

总报告

2013—2014 年中国宏观经济分析与预测 ——大改革与大转型中的中国宏观经济

第一部分 总论与预测

2013 年中国宏观经济基本上延续了 2012 年“底部波动”、“复苏乏力”的局面,宏观经济景气状况相对稳定。与其他年份相比,2013 年有以下几个特点值得关注:

1、从短期经济运行和发展趋势来看,2013 年中国宏观经济表现不仅宣告了全球悲观主义者所持的“2013 年中国崩溃论”的失败,同时也没有证明乐观主义者在 2012 年底所持的“中国周期逆转论”。中国宏观经济一方面没有出现系统性风险全面爆发、经济增长直线下滑的局面,但同时也没有在反周期的刺激政策的作用下出现持续性的反弹。这种底部小幅波动的宏观状况有利于大改革的推出。

1)出口在发达国家经济小幅改善和新兴经济体持续恶化的双重作用下,呈现出“前弱后稳”、“持续低迷”的态势,但外部不平衡的逆转幅度有所减弱,但外需对于 GDP 的贡献依然为负。世界不平衡的持续逆转对中国结构调整带来的压力依然较为明显。

2)消费扩张并没有如政策承诺那样取得收效,相反,“八项政策”、“群众运动”和“四风整顿”等运动的持续开展以及收入增速的明显回落直接导致 2013 年消费疲软,增速回落幅度较大。中国并没有从危机前的“出口—投资驱动型模式”转向“消费—内需驱动型模式”,而是向“信贷—投资驱动模式”转变,内需的稳定依赖于信贷与投资的扩张,可持续性进一步弱化。

3)供给结构出现明显的变化。第三产业的持续扩张是 2013 年宏观经济稳定的核心,其对 GDP 增长的贡献第一次超过第二产业,贡献度接近 50%,并使 2013 年就业状况出现超预期的反弹;第二产业的复苏依然受到产能过剩、需求下滑等多重因素的制约,但低迷的状态有明显的改善;第一产业增速的明显回落是 2013 年值得高度重视的事件。在蔬菜价格以及肉禽价格的持续上扬的带动下中国 CPI 的回升证实了第一产业供给滑坡带来的宏观冲击不容忽视。

2、从中期来看,世界经济危机的爆发宣告了中国传统的“出口—投资驱动型经济增长

模式”走到了尽头,但中国宏观经济并没有转向预期中的“消费—内需驱动型经济增长模式”,反而在错误的宏观经济政策定位的作用下走向了“信贷—投资驱动型经济增长模式”。这种模式在 2013 年的延续,使中国宏观经济面临的深层次的“产能过剩”、“流动性泛滥”、“金融扭曲”、“地方政府债务”以及“房地产泡沫”等问题不仅没有在局部改革和短期管制下有所缓和,反而在传统利益格局和权力体系的作用下不断恶化。M2/GDP、投资/GDP、企业贷款总量/GDP、债务水平/GDP、房地产销售/GDP 等参数在 2013 年持续攀升,产能利用率的持续低迷以及“钱荒”问题的出现说明了中国经济面临的深层次资源错配与体制扭曲已经到了一个全新的阶段,其带来风险积累达到新的临界点,简单的“头痛医头,脚痛医脚”的传统局部调整模式难以化解这些深层次的系统问题,新的历史时期需要中国启动系统性的全面改革。

十八届三中全会所出台的《中共中央关于全面深化改革若干问题的决定》顺应这种历史性的要求,揭开了以“完善和发展中国特色社会主义制度,推进国家治理体系和治理能力现代化”为目标,以经济体制改革为核心,以“处理好政府和市场的关系,使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用”为核心问题,以“加强顶层设计和摸着石头过河相结合,整体推进和重点突破相促进”为方法,以成立“中央深化改革领导小组”为核心实施保障的全面改革。这些改革必将在未来相当一段时期内对中国宏观经济运行的机制以及宏观经济的走势产生基础性的作用。一是在短期内,大改革将在打破传统的利益格局和资源配置的方式,对现有的生产体系,也特别是投融资体系和政府经济管理运转模式带来冲击,从而导致政府消费、各类投资速度出现波动;二是在中长期内,大改革将重构中国经济增长的源泉,在优化资源配置的效率的基础上释放改革红利。

2014 年将是中国全面落实三中全会精神、全面推行结构性改革的第一年。因此,2014 年将是近 20 年来政治、社会、经济最为复杂的一年。

1)大改革在本质上是一场全面的政治运动,是在经济基础发展的推动下上层建筑的变革与重构。改革不仅是政治调整的产物,同时也是新政治开启的手段和促推剂。大改革要得到顺利、全面的推行,就必须打破传统利益格局,削弱传统政治势力,瓦解反改革联盟,凝聚大改革所必需的政治力量。因此,三中全会后,包括反腐倡廉、八项政策、群众路线、四风整顿等政治运动必将持续深入地展开。而这些运动持续深入展开一方面将引发政治图景的重构,引发利益集团的冲突,打破既有的政治社会运行模式,但另一方面又会产生强烈的经济外溢效应,特别是对于政府消费与政府投资的影响尤为突出。

2)大改革在本质上又是一场轰轰烈烈的社会运动。它不仅改变不同利益集团的权力关系,也改变了社会互动的关系。三中全会公布改革决议之后必将引发社会的大讨论,引发社会预期的重构和社会信心的调整。不同群体对于三中全会决议的不同解读对于社会的冲击在短期依然具有强烈的不确定性。

3)大改革在本质上也是资源配置方式的变革与经济利益的重构。政府与市场关系的重构、财税体系的改革、土地制度的改革、金融改革深化、社会福利体系的全面重构都会对

现有的资源配置模式带来根本性的冲击,短期的“创造性破坏效应”依然较为明显。改革带来的投资空间的释放以及市场信心的重振在短期依然具有一定的不确定性。

2014 年也是中国政策再定位与政策转型之间的冲突最为强烈的一年。宏观经济政策的定位虽然在名义上将与 2013 年保持一致,但大改革却使 2014 年的宏观经济政策具有双重特性:一方面大改革的开启要求货币政策和财政政策按照新机制来实施,以摆脱信贷—投资驱动型经济增长模式的困境,使 2008 年到现在所实施的各项反周期政策回归到常态。例如,金融改革和金融监管体系的强化要求大规模回升流动性以治理流动性泛滥带来的各种问题,政府职能的转变和财税体系的改革要求全面约束地方政府 GDP 政绩工程竞争、投资冲动、大幅度扩张债务等行为模式,全面降低中央预算财政赤字和地方隐性财政赤字规模;但另一方面大改革的顺利推行却需要宏观经济环境的稳定,这要求调控当局必须灵活运用宏观经济政策来对冲大改革带来的各项震荡,以避免经济的过度波动。这两方面最终导致的结果就是宏观经济政策将偏离 2013 年的定位,出现相机抉择较强、变动幅度较大等特点。

2014 年也是世界经济步入“宏观政策逐步常态化、结构性改革全面深化”的大调整与大过渡的一年。一方面,美联储 QE 政策的退出将标志着全球非常规货币政策与超常的危机管理政策将向常规化宏观经济政策转变,另一方面,新兴市场经济体系在经济疲软中开启的结构性改革政策将全面启动,欧美等发达国家的结构性改革也将步入关键的深化期,结构性改革的全球竞争在大调整与大过渡阶段全面展开。这必将导致世界经济未来复苏的路径不是简单的线性模式。在短期,世界经济必定受制于宏观政策常态化、结构性改革深化的冲击,“底部波动、缓慢复苏”将成为世界经济复苏初期阶段的明显特征;在中期,全球结构性改革的深化不仅有利于资源配置效率的全面提升,帮助世界经济寻找到新一轮经济增长的新源泉,更为重要的是它将全面改变现有低迷、悲观的经济预期,在全面提振市场信心的基础上帮助全球经济复苏加速前进。世界经济这种“短期缓慢、中期加速”的复苏模式也决定了中国外部环境将在 2014 年出现小幅改善,在中期加速提升,并将逐步缓和国内改革带来的各种压力。

中国经济的大改革与大转型,世界经济的政策大转型与大改革,以及全球经济周期性力量的轮转这三大力量决定了 2014 年中国宏观经济运行的基本框架。这也决定了 2014 年宏观经济具有“底部修复”的运行特征。

本报告基于上述结构性和体制性问题的判断,设定主要外生参数,依据中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型——CMAFM 模型,分年度预测 2013 年与 2014 年中国宏观经济形势,其预测结果如表 1 所示。其中,主要宏观经济政策假设包括:(1)2014 年中央财政预算赤字分别为 9750 亿元;(2)2014 年人民币与美元平均兑换率分别为 6.03:1。

表 1

2013 年与 2014 年中国宏观经济指标预测

预测指标	2013	2014
1.国内生产总值增长率(%)	7.77	7.72
其中:第一产业增加值	4.0	4.2
第二产业增加值	7.9	7.9
第三产业增加值	8.5	8.3
2.全社会固定资产投资总额(亿元)	450735.23	541333.01
(增长率,%)	(20.3)	(20.1)
社会消费品零售总额(亿元)	238277.83	269730.50
(增长率,%)	(13.3)	(13.2)
3.出口(亿美元)	22003.15	24291.47
(增长率,%)	(7.4)	(10.4)
进口(亿美元)	19420.62	21362.68
(增长率,%)	(6.8)	(10.0)
4.狭义货币供应(M1)增长率(%)	10.1	10.2
广义货币供应(M2)增长率(%)	14.4	14.1
5.居民消费价格指数上涨率(%)	2.7	3.2
GDP 平减指数上涨率(%)	2.2	3.0

1、在外部环境的轻度改善与稳增长政策效应的作用下,2013 年中国宏观经济总体呈现出“前弱后稳”的态势,全年 GDP 增速将达到 7.8%,同比增速比 2012 年提高了 0.1 个百分点。其中第一产业增速预计达到 4.0%,比 2012 年下降了 0.5 个百分点,为近 5 年来的最低水平;第二产业增加值达到 7.9%,与 2012 年齐平,也为近 5 年的最低点;但第三产业的增速出现 8 个季度连续回升,全年增速预计达到 8.5%,比 2012 年同比增速提高了 0.4 个百分点。

2014 年中国宏观经济在外部环境轻度改善、内部大改革全面展开、宏观经济政策相机定位等多重力量作用下,GDP 增速呈现“底部波动”、“轻度回缓”的态势,全年增速预计为 7.7%,比 2013 年同比增速下降约 1 个百分点。

2、在制造业投资和民间投资疲软的作用下,全面固定资产投资增速呈现出“小幅持续回落”的态势,全年增速预计为 20.3%,与 2012 年齐平。

2014 年在大改革的冲击下,政府职能的转变和投融资体制的改革将对政府类投资产生强烈的下行压力,民间投资空间的释放以及土地市场的改革虽然有利于相应投资板块的提升,但改革的复杂性和渐进性决定了民间投资和房地产投资在 2014 年难以有较大幅度的提升,并难以弥补政府类投资下降以及资金收紧带来的缺口,2014 年全年固定资产投资增速预计达到 20.1%,比 2013 年下降 0.2 个百分点。

3、由于“八项政策”、“群众路线”、“四风整顿”等政治活动的全面开展以及居民实际收入增速的明显回落,2013 年全年预计增速为 13.3%,比 2012 年同比增速回落了 1 个百分点,为 2005 年以来的最低水平。

2014 年,“八项政策”、“群众路线”、“四风整顿”等政治活动将常态化,居民收入增速将持续低迷,收入分配政策改革的红利难以在短期显化,这些因素决定了 2014 年消费增速将持续小幅回落,全年增速预计为 13.2%。

4、在发达国家经济持续改善与新兴市场经济深度回落的双重力量作用下,2013 年中国出口增速呈现“前低后稳”的态势,整体状态依然低迷,全年增速预计为 7.4%,比 2012 年增速下降了 0.5 个百分点。而进口在国内库存和生产小幅复苏的作用下有所反弹,增速达到 6.8%,比 2012 年反弹了 2.5 个百分点,预计贸易顺差达到 2583 亿美元,比 2012 年略有提高。

2014 年是世界贸易的恢复年,发达国家经济增长的较大幅度改善带来的进口需求将有明显提升,将很大程度抵消新兴经济体进口需求的下滑。中国进出口需求都将同步提升,预计出口增速达到 10.4%,进口增速达到 10%,全年贸易顺差达到 2929 亿美元,外需对于经济增长的贡献依然难以转正。

5、由于流动性在宏观与微观的二元背离,导致 2013 年货币政策难以按照既定的目标进行操作,预计 2013 年末狭义货币供应(M1)增速达到 10.1%,广义货币供应(M2)增速为 14.4%,比年初设定的目标高 1.4 个百分点。

2014 年金融改革的深化以及金融监管的强化,政府将采取偏紧的货币政策,但这种政策定位很可能被上半年经济增速的回落、改革阻力的显化以及价格形势的变化等因素扰乱,货币供应的实际增速将高于目标值,M1 增速预计将达到 10.2%,M2 增速预计将达到 14.1%。

6、产能过剩、生产资料价格低迷和输入性通货紧缩将在一定程度上对冲货币供应增速上扬带来的价格上涨压力,2013 年 CPI 增速估计在 2.7%,比上年上涨 0.1 个百分点;此外,由于 PPI 的回升,GDP 平减指数估计在 2.2%的水平,比 2012 年提高了 0.3 个百分点。

2014 年在翘尾因素、食品价格上涨、改革带来的价格释放等因素的作用下,CPI 将有所上扬,预计 2014 年 CPI 将达到 3.2%,GDP 平减指数达到 3.0%。全年通货膨胀压力上升,但不严重,核心 CPI 相对稳定。

第二部分 短期视角下的中国宏观经济

从短期角度来看,2013 年中国宏观经济在逐步触底的过程中出现轻度反弹。这集中体现在以下几个方面:

1、GDP 季度增速在 8.1%—7.4% 区间波动,但自 2012 年 3 季度和 2013 年 2 季度的 GDP 增速都在 7.5 左右徘徊,今年 3—4 季度出现了连续 2 个季度的回升。

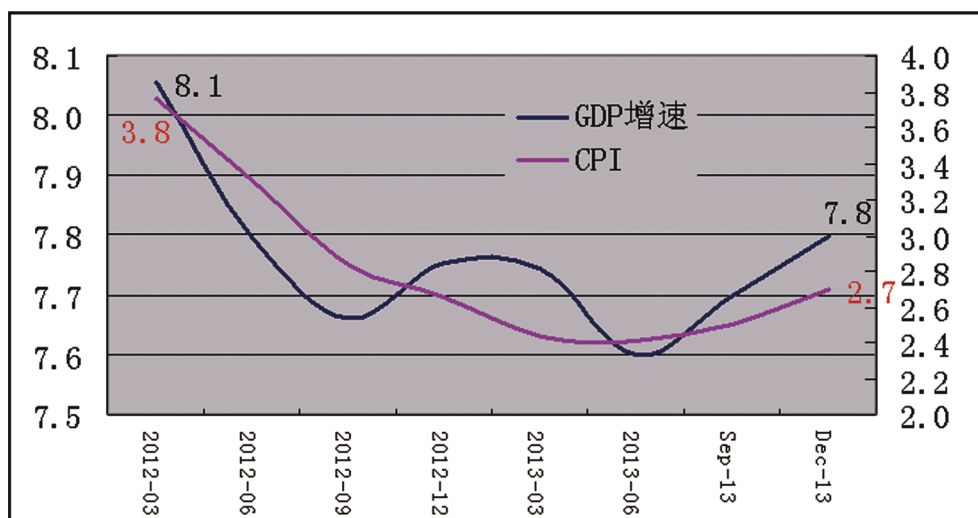


图 1 中国 GDP 增速与 CPI 连续 2 个季度回升

2、CPI 自 2013 年 5 月以来连续 5 个月回升到 10 月的 3.2%;PPI 在 5 月触底后,同步负增长速度有所收窄,环比在 8 月以来开始摆脱价格紧缩状态;

3、工业增加值增速从 6 月的 8.9%持续回升到 10 月 10.3%;发电量摆脱了 1—2 季度低迷的状态,同比增速在 10 月达到 8.4%。与此同时,制造业的先行数据也有所改善,汇丰 PMI 指数从 7 月触底,8 月超过枯荣线,10 月达到 50.9;而国家统计局的 PMI 指数从 6 月的 50.1 持续上升到 10 月的 51.4。于此同时,非制造业 PMI 指数也持续保持在枯荣线之上,并在 3—4 季度持续上扬,到 10 月份达到 56.3。

4、财政增速摆脱了 1—2 季度低迷的状态,累计同比增速从 1 月的 5.8%上升到 10 月的 9.4%。

5、企业绩效摆脱了 2012 年低迷的状态。其中最为突出的就是规模以上工业亏损企业亏损额从 2012 年 1—12 月同比增长 32.8%下降到 2013 年 1—8 月的 -6.9%,规模以上工业利润总额同比增长从 2012 年前期的负增长,持续回升到 2013 年 1—9 月的 13.5%。

同时,2013 年 2489 家上市公司前三季度实现净利润 17250.79 亿元,与去年同期相比增长 14.21%。其中,2147 家公司前三季度实现盈利,占比 86.26%,各项指标逐季改善,并明显优于 2012 年。

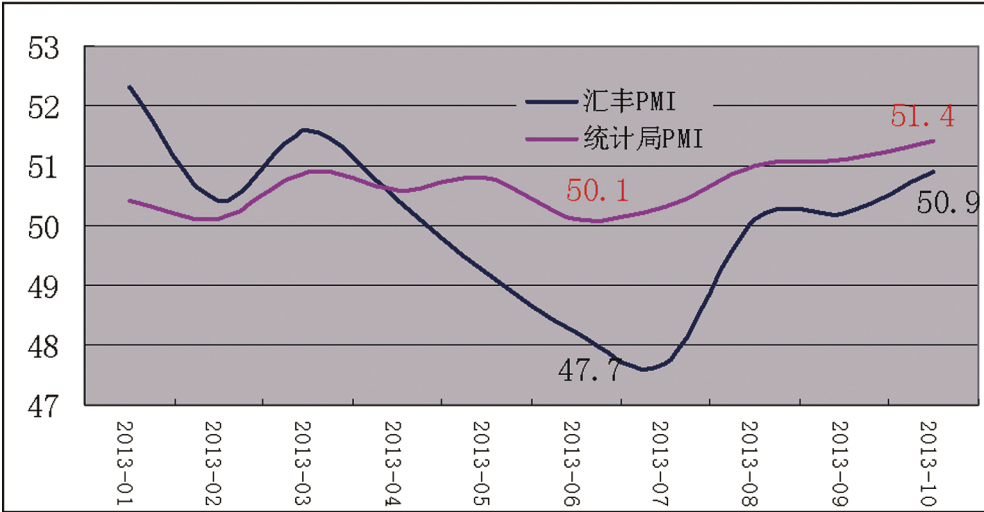


图 2 PMI 指数连续 2 个季度回升

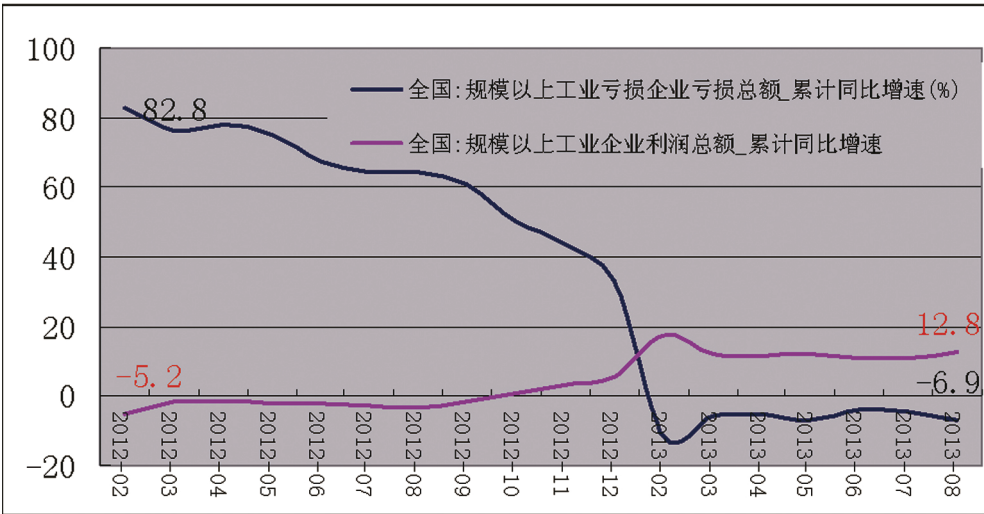


图 3 企业财务指标有所好转

6、就业状况改善明显。1—9 月全国城镇新增就业达到 1066 万人,比 2012 年同期多增长 42 万人。其中 2 季度和 3 季度同比分别增加了 39 万人和 11 万人。城镇登记失业率处于历史低位的 4.0%水平。

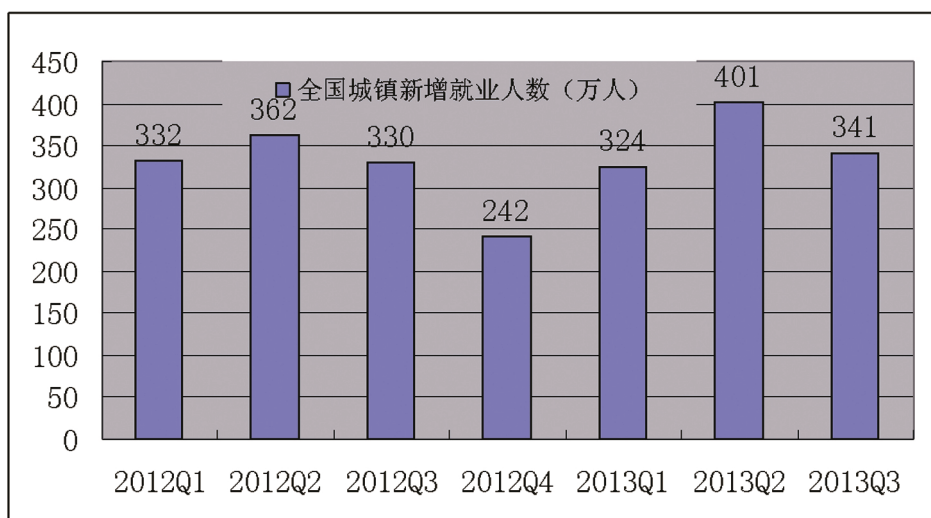


图 4 新增就业连续 2 季度同比增长

7、宏观景气指数有所反弹。国家统计局宏观景气先行指数在 1 季度回落之后,于 5 月开始持续回升,从 4 月的 99.6 上升到 9 月的 99.9,而宏观景气一致指数,从 5 月的 97 上升到 9 月的 97.8。

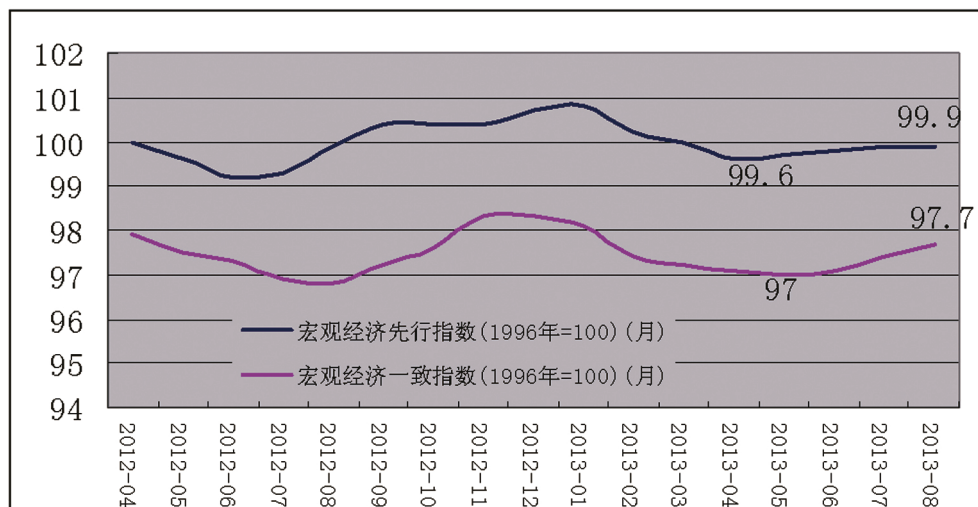


图 5 宏观景气指数连续 2 个季度反弹

这些参数的持续反弹可以明确证实了“2013 年中国经济大崩溃”的悲观主义观点落空了。较 2012 年,GDP 的小幅反弹、CPI 轻度回升、就业水平的大幅度提升、企业绩效的回升都说明中国宏观经济至少在短期内不存在硬着陆的可能。

但是,这种反弹也没有证明乐观主义者有关中国经济将重返繁荣的预言。很多乐观主义者认为,中国宏观经济必将在 2012 年 3 季度稳增长的反周期刺激政策的作用下,克

服周期性下滑力量,出现持续的经济复苏。为什么乐观主义的预言也落空了呢?一是2013年1—2季度宏观经济的疲软已经证明中国经济难以在反周期的刺激政策作用下出现快速持续的复苏,过度使用反周期刺激政策反而会带来比市场失灵更头疼的政府失灵问题,频繁使用反周期政策必将加速中国面临的深层次结构问题的加速恶化,使宏观经济在短期上扬之后快速回落;二是目前3—4季度的经济反弹基础并不扎实,很多参数依然没有摆脱低迷的状态,未来依然存在进一步波动的可能。

2013年3—4季度的反弹为何是底部波动中不稳定的反弹呢?其核心原因在于:

1、出口、投资、消费等三大需求参数都处于历史低位。例如1—10月的出口增速仅为7.8%,与2012年齐平;投资增速1—10月仅为20.1%,比去年同期回落0.7个百分点;全社会零售总额增速1—10为13.3%,比2012年同期下降1.2个百分点,并处于近年来的最低水平。

2、很多参数虽然持续改善,但依然是低水平基础上的改善,属于恢复性反弹,增速较正常年份的平均水平依然存在差距。例如,宏观景气一致指数和宏观景气先行指数虽然有所改善,但都低于2012年平均水平。

3、政策性因素依然是近期反弹的核心原因之一。这集中体现在以下几个方面:第一、固定资产投资中增长最快的是基础建设投资,这得益于前期发改委基建投资项目放闸以及6月稳增长政策的实施;第二、在社会融资总额和信贷持续定向增长和存量盘活的作用下,固定投资的资金来源在3季度月连续提升,大大改变固定资产投资领域资金紧张的局面;第三、市场性投资从总体上并没有出现明显回升。例如民间固定资产投资增速1—10月仅为23.4%,依然处于历史低位。同时,房地产投资增速在1—10月仅为19.2%,出现连续回缓的局面。

4、消费改善依然不稳定,消费提升的基础不扎实。消费提升的基础不扎实主要体现在两个方面:一是收入增长回落,未来收入增长依然与民众的预期存在差距,其中几种凸显在今年1—2季度收入增速较去年下滑了3个多百分点;二是消费者信心指数和消费者预期指数虽然在8—9月有所改善,较7月分别提升了0.6个百分点,但它们依然是近3年的最低水平,不仅远远低于近3年的平均值,同时较2013年1季度水平还有很大的差异。三是“反腐倡廉”、“8项政策”、“晒三公”、“群众路线”、“四风整顿”的常态化将对公款消费、政府消费支出、假日消费以及婚丧消费带来持续性的冲击。

5、先行参数中依然存在一些值得关注的冲突现象:一是国家统计局的先行指数7—8月出现持续回升,但OECD综合先行指数却出现持续恶化,不仅低于趋势值100,同时还从3月的99.8连续回落到7月99.4,同时人民银行测算的先行合成指数依然低位徘徊,未显示明显上升趋势,从经验来看,未来几个月快速回升的可能性不大;二是各类PMI指数都出现了回升,但3季度的企业家信心指数、企业景气指数分别出现了1个百分点和0.8个百分点的回落。

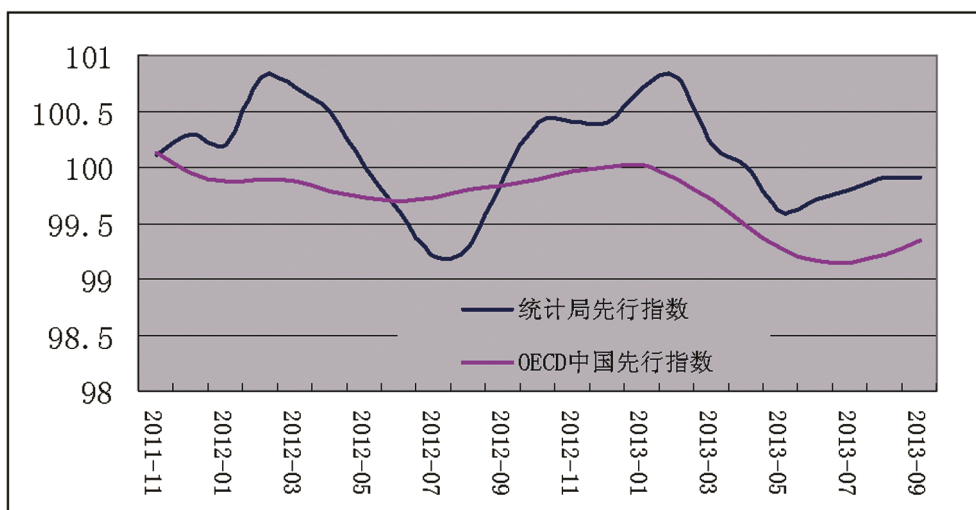


图 6 OECD 中国先行指数表明中国经济依然疲软

6、市场信心依然存在波动。2013 年 8—9 月以来很多市场参数(例如金融市场)得到了较大的改善,这些改善主要得益于市场信心的提振。目前市场信心的提升来自于两个方面:一是 7 月中旬以来采取的稳增长微调与预调政策;二是自 8 月末以来释放的三中全会将进行全面经济改革的信息。而这两大因素可能会随着改革的全面推进和宏观经济政策的微调而发生变化。因此,这些市场信心是否能够在中期得到维持,具有十分强烈的不确定性。

7、外部环境的改善依然具有不确定性。一是新兴经济体难以短期得到改善,其持续疲软对于中国出口的影响较为明显;二是 3 季度日本和欧洲经济增速的回落说明未来中国外需加速改善的风险依然较大。3 季度日本经济环比增速较 2 季度下降了 0.4 个百分点,仅为 0.5%,欧洲较 2 季度下降的 0.2 个百分点,仅为 0.1%。而德国和法国经济三季度回落更为明显。

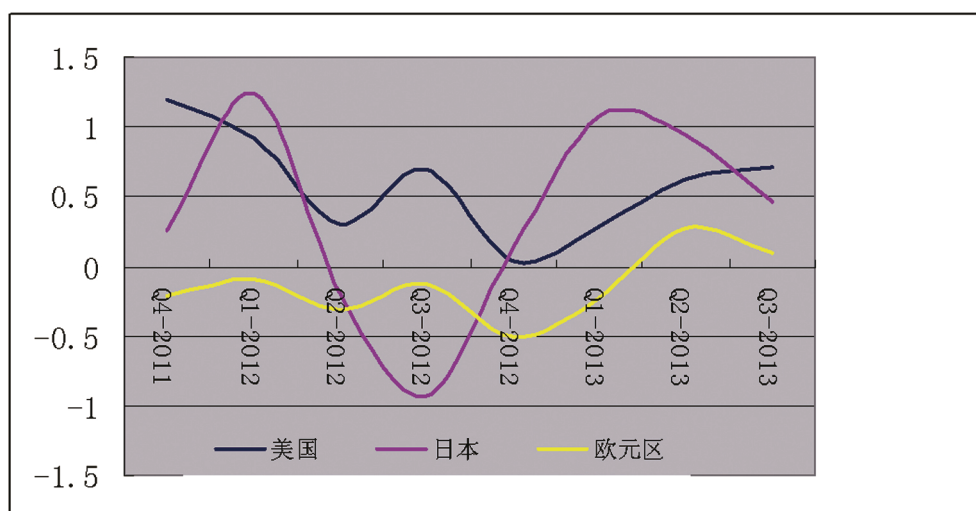


图 7 日欧 GDP 环比增速出现回落

第三部分 中长期的视角下的宏观经济

中国宏观经济在短期呈现“底部波动”、“复苏基础不牢固”的特点,从中长期角度来看又将呈现怎样的特性呢?

在中期看,中国经济自 2010 年出现强劲反弹以后,GDP 增速呈现“逐季回落”的特点,但进入 2012 年之后,这种回落在 7.4%—7.9%之间的幅度波动,呈现出强烈的筑底迹象。

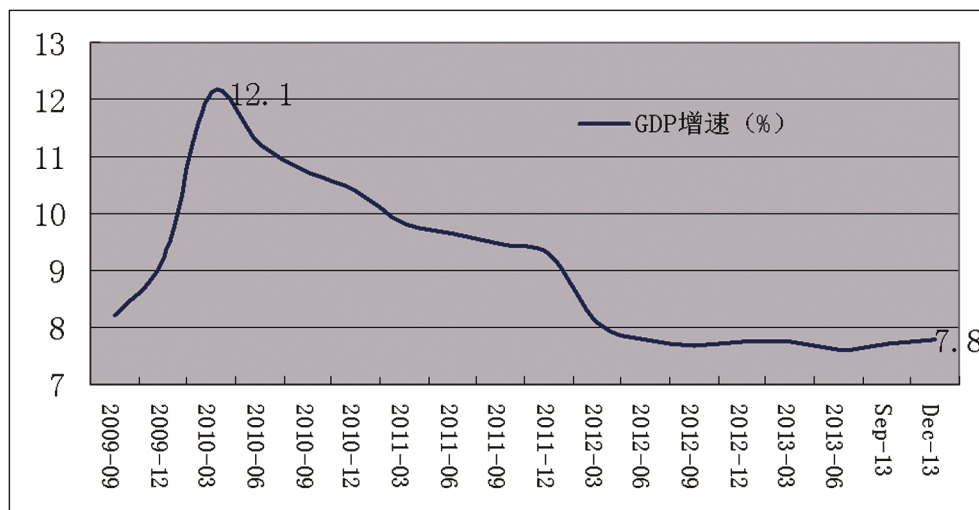


图 8 回落中筑底的中国增长

而 CPI 自 2009 年 4 季度摆脱通货紧缩之后,于 2010 年 1 季度提升到 2.2%,并在 5.6%—2.5%之间波动,CPI 处于相对稳定的状态。同时,在价格指数中值得注意的是:

第一、PPI 自 2009 年 12 月摆脱负增长以后,到 2012 年重新步入到负增长区间,表明工业领域的供求在 2012 年之后发生了明显的变化,产能过剩问题全面持续的显化,工业萧条已经出现。

第二、与工业品密切相关的出口商品的价格波动与 PPI 基本相似,出口商品价格指数在 2010 年 3 月转正之后,于 2012 年二季度步入负增长区域。

第三、与宏观经济整体供求更为相关的核心 CPI 自 2010 年 1 月摆脱负增长之后,基本稳定在 1.3%左右,说明中国宏观经济总体处于相对平衡的状态。

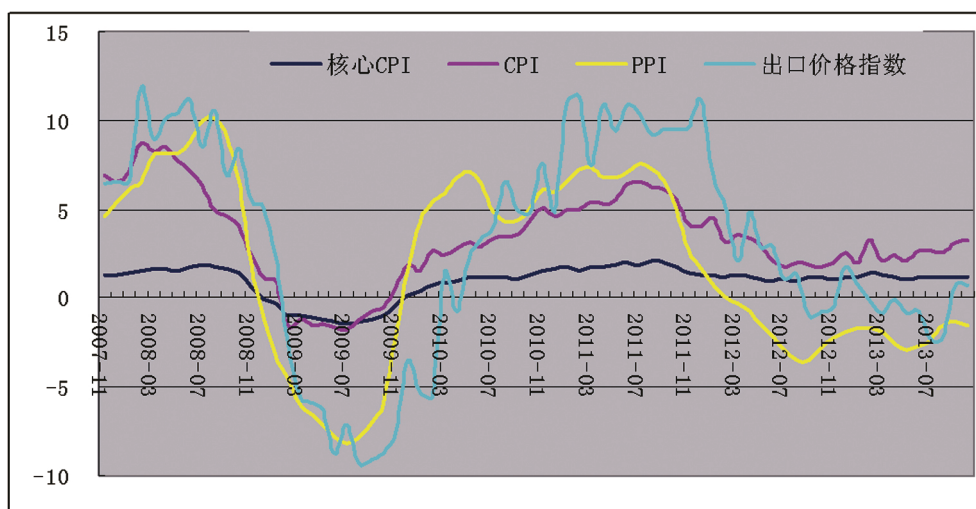


图 9 工业品与贸易品萧条,但宏观经济总体平衡

因此,从中期角度来看,在相对宽松的宏观经济政策调控的作用下,2012—2013 年区间呈现 2 个明显特点:1)GDP 底部波动,筑底迹象较为明显;2)工业品供求和非工业品供求、贸易品与非农贸易品供求出现分化,但宏观总体供求关系基本平衡,在 PPI 和出口价格指数持续负增长的同时,CPI 在正常区间波动,核心 CPI 较为稳定。这些的中期表现也基本说明,虽然在产能放量和外需回落的冲击下工业品和贸易品处于相对萧条的状态,但服务品和非贸易品供求的稳定以及宏观经济结构性的变化使中国宏观经济总体供求基本稳定,中国宏观经济总体上自我平衡能力开始显化,在中期已开始寻找相对平衡与稳定的基础。从中期总量的角度看,中国宏观经济的脆弱性正在缓和。

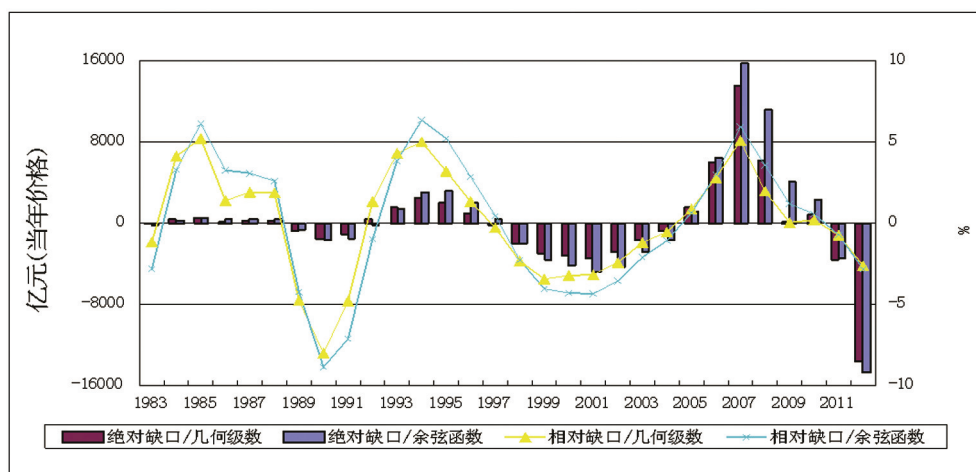


图 10 中国国民收入绝对缺口和相对缺口:静态预测

如果进一步从周期的角度来定性分析中国宏观经济近期的定位,我们可以进一步得出,2012—2013 年可能是在本轮周期中筑底的年份,周期力量可能在未来出现轮换。从图 10 可以看到,中国国民收入绝对缺口和相对缺口的测算表明,2010 年—2012 年的确是中国周期下行的年份。而从表 2 可以看到,利用生产函数方法外推的产出缺口和周期性增速表明,2012—2013 年中国宏观经济虽然产出缺口和周期性增长都为负,处于下行周期,但是 2013 年的产出缺口和周期性增速都在缩小。这表明,2013 年中国宏观经济有明显的筑底反弹的迹象。如果不考虑结构性因素的进一步恶化,宏观经济景气在未来存在明显回升的周期基础。

表 2 周期性增速和产出缺口表明中国可能出现了底部反弹

	实际增长速度	潜在增长速度	周期性增速	产出缺口
2012	7.7	8.1	—0.4	—0.8
2013	7.8	8	—0.2	—0.4

第四部分 全球视角下的中国宏观经济

中国经济所呈现的宏观经济指标上述短期和中期的特点是否是中国所特有的呢？是否像很多学者所宣称的那样，中国经济的下滑是中国内生性结构问题的产物，具有明显的中国体制性和结构性的特色，而不是世界经济周期变化和世界经济结构调整的产物呢？答案可能是否定的。2009 年的低迷、2010 年的反弹、2011—2013 年经济的持续回落、CPI 的相对稳定、贸易的低速以及不低的就业水平等特征都不是中国特有的，中国宏观经济变量的变化与世界经济具有高度的同步性。

1、GDP 增速的波动模式与世界经济是一致的。

世界经济与中国经济都是在 2007 年达到高点，都是在 2008 和 2009 年由于美国次贷危机的爆发而陷入深度下滑的困境，只是世界经济下滑了 6 个百分点，而中国下滑了 5 个百分点。2010 年由于各国在 2009 年都采取了超常规的危机救助政策而出现同步反弹，不同的是中国反弹了 1.2 个百分点，而世界反弹了 5.8 个百分点；2011 年都步入持续回落的路径之中，不同的是，预计到 2013 年中国下滑的幅度在 2.6 个百分点，而世界下滑 2.1 个百分点。

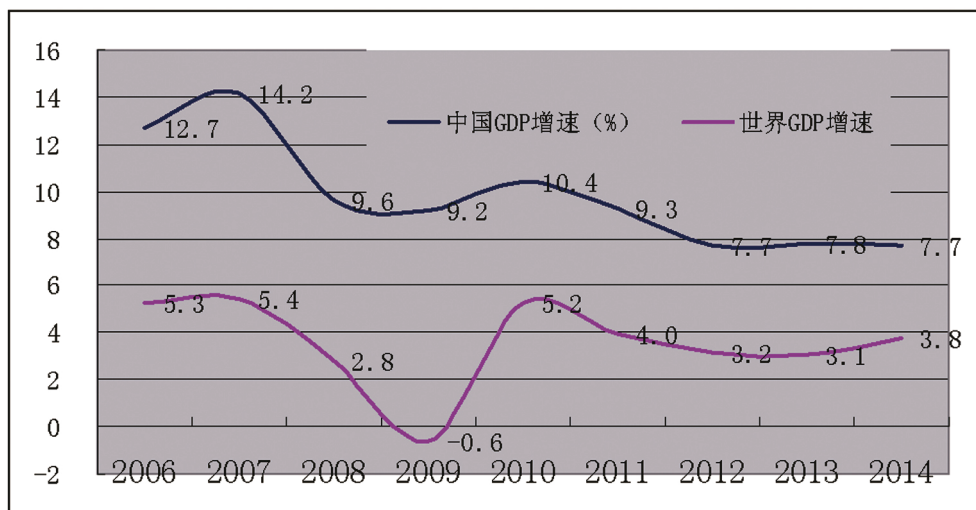


图 11 中国 GDP 增速变化与世界经济高度同步

如果重点考察金砖国家，就会发现它们基本上也与世界波动是同步的。另外值得注意的是，有些金砖国家在 2010—2012 年下滑的幅度比中国还大。例如印度 2012 较 2010 年

下滑了 7.4 个百分点,巴西下降了 6.6 个百分点。这可能提醒我们,这些制度体系、发展阶段、资源禀赋差异较大的国家出现同步大幅度调整,可能有与国别特征无关的共同深层次原因。因此,中国经济回落的因素不能单纯在封闭体系来寻找,不能简单地把中国经济下滑归结到中国内生性结构性问题。新兴市场国家与发达国家的同步回落必须从全球经济调整以及由此引发的内部结构性问题等角度来分析。

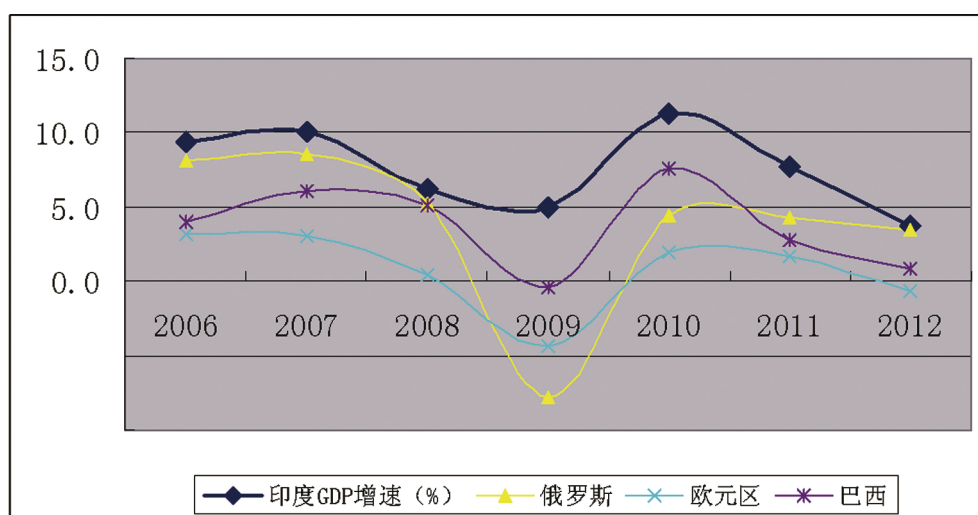


图 12 金砖国家与欧元区都处于回落路径之中

2、出口增速与世界出口的变化也是同步的。

中国和世界都在 2006 年达到出口增速的顶峰,2009 年跌入深谷,其中中国出口增速回落 12.2 个百分点,世界回落 19.8 个百分点;都在 2010 年出现强劲反弹,其中中国反弹 16.3 个百分点,而世界反弹了 23.1 个百分点;都在 2010—2012 年都步入回落期,其中中国最高回落了 13.4 个百分点,而世界回落了 10.2 个百分点;同时,预计 2013 年中国与世界都会出现小幅反弹。

3、中国 CPI 的变动与世界也基本一致,都出现了“低速的 GDP 与不低的 CPI 并行”的新现象。

中国经济和世界经济都在超常规的货币政策的作用下快速摆脱了 2009 年快速回落的局面。不同的是 2008—2009 世界经济 CPI 仅回落了 2.6 个百分点,而中国回落了 6.6 个百分点,2009—2010 年中国反弹了 6.1 个百分点,而世界仅反弹了 2.5 个百分点。2011 年以后,中国与世界的 CPI 都在小幅回落中出现趋稳态势。

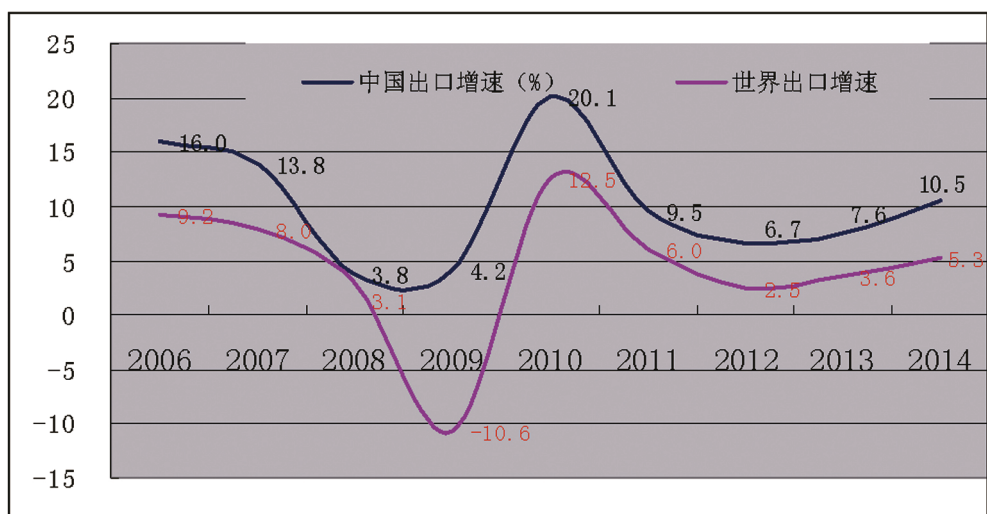


图 13 中国出口增速与世界高度同步

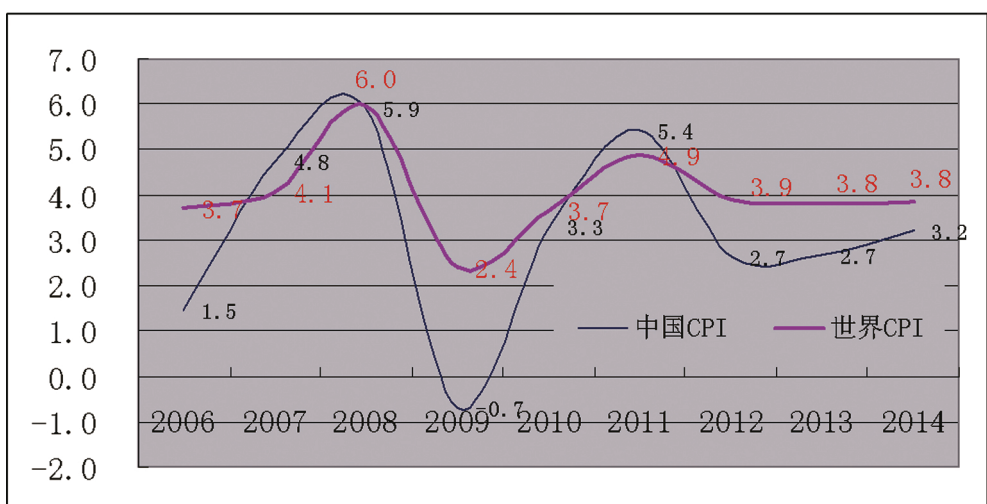


图 14 中国 CPI 与世界也是同步的

4、中国与很多发展中国家都在 2010—2013 年出现了“GDP 增速回落，新增长就业上扬”的新现象。

很多学者认为“GDP 增速回落，新增长就业上扬”的新现象只有中国才有。但根据联合国贸发会的统计，世界就业的状况在 2008 年危机之后出现强劲的分化——发达国家失业率大幅度上扬，新增长就业水平持续呈现负增长，而发展中国家的就业却出现了持续小幅改善。按照现有的统计墨西哥、土耳其等国家的新增就业增长十分显著。导致这种现象的核心原因在于，世界不平衡的逆转导致发展中国家不得不进行了局部转型，劳动力吸纳能力较高的非贸易品和服务等部门得到了政策和内部需求的支持而出现较为强劲的增长，从而在 GDP 增速回落中，就业出现明显增长。

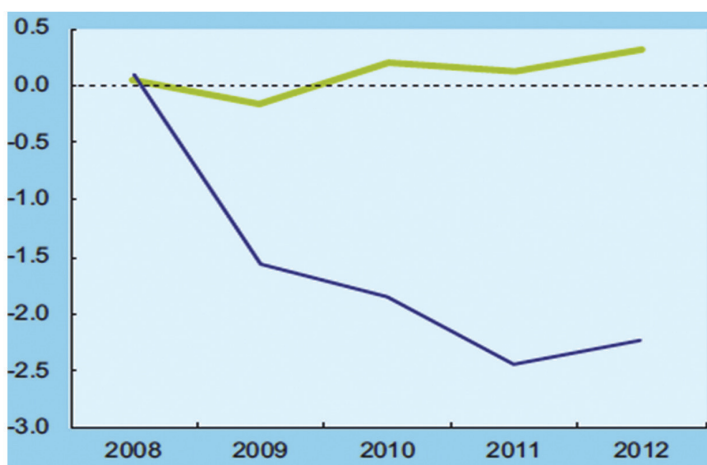


图 15 近年来 GDP 增速回落但就业持续改善的现象不是中国独有的
(—— 发达国家的就业增速 —— 剔除中国和印度的发展中国家就业增速)

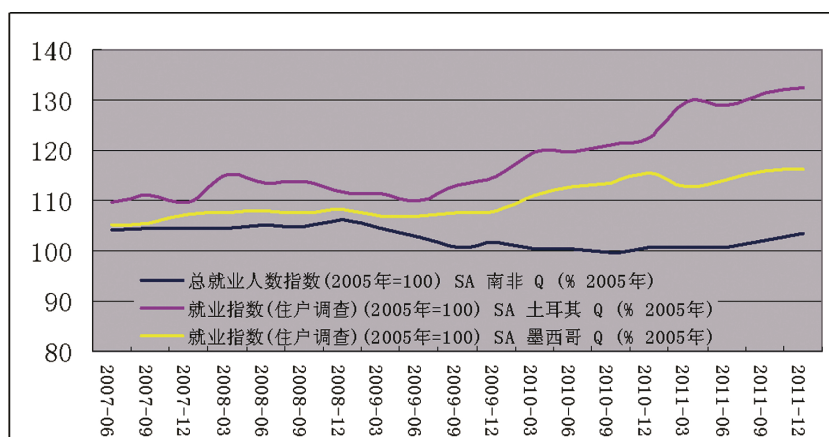


图 16 土耳其和墨西哥就业增长十分显著

5、我们将中国与美国经济的经济周期进行比较发现，2005 年以来中国与美国的经济周期是高度耦合的。

次贷危机前中国经济波动与美国经济波动的暂时脱耦,使很多人认为美国次贷危机对于中国宏观经济的冲击不大,从而使中国没有提前采取需求管理政策进行预先调整。但事实是,自 2005 年后中美经济周期是高度耦合的。下图分别以时间差分的季度累计 GDP 增长率和季度年化 GDP 增长率,指示 2007—2012 年间中国经济增长加速度和美国经济增长加速度;其间,中国经济增长加速度与美国经济增长加速度基本同相波动,并且与美国国民收入缺口的时间差分动态一致。这种周期变化的一致性也预示说中国经济周期可能处于调整的拐点之上。

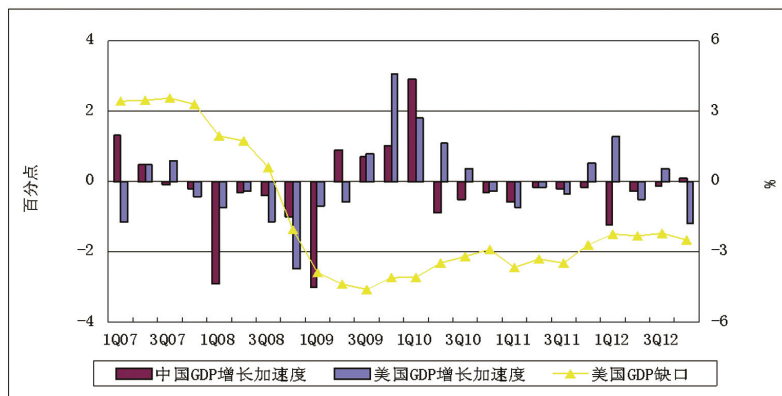


图 17 中国与美国国民收入长加速度

上述 5 个方面的证据可能说明了以下结论：世界经济总体的同步性说明本轮中国经济的波动不能单纯归结到中国因素之上，中国经济放缓的核心原因必须从全球性结构性问题、周期性问题以及引发的国内周期性问题和结构性问题等多角度来寻找。由此，中国宏观经济的周期状态如何判断，中国的结构性问题如何治理，中国宏观经济调控与结构性改革方案如何定位等问题必须在认识全球周期状态和结构性问题的基础上来解决，而不是把中国经济从世界经济隔离开来对问题的思考和问题的解决。

那么，世界周期和结构性问题目前到底表现如何呢？

1、2008 年的世界经济危机标志着世界经济已经渡过技术创新的高速扩张期，世界经济开始步入到技术的平缓扩散期、制度重构期和结构调整期，过去 20 多年中世界经济所拥有的技术革命的红利将逐步消失，世界经济增速将面临拐点性回落。世界经济危机状态的结束、全球制度体系的逐步重构以及 ITC 技术的进一步拓展等因素虽然会带领世界经济摆脱危机，走出低迷，出现一定程度的反弹，但在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。

从图 18 可以看到，每次康德纳耶季夫周期都由两个阶段构成：一是技术大爆炸的导入期；二是技术平稳扩张的拓展期。而连接这两个阶段的就是经济大危机与制度大调整。这种长周期模式之所以如此，我们既可以用金德尔伯格大周期理论来解释，也可以用马克思的大危机理论来解释——技术等生产力的快速变革必然导致传统的生产关系不适宜生产力发展，传统的上层建筑不适宜经济基础的发展，必然导致在未击中重构制度体系和上层建筑，必然在制度重构中寻找新的增长源泉。因此，2008 年爆发的世界经济危机宣告了这种技术变化的大拐点的到来。这意味着 2010 年以后的相当一段时期世界范围内必定出现系统性的制度改革和大转型，技术创新也将从技术爆发期逐步过渡到平缓的拓展期。这种判断也可以从这 20 年来专利技术增长速度的变化上得到证实。从表 3 可以看到，除应对气候变迁类的专利技术在新世纪有所提高，其他 12 大类领域的专利技术都在经过 20 世纪最后 10 年的高速增长之后步入强劲的下滑期。

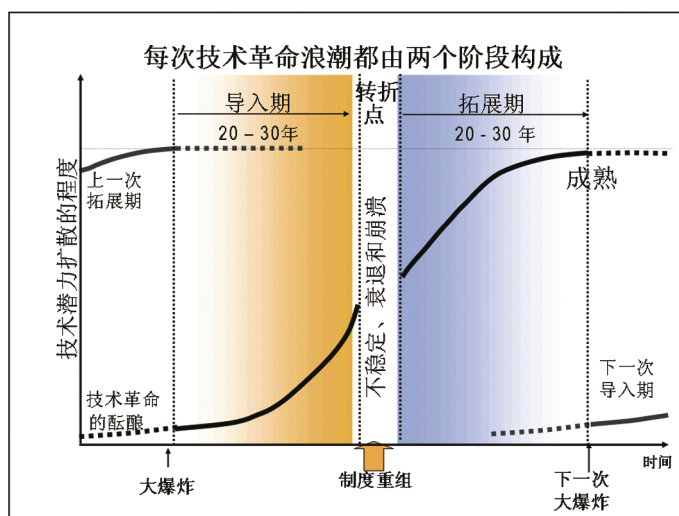


图 18 技术革命周期图

表 3 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)	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

而从表 4 的技术革命与工业革命的分类也可以看到,下一场的技术革命还要等待相当一段时期,并带有强烈的不确定性,并在很大程度都是 ITC 技术的扩张和延伸,在本质上都属于第三次产业革命的范畴,难以在生产方式上引起社会的变革。这也证明了全球技术红利将逐步消失,世界经济不仅将面临增速的回落,同时经济增长动力的转换。

表 4 三次工业革命与六次技术革命浪潮

技术革命 开始年份	该时期的 流行名称	核心国家	诱发技术 革命的大爆炸	工业革命 及其区间
第一次 1771 年	产业革命	英国	阿克莱特在克隆福德设厂	第一次工业革命 1771~1875
第二次 1829 年	蒸汽和铁路时代	英国(扩散到欧洲大陆和美国)	蒸汽动力机车“火箭号”在利物浦到曼彻斯特的铁路上试验成功	
第三次 1875 年	钢铁、电力、重工业时代	美国和德国追赶并超越英国	卡内基酸性转炉钢厂在宾西法尼亚的匹兹堡开工	第二次工业革命 1875~1971
第四次 1908 年	石油、汽车和大规模生产的时代	美国(起初与德国竞争世界领导地位),后扩散到欧洲	第一辆 T 型车从密歇根州底特律的福特工厂出产	
第五次 1971 年	信息和远程通讯时代(包括机器人)	美国(扩散到欧洲和亚洲)	在加利福尼亚的圣克拉拉,英特尔的微处理器宣告问世	第三次工业革命 1971~21 世纪 70 年代?
第六次 2010—2020 30 年代?	新能源、新材料、纳米技术、生物电子、3D 打印机	美国、日本和欧盟? 中国?	?	

2、全球化红利已随着美国技术的扩散、中国和印度等国纳入到全球化体系的剩余劳动力的枯竭而步入到递减阶段,这将导致利益分配的模式以及由此产生的经济政治交往模式发生重大的调整。

2008 年以后世界贸易冲突以及地缘政治都发生了重大变化,其中标志性的拐点就是:1)美国提出的 TPP 和 TTIP 将区域性贸易协定推上顶峰,并将取代多边贸易协定的作用;2)美国重返亚洲战略的全面实施,东亚地缘政治全面激化。这些国际政治经济关系将严重影响下一阶段世界经济增长的状况。

3、收入分配的两极分化和劳资分配关系的恶化是全球经济下滑的另一个结构性因素,全球性收入分配改革已在世界各国全面拉开。

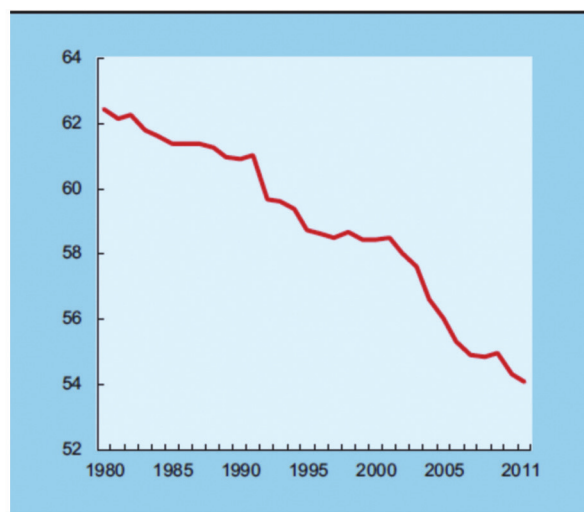


图 19 全球劳动者收入占产出的比重(加权平均%)

按照联合国贸发会的统计,全球劳动者收入占产出的比重已经由 80 年代的 62.5% 下降到 2012 年 54.2% 的水平。在过去 32 年的全球化浪潮中之所以出现这种状况,其核心就是在技术扩散和发展中国家剩余劳动力纳入到全球化过程中,资本和技术成为稀缺要素,从而导致世界劳资关系严重偏向于资本,导致劳动所得严重弱化并导致世界两级分化。这种两极分化是导致消费不足、金融泡沫的最核心的根源。例如克鲁格曼所言,2005 年美国收入最高的 1% 人群占总收入的 17.4%,10% 最高收入人群占有所有收入的 44.3% 已经大大超过二战以后的水平,与 20 世纪 20 年代大危机前的水平相当,这种两极分化是美国 2008 年爆发金融危机的核心根源。而治理的模式就是要发动类似罗斯福的新政,扩大社会安全保障的覆盖面,缩小贫富差距。事实上,包括世界两大经济美国和中国都在危机后掀起了收入分配和社会福利的大改革。

4、金融危机的爆发和全球化红利的递减同时也标志着世界经济不平衡逆转以及相应的世界经济结构调整的开始。

2008—2011 年是全球贸易顺差的比率缩小了接近 0.8 个百分点,其中中国贸易顺差占 GDP 比重从 2007 年的 10.1% 下降到 2011 年的 2.8%,美国贸易逆差率从 2007 年的 6% 下降到 2011 年的 2.3%。经过这 4 年不平衡快速逆转之后,全球不平衡开始稳定在一个新的低水平上。这意味着世界贸易快速回落期已经结束,各国贸易增速和经常账户差额将在低水平线上波动,难以重返过去的状态。这也将意味着依存于传统技术创新红利、全球化红利和全球不平衡持续扩张的经济发展模式都将陷入困境,必须通过大调整和大改革适应新的世界生产力与经济基础的变化。

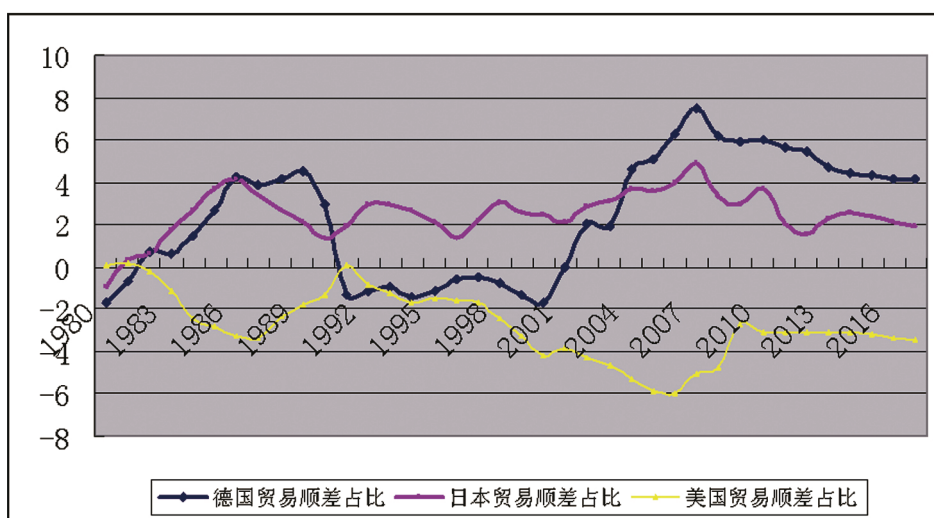


图 20 全球不平衡在急剧收窄后可能在低水平保持稳定

一是几大并存的增长模式必须做出调整。美国的“创新+金融+过度消费+高赤字”模式、欧洲的“一体化+福利化+高债务”模式、中国的“高储蓄+高投资+高出口+高污染+高能耗”模式、俄罗斯和澳大利亚等“高资源出口和资源依赖型”模式等必须做出调整。而这些调整主要体现在：

- 1) 美国提出了“再工业化计划”、“出口倍增长计划”、全民医疗改革计划、扶贫计划；
- 2) 欧洲提出了包括财政、金融、社会保障、劳工等在内的一揽子结构性改革方案；
- 3) 俄罗斯、印度等国提出了大规模基础建设以及反腐败调整；

4) 中国在十八届三中全会提出了全面深化改革的宏伟蓝图。例如下表就是 OECD 对于世界各国为“寻求增长”而采取的产品市场改革的建议。

表 5 OECD 及金砖国家产品市场改革建议

	澳大利亚	奥地利	比利时	加拿大	智利	捷克	丹麦	爱沙尼亚	欧盟	芬兰	法国	德国	希腊	匈牙利	冰岛	爱尔兰	以色列	意大利	日本	韩国	卢森堡
降低整体经济的监管负担																					
降低进入成本 和法律障碍													✓	✓			✓	✓	✓	✓	
放松企业退出														✓							
提高监管的 透明度															✓						

续表

	澳大利亚	奥地利	比利时	加拿大	智利	捷克	丹麦	爱沙尼亚	欧盟	芬兰	法国	德国	希腊	匈牙利	冰岛	爱尔兰	以色列	意大利	日本	韩国	卢森堡
简化许可和许可证体系												✓			✓		✓				
强化竞争框架					✓		✓									✓	✓				
减少公有制介入															✓			✓	✓		
减轻具体部门的监管负担																					
能源和其他网络部门		✓	✓	✓					✓		✓		✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	
零售贸易及专业服务		✓		✓			✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓			✓	✓	✓
减少 FDI 和国际贸易的障碍	✓			✓											✓				✓	✓	

	墨西哥	荷兰	新西兰	挪威	波兰	葡萄牙	斯洛伐克	斯洛文尼亚	西班牙	瑞典	瑞士	土耳其	英国	美国	巴西	中国	印度	印尼	俄罗斯	南非
降低整体经济的监管负担	✓																			
降低进入成本和法律障碍				✓	✓	✓	✓													✓
放松企业退出																				
提高监管的透明度			✓														✓			✓
简化许可和许可证体系				✓		✓												✓		
强化竞争框架								✓												✓
减少公有制介入	✓				✓			✓								✓			✓	

续表

	墨西哥	荷兰	新西兰	挪威	波兰	葡萄牙	斯洛伐克	斯洛文尼亚	西班牙	瑞典	瑞士	土耳其	英国	美国	巴西	中国	印度	印尼	俄罗斯	南非
减轻具体部门的 监管负担																				
能源和其他 网络部门	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓			✓			✓	✓	✓			✓
零售贸易及 专业服务				✓	✓	✓	✓		✓											
减少 FDI 和 国际贸易的障碍	✓		✓														✓	✓	✓	

二是世界经济的公共治理结构将进行改革。其核心理念就是纠正世界经济市场失灵的核心需要世界各国政府协同性地进行干预和世界性治理组织的构建,因此一方面要强化世界各国宏观经济政策的协调,另一方面要改革现有世界经济协调组织,赋予其宏观调控和干预的功能。

5、在世界经济摆脱经济危机最困难的时点之后,各国宏观参数的改善将促使各国政府陆续推出危机时期采取的各种非常规刺激政策,从而宣告世界经济步入“宏观经济政策的大调整期”。

世界宏观经济政策大调整期到来的标志性事件就是美国联储宣布退出 QE 政策。2013 年 5 月美联储主席宣布可能提前退出 QE 政策,这引发了世界金融市场的大震荡和新兴市场国家的波动,导致世界货币市场利率提升、资金大规模向美国回流、印度等多个国家出现货币大幅度贬值。由此可见,如果美国宏观数据全面改善,非常规货币政策全面退出,未来世界经济的波动将不可小看。根据分报告的预测,以实际产出和失业率最为预测的核心参数,美国联邦基金利率的提高将发生在 2014 年 7 月至 2015 年 12 月,贴现率的提高将发生在 2015 年 12 月,国债的减持将发生在 2013 年 11 月至 2015 年 2 月。

6、从目前的世界经济周期性参数的测算来看,世界经济目前依然处于周期的低迷期,产出缺口和周期性增速都处于负值状态,但从明后年的变化来看,周期性力量开始缓慢的逆转,上行期可以期待。

图 21 和表 6 是 IMF 测算的发达国家和金砖国家的产出缺口,从这些数据来看,全球的产出缺口都为负,并高于 90 年代的最高值,说明世界经济依然处于下行期,但是发达国家产出缺口在 2013 和 2014 年可能缩小,这说明世界经济可能处于周期逆转的转换期。当然,值得我们注意的是,对于金砖国家的周期性速度的测算我们可以清楚的看到,这些

国家经济增速的回落除了潜在经济增长速度的回落,还存在周期速度的更大幅度回落。因此,即使对于世界而言,我们也不能把所有经济增长的回落归结到基本参数变化带来的结构性问题之上,任何经济的大萧条和大危机都有周期性的因素。

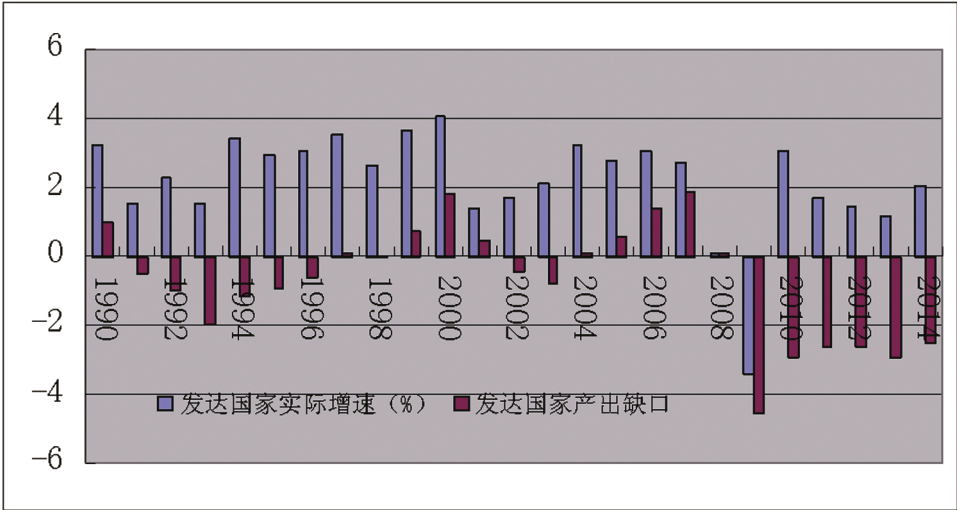


图 21 发达国家产出缺口依然为负,未来有所收窄

表 6 IMF 测算的金砖国家的实际增速、潜在增速、周期性增速与产出缺口 (%)

国家	年份	实际增速	潜在增速	周期性增速	产出缺口
巴西	2011	2.7	3.2	-0.5	0.8
	2013 测算	2.7	2.8	-0.1	-1.1
	变化	0	-0.4	0.4	-1.8
中国	2011	9.3	8.9	0.4	0.9
	2013 测算	7.7	8.0	-0.3	-0.6
	变化	-1.6	-0.9	-0.7	-1.4
印度	2011	7.4	7.3	0.2	0.6
	2013 测算	4.3	5.7	-1.4	-1.9
	变化	-3.1	-1.6	-1.6	-2.7
俄罗斯	2011	4.3	2.5	1.7	-0.8
	2013 测算	1.2	2.0	-0.8	-0.7
	变化	-3.1	-0.5	-2.6	0.1
南非	2011	3.5	2.6	0.9	-0.3
	2013 测算	2.1	2.4	-0.3	-0.5
	变化	-1.4	-0.2	-1.2	-0.2

资料来源:IMF 工作人员测算。

通过上述 6 个方面的分析,我们看到世界经济进入技术周期的拓展期、全球化红利的递减期、增长模式的调整期、制度体系的改革期、宏观经济政策的大调整期以及周期逆转的交接期。这就决定了中国依附于全球不平衡的增长模式、依附于全球化红利的分配模式、与全球宏观经济政策相协调的宏观经济政策、与全球技术周期相对应的技术创新模式,与全球周期基本一致的周期定位都必须做出相应的调整。因此,从世界经济的视角来看中国宏观经济,我们就惊奇地发现:

1)中国经济的周期变化内生于世界经济周期性的变化,世界经济在走出危机状态后的周期逆转在很大程度上决定了中国经济周期的逆转,2013—2014 年中国可能处于周期逆转的关键点;

2)中国经济结构的大调整 and 增长方式的转型在本质上是世界经济结构与增长方式调整的一部分,中国结构大调整不仅取决于中国自身的发展阶段、制度特性以及其他具有中国特色的各种因素,但同时也地决定于世界经济结构和增长方式的调整,中国结构调整的方向、路径、速度以及最终的目标不应当是基于封闭体系臆想的产物,还必须根据世界技术创新模式、分工模式、交换模式的变换状况来进行科学规划和演化调整。

3)中国为结构调整服务的大改革在本质上不仅决定于中国政治经济的内生矛盾,同时也是世界大改革的组成部分,中国改革还必须增加全球结构性改革以及全球改革大竞争的视角。

4)中国宏观经济政策的再定位必须充分考虑美国宏观经济政策的调整。

5)从世界视角所看到的中国宏观经济周期定位、大调整、大改革不仅具有必要性和及时性,同时需要进一步的研究和再调整。

第五部分 结构视角下的宏观经济

从短期视角、中长期视角以及全球视角,我们所看到的中国宏观经济都有一个逐步筑底、临近周期拐点的偏乐观的景象。如果我们对中国宏观经济的结构进行深入解剖,我们却发现另外的景况。

第一、资源配置效率持续恶化,“要素投入驱动模式”有所强化。

如果将经济增长的源泉进行进一步分解,我们可以看到,中国经济增长的集约度在下降,TFP 对经济增长的贡献在近 5 年来处于快速下降的状态,从 2003—2007 年 4.9 个百分点下降到 2008—2012 年的 2.1 个百分点,而要素对经济增长的贡献却直线上扬,2008—2009 年的要素贡献分别比上两届政府高 1.7 个百分点和 0.9 个百分点。特别是资本形成增速与 GDP 增速的比值在持续上升。

表 7 历届政府经济增长的分解

	GDP 增速	TFP 对增长的贡献	要素对增长的贡献	资本形成增速	资本形成增速 /GDP 增速
1993—1997	11.5	5.1	6.4	13.9	1.21
1998—2002	8.2	2.9	5.3	8.6	1.05
2003—2007	11.0	4.9	6.1	16.1	1.46
2008—2012	9.1	2.1	7.0	14.1	1.55

第二、资本形成对增长的贡献度持续上升,经济增长模式并没有从“出口—投资驱动型模式”转向“消费驱动型模式”,而是向更为糟糕的“信贷—投资驱动模式”转变。

由于世界不平衡的逆转,外需对增长的贡献度大幅度下降,内需对于经济增长的贡献率大幅度上升,结构出现了明显调整。外需大幅度下降的状况迫使政府在寻求短期平衡过程中大规模刺激内需,寄希望通过政府这只“看得见的手”弥补“看不见的手”的失灵。政府主导下的内需驱动被动性的出现了。但这种内需驱动型经济增长并没有呈现出稳定的消费驱动的特性。从下表测算可以看到,2009—2013 年外需贡献率从 2003—2008 年的 12.2% 平均水平—8.3% 的水平,下降幅度达到 20.5 个百分点,但内需贡献度提升的主要表现在投资之上,2013 年资本形成总额的贡献度依然超过了消费的贡献度。如果把资本形成总额贡献度进行纵向比较可以发现,投资驱动模式在近 5 年中进一步强化,2009—2013 年资本形成的贡献度分别比 1998—2002、2003—2008 年上涨了 23.8 个百分点和 10 个百分点。

表 8

资本主导型经济增长更加突出

	资本形成总额贡献率	消费贡献率	货物和服务净出口贡献率
1998—2002	34.4	58.6	7.0
2003—2008	48.2	39.7	12.2
2009—2013	58.2	50.1	—8.3

值得我们高度重视的是,投资扩张的基础发生了根本性的变化,增长模式从传统的“出口—投资驱动模式”转向了“信贷—投资驱动模式”,过去高投资的驱动基础在于大规模的出口和贸易顺差的持续高速增长,这种投资扩张存在需求基础和市场基础,而目前投资虽然填补了出口下滑带来的需求缺口,但其快速上扬的基础却是信贷规模和债务规模的大幅度上升,是政府驱动的产物。

从下图可以看到,2003—2007 年中国信贷规模/GDP 的比值处于持续下降的趋势,但 2008 年的 4 万亿刺激计划和大规模的信贷计划改变了这种局面,信贷/GDP 从 2007 年的 96.6% 上升到 2013 年的 126.7%,提升了 30.1 个百分点,贷款总量也从 2007 年的 26 万亿上升到 2013 年底 78 万亿左右的水平。与此同时,投资/GDP 的比值也处于快速提升的状态,从 2007 年的 51.7% 上升到 2013 年的 73.3%,提升了 21.6 个百分点,固定资产投资规模也从 2007 年的 13.7 万亿上升到 2013 年的 45 万亿左右的水平。这种“信贷—投资模式”的出现标志着中国“看得见的手”在干预“看不见的手”之时出现了重大偏误,“政府失灵”替代了“市场失灵”,使中国结构调整的困境增加了新的因素。

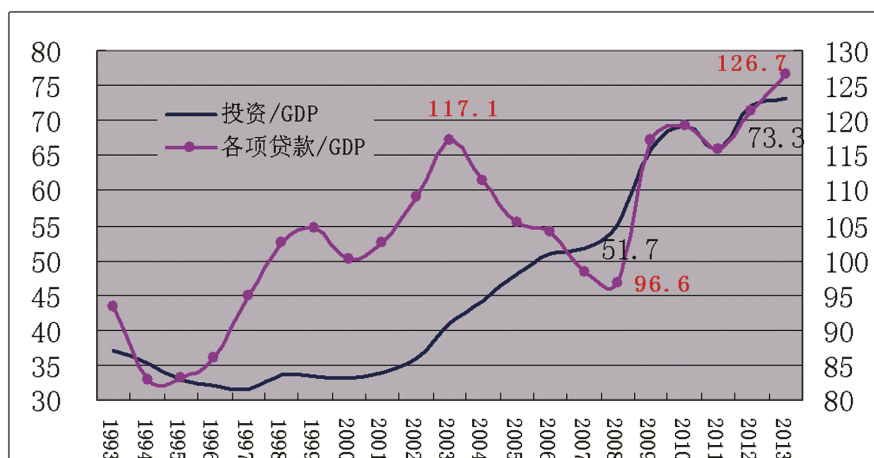


图 22 “信贷—投资驱动模式”开始出现

第三、消费驱动模式并没有出现,消费占比、居民收入占比等相关参数依然处于不断恶化的路径之中。

从表 7 可以得到中国内需贡献度提升中,消费的贡献度也得到了明显提升,因此很多人就

会得出中国消费驱动模式可能已经出现。但这种观点并不成立。一是 2013 年消费增速的回落直接导致消费对于 GDP 的贡献度从 2011 年的 56.5% 下降到 50.5%，下降了 6 个百分点，并低于资本形成的贡献度；二是消费的贡献度得到快速提升的原因不是自身增长出现快速提升，而是来自于外需得下滑太快。从下图我们可以看到，居民消费/GDP 和投资/GDP 这两个参数自 2004 年汇合之后就持续分道扬镳，其中，居民消费/GDP 从 2007 年的 35.6% 下降到 2013 年的 35.5%，基本保持稳定，但投资/GDP 却从 55.0% 上扬到 2013 年 73.3%。

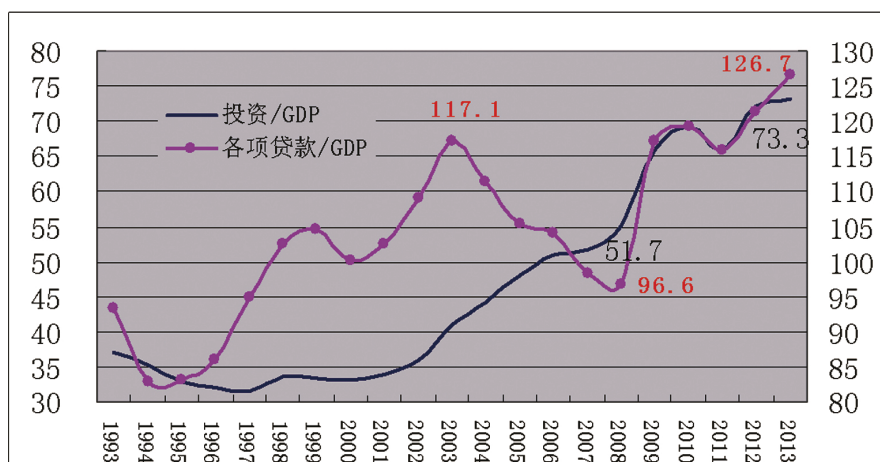


图 23 消费占比与投资占比进一步呈现“剪刀状”发展趋势

导致消费占比没有根本的提升，而投资占比大幅度上扬的核心原因就是中国收入分配的格局没有变，各类金融资源大规模被政府和企业所控制。例如居民收入/GDP 虽然在近 5 年中没有持续恶化，但也没有出现明显的回升，居民储蓄存款/M2 的比重也没有出现明显提升，依然处于下滑的趋势之中。

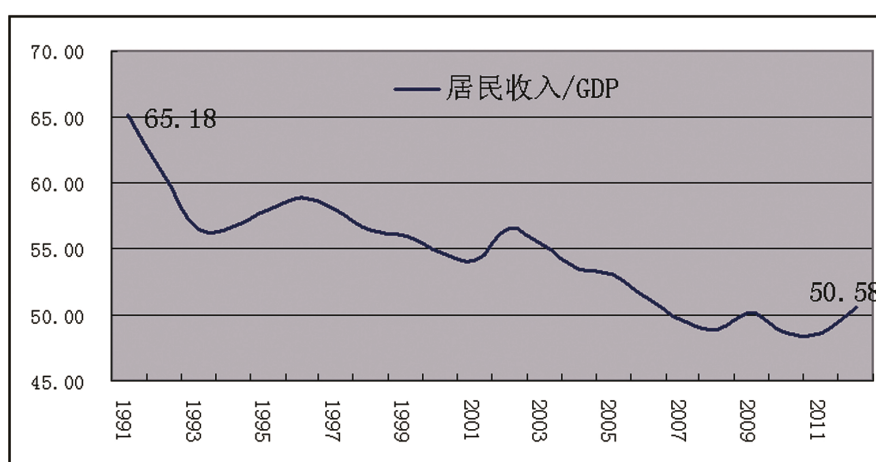


图 24 居民收入占比没有改善

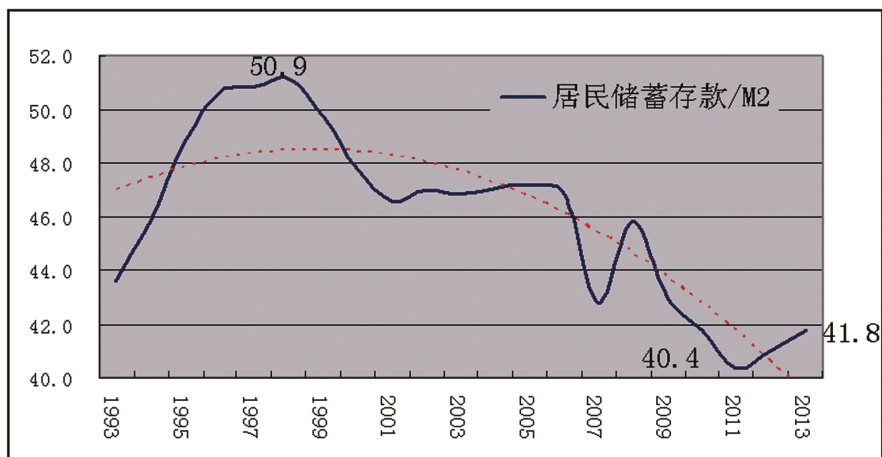


图 25 居民储蓄/M2 依然处于较低的水平

如果将居民收入分类来进行观察的话,我们会进一步发现其中的问题更多。例如,财产性收入/GDP 从 2000 年的 0.96% 上升到 2012 年的 1.28%,工薪收入/GDP 从 2000 年的 26.45% 上升到 2003 年的 29.2%,然后下降到 2012 年的 28.05%,经营性收入从 2000 年的 19.48% 下降到 11.49%,转移支付从 2000 年的 7.87% 上升到 2012 年的 9.77%。这些数据说明中国的工资薪酬机制没有根本性的变化、经营性利润的分红派息在不断恶化之中,企业留利规模过大。这将强劲抑制消费,并将直接将储蓄转化为企业投资了。

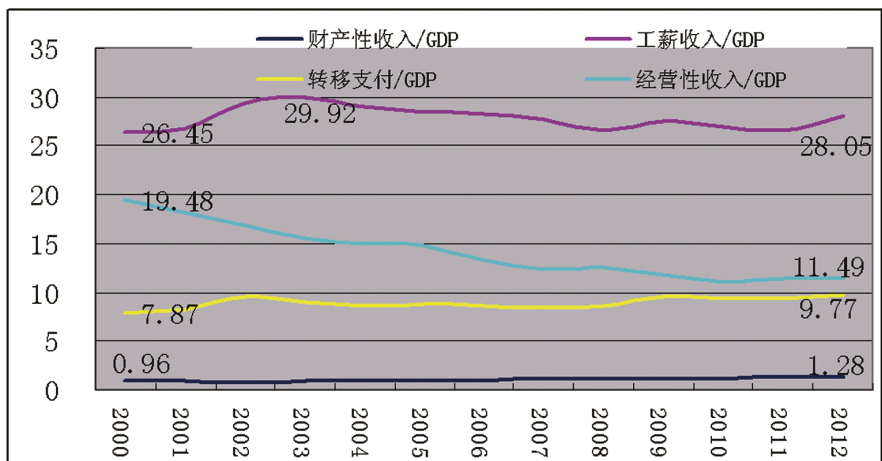


图 26 居民收入结构的分解

第四、“信贷—投资驱动模式”的形成不仅没有改善中国经济增长的质量,反而弱化了传统投资扩张的市场基础和需求基础,使中国经济深层次的结构问题进一步恶化。

这集中体现在流动性泛滥、产能过剩进一步恶化、房地产泡沫进一步上扬、金融扭曲进一步加剧以及各级债务迅速提高等方面。

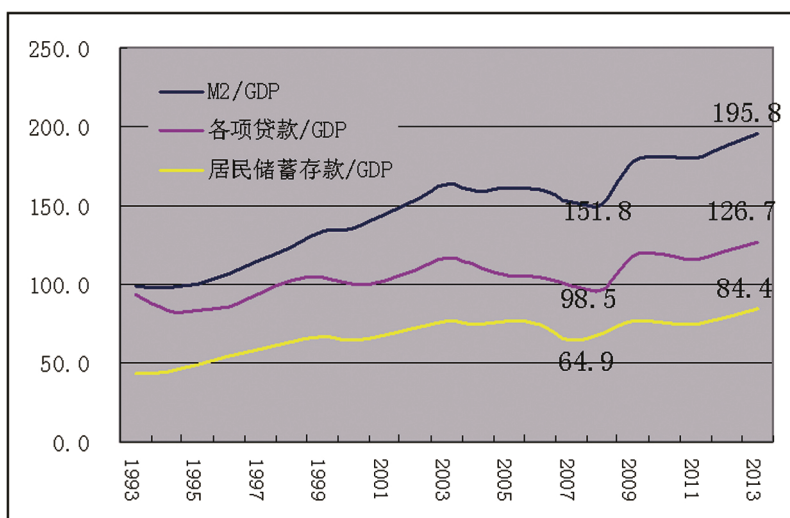


图 27 各项流动性参数快速上升

1、**流动性快速上扬**。其中最为突出的就是 M2 和社会融资总量大规模增长,从而导致社会的杠杆率和系统性风险快速上升。例如 M2/GDP 从 2007 年的 151.8% 上升到 2013 年的 195.8%, M2 总量到年底预计达到 110 万亿的水平,比 2007 年提高了 2.75 倍。

2、**在流动性和社会融资总量大幅度上升的同时,金融扭曲却进一步加剧**。这些金融扭曲集中体现在:

1)宏观流动性宽裕,但微观资金依然紧张,中小企业贷款难和融资难等问题依然突出。2012 年中国企业调查表明 22.4% 的企业认为“融资难”是商业营运中最大的障碍。

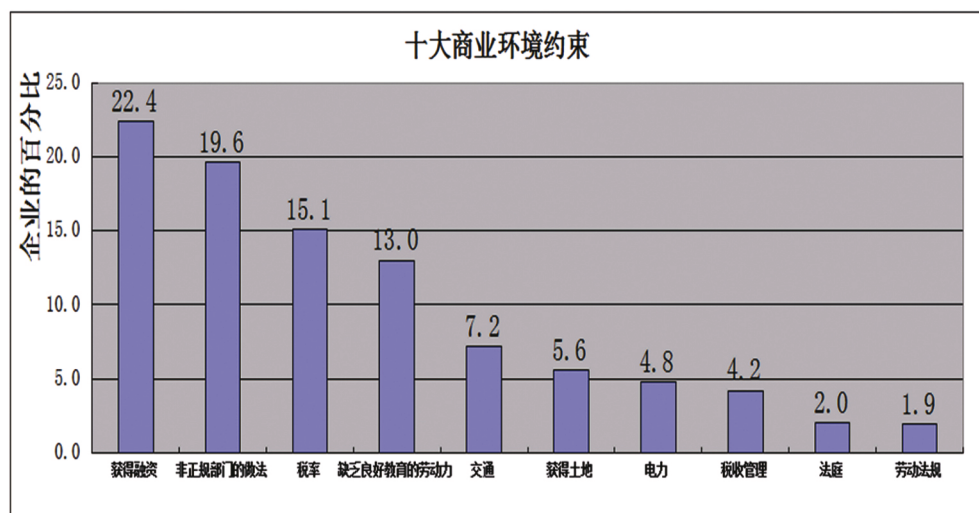


图 28 融资难并没有缓解

2)银行间同业拆借市场持续出现利率大幅度上扬的态势,并在 6 月份出现“钱荒”事

件,到目前 LIBOR 依然高于往年的正常利率接近 200 个基点。

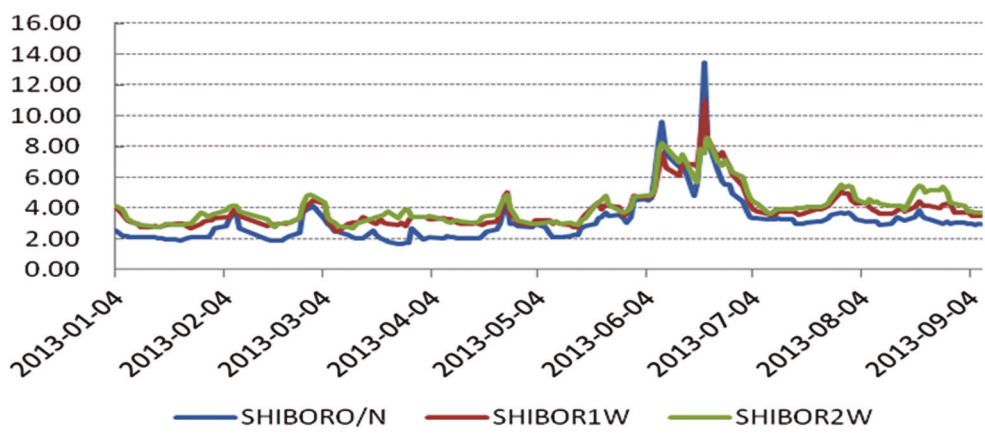


图 29 同业拆借利率较高

3)不同金融市场的利差持续过大。当前 AA 级企业债收益率保持在 6%左右,但信托产品收益率在 8%~12%之间,民间借贷的回报率更高达 15%以上。例如温州民间融资综合利率基本维持在 21%左右,没有因为近年来流动性的大幅度放松而有所下降。因此,监管套利的动力源持续存在。

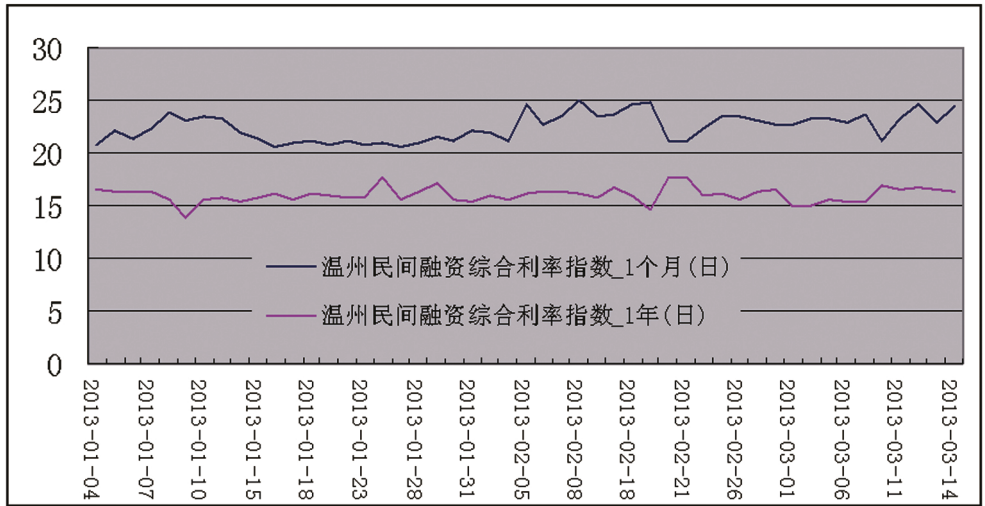


图 30 民间借贷利率高企

4)金融“剥削”实体经济的现象在不断强化。其关键指标就是,工业企业的利息支出快速上升,利息支出/利润总额从 2010 年的 12%上升到 2012 年的 19%,同时银行利润增速明显快

于工业利润。银行利润/工业利润从 2010 年的 17% 上升到 2012 年的 27%，提高了 10 个百分点，而 2013 年所有上市公司 17250.79 亿元，而银行的利润达到了 9400 多亿，超过 50%。

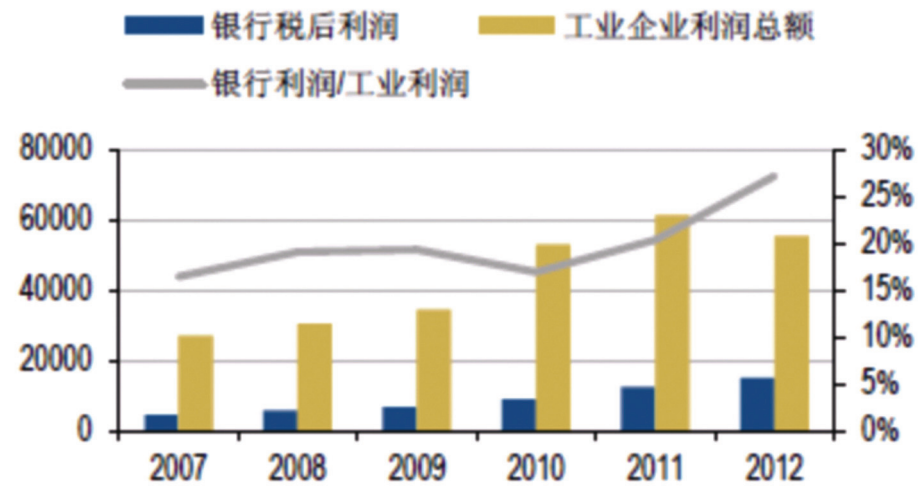


图 31 银行利润增速明显快于工业企业

3、国家债务水平和杠杠率持续快速上升。其指标集中体现在：

1) 国家总债务率已经超过 160%。我国总债务率从 1994 年的 78.6% 一路升至 2012 年的 167.4%。1994—2012 年期间，我国总债务率年均上升 7.4 个百分点。2008—2010 年增长更为迅猛，平均每年增长 15.5 个百分点。2011—2012 年有所缓和（较 2010 年回落了 2 个百分点）。虽然较很多国家的总体债务率偏低，但增长速度却值得警惕。

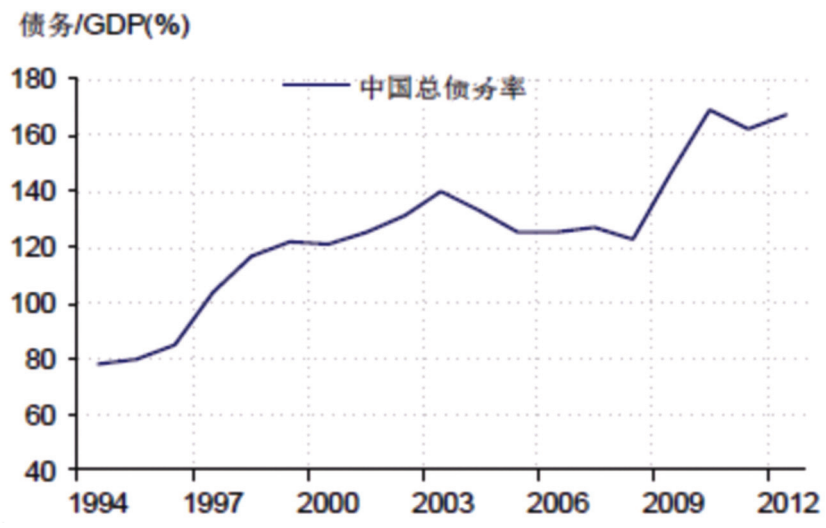


图 32 总债务率增长太快

2)政府债务上升尤其迅速,相当部分债务具有强烈的隐蔽性。以 2010 年末的数据为例,政府年末债务余额大约在 15 万亿,但如果把政策性银行余额 5.1 万亿、铁道债余额 4880 亿,以及地方各种隐性欠款,中国债务余额将从 34%提高到接近 100%左右的水平。在各种债务中,地方债务占比较大,提升的速度最快、不透明性更强,可能带来的风险最大。

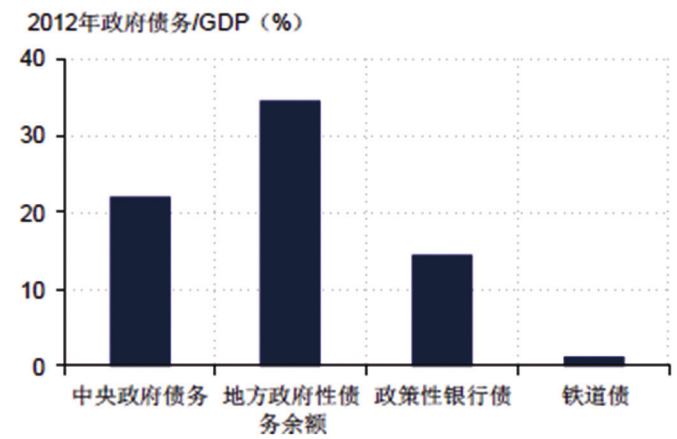


图 33 政府公开的债务结构

4)同时由于投资和企业贷款的驱动,非金融企业债务率增长液十分快,很多参数已经大大超过世界的平均水平。例如非金融企业债务率从 2007 年 67%上升到 2012 年 93%左右,提升了 26 个百分点。这也意味着中国企业的资产负债状况处于恶化的状态,杠杆率有较大的提升。

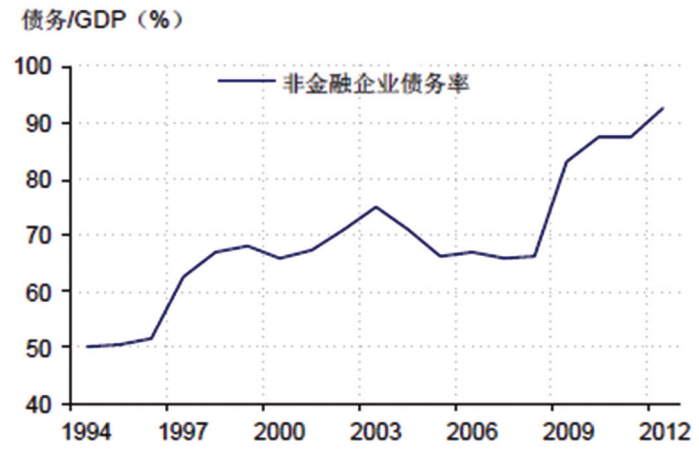


图 34 非金融企业债务率增长过快

4、房地产泡沫问题日益严重。

一是房地产价格持续攀升,2013 年前 3 季度百城住宅价格指数上涨了 9.48%,其中,一线城市平均房地产价格同比增长了 19.56%,二线城市房地产价格上涨了 8.45%,三线城市上涨了 3.63%,很多城市的房价/收入比超过了 25 倍。

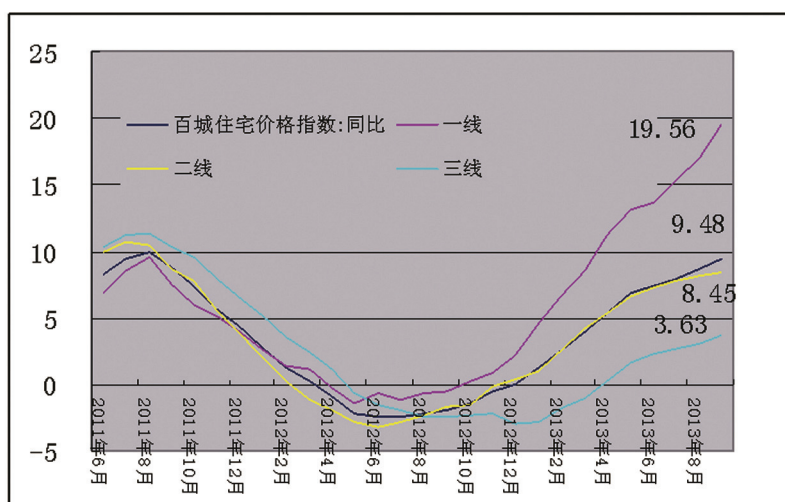


图 35 房地产价格上涨很猛

二是与房地产相关的宏观经济指标都持续走高,泡沫因素持续放大。其中最为突出的指标就是房地产增加值/GDP 从 2000 年的 4.1%上升到 2013 年的 6.3%,仅上涨了 2.2 个百分点,但房地产开发投资/GDP 和房地产销售/GDP 却分别从 5.0%上升到 15.8%,从 4.0%上升到 14%,分别上扬了 10.8 个百分点和 10 个百分点。也就是说实体经济指标与虚拟经济指标的差额扩大了 8 个百分点左右。如果我们把中国的房地产中的住宅投资/GDP 比值与其他国家在投资高峰时期的比值进行比较,发现中国数据有过度偏高的嫌疑。例如美国 2006 年时的比值为 6.0%,日本 1973 年的比值为 8.9%,西班牙 2007 年为 9.5%,印度 2008 年为 5.2%,台湾 1980 年为 4.3%,而中国 2013 年估计达到 11.6%。

5、产能过剩问题在近几年的治理中越来越严重。

在 2009—2010 年大规模投资的作用下,2010—2013 年的新增产能大大超过同期淘汰的产能,从而导致 2012 到现在整个制造业处于萧条的局面,产能过剩的行业从危机前的 11 个行业上升到目前的 20 个行业左右水平。例如炼铁、化纤、水泥等行业 2010—2011 年新增的产能分别是 11—12 年淘汰产能的 1.5、12.2 和 2.3 倍。

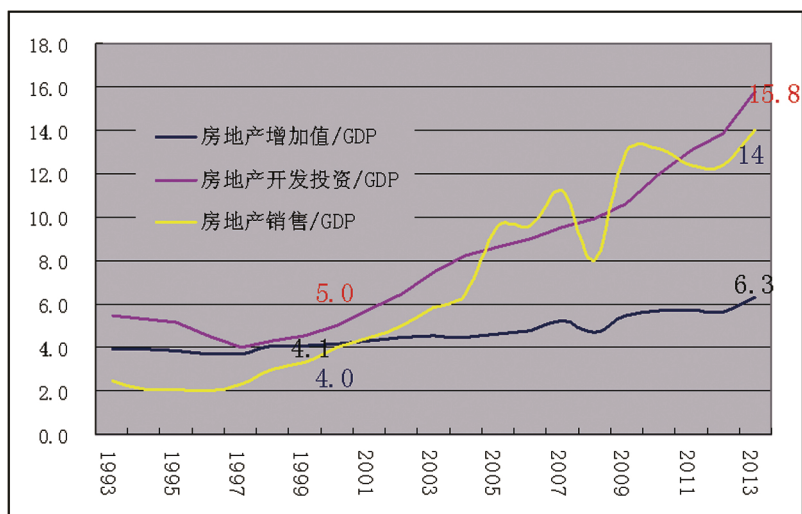


图 36 实体指标与虚拟指标之间差额的持续扩大表明房地产泡沫在上扬

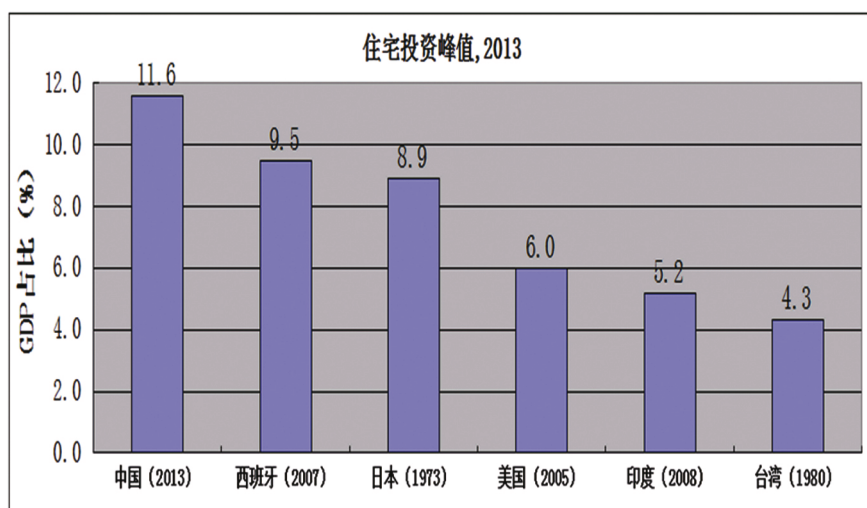


图 37 与其他国家住宅投资峰值期比较中国住宅投资/GDP 过高

从上述 5 大方面持续上扬的扭曲和风险来看，“出口—投资驱动型模式”向“信贷—投资驱动模式”的转变导致中国结构问题不仅没有改善，反而进一步加重，中国结构性问题在全球结构性调整的压力下进一步附加上了本国政策调整失误带来的泡沫问题。这导致中国深层次结构调整具有了一定的中国特色——“全球结构调整”+“中国模式调整”+“政府失灵调整”。

表 9

产能过剩越治越多

行业	11—12 年淘汰产能(万吨)	10—11 年新增产能(万吨)	新增产能/淘汰产能
炼铁	3653	5410	1.5
炼钢	3407	3836	1.1
焦炭	3940	14808	3.8
电石	250	574	2.3
电解铝	87	366	4.2
铜冶炼	99	337	3.4
铅冶炼	174	178	1.0
锌冶炼	66	211	3.2
水泥	35355	80558	2.3
平板玻璃	7300	26761	3.7
化纤	57	696	12.2

第六部分 改革视角下的中国宏观经济

正如前面所言,2013 年中国宏观经济从短期景气和中长期周期的角度具有一定向上的动力,但在世界经济周期下行、经济结构大调整、制度体系大改革以及宏观经济政策的再定位等因素的影响下,中国深层次结构性问题全面爆发,并在错误的政策定位和局部调整中不断恶化。这在很大程度上说明三中全会推出的“全面深化改革”具有十分强烈的及时性和必要性。但这种大改革在何种程度会对中国宏观经济产生影响呢?在何种程度决定我们对 2014 年这个大改革与大调整的年份宏观经济的运行呢?

从中长期的角度来看,成功实施三中全会提出的“全面深化改革”蓝图将以下三个方面的效果,并从根本上转变中国的经济增长方式,改变中国宏观经济运行的方式,使宏观经济政策的框架和实施机制得到全面的改善。

第一、将有效改变中国资源配置的效率,大幅度提高中国经济增长中 TFP 的贡献度,释放改革红利,改变目前粗放式的增长模式。

按照对中国经济增长 TFP 值的源泉分解和改革成功进行的假设,IMF 测算出各类改革对于 TFP 值的影响。其结果是,服务部门改革将使 TFP 对潜在增长水平贡献提高 1.1 个百分点,强化市场竞争的改革可以使 TFP 对潜在增长水平贡献提高 0.6 个百分点;而户籍改革可以使 TFP 对潜在增长水平贡献提高 0.4 个百分点。虽然这种测算只是一种方向性的,但资源配置优化所带来的可持续经济增长效果是十分明显的,这也间接证实了中国未来的经济增长可以依赖于“改革红利”。

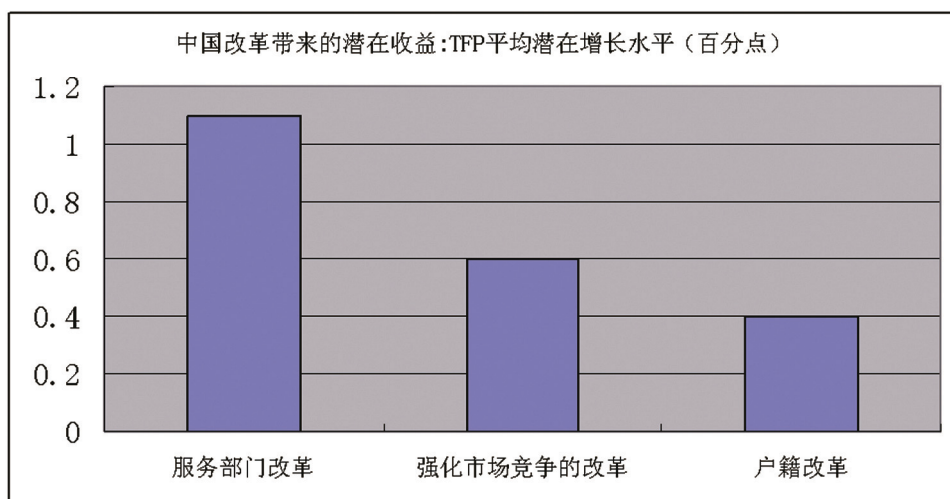


图 38 IMF 测算的改革对于 TFP 影响明显

第二、将从根本上改变目前政府主导发展的模式,纠正“政府失灵”的问题,改变目前“信用—投资驱动型”经济增长模式带来各种问题。

按照三中全会经济改革的核心就是“处理好政府和市场的关系,使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用”,“大幅度减少政府对资源的直接配置,推动资源配置依据市场规则、市场价格、市场竞争实现效益最大化和效率最优化。政府的职责和作用主要是保持宏观经济稳定,加强和优化公共服务,保障公平竞争,加强市场监管,维护市场秩序,推动可持续发展,促进共同富裕,弥补市场失灵”。同时,进行财税体系的改革将从根本上改变目前分税制和政绩工程带来的各种问题,例如地方政府投资饥渴症以及地方有融资平台债务高筑等问题。这些改革将从根本上使经济增长的发动机全面转向市场主体,给市场更多的空间。

第三、将从根本上改变宏观经济运行的模式,改变宏观经济政策的实施框架。

这集中在政府职能的全面转变将使政府从以往“投资性政府”、“干预型政府”向“服务型政府”和“法治政府转变”,各类管制型的调控将大幅度取消。同时,由于各类价格形成机制全面市场化,例如利率、汇率、资源价格、服务价格以及土地价格,这将导致货币政策更多依赖于价格型管理手段;税制的改革、社会保障体系和公共服务改革将全面改变政府财政的收支框架,重树政府财政的自动平衡机制。

但是对于 2014 年的中国宏观经济而言,上述收益具有长期性和原则性,难以在短期获得。更为重要的是,大改革往往会带来短期的阵痛,会产生“创造性毁灭效应”,会因为打破旧体系给经济、社会和政治带来各种震荡。从这种意义上讲,大改革的短期宏观经济效应具有强烈的不确定性。

第一、大改革对于 2014 年宏观经济影响最为正面的影响将是它给全社会和全世界发出了“全面改革”、“强力改革”和“真改革”的信号,全面清除了社会各界对于本届政府改革决心的猜疑,从根本上重树了市场信心。这种信心的重构在目前周期转换的关键时点具有十分重要的作用。

第二、大改革将在短期内对于 2014 年的宏观经济变量产生不同方向的影响。下表对于三中全会改革对于宏观变量的冲击进行了汇总和归类。

对于投资而言,三中全会的各项改革举措有 13 个方面将对固定资产投资产生直接影响,其中前 9 项将对投资,特别是民间投资产生积极的影响;第 10 项房产税的推广将对房地产产生压制作用;第 11—14 项将严重压制政府投资和国有企业的投资。由于民间资本的上涨和国有企业投资的下降具有一定的政策滞后性,而政府投资的下降与改革的同步性较强,很多措施难以在短期中推出,而政府改革可能具有先导性,因此,我们判断,大改革在 2014 年对于中国固定资产投资的影响从总体上将有轻微的压制作用,即政府投资和国有企业投资的下降较为明显,外资进入将有一定幅度的上涨,民间资本的进入也有一定幅度的上升,对房地产投资的影响可以忽略,但难以抵补政府投资下降的幅度。总体而

言,改革对投资的作用在短期具有一定的抑制作用,在中长期有强烈的释放效应。

对于消费而言,大改革有 8 各方面对消费产生直接的作用。其中前六项都将对消费支出和消费信心的提升带来正面影响。因为这些举措都会对增加居民未来的收入和公共服务,降低未来收入和生活支出的不确定性,降低民众预防性储蓄的水平。但这取决于 2014 这 6 项改革推动的进程。但对消费产生强烈抑制效应的是第 7 和第 8 项,即财政公开、反腐倡廉、四风整顿、群众路线以及八项政策等举措的常态化将大幅度减少公款消费、政府消费、高档消费、假日消费和婚丧消费。因此,从总体而言,改革对于 2014 年的消费具有较强的抑制作用。而在中长期有强烈的促进作用,并逐步推动消费驱动型经济增长模式的形成。

对于出口而言,建立开放型经济新体制无疑是利好的。但是新体制更多的是从要素自由流动、金融与资本管制的开放等角度展开,对于投资的影响较大,如果考虑国际投资和国际化生产体系对于短期出口和进口具有一定的替代效应,贸易的便利和服务贸易的开放所带来出口增长可能被抵消。当然,应当重点强调的是:1)服务业的开放可能增加中国服务贸易的赤字,因为在服务贸易方面中国并不具备竞争优势;2)汇率市场化的改革可能导致 2014 年人民币进一步升值,从而对出口带来一定的抑制效应。所以从总体而言,无论是短期还是中期,改革都难以对中国出口带来根本性的冲击。2014 年改革对于中国贸易状况的影响可以忽略。

对于价格指标而言,改革带来的影响较为明显。对于物价而言,产品市场和要素市场的价格改革将全面改革以往价格形成机制中存在的扭曲,因此价格释放将形成一定程度的通货膨胀压力。

房地产是关注的焦点,很多人希望三中全会的改革会对平抑目前持续高涨的房地产价格有所举措。但事实上,三中全会的大改革只有三个方面涉及到房地产:一是房产税的立法与推进;二是土地市场的改革;三是城镇化和农村转移人口的市民化。前两个方面对平抑房地产价格将起十分关键的作用,很多人认为这将刺破中国房地产泡沫。但必须明确的是,由于房产税依然处于试点与立法的阶段,并且征收的力度较小,而土地改革是一个极其复杂和漫长的改革,即使对于农村集体建设用地可以直接进入城市建设的改革可以及时推出,但集体建设用地的规模依然要受制于政府的规划,土地供给并非在短期中就会大幅度放量,土地价格也难以在短期出现明显回落。同时,虽然农村土地改革精神暗含了小产权房转正的合法性基础,但对于小产权房的改革,不同部门和主体存在的分歧太大,即使出台,其改革进程应当大大滞后于农村宅基地改革以及建设用地市场化改革。城镇化的加快和深化是导致 2013 年城市住房价格上涨的核心原因,在新政府上台时已经形成了明显的市场冲击,因此,三中全会关于城镇化加快和深化的改革措施在 2014 年将进一步引导房价上涨的预期,并随着农民工市民化实质性的推进,城市住房供求缺口将进一步加大。所以从总体而言,围绕房地产的深层次改革是渐进的,难以在短期快速提升城市房地产的供给,从而难以在短期从根本上取得平抑房价的效果。因此,我们判断,三中全

会的各项改革不仅不能再短期中产生“刺破房地产泡沫”的作用,反而在城镇化加速的作用下形成房地产价格上行的预期。因此,三中全会关于房产税改革的推进、土地改革的实施应当适度加快。同时,2014 年房地产价格的平抑必须落脚到房地产供给的放量和现有土地供给的放量之上。

利率市场化改革和金融体制改革从中长期来看对于资金成本的降低有明显的作用。但是由于金融主体的多元化、市场层次的多元化需要很长的时间,存款利率市场化初期带来的是商业银行对于存款吸收的恶性竞争以及存款成本向贷款需求方的强劲转嫁。因此,企业的财务成本在 2014 年不会下降,特别是传统的银行贷款大户将受到明显的财务冲击。从世界各国银行利率市场化的经验来看,存款市场化的初期很可能出现资金市场的波动、金融竞争秩序的恶化和银企关系的恶化,这也决定了在市场利率上扬中金融监管和货币调控的压力在 2014 年将大幅度增加。

表 10 大改革对于宏观经济变量的影响

TFP 的 改 善	1)现代市场体系的完善,使市场在资源配置中起决定性作用; 2)利率、汇率、资源以及服务类价格的全面市场化;要素的自由流动; 3)政府职能的转变,寻租空间和交易成本大幅度下降; 3)深化科技体制改革,建立新型创新体系的构建; 4)劳动力市场的改善,结构性失业和摩擦失业减少;
投 资	1)非公有制经济财产权神圣不可侵犯:提振非公经济主体的信心,促进民间资本返流和国外资本的进入; 2)混合所有制的推行和发展、国有企业改革提高民间资本投资空间; 3)破除各种形式的行政垄断; 4)向外资开放服务业,资本市场的双向开放,资本项目对内对外自由化; 5)投资审批权限的废除与下放,市场准入建立负面清单制度,可以降低投资成本; 6)降低社会资本进入文化领域的门槛; 7)扶持创业的优惠机制建设; 8)建立城乡统一的建设用地市场和土地市场改革将提高土地供应和房地产投资; 9)股票发行制度的改革,企业资本金获得充实; 10)房产税推进对房地产投资有一定的负面影响; 11)政府职能的重新定位,政绩评价体系的调整,政府投资冲动和投资饥渴症将得到抑制,政府投资项目大幅度减少; 12)转移支付增长机制的改革,逐步取消竞争性领域专项与地方资金配套; 13)国有资本收益上缴公共财政比例的提高,将降低国有企业的投资能力; 14)城市建设投融资体制的改革:城市基础设施投资的变化

续表

消费	1)收入分配改革:提高劳动报酬的比重,增加居民财产性收入,橄榄型分配格局的形成将改变未来收入预期和提振消费信心; 2)社会保障的全覆盖将增加低收入人群的转移收入和公共服务消费; 3)建立综合与分类相结合的个人所得税制,将减少中低收入群体的所得税负; 4)农村建设用地直接进入城市建设,个人享有更多的土地增值收益,赋予农民更多财产权利,将使农民获得更多收益和资本; 5)农业转移人口的市民化将大大提升这些转移人口的社会保障和公共服务,提高该类人群的消费水平; 6)人口政策的放开将从中期降低储蓄率,提高消费; 7)财政公开、反腐倡廉、四风整顿、群众路线以及八项政策的常态化将大幅度减少公款消费、政府消费、高档消费、假日消费、婚丧消费; 8)消费税的提高,将降低高档商品的消费;	
出口	构建开放型经济新体制: 1)服务业的开放; 2)自由贸易实验区的推进; 3)资本项目开放; 4)汇率形成机制的市场化;	
价格	物 价	1)水、石油、天然气、电力、交通、电信等领域价格改革,放开竞争性环节价格; 2)资源税改革; 3)健全农业支持保护体系,农业生产能力和价格形成机制的稳定性
	房 价	房产税的立法与推进; 土地市场的改革; 城镇化和农村转移人口的市民化
	利 率	利率市场化; 存款保险制度建设

第三、大改革也将进一步强化宏观经济管理当局对于宏观稳定的高度关注,从而对于2014年中国宏观经济政策的目标产生新的约束。

大改革将引发一系列的震荡,要想大改革顺利的实施一方面需要强力的政治实施力量,但另一方面还需要采取各类辅助性政策来对冲改革带来的社会经济的震荡。因此,宏观经济的稳定在推行大改革的进程中十分重要。具体表现是:

1)对于就业的稳定有刚性要求。经济稳定、社会安定的核心在于就业的稳定。2014年新增长就业如果确定在1200万,所需要的经济增长速度在7.1%即可(本期分报告研究

的结论是在服务业增加值增速维持在 8.3% 的基础上, GDP 只需要 7% 增速即可保证 1200 万的城镇新增就业 0。但考虑 2014 年大学生与中等职业学校毕业生之和能够超过 1200 万(2012 年已经达到 1179 万), 如果要维持目前的失业率水平不急增, 2014 年的新增就业目标应当维持在 1300 万。在目前服务业增加值增长 8.3%, 第一产业增长 4.0% 的假设条件下, 第二产业必须增长 8.1% 左右, 而 GDP 需要增长 7.9%。因此, 如果我们要将明年就业设定目标区间为 1200 万—1300 万, 那么 GDP 增速的区间就应当设定在 7.1%—7.9%。如果取平均数的话, 明年的经济增长目标不应当设定在 7%, 而应当是 7.5%。

表 11 2014 年三次产业增速及就业创造效应预测(以服务业 8.3% 为基础)

	第一产业	第二产业	第三产业
GDP 占比(%)	9.5	43.5	47.0
增速(%)	4.0(推测)	8.1(只要达到)	8.3(假设)
新增就业(万)	——	350	830
合计城镇新增就业(万)	1300		
GDP 增速(%)	7.9		

2) 对于收入增长的要求。大改革的合法性和群众的基础建立在大多数民众在改革中获得福利的改进, 最为核心也最直观的指标就是收入的增长, 民众收入的提升能够使大改革获得更多的支持, 而收入增速的回落就会带来更多相关利益者对改革的反对。中国过去 35 年中的两次大改革之所以能够快速推进, 不仅与邓小平同志的政治权威有关, 更重要的是相关改革马上带来了民众收入的快速提升。1978 年的改革使 1979 年—1980 年的城镇居民收入增长 17.9%, 1992—1993 年的改革带来 1994 年城镇居民收入达到历史最高点 35.6%。2013 年改革的呼声达到高点, 不仅与宏观经济深层次的各种矛盾显化有关, 也与 2013 年居民收入增速回落密切相关——1—9 月中国居民实际收入增速较 2012 年同期下滑了 3 个百分点。因此, 政府要赢得 2014 年大改革开局之年的顺利进行, 必须遏制居民收入增速回落的趋势, 使收入增长速度有一个明显的反弹。如何才能使收入增速有明显反弹? 第一、就是 GDP 增速不能有明显回落, 如果 GDP 增速回落在 7% 以下, 那么居民从初次分配中获得的收入实际增速应当会低于 7%。第二、就是收入分配改革力度应当有所强化, 加大转移支付的力度。1993 年大改革之后, 1994 年居民收入中来自转移支付的收入增长了 41.4%。第三、工资形成机制改革应当是重点。在农民工工资持续市场型上升的环境中, 应当适度提高公务员和事业单位人员的工资十分重要。这关系到政府职能转变、反腐倡廉以及各项政治改革成败的一个很重要的关键。因为在这些改革中, 权力的重构可能导致很多公务员和事业单位人员受损, 要弱化他们对于改革的反对, 建立适度的补偿机制是十分重要的。

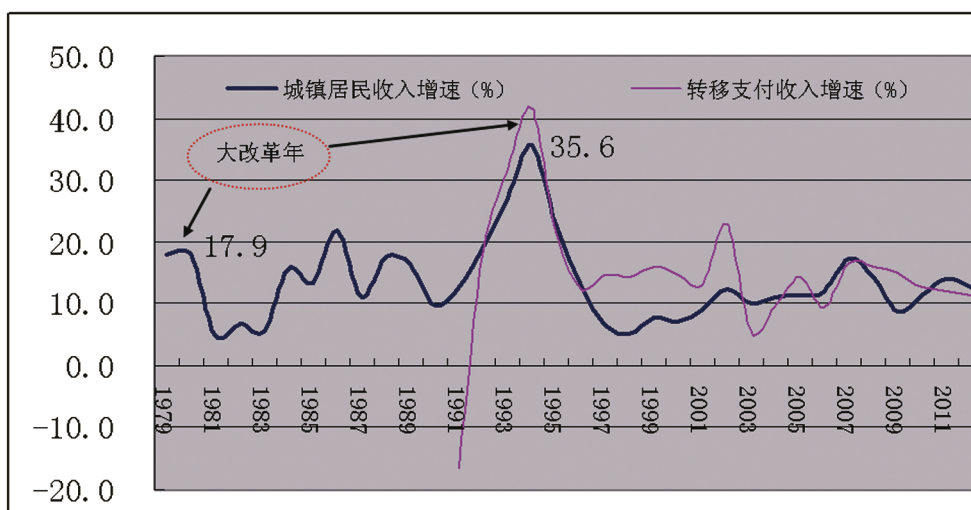


图 39 大改革都需要收入增速提升的支持

3)对于财政支出的要求。每次大改革都需要宽财政的配合,其核心原因在于几个方面:一是大改革需要建立补偿机制来缓解改革的阻力;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。从过去两次大改革的经验也证明了这种理论判断,1978 年财政决算支出增长了 33%,1993 年增长了 24.8%。2014 年中国财政不仅在政府公务员和事业单位员工收入增长下工夫,同时还必须考虑地方投融资平台改革、土地制度改革、税制调整等因素带来的地方非预算内政府隐性支出的减少。2013 年 1—10 月财政支出增速仅为 10%,比 2012 年同期下滑了 9.6 个百分点,财政政策在本质上偏紧。2014 年必须全面改变这种格局,中央财政支出速度和财政赤字应当适度提高。



图 40 大改革期的财政支出增长都很快

4)对于货币政策的要求。如何界定 2014 年货币政策,以及如何配合在价格改革和金融改革的推出?都是货币政策当局重点考虑的问题。从价格形势来看,价格改革必然要推高 2014 年 CPI 和 GDP 平减指数,因此,CPI 的区间可能比正常模型预测的 3.2 左右水平要高。因此,为了给价格改革留有空间,CPI 调控的目标值应当定在 3.5%。在通常情况下,该目标值与 7.5%的 GDP 增速目标一起决定的 M2 增长率目标应当在 12%—14%。但考虑到金融改革在利率市场化的同时要强化监管,存款利率的上扬和存贷利差的缩小可能导致货币流通速度减缓,所以 M2 增速的目标可以在正常目标值区间的上限部分,即 2014 年 M2 可确定在 13.5—14.5%。

表 12 大改革所需要的宏观政策目标选择

参数	可行的目标区	建议目标值
就业	1200 万—1300 万	1250 万
GDP	7.1%—7.9%	7.5%
CPI	3%—3.5%	3.5%
M2	12%—14%	13.5%—14.5%
财政赤字率	1.5%—2.5%	2.5%

第七部分 大改革与大调整中的 2014 年中国宏观经济

通过前面分析我们可以看到,中国宏观经济面临着多重力量的作用:一是在短期,总需求在底部波动中所有改善,但基础并不扎实;二是在中长期,中国宏观经济依然处于下行区间的底部,但周期逆转、筑底回升的信号较为明显;三是在世界周期的同步波动过程中,世界经济周期的变化引领着中国宏观经济景气的好转;四是全球经济在大调整、大改革、大过渡的时期所带来的结构调整、周期逆转以及全面改革将决定中国必然步入经济结构调整期、制度的大改革期、宏观政策的转型期;五是中国宏观经济面临的深层次结构问题和系统性风险决定了中国必然在全球大变革浪潮中推出中国的全面改革;六是三中全会提出的大改革不仅改变了中国宏观经济的运行模式和增长前景,同时也对 2014 年宏观经济调控提出了要求。

在这些周期性力量、结构性因素以及大改革的作用下,2014 年中国宏观经济的运行 and 指标导致会呈现出何种景象呢?

一、在世界经济整体形势弱复苏的带动下,中国出口增速在 2014 年将有所反弹,但由于新兴经济体的持续疲软以及欧元区经济的波动,中国出口增速的波动有可能加大,并存在较大的不确定性。

首先,从目前各类先行指数的变化来看,2014 年世界经济整体将有所改善,但幅度并不大。从 OECD 综合先行指数来看,在 OECD 发达经济体持续复苏的带动下,全球主要经济体的 CLI 已经在持续回升中超过了 100 临界值,从 2012 年年 99.67 持续回升到现在的 100.01。这表明 2013 年全球经济疲软的状态可以得到轻度的改善。其中发达国家的改善幅度较大,表明这些国家经济在未来有加速的趋势。

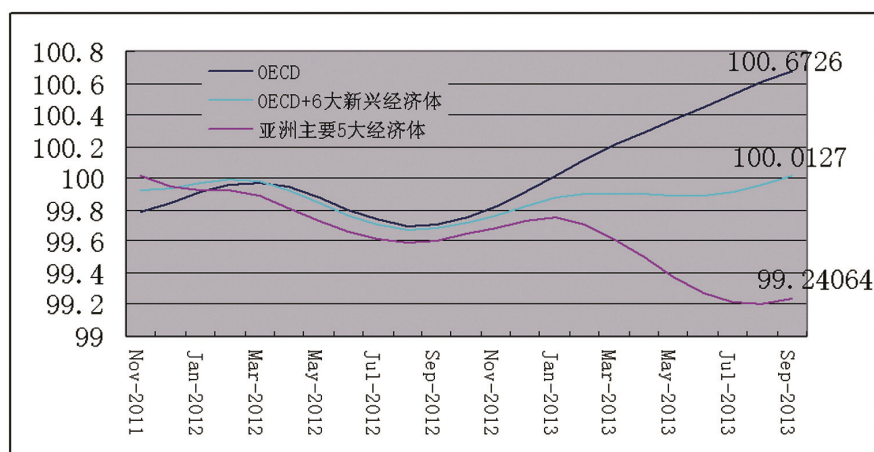


图 41 OECD 综合先行指数表明 2014 年世界经济将摆脱今年低迷的状况

按照目前的研究 CLI 与中国出口增速具有较强的一致性，一般领先中国出口趋势性参数 2—3 个月左右。因此，2013 年年底到 2014 年中国出口增速的回升可以预期。

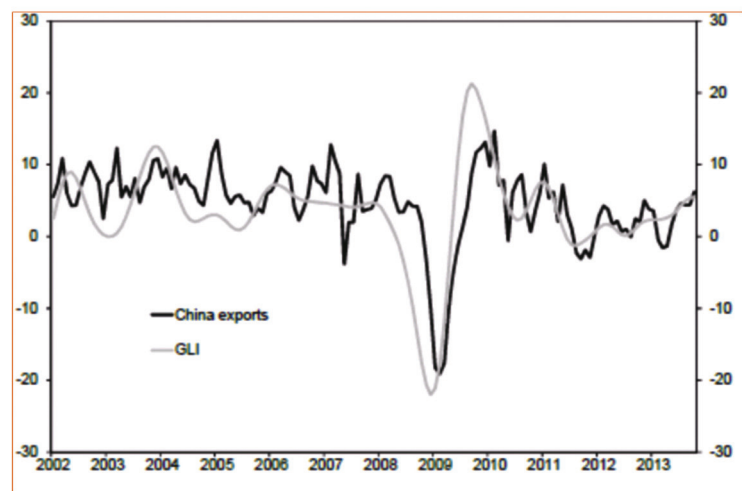


图 42 中国出口与 CLI 具有高度的同步性

如果从全球整体 PMI 来看，可以更进一步证实这种改善。10 月整体 PMI 指数已经从 9 月的 53.6 上升到 55.5。其中，服务业 PMI 参数出现加速上扬，新兴经济体 PMI 指数也在近期出现持续回升，逆转了前期回落的趋势。

表 13 大部分国家 PMI 值改善明显

国家/地区	2013-06	2013-07	2013-08	2013-09	2013-10
摩根大通全球制造业 PMI	50.60	50.80	51.60	51.80	52.10
美国	50.90	55.40	55.70	56.20	56.40
欧元区	48.80	50.30	51.40	51.10	51.30
日本	52.30	50.70	52.20	52.50	54.20
爱尔兰	50.30	51.00	52.00	52.70	54.90
荷兰	48.80	50.80	53.50	55.80	54.40
奥地利	48.30	51.20	52.00	51.10	52.70
意大利	49.10	50.40	51.30	50.80	50.70
德国	48.60	50.70	51.80	51.10	51.70
法国	48.40	49.70	49.70	49.80	49.10
西班牙	50.00	49.80	51.10	50.70	50.90
希腊	45.40	47.00	48.70	47.50	47.30
新兴市场					
印度	50.30	50.10	48.50	49.60	49.60
韩国	49.40	47.20	47.50	49.70	50.20
澳大利亚	49.60	42.00	46.40	51.70	53.20
南非	47.70	47.70	54.70	51.80	55.30
巴西	50.40	48.50	49.40	49.90	50.20
俄罗斯	51.70	49.20	49.40	49.40	51.80
中国	50.10	50.30	51.00	51.10	51.40

从与贸易密切相关的另一个先行参数——运价指数来看，未来全球贸易出现持续改善的概率也不断上升。例如波罗的海干散货运价指数 BDI 指数从年初的 820 点回升到 9

月的 2150 点,最近回落到 1507 点;而中国沿海干散货运价指数 CBF1 自 2013 年 8 月探底以后出现持续快速的反弹,从 980 多点回到 1411 点。

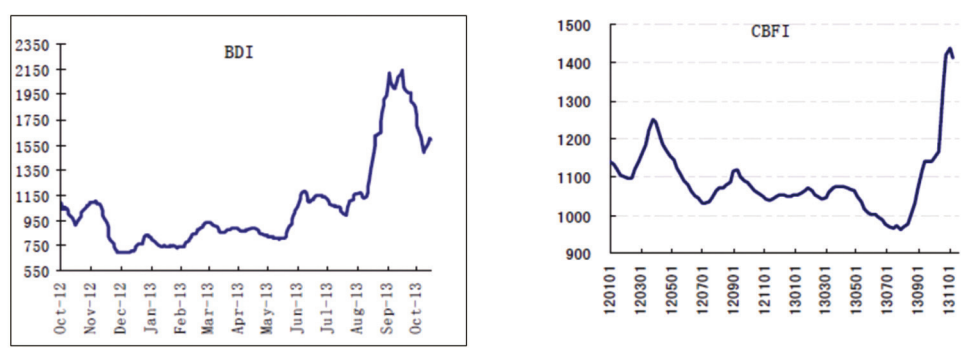


图 43 各类运价指数摆脱了前期低迷的状态

其次,从主要国家经济增长及其增长的基础来看,2014 年世界经济增速轻度具有较为扎实的金融基础和需求基础。按照 IMF 的预测,世界经济增速将从 2013 年的 2.9%回升到 3.6%,超过 2012 年的 3.2%,贸易增速将从 2013 年的 2.9%上升到 2014 年的 4.9%。按照 OECD 的预测,OECD 国家的经济增长将从 2013 年的 1.2%提升到 2014 年的 2.3%。按照联合国贸发会的预测是世界 GDP 增速将从 2013 年的 2.3%,提升到 2014 年 3.1%,而世界贸易增速将从 2013 年的 3.6%提升到 2014 年 5.3%。目前美国经济的发展基本证实了这种趋势。这集中表现在美国经济在金融和房地产市场基本摆脱了危机的困境。

表 14 联合国贸发会关于世界经济的预测

变量	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
GDP	1.4	— 2.1	4.0	2.8	2.3	2.3	3.1
贸易	3.0	— 10.3	12.5	5.9	2.6	3.6	5.3
就业	1.1	0.5	1.3	1.5	1.3	1.3	1.3
FDI	— 9.3	— 33	15.8	17.3	— 18.2	3.6	17.1

再次从中国的出口订单的变化来看,未来中国出口也将出现轻度反弹。从今年 6 月起,中国出口订单持续 4 个月同比增速为正,PMI 出口订单指数连续 4 个月超过枯荣线。

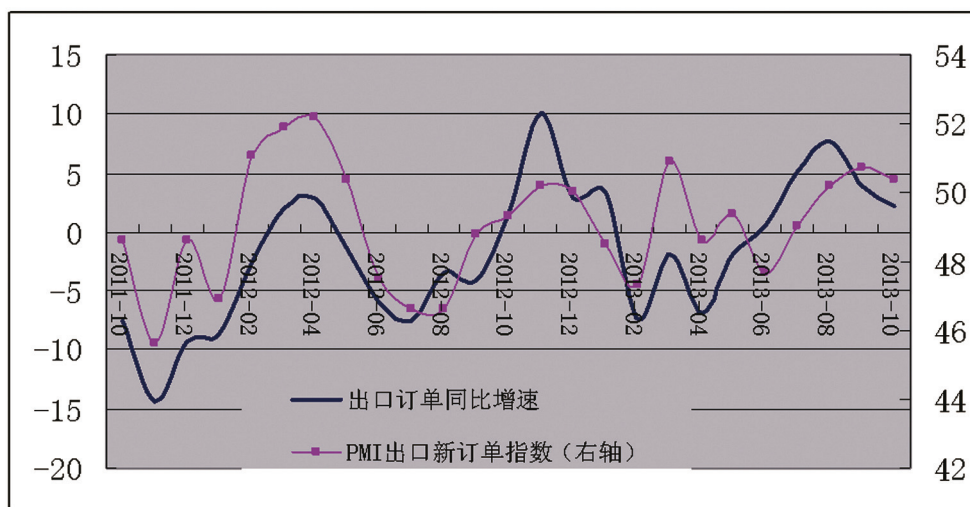


图 44 出口订单好转

在上述大判断的基础上,我们模型对于中国 2014 年的出口增速预测值为 10.4%,比 2013 年提高了 3 个百分点。

但在这种趋势性判断的基础上,我们还必须注意以下几个要点:

第一、美国退出 QE 的时间表和路径依然是 2014 年面临的一个重大不确定性,2013 年伯兰克宣布美联储可能提前退出 QE 引发了 3 季度新兴经济体的动荡,这足以说明世界经济依然十分脆弱,这尤其体现在新兴经济体对于外部冲击比想象还要低。按照目前分析,美联储之所以在 9 月份没有宣布 QE 政策的提前退出,其核心原因在于:第一、经济增长数据有所改善,但并没有达到预期的水平,特别是失业率依然在 7% 以上;二是市场对于利率提升的预期太强烈,简单推出 QE,可能导致市场利率的大幅度上升,从而引发美国金融的新动荡;三是对于财政拖累存在疑虑。按照分报告的研究表明,从关键指标变化来看,美国 QE 退出的时点在 2013 年 11 月至 2015 年 2 月之间。在此基础上,我们根据美联储副主席耶伦对于美国经济的判断以及美国货币政策的认识,美国很可能在 2014 年下半年启动 QE 的退出,比预期要晚。

美国 QE 退出带来的冲击可能较为严重,虽然 6—8 月的试探带来的市场震荡给新兴经济体敲响了警钟,9 月宣布的暂缓退出为这些国家进行内部调整提供了时间,但是 QE 退出必然带来美国市场的巨大变化,外围国家的资本抽逃的规模很可能超过 6—8 月的规模,“脆弱五兄弟”(fragile five)中的印度和印度尼西亚可能面临进一步压力。由此,在 2014 年下半年,中国应当高度重视以下几个环节:1)对于包括内外需、失业率、利率及其预期、国会状况等美国数据应当给予高度重视和重点研究;2)关注“2 印”的宏观基本面的变化;3)监控国际资本流向和预期的变化;4)中国热钱流动的方向和规模;5)汇率结构性变动的方向;6)中国在外环境变化中短期流动性的变化;7)监控与汇率变动较大国家外贸状况的变异。

2)日本宏观经济在3季度的表现并不好。一是GDP出现了持续回落,其3季度环比折年率仅1.9%,比2季度回落了一半,同时CPI依然在个位数以下徘徊。这很可能标志着安倍经济学难以在中期取得预期效果。同时,日本的投资水平并没有随着货币供应量的大幅度提升而摆脱萎缩的状态。而2014年日本将推出大幅度增加消费税的结构性改革方案,这将增加日本经济持续回升的不确定性。

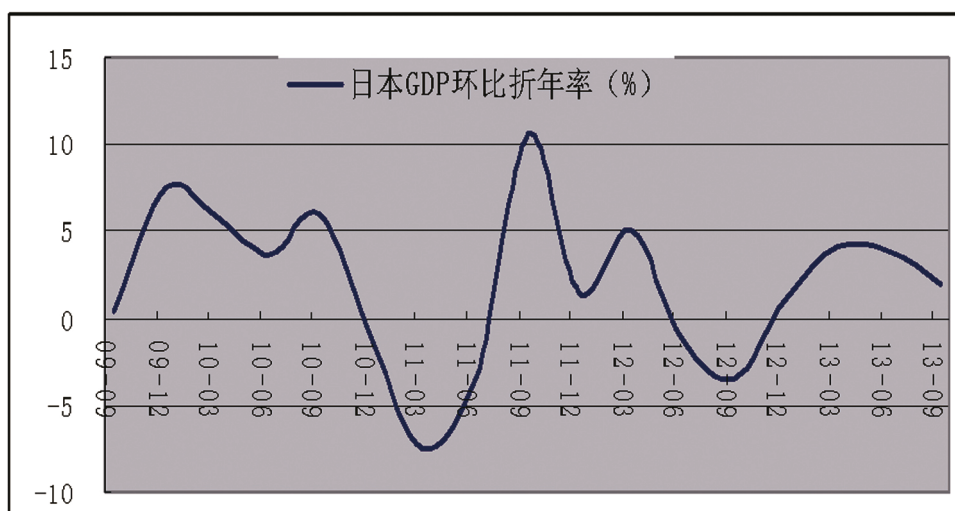


图 45 日本经济增长有疲软的迹象

3)新兴市场经济体虽然在9月出现了缓和的迹象,但是印度以及印度尼西亚的宏观经济指标和先行参数并没有逆转,因此,在2014年中新兴经济体系板块重新出现动荡的概率依然很大。同时并不排除个别国家出现危机的局面。

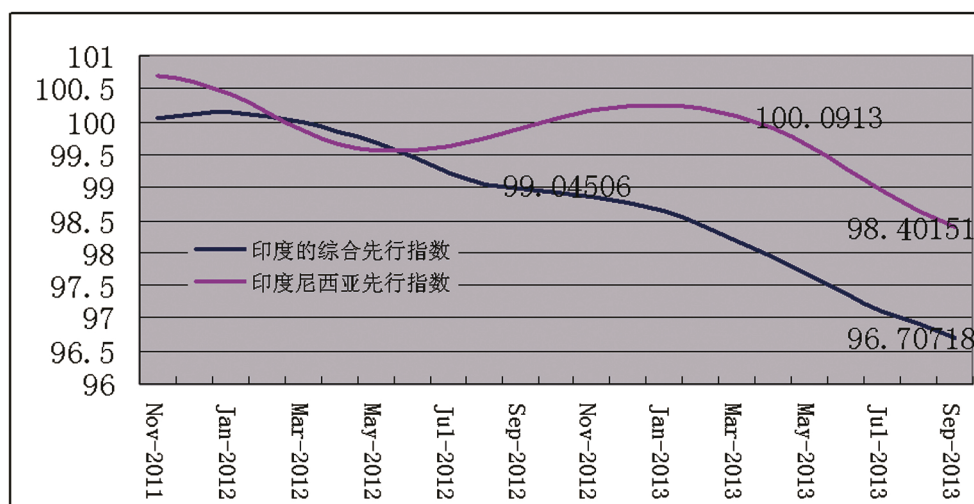


图 46 印度和印度尼西亚的先行指数在持续恶化

4)前期汇率重构的效应很可能度过了“J 曲线”效应阶段,开始对中国出口产生较为强烈的冲击。从去年 8 月到今年 8 月,欧元贬值了 4.7%、巴西贬值了 23.7%、埃及贬值了 26.7%,印度贬值了 35.5%、俄罗斯贬值了 23.8%、南非贬值了 19.9%,而人民币却对美元升值了 10.6%。到 2013 年 11 月底,中国实际汇率指数为 112.08,而印度为 72.55;印尼为 78.69,巴西为 82.84,日本为 86.56,实际汇率指数差异扩大较大。而这种趋势在 2014 年很可能不会逆转,人民币汇率由于汇率改革很可能出现持续攀升,并快速步入到兑换美元的“5 时代”。因此新兴经济体贬值带来对于中国出口的替代效应不可小视。

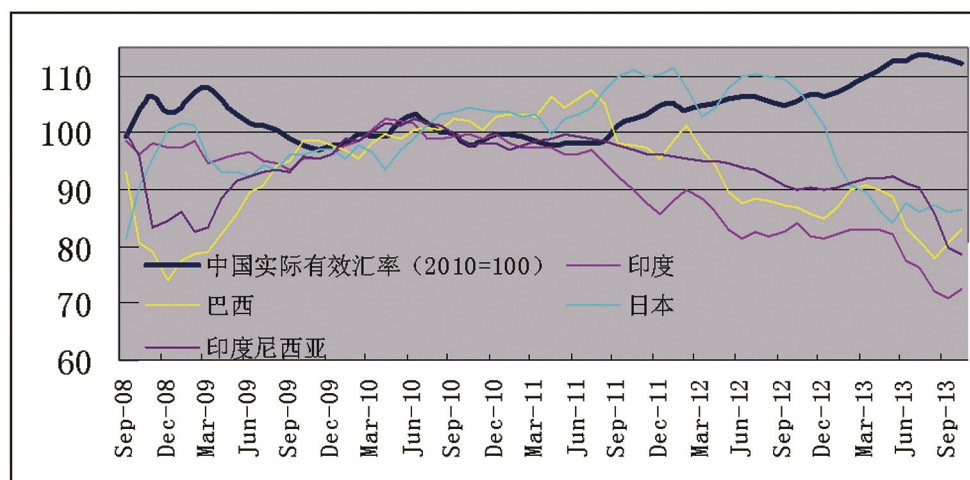


图 47 中国实际汇率升值较大

5)欧洲经济虽然在 2 季度逆转了连续 6 个季度的负增长,摆脱了萧条的局面,出现了 0.3%的正增长,但,欧洲全面走向复苏的路径依然漫长。一是欧洲失业率依然高达 12.1%,年轻人失业率超过 20%;二是公共部门和私人部门的资产负债表调整还没有完成,个别国家还刚刚开始;三是虽然欧洲中央银行采取十分积极的货币政策,但货币政策的传导并不理想。例如 M3 依然低迷,并从 6 月的 2.4%回落到 7 月的 2.2%,M1 从 6 月的 7.5%回落到 7 月的 7.1%,流向私人部门的贷款继续回落,7 月份带给非金融公司的贷款—2.8%增长,而 6 月为—2.3%。这说明欧洲的金融市场依然处于去杠杆的进程之中。四是很多机构的债务率在近几年并没有明显下降,有些国家和重点金融机构的债务率反而上扬了 30%,金融脆弱性依然很强。这在欧元区第三季度数据可以清楚看到这些问题。欧元区三季度环比折年率仅为 0.1%,物价水平也出现了意外的回落。

二、在大改革的冲击下,政府职能的转变和投融资体制的改革将对政府类投资产生强烈的下行压力,民间投资空间的释放以及土地市场的改革虽然有利于相应投资板块的提升,但改革的复杂性和渐进性决定了民间投资和房地产投资在 2014 年难以有较大幅度的

提升,并难以弥补政府类投资下降以及资金收紧带来的缺口,2014 年全年固定资产投资增速预计达到 20.1%,大体与 2013 年水平相当。

1、从投资领域的资金来源和资金运用状况来看,2013 年整体资金偏紧状况将在 2014 年延续,甚至有所强化,这将强烈约束 2014 年的投资扩张。其主要体现在以下几个方面:

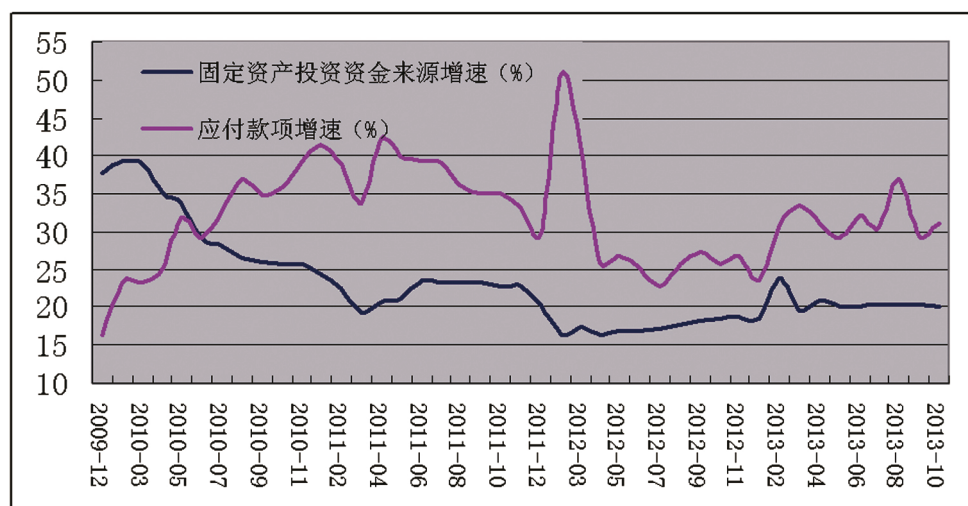


图 48 固定资产投资的资金偏紧

1)由于政府预算改革、政府职能的转变,用于投资的预算内资金将有较大幅度的收紧。特别是在地方政府债务水平大幅度上升,同时在 2014—2015 年进入到还款高峰将进一步挤压政府的投资能力。同时,还要考虑三中全会所拉开的政府财政体制的改革,2014 年地方财政将面临资金来源和支出范围的改革。

2)银行贷款规模已经达到历史高点,非金融企业贷款与 GDP 的比值已经超过了 90%,大大超过全球的平均水平。1994—2012 年,我国该比值从 50.2%上升到 92.5%,到今年底估计达到 95%,按照 Cecchetti 等人的研究,企业部门的债务警戒值为 90%。这也意味着中国对于企业的贷款增速必须在未来年份得到大规模的遏制。3)在债务大幅度上升的同时,自有资金扩张的能力在企业盈利和下降和财务成本上扬的双重冲击下而不断下降,2013 年 1—10 月固定投资中自有资金来源仅增长了 7%,比 2012 年和 2011 年同期增速下滑了 8.5 个百分点和 10.4 个百分点。这导致中国企业固定资产投资的杠杆率近年来持续攀升,从 2008 年初期的 3 倍上升到目前的 4.82 倍,这种高杠杆投资的模式是难以持续的。这也决定了 2014 年中国企业可能面临去杠杆的压力。

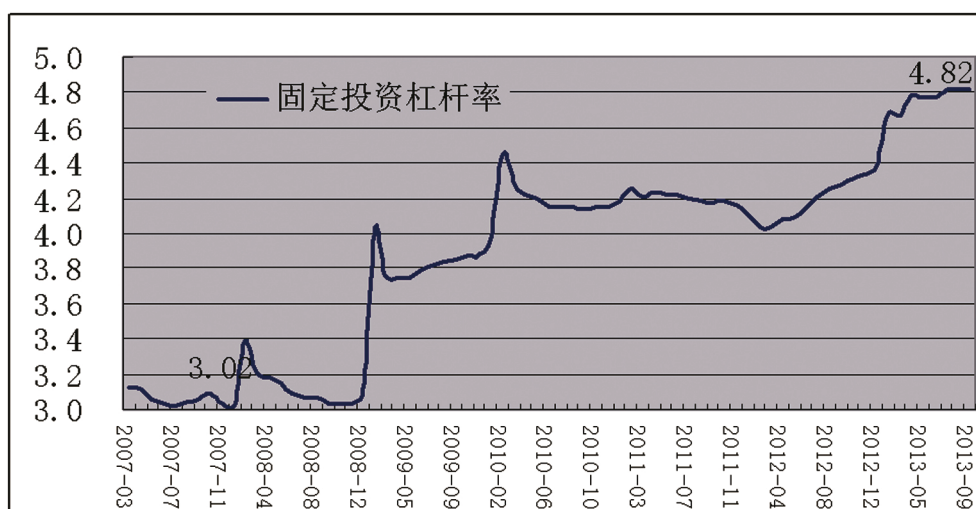


图 49 中国企业投资杠杆率持续上升

2、正如前面分析的那样,2014 年大改革对于中国投资有释放的作用也有打压的作用,但总体而言,由于政府职能转变带来的政府类投资的回落,特别是地方政府投资冲动和投资饥渴症的遏制将大大影响地方政府在投资中所起的发动机的作用。

通过梳理三中全会改革蓝图,有以下 9 项将有利于投资的扩张:1)非公有制经济财产权神圣不可侵犯:提振非公经济主体的信心,促进民间资本返流和国外资本的进入;2)混合所有制的推行和发展、国有企业改革提高民间资本投资空间;3)破除各种形式的行政垄断;4)向外资开放服务业,资本市场的双向开放,资本项目对内对外自由化;5)投资审批权限的废除与下放,市场准入建立负面清单制度,可以降低投资成本;6)降低社会资本进入文化领域的门槛;7)扶持创业的优惠机制建设;8)建立城乡统一的建设用地市场和土地市场改革将提高土地供应和房地产投资;9)股票发行制度的改革,企业资本金获得充实;

而以下 5 项将对投资产生遏制效应:1)房产税推进对房地产投资有一定的负面影响;2)政府职能的重新定位,政绩评价体系的调整,政府投资冲动和投资饥渴症将得到抑制,政府投资项目大幅度减少;3)转移支付增长机制的改革,逐步取消竞争性领域专项与地方资金配套;4)国有资本收益上缴公共财政比例的提高,将降低国有企业的投资能力;5)城市建设投融资体制的改革:城市基础设施投资的变化。

鉴于地方政府利用各种优惠政策在进行招商引资、基础建设投资以及房地产投资中的发动机作用。地方政府财权、事权以及考核体系的重构将使这台发动机的作用受到强烈的转变。2014 年民间资本的扩张难以填补政府转型带来的投资缺口。

3、2013 年房地产价格的持续上扬将引发房地产宏观调控政策的重新定位,从而抵消三中全会改革对于房地产的利好。2014 年房地产投资水平将面临强烈的不确定性。但从目前的先行数据来看,未来房地产投资增速将面临持续回落的压力。一是房地产待开发面积增速持续为正,说明房地产市场的囤地倾向依然较为严重。2013 年 1—10 月份新

增待开发土地面积接近 4 亿平方米。

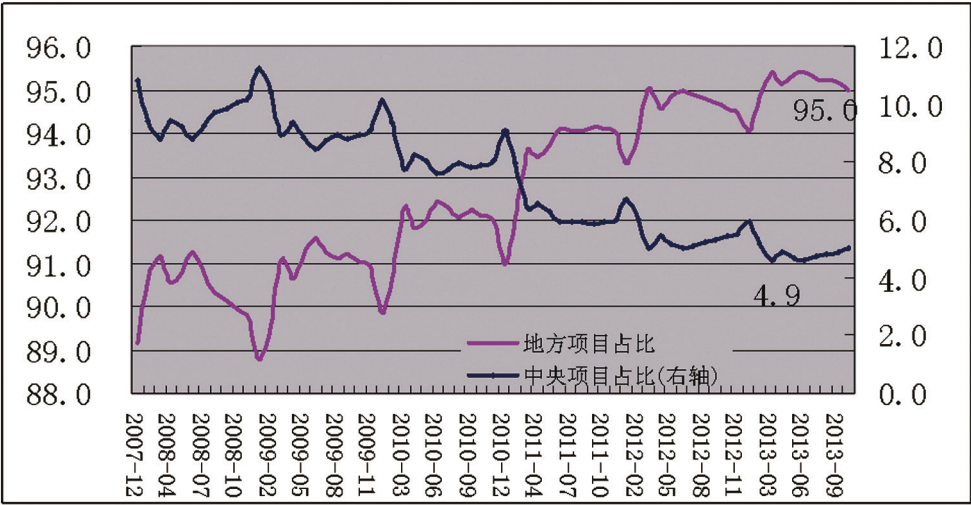


图 50 地方项目占比在持续扩大

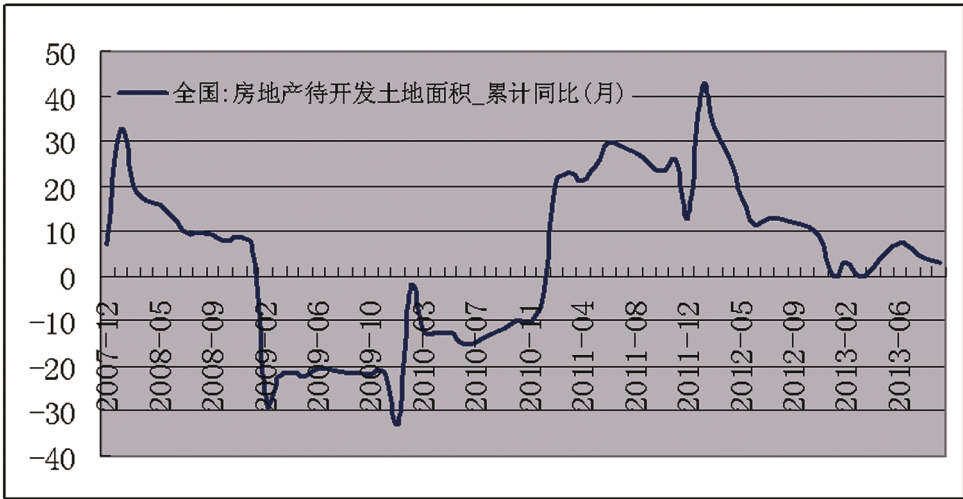


图 51 土地囤积现象依然严重

二是商品房本年新开工面积增速一直处于下行通道之中，施工面积增速也处于下滑阶段。这预示着 2014 年房地产投资惯性并不强劲，有回落的趋势。

4、但从目前的投资惯性来看，2014 年将固定投资增速不会出现明显的回落。投资的先行指标主要包括新开工项目和施工项目数。从 2013 年 1—10 月的情况来看，新开工项目是近 3 年来的高点。6 月以来所启动的棚户区改造、信息基础设施建设、铁路投资的放开以及其他重点项目上马都具有较强的惯性，从而保证 2014 年投资增速的相对稳定。

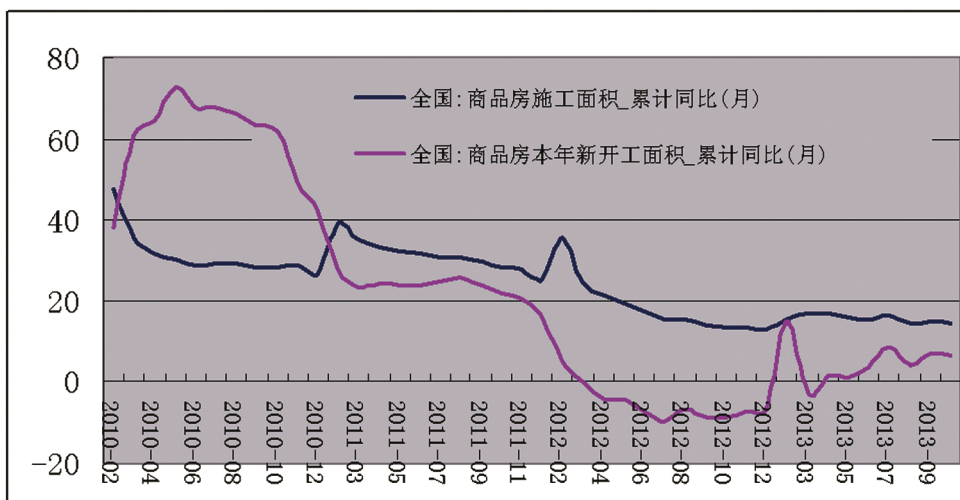


图 52 房地产先行指标不很乐观

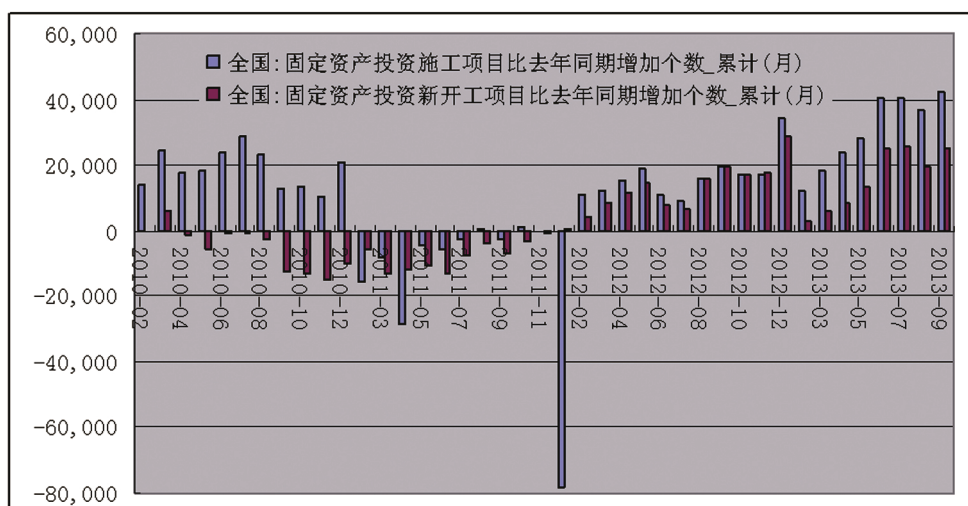


图 53 投资的先行参数在改善

5、宏观经济的稳定、出口的改善、企业财务绩效的小幅提升以及中长期投资信心的提振,2014 年民间投资将改变 2013 年持续回落的局面。

三、由于“八项政策”、“群众路线”、“四风整顿”等政治活动的常态化,居民收入增速难以快速反弹,收入分配政策改革的红利难以在短期内得到显化,2014 年消费增速将持续小幅回落,全年增速预计为 13.2%。

根据三中全会精神和党在中期的工作部署,反腐倡廉、巡视制度、“四风整顿”、“群众路线”以及财政透明化改革等活动将常态化,这对于中国的公款消费、政府消费、假日消费以及会议经济将产生持续性的冲击。这种效应在今年已经全面显现。由于 2014 年这些活动将进一步深入,因此它在短期内对于 2014 年消费的冲击依然较为严重。

同时,由于 GDP 增速的回落和企业绩效的下滑,2014 年全年的居民收入增长速度难以出现明显的反弹。这将使 2014 年消费回升难以找到坚实的收入支撑。如果 2014 年 GDP 增速较 2013 年下降 0.1 个百分点,从常规角度来看,居民收入下降的幅度将超过 GDP 增速回落的幅度,除非再分配的力度全面强化。2014 年大改革中有很多改革与扩收入有关联,但这些改革十分复杂,难以在短期内收到成效。唯一不确定的就是,在政府职能改革以及事业单位改革的同时是否会推出公务员工资和事业单位工资水平的调整。

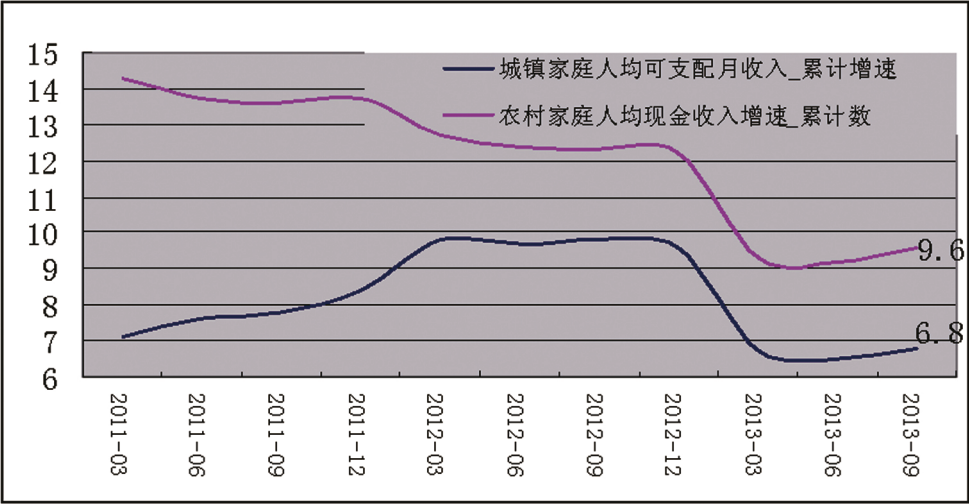


图 54 收入下滑是 GDP 持续回落的必然产物

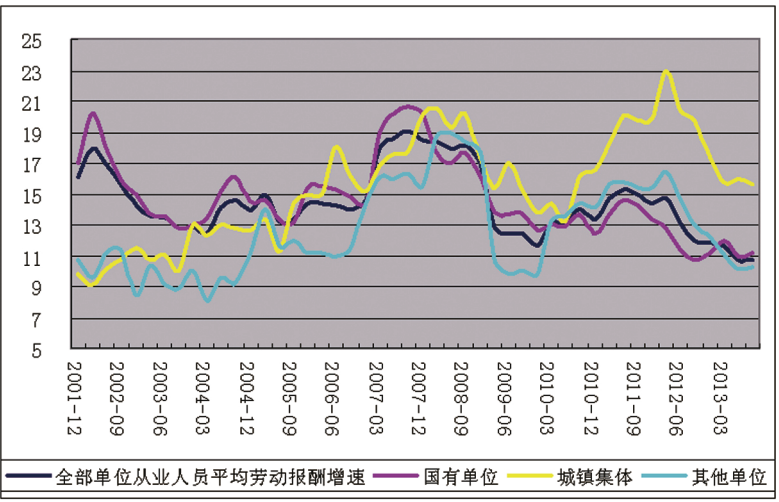


图 55 劳动报酬下滑与宏观经济景气几乎是同步的

由于宏观经济景气状况并不十分差,因此,用不着像 2009 年那样出台系列短期消费政策。因此,目前国家出台很多政策都属于中期消费启动政策,例如信息消费刺激、老年

消费扶持以及健康消费促进等政策。这些政策具有十分强烈的政策时滞效应,近期难以发挥效应。

当然,从消费的先行数据来看,我们对于未来的消费形式也不看好。目前,中国消费者信心指数基本处于近年来的低谷,从去年最高点 108.2 回落到目前的 99.8。

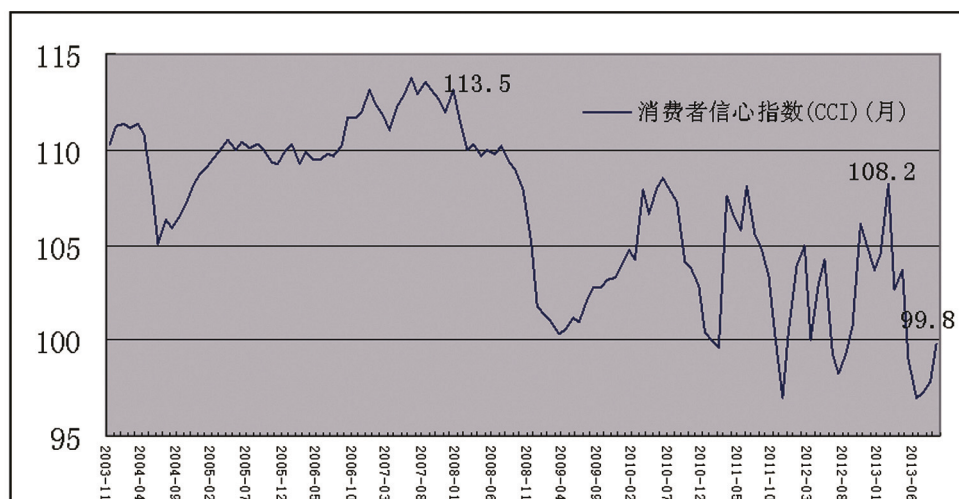


图 56 消费信心依然低迷

五、2014 年价格水平面临小幅回升的压力,但总体而言处于可控的范围,总供给与总需求的相对平衡将保证核心通货膨胀率依然维持在相对稳定的区间。

CPI 面临上扬的压力主要来源于以下几个方面:

1)2013 年 4 季度物价水平的水平持续的上扬,将导致 2014 年 CPI 的基数效应较高,如果 2013 年 12 月底的 CPI 水平维持在 3.0%—3.3%,那么 2014 年 CPI 的翘尾因素将在 1.2%—1.5%区间。

2)价格改革的释放效应可能较大。三中全会将各类产品和要素价格的全面市场化作为核心要点,并会在 2014 年快速推出,这将使很多管制价格被放开,以反应正常的供求和正常的成本。

3)服务业的供求依然较为紧张,服务类价格将面临持续的上涨。从 2013 年非制造业 PMI 指数的变化来看,未来非制造业领域的需求将保持较为强劲的态势;

4)成本推动的因素在持续,其中成本上扬的核心在于工资水平的上涨、各种福利成本支出的上涨、环保成本的上涨以及利息成本等方面;

5)货币存量的释放,即 2014 年 M2/GDP 值将超过 200%,流动性过剩在中期依然存在陆续释放的压力;

6)由于城市化和工业化进程的加大,农业基础薄弱问题进一步显化,农产品紧平衡问题将凸显,食品价格依然存在快速上扬的风险。

而 CPI 也存在系列下行压力：

1)整体宏观经济依然处于下行周期的底部,产出缺口以及周期性增长都是负的。这说明总需求依然偏弱。

2)产能过剩的问题依然严重,使 PPI 依然将在 2014 年维持低水平运转,来自制成品方面的通货膨胀压力不大；

3)国际大宗商品价格依然低迷,特别是在美国退出 QE,全球流动性回收、美元价格持续上扬等因素的影响下,大宗商品无论从实际需求、金融衍生、前期产能释放等角度来看,都没有持续回升的压力；

4)在美国石油供给放量、中东地缘政治的缓和以及实施需求依然疲软等因素的作用下,国际油价在 2014 年也不会出现明显回升,这对中国这个石油依存度超过 50%的工业大国具有十分重要的价值。

综合上述各种因素,上行压力将超过下行压力,导致 2014 年中国宏观经济在 GDP 增速轻度回落的同时,CPI 出现小幅反弹。

第八部分 总结与政策建议

通过上述几个部分的分析,我们可以得出以下几方面的结论和政策建议:

第一、中国宏观经济从短期变化、中期定位、全球景气等角度来看,处于一个筑底反弹、周期转换的拐点阶段。但从结构与改革视角来看,世界经济与中国经济的结构大调整、制度大改革和政策大回转决定了中国宏观经济景气难以在短期快速逆转,对于中国经济的展望不能采取简单的悲观主义,也不能采取简单的乐观主义。

第二、中国经济的大改革与大转型,世界经济的政策大转型与大改革,以及全球经济周期性力量的轮转这三大力量决定了 2014 年中国宏观经济运行的基本框架。这也决定了 2014 年宏观经济具有“底部修复”的运行特征。

第三、中国经济结构的大调整 and 增长方式的转型在本质上是世界经济结构与增长方式调整的一部分,中国结构大调整不仅取决于中国自身的发展阶段、制度特性以及其他具有中国特色的各种因素,但同时也地决定于世界经济结构和增长方式的调整,中国结构调整的方向、路径、速度以及最终的目标不应当是基于封闭体系臆想的产物,还必须根据世界技术创新模式、分工模式、交换模式的变换状况来进行科学规划和演化调整。中国为结构调整服务的大改革在本质上不仅决定于中国政治经济的内生矛盾,同时也是世界大改革的组成部分。中国改革和中国结构调整必须增加全球结构性调整以及全球改革大竞争的视角。

第四、全球经济结构的大调整使中国传统的“出口—投资驱动模式”陷入危机,诱发了中国深层次的结构问题,迫使中国必须做出被动调整。但在过激的短期政策定位的作用下,“出口—投资驱动模式”转向了“信贷—投资驱动模式”,这种模式的出现标志着中国“看得见的手”在干预“看不见的手”之时出现了重大偏误,“政府失灵”替代了“市场失灵”,使中国结构调整的困境增加了新的中国因素。通过大改革来治理中国特色的“双失灵”问题,改变“信贷—投资驱动模式”是破解目前流动性泛滥、债务增长过快、房地产泡沫严重、金融扭曲加剧以及产能过剩的关键。

第五、三中全会启动的大改革具有必要性和及时性。但大改革对于宏观经济在短期与中长期的影响是不同的,必须高度重视大改革在短期中产生的“创造性破局效应”。

第六、大改革一方面改变着中国宏观经济的运行机制,另一方面也对宏观经济调控提出了新的要求。社会的稳定、宏观的平衡和缓解大改革的阻力要求 2014 年宏观经济政策目标与通常年份有一定的差别。在这种逻辑下,报告建议 2014 年政府应当将就业目标定在 1250 万,GDP 增长目标定在 7.5%,物价目标定在 3.5%,M2 定在 13.5%—14.5%,财政赤字率确定在 2.5%。

第七、2014 年宏观经济政策定位应当只专注于“稳增长”和“促改革”，目标不宜多元化。但稳增长的底线管理应当具有新内涵，底线标准必须充分考虑大改革在短期带来各种社会政治冲击对宏观经济运行的外溢效应。

第八、鉴于 2014 年的价格形势不太严峻，包括金融改革、价格在内的各项改革的推出力度较大等原因，货币政策和宏观审慎监管必须在强化存量管理的同时，流量操作不宜太紧，“大改革”+“强监管”+“中性货币定位”+“结构性短缺的流动性管理”可能是未来恰当的组合。

1、建议货币供应、贷款规模以及社会融资总额等目标的确定不宜进行简单的数量管理，区域目标管理和弹性管理依然具有较强的合理性，特别是在目前大改革和大调整的环境中，常规的货币政策规则性调控存在的问题比相机决策模式更坏。

2、鉴于银行表外业务余额的持续回升、地方政府债务进一步快速提升、社会融资总额增速高居不下，中国金融层面的局部风险和整体扭曲问题依然在累积，中国监管的力度要持续加强，没有好的金融秩序和行为规范，短期货币政策的调控会失效，贸然进行全面改革也难以收到应有的效果。“规范化”、“阳光化”依然强监管定位的方向。

3、流动性管理依然是货币当局管理的另一个核心，目前流动性紧张的局面虽然得到有效缓解，依然存在总量紧张、结构错配以及市场恐慌的可能，其原因在于：

(1)流动性总量紧张的问题仍有重现的可能。8 月 shibor 和隔夜利率都在回落中趋于平稳，但 9 月以来却高居不下。这种流动性紧张局面在年底与年初有可能加剧。其理由是：银行年底冲高的压力比季末更大；年底资金结算和收益分配加大。

(2)流动性的结构问题在进一步扩大，很可能局部时间引发整体市场的恐慌。其集中表现在以下几个方面：一是三季度末商业银行各期限累计流动性缺口均有所放大，其中 90 天以内累计流动性缺口为 1.9 万亿元，较上季度末放大 1.57 万亿元。17 家主要商业银行中有 8 家流动性缺口率不达标；二是三季度末，商业银行平均流动性覆盖率为 118.07%，比上季度下降 4.12 个百分点 60 家商业银行流动性覆盖率低于 100%，商业银行优质流动性资产的缺口达到 8575 亿元。上述结构性问题应当引起高度重视。

4、高度重视金融大改革的实施路径和改革次序。从目前的研究来看，依然应当强调以下原则：一是利率市场化应当优于金融主体的多元化；二是汇率形成机制的市场化应当先于资本项目的开放；三是发达地区的金融改革试点应当优于其他区域的金融改革试点；四是金融监管的强化以及宏观稳定都是金融大改革的基础；五是基准利率形成机制的改革应当先于其他利率形成机制的改革。在存款利率市场化过程中应当高度关注存贷业务的变异以及企业财务成本的变化

5、进一步实施前期出台的“盘活存量、优化增量，支持经济结构和转型升级”的各项政策。大改革目标在于存量，但需要增量顶峰支持。同时，流动性过剩的问题必须强化中期治理的定位。

6、对于资本项目放开过程中的资金大进大出要有有力的应对措施。不能小视美国

QE 退出对中国经济带来的冲击。

第八、财政政策必须充分考虑宏观经济下行的压力、地方债务清理带来的地方隐性支出下滑、改革需要财政建立必要的补偿机制等因素,2014 年的积极财政政策的定位应当有别于以往年份。

1、中央财政赤字可以小幅提高;

2、进一步加强减税的力度;

3、在推进财务制度改革和“三公”经费进一步公开的同时,增加公务员和事业单位人员的工资。

4、可以在社会福利体系全面铺开之前,在 2014 年增加部分一次性的福利补贴。

第九、房地产调控的政策思路必须配合三中全会改革的举措进行全面的重新定位。建立稳定、有效的市场型供给体系依然是改革的核心,而房地产调控的目标必须从需求抑制转向供给扩张和制度改革,而制度改革必须着眼于破除官商之间的制度性利益输送机制和改革土地财政。因此,土地市场改革应当全力推进,快速出台相应的试点方案。2014 年房地产不会因为改革而出现“刺破泡沫”的问题。我们必须对中国房地产的属性、泡沫的特性、供求的状况等问题进行进一步深入系统研究。

第十、产能过剩治理的思路必须做出调整。必须通过改革,使供给主体对市场信号有灵敏的反应;必须改变行政主导型治理模式,同时增加全球视野,关注全球分工体系和产业发展的状况。

第十一、第一产业增加值增速回落应当引起高度重视,农业生产薄弱依然是中国食品价格高涨的核心原因。2014 年食品价格问题应重点监测。

第十二、三中全会精神的落实和大改革顺利展开依然是中国宏观经济信心稳定的关键,一方面应当强化改革的解读和宣传,更重要的要彻实落实改革,特别是对于市场主体高度关注的核心改革应当制定改革实施的时间表。