，虽然房地产企业长期偿债能力有所恶化，但是短期偿债能力和盈利能力依旧比

较乐观，因此房地产企业大范围违约的可能性不大。

长期偿债能力方面，2013 年二季度以来上市房地产企业的资产负债率一直居于75%-76%的历史高位，因此长期而言企业面临较大的偿债压力。不过，2014 年一季度房地产企业的资产负债率为 75.91%，并没有超过 2013 年三季度 75.96%的峰值。而且，长期里伴随着刚需和改善性需求的释放，房地产企业库存压力将有所缓解，其偿债压力也将会随之减轻。

短期偿债能力方面，虽然上市房地产企业的流动比率自 2012 年四季度以来已经连续六个季度表现出小幅上升的趋势，从 1.6 提高到了 1.65，但是这一水平依然显著低于 2010 年初的高水平（1.9 左右）。

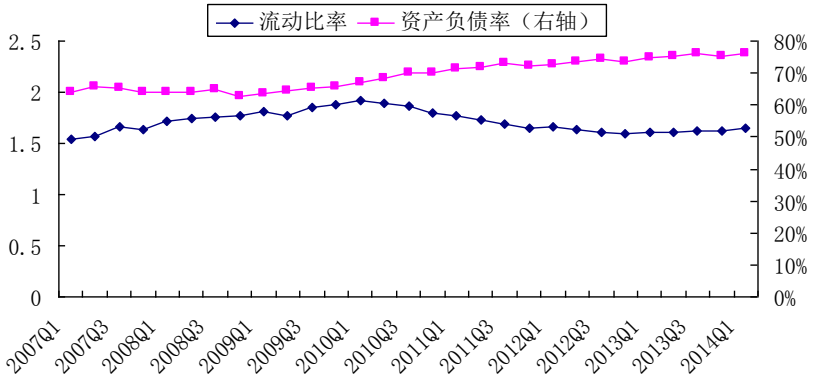


图 2-4：上市房地产企业的偿债能力

盈利能力方面，2012 年以来上市房地产企业的销售净利率呈现出微弱的下行趋势，但是仍然保持在高位。截至 2014 年一季度，上市房地产企业销售净利率居于 12%的高水平，其表现明显优于 2003-2007 年期间的盈利状况。可见，目前上市房地产企业的盈利能力依然乐观，这为企业偿还债务以持续运营提供了保障。

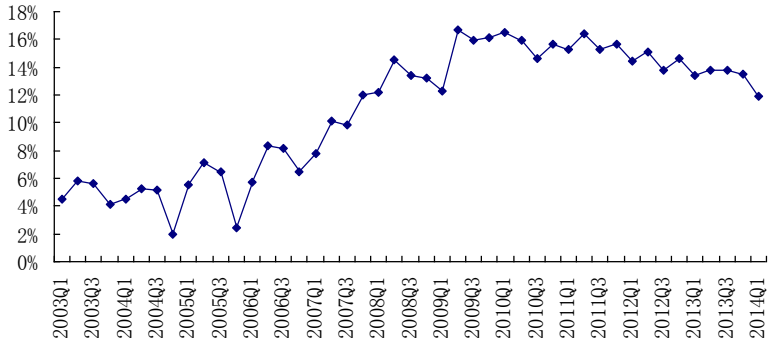


图 2-5：上市房地产企业的盈利能力

3、地方政府高度依赖于房地产，一旦房地产市场过度下滑将对给地方经济带来巨大冲击，地方政府有动机也有能力阻止房地产崩盘。

房地产业能够给地方政府带来巨额的土地出让金和可观的税收收入，为地方政府发展经济筹集资金。其一，地方政府利用其在土地市场上的垄断地位，一边遵从《中华人民共和国土地管理法》的规定以土地原用途为标准对农民进行补偿，一边按照市场价值出让土地，从中获取极大的

价差。2000~2013 年全国土地出让金总额达到了 19.7 万亿，土地出让金占地方政府财政收入的比重迅速走高，期间有 8 年超过了 40%，有 5 年超过了 50%，2010 年更是达到了 72.4%。其二，房地产“五税”（房产税、城镇土地使用税、土地增值税、契税和耕地占用税）等税收收入也是地方政府的重要财源。“五税”占地方政府财政收入的比重已经从 2007 年的 11.7% 升到了 2007 年的 17.7%。

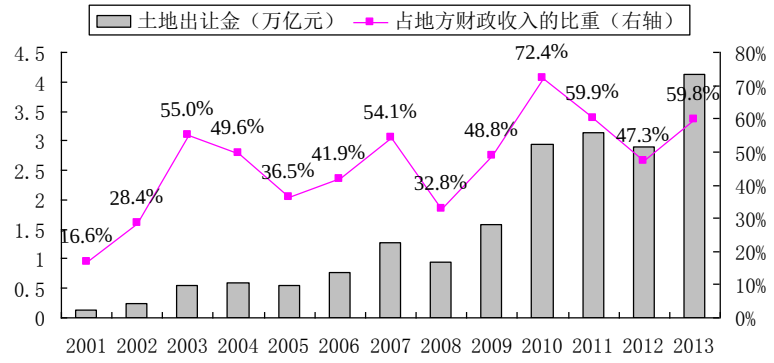


图 2-6：地方政府土地出让金及其占地方财政收入的比重

数据来源：土地出让金数据引自国土资源部和财政部，地方财政收入数据引自国家统计局。

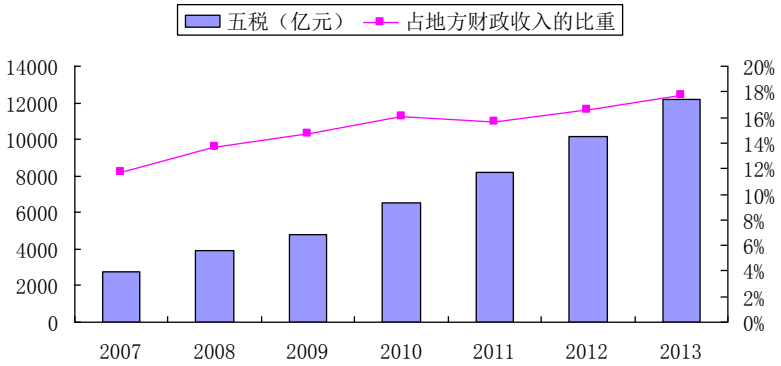


图 2-7：房地产“五税”占地方财政收入的比重

土地出让金还是地方政府偿还债务的重要资金来源。在《中华人民共和国预算法》不允许地方政府发行债券的情况下，[①]为了满足融资需求，近年来地方政府相继成立投融资平台，地方政府债务由此产生。地方政府之间的激烈竞争促使债务规模迅速膨胀。国家审计署审计结果表明，截至 2013 年 6 月底债务余额已经达到 17.89 万亿元的高位。由于财权本来就很有限，在找不到更好的资金来源的情况下，地方政府再次把偿还债务的重任“赋予”了土地出让金。**截至 2012 年底，各级地方政府承诺以土地出让金偿还的债务余额 3.49 亿元，占地方政府负有偿还责任债务余额的 37.23%。其中，浙江、天津、北京、福建、海南和重庆等省份更是高达 50%以上。**土地出让金对地方政府偿还债务的重要性不言而喻。

① 《中华人民共和国预算法》规定，“地方各级预算按照量入为出、收支平衡的原则编制，不列赤字。除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券”。

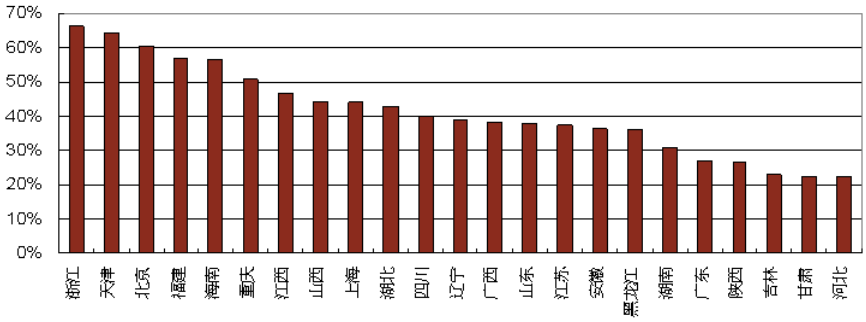


图 2-8：地方政府债务对土地出让金的依赖程度

资料来源：中诚信国际。

鉴于房地产对地方政府的重要性，如果房地产业出现剧烈下滑的态势，土地出让金和房地产相关税收必将大幅减少，正因如此地方政府必然会有足够的动机去干预市场，更关键的是地方政府依然具备干预市场的能力。在经历了多轮房地产调控之后，房地产市场目前受到严格的限购、高首付比例、偏紧的货币政策环境等多方面的限制，这也就意味着政府目前拥有多种手段和工具来给房地产市场注入活力。例如，政府可以在房价出现过快下滑态势时放松限购政策，重新“激活”此前被“锁定”的投资性住房需求。政府也可以实施更加宽松的信贷政策（如降低首付比例等）激发城镇家庭尤其是购买能力相对较低的贫穷家庭的住房需求和流动性人口的住房需求。此外，三四线城市的地方政府还可以加快户籍制度改革进程，让农村居民更加便利地到城镇落户，催生新的住房需求来支撑房地产市场的持续发展。

二、由于房地产对中国经济与社会至关重要，当前房地产市场的低迷将给宏观经济带来很大冲击，而这正是 2014 年经济下行的关键因素。

1、房地产在中国经济中处于举足轻重的地位，房地产及相关产业对 GDP 的贡献度达到了 30%，房产占居民家庭总资产的比重更是达到了 70%左右。

房地产业是全社会固定资产投资的重要组成部分，对于处在城镇化进程中的中国而言，房地产业投资[①]更是投资的“主力军”。2003~2013 年间，房地产业投资占全社会固定资产投资的比重平均达到了 23.8%，房地产业投资对 GDP 的平均贡献度也达到了 12.5%，平均每年拉动 GDP 增长 1.3 个百分点。

由于房地产业具有很强的产业关联性，其对中国经济发展的重要性远远超过了房地产投资本身。房地产业既与钢铁、水泥、化工、塑料、机电等处于上游的制造业产业相关联，又与家用电器、家具、室内装潢等处于下游的制造业产业相关联，还与金融业、商业、咨询等服务业相关联。研究结果表明，房地产业的关联产业对经济增长的带动效应比房地产业本身对经济增长的贡献还要大，前者是后者的 1.4 倍左右。[②]这就意味着房地产相关产业对经济增长的贡献度达到了 17.5%，平均每年能够拉动 GDP 增长 1.7 个百分点。

---

① 国家统计局的统计标准显示，房地产业投资除房地产开发投资外，还包括建设单位自建房屋以及物业管理、中介服务和其他房地产投资。

② 具体参见王国军和刘水杏（2004）、RECIO（2008）等的研究。

综合两方面结果可以发现，房地产业对经济增长的总贡献率达到了 30.1%，每年能够拉动 GDP 增长 3 个百分点。房地产业对中国经济增长的重要性可见一斑。

表 2-1：房地产业对中国经济增长的贡献

年 份	房地产业投资占比	对 GDP 的贡献度			拉动 GDP 百分点数		
		直接贡献	间接贡献	总贡献	直接拉动	间接拉动	总拉动
2003	23.7%	14.9%	20.9%	35.9%	1.5	2.1	3.6
2004	23.7%	12.9%	18.1%	31.0%	1.3	1.8	3.1
2005	22.0%	8.5%	11.8%	20.3%	0.9	1.3	2.3
2006	22.3%	9.7%	13.6%	23.3%	1.2	1.7	2.9
2007	23.6%	10.0%	14.1%	24.1%	1.4	2.0	3.4
2008	23.4%	11.0%	15.4%	26.3%	1.1	1.5	2.5
2009	22.0%	19.3%	27.0%	46.2%	1.8	2.5	4.3
2010	23.3%	12.3%	17.3%	29.6%	1.3	1.8	3.1
2011	26.2%	12.8%	17.9%	30.7%	1.2	1.7	2.8
2012	26.5%	12.5%	17.5%	29.9%	1.0	1.3	2.3
2013	25.5%	13.9%	19.4%	33.3%	1.1	1.5	2.6
平均	**23.8%**	**12.5%**	**17.5%**	**30.1%**	**1.3**	**1.7**	**3.0**

资料来源：根据《中国统计年鉴》相关数据计算得到。

房地产业在中国经济与社会中重要性的另一个证据是，房产是城镇居民家庭资产最主要的组成部分。住房商品化以来，房价持续飙涨，对于拥有住房的城镇家庭而言，房产处于加速升值通道之中，其所拥有的财富总额水涨船高。不仅如此，实体经济发展不足导致富裕家庭很少从事实业，而投资渠道匮乏又使得富裕家庭难以实现资产的保值增值，房产投资的高收益吸引富裕家庭持有大量房产。调查数据显示，房产占中国居民家庭财富的比重高达 70%左右，是中国居民家庭最重要的财富构成部分。

2、房地产业所处的重要地位意味着，一旦房地产业过度下滑，必将会给中国经济带来很大的冲击，而这正是导致当前中国经济下行的关键因素。

第一，今年以来房地产投资增速的下滑是全社会投资增速下滑的主要原因，且下滑态势仍在扩大。

2014 年 1 季度全社会固定资产投资增速同比下滑 3.3 个百分点，而房地产开发投资增速同比下降了 3.4 个百分点，国家统计局测算结果表明房地产投资增速回落将整体投资增速拉低了多达 0.7 个百分点。进入二季度房地产下滑态势进一步扩大，1-5 月份房地产投资增速比去年同期下降幅度更是达到了 5.9 个百分点，估计房地产投资导致全社会投资增速下滑幅度已经超过 1 个百分点。更为糟糕的是，先行指标显示房地产的下滑态势可能远未停止。1-5 月份房屋新开工面积同比下降 18.6%，而 2013 年房屋新开工面积增速达到了 13.5%。这将会继续加快全社会固定资产投资增速的下滑态势。

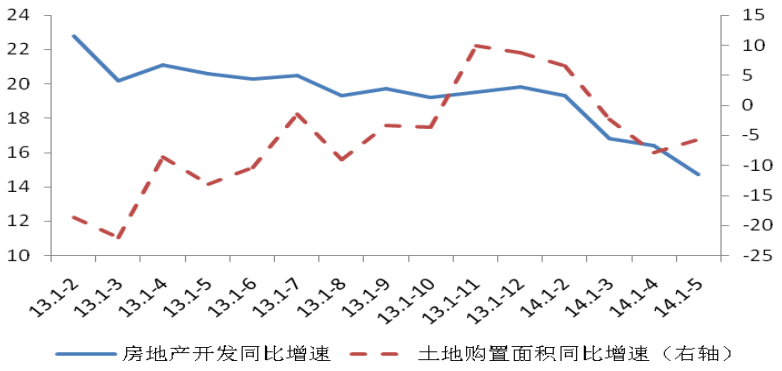


图 2-9：房地产开发投资与土地购置面积增速持续下滑（单位：%）

第二，房地产业的低迷快速蔓延到了钢铁、水泥和玻璃等上游产业以及家电、家具和装潢等下游产业，相关产业表现出明显的同步下行态势。

上游产业方面，1-5 月份，钢材产量、水泥产量和平板玻璃产量累计同比增速分别仅为 6.1%、4.1%、4.3%，增速比 2013 年同期下跌了 4.7 个、4.8 个和 5.5 个百分点，与 2013 年全年增速相比更是分别下跌多达 5.3 个、5.5 个和 6.6 个百分点。

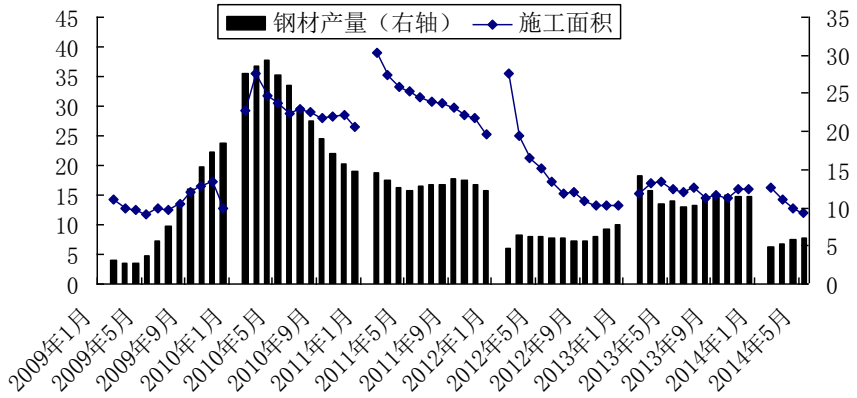


图 2-10：钢材产量累计增速走势（单位：%）

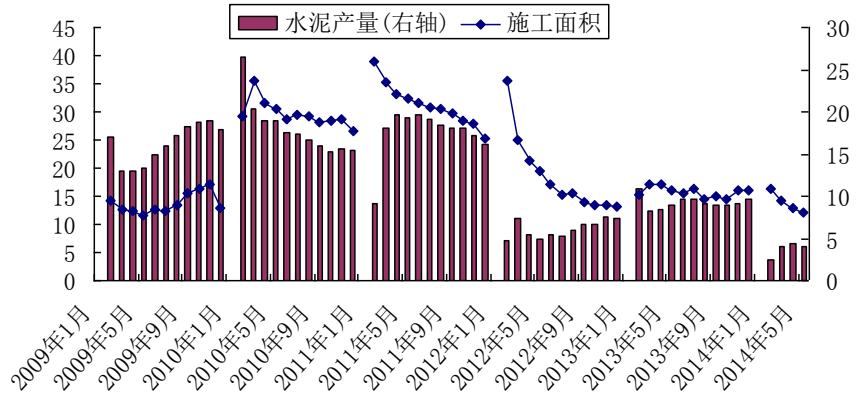


图 2-11：水泥产量累计增速走势（单位：%）

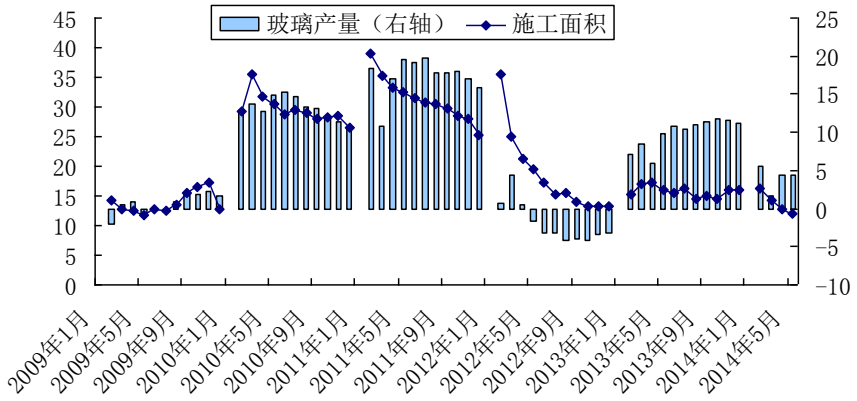


图 2-12：平板玻璃产量累计增速走势（单位：%）

下游产业方面，2013 年家用电器、家具与建筑及装潢材料等住房类消费是推动消费增长的主要力量，三类消费品的销售额全年平均增长 14.5%、21.0%与 22.1%，明显高于 13.1%的整体消费增速。而今年 1-5 月份，家用电器、家具与建筑及装潢材料的消费增速分别仅为 7.3%、14.7%与 14.2%，下滑幅度都达到了 7 个百分点左右，大大超过了整体消费的下滑幅度（0.5 个百分点）。如果房地产销售面积下降态势不能扭转，再加上去年房地产销售火爆对于住房类消费带动滞后效应的进一步减弱，下半年下游产业的住房类消费品销售增速将承受更大的下行压力。

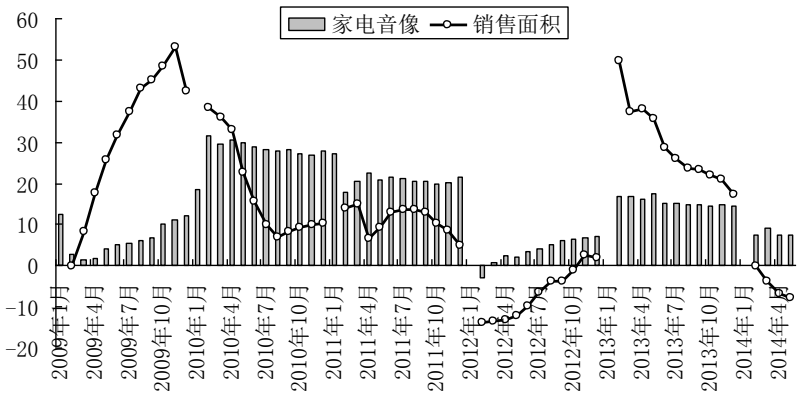


图 2-13：家电音像类产品销售额累计增速走势（单位：%）

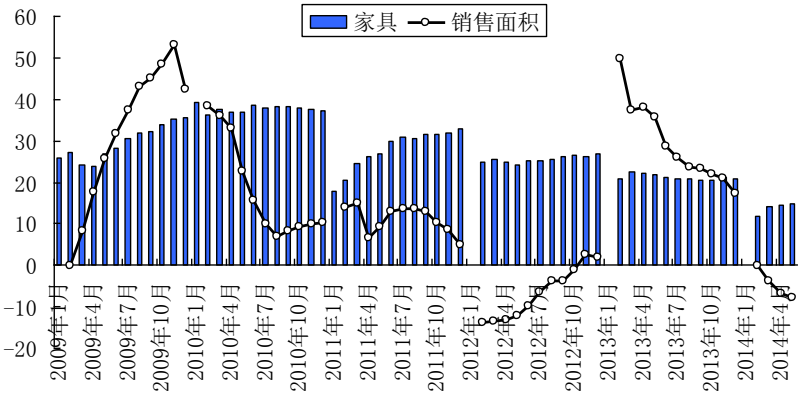


图 2-14：家具销售额累计增速走势（单位：%）

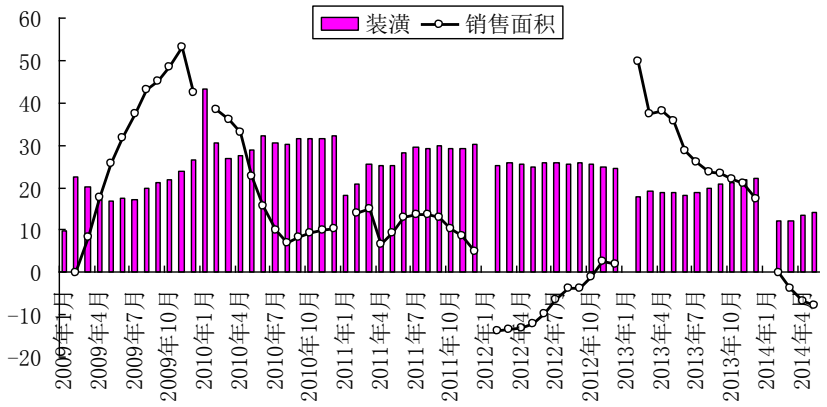


图 2-15：装潢类产品销售额累计增速走势（单位：%）

第三，房价下行态势已经局部显现并不断蔓延，居民家庭尤其是持有投资性房产家庭的财富将随之缩水，其消费意愿将被拉低。

进入 2014 年以来，70 个大中城市新建商品住宅价格同比增速持续回落，由 1 月份的 9.5% 降至 5 月份的 5.7%。5 月份 70 个大中城市新建商品住宅价格甚至环比下跌 0.2%，这是自 2012 年 6 月份以来首次由涨转跌。房价下跌的态势正在不断蔓延，2014 年 2 月和 3 月 70 个大中城市中房价环比下跌的只有 4 个，4 月份增加到了 8 个，5 月份则骤增至 35 个。**更引人注意的是，上海与深圳等一线城市新建商品住宅价格同样出现环比下跌，这意味着当前各线城市房地产市场全都面临下行压力。**考虑到房产在居民财富中所占的比重超过一半，房价下行引发的居民家庭尤其是持有投资性房产家庭财富缩水效应将非常明显，家庭的消费意愿将随之降低。

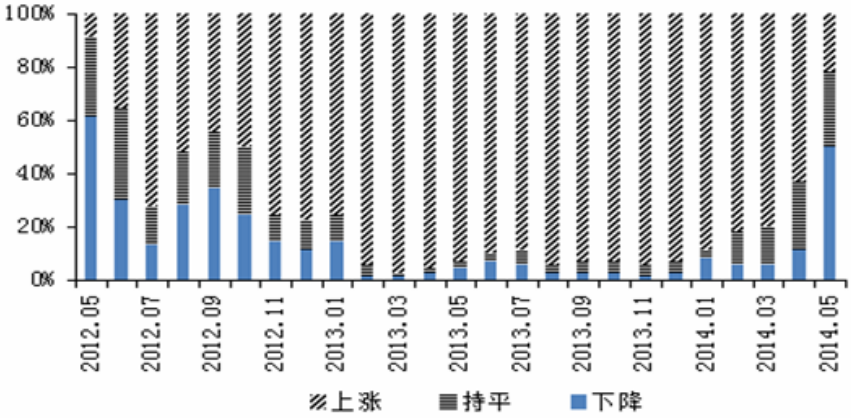


图 2-16：70 个大中城市中房价下跌城市数量占比快速提高

第三部分　为稳增长不得已而使用的“微刺激”不能长期化

一、“新常态+动态区间管理+微刺激”构成了一套完整的政策体系，政府出台“微刺激”的战略意图是希望既能稳增长又能调结构。

中国经济已经步入“新常态”，其核心特征是经济从高速增长向中高速增长换档、从结构失衡向结构再平衡调整、从总量宽松粗放刺激转向总量稳定结构优化刺激。既然宏观经济大形势步入了“新常态”，宏观调控政策也应该与以往有所不同。政府部门在 2013 年就提出了宏观调控的新思路，即“区间管理”调控模式。“区间管理”将宏观调控的目标界定为一个“合理区间”，区间上限是防通胀，下限是稳增长，而且区间的上下限会随着经济与社会发展而动态变化。“区间管理”意味着政府不再将某一特定增速视为标杆（如“保八”），只要经济在合理区间里，宏观政策不需要有大动作。与之相对应，宏观调控政策从以前的“四万亿”和总量宽松等强刺激转向了“微刺激”。**所以说，新常态+动态区间管理+微刺激”构成了一套完整的政策体系，政府希望使用“微刺激”将经济稳定在“合理区间”，从而使社会更好地适应“新常态”。**

今年一季度，中国经济增速下跌到了 7.4%。如果不出台刺激政策，脆弱的社会架构难以承受经济增速的进一步下滑。如果出台像“四万亿”投资计划那样的强刺激政策，那么经济增速可能会较快的提升，但是经济结构会进一步恶化。在此情形下，国务院等部门既没有坐视不管，也没有实施强刺激方案，而是相继出台了数条被统称为“微刺激”政策，[①]其出发点和战略意图是好的。**政府希望借助于“微刺激”在稳增长的同时调结构：通过增加中西部铁路建设投资促进西部发展、缩小地区差距，通过棚户区改造改善贫穷家庭生活状况，通过定向降准扶持“三农”和小微企业以弥补经济中的薄弱环节。**

二、目前中国经济具有明显的“刺激依赖症”，短期而言“微刺激”能够起到一定的稳增长效果，因此有其必要性。

由于经济自主增长动力不足，不论是遭遇到 2008 年全球金融危机冲击时，还是面临 2013 年以来大改革的挑战，中国经济增速都出现了明显下滑，当政府实施刺激政策之后，经济增速都快速出现了反弹，而当刺激减弱或者消失时经济增速再次下滑，可见当前中国经济表现出了明显的“刺激依赖症”。2008 年全球金融危机给中国经济增长带来了巨大打击，GDP 增速由 2007 年二季度的 14.5%骤降至 2009 年一季度的 6.6%。为了“保增长”，中国政府实施了“四万亿”计划为核心的史上最强刺激方案，中国经济快速复苏，2010 年第一季度便达到了 12.1%。新一届政府上台之后，加快改革进程，经济增速再次回落，从 2013 年第一季度的 7.74%降到第二季度的 7.59%。2013 年 7 月底国务院推出给中小企业减税、稳出口和加快中西部铁路建设三项刺激政策，在此刺激下下半年经济增速立马回升到 7.7%。

[①] “微刺激”一词尚没有正式的官方或者学术定义，它最早出现在 2013 年 7 月 25 日的英国《金融时报》上，用来概括 7 月 24 号国务院出台的三类刺激方案，即“暂免征收部分小微企业增值税和营业税；研究确定促进贸易便利化推动进出口稳定发展的措施；部署改革铁路投融资体制，加快中西部和贫困地区铁路建设”。而该词首次出现在官方场合应该是 2014 年 5 月 16 号的国务院新闻办发布会，其表述为“激代表预调、微调的概念和提法，符合现在的发展需要”。之所以被称为“微刺激”，主要是为了与“四万亿”等“强刺激”进行区分。

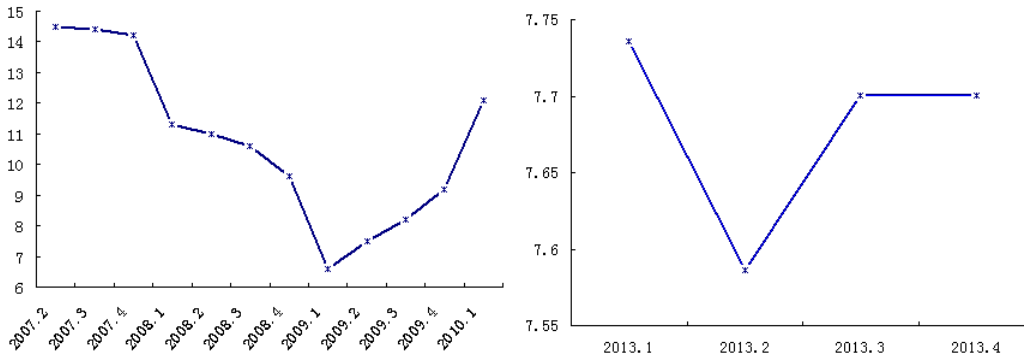


图 3-1：“刺激依赖症”的表现：刺激前后经济增速的对比

当 2013 年实施的刺激政策作用发挥殆尽之后， 2014 年 1 季度经济增速明显下滑，“刺激依赖症”再次显现，多项“微刺激”也随之而来。已经出台的“微刺激”方案，本质上隶属于宏观调控的范畴，理论上讲能够在短期内实现稳增长的目的。加快中西部铁路投资的计划、扩大棚户区改造的安排等政策都能够迅速扩大全社会固定资产投资规模；加快出口退税进度等稳外贸措施则再次给出口导向型企业注入活力，给出口走势带来利好。刺激之下，投资和出口的好转将会起到稳增长的效果。微刺激实施前后宏观经济表现的反差表明，“微刺激”的稳增长作用正在显现。**与 4 月份相比，5 月份出口增速提升了 6.1 个百分点，固定资产计划投资增速提升了 0.1 个百分点，工业增加值增速提升 0.1 个百分点，全社会用电量增速提升了 1.5 个百分点，CPI 提升了 0.7 个百分点，PMI 指数提升了 0.4 个百分点。**

表 3-1：2014 年上半年主要“微刺激”政策概览

发力点	政策形式	政策力度
定向宽松货币政策	央行决定从 4 月 25 日起，将**县域农村商业银行和农村合作银行**存款准备金率分别调降 2 个和 0.5 个百分点。	第二次降准之后，**2/3 的城商行、80%的非县域农商行和 90%的非县域农村合作银行**存款准备金率下调了 0.5 个百分点； 两次降准合计大约释放流动性 2000 亿元。
	央行宣布从 6 月 16 日起，对符合审慎经营要求且**“三农”和小微企业**贷款达到一定比例的商业银行（不含 4 月 25 日已下调机构）下调存款准备金率 0.5 个百分点。	
	银监会宣布从 7 月 1 日起，对存贷比计算口径进行调整：“三农”专项金融债所对应的涉农贷款、小微企业专项金融债所对应的涉农贷款等 6 项贷款不再计入分子，促进商业银行把资金更多用于“三农”和小微企业。	据估算，释放的流动性最多能达到 8000 亿左右
铁路建设	4 月 2 日，国务院常务会议决定设立铁路发展基金，吸引社会资本；创新铁路建设债券发行品种和方式，实施铁路债券投资所得税优惠。	基金总规模达到每年 2000 亿至 3000 亿元； 2014 年向社会发行 1500 亿元铁路建设债券，
	截至 4 月 30 日，中国铁路总公司三次上调投资计划，开工项目由 44 项增至 64 项；重点加快中西部铁路建设。	铁路固定资产投资由 6300 亿增至 8000 亿； 设备投资额由 1200 亿增至 1430 亿。
棚户区改造	4 月 2 日，国务院常务会议决定发行住宅金融专项债券，重点用于支持棚改等相关工程建设；鼓励商业银行、社保基金、保险机构等积极参与其中。	4 月份，国开行发放棚改贷款 834 亿元，是前 3 个月发放总额的 3.4 倍；截至 4 月末，国开行承诺棚改贷款 2324 亿元，为去年同期的 20.6 倍，已经发放贷款 1079 亿元，同比增长 388%；
长江经济带	6 月 11 日，国务院常务会议部署建设综合立体交通走廊打造长江经济带，通过《物流业发展中长期规划》。	形成直接带动**超过五分之一国土涉及近 6 亿人**的发展新动力；形成与丝绸之路经济带的战略互动。
小微	4 月 8 日，财政部决定 2014-2016 年将享受减半征收所	今年 300 万户企业获益，税收优惠规模达 192 亿元。

企业减税	得税优惠政策的小型微利企业范围由年应纳税所得额不高于 6 万元扩大到年**应纳税所得额不高于 10 万元**。	
	6 月 11 日，国务院常务会决定从 7 月 1 日起，将自来水、小型水力发电等特定一般纳税人适用的 6%、5%、4%、3%四档征收率**合并为 3%**。	每年能给相关领域企业减税 240 亿元。
稳外贸	4 月 30 日，国务院常务会议部署稳外贸有关工作； 5 月 15 日，国务院出台《关于支持外贸稳定增长的若干意见》，提出稳外贸“国 16 条”，随后海关总署和央行分别发布了支持外贸的 20 条和 11 条措施。	
向民间资本开放项目	4 月 23 日，国务院常务会议决定在基础设施等领域推出鼓励社会资本参与的项目，首批推出 80 个示范项目。	
	5 月 28 日，长沙推出向民间投资开放的 86 个项目，覆盖重大城镇片区项目、棚户区、社会事业等六大领域。	总投资规模达到 1010 亿元。
	6 月 16 日，陕西发布了 39 个项目向社会资本开放，涉及交通、水利等六个领域。	总投资规模约为 2704 亿元。
促进就业	4 月 30 日，国务院常务会议决定把高校毕业生就业放在今年就业工作的突出位置，发挥市场作用、着力改革创新，优化就业创业环境，力争使高校毕业生就业创业比例双提高。	将小微企业招用高校毕业生享受社会保险补贴政策延长至 2015 年底。科技型小微企业招收高校毕业生达到一定比例的，可申请不超过 200 万元的小额贷款，并享受财政贴息。
	5 月 21 日，国务院常务会议决定支持战略性新兴产业和高技术产业处于成长期的创新型中小企业发展；鼓励创业投资向创新型企业起步成长的前端延伸，带动大学生创新创业和就业。	成倍扩大中央财政新兴产业创投引导资金规模
	6 月 4 日，国务院常务会议确定进一步简政放权措施促进创业就业：取消和下放 52 项行政审批事项，其中“享受小微企业所得税优惠核准”等关系投资创业的 34 项审批事项，高等学校博士学科点专项科研基金审批”等涉及事业单位、社会组织业务的 10 项审批事项，涉及资质资格的 8 项审批事项。	

资料来源：根据国务院、各部委以及地方政府发布的文件整理得到；小微企业减税规模引自瑞银证券研究报告[①]。

三、“微刺激”政策存在诸多弊端，不能长期化。

第一，“微刺激”主要立足于上项目搞投资，再加政府频频出招，“微刺激”和“四万亿”几无本质区别。

已经出台的“微刺激”有多项聚焦在了基础设施和棚户区改造这两个领域，政策核心仍然是拉动投资，与前几年刺激政策的本质是相同的。相关措施主要有：一是，铁路投资项目由 44 个增加到 64 个，投资规模在经过三次上调之后达到 8000 亿元，比年初计划增加 1700 亿。二是，今后几年加速推进 172 项水利建设项目。三是，发改委首批公布 80 个鼓励社会资本参与的基建项目，涵盖能源、铁路、电信等领域。四是，重点支持的棚户区改造计划将带动上下游产业多个环节投资规模扩张。

[①] 资料来源：瑞银证券，微刺激和改革势头增强，2014 年 5 月 29 日。

政府频频出招，叠加之后“微刺激”的政策力度并不像它的名字听上去那样“微”。单独看，各项“微刺激”力度的确很小，远不及“四万亿”投资计划。铁路投资累计增加额度为 1700 亿；针对小微企业的两项减税政策累积起到的减税效果不过 432 亿；两次定向降准释放的流动性可能只有 2000 亿元左右，调整存贷比释放的流动性至多 8000 亿元左右。但是，4 月 2 日至 6 月 11 日国务院连续召开九次常务会议，出台一系列微刺激政策。这些政策时间相隔很短，极易形成政策合力。**还有一个绝对不容忽视的问题，那就是各地方政府正在陆续出台配套的“微刺激”方案。**比如，继 4 月 23 日国务院常务会议决定在基础设施等领域推出一批鼓励社会资本参与的项目之后，长沙已正式向民间投资开放棚户区和社会事业等六大领域的 86 个项目，总投资规模达到 1010 亿元，陕西也将交通、水利等六大领域的 39 个项目向社会资本开放，总投资额更是达到了 2704 亿元。后续可能会有更多的省市出台“微刺激”方案，“微刺激”政策带来的影响效果也将随之扩大。

社会各界对于“四万亿”强刺激带来的产能过剩、流动性泛滥、资源环境压力加剧、腐败等严重后果可谓记忆犹新、谈之色变，这些后果直到今天仍未完全消化，全社会已经难以“微刺激”政策可能引发的类似后果。

第二，“微刺激”更多的是稳增长，难以起到调结构的效果，因此其战略意图无法实现。

中国经济结构失衡的主要表现是总需求结构严重失衡，即投资率过高而消费率过低。[①]中国的投资率已经从 2000 年的 35.1%大幅提高到了 2011 年的 48.5%。相比之下，全世界平均投资率仅为 20%左右，即便放眼历史，各国的投资率峰值也明显低于中国。[②]而居民部门消费率已经从上世纪 70 年代的 65%降到了目前的 34%，大幅低于全世界的平均水平（60%以上）。

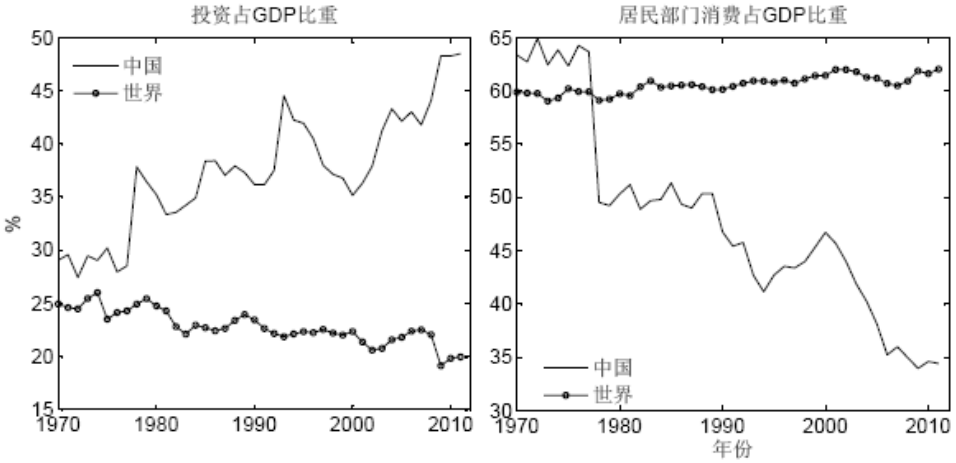


图 3-2：中国投资和居民部门消费占 GDP 比重的变化趋势

数据来源：世界银行 WDI 数据库。

[①] 中国社会科学院发布的《中国宏观经济运行报告 2012》显示，中国经济结构失衡程度日益加剧，经济结构失衡指数已经从 2000 年的 0.45 提高到了 2011 年的 0.62，而总需求结构失衡指数更是达到了 0.96（指数的取值范围是 0-1，值越大表示结构失衡程度越高）。

[②] OECD 国家投资率最高仅为 26%（1974 年）；日本、韩国和新加坡投资率的峰值分别为 38.8%（1970 年）、39.7%（1991 年）和 46.9%（1984 年）；巴西、墨西哥和印度三个新兴经济体投资率峰值则分别为 26.9%（1989 年）、27.4%（1981 年）和 38%（2007 年）。

总需求结构失衡重要原因在于要素价格管制。一方面，要素价格管制下的低要素成本有利于刺激企业投资。利率管制政策压低了贷款利率，降低了资金成本；低工资政策和户籍管制制度大幅压低了劳动力价格；政府凭借其在土地市场上的垄断地位向企业提供大量廉价工业用地；政府还压低了企业投资所应承担的资源环境成本。另一方面，居民部门是资金、劳动力和土地等要素的提供者，要素价格管制导致居民部门收入大幅萎缩，最终抑制消费。以劳动市场为例，2011 年，中国劳动者报酬占 GDP 的比重为 44.9%，而美国劳动者报酬占 GDP 的比重则达到了 55.4%，法国、德国、英国和日本也分别高达 53.5%、51.6%、53.7% 和 50.6%，由此充分反映出居民工资性收入偏低的事实。[①]

由于要素价格管制是高投资和低消费产生的核心机制，所以调结构的根本之道在于深化要素市场改革。一是，推进利率市场化，既可以提高投资的资金使用成本和控制企业投资规模，又可以增加居民的财产性收入。二是，完善劳动力市场，即可以提高劳动收入占比以增加投资的劳动力成本，又可以打破城乡二元结构以大幅提升农民工收入。三是，加快土地制度改革，既可以防止政府继续为大规模投资而廉价圈地，又可以让农民真正得到土地应有的财产收益。

“微刺激”政策在要素市场改革方面无能为力，不仅无法从根本上实现调结构的目的，反而还会导致结构越调越糟糕。以面向中西部的铁路投资计划为例，表面上看，增加中西部的铁路投资能够促进西部发展、缩小地区差距，地区结构失衡问题将有所改善。但是，铁路计划拉动的主要是投资而非消费，会进一步提高全社会的投资率，从而导致总需求结构进一步恶化。

第三，经济与社会对“微刺激”的反应程度正在不断减弱，刺激之后的反弹效应大不如前，政府为稳增长很可能将“微刺激”加码为小刺激、中刺激，甚至是强刺激。

在稳增长的要求下，2012 年、2013 和 2014 年都采取了“微刺激”的方案，与前两轮“微刺激”不同的是，本轮“微刺激”的时间点大幅度往前提了，2012 年从 8-9 月开始出台，2013 年从 5-6 月开始出台，而 2014 年则从 3 月份开始出台。从较大幅度的货币定向宽松以及政策密集程度等方面来看，本轮刺激力度比前两轮大。但是，从刺激实施后经济反弹的状况来看，本轮反弹大大低于前两轮。工业增加值方面，2013 年刺激之后工业增加值从 6 月的 8.9%反弹到 8 月 10.4%；2012 年的工业增加值从 8 月的 8.9%回升到 12 月的 10.3%，而 2014 年基本没有变化。铁路货运量方面，2012 年 8-11 月反弹了 10 个百分点；2013 年 6-9 月反弹了 8 个百分点，而 2014 年 3-5 月份仅有 5 个多百分点。

上述现象表明，“微刺激”的作用效果出现递减趋势，以后政府继续使用“微刺激”带来的收益将会更弱。为了达到稳增长的目标，政府将不得不对“微刺激”政策进行加码。如此，“微刺激”极有可能逐渐演化为小刺激、中刺激，乃至强刺激。

第四，为应对换挡期出现的增速下滑，更多的要靠“社会政策托底”。

要想调结构并促进长期经济增长，必须深化改革。长期里，改革将会创造出经济内生增

[①] 中国数据根据《中国统计年鉴（2013）》计算得到，外国数据根据《国际统计年鉴（2013）》计算得到，日本为 2010 年的数据。

长的红利，但是短期里改革红利非常微弱甚至可能出现负红利。因此，改革过程中政府很有必要采取措施进行“托底”，以应对换档期里增速下滑给社会带来的冲击。但是需要特别注意，“托底”是社会政策的职责而非“微刺激”的职责。

要想理解背后的逻辑，可以考虑如下问题：为什么美国不需要中国这样的高增长，为什么美国能够忍受经济增长率从 3%降到 1%甚至零增长和负增长，为什么中国就连从 7.7%降到 7%这样微小的变动都难以容忍？其原因并不难理解，美国拥有完善的社会政策体系和社会保障网络，因此社会架构比较稳定、弹性比较大，能够容忍增长率的大幅下跌和长期低速增长。而中国的社会保障体系非常滞后，社会架构较为脆弱、弹性较小，因此哪怕是小幅度的增速下滑都是社会难以容忍的。要想提高社会对经济增速下滑的容忍度，必须要完善社会政策体系。**完善社会政策体系既是长期转型所追求的终极目标，也是目前就必须着手去做的重要事情。**

第四部分　2014 年全年宏观经济走势判断

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，预测得到 2014 年中国宏观经济形势。主要指标预测结果如表 4-1 所示。

表 4-1：2014 年中国宏观经济指标预测结果

预测指标	2013（实际值）	2014（预测值）
1．国内生产总值增长率（%）	7.7	7.5
其中：第一产业增加值	4.0	4.3
第二产业增加值	7.8	7.6
第三产业增加值	8.3	8.1
2．全社会固定资产投资总额（亿元）	447074	527547
（增长率，%）	（19.3）	（18.0）
社会消费品零售总额（亿元）	237810	268012
（增长率，%）	（13.1）	（12.7）
3、出口（亿美元）	22096	24085
（增长率，%）	（7.9）	9.0
进口（亿美元）	19504	21103
（增长率，%）	（7.3）	8.2
4．广义货币供应（M2）增长率（%）	13.6	13.5
5．居民消费价格指数上涨率（%）	2.6	2.6
GDP 平减指数上涨率(%)	1.7	2.0

一、年初普遍预期的“前低后高”或者“前低后稳”的态势难以实现，但在“微刺激”政策和全世界经济微弱利好的共同作用下，全年能够勉强完成 7.5%的增长目标。

1、投资增速可能在 2013 年低水平的基础上继续回落，这是导致 2014 年中国经济增长出现下行压力的主要因素。

第一，随着中国由经济高速增长时期步入“稳增长、调结构、促改革、惠民生”的历史新阶段，过去以高投资带动高增长的发展模式与当前经济发展目标间的矛盾逐步凸显，降低固定资产投资增速目标成为今年中央和地方两会上的主基调。今年 3 月，发改委在提交两会的《2014 年国民经济和社会发展计划草案的报告》中预期 2014 年全社会固定资产投资增长仅 17.5%，低于 2013 年 18%的目标和 19.6%的实际增速。从各省 2014 年政府工作报告来看，31 个省市自治区中共有 23 个下调了 2014 年固定资产投资增速目标值，北京、上海、浙江、安徽、重庆和陕西等 6 个省市更是未在政府工作报告中给出固定资产投资目标，投资增速已不再是这些地区政府工作的重点。

表 4-2：2014 年各省固定资产投资目标增速

省份	2014	2013		省份	2014	2013	
	目标值	目标值	实际值		目标值	目标值	实际值
北京市	-	8.8%	12.02%	湖北省	20%	25.8%	23.94%
天津市	15%	14.1%	15.07%	湖南省	23%	24%	22.88%
河北省	17%	18.5%	18%	广东省	18%	18.3%	18.97%
山西省	20%	22%	24.47%	广西壮族自治区	18%	21%	21.40%
内蒙古自治区	15%	18.4%	19.70%	海南省	20%	27%	25.73%
辽宁省	18%	15.1%	15%	重庆市	-	19.5%	19.38%
吉林省	15%	20%	-	四川省	13%	16.7%	19.28%
黑龙江省	26%	24%	25%	贵州省	25%	31.9%	28.96%
上海市	-	-	10.36%	云南省	24%	27.4%	27.29%
江苏省	17%	19.6%	17.89%	西藏自治区	18%	28%	30.64%
浙江省	-	18.1%	17.72%	陕西省	-	24%	23.44%
安徽省	-	21.2%	20.72%	甘肃省	25%	30%	26.88%
福建省	18%	22.2%	23.21%	青海省	20%	25.2%	25.36%
江西省	18%	20%	19.42%	宁夏回族自治区	20%	27%	26.43%
山东省	17%	19.6%	17.70%	新疆维吾尔自治区	25%	30.2%	25.42%
河南省	21%	23.2%	22.24%				

资料来源：各省市 2014 年政府工作报告。

第二，反腐倡廉的全面开展对于宏观经济的影响达到了前所未有的高度，部分地方官员甚至抱着“只要不出事，宁愿不做事”的态度，直接导致地方政府在招商引资、项目启动方面的积极性下滑。再加上，地方政府面临的债务约束全面收紧，投资的发动机处于熄火状态。2014 年，地方政府需要偿还负有有偿责任的债务占债务总余额的比重高达 22%，而 2015-2017 年的偿债比重分别为 17.1%、11.6%和 7.8%。个别省份 2013 年下半年和 2014 年合计到期的债务比例甚至超过了 40%，这给地方政府带来了极大的财政压力。[①]

第三，下半年房地产投资增速难改放缓趋势，房地产投资的低迷将继续拉低全社会固

[①] 如内蒙古（51.42%）、四川（48.39%）、江苏（47.04%）、山东（45.82%）、贵州（41.98%）、宁夏（41.75%）、河南（41.36%）、和吉林（40.53%）。资料来源：中诚信国际发布的《2014 年地方政府信用分析报告》。

定资产投资增速。下半年房地产投资增速继续放缓的原因主要有以下四点。一是，在目前房地产市场景气程度不高、市场风险较大，而且政府对影子银行的监管趋紧的背景下，房地产企业的融资更加受限。1-5 月的数据显示，房地产商融资环境急剧恶化，房地产开发资金来源累计同比仅 3.6%，远低于去年全年 26.5%的增速。二是，此次房地产行业降温是由于反腐力度加剧、房产税推出日期日益临近、高收益理财产品等投资渠道不断增加等长期因素所致，年内难有变动。三是，住建部已明确表态将对楼市采取以“不打压、不刺激”、“尊重市场规律对房地产市场调整的作用”为基调的调控，因此未来房地产市场政策将不足以扭转房地产投资增速的下滑。四是，随着房价的持续回落以及在“买涨不买跌”心理的影响下，居民购房意愿也将逐步下降，需求端的疲软将进一步使房地产投资下降。

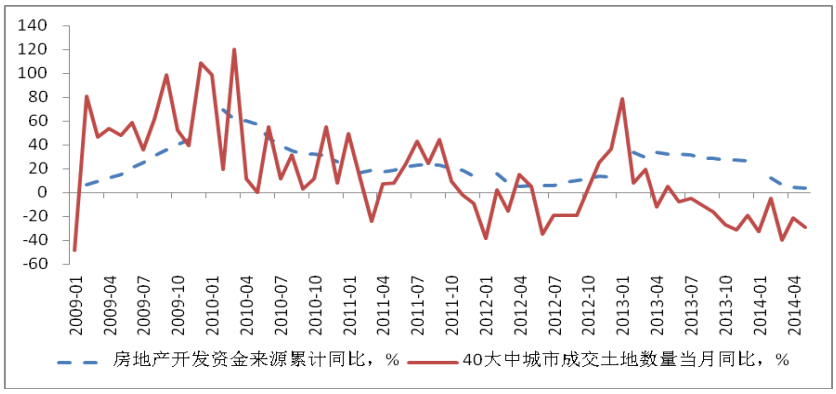


图 4-1：房地产开发资金来源和土地交易量均大幅减少

第四，金融资源错配、劳动力成本提高、产能过剩和资源环境压力加剧等深层次因素将导致制造业投资增速出现趋势性放缓，虽然政府今年出台的改革措施可能会提振民间资本投资实体经济的信心，但其难以抵消基础设施建设投资和房地产投资增速的下滑。

2、在反腐力度加强、收入增长压力加剧和房地产市场低迷等因素的共同冲击下，消费将难有明显好转。

第一，受中央八项规定“六项禁令”的持续影响，社会消费将继续下行。自中央八项规定 “六项禁令”出台以来，政府反腐力度不断加强，廉政建设也逐步推进，这改变了以往靠三公消费拉动消费和内需的增长模式。并且，随着政府改革决心的更加坚定，未来短期内由三公消费所引起的社会消费下降趋势将难以改变。

第二，企业效益不佳，下半年居民家庭（尤其是中低收入家庭）的收入增速将难有明显改善，无法支撑消费回温。上半年数据显示，工业企业收入和利润增速已出现明显回落，企业效益不佳，预计下半年也难有明显改观。1-4 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 17628.7 亿元，同比增长 10%，比 2013 年全年增速回落了 2.2 个百分点，比去年同期增速回落了 1.4 个百分点。规模以上工业企业主营业务收入同比增长 8.4%，比 2013 年全年增速下降了 2.8 个百分点，比去年同期更是低了 3.5 个百分点。企业效益不佳的直接后果是职工的工资增速将会减慢，这将会影响到居民家庭尤其是以工资为主要收入来源的中低收入家庭的消费信心，导致全社会消费回温困难。

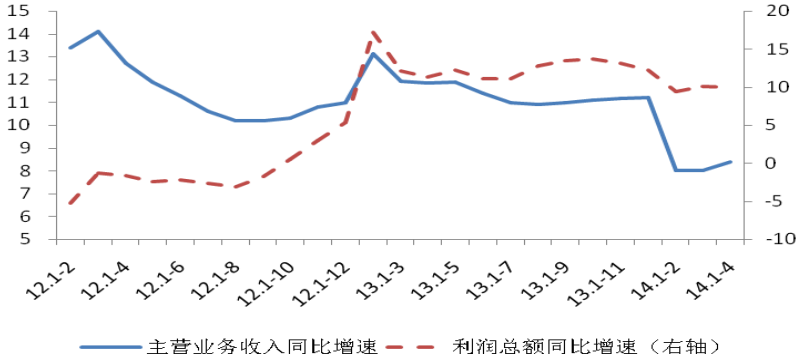


图 4-2：规模以上工业企业收入与利润同比增速情况（单位：%）

第三，受房地产价格下降的影响，居民消费也将受到一定抑制。下半年，全国房地产价格将难改下降趋势，房价下降所引起的居民财产的缩水将会抑制居民消费支出。同时，由于中国家庭十分重视房产，因此对于准备但还尚未买房的居民而言，并不会因房价下跌而取消购房计划，而是持观望态度并随时准备抄底，因此不会将用于购房的储蓄和收入盲目用于消费，以往高住房储蓄对消费的挤出效应将依然存在。

3、下半年，不论是美日欧等发达经济体还是新兴经济体，经济复苏仍是主基调，但是也存在较大的不确定性，预计中国出口增速将出现小幅反弹。

第一，虽然今年一季度全球经济的表现低于预期，但是经济复苏仍然是主基调。

一是，全球 PMI 指数和 OECD 综合领先指数等先行指标走势向好。4 月份全球综合 PMI 指数、服务业 PMI 指数和制造业 PMI 指数都出现了小幅下跌，不过 5 月份已经出现明显反弹，全球综合 PMI 指数、服务业 PMI 指数和制造业 PMI 指数分别达到 54.3%、54.6%和 52.2%，前两个指数更是达到了 9 个月以来的新高。OECD 综合领先指数在 2013 年 12 月至 2014 年 2 月保持在 100.55%，此后开始小幅提升，3 月份和 4 月份分别升高到了 100.56%和 100.57%，这也是 2011 年 5 月以来的新高。

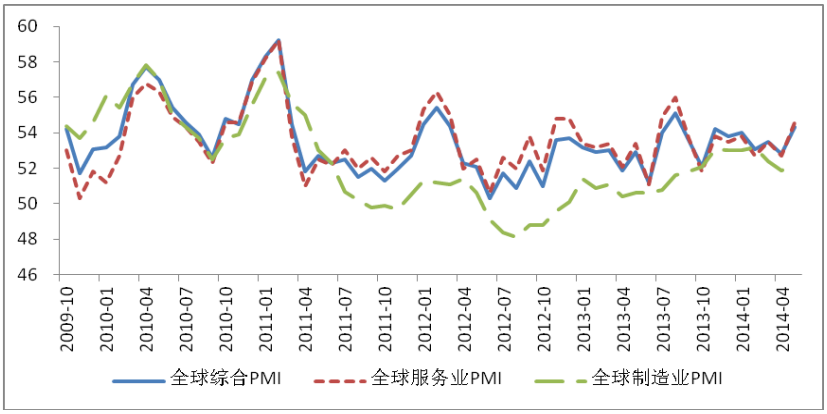


图 4-3：全球 PMI 指数出现反弹（单位：%）

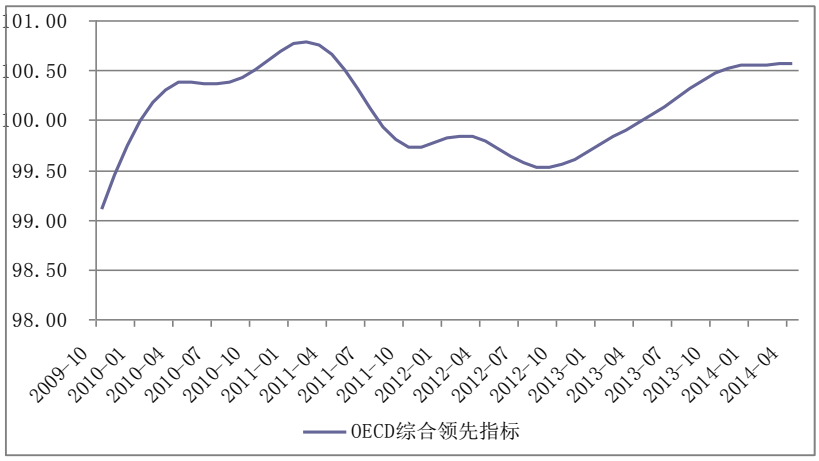


图 4-4：OECD 综合领先指数稳中有升（单位：%）

二是，虽然 IMF 将 2014 年全球经济增速的预测值下调了 0.1 个百分点至 3.6%，但是这依然比 2013 年全球经济增速高出了 0.5 个百分点，因此经济复苏仍是全球的主基调。2014 年发达经济体的预期增速为 2.2%，比 2013 年高出 0.9 个百分点，是全球经济复苏的主要拉动力量。其中，欧元区经济增速预计会从 2013 年的-0.5%大幅升高到 1.2%，涨幅达到 1.7 个百分点之多，美国和英国经济增速也将会提高 1 个百分点左右。新兴经济体也会有所复苏，增幅为 0.2 个百分点。

表 4-3：IMF 对全球经济增速的预测结果（单位：%）

国家和地区	2013	实际 GDP 增速预测			
		2014 年 4 月预测值		与 2014 年 1 月预测的差异	
		2014	2015	2014	2015
全球	3	3.6	3.9	**-0.1**	**-0.1**
发达经济体	1.3	2.2	2.3	0	0
美国	1.9	2.8	3	0	0
欧元区	-0.5	1.2	1.5	0.1	0.1
日本	1.5	1.4	1	**-0.3**	0
英国	1.8	2.9	2.5	0.4	0.3
新兴经济体	4.7	4.9	5.3	**-0.2**	**-0.1**
印度	4.4	5.4	6.4	0	0
巴西	2.3	1.8	2.7	**-0.5**	**-0.2**
俄罗斯	1.3	1.3	2.3	**-0.6**	**-0.2**

资料来源：IMF《世界经济展望》2014 年 4 月。

三是，受寒冷天气等突发因素影响，美国一季度经济增速大幅下滑，但是 PMI 指数、就业形势和消费等多项指标的好转表明复苏基调并未改变。其一，2014 年 1 月以来，美国制造业 PMI 指数和非制造业 PMI 指数均持续大幅上升，5 月已分别达到 55.4%和 56.3%。特别是非制造业 PMI 指数的回升，表明占美国经济重头的服务业发展向好，复苏动力充沛。其二，从就业市场的数据来看，今年 1 月份以来，美国新增非农就业人数稳步上升，失业率持续快速下降。5 月份，美国失业率仅为 6.3%，是 2008 年 9 月以来的新低。其三，2014 年一季度，美国实际消费增长 3.1%，延续了去年年末强劲趋势，与去年一季度 2.3%的增速相

比明显改善。

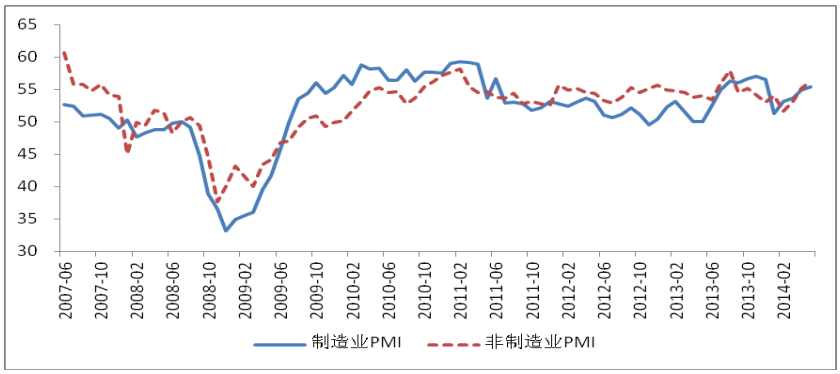


图 4-5：美国 PMI 指数持续上升（单位：%）

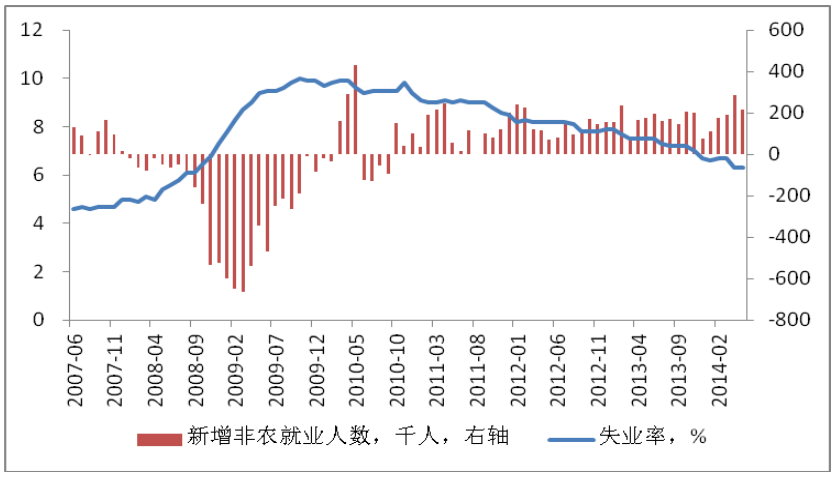


图 4-6：美国就业形势转好

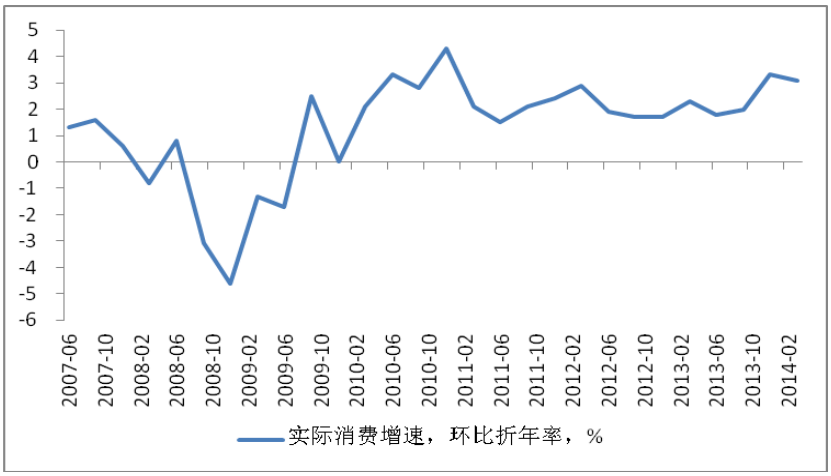


图 4-7：美国消费需求明显回升

第二，经济普遍复苏并不意味着已经彻底摆脱困境，全球经济面临的不确定性依然很大，因此下半年中国出口增速波动的可能性会加大。

一是，美国经济增速反弹越明显，美联储退出量化宽松政策的速度就会越快，由此带来的全球资本市场的重构也将越厉害，全世界中长期利率快速回升的概率也就越大，进而给美国经济和新兴经济体带来的冲击也就越大。

二是，安倍经济学的“第三支箭”已经导致日本经济的先行数据出现变异，其结构调

整计划的全面启动可能导致日本经济至少在短期内告别高速反弹的局面，这将导致中国自去年以来对日本出口增速较快回升的局面出现逆转。

三是，欧元区制造业和服务业 PMI 指数走势分化、消费和投资信心低迷。由于欧元区国家引资目标正在发生转换，跨国公司更加专注于研发、设计和物流等生产性服务业，有逐步让渡中低端制造的倾向，因此制造业发展态势有所低迷。5 月份，欧元区服务业 PMI 指数持续小幅上升，由 1 月的 51.6%上升至 5 月的 53.2%，但是制造业 PMI 指数为 52.2%，较 1-4 月 53%的水平下降了 0.8 个百分点。另外，4 月份以来，欧元区 Sentix 投资信心指数连续 3 个月下滑，6 月份已经降至 8.5%，而消费者信心指数依旧位于临界值 0 以下，表明消费者信心依然不强。

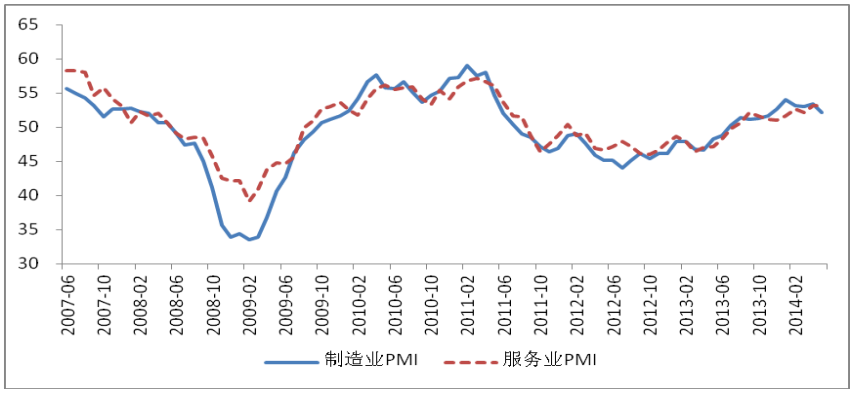


图 4-8：欧元区 PMI 指数分化（单位：%）

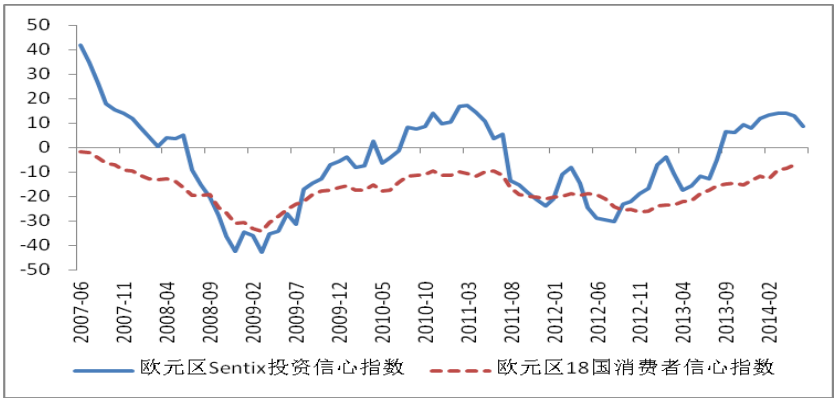


图 4-9：欧元区消费与投资信心不足（单位：%）

四是，新兴经济体目前在宽松货币政策和资本回流的双重作用下，出现了经济增速下滑和物价水平上升的“滞胀”局面，这会导致新兴经济体在中期面临的结构调整压力和深层次债务调整问题更加严重。此外，印度、泰国和印尼大选以及俄罗斯和乌克兰纠纷等地缘政治不稳定同样加大了新兴经济体经济复苏的不确定性。

二、当前中国通货膨胀低位波动，未来受全球经济复苏、地缘政治和厄尔尼诺现象的影响以及中国“微刺激”政策的逐步发力，通货膨胀将出现小幅上升，但并不会构成明显的通胀压力，预测全年 CPI 为 2.6%。

下半年，在外部环境影响和国内“微刺激”共同作用下，通胀率将出现回升。第一，随

着世界主要经济体逐渐复苏，全球通胀水平将会上升，从而形成输入性通货膨胀压力。据 IMF 预测，2014 年全球通胀预期水平为 3.76%，新兴市场和发展中经济体通胀水平预期值高达 6.18%。第二，2014 年全球厄尔尼诺现象的重来将增加通胀压力。厄尔尼诺现象将引起全球气候异常，印度尼西亚、澳大利亚、南亚次大陆和巴西东北部将出现干旱，从赤道中太平洋到南美西岸降雨则会增多，届时世界粮食生产将受到影响，导致粮食价格上涨，从而加大我国通胀压力。第三，受俄罗斯和乌克兰冲突加剧以及伊拉克局势恶化的影响，全球石油价格持续攀升，预计下半年难有实质性转变，将进一步推动生产成本上升。第四，下半年“微刺激”政策的效果将逐步现象，随着内需的逐步改善，通货膨胀也将进一步上升。

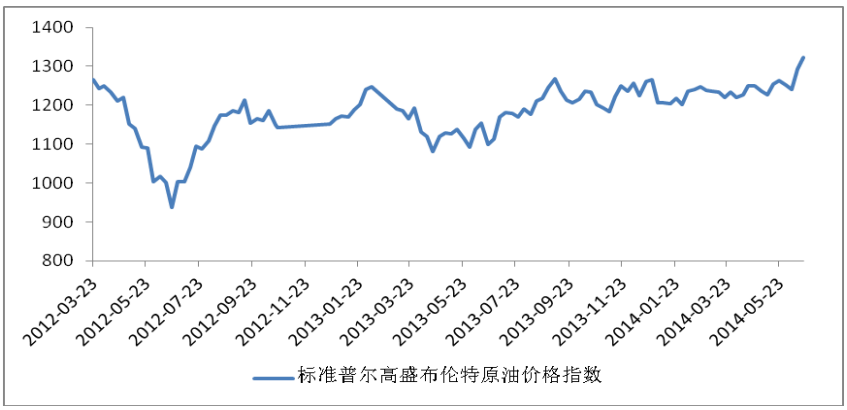


图 4-10：石油价格上涨

尽管如此，下半年不会出现明显的通货膨胀压力。首先，房地产市场的走弱将带动居住类价格下降。其次，PPI 和工资水平的持续走低不会对整体通胀水平构成压力。至今年 5 月，中国 PPI 已连续 25 个月出现下降，城镇单位就业人员平均工资累计同比增速也降至 10.3%的低位。由于 PPI 与工资水平的长期持续走低，以及“微刺激”的影响不会在短期内彻底扭转 PPI 和工资水平的走势，因此对 CPI 的价格传导效应也将较弱。第三，随着汇率改革的逐步推进，今年以来金融机构新增外汇占款逐步减少，外汇占款对基础货币的影响开始减弱，这一方面使得国内通胀压力减弱，另一方面使得货币政策操作空间有所扩大，货币政策应对通货膨胀的能力随之提高。第四，尽管欧洲和日本依旧采取宽松的货币政策并有进一步放宽的趋势，但考虑到美国 QE 规模的缩减，全球流动性不会继续大幅提高，不会明显增强国内通胀压力。

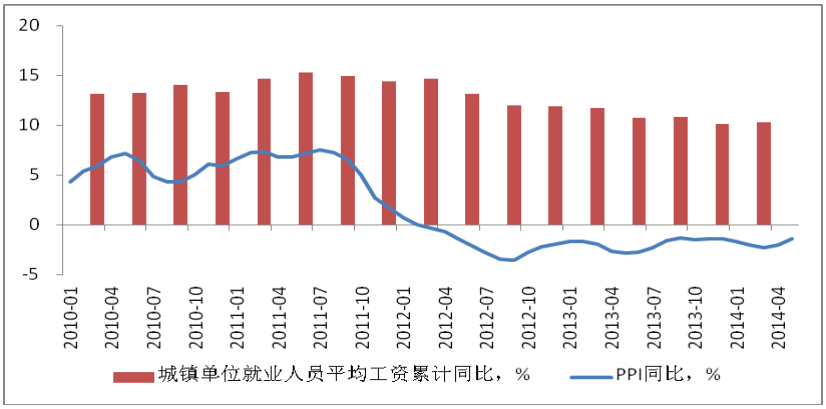


图 4-11：中国 PPI 和城镇单位平均工资同比增速继续走低

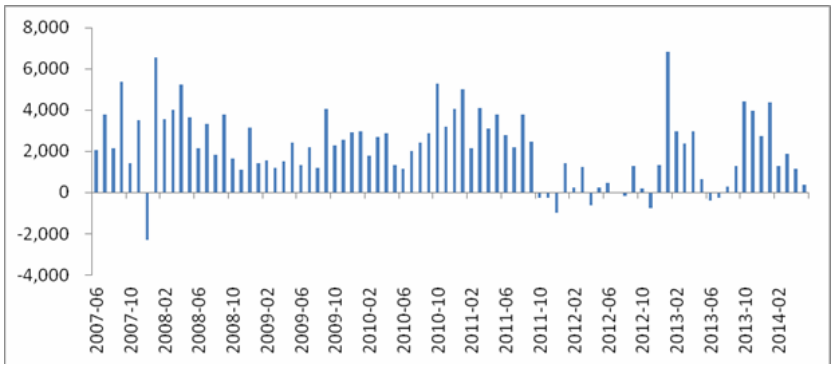


图 4-12：金融机构新增外汇占款大幅减少（单位：亿元）

第五部分　宏观经济政策的目标与着力点

2014 年上半年经济低迷、下半年经济下行压力依然较大。然而，由于社会架构比较脆弱，全社会依然表现出比较明显的增长依赖，就业问题、居民增收问题、民生问题和精英人才移民问题的解决都依赖于高速经济增长，因此社会对经济增速放缓的容忍度很低。为了确保经济发展和社会运行在改革的进程中不出现大问题，建议今年宏观经济政策在保持定力的同时适度加大宽松力度。

一、货币政策在保持定力、避免重返全面宽松的前提下，可以适度加大定向宽松的广度和力度以应对经济下行压力，并加强预期管理以提高货币政策有效性。

第一，除非经济增速进一步大幅下滑并且跌破 7%的底线，目前央行不必全面降息或者降存款准备金率。

降低存款准备金率对经济的刺激作用非常有限，而且政策操作空间已经很小。降低存款准备金率的意图是通过释放银行的流动性来降息，进而刺激经济体的投资活动。当前中国的流动性已经明显过剩，2014 年上半年以来 7 天 Shibor 利率基本处于 3%的低位。可见，当前经济增长乏力并不是由于银行间市场流动性匮乏导致的，即使降低存款准备金率，银行也不会增加贷款规模，对经济的刺激作用将十分有限。同时，中国的 M2/GDP 已经居于绝对的历史和国际高位，因此降低存款准备金率的空间已较小。

降息将导致国内资金大量外逃，刺激企业继续加杠杆，从而增加宏观经济脆弱性。美国量化宽松货币政策的退出将提高美国的利率水平，在这种国际环境下，如果中国降息，那么将会导致资金的大量外逃，严重冲击国内的金融体系和原本已经脆弱的宏观经济。另外，高度依赖间接融资的中国企业的杠杆率已经较高。中国非金融部门的杠杆率上升很大程度上正是由金融危机期间的政策刺激导致的。2008 年和 2012 年两次债务扩张的结果是 2013 年末非金融企业债务占 GDP 的比重超过 150%，比 2007 年末上升了近 60 个百分点。[①]为避免经

[①] 资料来源：企业去杠杆应选择什么道路，深圳特区报，2014 年 5 月 20 日。

济进一步杠杆化从而增加宏观经济整体风险央行不宜降息。

全面宽松的货币政策不利于经济结构调整，与当前中国经济改革的根本性目标相悖。存款准备金率和利率属于总量货币政策工具，其作用目标不具有针对性，极易引导经济重回信贷刺激的老路，妨碍经济结构的调整。有学者认为，偏紧的货币政策会使实体经济更加困难，尤其是中小企业和民营企业，因此货币政策应偏向宽松。而事实是，实体经济缺乏资金的问题并非根源于整体经济的流动性不足，而是由流动性错配导致的结构性问题。并且，由于房地产投资周期和地方政府债务期限均较长，房地产市场和地方政府对于货币需求的需求很大且缺乏一定的弹性，再加上房地产和地方政府主导的投资项目在 GDP 中占比较高，一旦货币政策转为全面宽松，必然导致货币大量流入房地产和地方政府投融资平台。因此，简单的全面宽松货币政策不仅难以解决实体经济的流动性问题（特别是中小企业和民营企业的融资难问题），而且只会使货币继续流入房地产和地方政府投融资平台等部门空转。

第二，尽管全面宽松的货币政策尚无必要，但央行可适度加大定向宽松的力度和广度，以避免经济下行压力进一步加大。而且，定向宽松货币政策的使用要适度，避免力度过猛和范围过广，以提高货币政策的精准度和作用效果。

相比全面宽松的货币政策而言，定向宽松政策与改革大方向更为一致。一方面，定向宽松货币政策能够有效引导信贷资金投向，避免信贷资金在房地产和金融部门空转。另一方面，通过定向货币政策的预调微调，可以帮助弱势部门承受结构调整所带来的阵痛，保证改革顺利推进。

定向宽松货币政策可重点关注以下领域：

加大面向中小企业的贷款规模并降低中小企业融资成本。定向增加中小企业的贷款规模、降低其融资成本，既能够促进中小企业增加投资，也不会阻碍国有企业改革进程，既能稳增长又能调结构。同时，由于中国的中小企业是提供就业的重要渠道，因此中小企业的发展还会通过提高居民收入刺激消费，进而有利于经济增长。

适度降低首套房和改善型个人住房贷款利率。房地产问题不仅仅是一个经济问题还是一个社会问题。与投资性住房不同，首套房和改善型住房是与民生息息相关的住房需求。因此，在当前房地产市场陷入低迷甚至面临进一步恶化的情况下，应执行差别化的住房贷款政策，增加首套房和改善型住房个人贷款优惠。

增加面向棚户区改造项目的再贷款投放。棚户区改造是一项致力于改造困难家庭住房条件的民生项目。通过增加对棚户区改造的资金支持，有利于破解城市内部二元结构问题，带动就业、刺激内需释放，并进一步推动新型城镇化的进程。

第三，在改革继续推进、金融创新不断涌现、利率市场化尚未彻底完成的情况下，货币政策应注重加强预期管理，以提高货币政策的有效性。

货币政策可通过加强预期管理，使市场更清楚地了解央行的政策意图以形成稳定、理性的预期，进而引导市场行为，快速有效地实现政策目标。然而，当前我国货币政策中介目标与经济基本面脱离，引导预期的能力很弱。2008 年金融危机之后，M2 平均增长率达到

18.53%，远高于 GDP 增速（8.86%）与通胀率（2.64%）之和，导致以 M2 作为中介目标的货币政策无法有效引导市场预期。近年来，央行将社会融资总量作为货币政策中介目标，但社会融资总量的引入不仅未能有效解决上述问题，反而使中介目标多元化，更加不利于市场理解货币政策意图。因此，央行应更加明确货币政策目标，加强政策的事前沟通和事后解释，充分发挥货币政策引导预期的功能，增加货币政策有效性。

二、财政政策方面，为了给大改革创造宽松的环境，政府应该实施略微偏松的财政政策。

第一，建议 2014 年的赤字率可以突破政府工作报告制定的 2.1%的标准，但不能超过 2.5%。改革不可避免地会引发短期内经济增速下滑以及既得利益集团受损等代价，要想确保改革的顺利实施，需要借助宽松财政政策的配合。其核心原因在于以下两点：一是需要建立财政补偿机制来缓解大改革面临的阻力；二是需要宽松的财政政策定位来对冲改革带来的经济下行压力。中国过去实施的两次大改革的经验也证明了这种理论判断，大改革启动之年的财政政策均有明显放松，其中 1978 年财政决算支出增长了 33%，而 1993 年财政决算支出也增长了 24.8%。为了确保本轮大改革的顺利开展，在 2014 年应该进一步加强减税的力度，在社会福利体系得到实质性改善之前增加财政的福利支出，中央的财政赤字可以在政府工作报告所制定的 2.1%的标准之上小幅提高。

同时，地方政府债务已经形成了对积极财政政策的强烈约束，所以 2014 年赤字率不能超过 2.5%。一般来说，如果债务率超过 100%或者偿债率高于 20%，则说明该地区债务风险高。国家审计署的审计结果显示，截至 2010 年底地方政府负有偿还责任和担保责任的债务率达到了 70.45%，其中 19.9%的市级政府和 3.56%的县级政府债务率超过 100%，一些地方政府债务率更是超过 600%；截至 2012 年底，44.4%的地方政府本级政府债务率超过 100%，55.6%的地方政府偿债率超过了 20%。因此，目前地方政府的债务风险需要引起高度重视，这就要求必须对宽松财政政策的力度进行必要的限制。

第二，加快推广 PPP（公私合作）和市政债等公共基础设施融资模式，通过引入社会资本，在利益共享和风险共担的基础上，缓解城镇化背景下地方政府基础设施建设需求增加与债务高企所引起的融资能力下降间的矛盾。

第三，进一步加强减税力度，实施全面减税，同时刺激企业生产和居民消费，使总供给和总需求同时扩张，促使中国形成以总量减税为引擎的总需求-总供给“新双轮驱动型”经济增长，替代以往的以出口为引擎的总需求-总供给“双轮驱动型”经济增长，为经济增长提供更长效的内生动力。

三、当前经济增速下滑所导致的社会稳定问题不能依仅靠放松财政政策和货币政策来解决，还需要“社会政策托底”，以便从根本上提高社会对经济增速下滑的容忍度、降低社会对刺激政策的依赖。

在全面深化改革的过程中，经济增速可能会在短期内出现显著下滑并进而影响社会稳

定。然而调结构、促改革的方向不能动摇，因此不能频繁改变宏观经济政策的基本定位。而对于推进改革所带来的社会稳定问题，则应该充分发挥社会政策的托底作用，通过适当的社会政策来予以解决。

需要着力完善社会公共服务体系，通过加强失业救助、医疗保险、义务教育、保障房廉租房供给等方面的建设，保障居民（尤其是农民、农民工、下岗职工等弱势群体）基本生活能力、增加居民福利，实现“学有所教”、“病有所医”、“住有所居”、“老有所养”。