# 中国宏观经济分析与预测
# （2010 中期）[1]

## ——“周期调整”与“多重政策”作用下的中国宏观经济

**中国人民大学经济研究所**

[1] 本文如没有特别说明的，所有原始数据来源于中国国家统计局、IMF、世界银行数据库，相应的测算均来源于测算中国人民大学经济研究所。

**摘　要：**2010 年，在刺激政策、存货周期逆转、世界经济同步反弹等多重力量的作用下，中国宏观经济延续了 2009 年的反弹趋势，在总体静态上呈现出“GDP 增速提升”、“物价水平全面提升”、“就业形势逆转”、“外需常态化”等多元景气的局面。但是，从动态趋势角度来看，由于“刺激性政策的逐步退出”、“房产新政的出台”、“地方投融资平台的清理”、“结构性调整的力度加强”以及“中国存货周期与发达国家存货周期的同步高点回调”、“欧元主权债务危机的蔓延与不确定性的冲击”等因素，2010 年中国宏观经济虽然不会出现“二次探底”，但 GDP 增速将出现强劲的逐季回落的趋势，多重经济下滑力量将在第四季度同时爆发，使中国出现“GDP 季度增速跌破 9%”、“CPI 月度增速回落至 2%左右”、“总量平衡和动态再次恶化”的“次萧条”局面，从而导致 2011 年宏观经济景气大幅度下滑。从周期角度看，中国经济与世界经济都没有步入新的周期。因此，在“周期转换”、“政策调控”与“结构调整”的三重力量的作用下，未来宏观经济可能步入“振荡”、“波动”与“相对低速”的过渡期。

本报告基于上述各种判断，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 2010 年与 2011 年中国宏观经济形势，其主要指标预测结果如下：

1）2010 年全年 GDP 增长达到 9.5%，比 2009 年提高 0.4 个百分点，从总量来看，宏观经济较 2009 年出现明显的回升

2）从动态变化来看，这种持续回升的势头将在 2010 年第 3 季度被打破，多重下滑力量将在第四季度同时爆发，导致 2010 年 4 季度投资和出口出现较为明显的下滑，这种“小幅回落引领加速下滑”将导致 2011 年 GDP 增速出现高达 0.35 个百分点的回落，GDP 增速低于 2008 年，与 2009 年的 9.10%齐平，“W”型的调整模式基本形成。

3）由于信贷的惯性，2010 年全年信贷总额将突破 7.5 万亿，M1 增速为 20.2%，M2 增速为 18.7%，比计划调控的水平略高，流动性依然保持较为宽裕的状态。这导致 2011 年流动性回收的压力持续存在， M1、M2 在 2011 年的增速将进一步回落，逐步实现常态化。

4）2010 年，在经济反弹、产能过剩、价格翘尾、货币供应的提高、国际大宗商品价格的低水平回升与震荡等多重因素的作用下，全年物价水平较大的提升，全年 CPI 估计在 2.8%，GDP 平减指数为 4.1%，比 2009 年分别提高了 3.5 个百分点和 6.5 个百分点。但是，2010 年并没有出现明显的通货膨胀。2011 年由于经济景气的回落，物价水平将出现小幅回落，仅为 2.6%，因此，从中期角度来看，中国宏观经济的价格压力将持续存在，但并不存在通货膨胀问题。

因此报告建议 1）为适应未来周期交替的过渡期和市场性结构调整启动的拐点期，宏观经济目标应当适度调低增长目标，适当调高通货膨胀的目标。2）不宜过度采取行政措施找寻下一个周期的增长源泉。政府应当高度重视市场性结构调整启动的拐点期的重要性，结构性改革的措施应当以促使这种拐点机制的启动而服务，3）2010 年短期宏观经济政策不仅要关注目前下滑力量抬头的趋势，更重要的是应当看到这些下滑力量的滞后性和同步爆发性；不仅要重视多重政策同步调整产生的叠加效应，重视多个部门分别同一个目标产生的过度调整，还要重视周期性力量与政策性力量的叠加、外部力量与内部力量的叠加。4）围绕投资和出口的各项刺激性政策的全面退出应当慎重；5）房地产新政已经初见成效，但由于总体供小于求的局面没有改变、深层次的制度问题没有得到解决，以行政性手段为主的本次新政快速推出可能带来报复性的房价暴涨，因此，房产新政必须在持续稳定实施的基础上，从根本上改变房地产供不应求的局面，并缓慢出台制度性政策以达到“稳需求、扩供给、挤泡沫、纠扭曲”的目标。因此，政府不仅需要落实廉租房的建设、同时还必须放松对于房地产开发

投资的各种约束，房地产交易税等制度性改革宜渐进推动。6）宏观经济政策不仅要启动常规性的需求政策，以防止总需求过度下滑，另一方面应当启动供给管理政策，应当将落后产能的淘汰和过剩产能的治理上升到供给管理的层面加以推动，以回避经济上升期进行产能治理带来的各种利益冲突。7）财政政策在货币政策进行总量适度收缩的同时，应当保持总量的宽松。

**关键词：周期调整的过渡期、市场性结构调整的拐点期、次萧条期**

# 第一部分　总体判断与预测

2010 年，在刺激政策、存货周期逆转、世界经济同步反弹等多重力量的作用下，中国宏观经济延续了 2009 年的反弹趋势，在总体静态上呈现出“GDP 增速提升”、“物价水平全面提升”、“就业形势逆转”、“外需常态化”等多元景气的局面。但是，从动态趋势角度来看，由于“刺激性政策的逐步退出”、“房产新政的出台”、“地方投融资平台的清理”、“结构性调整的力度加强”以及“中国存货周期与发达国家存货周期的同步高点回调”、“欧元主权债务危机的蔓延与不确定性的冲击”等因素，2010 年中国宏观经济虽然不会出现“二次探底[2]”，但 GDP 增速将出现强劲的逐季回落的趋势，多重经济下滑力量将在第四季度同时爆发，使中国出现“GDP 季度增速跌破 9%”、“CPI 月度增速回落至 2%左右”、“总量平衡和动态再次恶化”的“次萧条”[3]局面，从而导致 2011 年宏观经济景气大幅度下滑。在“周期转换”、“政策调控”与“结构调整”的三重力量的作用下，未来宏观经济可能步入“振荡”、“波动”与“相对低速”的过渡期。

与其它年份比，2010 年有以下几个特征值得关注：

1、各种 GDP、固定资产投资、工业增加值、财政收入、企业利润以及总体宏观经济景气指数等指标上半年都呈现出强劲的反弹趋势，达到历史同期的高位水平。但由于基数效应、潜在供给损失、低水平恢复性调整以及短期强烈刺激等原因，这些指标的反弹并不表明中国宏观经济进入稳定复苏或经济高涨的阶段，当前宏观经济的反弹依然具有基础不扎实、趋势不稳定、动力不明显等特征。

2、从近期发展趋势来看，大部分指标都呈现出“前高后低”的调整模式。先行指标表明，未来逐季下降的幅度很可能超出一般市场主体的预期。

3、存货周期力量的逆转是 2009-2010 年经济反弹的核心动力机制之一，但是，存货调整具有强烈的敏感性和脆弱性，“通胀预期-存货调整”的正反馈机制以及存货周期的力量不仅带来了前半年经济增速的高位运行，同时也是下半年经济快速回落的原因之一。

4、进出口回升不仅 2010 年经济反弹的原因，也是经济强劲反弹的产物。1-6 月份中国出口虽然呈现强劲反弹的态势，但是在剔除基数效应、交易商对 6 月份贸易政策和汇率调整的逆向选择、世界经济同步出现短期“V”型反弹等因素之后，出口增长的态势并不乐观。由于世界经济复苏的核心动力机制在于各种救市与刺激政策以及存货周期的逆转，因此，在世界刺激政策逐步退出、存货周期高点逆转、欧洲主权债务危机蔓延、中国刺激性贸易政策的退出等因素的作用下，中国出口很可能出现强劲的“前高后低”的增长模式。

5、房产新政的出台将使房地产市场按照“成交量下滑→价格下滑→房地产投资下滑”的路径进行调整。该调整周期将持续 3-4 个季度，并最终体现为固定投资的较大下滑，从而引发固定投资增速的快速回落。

6、地方投融资平台问题所引发的投融资平台的清理将有效遏制地方基础建设投资膨胀，从而有效遏制地方投资项目增长高居不下的态势。

7、刺激政策开始由 2009 年 11 月以来的“增量退出”开始向“存量退出”

---

[2] “二次探底”严格的学术定义为“第二次衰退”，是指在第一次衰退之后，GDP 增速又出现连续两个季度负增长。鉴于中国经济增长的特殊性，一般认为，“二次探底”为销售、就业等宏观数据连续 4 个月以上出现大幅度下滑，并使 GDP 增速连续两个季度跌破 8%。

[3] “次萧条”是指宏观经济已经走出衰退，在反弹后再次出现经济的下滑，从而导致经济出现振荡、波动、分化的底部运行特征，但下滑幅度还不足以构成“二次探底”的标准。

扩散。这将导致非房地产类的投资增速出现下滑，导致 2010 与 2009 年的月度实际投资增速高达 14 个百分点的差异，从而违背投资驱动型经济增长所需要遵循的动态平衡关系，前期快速投资转变的现期供给将大于本期投资和消费带来的本期需求，从而诱发总量不平衡的产生。

8、投资、出口等领域的下滑力量具有较为强烈的滞后效应和同步性。由于中国宏观经济所固有的动态平衡的脆弱性，这些下滑力量的滞后性和同步性将产生超预期的叠加效应，2010 下半年中国宏观经济很可能再次面临“小幅回落引领加速下滑”的局面，总量性的不平衡问题将在结构性不平衡的调整中恶化，产能过剩问题将在第四季度后全面显现。

9、来自流动性过剩、要素成本上涨等方面的价格上涨压力持续存在，但在基数效应、中国先行指数的回落、国际大宗商品的回落、世界通缩压力的加剧以及产能过剩的集中释放等因素的作用下，下半年中国价格上涨压力将得到有效缓解，2010 年各类物价水平都将出现“倒 V”型调整模式，中国不会出现明显的通货膨胀。

上述 9 大短期特征与 2008-2009 年中国宏观经济的大波动相结合孕育了中国 2010-2011 年在中期视角下的运行特征：

1、2008-2011 年将遵循不对称的双“W”调整模式，2010 年 1 季度是 GDP 同比增速的高点，2009 年 2 季度是 GDP 环比增速的高点。2010 年四季度到 2011 年四季度中国宏观经济将在多种力量的作用下步入“次萧条”状态。

2、刺激性政策和存货周期力量的逆转并没有从根本上改变中国朱格拉周期的基本模式，新的增长动力源泉的缺乏、市场性固定资产更新的乏力以及与全球周期的同步性加强等指标都说明 2001-2008 年这一轮经济周期并没有结束，新的经济周期还没有开始。2010-2011 年很可能是周期转换的过渡期，“增长源泉的易变性”、“创新速度的低迷性”、“增长速度的波动性”是过渡期的三大特点。

3、“农民工失业”快速向“民工荒”、“工人罢工事件的爆发”、“外资企业工资的快速上涨”的转变，说明中国劳动力市场出现结构性拐点变化。刘易斯拐点的出现不仅宣告了中国农民工工资形成机制从传统的“生存成本定价法”转向“市场性劳资谈判法”，更为重要的是它将宣告中国市场导向性的结构调整的全面开启。

4、中国房地产市场的中期支撑力量依然强大，供不应求的局面将在中期延续。目前行政性调控模式难以改变中国房地产的周期调整形态，反而有可能扭曲市场运行机制，遭到市场供求关系报复性的调整。

5、2008 年 4 季度实施的各种刺激计划虽然成功实现了中国宏观经济的短期反弹，但也将带来严重的后遗症，其中最为突出的表现在两个方面：一是天量宽松的货币政策带来的流动性泛滥问题；二是基础设施的过度投资带来的产能过剩问题的加速恶化，2010-2011 年不仅要治理流动性泛滥带来的房地产泡沫和通货膨胀压力问题，而且更为重要的还要面临过度投资刺激带来的产能过剩和增长方式重返传统“高投入、高能耗“的重化工业偏向型路径的问题。中国利用“内需弥补外需”、“投资填补出口”的危机治理方法在成功实现危机救助的同时，掩盖了中国周期调整的内在矛盾，使中国周期性调整延缓，供求关系的恶化被推迟。这将使未来中国宏观经济形式更为复杂。中国宏观经济“远虑”甚于“近忧”!

本报告基于上述各种判断，设定以下主要外生参数：（1）2011 年中央财政预算赤字为 8500 亿元；（2）2011 人民币与美元的平均兑换率为 6.41:1。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 2010 年与 2011 年中国宏观经济形势，其主要指标预测结果如下：

1）2010 年全年 GDP 增长达到 9.5%，比 2009 年提高 0.4 个百分点，从总量来看，宏观经济较 2009 年出现明显的回升。导致这种局面的核心力量在于三大产业同步提升，分别达到 0.6、0.5、0.2 个百分点，因此经济增长依然回到危机前的工业驱动模式轨迹之上。

2）从动态变化来看，这种持续回升的势头将在 2010 年第三季度被打破，第四季度将出现较为明显的下滑，并导致 2011 年 GDP 增速出现高达 0.35 个百分点的回落。2011 年中国宏观经济将在工业大幅度回落的带动下出现“次萧条”的局面，GDP 增速低于 2008 年，与 2009 年的 9.10%齐平。

3）2010 年固定资产投资增速为 23.5%，名义增速比 2009 年回落了 6.6 个百分点，剔除价格因素，实际增速回落 8 个多百分点，，但由于存货周期逆转的延续，投资对于 GDP 增长的贡献率将同比回升。2011 年在多重政策因素滞后效应同步作用的影响下，固定投资增速将进一步回落，全年增速仅为 21.3%。

4）2010 年全社会消费品零售名义增速达到 17.9%%，较 2009 年提高了 2.4 个百分点，扣除价格的因素，实际增速与 2009 年略有下降。2011 年在各种刺激性政策、收入水平调整以及其他社会因素的作用下，消费将保持较高的增速，名义增速将达到 16.5%，实际增速与 2010 年相当。

5）2010 年贸易总额大幅度提升，较 2009 年增长了 26.9%，其中进口增速为 24.5%，出口增速为 29.8%。贸易顺差总额为 1910 亿美元，比 2009 年减少了 2.6%。基本扭转了 2009 年贸易全面下滑的局面，成功实现了贸易的常态化。但是，由于欧洲主权债务危机、汇率的调整、贸易刺激政策的推出以及世界经济增速的小幅回落，2011 年贸易总额增速出现回落，仅为 20%，比 2010 年下滑了 6.9 个百分点。其中出口增速为 19.2%，进口增速为 21.0%，贸易顺差为 2040 亿美元，比 2010 年增长了 6.8%。

6)由于信贷的惯性，2010 年全年信贷总额将突破 7.5 万亿，M1 增速为 20.2%，M2 增速为 18.7%，比计划调控的水平略高，流动性依然保持较为宽裕的状态。这导致 2011 年流动性回收的压力持续存在， M1、M2 在 2011 年的增速将进一步回落，逐步实现常态化。

7）2010 年，在经济反弹、产能过剩、价格翘尾、货币供应的提高、国际大宗商品价格的低水平回升与震荡等多重因素的作用下，全年物价水平较大的提

升，全年 CPI 估计在 2.8%，GDP 平减指数为 4.1%，比 2009 年分别提高了 3.5 个百分点和 6.5 个百分点。但是，2010 年并没有出现明显的通货膨胀。2011 年由于经济景气的回落，物价水平将出现小幅回落，仅为 2.6%，因此，从中期角度来看，中国宏观经济的价格压力将持续存在，但并不存在通货膨胀问题。

**表 1　2009 年与 2010 年中国宏观经济指标预测**

| 预测指标 | 2010年 | 2011年 |
|---|---|---|
| 1、国内生产总值（GDP）增长率（%） | 9.5 | 9.1 |
| 其中：第一产业增加值 | 4.8 | 5.1 |
| 第二产业增加值 | 10.4 | 9.4 |
| 第三产业增加值 | 9.5 | 9.6 |
| 2、全社会固定资产投资总额（亿元） | 276785<br>（23.1%） | 335740<br>（21.3%） |
| 社会消费品零售总额（亿元） | 147780<br>（17.9%） | 172164<br>（16.5%） |
| 3、出口（亿美元） | 14960<br>（24.5%） | 17830<br>（19.2%） |
| 进口（亿美元） | 13050<br>（29.8%） | 15790<br>（21.0%） |
| 4、狭义货币供应（M1）增长率（%） | 20.2 | 18.4 |
| 广义货币供应（M2）增长率（%） | 18.7 | 17.5 |
| 5、居民消费价格指数（CPI）上涨率（%） | 2.8 | 2.6 |
| GDP平减指数上涨率（%） | 4.1 | 3.7 |

## 第二部分　宏观持续反弹的现状分析

2010 年上半年，中国宏观经济运行状况基本是 2009 年“V”型反弹的延续。这集中体现在以下 11 个方面：

**一、GDP 实际增速进一步提升，处于高位运行，产出缺口开始由负转正，表明中国总供给与总需求处于快速上升的阶段。**一季度 GDP 增速高达 11.9%，二季度估计 GDP 达到 10.5%，GDP 产出缺口快速收窄，于 1 季度开始出现轻微的正向缺口（0.05%）。这种变化趋势与工业产出缺口和发电量产出缺口的变化时一致的（参见图 1 和图 2）

图 1　中国工业产出缺口

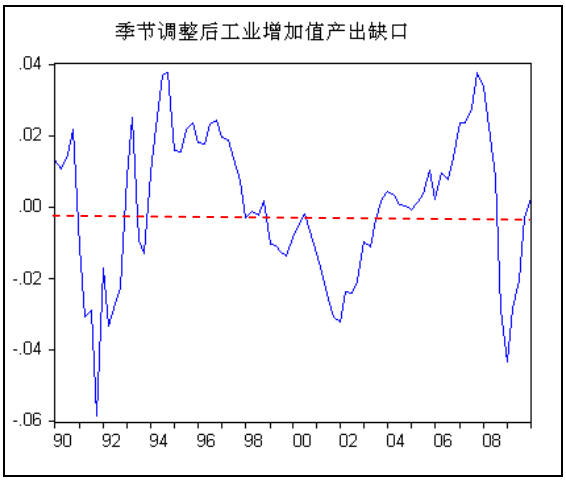
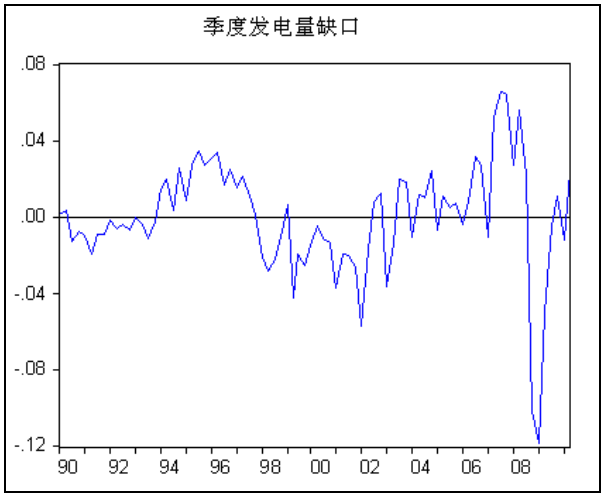


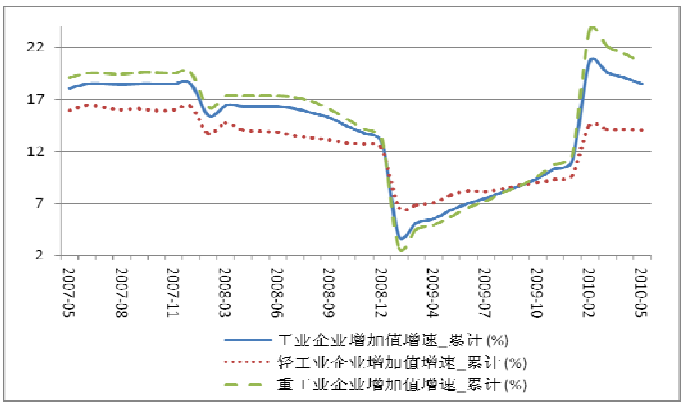

图 2 中国发电量产出缺口




**二、在重工业生产加速的作用下，工业增加值处于高位运行。**1-5 月工业增加值累计增速达到 18.5%，比去年同期增速提高 12.2 个百分点，与 2007

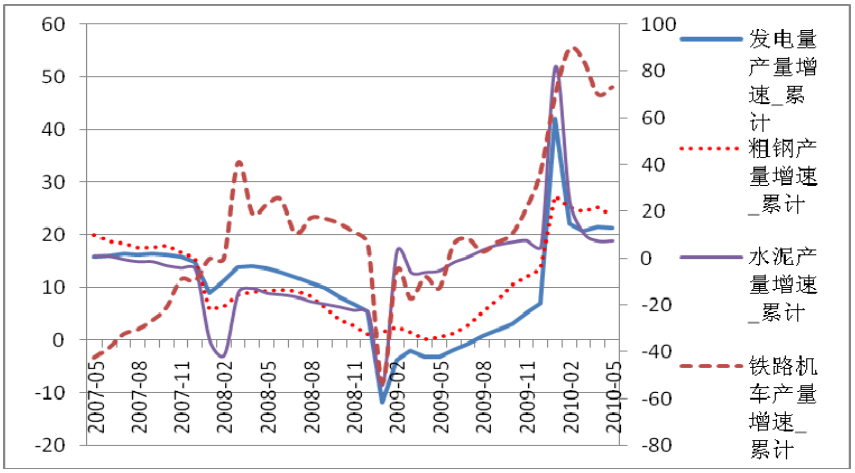
年同期水平相当。其中重工业增速达到 20.5%，比去年同期增速提高了 14.8 个百分点；轻工业增速达到 14%，比去年同期仅增长 6.2 个百分点（参见图 3）。

图 3　中国工业增加值增速



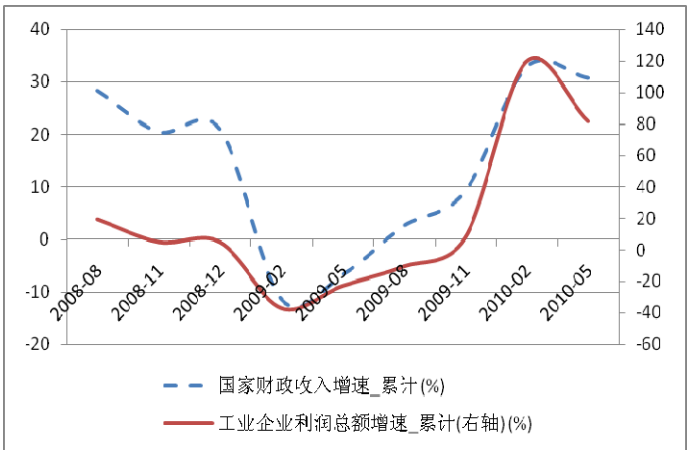

**三、PMI 指数连续 14 各月高于临界值，主要工业产品产值持续高位提升。**其中，1-5 月发电量同比累计增加了 21.35%，比去年同期增速提高了 24.55 个百分点，为近 10 年的新高；水泥同比增长 18.96%，比去年同期增速提高了 5.66 个百分点，为近 10 年的新高；铁路机车生产同比累计增速达到 73.32%，比去年同期提高了 85.82 个百分点，是近 5 年的新高；粗钢生产同比累计增长 23.83%，比去年同期增速提高 23.43 个百分点，是 2007 年来的新高（参见图 4）。

图 4　主要工业产品产量增速



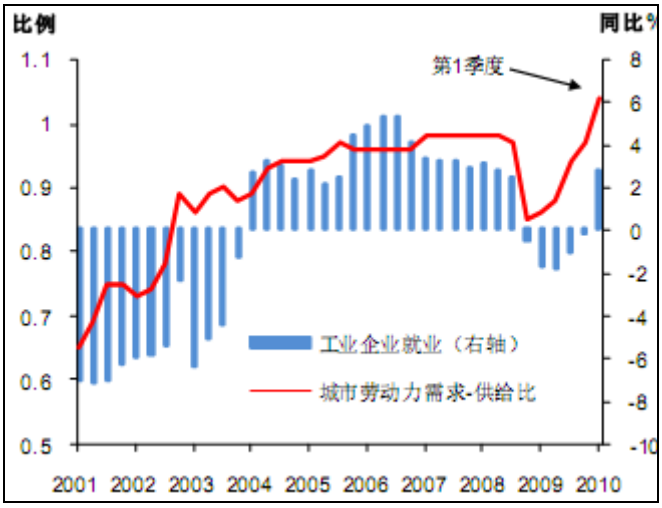

**四、财政收入持续攀升，企业绩效得到大幅度改善。**1-5 月财政收入同比增长 30.8%，比去年同期增速提高了 37.5 个百分点，增速与正常年份相当；工业企业利润同比增长 89.98%，比去年同期增速提高了 103.5 个百分点（参见图 5）。

**图 5 中国财政收入增速**



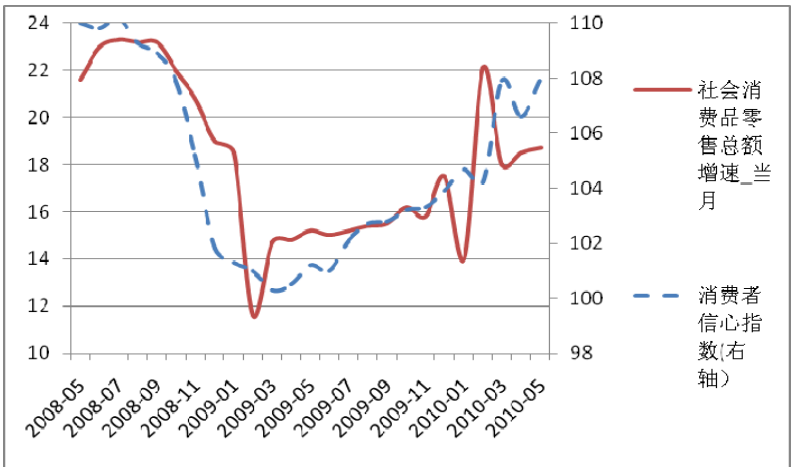

**五、劳动力市场大幅度逆转，局部出现的“民工荒”。**全部在岗职工人数今年 3 月同比增长了 3.5%，工业企业就业量 1-3 月增长了 2.9%，而城市劳动力需求供给比达到 103%，超过正常繁荣时期 95%的平均水平。同时，沿海和内陆局部区域同时出现了“民工荒”（参见图 6）。

图 6　城市就业状况




**六、在消费政策持续刺激、通胀预期以及收入上台阶等多重因素的作用下，消费增长持续高位运行，消费信心指数持续上扬。**1-5 月全社会零售销售总额同比增长 18.2%，比去年同期增速提高了 3.2 个百分点；消费信心指数 2009 年 3 月 100.3 的最低点持续上扬到 2010 年 5 月的 108 点（参见图 7）。

图 7 中国消费状况




**七、在世界经济复苏的作用下，出口增速大幅度提升。**1-5 月份出口额同比增长 33.2%，提出价格因素，实际出口增速达到 31.6%。其中 5 月份月度同比增速达到 48%，成为近几年来的新高（参见图 8 和图 9）。

图 8　中国出口与世界进口的增速（%）

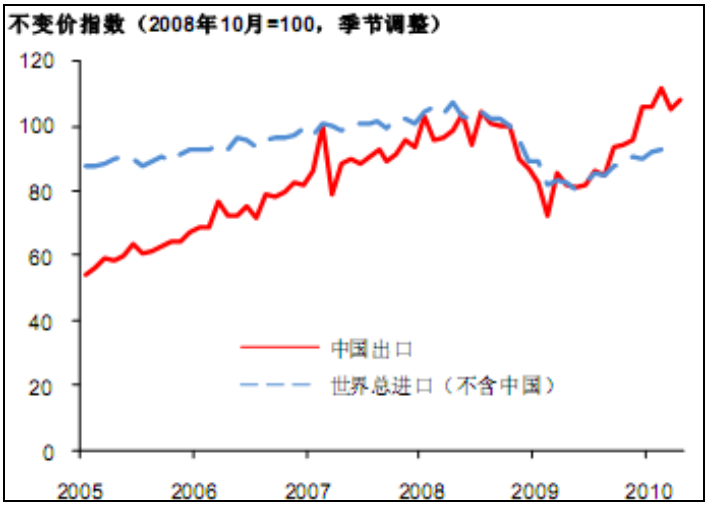
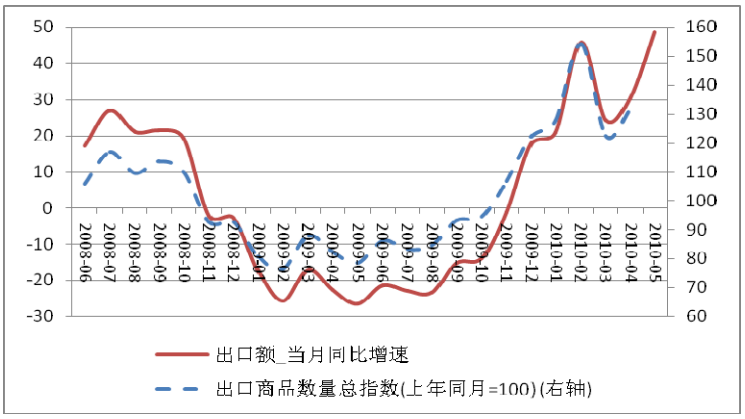


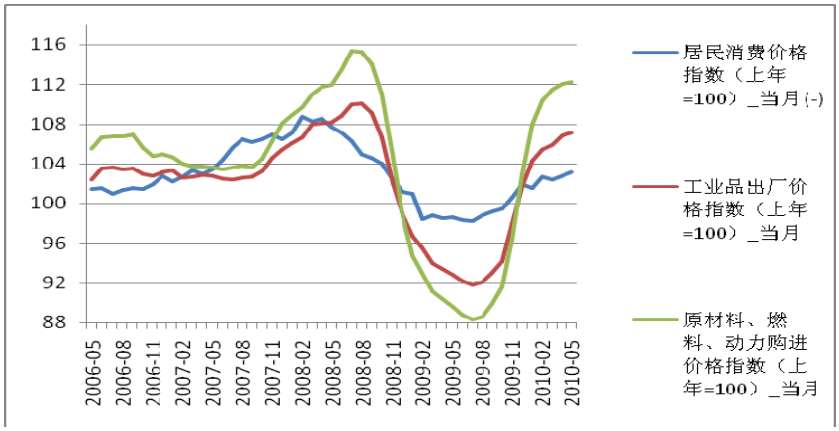

**图 9　中国出口额和出口数量的增速（%）**




**八、价格水平持续攀升。**自 2009 年 6 月 PPI 环比装正、10 月 CPI 转正

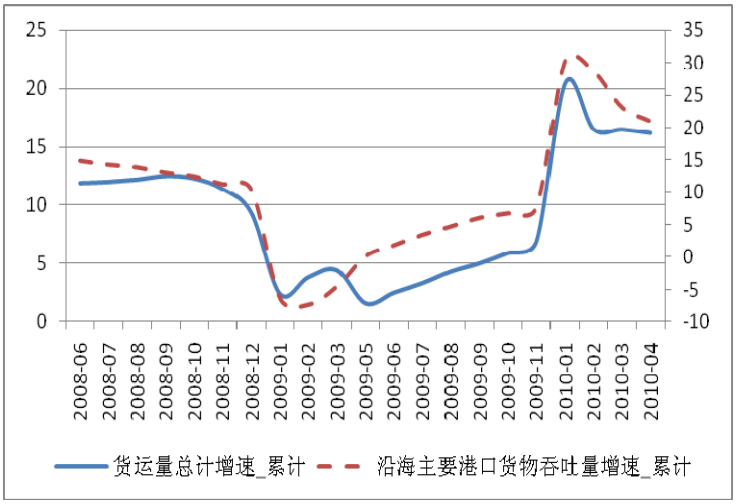
之后，中国各类价格水平同比增速出现持续上涨的态势。到 2010 年 CPI 月度增速达到 3.1%，超过 3%的目标值；PPI 增速达到 7.1%，与危机前的水平相当；原材料、燃料、动力购进价格指数达到 12.2%，与 2008 年上半年水平相当（参见图 10）。

图 10 中国各类价格指数（%）



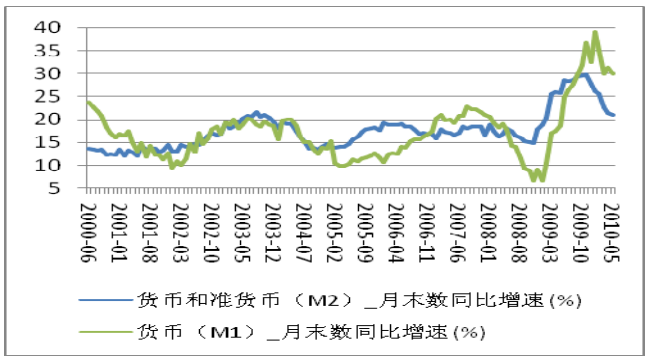

**九、内陆与沿海港口运输量增速回升。**1-4 月份货运量累计同比增速达到 16.2%，比去年同期增速高 12.2 个百分点，沿海主要港口货物吞吐量同比增长达到 28.8%，比去年同期增速提高了 35 个百分点（参见图 11）。

图 11 中国货物运输增速（%）



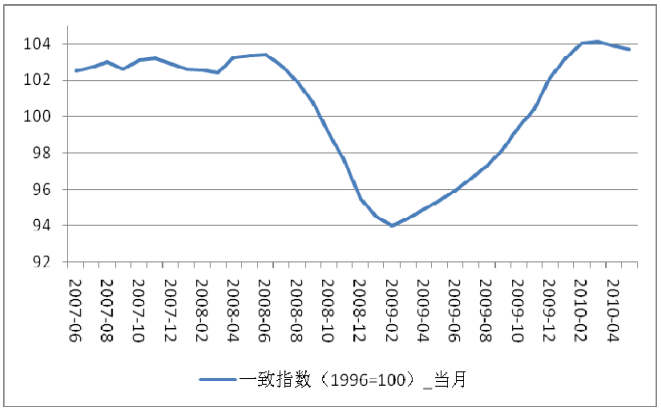

**十、货币供应增速虽有所回落，但依然处于十分宽裕的状态。**M2、M1 增速虽然较去年年底分别回落了 6.7、2.5 个百分点，但 5 月末 M2、M1 同比增速分别高达 21%和 29.9%，处于近 15 年来历史同期的高位（参见图 12）。

图 12　中国货币供应量增速（%）




**十一、宏观景气指数处于高位，特别是一致指数达到历史高位。**如图 13 所示，中国宏观景气指数于 2010 年 1 季度达到 104，比危机前经济高涨时期的值还要高 1 个点。

**图 13　中国宏观景气一致指数**

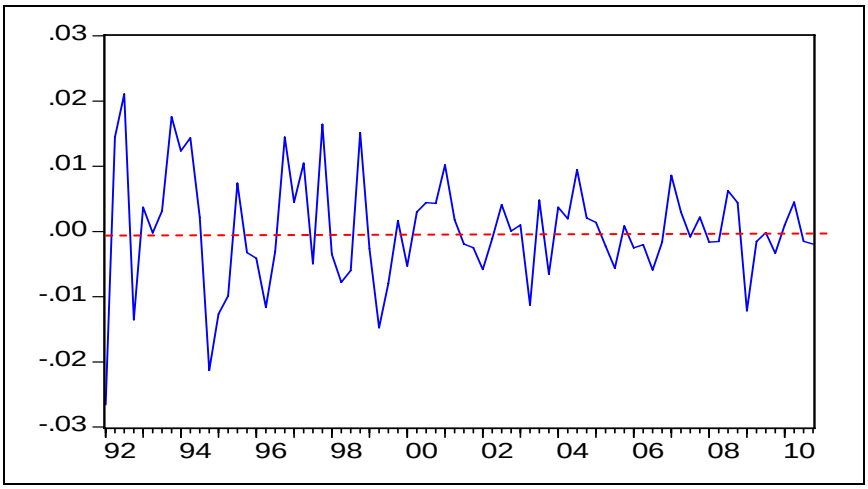



# 第二部分　宏观反弹的实质和内涵

上述 11 大类指标是否就意味着中国宏观经济处于稳定复苏的路径之中，或者中国经济已经超越萧条和复苏的阶段，快速进入经济高涨阶段，并启动新一轮经济增长的周期呢？答案是否定的。其核心原因在于，目前许多同比数据的高涨是基数效应、强劲的刺激政策、存货周期调整、世界经济短期同步反弹以及短期适应性调整等因素的产物，其增长的动力机制依然具有十分脆弱和敏感，高涨的现象具有短期性和易变性。这具体体现在以下几个方面：

**一、危机带来的潜在供给损失可能是导致产出缺口快速收窄、产出快速增长、价格快速回升的原因之一，目前繁荣、高涨的局面具有强烈的短期性和虚假性。**

图 14　用 kalman 滤波预测 GDP 序列，dmey 小波 3 层降噪估计产出缺口




各类产出缺口是评价宏观经济景气的核心指标，一般认为产出缺口快速有负转正是经济复苏转向繁荣的标志。目前，GDP 产出缺口、工业增加值产出缺口、发电量缺口都快速由负转正，GDP、各类价格指标增速都出现快速上涨，这是否意味着目前的形式已经出现经济复苏转向高涨呢？

答案是否定的。因为，宏观经济在大危机的冲击下不仅会出现总需求的大幅度下降，同时也会引起总供给的大幅度下降。在此过程中会出强烈的潜在产出损失，即危机冲击会导致产业链断裂，生产设备停止、劳动力解聘、资本转移以及企业破产等现象出现，从而导致即使在短期需求快速上涨之后，企业供给无法在短期恢复到以往的水平，进而出现在强外部需求刺激下总需求的增长速度大大快于总供给的恢复速度。这种差异将导致价格水平与产量同步高涨的短期繁荣景象。一般而言，一次大经济危机带来的产出损失可以达到 GDP 的 1-2%。由此引发的价格水平比正常水平可高 0.5-1.5 个百分点。由此，随着需求进一步的增长，潜在供给水平会因为生产设备启动、雇员重新招聘、资本重新投入、企业的重新进入等因素而快速恢复和膨胀。这种快速恢复和膨胀将导致产出缺口快速由正转负，出现宏观经济供给大于需求的局面，价格水平增长趋缓、经济高涨预期下滑、需求回落、整体经济下滑。从图 14 测算的 2010 年季度产出缺口的数据可以清楚看到，在 1-2 季度缺口为正之后，产出缺口出现了下滑和波动，其核心原因之一就在于产能的恢复和新增产能的放量。

## 二、剔除 2009 年上半年中国经济深度下滑带来的强劲的基数效应，许多宏观参数依然处于一个正常的增长区间，2009 年 2 季度以来的反弹只是弥补了 2008-2009 年深度下滑的缺口，同比数据的高涨不可过度诠释。

**1、工业增加值增速高涨是基数效应的产物，目前工业生产在弥补缺口后，没有回到危机前的增长轨道之中。**工业增加值增速 1-5 月达到 18.5%，达到近 10 年来同期高位。但是，与 2008 年同期相比，仅增长了 26%，折合年率平均年增长率为 12%，增速略低于危机前的平均水平（15%左右）。不过，1-5 月工业品出厂价格指数出现高达 7.1%的增长，其核心原因就是 2009 年的基数效应和危机带来的潜在产出损失效应。

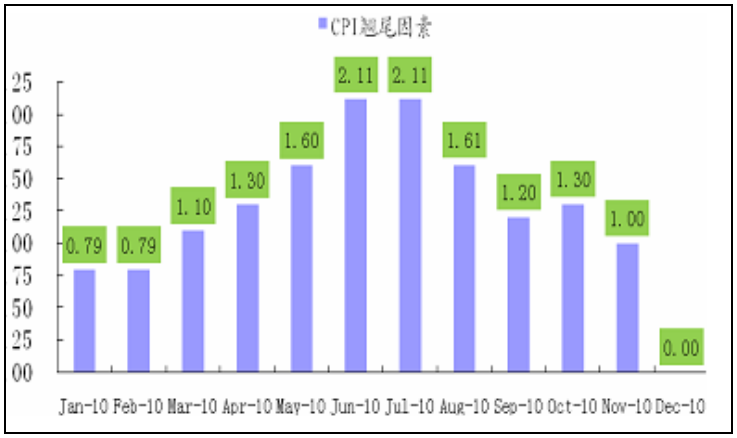
**2、发电量增速高涨是 2009 年重工业深度下滑与 2010 年高能耗产业偏向型复苏的产物。**虽然 1-5 月达到 21.4%，出于近 10 年来的高位，但是较 2008 年同期仅增长 17.5%，平均年增长率不到 9%，低于中国正常年份的增速。如果我们考虑到目前增长是重化工偏向型增长，剔除个别高耗能部门的用电量，普通产业的用电量增速大大低于正常年份的增速。

**3、利润指标并没有完全恢复**。工业企业利润 1-5 月同比增长 81.6%，为近十年来同期最高增速。但是导致这种高增长的原因有几个：一是基数效应，2009 年同期企业利润下滑了 22.9%，因此 2010 年较 2008 年同期仅增长 39.8%，年均增速不到 20%，低于 2003-2007 年的平均增速（37.5%）；二是盘子效应，即工业企业的主营业务收入大幅增长，导致利润来源基础扩大，而利润率却出现了明显下滑。1-5 月工业企业主营业务同比增长了 38.2%，剔除该因素，直接导致 2010 年的工业企业利润率较 2008 年同期下滑了 24.5%，因此企业效益远远没有回复到危机前的水平；三是价格效应，即 2010 年 1-5 月 PPI 大幅度上涨 5.5%，而 2009 年同期却下降了 5.9%，直接导致利润总额增长幅度提高了近 12 个百分点。如果进一步考察，我们还会发现很多主要行业的利润和利润率都比 2008 年同期要低，依然处于恢复状态。

**4、财政所对应的宏观经济状况并没有数字反映得那么好。**1-5 月财政收入同比增长 30.8%，基本回复了正常年份的同期水平。但是，在考虑以下因素之后，财政所反映的宏观经济状况并非那么景气。第一、剔除 2009 年同期下滑 6.7%的因素，2009-2010 年年均增速仅为 11%。第二、如果考虑目前非税收入增长、税收征管力度加强、各种税率调整等因素，与宏观经济增长直接对应的财政收入的增长不到 20%；第三、与宏观经济相对应的主要税种的增长状况并不良好。例如较 2008 年同期相比，今年 1-5 月增值税仅增长 7%，企业所得税增长 12%，海关税收入仅增长 8.7%。

**5、价格因素的翘尾因素较为严重，在剔除粮食价格和燃油价格之后的核心 CPI 依然处于正常区域。**例如今年 5 月 CPI 为 3.1%，但翘尾因素之后，新涨价因素仅为 1.5%，CPI 环比还出现了 0.1%下降。如果剔除粮食和燃油价格之后的核心 CPI 仅为 1%左右，依然处于历史正常、可接受的水平（参见图 15）。

**图 15　2010 年中国 CPI 翘尾因素**




## 三、各类数据 1-5 月虽然处于历史同期的高位，但相当部分指标都呈现出高点回落的趋势，目前强劲反弹的局面不可持续。

**1、固定资产投资增速出现逐月下滑的局面，剔除房地产开发投资迅猛增长的因素，非房地产类的固定资产投资下降速度很大，很可能超过了动态平衡的临界值。**全社会固定资产投资自 2009 年 4 季度达到高点后，一直处于下滑的趋势，名义增速从 38.7%一直下滑到 2010 年 5 月 25.4%，实际增速从 37.9%下降到 2010 年 5 月的 23.5%，下降幅度分别为 13.3 和 14.4 个百分点。如果剔除今年房地产投资大幅度上涨的因素，非房地产类固定资产投资增速下滑了 15 个百分点，到 5 月份非房地产类固定资产实际投资增速仅为 22%左右（参见图 16）。

图 16 中国固定资产名义增速

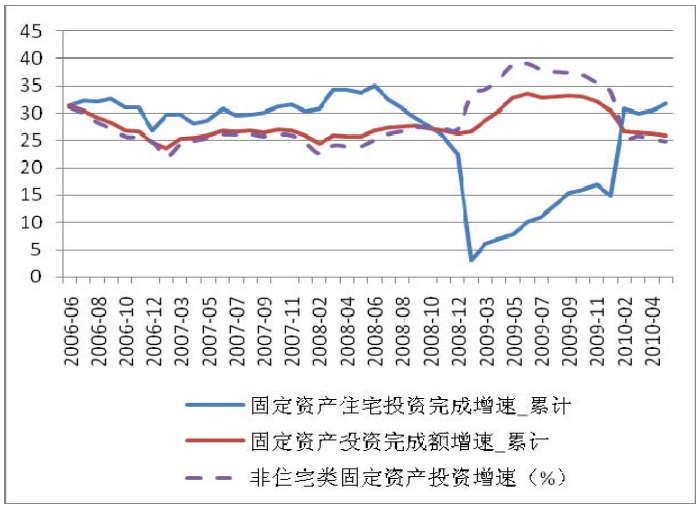
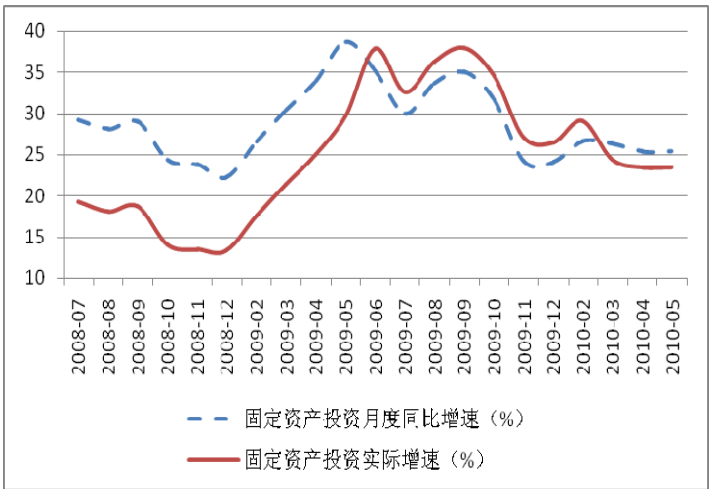
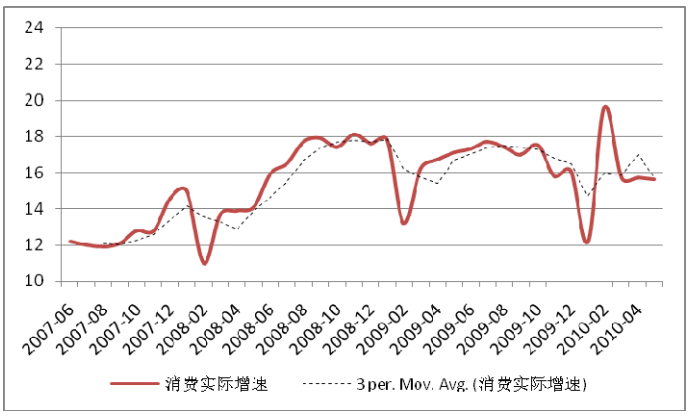



图 17 固定资产实际增速



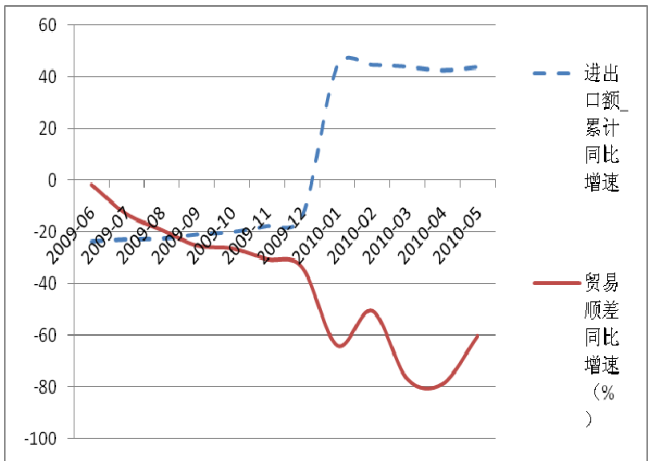

**2、名义消费增速虽然依然处于高位运行的状态，但是剔除价格因素，实际消费增速也略显疲态。**1-5 月，名义消费增速达到 18.5%，处于历史同期高位。但是，剔除价格因素，实际消费增速比去年同期下降了 1.7 个百分点，比 2008 年同期下降了 0.6 个百分点。同时，从月度变化来看，实际增速从 2 月的 19.6% 下降到 5 月的 15.6%（参见图 18）

图 18　中国实际消费增速



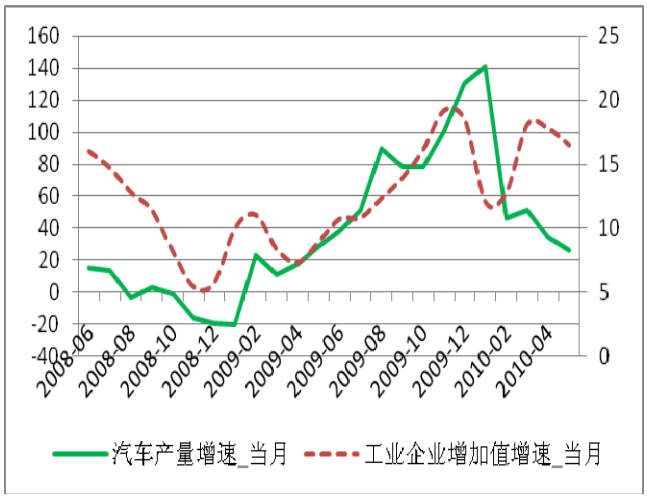

**3、进出口增速都快速上涨，但贸易顺差持续处于恶化的状态。**1-5 月中国进出口贸易总额累计增长 44%，其中出口累计增长 33.2%，而进口累计增长 57.5%，这直接导致贸易顺差累计恶化 60%，直接导致国民核算中外需对 GDP 的贡献下降（参见图 19）。

图 19 中国贸易增速（%）




**4、工业增加值和部分主要工业产品产量增速出现逐月下降的趋势。**工业增加值从 3 月开始已经连续 3 个下滑，而汽车生产产量增速从 1 月的 141%下降到 5 月的 26.7%（参见图 20）

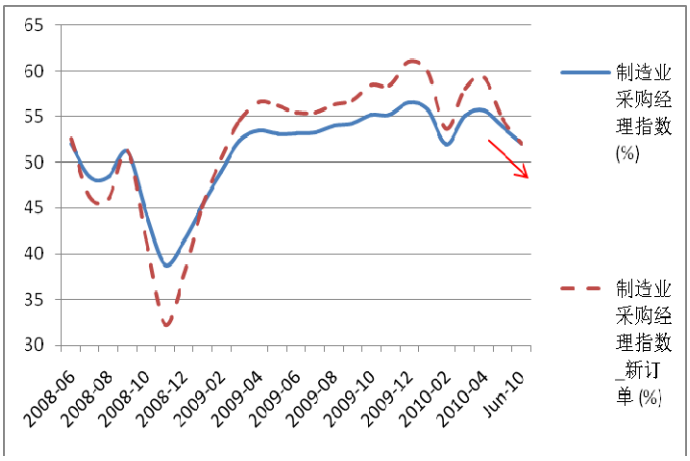
图 20　工业增加值与汽车产量增速（%）




**5、PMI 指数连续大幅度回落。**2010 年 6 月，中国制造业采购经理指数（PMI）为 52.1%，低于上月 1.8 个百分点，该指数已连续两个月回落，幅度达到 3.6 个百分点，是 2009 年 3 月以来的新低。同时，于是未来制造业需求走向的分指标——新订单指数 6 月为 52.1%，与上月相比下降 2.7 个百分点，连续两个月回落 7.2 个百分点，为 2009 年 3 月以来最低点，预示着中国未来制造业增速可能面临较大的下滑压力（参见图 21）。

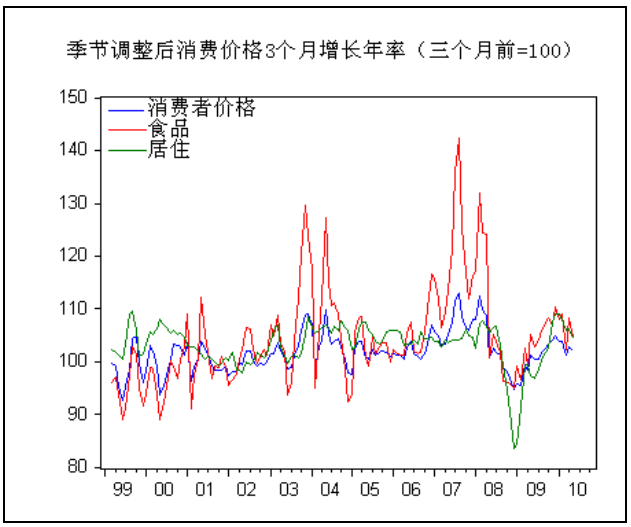
而 HSBC 公布的 6 月产出和新订单指数分别为 49.6%和 49.7%，自 2009 年 4 月以来首次降至 50%以下；新出口订单指数更是大幅下降 4.7%至 48.2%，为 2009 年 6 月以来首次降至 50%以下；而 CFLP 制造业 PMI 购进价格指数比上月大幅下降，原材料库存指数下滑降至 50%以下，中国制造业景气状况发生了根本性逆转。

图 21　中国 PMI 指数（%）



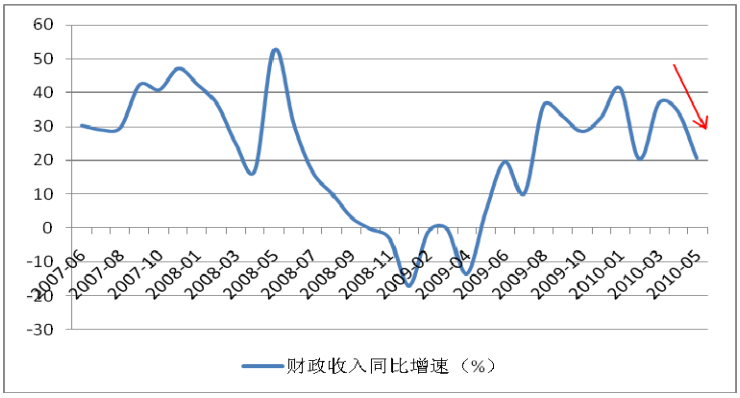

**6、价格指数开始出现缓和与回落的趋势。**5 月份总指数、食品和居住三个月增长年率分别为 1.9%，4.5%和 4.4%。均比 4 月份 2.7%，8.1%和 6.2%出现一定幅度的下降（参见图 22）。

图 22 季节调整后折年率消费类价格（%）




**7．财政收入同比增速出现回落。**5 月份，全国财政收入 7917.66 亿元，比去年同月增加 1348.19 亿元，增长 20.5%。季节调整后，财政收入同比增速仍在红灯区继续上行。其中，中央本级收入 4749.18 亿元，增长 16.9%；地方本级收入 3168.48 亿元，增长 26.4%。但 5 月份收入与前 4 个月相比，收入增幅回落 13.6 个百分点（参见图 23）。

图 23 中国财政收入同比增速（%）

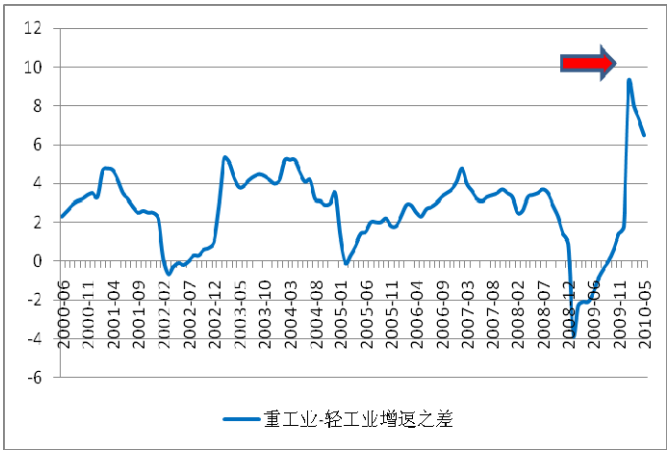



**四、在投资偏向型政策刺激、通货膨胀预期等因素的作用下，总供给的增速明显超过总需求增速、重工业增速明显超过轻工业增速的趋势，这种重工业偏向型复苏和中间品需求驱动型复苏很可能使中国总量平衡和结构性问题在经济反弹过程中进一步恶化，动态平衡与可持续问题将面临挑战。**

1、1-5 月份，进口增速（57.5%）超过出口增速（33.2%）、原材料进口增速超过产成品进口增速反映了国内生产性需求大大提升，投入型膨胀十分明显，这预示着未来国内的产成品供给可能大幅度放量。

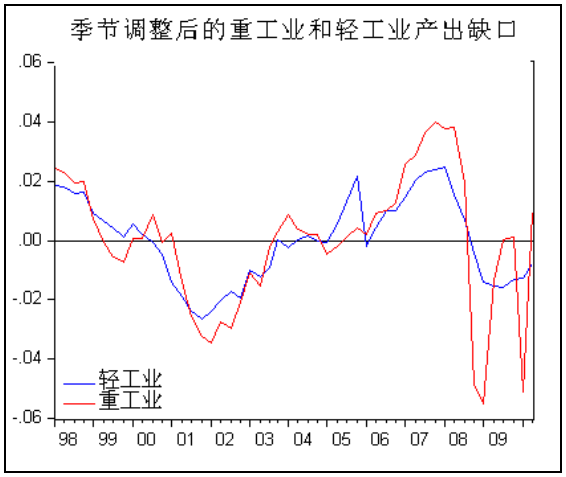
2、1-5 月份，重工业增加值增速（20.5%）大大超过轻工业增加值增速（14.0%），重工业增速与轻工业增速之差连续 4 个月超过 6%，大大超过重工业-轻工业动态平衡的临界值——重工业与轻工业增速之差 5.5%。这表明原材料、设备需求上涨较快，而最终消费需求没有跟进，现有的设备制造和投入型产成品很可能出现大规模供给过剩的局面。当然，导致这种局面很重要的原因还在于 4 万亿刺激计划不仅使我们很多产能过剩的基础行业得到了缓和，同时还进一步刺激这些行业的产能扩张，使面临的产能过剩的问题进一步恶化（参见图 24）。

图 24 重工业与轻工业增速之差（%）



这种判断可以从重工业和轻工业的产出缺口的变化可以得到证实。从图 25 可以清楚看到轻工业产出缺口依然为负（-1.1%），而重工业产出缺口却有负转正(1.2%)。这样的分化将直接导致工业增长模式不具有可持续性，未来工业产出缺口必定面临较大的波动。

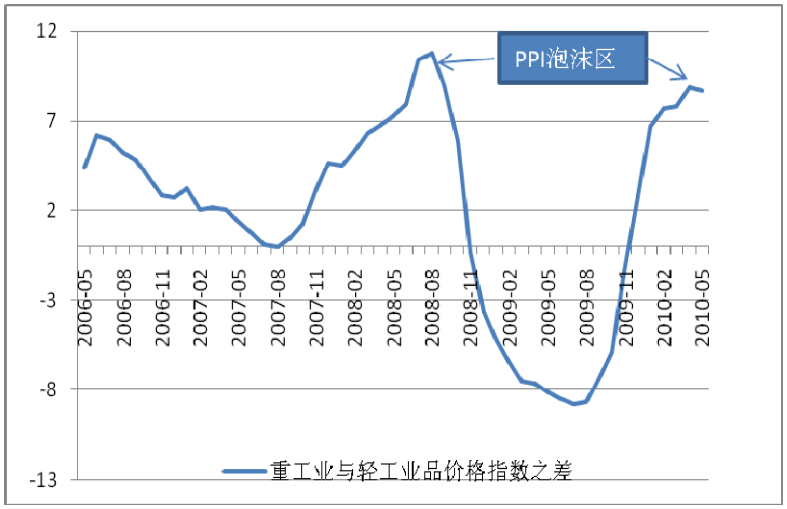
图 25　重工业和轻工业的产出缺口




3、重工业偏向型经济反弹直接导致对高能耗产业的需求大幅度提高，导致能源消耗增长幅度大幅度超过 GDP 增长速度。到 5 月份为止单位 GDP 能耗系数恶化了 2%，发电量与 GDP 增速之差达到 13.6 个百分点，处于历史高位。

4、重工业偏向型反弹不仅与过度刺激基础设施建设和大型项目有关，同时在原材料和产成品领域的投机活动也促推了重工业领域的需求。这就是我们通常所讲的“PPI 泡沫”，即由于大家预期未来原材料和投入型产成品价格上涨而进行囤积，进而导致这些相关行业高涨。从价格变化可以看到，生产资料、重工业供求状况开始出现过热状态，而生活资料市场和轻工业市场依然平稳。5 月重工业品出厂价格指数高达 11.4%，已回到 2008 年上半年的历史高点水平，而轻工业品价格指数仅为 2.44%，低于 2007 年的水平。同时 5 月生产资料价格指数达到 8.8%，与 2008 年上半年接近，而生活资料价格仅为 1.24%，涨幅大大低于 2004-2008 年的平均水平。这种价格的结构性异动将进一步导致未来供求结构失衡的恶化。

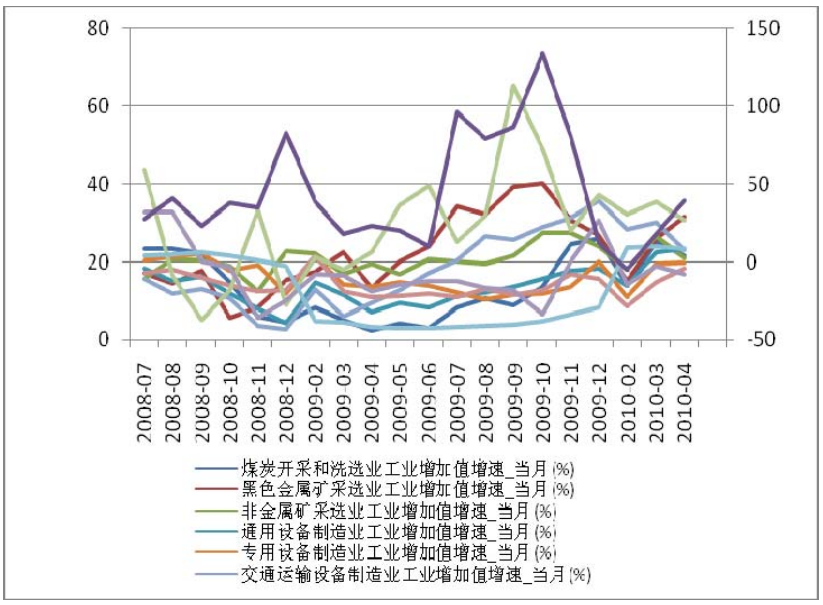
图 26 重工业与轻工业价格指数之差




**五、目前经济增长的三核心动力机制——刺激性政策、存货调整和出口复苏的性质决定当前经济增长的基础不稳固，具有强烈的易变性和敏感性。刺激性政策的逐步退出、存货周期调整的逆转、世界经济的不确定决定了中国未来经济增长逆转的压力日益加剧。**

**1、深入分析导致目前 GDP 快速增长的行业，我们会发现，1-5 月增加值增速超过 22%的行业主要集中在 4 万亿刺激方案中重点扶持和建设的行业**（参见图 26）。例如，黑色金属矿采选业、非金属矿采选业、其他采选业、通用设备制造业、专用设备制造业、交通运输设备制造业、电气机械及器材制造业、废弃资源和废旧材料回收加工业等。而一般市场导向的行业的增速基本低于平均水平。

图 26　增速超过 22%的行业




**2、如果对目前 GDP 增长因素进行分解，我们会驱动目前增长的动力机制主**

**要来源于以下 3 个方面，并分别具有行政性、短期性、易变性等特征。**

1）在消费性刺激政策的作用下，消费对 GDP 的拉动率逐季提升。2010 年 1 季度消费拉动率较 2009 年 1 季度提高了 2.5 个百分点，占 2009 年经济提升的 43%。但是一次性行政性消费刺激政策对消费提升的作用必将走到递减的区域。因此，即使目前依然保持刺激政策不变，消费增速也会出现高位回调。这在 2010 年第二季度开始显现。

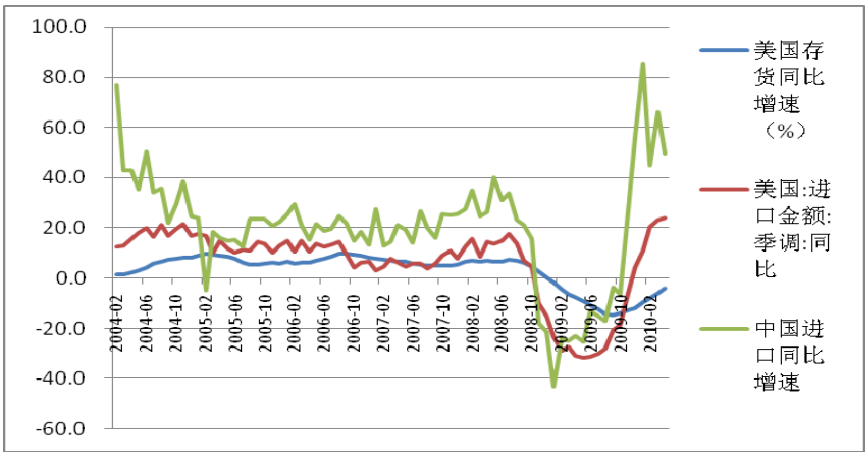
2）存货投资面临逆转的威胁。2009 年 1 季度由于强烈的去存货投资，直接导致负存货投资拉动 GDP 增长-5.3 个百分点，而到 2010 年 1 季度，由于库存的回补，直接导致存货投资对 GDP 的拉动率由负转正达到 1.5 个百分点（参见表 2）。这种存货投资的逆转可以说明是经济逆转的核心原因。但是，存货周期的调整并不稳定，它具有强烈的易变性，依赖于人们对短期宏观经济形式和通货膨胀预期的调整而快速调整。同时，存货回补周期往往不会超过 5 个季度。因此，存货周期的力量很可能在 2010 年第三季度发生明显逆转。

表 2 中国 GDP 增长及其核算

| | 2009 1 | 2009. 1-2 | 2009 1-3 | 2009. 1-4 | 2010 1 | 2010 1-2 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 消费拉动率 | 3.7 | 3.8 | 4.0 | 4.1 | 6.2 | 5.7 |
| 贡献率 | 60.7 | 53.5 | 51.9 | 47.9 | 52.1 | 54.3 |
| 投资拉动率 | 2.9 | 6.2 | 7.3 | 7.4 | 6.9 | 5.9 |
| 贡献率 | 47.5 | 87.3 | 94.8 | 86.4 | 57.9 | 56.2 |
| 其中：存货投资因素 | -5.1 | -3.3 | -2.2 | -1.9 | 1.5 | 1.4 |
| 净出口拉动率 | -0.5 | -2.9 | -3.6 | -2.8 | -1.2 | -1.1 |
| 贡献率 | -8.2 | -40.8 | -46.8 | -34.3 | -9.9 | -10.5 |
| GDP 实际增速 | 6.1 | 7.1 | 7.7 | 8.7 | 11.9 | 10.5 |

3）外需状况得到改善，特别是出口增速出现明显的恢复。但是如果深入分析 2010 年 1-5 月，特别是 5 月份出口大幅度上涨的原因，我们会发现出口增速上涨取决于几个原因：（1）基数效应；（2）是贸易商对于中国 6 月份出口退税政策、高新机电设备补贴政策、汇率政策进行调整的提前性对冲的产物；（3）是欧美等国经济复苏的产物，特别是发达国家存货周期回调的产物。2009 年 3 季度欧美经济开始存货回补，直接导致 2009 年美国存货投资对 GDP 的贡献率达到 3.6 个百分点。而全世界的存货回补都集中在物质制成品和原材料上，而这些贸易集中体现在东亚区域。因此，日本、韩国、东盟以及中国的出口都出现了高达 30% 以上的反弹。但是，这种反弹是短期的、易变的。因此，欧美的存货回补时期是短暂的、易变的。这决定了在 2010 年第三季度存货大幅度回调之后，中国和东亚外贸出口将出现明显回落。

图 27 美国存货调整与中国出口

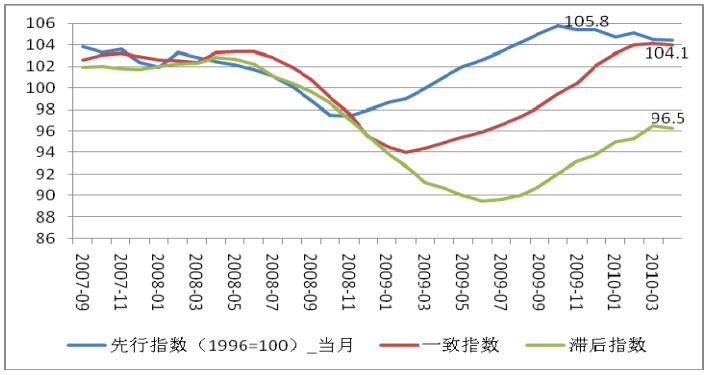



# 第三部 “前高后低”的趋势性分析

从前面 2 各部分分析我们可以得出以下结论：**2010 年 1-6 月中国宏观经济虽然延续 2009 年二季度以来的强劲反弹，许多指标都达到了今年来同期高位。但是这种经济的反弹和复苏是建立在强劲的刺激性政策、强烈的基数效应、潜在产出短期损失、结构恶化以及动态平衡等因素之上，经济增长的动力机制严重依赖于刺激政策的延续、存货调整的回调以及世界经济不确定性的复苏，因而其增长态势具有短期性、脆弱性、多变性等特征。**这些特征结合各种先期指标体系的走向和各种宏观变量的内在逻辑关系，就能够对中国未来宏观经济的变化进行趋势性的分析。

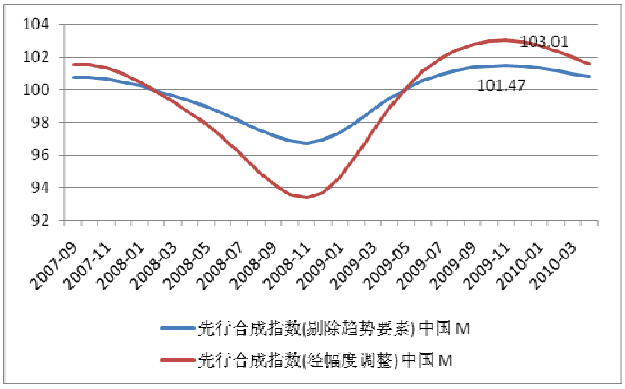
## 一、从各类先行指数的变化来看，中国宏观经济在短期内已经见顶，下行力量在 5-6 月开始显现，第四季度宏观经济下滑将比较明显。

**图 28 国家统计局中国宏观经济先行指数**



根据中国国家统计局公布的经济景气指数表明，中国先行指数于 2009 年 10 月见顶，达到 105.8%，一致指数于 2010 年 3 月见顶，达到 104.1%，而滞后指数在 2010 年 3-4 月开始出现波动，4 月较 4 月下滑了 0.2 个百分点（参见图 28）。从计量研究结果来看，中国先行指数比实体经济领先 5 个月左右，说明 2010 年 3 月很可能是本轮波动调整的高点；滞后指数一般滞后于先行指标 6 个月，因此在 2010 年 4 季度各类指标可能出现同步下滑的局面。

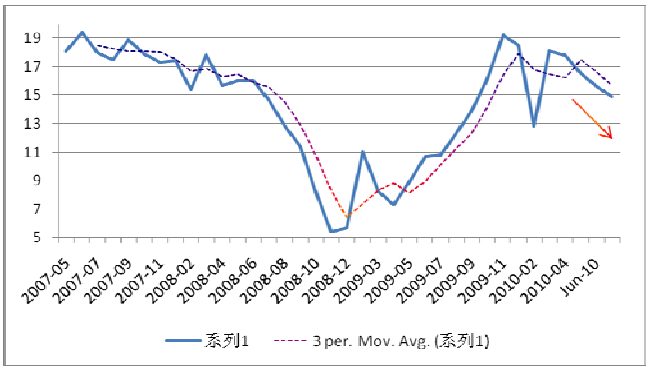
**图 29　OECD 中国先行指数（%）**




同时，我们可以利用 OECD 中国合成先行指数的变化来进行辅助说明。OECD 中国合成先行指数（CLI）分别在 2009 年 10 月和 11 月见顶（参见图 29）。由于该参数一般快于实体经济 6 个月，这意味着中国宏观经济在 2010 年 4-5 月见顶下滑。

## 二、各类先行参数表明，目前工业增加值增速见顶回落可能是一种趋势性的下滑，而不是短期波动。

**图 30　工业增加值及其趋势**




工业增加值增速在 2009 年年底达到高点，今年 1 季度保持了较高水平，但是从趋势图来看，二季度已出现明显的下滑（参见图 30）。这种趋势可以从各类先行指标得到佐证：一是 PMI 各类订单指数在 5、6 月份出现明显下滑。二是 OECD 中国工业生产指数在 2010 年 1 月达到高点，该参数一般领先中国工业生产 3 个月左右。

图 31　PMI 指数开始下滑

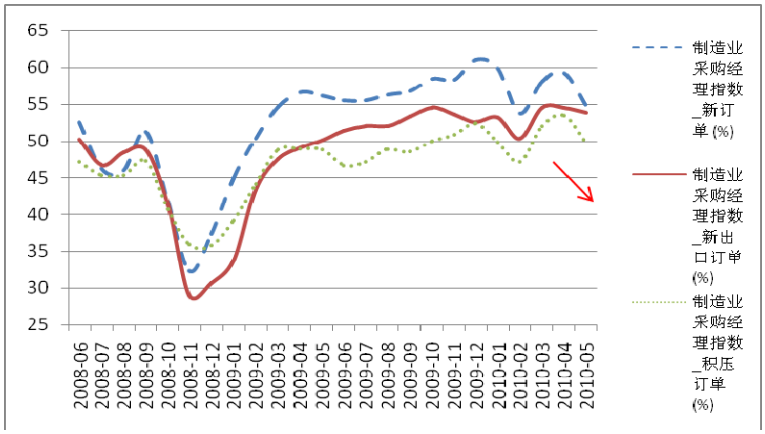
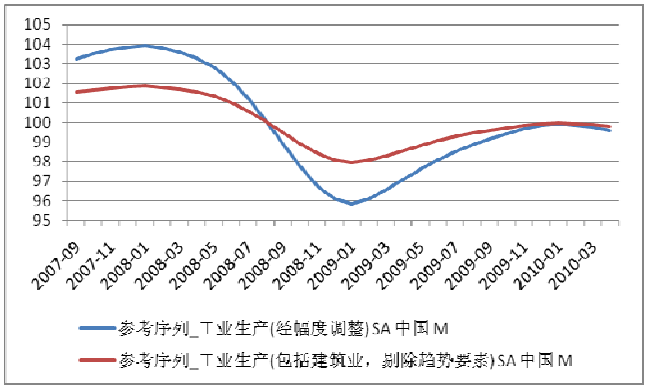
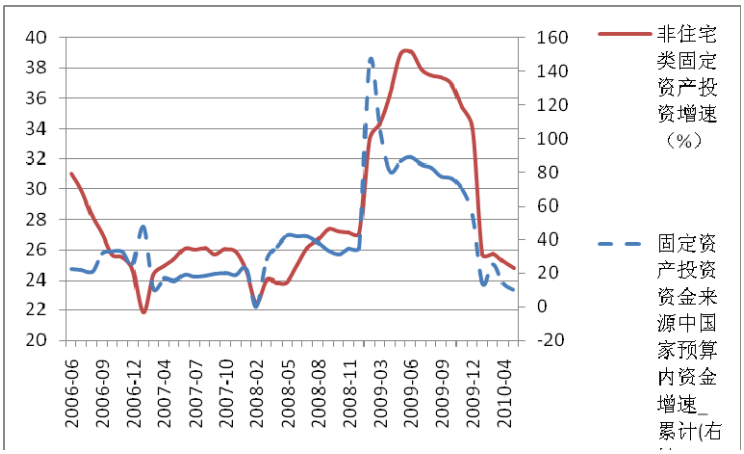



**图 32　OECD 中国工业生产指数**




三、在政府投资计划增量性退出、地方投融资平台的清理等多重因素的作用下，非房地产类全社会固定资产投资增速已经出现明显下滑，随着投资性刺激政策的进一步退出，以及对地方投融资平台的清理，以基础设施建设和制造业为核心的固定资产投资增速回落将进一步加速。

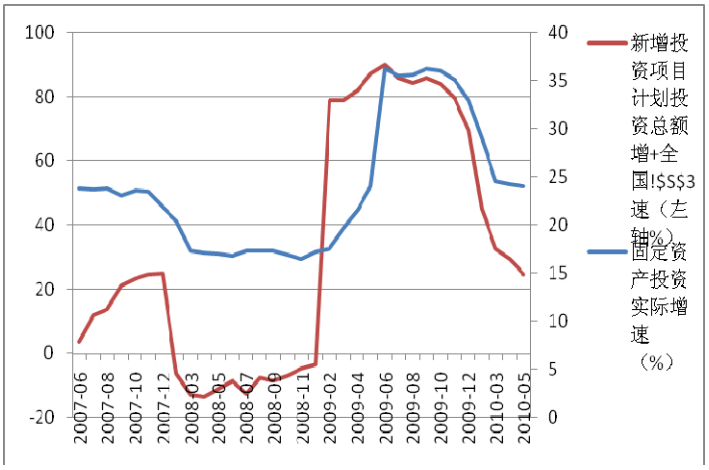
**图 33 政策退出引领非住宅类固定资产投资回落**




一般国家预算内资金是中国投资资金来源“松”与“紧”的前期风向标。因为中国投资向来以国家项目和投资计划以及相应的信贷配合为导向。因此，它一般比全社会固定资产投资来源要先行 10 个月左右，固定投资国家预算内资金投入的增速在 2009 年 1 季度达到高点，这意味着全社会固定资产投资资金来源在 2009 年底到 2010 年 1 季度初达到高点，以后将进入下行区域。这也将意味着未来的投资增速可能步入持续下滑区（参见图 33）。

如果我们从新增投资项目计划投资总额的变化趋势也可以看到未来投资变动的可能路径。因为该指标一般领先于实际投资 4 个月左右。新增投资项目计划投资总额增速从 2009 年底步入高增长区域，到 2009 年 4 季度开始步入下滑区间，2010 年二季度步入正常增速区间。这意味着投资计划的惯性将在 2010 年 3-4 季度步入较为强劲的下滑区域。按照我们的模型测算，2010 年全年固定资产增速为 23.1%，四季度固定资产增速可能回到 20%的水平（参见图 34）。

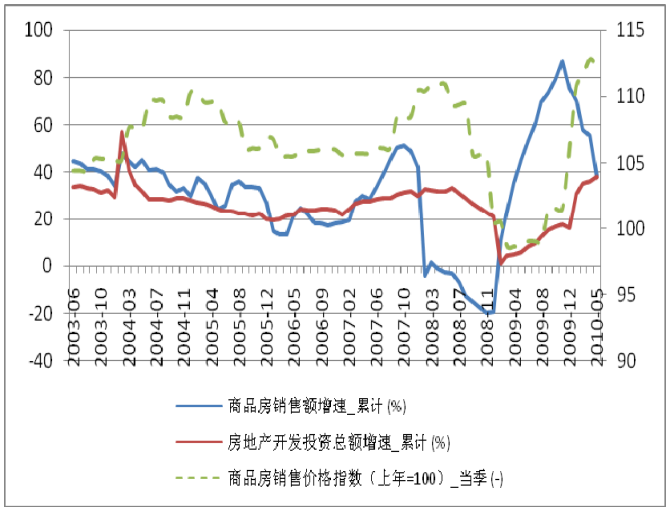
图 34 固定资产投资回落




**四、房产新政的持续实施，必将使房地产投资增速出现明显回落，从而导致总体固定资产在 4 季度可能面临加速下滑，引发投资动态失衡和总量失衡的问题——房地产市场不会硬着陆，但可能诱发宏观经**

济总量的失衡。

**图 35　房地产参数**

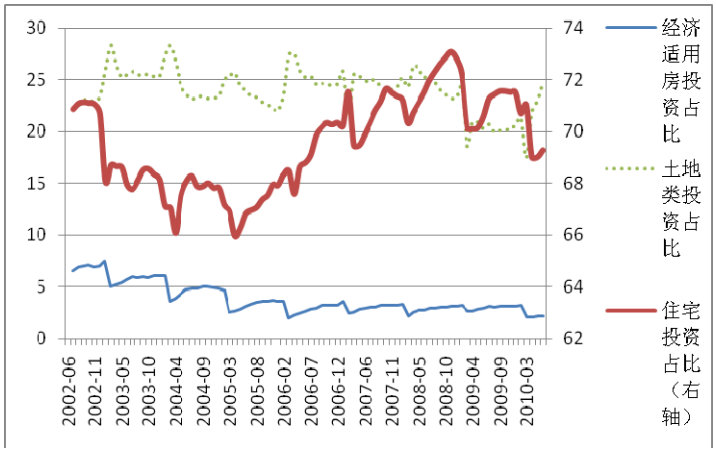



自 2010 年 4 月出台房地产调控政策以来，房地产市场发生几个极大的变化变化：一是销售量大幅度下滑，全面销售收入增速由正转负，一线城市下降幅度普遍达到 60%以上。二是价格依然坚挺，70 个大中城市商品房销售价格指数 5 月同比上涨 12.4%，环比上涨 0.2%；三是房地产资金依然相对充裕，1-5 月份房地产资金来源总计增长 57.5%；四是房地产投资逐月加速，1-5 月房地产投资增速达到 38.2%（参见图 35）。但是，如果充分考虑到中国房地产新政的调控目标、调控手段以及实施的方式，我们会发现国家旨在达到“挤泡沫、降房价、打投机、纠扭曲、扩供给”等多重目标的房产新政已经上升到前所没有的高度——首长问责制，在房地产价格没有出现明显松动，投机活动没有出现明显减少的情况下，房产新政将持续相当一段时期。而这势必会引起中国房地产价格和投资的下滑。目前没有出现这种状况，其核心原因在于房地产投资具有强烈的惯性，但这种惯性一般能够延续 6 个月左右。另外，房地产调控的效果往往具有强烈的滞后效应。一般而言，从销售面积下滑到房地产价格出现明显松动一般需要 4-6 个月左右，而从房地产价格明显下滑到房地产新开工项目之间一般要 2 个月左右。因此，按照正常的房地产调控的传递逻辑和滞后期，同时考虑中国目前房地产市场的高度竞争和资金相对充裕的特点，从房地产新政到房地产固定资产投资明显下滑需要 5-7 个月左右，即在 2010 年第 4 季度房地产投资必定出现较大幅度的下滑。

当然，房地产投资下滑的幅度取决于价格调整的幅度以及未来政策的调整。但是，可以明确的是，即使 2010 年中国保障性住房建设投资得到全面的落实，房地产投资依然会出现较大幅度的下滑。因为保障性住房建设投资占总体房地产市场的投资的比重太小，不足以弥补商品房投资下滑产生的缺口。如下图所示，在 2009 年保证性住房建设力度大力加强的环境下，经济适用房投资占房地产投资的比重为 3.1%，而住宅投资和土地类投资占比分别为 70.7%和 21.3%。如果按照 07-08 年房地产调整的模式来推算，本次调控带来的投资下滑可能会达到 10 个点左右，其中住宅投资和土地类投资下降可能高达 15%。这样，如果经济适用房投资要弥补该缺口，就需要增加 4.5 倍左右。但这种大幅度增长的可能是没有的。因为从 2010 年 1-5 月经济适用房投资状况来看，其投资增速从 2009 年的

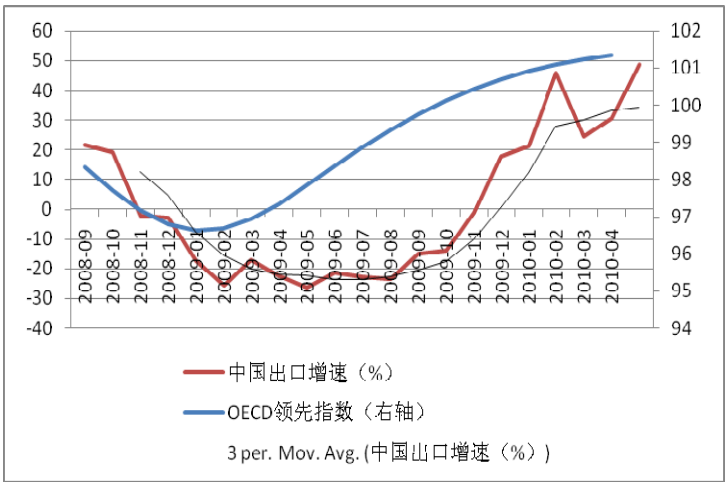
17.3%下降到目前的 2.4%，其占比从 2009 年的 3.1%下降到目前的 2.1%。在房地产市场下滑与政府收入下滑的环境中，2010 年保障性住房的投入必定大打折扣，远逊于 2009 年的表现。

图 36 房地产开发投资的结构




**五、在欧洲主权债务危机、主要发达国家存货周期逆转、全球复苏的不确定性气氛的蔓延、国际金融市场低迷、人民币汇率升值、中国刺激性贸易政策的逐步退出等多重因素的作用下，中国出口增速高点已现，增速将逐步回落，到 4 季度可能面临加速下滑的风险。**

图 37 OECD 先行指数于中国出口增速

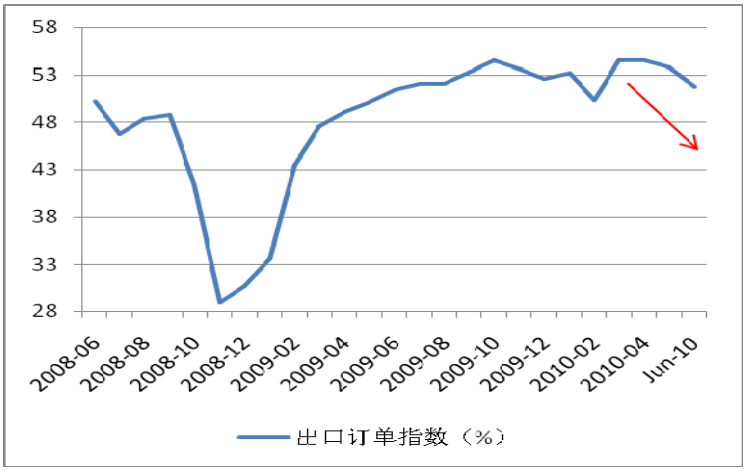



**1、OECD 综合领先指数的见顶预示中国出口在 4 季度面临下滑的压力。**OECD 综合领先指数是中国出口增长很好的先行指标，前者正常领先后者 4 个月左右，目前 OECD 综合领先指数虽然依然持续攀升，但上涨速度已经度过其高点（参见图 37）。同时由于欧洲主权债务危机的影响，欧洲的流动性、消费指数、就业指数出现逆转。因此，欧洲宏观经济景气将在 5 月见顶，6 月份出现明显回落。由

此可以推断的是，中国出口在未来 2 个月左右将依然保持较高水平，但到 10 月份下滑趋势将十分明显。

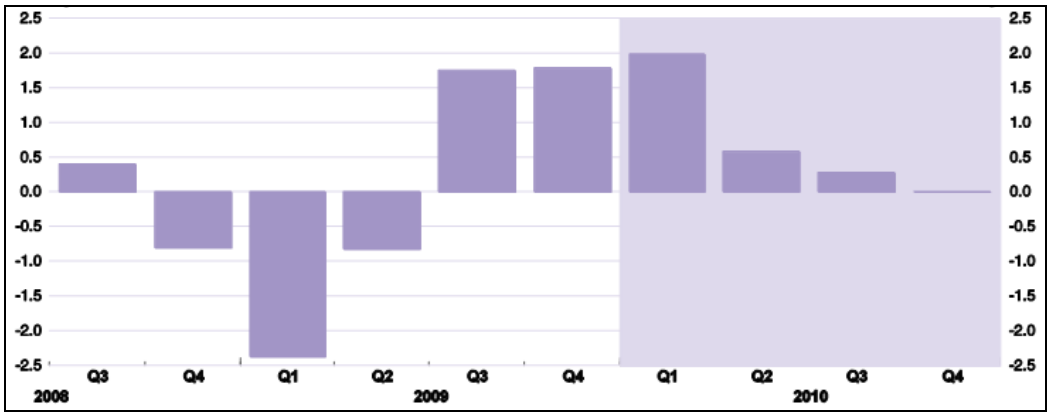
**2、中国出口订单指数连续 3 个月的下滑，预示着未来出口下滑压力将加剧。**自 2009 年 1 月开始，中国出口订单指数强劲反弹，于 2009 年 4 季度进入高涨。但是这种局面在 2010 年 3 月开始出现回调，3-6 月出口订单指数下滑了 2.8 个点（参见图 38）。这种下滑的趋势与 2010 年几次广交会订单签订的情况基本是一致的。107 期广交会比 106 期出口成交微增 2.1%，且订单多以短订单为主。

**图 38　中国出口订单指数**



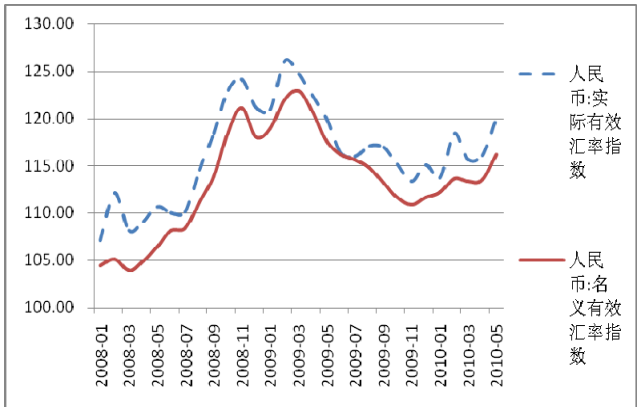

**3、发达国家存货投资的见顶预示着中国出口增长的在四季度中旬出现明显变化。**另外，正如前面论述所言，中国、德国以及整个东亚区域之所以在 2010 年 1-5 月出现出口增速同步大幅度提高，其核心原因在于整个世界特别是发达国家都处在存货周期的库存回补阶段。而目前库存回补集中体现在制成品和原材料。这直接导致对于制成品出口大国的出口需求大幅度提升。一般而言，美国库存出调整领先中国出口 4 个月，美国库存回补在 2009 年第四季度达到高点，而 OECD 国家在 2010 年第一季度达到高点。这意味着在今年第二、三季度发达国家库存回补将出现明显回落。这直接决定中国出口应当在第四季度中旬可能出现明显回落。这从 39 图的数据可以得到证实。2010 年 2 季度 OECD 存货投资对于 GDP 德贡献率将下降 1.4 个百分点。

图 39：OECD 国家存货投资对于 GDP 的贡献率



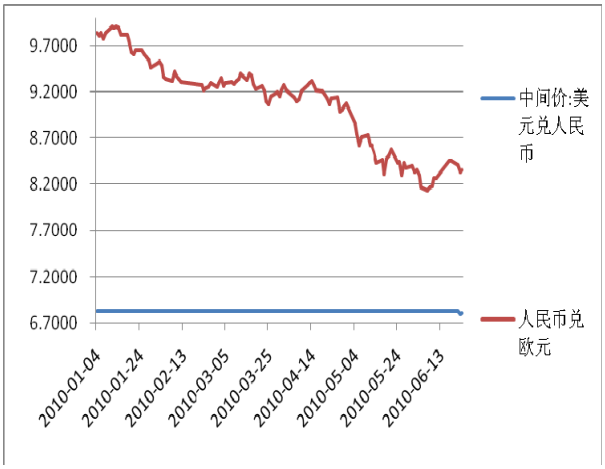
**4、中国汇率的“被升值”和中国重返“汇改轨道”，将使人民币出现实质性升值，并在 4-6 个月左右对中国出口产生冲击。**

图 40 人民币有效汇率指数（%）




如图 40 和 41 所示，自 2009 年 1 季度到 2010 年 6 月初以来，由于美元的升值和欧元的贬值等多重因素，人民币实际有效汇率和名义有效汇率分别升值了 5.1%和 5.7%，直接导致“被升值”。自 2010 年 6 月下旬以来，人民币汇率制度重启改革，导致人民币开始盯住一揽子汇率，并进行 0.5%范围内的波动。这导致人民币在年内可能会出现 3%左右的升值。根据人民大学的测算，这些升值将在 4-6 月对于出口带来 6-7%的冲击。

图 41 人民币对美元和欧元的比价




5、**欧洲主权债务危机、全球刺激性政策的逐步退出将通过各种途径对于中国出口需求产生一定的影响。**值得说明的是，由于这些因素具有强烈的不确定性和滞后效应，对目前出口没有产生影响，但这并不意味着这些因素不会在未来产生强劲的影响。事实上，欧洲主权债务危机并非南欧五国的财政不可持续，而是反映了欧元区在制度设计和危机应对上都存在致命的缺陷，因此它会通过“欧元”这个杠杆，产生强烈的放大和支点效应。同时，由于它对汇率、国际资本流动带来了巨大的冲击，这势必会通过贸易融资的减少、汇率对冲的成本增加、援助的减少等途径对于国际贸易产生较大的影响。 同时，欧洲主权债务危机也提醒额各国必须关注主权债务问题，同时快速启动赤字削减。由于目前 2009 年全世界平均赤字率达到 7.2%，而 OECD 各国平均水平达到 7.9% 而世界各国的债务率平

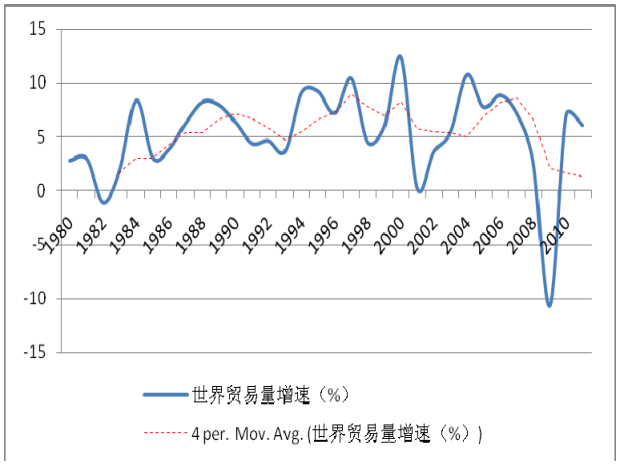
均水平达到 68.9%，其中发达国家为 90.6%，G7 为 102.5%，如果要在 2016 年将平均债务率下降到 60%，这将导致财政出现连续大幅度的同步紧缩，这将严重冲击中国未来出口增长。

**6、中国刺激性贸易政策的逐步退出也将影响中国未来的出口。**这集中体现在 6 月份取消退税的 406 个税号，虽然这次调整主要以“结构调整”为名，以“两高行业”为落脚点，其占海关税号总数的 3%左右，占 2009 年出口总额的 1%左右，但其信号意义较为强烈。

**7、外向型企业的工资水平的上调，也将对出口产生相应的影响。**特别是在“富士康事件”之后，低端劳动力市场供求关系的逆转，劳资摩擦加剧，使许多外资企业加薪，地方政府大幅度提高最低工资标准，直接对中国劳动力密集型出口产业产生冲击。虽然这种冲击在目前生产效率增速依然较高的条件下不会马上显现。

8、**世界贸易依然处于恢复期，世界贸易增速的减缓将直接导致中国贸易增速的减缓。**2009 年世界贸易总额下降了 10.6%，而 2010 年预计增长 7%，因此，目前依然处于贸易恢复期。但值得注意的是，2010 年前期是贸易快速恢复期，增长超过 15%，这意味着下半年世界贸易将进入低速、深度的恢复期。这将直接导致贸易增速出现回落。

图 42 世界贸易变化及其趋势



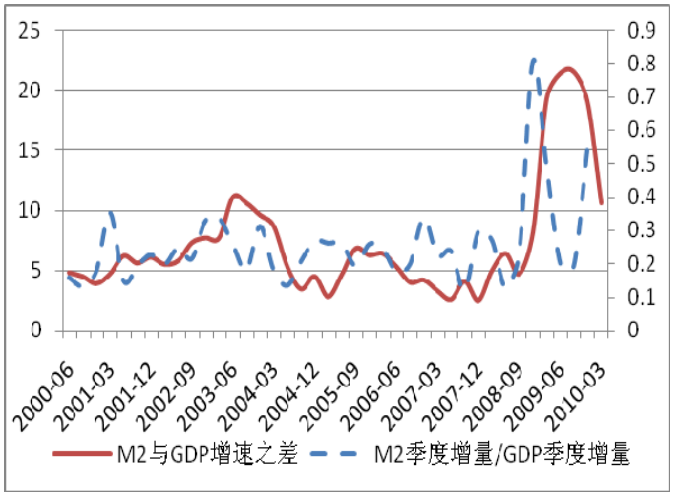

**9、发达国家 PMI 指数的波动和回调将对中国等制造业大国带来偏向性的冲击。**英国 6 月份制造业采购经理人指数(PMI)从 5 月份的 58.0 降至 57.5。法国制造业连续二个月放缓，制造业采购经理人指数(PMI)降至 6 个月低点 54.8。欧元区 6 月制造业则创下 4 个月来最低增幅，达到 55.6，比 5 月份下滑 0.2 个百分点。美国 6 月芝加哥采购经理人指数降至 59.1，低于 5 月份的 59.7。由于这些国家的制造业需求主要由东亚和德国提供，因此，这种 PMI 指数的回落具有一定的前瞻性的意义。

## 六、价格压力虽然持续存在，但在基数效应、信贷持续收紧、国际大宗商品价格下滑、世界通货紧缩压力开始显现、工资成本冲击短期难以出现、总需求增长乏力等因素的作用下，CPI 将在 8 月见顶之

后出现回落，并于 4 季度出现明显下滑。

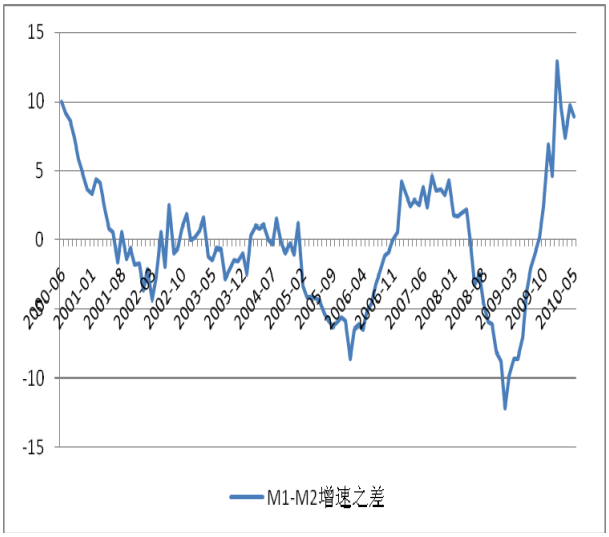
**1、由于宽松货币政策长期持续、粮食价格持续上涨以及输入性价格上涨难以在短期消化等原因，未来价格上涨压力依然持续存在。**

**图 43 来自货币冲击的价格压力**




有三大因素是未来价格上涨压力持续存在的原因：一是 2009 年-2010 年上半年大量的流动性注入必将通过各种途径成为价格上涨的核心推力。2009 年投入 9.6 万亿和 2010 年 1-5 月 4.3 万亿的贷款以及央行票据的各种正回购，导致 2009 年-2010 年 5 月之前 M2、M1 增速达到近 10 多年的历史高位，并长期持续。致使中国价格上涨压力指标 M2-GDP 增速之差长期处于 10 个百分点以上，单位 GDP 货币投放量持续位于 0.5 之上。同时，M1-M2 增速之差保持持续上升的态势，长期保持在 5 个百分点之上。按照对中国货币流通速度的测算，来自货币渠道的价格冲击已经超过 2004-2007 年的水平。由于信贷投放的惯性以及外汇储备大幅度上涨带来的被动的流动性投放，下半年的货币投放难以出现真正全面紧缩的局面。另外，大量存在资本市场和房地产市场的流动性如何转移释放也是未来物价水平必定需要面临的问题。

图 44 M2-M1 增速之差（%）



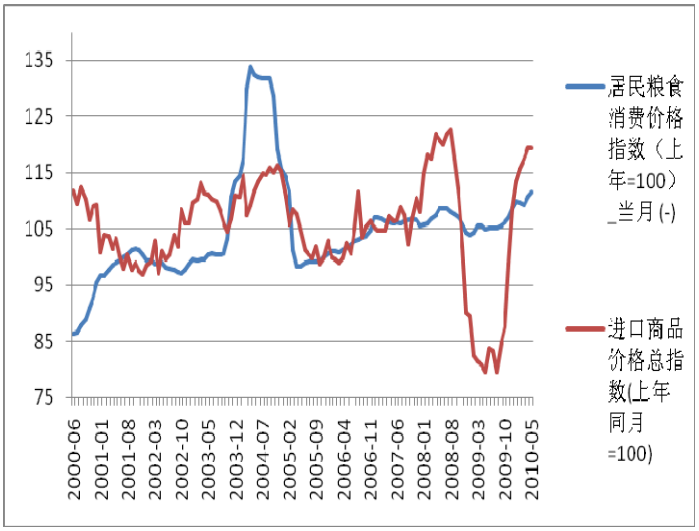
二是粮食价格依然存在持续高速上涨的压力。虽然目前食品价格和农产品价格上涨得到缓和，但是缓和的核心力量在于蔬菜、水果以及猪肉价格季节性的缓和。对 CPI 变动起核心作用的粮食价格却一直处于直线上升的态势。前两个季度上涨幅度达到 7%左右，5 月粮食价格同比上涨达到 11.5%。同时由于今年气候的因素，夏粮已出现轻幅减产，秋粮前途难料，未来粮食价格进一步上涨的概率很大。

表 3　中国食品类价格上涨惯性系数

| 价格上涨惯性系数（基于环比增长年率计算） | |
|---|---|
| **粮食** | **0.68** |
| **肉类** | **0.64** |
| 蛋类 | 0.28 |
| 水产 | 0.28 |
| 鲜菜 | 0.00 |
| 鲜果 | 0.21 |

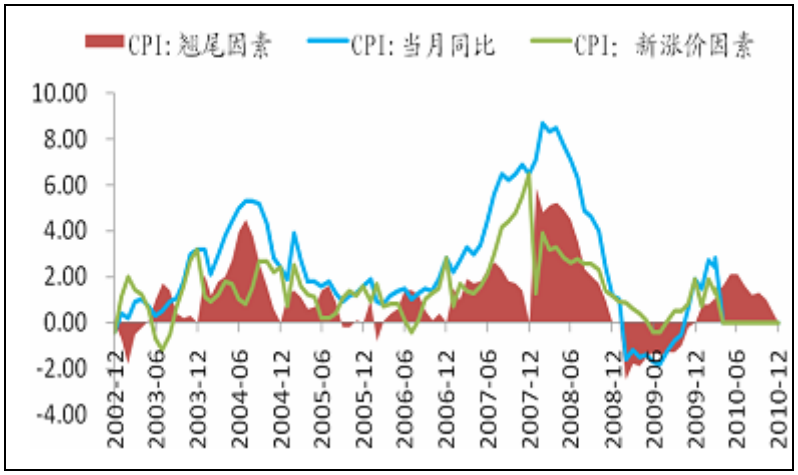
三是进口商品价格上涨的冲击将在一段时期内才能得到消化吸收。虽然，目前国际大宗商品价格出现了回落，但是我国进口商品价格同比依然处于上升的区域，到 2010 年 5 月同比上涨幅度达到 19.4%（参见图 45）。

图 45 中国粮食消费价格指数与进口商品价格指数（%）



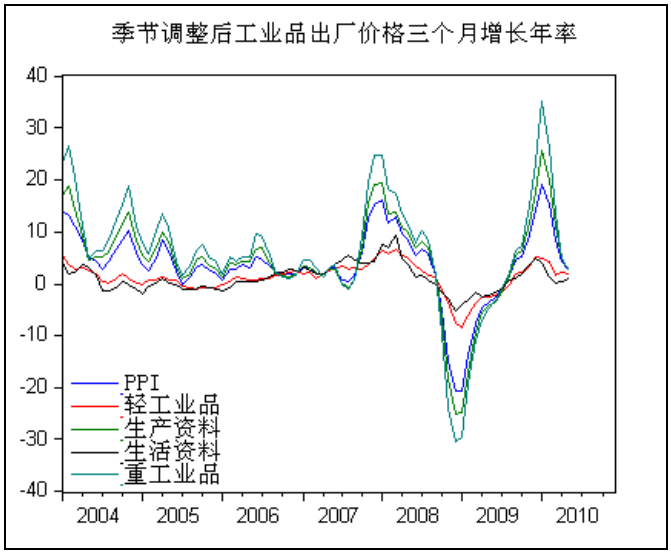

**2、翘尾因素不仅是上半年价格上涨的核心原因之一，同时也是下半年价格水平回落的核心原因之一。**2010 年全年的翘尾因素超过 1%，其中 6-7 月的翘尾因素超过 2%，而 12 月的翘尾因素为 0。这直接导致在未来新涨价因素相对平缓的条件下，价格水平呈现明显的“前高后低”的发展趋势。

图 46 2010 年 CPI 构成要素




**3、PPI 已经出现明显的缓和，在投资增速下滑、存货调整逆转、重工业增速下滑以及国际大宗商品价格下滑等因素的作用下，PPI 高点已现，下半年将步入回调期。**如 47 图所示，PPI 环比折年率价格指数自 2 月达到 7.12%的高点以后出现回落，到 5 月该参数仅为 1.51%，其中下滑速度最为明显的是生产资料价格和重工业品价格，其折年率环比分别从从 1 月的 26.13%、37.45%下降到 5 月的 0.67%和 0.32%。这种下降的幅度将在下半年更为明显。因此，来自上游产业对 CPI 的价格冲击远远小于 2004-2007 年的水平。

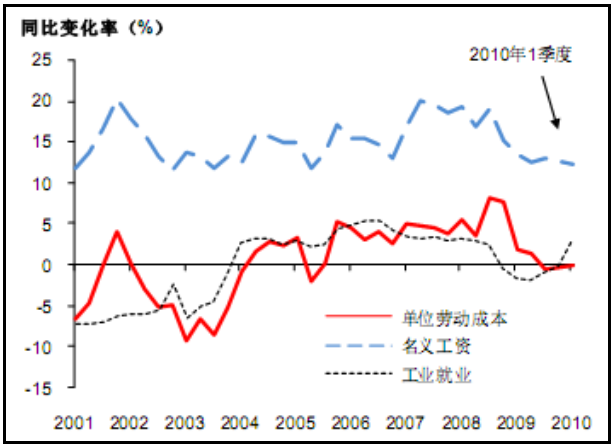
图 47　PPI 环比折年率（%）




**4、工资的上涨必定会带来成本上涨的压力，但中国劳动生产率水平的持续提高，使单位产品的劳动力成本压力并不会在近期转化为通货膨胀的压力。**

劳动力成本单位劳动力成本

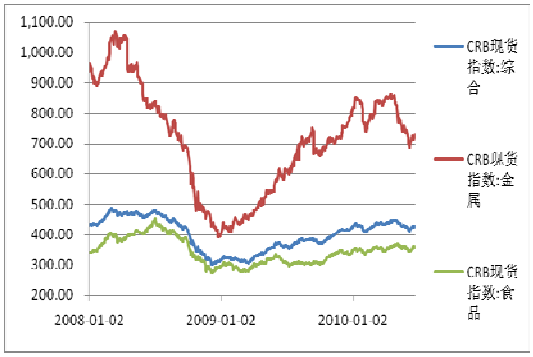
**图 48 工资与成本增长速度（%）**




正如后面论述所言，中国经济正处于结构性调整的拐点性时期，其核心标志就是低端劳动力市场供求发生根本性变化而启动的“刘易斯拐点”的到来以及劳动力市场摩擦的加剧。“刘易斯拐点”的到来意味着中国劳动力工资水平增速将进入到一个市场化增长的全新路径。同时由于劳动力摩擦的加剧，导致劳动法以及最低工资立法的实施力度加强，进一步推动了工资水平的上涨。但是从2001-2010 年工资水平上涨的情况来看，实际工资水平平均增速低于 GDP 实际增速，也低于劳动生产效率的增长速度，因此单位产品的劳动力成本从 2001-2010 年并没有增长。在 2008 年-2010 年上半年期间，单位劳动成本快速下降，从 5.1%下降到-0.4%（参见图 48）。因此，虽然未来名义工资水平增速可能出现大幅度攀升的趋势，但在短期内企业依然具有消化成本冲击的能力。另外根据人民大学宏观团队的计量研究表明，在中国通货膨胀形成机制中工资成本推动的因素较弱，中国还没有出现过“工资-物价螺旋上升的机制”。

**5、在美元走高、欧洲主权债务危机以及国际资本市场波动加剧等因素的作用下，大宗商品的价格回调和波动将大大缓和中国物价上涨的压力。**

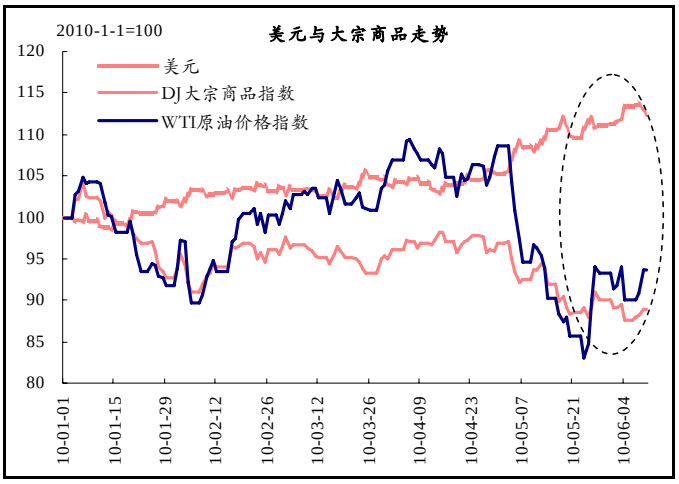
**图 49　国际大宗商品 CRB 指数**




经过上一轮经济高涨的推动 CRB 各类指数达到历史高点，次贷危机使 CRB 各类指数深度下挫，其中综合类下降 167 点、金属类下降 678 点、食品类下降 159 点，下降幅度分别达到 34%、63%、36%。2009 年初，国家大宗商品在经济触底反弹中出现回调，到 2010 年 4 月份，这些指数分别回调了 38 点、444 点和 80 点，回调幅度达到 12%、113%和 28%，对世界经济的复苏和新兴市场国家的价格水平打来了巨大压力。但是 4 月爆发的欧洲主权债务危机以及美元的升值改变这种直线回调的模式，在 5-6 月国际大宗商品出现了高达 3.4%的回调（参见图 49 和 50）。虽然国家大宗商品离危机前的水平还有相当差距，回调趋势在中长期

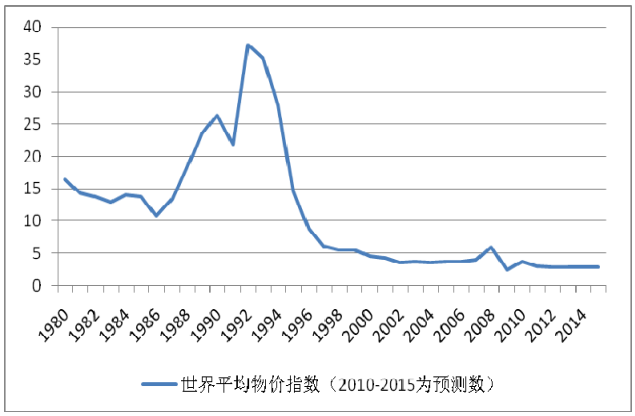
范围内不会改变。但是，由于欧洲主权债务危机的持续和蔓延、国际金融市场持续的局部动荡、国际需求的下滑以及欧元的进一步贬值，国际大宗商品上涨压力将大大缓和，波动与低位震荡可能是未来 2-3 个季度的常态。

**图 50　美元指数于大宗商品走势**




**6、在欧洲主权债务危机、全球经济复苏速度下降、金融去杠杆化还没有完成等因素的作用下，全球通货膨胀在发达国家和新兴市场国家之间出现强烈的分化，但总体处于低价格水平运行状态，中国与世界价格水平之间的联动性决定了中国难以出现持续物价攀升的现象。**

**图 51 世界平均价格指数（%）**




数据来源：世界银行预测数据

自 2009 年 4 季度各国物价水平开始在经济复苏中抬头。但是这种发展趋势并没有持续，世界价格水平在 5 月份开始回调，主要发达国家由于受到信贷增速低迷、货币流动性减速等因素的影响，价格水平在低位回调。按照世界银行的预测，这种回调趋势将左右世界的物价水平，并于 2010-2015 年出现持续低价格水平的现象（参见图 51）。与此同时，中国的物价水平与发达国家和世界价格水平的相关性自新世纪以来大大提升，从 0.17 上升到 0.69（参见图 52）。同时，中国高达 60%以上的外贸依存度决定了中国价格由世界价格水平决定的逻辑。世界物价水平的回落将使中国未来价格上涨压力也将得到全面的缓和。

图 52 中国与 OECD 价格指数的联动性

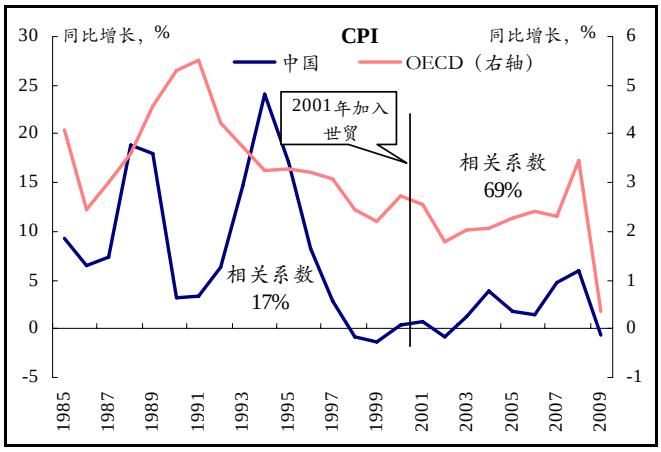
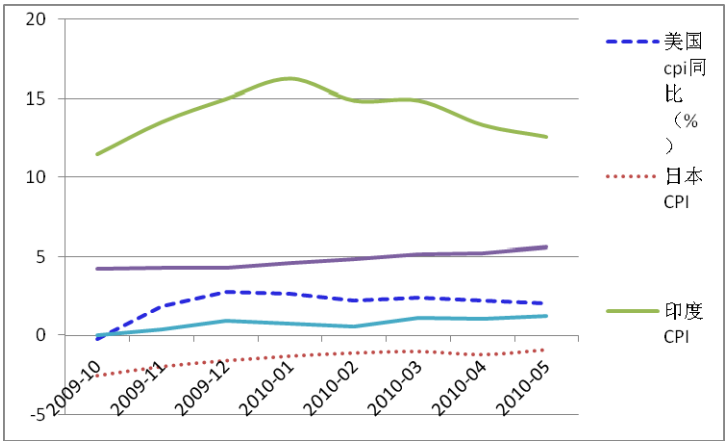



图 53 世界主要国家的物价水平




**7、中国总需求增速的放缓和总供给增速的提升所导致的产出缺口的逆转将从根本上缓解中国价格水平的上涨。**

正如前面分析所言，今年下半年中国总需求将在固定资产增速下滑、出口放缓、消费小幅回落三大因素的作用下出现明显的下滑，而总供给却在前期投资膨胀、潜在产能恢复等因素的作用下大幅度放量，进而导致产出缺口由正转负。这将构成中国价格水平回落的核心原因。

结合上述各种分析，我们可以清楚看到：

1）在房地产新政、刺激政策的退出以及结构调整政策的加快等多重政策的作用下，再加上外部环境的恶化和内部周期性力量的转变，3-4 季度中国总需求的下行压力逐季加强，很多下行因素很可能在第 4 季度同时加速，从而产生下行的叠加效应。

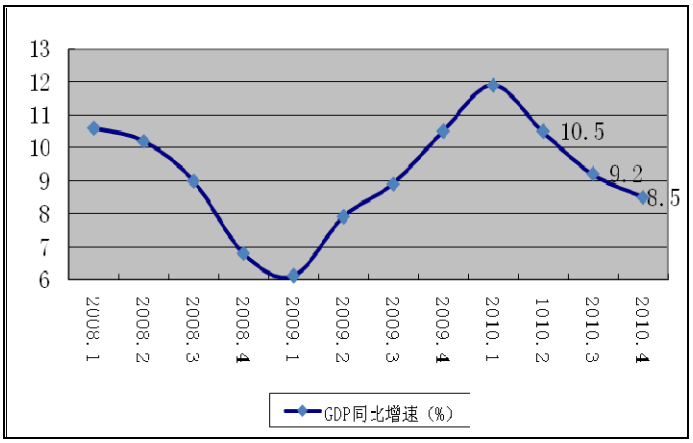
2）总供给在上一轮投资膨胀和潜在产能恢复的作用下逐渐放量，产能过剩问题在第 4 季度全面显现。

3）由于投资增速下滑过快、存货回补的逆转较猛、重工业与轻工业增速之差过大等原因，中国宏观经济的动态平衡很可能在第 4 季度恶化。

4）产出缺口开始由 1 季度的正向缺口快速缩窄，并于第 4 季度转变为负。

上述 4 大特征，直接导致中国 GDP 增速在 2010 年呈现出典型的前高后低的态势。估计 2 季度增速达到 10.5%，3 季度下落到 9.2%，4 季度跌破 9%，为 8.5%（参见图 54）。

图 54 中国 GDP 季度增速（%）



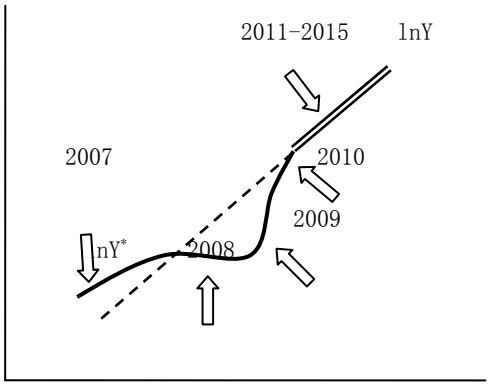

# 第四部分　中期力量与不确定性因素分析

将上述 8 各方面的趋势性的变化与中长期因素相结合，就构成了我们对于中国宏观经济的中期展望和不确定性因素的分析。

**一、从中国经济周期和世界经济周期变化来看，中国和世界依然处于旧周期和新周期过渡的阶段，宏观经济并没有步入新的周期，中国与世界经济一起将渡过一个“无创新、低增长、高波动”的过渡阶段。**

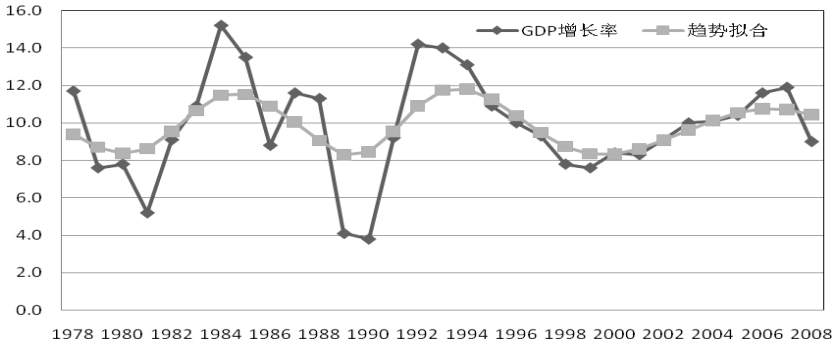
**1**、依据增长型经济周期的标准波动形态图，　分年度定位 2007-2010 年间中国经济波动的周期相位。在 2011 年以后的 2011-2015 年间中期阶段，中国实际经济增长平均速度将接近中国经济潜在增长能力，难以出现明显的高涨态势。

图 55　**中国经济周期相位**



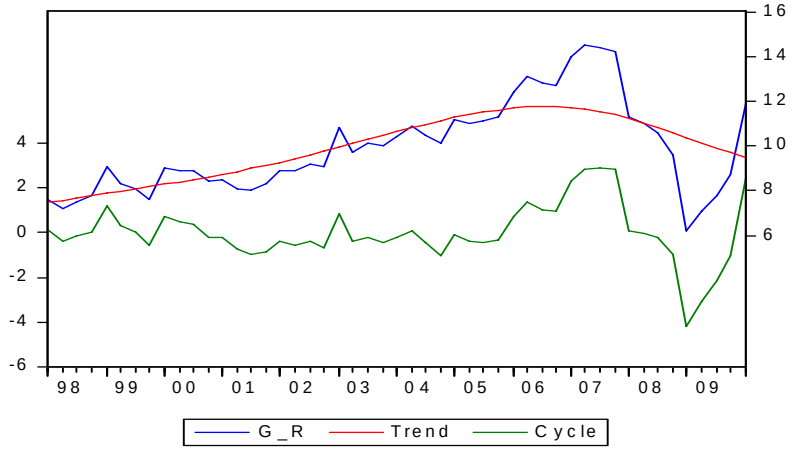

2.、按照“峰-峰”或者“谷-谷”规则，分别利用年度数据和季度数据进行趋势拟合，可以将 1978 年以后的经济增长过程平滑化后划分为图 所示的 3 个大周期，每个大周期恰好 10 年左右。虽然宏观经济政策可以延长或缩短周期的幅度，但无法从根本上改变周期波动的趋势。通过平滑处理后，我们仍可发现 2009-2010 年本应该是 1978 年来第三个周期向底部走的阶段。

图 56　中国的宏观经济周期（年度）



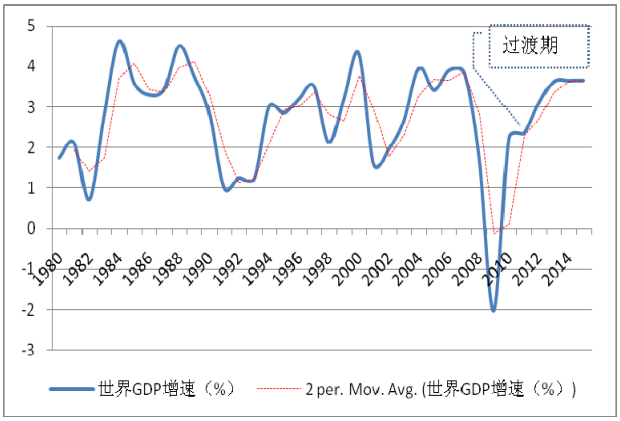

季度增长的资料揭示了相同的趋势，如图 57 所示。虽然由于政府刺激和房地产发展使得 2009 年中期后增速上升，但这只是下滑趋势中的小波动，不能改变大的趋势。

图 57　经济周期：季度



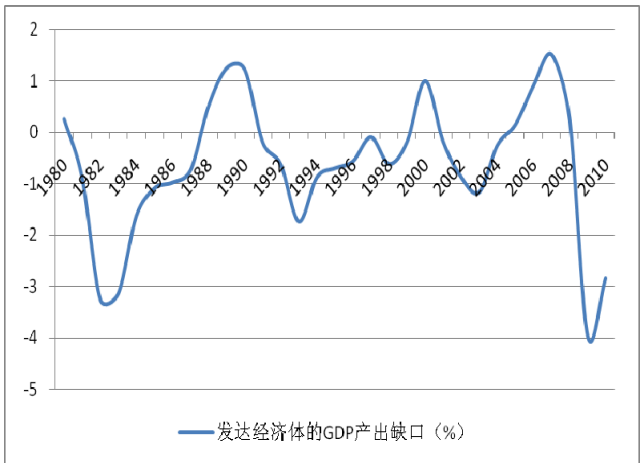

3、如果将 80 年代到 2015 年世界经济增长的趋势图进行处理，我们也会发现世界经济的周期基本上也是 8-10 年。2010-2011 年是世界经济周期过渡的年份，其核心标志就是虽然走出 2009 年的底部，但难以寻找到经济进入新一轮的动力机制。这种状态在历史上经常发现。例如 1980-1982 年、1990-1992 年等。

图 58 世界经济增长与周期




4、从发达国家的产出缺口变化也可以看到，发达国家处于周期的转折点。按照世界银行的测算，2009 年发达国家的产出缺口为-3.944%，2010 年为-2.835%，2011 年为-1.911%。这种产出缺口变化的态势说明发达国家在未来几年走出了衰退，但依然没有踏上稳定的复苏与高涨阶段，宏观经济可能面临反复与波动。

图 59 发达国家的产出缺口




5、从技术创新的角度，我们会发现，世界经济没有进入新周期的技术支持，世界将在相当一段时期内处于“无创新的复苏”阶段，新周期的全面开启需要新的技术和经济增长动力支持。

表 4　按国际专利标准分类的 EPO 年专利申请比重及平均增长率( 单位 :% )

| 技术领域 | 占总量的比重（2006 年） | 增长率（1990-2006） | 增长率（1990-2000） | 增长率（2000-2006） |
|---|---|---|---|---|
| 生物技术 | 3.55 | 3.81 | 9.56 | -5.10 |
| 网络与电信 | 23.79 | 5.01 | 8.40 | -0.40 |
| 纳米技术 | 0.54 | 7.38 | 11.39 | 1.02 |
| 污染与废物管理 | 1.15 | 2.18 | 4.07 | -0.90 |
| 应对气候变迁 | 0.41 | 13.49 | 10.98 | 17.80 |
| 人类生活需要 | 12.58 | 6.49 | 8.33 | 3.50 |
| 作业与运输 | 11.72 | 3.64 | 5.16 | 1.15 |
| 化学与冶金 | 9.07 | 1.85 | 3.92 | -1.52 |
| 纺织与造纸 | 0.99 | 1.21 | 1.68 | 0.42 |
| 固定建筑物 | 2.09 | 4.13 | 5.12 | 2.51 |
| 机械工程与光热 | 6.66 | 5.56 | 6.56 | 3.91 |
| 物理 | 12.99 | 4.34 | 6.74 | 0.47 |
| 电学 | 14.45 | 6.23 | 9.15 | 1.54 |

从表 4 可以看到目前世界技术创新的 4 大规律：1）ICT 技术革新在创新活动中仍然占有显著地位；2）2000-2006 年间，几乎各技术领域内的专利申请量都要显著低于 1990-2000 年；3）从技术领域专利申请量增长率的排序来看，应对气候变迁是唯一持续保持高速增长的新技术领域，并且比较 1990-2000 年以及 2000-2006 年之间专利申请量变化率可以看出，只有该技术领域的创新活跃程度表现出以递增速度上升的趋势，但是，该技术领域的创新活动尚不成熟，在整体创新活动中所占比重极小；4）生物技术、纳米技术以及 ICT 等高新技术领域的高速发展时期在 1990-2000 年之间，在 2000-2006 年之间，这些技术领域内的技

术创新活力明显下降。

表 5 进一步展示了 USPTO 年专利申请在各个技术领域的分布以及申请量的年均增长率，说明技术创新正处于严重的衰竭期，能源革命和绿色复苏的需求愿望大大超过客观的技术供给。

表 5　各技术领域 USPTO 年专利申请比重及平均增长率（单位：%）

| 技术领域 | 占总量的比重（2006 年） | 增长率（1990-2006） | 增长率（1990-2000） | 增长率（2000-2006） |
|---|---|---|---|---|
| 生物技术 | 1.97 | -5.15 | 7.58 | -23.10 |
| 网络与电信 | 21.80 | -5.54 | 6.12 | -22.19 |
| 纳米技术 | 0.37 | -4.30 | 13.79 | -28.28 |
| 污染与废物管理 | 1.02 | -4.76 | 6.68 | -21.17 |
| 应对气候变迁 | 0.17 | -5.38 | 6.18 | -21.92 |
| 人类生活需要 | 10.87 | -5.11 | 6.72 | -21.99 |
| 作业与运输 | 1.58 | -5.23 | 7.58 | -23.28 |
| 化学与冶金 | 14.31 | -4.63 | 6.24 | -20.34 |
| 纺织与造纸 | 9.52 | -4.71 | 7.31 | -21.83 |
| 固定建筑物 | 0.41 | -5.09 | 7.46 | -22.84 |
| 机械工程与光热 | 1.54 | -4.32 | 6.36 | -19.78 |
| 物理 | 2.77 | -4.72 | 6.22 | -20.50 |
| 电学 | 7.26 | -4.65 | 6.13 | -20.23 |

## 二、2008-2009 年为挽救次贷危机带来的冲击所进行的强烈的救助政策决定了世界将在过渡期中面临刺激政策退出的强劲冲击。这将给过渡期的经济稳定带来绝大的不确定性。

**表 6　政府结余（占 GDP 百分比）**

| | 2000 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **发达国家** | | | | | | | | | | |
| 德国 | 1.3 | -3.3 | -1.6 | 0.2 | 0.0 | -3.3 | -5.7 | -5.1 | -2.3 | -1.7 |
| 希腊 | -3.7 | -5.1 | -3.1 | -3.7 | -7.7 | -13.6 | -8.1 | -7.6 | -2.6 | -2.0 |
| 冰岛 | 1.7 | 4.9 | 6.3 | 5.4 | -0.5 | -12.4 | -9.4 | -5.3 | 2.7 | 2.7 |
| 爱尔兰 | 4.8 | 1.6 | 2.9 | 0.1 | -7.2 | -11.4 | -12.2 | -11.0 | -6.3 | -5.3 |
| 意大利 | -0.9 | -4.4 | -3.3 | -1.5 | -2.7 | -5.3 | -5.2 | -4.9 | -4.7 | -4.6 |
| 日本 | -7.6 | -4.8 | -4.0 | -2.4 | -4.1 | -10.3 | -9.8 | -9.1 | -7.6 | -7.3 |
| 葡萄牙 | -3.0 | -6.1 | -3.9 | -2.7 | -2.8 | -9.4 | -8.8 | -7.6 | -4.8 | -4.4 |
| 西班牙 | -1.0 | 1.0 | 2.0 | 1.9 | -4.1 | -11.4 | -10.4 | -9.6 | -8.0 | -7.7 |
| 英国 | 1.3 | -3.3 | -2.6 | -2.7 | -4.8 | -10.9 | -11.4 | -9.4 | -5.2 | -4.3 |

| | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 美国 | 1.6 | -3.2 | -2.0 | -2.7 | -6.6 | -12.5 | -11.0 | -8.2 | -6.0 | -6.5 |
| **新兴市场国家** | | | | | | | | | | |
| 巴西 | -3.4 | -3.4 | -3.5 | -2.7 | -1.4 | -3.3 | -1.5 | -2.0 | -0.9 | -0.7 |
| 中国 | -3.3 | -1.4 | -0.7 | 0.9 | -0.4 | -3.0 | -3.0 | -2.0 | -2.2 | -2.4 |
| 印度 | -9.8 | -6.9 | -5.7 | -4.4 | -7.9 | -10.5 | -9.2 | -7.7 | -4.7 | -4.4 |
| 俄罗斯 | 3.3 | 8.2 | 8.3 | 6.8 | 4.3 | -6.2 | -2.9 | -2.6 | -3.5 | -4.2 |
| | | | | | | | | | | |
| **平均** | -1.1 | -1.7 | -0.9 | -0.6 | -2.4 | -7.2 | -6.5 | -5.2 | -3.7 | -3.7 |
| 发达国家 | 0.2 | -2.3 | -1.3 | -1.1 | -3.7 | -8.8 | -8.4 | -6.7 | -4.7 | -4.7 |
| 新兴市场国家 | -3.2 | -0.8 | -0.2 | 0.0 | -0.6 | -4.9 | -3.9 | -3.0 | -2.4 | -2.3 |
| G-7 | -0.1 | -3.3 | -2.3 | -2.1 | -4.7 | -10.0 | -9.5 | -7.6 | -5.4 | -5.4 |
| G-20 | -1.3 | -2.0 | -1.2 | -0.9 | -2.7 | -7.5 | -6.8 | -5.4 | -3.9 | -3.9 |
| G20 中的发达国家 | 0.1 | -2.9 | -2.0 | -1.7 | -4.3 | -9.4 | -8.9 | -7.1 | -4.9 | -4.9 |
| G20 中的新兴市场国家 | -3.4 | -0.7 | -0.1 | 0.3 | -0.4 | -4.8 | -3.7 | -2.9 | -2.4 | -2.5 |

数据来源：2010 年 4 月 WEO 和 IMF 人员估算

葡萄牙和西班牙数据没有考虑 5 月 10 日宣称的额外赤字缩减计划

**1、全球财政赤字和债务率达到历史最高水平，财政的可持续性要求未来世界各国进行大幅度削减财政赤字，由此带来的财政同步退出的叠加效应将对世界经济复苏和新周期的全面启动带来强烈冲击。**

从表 6 我们可以看到，本轮全球经济危机导致世界各国债务率大幅度上升，各国财政赤字超过公然的国际警戒线。2009 年全球赤字率高达 7.2%，而发达国家高达 8.8%，如果要保持财政的可持续性，全球财政赤字率将在未来 3 年缩减的总额将分别达到当期全球 GDP 的 0.7%、1.3%、1.5%。这种削减将对世界各国经济的复苏产生影响，特别是各国同步削减将带来更为强烈的同步叠加效应。例如世界银行利用 G-cubed 模型模拟得到模拟财政调整对增长的影响在 3 年内分别达到 0.4%、0.9%和 1.4%。

当然，世界各国是否会严格按照各自公布的方案进行赤字削减，削减的宏观效应是否就会按照模型运转的那样进行。这里存在着强烈的不确定性。但可以确定的是，由于发达国家的债务率已经超过战后 1950 年的水平，其削减的幅度以及对于宏观经济的冲击是不容忽视的。

表 7　债务削减对 GDP 增速的影响（%）

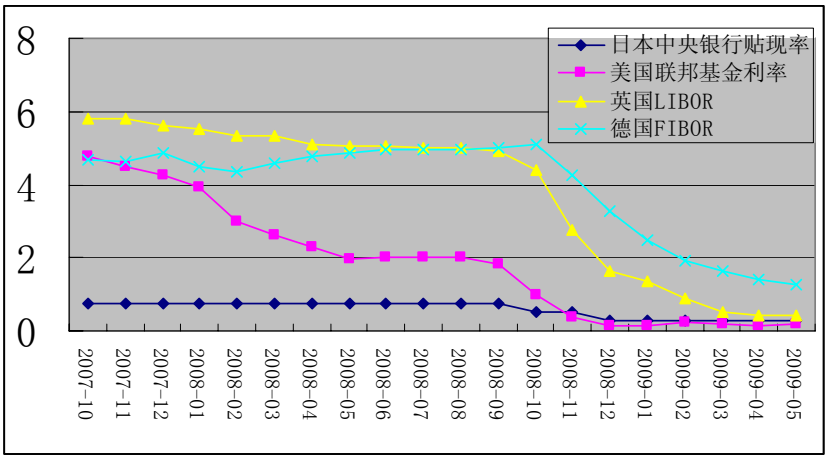
| | **2009** | **2010** | **2011** | **2012** |
|---|---|---|---|---|
| | （GDP 相对于基准值的百分比变动） | | | |
| **世界** | **0.0** | **-0.4** | **-0.9** | **-1.4** |
| **高收入国家** | **0.0** | **-0.4** | **-1.0** | **-1.5** |
| 高收入国家（除欧盟五国） | 0.0 | -0.4 | -0.9 | -1.4 |
| **发展中国家** | **0.0** | **-0.3** | **-0.8** | **-1.3** |
| 中等收入国家 | 0.0 | -0.3 | -0.8 | -1.3 |
| 低收入国家 | 0.0 | -0.4 | -1.0 | -1.6 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 东亚和太平洋国家 | 0.0 | -0.4 | -1.0 | -1.5 |
| 欧洲和中亚国家 | 0.0 | -0.2 | -0.6 | -0.8 |
| 拉丁美洲和加勒比国家 | 0.0 | -0.4 | -1.0 | -1.6 |
| 中东和北非国家 | 0.0 | -0.3 | -0.6 | -0.9 |
| 南亚国家 | 0.0 | -0.4 | -0.8 | -1.1 |
| 撒哈拉以南非洲国家 | 0.0 | -0.2 | -0.5 | -0.7 |

数据来源：2010 年 6 月 WEO 和 IMF 人员估算

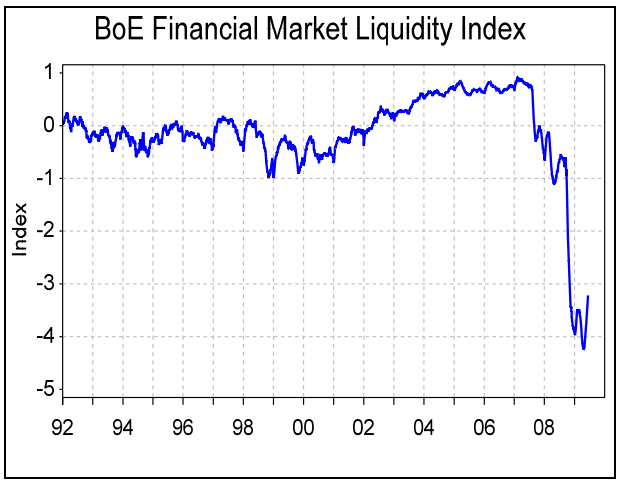
**2、世界利率处于历史最低水平，大量的损失核销、政府购买的有毒资产的回购以及其他货币政策工具的收紧必将对金融市场带来进一步的冲击和巨大的不确定性。**

图 60　各国的基准利率（%）




目前主要发达国家维持了自 2009 年 5 月以来的低利率政策，这些利率水平基本上都是历史最低水平，例如日本、美国、英国、德国的基准利率分别为 0.3%、0.18%、0.41%和 1.28%，比 2007 年底分别下调了 45、406、419、357 个基点（参见图 60）。与此同时，在如此低利率和宽松的货币政策的作用下，由于金融危机深层次的问题并没有解决，世界的流动性依然处于偏紧的状态（参见图 61 ）。而在金融救助政策的退出中，发达国家还要面临以下几个问题：1）1.3 万亿美元的损失还没有核销；2）1-2 万亿美元 PPIP 方案实施面临各种困难；3）4 万亿美元负债和救市资金的最终来源问题；4）4.2 万亿美元的去杠杆化影响企业融资；5）欧洲主权债务危机带来冲击及其高度的不确定性；6）房地产市场复苏的波动。

图 61 金融市场流动性指数



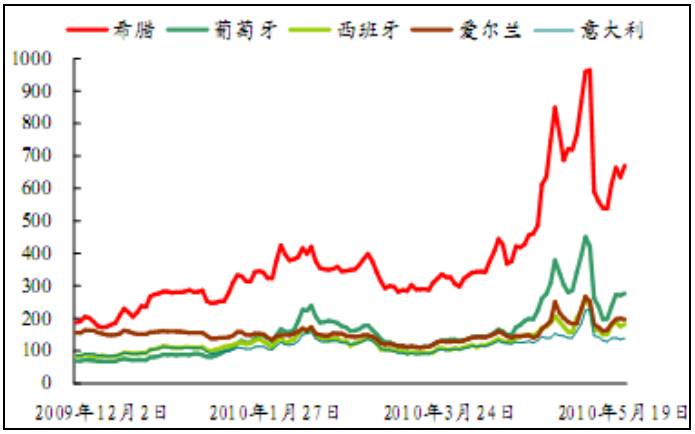

三、欧洲主权债务危机以欧元和共同货币市场为杠杆，它对全球经济的冲击超越了以往局部金融动荡带来的冲击，其传递的机制、冲击的范围、持续的时间具有高度不确定性，短期的平稳可能孕育了中期更为深远的冲击。

**表 8 欧洲主要国家的债务状况**

| 百分点 | 政府负债/GDP | 财政余额/GDP | 国外净资产/GDP |
|---|---|---|---|
| **希腊** | 113.0 | -12.7 | -73.5 |
| **爱尔兰** | 66.0 | -12.5 | -54.1 |
| **葡萄牙** | 77.0 | -8.0 | -96.3 |
| **西班牙** | 54.0 | -11.2 | -75.6 |
| **意大利** | 115.0 | -5.3 | -23.2 |
| **英国** | 69.0 | -12.1 | -3.5 |
| 法国 | 76.0 | -8.3 | -20.5 |
| 德国 | 73.0 | -3.4 | 22.8 |

欧洲主权债务危机主要涉及希腊、爱尔兰、葡萄牙、西班牙、意大利等国主权债务评级下滑所带来的金融动荡。虽然这些国家占欧元区的 GDP 和贸易总额比重较低，但它通过欧元这个杠杆对世界经济和国际金融市场打来了巨大的震荡。例如全球股票市场在 4-5 月波动幅度超过 10%，债券发行在 5 月份大幅度缩水达到 70%，大宗商品价格下滑达到 7%，欧元汇率下滑接近 20%，国际资本市场流动下降近 10%，个别国家主权债务违约风险攀升超过 100%。这种震动虽然没有达到美国次贷危机的程度，但已大大超越冰岛债务危机、迪拜债务危机以及东欧等区域的局部金融动荡。

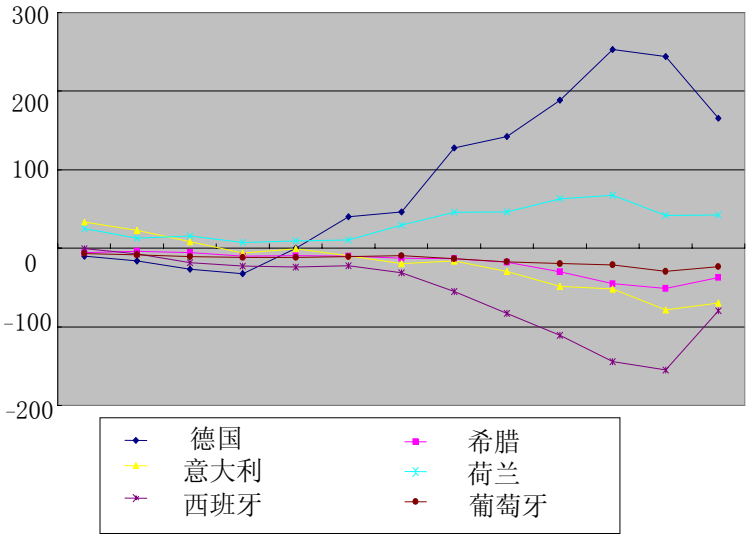
**图 62　PIGS5 国的主权债务风险**




不过，当欧盟和国际货币基金组织达成救助协议，出台了包括欧洲金融稳定机制在内的三大救助工具之后，金融动荡似乎马上平息，主权债务危机没有引发实体经济的下滑和全球经济的震荡。但是这种短期现象很可能掩盖了欧洲主权债务危机所带来的中长期的不确定性。

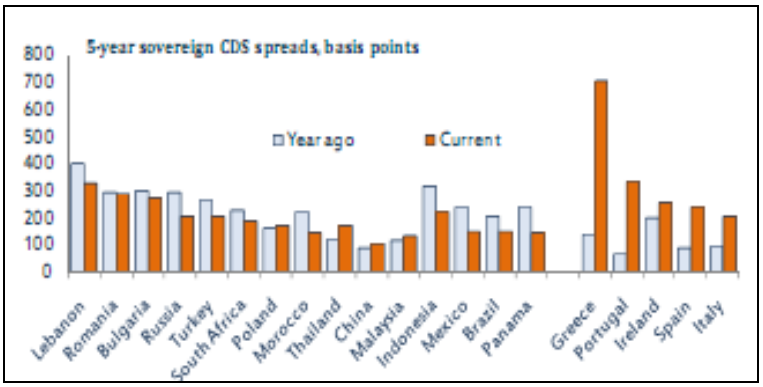
**1、欧洲主权债务危机在表面上是南欧 5 国财政不可持续的产物，但其根源却在于欧元区并不满足最优货币区条件，缺乏应对国际性危机的统一政策调整工具，欧元区各国的竞争格局恶化等深层次问题。欧盟和 IMF 采取的各种救助措施无法从根本上解决这些。因此，金融信心波动、各种金融资产价格震荡以及资产持续恶化的现象依然可能出现。**

**图 63 欧元区各国经常项目差额绝对值（2000~2009 年）**单位：十亿美元




**2、欧洲主权债务危机的风险虽然并没有在主权国家之间传递，但在金融市场上却引发了强烈震荡，特别是通过银行信贷系统的传递尤为持久和深远。**

图 64 各国的主权债务风险



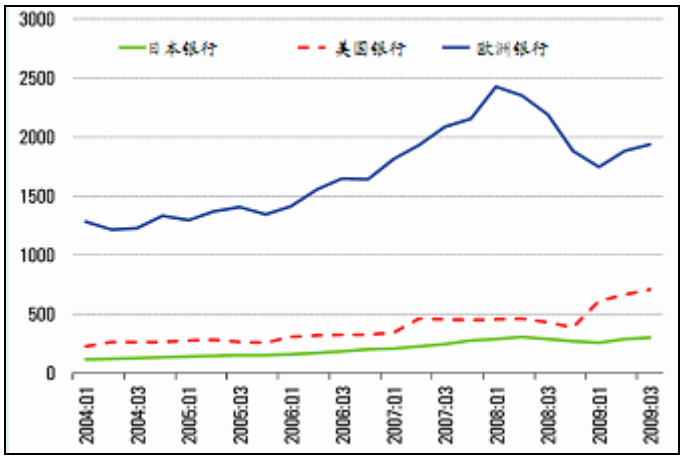

如图 64 所示，欧洲主权债务危机直接导致希腊等五国的债务违约风险大幅度上扬，使其主权债券价格大幅度下挫，发行成本大幅度上扬，但是在同时期的其他国家的主权债务风险较 2009 年 5 月却出现持续的下降，融资环境得到改善。因此看来欧洲短期扩散并不强烈。

但是，我们从 CDS 市场的利差变化来看，银行信贷违约风险却有较大幅度的提升。同时，银行信贷利差也大幅度上扬。这种风险传递机制主要在于南欧 5 国在欧元一体化和金融自由化的进程中大量吸收了其他国家的债务，从而导致欧元各国对于 5 国的资产存在严重的风险暴露。例如，总部在欧元区的银行拥有对西班牙、爱尔兰、葡萄牙、希腊的资产分别为 7270 亿美元资产、4020 亿美元、2440 亿美元、2060 亿美元，总额达到 1.579 万亿美元；其中德国和法国占总量的 61%，分别为 4930 亿美元和 4650 亿美元。同时，而德国和法国集中放贷给西班牙 2480 和 2020 亿美元。总部在欧元区的银行对四国公共部门债权达到 2540 亿美元，占总量的 16%，大部分归法国和德国所有，分别为 1060 亿美元和 680 亿美元。而非欧元区国家对于这些国家公共部门的债务持有分别为日本 230 亿美元、英国 220 亿美元。这导致德国、法国和比利时银行对西班牙、希腊葡萄牙三国公共部门（敞口）债务分别达到这些银行 1 级资本的 12.1%、8.3%、5.0%；意大利、荷兰和瑞士对三国公共部门的风险暴露分别达到 2.85%、2.7%、2.0%。于此同时，欧洲银行在 2010 年面临次贷危机过程中产生的资产减计高达 1 万亿左右。因此，主权债务危机通过主权债务价格下降、融资环境恶化、银行资产负债的恶化而直接传递到信贷市场，使欧洲和美国在 5 月出现信贷放缓、M3 增速下降的局面。而这种信用风险到底会发展到何种程度，不仅取决于主权债务的可持续性，同时也取决于欧洲银行的调整。

图 65 银行信贷违约风险

更为重要的是亚洲区域持有大量欧洲银行未偿还的债权，占亚洲区域未尝还债权的 60%多。因此，如果欧洲银行出现大量的坏账或流动性出现强烈的紧缩，将直接对亚洲资产带来强烈的冲击。

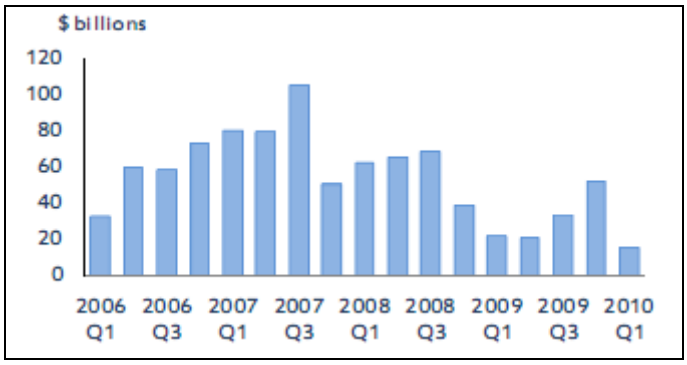
图 66　BIS 会员银行对亚洲主要经济体的合并未尝债权（10 亿美元）




**2、欧洲主权债务危机严重影响了国际资本市场的复苏，使各类资本流动的格局发生了巨大变化，从而分化了各国经济复苏的步骤，大大削弱了全球经济同步复苏的力度。**

从目前的国际资本流动模式来看，美元价格的上升直接引起在国际大宗商品和石油市场上的短期投机资本大规模撤出，向外汇市场转移，从而引发大宗商品价格和主要货币间的汇率出现大幅度调整。这种调整使金融风险加剧，国际银团贷款总量减少，使国际债券发行减少，并导致资本向新兴市场国家流动。更为重要的是主权债务危机使欧洲大幅度减少了对外的援助和对外投资，特别是对东欧国家的投入，导致这些国家出现经济的动荡。这将导致发达国家与新兴市场国家宏观经济出现强烈的分化。

**图 67　国际银团贷款总量依然低迷。**




如下图表所示，2010 年国际银团贷款反而较 2009 年 1 季度下滑了近 80 亿美元的规模。而 2010 年 5 月债券发行大幅度下降了 300 亿美元，除亚洲区域外，其他各区域的债券发行都出现明显缩水。而流入东欧各国的资本从 2008 年 1 季度同比增长 26%下降到 2010 年 1 季度的-6%，欧洲向其他区域进行的国际援助从 2009 年同比增长 12%下降到 7%左右。

**表 9　五月债券发行量急剧下降**

| 单位：十亿美元 | 2008 | | 2009 | | 2010 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 一季度 | 总计 | 一季度 | 总计 | 一季度 | 一月 | 二月 | 三月 | 四月 | 五月 |
| **总计** | **103** | **390** | **48** | **353** | **104** | **41** | **17** | **47** | **45** | **15** |
| 债券 | 12 | 65 | 18 | 115 | 48 | 21 | 5 | 21 | 26 | 3 |
| 银行 | 71 | 257 | 22 | 129 | 30 | 12 | 5 | 13 | 8 | 6 |
| 股票 | 20 | 68 | 8 | 109 | 26 | 7 | 7 | 12 | 11 | 6 |
| **拉丁美洲** | **19** | **90** | **21** | **137** | **31** | **9** | **4** | **17** | **15** | **3** |
| 债券 | 5 | 20 | 10 | 62 | 19 | 8 | 2 | 10 | 9 | 0 |
| **东欧** | **36** | **157** | **6** | **72** | **26** | **13** | **2** | **10** | **14** | **2** |
| 债券 | 2 | 35 | 4 | 33 | 17 | 7 | 1 | 8 | 11 | 1 |
| **亚洲** | **38** | **98** | **18** | **122** | **38** | **16** | **7** | **15** | **11** | **10** |
| 债券 | 3 | 7 | 5 | 16 | 9 | 7 | 2 | 0.3 | 3 | 2 |
| **其他地区** | **11** | **45** | **3** | **22** | **10** | **2** | **3** | **5** | **4** | **1** |

数据来源：世界银行以及 Dealogic。

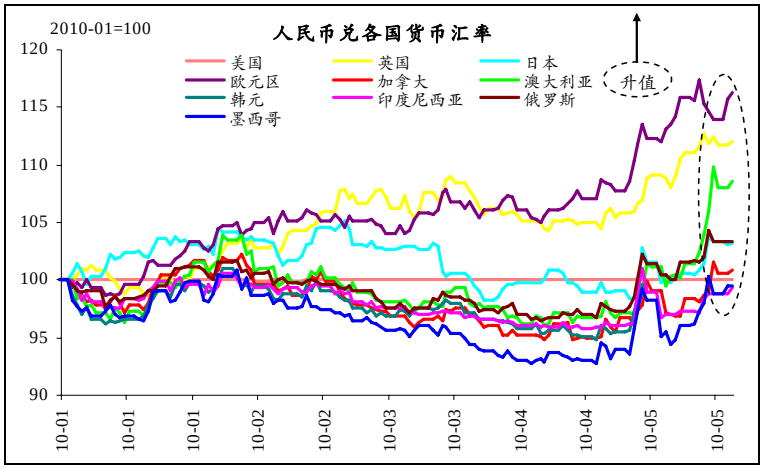
**3、虽然南欧 5 国占世界出口的 7.4%，占中国出口的 3%，但是，它将通过汇率、贸易融资以及贸易伙伴国经济下滑等多重渠道对中国贸易产生影响。同时，汇率的巨大波动一方面可能导致欧元区内部经济进一步分化，使欧元的国际地位进一步弱化，另一方面将对美国和盯住美元国家的经济复苏带来巨大影响，从而使全球贸易反弹受挫。**

一季度，由于美元的持续上扬所带来的影响，使美国出口增速出现较大下降，从而使美国外需对 GDP 增长的贡献从去年的 0.27 个百分点下降为-0.82 个百分点。同时这种趋势很可能持续延续。这会对中国贸易出现下滑。

一般而言，汇率变动传递到实体经济需要 4-5 个月，金融危机的影响要传递到实体部门需要 10 个月左右。因此，我们不能以目前欧洲经济依然处于反弹趋

势而忽略欧洲主权债务危机带来的影响的滞后性和严重性。

图 68 人民币对各国货币的汇率指数




当然，欧洲债务危机除了对中国外贸产生直接冲击外，它还会通过对我们的贸易伙伴国经济的冲击对中国经济产生“隔山打牛”的效应。这种情况在2008-2009 年的次贷危机中表现得最为突出。

**4、欧元主权债务危机加快了高债务国家财政政策的退出速度和退出幅度，从而使世界经济复苏在各国同步削减赤字中出现大幅度下滑的风险。**

财政的可持续性是欧洲主权债务危机关注的核心焦点，因此欧盟要求各成员国必须在 2016 年之前达到《马斯特里赫特》条例的各项要求，这促使要接受救助的南欧各国必须给出具体的财政调整方案。例如，希腊的财政赤字将从 09 年 GDP 占比 13.6%，下降到 2014 年的 2.6%， 提高增值税率；西班牙的财政赤字从 09 年的 GDP 占比 11.2%减少到明年的 6.5%， 降低公务员工资，减少公共投资；葡萄牙将财政赤字从 09 年占 GDP 的 7.3％降到 2013 年的 2.8％， 提高增值税和收入税税率；意大利政府计划未来 2 年至少削减 240 亿欧元财政支出；英国政府宣布了一项 62 亿英镑的赤字削减计划。欧盟的这些动议得到 G20 的同意，把财政退出作为未来经济可持续增长的基础。但事实上，这种同步调整具有强烈的不确定性。

**四、从周期调整来看，中国房地产市场依然处于扩张期，城市化进程、人口结构、中国居民财富结构的革命性调整以及中国住房需求的特殊模式等周期扩张的中期力量依然存在，供求的不平衡再加上通货膨胀预期、流动性的泛滥以及政策调整的扭曲等短期因素决定了周期扩张阶段的房地产价格偏离其均衡价格，因此，行政性的价格调控虽具有短期合理性，但难以起到在中期改变周期波动的效果，中期周期性力量必定在行政管制结束后出现爆发性的释放，从而有可能引发**

周期上行波幅的加剧。

**1、对于四个一线城市的房地产周期模式的分析发现，不同城市周期形态差别较大，但都在 2008 年底基本完成了周期性调整，2009 年房地产政策的强度刺激，使本轮周期力量快速释放。目前依然处于周期的扩张与波峰阶段。**从上轮房价周期表现来看，四大城市真实房价收缩期持续时间长、下降幅度大。本轮周期内，在 2010Q1，四大城市真实房价位于本轮周期的扩张阶段，但价格水平却接近上一个波峰水平，相对于上轮周期波谷，累计涨幅达到约 80%-110%。因此，在没有政策调控的条件下，本轮上行没有达到顶点。

**图 69 四大城市房价的周期成分图**

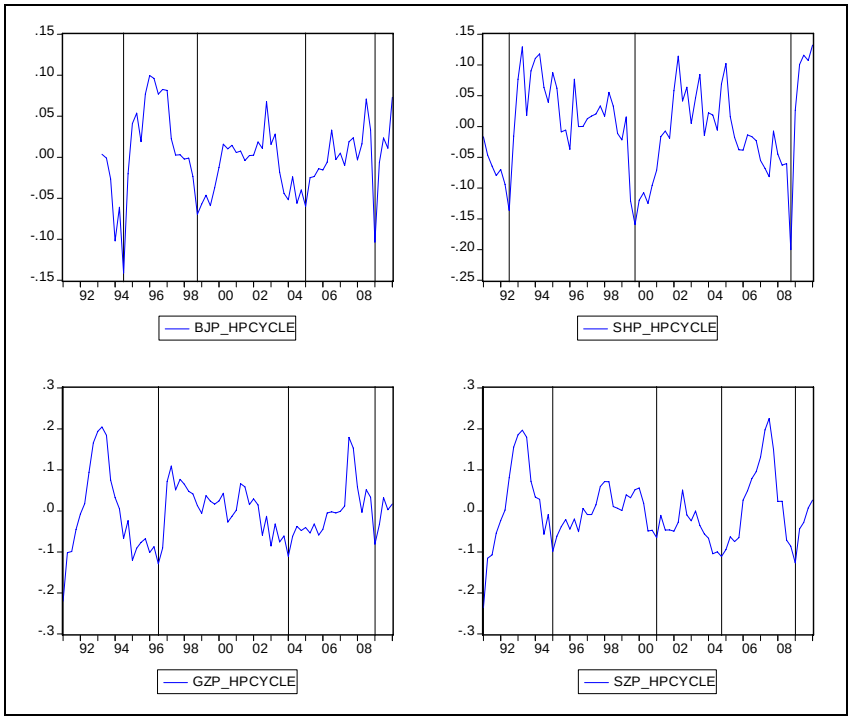



**表 9 四大城市房价周期划分（“谷-谷”法）**

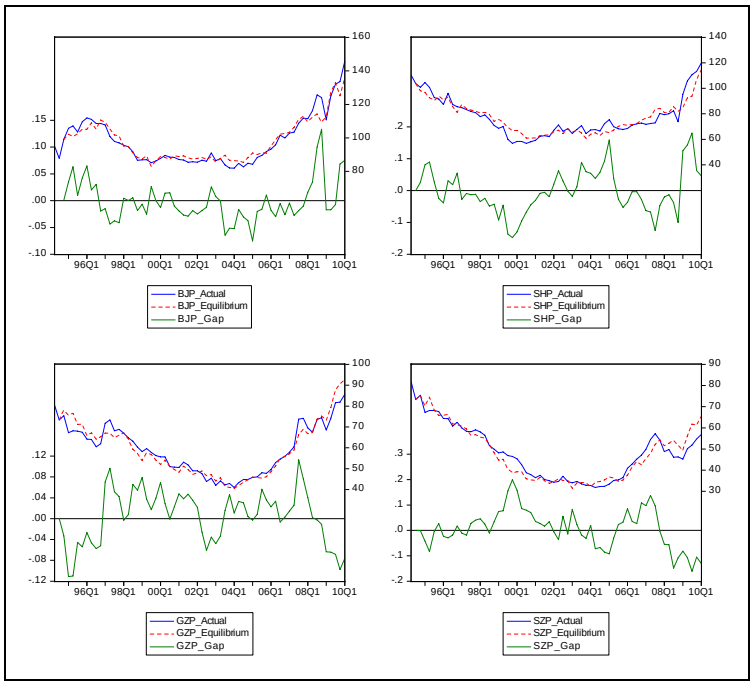
| 城市 | 周期序号 | 起止时间（谷－谷） | 周期长度* | 扩张长度* | 收缩长度* |
|---|---|---|---|---|---|
| 北京 | 1 | 1994Q3－1998Q4 | 17 | 6 | 11 |
| | 2 | 1998Q4－2005Q1 | 25 | 16 | 9 |
| | 3 | 2005Q1－2009Q1 | 16 | 10 | 6 |
| 平均 | | | 19.3 | 10.7 | 8.7 |
| 上海 | 1 | 1992Q3－1999Q4 | 29 | 3 | 26 |
| | 2 | 1999Q4－2008Q4 | 36 | 10 | 26 |
| 平均 | | | 32.5 | 6.5 | 26 |
| 广州 | 1 | 1991Q1－1996Q3 | 22 | 9 | 13 |
| | 2 | 1996Q3－2004Q1 | 30 | 3 | 27 |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 3 | 2004Q1－2009Q1 | 20 | 14 | 6 |
| 平均 | | | 24 | 8.7 | 15.3 |
| 深圳 | 1 | 1991Q1－1995Q1 | 16 | 9 | 7 |
| | 2 | 1995Q1－2001Q1 | 24 | 12 | 12 |
| | 3 | 2001Q1－2004Q4 | 15 | 6 | 9 |
| | 4 | 2004Q4－2009Q1 | 17 | 11 | 6 |
| 平均 | | | 18 | 9.5 | 8.5 |
| 总平均 | | | 23.5 | 8.9 | 14.6 |

注：*单位为季度。

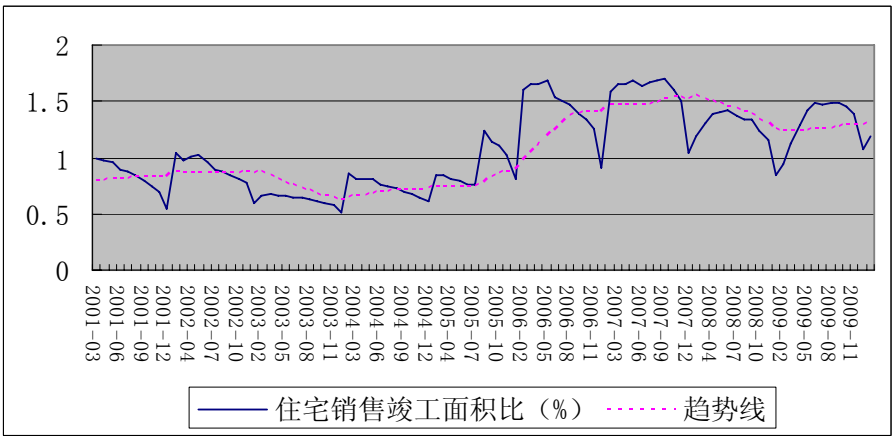
**2、对四大城市均衡房价的测算表明，不同城市对于均衡价格偏离的程度不一，目前并不存在全国普遍性的房地产泡沫。**下图表明，四大城市实际房价偏离均衡房价是常态、时变并且与房价周期所处的阶段有关。当实际房价接近波谷或处于快速上升时期，主要表现为显著偏离均衡房价。由于实际房价和均衡房价存在长期均衡关系，虽然短期内二者可能存在暂时性地偏离，但在长期内这种偏离将会消除。在考虑了租金、存款利率、贷款利率、首付款比例和按揭贷款成数等因素的情况下，从住房资产属性角度测度的四大城市均衡房价表明，目前而言，北京和上海房价可能存在明显的“泡沫”，广州和深圳的房价“泡沫”问题可能并不明显。

**图 70　1994Q4-2010Q1 四大城市实际房价、均衡房价与偏离幅度**




**3、我国房地产市场长期存在供不应求的局面，并且这种状况可能将在中期延续。如果不改变状况，很多调整措施难以发挥作用。**

**图 71 中国房地产供求关系图**




从 2006 年以来，住宅销售竣工比出现持续高位运行，平均水平达到 1.4，销售面积大于竣工面积 40%左右。这是房地产价格推高、投机暴涨的最直接、最表面、但同时是基本的原因。目前，我国竣工套数在 2009 年达到 500 万套和面积达到 7.9 亿平米。但是，城市新增人口以及存量人口对于住房需求的量超过该水平。按照人民大学的测算，近年来城市新增家庭数量平均为 450 万，潜在住房需求在 200-250 万套，面积达到 2-2.3 亿平米，现有 6.2 亿城市存量人口，按照以往 11 年住房改善的速度，近年来的改善性住房需求平均在 6 亿平米左右。因此，目前住房短缺在 36%左右。

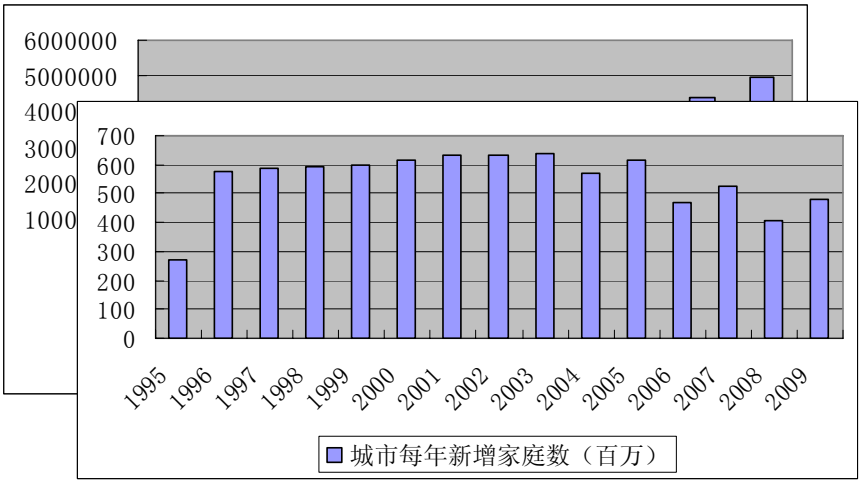
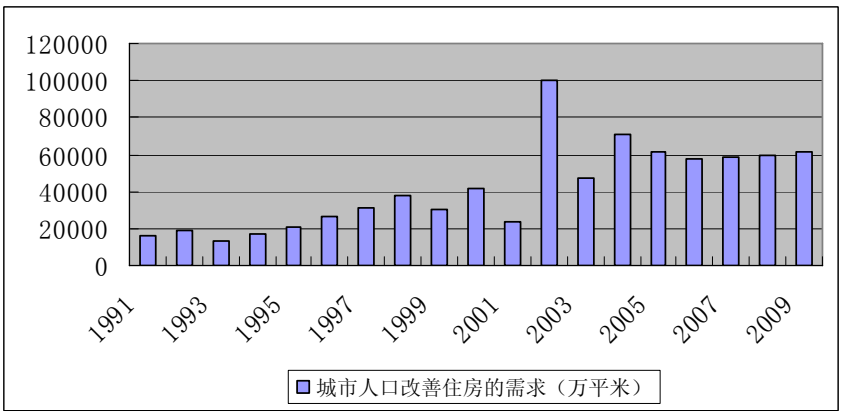


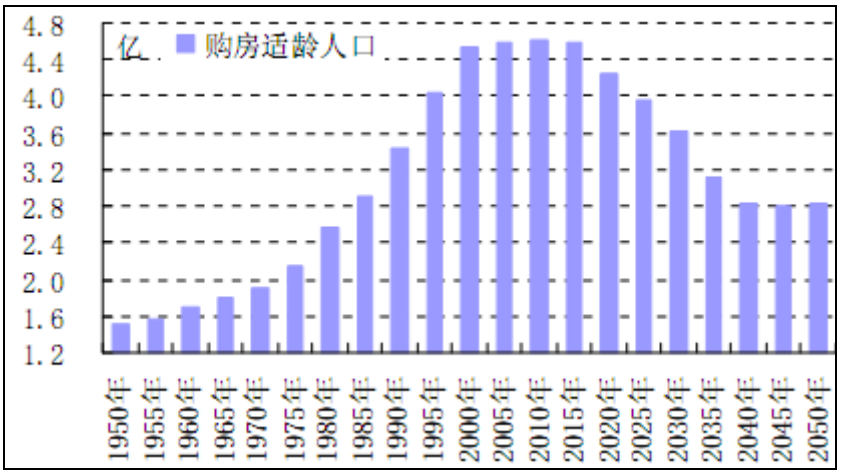

图 73　城市存量人口改善性住房需求



**4、中国的人口结构以及城市化进程的加速将使中国在未来 5-7 年内保持较高的城市住房需求。**

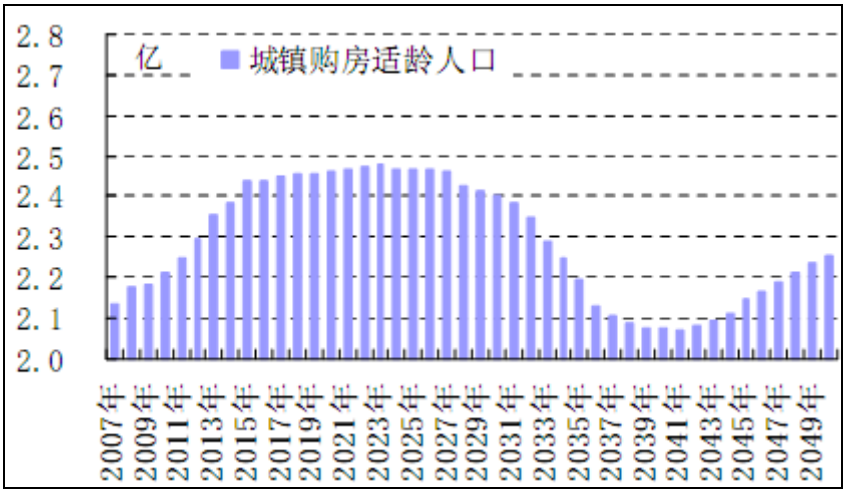
从人口规模来看，中国人口总量还没有达到顶点。这导致中国购房适龄人口在 2015 年达到 4.56 亿的高峰。如果考虑中国家庭规模的减少、“80 后”与“90 后”住房需求的新特点，以及中国试婚人口中严重失调的男女性别比，单纯人口对住房需求的高峰应当会适度延长到 2017 年左右。

**图 74 中国购房适龄人口**



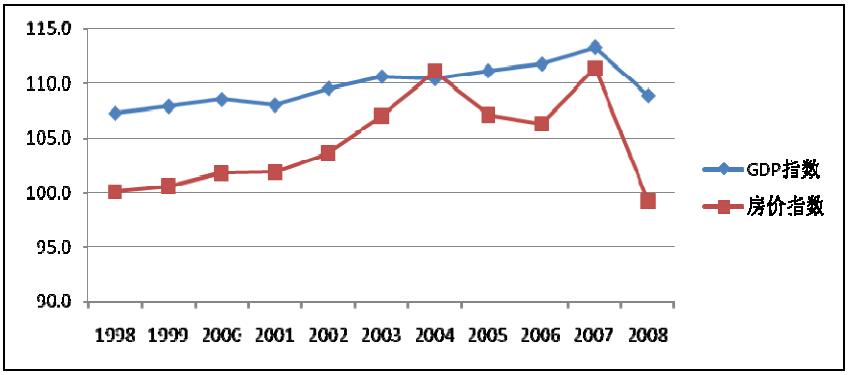

另外，中国城镇化率只有 46%，依然处于城市化的加速阶段，未来城市化进程将保持在 1-1.5%左右的增速。如果未来城镇化率提高到 60%，就意味着中国将新增 1.8 亿的城镇人口；如果将城市存量人口改善性需求考虑在内，我国城市需新建 180 亿平米住房才能达到日本、欧洲 30 平方米左右的城镇人均住房面积水平。按照 2009 年竣工约 7.9 亿平米新房，还需要 21 年才能完成。简单的测算表明，在城市化每年提高 0.8%的情况下，2015 年城市购房适龄人口将达到 2.43 亿，而 2015-2029 年期间都将保持在 2.4-2.5 亿之间，因此住房需求依然保持较为强劲的状态。

图 75 中国**城镇化每年增加 0.8%对应的购房适龄人口**




**5、中国收入的增长以及资产结构的多样化也决定了未来对于不动产需求的强劲。**

图 76 中国 GDP 增速与房价




从图 76 可以清楚表明，中国房地产价格增长速度大大低于 GDP 的增速，这种现象在世界房地产市场变化并不多见。同时，我们也可以从居民的资产结构来看，人们持有的住房与其总收入存量相比依然偏低。例如住房按揭贷款占居民储蓄与 GDP 的比重都不到 20%，远远低于发达国家的水平。同时，如果考察中国居民储蓄增速与房地产价格的增速，我们会发现自 2004 年以后出现明显的同步性，其关键的原因就在于，居民开始在财富积累到一定阶段时，将银行储蓄部分转化为房地产资产。而这种转化的加速期刚刚开始，同时，转化的空间依然十分宽广（参见图 77-79）。

**图 77 各国住房贷款占居民储蓄比重**

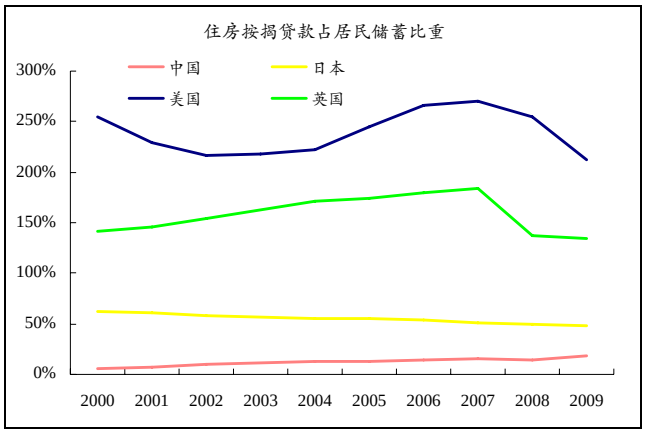



**图 78 各国住房贷款占 GDP 比重**

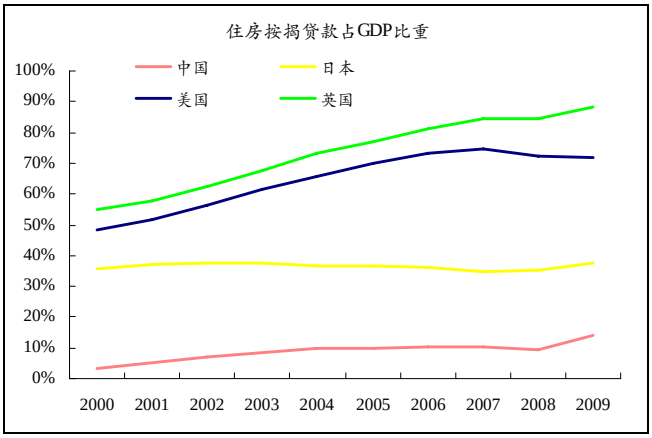
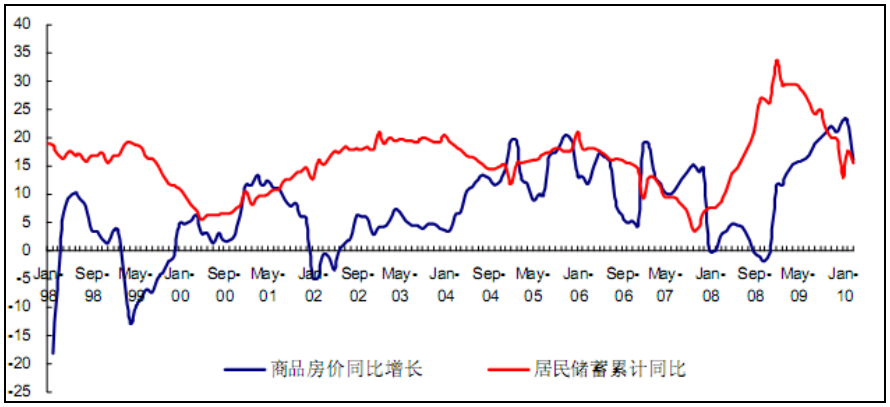



**图 79 储蓄与房地产价格同比增长**



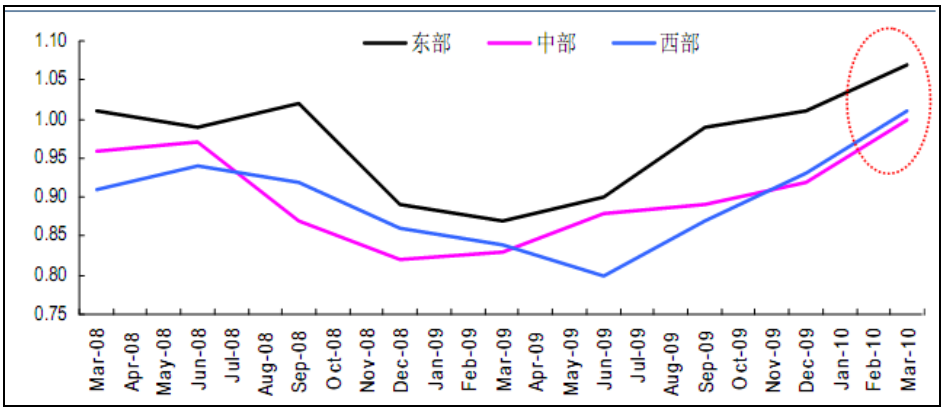

通过上述分析，我们可以看到，上述各种中期力量决定了均衡房地产价格具有持续上涨的趋势，各种短期宏观经济政策和行政干预可能使房地产价格在短期偏离均衡价格，但难以从根本上改变上述的趋势，以“挤泡沫、打房价、遏投机”为目标的短期房地产调控政策首先从目标设定上就存在问题，同时在实施政策工具的选择上也存在严重的缺陷。我们无法从根本上真正达到“去房地产投资的功能、还房地产根居住功能”的目标，也无法消除市场经济中存在的短期投机行为。

行政性措施并不能改变房地产的供求关系和其他深层次的价格形成机制，反而在这些措施停止后带来扭曲性的供求关系，导致市场报复性的回调。因此，政府应当有一个房地产治理的中期视野，充分正视房地产中期作用力量的变化，一方面通过制度建设改善房地产市场的价格形成机制，另一方面规范政府自身的行为，通过廉租房的建设和其他宏观措施有效提供房地产市场的供给，利用宏观经济政策和民生政策分别解决面临的宏观调控问题和民生问题，改变目前政府在治理房地产政策面临的两难困境。

## 五、随着中国低端劳动力市场供求关系的拐点式变化，中国市场化的结构性调整将全面展开，并将取代以往行政性调整，使中国经济结构发生逆转，改变以往结构性调整缺少支点的困境。

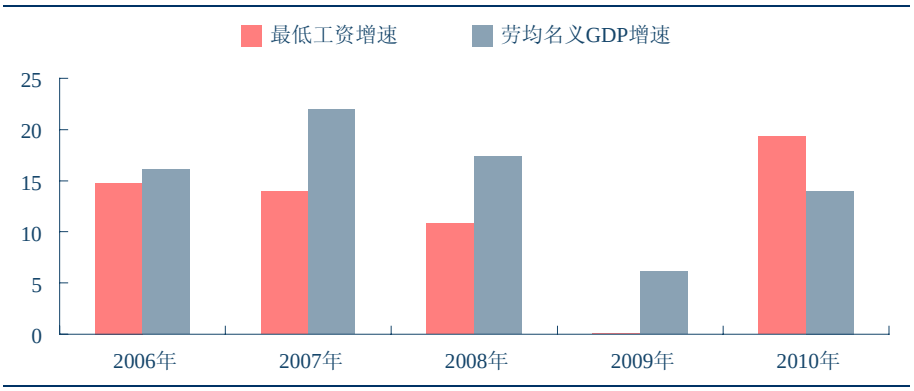
**1、刘易斯拐点的到来引发了中国低端劳动力供求关系发生根本性变化，从而引发中国工资形成机制的变革，开启中国收入分配格局的变化。**

**图 80 各地的城市劳动力需求-供给比**



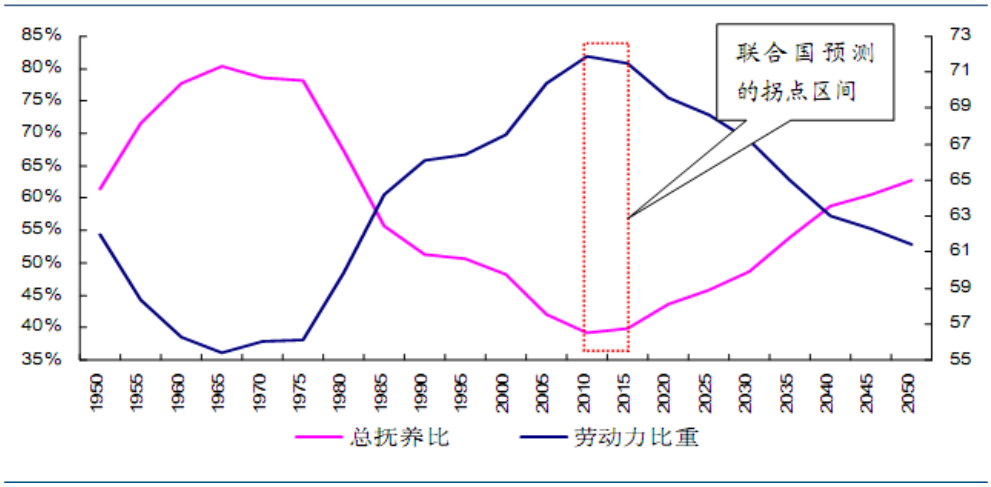

“刘易斯拐点”到来的核心标志就是农民工工资随着民工荒的到来而出现大幅度的上涨。从下图可以看到在 2010 年中国东部、西部、中部各个区域的劳动力需求-供给比都超过 0.95，达到历史的最高水平。其直接结果就是“劳资关系”冲突的恶化以及各种民营和外资企业大幅度提高招工工资，各级政府大幅度提高最低工资标准。其集中体现在：1）由“富士康事件”引发的南北罢工事件；2）20 多个政府提高最低工资标准，其增速接近 20%，首次超过年度劳均名义 GDP 增速；3）以外商投资企业和民营企业为龙头对农民工加薪，增速达到 40%左右，打破了以往“工资增长慢”、“工资增长以国有单位为风向标”局面。

图 81 最低工资标准增速与劳均名义 GDP 增速




刘易斯拐点的到来一方面决定于中国重化工阶段和加工贸易化阶段达到顶点，另一方面也决定于中国人口结构的自然变化。按照联合国的预测，中国将于2010年劳动力占人口的比重见顶回落，同时其总抚养比也将见底上涨。

图 82 中国人口结构




**2、农民工工资形成机制的革命将带来中国收入分配格局的变化，从而启动中国市场化的收入倍增变化，并加速中国“收入-消费升级”的台阶效应的到来。**

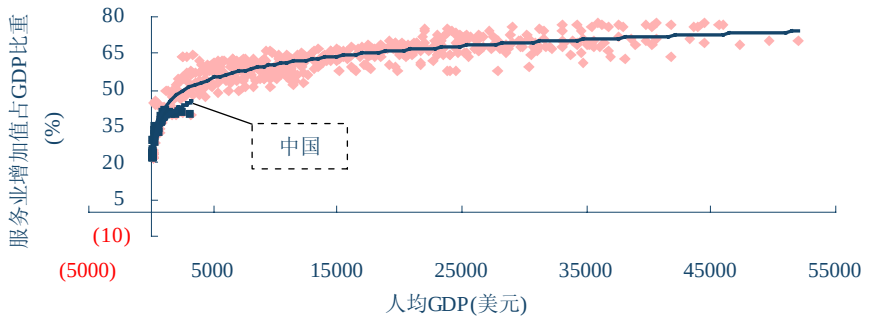
**表 10 中国各阶层可能分别同时处于“收入-消费台阶效应”的临界点**

| | 2008 | 2009 |
|---|---|---|
| 农村家庭人均现金收入（美元） | 840 | 930 |
| 城市家庭人均实际收入（美元） | 2500 | 2800 |
| 京沪城市家庭人均实际收入（美元） | 4200 | 4700 |
| 全国人均 GDP（美元） | 3323 | 3602 |
| 京沪人均 GDP（美元） | 9967 | 10864 |

农民工的工资形成机制由以往的“生存工资定价法”向“劳资双边协商定价机制”的转变是中国市场化工资形成机制变革的核心。因为它不仅推动了低端劳动力工资与正常劳动生产效率增速同步增长，而且它也必将成为其他层级工资形成机制的风向标。这种变革必将改变中国工资占 GDP 比重过低和中国消费启动大大落后于同类国家的局面，从而加速促进中国消费升级和产业升级的到来。

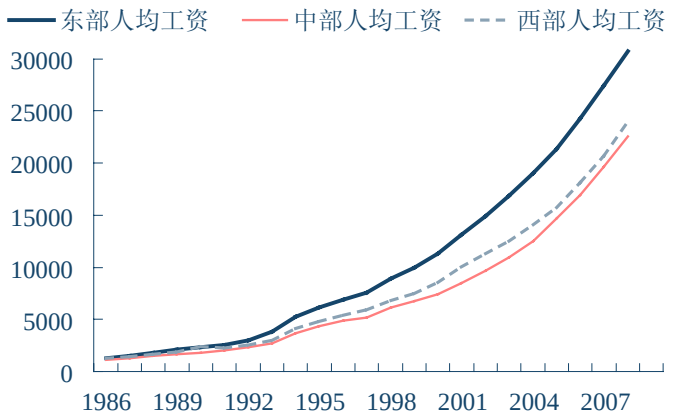
从全国整体水平来看，人均 GDP 超过 3000 美金，意味着消费结构将全面进入工业化消费时代，消费升级将快速展开；从农村来看，到 2008 年家庭人均现金收入超过 800 美元，2009 年超过 900 美元，刚好处于跨越国际温饱线，向工业化消费迈进的临界点；从城市来看，2008 年城市家庭人均收入达到 2500 美元，2009 年向 3000 美元逼近，刚好处于工业化消费升级的变异点；从国家发达区域来看，而京沪两地的人均 GDP 超过 10000 美元，人均家庭实际收入接近 5000 美金，标志着这些处于开始步入国际高收入阶段，处于向后工业消费模式转变的时点（参见表 10）。另外，到 2011 年，中国人均 GDP 将步入 4000 美元大关，按照一般的消费层来看，中国也将步入对服务业需求加速的阶段。而农民工工资形成机制的变革无疑将使上述台阶效应加速到来。

图 83 人均 GDP 超过 4000 美金导致对服务业需求的加速




**3、刘易斯拐点的到来以及东西部各种要素成本的差异将加速推行中国产业在区域上的“梯度转移”，并使中国产业在“加速性梯度转移”中实现产业升级，克服以往行政化产业升级和行政化产业转移带来的各种问题。**

**图 84 中国各地区工资差异**




刘易斯拐点的到来将大大压缩东部区域产业生存的空间，从而导致产业自动向中西部转移。事实上东西部人均工资随着劳动力供求的变化而发生了巨大分化，到 2009 年东部人均工资高于中西部人均工资接近 30%（参见图 84）。而土地

价格高于东部 40%多。这直接推动很多劳动力密集型产业向中西部转移，同时东部自发加强产业的升级。

同时，东部各种劳资关系的恶化也使大量资本相中西部转移，以谋求要素套利和制度套利。例如 2009 年外资流入的区域分布大部分集中在中西部。同时，很多行业的代表性企业也纷纷向内陆布局（参见 图 85 和表 11 ）

图 85 2009 年外资流向

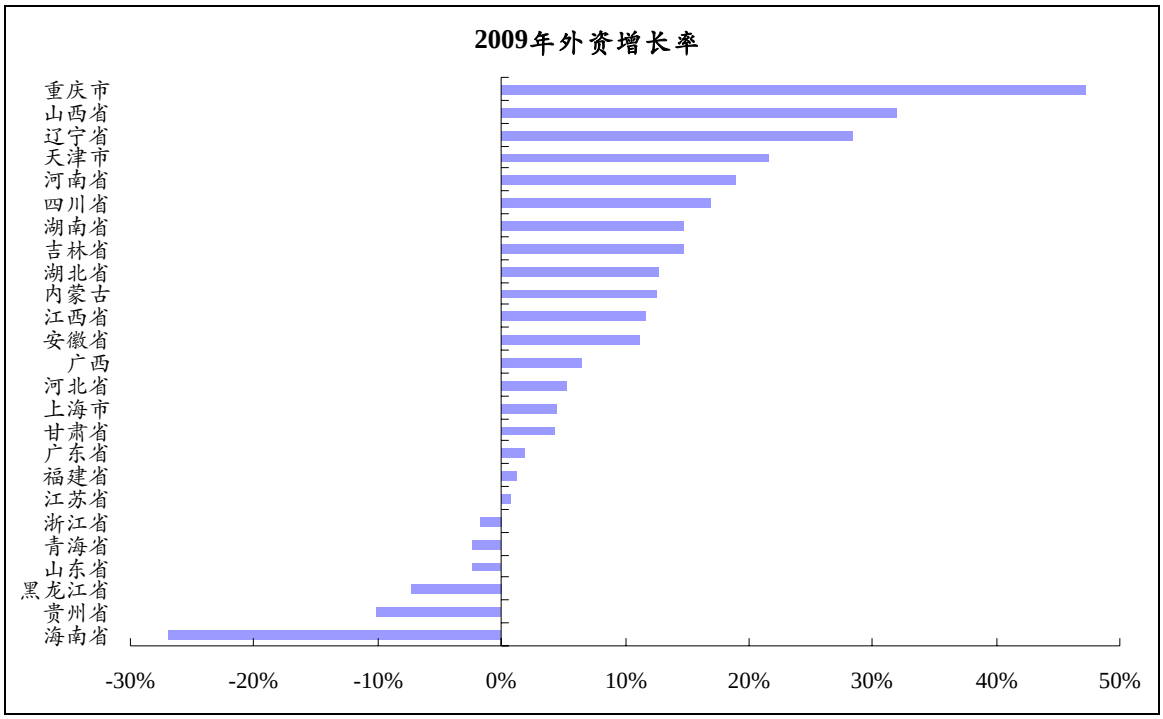



**表 11　多个行业的代表性企业纷纷布局内陆**

| 企业 | 城市 | 金额/产能 | 时间 |
|---|---|---|---|
| 富士康 | 成都 | 10亿美元 | 2009 |
| | 重庆（富士康（重庆）信息科技产业基地） | 10亿美元 | 2009 |
| | 重庆（商业地产投资） | 100亿元人民币（计划） | 2009 |
| 申洲国际 | 安徽（安庆制衣工厂） | 1亿元人民币 | 2008 |
| | 重庆（计划投资建厂） | 计划中 | 2010.4 |
| TCL | 成都（西部地区液晶模组整机生产基地） | 液晶模组整机一体化200万台产能 | 2009 |
| | 西安（TCL集团工业研究院西安研发中心） | 计划中 | 2010.4 |
| 美的 | 合肥（美的冰洗产业工业园） | 11亿元人民币 | 2007－2010 |
| | 邯郸（美的邯郸工业园） | 5亿元人民币 | 2010 |
| | 重庆（重庆美的工业园） | 10亿元人民币 | |
| 格力 | 重庆（格力重庆工业园） | 6亿元人民币 | 2001－2007 |
| | 重庆（格力重庆工业园，拟扩建） | 计划扩大产能 | 2009.12 |
| | 合肥（格力电器合肥产业基地） | 15亿元人民币 | 2007－2008 |
| 海尔 | 重庆（家电生产基地） | 28亿元人民币 | 2007 |
| 惠普 | 重庆(惠普全球软件服务中心(中国)重庆分中心) | | 2005.1 |
| | 重庆(惠普全球测试服务中心) | | 2008.6 |
| | 重庆（惠普（重庆）笔记本电脑出口制造基地） | 估计投资约20亿美元；预计年产400万台 | 2009.8 |
| | 重庆（惠普（重庆）生产出口采购公司及结算有限公司） | 0.6亿美元 | 2009.12 |
| 英特尔 | 关闭上海工厂，扩建成都生产基地，研发基地留在上海 | 6亿美元 | 2004 - 2010 |

# 第五部分 政策建议

从上面四部分的分析我们可以看到，2010-2011 年的中国宏观经济是一个处于周期交替的过渡期和市场主导型结构调整的拐点期，2009-2010 年上半年的强劲反弹只是强劲的刺激性政策、存货周期调整以及世界经济同步反弹的产物，因此它也必将随着刺激政策效应的衰竭、存货回补的逆转、世界经济的动荡而出现反转和波动。我们不仅要洞悉短期反弹的性质和内涵，而且要高度重视短期力量变化的趋势和中期周期性力量变化的规律。目前宏观经济政策的制定应当为适应周期性的过渡期和结构调整的拐点期服务，而非绝对地保持经济增长速度或物价水平的稳定。

第一、未来周期力量以及经济增长基础的变化决定了未来经济增长速度会出现小幅的下滑，适度调低经济增长目标有利于让市场自我良性运转。但是，在中国脆弱的社会结构的约束下。宏观经济政策应当防止宏观经济出现总量性的失衡，避免经济增长速度过快下滑。

第二、结构调整所带来的要素价格和商品价格的上涨也决定了未来结构性价格上涨压力长期存在，我们必须容忍 5%以内的价格上涨，中国货币政策的通货膨胀目标应当适度调高。

第三、周期交替的过渡期往往具有“无创新的复苏”、“经济增长动力源泉多元化”、“新兴产业不确定”等特点，政府不宜过度采取行政措施，行政性地找寻下一个周期的增长源泉，人为推广那些没有技术基础和市场基础的产业。而应当在市场机制改革和创新体系改革上做文章，同时加强人力资本的投入，以为市场自动寻找新增长点和产业方向打下基础。

第四、从新世纪以来的各种行政性产业结构调整措施的失败证明了，任何不顾世界分工体系变迁规律、中期产业调整逻辑的结构性调整都注定会失败的。中国刘易斯拐点的到来开启了中国低端劳动力市场工资形成机制的市场化，从而开启了中国市场化结构性调整。政府应当高度重视这种拐点性变化的重要性，结构性改革的措施应当以促使这种拐点机制的启动而服务，因此强化低端劳动力人群

的社会保障体系建设，全面落实《中华人民共和国劳动法》，加快城镇化建设的配套改革应当成为当前改革的重点。

第五、2010 年短期宏观经济政策不仅要关注目前下滑力量抬头的趋势，更重要的是应当看到这些下滑力量的滞后性和同步爆发性；不仅要重视多重政策同步调整产生的叠加效应，重视多个部门分别同一个目标产生的过度调整，还要重视周期性力量与政策性力量的叠加、外部力量与内部力量的叠加。

第六、在短期应当密切重视固定资产投资的过快下滑，防止由此带来的总量的失衡和动态的失衡。一次总量性的失衡成本比局部调整的成本要高得多，投资增速回落具有合理性，但不能诱发总量的失衡和动态的失衡。

第七、未来的出口状况具有强烈的下滑趋势和强烈的不确定性，贸易政策的退出速度应当慎重。

第八、中国消费加速不能依赖于一次性的行政刺激，中国的消费刺激力量已经达到极限，一次性补贴刺激将带来强烈的后遗症问题，消费加速已经出现，消费增速已经处于较高的水平，消费刺激应当更多从一次性刺激转向中长期制度性调整之上。

第九、房地产新政已经初见成效，但由于总体供小于求的局面没有改变、深层次的制度问题没有得到解决，以行政性手段为主的本次新政快速推出可能带来报复性的房价暴涨，因此，房产新政必须在持续稳定实施的基础上，从根本上改变房地产供不应求的局面，并缓慢出台制度性政策以达到“稳需求、扩供给、挤泡沫、纠扭曲”的目标，因此，政府不仅需要落实廉租房的建设、同时还必须放松对于房地产开发投资的各种约束，房地产交易税等制度性改革宜渐进推动。具体来讲:

1）房地产调控的目标应当进行转变，不宜多元化，“增加供给”和“制度建设”应当为核心。由此“供给推动”要优于“需求管制”、“制度建设”要优于“泡沫挤压”和“价格打压”；

2）工具选择应当重新权衡，压需求与扩供给、房地产信贷管制与利率调整、商品房投资与保障性住房投资、土地出让金制度与房产税等工具应当进行权衡；

3）对于商品房开发投资必须给予扶持，房地产信贷政策不能再需求管理和供给管理上一刀切；

4）保障性住房建设必须进行结构性大调整，应当坚持廉租房和公租房建设为主体；

5）政府财税体制改革虽然是房地产价格形成机制合理化的关键，但不能由此放松了对市场供求关系的调整。政府一方面要改变在土地市场上的“胡作为”，同时也要改变在保障性住房上的“不作为”，房产税的出台是大方向，但考虑房地产投资的深度下滑会带来全局性的总量失衡，出台的时间可以延后。

6）在房地产供不应求的局面没有得到根本缓解前，房产新政不宜退出，但也不宜进一步出台更为严厉的政策。

第十、由于未来经济下滑的力量不进来源于总需求的周期性收缩，而且来源

于上一轮周期投资膨胀和衰退时强烈刺激所带来的供给方量，因此，宏观经济政策不仅要启动常规性的需求政策，以防止总需求过度下滑，另一方面应当启动供给管理政策，应当将落后产能的淘汰和过剩产能的治理上升到供给管理的层面加以推动，以回避经济上升期进行产能治理带来的各种利益冲突。

第十一、中国虽然在中期都面临结构性价格上涨的压力，但没有明显的通货膨胀，因此货币政策应当作出以下调整。

1）鉴于中国核心 CPI 并不高，CPI 上涨带来的宏观总量问题不严重，严重的是低收入人群的福利恶化问题，因此，我们要防止将通货膨胀的民生问题宏观化，应当通过社会体系的建设（如低收入补贴通货膨胀指数化、最低工资通货膨胀指数化）以加强低收入人群低于通货膨胀冲击的抵御能力，将货币政策从民生问题和生活问题解放出来。

2）鉴于中国宏观经济正处于劳动力结构、产业结构、需求结构重大变化的阶段，结构调整、深层次改革带来的价格上涨具有合理性和必然性，中国货币政策目标应当适度调高通货膨胀的目标值，而不是简单照搬过去和发达国家的目标值。

3）货币政策一要关注下半年经济下滑力量的加速，二要关注目前流动性依然充裕带来的问题，三要关注大量留存于房地产和其他资本市场上的流动性的变异，同时还要关注大量资本流入所带来的流动性注入问题。因此，货币政策在适度总量收缩的同时，必须强调结构性的调控。

4）加息政策必须慎重。

第十二、财政政策在货币政策进行总量适度收缩的同时，应当保持总量宽松的原则。

1）虽然各种刺激性政策不宜加码，但存量收缩不宜过快，还应当以增量收缩为主。

2）财政支出应当加大在各种社会福利、医疗教育和公共服务等领域的投放，不宜保持过多盈余。

3）地方融资平台的清理不仅涉及到中国债务风险的问题，更涉及到地方与中央分权体系的有效性问题，因此中央政府将其作为体系调整的重点。